行业深度

证券 II

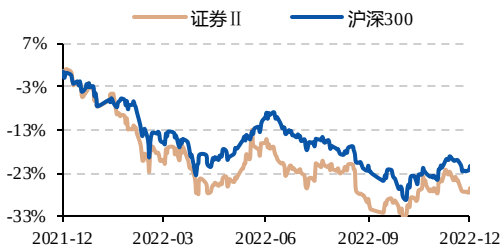
权益类市场转暖回升下，行业业绩、估值修复可期

2022 年 12 月 27 日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券 II	-0.01	4.66	-26.08
沪深 300	2.97	1.33	-21.00

刘敏 分析师

执业证书编号:S0530520010001

liumin83@hnchasing.com

相关报告

1 证券行业 2022 年 12 月月报：资本市场改革持续推进，宏观环境边际向好 2022-12-05

2 证券行业 2022 年 11 月月报：市场化改革步伐加快利好券商板块 2022-11-03

3 证券行业 2022 年三季报点评：经纪、自营业务拖累，上市券商前三季度业绩承压 2022-11-01

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	BPS（元）	PB（倍）	BPS（元）	PB（倍）	BPS（元）	PB（倍）	
中信证券	14.11	1.43	16.89	1.19	18.89	1.07	增持
东方财富	3.33	5.84	4.90	3.97	5.56	3.50	买入
中信建投	10.29	2.35	11.25	2.15	12.93	1.87	增持
东方证券	7.55	1.19	9.14	0.98	9.68	0.93	买入

资料来源：wind，财信证券

投资要点：

- **市场及经营情况回顾：**今年券商板块行情整体低迷，截至 2022 年 12 月 23 日，申万证券行业指数累计跌幅 28%，申万证券行业指数涨跌幅在 31 个申万行业指数中位于第 28 位，跑输沪深 300 指数 5.49 个百分点，跑输上证综指 11.68 个百分点。业绩情况来看，券商业绩承压。

- **行业展望：**随着疫情和房地产等制约因素逐步缓解，国内政策围绕稳经济重点布局，国内需求有望得到释放，预计 2023 年国内经济有望企稳回升，企业盈利能力有望逐步恢复，市场环境有望边际好转，同时外围流动性制约因素也有望逐步弱化，国内流动性有望保持合理充裕，我们预计 2023 年权益类市场有望逐步回暖。2023 年资本市场改革包括股票发行注册制改革预计将稳步推进，资本市场投资端改革步伐预计将进一步加快。而注册制改革对证券公司影响深远，股票发行步入常态化，注册审核周期缩短、发行效率提升；注册制下对于证券公司的专业定价能力要求越来越高，同时，不合理的定价加大跟投亏损的程度与可能性；注册制下证券公司的执业质量成为其核心竞争力之一；投行业务的本质由单一的承销保荐演变成为企业提供全生命周期服务。

- **盈利预测：**在保守、中性、乐观情景下，预计 2023 年证券行业营业收入及增速分别为 4238 亿元（0.03%）、4858 亿元（+14.65%）、5344 亿元（+26.12%），净利润及增速分别为 1610 亿元（+0.03%）、1846 亿元（+14.65%）、2031 亿元（+26.12%）。

- **投资观点：**一方面，市场情绪提振下券商估值有望提升，另一方面，券商业绩的改善有望推动股价的回升。投资主线上，我们建议关注优质头部券商、大财富管理方向、以及投行业务特色的券商三条主线。重点关注股票中信证券（600030.SH）、东方财富（300059.SZ）、中信建投（601066.SH）、东方证券（600958.SH），详见报告正文。

- **风险提示：宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷；二级市场大幅波动；信用违约风险；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革低于预期。**

内容目录

1 市场及经营情况回顾 4
1.1 行情萎靡不振，4月、10月底分别两次探底 4
1.2 自营、经纪大幅下滑，2022年业绩承压 5
1.3 估值处于历史底部区间 7
2 2023年行业展望 7
2.1 权益类市场有望企稳回升 7
2.2 资本市场改革有望继续深化 8
2.3 注册制改革对证券公司影响深远 10
3 2023年证券行业盈利预测 14
3.1 经纪业务 14
3.2 投行业务 14
3.3 资管业务 15
3.4 自营业务 16
3.5 资本中介业务 17
3.6 2023年行业盈利预测 17
4 2023年投资主线及选股建议 19
4.1 投资主线 19
4.2 重点股票推荐 20
4.2.1 中信证券（600030.SH）：业绩增长稳健，行业龙头地位稳固 20
4.2.2 东方财富（300059.SZ）：流量持续变现，经纪业务规模效应优势突出 21
4.2.3 中信建投（601066.SH）：投行业务行业领先，有望充分受益全面注册制改革 21
4.2.4 东方证券（600958.SH）：立足上海区位优势明显，资管公募化时代受益者 22
5 风险提示 23

图表目录

图 1：证券板块 2022 年累计收益率走势图（截至 2022 年 12 月 23 日）.....4
图 2：申万证券指数及申万一级子行业指数全年涨跌幅（截至 2022 年 12 月 23 日）.....5
图 3：中美两国利率调整情况.....5
图 4：2022 年前三季度证券行业业绩整体情况.....6
图 5：2022 年前三季度证券行业 ROE（年化）.....6
图 6：2022 年前三季度证券行业各业务营收及同比增速（亿元、%）.....6
图 7：2022 年前三季度上市券商收入结构变化.....6
图 8：证券行业估值（截至 2022 年 12 月 23 日）.....7
图 9：2022 年上半年证券行业罚单类型分类统计情况.....13
图 10：中性假设下股基日均成交额及同比增速（亿元）.....14
图 11：中性假设下代销金融产品收入及同比增速（亿元）.....14
图 12：中性假设下上市券商投行收入（亿元）及增速.....15
图 13：中性假设下 IPO 股权融资规模（亿元）.....15
图 14：中性假设下券商资管业务收入情况（亿元）.....16
图 15：中性假设下资管规模（亿元）及增速.....16
图 16：中性假设下券商自营业务收入情况（亿元）.....17
图 17：中性假设下券商金融资产规模（亿元）及增速.....17
图 18：中性假设下日均融资融券余额（亿元）.....17
图 19：股票质押业务规模趋势（亿股、%）.....17

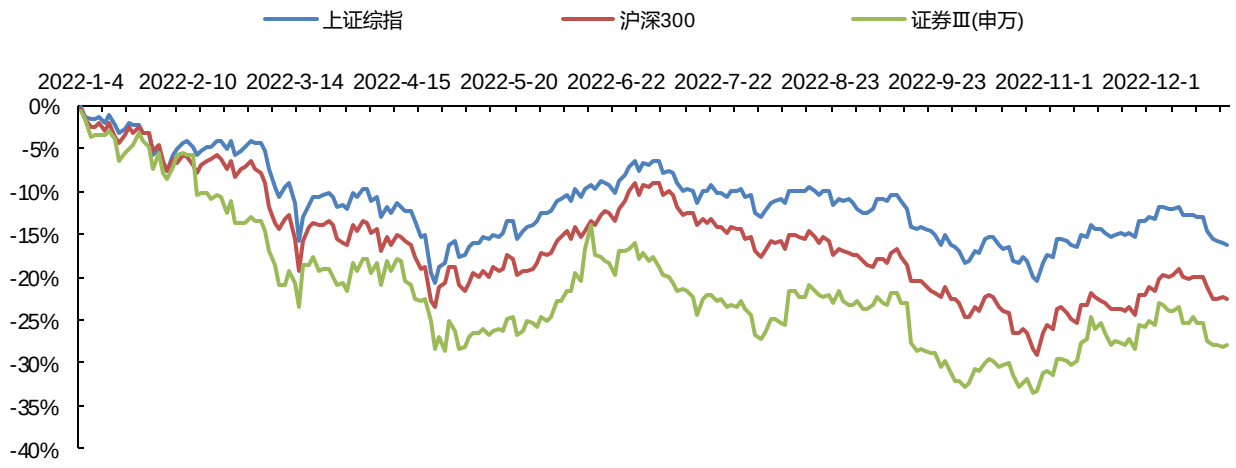
表 1：2022 年证券行业相关政策.....9
表 2：1999 年-2022 年退市公司数量.....11
表 3：2019-2022 年各券商跟投损益（亿元）测算结果.....11
表 4：2022 年证券公司投行业务质量评价结果.....13
表 5：2023 年证券行业基本假设条件及盈利预测（单位：亿元）.....18

