

信义山证汇通天下

证券研究报告

证券

证券行业年度策略

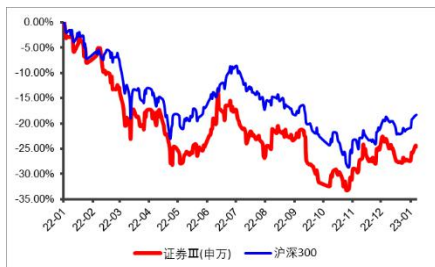
领先大市-A(维持)

莫道浮云终蔽日，严冬过尽绽春雷

2023年1月12日

行业研究/行业年度策略

证券板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600030.SH	中信证券	增持-A
601456.SH	国联证券	买入-A
600958.SH	东方证券	增持-A
600109.SH	国金证券	增持-A
000728.SZ	国元证券	增持-A
600909.SH	华安证券	增持-A

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

投资要点：

➤ **服务实体经济是证券行业存在的基石。**证券公司聚焦服务实体经济是中国特色资本市场的重要表现之一，2022年10月，多家证券公司密集发布服务实体经济成果。注册制体系下制度重构，证券行业存量博弈启幕，因势因时而动，在高阶市场化竞争阶段，证券公司回归到以定价与销售为核心的业务本源，苦练内功深挖潜力。

➤ **投行是证券公司服务实体经济的最前站。**全面注册制改革渐行渐近，2023年全面注册制有望落地，科创板和创业板成为A股IPO市场的主力。投行业务持续扩容，IPO融资规模连续增长，模式向陪伴式投行转变，资本化加速。监管设置新“准绳”，引导投行业务做精做优。未来投行有望成为政策利好最多的细分业务之一。

➤ **大财富管理破局在路上。**财富管理迈向代销金融产品阶段，向买方中介艰难探索。未来需要持续打造三种能力，一是丰富金融产品货架，提升资产配置和产品研究能力，打造基于证券公司特色的基金投顾体系；二是精准KYC，建立客户全景视图，打造标准化、专业化的客户服务流程，精细化客户运营；三是构建数智化的财富管理价值链。利用金融科技打造业务线上化、数字化和智能化，打造专属品牌，进一步提升客户体验。资产管理业务连接投资端和融资端，公募基金业务发展迅速，财富管理具备优势的证券公司拥有较宽的护城河。

➤ **资本驱动型业务分水岭显现。**因扩表业务的快速发展，部分证券公司风控指标逼近监管线，多家中小券商IPO排队中，上市证券公司再融资补血，资本驱动型是增资的主要投向。2023年伊始，证监会在首次新闻发布会上对上市证券公司再融资表态，要求证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，投资业务拖累业绩，分化加剧。

➤ **板块估值处于历史低位，看好投行和财富管理具备优势的个股。**证券行业市场表现受宏观政策和信用环境、市场流动性影响较为提前，从当前环境看，各项稳增长政策频出，助推宏观经济稳健修复，降准降息等货币宽松政策提升市场风险偏好，降费及两融标的扩容增强活跃度，个人养老金制度正式启动，吸引长期资金入市。从近几年证券板块走势来看，证券板块估值持续走低，行业级别的行情呈现涨幅小、时间短的特点。经过2022年的调整，目前估值已处于历史底部，同时受市场环境压制，业绩受到一定影响，预计全年业绩将出现下滑，迎来估值和基本面底部。但个股分化严重，证券公司

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



的核心竞争力和业绩水平与个股二级市场表现相关性逐渐增强，战略看多投行和财富管理具备优势的个股。推荐中信证券、国联证券、东方证券、国金证券、国元证券、华安证券。

➤ **风险提示：**二级市场大幅下滑、疫情影响超出预期、政策推行不及预期。

目录

1. 服务实体经济是证券行业存在的基石.....	6
2. 投行是证券公司服务实体经济的最前站.....	8
2.1 全面注册制改革渐行渐近.....	8
2.2 投行业务持续扩容.....	9
2.2 向陪伴式投行转变，资本化加速.....	10
2.3 投行业务迎来新“准绳”，助力做精做优.....	11
3. 大财富管理破局在路上.....	12
3.1 财富管理迈向代销金融产品阶段.....	12
3.2 财富管理向买方中介艰难探索.....	14
3.3 向买方转型是财富管理的必由之路.....	16
3.4 资产管理业务连接投资端和融资端，公募基金业务发展迅速.....	17
4. 资本驱动型业务分水岭显现.....	17
4.1 资本驱动型是增资的主要投向，监管要求走资本节约型新路.....	18
4.2 投资业务拖累业绩，分化加剧.....	19
5. 政策暖风，提升证券业景气度.....	21
5.1 个人养老金制度正式启动，吸引长期资金入市.....	21
5.2 两融标的扩容，增加市场流动性.....	22
6. 投资策略.....	23
6.1 行情复盘：估值底部，向上动能较强.....	23
6.2 基本面：业绩底部，触底回升.....	24
6.3 行业盈利预测.....	25
6.4 聚焦特色精选个股.....	26
6.4.1 行业策略.....	26
6.4.2 精选个股.....	27

7.风险提示.....	29
-------------	----

图表目录

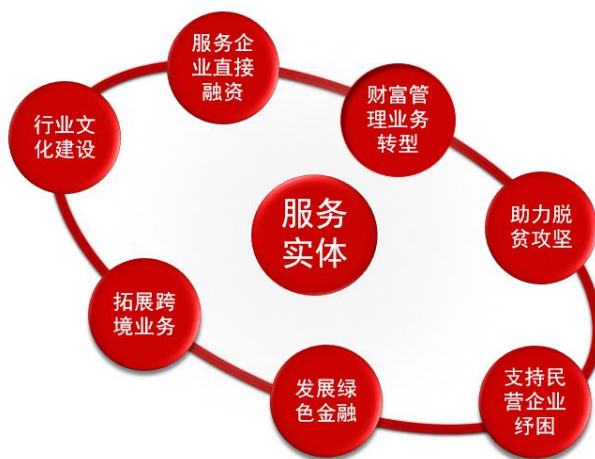
图 1： 证券公司服务实体经济体系.....	6
图 2： 注册制市值及家数占比（亿元/%）	9
图 3： 科创板、创业板及北交所占 IPO 比重（亿元/%）	9
图 4： IPO 融资规模及占比.....	10
图 6： 科创板成交金额统计.....	11
图 7： 科创板做市标的数量.....	11
图 8： 经纪业务收入与成交额对比.....	13
图 9： 两市日均成交额.....	13
图 10： 2022 年上半年代销金融产品收入占比前二十.....	13
图 11： 公募基金发行份额.....	14
图 12： 发行份额占比对比.....	14
图 13： 高盛集团财富管理服务体系.....	14
图 14： 基金投顾展业方式对比分析.....	16
图 15： 2022 年前三季度资管业务收入（亿元）	17
图 16： 基金收入贡献较大的上市券商（亿元）	18
图 17： 机构投资者持股比例.....	21
图 18： 外资持股市值及持股比例.....	21
图 19： 沪深两市融资余额占比.....	22
图 20： 国外投行估值中枢.....	23
图 21： 申万一级行业涨跌幅.....	23

图 22: 板块估值处于历史底部.....	24
图 23: 证券板块近一年二级市场走势.....	24
图 24: 证券板块重仓持股比例.....	24
表 1: 各证券公司服务实体经济, 助力高质量发展主要方式及成果.....	6
表 2: 全面注册制改革相关会议.....	8
表 3: 承销金额集中度对比.....	11
表 4: IPO 项目储备情况.....	12
表 5: 基金投顾业务试点资格获批券商名单 (截至 2022 年中期)	15
表 6: 基金投顾业务展业情况.....	15
表 7: 部分证券公司基金投顾品牌.....	15
表 8: 2022 年证券公司再融资情况.....	18
表 9: 科创板跟投统计.....	20
表 10: 上市券商 2022 年前三季度经营业绩.....	25
表 11: 证券行业盈利预测.....	25
表 12: 重点推荐公司估值盈利预测.....	29

1. 服务实体经济是证券行业存在的基石

证券公司聚焦服务实体经济是中国特色资本市场的重要表现之一。党的“二十大”要求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。证券公司作为资本市场的“看门人”，是连接实体经济和资本市场最重要的纽带，为高效构建国内国际双循环相互促进的新发展格局贡献金融力量。据中国证券业协会数据，2022年前三季度，证券公司服务实体经济直接融资达4.48万亿元，服务301家企业实现境内首发上市。同时，积极参与多层次资本市场建设，聚焦服务科技创新企业。主动融入碳中和等国家战略，为绿色金融发展注入持续动力。根据监管最新发声，未来中证协将建立完善评价行业服务实体经济指标体系，持续引导行业把发展的着力点放在服务实体经济上。

图 1：证券公司服务实体经济体系



资料来源：中证协，山西证券研究所

多家证券公司密集发布服务实体经济成果。2022年10月末，广发证券、中金公司、中信证券等多家证券公司发声支持服务实体经济，服务方式及服务成果主要集中于企业直接融资需求，紧跟国家区域战略，资金投向国家重点战略行业，响应双碳目标服务绿色低碳企业、助力乡村振兴及发展普惠金融等领域。

表 1：各证券公司服务实体经济，助力高质量发展主要方式及成果

证券公司	直接融资	区域战略	战略性行业	绿色低碳	乡村振兴及普惠金融
广发证券	直接融资额超 8500 亿元	服务大湾区	资金导向科技创新、先进制造、绿色低碳、聚焦新一代信息技术、生物医药、智能制造等行业	发行绿色债券 1380 亿元、投资环保相关债券 157 亿元	结对帮扶 3 个原国家级贫困县、累计公益支出超 2 亿元

