

非银金融

券商 2023 年报综述：行业利润下滑，龙头韧性彰显

► **券商 2023 业绩概览：行业净利润同比-4%，龙头韧性彰显。**

截至 2024 年 3 月 31 日，券商行业共有 22 家公司（不含东财）披露年报，22 家综合性上市券商（不含东财）2023 累计实现证券主营收入（剔除大宗商贸和政府补助）合计 3063 亿元/yoy+0.5%，合计净利润 1020 亿元/yoy-4.4%。其中，净利润前 3 名为中信（197 亿/yoy-7%）、华泰（128 亿/yoy+15.4%）、国君（94 亿/yoy-19%）。2023 上市券商年化 ROE 均值 5.1%，较 2022 年下滑 0.19pct。

► **收费类业务：**

1) **经纪业务收入占比 24.5%，同比-12.3%**。2023 沪深股票日均成交额 yoy-5%；另一方面，景气下行叠加费率切换新发放缓，2023 新发权益基金份额 3166 亿份 /yoy-33%，代销收入承压。2) **投行业务收入占比 11.2%，同比-24.7%**。主因市场股权融资规模大幅收缩。2023 累计股权融资规模 yoy-46%。3) **资管业务收入占比 12.8%，同比+1.5%**。23 年末市场非货基规模 16 万亿，yoy+4.5%，其中权益基金 yoy-10.6%。2023 非货基规模前 15 名基金公司中七成均有券商股东控股或参股。

► **资本金业务：**

1) **净投资收入占比 34.9%，同比+49.4%**。主因 23 年债券市场表现优于去年同期，权益市场 23 年上半年有所回暖，券商在低基数下实现投资收入修复。2023 行业年化净投资收益率平均为 2.23%，同比+0.9pct。2) **负债成本看，2023 行业负债成本平均为 3.2%，同比-0.06pct**。信用资产方面，23 年末行业融出资金规模 1.01 万亿，yoy+7.6%（23 年末市场两融余额较年初上升 7.2%）。23 年上市券商负债成本平均为 3.2%，同比-0.06pct，较上年基本保持稳定。

► **投资建议**

维持证券行业“强于大市”评级。1) 当前市场热度触底回升，政策密集出台后市场情绪有所回暖，持续关注市场成交及指数反弹的持续性，若市场 β 向上，则券商行业仍有弹性空间；2) 政策层面，在监管扶优限劣的政策导向下，我们认为券商供给侧结构性改革进程将加快，优质头部券商在稳健经营、专业能力等方面的优势将进一步凸显；3) 当前券商行业 PB 估值仍在历史底部，重点推荐高杠杆、低估值央国企大券商华泰证券、中信证券等。

风险提示：1) 经济增速不及预期；2) 流动性收紧；3) 居民资金入市进程放缓。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：刘雨辰

执业证书编号：S0590522100001

邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：耿张逸

邮箱：gzhy@glsc.com.cn

相关报告

1、《非银金融：“稳增长+化风险”利好金融板块》2024.03.05

2、《非银金融：海外投顾发展启示录》2024.03.02

正文目录

1. 盈利概览：2023 年净利润同比降 4%，龙头韧性彰显	3
1.1 2023 年上市券商证券主营收入累计同比+0.5%，利润同比-4.4%.....	3
1.2 23Q4 单季度利润同比-37%，环比-47pct.....	4
1.3 2023 年行业 ROE 有所分化.....	5
2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑	7
2.1 经纪业务：交投热度下降、新发基金遇冷.....	7
2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，债承规模同比上涨.....	9
2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑.....	11
3. 资本金业务：投资收益率改善，负债成本基本持平	14
3.1 资产端：投资规模同比上升，信用资产规模扩张.....	14
3.2 负债端：负债成本基本持平.....	17
4. 投资建议：维持券商行业“强大于市”评级	18
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1：2023 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）.....	3
图表 2：2023 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分.....	3
图表 3：2023 上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）.....	3
图表 4：23Q4 单季券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）..	4
图表 5：23Q4 单季券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分.....	4
图表 6：23Q4 单季上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）.....	5
图表 7：23Q4 单季度行业利润环比下滑 47%，同比下滑 37%.....	5
图表 8：23Q4 东财利润环比+0.01%，同比+3.62%.....	5
图表 9：2023 年 ROE 显著分化.....	6
图表 10：23 家上市券商（含东财）2023 ROE.....	6
图表 11：23Q4 日均股基成交 8314 亿，同比-0.3%/环比+4%.....	7
图表 12：23Q4 新发偏股基金 660 亿份，同比-15%.....	7
图表 13：上市券商 2023 年经纪业务细项情况.....	7
图表 14：22 家上市券商 2023 年经纪业务收入及同比增速、经纪收入占比.....	9
图表 15：23Q4 单季度 IPO 规模 311 亿，同比-69%.....	10
图表 16：23Q4 单季度再融资规模 1002 亿，同比-68%.....	10
图表 17：22 家上市券商 2023 年投行收入及同比增速、投行收入占比.....	11
图表 18：23 年末非货基 16 万亿元，其中债基/权益基金 9/ 6.3 万亿元.....	12
图表 19：2023 上市券商资管业务净收入及同比增速、资管收入占比.....	13
图表 20：2023 年末非货 AUM TOP15 公募基金情况梳理.....	13
图表 21：2023 年投资业务市场指标情况.....	14
图表 22：2023 年上市券商净投资收入及同比增速、投资收入占比.....	15
图表 23：上市券商 2023 年投资规模及投资收益率、投资杠杆.....	16
图表 24：2023 年末市场两融余额 1.65 万亿，较年初上升 7.2%.....	17
图表 25：上市券商信用业务情况.....	17
图表 26：2023 年上市券商负债成本、经营杠杆情况.....	18

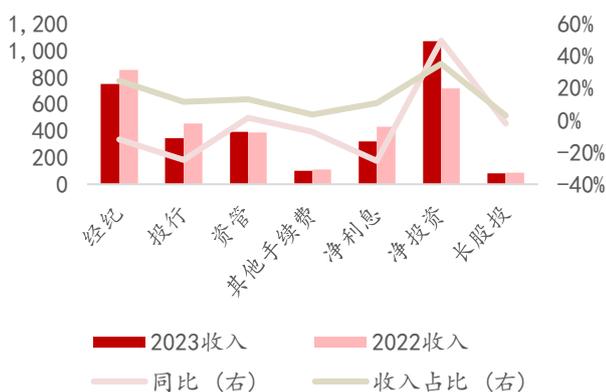
1. 盈利概览：2023 年净利润同比降 4%，龙头韧性彰显

1.1 2023 年上市券商证券主营收入累计同比+0.5%，利润同比-4.4%

由于上市券商营业收入中还包含大宗商品贸易业务、政府补助等，因此在衡量券商主营业务能力及收入时，我们剔除这些部分并定义“证券主营收入=营业收入-其他业务收入-其他收益”。其中，①其他业务收入主要包括大宗商品贸易收入、租赁收入等；②其他收益主要包括政府补助等。（注：可比原则下本文对各业务线收入的分析基于已披露年报的 22 家综合性券商，不含东方财富。）

