

证券 II

2022 年 12 月 01 日

否极泰来，关注成长主线

——证券行业 2023 年投资策略

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中——互联网券商行业深度报告》-2022.11.23

《三方阵营非货币市占率提升，天天基金市占率具有韧性——2022Q3 基金销售渠道数据点评》-2022.11.11

《政策暖风频吹，标的池扩容利好两融规模扩张——沪深交易所两融标的扩容事件点评》-2022.10.22

● 否极泰来，关注成长主线

从券商股复盘看，宏观经济和信用拐点对券商股超额回报的前瞻指引更强，前瞻变量是稳增长政策和信用改善，近期一系列稳增长政策下，2023 年宏观经济企稳改善可期，叠加海外流动性环境改善，券商股有望在市场好转初期阶段迎来超额回报，较低的估值水位有望驱动本轮板块性机会更大的超额收益，当下估值和基本面底部特征明显，左侧机会已现。从 2019 年券商股否极泰来的行情看，估值弹性或比盈利弹性更重要，成长型业务仍是提升估值空间的核心业务，成长型标的也有望在更长周期中跑出超额收益。我们看好三条主线机会：(1) 推荐小市值且成长性较强的指南针和国联证券，受益标的同花顺；(2) 盈利和估值在 2022 年压缩较明显的大财富管理主线，个人养老金启动带来边际利好，股市改善有望带来大财富主线戴维斯双击，推荐东方财富、广发证券和东方证券，受益标的长城证券；(3) 推荐投行线条优势突出的国金证券和中信证券。

● 复盘：基本面触底，股价充分反映悲观预期

(1) 基本面：截至 11 月 25 日，2022 年沪深 300、恒生指数分别下跌 24%/25%，A 股日均股票成交额同比下降 10%，导致券商业务全线承压，投资收益成为最大拖累。拖累投资收益的业务包括直投、跟投、自营和海外业务。(2) 股价：2022 年证券板块股价下跌 28%（沪深 300 下跌 24%），5-6 月反弹期间券商阶段性跑赢市场。结构上看，大财富主线标的跑输券商指数，主要由于财富和非财富线盈利增速预期下修、降费政策担忧加大以及机构持仓较高，盈利和估值均有较明显压缩。机构持仓较少且有新成长逻辑的标的跑赢行业。

● 展望：经济底部企稳可期，券商盈利和估值弹性或得到释放

(1) 地产、防疫和货币等稳增长政策持续发力，2023 年宏观经济和外部流动性环境均有望边际改善，股市边际向好，券商盈利反转可期。(2) 政策面看，二十大报告明确“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，资本市场扩容、助力实体经济高质量发展的大方向未改；个人养老金已经开闸，利好长期资金入市；全面注册制渐行渐近，行业仍处于政策红利期；股市改善有望缓解市场对降费指引的过度担忧。(3) 基本面看，大财富管理长逻辑仍在，波动行情下券商加大财富管理转型，股市下跌期间公募管理费收入体现了较强的韧性，申购和非公募浮动管理费受股市波动影响较大；投行业务延续成长性，行业集中度持续提升；以衍生品为核心的机构业务相对稳定，ROE 较高且利润贡献明显增加，有望逐步提升行业整体 ROE。我们预计 2023 年券商基本面有所好转，预计 2022、2023 年 40 家上市券商归母净利润同比-24%/+28%，ROE 达 6.5%/7.6%。

● **风险提示：**稳增长政策效果不及预期；市场波动风险；券商财富管理和资产管理业务增长不及预期。

目 录

1、 复盘：基本面触底，股价充分反映悲观预期.....	4
1.1、 基本面复盘：市场下跌，业务全线承压，投资收益成最大拖累.....	4
1.2、 股价复盘：行业跑输板块，机构持仓较少的标的跑赢行业.....	6
2、 展望：四要素边际改善，有望催化板块行情.....	8
2.1、 宏观和流动性环境：市场预期乐观，A、H股均有望企稳回升.....	8
2.2、 证券行业政策：深化资本市场改革，券商或迎来政策红利.....	9
2.3、 券商基本面：预计 2023 年净利润同比改善，ROE 回升.....	14
2.3.1、 行业格局：头部集中趋势延续.....	14
2.3.2、 大财富管理：市场下跌体现韧性，公募基金盈利稳健.....	17
2.3.3、 投资银行：延续成长性，行业集中度持续提升.....	21
2.3.4、 机构业务：规模持续扩张，业务高 ROE 特性有望逐步提升行业整体 ROE.....	22
2.3.5、 盈利预测：预计 2023 年盈利改善.....	23
2.4、 估值：性价比凸显，2023 年 ROE 改善或驱动估值修复.....	24
3、 投资结论：否极泰来，主线关注成长性标的.....	27
4、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 2022 前三季度上市券商归母净利润同比-31.2%.....	4
图 2： 券商板块 2022 年跑输市场，5-6 月阶段性跑赢.....	7
图 3： 2022Q3 主动型基金中券商板块持仓有所下降.....	8
图 4： 2022Q3 主动型基金对重点券商持仓有所下降.....	8
图 5： 我国经济增长承压.....	8
图 6： 市场预期美联储加息 2023 年或放缓，利率或现拐点.....	9
图 7： 注册制显著提升创业板 IPO 审核效率.....	13
图 8： 2019 年以来 IPO 规模增长.....	13
图 9： 2022Q1-3 行业利润集中度 CR6 有所提升.....	14
图 10： 2022Q1-3 行业利润集中度 CR13 有所提升.....	14
图 11： 2022Q3 末偏股基金 AUM 集中度保持稳定.....	16
图 12： 2022Q3 末非货基金 AUM 集中度小幅下降.....	16
图 13： 2018 年起三中一华的 IPO 规模市占率明显提升.....	16
图 14： 2018 年起三中一华的 IPO 单数市占率明显提升.....	16
图 15： 2022 年以来新发基金同比下降.....	17
图 16： 2022 年以来基金销量同比下降.....	17
图 17： 2022 年以来净值影响导致全市场偏股基金保有同比下降.....	18
图 18： 2022 年净值下跌时，个人偏股基金份额具有韧性.....	18
图 19： 2022 前 3 季度券商投行业务收入同比增长.....	21
图 20： 场外衍生品名义本金规模增长.....	22
图 21： 2022H1 公募基金交易量稳健提升.....	23
图 22： 券商机构佣金分仓收入稳健增长.....	23
图 23： 券商 ROE 下降.....	24
图 24： 2021 年起券商计提减值规模和同比下降.....	24

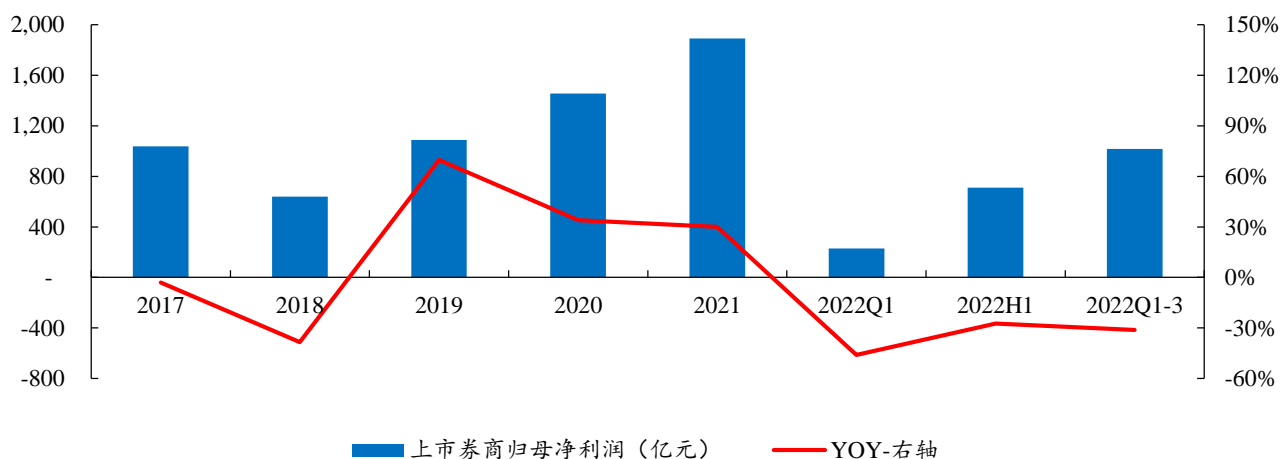
图 25: 券商板块 PB 估值呈下行趋势.....	25
图 26: 预计 2023 年初券商盈利预期上修带来估值修复驱动板块行情.....	26
表 1: 2022 前 3 季度券商各项业务全线承压, 投资收益成为最大拖累.....	4
表 2: 直投跟投业务子公司、海外子公司的投资收益或为主要拖累.....	5
表 3: 2022 年前 3 季度净利润增速靠前的券商投行业务和投资收益表现相对较好.....	5
表 4: 业绩景气较强同时机构配置和估值较低的标的跑赢行业.....	7
表 5: 二十大报告政策表述延续政策扩张趋势.....	9
表 6: 中性假设下, 个人养老金年度资金规模或达 2730 亿元.....	10
表 7: 个人养老金基金产品只数占符合资格产品比例为 90.2%.....	10
表 8: 个人养老金先行城市(地区)共计 36 个.....	11
表 9: 从 IPO 利润贡献和主板 IPO 储备量来看, 国金证券或更受益全面注册制.....	13
表 10: 2016-2021 年东方财富代理买卖证券款(个人余额)市占率增幅较大.....	15
表 11: 2016-2021 年东方财富股基成交额市占率增长较快.....	15
表 12: 2022H1 居民储蓄余额快速增长.....	18
表 13: 2022H1 居民财富回流储蓄, 个人财富中非货币基金比例小幅下降.....	19
表 14: 2022Q3 末基金公司偏股 AUM 较年初下降.....	19
表 15: 头部基金公司偏股市占率变动有所分化.....	19
表 16: 2022 年以来头部基金公司非货和偏股新发规模下降明显.....	20
表 17: 2022 年以来部分头部基金公司非货和偏股新发市占率有所下降.....	20
表 18: 2022H1 公募基金营收同比-1%, 净利润同比-3%, 净利率-1pct.....	20
表 19: 投行尽调不充分受处罚, 影响投行展业、机构分类评级, 面临诉讼索赔.....	21
表 20: 预计 2022、2023 年上市券商归母净利润同比-24%/+28%, ROE 达 6.5%/7.6%.....	23
表 21: 2022 年以来, 财富线标的估值回落幅度较大.....	25
表 22: 复盘 2019Q1 和 2019 全年均跑赢板块的标的, 进行股价上涨归因.....	27
表 23: 受益标的估值表.....	28

1、复盘：基本面触底，股价充分反映悲观预期

1.1、基本面复盘：市场下跌，业务全线承压，投资收益成最大拖累

A、H 股下跌明显，券商各项业务全线承压，投资收益成为最大拖累。(1) 截至 11 月 25 日，2022 年沪深 300、恒生指数分别下跌 24%/25%，A 股日均股票成交额同比下降 10%，导致券商业务全线承压。2022 年前 3 季度，40 家上市券商经纪、投行、资管、投资、利息净收入分别同比-16%/+5%/-4%/-51%/-6%，投资收益成最大拖累，投行业务具有一定韧性。(2) 2022 年影响券商投资收益的核心包括，直投和跟投业务；自营持有的方向性股票和基金；海外债券和衍生品业务。前 3 季度头部券商合并口径下的净利润下跌幅度普遍大于母公司口径，直投跟投业务子公司、海外子公司的投资收益或为主要拖累。

图1：2022 前三季度上市券商归母净利润同比-31.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2022 前三季度券商各项业务全线承压，投资收益成为最大拖累

40 家上市券商合计	2021 前 3 季度			2022 前 3 季度		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	1,035	19%	27%	865	-16%	29%
投行业务	406	1%	11%	428	5%	14%
资管业务	349	25%	9%	336	-4%	11%
投资业务	1,347	11%	35%	660	-51%	22%
其中：自营投资收益	1,236	10%	33%	591	-52%	20%
对联营、合营企业投资收益	111	26%	3%	69	-38%	2%
利息净收入	463	15%	12%	435	-6%	15%
其他业务净收入	199	42%	5%	239	20%	8%
调整后营业收入	3,799	15%		2,962	-22%	
其他收入	1,078	65%		973	-10%	
营业收入合计	4679	23%		3696	-21%	
营业税金及附加	26	13%	1%	23	-11%	1%
管理费用	1,799	18%	47%	1,651	-8%	56%