1 市场及经营情况回顾

1.1 行情萎靡不振，4 月、10 月底分别两次探底

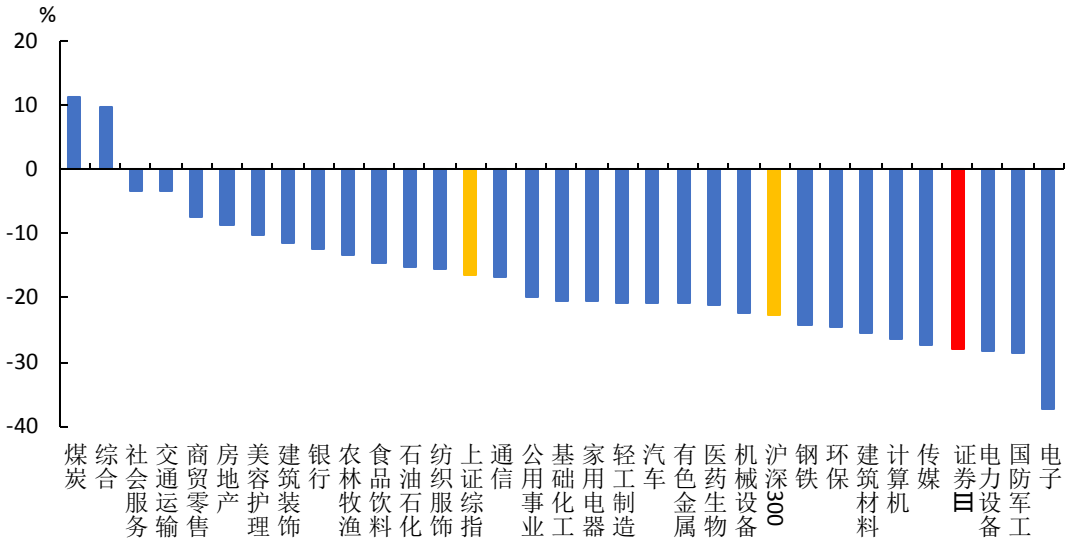
今年以来，A 股市场面临日益复杂的内外环境、地缘冲突等黑天鹅冲击，国内经济在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的经济下行压力下，我国货币政策呈现宽松态势，而美联储为抑制通货膨胀，实行紧缩货币政策年内连续 7 次加息，A 股市场大幅波动下整体呈现下行走势。4 月 26 日，沪深 300 指数累计跌幅达 23.40%，申万证券行业指数下跌 28.30%，随着 4 月底政治局会议释放积极信号，稳增长政策有望加码的预期下，市场情绪面改善，指数震荡企稳回升，且 5 月、6 月社融数据超预期提振了市场信心，截至 2022 年 7 月 4 日，沪深 300 指数累计跌幅收窄至 8.99%，而对应申万证券行业指数下跌 17.73%。7 月停贷风波影响下，市场情绪又转向悲观，房产销售延续低迷，经济预期再次转弱，A 股持续下跌数月，至 10 月底沪深 300 再次探底，累计跌幅达 28.98%，申万证券行业指数累计下跌 33.28%。11 月初以来随着美联储加息放缓预期升温，金融支持房地产 16 条出台，以及疫情防控放松预期升温，市场情绪逐步好转，截至 12 月 9 日，沪深 300 指数累计跌幅收窄至 19.07%，申万证券行业指数累计跌幅为 23.51%，而近期随着国内疫情防控新 10 条的实施，全国疫情快速蔓延，对经济增长不利下市场再次转弱，截至 12 月 23 日，申万证券行业指数累计跌幅 28%。全年（截至 12 月 23 日）来看，申万证券行业指数一直在沪深 300 指数、上证综指下方运行，在 31 个申万行业指数中位于第 28 位，全年(截至 12 月 23 日）跑输沪深 300 指数 5.49 个百分点，跑输上证综指 11.68 个百分点。

图 1：证券板块 2022 年累计收益率走势图（截至 2022 年 12 月 23 日）



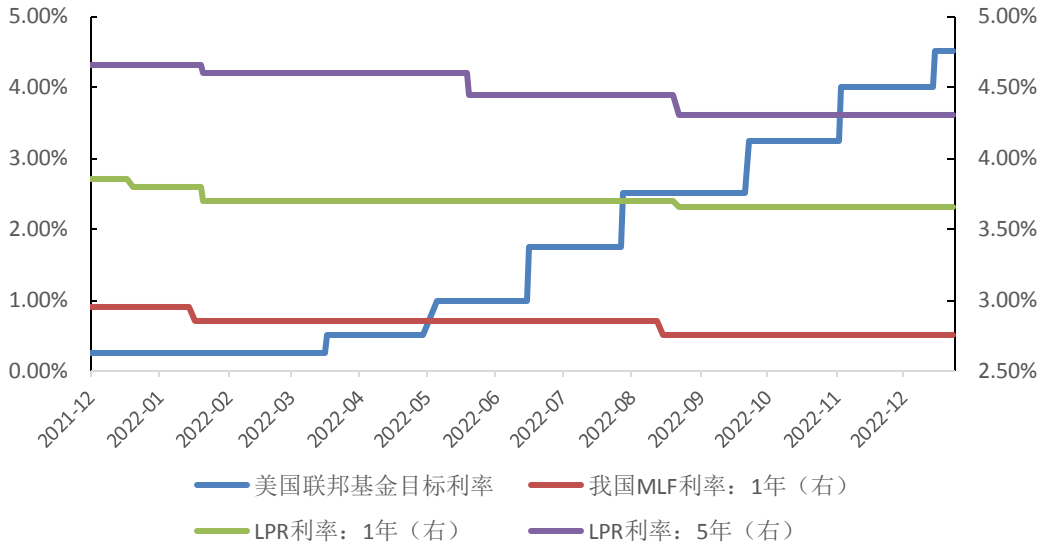
资料来源： wind、财信证券

图 2：申万证券指数及申万一级子行业指数全年涨跌幅（截至 2022 年 12 月 23 日）



资料来源：wind、财信证券

图 3：中美两国利率调整情况



资料来源：wind、财信证券

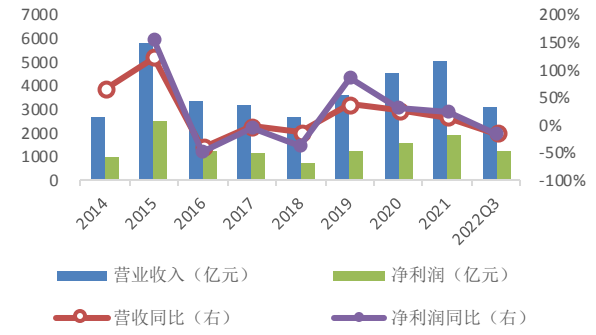
1.2 自营、经纪大幅下滑，2022 年业绩承压

2022 年证券行业业绩承压。从前三季度业绩情况来看，在美联储连续加息、俄乌冲突及国内疫情反复等不利因素下，证券行业营收、净利润均呈现两位数的下滑，盈利能力显著下滑。根据中证协数据，140 家证券公司前三季度营业收入 3042.42 亿元，同比下滑 16.95%，净利润 1167.63 亿元，同比下滑 18.90%，平均净资产收益率由 2021 年 7.84%

下滑至前三季度的 5.84%（年化）。同时，上市券商统计数据来看，营收净利润下滑幅度均超过 20%。据 wind 数据统计，42 家上市券商前三季度营收合计 3805.99 亿元，同比下降 20.62%，净利润 1087.19 亿元，同比下降 29.71%。

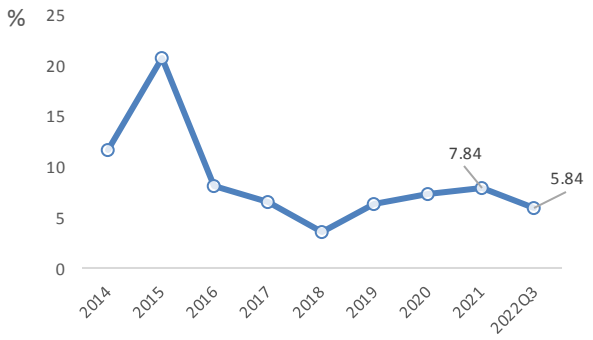
券商业务结构中占比较高的经纪、自营业务均大幅下滑，特别是自营业务受权益类市场低迷影响下滑幅度接近 50%，成为业绩下滑主要驱动因素，而各项业务中仅投行业务手续费净收入同比小幅增长。具体来看，经纪业务手续费净收入 994.87 亿元，同比-13.86%，投行业务净收入 492.25 亿元，同比+6.29%，资产管理业务净收入 201.95 亿元，同比-8.05%，利息净收入 473.35 亿元，同比-2.01%，证券投资收益（含公允价值变动）560.49 亿元，同比-47.32%。上市券商情况来看，前三季度上市券商合计净利润同比下滑 29.71%。去年高基数条件下，第三季度市场日均成交额同比下降 26.93%，而前三季度市场日均成交额同比下滑 6.80%，测算平均佣金率水平由去年同期的 0.245‰下降至 0.231‰，下滑 5.96%；再加上权益类市场低迷影响下，前三季度代销金融产品收入较去年同期亦同比下滑 23.58%，代理买卖证券业务、代销金融产品收入两方面原因导致前三季度经纪业务同比下降。

图 4：2022 年前三季度证券行业业绩整体情况



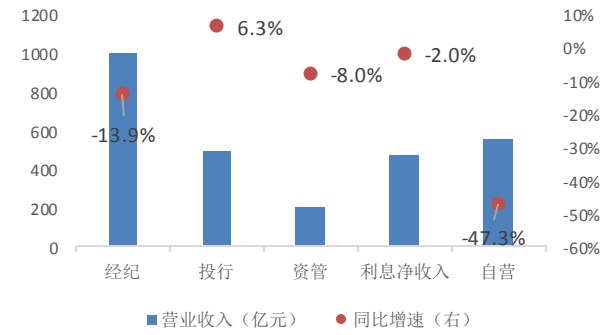
资料来源：wind、财信证券

图 5：2022 年前三季度证券行业 ROE（年化）



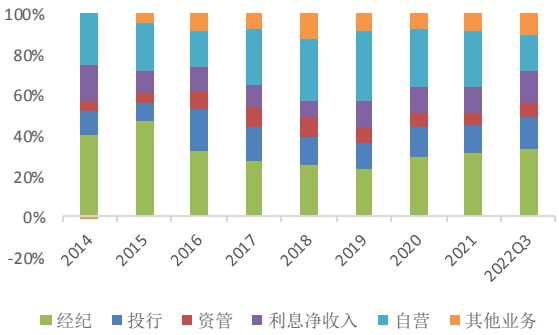
资料来源：wind、财信证券

图 6：2022 年前三季度证券行业各业务营收及同比增速（亿元、%）



资料来源：wind、财信证券

图 7：2022 年前三季度上市券商收入结构变化

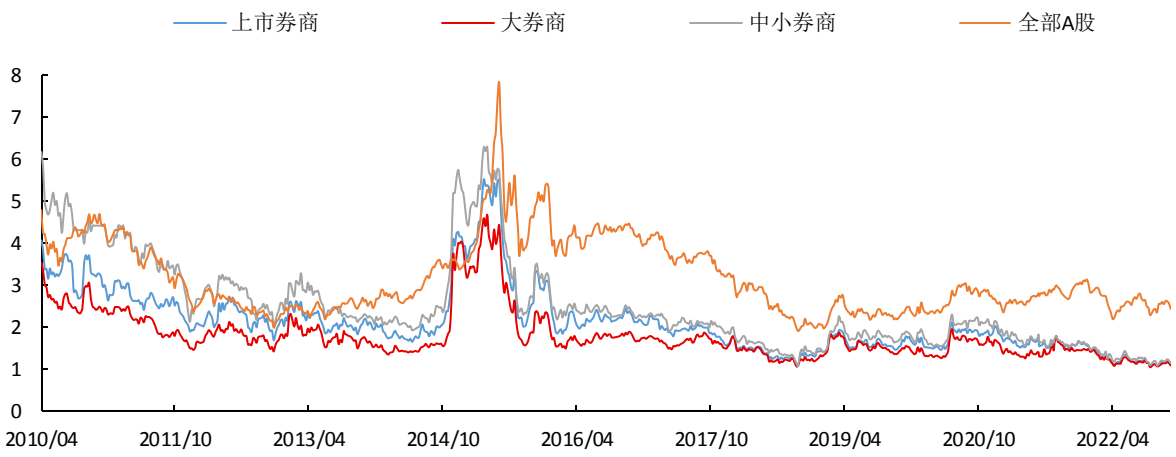


资料来源：wind、财信证券

1.3 估值处于历史底部区间

券商行业估值处于历史底部区间。截至 12 月 23 日，上市券商 PB 估值为 1.11 倍（中值，剔除负值，下同），大券商 PB 估值为 1.09 倍，中小券商 PB 估值 1.15 倍。市场估值情况来看，证券行业在 2018 年熊市时期最低为 1.08 倍 PB，现估值已处于历史估值水平的底部区间。

图 8：证券行业估值（截至 2022 年 12 月 23 日）



资料来源： wind、财信证券

2 2023 年行业展望

2.1 权益类市场有望企稳回升

疫情和房地产作为 2022 年经济基本面恢复的主要制约因素，随着国务院优化疫情防控政策“二十条”、地产“三支箭”落地，疫情和房地产因素的不利影响预计将逐渐弱化，且预计 2023 年政策将围绕稳经济重点布局。12 月，中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》指出坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系。12 月召开的中央经济工作会议提出大力提振市场信心，实施扩大内需战略，2023 年经济稳增长、扩大内需的方向十分明确。扩大内需预计将成为 2023 年宏观经济的企稳回升的重要驱动力，疫情防控放开后短期内经济面临感染人数激增的冲击，随后需求有望恢复，从而带动经济缓慢复苏。

流动性方面，2022 年主要受制于美联储连续加息叠加美元强势升值因素，外资持续流出的影响 A 股市场流动性，而国内多次下调政策利率保持国内流动性水平合理充裕。

展望 2023 年，海外流动性制约因素预计将有所缓解。随着美联储加息步入尾声，美元强势地位预计将逐步弱化，从而将扭转对资金回流美元资产的局面，而国内疫情放开情况下国内经济有望重回升势，外资有望流入 A 股市场，为 A 股市场带来增量资金。为支持经济复苏与信贷需求，预计 2023 年国内货币政策仍将维持宽松保持流动性合理充裕。

随着疫情和房地产等制约因素的逐步缓解，国内政策围绕稳经济重点布局，国内需求有望逐步得到释放，预计2023年国内经济有望企稳回升，企业盈利能力有望逐步恢复，市场环境有望边际好转，同时外围流动性制约因素也有望逐步弱化，在国内流动性保持合理充裕的背景下，我们预计 2023 年权益类市场有望逐步回暖。

2.2 资本市场改革有望继续深化

2022 年以来，资本市场改革方面围绕衍生品法律建设、市场交易制度完善、第三支柱养老金推出等等不断完善资本市场功能，公募基金管理人新规落地，注册制改革方面制度建设不断完善。5 月证监会发布的《中华人民共和国期货和衍生品法》填补了资本市场法治建设的空白，场外衍生品有了上位法依据，有利于我国场外衍生品市场发展壮大。投资端改革方面，正式推出第三支柱个人养老金制度，国务院办公厅于 4 月正式印发《关于推动个人养老金发展的意见》，证监会于 11 月发布《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》，对于资本市场来说，通过第三支柱个人养老金进行投资端的改革有利于长期资金的引入，有利于资本市场健康稳定发展，对资产管理及财富管理的长期发展利好。交易机制方面，正式推出科创板做市业务。自 1 月证监会宣布拟引入科创板做市业务，5 月证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，7 月上交所发布配套业务细则和指南，10 月 14 家券商获取做市商业务资格，正式开展科创板做市业务。科创板试行做市商制度，将促进交易机制的改革，在制度上与国际进一步接轨，做市场制度有利于提升市场流动性、促进价格发现及稳定市场，有利于提升市场效率，做市业务给券商带来新的业务增量。登记结算机制方面进行了货银对付（简称 DVP）改革，1 月证监会正式启动货银对付改革，5 月证监会正式发布《证券登记结算管理办法》，同时，中国结算发布两项配套措施，标志着 DVP 改革将在中国资本市场正式落地实施。6 月起货银对付改革将进入模拟运行期， 12 月 26 日 DVP 改革正式实施并进入过渡期。DVP 改革落地对我国资本市场主要产生两方面的影响。一方面，将有利于防范和化解结算风险，保护投资者合法权益，有利于进一步推进我国资本市场对外开放，从制度上增强和保障了我国结算体系安全性；另一方面，差异化最低结算备付金比例的实施将有利于提高市场资金的使用效率。公募管理人监管新规落地助力公募基金行业高质量发展。5 月 20 日，证监会正式发布了《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则，有利于壮大机构投资者队伍、引入长期资金、推进财富管理转型进一步深化均有积极意义。《管理人办法》放宽公募牌照数量限制，坚持“一参一控”政策，允许同一集团下证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资管机构申请公募牌照，有利于券商资管申请公募牌照，有利于券商加大对公募基金管理人的布局，将为券商带来新的业务增量。此外，证监会、交易所和协会等自律机构主要围绕境内外证券交易所互联