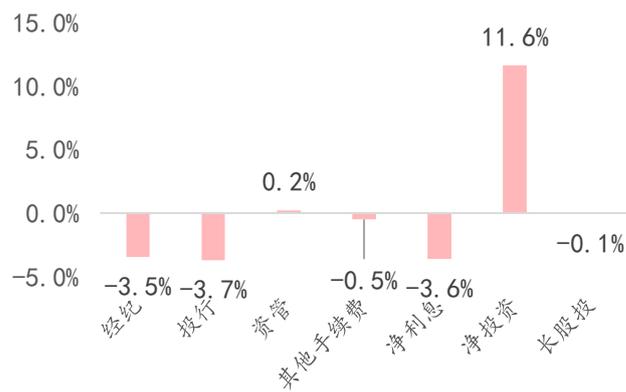
22 家上市券商 2023 主营收入同比+0.5%。22 家综合性上市券商 2023 实现主营收入 3063 亿元，同比+0.5%。其中，收费类业务收入合计 1590 亿元，同比下滑 12.5%，收入占比 52%；资本金业务收入合计 1473 亿元，同比+19.7%，收入占比 48%。

图表1：2023 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）



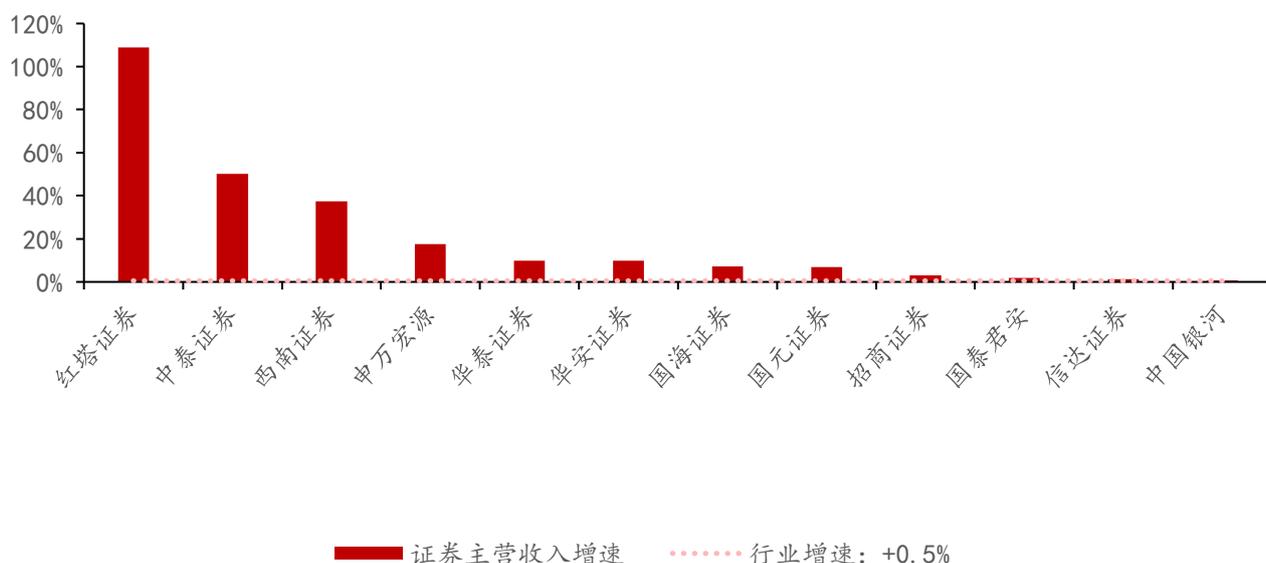
资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表2：2023 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表3：2023 上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

归因看，投资业务同比+49.4%，正向拉动主营收入增速 11.6pct。债市上涨叠加股指跌幅小于上年，驱动券商投资收益修复。——22 家综合券商 2023 净投资收入（投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益）同比+49.4%（收入占比 34.9%），正向拉动主营收入增速 11.6pct。

收费类业务同比双位数下滑，共拖累主营收入增速 6.96pct。经纪业务收入 2023 同比下滑 12.3%（收入占比 24.5%）、投行业务收入同比-24.7%（收入占比 11.2%）、资管业务收入同比+1.5%（收入占比 12.8%）、其他费类收入同比-12.9%（收入占比 3.4%），经纪、投行、资管、其他费类收入对主营收入增速贡献-3.5pct、-3.7pct、+0.2pct、-0.5pct。

上市券商 2023 归母净利累计同比-4.4%，行业业绩分化。22 家综合券商 2023 归母净利同比-4.4%。其中，净利润前 3 名为中信（197 亿/yoy-7%）、华泰（128 亿/yoy+15.4%）增速好于行业、国君（94 亿/yoy-19%）。

1.2 23Q4 单季度利润同比-37%，环比-47pct

券商行业 23Q4 单季度主营收入同比-10.4%。22 家综合性上市券商 23Q4 单季度实现主营收入 664 亿元，同比-9%。其中，收费类业务收入合计 376 亿元，同比下滑 16%，收入占比 57%；资本金业务收入合计 288 亿元，同比+3.3%，收入占比 43%。

归因看，四季度投资业务同比+38.6%，正向拉动主营收入增速 7.6pct。23 年四季度债券市场较 22 年同期有所回暖，推动券商投资收益修复。

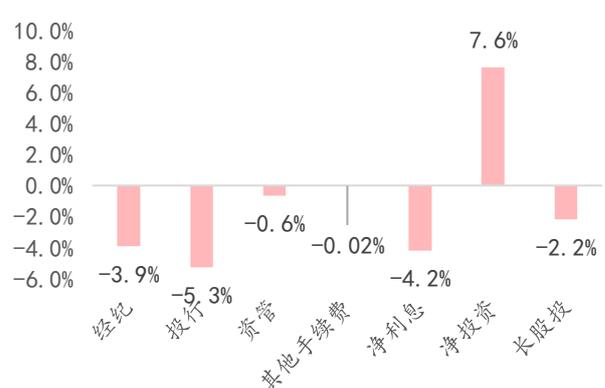
收费类业务同比下滑，共拖累主营收入增速 9.8pct。经纪业务收入 23Q4 同比下滑 14%（收入占比 26%）、投行业务收入同比-33%（收入占比 11.6%）、资管业务收入同比-4.6%（收入占比 14.5%）、其他费类收入同比-0.4%（收入占比 4.4%），经纪、投行、资管、其他费类收入对主营收入增速贡献-3.9pct、-5.3pct、-0.6pct、-0.02pct。