40家上市券商合计		2021前3季度		2022前3季度	
信用减值及其他资产减值损失	50	-72%	1%	45	-11% 2%
其他业务成本	880	71%	23%	734	-17% 25%
营业支出	2,754	23%		2,453	-11%
营业利润	1,925	22%		1,243	-35%
归母净利润	1,479	23%		1,018	-31%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 直投跟投业务子公司、海外子公司的投资收益或为主要拖累

亿元	归属母公司利润		公司净利润		母公司口径净利润占合并口径比例	投资收益(含公允价值变动损益)		投资收益(含公允价值变动损益)		母公司口径投资收益占合并口径比例
	-合并口径		-母口径			-合并口径		-母口径		
	2022Q1-3	YOY	2022Q1-3	YOY		2022Q1-3	YOY	2022Q1-3	YOY	
中信证券	165.7	-6%	134.1	-1%	81%	123	-23%	99	-11%	80%
国泰君安	84.3	-28%	70.7	-20%	84%	51	-48%	34	-49%	68%
华泰证券	78.2	-29%	71.2	-5%	91%	47	-59%	58	-28%	123%
中国银河	64.4	-13%	55.3	-15%	86%	49	-2%	35	-21%	72%
中信建投	64.4	-11%	59	-5%	92%	43	-22%	39	-15%	91%
招商证券	62.8	-26%	55.2	-26%	88%	58	-33%	53	-30%	91%
海通证券	60.8	-49%	70.3	2%	116%	10	-92%	34	-41%	343%
中金公司	60.1	-19%	40.2	49%	67%	71	-39%	53	-12%	74%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2022前3季度盈利增速跑赢行业平均的券商特点: (1) 自营稳健: 债券为主, 一二级市场头寸较少; (2) 衍生品保持稳健; (3) 投行高增长。

表3: 2022年前3季度净利润增速靠前的券商投行业务和投资收益表现相对较好

2022年前3季度(亿元)	归属母公司利润	YOY	投行收入	YOY	投资收益(含公允价值变动损益)	YOY
东方财富	65.9	6%			10.0	60%
光大证券	34.1	5%	10.3	-30%	11.2	89%
方正证券	19.4	1%	3.4	8%	9.8	80%
华安证券	9.6	-1%	1.2	5%	5.1	23%
国联证券	6.4	-2%	4.2	36%	9.4	-5%
中信证券	165.7	-6%	62.7	11%	123.0	-23%
华林证券	4.4	-9%	0.9	-55%	1.2	374%
中信建投	64.4	-11%	45.7	32%	43.2	-22%
国元证券	11.6	-13%	6.3	82%	-1.2	同比转亏
中国银河	64.4	-13%	5.1	24%	48.7	-2%
中银证券	7.7	-19%	0.7	-57%	1.9	-15%
中金公司	60.1	-19%	46.6	13%	71.5	-39%
招商证券	62.8	-26%	10.9	-13%	58.3	-33%
浙商证券	11.6	-27%	5.2	-39%	6.8	-54%
国泰君安	84.3	-28%	30.7	29%	50.5	-48%

2022年前3季度 (亿元)	归属母公司利润	YOY	投行收入	YOY	投资收益(含公允 价值变动损益)	YOY
华泰证券	78.2	-29%	29.0	9%	47.2	-59%
财通证券	10.8	-32%	3.4	-25%	5.7	-61%
东吴证券	12.4	-35%	8.4	21%	7.5	-61%
山西证券	3.8	-39%	2.7	-13%	9.6	-19%
国信证券	47.6	-39%	13.5	0%	41.5	-40%
南京证券	5.4	-39%	1.9	-10%	2.1	-60%
广发证券	52.3	-39%	4.4	29%	3.4	-94%
申万宏源	42.8	-42%	13.8	19%	57.2	-27%
第一创业	3.4	-46%	1.9	3%	3.5	-65%
国金证券	8.2	-47%	13.8	32%	1.0	-93%
海通证券	60.8	-49%	37.6	9%	9.9	-92%
兴业证券	17.8	-49%	7.4	-24%	-5.9	同比转亏
西部证券	5.0	-50%	1.8	-26%	11.8	-10%
东兴证券	5.5	-54%	8.6	19%	-3.0	同比转亏
东方证券	20.0	-54%	13.7	14%	19.0	-44%
长江证券	9.6	-57%	4.2	-34%	-10.9	同比转亏
长城证券	5.7	-58%	3.8	-12%	4.9	-71%
国海证券	3.0	-61%	1.3	-45%	1.9	-87%
中泰证券	9.3	-64%	7.5	-28%	-1.2	同比转亏
华西证券	3.6	-75%	1.7	-53%	-1.3	同比转亏
西南证券	2.3	-75%	1.5	-29%	1.6	-89%
东北证券	2.8	-77%	1.1	-60%	3.6	-77%
中原证券	1.0	-79%	1.9	-55%	4.7	-45%
天风证券	0.5	-92%	7.4	4%	2.4	-82%
红塔证券	0.3	-98%	0.5	-21%	0.7	-96%
太平洋	-0.6	-119%	0.7	-50%	3.7	-37%
40家上市券商合计	1017.5	-31%	427.5	5%	659.8	-51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

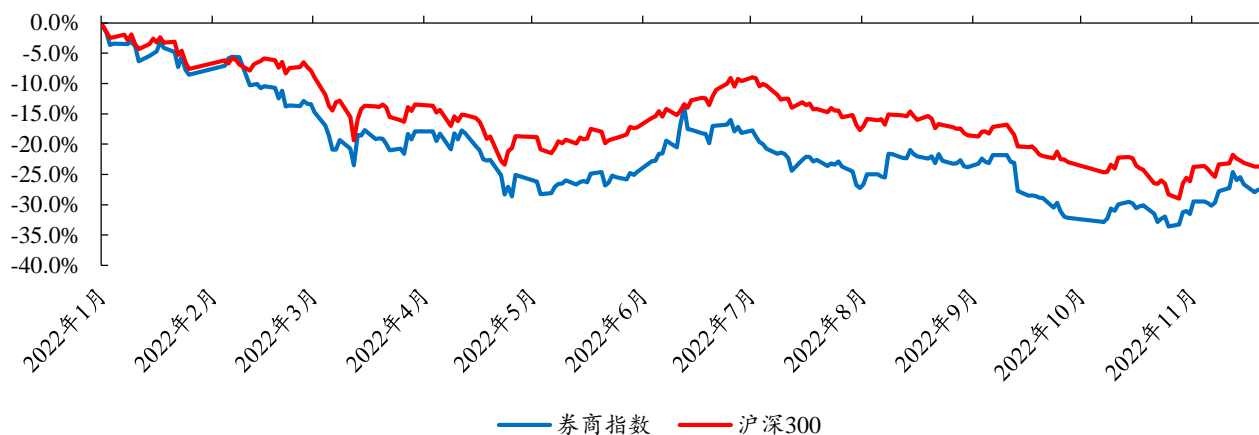
1.2、股价复盘：行业跑输板块，机构持仓较少的标的跑赢行业

行业整体跑输市场：截至11月24日，2022年证券板块股价下跌28%（沪深300下跌24%），5-6月反弹期间券商阶段性跑赢市场。

财富线标的股价大幅跑输行业：主要由于基本面边际恶化导致盈利预期下修，叠加政策面担忧，同时机构持仓较高，共同造成估值压缩。

股价跑赢行业的标的：（1）具有独立上涨逻辑且市值相对较小：指南针和华林证券。
（2）业绩景气较强且机构配置和估值较低的品种：光大证券、华安证券、国元证券、中国银河、中信建投。

基本面相对景气，但估值压缩明显的标的：东方财富，中信证券，国联证券。三者机构持仓相对较高，市场对其基本面预期较高，2022年以来估值压缩明显。

图2：券商板块 2022 年跑输市场，5-6 月阶段性跑赢


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022 年 11 月 24 日

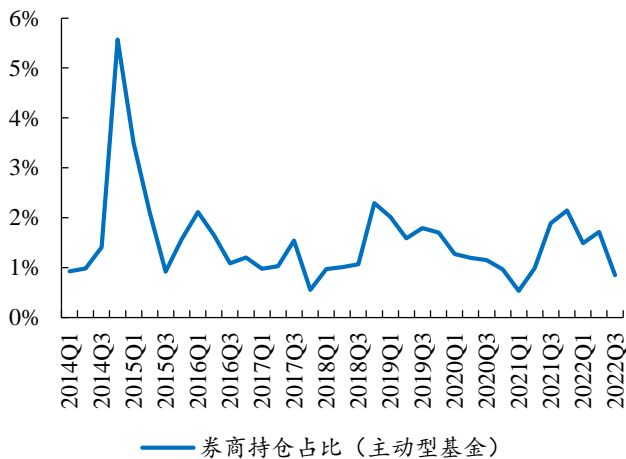
表4：业绩景气较强同时机构配置和估值较低的标的跑赢行业

股价归因	证券代码	证券简称	2022 年初以来股价 涨跌幅	2022 年初以来股价 跑赢券商指数	目前 PB 分位数 (近 3 年)	前 3 季度净利润 YOY
小市值、独立逻辑	300803.SZ	指南针	23%	51%	38%	92%
	002945.SZ	华林证券	3%	31%	39%	-9%
业绩景气较强同 时机机构配置和估 值较低的品种	601788.SH	光大证券	5%	33%	43%	5%
	600909.SH	华安证券	-8%	20%	14%	-1%
	000728.SZ	国元证券	-10%	18%	12%	-13%
景气度相对较强， 但机构持仓较多， 估值压缩	601881.SH	中国银河	-11%	17%	13%	-13%
	601066.SH	中信建投	-15%	13%	8%	-11%
	300059.SZ	东方财富	-42%	-14%	2%	6%
财富线跑输板块	600030.SH	中信证券	-21%	7%	6%	-6%
	601456.SH	国联证券	-27%	1%	9%	-2%
	000776.SZ	广发证券	-36%	-8%	8%	-39%
	601377.SH	兴业证券	-38%	-10%	6%	-49%
	600958.SH	东方证券	-39%	-11%	7%	-54%

数据来源：Wind、开源证券研究所

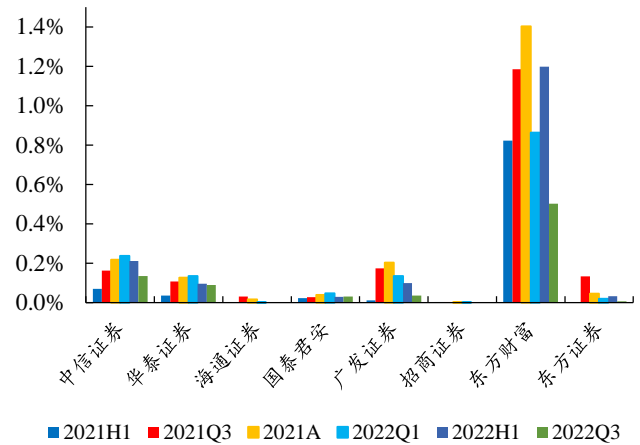
注：数据截至 2022.11.24，2022 年初以来券商板块下跌 28%

图3：2022Q3 主动型基金中券商板块持仓有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q3 主动型基金对重点券商持仓有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