申万宏源	股权融资超 260 亿元、 债券主承销超 1800 亿元		主承销国家科技自强 战略债券超 65 亿元、 设多只“专精特新” 重要产业基金	助力发行全国最大的 “碳中和”CMBS 产品	财富管理服务 3000 余 家小微企业、“会宁 方案”入选国家级帮 扶推荐案例
国元证券	股权融资 96.41 亿元， 债券融资 169.28 亿元		新设新能源基金 9.42 亿元、另类股权投资 新增投资 3.58 亿元	保荐两家绿色产业公 司上市	推荐 169 家企业在区 域股权市场挂牌
国信证券	累计 IPO 近 2000 亿 元、前三季度，股权 融资 220 亿元、债券 融资超 1700 亿元	累计服务大湾区企业 股权融资 1213 亿元、 债权融资近 2400 亿元	投向新一代信息技 术、高端装备、新材 料、节能环保、生物 医药、新能源、健康 医疗、半导体等领域	绿色股权融资项目近 80 亿元、绿色债券融 资项目近 300 亿元	“保险+期货”项目总 承保货值 6 亿元。为 超过 1300 客户提供财 富管理服务
中国银河	前三季度境内外融资 3100 亿元		前三季度北交所承销 规模市场第二	参与首批碳中和 ETF 基金做市	期货衍生品工具服务 中小微企业 592 家
中信建投	前三季度直接融资 1.08 万亿元		主要投向新材料、高 端装备、新能源、绿 色环保、新一代信息 技术领域	前三季度主承销绿色 债券 390 亿元、服务 绿色产业相关企业股 权融资 356 亿元	民企债券融资 683 元、 “债券发行+信用保 护合约创设”、前三 季度主承销乡村振兴 债 18 亿、“保险+期 货”承保 10 亿
中信证券	境内股权承销 2609 亿 元、境内债券承销 1.17 万亿元		主要投向新能源、半 导体、新材料、先进 制造、新型医疗器械 等、高端化工、太阳 能电池、工业互联网、 智能驾驶等领域	承销绿色债及碳中和 债 442 亿元	承销乡村振兴债券 49 亿
华泰证券	前三季度直接融资超 8000 亿元			前三季度承销绿色债 券 152.06 亿元	
中金公司	前三季度累计完成直 接融资超 2.7 亿元		前三季度科创企业股 本融资 2315 亿元		助力中小微企业融资 超 1700 亿元
海通证券	前半年服务实体经济 (含地方政府债) 4.1 万亿元	成立长三角 G60 科创 走廊科技成果转化基 金 100 亿元。设立长 三角地区战略性网点		十年来发行绿色债券 规模超 3000 亿元	
国泰君安	前三季度完成股权融 资 6677 亿元、债权融 资 6118 亿元	成立粤港澳大湾区协 同发展委员会、在长 三角设立首期规模 80 亿元的科技前沿产业 基金、积极服务京津 冀协同发展		前三季度发行绿色金 融债券 783 亿元、FICC 碳金融业务前三季度 交易量超 340 万吨	风险管理客户权益超 1000 亿，“国泰君安 避险”前三季度权益 类累计成交额超 1100 亿、君弘 APP 用户数 3870 万户，华安基金 公募 AUM 超 5600 亿

资料来源：Wind、山西证券研究所

2. 投行是证券公司服务实体经济的最前站

2.1 全面注册制改革渐行渐近

2023 年全面注册制有望落地。全面实行股票发行注册制是十四五规划和 2035 年远景目标纲要提出的目标之一，也是我国资本市场生态体系深化改革中的重点任务之一。从 2018 年宣布设立科创板并试点注册制以来，我国股票发行制度从过去的核准制向着注册制大步迈进。各项政策加速落地，2019 年科创板在上交所开市，注册制试点正式开启，2020 年，深交所创业板开启注册制试点，2021 年北交所正式成立，多层次资本市场体系更加完善。2021 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，要抓好要素市场化配套综合改革试点，全面实行股票发行注册制。2022 年 12 月，证监会贯彻学习中央经济会议精神大会上要求深入推进股票发行注册制改革，突出把选择权交给市场这个本质，放管结合，提升资源配置效率。2023 年全面注册制有望落地，或将成为证券公司投资主线之一。

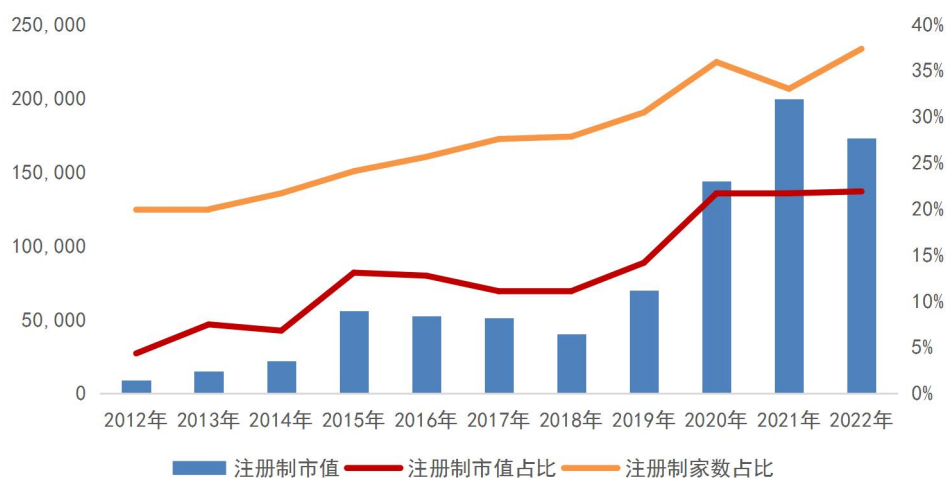
表 2：全面注册制改革相关会议

时间	会议	注册制相关内容
2021 年 12 月	中央经济工作会议	抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制
2022 年 1 月	证监会系统工作会议	进一步完善以信息披露为核心的注册制安排，突出主板改革这个重中之重，加快推进发行监管转型
2022 年 3 月	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要	深化金融供给侧结构性改革，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制
2022 年 3 月	2022 年政府工作报告	全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。
2022 年 4 月	上市公司协会第三届会员大会	以全面实行股票发行注册制为契机，进一步增强发行上市、再融资、并购重组等基础制度对科技创新的适配性
2022 年 6 月	国家金融与发展实验室注册制改革研讨会	全面注册制改革，应以发挥市场机制功能为根本目标，加强基础性制度建设
2022 年 8 月	证监会主席易会满《求是》杂志文章《努力建设中国特色现代资本市场》	以注册制改革试点为“牛鼻子”撬动资本市场基础制度大变革，在改革方向和理念上，充分体现坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征的三原则
2022 年 11 月	易会满 2022 金融街论坛年会主题演讲	坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征 3 个原则，突出把选择权交给市场这个本质，建立了以信息披露为核心、全流程公开透明的发行上市制度。坚持放管结合，加强事中事后监管，加强审核注册质量把关，统筹一二级市场适度平衡，强化拟上市企业股东信息披露穿透核查等。从注册制试点情况看，市场各方总体上是认可的，获得感也是强的
2022 年 12 月	证监会贯彻学习中央经济会议精神	深入推进股票发行注册制改革，突出把选择权交给市场这个本质，放管结合，提升资源配置效率

数据来源：证监会、中国政府网、上市公司协会，山西证券研究所

注册制已经初具规模。截止 2022 年 12 月末，已经有 1075 家注册制上市公司。其中，科创板上市公司达 501 家，总市值达到 5.82 万亿；创业板上市公司数量共计 1232 家，注册制后上市的企业为 412 家，总市值达到 11.27 万亿；北交所有 162 家企业，总市值达到 2110.50 亿元。采用注册制的板块上市公司数量和上市公司总市值不断提高，已经成为中国多层次资本市场的重要支柱。

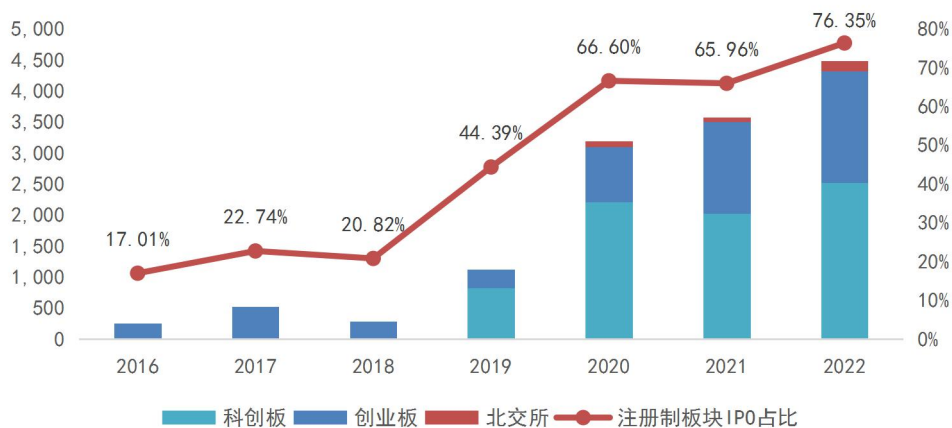
图 2：注册制市值及家数占比（亿元/%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

科创板和创业板成为 A 股 IPO 市场的主力。在全面注册制的支持下，优质的新兴产业公司在 A 股上市的明显增加，科创板、创业板占 IPO 比重不断提高，2022 年科创板、创业板、北交所 IPO 规模达到整体 IPO 规模的 76%，注册制成为高新科技产业上市公司主要融资渠道。随着全面注册制的渐行渐近，预计 2023 年股权融资规模尤其是 IPO 融资规模仍将保持增长趋势，证券公司受益于注册制改革带来的市场扩容，迎来业绩增量。

图 3：科创板、创业板及北交所占 IPO 比重（亿元/%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2 投行业务持续扩容

IPO 融资规模持续增长。IPO 规模从 2018 年的 1378 亿元提升到 2022 年的 5869 亿元，规模增长了近 3 倍，同时在股权融资中的占比不断提升，2022 年占比达到 34.76%，成为实体经济重要的融资工具。在全球

宏观经济整体低迷的情况下，2022 年 A 股 IPO 领跑全球，上交所、深交所的 IPO 融资额分别为 3589 亿元、2115 亿元，融资额分列全球第一和第二。证券公司积极支持高新技术，战略新兴产业的发展，同时也受益于全面注册制改革，为投行业务带来很多机遇。