图表4：23Q4 单季券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）



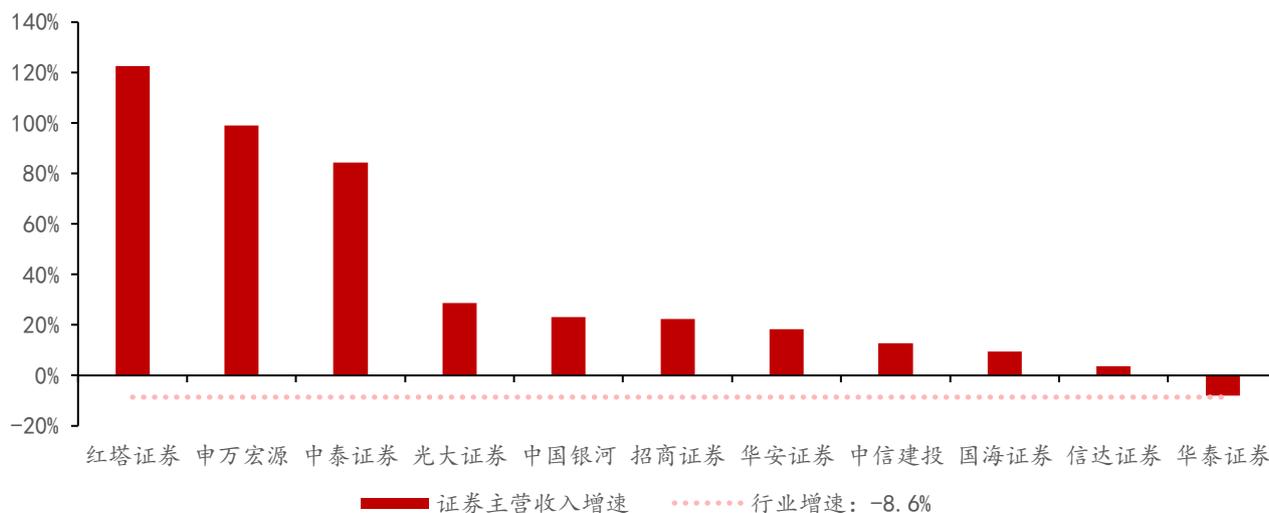
资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表5：23Q4 单季券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

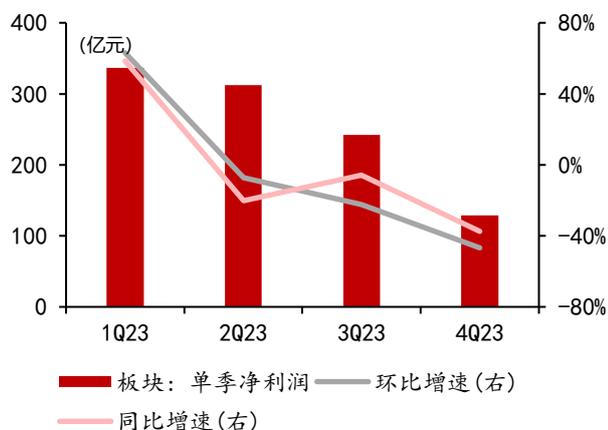
图表6: 23Q4 单季上市券商证券主营收入同比增速 (按增速高到低排序)



资料来源: 各公司财报, 国联证券研究所

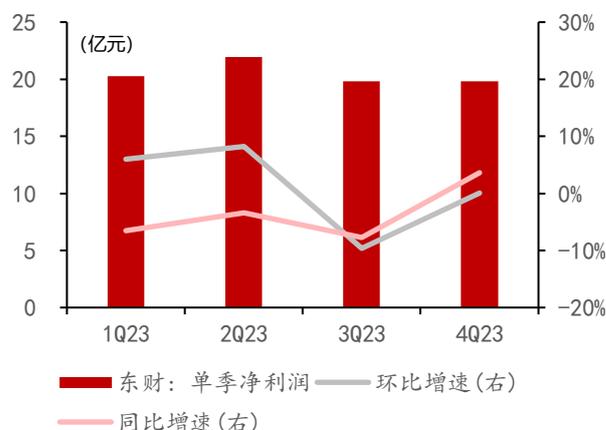
券商行业 22 家上市券商 23Q4 单季归母净利润 129 亿元, 环比下滑 47%, 同比下滑 37%。东方财富 23Q4 单季归母净利润 19.8 亿元, 环比+0.01%, 同比+3.62%

图表7: 23Q4 单季度行业利润环比下滑 47%, 同比下滑 37%



资料来源: 各公司财报, 国联证券研究所

图表8: 23Q4 东财利润环比+0.01%, 同比+3.62%



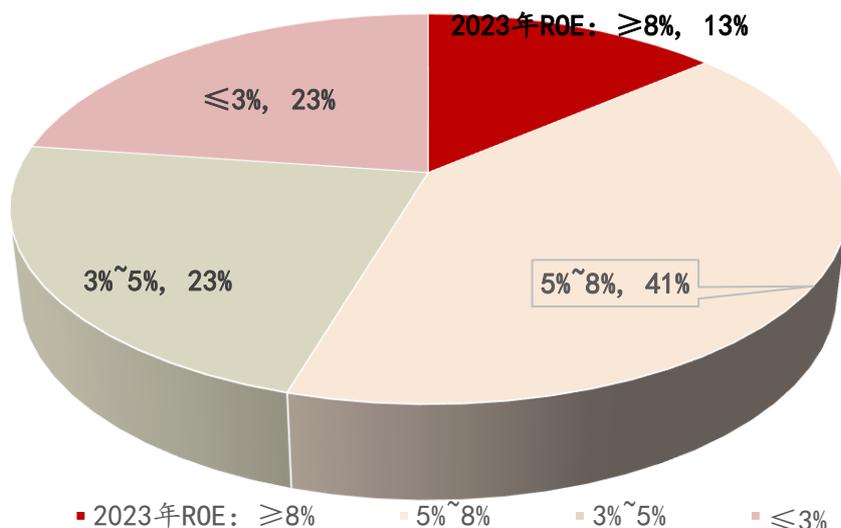
资料来源: 公司财报, 国联证券研究所

1.3 2023 年行业 ROE 有所分化

以 2023 年 ROE 看, 3 家上市券商 (占比 14%) ROE ≥ 8%, 东方财富、中信建投、华泰证券 ROE 排前 3 名, ROE 区间 8.1%~11.9%。

5 家上市券商 (占比 23%) 年化 ROE ≤ 3%, 5 家 (占比 23%) 年化 ROE 区间 3%~5%, 9 家 (占比 41%) 年化 ROE 区间 5%~8%。2023 上市券商年化 ROE 均值 5.1%, 较 2022 年下滑 0.19pct。