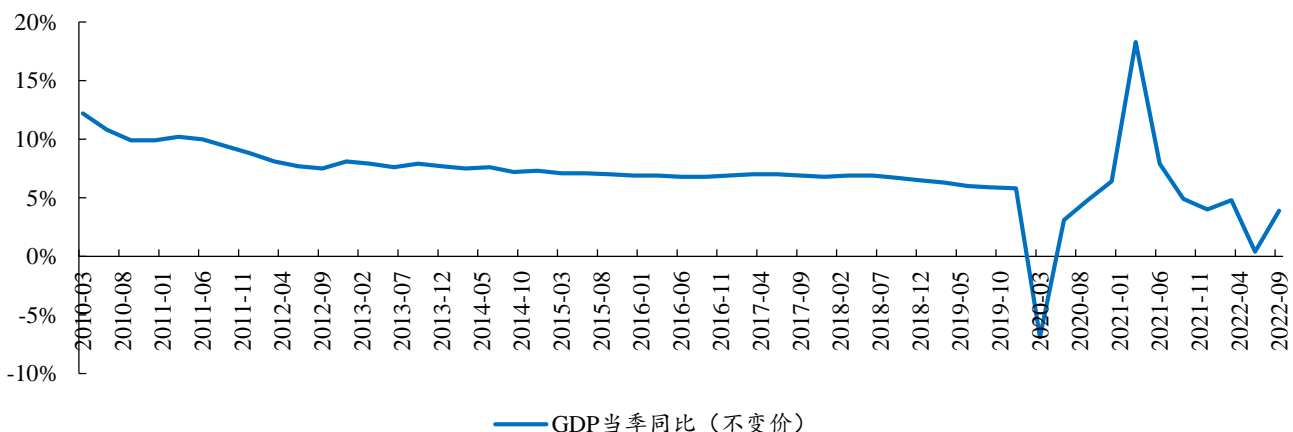
2、展望：四要素边际改善，有望催化板块行情

2.1、宏观和流动性环境：市场预期乐观，A、H 股均有望企稳回升

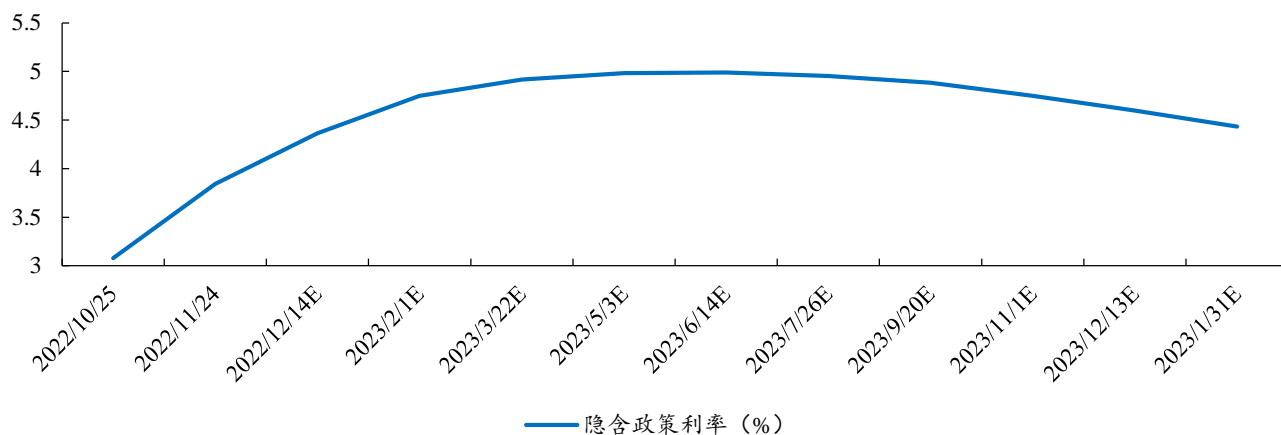
我们认为宏观经济与流动性是 2022 年券商股定价最核心要素。

- (1) **展望未来经济**：2022 年以来，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，年中疫情反复加剧了不确定性，海外通胀高位运行，地缘政治冲突，综合导致我国经济增长承压，前三季度 GDP 增长 3%。随着地产、防疫和财政等稳增长政策持续发力，经济企稳回升可期。
- (2) **流动性**：国内流动性合理充裕，货币政策稳健。美国通胀高位运行，市场预期美联储加息 2023 年或放缓，利率或现拐点。
- (3) **风险溢价**：地缘政治不确定性同比下降，市场风险偏好或迎来边际改善。
- (4) **催化剂**：关注稳增长政策，流动性变化，看好券商板块超额收益。

图5：我国经济增长承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：市场预期美联储加息 2023 年或放缓，利率或现拐点


数据来源：彭博、开源证券研究所

注：预期隐含政策利率时间截至 2022.11.24

2.2、证券行业政策：深化资本市场改革，券商或迎来政策红利

二十大报告政策表述延续政策扩张趋势。二十大明确“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，券商作为资本市场重要主体，面临新的机遇与挑战。

表5：二十大报告政策表述延续政策扩张趋势

关键词	内容
健全资本市场功能，提高直接融资比重	构建高水平社会主义市场经济体制。深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。健全资本市场功能，提高直接融资比重。加强反垄断和反不正当竞争，破除地方保护和行政性垄断，依法规范和引导资本健康发展。
经济建设为中心	坚持经济建设为中心，坚持改革开放，未来五年核心目标是经济高质量发展取得新突破，科技自立自强能力显著提升。
金融服务实体，科创板等资本市场投融资制度	建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。
扩大中产，财富管理	共同富裕，居民人均可支配收入再上新台阶，中等收入群体比重明显提高。保护合法收入，调节过高收入，取缔非法收入。
养老，保险	发展多层次、多支柱养老保险体系。建立长期护理保险制度，积极发展商业医疗保险。
房住不炒	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。
绿色金融	美丽中国，低碳经济
港交所	发挥中国香港、中国澳门优势和特点，巩固提升中国香港、中国澳门在国际金融、贸易、航运航空、创新科技、文化旅游等领域的地位。

资料来源：二十大政府工作报告、开源证券研究所

个人养老金开闸，利好头部基金公司，“含基量”高的券商或更受益。(1) 个人养老金先行试点 36 个城市和地区，GDP 占比 40%，试点范围略超预期。个人养老金有望为股市引入长期稳定的增量资金，中性假设下，我们测算个人养老金年度资金规模或达 2730 亿资金。考虑到税收和产品费率双重折让、银行端大力推广以及试点范围

较广，个人养老金初期规模或超预期。个人养老金有望扩大头部基金公司的品牌效应和产品优势，利于头部基金公司规模市占率提升。

表6：中性假设下，个人养老金年度资金规模或达 2730 亿元

纳税人数量 (万人)	参与个人 养老金比例	个人养老金 年度缴纳上限 (元)	养老金上限 占用比例	个人养老金 资金规模 (亿元)	占储蓄存款	占金融投资
6500	30%	12000	50%	1170	0.11%	0.10%
6500	50%	12000	70%	2730	0.26%	0.22%
6500	70%	12000	100%	5460	0.53%	0.45%

数据来源：Wind、中证协、中基协、证券时报、开源证券研究所

注：居民储蓄存款数据时点为 2021 年末的 103.3 万亿元；金融投资为 2021 年末时点数据，包含非货币公募基金、货币基金、股票、银行理财、私募基金等共计 122.5 亿元。

表7：个人养老金基金产品只数占符合资格产品比例为 90.2%

基金公司	养老目标 基金数量	2022Q3 末 规模	具备资格 基金数量	2022Q3 末 规模	首批入围 数量	首批入围 存量规模	首批/入围 数量占比	首批/入围 规模占比
交银施罗德基金	2	16,404	2	16,404	2	16,404	100%	100%
汇添富基金	8	7,628	8	7,628	8	7,628	100%	100%
南方基金	9	6,505	8	6,492	8	6,492	100%	100%
浦银安盛基金	3	4,638	2	4,622	2	4,622	100%	100%
嘉实基金	8	4,362	7	4,353	7	4,353	100%	100%
华安基金	7	4,234	6	4,181	6	4,181	100%	100%
招商基金	3	4,063	3	4,063	3	4,063	100%	100%
民生加银基金	3	3,832	3	3,832	3	3,832	100%	100%
广发基金	7	2,941	6	2,890	6	2,890	100%	100%
易方达基金	7	2,534	7	2,534	7	2,534	100%	100%
中欧基金	4	2,387	4	2,387	4	2,387	100%	100%
泰康资产	3	1,925	3	1,925	3	1,925	100%	100%
银华基金	7	1,979	5	1,735	5	1,735	100%	100%
富国基金	4	1,783	3	1,723	3	1,723	100%	100%
建信基金	4	1,762	2	1,690	2	1,690	100%	100%
平安基金	5	1,506	4	1,485	4	1,485	100%	100%
华商基金	3	1,281	3	1,281	3	1,281	100%	100%
万家基金	4	1,202	4	1,202	4	1,202	100%	100%
工银瑞信基金	8	1,195	5	1,129	5	1,129	100%	100%
鹏华基金	4	918	4	918	4	918	100%	100%
长信基金	3	837	3	837	3	837	100%	100%
天弘基金	4	610	4	610	4	610	100%	100%
中银基金	5	439	3	392	3	392	100%	100%
兴业基金	1	306	1	306	1	306	100%	100%
博时基金	6	349	2	299	2	299	100%	100%
银河基金	2	288	1	278	1	278	100%	100%
华宝基金	2	239	1	223	1	223	100%	100%

基金公司	养老目标 基金数量	2022Q3 末 规模	具备资格 基金数量	2022Q3 末 规模	首批入围 数量	首批入围 存量规模	首批/入围 数量占比	首批/入围 规模占比
上投摩根基金	3	247	2	220	2	220	100%	100%
景顺长城基金	5	371	1	184	1	184	100%	100%
农银汇理基金	2	156	2	156	2	156	100%	100%
大成基金	3	225	1	115	1	115	100%	100%
申万菱信基金	2	137	1	115	1	115	100%	100%
国投瑞银基金	2	131	1	99	1	99	100%	100%
长城基金	2	108	1	83	1	83	100%	100%
国泰基金	2	129	1	78	1	78	100%	100%
中加基金	2	83	1	73	1	73	100%	100%
国海富兰克林基金	1	59	1	59	1	59	100%	100%
上银基金	2	64	1	53	1	53	100%	100%
华夏基金	13	5,006	11	4,959	9	4,349	82%	88%
兴证全球基金	4	9,644	4	9,644	3	8,055	75%	84%
海富通基金	3	371	2	316	0	-	0%	0%
前海开源基金	1	215	1	215	0	-	0%	0%
上海东方证券资产	4	715	3	640	0	-	0%	0%
泰达宏利基金	5	965	4	949	0	-	0%	0%
中信保诚基金	2	120	1	65	0	-	0%	0%
安信基金	1	54	0	-	0	-	-	-
创金合信基金	3	119	0	-	0	-	-	-
国寿安保基金	2	36	0	-	0	-	-	-
摩根士丹利华鑫基金	1	11	0	-	0	-	-	-
上海国泰君安证券资产	2	-	0	-	0	-	-	-
永赢基金	1	11	0	-	0	-	-	-
中融基金	1	-	0	-	0	-	-	-
总计	195	95,122	143	93,443	129	89,059	90.2%	95.3%

资料来源：证监会、Wind、开源证券研究所

表8：个人养老金先行城市（地区）共计 36 个

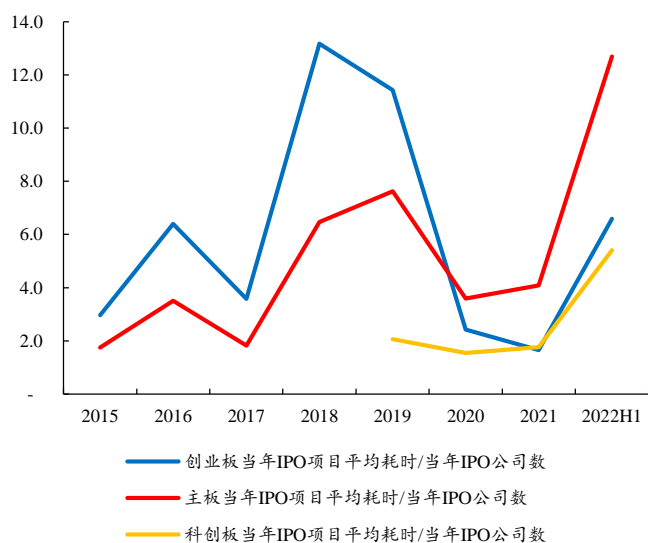
序号	省（自治区、直辖市）	先行城市（地区）	GDP（亿元）	占比全国 GDP
1	北京市	北京市	40,270	3.5%
2	天津市	天津市	15,695	1.4%
3	河北省	石家庄市	6,490	0.6%
4		雄安新区	-	0.0%
5	山西省	晋城市	1,912	0.2%
6	内蒙古自治区	呼和浩特市	3,121	0.3%
7	辽宁省	沈阳市	7,249	0.6%
8		大连市	7,826	0.7%

序号	省（自治区、直辖市）	先行城市（地区）	GDP（亿元）	占比全国 GDP
9	吉林省	长春市	7,103	0.6%
10	黑龙江省	哈尔滨市	5,352	0.5%
11	上海市	上海市	43,215	3.8%
12	江苏省	苏州市	22,718	2.0%
13	浙江省	杭州市	18,109	1.6%
14		宁波市	14,595	1.3%
15	安徽省	合肥市	11,413	1.0%
16	福建省	福建省	48,810	4.3%
17	江西省	南昌市	6,651	0.6%
18	山东省	青岛市	14,136	1.2%
19		东营市	3,442	0.3%
20	河南省	郑州市	12,691	1.1%
21	湖北省	武汉市	17,717	1.5%
22	湖南省	长沙市	13,271	1.2%
23	广东省	广州市	28,232	2.5%
24		深圳市	30,665	2.7%
25	广西壮族自治区	南宁市	5,121	0.4%
26	海南省	海口市	2,057	0.2%
27	重庆市	重庆市	27,894	2.4%
28	四川省	成都市	19,917	1.7%
29	贵州省	贵阳市	4,711	0.4%
30	云南省	玉溪市	2,352	0.2%
31	西藏自治区	拉萨市	742	0.1%
32	陕西省	西安市	10,688	0.9%
33	甘肃省	庆阳市	885	0.1%
34	青海省	西宁市	1,549	0.1%
35	宁夏回族自治区	银川市	2,263	0.2%
36	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	3,692	0.3%
合计	1省 34市 1地区	-	462,554	40.4%
全国	-	-	1,143,670	100.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

