

## 行业研究

## 资本市场改革加速，行业配置价值提升

## ——证券行业 2023 年度投资策略

## 要点

自上而下地看，以注册制为核心的资本市场系统化改革、上市公司扩容等政策带来资本市场新的发展机遇，新兴业务的发展带来行业增量业务机会和行业竞争格局的演变：1) 宏观层面，经济高质量发展对于资本要素的作用提出更高要求，资本市场各项改革深入推进。2) 证券公司面临着新的竞争发展环境，**机构业务方面**，FICC 业务的产品配置和撮合交易是证券行业在资管和投资领域的独特优势，衍生品业务、资管业务的产品创设或将成为券商竞争的“胜负手”。**公司客户方面**，围绕着上市服务的投资、财务顾问等“投行+”业务体现了券商的综合竞争能力。**展望未来，我们认为证券行业需要完成从团队为主到公司平台为主、从通道类到主动管理类、从价格接受到具有资产定价能力的转型。**在资本市场加快改革的背景下，券商的转型和发展速度无疑在加快。

**从基本面来看**，22 年前 3 季度上市券商业绩下滑主要受自营业务、经纪业务等主要业务收入同比下降的影响。受年内 A 股指数下跌影响，22 年前 3 季度我们统计的 40 家上市券商归母净利润合计 1017.50 亿元，同比下降 30.46%；营业收入合计 3696.03 亿元，同比下降 21.01%。受 22 年证券行业业绩回落影响，ROE、营收净利等各项指标均呈现同比下滑。**展望 23 年，我们预计行业基本面向有以下几点重要的趋势性变化：**1) 经纪和财富管理业务：在 23 年 A 股市场指数中性表现的预测前提下，我们预计股基成交量和金融产品代销将保持正增长，同时基金投顾业务继续成为各券商重要的发力方向，对于产品线的搭建和收益风险的匹配是重要的差异化核心竞争力。2) 自营业务：受 22 年市场冲击自营投资下滑明显的影响，我们预计 23 年各家证券公司将进一步压缩自营投资风险敞口，同时加大 FICC、股权衍生品业务等各项业务的发展。3) 投行业务：23 年资本市场规模持续扩张，资本市场的快速扩容带来了 A 股成交量中枢的提升以及资本中介业务的需求增加。同时，预计全面注册制的推广对于券商的市场化定价能力提出更高要求。4) 资管业务：受监管冲击边际趋缓行业资管规模预计企稳回升，平均费率预计企稳，收入保持大个位数增长。

此外，展望 23 年，我们认为建设“中国特色现代资本市场”和“探索建立具有中国特色的估值体系”将有进一步实质性进展，其对于证券公司的资本市场功能的发挥将提出更高的要求。资本市场的全面注册制、多层次市场的建设等政策红利可期，证券行业的各项业务将迎来新的发展机遇。

## 投资建议：

**展望 23 年，我们认为政策红利可期、基本面边际改善、衍生品和做市业务等新兴业务的快速发展等因素都有利支撑了证券行业配置价值的进一步提升。**22 年前 3 季度虽然短期受市场冲击证券行业业绩下滑，但展望未来证券行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，我们维持对证券行业的“增持”评级。从公司层面来看“分化”是行业演绎的关键词，在“分化”过程中头部券商和部分有差异化竞争力的券商将有望获得超额收益。建议关注主线：1) 受益于市场份额提升的龙头券商，其业务壁垒有望进一步加强，盈利增长确定性更高。2) 赛道空间广阔且可以贡献超额收益的财富管理业务，有望打开证券行业估值上限。综合而言我们推荐中信证券（A+H）、华泰证券（A+H）、广发证券和东方财富。

**风险分析：**资本市场改革推进较预期滞后；金融市场的信用风险；二级市场大幅调整风险。

非银行金融（证券）  
增持（维持）

## 作者

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

010-57378039

wangsm@ebsecn.com

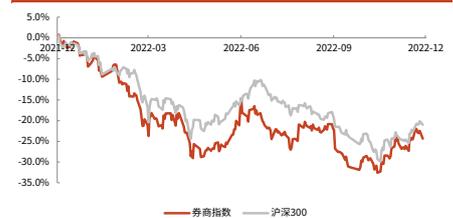
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

# 目 录

<b>1、资本要素改革提速，全面注册制带来新的发展机遇.....</b>	<b>4</b>
1.1、提升服务科技实力，资本市场的市场化改革提速 .....	4
1.1.1、提高直接融资占比，缓解融资结构的不均衡.....	4
1.1.2、以北交所扩容为代表，多层次资本市场的建设加快.....	4
1.2、全面注册制改革提速，资本市场面临系统性重塑 .....	5
1.3、建设中国特色的资本市场和估值体系，新一轮政策红利可期 .....	6
<b>2、基本面：业绩表现仍与二级市场高度相关，但竞争格局分化显著 .....</b>	<b>8</b>
2.1、22年 ROE 较 21 年回落，两融和自营业务快速发展驱动杠杆率提升 .....	8
2.2、业绩概述：22 年前 3 季度受市场冲击业绩下滑 .....	9
2.3、财富管理业务：代销金融产品为基础，构建财富管理生态圈 .....	11
2.4、投行业务：全面推行注册制，围绕投行业务提升综合收入.....	13
2.5、资管业务：监管影响趋缓，机构化优势显著.....	14
2.6、自营业务：规模持续提升，业绩波动性加大.....	15
2.7、信用中介业务：扩两融、压股质，信用风险出清 .....	17
<b>3、投资建议：转型关键期，从交易价值向配置价值的转变.....</b>	<b>17</b>
3.1、估值位于历史底部区域，长期看有回升空间.....	17
3.2、资本市场改革加速，全面注册制是重要主线.....	18
3.3、投资建议：短期受市场冲击，长期有配置性价比 .....	18
<b>4、风险提示.....</b>	<b>20</b>

## 图目录

图 1: 主要国家的资产证券化率整体呈上升趋势.....	4
图 2: 注册制试点后中国上市公司退市率上升明显.....	6
图 3: 近年来美国上市公司退市率维持在 4%以上.....	6
图 4: 预计 22 年证券行业 ROE 下滑.....	8
图 5: 22 年上半年证券行业杠杆倍数提升.....	8
图 6: 2020 年后证券公司股权再融资规模扩大.....	9
图 7: 券商再融资以重资产业务为主.....	9
图 8: 证券行业各类业务营收同比增速.....	11
图 9: 证券行业收入结构保持均衡.....	11
图 10: 22 年前三季度日均股基交易额同比小幅下降.....	11
图 11: 22 年前三季度经纪业务佣金率下滑.....	11
图 12: 股票承销规模及同比增速.....	13
图 13: 公司信用类债券承销规模及同比增速.....	13
图 14: 资管业务收入集中度提升.....	15
图 15: 两融余额占 A 股流通市值比例.....	17
图 16: 股票质押参考市值及占比.....	17
图 17: 证券行业 PB (LF) 估值位于底部区域.....	18