图表9：2023年ROE显著分化



资料来源：wind，国联证券研究所

图表10：23家上市券商（含东财）2023 ROE

券商	ROE			
	2023	排名	2022年	排名
23家小计	5.15%	--	5.34%	--
东方财富	11.94%	1	14.40%	1
中信建投	8.59%	2	9.99%	2
华泰证券	8.12%	3	7.49%	8
招商证券	7.91%	4	7.54%	7
中信证券	7.81%	5	8.67%	4
中国银河	7.52%	6	8.21%	5
光大证券	6.91%	7	5.27%	12
中金公司	6.43%	8	8.88%	3
华安证券	6.20%	9	5.98%	10
国泰君安	6.02%	10	7.88%	6
国元证券	5.99%	11	5.32%	11
广发证券	5.66%	12	7.23%	9
方正证券	4.88%	13	5.09%	13
申万宏源	4.72%	14	2.93%	17
中泰证券	4.71%	15	1.61%	18
东方证券	3.45%	17	4.16%	15
西南证券	2.39%	18	1.23%	20
国海证券	1.70%	19	1.34%	19
中原证券	1.53%	20	0.78%	21
红塔证券	1.36%	21	0.17%	22
海通证券	0.61%	22	3.99%	16

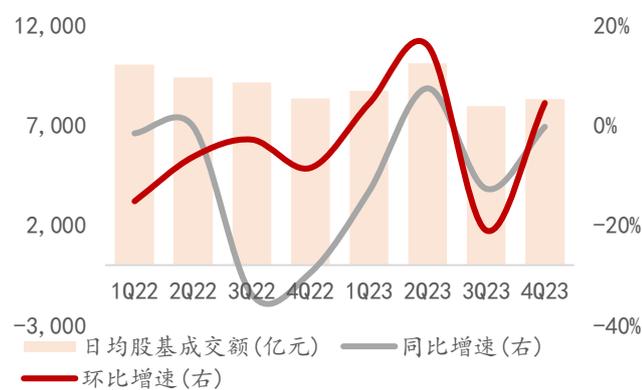
资料来源：wind，国联证券研究所

2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑

2.1 经纪业务：交投热度下降、新发基金遇冷

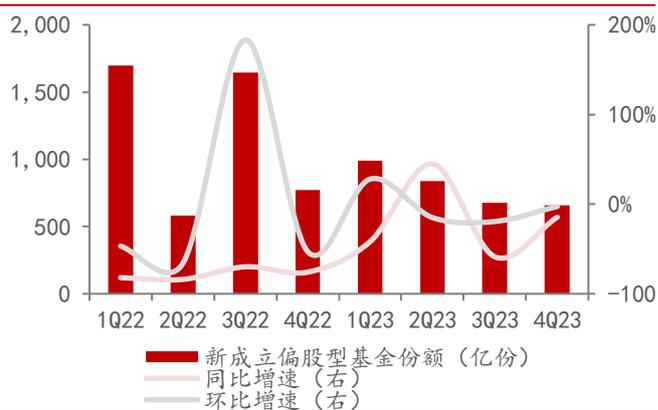
市场指标方面：1) 23 年日均股票成交额下降：23Q4 单季度日均股票成交额 8314 亿，同比下滑 0.3%，环比+4%；2023 日均股票成交额 8772 亿，同比-5%。2) 23 年新发偏股基金份额同比降 3 成：23Q4 单季度新发偏股基金 660 亿份，同比下滑 15%，环比-3%；2023 新发偏股基金 3166 亿份，同比下滑 33%。

图表11：23Q4 日均股基成交 8314 亿，同比-0.3%/环比+4%



资料来源：wind，国联证券研究所

图表12：23Q4 新发偏股基金 660 亿份，同比-15%



资料来源：wind，国联证券研究所

22 家上市综合券商 2023 实现经纪收入 751 亿元（收入占比 24.5%），同比下滑 12.3%。一方面，市场交易量下降（2023 日均股票成交额同比-5%）叠加佣金率同比下降带动零售经纪佣金收入下降。另一方面，新发基金遇冷、基金申赎减少导致券商代销金融产品收入明显下降。综合性券商经纪业务收入中代销产品收入 yoy-9.1%；交易席位分仓收入 yoy-14.7%。

图表13：上市券商 2023 年经纪业务细项情况

22 家合计	经纪业务收入	经纪业务各项占经纪收入比重		席位租赁佣金		代销金融产品收入	
		席位租赁佣金	代销金融产品收入	2023	yoy	2023	yoy
单位：亿元	2023			2023	yoy	2023	yoy
	751	14%	12%	108.3	-14.7%	86.5	-9.1%
中信证券	102.2	15%	17%	15.5	-2%	16.9	1%
华泰证券	59.6	12%	11%	7.1	-14%	6.5	-33%
国泰君安	67.9	13%	11%	8.6	-8%	7.2	-8%
招商证券	55.3	14%	8%	8.0	-14%	4.3	-24%
中国银河	55.0	4%	9%	2.4	-17%	4.7	-26%
中信建投	55.6	20%	15%	11.3	-16%	8.2	5%
广发证券	58.1	16%	14%	9.0	-8%	7.9	2%

中金公司	45.3	19%	28%	8.7	-20%	12.5	3%
申万宏源	43.3	15%	5%	6.5	-26%	2.0	-29%
光大证券	27.7	14%	18%	3.9	-27%	4.9	-1%
东方证券	27.8	21%	8%	5.9	-21%	2.2	-14%
方正证券	32.7	9%	8%	3.0	-21%	2.5	7%
国元证券	9.0	5%	9%	0.4	-24%	0.8	20%
中泰证券	29.5	14%	8%	4.1	-32%	2.2	-26%
信达证券	7.8	31%	3%	2.4	-17%	0.2	-57%
华安证券	9.7	7%	6%	0.7	-19%	0.6	109%
海通证券	38.3	19%	6%	7.4	-16%	2.5	-29%
西南证券	5.9	-	-	-	-	-	-
国海证券	8.0	29%	0%	2.4	25%	0.0	-
红塔证券	1.7	1%	1%	0.0	35%	0.0	-44%
中原证券	5.3	0%	3%	0.0	-74%	0.2	-32%

资料来源: wind, 国联证券研究所

经纪收入同比增速看, 华安证券(-5.9%)、国海证券(-6.1%)、中信建投(-6.2%)的经纪业务同比增速好于行业(-12.3%)。

经纪收入占比上看, 方正证券(47%)、中原证券(32%)、华安证券(31%)的经纪业务收入占比显著高于行业(24.5%)。头部券商的经纪业务收入依赖度较低, 如中信证券 2023 经纪业务收入占比约 19%。