全面注册制渐行渐近。科创板和创业板注册制以来，审核效率明显提升，驱动 IPO 规模快速增长。随着全面注册制渐行渐近，综合主板储备量和 IPO 利润贡献两维度考虑，国金证券或更受益。

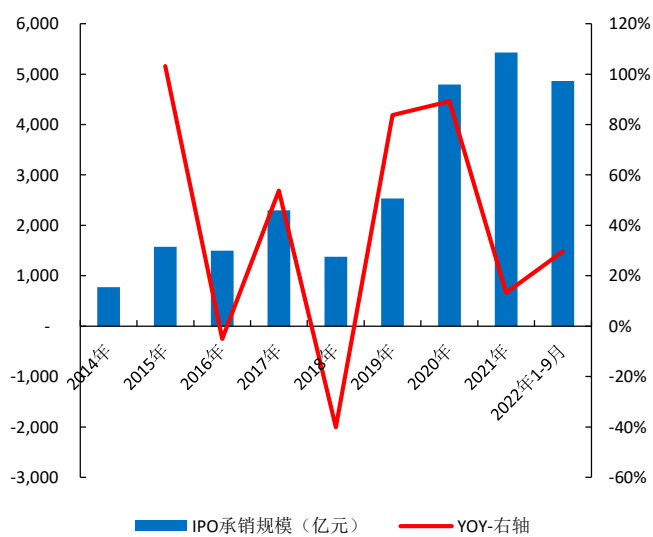
图7：注册制显著提升创业板 IPO 审核效率



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述指标数值越低表示 IPO 审批效率越高

图8：2019 年以来 IPO 规模增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：从 IPO 利润贡献和主板 IPO 储备量来看，国金证券或更受益全面注册制

单位：亿元	证券简称	维度一：	维度二：
		主板 IPO 储备量 (不含辅导备案) -截止 2022.11.24	IPO 利润贡献 (估算) 2022 前 3 季度 ↓
601236.SH	红塔证券	1	25.0%
601198.SH	东兴证券	8	23.5%
600109.SH	国金证券	14	20.3%
600837.SH	海通证券	12	16.9%
000728.SZ	国元证券	4	16.8%
601066.SH	中信建投	21	16.0%
601995.SH	中金公司	11	10.4%
600030.SH	中信证券	40	9.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

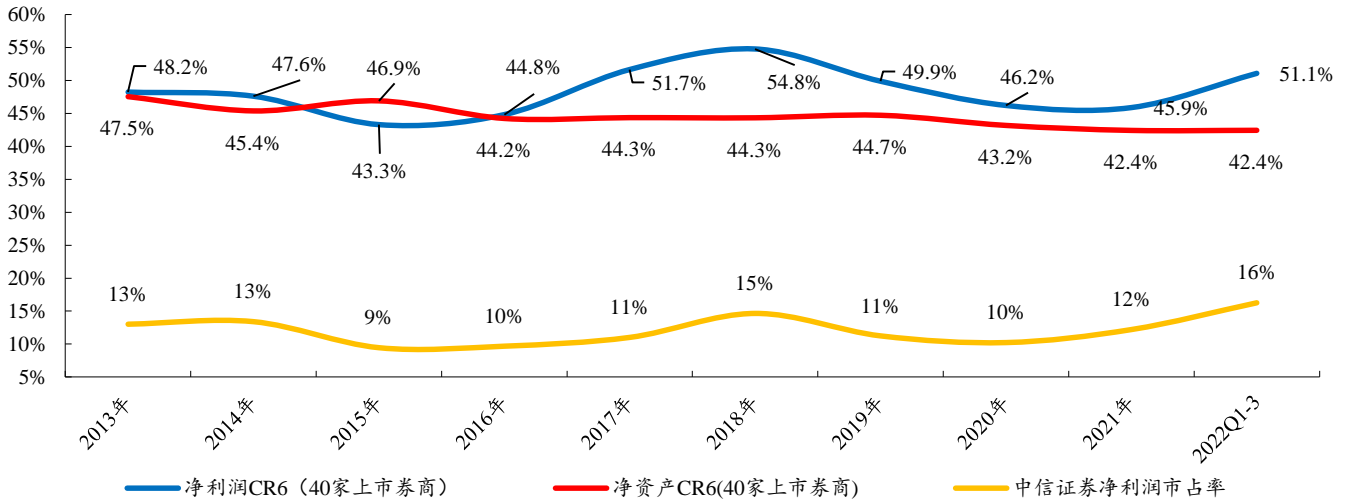
证券和基金降费担忧或逐步缓解。(1) 我们认为证券和基金费率相对市场化定价，系统性、一刀切降费概率较小；(2) 财富线条标的股价或已过度反映降费担忧，从合理让利产品和养老金 Y 份额 5 折定价来看，后续以新发基金降费的概率较大，实际对存量费率影响有限。我们预计，随着后续股市改善，基金需求提升后，供需矛盾和政策担忧均有望逐步缓解。

2.3、券商基本面：预计 2023 年净利润同比改善，ROE 回升

2.3.1、行业格局：头部集中趋势延续

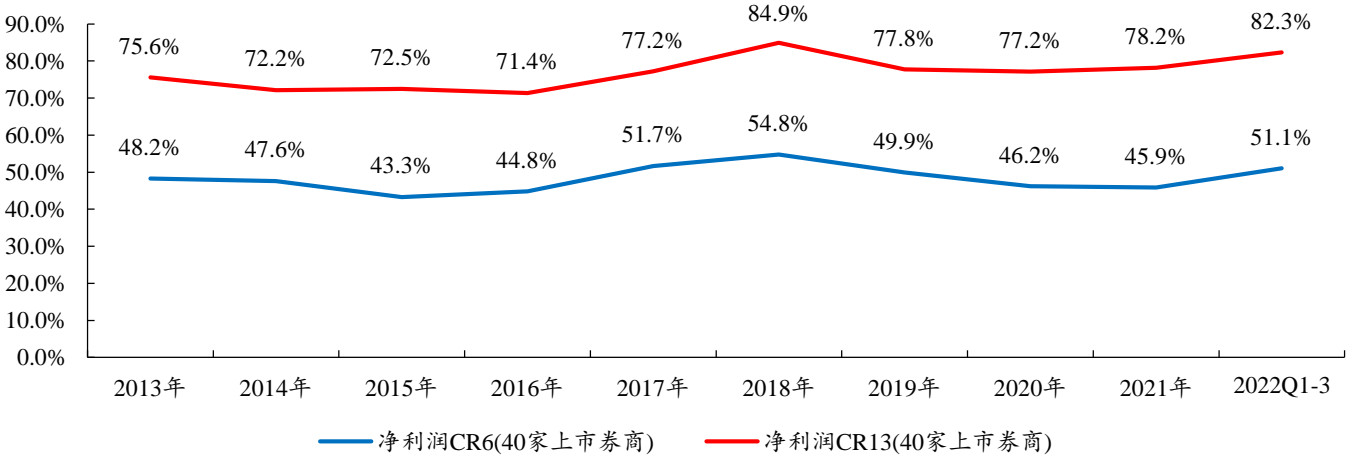
净利润集中度呈上升趋势。股市下跌阶段上市券商净利润集中度 CR6、CR13 明显提升，2022 前 3 季度上市券商净利润 CR6 达 51.1%，CR13 达 82.3%。总的来看，净利润 CR13 呈上升趋势。

图9：2022Q1-3 行业利润集中度 CR6 有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022Q1-3 行业利润集中度 CR13 有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

券商零售业务集中度：格局分化，互联网券商异军突起。（1）从个人客户代理买卖证券款来看，行业经纪与两融 2C 业务集中度呈下降趋势，东方财富、平安证券、中信证券和华泰证券市占率明显提升。（2）从股基成交额市占率来看，东方财富市占率增幅明显高于同业，目前仍保持上升趋势，部分头部券商市占率有所下降。

表10: 2016-2021年东方财富代理买卖证券款(个人余额)市占率增幅较大

序号	代理买卖证券款个人余额 市占率	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021 增幅↓	2018-2021 增幅
1	东方财富	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%	2.3%	2.9%	2.0%	1.7%
2	华泰证券	5.3%	5.0%	5.0%	5.4%	6.1%	6.1%	1.1%	1.1%
3	平安证券	1.5%	1.8%	2.1%	2.6%	2.9%	2.7%	0.9%	0.6%
4	中信证券	3.6%	4.7%	4.5%	4.6%	5.6%	5.5%	0.8%	1.0%
5	东吴证券	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	0.3%	0.3%
6	招商证券	3.5%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	0.2%	0.1%
7	中泰证券	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	0.2%	0.3%
8	中银证券	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	0.1%	0.2%
9	东方证券	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	0.1%	0.1%
10	东兴证券	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.2%
11	开源证券	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
12	东莞证券	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.1%	0.1%
13	华福证券	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.1%	0.1%
14	华林证券	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
15	华鑫证券	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
16	中信建投	3.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	0.1%	0.2%
17	浙商证券	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.1%	0.0%
18	华西证券	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	0.1%	0.0%
19	天风证券	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%
20	国盛证券	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
	CR-5	27%	27%	27%	26%	27%	26%	-0.3%	-0.2%
	CR-10	46%	46%	46%	46%	46%	45%	-1.5%	-1.1%
	CR-15	58%	58%	57%	58%	59%	57%	-0.2%	0.1%

数据来源: Wind、中证协、开源证券研究所

注: (1) 代理买卖证券款个人余额包括经纪业务与信用业务的个人余额

(2) 市占率的分母取自证券公司全市场代理买卖证券款个人余额(上市券商+非上市券商), 其中非上市券商代理买卖证券款个人余额根据上市券商数据估算

(3) 2017年中金公司完成收购中投证券100%股权并纳入合并报表范围导致市占率提升较快, 2020年中信证券完成收购广州证券100%股权并纳入合并报表范围导致市占率提升较快, 2021年国泰君安不再将上海证券纳入合并报表范围导致市占率有所下降

表11: 2016-2021年东方财富股基成交额市占率增长较快

序号	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021 增幅↓	2018-2021 增幅
1	东方财富	0.80%	1.45%	2.10%	2.67%	2.98%	3.45%	2.65%	1.35%
2	平安证券	1.80%	2.24%	2.63%	3.02%	3.30%	3.37%	1.57%	0.74%
3	中信证券	5.72%	5.69%	6.09%	5.69%	6.51%	6.97%	1.25%	0.88%
4	招商证券	3.88%	4.01%	3.95%	4.09%	4.25%	4.90%	1.02%	0.95%
5	中信建投	2.93%	3.01%	2.83%	2.91%	3.31%	3.56%	0.63%	0.73%
6	华林证券	0.27%	0.30%	0.28%	0.27%	0.34%	0.37%	0.10%	0.09%
7	湘财证券	0.80%	0.77%	0.61%	0.66%	0.66%	0.53%	-0.27%	-0.08%
8	广发证券	4.30%	4.22%	4.15%	4.07%	3.95%	3.87%	-0.43%	-0.28%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

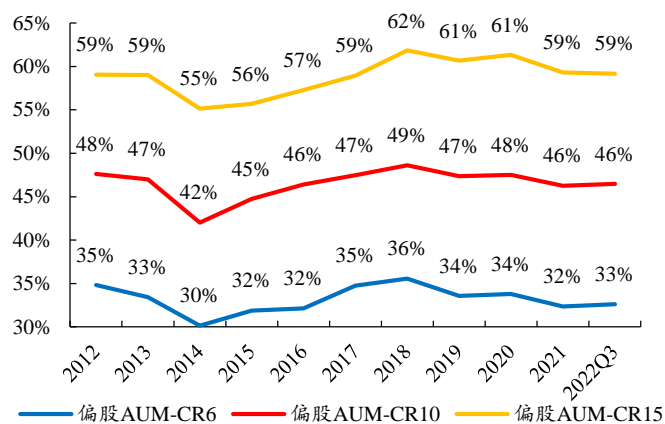
15 / 30

序号	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021 增幅↓	2018-2021 增幅
9	中国银河	4.92%	4.57%	4.39%	4.33%	4.25%	4.00%	-0.93%	-0.40%
10	国泰君安	5.21%	5.86%	5.10%	4.85%	4.18%	4.24%	-0.98%	-0.86%
11	海通证券	4.47%	4.68%	3.83%	3.87%	3.78%	3.46%	-1.01%	-0.37%
12	华泰证券	8.85%	7.86%	7.13%	7.55%	7.78%	7.67%	-1.18%	0.54%