## 表目录

表 1: 历史上资本市场主要政策梳理.....	7
表 2: 22 年前 3 季度上市券商业绩表现 (单位: 亿元).....	9
表 3: 22 年前 3 季度上市券商资产和净资产情况 (单位: 亿元).....	10
表 4: 22 年前 3 季度上市券商经纪业务表现 (单位: 亿元).....	11
表 5: 22 年三季度金融机构代销情况一览表.....	12
表 6: 22 年前 3 季度上市券商投行业务收入 (单位: 亿元).....	14
表 7: 22 年前 3 季度上市券商资管业务表现 (单位: 亿元).....	14
表 8: 22 年前 3 季度上市券商自营业务表现 (单位: 亿元).....	16
表 9: 主要上市公司盈利预测及评级一览表.....	19

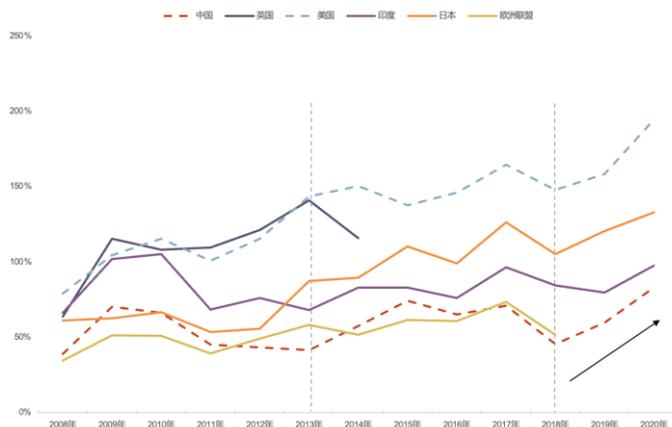
# 1、资本要素改革提速，全面注册制带来新的发展机遇

## 1.1、提升服务科技实力，资本市场的市场化改革提速

### 1.1.1、提高直接融资占比，缓解融资结构的不均衡

目前我国与发达国家资本市场相比金融深层结构失衡较为严重。从规模体量上看，我国以银行贷款为主的间接融资规模占比过大，股权融资等直接融资占比比较小。截至 2020 年末，与海外可比口径相比我国证券化率处于偏低位置，存在较大的缺口，股票融资额仍有较大提升空间。相较于其他可比国家，美国的证券化率远高于其他国家，2020 年其证券化率达 194.34%。中国 2018/2019/2020 年的证券化率分别为 45.52%/59.63%/ 82.96%，呈上升趋势，但是证券化率仍处于较低水平。根据发达国家的经验，直接融资比重与资本市场发展程度一般呈同向变动，随着我国资本市场不断深化发展，我国直接融资市场尤其是股权融资市场发展空间巨大，证券行业拥有持续扩张的市场空间。

图 1：主要国家的资产证券化率整体呈上升趋势



资料来源：世界银行，光大证券研究所

### 1.1.2、以北交所扩容为代表，多层次资本市场的建设加快

展望未来，我国将形成股权与债权、场内与场外、现货与期货、公募与私募有机联系、错位发展的多层次现代资本市场体系。围绕构建新发展格局的需要，构建包括股票市场、风险投资、债券市场、期货衍生品市场、场外市场在内的全方位、多层次市场体系。各市场、各板块坚持突出特色、错位发展。坚守科创板定位，支持更多硬科技企业脱颖而出。突出主板的大盘蓝筹定位，创业板广泛服务于自主创新和其他成长型创业企业，新三板服务中小企业的平台作用进一步增强。区域性股权市场对中小企业融资服务的主动性和创造性不断提高。

有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配企业在不同生命周期的融资需求。通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，可以有效扩大资本市场对于中小企业的服务能力。从目前我国资本市场建设层次来看，北京证券交易所是为了进一步满足从 VC/PE 机构到主板上市之间中小企业在公开市场的股权融资需求。从定位看北交所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”。

北交所定位中小企业的主要特征有两个：创新（观测指标：研发支出）和符合重点支持行业（制造业和先进服务业、“专精特新”等）。

## 1.2、全面注册制改革提速，资本市场面临系统性重塑

### ■ 注册制改革的历史回顾与梳理

回顾我国资本市场注册制改革的历史进程，市场见证了**科创板、创业板注册制试点到全面推进的政策**。2013年11月中共中央改革工作会议提出“推进股票发行注册制改革”，首次将注册制的概念写入工作文件。而后，中央经济工作会议多次出现“注册制改革”，这为资本市场制度改革的正式落地奠定基础。

### ■ 注册制：市场化为导向，系统化的改革和工程

**证券发行与上市作为准入制度，是资本市场的重要基础制度。各国资本市场的发行制度一般和市场结构、监管模式、发展阶段高度相关。**注册制之后审核权力让渡市场利于具体压实各部门责任，便于提升上市公司审核的效率。对于一级市场发行制度，中国分为创业板、科创板等，支持不同上市需求企业，建立多层次资本市场满足上市需求。中国注册制改革旨在放宽市场交易限制，提振市场流动性活力。**从监管模式角度来看**，国外成熟资本市场的监管更多体现在信息披露和合规要求审查。我国A股市场在市场交易上监管更加严格，信息披露监管力度仍有提升空间。**从资本市场发展阶段角度来看**，推进注册制符合资本市场市场化演化的路径。

**股票市场基础制度不断完善，注册制改革是一项包含股票发行、交易和退市等各项制度的系统工程。**主要体现在以下几个方面：1) **从发行端来看**，在目前阶段我国注册制改革主要体现为审核权力的转变。2) **从上市标准来看**，设置更加多元的上市条件，更加关注企业的持续经营能力和信息披露情况。3) **从上市公司监管来看**，《上市公司信息披露管理办法》突出强调信息披露的主体责任和重要性。4) **从退市制度来看**，退市标准将更加多元。参考现有标准强制退市分为交易类、财务类、规范类和重大违法类共四类情形。

### ■ 定价机制更加市场化

**注册制全面推进的背景下，市场资源充分博弈后的定价机制、导向、效率进入加速规范阶段。**前期行政干预进行“实质性判定价值”，以规定平均市盈率发行价兜底最后红线，政府导向的定价机制直接造成市场供需严重失衡、价格偏离公司实际运营情况，定价效率较低。以注册制试点市场新股的定价情况作为参考，股票发行初期市场对于原有定价制度存在惯性，新股发行普遍受到投资者追捧。中后期，投资者回归理性，定价机制由价格发现逐步转变为价值发现。

定价区间的波动性和资本市场发展阶段、制度监管能力以及投资者的结构有强相关性。随着我国资本市场市场化程度提升、部门监管能力和效率增强以及机构投资者比例的增加，资本市场的波动性将会有所降低。优胜劣汰的市场机制将优质企业和非优质企业进行定价分层，将有助于降低企业跨层级的行情异动。

### ■ 上市公司监管以信息披露为核心

市场监管重点转变，信息披露为核心的监管制度成为规范资本市场的“压舱石”。注册制下的监管管理机构不再对上市公司发行申请文件进行实质性的审核，转变为信息合规和真实性的核对，这表明监管职能部分放权归位于市场，市场自主投资判断的灵活性大大增强。同时信息披露的质量深度改革成为衡量市场监管效率的重要参考依据，高质量的信息披露促进完全信息市场的建立，纠正市场信息不对称引发的市场主体投资判断失效和违规交易行为。

监管框架的多中心构建有助于服务多层次市场结构,协同主体之间的资源优势规范市场投资行为。注册制改革后上市公司数量扩容,单一的公司监督模式无法满足市场多元化主体建设的需要。监管部门针对不同层级的市场进行分类监管,在上市公司、机构、处罚以及科技四个维度上进行监管转型,同时协同监管中心进行创新监管。此外,以专业知识和紧密参与市场定价为特征的证券服务机构作为连接市场和监管的重要抓手,监管进一步压实相关机构主体的责任,强化证券服务机构内部监督和自律约束,进一步发挥证券机构辅助信息披露监管体系的建立。

### ■ 退市制度更加完善

**退市制度是注册制优胜劣汰市场业态的必要保障,加速市场出清的速度,畅通优质企业的融资通道。**注册制下市场持续扩容,完善的退市制度可以维持市场优质企业的活性,降低失活企业对资本市场秩序的不良影响,市场资金才能进入良性循环,盘活资源、真正为优质企业拓展融资规模,整体上提升上市公司的质量。

**退市新规在标准、程序以及渠道方面进行优化,退市常态化建设成为必然。**借鉴我国创业板、科创板注册制试点以及成熟资本市场的经验,严格的退市制度必须在全面性以及严格性方面进行建设。退市制度建设多元化退市渠道,补充主动退市和强制退市之外的可行的退市途径,同时降低退市标准,进一步降低退市的门槛。从历史维度来看,2001年-2022年期间我国资本市场退市率有两个高点,一个是退市制度出台的初始阶段,初期受政策刺激影响市场反应较为显著;另一个是注册制改革试点阶段,市场退市率随着试点改革进程的推进而大幅度提升。

**美国退市率常年保持在4%以上,与之相比我国市场退市率保持在低位。**2021年美国市场退市率为6.76%,我国市场退市率仅为0.43%。2019-2022年我国注册制试点改革市场效果显著,市场退市率增长明显,但是仍不足1%,与美国相比仍然处于低位。

图 2: 注册制试点后中国上市公司退市率上升明显



资料来源: wind, 光大证券研究所整理 (截至 2022 年 6 月末)  
注: 退市率=当年退市公司数量/当年末上市公司总和 (wind 全 A 口径)

图 3: 近年来美国上市公司退市率维持在 4% 以上



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理  
注: 退市率=当年退市公司数量/当年末上市公司总和 (wind 全 A 口径)

## 1.3、建设中国特色的资本市场和估值体系,新一轮政策红利可期

回顾我国资本市场的历史,每次市场扩容和指数大涨的背后都有资本市场的制度改革和利好政策作为重要的助推器。1999年5月国务院批复“搞活市场六项政策”引发了“519”行情,沪深两市开启了两年的牛市行情。2004年1月

国务院发布“老国九条”，开启股权分置改革后大幅提高了市场流动性，虽然在推出之初并没有出现明显效果，但随着各项政策逐步落地，2006年起股市进入快速上涨通道，开启A股史上最大一轮牛市行情。2014年5月，国务院发布“新国九条”，在“鼓励上市公司建立市值管理制度、鼓励员工持股、健全投资者保护制度、培育私募市场、实行强制退市制度、鼓励市场化并购重组、扩大资本市场开放”等方面提出具体利好举措，是2014-2015年新一轮牛市的重要驱动因素之一。2019年9月9日至10日，在全面深化资本市场改革工作座谈会上，易会满主席提出“深改12条”，标志我国资本市场改革全面进入深水区，主要内容包括发挥科创板试验田作用、提高上市公司质量、补齐多层次资本市场体系短板、狠抓中介机构能力建设、加快高水平开放、引导长期资金入市、化解股票质押风险等。

我们预计在注册制改革和建设中国特色的资本市场的背景下，资本市场的建设将从资金端、资产端和市场端全面推进，证券行业将迎来新的政策时间窗口和发展契机，23年资本市场以及证券行业将迎来新的发展机遇。

表 1: 历史上资本市场主要政策梳理

日期	主题	内容
1999年5月16日	《关于进一步规范和推进证券市场发展的六点意见》	要进一步搞好证券市场的规范整顿，抓紧整治市场违法违规的问题。允许证券公司发行融资债券，也允许向银行借款，用股票进行抵押。扩大证券投资基金的试点。
2004年1月31日	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。建立以市场为主导的品种创新机制。把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。健全资本市场法规体系，加强诚信建设
2014年4月11日	在6家证券公司进行互联网证券业务试点	按照“适度监管、分类监管、协调监管、创新监管”的原则，支持证券经营机构利用互联网等现代技术改造传统业务，统一线上线下业务的监管标准，促进互联网金融的健康发展。
2014年5月26日	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。欺诈发行的上市公司将实行强制退市。稳步开放境外个人直接投资境内资本市场，有序推进境内个人直接投资境外资本市场。
2018年11月1日	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》	新《办法》施行前融入方已参与股票质押式回购交易且任一笔初始交易金额达到500万元的，无论该笔交易是否已了结，新《办法》施行后该融入方每笔初始交易金额不得低于50万元；新《办法》施行前融入方已参与股票质押式回购交易且初始交易金额均低于500万元的，无论交易是否已了结，新《办法》施行后该融入方首笔初始交易金额不得低于500万元。
2019年9月9日-10日	深改12条	要补齐多层次资本市场体系的短板，推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。提升稽查执法效能、提升科技监管的能力、大力推进简政放权等内容。狠抓中介机构能力建设。
2020年11月29日	《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》	多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强。在确保信息系统安全可靠的基础上，加大金融科技领域研究，探索人工智能、大数据、云计算等技术应用，提高金融科技开发和应用水平。鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产，发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，研究推进并购融资，进一步完善、深化资产定价、风险管理和面向客户的综合服务能力。

资料来源：证监会，中国证券业协会，光大证券研究所整理

## 2、基本面：业绩表现仍与二级市场高度相关，但竞争格局分化显著

### 2.1、22年 ROE 较 21 年回落，两融和自营业务快速发展驱动杠杆率提升

22 年证券行业 ROE 较 21 年回落。根据中国证券业协会数据，行业 ROE 由 2018 年的 3.56% 上升至 2021 年的 7.84%，连续三年回升。经我们测算 22 年上市券商年化 ROE 下滑至 6.19%（根据上半年行业数据测算）。我们认为券商的 ROE 有望从历史高度波动逐步趋稳，主要原因有：

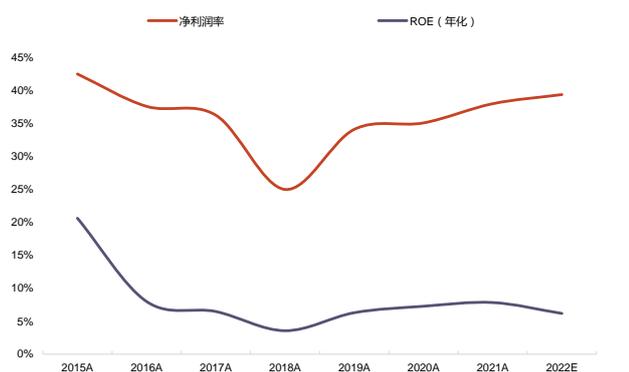
1、资本市场改革推进叠加权益市场重要性提升，券商作为最直接的受益者，业务整体呈现“以量补价”的特点。经纪、投行和资管等传统业务量快速增长，并且经纪业务交易手续费、债券承销费、资管业务托管费等虽然受到市场竞争或者监管的影响近年来连续下滑，但随着市场格局的稳固下降幅度略有缓和。