图表14：22家上市券商2023年经纪业务收入及同比增速、经纪收入占比

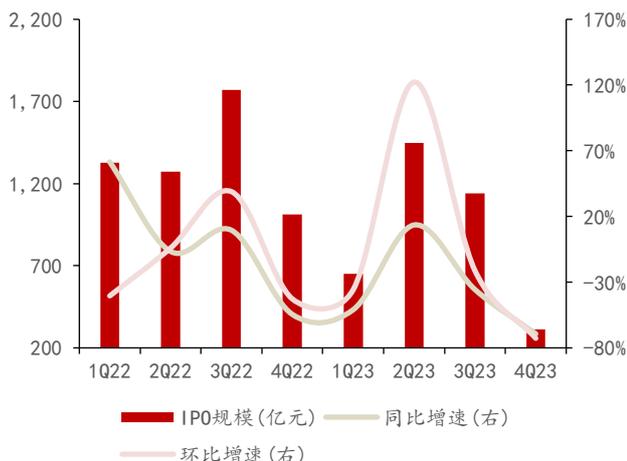
单位：亿元	2023经纪收入	收入排名	同比	增速排名	经纪收入占比	占比排名
中信证券	102.2	1	-8.5%	5	19%	20
国泰君安	67.9	2	-11.2%	10	25%	14
华泰证券	59.6	3	-15.8%	16	19%	19
广发证券	58.1	4	-9.0%	6	26%	11
中信建投	55.6	5	-6.2%	3	27%	9
招商证券	55.3	6	-14.2%	14	31%	4
中国银河	55.0	7	-13.6%	13	30%	5
中金公司	45.3	8	-13.4%	12	20%	17
申万宏源	43.3	9	-16.8%	20	26%	13
海通证券	38.3	10	-18.0%	21	27%	8
方正证券	32.7	11	-9.1%	7	47%	1
中泰证券	29.5	12	-19.7%	22	27%	10
东方证券	27.8	13	-9.8%	8	24%	15
光大证券	27.7	14	-16.0%	19	30%	6
华安证券	9.7	15	-5.9%	1	31%	3
国元证券	9.0	16	-10.2%	9	20%	18
国海证券	8.0	17	-6.1%	2	28%	7
信达证券	7.8	18	-15.6%	15	23%	16
西南证券	5.9	19	-13.0%	11	26%	12
中原证券	5.3	20	-15.8%	17	32%	2
红塔证券	1.7	22	-15.9%	18	16%	22

资料来源：wind，国联证券研究所

2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，债承规模同比上涨

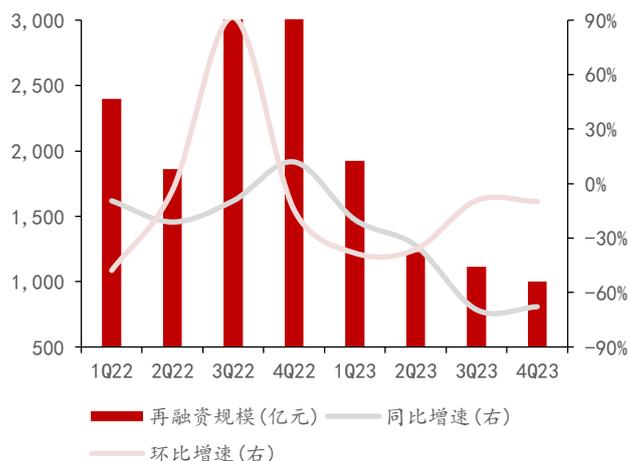
融资规模方面：1) **股权融资规模大幅收缩：**按发行日统计，23Q4单季度A股IPO规模311亿元，同比-69%，环比-73%；2023IPO规模3547亿元，同比-34%。23Q4单季度A股再融资规模1002亿元，同比-68%，环比-10%；2023再融资规模5263亿元，同比-52%。2) **债券承销规模同比上升：**2023证券行业主承销债券融资规模13.5万亿元，同比+26%，23Q4单季度债承规模3.5万亿，同比+46%。

图表15: 23Q4 单季度 IPO 规模 311 亿, 同比-69%



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表16: 23Q4 单季度再融资规模 1002 亿, 同比-68%



资料来源: wind, 国联证券研究所

22 家上市综合券商合计 2023 实现投行收入 343 亿元 (收入占比 11.2%), 同比-24.7%。 2023 年投行收入下滑主因市场股权融资规模大幅收缩。

股权承销业务头部集中趋势明显。 2023 IPO 主承销前五名合计规模 2000 亿元, 再融资主承销前五名合计规模 3598 亿元, IPO 规模 CR5 达 56%、再融资规模 CR5 达 68%。其中, 中信证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 13.9%、30.4%; 中信建投 IPO、再融资主承销市占率分别为 11%、10.8%; 华泰证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 4.8%、9.2%。

投行收入同比增速看, 中泰证券(+32.5%)、招商证券(-6.5%)、广发证券(-7.3%)、东方证券(-12.9%)的投行业务同比增速显著好于行业(-24.7%)。

投行收入占比上看, 海通证券(24%)、中信建投(23%)、中金公司(16%)的投行业务收入占比显著高于行业(11.2%)。

图表17：22家上市券商2023年投行收入及同比增速、投行收入占比

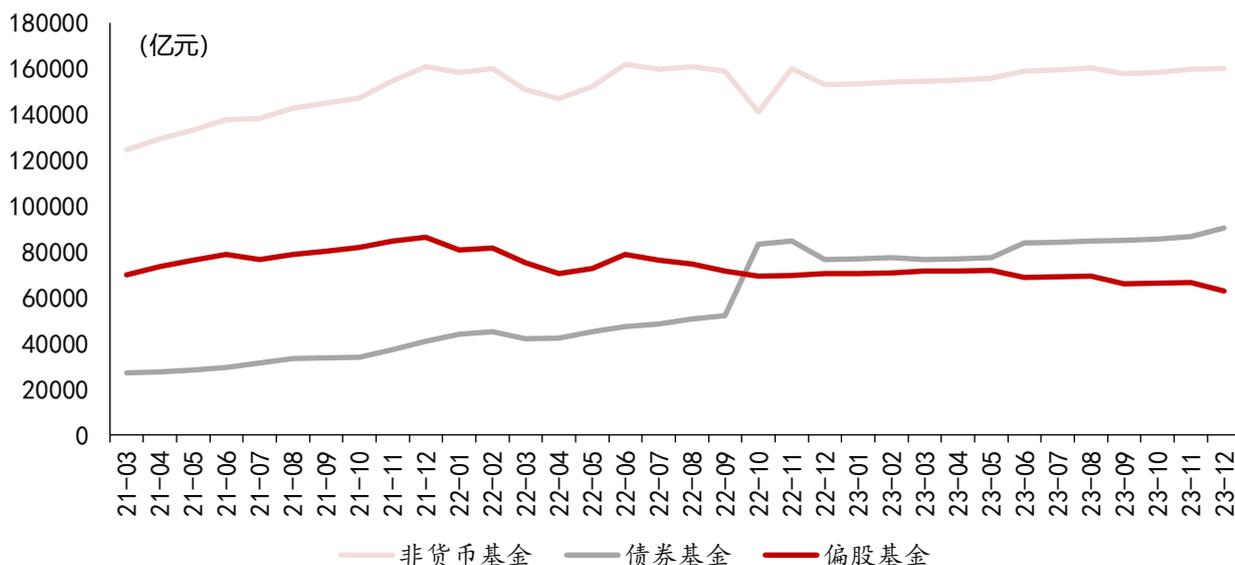
单位：亿元	2023投行收入	收入排名	同比	增速排名	投行收入占比	占比排名
中信证券	62.9	1	-27.3%	16	12%	8
中信建投	48.0	2	-19.1%	9	23%	2
中金公司	37.0	3	-47.2%	19	16%	4
国泰君安	36.9	4	-14.4%	6	13%	5
海通证券	34.2	5	-18.1%	8	24%	1
华泰证券	30.4	6	-24.5%	15	10%	10
东方证券	15.1	7	-12.9%	5	13%	6
申万宏源	14.5	8	-23.1%	13	9%	11
中泰证券	13.5	9	32.5%	1	12%	7
招商证券	13.0	10	-6.5%	3	7%	12
光大证券	10.3	11	-19.6%	10	11%	9
广发证券	5.7	12	-7.3%	4	3%	22
中国银河	5.5	13	-19.8%	11	3%	21
方正证券	2.1	15	-60.4%	20	3%	20
国元证券	2.1	16	-73.5%	22	5%	17
国海证券	1.6	17	-20.2%	12	5%	15
信达证券	1.5	18	-17.2%	7	4%	18
西南证券	1.4	19	-23.3%	14	6%	13
华安证券	1.1	20	-28.7%	17	4%	19
中原证券	0.9	21	-65.6%	21	6%	14
红塔证券	0.6	22	-32.1%	18	5%	16