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

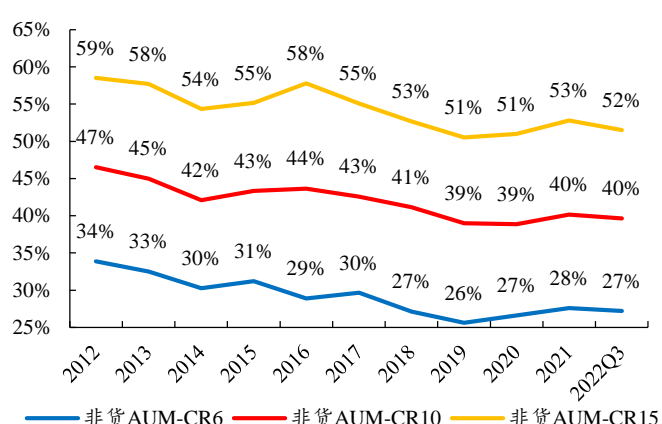
基金 AUM 集中度：(1) 2014 年起偏股基金 AUM 集中度呈上升趋势。(2) 非货 AUM 集中度呈下降趋势。

图11：2022Q3 末偏股基金 AUM 集中度保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

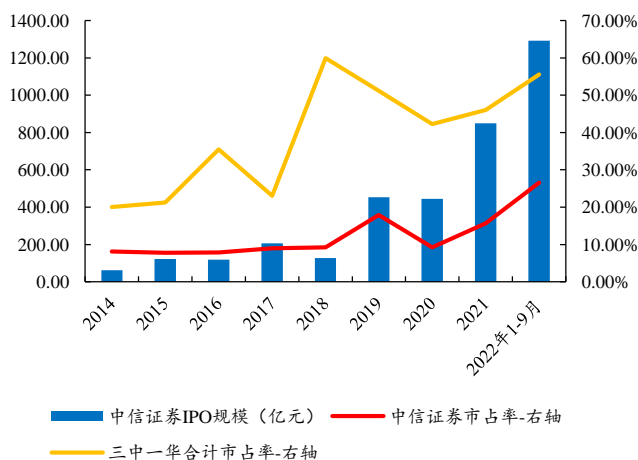
图12：2022Q3 末非货基金 AUM 集中度小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

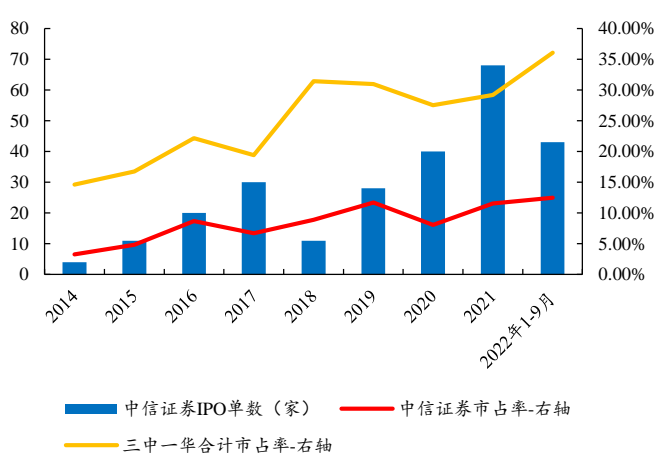
投行业务集中度：投行业务集中度较高，三中一华 IPO 规模市占率达 56%，优势明显。2019 年起投行业务集中度进一步提升，高于 2017 年之前的平均水平。

图13：2018 年起三中一华的 IPO 规模市占率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018 年起三中一华的 IPO 单数市占率明显提升

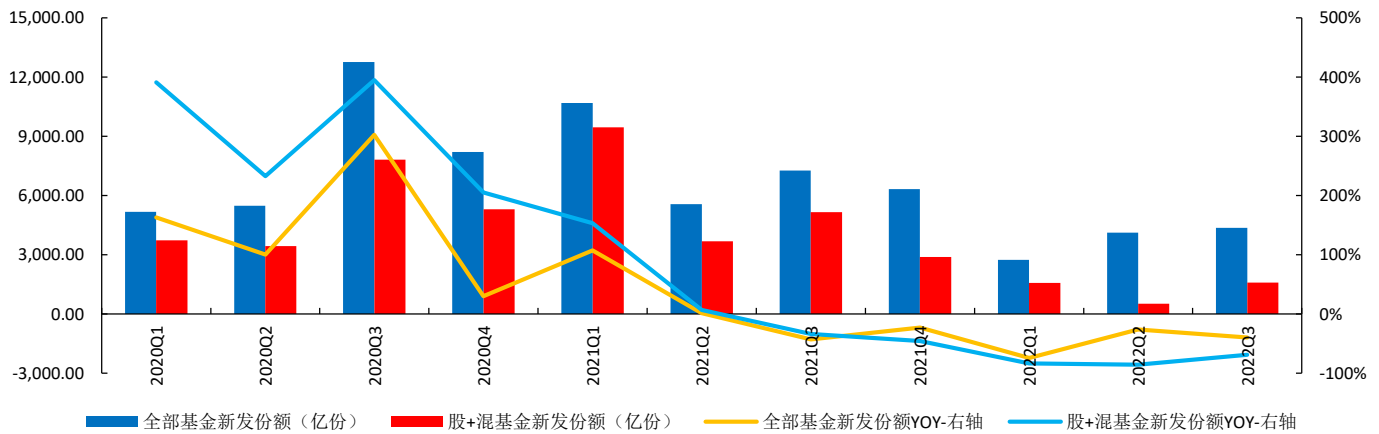


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、大财富管理：市场下跌体现韧性，公募基金盈利稳健

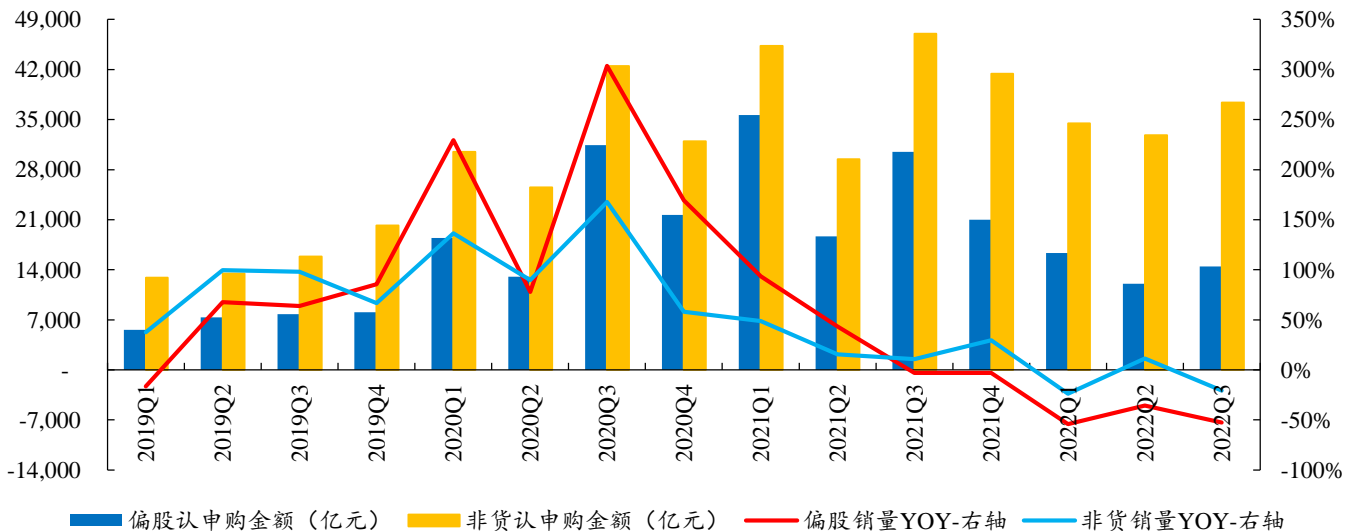
(1) 市场下跌，基金销量同比下降，偏股基金规模受净值影响下降。2022 年股市下跌、居民缩表的背景下，基金认申购规模在 2021 年高基数下同比大幅下降，2022 前 3 季度偏股基金认申购金额同比下降 49%（偏股基金新发同比下降 90%，申购规模同比下降 41%）。受净值下跌影响，全市场偏股基金 AUM 同比下降，2022Q3 末偏股基金 AUM 为 7.16 万亿，同比-4.1%。(2) 大财富管理长逻辑未改，居民财富向权益类资产转移，市场下跌体现韧性。2022H1 末，居民储蓄余额较年初增长 10%，占比提升 2.6pct 至 48.1%，居民财富回流储蓄。2022 年以来个人偏股基金份额相对稳定，市场下跌时偏股基金认申购仍有一定韧性。2023 年基金行业有望随经济和权益市场复苏边际改善。(3) 2022H1 基金公司利润同比-3%，预计受非公募业务浮动报酬影响，整体盈利相对稳健。2022Q3 末头部基金公司非货 AUM 较年初有所下降，偏股 AUM 受净值影响均有所下降，非货和偏股市占率亦表现分化。

图15：2022 年以来新发基金同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

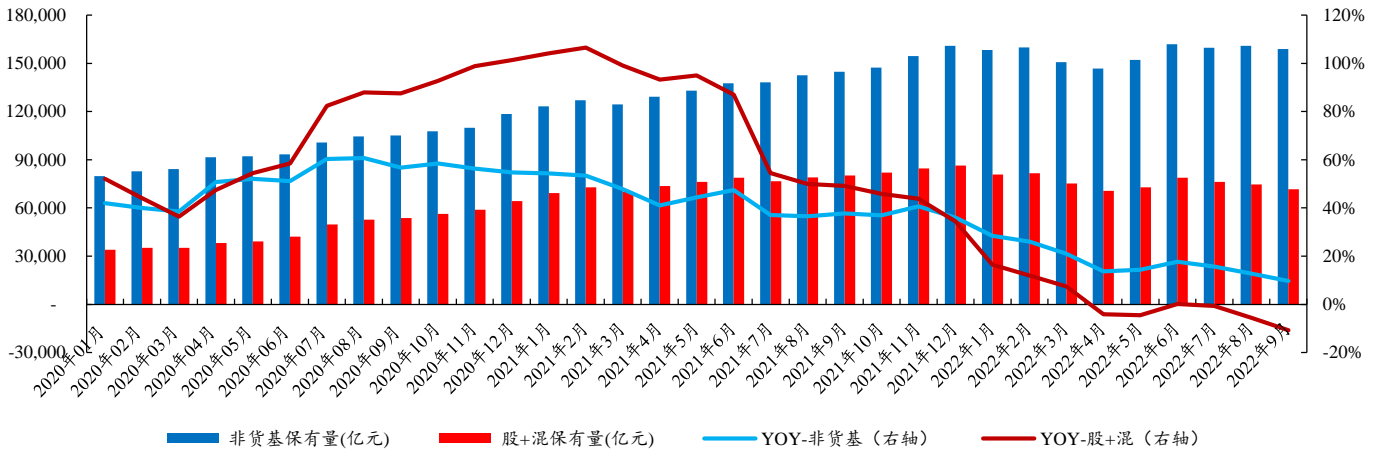
图16：2022 年以来基金销量同比下降



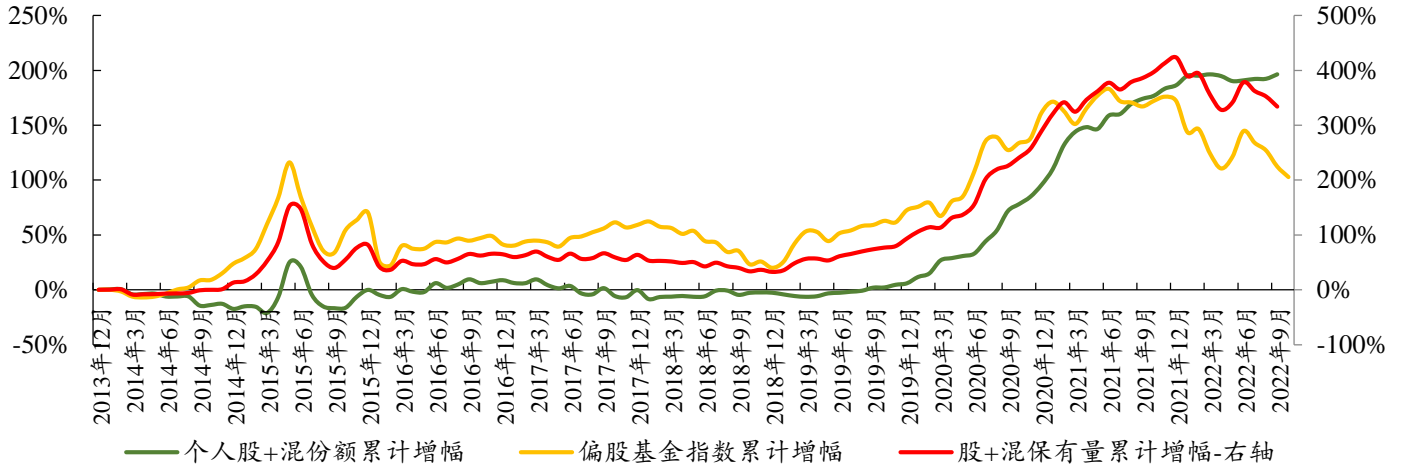
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：偏股基金为 Wind 一级分类的股票型+混合型，不含同业存单指数基金

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图17：2022年以来净值影响导致全市场偏股基金保有同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022年净值下跌时，个人偏股基金份额具有韧性


数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：2022H1 居民储蓄余额快速增长

规模(万亿元)	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022H1
非货公募基金(个人)	1.84	2.3	2.49	2.34	2.2	3.06	5.8	8.28	8.03
货币基金规模(个人)	1.43	1.63	1.69	3.87	4.73	4.56	5.07	5.76	6.16
居民储蓄余额	50.69	55.19	60.65	65.2	72.44	82.13	93.44	103.31	113.69
个人持有股票流通市值	11.74	17.49	15.74	16.6	12.11	17.42	24.74	30.95	28.77
银行理财总规模	15.02	23.5	29.05	29.54	22.04	23.4	25.86	29	29.15
集合信托	4.29	5.34	7.34	9.91	9.11	9.92	10.17	10.59	10.72
集合资管	0.66	1.56	2.19	2.11	1.91	1.96	2.09	3.65	3.59
居民保险准备金	6.53	7.83	9.37	10.44	11.49	12.97	14.4	15.26	16.02
私募基金实缴规模	1.49	4.16	7.89	11.1	12.71	14.08	16.96	20.27	20.35
金融资产小计	93.69	118.99	136.41	151.11	148.74	169.5	198.53	227.07	236.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13: 2022H1 居民财富回流储蓄, 个人财富中非货币基金比例小幅下降

占比	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022H1
非货公募基金(个人)	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.8%	2.9%	3.6%	3.4%
货币基金规模(个人)	1.5%	1.4%	1.2%	2.6%	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%
居民储蓄余额	54.1%	46.4%	44.5%	43.1%	48.7%	48.5%	47.1%	45.5%	48.1%
个人持有股票流通市值	12.5%	14.7%	11.5%	11.0%	8.1%	10.3%	12.5%	13.6%	12.2%
银行理财总规模	16.0%	19.7%	21.3%	19.5%	14.8%	13.8%	13.0%	12.8%	12.3%
集合信托	4.6%	4.5%	5.4%	6.6%	6.1%	5.9%	5.1%	4.7%	4.5%
集合资管	0.7%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.6%	1.5%
居民保险准备金	7.0%	6.6%	6.9%	6.9%	7.7%	7.7%	7.3%	6.7%	6.8%
私募基金实缴规模	1.6%	3.5%	5.8%	7.3%	8.5%	8.3%	8.5%	8.9%	8.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表14: 2022Q3 末基金公司偏股 AUM 较年初下降

单位: 亿元	非货 AUM				偏股 AUM			
	2021/12/31	YOY	2022/9/30	较年初	2021/12/31	YOY	2022/9/30	较年初
易方达	11,900	52%	10,363	-13%	6,488	19%	5,488	-15%
汇添富	6,112	11%	5,231	-14%	3,894	0%	2,919	-25%
华夏基金	6,961	38%	7,168	3%	4,776	27%	4,053	-15%
广发基金	6,695	37%	6,901	3%	4,603	31%	3,918	-15%
富国基金	6,224	51%	6,336	2%	3,818	29%	3,192	-16%
南方基金	6,004	40%	5,109	-15%	3,419	20%	2,783	-19%
博时基金	5,236	34%	5,846	12%	1,857	33%	1,384	-25%
兴证全球	3,240	27%	2,991	-8%	2,252	11%	1,692	-25%
景顺长城	3,719	58%	3,650	-2%	2,595	37%	1,945	-25%
东证资管	2,567	37%	1,964	-24%	2,016	33%	1,490	-26%
长城基金	997	18%	975	-2%	452	-3%	426	-6%
全市场规模 (中基协口径)	160,947	36%	158,982	-1%	86,328	34%	71,551	-17%

数据来源: Wind、中基协、开源证券研究所

表15: 头部基金公司偏股市占率变动有所分化

基金公司	非货 AUM 市占率				偏股 AUM 市占率			
	2021/12/31	同比变化	2022/9/30	较年初变化	2021/12/31	同比变化	2022/9/30	较年初变化
易方达	7.4%	0.8%	6.5%	-0.9%	7.5%	-1.0%	7.7%	0.2%
汇添富	3.8%	-0.8%	3.3%	-0.5%	4.5%	-1.5%	4.1%	-0.4%
华夏基金	4.3%	0.1%	4.5%	0.2%	5.5%	-0.3%	5.7%	0.1%
广发基金	4.2%	0.0%	4.3%	0.2%	5.3%	-0.1%	5.5%	0.1%
富国基金	3.9%	0.4%	4.0%	0.1%	4.4%	-0.2%	4.5%	0.0%
南方基金	3.7%	0.1%	3.2%	-0.5%	4.0%	-0.5%	3.9%	-0.1%
博时基金	3.3%	0.0%	3.7%	0.4%	2.2%	0.0%	1.9%	-0.2%
兴证全球	2.0%	-0.1%	1.9%	-0.1%	2.6%	-0.6%	2.4%	-0.2%
景顺长城	2.3%	0.3%	2.3%	0.0%	3.0%	0.1%	2.7%	-0.3%

基金公司	非货 AUM 市占率				偏股 AUM 市占率			
东证资管	1.6%	0.0%	1.2%	-0.4%	2.3%	0.0%	2.1%	-0.3%
长城基金	0.6%	-0.1%	0.6%	0.0%	0.5%	-0.2%	0.6%	0.1%

数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

表16：2022 年以来头部基金公司非货和偏股新发规模下降明显

基金公司	新发非货 AUM (亿元)							新发偏股 AUM (亿元)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
易方达	199	187	443	433	2,152	1,822	398	19	100	379	189	1,903	1,547	283
汇添富	537	136	528	764	2,037	1,248	514	365	97	350	471	1,881	1,048	134
华夏基金	177	197	590	564	1,031	1,355	487	118	94	486	236	789	1,071	101
广发基金	227	118	564	525	1,253	2,108	580	187	57	142	219	1,047	1,657	229
富国基金	149	137	171	579	1,012	1,129	525	28	46	110	300	805	958	242
南方基金	228	216	512	349	1,357	1,466	420	153	130	252	189	1,107	1,083	211
博时基金	260	79	399	525	705	1,098	379	100	45	277	226	552	940	134
兴证全球	2	140	337	149	333	419	237			327	129	151	197	127
景顺长城	49	38	50	257	731	726	382	19	24	47	165	550	646	40
东证资管	153	45	172	58	361	244	43	135	45	172	44	202	204	36

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022.11.28

表17：2022 年以来部分头部基金公司非货和偏股新发市占率有所下降

基金公司	新发非货 AUM 市占率							新发偏股 AUM 市占率						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
易方达	2.7%	3.1%	5.1%	3.1%	6.9%	6.1%	3.1%	0.5%	4.3%	8.1%	3.9%	9.6%	7.5%	7.0%
汇添富	7.2%	2.3%	6.1%	5.5%	6.5%	4.2%	4.0%	9.0%	4.2%	7.5%	9.8%	9.5%	5.1%	3.3%
华夏基金	2.4%	3.3%	6.8%	4.1%	3.3%	4.5%	3.8%	2.9%	4.1%	10.3%	4.9%	4.0%	5.2%	2.5%
广发基金	3.1%	2.0%	6.5%	3.8%	4.0%	7.1%	4.5%	4.6%	2.5%	3.0%	4.5%	5.3%	8.0%	5.7%
富国基金	2.0%	2.3%	2.0%	4.2%	3.3%	3.8%	4.1%	0.7%	2.0%	2.3%	6.2%	4.0%	4.6%	6.0%
南方基金	3.1%	3.6%	5.9%	2.5%	4.4%	4.9%	3.3%	3.8%	5.6%	5.4%	3.9%	5.6%	5.2%	5.2%
博时基金	3.5%	1.3%	4.6%	3.8%	2.3%	3.7%	3.0%	2.5%	1.9%	5.9%	4.7%	2.8%	4.6%	3.3%
兴证全球	0.0%	2.3%	3.9%	1.1%	1.1%	1.4%	1.9%	0.0%	0.0%	7.0%	2.7%	0.8%	1.0%	3.1%
景顺长城	0.7%	0.6%	0.6%	1.9%	2.3%	2.4%	3.0%	0.5%	1.0%	1.0%	3.4%	2.8%	3.1%	1.0%
东证资管	2.1%	0.7%	2.0%	0.4%	1.2%	0.8%	0.3%	3.3%	1.9%	3.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022.11.28

表18：2022H1 公募基金营收同比-1%，净利润同比-3%，净利率-1pct

公司名称	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			净利率	
	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1
易方达	67.73	68.31	1%	18.41	17.26	-6%	27%	25%
工银瑞信				14.55	15.05	3%		
富国基金	39.98	37.73	-6%	12.42	11.22	-10%	31%	30%
华夏基金	36.52	36.33	-1%	10.49	10.58	1%	29%	29%

汇添富	46.07	32.00	-31%	15.70	10.09	-36%	34%	32%
广发基金	44.75	39.32	-12%	12.72	10.02	-21%	28%	25%
招商基金	22.78	28.85	27%	7.84	9.54	22%	34%	33%
兴证全球	39.16	23.56	-40%	13.76	9.20	-33%	35%	39%
南方基金	34.61	32.73	-5%	8.76	8.86	1%	25%	27%
博时基金	27.54	27.49	0%	8.05	8.73	8%	29%	32%
交银施罗德				9.77	8.32	-15%		
景顺长城	21.27	21.93	3%	7.20	7.56	5%	34%	34%
建信基金				4.97	5.89	19%		
鹏华基金	22.41	22.00	-2%	6.14	5.43	-12%	27%	25%
华安基金	17.26	18.16	5%	4.50	5.10	13%	26%	28%
TOP6 中位数			-6%			-8%	29%	29%
TOP10 中位数			-5%			-3%	29%	30%
TOP15 中位数			-1%			1%	29%	29%
45 家样本基金公司中位数			-1%			-3%	27%	26%

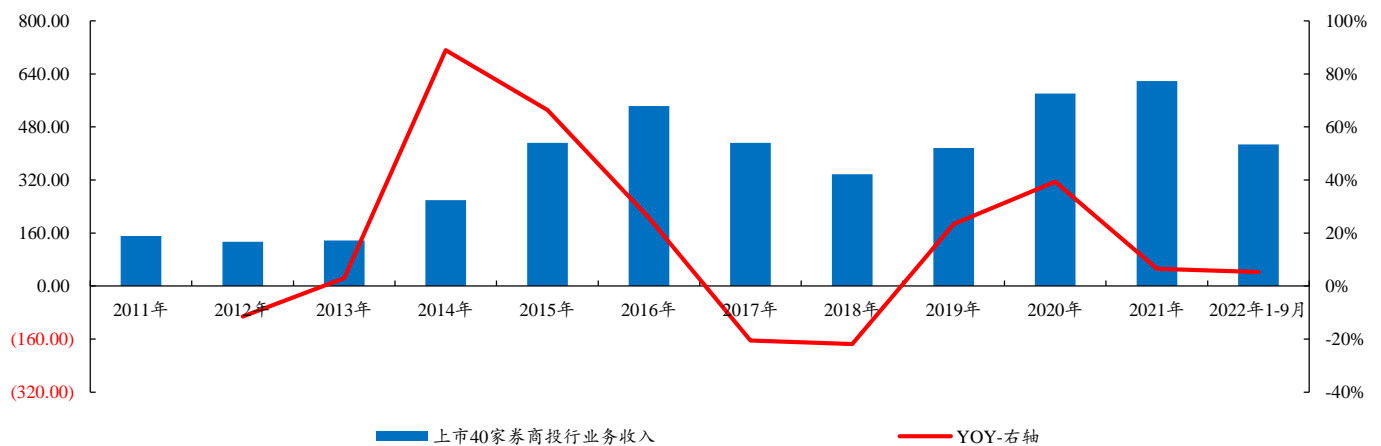
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 工银瑞信、交银施罗德、建信基金未披露 2022H1 营业收入；(2) 45 家样本公司中 38 家披露营业收入。