图 4：IPO 融资规模及占比



图 5：全球各个交易所 2022 年 IPO 融资额

上交所与深交所领先各环球证券交易所，融资额分别位列第一第二位，港交所凭借两只超大型新股位列第四



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：德勤，山西证券研究所

投行收入独树一帜。2022 年股权承销募集资金 1.60 万亿元，同比下滑 13%，债券承销规模 10.05 万亿元，同比下滑 6%。前三季度证券行业实现承销保荐业务净收入及财务顾问业务净收入合计 492.24 亿元，同比增长 6.29%，上市券商合计实现投资银行业务净收入 429.98 亿元，同比增长 5.35%，是所有业务中唯一增长的业务。其中国元证券增长 82.23%，增速最高，其次为国联证券、国金证券和中信建投，投行业务收入增速在 30% 以上，投行业务收入前十位的上市券商均实现投行业务增长，中信证券、中金公司、中信建投、海通证券、国泰君安分别增长 11.11%、12.66%、31.62%、8.76% 和 28.61%。

2.2 向陪伴式投行转变，资本化加速

投行业务服务链条拉长。科创板注册制试点等推动投行业务的服务不仅仅在传统承销保荐，投行服务链条拉长，围绕优质企业提供全业务链相关服务，需要更强的投资能力、销售能力、研究能力，同时需要较强的风险识别、防范、化解能力更多是证券公司整体机构服务能力的竞争，建立陪伴式投资银行服务体系，引导建立中国特色的估值体系，更好落实高水平科技自立自强、建设现代化产业体系等战略部署

集中度提升、资本化明显。头部券商在项目储备及综合服务能力上优势明显，2022 年股权及债权承销规模集中度继续提升，股权承销 CR5 较 2021 年提升 1.10pct 到 61.29%，其中 IPO 承销规模集中度提升 2.48pct 至 57.92%；债券承销 CR5 较 2021 年提升 2.55pct 至 51.56%。同时“投行”+“投资”的联动更加频繁，投行业务资本化明显，科创板跟投为证券公司贡献业绩的基础上也加大了业绩波动，投行与服务企业的联动更加紧密。

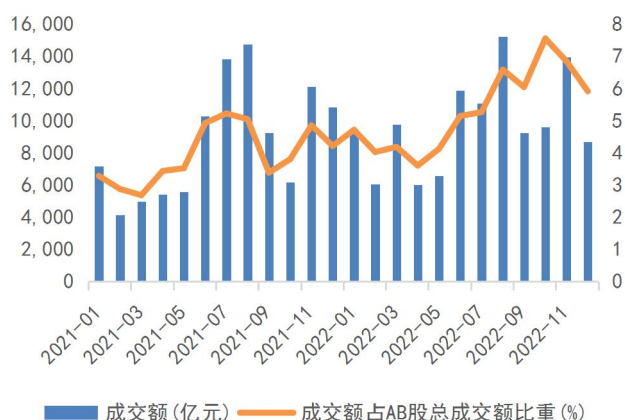
表 3：承销金额集中度对比

单位：%	股权融资		IPO		增发		债券	
时间区间	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
CR5	61.29%	60.19%	57.92%	55.44%	65.58%	58.36%	51.56%	49.01%
CR10	74.12%	72.26%	74.04%	71.70%	77.00%	70.58%	66.88%	67.21%

数据来源：Wind、山西证券研究所

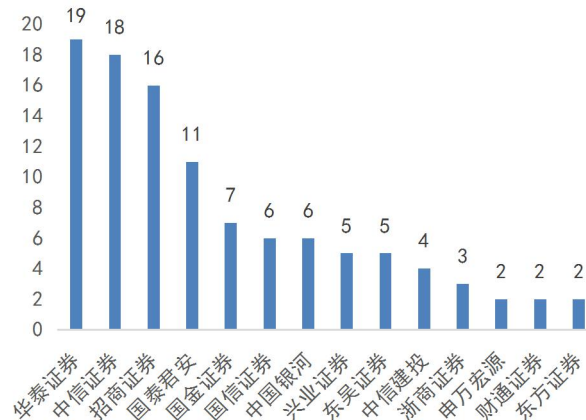
科创板做市业务落地，增厚券商收益。2022 年 10 月 28 日，中证金融公司、上交所、中国结算联合发布实施《科创板做市借券业务细则》，首批科创板做市商于 10 月 31 日正式开展科创板股票做市交易业务。从科创板正式运行以来，已有近两月，从对板块的活跃提升来看，科创板成交量随着科创板上市公司数量的不断增多，交投活跃持续提升，成交额及占 A 股成交额的比重在 11 月均较 10 月有较大提升。从做市商来看，中信证券、招商证券和华泰证券等几家头部券商扩容速度较快，华泰证券、中信证券、招商证券和国泰君安证券做市标的数量居前，分别有 19 只、18 只、16 只和 11 只。随着科创板成交活跃度提升，未来科创板做市业务会不断增大，科创板做市也给券商投行承揽带来更多机遇，头部券商在资本实力、券源储备、合规风控等能力上具备优势，有助于提升客户的服务黏性。同时促进自营业务向代客服务的做市交易转型，有利于改善券商业绩的稳健性。

图 6：科创板成交金额统计



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：科创板做市标的数量



数据来源：上交所，山西证券研究所

2.3 投行业务迎来新“准绳”，助力做精做优

监管引导投行业务做精做优。2022 年 12 月，中证协发布《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》以业务项目执行和专业操守执行为评价基础，从评价范围、评级指标及内容、评价结果、评价方式四个方面入手，建立投行业务执业质量评价体系，将资本市场“看门人机制”的执行责任落实到具体业务，对“执业质量”的侧重程度相对更高。2022 年 12 月 9 日，中证协发布了 2022 年证券公司投行业务质量评价结果，

其中 A 类 12 家，主要有申万宏源承销保荐、国元证券、中信证券、华泰联合、中金公司、国金证券等。B 类公司 50 家，C 类公司 15 家。这是首份针对券商投行的质量评价，主要是为了进一步构建基于注册制的执业生态，与证监会要求的提高上市公司质量一脉相承。

未来投行有望成为政策利好最多的细分业务之一。未来在全面注册制的推动下，在提高直接融资比例的大方向下，创业板、科创板、北交所快速发展预期下，有望获得更大力度的政策倾斜，也有望成为券商各大业务板块中最具成长性的板块。在此背景下，预计全年融资规模有望继续保持稳定增长，投行业务将成为 2023 年的政策主线。从 IPO 项目的储备情况来看，中信证券、中信建投优势明显，国金证券建立了投行业务的差异化优势。

表 4：IPO 项目储备情况

序号	保荐机构	合计	报审家数(按上市板)				
			上证主板	深证主板	北证	创业板	科创板
1	中信证券	108	25	18	4	38	23
2	中信建投	78	15	11	5	32	15
3	海通证券	66	10	5	5	25	21
4	民生证券	61	7	9	3	30	12
5	国泰君安	50	15	10	0	12	13
6	华泰联合	49	14	5	4	16	10
7	中金公司	45	7	6	1	11	20
8	国金证券	39	10	4	4	15	6
9	招商证券	32	1	7	1	16	7
10	国信证券	26	6	7	1	9	3

数据来源：Wind、山西证券研究所

3. 大财富管理破局在路上

3.1 财富管理迈向代销金融产品阶段

财富管理通道价值逐步下降。受行业佣金率不断下行趋势的影响，中国财富管理行业的通道价值正在逐步下降，2022 年前三季度全行业实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)887.11 亿元，同比下滑 11.36%，日均成交额 9543.48 亿元，同比下降 8.73%，成交量上涨带来的经纪业务增长动能边际减小。从代买收入/全市场总成交额(万分之)的比例来看，从 2013 年的 16.38 下降至 2022Q3 的 5.11，近五年来中枢逐步企稳，下降趋缓，预计将保持相对稳定。

图 8：经纪业务收入与成交额对比

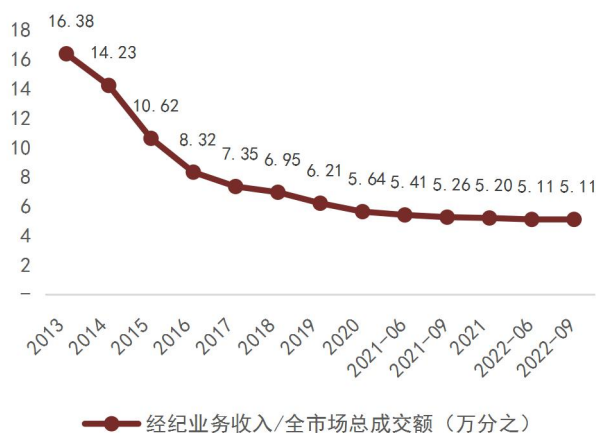


图 9：两市日均成交额

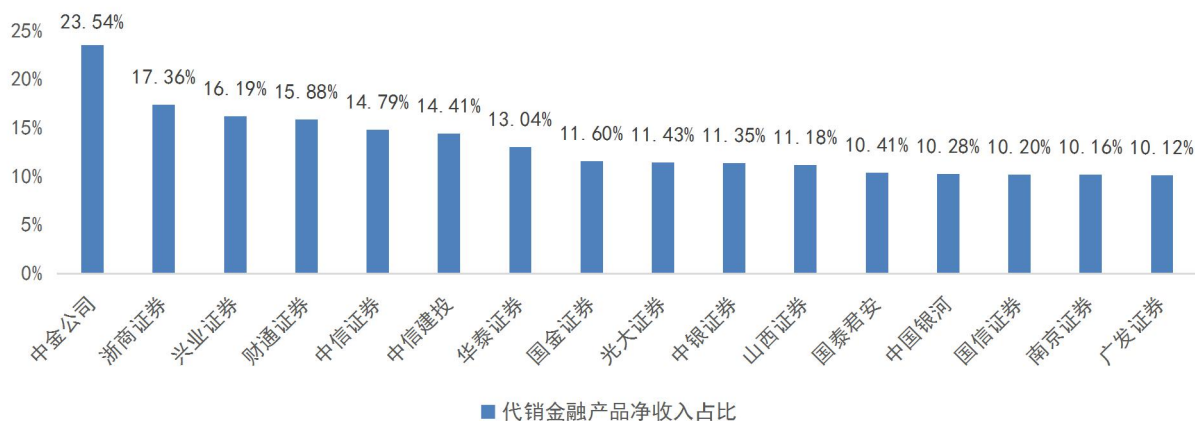


数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：证券业协会，山西证券研究所

代销金融转型模式遭遇瓶颈。代销金融产品是国内证券公司财富管理转型的路径之一。代销业务 2018 年-2021 年复合增长率达到 69.75%，2021 年实现收入 206.90 亿元，同比增长 53.96%，占经纪业务收入的比例提升至 13%，较 2017 年的占比 5%提升了 8 个百分点。2022 年日均成交额为 9215.81 亿元，较 2021 年下降 13%。随着二级市场行情的震荡，2022 年代销金融产品面临挑战。从上市券商 2022 年上半年的情况来看，41 家上市券商合计实现销售金融产品净收入 60.70 亿元，同比减少 25%。代销金融产品收入的下降预计对证券公司经纪业务收入形成压力，全年经纪业务收入小幅下滑。