资料来源：wind，国联证券研究所

2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑

23年末市场非货基规模16万亿，同比+4.5%/较23Q3末+1.4%，债基规模同比增64%。23年末全市场非货基规模16万亿元，同比+4.5%，较23Q3末+1.4%。其中，债基规模9万亿元，同比增长18%，较23Q3末增长6.2%；权益基金（股票+混合）规模6.3万亿元，同比下滑10.6%，较23Q3末下降4.9%。

图表18: 23年末非货基16万亿元, 其中债基/权益基金9/ 6.3万亿元



资料来源: wind, 国联证券研究所

2023 上市综合券商合计实现资管收入 393 亿元(收入占比 12.8%), 同比+1.5%。
2023 资管收入体量超过 20 亿元的券商共 5 家, 5 家均控参股头部公募牌照。2023 年中信证券(98.5 亿)、广发证券(77.3 亿)、华泰证券(42.6 亿)、国泰君安(41 亿)等 5 家券商资管收入超过 20 亿元, 资管业务占比: 中信(18%)、广发(35%)、华泰(14%)、国君(15%)。上述 4 家券商中, 中信证券控股华夏基金, 广发证券控股广发基金、参股易方达基金, 华泰证券参股华泰柏瑞基金、南方基金, 国泰君安控股华安基金。

图表19：2023上市券商资管业务净收入及同比增速、资管收入占比

单位：亿元	2023资管收入	收入排名	同比	增速排名	资管收入占比	占比排名
中信证券	98.49	1	-10%	11	18%	2
广发证券	77.28	2	-14%	15	35%	1
华泰证券	42.56	3	13%	5	14%	8
国泰君安	40.97	4	149%	2	15%	7
东方证券	20.29	5	-23%	20	17%	4
中泰证券	19.87	6	260%	1	18%	3
海通证券	19.14	7	-15%	17	14%	9
中信建投	13.14	8	34%	4	6%	13
中金公司	12.13	9	-11%	13	5%	15
光大证券	10.09	10	-33%	21	11%	10
申万宏源	9.75	11	-22%	18	6%	14
招商证券	7.13	12	-14%	16	4%	16
华安证券	4.88	13	1%	9	16%	5
中国银河	4.57	14	4%	8	2%	20
信达证券	2.32	16	-11%	12	7%	11
国海证券	1.83	17	-3%	10	6%	12
方正证券	1.81	18	-23%	19	3%	19
国元证券	1.05	19	12%	6	2%	21
中原证券	0.49	20	5%	7	3%	18
红塔证券	0.4	21	-12%	14	4%	17
西南证券	0.14	22	-41%	22	1%	22

资料来源：wind，国联证券研究所

从非货基规模前15名基金公司来看，其中7成均有券商股东（控股或参股），且前5位均有券商股东。截至2023年末非货基规模前3名的基金公司分别为：易方达基金、华夏基金、广发基金；对应非货基（权益基金）规模分别为：易方达9527亿元（5445亿元）、华夏8178亿元（4990亿元）、广发6353亿元（3080亿元）。

图表20：2023年末非货AUM TOP15公募基金情况梳理

单位：亿元	基金公司	券商股东（持股比例）	营收	yoy	净利润	yoy	2023股混规模	9M23股混规模	环比变化	2023非货规模	9M23非货规模	环比变化
1	易方达基金	广发证券(22.65%)	-	-	-	-	5,445	5,561	-2.1%	9,527	9,755	-2.3%
2	华夏基金	中信证券(62.2%)	73.27	-2.0%	20.13	-7%	4,990	4,949	0.8%	8,178	7,965	2.7%
3	广发基金	广发证券(54.5%)	-	-	-	-	3,080	3,343	-7.9%	6,353	6,630	-4.2%
4	招商基金	招商证券(45%)	na	na	17.53	-3%	1,866	1,935	-3.6%	5,756	5,614	2.5%
5	富国基金	海通证券(27.8%)	67.15	-9.0%	18.14	-12%	2,934	3,155	-7.0%	5,710	5,950	-4.0%
6	嘉实基金	-	-	-	-	-	2,357	2,405	-2.0%	5,477	5,272	3.9%
7	博时基金	招商证券(49%) 华泰证券	-	-	-	-	1,242	1,222	1.6%	5,337	4,969	7.4%
8	南方基金	(41.16%)、兴业证券(9.15%)	67.41	4.0%	20.11	14%	2,383	2,613	-8.8%	4,889	5,152	-5.1%
9	汇添富基金	东方证券(35.4%)	53.71	-21.0%	14.15	-32%	2,400	2,618	-8.3%	4,476	4,679	-4.3%
10	鹏华基金	国信证券(50%)	-	-	-	-	1,527	1,539	-0.8%	4,228	4,162	1.6%
11	工银瑞信	-	na	na	19.42	-27%	1,356	1,507	-10.0%	3,429	3,689	-7.1%
12	景顺长城基金	长城证券(49%)	-	-	-	-	1,849	1,930	-4.2%	3,370	3,393	-0.7%
13	华安基金	国泰君安(51%)	34.39	-5.0%	9.5	-8%	1,493	1,611	-7.3%	3,369	3,239	4.0%
14	国泰基金	-	-	-	-	-	1,613	1,699	-5.1%	3,254	3,383	-3.8%
15	天弘基金	-	-	-	-	-	969	1,005	-3.6%	3,004	3,078	-2.4%