互通制度、证券承销业务制度、退市工作相关制度、公司债发行注册制改革、沪深交易所北交所上市公司转板规则、全国股转公司分层管理制度、文化建设、从业人员管理细则、稳健薪酬指引等方面进行了制度建设。

为深化公司债券发行注册制改革，证监会就《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》等制度征求意见。中证协发布《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》，围绕注册制改革的工作持续推进，协会此前发布了《证券公司保荐业务规则》《公司债券承销业务规范》《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》等，均为围绕注册制的改革工作，加强投行业务执业专业标准的建设，推动完善中介机构归位尽责的规则体系，有利于注册制下促进保荐机构形成良好执业生态，把好资本市场的入口关。多层次资本市场建设方面，为支持“专精特新”中小企业发展，证监会、工业和信息化部办公厅联合印发通知，推动区域性股权市场设立“专精特新”专板。北交所建设方面，北交所就做市规则征求市场意见，并调降股票交易经手费，易会满主席在 2022 金融街论坛年会上表示将推动混合交易、融资融券等制度落地实施。

在监管政策导向下，资本市场改革包括股票发行注册制改革预计将稳步推进，期货期权等市场风险管理工具品种预计将更加丰富，境内外市场互联互通改革有望继续深化，资本市场投资端改革步伐预计将进一步加快。未来，随着行业财富管理趋势、机构化趋势、全面注册制等改革的深化，预计行业仍将处于深刻的变革阶段。

表 1：2022 年证券行业相关政策

日期	制度
2022-2-11	证监会发布《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》
2022-3-25	沪深交所正式发布《与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》和相关跨境转换、做市业务的配套指引
2022-4-20	十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过《中华人民共和国期货和衍生品法》
2022-4-21	国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》
2022-4-22	沪深交易所同步发布《公司债券发行上市审核规则》、《公司债券上市规则（2022 年修订）》、《非公开发行公司债券挂牌规则（2022 年修订）》、《债券市场投资者适当性管理办法（2022 年修订）》等四项基本业务规则
2022-4-29	中国证券业协会发布《公司债券承销业务规范》
2022-5-1	证监会发布《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》
2022-5-12	中证协正式发布《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》
2022-5-20	证监会发布《公募基金管理人监督管理办法》及其配套规则
2022-5-13	中证协发布《证券公司建立稳健薪酬制度指引》
2022-5-13	证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》
2022-5-20	上交所正式发布并施行《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 4 号——科技创新公司债券》（简称《科创债指引》）
2022-5-20	中证协发布《证券行业执业声誉信息管理办法》、《证券行业诚信准则》
2022-5-20	中国证监会发布修订后的《证券登记结算管理办法》
2022-5-28	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》

2022-5-27	证监印发《证券公司投资银行类业务内部控制现场检查工作指引》
2022-6-24	证监会发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》
2022-7-9	《证券行业专业人员水平评价测试实施细则》（下称《实施细则》）正式发布实施
2022-7-15	上海证券交易所制定《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》
2022-7-29	上海证券交易所正式发布《上海证券交易所可转换公司债券交易实施细则》和指南
2022-9-4	中国证券业协会发布修订后的《证券公司保荐业务规则》
2022-9-9	中国证监会发布修订后的《关于合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券交易登记结算业务的规定》
2022-9-15	国务院办公厅于 9 月 15 日出台《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》
2022-10-21	沪深两所同时公告，分别扩大其融资融券标的范围，对于主板股票和创业板注册制改革前上市的创业板股票，标的数量由 1600 只扩大至 2200 只，扩容幅度达 38%
2022-10-24	中证协修订发布《证券行业专业人员一般业务水平评价测试大纲》等七件测试大纲
2022-10-28	上海证券交易所与中国证券金融股份有限公司、中国证券登记结算有限责任公司联合发布《科创板做市借券业务细则》，并自发布之日起施行
2022-10-31	科创板股票做市交易业务启动
2022-11-24	证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022—2025）》
2022-12-2	中国证券业协会发布《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》

资料来源：证监会、中国证券业协会、沪深交易所、国务院、新华社、财信证券

2.3 注册制改革对证券公司影响深远

注册制改变了以往由卖方主导、新股发行供不应求的局面，自科创板、创业板注册制改革实施后，股票发行步入常态化，注册审核周期缩短、发行效率提升为必然趋势。目前科创板、创业板审核注册平均周期已经大幅缩减到 5 个多月，已接近成熟市场。注册制后 IPO 数量和规模均有显著提升，发审效率提升。以创业板为例，创业板自 2020 年实施注册制以来，2020、2021 年 IPO 数量同比增长 106%、86%，募资总额同比增长 196%、65%，截至 12 月 27 日，2022 年创业板注册制发行上市公司数量已达到 146 家，发行规模达 1784 亿元。注册制后创业板发审效率显著提升，注册审核周期大幅缩短，注册制发行常态化有序进行。从创业板注册制实施情况来看，IPO 审核通过率回归常态，定价市场化程度提升。经过持续优化后审核标准更加清晰，通过率回归常态，IPO 定价较核准制下更加市场化。此外，市场退出机制的匹配为发行制度改革提供了支持，退市公司数量对比注册制前大幅上升，市场进入优胜劣汰的良性循环。随着退市制度改革落地，以及退市执行力度的加强，退市公司数持续上升，且财务指标类退市数量显著提升。

表 2：1999 年-2022 年退市公司数量

年份	退市公司数量	年份	退市公司数量
1999 年	1	2012 年	4
2001 年	5	2013 年	7
2002 年	8	2014 年	3
2003 年	4	2015 年	10
2004 年	11	2016 年	2
2005 年	11	2017 年	5
2006 年	13	2018 年	6
2007 年	10	2019 年	12
2008 年	2	2020 年	20
2009 年	6	2021 年	23
2010 年	4	2022 年	50
2011 年	3	**总计**	**220**

数据来源：wind、财信证券

注册制下证券公司逐步告别通道角色，回归定价和销售的本源。而且，投行业务自科创板实施注册制以及战略配售跟投制度以来，对于证券公司的专业定价能力要求越来越高，作为看门人的证券公司的价值发现能力、定价能力成为其核心竞争力。所以说投行业务面临新的挑战，市场化定价要求下，新股大面积破发也随之出现，且券商跟投浮亏成为影响业绩的重要因素。据 wind 数据统计，34 家券商跟投新股中有 31 家的 2022 年浮动收益为负数，测算总体收益率为-33.58%。虽然较高的发行价增厚了券商的承销保荐收费，但是却无形中增加了注册制跟投亏损的程度与可能性。新股定价过高、不合理将导致注册制跟投亏损，券商需平衡投行业务与跟投业务二者的利益关系，不断提升定价的合理性。在注册制下，放开了对市盈率 23 倍的要求，科创板 2019 年-2022 年平均发行市盈率分别为 59、71、60、102 倍，创业板 20-22 年发行市盈率为 30、30、48 倍。注册制下以及投行资本化下，对投行的定价能力，提出了更高、更专业的要求。

表 3：2019-2022 年各券商跟投损益（亿元）测算结果

序号	机构	参与首发配售次数	首发累计动用资金	2019 年浮动盈亏	2020 年浮动盈亏	2021 年浮动盈亏	2022 年浮动盈亏
1	中国中金财富证券有限公司	43	52.75	4.13	22.88	5.36	-11.84
2	中信证券投资有限公司	70	43.02	3.66	14.76	18.91	-16.09
3	中信建投投资有限公司	47	34.01	2.5	9.33	10.86	-0.01
4	海通创新证券投资有限公司	45	31.4	1.39	21.3	8.92	-15.29
5	华泰创新投资有限公司	42	19.76	1.77	7.49	8.9	-8.46
6	国新投资有限公司	6	19.51	0.91	12.48	-2.76	-4.87
7	国泰君安证裕投资有限公司	30	15.85	2.35	9.08	5.3	-5.93
8	民生证券投资有限公司	26	8.48	0.96	1.88	11.17	-6.36
9	招商证券投资有限公司	16	7.5	0.88	4.92	3.12	-2.41
10	国信资本有限责任公司	16	5.72	1.7	3.4	6.61	-2.61
11	申银万国创新证券投资有限公司	12	5.72	0.62	2.36	-0.41	-1.03
12	国金创新投资有限公司	12	4.56	0.01	0.58	1.43	-1.02

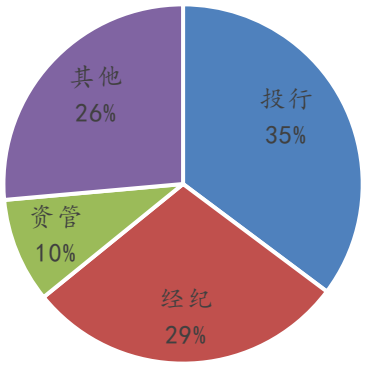
13	上海东方证券创新投资有限公司	8	4.4	0.09	0.92	0.53	1.45
14	安信证券投资有限公司	13	4.31	1.06	1.64	3.01	-1.04
15	光大富尊投资有限公司	10	4.15	--	--	1.73	-3.37
16	南方工业资产管理有限责任公司	9	3.91	--	--	--	-1.49
17	兴证投资管理有限公司	10	3.67	0.26	0.59	3.86	-1.85
18	长江证券创新投资(湖北)有限公司	9	3.22	0.06	0.34	1.28	-1.22
19	国元创新投资有限公司	9	3.07	--	--	0.99	-2
20	西部证券投资(西安)有限公司	7	2.61	--	--	-0.19	-0.91
21	东兴证券投资有限公司	7	2.26	0.7	3.21	4.56	-3.62
22	广发乾和投资有限公司	7	2.17	0.67	1.75	3.52	-3.5
23	浙商证券投资有限公司	7	1.93	--	--	2.74	-1.27
24	方正证券投资有限公司	5	1.82	0.26	-0.13	0.16	0.09
25	中泰创业投资(上海)有限公司	7	1.71	0	0.14	2.15	0.08
26	东吴创新资本管理有限责任公司	6	1.48	0.15	1.15	2.83	-1.13
27	银河源汇投资有限公司	3	1.34	--	--	-0.36	-0.2
28	英大证券有限责任公司	1	0.75	--	--	--	-0.64
29	英大证券投资有限公司	2	0.72	-0.03	0.25	0.51	-0.44
30	山证创新投资有限公司	2	0.63	0.21	0.09	0.57	-0.14
31	天风创新投资有限公司	2	0.59	0.3	-0.02	-0.17	-0.2
32	华兴证券投资有限公司	2	0.58	0.87	0.91	0.81	-0.88
33	华林创新投资有限公司	1	0.4	--	--	0.31	-0.66
34	国海证券投资有限公司	2	0.33	--	--	--	0.02

数据来源：wind、财信证券

注：2022 年浮动收益为截至 12 月 26 日数据。

注册制下投行的执业质量是证券公司核心竞争力，随着全市场注册制的推行和资本市场功能的健全，证券行业发展生态将从“数量竞争”向“质量竞争”转变，证券中介服务方向将从“可批性”向“可投性”转变。监管层通过出具罚单、从严规范等方式强化对投行业务的监管，重点指向“带病申报”、“一查就撤”、执业质量存在严重缺陷等典型问题，重点检查投行内控制度是否健全、运行是否有效、人员及保障是否到位等。近两年监管对投行要求显著提高、处罚力度明显增强。如 2022 年上半年公布罚单情况来看，159 单罚单中有 56 单罚单指向投行，占比达 35%，成为证券公司罚单数量中第一大业务来源。

图 9：2022 年上半年证券行业罚单类型分类统计情况



资料来源：各地证监会、沪深交易所、财联社、财信证券

表 4：2022 年证券公司投行业务质量评价结果

评价等级	证券公司
A（12 家）	申万宏源承销保荐、国元证券、中信证券、华泰联合、中金公司、兴业证券、中原证券、长江证券承销保荐、中泰证券、安信证券、五矿证券、国金证券
B（50 家）	招商证券、东兴证券、中信建投、西部证券、第一创业承销保荐、东吴证券、华兴证券、中航证券、广发证券、国泰君安、南京证券、民生证券、英大证券、中邮证券、高盛高华、西南证券、浙商证券、川财证券、甬兴证券、国信证券、中山证券、光大证券、东方证券承销保荐、长城证券、国融证券、爱建证券、华福证券、红塔证券、华英证券、银河证券、海通证券、华西证券、国都证券、东莞证券、宏信证券、财通证券、国盛证券、金元证券、方正证券承销保荐、平安证券、华创证券、中银国际、开源证券、申港证券、德邦证券、华林证券、恒泰长财、天风证券、中天国富、九州证券
C（15 家）	中德证券、华金证券、渤海证券、联储证券、东北证券、太平洋证券、国新证券、东海证券、华安证券、国海证券、万和证券、信达证券、湘财证券、华龙证券、瑞信证券

资料来源：中国证券业协会、财信证券

注册制下投行业务的本质将由单一的承销保荐演变成为企业提供全生命周期服务，投行靠牌照吃饭、靠资源吃饭的特点被打破，投行业务资本化成为转型方向。注册制使得部分尚处成长期的中小企业上市空间有望得到打开，投行对于处于孵化期、发展期的企业更加关注，且跟投机制、创投业务发展让投行通过服务初创期、发展期、上市后均能获得一定的收益。注册制下证券公司扮演了价值发现者的角色，而非原来的通道角色，投行业务将为企业提供全业务链、全生命周期业务服务，从而为证券公司创造多元收入增量，投行资本化增量空间广阔。

3 2023 年证券行业盈利预测

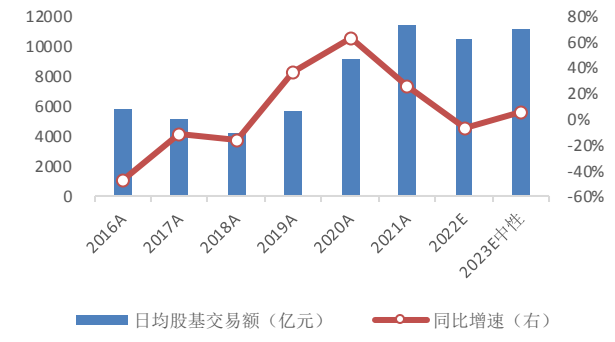
3.1 经纪业务

2022 年 A 股市场行情整体呈下行趋势，A 股交投活跃度下降，预计 2022 年全年日均股基成交金额为 1.04 万亿元，同比下滑 8.18%。2022 年前三季度测算行业代买收净佣金率为 0.231‰，较 2021 年的 0.242‰下滑 4.55%，但降幅呈现放缓趋势，我们假设 2023 年行业平均佣金率继续下滑约 0.01‰，降至 0.220‰。

2022 年行业财富管理转型步伐放缓，预计 2022 年金融产品代销业务收入为 158 亿元，同比下滑 23.63%，同时，预计代销金融产品收入占经纪业务收入比重下滑 1.56%至 11.83%。2022 年新发基金遇冷，特别是权益类基金新发规模来看，据 wind 数据统计，前三季度新发权益类基金 3151 亿份，同比下降 82.09%。截至 9 月 30 日，权益类基金规模 7.16 万亿元，较 2021 年末下降 15.49%。未来长期趋势来看，在居民财富管理需求日益增加、房地产资产搬家的趋势下，我们仍然看好公募基金业务发展及财富管理市场发展空间。未来，随着基金投顾试点、综合账户管理优化试点工作的不断推进，券商财富管理转型有望持续深化。2022 年，中证协也表示将加强对管理型投顾的研究与探索，为深化投资端改革提供支撑，未来管理型投顾的发展空间大有可为。随着权益类市场企稳回升，新发权益类基金规模及权益类公墓基金规模有望回升，预计 2023 年券商金融产品代销业务收入将反弹回升。保守、中性、乐观假设条件下，预计券商金融产品代销业务收入分别为 168 亿元、186 亿元、209 亿元，对应增速预计为+6%、+17%、+32%。

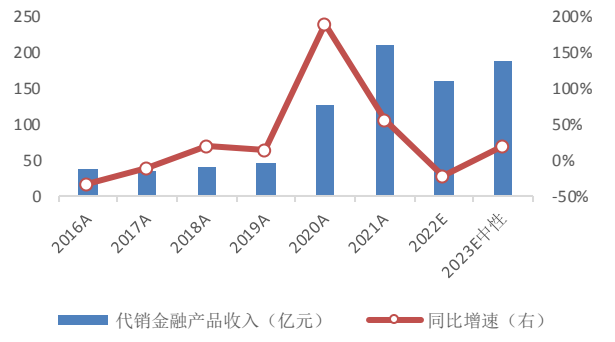
综合以上因素，保守、中性、乐观的假设条件下，预计 2023 年经纪业务手续费净收入分别为 1237 亿元、1362 亿元、1492 亿元，同比变动幅度分别为-7%、2%、12%。

图 10：中性假设下股基日均成交额及同比增速（亿元）



资料来源：wind、财信证券

图 11：中性假设下代销金融产品收入及同比增速(亿元)



资料来源：中国证券业协会、财信证券

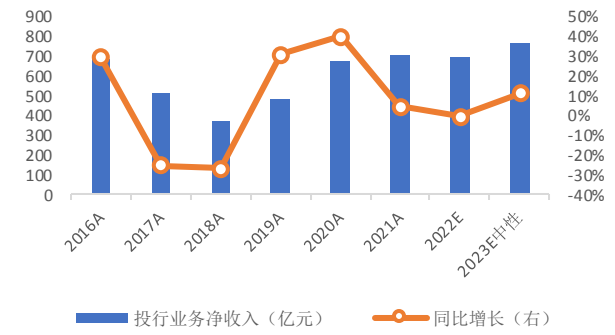
3.2 投行业务

2022 年市场 IPO 保持常态化发行，IPO 发行规模稳中有升。据 wind 数据统计，截止 12 月 26 日，IPO 家数 417 家，融资规模为 5783 亿元，单项目融资规模 13.87 亿元，较

2021 年 IPO 家数减少，单项目融资规模增加，IPO 融资规模较 2021 年增长 6.57%。再融资规模为 12047 亿元，较 2021 年全年下降 2%；券商债券承销规模为 10.82 万亿元，较 2021 年全年同比增长 7.7%。预计 2022 年全年投行业务净收入约 694.38 亿元，同比增长约 3%。

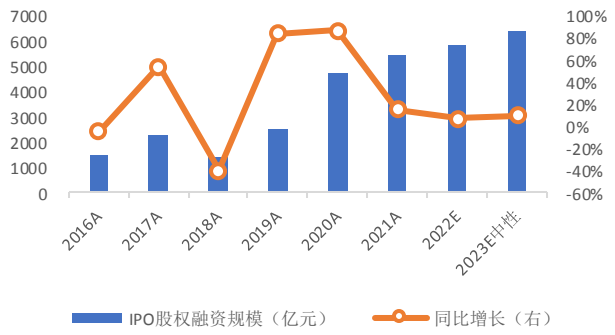
注册制的实施效果来看，股票发行效率得到了提升，股票注册审核的时间缩短，我国注册制改革后，科创板、创业板审核注册平均周期已经大幅缩减到 5 个多月，缩短审核周期有利于提升股票发行效率。根据科创板、创业板的注册制实施经验，注册制实施将给 IPO 业务带来显著增量，若主板实施注册制，我们认为 IPO 业务预计呈扩容趋势。根据 wind 数据统计，2019 年科创板推出后，2019、2020、2021 年分别募集资金 824/2226/2029 亿元，成为全市场 IPO 的重要组成部分，2019-2021 年分别占全市场募集资金比重分别为 33%/47%/37%。创业板注册制改革后，2020、2021 年分别募集资金 893/1475 亿元，远超 2019 年的 301 亿元。在中性、乐观的假设条件下，我们假设 2023 年主板注册制实施，主板 IPO 规模分别增长 20%、34%。在保守、中性和乐观情景下，测算 IPO 总承销规模分别为 5370 亿元、6370 亿元、7210 亿元（同比增速预计-7%、10%、24%）。在保守、中性和乐观情景下，预计再融资承销规模及增速分别为 1.1 万亿元（6%）、1.2 万亿元（16%）、1.3 万亿元（26%），债券承销规模及增速分别为 11 万亿元（0%）、12 万亿元（9%）、13 万亿元（18%）。综合以上测算，假设 IPO、再融资、债券的平均承销费率分别为 5.00%、0.23%、0.79%，预计 2023 年投行业务同比增速将为-3%、10%、22%，对应投行业务手续费净收入分别为 676 亿元、766 亿元、847 亿元。

图 12：中性假设下上市券商投行收入（亿元）及增速



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 13：中性假设下 IPO 股权融资规模（亿元）



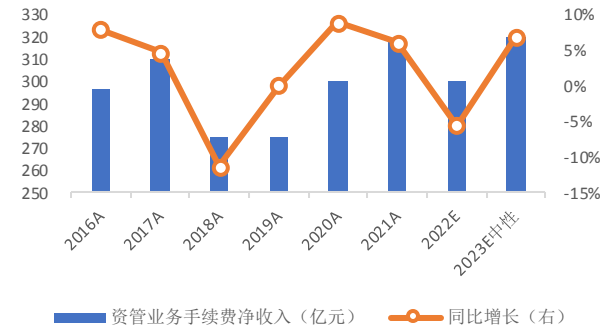
资料来源：wind、财信证券

3.3 资管业务

随着资管业务去通道化的影响，券商资管主动管理转型取得一定成效，2022 年三季度末，券商资管以主动管理为代表的集合资管计划规模较 2017 年末大幅增加 80.85% 至 3.82 万亿元,而定向资产管理计划规模压缩了 75.41%，存量规模仅 3.54 万亿元。同时，券商资管的公募化改造提速，超过 140 只大集合产品完成公募化改造。预计未来财富管

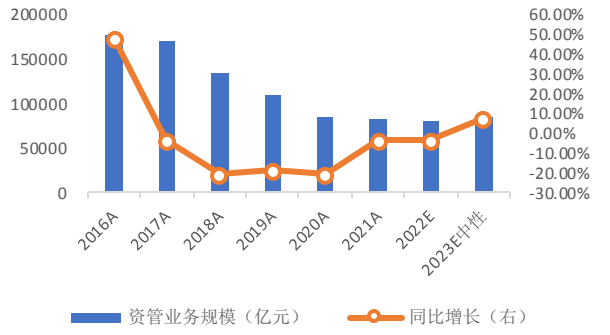
理趋势下，资管迈入高质量增长阶段，随着权益类市场逐步回暖，券商资管主动管理的集合资管规模有望进一步提升，预计 2023 年券商资管业务总体规模有望企稳回升。在保守、中性、乐观情景下，预计资管规模及增速分别为 8.0 万亿元(0.97%)、8.5 万亿元(7.28%)、9.0 万亿元（13.59%），资管平均费率预计将随主动管理规模上升而提高，假设保守、中性、乐观情景下资管平均费率分别为 0.375%、0.376%、0.389%，预计资管业务收入及增速分别为 300 亿元（0%）、320 亿元（+7%）、350 亿元（+17%）。

图 14：中性假设下券商资管业务收入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 15：中性假设下资管规模（亿元）及增速



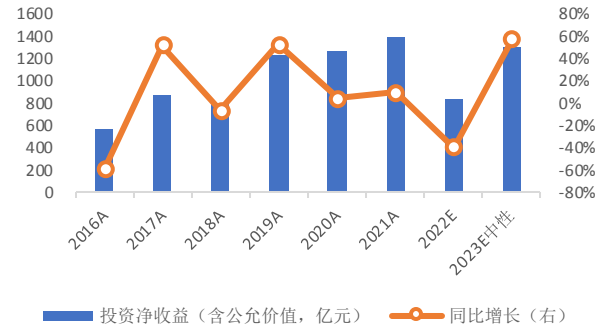
资料来源：中国证券投资基金业协会，财信证券

3.4 自营业务

2022 年，受权益类市场大幅波动影响，行业自营业务投资收益同比大幅减少，我们预计 2022 年全行业自营业务投资收益(含公允价值变动损益)829 亿元，同比减少 40%，测算综合收益率仅 1.71%。券商传统自营业务波动性大的弊端显现，随着资本市场改革的深化及衍生品业务的发展，资本市场进一步完善做市商交易机制，券商自营业务去方向化转型有望进一步深化，做市交易业务可能将成为我国券商未来着重开发的蓝海。2022 年，科创板做市业务正式实施，北交所也将做市交易业务的推出提上日程，未来做市交易机制有望不断完善，为券商自营业务转型提供条件与动能。

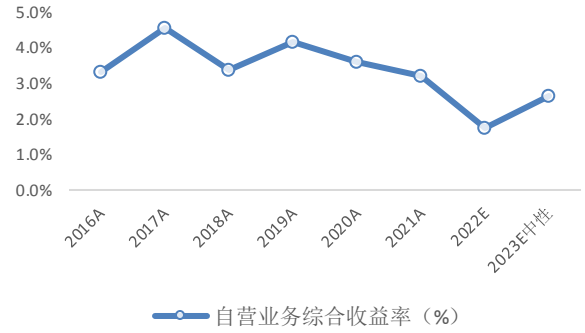
随着权益类市场的逐步转暖，2023 年券商自营业务综合收益率有望回升，2023 年，做市交易业务可能得到进一步发展，有望为券商带来稳定收益。在保守、中性、乐观情景下，预计自营业务收入及增速分别为 1000（+21%）、1300（+57%）、1500 亿元（+81%），测算的综合收益率分别为 2.03%、2.64%、3.05%。

图 16：中性假设下券商自营业务收入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 17：中性假设下券商金融资产规模（亿元）及增速



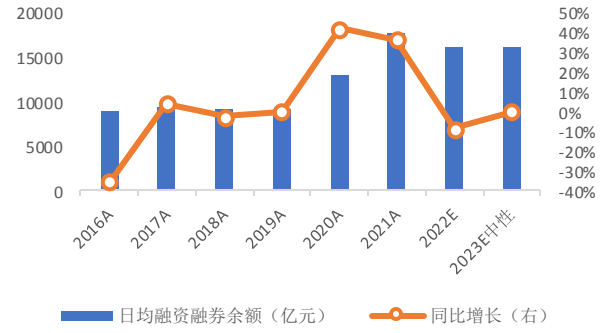
资料来源：wind，中国证券业协会、财信证券

3.5 资本中介业务

2022 年以来，两融规模由年初的 1.83 万亿元下滑至 6 月初的 1.51 万亿元，随后大部分时间均在 1.60 万亿元下方运行，截至 2022 年 12 月 23 日，两融余额为 1.55 万亿元，全年日均两融余额预计为 1.62 万亿元左右。股票质押方面，随着股票质押风险防范化解工作的推进，股票质押规模持续收缩，风险预计逐步释放。截至 2022 年 12 月 23 日，质押股份数量 4021.95 亿股，占总股本比例 5.25%，质押股份数量较 2021 年底减少 4.20%。

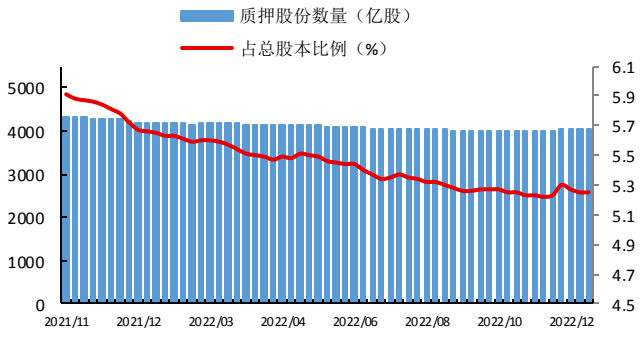
在保守、中性、乐观假设下，预计日均两融余额及同比增速分别为 1.55 万亿元(-4%)、1.62 万亿元（0%）、1.70 万亿元（+5%），预计两融费率维持在 7.0%左右，预计两融业务利息收入及增速分别为 1085 亿元、1134 亿元、1190 亿元，预计资本中介业务净收入及增速分别为 600 亿元（-8%）、670 亿元（+3%）、700 亿元（+8%）。

图 18：中性假设下日均融资融券余额（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 19：股票质押业务规模趋势（亿股、%）



资料来源：wind，财信证券

3.6 2023 年行业盈利预测

根据上述各项主营业务分情形假设条件，我们预计 2023 年证券行业营业收入及增速在保守、中性、乐观情景下分别为 4238 亿元（0.03%）、4858 亿元（+14.65%）、5344 亿元（+26.12%），假设净利率为 38%情况下，净利润及增速在保守、中性、乐观情景下分

别 1610 亿元（+0.03%）、1846 亿元（+14.65%）、2031 亿元（+26.12%）。

表 5：2023 年证券行业基本假设条件及盈利预测（单位：亿元）

	2021A	2022E	2023E 保守	2023E 中性	2023E 乐观
代理买卖证券业务手续费净收入	1339	1177	1074	1182	1291
（同比%）	15%	-12%	-9%	0%	9%
股基日均成交金额	11370	10440	10000	11000	12000
（同比%）	25%	-8%	-4%	5%	15%
代买收净佣金率	0.0242%	0.0232%	0.0220%	0.0220%	0.0220%
代销金融产品业务收入	207	158	168	186	209
（同比%）	54%	-24%	6%	17%	32%
证券承销业务净收入	619	612	589	671	744
（同比%）	0%	0%	-4%	10%	22%
IPO 承销规模	5427	5800	5370	6370	7210
（同比%）	15%	7%	-7%	10%	24%
再融资承销规模	9576	10352	11000	12000	13000
（同比%）	-22%	8%	6%	16%	26%
债券承销规模	113878	110000	110000	120000	130000
（同比%）	13%	-3%	0%	9%	18%
财务顾问业务收入	81	81	87	95	103
(同比%)	0%	0%	7%	17%	27%
资产管理业务净收入	318	300	300	320	350
（同比%）	6%	-6%	0%	7%	17%
利息净收入	641	650	600	670	700
（同比%）	7%	1%	-8%	3%	8%
日均融资融券余额	17684	16211	15500	16200	17000
投资净收益（含公允）	1381	829	1000	1300	1500
（同比%）	9%	-40%	21%	57%	81%
自营市值	48100	48960	49500	49450	49560
投资咨询业务收入	55	50	45	50	55
(同比%)	14%	0%	-10%	0%	10%
其他业务收入	385	380	380	390	400
（同比%）	0%	0%	0%	3%	5%
营业收入	5024	4237	4238	4858	5344
（同比%）	12.03%	-15.67%	0.03%	14.65%	26.12%
净利润	1911	1610	1610	1846	2031
（同比%）	21.32%	-15.76%	0.03%	14.65%	26.12%

资料来源：财信证券、wind、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会

4 2023 年投资主线及选股建议

4.1 投资主线

2023 年，权益类市场有望逐步转暖，资本市场改革开放不断深入推进，券商业绩特别是有望改善，自营投资收益有望大幅改善，中性假设下我们预计行业 2023 年净利润有望提升 14.65%。一方面，市场情绪提振下券商估值有望提升，另一方面，券商业绩的改善有望推动股价的回升。

证券行业目前仍处于深刻的变革阶段，自营业务面临去方向化转型，资管业务在新规实施、财富管理需求日益增长情况下，面临回归本源、向主动管理转型，投行业务注册制及投行跟投机制的实施，对券商的市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求，基金投顾试点正稳步推进，财富管理转型进一步深化，各业务协同重要性日益凸显。头部券商及中大型券商凭借资本实力、更强的业务能力及合规风控水平，在行业转型变革中更具优势，未来行业马太效应可能继续演绎或更加凸显。

券商的估值分化现象来看，估值高低与各券商盈利能力息息相关。近年来，随着券商传统经纪业务盈利能力下降，商业模式逐步转向重资产化，行业 ROE 弹性在下降，一定程度上限制了估值弹性，β 属性仍存在但已减弱，所以券商板块的投资应该更加关注券商个股的 α 属性挖掘。券商盈利能力的高低体现在券商各项业务的差异化发展，轻资产业务中投行、资管业务、财富管理业务 ROE 水平相对较高，且具备一定的成长空间，因而市场给予这类业务的估值也相对高，而重资产业务属于资本消耗型业务，介于目前行业杠杆率水平，一般来说 ROE 水平偏低，而且需要考虑其资产质量，一般采用 PB 估值给予 1x PB 左右。

投资主线上，我们建议关注优质头部券商、大财富管理方向、以及投行业务特色的券商三条主线。大财富管理方向包括大财富管理的产品端资产管理方向、以及建立产品与客户的渠道财富管理方向。

建议关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。建议关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券（600030.SH）。

资产管理方向上，我们建议重点关注东方证券（600958.SH）、长城证券（002939.SZ），关注中泰证券（600918.SH），主要基于以下原因：（1）东方证券、长城证券资管业务贡献利润占比处于行业前列，相对来说弹性较大，东方证券、长城证券 2021 年测算资管业务贡献净利润占比分别为 48.26%、46.31%；（2）东方证券资管子公司资管业务为证券行业龙头，且参控股公司汇添富、长城基金具备较好的成长空间。长城证券公司参股景顺长城基金 49%股权，参股长城基金 47.059%股权具备较好成长空间。而中泰证券虽目前资管贡献净利润比重不高，2021 年资管业务贡献净利润比重为 6%左右，但我们看好公司中泰资管未来的成长性，Wind 数据显示，截至 2022 年 12 月 26 日，中泰资管公募非货规模达到 353.54 亿元，较去年四季度末逆势翻倍增长 178.86 亿元，此外公司参股万家

基金 49%股权未来有望持续贡献业绩。

财富管理方向上，我们建议重点关注互联网财富管理转型的东方财富(300059.SZ)。业务结构上，公司代销金融产品收入（金融电子商务服务业务）、证券业务收入占营业收入比重分别为 39%、59%，且公司作为互联网金融服务平台龙头公司，在证券业务及基金代销业务上实现流量变现，具有低成本客户引流优势，在市场环境向好情况下弹性相对较大。此外，建议关注中小券商浙商证券（601878.SH），公司在传统券商中金融产品代销占经纪业务比重（29.34%）位于传统券商中第一。

除以上单项业务特色突出券商外，我们综合各项业务的结构以及业务转型进展方面，我们建议关注业务结构良好的兴业证券（601377.SH）、招商证券（600999.SH）。2021 年兴业证券资管、经纪业务占营收比重分别为 31%、22%，2021 年招商证券资管业务利润贡献占比约 20%，资管、经纪收入占比分别为 10%、31%。

投行业务方向上，我们认为注册制下投行头部集中趋势或将加强，建议重点关注中信建投（601066.SH）和中金公司（601995.SH），主要考虑以下三方面因素：（1）这两家券商的投行业务处于行业领先水平，2021 年中信建投、中金公司投行业务手续费净收入分别为上市券商第三位、第二位，截至 2022 年 12 月 26 日，中信建投、中金公司 IPO 承销规模分别位于行业第二位、第三位，且中信建投投行业务毛利率处于行业较高水平，中信建投、中金公司 2021 年投行业务毛利率分别为 53.2%、39.0%；（2）全面实施注册制预期下，投行业务头部集中趋势有望加强，这两家券商 IPO 业务预计具备较好成长性；（3）业务结构方面，中信建投、中金公司投行业务收入占比均为行业内较高水平，2021 年中信建投、中金公司投行业务收入占比分别为 24.20%、23.27%，我们认为这两家券商全面注册制实施预期带来的弹性也相对较大。

4.2 重点股票推荐

4.2.1 中信证券（600030.SH）：业绩增长稳健，行业龙头地位稳固

2022 年前三季度业绩：营业收入 498.21 亿元，同比下滑 13.82%，归母净利润 162.18 亿元，同比下滑 6.11%，基本每股收益 1.11 元/股，同比下滑 18.38%，加权平均净资产收益率 6.80%，同比减少 2.54 个百分点。

投资要点：（1）公司资本实力雄厚，经营业绩领先且稳健，行业龙头地位稳固。在打造航母级头部券商的政策支持下，是首要受益标的。（2）公司各项业务均处于市场领先地位，公司资管、自营、财富管理转型在行业转型变革中具备领先优势。（3）公司持有华夏基金 62.20%的股权，有望持续享受公募基金发展红利。在居民理财需求日益增长、公募基金扩容趋势下，华夏公募基金规模有望继续保持扩张态势，业绩有望持续高速增长。（4）公司财富管理转型加速推进。公司作为第二批基金投顾业务获批试点券商，基金投顾业务业绩后来居上。（5）配股如期落地。公司配股如期落地，有利于公司进一步增强资本实力并改善公司各项风险监管指标，有利于公司资本中介业务、资管业务及科技赋能等方面的发展，有利于公司增强境内外综合实力，全方位完善与提升业务布局，积

极参与国际竞争。

盈利预测与投资评级：预计 2023、2024 年实现归母净利润 296.16 亿元、329.79 亿元，根据测算的公司未来业绩增速情况，假设公司中长期 ROE 水平稳定在 11%左右，我们认为给予公司 2023 年 1.3-1.5 倍 PB 较为合理，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动风险；业务整合发展不及预期；海外业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期。

4.2.2 东方财富（300059.SZ）：流量持续变现，经纪业务规模效应优势突出

2022 年前三季度业绩：营业总收入 95.61 亿元，同比下滑 0.78%，实现归属于上市公司股东净利润 65.94 亿元，同比增长 5.77%，基本每股收益 0.51 元/股，同比增长 2.00%，加权净资产收益率 11.45%，同比下滑 5.29 个百分点。

投资要点：（1）受益互联网平台流量变现，经纪业务规模效应突出。公司是互联网金融服务平台龙头公司，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，形成了公司的核心竞争力。互联网经纪业务较低的边际成本，公司费用增速大幅低于收入增速。依托“东方财富网”流量红利，公司在未来一定时期内仍将享受低获客成本，规模效应有望持续凸显。在持续受益“东方财富网”平台流量优势的基础上，随着东方财富证券资本实力不断增强，公司以经纪和信用（两融）为核心的证券业务将加速扩张。（2）受益于市场机构化提速、基金规模扩张。公司主要通过旗下天天基金开展基金代销业务，在市场机构化提速、基金发行规模持续扩大的背景下，公司基金代销业务拥有可观的增长空间。（3）公司经纪业务与产品代销业务具备高弹性且相互促进。

盈利预测与公司评级：预计公司 2023 年、2024 年分别实现归母净利润 103.13 亿元、125.43 亿元，公司为互联网金融服务公司，规模效应下业绩持续高增可期，给予公司 2023 年 40-45 倍 PE 较为合理，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动；行业交易佣金率大幅下行；互联网金融平台流量大幅下降；资本市场改革进度低于预期。

4.2.3 中信建投（601066.SH）：投行业务行业领先，有望充分受益全面注册制改革

2022 年前三季度业绩：营业收入 227.03 亿元，同比增长 10.15%，实现归属于上市公司股东净利润 64.37 亿元，同比下滑 11.32%，基本每股收益 0.75 元/股，同比下滑 15.73%，加权净资产收益率 8.71%，同比减少 2.67 个百分点。

投资要点：（1）公司为投行业务特色券商，有望充分受益全面注册制改革。公司投行业务占营收比重较高，为具有投行业务特色的券商，公司投行业务业内领先，未来全面注册制改革及投行业务头部集中趋势加强下，公司未来投行业务业绩增长空间较大，业务结构上的优势也会给公司带来相对较大的业绩弹性。（2）公司积极推进财富管理转型。财富管理转型方面，上半年在权益类市场大幅波动、基金代销遇冷不利因素影响下，公司非货币公募基金保有量仍较去年年末增长，上半年末非货币公募基金保有量 764 亿

元，同比增长 22.04%，位居同业第 4 位。（3）证券私募资管业务规模较为稳定，正加快布局公募基金业务。公司正稳步推进资管业务发展，上半年，一方面，公司圆满完成保证金产品公募化改造并正式恢复签约，固定收益类、权益类等类型产品规模稳步增长；另一方面，公司有序推进资管子公司设立工作。上半年公司继续增持中信建投基金 25%的股权至 100%持股，全资控股中信建投基金，未来有望不断丰富产品体系，增强核心竞争力和产品影响力，有望为公司业绩贡献增量。

盈利预测与公司评级：预计公司 2023 年、2024 年分别实现归母净利润 130.43 亿元、145.99 亿元，公司为投行业务特色券商，给予公司 2023 年 2.5-2.7 倍 PB 较为合理，看好公司未来全面注册制实施下公司业绩的成长空间，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动；行业交易佣金率大幅下行；资本市场改革进度低于预期。

4.2.4 东方证券（600958.SH）：立足上海区位优势明显，资管公募化时代受益者

2022 年前三季度业绩：营业收入 120.26 亿元，同比下滑 36.17%，归母净利润为 20.02 亿元，同比下滑 53.66%，基本 EPS 为 0.24 元，同比下滑 58.62%，加权平均 ROE 为 2.79%，同比下滑 4.51 个百分点。

投资要点：（1）立足上海区位优势明显，受益于上海国际金融中心建设。公司立足于上海，上海人均 GDP、居民人均可支配收入在国内均处于较高水平，民众参与资本市场意愿较强，投资者数量庞大。良好的区位发展优势和政策支持环境有利于公司未来各项业务特别是高净值客户服务业务的提升，有利于公司资产管理业务继续做大做强。（2）资产管理行业的领跑者，资管公募化时代受益者。公司为资产管理行业的领跑者，在打造上海全球资管中心背景下，公司资管业务面临较大发展机遇。券商资管逐步进入公募化时代，公司资管业务处于发展较为成熟阶段，且公司始终立足资产管理行业本源，主动管理比例接近 100%，公司资管业务基本无转型压力，公募基金业务将成为公司资产管理业务新的增长点。（3）配股夯实资本实力，利于提升公司核心竞争力。

盈利预测与公司评级：预计 2023 年、2024 年归母净利润分别为 45、54 亿元，考虑到财富管理趋势下，公司未来长期业绩成长空间可期，给予公司 2023 年 1.5-1.8 倍 PB，给予公司“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动风险；行业交易佣金率大幅下行；资管业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期。

5 风险提示

宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷；二级市场大幅波动；存量资管项目爆发风险事件；信用违约风险；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438