图 10：2022 年上半年代销金融产品收入占比前二十

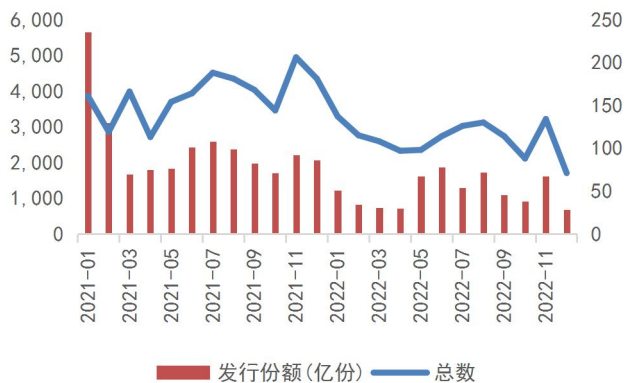


资料来源：上市券商定期报告，山西证券研究所

债券型公募基金扛起发行大旗。2022 年公募基金发行规模大幅下降，但除偏股型基金外，发行规模继续上升。全年发行份额 1.43 万亿份，同比下降 51.40%，其中股票型基金发行份额 1462.35 亿份，同比下降 61.60%，混合型基金发行份额 2491.50 亿份，同比下降 85.06%，而债券型基金发行份额达到 9826.84 亿份，发行份额同比增长 34.40%。展望明年，在经过 2022 年的调整后，公募基金发行规模开始回升，预计将带动

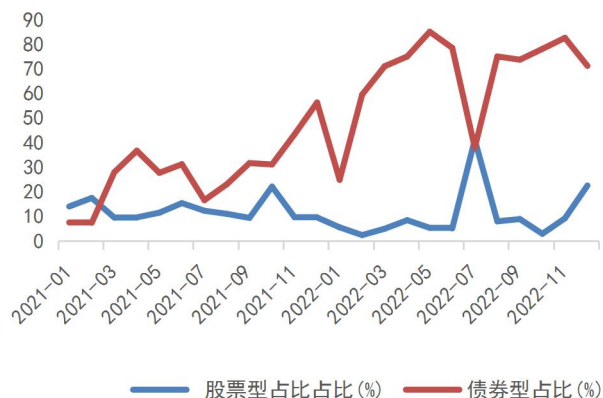
证券公司代销收入的回暖，同时市场活跃度触底回升，交投活跃进一步带动经纪业务。

图 11：公募基金发行份额



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：发行份额占比对比

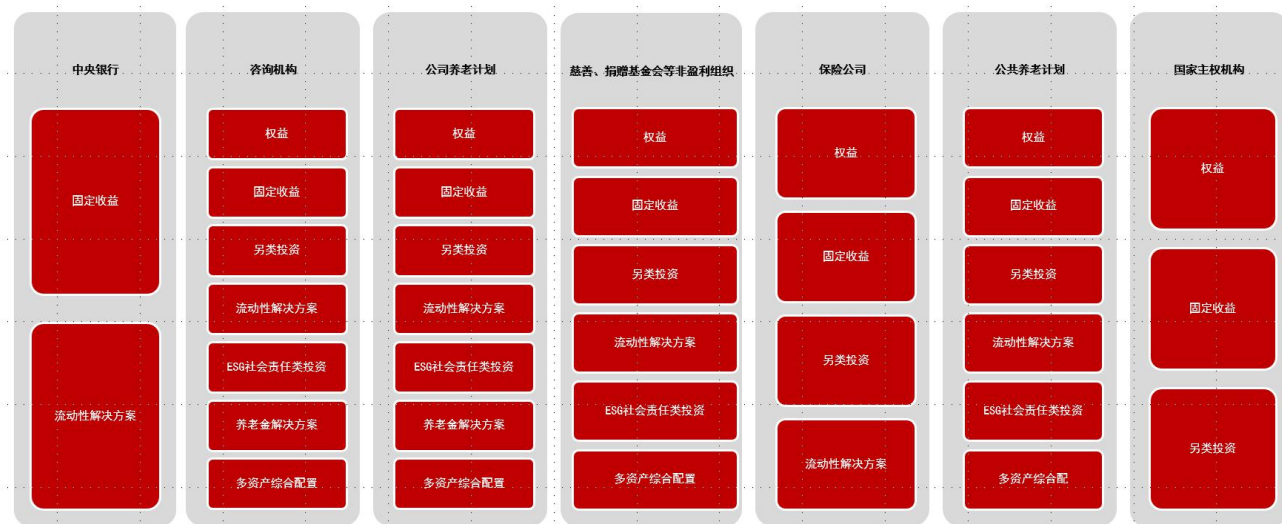


数据来源：证券业协会，山西证券研究所

3.2 财富管理向买方中介艰难探索

国外投行财富管理买方特征明显。从高盛、摩根士丹利的财富管理发展路径来看，一是以客户利益为先的专业化投顾服务能力。二是通过精准的客户分层，提高客户粘性。三是多元化、多策略的产品体系。四是通过组织架构设置和金融科技赋能，打造平台化财富管理综合服务能力。

图 13：高盛集团财富管理服务体系



数据来源：高盛集团官网，山西证券研究所

基金投顾成为向买方中介转型的主要抓手。证券公司开展基金投顾服务本质上在于贯穿“投”“顾”全链条服务，既有投资交易的保驾护航，又有投资顾问的跟踪陪伴，正所谓“三分投、七分顾”。截至 2022 年中，获批基金投资顾问业务的证券公司共 29 家，第一批获批券商主要以大型证券公司为主，2021 年试点

资格名单大幅扩大，2022 年试点名单未新增。有 10 家上市券商在 2022 年中报中披露基金投顾展业情况，华泰证券签约规模最高达 151.36 亿元，但较 2021 年末降低-22.42%，东方证券、中信证券位列前三，签约规模分别为 140 亿元、100 亿元。华泰证券签约客户数 56.33 万人稳居第一，但较年初降低 21.99%，国联证券、东方证券以 20.17 万人、15 万人居于前三。

表 5：基金投顾业务试点资格获批券商名单（截至 2022 年中期）

批次	时间	数量	名单
第一批	2020. 02	7	中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、申万宏源、银河证券、国联证券
第二批	2021. 06	7	中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券
第三批	2021. 07	15	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券、财通证券
合计		29	/

资料来源：证监会，山西证券研究所

表 6：基金投顾业务展业情况

证券名称	2022 半年报		2021 年报	
	签约规模（亿元）	客户数（人）	签约规模（亿元）	客户数（人）
申万宏源	60	100000	30	95000
东方证券	140	150000	基金投顾业务展业	
华泰证券	151. 36	563300	195. 11	722100
中信证券	100	/	70	90000
山西证券	/	15000	基金投顾展业，推出“小富汇投”基金投顾品牌	
招商证券	43	33400	24	/
国泰君安	34. 18	/	/	
国联证券	74. 13	201700	102. 63	150300
国信证券	56	/	自有型基金投顾业务“国信智投”正式上线	
财通证券	14	25000	0. 9	5800

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

证券公司基金投顾模式各异。证券公司开展基金投顾业务的方式主要有两种，第一种利用自身强大的投研、投资能力及先发优势构建投顾策略组合，打造自身基金投顾品牌，第一批获得试点资格的证券公司均采取第一种方式开展投顾服务。第二种是以东方证券、华宝证券为代表的通道化展业方式，即直接利用牌照吸纳外部大 V 的存续组合，提供通道获得增量客户。在获客渠道上，证券公司多采用以自家 APP 推广的线上存量客户渠道，以营业部、分支机构为试点的线下渠道，与银行、互联网平台合作的增量获客渠道。

表 7：部分证券公司基金投顾品牌

证券公司	基金投顾品牌	获客渠道	证券公司	基金投顾品牌	上线平台
中金公司	A+基金投顾	支付宝	平安证券	安心投	平安证券 APP
中信建投	蜻蜓管家		中银证券	中银伴你投	中银证券 APP

华泰证券	省心投		山西证券	小富汇投	汇通启富 APP
国泰君安	君享投	君弘 APP、支付宝	东兴证券	——	——
申万宏源	星基汇	蚂蚁财富、支付宝	南京证券	——	——
银河证券	财富星	中国银河证券 APP	中泰证券	齐富投	中泰齐富通 APP
国联证券	国联大方向	支付宝	华安证券	鑫易投	
中信证券	信投顾		国金证券	国金 100	财富宝
招商证券	e 招投	招商证券 APP	东方财富证券		
国信证券	国信智投		华宝证券	华宝智选基金投顾	引入外部大 V
兴业证券	——	——	华西证券	——	——
东方证券		东方赢家 APP	华创证券	——	——
安信证券	安心投		渤海证券	基赢智汇	——
浙商证券	——	——	财通证券		支付宝
光大证券	金阳光管家				

资料来源：公司官网，财联社访谈，公开资料整理，山西证券研究所

图 14：基金投顾展业方式对比分析

	优势	劣势
打造自身品牌	✓ 统一规划，匹配发展战略 ✓ 风格统一，增强企业识别 ✓ 淡化明星效应，防止人才流失	✓ 展业成本、人才能力需求较高 ✓ 配套体系建设 ✓ 增量客户挖掘 ✓ 服务方式、内容、方向存试错成本
引入外部大 V	✓ 明星效应显著 ✓ 增量客户直接获取 ✓ 服务模式、方向形成 ✓ 展业成本较低	✓ 人才流失风险，增量客户粘性不足 ✓ 合规风险 ✓ 风格不同，管理难度

资料来源：山西证券研究所

3.3 向买方转型是财富管理的必由之路

向买方转型要求证券公司提高核心竞争力。理财产品刚性兑付打破，资管行业重新洗牌，急切要求财富管理从卖方中介向买方中介转型，通过组织架构调整，以资产配置与增值、投顾服务、金融科技为抓手，构建高质量客户服务生态圈。一是丰富金融产品货架。提升资产配置和产品研究能力，打造基于证券公司特色的基金投顾体系。二是精准 KYC。建立客户全景视图，打造标准化、专业化的客户服务流程，精细化客户运营。三是构建数智化的财富管理价值链。利用金融科技打造业务线上化、数字化和智能化，打造专属品牌，进一步提升客户体验。

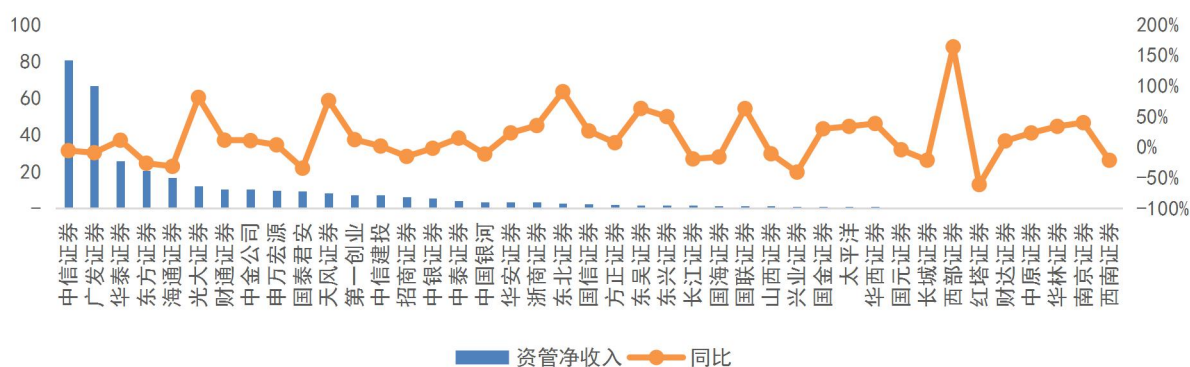
3.4 资产管理业务连接投资端和融资端，公募基金业务发展迅速

资产管理业务作为财富管理生态圈的重要组成部分，是证券公司服务客户的重要手段。随着资管新规过渡期结束，券商积极推动资管业务转型，通过设立资管子公司的形式，加大对资管业务的改革，同时申请公募牌照或控参股基金公司开展基金管理业务。

结构内差异化显著，增速偏离较大。前三季度 41 家上市券商合计实现资管业务收入 336.10 亿元，同比下降 3.92%。25 家上市券商整体资管收入同比增长，7 家增速达 50%以上，西部证券同比增长 164%达到 0.41 亿元，其次为东北证券增长 91%达到 1.47 亿元，光大证券增长 81%达到 12.24 亿元，同时有 4 家前三季度资管收入下滑 30%以上，不同券商间表现出较大的差异化。

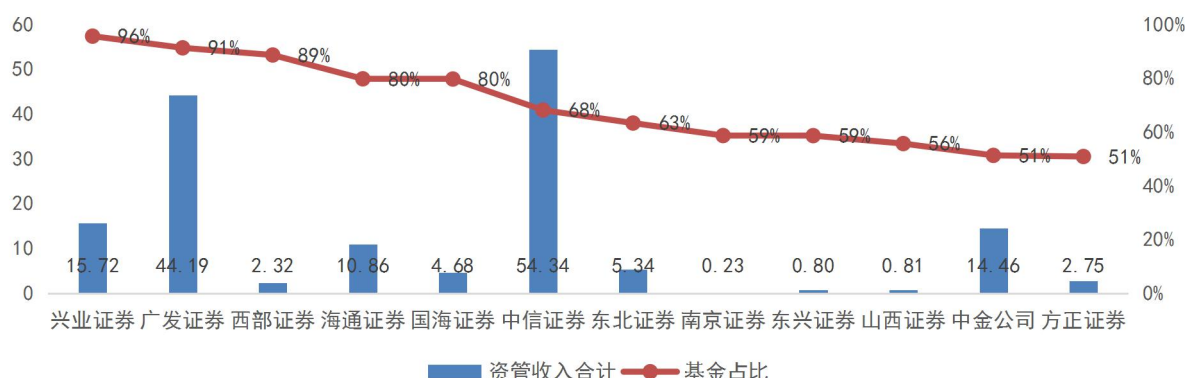
管理规模集中度小幅上升。从绝对规模来看，2022 年前三季度中信证券和广发证券分别实现资管业务收入 85.79 亿元和 73.51 亿元，下滑 6%和 9%，在高基数的基础上，表现较为稳健，前五名券商中华泰证券以 11%的增速居增速首位。从 2022 年中报披露的管理规模来看，中信证券受托管理规模最高，达到 1.6 万亿，前五名合计份额达到 57.90%，相同样本的券商 2021 年受托管理资产总规模的集中度为 57.06%，集中度有小幅的上升。

图 15：2022 年前三季度资管业务收入（亿元）



单一配置到多元化配置的转变，将带动资管行业的发展，同时也需要资管机构提高自身投资能力来满足市场需求。

图 16：基金收入贡献较大的上市券商（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 资本驱动型业务分水岭显现

4.1 资本驱动型是增资的主要投向，监管要求走资本节约型新路

多家中小券商 IPO 排队中，上市证券公司再融资补血。权益非方向性已成为行业共识，场外衍生品等占表型业务快速发展，为部分证券公司带来丰厚的利润，反过来进一步刺激扩表业务的发展，催生了证券公司资本补充需求，部分证券公司风控指标逼近监管线。上市情况来看，目前共有东莞证券、渤海证券、开源证券等 6 家在排队。2022 年，兴业证券、东方证券、国金证券等再融资完成，财达证券、华泰证券等证券公司发布再融资预案。资金主要投向投资交易和资本中介等资本驱动型业务。

表 8：2022 年证券公司再融资情况

时间	公司	方式	流程走向	募集资金/亿元	预案资金投向
2022-12	财达证券	非公开发行	预案	50	证券自营 20 亿元、融资融券 15 亿元、偿还债务及补充营运资本 15 亿元
2022-12	华泰证券	配股	预案	280	资本中介 100 亿元、投资交易 80 亿元、子公司投入 50 亿元，信息技术及内容运营 30 亿元、补充其他营运资本 20 亿元。
2022-11	国海证券	非公开发行	获准	85	投资交易 40 亿元、资本中介 25 亿元、子公司投入 10 亿元、资产管理 5 亿元、其他营运 5 亿元
2022-09	国联证券	非公开发行	预案	70	固收、权益、衍生品交易 40 亿元、信用交易 20 亿元、偿还债务 10 亿元

2022-09	中金公司	配股	预案	270	支持业务发展资本金 240 亿元、补充其他营运资金 30 亿元
2022-08	兴业证券	配股	上市	100.27	融资融券 70 亿元、投资交易 45 亿元、投资银行 18 亿元、信息技术及风控合规投入 7 亿元。
2022-08	长城证券	非公开发行	上市	76.15	资本中介 50 亿元、证券投资 25 亿元、偿还债务 9.64 亿元
2022-05	东方证券	配股	发行	A: 127.15 H: 69.71	投资银行 60 亿元、财富管理与证券金融 60 亿元、销售交易 38 亿元、补充营运资金 10 亿元
2022-04	国金证券	非公开发行	上市	58.17	资本中介 20 亿元、证券投资 15 亿元、对子公司投入 5 亿元、信息技术及风控合规 5 亿元、补充营运资本+偿还债务 15 亿元。
2022-04	财通证券	配股	上市	71.72	投资与交易类 45 亿元、资本中介 20 亿元、投资银行 3 亿元、信息技术及风险合规投入 5 亿元、补充营运资本 7 亿元
2022-04	中原证券	非公开发行	预案	70	资本中介 33 亿元、投资与交易 21 亿元、对子公司增资 8 亿元、信息技术及合规风控 2 亿元、偿还债务及补充营运资本 6 亿元
2022-03	中国银河	可转债	发行	78	投资交易 30 亿元、资本中介 30 亿元、投资银行 10 亿元、其他营运资金 8 亿元。
2022-02	中信证券	配股	上市	A: 223.95 H: 49.3	资本中介 190 亿元、对子公司投入 50 亿元、信息系统建设 30 亿元、其他营运资金 10 亿元。

资料来源：公司公告、山西证券研究所

监管层要求走资本节约型、高质量发展的新路。2023 年伊始，证监会在首次新闻发布会上对上市证券公司再融资表态，要求证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，发挥好资本市场“看门人”作用。对于已上市的证券公司，更应该为市场树立标杆，提高公司治理质效。

4.2 投资业务拖累业绩，分化加剧

投资业务下滑拖累业绩。前三季度上市券商合计实现投资业务收入 595.28 亿元，同比下滑 52.14%，是拖累业绩的主要因素，多数上市券商投资收益均下滑。但同时受投资品种、配置策略和业务发展模式的不同影响，证券公司自营投资业绩分化加大，以非方向化的中性策略为主的券商表现较为稳健，客需型或固收类资产比例高的券商，下滑幅度相对较小。头部券商下滑幅度低于整体，前五名分别为中信证券、中金公司、申万宏源、中国银河、招商证券分别实现自营投资业务收入 124.08 亿元、71.33 亿元、52.56 亿元、48.69 亿元和 45.66 亿元，同比分别下滑 19%、38%、28%、1%和 38%。

资产规模增速放缓。投资业务从权益类扩展到固收、票据、外汇、衍生品等多种类别，业务更加多元化，韧性更强，同时与市场联系也更加强化。截至 2022 年三季度末，上市券商金融投资规模合计 5.31 万亿元，同比增长 15.23%，受市场环境影响权益类投资规模有所放缓，如场外期权和收益互换等投资类资产增长迅速。衍生品收益互换和场外期权保持高速增长，头部券商加强产品创新和客户服务，持续发展衍生品业务，在资本实力、投研实力、定价能力、风险管理等方面具备明显优势，且已抢占转型先机。场外衍生品业务规模快速扩张的基础上，保持较高的集中度，但随着更多的竞争者入局，集中度有一定的下降趋势。

衍生品业务提升整体杠杆率。高盛全球资本市场板块资产占比 70%以上，2021 年杠杆率为 23.79 倍，高于其他业务杠杆，同时国内券商与国际投行相比 ROE 仍有一定差距，主要也是由于杠杆率的差距。未来随着衍生品业务及做市业务的发展，以及服务机构投资者交易需求的能力进一步提升，证券公司杠杆率仍有一定提升空间。

科创板跟投业务进一步分化。从跟投的浮动盈亏来看，2022 年券商创新投资子公司参与科创板跟投项目有 9 家出现浮亏，出现亏损的家数较 2021 年明显变多，复杂市场环境下，项目定价能力、项目储备质量等成为核心能力。预计随着市场的回暖，自营投资业务在 2023 年将有明显的改善，同时将成为分化的关键点，由于低基数原因，中小券商预计弹性更强，头部券商资本实力更强，表现出更强的稳健性。

表 9：科创板跟投统计

机构名称（单位：万元）	2022 年区间盈亏	2021 年区间盈亏	2020 年区间盈亏	2019 年区间盈亏
中信建投投资	49,373.60	97933.28	74245.34	25029.24
中信证券投资	41,448.52	128316.1	90066.36	36593.9
上海东方证券创新投资	25,044.22	5151.22	8348.7	891.25
中国中金财富证券	19,623.39	98266.91	178944.85	41303.56
招商证券投资	16,783.37	32090.72	42153.26	8798.58
国泰君安证裕投资	10,383.50	25537.43	56835.36	23545.67
中泰创业投资	5,923.06	23109.12	1160.15	0
华泰创新投资	4,771.23	50496.74	64176.87	17698.15
安信证券投资	3,206.96	26654.32	19139.47	10600.95
方正证券投资	2,362.23	—	804.11	2610.16
国信资本有限	1,958.95	16503.42	17715.52	17031.38
长江证券创新投资	1,935.60	11362.87	4366.76	561.88
浙商证券投资	158.15	29485.07	6054.32	—
广发乾和投资	-34.93	—	1728.34	6722.32
无锡国联创新投资	-622.08	2343.65	—	—
兴证投资管理	-836.43	40596.39	8002.34	2623.31
西部证券投资	-1,017.66	6553.17	17284.29	—
申银万国创新证券投资	-2,048.55	157.77	12589.7	6166.55
民生证券投资	-2,654.49	80541.37	10092.98	9579.63

国元创新投资	-2,877.09	16501.32	20476.76	--
海通创新证券投资	-5,228.29	76402.76	199271.69	13854.07
东海证券创新产品投资	-5,314.43	--	--	--
合计	162,338.83	768,003.63	833,457.17	223,610.60

数据来源：Wind，山西证券研究所

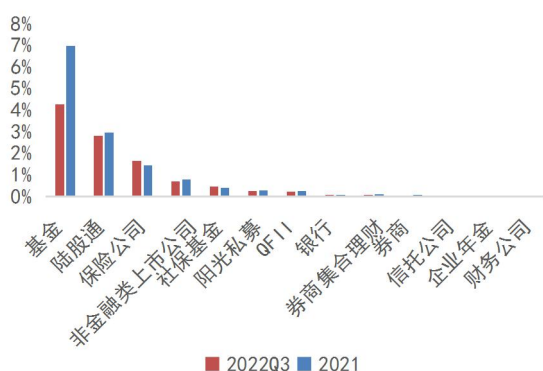
5. 政策暖风，提升证券业景气度

5.1 个人养老金制度正式启动，吸引长期资金入市

个人养老金制度正式启动。人力资源社会保障部、财政部等五部门 2022 年 11 月 4 日联合发布《个人养老金实施办法》。同日，银保监会发布《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》。个人养老金制度进入实质性推动落地阶段，在中国境内参加基本养老保险的劳动者，都可以参加个人养老金制度，每年缴费上限为 1.2 万元，个人养老金资金账户里的资金，可以自主选择购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金等个人养老金产品。

基金迎来新“长钱”。2022 年 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》（以下简称“《养老金规定》”），《养老金规定》对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范，个人养老金可以投资的基金产品应当具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征，包括股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金等类型。个人养老金投资公募基金业务将为资本市场直接融资体系带来新的长期资金，有利于服务国家创新驱动战略，更好服务于实体经济发展，也有利于实现养老金与资本市场良性发展的互动机制。

图 17：机构投资者持股比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：外资持股市值及持股比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

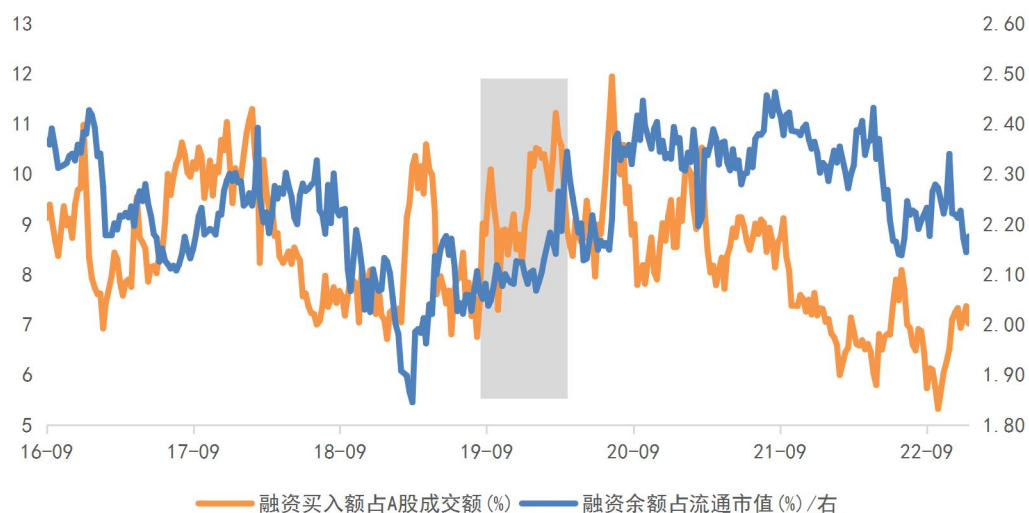
A 股机构化稳步推进。外资、保险、社保基金及银行理财为代表的专业投资机构持续加大权益资产投资规模和比例，截止 2021 年底，计持股市值达到 12.34 万亿，持股比例达到 13.44%。今年以来，由于市场

调整，权益类资产大幅下滑，持股市值有所下滑，截止 2022 年三季度末，合计持股市值 8.11 万亿，持股比例 10.64%。同时，资本市场开放程度越来越高，对外资机构的吸引力不断提升。2019 年以来，我国先后推进 QFII、RQFII 制度改革，放宽外资投资收益汇出的比例限制，不断扩大互联互通市场范围，外资持续流入资本市场。从 2019 年至 2021 年，外资通过沪深港通渠道累计流入 9928 亿元，通过债券通累计流入 10739 亿元。2022 年年初以来，受境内外复杂因素影响，外资流入速度有所放缓，但整体仍呈现正流入态势。

5.2 两融标的扩容，增加市场流动性

沪深交易所扩容两融标的。2022 年 10 月 21 日，沪深交易所分别扩大了融资融券标的股票范围。融资融券业务自 2010 年启动以来，共经历 6 次扩大标的数量，此次扩大标的是自 2019 年 8 月沪深两市实施标的的股票扩大以来，至今已三年有余。对于主板股票和创业板注册制改革前上市的创业板股票，标的的数量由 1600 只扩大至 2200 只，新增 600 只。沪市融资融券标的股票数量由 800 只扩大至 1000 只，扩大后标的股票数量占沪市主板上市公司的数量将由 48%提高至 60%；标的股票流通市值占比将由 89%提高至 95%。深市融资融券标的股票数量由 800 只扩大至 1200 只，主板股票及创业板注册制改革前上市的创业板股票中，标的股票的数量占比将由 35%提高到 52%，标的股票的流通市值占比将由 76%提高至 88%。

图 19：沪深两市融资余额占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

两融资金有助于提高标的股票的定价效率和流动性。2019 年 8 月份，两融标的的股票数量由 950 只增至 1600 只，标的的扩大对于两市的融资交易活跃度、融资规模均有明显的提升效果。标的扩容后，融资买入金额占 A 股成交额的比例在 1 个月内由 7.25%上升至 9.24%；融资余额占流通市值的比例也稳步提升，在 1

年内由 2.06% 上升至 2.35%。此次新增沪深两市标的股票数量较大，合计 600 只，是交易所在继续遵循两融标的的管理原则的基础上，积极回应市场诉求的结果。标的证券的扩大，将有利于进一步满足市场需求，增加市场总体融资交易规模，吸引增量资金入市，促进融资融券业务长期稳健发展。

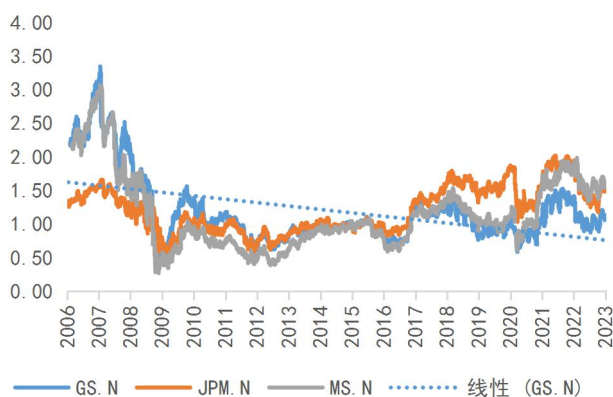
6. 投资策略

6.1 行情复盘：估值底部，向上动能较强

行业估值历史底部，估值保护较高。从海外投行的估值变迁来看，估值中枢下移是经营模式升级，业绩分化的必然结果，不同机构之间同涨同跌不再，由于战略差异、经营策略、核心能力带来的业绩分化进一步推动估值分化。2022 年受金融市场波动影响，证券公司业绩压力较大，在两市成交额及融资融券业务规模收缩，公募基金发行规模下降等因素影响下，非银金融板块持续调整，2022 年累计下跌 21.34%，证券板块累计下跌 27.54%，在申万三级行业中排名第 224 位，全年走势基本与沪深 300 指数相同，且始终弱于沪深 300 指数。由于板块持续调整，估值不断下降，截止 1 月 11 日证券板块估值为 1.20 倍，处于近 5 年的 11.91%，近三年的 9.48%，估值保护较高，向上动能较强。

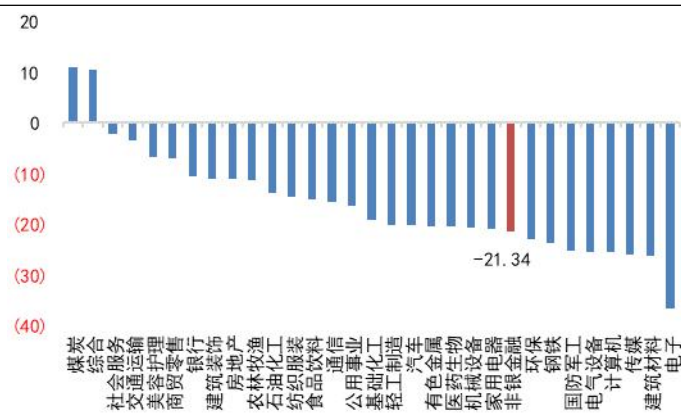
个股表现内部分化，部分中小券商表现一定优势。从板块个股表现来看，2022 年仅有光大证券（1.24%）收涨，其次华林证券跌幅较小（-3.18%），其余券商下跌均在 10% 以上，调整较大的如兴业证券（-37.47%）、广发证券（-34.82%）等多家此前财富管理主线标的，在 2021 年有较为突出表现的上市券商。同时华安证券（-13.32%）、国元证券（-15.16%）、中信建投（-17.63%）等部分券商由于业绩表现相对较好，跌幅较小，相对行业整体有一定超额表现。

图 20：国外投行估值中枢



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 21：申万一级行业涨跌幅



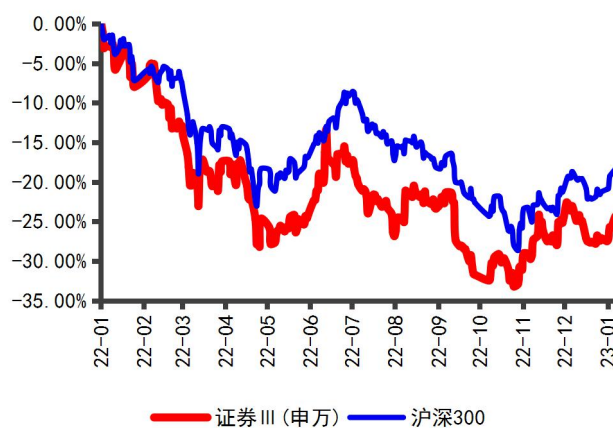
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：板块估值处于历史底部



数据来源：Wind，山西证券研究所

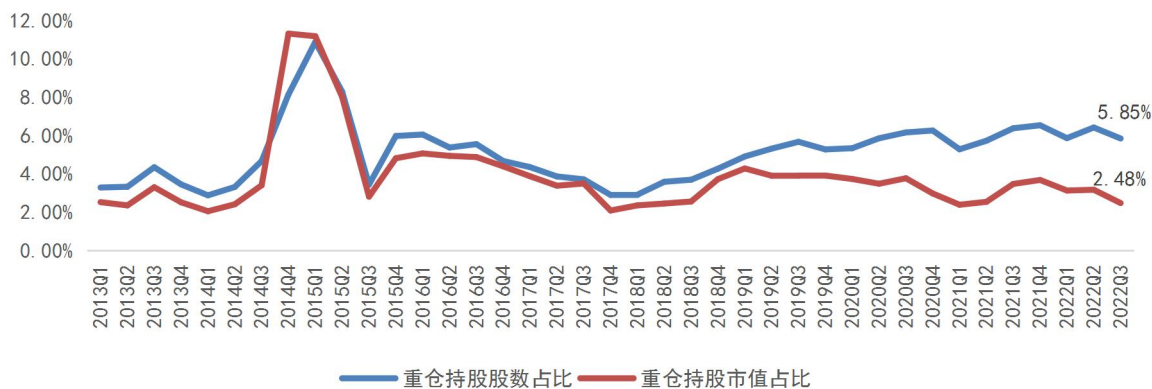
图 23：证券板块近一年二级市场走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

基金持仓比例较低，处于低配状态。基金持仓处于低位，2022 年三季度机构持仓比例为 2.48%，持仓比例持续下降，已经接近 2018 年低点，反转趋势。随着国内宏观经济逐步回暖，市场风险偏好回升，两市成交量放大，以及两融规模的企稳回升，具备提前布局配置价值。

图 24：证券板块重仓持股比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

6.2 基本面：业绩底部，触底回升

投资收益下滑影响业绩，经纪业务占比提升。从行业整体来看，2022 年前三季度全行业实现营业收入和净利润分别为 3042.42 亿元和 1167.63 亿元，同比下降 16.95% 和 18.90%。主要为证券投资收益下滑影响，前三季度全行业实现投资收益（含公允价值变动损益）560.49 亿元，同比下滑 47.32%。前三季度，上市券商合计实现营业收入 3710.38 亿元，实现净利润 1021.25 亿元，同比分别下降 21% 和 31%，平均 ROE 为 3.64%，

下降 3.01 个百分点。合计实现投资业务收入 595.28 亿元，同比下滑 52.14%，经纪业务、资管业务分别实现收入 869.58 亿元和 336.10 亿元，下滑 16.41% 和 3.29%，投行业务实现收入 429.98 亿元，同比增长 5.35%，为唯一正增长的业务。经纪、投行、资管、投资业务分别占比 29.23%、14.45%、11.30%、20.01%，经纪业务占比提升 1.96%，成为贡献最大的业务，投资业务占比下滑 12.59%。

表 10：上市券商 2022 年前三季度经营业绩

指标名称（单位：亿元）	2021-09	占比	2022-09	占比	同比	占比变动
营业收入	4,698.47		3,710.38		-21.03%	
其中：代理买卖证券业务净收入	1,040.27	27.26%	869.58	29.23%	-16.41%	1.96%
证券承销业务净收入	408.12	10.70%	429.98	14.45%	5.35%	3.76%
受托资产管理业务净收入	349.79	9.17%	336.10	11.30%	-3.92%	2.13%
投资收益(含公允价值变动)	1,243.79	32.59%	595.28	20.01%	-52.14%	-12.59%
利息净收入	463.33	12.14%	436.35	14.67%	-5.82%	2.52%
净利润	1,484.41		1,021.25		-31.20%	

数据来源：Wind，山西证券研究所（占比为剔除其他业务成本后占营业收入的比重）

分化加剧，头部化趋势明显。2022 年前三季度，中信证券以 498.21 亿元的营业收入居行业第一，超过第二名 80%，实现净利润 176.45 亿元，是第二名的近两倍，与其他证券公司拉开距离，龙头优势稳固。营业收入前五位的上市券商占上市券商合计营业收入的 40.46%，较去年同期的 37.96% 继续提升，头部份额进一步扩张。从相对表现来看，东吴证券、中信建投、华安证券等 7 家上市券商营业收入实现正增长；其余 34 家营业收入下滑，同时有 6 家下滑幅度在 40% 以上，净利润仅有光大证券和方正证券实现正增长，不同证券公司间由于战略差异，自营投资业务布局等因素表现出较大的差异。

6.3 行业盈利预测

预计 2022 年行业实现营业收入 4195.09 亿元，同比下降 16.50%，实现净利润 1636.09 亿元，同比下降 14.39%。

预计 2023 年市场环境逐步回暖，日均成交额同比增长，基金发行重回增长趋势，带动代销金融产品收入的增长；预计在注册推动下，股权融资规模及债券融资规模较 2022 年有所增长，承销费率保持稳定小幅下降；资管规模预计结束下降趋势，稳步提升，费率保持稳定；两融规模随市场活跃度的提升而同步增长；投资业务方面，预计在 2023 年有所好转，投资规模增长。

表 11：证券行业盈利预测

指标名称（单位：亿元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
证券公司：营业收入	4,484.79	5,024.10	4195.09	4866.54	5541.94
增速（%）	24.41%	12.03%	-16.50%	16.01%	13.88%

证券经纪业务	1,300.59	1,545.41	1347.57	1414.94	1697.93
增速 (%)	56.87%	18.82%	-12.80%	5.00%	20.00%
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	1,166.20	1,338.51	1202.74	1458.10	1650.43
日均成交额	8,479.33	10,583.74	9,251.81	11102.18	12767.50
佣金率=代买/日均	14%	13%	13%	13%	13%
代销金融产品收入	134.39	206.90	144.83	188.28	244.76
同比 (%)	223.97%	53.96%	-30%	30%	30%
占比 (%)	10%	13%	11%	13%	14%
证券承销与保荐及财务顾问业务净收入	672.12	699.83	661.98	729.09	785.62
增速 (%)	39.26%	4.12%	-5.41%	10.14%	7.75%
承销保荐净收入	590.89	618.54	596.95	660.80	713.92
财务顾问净收入	81.23	81.29	65.03	68.28	71.70
股权承销金额	17,270.26	18,356.20	15,938.87	19,126.64	21,039.31
股权承销费率 (%)	2.14%	2.07%	2.20%	2.10%	2.10%
债权承销金额	100,546.15	113,931.93	107,083.43	117,791.77	129,570.95
债权承销费率 (%)	0.22%	0.21%	0.23%	0.22%	0.21%
客户资产管理业务净收入	313.94	301.45	282.55	306.06	308.00
增速 (%)	14.09%	-3.98%	-6.27%	8.32%	0.64%
资管规模(万亿元)	10.51	10.88	10.60	10.90	11.00
管理费率 (%)	0.30%	0.28%	0.27%	0.28%	0.28%
利息净收入	583.02	653.13	631.20	738.02	815.22
增速 (%)	25.74%	12.03%	-3.36%	16.92%	10.46%
日均两融余额	12,956.03	17,684.49	16184.56	19421.47	22334.69
两融利率 (%)	4.50%	3.69%	3.90%	3.80%	3.65%
证券投资收益	1,255.74	1,380.62	774.41	1,131.31	1,333.33
增速 (%)	2.79%	9.94%	-43.91%	46.09%	17.86%
证券投资规模	38,174.60	48,100.00	33670.00	40404.00	44444.40
收益率 (%)	3.29%	2.87%	2.30%	2.80%	3.00%
其他业务收入	358.78	452.17	497.39	547.12	601.84
净利润率	35%	38%	39%	39%	39%
证券公司:净利润	1,575.34	1,911.19	1636.09	1897.95	2143.63
增速 (%)	27.98%	21.32%	-14.39%	16.01%	12.94%

资料来源: Wind, 证券业协会, 山西证券研究所

6.4 聚焦特色精选个股

6.4.1 行业策略

注册制体系下制度重构，证券行业存量博弈启幕。经过 30 多年的发展，特别是 2018 年以来注册制的逐步推进，证券公司已从传统的牌照竞争，重资产规模扩张向“以客户为中心”的综合服务，以客需推动为主的价值挖掘型业务演绎，由此引发组织架构、人才培养、资本需求等生态模式的重塑，证券行业存量

博弈启幕。资本实力、投研能力、业务协同、金融科技、风险管理强的证券公司有更多的优势，可以承接不断扩大的客户金融需求，综合化、差异化路径逐步明朗。

因势因时而动，苦练内功深挖潜力。在高阶市场化竞争阶段，证券公司回归到以定价与销售为核心的业务本源。财富管理正在从代销金融产品阶段向资产配置阶段迈进。全面注册制下，投行业务加速资本化，集中度明显提高。在市场震荡波动下，以客户需求驱动的场外衍生品、跨境业务快速发展，非方向性投资成为行业共识。资产管理业务连接投资端和融资端，公募基金业务发展迅速。同时，新竞争环境下，部分证券公司风控指标逼近监管线，客观上要求证券公司扩大资本实力，提高资本使用效率，构建收益率稳定且持续的业务模式。

板块估值处于历史低位，看好投行和财富管理具备优势的个股。证券行业市场表现受宏观政策和信用环境、市场流动性影响较为提前，从当前环境看，各项稳增长政策频出，助推宏观经济稳健修复，降准降息等货币宽松政策提升市场风险偏好，降费及两融标的扩容增强活跃度。从近几年证券板块走势来看，证券板块估值持续走低，行业级别的行情呈现涨幅小、时间短的特点。经过 2022 年的调整，目前估值已处于历史底部，同时受市场环境压制，业绩受到一定影响，预计全年业绩将出现下滑，迎来估值和基本面底部。但个股分化严重，证券公司的核心竞争力和业绩水平与个股二级市场表现相关性逐渐增强，战略看多投行和财富管理具备优势的个股。投行是证券公司服务实体经济的最前站，也是注册制改革推动以来蛋糕持续做大的细分业务之一。监管针对投行业务首次推出评价体系，促进板块做强做精。财富管理向买方中介艰难探索，财富管理具备优势的证券公司拥有较宽的护城河。推荐中信证券、国联证券、东方证券、国金证券、国元证券、华安证券。

6.4.2 精选个股

中信证券：龙头地位稳固，投行业务竞争力较强，份额提升。公司前三季度业绩在高基数的基础上实现较大幅度下滑，是唯一一家净利润 150 亿元以上的，同时与第二名拉开距离。受益于注册制改革带来的政策红利，持续巩固龙头地位，投行业务市场份额继续提升，股权承销份额达到 22.09%，提升 2.48pct，IPO 承销份额提升 6.18pct 达到 24.12%，持续保持行业领先地位。看好公司在注册制全面推动下的业务增长空间，及全面化的机构业务优势和综合服务能力。预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 252.19 亿元、291.31 亿元和 344.60 亿元，增长 9.18%、15.51%和 18.29%；PB 分别为 1.20/1.10/1.01，维持“增持-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，监管政策影响，重大风险事件。

国联证券：泛财富管理领先者，优秀管理层开启新征程。公司 2022 年前三季度公司实现营业收入 20.55

亿元，同比+0.04%；归母净利润 6.44 亿元，同比-2.03%，投行业务收入增长 35.55%至 4.24 亿元，在二级市场大幅波动的背景下，投资业务表现稳健，微降 5.08%至 9.37 亿元，前三季度业绩在上市券商中保持相对优势。国联证券打造以葛小波为主的高管团队，多数来自于中信证券，具有丰富的管理经验，有利于战略有效落地。经纪业务向泛财富管理转型，投顾业务差异化定位，公司是行业首批 7 家获得基金投顾试点资格的券商之一，并于 2020 年 4 月正式上线服务，基金投顾业务快速发展，签约客户资产规模保持行业前列。通过定位、策略、服务上的差异化定位，实现对头部券商的弯道超车。预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 9.85 亿元、11.14 亿元和 14.50 亿元，增长 10.83%、13.10%和 30.15%；PB 分别为 1.93/1.88/1.76，维持“买入-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，监管政策影响，重大风险事件。

东方证券：大财富管理优质标的，竞争实力突出。公司为泛财富管理领域领头羊，资管业务核心竞争力不断增强，旗下汇添富基金、东证资管在行业内具有较高竞争力和品牌度，前三季度实现资管业务收入 20.54 亿元，同比下滑 26.31%，Q3 实现 6.60 亿元，环比提升 3.62%。截至 2022 年 12 月末，汇添富基金总管理规模为 8714 亿元，排名全行业第 9 位，其中，非货币管理规模占 63%，排名第 7 位；东方红总管理规模为 2180 亿元，排名全行业第 32 位，其中，非货币管理规模占 92%，在规模 2000 以上的基金公司中占比最高，主动管理优势突出。预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 33.52 亿元、45.08 亿元和 54.28 亿元，增长-37.59%、34.47%和 20.41%；PB 分别为 1.13/1.01/0.92，维持“增持-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，监管政策影响，重大风险事件。

国金证券：投行为特色牵引业务，前三季度高速增长。公司以投行为特色牵引业务，推进业务协同发展。前三季度投行业务实现净收入 13.8 亿元，同比增长 32%，高于行业整体 6%的增速，其中三季度大幅改善，实现投行业务净收入 7.1 亿元，环比提升 122%。同时公司项目储备较强，IPO 总储备量 41 单，行业排名第 8 位，在注册制改革的推进下有望持续受益。公司投行业务深耕重点区域，聚焦高成长行业，成立了医疗健康、新能源、ICT、消费等事业部。上半年完成非公开发行，募集资金 58.17 亿元，进一步为业务发展奠定基础，预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 14.34 亿元、20.37 亿元和 24.57 亿元，增长-38.13%、42.05%和 20.62%；PB 分别为 1.10/0.98/0.87，给予“增持-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，业务推进不及预期，重大风险事件。

国元证券：业绩表现相对优势，各项业务稳步推进。公司在弱市下保持相对竞争优势，前三季度营业收入及归母净利润增速在上市券商中表现突出。二季度固定收益投资表现优势，实现收入 4.79 亿元，同比增长 77.24%。同时公司投行业务承销规模持续增长，上半年承销债券规模 96.35 亿元，同比提升 65%。预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 21.16 亿元、24.20 亿元和 28.85 亿元，增长 10.80%、14.39%和

19.21%；PB 分别为 0.83/0.79/0.75，维持“增持-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，监管政策影响，重大风险事件。

华安证券：资管业务竞争力持续提升，轻资产业务全面增长。公司前三季度实现归母净利润 9.57 亿元，小幅下滑 1%，保持较好的业绩稳健性。轻资产业务逆市增长，投行、资管分别增长 5.04%和 23.17%，投资业务在行业大幅下滑的背景下，增长 1.64%，超越行业整体。预计公司 2022 年-2024 年分别实现归母净利润 15.66 亿元、16.53 亿元和 17.63 亿元，增长 9.99%、5.52%和 6.69%；PB 分别为 1.04/1.00/0.96，给予“增持-A”评级。

风险提升：二级市场大幅波动，监管政策影响，重大风险事件。

表 12：重点推荐公司估值盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PB				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
600030.SH	中信证券	20.46	1.77	1.70	1.97	2.33	1.33	1.20	1.10	1.01	增持-A
601456.SH	国联证券	11.61	0.36	0.35	0.39	0.51	2.01	1.93	1.88	1.76	买入-A
600958.SH	东方证券	10.72	0.73	0.39	0.53	0.64	1.27	1.13	1.01	0.92	增持-A
600109.SH	国金证券	9.51	0.77	0.38	0.55	0.66	1.18	1.10	0.98	0.87	增持-A
000728.SZ	国元证券	6.61	0.44	0.42	0.47	0.55	0.89	0.83	0.79	0.75	增持-A
600909.SH	华安证券	4.68	0.33	0.33	0.35	0.38	1.15	1.04	1.00	0.96	增持-A

资料来源：Wind，山西证券研究所（股价为 2022 年 1 月 12 日收盘价）

7.风险提示

- **二级市场大幅下滑：**证券公司作为资本市场服务机构，行业经营业绩与金融市场波动密切相关，金融市场波动影响因素较多，宏观经济、宏观金融政策、资本市场政策、国际经济形势等都会对金融市场带来影响，若金融市场价格大幅下滑或波动加剧，将对证券公司的业绩带来影响，同时对行业表现产生影响，证券行业面临业绩随市场波动而波动的风险。
- **疫情影响超出预期：**疫情传染性依然较高，发展态势不确定性仍在，或对证券公司部分业务的开展带来影响，进而对经营业绩造成不利影响。
- **政策推行不及预期：**证券行业由于其特性，为高度监管行业，在业务开展、业务规模、风险控制等方面收到监管部门和相关法律法规的约束，行业监管政策及相关改革的推进力度可能随着市场环境的变化而产生变化，这也会给证券行业经营带来一定风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

买入：预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持：预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性：预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持：预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
卖出：预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市：预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市：预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市：预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A：预计波动率小于等于相对基准指数；
B：预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