资料来源：wind，国联证券研究所

3. 资本金业务：投资收益率改善，负债成本基本持平

3.1 资产端：投资规模同比上升，信用资产规模扩张

2023 上市综合券商合计实现净投资收入 1069 亿元（收入占比 34.9%），同比 +49.4%。（注：净投资收入=投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益）。主因 23 年债券市场表现优于去年同期，权益市场 23 年上半年有所回暖，券商在低基数下实现投资收入修复，2023 年沪深 300 指数下跌 11.4%，科创 50 指数下跌 11.2%，创业板指数下跌 19.4%。债市表现有所回暖，2023 年中证全债净价指数上涨 1.92%。2023 累计投资业务在去年同期低基数下有所回升。

图表21：2023 年投资业务市场指标情况

	证券行业核心指标	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	同比	环比
投资交易业务	中证全债(净): 涨跌幅	0.15%	1.17%	-0.06%	0.65%	1.92%	1.6pct	0.7pct
	上证指数: 涨跌幅	5.94%	-2.16%	-2.9%	-4.4%	-3.7%	-6.5pct	-1.5pct
	沪深300: 涨跌幅	4.63%	-5.15%	-4.0%	-7.0%	-11.4%	-8.8pct	-3.0pct
	科创50: 涨跌幅	12.67%	-7.06%	-11.7%	-4.0%	-11.2%	-6.2pct	7.6pct
	创业板指: 涨跌幅	2.25%	-7.69%	-9.5%	-5.6%	-19.4%	-8.1pct	3.9pct
	债券基金: 涨跌幅	1.11%	0.90%	0.40%	0.53%	2.97%	1.0pct	0.1pct
	股票基金: 涨跌幅	3.47%	-5.40%	-5.9%	-4.9%	-12.4%	-5.4pct	1.0pct

资料来源：wind，国联证券研究所

图表22：2023年上市券商净投资收入及同比增速、投资收入占比

单位：亿元	2023净投资收入	收入排名	同比	增速排名	净投资收入占比	占比排名
中信证券	223.82	1	21%	20	41%	7
华泰证券	129.94	2	58%	11	42%	5
中金公司	119.17	3	27%	19	52%	2
国泰君安	90.75	4	34%	18	33%	11
申万宏源	90.05	5	37%	16	53%	1
中国银河	76.55	6	49%	13	42%	6
中信建投	68.97	7	192%	6	33%	10
招商证券	67.88	8	9%	21	38%	9
广发证券	35.57	9	79%	10	16%	21
中泰证券	28.08	10	129%	7	26%	17
光大证券	25.14	11	35%	17	27%	15
东方证券	23.3	12	53%	12	20%	20
方正证券	17.04	13	1136%	2	24%	18
国元证券	11.73	15	89%	9	26%	16
信达证券	10.97	16	45%	15	32%	13
西南证券	9.36	17	109%	8	41%	8
华安证券	9.05	18	7%	22	29%	14
中原证券	7.99	19	2060%	1	48%	3
国海证券	6.34	20	217%	5	22%	19
红塔证券	3.52	21	420%	4	33%	12
海通证券	1.37	22	48%	14	1%	22

资料来源：wind，国联证券研究所

投资规模看，22家综合券商2023年末合计投资资产5万亿元，同比+14%。投资收益率方面，22家上市券商年化净投资收益率平均为2.23%，同比+0.9pct。其中，中泰证券（4.4%）等年化投资收益率显著好于行业。

图表23：上市券商 2023 年投资规模及投资收益率、投资杠杆

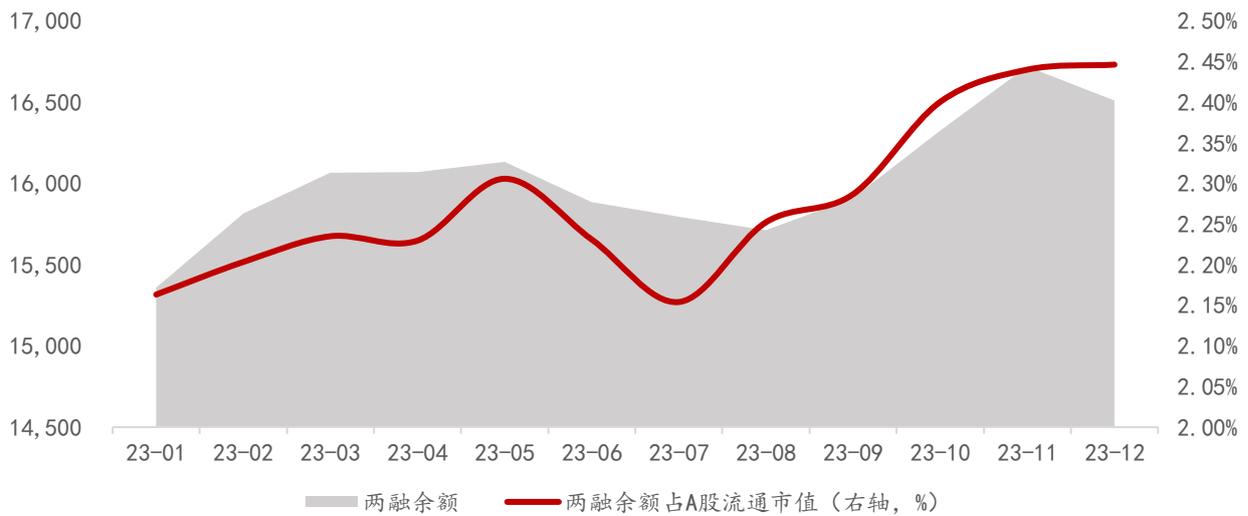
单位:亿元	2023投资规模	yoy	年化净投资收益率	yoy	投资杠杆	yoy
板块合计	50,074	14%	2.23%	0.9%	2.42	0.14
中信证券	7,485	17%	3.23%	0.3%	2.78	0.27
华泰证券	4,962	16%	2.82%	0.9%	2.77	0.19
国泰君安	4,819	19%	2.04%	0.2%	2.89	0.31
申万宏源	3,942	13%	2.43%	0.9%	3.94	0.28
招商证券	3,746	21%	1.99%	0.4%	3.07	0.39
广发证券	3,662	20%	1.06%	0.6%	2.70	0.16
中金公司	3,623	2%	3.33%	0.3%	3.46	-0.10
中国银河	3,594	11%	2.24%	0.3%	2.75	-0.41
海通证券	2,997	9%	0.05%	0.6%	1.84	0.16
中信建投	2,942	13%	2.49%	0.5%	3.02	0.22
东方证券	1,976	17%	1.27%	0.2%	2.51	0.33
光大证券	1,238	2%	2.05%	1.0%	1.85	-0.05
方正证券	992	23%	1.89%	0.4%	2.19	0.32
国元证券	721	12%	1.72%	1.9%	2.08	0.12
中泰证券	681	0%	3.86%	4.4%	1.70	-0.07
西南证券	438	5%	2.14%	2.0%	1.75	0.02
华安证券	429	22%	2.31%	0.5%	2.04	0.26
信达证券	426	43%	3.03%	1.1%	2.40	0.22
红塔证券	331	19%	1.16%	0.9%	1.43	0.22
国海证券	288	-1%	2.19%	1.3%	1.31	-0.25
中原证券	268	11%	3.29%	1.1%	1.92	0.17

资料来源：wind，国联证券研究所

投资杠杆看，22家综合券商2023年平均投资杠杆2.42倍，同比上升0.14倍。其中，申万宏源（3.94倍，yoy+0.28倍）、招商证券（3.07倍，yoy+0.39倍）等投资杠杆较年初均所提升。

22家上市综合券商23年末合计信用资产（融出资金+买入返售金融资产）1.38万亿元，yoy+5.3%。23年末市场融资余额1.58万亿/yoy+9.3%，融券余额716亿/yoy-25%。上市券商23年融出资金规模合计1.01万亿，较年初+7.6%，与市场一致（市场两融余额同比+7.2%），占上市券商信用资产比重为73%；买入返售金融资产3678亿，yoy-0.7%。

图表24：2023年末市场两融余额1.65万亿，较年初上升7.2%



资料来源：wind，国联证券研究所

图表25：上市券商信用业务情况

单位:亿元	2023信用资产			融出资金占比	融出资金	排名	yoy	买入返售资产		
	(买入返售+融出资金)	yoy	排名					排名	排名	yoy
小计	13,819	5.3%	--	73%	10,141	-	7.64%	3,678	-	-0.74%
中信证券	1,810	31%	1	66%	1,187	1	11%	622	2	98%
华泰证券	1,248	-8%	4	90%	1,123	2	12%	125	10	-64%
国泰君安	1,594	1%	2	56%	898	5	3%	697	1	-2%
招商证券	1,334	2%	3	63%	837	6	3%	498	3	0%
中国银河	1,140	9%	5	80%	912	3	8%	227	5	12%
中信建投	703	-10%	8	80%	564	9	7%	139	8	-45%
广发证券	1,108	9%	6	82%	911	4	10%	197	7	4%
中金公司	557	-5%	10	64%	358	11	13%	199	6	-27%
申万宏源	690	-12%	9	93%	644	8	5%	46	15	-74%
光大证券	447	17%	12	82%	368	10	0%	79	12	461%
东方证券	265	-6%	14	79%	211	14	8%	54	13	-37%
方正证券	454	62%	11	72%	325	13	18%	129	9	2038%
国元证券	210	5%	15	85%	179	15	11%	31	17	-21%
中泰证券	434	0%	13	77%	332	12	7%	102	11	-17%
信达证券	113	16%	19	98%	111	17	16%	2	22	9%
华安证券	118	9%	18	89%	105	18	15%	13	20	-22%
海通证券	1,052	5%	7	65%	684	7	1%	368	4	13%
西南证券	133	5%	17	90%	120	16	5%	13	19	11%
国海证券	111	8%	20	72%	79	20	12%	31	18	-3%
红塔证券	57	5%	22	27%	15	22	19%	42	16	0%
中原证券	86	7%	21	88%	76	21	8%	10	21	0%

资料来源：wind，国联证券研究所

3.2 负债端：负债成本基本持平

负债成本看，2023上市券商负债成本平均为3.2%，同比-0.06pct。其中，红塔证券（3.33%）、国海证券（3.4%）负债成本分别同比下降2.74pct、0.88pct。

图表26：2023年上市券商负债成本、经营杠杆情况

亿元	负债成本率		经营杠杆		有息负债	
	2023	yoy	2023	yoy	2023	yoy
22家小计/均值	3.20%	-0.06%	3.81	0.07	45,767	12.5%
已披露	2023	yoy	2023	yoy	2023	yoy
中信证券	3.62%	0.27%	4.35	0.29	5,630	38.3%
华泰证券	3.55%	0.44%	4.25	0.04	4,067	12%
国泰君安	3.34%	0.33%	5.00	0.18	4,141	16.9%
招商证券	2.76%	-0.12%	4.74	0.35	3,719	17%
中国银河	3.11%	0.14%	4.16	(0.67)	3,351	2.5%
中信建投	2.92%	0.20%	4.33	0.03	2,972	7%
广发证券	3.12%	0.07%	4.05	0.06	3,547	13.4%
中金公司	3.68%	0.35%	5.18	(0.43)	2,923	0%
申万宏源	2.92%	0.00%	5.38	(0.02)	3,318	0.0%
光大证券	2.83%	-0.24%	3.04	0.08	1,209	10%
东方证券	2.77%	0.01%	3.46	0.29	1,690	19.2%
方正证券	3.15%	0.03%	4.26	0.75	1,129	49%
国元证券	3.23%	0.32%	3.10	(0.00)	661	3.8%
中泰证券	3.36%	-0.12%	3.51	(0.06)	920	1%
信达证券	2.99%	0.11%	3.42	0.04	403	35.8%
华安证券	3.21%	0.15%	3.04	0.28	389	26%
海通证券	3.94%	0.41%	3.97	0.09	4,134	4.2%
西南证券	2.90%	-0.19%	2.86	0.10	438	4.8%
国海证券	3.40%	-0.88%	2.49	(0.55)	296	-8%
红塔证券	3.33%	-2.74%	1.87	(0.06)	148	1.4%
中原证券	3.29%	0.10%	2.97	0.18	231	10%

资料来源：wind，国联证券研究所

4. 投资建议：维持券商行业“强大于市”评级

估值处于历史底部。选取2016年之前上市的券商进行统计，当前行业24E动态PB均值约1.05倍，其中，中信证券、广发证券、华泰证券等PB估值已经低于2018年历史底部位置。

维持证券行业“强大于市”评级。1) 当前市场热度触底回升，政策密集出台后市场情绪有所回暖，持续关注市场成交及指数反弹的持续性，若市场β向上，则券商行业仍有弹性空间；2) 政策层面，在监管扶优限劣的政策导向下，我们认为券商供给侧结构性改革进程将加快，优质头部券商在稳健经营、专业能力等方面的优势将进一步凸显；3) 当前券商行业PB估值仍在历史底部，重点推荐高杠杆、低估值央企大券商华泰证券、中信证券等。

5. 风险提示

1) 经济增速不及预期：全球经济增速预期下修，海外主流经济体可能面临滞胀

甚至衰退的风险；随着海外需求的逐步回落，我国出口增速将边际放缓。叠加海外仍处于货币政策收紧周期，市场风险偏好降低，海外股市表现低迷，中国股市波动也会加大。

2) 流动性收紧：流动性若快速收缩，国内投资者市场风险偏好将下降，从而影响交投活跃度，并影响行业经纪收入增速。

3) 居民资金入市进程放缓：新发基金和基金规模增长乏力，并影响资管业务收入增长和代销金融产品收入增速。

。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