2、业务创新叠加收入结构趋稳，有助于券商平滑业绩波动。证券行业主要收入来源经纪业务收入占比从 2015 年前的 40% 以上下降至 22 年上半年的 28%，自营、资本中介和投行业务等在总收入中的占比均有不同程度提升。此外，证券行业自营业务的方向化以及衍生品业务的发展等，都有助于券商平滑业绩波动。

3、客需业务驱动行业杠杆倍数提升，且仍有上升空间。受两融业务和自营业务快速扩张的影响，行业杠杆倍数稳步提升，由 16 年的 2.65 倍提升至 22 年上半年的 3.4 倍左右，目前行业杠杆倍数离监管 6-7 倍的上限仍有一定距离。

将 ROE 进行拆分后，行业的 22 年上半年净利润率 39.4%，参照历史行业净利润率在 35%-42% 之间，证券行业作为资本密集和人力成本为主的行业，净利润率短期提升空间有限。而杠杆倍数的提升仍有较大空间，并且新一轮杠杆的提升主要由于客需业务驱动，除了传统的融资、股质等业务，主要在于衍生品创新业务的发展等。

图 4：预计 22 年证券行业 ROE 下滑



资料来源：wind，光大证券研究所，2022 年 ROE 预测为 2022 上半年 ROE 年化数据，2022 年预测净利润率为上半年行业实际净利润率。

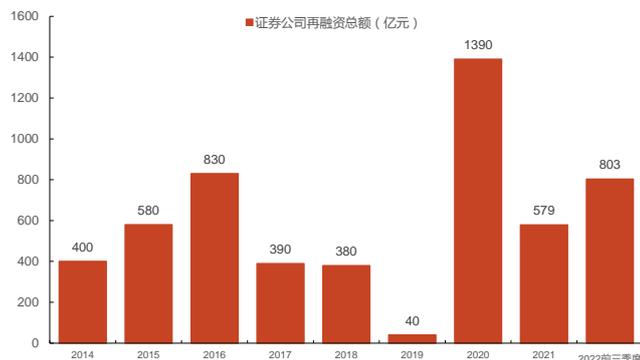
图 5：22 年上半年证券行业杠杆倍数提升



资料来源：wind，光大证券研究所

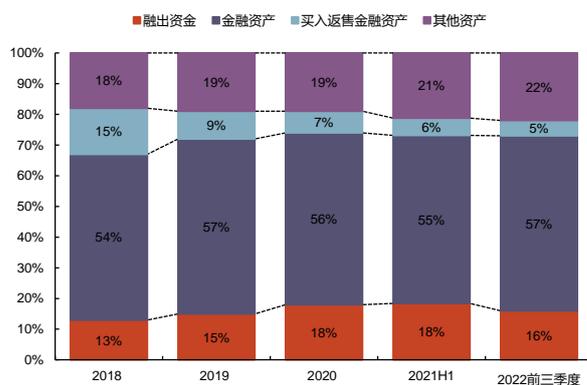
资产负债表扩张对利润的贡献度上升，资本中介、证券投资和衍生品等重资产业务规模增长显著。2020 年至今上市券商累计股权再融资 2700 余亿，与 2013 至 2019 年 6 年总和基本持平，快速的资本融资为资产扩张提供支撑。由此带动重资产业务在券商业务中的占比不断提升，资产端金融资产占总资产比例从 2018 年的 54% 提升至 2022 年前三季度的 57%。

图 6：2020 年后证券公司股权再融资规模扩大



资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：券商再融资以重资产业务为主



资料来源：wind，光大证券研究所

## 2.2、业绩概述：22 年前 3 季度受市场冲击业绩下滑

**22 年前 3 季度业绩下滑。**2022 年前 3 季度上市券商（40 家）归母净利润合计 1017.50 亿元，同比下降 30.46%；营业收入合计 3696.03 亿元，同比下降 21.01%。22 年前 3 季度上市券商业绩下滑主要受自营收入大幅下滑、经纪业务收入、资管业务收入同比下降的影响，体现了券商的业绩与资本市场表现高度相关。

表 2：22 年前 3 季度上市券商业绩表现（单位：亿元）

上市券商	净利润 (2022Q1-3)	同比	营业收入 (2022Q1-3)	同比	上市券商	净利润 (2022Q1-3)	同比	营业收入 (2022Q1-3)	同比
中信证券	165.68	-6.11%	498.21	-13.82%	中银证券	7.66	-18.76%	22.55	-14.26%
华泰证券	78.21	-29.21%	236.18	-12.22%	浙商证券	11.56	-27.20%	115.84	-4.09%
海通证券	60.75	-48.63%	189.38	-45.64%	华安证券	9.57	-1.12%	24.01	6.12%
广发证券	52.34	-39.42%	175.15	-34.82%	东兴证券	5.47	-53.65%	28.03	-26.71%
申万宏源	42.79	-42.25%	180.57	-27.46%	国海证券	3.01	-61.36%	28.02	-28.88%
中信建投	64.37	-11.32%	227.03	10.15%	国元证券	11.60	-12.55%	38.64	4.20%
国泰君安	84.28	-16.24%	267.15	-16.27%	兴业证券	17.81	-49.46%	72.21	-47.99%
招商证券	62.80	-26.12%	152.98	-29.77%	西部证券	4.97	-49.78%	43.65	-8.92%
中国银河	64.40	-12.97%	272.78	4.50%	第一创业	3.41	-45.53%	19.12	-20.90%
国信证券	47.62	-38.95%	133.04	-21.72%	南京证券	5.36	-39.35%	15.30	-27.47%
光大证券	34.06	4.57%	89.23	-27.48%	山西证券	3.77	-38.83%	30.40	4.99%
东方证券	20.02	-53.66%	120.26	-36.17%	西南证券	2.27	-74.93%	11.95	-53.36%
红塔证券	0.25	-97.60%	6.87	-87.47%	财通证券	10.79	-32.30%	35.45	-23.07%
国金证券	8.23	-46.52%	40.74	-17.18%	华林证券	4.37	-9.12%	10.27	-3.45%
长江证券	9.56	-56.54%	41.12	-38.15%	太平洋	-0.64	-118.74%	10.01	-21.59%
方正证券	19.41	0.64%	59.05	-8.57%	天风证券	0.52	-91.83%	18.27	-37.39%
华西证券	3.60	-74.80%	25.36	-36.06%	中原证券	1.02	-79.40%	14.48	-58.33%
东吴证券	12.36	-35.15%	87.18	36.40%	国联证券	6.44	-2.03%	20.55	0.04%

长城证券	5.67	-58.14%	27.19	-53.77%	中泰证券	9.28	-63.52%	74.17	-17.62%
东北证券	2.75	-77.34%	39.67	-21.90%	中金公司	60.12	-19.34%	193.93	-10.57%
总计	1,017.50	-30.46%	3,696.03	-21.01%					

资料来源: wind,光大证券研究所

**行业资产规模稳步提升。**根据中国证券业协会数据,2022年上半年140家证券公司总资产突破11.2万亿,净资产为2.7万亿,同比增速分别为15.2%和12.1%。从上市券商角度来看,2022年3季度净资产合计22584亿元,同比增长10.79%;总资产合计109385亿元,同比增长6.59%。

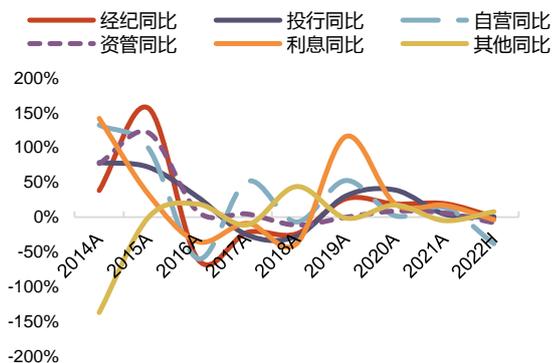
表3: 22年前3季度上市券商资产和净资产情况(单位:亿元)

上市券商	净资产 (2022Q1-3)	同比	总资产 (2022Q1-3)	同比	上市券商	净资产 (2022Q1-3)	同比	总资产 (2022Q1-3)	同比
中信证券	2,487.94	22.03%	13,352.53	10.14%	华西证券	222.67	-0.82%	898.15	8.63%
国泰君安	1,546.66	7.60%	8,253.21	9.53%	西南证券	250.26	-0.92%	827.43	-32.51%
海通证券	1,642.40	1.33%	7,420.28	44.05%	国海证券	186.60	0.53%	811.98	-1.09%
华泰证券	1,585.15	13.83%	8,618.43	11.78%	西部证券	270.87	1.57%	958.77	-3.28%
广发证券	1,181.14	13.46%	5,902.57	3.49%	天风证券	249.48	-4.52%	954.37	33.43%
招商证券	1,136.28	3.65%	5,825.61	-5.10%	长城证券	272.32	42.10%	932.13	18.95%
申万宏源	969.13	-1.67%	6,171.69	41.34%	东北证券	180.87	2.47%	838.05	-7.67%
中国银河	1,031.50	7.29%	6,223.24	17.60%	浙商证券	256.36	10.34%	1,320.09	110.51%
中信建投	929.48	20.99%	4,699.42	29.24%	中银证券	163.68	4.34%	657.36	-26.99%
国信证券	1,055.99	11.68%	3,869.28	54.56%	华安证券	199.23	4.68%	716.40	194.15%
东方证券	773.03	22.23%	3,666.20	146.87%	红塔证券	228.76	0.46%	477.34	-26.24%
光大证券	643.14	11.63%	2,500.02	-22.89%	山西证券	172.48	0.90%	911.51	-3.39%
方正证券	429.40	3.72%	1,714.76	102.44%	南京证券	166.40	1.94%	509.71	27.23%
兴业证券	532.71	33.30%	2,536.07	55.05%	太平洋	96.30	-3.00%	158.60	-97.50%
长江证券	309.03	1.40%	1,681.79	53.48%	中原证券	137.46	-0.25%	480.83	-7.96%
东吴证券	377.00	31.20%	1,232.46	68.95%	第一创业	145.69	1.66%	468.32	-29.21%
国元证券	329.79	3.07%	1,338.81	144.24%	华林证券	62.49	-0.25%	293.33	-85.27%
财通证券	325.99	36.88%	1,102.70	421.46%	国联证券	166.82	3.91%	688.07	-37.53%
国金证券	307.72	30.09%	913.86	-57.55%	中金公司	940.28	15.63%	6,474.13	-21.72%
东兴证券	265.00	21.17%	941.14	104.83%	中泰证券	356.57	1.45%	2,044.85	81.77%
总计	22,584.03	10.79%	109,385.45	6.59%					

资料来源: wind,光大证券研究所

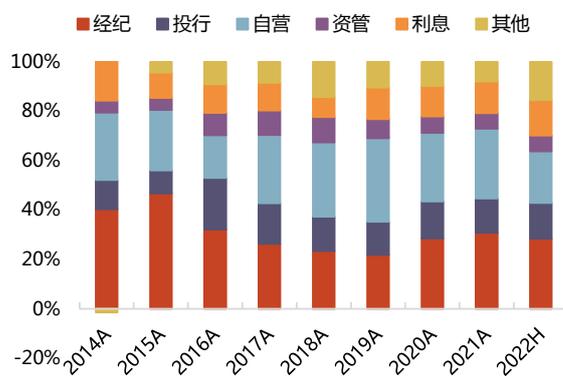
**自营和经纪仍是证券行业前两大收入来源。**根据中国证券业协会数据,22年上半年证券行业经纪业务收入、自营业务收入、投行业务收入和资管收入分别为583亿、430亿、299亿、133亿。2022年上半年经纪和自营收入占比分别为28%和21%,合计占比49%,是证券行业收入的前两大来源。

图 8：证券行业各类业务营收同比增速



资料来源: wind,光大证券研究所

图 9：证券行业收入结构保持均衡



资料来源: wind,光大证券研究所

## 2.3、财富管理业务：代销金融产品为基础，构建财富管理生态圈

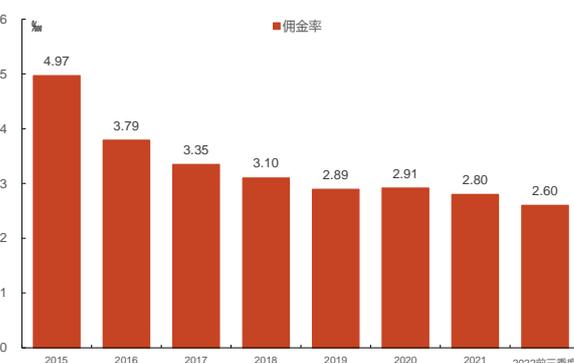
根据中国证券业协会数据,2022 年前 3 季度日均股基交易额同比下滑 6.7% 至 10427 亿元。受市场情绪影响,上市券商经纪业务收入合计 864.95 亿元,同比下降 16.42%。展望 23 年,我们认为市场情绪边际转好,预计成交将小幅上升,但佣金率受制于竞争加剧仍将继续承压。

图 10：22 年前三季度日均股基交易额同比小幅下降



资料来源: wind,光大证券研究所

图 11：22 年前三季度经纪业务佣金率下滑



资料来源: wind,光大证券研究所

头部券商市占率基本不变,内部排名变化不大。22 年前三季度前 20 家上市券商经纪业务收入 743 亿,占全部上市券商的 86%,与 22 年年初基本持平。其中中信、国君、华泰证券排名三甲,中信证券经纪业务收入达 87.91 亿,显著领先同业。

表 4：22 年前三季度上市券商经纪业务表现 (单位: 亿元)

上市券商	2022 前三季度	同比	上市券商	2022 前三季度	同比
中信证券	87.91	-19.19%	东北证券	8.33	-14.94%
国泰君安	58.50	-17.61%	长城证券	7.10	-20.11%

中国银河	49.49	-25.97%	东兴证券	6.02	-22.20%
招商证券	49.69	-17.22%	西部证券	7.66	-16.02%
广发证券	49.54	-17.56%	国元证券	7.62	-12.02%
国信证券	39.71	-26.08%	华安证券	7.80	-9.77%
华泰证券	53.31	-10.60%	中银证券	7.13	-16.62%
申万宏源	40.67	-15.45%	天风证券	7.63	2.80%
海通证券	36.30	-17.61%	中原证券	4.91	-24.42%
中信建投	45.74	-0.06%	西南证券	5.32	-12.48%
方正证券	27.37	-23.29%	国海证券	6.62	26.63%
光大证券	26.21	-21.78%	山西证券	4.60	-16.23%
长江证券	24.57	-17.02%	南京证券	3.79	-32.08%
兴业证券	21.68	-19.44%	太平洋	2.96	-20.92%
东方证券	23.14	-11.59%	华林证券	4.17	-6.79%
华西证券	13.88	-15.34%	第一创业	2.95	-16.99%
国金证券	12.47	-13.42%	红塔证券	1.62	-17.52%
东吴证券	13.92	-9.82%	国联证券	4.14	-8.47%
浙商证券	14.58	-7.30%	中泰证券	29.52	-7.42%
财通证券	9.12	-8.81%	中金公司	37.28	-17.48%
总计	864.95	-16.42%			

资料来源: wind,光大证券研究所

受益于中高风险偏好客群的传统优势,券商权益类(股票+混合)基金产品代销业务增势良好。截至2022年三季度末,前100家基金销售机构中,银行、券商、第三方代销机构数量分别为27家、53家、20家,权益基金保有规模分别为30686亿元/11680亿元/14704亿元。银行、券商、第三方代销机构市占率分别为53.8%/20.5%/25.8%,环比二季度市占率变化为-1.0pct/+1pct/+0.1pct。22年受资本市场波动影响,部分券商加大了固定收益类稳健型产品销售,积极调整财富业务布局。展望23年,我们认为代销金融产品对于券商的财富管理转型具有重要的战略性布局意义,在加快推动财富管理转型养老金融的背景下,券商代销金融产品的收入占比将进一步提升。

表5: 22年三季度金融机构代销情况一览表

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模(亿元)	环比	非货币市场公募基金保有规模(亿元)	环比
1	招商银行股份有限公司	6291	-11.33%	8081	-6.00%
2	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	5673	-12.72%	12832	-3.29%
3	上海天天基金销售有限公司	4551	-10.38%	6274	-6.29%
4	中国工商银行股份有限公司	4501	-11.22%	5173	-8.59%
5	中国建设银行股份有限公司	3572	-8.85%	4162	-7.26%
6	中国银行股份有限公司	2692	-12.68%	4381	-7.26%
7	交通银行股份有限公司	2212	-11.59%	2588	-7.57%
8	中国农业银行股份有限公司	1806	-14.37%	1962	-11.18%
9	中国民生银行股份有限公司	1260	-12.74%	1329	-11.75%
10	兴业银行股份有限公司	1213	-7.48%	1856	12.76%
11	上海浦东发展银行股份有限公司	1197	-18.52%	1311	-14.87%

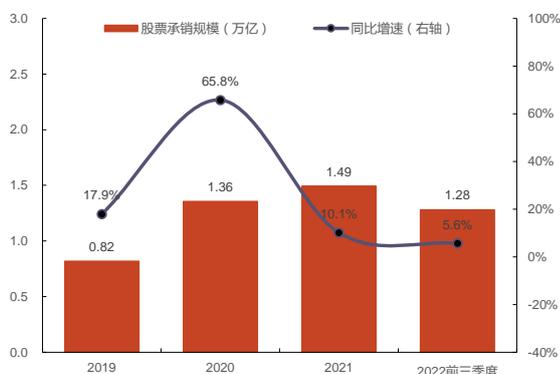
12	华泰证券股份有限公司	1190	-6.00%	1353	-3.84%
13	中信证券股份有限公司	1075	-14.00%	1325	-9.37%
14	平安银行股份有限公司	984	-12.14%	1430	0.78%
15	中信银行股份有限公司	954	-14.36%	1268	2.01%
16	腾安基金销售(深圳)有限公司	886	-3.28%	2247	6.90%
17	中国邮政储蓄银行股份有限公司	808	-12.17%	1071	-10.53%
18	广发证券股份有限公司	767	-5.77%	979	-1.11%
19	中国光大银行股份有限公司	693	-12.94%	790	-11.43%
20	中信建投证券股份有限公司	671	-4.96%	744	-2.62%

资料来源: wind,光大证券研究所

## 2.4、投行业务：全面推行注册制，围绕投行业务提升综合收入

截至 2022 年 11 月末，证券公司股权融资方面，募集资金合计 1.5 万亿元，其中 IPO 主承销金额为 5424 亿元，再融资主承销金额为 9591 亿元。22 年前 3 季度，上市券商投行业务收入合计 427.52 亿元，同比增加 5.27%，投行业务作为券商的传统业务，体现出了较强的稳定性和发展韧性。从上市券商来看，投行业务向“头部”集中的趋势愈发明显，主要由于头部券商在投行业务方面拥有科创板跟投优势、专业化定价以及国际化优势。展望未来，全面注册制的推广有助于投行业务实现发行数量和发行质量的双重提升，预计 23 年股票承销业务将进一步提升，债券承销业务将进入稳定的增长阶段。

图 12：股票承销规模及同比增速



资料来源: wind,光大证券研究所

图 13：公司信用类债券承销规模及同比增速



资料来源: wind,光大证券研究所

**“投行+”的内涵不断丰富。**投行业务是券商优质资产的核心流量入口，我们认为以投行业务为切入点，综合拓展资本市场业务是投行业务的重要发展方向：一是与投资业务的联动，具体包括子公司的战略跟投、第三方资管产品的设计等；二是上市公司的董监高作为高净值客户储备，券商可为其提供财富管理服务。

**科创板试点注册制的落地，给券商发展直投等重资产业务提供新契机。**科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。“投行+投资”是非常好的商业模式，可以提前切

入项目周期，从前端开始扩大储备项目，解决投行太早期介入“不划算”，太晚介入“抢不到”的矛盾。同时也能为企业提供全生命周期的服务，扩展了服务半径。

表 6：22 年前 3 季度上市券商投行业务收入（单位：亿元）

上市券商	2022 前三季度	同比	上市券商	2022 前三季度	同比
中信证券	62.71	11.11%	长江证券	4.17	-34.44%
中信建投	45.66	31.62%	财通证券	3.39	-25.36%
海通证券	37.57	8.76%	南京证券	1.90	-9.90%
光大证券	10.26	-29.51%	国海证券	1.28	-45.02%
国泰君安	30.73	28.61%	东北证券	1.07	-60.35%
国金证券	13.79	32.40%	长城证券	3.80	-11.79%
华泰证券	29.05	9.39%	第一创业	1.88	2.68%
广发证券	4.42	28.56%	华西证券	1.72	-53.27%
招商证券	10.90	-13.48%	山西证券	2.72	-13.11%
国信证券	13.52	0.23%	中银证券	0.72	-57.25%
兴业证券	7.43	-24.36%	西南证券	1.51	-28.55%
东方证券	13.72	13.80%	华林证券	0.93	-54.65%
天风证券	7.39	3.65%	太平洋	0.69	-49.81%
申万宏源	13.84	18.67%	华安证券	1.19	5.04%
方正证券	3.37	8.38%	国元证券	6.32	82.23%
浙商证券	5.21	-39.34%	中原证券	1.86	-54.74%
东兴证券	8.64	19.03%	红塔证券	0.52	-20.83%
东吴证券	8.44	21.03%	国联证券	4.24	35.55%
中国银河	5.14	23.96%	中泰证券	7.46	-27.51%
西部证券	1.79	-25.97%	中金公司	46.57	12.66%
总计	427.52	5.27%			

资料来源：wind,光大证券研究所

## 2.5、资管业务：监管影响趋缓，机构化优势显著

2022 年前 3 季度上市券商资管业务收入合计 335.75 亿元，同比降低 3.93%。资管业务快速发展的券商资管公司主要包括以机构业务客户为主的中信资管、广发资管以及资管公募化产品发展迅速的东方证券资管。而受去通道化的监管政策影响仍有部分券商资管收入同比下降，我们认为券商资管的格局分化将更加明显。

表 7：22 年前 3 季度上市券商资管业务表现（单位：亿元）

上市券商	2022 前三季度	同比	上市券商	2022 前三季度	同比
中信证券	80.83	-5.78%	国信证券	2.30	26.35%
广发证券	66.78	-9.16%	兴业证券	1.08	-40.87%
东方证券	20.54	-26.31%	中泰证券	4.14	14.65%
海通证券	16.88	-31.48%	国海证券	1.38	-16.17%
华泰证券	25.97	11.21%	东北证券	2.80	90.54%
国泰君安	9.36	-34.45%	山西证券	1.19	-10.92%

中金公司	10.51	10.55%	东兴证券	1.53	49.74%
财通证券	10.55	11.35%	东吴证券	1.76	63.08%
申万宏源	9.72	3.67%	红塔证券	0.37	-61.21%
招商证券	6.31	-15.21%	长城证券	0.56	-21.45%
中信建投	7.31	1.66%	国金证券	1.05	29.87%
第一创业	7.43	12.21%	国元证券	0.70	-4.33%
光大证券	12.24	81.17%	国联证券	1.33	62.97%
中银证券	5.66	-1.94%	华西证券	0.86	38.48%
天风证券	8.49	75.98%	太平洋	0.93	33.77%
中国银河	3.48	-11.40%	中原证券	0.34	23.12%
华安证券	3.46	23.17%	华林证券	0.28	33.80%
浙商证券	3.35	35.19%	西南证券	0.14	-21.54%
长江证券	1.51	-19.32%	南京证券	0.24	39.86%
方正证券	1.97	7.14%	西部证券	0.41	163.68%
总计	335.75	-3.93%			

资料来源: wind,光大证券研究所

资管业务集中度上升态势明显, 22 年前三季度 CR5/CR10 收入占比分别为 62.8%/78.4%, 较 2018 年提升 9.2/5.9 个百分点。券商资管业务发展较好的中信、中金等券商, 机构客户客群优势明显。中金资管抓住银行委外和理财子公司的发展机会, 有效推动规模增长。头部券商提供更加丰富的“固收+”和权益资产配置组合, 能够为机构客户提供更稳健、更多元的选择。

图 14: 资管业务收入集中度提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 2.6、 自营业务: 规模持续提升, 业绩波动性加大

从上市券商来看, 2022 年前 3 季度自营业务净收入合计 590.89 亿元, 同比下降 52.19%。随着近几年国债期货做市、外汇业务、信用违约互换、商品及衍生品等业务不断对券商开放资格, 券商在不断扩大 FICC 版图的过程中, 形成了以销售服务为基础的撮合型资金类中介业务。中介业务资金和资本消耗较低, 也降低了自营风险敞口。

**自营业务去方向化, 将降低市场波动风险。**与美国证券行业“交易和投资收益”中大部分来自于做市交易带来的价差收入, 且通过对冲锁定风险, 风险和波

动性相对较低不同，我国证券行业的自营风险敞口相对较大，虽然固收类投资占比约在八成，但各品种投资收益率波动均较大。自营业务给券商业绩带来较大的不确定性。预计后续整个行业，通过对冲手段控制风险敞口、拓展低风险资金使用渠道是重要趋势。

表 8：22 年前 3 季度上市券商自营业务表现（单位：亿元）

上市券商	自营业务收益率 (22 年前三季度)	自营收入 (22 年前三季度)	同比	自营规模 (22 年前三季度)	上市券商	自营业务收益率 (22 年前三季度)	自营收入 (22 年前三季度)	同比	自营规模 (22 年前三季度)
中信证券	2.08%	124.08	-19.45%	5,818	长江证券	-1.46%	-11.46	-202.32%	802
中信建投	1.99%	43.15	-22.41%	2,242	财通证券	0.03%	0.15	-98.19%	549
华泰证券	1.03%	44.40	-54.00%	4,306	浙商证券	1.59%	6.68	-54.77%	444
海通证券	0.05%	1.31	-98.77%	2,597	东吴证券	1.08%	6.58	-62.88%	591
国泰君安	1.16%	43.56	-52.99%	3,749	东兴证券	-0.48%	-2.46	-144.60%	515
招商证券	1.49%	45.66	-37.90%	3,034	国金证券	0.30%	0.88	-93.26%	316
申万宏源	1.64%	52.56	-27.68%	3,254	西部证券	1.93%	11.78	-9.95%	615
广发证券	-0.02%	-0.48	-100.94%	2,979	华西证券	-0.34%	-1.07	-111.12%	302
中国银河	1.51%	48.69	-1.26%	3,370	国元证券	-0.52%	-3.60	-151.09%	706
国信证券	1.66%	37.40	-40.44%	2,261	华安证券	1.52%	5.30	1.64%	353
红塔证券	0.21%	0.66	-96.05%	278	西南证券	-0.26%	-1.11	-109.74%	432
东方证券	0.85%	14.16	-38.42%	1,704	第一创业	0.95%	1.89	-76.57%	207
方正证券	1.44%	10.60	97.42%	727	国海证券	0.55%	2.04	-86.09%	364
中银证券	1.22%	1.88	-15.10%	152	太平洋	6.58%	3.71	-37.17%	52
光大证券	0.97%	10.31	100.19%	1,101	山西证券	2.38%	9.56	-18.70%	433
南京证券	0.88%	2.35	-51.24%	266	东北证券	0.69%	2.37	-83.07%	353
兴业证券	-0.72%	-6.96	-136.41%	965	中原证券	1.76%	4.24	-47.18%	219
华林证券	0.75%	1.17	373.54%	153	国联证券	2.17%	9.31	-5.44%	398
长城证券	-0.20%	-0.87	-107.77%	416	中泰证券	-0.33%	-2.64	-116.32%	769
天风证券	0.93%	3.78	-69.44%	418	中金公司	2.13%	71.33	-38.36%	3,254
总计	1.15%	590.89	-52.19%	51,461					

资料来源：wind,光大证券研究所

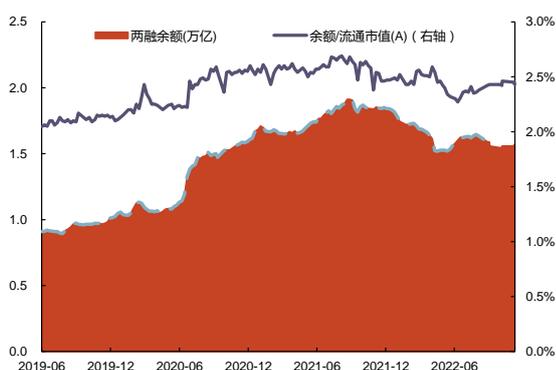
证券行业自营规模的提升还有一部分原因在于代客交易业务的兴起，比如场外期权和收益互换等业务。场外业务“回归本源”，将自营业务转移为对客投资服务，为机构客户发挥组织交易的作用，实现将自有资金转为中介资金，融入到资本市场资源配置运作中。场外业务具有专业性、全面性和排他性的特点，是头部券商重点发力方向。2022 年随着权益市场结构性牛市和监管新规鼓励创新，收益权互换、场外期权和内嵌期权的凭证等场外衍生品交易业务迎来快速发展期。证券行业不断丰富产品结构、创新业务模式，定制化、灵活性、杠杆性极大满足了市场机构客户的投资需求，满足机构客户投资的同时带动其他业务机构化，产生“场外+财富管理业务”、“场外+融资融券业务”、“场外+国际业务”等多方面“场外+”协同效应。

## 2.7、信用中介业务：扩两融、压股质，信用风险出清

2022年(截至10月末)A股市场融资余额1.56万亿元,较年初下滑14.9%;股票质押参考市值3.2万亿,较年初下滑24.3%。融资融券规模的下降造成部分证券公司利息净收入的小幅下降。**受益于资本市场的发展,我们预计证券行业两融业务将持续扩张,融券业务马太效应明显。**沪深交易量和流通市值是影响两融最为重要和基础的因素,两融规模和市场行情有很强的相关性,同时两融标的扩容和相关政策的放松也对两融市场有提振作用。融券业务方面龙头聚集效应明显,前五大券商占据了大多数市场份额。

在资管新规影响银行资金回流、股票质押新规趋严、项目检查严格等因素影响下,股票质押市场方面仍然延续近两年的收缩态势。**预计后续伴随注册制的推进,直接融资渠道更加通畅,但疫情影响下经济下行压力较大、市场对股票质押风险仍然谨慎、股票质押项目标准提高等因素影响,我们认为23年股票质押规模仍有可能继续下降。**同时券商信用减值计提规模大幅下降,股票质押风险持续缓释。自2018年行业股票质押风险爆发以来行业整体减值损失居高不下,今年信用减值计提规模大幅减少,存量风险逐步得到化解。随着股票质押业务规模收缩,预计上市券商的资产质量将进一步改善。

图 15: 两融余额占 A 股流通市值比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截至 22 年 10 月)

图 16: 股票质押参考市值及占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截至 22 年 10 月)

## 3、投资建议：转型关键期，从交易价值向配置价值的转变

### 3.1、估值位于历史底部区域，长期看有回升空间

分析 2015 年以来的数据, A 股上市券商 PB (LF) 算术平均估值在 1.96X 左右, 目前处于历史低位。截止到 12 月 15 日行业 PB (LF) 估值 1.3X, 处于历史底部区域。20 年四季度开始证券板块连续调整, 目前估值已经反映了部分市场悲观预期, 存在一定修复需求。从上市公司层面看, 部分头部券商的 PB (LF) 估值回落到 1 倍左右, 有更大的估值修复空间。

短期看主动型基金持续减持券商股与部分券商的再融资是行业估值回落的主要原因。但从长期来看, 一方面直接融资规模和权益市场将保持上升趋势, 带动券商相关收入提升; 另一方面各大券商积极布局其财富管理业务, 券商财管业务的转型有望带动行业 ROE 上升。因此, 总体上看当前证券行业估值下跌是由于行业转型及各方面短期因素叠加的结果, 长期上来看估值有较大回升空间。

图 17：证券行业 PB (LF) 估值位于底部区域



资料来源：wind,光大证券研究所整理，注：截止至 2022 年 12 月 15 日

### 3.2、 资本市场改革加速，全面注册制是重要主线

在经济转型和改革期资本市场可以发挥更重要的作用，我国在新经济动能的驱动下，资本市场体量和活跃度持续提升，以北交所快速落地为代表，权益市场扩容与多层次资本市场建设将成为未来几年重要的趋势性变化，预计我国证券化率将持续提升。

注册制的市场是一个更加自由、更加包容的市场，参考海外发达国家资本市场，注册制的长期影响在于市场扩容的同时上市公司的质量分化较为严重，由此衍生出资本市场流动性的分化。反观我国资本市场，由于注册制下新股发行和定价更加市场化，打新询价更加灵活，我们预计全面注册制后，市场化询价机制将发行的定价权交给市场，“破发”比例有可能提升。从二级市场的角度看，注册制的实行势必伴随着权益市场的扩容，上市公司的质量更加重要。参考海外发达国家资本市场情况，我们认为二级市场的流动性将进一步分化，资金向“核心资产”、“热门赛道”集中的趋势将更加明显。

### 3.3、 投资建议：短期受市场冲击，长期有配置性价比

虽然券商近年来业务收入愈发多元、创新业务占比提升，但业务对市场量价的依赖度依旧很高，因此仍然呈现高  $\beta$  属性。从券商的历史市场表现来看，券商大多在牛市或反弹市的初期获取超额收益。

我们认为证券行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，虽然短期受市场冲击业绩下滑，但全年来看证券行业仍有望实现超额收益，维持证券行业“增持”评级。从公司层面来看，“分化”是行业演绎的关键词，在“分化”过程中头部券商和部分有差异化竞争力的券商将有望获得超额收益。建议关注主线：1) 受益于市场份额提升的龙头券商，其业务壁垒进一步加强，盈利确定性更高。2) 赛道空间广阔且可以贡献超额收益的财富管理业务，有望打开证券行业估值上限。综合而言我们推荐中信证券 (A+H)、华泰证券 (A+H)、广发证券和东方财富。

表 9：主要上市公司盈利预测及评级一览表

证券代码	证券公司	收盘价 (元/港币)	EPS (21A)	EPS(22E)	EPS(23E)	EPS(24E)	P/E (21A)	P/E (22E)	P/E (23E)	P/E (24E)	评级	评级变动
600030.SH	中信证券	20.41	1.79	1.71	1.96	2.27	11.40	11.94	10.41	8.99	增持	维持
300059.SH	东方财富	19.60	0.83	0.69	0.87	1.05	23.61	28.41	22.53	18.67	买入	维持
601688.SH	华泰证券	13.08	1.47	1.24	1.40	1.55	8.90	10.55	9.34	8.44	增持	维持
000776.SZ	广发证券	15.82	1.42	1.02	1.26	1.52	11.14	15.51	12.56	10.41	增持	维持
6030.HK	中信证券(H)	15.76	1.79	1.71	1.96	2.27	7.89	8.26	7.20	6.22	买入	维持
6886.HK	HTSC(H)	9.05	1.47	1.24	1.40	1.55	5.52	6.54	5.79	5.23	买入	维持

资料来源：wind,光大证券研究所预测，注：股价时间为 2022 年 12 月 16 日，表中 EPS 及 A 股股价单位为人民币元，港股股价单位为港元，港币兑人民币汇率为 1 港币=0.8959 人民币。

## 4、风险提示

1. 资本市场改革推进较预期滞后。注册制等资本市场改革是项系统工程，需要不断地验证与实践，虽然改革整体利好券商发展，但改革进度和节奏可能低于预期。
2. 金融市场的信用风险。若发生部分行业、部分地区的信用风险，可能造成金融市场动荡，证券公司作为金融市场的重要参与者，风险暴露可能加剧。
3. 二级市场大幅调整风险。证券公司业绩与股市表现息息相关，若二级市场出现大幅调整，会影响证券公司股价表现。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**  
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE