证券行业2023年年度策略

否极泰来，逆境反转

超配

核心观点

2022证券行业回顾：盈利下滑，资本实力增强。2022年前三季度，上市券商业绩普遍下滑。41家上市券商共实现营业收入3710.38亿元，同比下降21.03%；实现归母净利润1021.05亿元，同比下降31.20%。41家上市券商归母净利润同比下滑中位数为39.35%，营业收入同比下滑中位数为21.72%。从中信二级行业指数表现来看，证券指数下跌17.57%，在109个中信行业二级指数中排名第78位。

2022年以来，行业呈现四大变化：一是资本市场深化改革不断推进。做市交易业务规定推出、两融标的扩大、衍生品品种扩容、个人养老金制度落地，一系列政策促券商打开业务空间。**二是**证券业务进一步向重资产转型。资本实力成为影响券商转型发展的关键因素之一，证券公司再融资频现，头部券商资产规模扩张速度高于中小券商。**三是**非方向性投资成为重要发展方向。在不确定因素较大的环境中，证券公司稳步推进向多元化投资管理模式转变，加强非方向性投资策略开发和运用，增强业绩稳定性。一方面，做市业务逐渐被行业重视，做市商阵营持续扩容；另一方面，场外衍生品业务有助于熨平市场波动，增厚投资收益。**四是**市场下跌倒逼券商深度探索财富管理多元化转型。在市场波动背景下，增强客户粘性、探索以保有量收费为主的财富管理模式显得更加重要。头部机构具有规模先发优势、更高的公司治理效率和更强的战略执行力，将获得更快的业务增长空间；与此同时，由于不同客群对财富管理业务的核心诉求差异较大，这也是中小机构差异化发展的机会。

预计2023年归母净利润同比增长29%。资本市场改革政策催化叠加2022年低基数效应，中性假设下，我们预计2023年上市券商营业收入6103亿元，同比增长21.2%；净利润1953亿元，同比增长29.2%。

风险提示：疫情扩散程度严重超出预期；市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

投资建议：估值安全边际足，维持“超配”评级。当前，券商PB估值为1.34倍，处于十年来8.59%历史分位，具有较高的安全边际。从短期来看，随着压制市场的风险因素得以缓释，市场情绪改善，券商板块有望迎来反转效应。从长期来看，作为我国经济转型的重要抓手，券商会长期受益于资本市场制度改革以及财富管理大时代的红利。从发展趋势来看，行业整体向专业化、差异化、特色化发展，建议关注财富管理特色鲜明的券商国联证券，以及资本实力、风险管理能力、研究定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商中信证券、中金公司。另外，随着居民财富管理需求增长，未来财富管理服务也会呈现出服务多样化的趋势，也建议关注互联网券商东方财富。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2022E	PE 2023E
601456	国联证券	买入	11.84	300	0.36	0.51	32.89	23.22
600030	中信证券	买入	20.51	2,885	1.55	1.75	13.23	11.72
601995	中金公司	买入	40.20	1,429	2.08	2.46	19.33	16.34
300059	东方财富	买入	20.58	2,719	0.68	0.95	30.26	21.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

非银金融·证券Ⅱ

超配·维持评级

证券分析师：戴丹苗
0755-81982379
daidanmiao@guosen.com.cn
S0980520040003

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《证券行业2022年11月投资策略-市场情绪回暖，静待板块修复》——2022-11-09

《证券行业2022年三季报总结-业绩承压，关注逆境反转》——2022-11-07

《证券行业2022年9月投资策略-成交量环比改善，IPO规模扩张》——2022-09-12

《证券行业2022年中报总结-市场波动致业绩分化，行业持续转型》——2022-09-07

《证券行业2022年8月投资策略-IPO募资增长，两融规模上升》——2022-08-08

内容目录

2022 年证券行业回顾 4
盈利下滑，资本实力增强 4
整体竞争格局稳定，龙头地位稳固 5
行业指数表现欠佳，多数券商股价下跌 6
2022 年证券行业发展变化 7
资本市场改革推进，打开券商业务空间 7
再融资扩充资本实力 8
非方向性投资成为重要发展方向 10
财富管理业务在困境中寻找机会 12
2023 年证券行业展望 15
行业盈利预测：预计净利润增长 29% 15
行业发展趋势：专业化、差异化、特色化 17
投资建议：估值安全边际足，维持“超配”评级 18
风险提示 19
免责声明 20

图表目录

图1： 2021 年、2022 年前三季度上市券商营业收入和归母净利润 4
图2： 2021 年、2022 年前三季度上市券商净资产收益率和杠杆率 4
图3： 2016-2022H 券商整体盈利数量及占比 5
图4： 2021 年、2022 年年前三季度上市券商总资产和净资产规模 5
图5： 2021 年前三季度、2022 年前三季度证券行业集中度 6
图6： 中信一级行业指数涨跌幅 6
图7： 中信二级行业指数涨跌幅 7
图8： 上市券商个股涨跌幅 7
图9： 2021 年、2022 年前三季度上市券商司各主营业务收入情况 10
图10： 2015 年-2022 年前三季度上市券商营业收入结构 10
图11： 券商发展财富管理业务的模式 12
图12： 券商代销公募基金保有规模渠道占比 13
图13： 券商代销公募基金保有规模排名 14
图14： 证券行业发展的长逻辑 17
图15： 券商板块 PB 走势 18

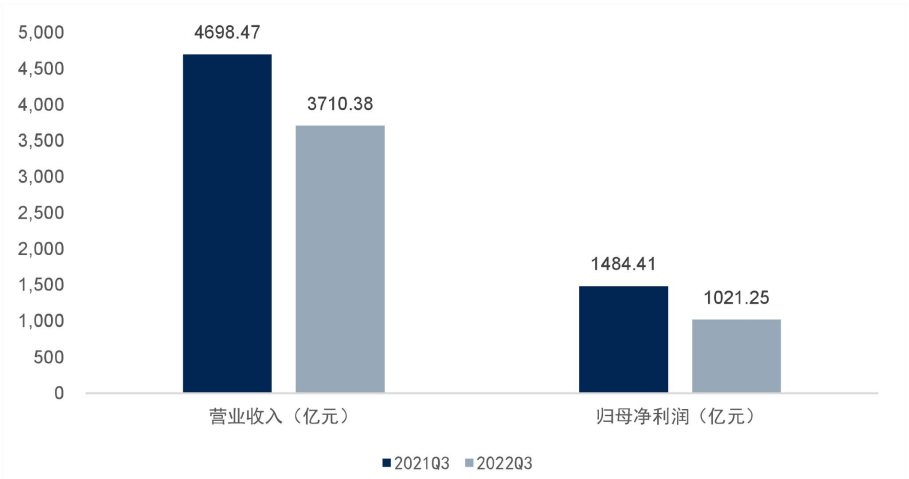
表1： 2022 年资本市场重要改革政策 8
表2： 2022 年券商再融资情况 9
表3： 2022 年 6 月券商“白名单” 9
表4： 2022 年前三季度上市券商归母总资产与净资产情况 10
表5： 2022 年获科创板做市商试点资格券商名单 11
表6： 场外期权交易商名单 11
表7： 8 家一级交易商净资本 12
表8： 2022 上半年上市券商代销金融产品收入及增速 13
表9： 券商基金投顾业务签约客户数和规模 14
表10： 首批个人养老金投资基金销售机构名单 15
表11： 部分券商在个人养老金业务的准备 15
表12： 盈利能力核心假设 16
表13： 上市券商 2023 年盈利预测 17
表14： 重点个股估值表 18

2022 年证券行业回顾

盈利下滑，资本实力增强

2022 年前三季度，上市券商业绩普遍下滑。41 家上市券商共实现营业收入 3710.38 亿元，同比下降 21.03%；实现归母净利润 1021.05 亿元，同比下降 31.20%。41 家上市券商归母净利润同比下滑中位数为 39.35%，营业收入同比下滑中位数为 21.72%。

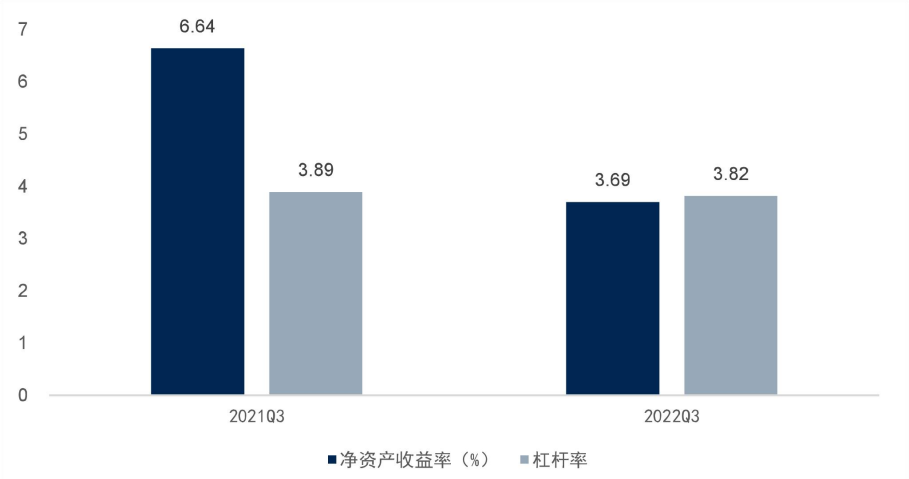
图1：2021 年、2022 年前三季度上市券商营业收入和归母净利润



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年前三季度，上市券商盈利能力和杠杆率都有所下降。截至 2022 年三季度末，上市券商平均加权净资产收益率为 3.69%，同比下降 2.95 个百分点；杠杆率为 3.82，较 2021 年前三季度 3.89 有所下降。

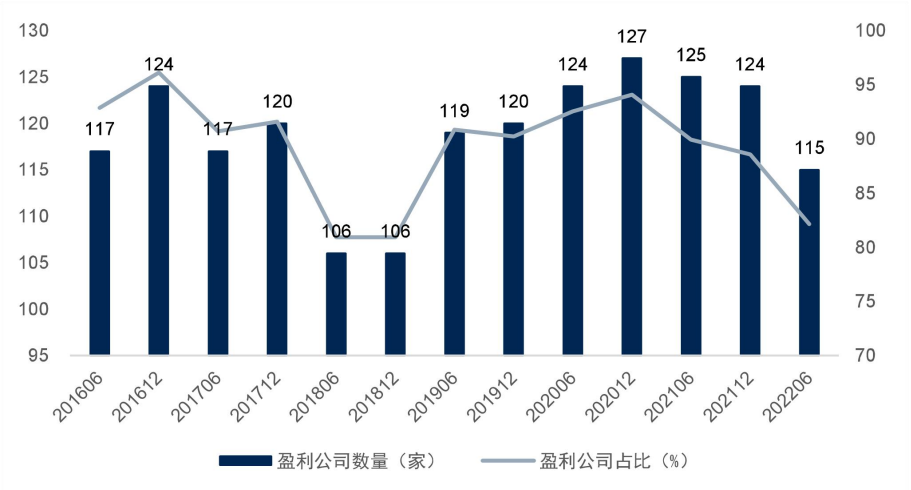
图2：2021 年、2022 年前三季度上市券商净资产收益率和杠杆率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从盈利公司数量和占比来看，根据中国证券业协会数据，截止到 2022 年上半年，盈利公司数量为 115 家，占比为 82%，较前几年数据均有所下滑。

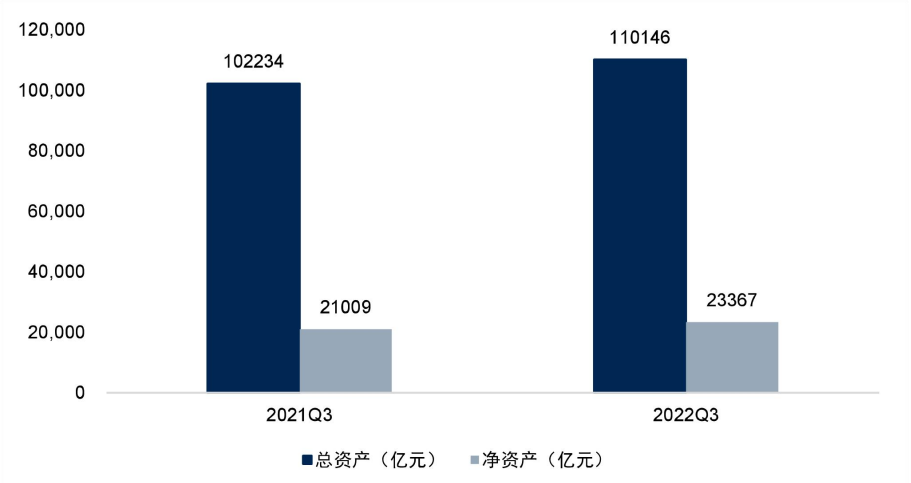
图3：2016-2022H 券商整体盈利数量及占比



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

证券行业向机构化业务转型趋势明显，机构交易业务对资金体量具有高度依赖性。2022 年前三季度，上市证券公司整体资本实力不断增强。截至 2022 年三季度末，上市证券公司证券行业总资产规模达到 11.01 万亿元，同比增长 7.74%；净资产规模达到 2.34 万亿元，同比增长 11.22%。

图4：2021 年、2022 年年前三季度上市券商总资产和净资产规模



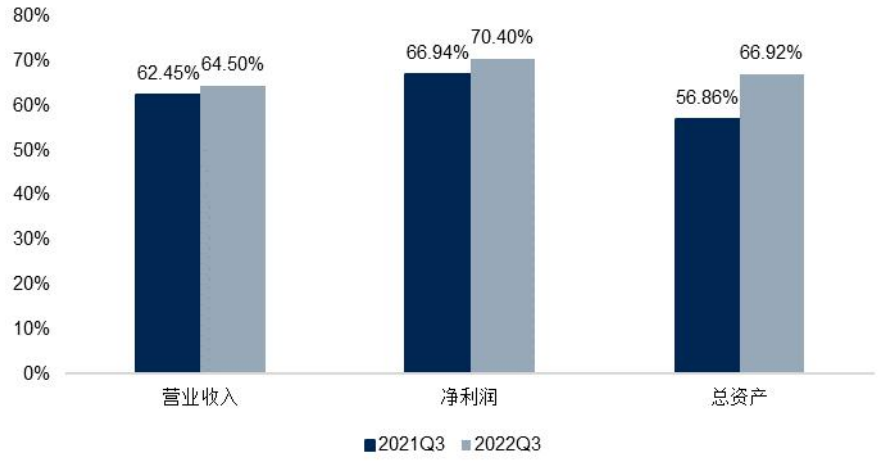
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

整体竞争格局稳定，龙头地位稳固

证券行业延续马太效应。2022 年前三季度，从行业集中度来看，排名前十的券商营业收入集中度为 64.50%，同比提升 2.06 个百分点；排名前十的券商净利润集

中度为 70.40%，同比提升 3.47 个百分点；排名前十的券商总资产集中度为 66.92%，同比提升 10.06 个百分点。

图5：2021 年前三季度、2022 年前三季度证券行业集中度

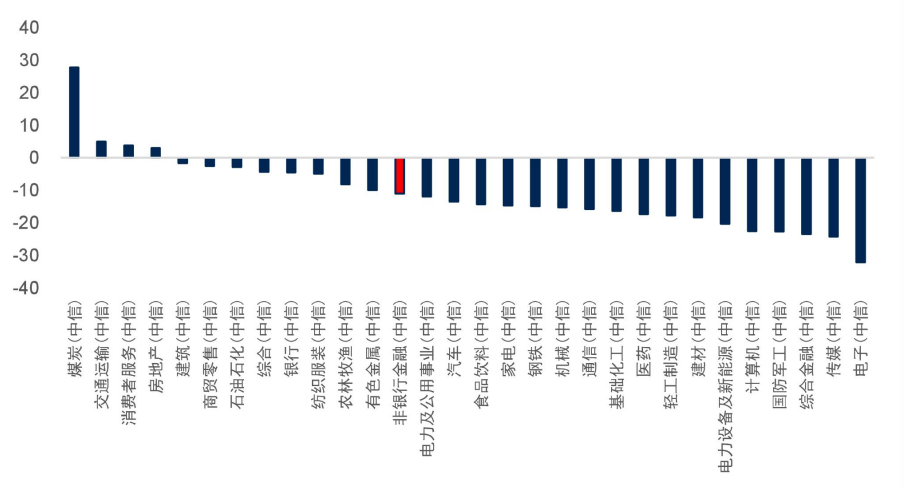


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业指数表现欠佳，多数券商股价下跌

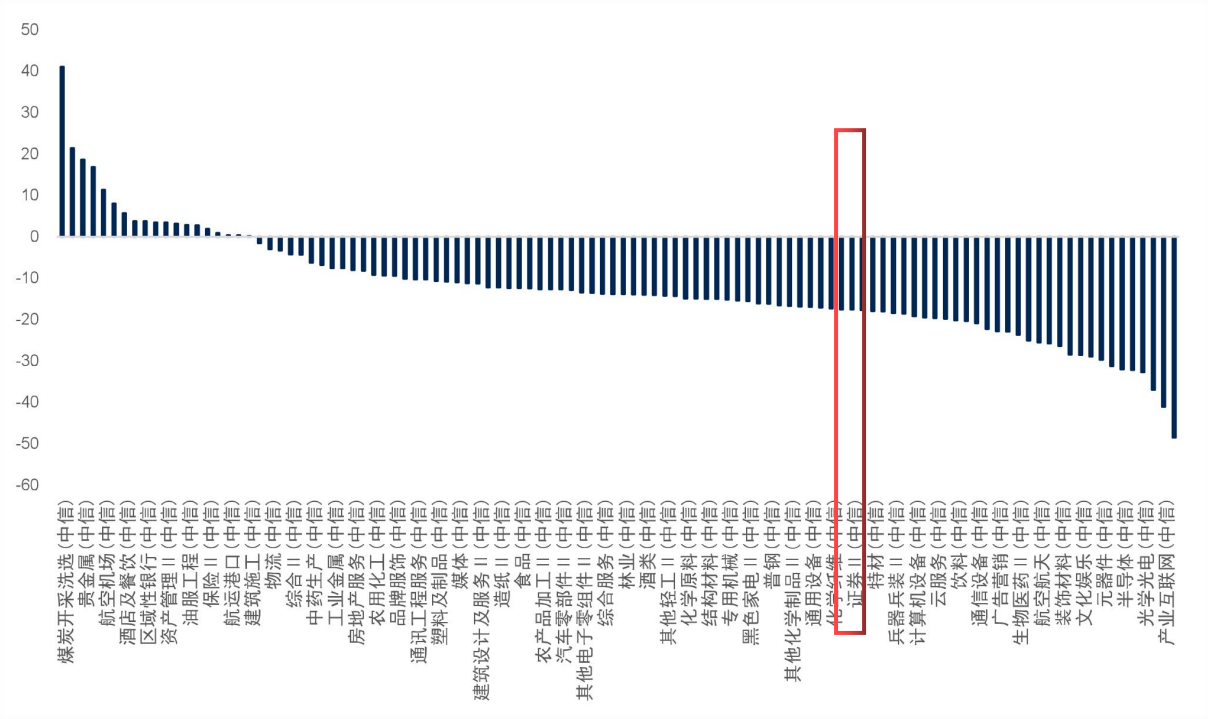
年初以来（截止 2022 年 12 月 10 日，下同）中信非银行金融指数下跌 11.04%，在 30 个中信行业一级指数中排名第 13 位。从中信二级行业指数来看，证券指数下跌 17.57%，在 109 个中信行业二级指数中排名第 78 位。

图6：中信一级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（数据截止 2022 年 12 月 10 日）

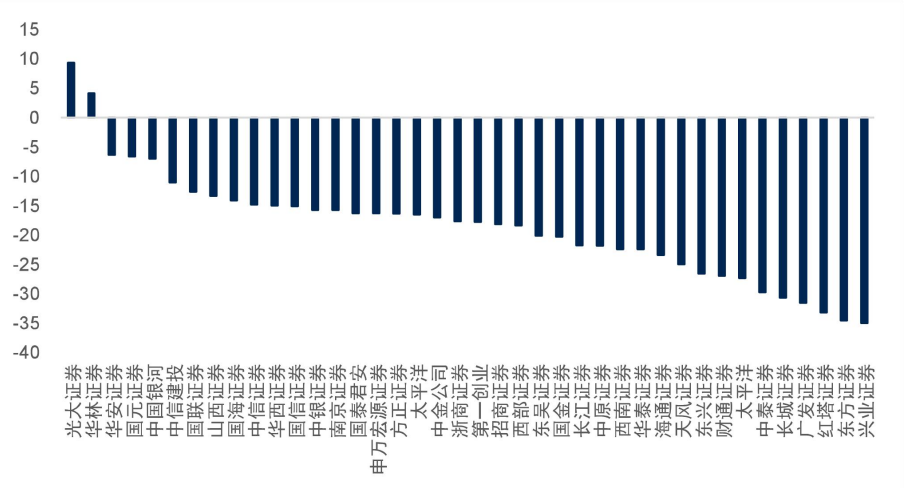
图7：中信二级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（数据截止 2022 年 12 月 10 日）

从个股表现来看，截至 2022 年 12 月 9 日，95%的券商个股都自年初下跌。涨幅居前的券商包括光大证券（9.44%）、华林证券（4.16%）。

图8：上市券商个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（数据截止 2022 年 12 月 10 日）

2022 年证券行业发展变化

资本市场改革推进，打开券商业务空间

2022 年以来，资本市场深化改革不断推进，证券行业生态环境不断改善。科创板做市交易业务推出，有助于提升科创板市场流动性，增厚券商投资业务收入；沪深交易所扩大融资融券标的股票范围，有利于发挥两融资金促进价格发现、提供流动性等基础市场功能，增加券商信用业务收入；金融衍生品市场整体上新步伐加快，为券商开展衍生品业务提供更丰富的工具；个人养老金制度落地，券商可发挥自身优势开展养老一站式服务，扩展财富管理业务服务空间。

表1：2022 年资本市场重要改革政策

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2022 年 5 月	证监会	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	对做市商准入条件、准入程序、做市券源安排、内部管控、风险监测监控、监管执法等六个方面的内容做出规定。符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。
2022 年 10 月	上海证券交易所	《关于调整融资融券标的证券有关事项的通知》	上交所主板标的股票数量由现有的 800 只扩大到 1000 只，主板标的股票流通市值占沪市主板 A 股流通市值达到 95%。
2022 年 10 月	深圳证券交易所	《关于扩大融资融券标的股票范围的通知》	深交所决定扩大融资融券标的股票范围，注册制股票以外的标的股票数量由现有 800 只扩大到 1200 只。
	证监会		7 月 18 日批准中金所开展中证 1000 股指期货和期权交易； 7 月 29 日批准大商所开展黄大豆 1 号、黄大豆 2 号和豆油期权交易； 8 月 19 日批准郑商所开展菜籽油和花生期权交易； 9 月 2 日批准上交所上市中证 500ETF 期权，深交所上市创业板 ETF 期权及中证 500ETF 期权； 11 月 25 日批准深交所上市深证 100ETF 期权； 12 月 9 日批准广州期货交易所开展工业硅期货和期权交易； 12 月 9 日批准中金所开展上证 50 股指期权交易；
2022 年 11 月	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	明确基金销售机构等机构开展个人养老金投资公募基金业务的总体原则和基本要求；明确个人养老金可以投资的基金产品标准；明确基金销售机构的展业条件等。

资料来源：证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所，国信证券经济研究所整理

再融资扩充资本实力

重资产经营是当前证券行业的发展方向。在证券公司向重资产业务业务转型的过程中，资本实力已经成为影响券商转型发展的关键因素之一。近年来行业总资产与净资产规模迅速扩张，今年以来，已有 8 家券商发布再融资公告。从再融资额度来看，两家头部券商也展现了各自的融资实力。

表2：2022 年券商再融资情况

名称	再融资方式	再融资规模（亿元）	融资用途	公告时间
中信证券	配股	280	资本中介业务 190 亿元 对子公司投入 50 亿元 信息系统建设 30 亿元 补充其他营运资金 10 亿元 投资与交易类业务 45 亿元	2022.1
财通证券	配股	80	资本中介业务 20 亿元 投资银行业务 3 亿元 信息技术及风控合规投入 5 亿元 补充其他营运资金 7 亿元	2022.3
东方证券	配股	168	投资银行业务 60 亿元 财富管理与证券金融业务 60 亿元 销售交易业务 38 亿元 补充营运资金 10 亿元	2022.4
兴业证券	配股	140	融资融券业务 70 亿元 投资银行业务 18 亿元 投资交易业务 45 亿元 信息系统和合规风控投入 7 亿元	2022.8
长城证券	定增	84.64	资本中介业务 50 亿元 证券投资业务 25 亿元 偿还债务 9.64 亿元	2022.8
国金证券	定增	60	资本中介业务 20 亿元 证券投资业务 15 亿元 向全资子公司增资 5 亿元 信息技术及风控合规投入 5 亿元 补充营运资金及偿还债务 15 亿元	2022.4
中国银河证券	可转债	78	投资交易业务 30 亿元 资本中介业务 30 亿元 投资银行业务 10 亿元 补充其他营运资金 8 亿元	2022.5
浙商证券	可转债	70	投资与交易业务 35 亿元 资本中介业务 30 亿元 数字化建设及应用场景 5 亿元	2022.7
中金公司	配股	270	支持业务发展资本金需求 240 亿元 补充其他营运资金 30 亿元	2022.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

监管重要性更加凸显。从券商再融资目的来看，资本扩张是为了更好地发展创新型业务，但值得注意的是，在资产扩张的过程中，监管评价显得尤为重要。证监会按照“分类监管、放管结合”的思路，定期公布证券公司“白名单”。在进入证券行业“白名单”后，证券公司在资本补充和业务创新方面具备优势。对纳入“白名单”的券商，取消发行永续次级债和为境外子公司发债提供担保承诺、为境外子公司增资或提供融资的监管意见书要求；首发、增发、配股、发行可转债、短期融资券、金融债券等申请，不再按既往程序征求派出机构、沪深交易所意见，确认符合法定条件后直接出具监管意见书；创新试点业务的公司须从“白名单”中产生，不受理未纳入“白名单”公司的创新试点类业务申请。

表3：2022 年 6 月券商“白名单”

获得时间	券商名称
2022.6	安信证券、北京高华证券、财信证券、东北证券、东吴证券、东兴证券、东吴证券、高盛高华证券、光大证券、广发证券、国金证券、国开证券、国泰君安证券、国信证券、华泰证券、华西证券、华鑫证券、南京证券、平安证券、瑞银证券、申万宏源证券、西南证券、兴业证券、招商证券、中金公司、中国银河证券、中航证券、中泰证券、中信建投证券、中信证券、中原证券

资料来源：证监会、国信证券经济研究所整理

在本轮资产扩张中，头部券商资产规模扩张速度高于中小券商。截至三季度末，上市证券公司中，有 10 家券商的总资产规模超过 4000 亿元，有 9 家券商净资产规模超过 1000 亿元。其中，中信证券总资产规模为 13353 亿元，净资产规模为 2538 亿元，均位列行业第一位。

表4：2022 年前三季度上市券商归母总资产与净资产情况

证券公司	总资产（亿元）	同比增速	净资产（亿元）	同比增速
中信证券	13353	10.14%	2538	21.86%
华泰证券	8618	4.21%	1612	12.89%
国泰君安	8253	7.04%	1584	7.53%
海通证券	7420	-1.52%	1784	0.40%
中金公司	6474	2.01%	943	15.73%
中国银河证券	6223	17.60%	1032	6.35%
申万宏源证券	6172	8.20%	1187	18.34%
广发证券	5903	14.59%	1225	12.90%
招商证券	5826	-5.10%	1137	3.66%
中信建投	4699	7.63%	930	20.73%
国信证券	3869	6.41%	1056	11.66%
东方证券	3666	13.07%	773	22.20%
兴业证券	2536	17.81%	580	31.95%
光大证券	2500	-0.13%	651	11.60%
中泰证券	2045	2.65%	371	2.03%
方正证券	1715	15.47%	438	3.87%
长江证券	1682	2.82%	310	1.36%
国元证券	1339	22.18%	330	3.07%
浙商证券	1320	7.68%	268	15.28%
东吴证券	1232	9.55%	383	31.64%

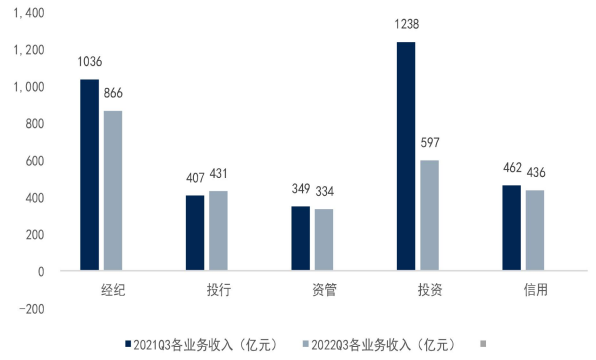
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

非方向性投资成为重要发展方向

今年前三季度，受到市场波动影响，上市券商投资业务收入同比下降 52%，是主营业务中下滑最多的业务，收入占比也从前几年接近 30%左右的水平下降到 16%。

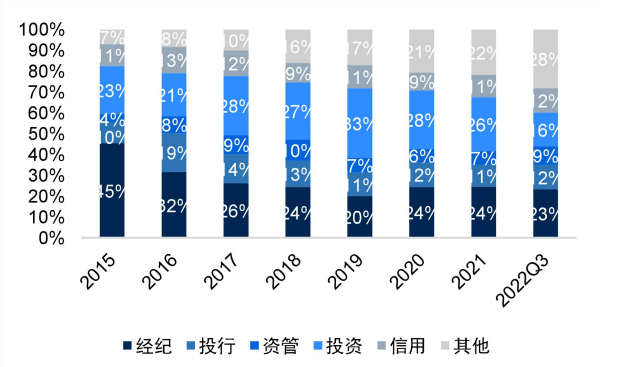
市场下行对投资业务而言既是挑战，也是机遇。长久以来，我国证券公司的投资业务对资本市场的行情依赖度极高，而在不确定因素较大的环境中，证券公司将稳步推进向多元化投资管理模式转变，加强非方向性投资策略开发和运用。在不确定因素较大的环境中，证券公司将稳步推进向多元化投资管理模式转变，加强非方向性投资策略开发和运用，这有助于证券公司熨平市场波动，增强业绩稳定性。

图9：2021 年、2022 年前三季度上市券商司各主营业务收入情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：2015 年-2022 年前三季度上市券商营业收入结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一方面，做市业务逐渐被行业重视，做市商阵营持续扩容。目前科创板已经引入

做市商机制，可以更充分地发挥券商直接融资功能，吸引社会资本投入科技创新领域。从科创板上市公司角度来看，券商可以为上市公司提供承销保荐、研究咨询、交易做市等全方位、全链条的中介服务。做市业务收入主要来源于做市价差收益和交易所激励，在证券公司交易投资业务向非方向转型的背景下，发展做市业务有利于进一步熨平公司业绩波动，拓展收入来源。

表5：2022 年获科创板做市商试点资格券商名单

获得时间	获得做市商资格的券商名称
2022.9.16	申万宏源、华泰证券、银河证券、中信建投、东方证券、财通证券、国信证券、国金证券
2022.10.13	中信证券、国泰君安、兴业证券、招商证券、浙商证券、东吴证券

资料来源：证监会、国信证券经济研究所整理

另一方面，场外衍生品业务为券商提供了资产负债表的扩张空间。发展衍生品业务全面考验证券公司的资产定价能力与风险对冲能力，场外衍生品业务领先的券商，在杠杆倍数方面领先行业。衍生品在自营投资中的应用，是为自营投资提供足够的风险对冲工具。此外，场外衍生品业务对服务机构客户（尤其是私募基金客户）具有重要战略意义。要发展衍生品业务需具备四大必备条件：

一是具备业务资格。具备相关资格是衍生品业务的入场券，先入场的公司具备先发优势。证券业协会将证券公司根据公司资本实力、分类结果、全面风险管理水平、专业人员及技术系统情况分为一级交易商和二级交易商。一级交易商可以在沪深交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易，而二级交易商只能与一级交易上进行个股对冲，非交易商不能与客户开展场外期权业务。

表6：场外期权交易商名单

交易商资格	券商名称
一级交易商（8 家）	广发证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、 中信证券、中信建投证券
二级交易商（36 家）	安信证券、北京高华证券、长城证券、长江证券、财通证券、东方证券、东方财富、东莞证券、东海证券、东吴证券、方正证券、光大证券、国金证券、国联证券、国信证券、国元证券、海通证券、华宝证券、华创证券、华鑫证券、开源证券、平安证券、瑞银证券、西部证券、兴业证券、银河证券、浙商证券、中泰证券、中银国际、华安证券、华西证券、山西证券、西南证券

资料来源：证券业协会、国信证券经济研究所整理

二是资金实力雄厚。衍生品业务是资本消耗型业务，开展业务的券商需要有雄厚的资金实力。

表7：8家一级交易商净资本

名称	净资本（亿元）
中信证券	1344.99
国泰君安	949.99
华泰证券	861.90
招商证券	728.34
广发证券	642.21
中信建投证券	640.87
中金公司	475.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理(数据截至2022年6月30日)

三是客户网络庞大。券商场外衍生品业务的交易对手主要包括商业银行、期货公司及子公司、私募基金、证券公司及子公司、保险公司及子公司、基金公司及子公司等机构客户，客户数量越多意味着交易规模越大，不同方向的交易进行对冲、降低业务风险的概率更高。机构客户占比较高的券商交易对手更多元。

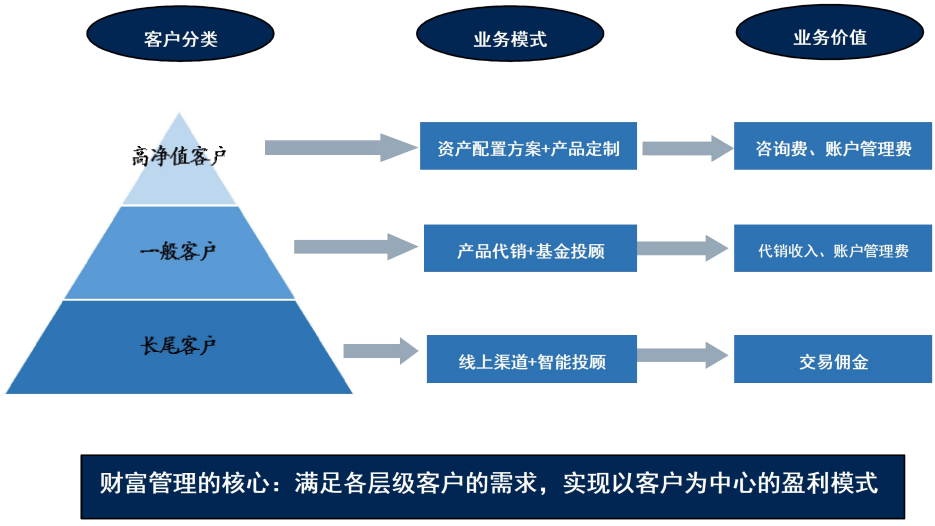
四是信息技术领先。衍生品业务复杂程度较高，对交易系统和风控系统的要求较高。

五是人才团队优秀。衍生品业务对券商定价能力、对冲能力、创新能力有较高要求，因此需要打造专业的人才团队。

财富管理业务在困境中寻找机会

财富管理业务具有一定的周期性特征。当市场下行时，投资者参与资本市场投资的意愿低，会一定程度上影响证券公司财富管理业务收入。财富管理业务虽然同样属于轻资产业务，但其服务的专业性和稳定性使其收益高于券商代理买卖证券佣金收入，将提升券商的盈利水平。因此，在市场波动背景下，增强客户粘性、探索以保有量收费为主的财富管理模式显得更加重要。

图11：券商发展财富管理业务的模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

产品代销这一通道业务的本质决定了与市场行情高度相关。今年上半年，我们从经纪业务收入排名前十的上市证券公司来看，除了华泰证券和中金公司以外，其余公司代销金融产品业务收入普遍下滑。

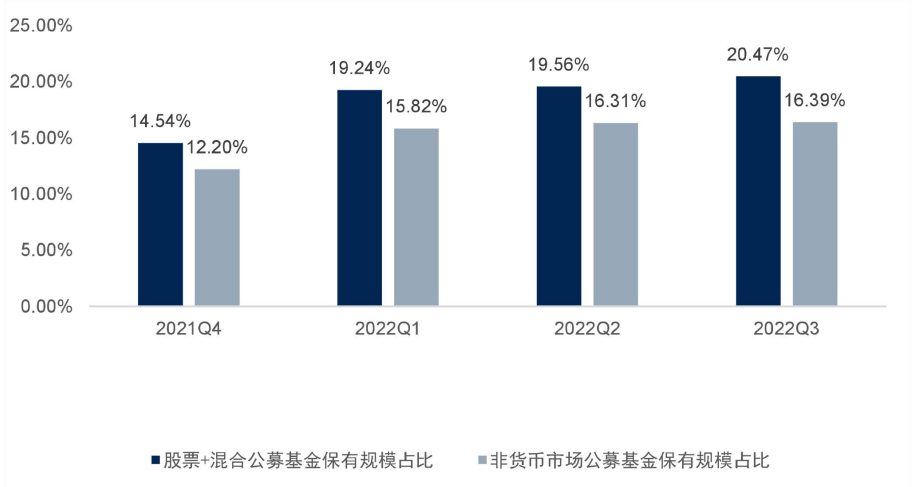
表8：2022 上半年上市券商代销金融产品收入及增速

证券公司	代销金融产品收入（亿元）	同比增速
中信证券	8.71	-39.01%
国泰君安	4.07	-8.54%
华泰证券	4.63	14.04%
中国银河	3.39	-4.24%
招商证券	2.55	-36.09%
广发证券	3.28	-36.56%
中信建投	4.41	-3.92%
申万宏源证券	1.33	-35.44%
国信证券	2.70	-42.55%
中金公司	6.08	1.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

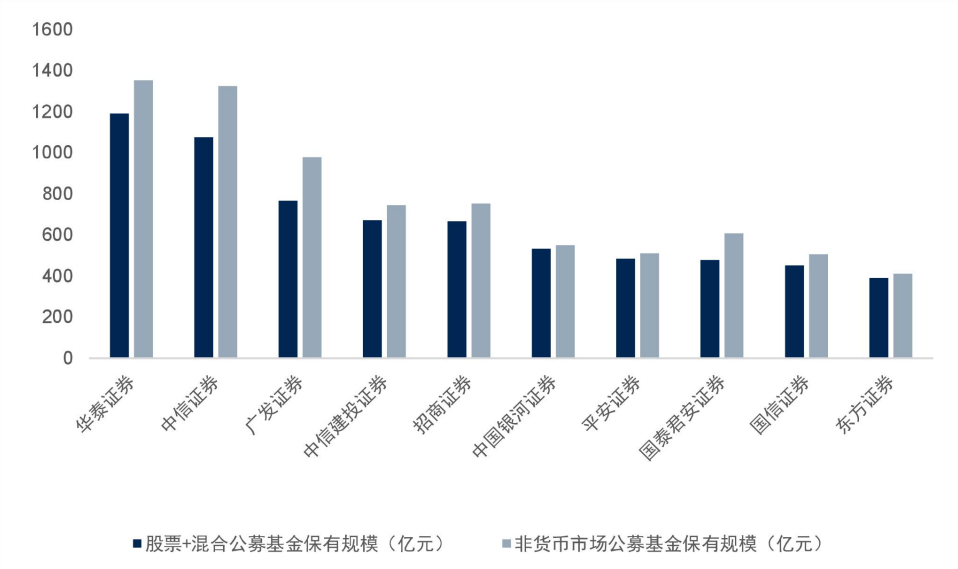
从公募基金代销渠道的占比来看，券商占比提升显著。这一方面来自于统计口径的变化，统计口径调整后，ETF 采用季末时点值统计，不扣除二级市场净买入金额，ETF 业务实力强的券商规模及排名提升幅度较大；另一方面，基金投顾业务也成为了重要推手。券商渠道占比的提升，反映出券商财富管理转型取得良好效果，基金投顾业务发展势头良好。

图12：券商代销公募基金保有规模渠道占比



资料来源：中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

图13：券商代销公募基金保有规模排名



资料来源：中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

基金投顾业务试点的推出为证券公司财富管理业务带来更大发展机遇。基金投顾模式可以丰富券商财富管理的收入来源。此前，证券公司多采用代销模式，接受基金管理人的委托代销基金产品，受理投资者申赎基金产品申请，收入来源主要是销售费收入和申赎费用等。而在基金投顾模式中，证券公司可以开展管理型基金投顾服务，收取基金投顾服务费，这将大幅创新财富管理服务的模式，丰富盈利来源。

开展基金投顾业务，意味着证券公司从卖方服务向买方服务转型。基金投顾业务通过高频交互、专业服务和长期陪伴，增强客户信任度和客户粘性，将强化财富管理机构与客户的合作关系。从上市证券公司披露的展业情况来看，截至 2022 年上半年末，中信证券、华泰证券、东方证券的基金投顾签约规模都超过了 100 亿元。

表9：券商基金投顾业务签约客户数和规模

证券公司	签约客户数	签约规模
中信证券		超百亿元
华泰证券	56.33 万户	151.36 亿元
东方证券	约 15 万户	140 亿元
国联证券	20.17 万户	74.13 亿元
申万宏源	近十万人	超 60 亿元
国信证券		超 56 亿元
招商证券	3.34 万户	超 43 亿元
国泰君安		34.18 亿元
财通证券	2.5 万户	14 亿元
山西证券		1.05 万户

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（数据截至 2022 年上半年末）

养老金融发展空间巨大，有助于丰富券商财富管理业务的服务模式，增强客户粘性。11 月 4 日，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》。11 月 18 日，证监会确定并发布首批个人养老金基金产品名录与基金销售机构名录，首批名录包括 37 家基金销售机构（其中商业银行 16 家，券商 14 家，独立基金销售机构 7 家）。从业务开展模式来看，一方面，券商可代销养老目标基金；另一方面，券商可以借助领先的投研能力，为客户提供养老产品投资

建议、养老理财规划等服务。

表10：首批个人养老金投资基金销售机构名单

类别	机构名称
商业银行（16家）	中国工商银行、招商银行、中国农业银行、上海浦东发展银行、中国银行、中国民生银行、中国建设银行、平安银行、交通银行、兴业银行、中国邮政储蓄银行、广发银行、中信银行、北京银行、中国光大银行、宁波银行
证券公司（14家）	华泰证券、国信证券、中信证券、东方证券、广发证券、兴业证券、中信建投证券、海通证券、招商证券、申万宏源证券、中国银河证券、中国中金财富证券、国泰君安证券、长江证券
独立销售机构（7家）	蚂蚁（杭州）基金销售、浙江同花顺基金销售、上海天天基金销售、北京雪球基金销售、腾安基金销售、京东肯特瑞基金销售、珠海盈米基金销售

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

表11：部分券商在个人养老金业务的准备

公司名称	业务准备
中信证券	•在养老配置服务具有差异性优势，为客户提供全市场优选的养老目标型公募基金。 •将引入更丰富的养老型年金、增额终身寿等不同品类产品，覆盖养老收益性资产和保障性资产，满足客户多样化、多层级的养老资产配置需求。
华泰证券	•为投资者筛选适合的管理人和产品，并通过 APP 平台和投资顾问，持续输出直播、短视频等投教内容 •提供养老产品投资建议、个税延递筹划、养老理财规划等服务内容，充分发挥公司“人+科技平台”的优势为客户提供线上线下一体化的养老顾问服务。
中国银河证券	•为客户提供更多元、更丰富、更广泛的个人养老金投资品种选择。 •将金融产品体系向“资产适配”“市场适配”“客户适配”的财富管理产品体系升级，为客户做好多种风险收益偏好和多久期类型的大类资产配置。
国泰君安	•围绕客户投前、投中、投后投资周期提供专业养老财富管理服务，并在公司投教基地、自媒体平台等发布个人养老金投教视频。 •公司与四家资金账户行联通且平稳运行，并持续增加中。
广发证券	•成立专门的工作小组，完成了个人养老金业务系统建设与投教工作。 •将从平台化上推进财富管理，形成独特的产品优势
兴业证券	•打造“5A”养老服务体系，向客户提供全生命周期的养老投资服务，从养老方案规划、养老产品选择、定期跟踪反馈、有温度的陪伴、专属顾问团队等多维度为客户提供覆盖投前、投中、投后全流程的专业养老服务，

资料来源：国信证券经济研究所整理

证券公司要摆脱原有的通道服务模式，转向真正以客户为中心的财富管理，至少包括四个层面：一是通过金融科技打破时间、空间的局限，实现良好的用户体验；二是通过完善的客户服务体系和完备的投后服务，增强客户粘性，体现服务价值；三是通过提供更丰富的产品货架、更多样的产品供给满足客户多层次的需求；四是通过打造线上线下全渠道服务能力，实现更全面的客户覆盖，提升客户服务的广度和深度。

一方面，头部机构具有规模先发优势、更高的公司治理效率和更强的战略执行力，将获得更快的业务增长空间；另一方面，由于不同客群对财富管理业务的核心诉求差异较大，未来财富管理机构将呈现出渠道服务更加立体化、产品服务更加精细化的趋势，这也是中小机构差异化发展的机会。

2023 年证券行业展望

行业盈利预测：预计净利润增长 29%

中性假设下，我们对 2023 年上市券商各业务进行盈利预测。我们预计 2023 年上

市券商营业收入 6103 亿元，同比增长 21.2%；净利润 1953 亿元，同比增长 29.2%。我们对各项业务进行核心假设如下：

（1）经纪业务收入预增 20%：截止到 2022 年 12 月 8 日，市场日均成交金额为 9408 亿元，假设 2022 年日均成交金额持平，中性假设下，2023 年日均成交额同比增 15%，放大至 10819 亿元；随着行业佣金率持续下降，传统经纪业务逐渐向财富管理业务转型，代销业务收入增长，预计 2023 年行业平均佣金率降至 0.022%，2023 年全年经纪业务总收入同比增长 20%。

（2）投行业务收入预增 25%：截止 2022 年 12 月 8 日，IPO 融资规模同比增长 22%；再融资规模同比下降 8%；债券承销规模同比下降 6%。2023 年伴随着资本市场改革深化，直接融资规模提升，投行业务拓展，国际化业务提速，投行业务收入来源将更加多元化。预计 2023 年全年 IPO 规模增长 25%，再融资规模增长 15%，债券承销规模增长 20%。中性假设下，预计 2023 年全年投行业务将保持 25%的同比增长率。

（3）资本中介业务预增 20%：截止到 2022 年 12 月 8 日，两融余额为 15710 亿元，由于沪深两市扩大两融标的范围，将增加券商两融业务规模。中性假设下，预计 2023 年全年两融日均余额为 17968 亿元。近年来，股票质押风险逐步缓解。中性假设下，预计 2023 年全年资本中介业务收入增长 20%。

（4）资管业务预增 10%：2018 年颁布资管新规以来，促进了券商资管业务去杠杆、去通道，积极加强主动管理。从整体收入情况来看，2022 年前三季度，证券行业资管业务收入同比下滑 4%。在去通道和净值化的结构性转型过程中，预计资管业务总规模将有持续下降的压力，但主动管理规模占比将增加，平均费率将有所提升。中性假设下，预计 2023 年资管业务收入同比增 10%。

（5）投资业务预增 25%：从 2017 年到 2021 年，投资业务一直是证券公司收入占比最高的业务。2022 年前三季度，受到市场内外部多重因素的影响，市场主要指数整体下跌明显，自营业务受影响较大。2023 年随着压制市场风险因素得到全面解除，投资业务向多元化、去方向化转型，预计投资业务将会回暖。中性假设下，基于 2022 年的低基数，预计 2023 年全年投资收入同比增长 25%。

表12：盈利能力核心假设

	2020	2021	2022E	2023E 悲观	2023E 中性	2023E 乐观
日均股基成交金额	8481	10587	9408	10349	10819	11289
佣金率	0.028%	0.026%	0.024%	0.021%	0.022%	0.023%
IPO 融资规模	4793	5426	6632	7627	8290	8622
再融资规模	11985	12755	11759	12935	13523	14111
债券承销规模	100575	113908	71557	78712	82290	85868
融资融券余额	16190	18322	15624	17187	17968	19530

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（单位：亿元）

表13：上市券商 2023 年盈利预测

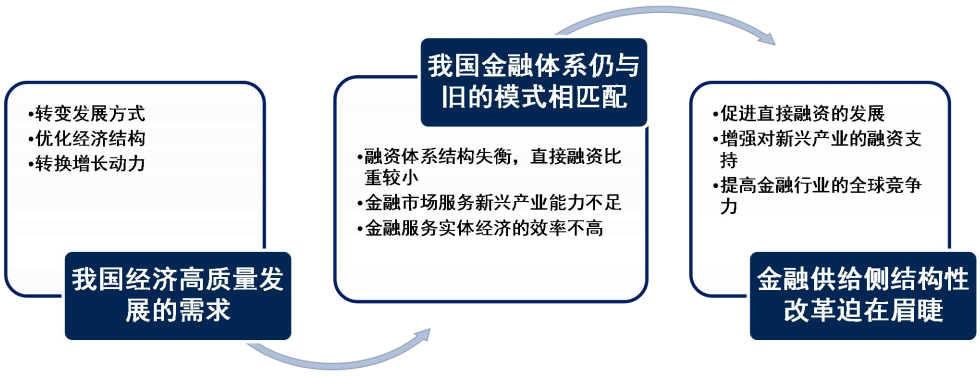
	2020	2021	2022E	2022E 悲观	2023E 中性	2023E 悲观
经纪业务收入	1145	1376	698	803	837	872
投行业务收入	583	620	492	566	615	639
投资业务收入	1448	1639	618	711	773	804
资管业务收入	388	498	263	263	289	302
资本中介业务收入	148	600	434	500	521	543
行业总收入	5207	6307	5,037	5,713	6,103	6,355
YOY	27%	21%	39.7%	13.4%	21.2%	26.2%
净利润	1461	1898	1511	1600	1953	2542
YOY	34%	30%	22.8%	5.9%	29.2%	68.22%
ROE	7.6%	8.8%	6.3%	6.3%	7.0%	7.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（单位：亿元）

行业发展趋势：专业化、差异化、特色化

证券行业发展蕴含着服务经济转型的长逻辑。自从我国经济进入“新常态”以来，金融总量供给充足，但存在结构性问题。高质量的经济发展意味着我国经济增长从原来主要依靠传统制造业、基建和地产投资转向更加依靠消费、科技和其它方面的创新，因此金融资源配置应该更加关注新兴产业和创新企业，进一步满足其创新发展需要，直接融资、股权融资将迎来大发展。和传统产业相比，新兴产业更加需要通过资本市场进行直接融资。证券公司作为连接资本市场和实体经济的桥梁，是支持经济转型的重要的金融中介。在金融供给侧结构改革背景下，证券公司包含着服务经济转型、促进融资方式从间接融资向直接融资转变的长逻辑还是成立的，作为我国经济转型的重要抓手，证券公司会长期受益于资本市场制度改革以及财富管理大时代的红利。

图14：证券行业发展的长逻辑



资料来源：国信证券经济研究所整理

资本市场改革推动券商从从“通道类中介”向“专业型投行”转型。行业变革过程中，证券公司不断探索新的模式。各家证券公司自身资源禀赋不同，也有着不同的发展路径。证监会《证券公司股权管理规定》将券商分成了综合类和专业类两大类，其中专业类券商将从事最基本、最传统的业务，而综合类券商在传统业

务的基础上增加股票期权做市、场外衍生品等这些复杂程度更高、杠杆更高的业务。参考美国证券行业的发展历程，历经监管制度和市场环境的多次变化，最终市场形成了全能型投行和精品券商共存的局面，共同服务于多层次资本市场中的不同参与主体。随着我国证券公司转型推进，预计未来我国证券行业也会进一步向专业化、差异化转型，形成龙头券商、精品券商共存的竞争格局。

投资建议：估值安全边际足，维持“超配”评级

当前，券商 PB 估值为 1.34 倍，处于十年来 8.59%历史分位，具有较高的安全边际。从短期来看，随着压制市场的风险因素得以缓释，市场情绪改善，券商板块有望迎来反转效应。从长期来看，资本市场改革持续，行业生态环境不断优化。从竞争格局来看，行业整体专业化、差异化发展趋势不变，建议关注财富管理特色鲜明的特色券商国联证券，以及资本实力、风险管理能力、研究定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商中信证券、中金公司。另外，随着居民财富管理需求增长，未来财富管理服务也会呈现出服务多样化的趋势，也建议关注互联网券商东方财富。

图 15：券商板块 PB 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（数据截至 2022 年 12 月 12 日）

表 14：重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2022E	PE 2023E
601456	国联证券	买入	11.84	300	0.36	0.51	32.89	23.22
600030	中信证券	买入	20.51	2,885	1.55	1.75	13.23	11.72
601995	中金公司	买入	40.20	1,429	2.08	2.46	19.33	16.34
300059	东方财富	买入	20.58	2,719	0.68	0.95	30.26	21.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

疫情扩散程度严重超出预期；市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人
收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032