2.3.3、投资银行：延续成长性，行业集中度持续提升

注册制背景下，投行业务收入是券商 2022 年前 3 季度同比正增长的业务。随着科创板跟投占用资本金，被动持仓加大权益风险敞口，以及监管重视保荐机构责任，投行业务风险有所提升。投行集中度较高且注册制后进一步提升，成长性仍在；展望 2023 年增速仍保持稳定，预计头部券商香港和本土业务均占优。

图19：2022 前 3 季度券商投行业务收入同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：投行尽调不充分受处罚，影响投行展业、机构分类评级，面临诉讼索赔

保荐机构	时间	原因	处罚
广发证券	2020年7月	在康美药业 2014 年非公开发行优先股项目、2015 年公司债券项目、2016 年非公开发行股票项目、2018 年公司债券项目中	(1) 暂停 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 1 月 19 日公司保荐资格。(2) 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 19 日期间，暂不受理

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

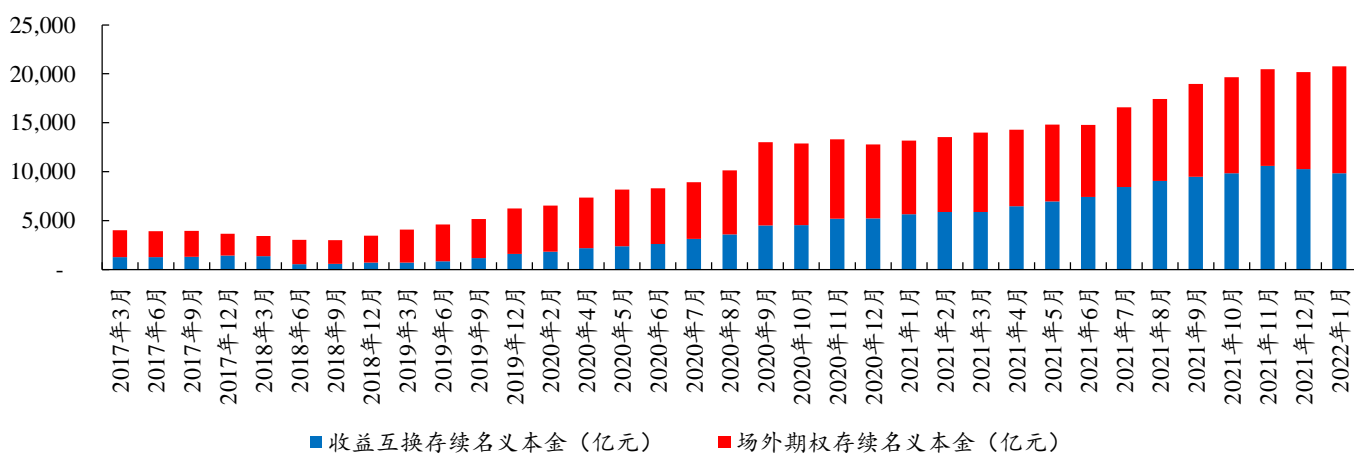
保荐机构	时间	原因	处罚
		未勤勉尽责，尽职调查环节基本程序缺失，缺乏应有的执业审慎，内部质量控制流于形式，未按规定履行持续督导与受托管理义务。	公司债券承销业务有关文件。(3) 限制高级管理人员权利（领取历史奖金的权利，领取部分退回）、直接责任人禁入。
中德证券	2022年6月	乐视网2016年非公开发行股票项目，保荐机构尽职调查未勤勉尽责、内控机制执行不到位	(1) 对机构给予警告。(2) 没收业务收入566.04万元。(3) 处以1132.08万元罚款。
平安证券	2022年6月	乐视网2016年非公开发行股票项目，保荐机构尽职调查未勤勉尽责、内控机制执行不到位	暂停保荐资格3个月至2022年9月
海通证券	2022年8月	2017年至2018年，华晨汽车集团虚增净利润近26亿元，作为其公司债主承销商存在对承销业务中涉及的部分事项尽职调查不充分等未履行勤勉尽责义务的情况。	警示函
中金公司	2022年8月	2017年至2018年，华晨汽车集团虚增净利润近26亿元，作为其公司债主承销商存在对承销业务中涉及的部分事项尽职调查不充分等未履行勤勉尽责义务的情况。	警示函
中信建投	2022年8月	科创板上市公司紫晶存储违规担保，业绩变脸	对持续督导保荐代表人刘能清、邱荣辉予以通报批评。(目前未处理完，保荐机构亦有不确定性风险)

资料来源：证监会、开源证券研究所

2.3.4、机构业务：规模持续扩张，业务高 ROE 特性有望逐步提升行业整体 ROE

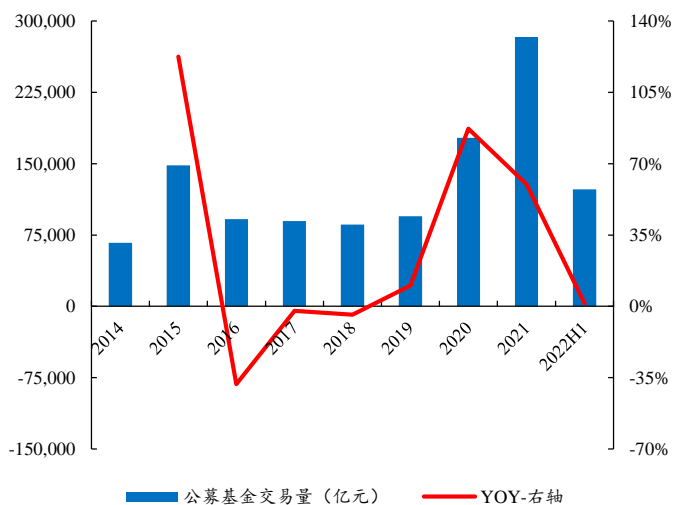
近年来以衍生品为核心的机构业务规模持续扩张，随着市场回暖，客户需求有望提升。场外衍生品业务具有风险中性，盈利稳定，高 ROE 等特点，近年来利润贡献明显提升。机构经纪业务随着公募基金交易量的提升，分仓收入稳健增长。

图20：场外衍生品名义本金规模增长



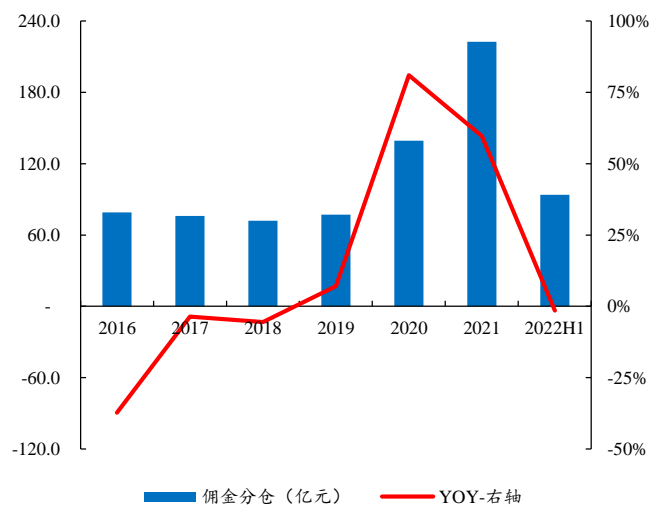
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21: 2022H1 公募基金交易量稳健提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 券商机构佣金分仓收入稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.5、盈利预测: 预计 2023 年盈利改善

考虑到稳增长政策持续发力,市场风险偏好或有所好转,假设 2022/2023 年全市场日均股基成交额 1.0/1.1 万亿,同比-11%/+11%,市场两融规模 1.5/1.7 万亿,同比-13%/+12%,我们预计 2022/2023 年 40 家上市券商归母净利润同比-24%/+28%,ROE 达 6.5%/7.6%。

表20: 预计 2022、2023 年上市券商归母净利润同比-24%/+28%, ROE 达 6.5%/7.6%

40 家上市券商整体 (单位: 亿元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月	2022 年 E	2023 年 E
经纪业务收入	621	742	1,140	1,373	865	1134	1263
YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	20.4%	-16.4%	-17.4%	11.4%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,042	11,340	10,429	10,093	11,203
投行业务收入	337	416	580	618	428	608	693
YOY	-21.8%	23.4%	39.4%	6.5%	5.3%	-1.7%	14.1%
资产管理收入	305	314	389	499	336	470	537
YOY	-4.3%	3.0%	23.8%	28.1%	-4%	-6%	14%
大投资业务收入	723	1,367	1,578	1,797	660	1038	1833
YOY	-31.3%	89.1%	15.4%	13.9%	-51%	-42%	77%
自营投资收益率(年化)	3.0%	5.2%	5.1%	4.7%	1.96%	2.31%	3.74%
利息净收入	366	422	534	600	435	592	513
YOY	8.7%	15.1%	26.7%	12.3%	-6%	-1%	-13%
营业收入(调整后)	2,516	3,440	4,404	5,163	2,962	4,155	5,194
YOY	-17.4%	36.8%	28.0%	17.2%	-22%	-20%	25%
管理费	1,470	1,763	2,103	2,530	1,651	2,243	2,701
信用减值及其他资产减值 损失	180	207	340	140	45	75	78
归母净利润	640	1,087	1,456	1,891	1,018	1,439	1,848

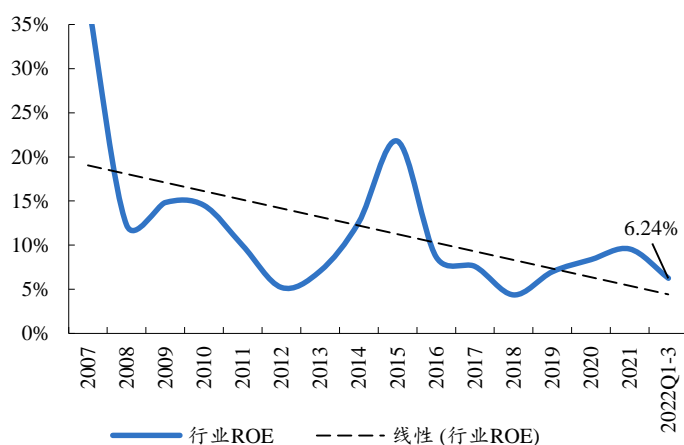
	YOY	-38.3%	69.8%	34.0%	29.9%	-31.2%	-23.9%	28.4%
	净利率（调整后）	25.4%	31.6%	33.1%	36.6%	34%	35%	36%
	归母股东权益	14,973	16,196	18,663	20,918	22,584	23,106	25,322
	YOY	3.4%	8.2%	15.2%	12.1%	10.8%	10.5%	9.6%
	ROE	4.4%	7.0%	8.4%	9.6%	6.24%	6.54%	7.63%
	权益乘数（扣除客户保证金）	3.44	3.63	3.83	4.02	3.93	3.78	3.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、估值：性价比凸显，2023 年 ROE 改善或驱动估值修复

回顾：ROE 中枢下降、重资本化导致行业估值下降。（1）券商板块 PB 长期的下行，体现了市场对券商 ROE 中枢下降、重资本化的担忧，当前板块 PB 水平与 2018 年相似，但券商资产质量优于 2018 年，减值计提呈下降趋势。（2）2022 年以来券商股估值进一步下跌，财富线估值压降明显，股价下跌小于估值压降幅度，估值充分反映悲观情绪，未来反身性特征或带来盈利预期上修和估值提升。

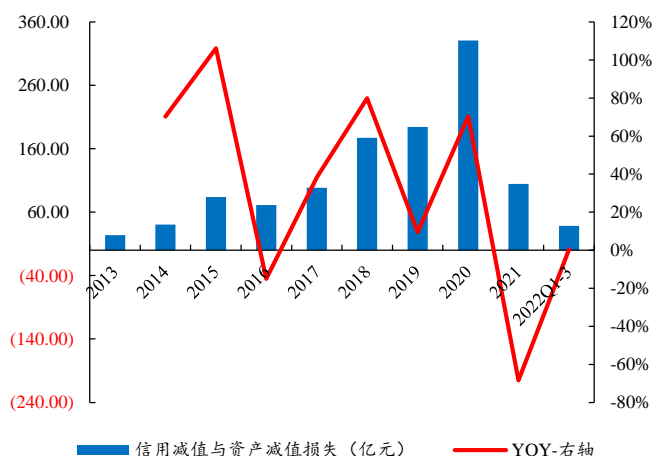
图23：券商 ROE 下降



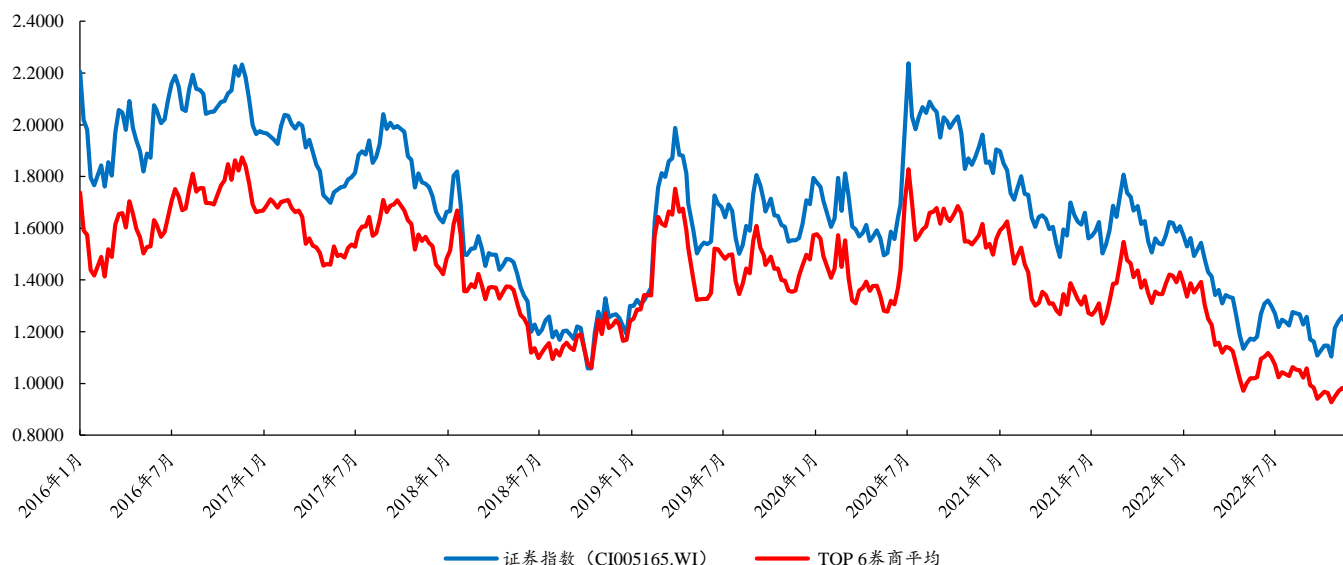
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2005-2011 年（含 2011 年）行业 ROE 数据取自 2006 年以前上市的 9 家券商 ROE 平均值，2012 年以后取自上市 40 家券商 ROE 平均值

图24：2021 年起券商计提减值规模和同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：券商板块 PB 估值呈下行趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：2022 年以来，财富线标的估值回落幅度较大

序号	简称	PB (LF) 估值下跌 幅度↓	股价下跌 幅度	股价下跌幅 度-估值下跌 幅度	序号	简称	PB (LF) 估值下跌 幅度↓	股价下跌 幅度	股价下跌幅 度-估值下 跌幅度
1	东方财富	-62%	-42%	20%	22	西南证券	-25%	-24%	1%
2	兴业证券	-42%	-38%	5%	23	中原证券	-23%	-23%	1%
3	东方证券	-42%	-38%	4%	24	中信建投	-23%	-14%	9%
4	广发证券	-39%	-35%	4%	25	申万宏源	-23%	-18%	5%
5	长城证券	-39%	-32%	7%	26	国信证券	-23%	-17%	5%
6	财通证券	-37%	-28%	9%	27	天风证券	-23%	-26%	-3%
7	红塔证券	-35%	-34%	1%	28	东北证券	-23%	-19%	3%
8	中泰证券	-33%	-32%	2%	29	西部证券	-22%	-20%	3%
9	财达证券	-33%	-31%	2%	30	第一创业	-21%	-19%	2%
10	中信证券	-31%	-20%	11%	31	中银证券	-20%	-16%	4%
11	中金公司	-30%	-21%	9%	32	华西证券	-18%	-18%	0%
12	华泰证券	-30%	-24%	6%	33	方正证券	-18%	-14%	4%
13	东兴证券	-30%	-28%	3%	34	山西证券	-18%	-15%	3%
14	国联证券	-29%	-26%	3%	35	南京证券	-17%	-15%	3%
15	海通证券	-29%	-26%	3%	36	国海证券	-16%	-15%	1%
16	招商证券	-29%	-23%	6%	37	中国银河	-16%	-7%	9%
17	国金证券	-28%	-23%	5%	38	太平洋	-15%	-18%	-3%
18	长江证券	-27%	-22%	5%	39	国元证券	-15%	-9%	5%
19	国泰君安	-26%	-19%	7%	40	华安证券	-13%	-7%	6%
20	浙商证券	-25%	-19%	6%	41	光大证券	1%	7%	6%
21	东吴证券	-25%	-21%	4%	42	华林证券	3%	3%	0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

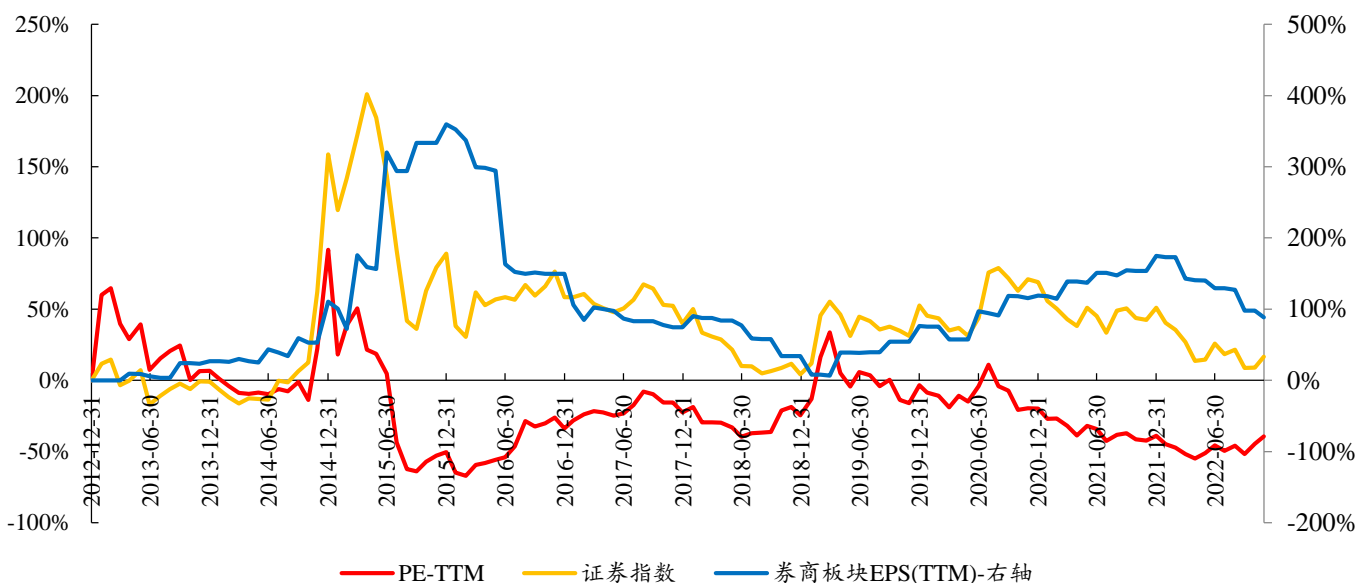
注：数据截至 2022.11.26

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

展望：

- (1) 趋势上券商轻资本收入占比保持稳定，随着衍生品等业务发展，再融资难以避免。成长性定价核心，即稳健且较强的盈利能力，关注再融资方式、节点和进展。
- (2) 与美国头部投行相比，我国券商估值已具吸引力，中长期看，估值位于底部区间。
- (3) 随着 2023 年 ROE 持续改善，估值修复或带来板块机会。
- (4) 未来板块内估值分化仍是常态：第一类是具有轻资本优势的标的（财富管理标签、具有长期成长性）；第二类是重资本业务优势的标的，ROE 相对较低、低风险、低波动；第三类是综合优势较强的龙头券商和具有差异化的特色券商，凭借独有优势赢得市场给予的估值溢价。

图26：预计 2023 年初券商盈利预期上修带来估值修复驱动板块行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资结论：否极泰来，主线关注成长性标的

否极泰来，主线关注成长性标的。从券商股复盘看，宏观经济和信用拐点对券商股超额回报的前瞻指引更强，前瞻变量是稳增长政策和信用改善，近期一系列稳增长政策下，2023年宏观经济企稳改善可期，叠加海外流动性环境改善，券商股有望在市场好转初期阶段迎来超额回报，较低的估值水位有望驱动本轮板块性机会更大的超额收益，当下估值和基本面底部特征明显，左侧机会已现。

2019年标的复盘：从2019年1季度和后续复盘看，2019年初有超额收益的是：次新股；股票质押风险缓释标的；独立逻辑的成长性标的（同花顺、东方财富）。值得注意的是，业绩弹性最大的并不意味着股价弹性最高，估值弹性或比盈利弹性更重要，成长型业务仍是提升估值空间的核心业务，成长型标的也有望在更长周期中跑出超额。

结合盈利和市值弹性，我们推荐三条主线：（1）推荐小市值且成长性较强的指南针和国联证券，受益标的同花顺；（2）估值压缩较明显的大财富管理主线，个人养老金启动带来边际利好，推荐东方财富、广发证券和东方证券，受益标的长城证券；（3）投行线条优势突出的国金证券和中信证券。

表22：复盘2019Q1和2019全年均跑赢板块的标的，进行股价上涨归因

证券简称	2019Q1最大涨跌幅	2019全年涨跌幅	2019Q1相对板块超额收益↓	2019全年相对板块超额收益	2019Q1净利润同比	2019全年净利润同比	股票质押规模(亿元)	自由流通市值(亿元)-2018/12/31	上涨归因
中信建投	196%	253%	143%	206%	50%	78%	138	35	次新+股票质押风险缓释
华林证券	249%	188%	141%	141%	13%	28%	3		新股
同花顺	174%	187%	113%	141%	33%	42%		68	独立逻辑
财通证券	86%	58%	32%	12%	9%	129%	32	174	次新
中国银河	77%	72%	23%	26%	51%	81%	375	84	股票质押风险缓释
太平洋	75%	52%	20%	6%	6654%	135%	72	148	业绩高增
南京证券	73%	80%	19%	34%	91%	206%	25	24	次新+业绩高增
东北证券	64%	50%	12%	4%	327%	234%	63	84	业绩高增
国信证券	64%	51%	12%	5%	155%	43%	315	169	股票质押风险缓释
东方财富	64%	57%	10%	10%	28%	91%		429	独立逻辑
浙商证券	63%	55%	10%	8%	37%	31%	52	88	次新
海通证券	62%	78%	9%	31%	118%	83%	556	675	股票质押风险缓释+业绩高增
西南证券	60%	50%	9%	4%	58%	359%	13	94	业绩高增
兴业证券	65%	54%	6%	8%	173%	1202%	207	217	股票质押风险缓释+业绩高增
中信证券	55%	60%	5%	14%	58%	30%	385	1,251	股票质押风险缓释
华安证券	54%	56%	1%	10%	201%	100%	40	85	业绩高增+业绩高增
东吴证券	55%	50%	1%	4%	944%	189%	138	146	股票质押风险缓释+业绩高增
券商板块	53%	46%							

数据来源：Wind、开源证券研究所

表23：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/11/29	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	18.62	0.83	0.66	0.80	22.43	28.21	买入
000776.SZ	广发证券	16.03	1.42	0.90	1.36	11.29	17.81	买入
600958.SH	东方证券	8.98	0.73	0.36	0.64	12.30	24.94	买入
600030.SH	中信证券	19.74	1.77	1.45	1.72	11.15	13.61	买入
601456.SH	国联证券	10.60	0.36	0.29	0.42	29.44	36.55	买入
300803.SZ	指南针	50.75	0.44	0.86	1.27	115.34	59.01	买入
600109.SH	国金证券	9.03	0.77	0.36	0.45	11.79	25.08	买入
3908.HK	中金公司	35.78	1.80	1.10	2.70	19.88	32.53	未评级
002939.SZ	长城证券	8.77	0.57	0.31		15.39	28.17	未评级
300033.SZ	同花顺	98.37	3.56	3.44	4.29	27.63	28.59	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中金公司、长城证券、同花顺 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。

4、风险提示

- 稳增长政策效果不及预期；
- 市场波动风险；
- 券商财富管理和资产管理业务增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn