

分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

业绩回升确定性强，继续看好估值修复

——证券行业 2023 年中期投资策略

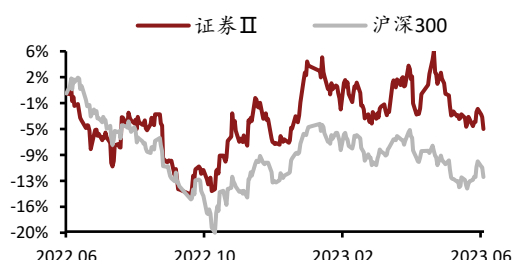
证券研究报告-行业半年度策略

同步大市(维持)

盈利预测和投资评级

公司简称	23BVPS	24BVPS	23P/B	评级
中信证券	17.05	18.04	1.16	增持
中国银河	9.06	9.54	1.29	增持
东吴证券	7.78	7.97	0.91	增持
国元证券	7.78	8.02	0.84	增持
东北证券	8.08	8.44	0.88	增持

证券 II 相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 5 月回顾及 6 月展望》 2023-06-21

《证券 II 行业专题研究：中原证券-行业专题研究-上市券商 22 年年报及 23 年一季报综述》 2023-06-05

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 4 月回顾及 5 月展望》 2023-05-19

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **全面注册制正式实施，资本市场改革发展迈入新阶段。**2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证监会指出，本次全面注册制制度规则的发布实施，标志着注册制的制度安排基本定型，标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义，全面深化资本市场改革迈入新阶段。自 2019 年科创板试点注册制以来，业内对于投行业务未来的发展趋势进行了积极探讨，各公司也作出了有益尝试。整体看，行业投行业务由以往的通道业务向定价、销售的本源回归，投行业务链条向上下游延伸已经成为共识。证券公司从初期伴随企业成长，建立起覆盖企业全生命周期、满足企业全业务需求的综合金融服务体系已显雏形，全面注册制下投行业务空间的扩大，为探索“投行+”业务协同的新模式创造了条件。
- **23Q1 证券行业经营业绩显著改善。**一季度 43 家单一证券业务上市券商营业收入同比回升 38.53%，净利润同比回升 85.45%，经营业绩实现明显改善。
- **证券行业 2023 年全年前瞻。**经纪：中性场景下经纪业务手续费净收入同比将维持相对稳定。自营：中性场景下自营业务收入占比将向近年来的均值回归，自营业务将贡献全年行业整体经营业绩的主要增量。投行：中性场景下投行业务收入有望呈现小幅波动，同比能否实现回升取决于下半年投资端改革能否带动股权融资规模由降转升。资管：中性场景下资管业务收入将保持较低波动，对行业整体经营业绩的边际影响有限。利息：中性场景下利息净收入仍将出现小幅下滑。
- **投资策略。**维持 2023 年证券行业整体经营业绩将结束短暂休整，重拾升势的预测，但幅度不宜过度乐观。维持证券行业本轮上升周期将贯穿整个十四五，业绩高点有望超越 2015 年的观点不变。维持证券行业“同步大市”的投资评级。上半年券商板块平均 P/B 最高为 1.409 倍，最低为 1.231 倍，整体运行区间高于 22 年四季度的水平；截至 6 月 21 日收盘，板块平均 P/B 为 1.249 倍，仍处于 2016 年以来的相对低位。在证券行业整体经营业绩大概率重拾升势的预期下，券商板块有望持续对整体估值进行修复。建议关注主线一：头部券商仍是稳健配置券商板块的首选；主线二：中小券商业绩弹性足，是短期捕捉超额收益的较佳选择；主线三：低于行业 P/B 均值、破净的低估值个股。重点推荐公司：中信证券、中国银河、东吴证券、国元证券、东北证券。

风险提示：1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2. 市场波动风险；3. 盈利预测基于可预期的中性场景，超预期事件将导致对行业整体或各分业务的盈利预测结果产生偏差

内容目录

1. 全面注册制正式实施，资本市场改革发展迈入新阶段.....	5
1.1. 全面注册制改革内容饱满.....	6
1.2. 全面注册制改革明确了各板块的差异化定位.....	8
1.3. 全面注册制助力科技自立自强.....	9
1.4. 把握全面注册制机遇，探索“投行+”业务协同新模式.....	10
1.4.1. 加大投行业务团队建设是基础.....	11
1.4.2. 投行+股权投资.....	12
1.4.3. 投行+跟投.....	14
1.4.4. 投行+综合金融服务.....	17
2. 2023 年一季度证券行业经营业绩显著改善.....	20
2.1. 证券行业资本实力增速有所回落.....	20
2.2. 22 年证券行业经营业绩同比下滑，23Q1 显著改善.....	20
2.3. 2022 年经纪业务净收入占比重回榜首，自营业务占比下滑至近十年来的最低值.....	21
3. 证券行业各分业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	22
3.1. 经纪业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	22
3.1.1. 经纪业务回顾.....	22
3.1.2. 经纪业务全年前瞻.....	25
3.2. 自营业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	26
3.2.1. 自营业务回顾.....	26
3.2.2. 自营业务全年前瞻.....	28
3.3. 投行业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	29
3.3.1. 投行业务回顾.....	29
3.3.2. 投行业务全年前瞻.....	31
3.4. 资管业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	32
3.4.1. 资管业务回顾.....	32
3.4.2. 资管业务全年前瞻.....	33
3.5. 信用业务回顾及 2023 年全年前瞻.....	34
3.5.1. 信用业务回顾.....	34
3.5.2. 信用业务全年前瞻.....	35
4. 投资策略.....	36
4.1. 2023 年上半年券商指数出现震荡修复，略微跑赢沪深 300 指数.....	36
4.2. 券商板块呈现普反，部分代表性头部券商表现依旧低迷.....	36
4.3. 券商板块估值仍处于 2016 年以来的相对低位.....	37
4.4. 投资建议.....	37
4.4.1. 维持 2023 年行业整体经营业绩将重拾升势的预测.....	37
4.4.2. 继续看好券商板块的估值修复行情.....	38
4.4.3. 关注券商板块的三条主线.....	38
4.4.4. 重点推荐公司.....	39
5. 风险提示.....	40

图表目录

图 1：科创板开板以来 IPO 规模快速走高、维持高位.....	5
图 2：创业板试点注册制以来 IPO 规模显著增长.....	5
图 3：我国资本市场注册发行制度改革历程.....	6

图 4: 全面注册制实行后各板块支持和鼓励的各类型企业.....	9
图 5: 全面注册制下“投行+”业务协同新模式探索.....	11
图 6: 2019 年以来行业保代人数快速增长.....	12
图 7: 2019-2022 年各省份 IPO 规模前 10 位 (亿元)	12
图 8: VC/PE 支持的 IPO 规模 (亿元) 及渗透率.....	12
图 9: 科创板/创业板 VC/PE 支持的 IPO 规模 (亿元)	12
图 10: 2022 年股权投资金额 (亿元) 前 10 行业分布.....	13
图 11: VC/PE 支持的 IPO 账面回报倍数持续走高.....	13
图 12: 中金资本投资、赋能战略新兴行业, 践行“中金一家”	14
图 13: 2018-2022 年股权融资累计承销金额前 10 位券商多次股权融资服务企业数	18
图 14: 证券行业总资产 (万亿元) 续创历史新高	20
图 15: 证券行业净资产 (万亿元) 续创历史新高	20
图 16: 2022 年行业营业总收入 (亿元) 出现下滑.....	21
图 17: 2022 年证券行业净利润总额 (亿元) 出现回落	21
图 18: 2012-2022 年证券行业收入结构.....	21
图 19: 前 5 个月日均股票成交量 (亿元) 小幅回升	22
图 20: 股票成交总量 (亿元) 达到 2022 年全年的 41.09%	22
图 21: 前 5 个月北向资金成交占比在高位区间内波动	23
图 22: 截至 2022Q3 行业平均净佣金率暂时止稳.....	23
图 23: 前 5 月新发基金份额 (份) 仍有小幅下滑	23
图 24: 2023Q1 新发基金份额 (份) 在低位水平徘徊.....	23
图 25: 2015-2023Q1 年公募基金净值 (万亿元)	24
图 26: 2015-2023Q1 权益类公募基金净值 (万亿元)	24
图 27: 权益窄幅震荡 (截至 6 月 21 日收盘)	27
图 28: 固收牛市格局 (截至 6 月 21 日收盘)	27
图 29: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商自营业务结构	27
图 30: 场外衍生品存量规模 (名义, 亿元) 略有回落	28
图 31: 场外衍生品新增规模 (名义, 亿元) 高位运行	28
图 32: 前 5 月 IPO 规模 (亿元) 大幅回落	29
图 33: 前 5 月 IPO 单家融资规模 (亿元) 小幅下降.....	29
图 34: 前 5 月股权融资规模 (亿元) 持续回落.....	30
图 35: 前 5 月股权融资承销金额集中度再创历史新高	30
图 36: 债权融资规模 (万亿元, 按上市日) 大幅增长	31
图 37: 前 5 月各类债券承销金额集中度达到历史次高.....	31
图 38: 22 年行业受托管理资金规模 (万亿) 再度走低.....	32
图 39: 23Q1 私募集合资管规模 (万亿) 降幅依然偏大	32
图 40: 2018-2022 年券商资管业务结构持续优化	33
图 41: 前 5 月两融余额 (亿元) 企稳回升.....	34
图 42: 前 5 月两融年度月均余额 (亿元) 仍有小幅下滑	34
图 43: 前 5 月质押股数 (亿股) 占比延续下降趋势	35
图 44: 前 5 月全市场质押市值持续走低.....	35
图 45: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 1.57%	36
图 46: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘, 单一证券业务上市券商 (剔除新股信达证券) 年 内表现一览.....	37
图 47: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于 2016 年以来的相对低位	37

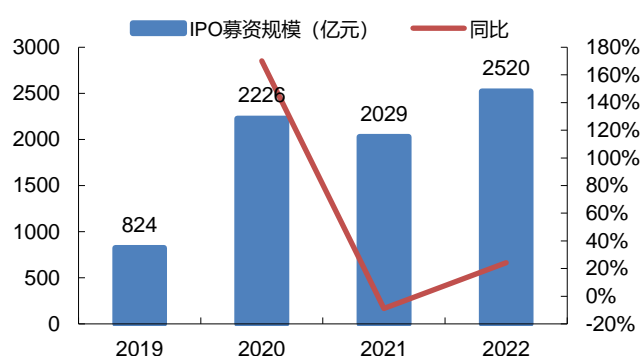
表 1: 全面实行股票发行注册制相关制度规则的主要内容.....	6
表 2: 主板注册制改革前后上市条件对比	7
表 3: 全面注册制实行后主板、科创板、创业板主要发行、交易制度对比	8
表 4: 全面注册制实行后各板块的差异化定位	8
表 5: 2019-2022 年 IPO 规模前 10 大行业 (Wind 行业, 单位: 亿元)	10
表 6: 科创板开板至 2022 年底上市券商跟投投入资金及浮动盈亏 (亿元) 前 10 位概况 ...	15
表 7: 2019-2022 年科创板上市家数及上市后首日、20 个交易日、3 个月、6 个月破发情况	16
表 8: 2022 年全市场新股包销金额 (亿元) 前 10 位公司及上市首日损益 (亿元) 情况 ...	16
表 9: 中金公司高净值客户个性化、多元化的财富管理综合服务类型	18
表 10: 截至 6 月 21 日科创板做市商做市标的为自家保荐的上市公司情况汇总	19
表 11: 截至 2023Q1 股票+混合公募基金销售保有规模 (亿元) 排名前 20 位证券公司及较 22Q4 环比变动情况	24
表 12: 《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定 (征求意见稿)》的主要内容.....	25
表 13: 截至 2023 年 6 月 21 日 IPO 项目储备排名前 10 公司 (全市场, 不包括辅导备案企业)	31
表 14: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘 43 家单一证券业务上市券商 P/B 估值.....	39
表 15: 重点公司估值表	40

1. 全面注册制正式实施，资本市场改革发展迈入新阶段

2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

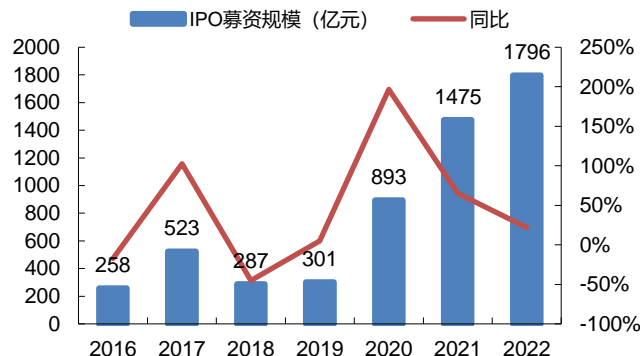
自 2019 年 6 月上交所科创板、2020 年 6 月深交所创业板、2021 年 9 月北交所分别试点注册制以来，主要制度规则经受住了市场考验，改革成效得到市场认可。在注册制改革的推动下，一批具备“硬科技”、成长型创新特征的企业陆续登陆科创板、创业板，畅通了科技、资本和实体经济的高水平循环，有效支持了战略新兴产业等国家政策导向，资本市场服务实体经济的能力得到切实增强。根据 Wind 的统计，科创板开板后 IPO 融资规模即快速走高，2020 年快速增长至 2226 亿元，2021 年、2022 年维持高位，稳中有升。创业板试点注册制当年 IPO 融资规模增长将近 2 倍至 893 亿元，2022 年进一步增长至 1796 亿元，试点注册制三年年均复合增长率达到 81.37%。

图 1：科创板开板以来 IPO 规模快速走高、维持高位



资料来源：Wind、中原证券

图 2：创业板试点注册制以来 IPO 规模显著增长



资料来源：Wind、中原证券

证监会指出，本次全面注册制制度规则的发布实施，标志着注册制的制度安排基本定型，标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义，全面深化资本市场改革迈入新阶段。

图 3：我国资本市场注册发行制度改革历程

2023年2月17日

中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行

2023年4月10日

沪深交易所主板注册制首批企业上市仪式在北京、上海、深圳三地连线举行



资料来源：中国证监会、中原证券

1.1. 全面注册制改革内容饱满

本次全面注册制改革的制度规则共 165 部，其中证监会发布的制度规则 57 部，证券交易所、全国股转公司、中国结算等发布的配套制度规则 108 部。内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面。

表 1：全面实行股票发行注册制相关制度规则的主要内容

	主要内容
精简优化上市条件	坚持以信息披露为核心，将核准制下的发行条件尽可能转化为信息披露要求。各市场板块设置多元包容的上市条件
完善审核注册程序	坚持证券交易所审核和证监会注册各有侧重、相互衔接的基本架构，进一步明晰证券交易所和证监会的职责分工，提高审核注册效率和可预期性。证券交易所审核过程中发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，及时向证监会请示报告。证监会同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位。同时，取消证监会发行审核委员会和上市公司并购重组审核委员会
优化发行承销制度	对新股发行价格、规模等不设任何行政性限制，完善以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制
完善上市公司重大资产重组制度	各市场板块上市公司发行股份购买资产统一实行注册制，完善重组认定标准和定价机制，强化对重组活动的事中事后监管
强化监管执法和投资者保护	依法严厉打击证券发行、保荐承销等过程中的违法行为。细化责令回购制度安排。此外，全国股转公司注册制有关安排与证券交易所总体一致，并基于中小企业特点作出差异化安排

资料来源：中国证监会、中原证券

具体的上市条件方面，全面注册制实行后，主板市场的上市条件更为多元、包容。首先，取消了最近一期无形资产占净值产的比例不超过 20%，最近一期不存在未弥补亏损两项规定。其次，与注册制改革前仅一套条件不同，本次主板注册制改革参考吸收了科创板、创业板试点注册制的经验，设置了“净利润+经营现金流/营收”、“市值+净利润+营收+经营现金流”、“市值+净利润+营收”三套市值及财务指标上市条件。第三，全面实行注册制后主板

也将允许红筹以及存在表决权差异安排的企业上市。

表 2：主板注册制改革前后上市条件对比

主板核准制	主板注册制改革后
应同时符合下列条件：	至少符合下列条件中的一项：
最近 3 个会计年度净利润为正，且累计≥3000 万元，以扣非后孰低者计算	1. “净利润+经营现金流/营收”：最近 3 年净利润为正，且累计≥1.5 亿元，最近 1 年净利润≥6000 万元；最近 3 年经营现金流≥1 亿元或营收累计≥10 亿元
最近 3 个会计年度经营现金流≥5000 万元，或最近 3 个会计年度营收累计≥3 亿元	2. “市值+净利润+营收+经营现金流”：预计市值≥50 亿元，且最近 1 年净利润为正；最近 1 年营收≥6 亿元；最近 3 年经营现金流累计≥1.5 亿元
发行前总股本不少于 3000 万元	3. “市值+净利润+营收”：预计市值≥80 亿元，且最近 1 年净利润为正；最近 1 年营收≥8 亿元
最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不超过 20%	
最近一期末不存在未弥补亏损	

资料来源：中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中原证券

在全面注册制后主板优化上市条件的同时，深交所发布《关于未盈利企业在创业板上市相关事宜的通知》，正式实施“预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元”的上市条件，创业板在试点注册制三年后将迎来未盈利企业上市。创业板将未盈利企业限定于先进制造、互联网、大数据、云计算、人工智能、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业的创新创业企业，充分体现了更好服务创新驱动的发展战略。

发行承销制度方面，明确了对新股发行价格、规模等不设任何行政性限制。主板注册制改革吸收科创板、创业板市场化发行定价的经验，取消与了原先“23 倍市盈率”的限制，针对发行规模较小的企业保留了直接定价，全面注册制下新股发行将实行市场化询价定价与直接定价相结合的新股发行定价机制。沿用了 2021 年 9 月 18 日对新股询价环节的修订，即询价结束后，网下投资者最高报价剔除比例不超过 3%。全面注册制实行后，对主板的申购配售也作出了相应的调整，主板网上投资者新股申购单位由 1000 股调整为 500 股，与科创板、创业板保持一致；将主板网上、网下回拨比例上限由 90%下调至 80%，针对上市企业的风险特征，与科创板的 40%、创业板的 50%实现差异化安排。

交易制度方面，全面注册制下主板的交易制度借鉴科创板、创业板的试点经验，新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，有助于新股在上市初期充分定价，避免出现以往过度炒作新股的现象。本次全面注册制改革从主板实际出发，对两项制度未作调整。一是由于主板上市企业与科创板、创业板存在明显差异，从实践经验看，主板存量股票及新股第 6 个交易日波动率相对较低，因此维持自新股上市第 6 个交易日起日涨跌幅限制 10%不变，10%的涨跌幅限制可以满足绝大部分主板股票的定价需求；二是维持主板现行投资者适当性要求不变，对投资者资产、投资经验等不作限制。此外，借鉴科创板和创业板已有的“价格笼”制度，推广至主板市场并作出进一步修改完善，即限价申报除 2%和 5%申报价格范围要求外，同时还增加 10 个申报价格最小变动单位的安排。

表 3：全面注册制实行后主板、科创板、创业板主要发行、交易制度对比

	主板	科创板	创业板
新股申购单位		500 股	
网上发行回拨上限	80%	40%	50%
新股上市前 5 个交易日		不设涨跌幅限制	
新股上市第 6 个交易日	涨跌幅为 10%	涨跌幅为 20%	
每笔最低申报数量	100 股	200 股	100 股
投资者门槛	无限制	50 万元/20 个交易日	10 万元/20 个交易日
跟投机制	不实施跟投	强制跟投	仅对未盈利，红筹架构，特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投

资料来源：中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中原证券

1.2. 全面注册制改革明确了各板块的差异化定位

本次全面注册制改革中，中国证监会与各交易所根据注册制试点以来的市场实际情况与政策修订成果，进一步明确了各板块所支持和鼓励的各类型企业，有助于企业充分考虑自身主营业务与上市有关规定的匹配程度，并根据实际情况选择合适的上市路径。全面注册制实行后，主板突出大盘蓝筹特色，科创板体现“硬科技”属性，创业板服务成长型创新创业企业，北交所定位于“专精特新”，股转系统与区域股权市场则面向更为广泛的中小微企业。

表 4：全面注册制实行后各板块的差异化定位

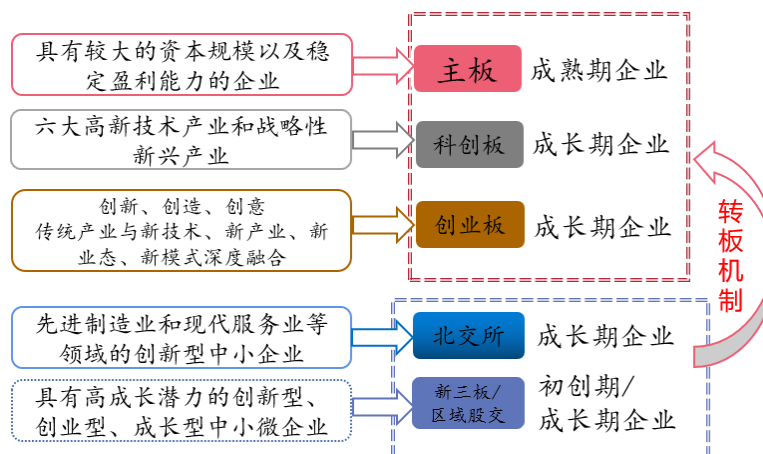
板块	定位
主板	突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业
科创板	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业
创业板	深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合
北交所	充分发挥对全国中小企业股份转让系统的示范引领作用，深入贯彻创新驱动发展战略，聚焦实体经济，主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展
股转系统（新三板）	作为全国性公开证券市场，主要为创新型、创业型、成长型中小企业发展服务
区域股权市场	服务于所在省级行政区域内中小微企业的私募股权市场，是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台

资料来源：中国证监会、上交所、深交所、北交所、全国中小企业股份转让系统、中原证券

全面注册制实行后，主板对企业市值及财务指标的要求最高，适合大中型成熟企业、具有较大的资本规模以及稳定盈利能力的企业，上市企业处于成熟期；科创板对具有技术优势的“硬科技”企业放宽了财务指标要求，允许未盈利企业上市，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，上市企业处于成长期；创业板同样放宽了企业对市值、营业收入、净利润、现金流等财务指标的要求，突出“三创”、“四新”，上市企业处于成长期；北交所大幅降低了企业的财务指标要求，重

点支持先进制造业和现代服务业等领域的创新性中小企业，上市企业处于成长期；新三板及区域股权市场对于企业财务指标的要求最低，倾向于支持具有高成长潜力的创新型、创业型、成长型中小微企业，上市企业处于初创期、成长期。

图 4：全面注册制实行后各板块支持和鼓励的各类型企业



资料来源：中国证监会、上交所、深交所、北交所、全国中小企业股份转让系统、中原证券

1.3. 全面注册制助力科技自立自强

2019 年以来，我国注册制改革坚持“尊重注册制基本内涵、借鉴全球最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征”的原则，突出“把选择权交给市场”的注册制改革本质，走过了科创板增量试点起步、创业板存量试点扩围、全市场推广的改革历程，在建立以信息披露为核心的上市制度，交易、退市等关键制度创新，强化市场约束和法治约束，提高投融资的便利性及包容性等方面成效显著，资本市场服务实体经济、助力科技自立自强的能力大幅提升。在增量科创板、存量创业板试点注册制的过程中，聚焦科技创新等战略新兴产业，设立了多元包容的上市条件，允许未盈利、特殊投票权、红筹企业上市。特别是定位于服务“硬科技”的科创板设立后，一批处于“卡脖子”技术攻关领域的集成电路、生物医药、高端装备制造企业陆续登陆资本市场，在科创板形成产业集聚，有力推动了“科技—产业—金融”的良性循环，为我国实体经济高质量发展注入了更为强劲的动力。

根据 Wind 的统计，自 2019 年科创板试点注册制改革以来，IPO 导向发生了积极的变化，上市公司行业结构明显向科技创新等战略新兴产业倾斜。其中，按照 Wind 行业分类，资本货物（包括高端装备在内的各类设备制造业）、材料 II（包括新材料在内的各类材料制造业）连续四年排名所有行业前列，累计 IPO 融资金额分别达到 2718 亿元、2101 亿元；近年来市场关注度高、亟待突破的半导体与半导体生产设备行业 2019 年 IPO 融资金额仅为 112 亿元，2020-2022 年分别提升至 851 亿元、273 亿元、923 亿元，累计融资金额达到 2159 亿元，增幅十分显著；此外，技术硬件与服务、生物科技与生命科学、软件与服务、医疗保健设备与服务等战略新兴产业四年来 IPO 累计融资金额分别达到 1985 亿元、1819 亿元、1187 亿

元、590 亿元，均较试点注册制以前出现较大幅度增长。

表 5：2019-2022 年 IPO 规模前 10 大行业（Wind 行业，单位：亿元）

2019		2020		2021		2022	
行业	IPO 规模	行业	IPO 规模	行业	IPO 规模	行业	IPO 规模
银行	654	半导体与半导体生产设备	851	资本货物	963	半导体与半导体生产设备	923
资本货物	337	资本货物	642	制药、生物科技与生命科学	725	技术硬件与设备	779
材料 II	313	材料 II	564	材料 II	554	资本货物	776
技术硬件与设备	270	制药、生物科技与生命科学	549	技术硬件与设备	541	材料 II	670
软件与服务	188	技术硬件与设备	395	电信服务 II	487	电信服务 II	520
公共事业 II	135	运输	340	公用事业 II	322	软件与服务	506
半导体与半导体生产设备	112	软件与服务	287	耐用消费品与服装	308	制药、生物科技与生命科学	447
制药、生物科技与生命科学	98	食品、饮料与烟草	217	半导体与半导体生产设备	273	医疗保健设备与服务	337
医疗保健设备与服务	79	耐用消费与服装	198	软件与服务	206	能源 II	332
汽车与汽车零部件	56	多元金融	198	医疗保健设备与服务	174	商业和专业服务	159

资料来源：Wind、中原证券

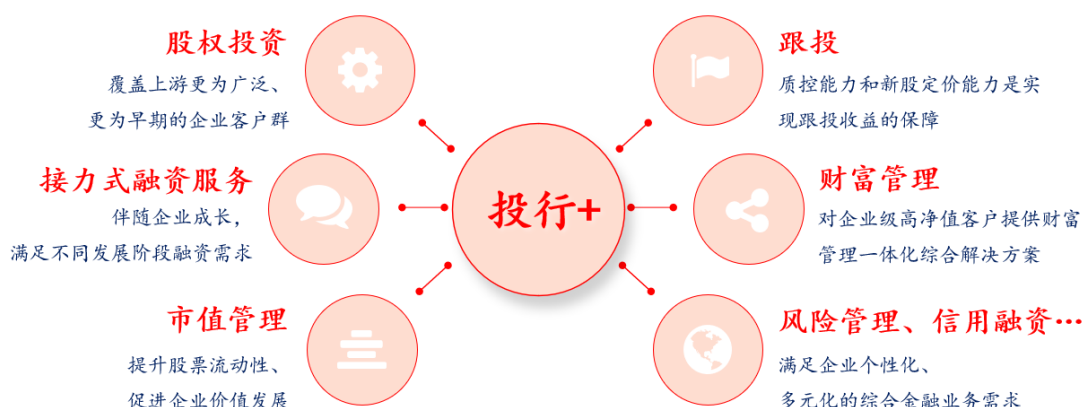
注：Wind 资本货物行业按证监会行业分类主要包括各类设备制造业，Wind 材料 II 行业按证监会行业分类主要包括各类材料制造业

本次全面注册制实行后，存在未弥补亏损、表决权差异、红筹等多类型企业可以在满足市值、净利润、营收、经营现金流等三套条件的情况下在主板上市，取消无形资产占净资产不超过 20% 比例的限制也为科技创新型企业在主板上市扫清了障碍。未来上市公司作为实体经济“基本盘”、转型发展“领跑者”的角色将更为凸显，我国资本市场的行业结构有望持续优化，全面注册制将为科技创新助力产业转型升级、实现科技自立自强发挥越来越重要的作用。

1.4. 把握全面注册制机遇，探索“投行+”业务协同新模式

自 2019 年科创板试点注册制以来，业内对于投行业务未来的发展趋势进行了积极探讨，各公司也做出了有益尝试。整体看，行业投行业务由以往的通道业务向定价、销售的本源回归，投行业务链条向上下游延伸已经成为共识。证券公司从初期伴随企业成长，建立起覆盖企业全生命周期、满足企业全业务需求的综合金融服务体系已显雏形，全面注册制下投行业务空间的扩大，为探索“投行+”业务协同的新模式创造了条件。

图 5：全面注册制下“投行+”业务协同新模式探索



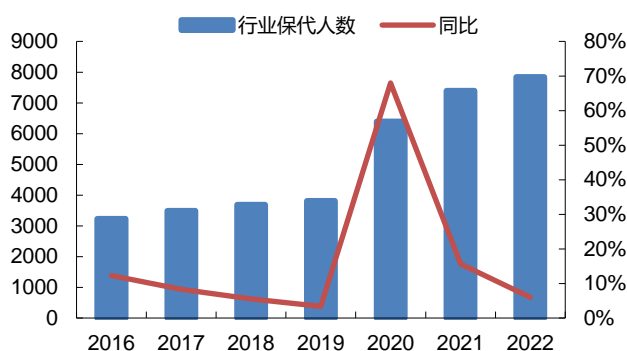
资料来源：中原证券

1.4.1. 加大投行业务团队建设是基础

投行业务从业人员的数量是投行业务开展的基础。根据中国证券业协会的行业从业人员数据，行业保荐代表人数量 2019 年之前增长较为缓慢，2019 年科创板试点注册制改革后保代人数由 2019 年底的 3806 人快速增长至 2022 年底的 7834 人。其中，头部券商在投行业务人员方面的投入领先行业，中信证券（573 人）、中信建投（540 人）、中金公司（478 人）、华泰证券（383 人）、海通证券（358 人）排名行业前 5 位。从行业股权融资规模看，人员投入与投行业务产出呈现高度正相关关系。以一家中小券商民生证券为例，2022 年底民生证券共有保荐代表人 305 人，排名行业第 6 位，根据 Wind 的统计，公司 2022 年股权融资承销金额为 242.78 亿元，排名行业第 11 位，其中 IPO 承销金额为 126.54 亿元，排名行业第 9 位；截至 2023 年 6 月 21 日，民生证券 IPO 项目储备 49 个（全市场，不包括辅导备案登记项目），排名行业第 4 位，公司股权融资业务排名显著领先其行业综合排名，并已从小券商中脱颖而出，跻身行业前列。

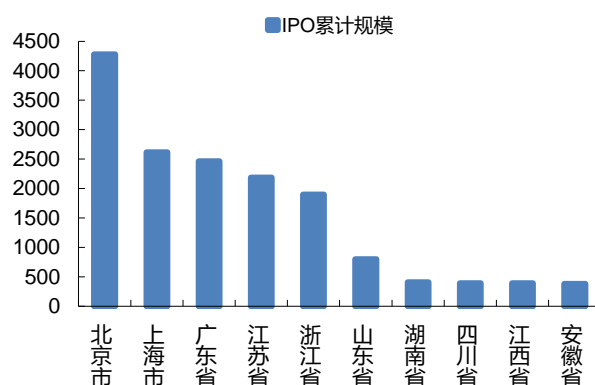
聚焦优势区域的投行业务团队建设。国家十四五规划中明确指出要深入实施制造强国战略、发展壮大战略性新兴产业、促进服务业繁荣发展、建设现代化基础设施体系。广东、上海、江苏、浙江等沿海发达省份改革开放后受益于全球产业转移以及经济一体化，制造业发达、产业链完善；北京、上海等省份高校众多、科技人才汇聚、科技创新产业优势明显。根据 Wind 的统计，2019-2022 年，IPO 规模排名前 5 位的省份分别为北京市（4280 亿元）、上海市（2617 亿元）、广东省（2465 亿元）、江苏省（2186 亿元）、浙江省（1899 亿元），明显领先于全国其他省份，加强优势区域内的投行业务团队建设、深耕优势区域对于把握国家产业转型升级导向以及全面注册制改革红利至关重要。

图 6：2019 年以来行业保代人数快速增长



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 7：2019-2022 年各省份 IPO 规模前 10 位（亿元）

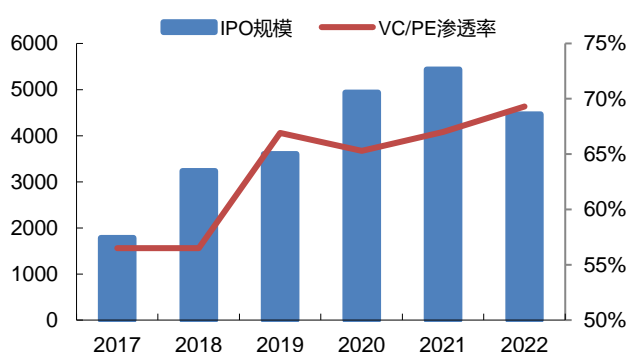


资料来源：Wind、中原证券

1.4.2. 投行+股权投资

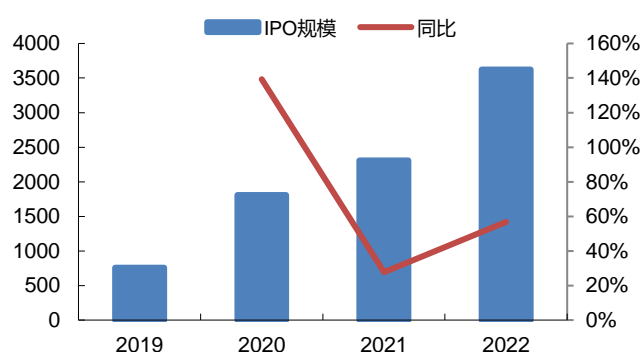
试点注册制以来一级市场发展态势良好。一级市场创投资本孵化培育前端战略性新兴产业的企业，全面注册制的实行为一级市场畅通退出通道，不仅提高了一级市场的投资效率，还推动了一级股权投资市场的发展。根据清科研究中心的统计数据，2022 年我国股权投资市场投资行业主要聚焦于半导体及电子设备、IT、生物技术/医疗健康等战略性新兴产业，投资金额分别达到 2232 亿、1324 亿、1274 亿，明显领先于其他行业。2022 年被投企业通过 IPO、并购/借壳退出案例数分别为 2696 笔、249 笔，虽较 2021 年有所下滑，但仍较 2019 年以前明显增加；投资回报方面，在科创板、创业板的带动下，2022 年 VC/PE 支持的上市企业境内上市账面回报倍数平均达到 4.95 倍，2019 年以来明显提高。试点注册制以来 VC/PE 支持的 IPO 规模由 2017 年的 1783 亿元增长至 2021 年的 5435 亿元，2022 年虽然小幅下滑至 4464 亿元，但 VC/PE 的渗透率达到 69.3%，创历史新高；其中，科创板、创业板 VC/PE 支持的 IPO 规模由 2019 年的 756 亿元增长至 2022 年的 3623 亿元，保持高增长的态势。

图 8：VC/PE 支持的 IPO 规模（亿元）及渗透率



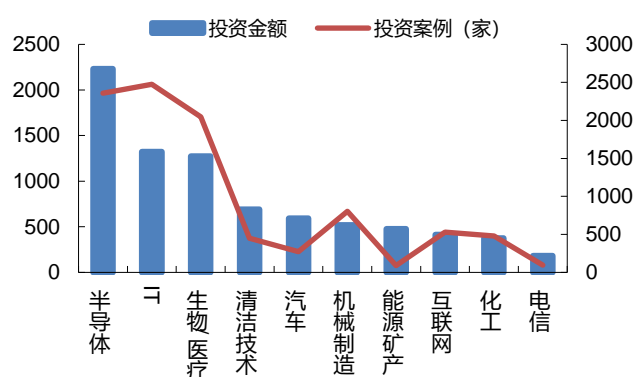
资料来源：清科研究中心、中原证券

图 9：科创板/创业板 VC/PE 支持的 IPO 规模（亿元）



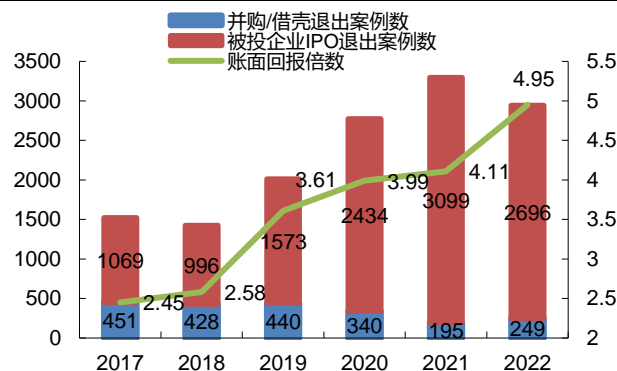
资料来源：清科研究中心、中原证券

图 10: 2022 年股权投资金额 (亿元) 前 10 行业分布



资料来源: 清科研究中心、中原证券

图 11: VC/PE 支持的 IPO 账面回报倍数持续走高

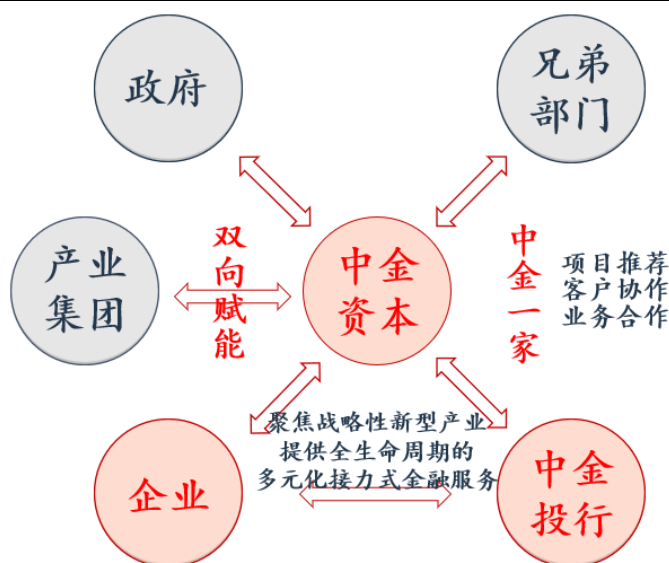


资料来源: 清科研究中心、中原证券

行业龙头公司已在股权投资与投行的业务协同中积累了成功经验。根据清科研究中心的统计数据, 2022 年共有 17 家 VC/PE 机构收获 10 个以上 IPO 项目, 其中有 3 家券商系私募基金子公司上榜, 分别为中金公司的私募基金子公司中金资本 (总排名第 2 位, 被投资企业 IPO 数量 22 家, 账面金额 50-100 亿元, 投资至 IPO 时长 2.27 年)、中信证券的私募基金子公司金石投资 (总排名第 8 位, 被投资企业 IPO 数量 15 家, 账面金额 10-50 亿元, 投资至 IPO 时长 3.90 年)、广发证券的私募基金子公司广发信德 (总排名第 16 位, 被投资企业 IPO 数量 10 家, 账面金额 10-50 亿元, 投资至 IPO 时长 2.86 年)。

以中金公司为例, 根据公司年报, 截至 2022 年底中金资本通过多种方式在管的资产规模达到 3595 亿元, 市场龙头地位得到进一步巩固。在投资方面, 中金资本以高质量投资助推我国科技自立自强, 系统性布局科技创新、高端制造、生命健康、产业互联网和绿色环保等战略性新兴产业, 投资项目数量在私募股权投资机构中名列前茅。在赋能方面, 中金资本管理部依托“中金一家”平台优势, 践行“双向赋能”, 为政府、产业集团、企业家提供多元服务, 并为被投资企业提供多样化赋能。“中金一家”方面, 中金资本管理部与兄弟部门积极开展项目推荐、客户协作和业务合作, 并合力推进公司十大战略性业务。

图 12：中金资本投资、赋能战略新兴行业，践行“中金一家”



资料来源：中金公司 2022 年年报、中原证券

投行+股权投资有望逐步成为未来的发展趋势。2023 年 6 月 26 日，国务院常务会议强调，要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。在政策鼓励、一级市场退出通道进一步畅通以及投资回报率稳步走高的共同推动下，券商通过私募基金和另类投资子公司覆盖投行业务上游更为广泛、更为早期的企业客户群有望逐步成为未来的发展趋势。股权投资覆盖企业投资端，投行业务覆盖企业退出端，投行+股权投资模式实现项目竞争前移，优质项目将带来投资收益和承销保荐收入的双丰收。

由于股权投资专业性强，往往投资后需要对初创期企业提供上下游资源及技术支持等多方面赋能，需要券商深耕相关行业、积累产业资源。头部券商，特别是龙头券商具备较强的平台及跨部门协同优势，覆盖行业全面，资源整合及赋能企业能力强，更易在早期企业客户的竞争中脱颖而出。对于中小券商而言，依托自身区域找准定位，在国家政策导向的指引下，聚焦某一个重点行业或某一个重点行业下的多个细分领域，明确差异化打法，不失为投行+股权投资模式探索阶段的较优策略。

1.4.3. 投行+跟投

券商科创板跟投整体盈利，2022 年浮盈明显收窄。2019 年科创板试点注册制首次引入了跟投机制，要求保荐机构的另类投资子公司以自有资金参与发行人 IPO 的战略配售，锁定期为 24 个月。2020 年创业板试点注册制要求对未盈利、红筹架构、特殊投票权以及高价发行的四类公司进行强制跟投，但由于创业板在本次全面注册制实行前未执行未盈利企业的上市条件，因此截至目前创业板的跟投案例较少。本次全面注册制实行后，科创板、创业板沿用之前跟投的相关规则，主板不实施跟投。

与投行+股权投资的主动模式不同，跟投是被动投资，投行+跟投是一种相对被动的业务模式。在注册制下，作为传统的轻资产业务，投行业务逐步有了重资产的元素。跟投机制出现

前，投行业务的成本主要为人力资源成本、办公场地租赁费以及差旅费等业务开展成本；跟投机制实施后，券商需要增加一笔以上市企业 IPO 价格为成本的跟投资金投入，相应资金占用的机会成本属于沉没成本，增加了投行业务在科创板以及创业板四类公司 IPO 过程中的成本支出。在跟投机制下，投行业务的收入构成也由原先的 IPO 承销保荐收入，转变为 IPO 承销保荐收入+跟投投资收益。

以科创板开板至 2022 年底为统计区间，根据 Wind 的统计，头部券商在科创板 IPO 项目上优势明显，参与跟投的次数也排名靠前。其中，中信证券（67 次）、中信建投（47 次）、海通证券（45 次）、中金公司（43 次）、华泰证券（42 次）跟投次数排名行业前 5 位。跟投收益方面，根据 Wind 的统计，科创板开板至 2022 年底，券商在科创板跟投收益上整体实现盈利。其中，中信建投（23.08 亿元）、中金公司（20.85 亿元）、中信证券（20.65 亿元）、海通证券（16.20 亿元）、国泰君安（10.71 亿元）跟投浮动盈亏排名行业前 5 位。

整体看，跟投浮动盈亏与跟投规模存在相关性，但相关度并不显著。以中信建投为例，截至 2022 年底中信建投 IPO 累计投入跟投资金 34.01 亿元，低于中金公司、中信证券，但累计浮动盈亏领先。个别中小券商，例如信达证券、五矿证券科创板开板至 2022 年底仅完成一单科创板 IPO 项目，但浮盈也分别达到 3.37 亿、1.31 亿，收益十分可观。需要指出的是，2021 年 9 月 18 日注册制新股“询价新规”发布，将最高报价剔除比例由“不低于 10%”调整为“不超过 3%”，并取消新股发行定价与申购时间安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求。“询价新规”实行后，叠加 2022 年权益二级市场出现波动，券商科创板跟投浮动盈亏出现了明显收窄，个别公司甚至出现了亏损。由于优质科创板项目高度集中于头部券商，头部券商能够通过跟投项目多元化在一定程度上分散个股风险，但难以有效规避系统性风险；中小券商跟投项目单一，将面临个股与系统性双重风险。

表 6：科创板开板至 2022 年底上市券商跟投投入资金及浮动盈亏（亿元）前 10 位概况

上市券商	累计跟投次数	IPO 累计跟投资金	累计浮动盈亏	21 年浮动盈亏	22 年浮动盈亏
中信证券	67	41.22	20.65	12.83	4.14
中信建投	47	34.01	23.08	9.79	4.94
海通证券	45	31.40	16.20	7.64	-0.52
中金公司	43	51.85	20.85	9.83	1.96
华泰证券	42	19.64	10.38	5.05	0.48
国泰君安	30	15.62	10.71	2.55	1.04
民生证券	26	8.48	7.61	8.05	-0.27
招商证券	16	7.24	6.66	3.21	1.68
国信证券	16	5.72	9.22	1.65	0.20
安信证券	14	4.71	4.83	2.67	0.32

资料来源：Wind、中原证券

新股破发率提高导致券商跟投的不确定性增强、包销压力加大。根据 Wind 的数据进行统计，截至 2023 年 5 月底，科创板 528 家企业的 IPO，上市首日、上市 20 个交易日、上市 3 个月、上市 6 个月破发家数分别达到 65 家、78 家、73 家、84 家。从科创板开板以来的年度新股破发情况看，2021 年在新股“询价新规”实行后，科创板新股上市首日至 6 个月

各时间节点的破发家数有所增加；2022 年叠加权益二级市场波动，各时间节点新股的破发家数出现较为明显的增加。由于跟投是券商以自有资金参与的被动投资，相关损益计入投资收益和公允价值变动收益，投行项目的质量以及投行的定价能力直接决定了跟投能否对券商的整体经营业绩产生正面促进作用。

表 7：2019-2022 年科创板上市家数及上市后首日、20 个交易日、3 个月、6 个月破发情况

年度	上市家数	首日	20 个交易日	3 个月	6 个月
2019	70 家	1 家	5 家	1 家	4 家
2020	145 家	0 家	3 家	7 家	12 家
2021	162 家	9 家	15 家	17 家	22 家
2022	124 家	49 家	50 家	48 家	46 家

资料来源：Wind、中原证券

由于部分注册制新股发行价偏高，叠加新股破发率明显提高，2021 年以来券商的新股包销压力也逐步加大。根据 Wind 的统计，2019-2022 年全市场新股发行承销商包销金额分别为 11.85 亿、5.53 亿、25.64 亿、73.36 亿，出现快速走高。2022 年全市场共有 17 家新股包销金额过亿元，其中有 9 家公司上市首日出现不同程度的破发。网上投资者新股中签弃购主要由新发申购期间市场环境和新股发行定价两个因素造成，包销金额的快速走高不仅加大了券商的资本占用，也增大了投行项目承销保荐收益的不确定性。

表 8：2022 年全市场新股包销金额（亿元）前 10 位公司及上市首日损益（亿元）情况

公司	上市板块	包销金额	包销比例	上市首日涨跌幅	上市首日包销损益
纳芯微	科创板	7.78	13.38%	12.86%	1.00
华宝新能	创业板	5.25	9.01%	-11.37%	-0.60
万润新能	科创板	4.59	7.19%	-27.59%	-1.27
经纬恒润-W	科创板	3.95	10.87%	-17.35%	-0.69
中一科技	创业板	3.25	11.81%	-24.62%	-0.80
中国海油	主板	2.43	0.75%	27.69%	0.67
灿瑞科技	科创板	1.94	8.92%	-16.65%	-0.32
信德新材	创业板	1.52	6.44%	15.50%	0.24
峰昭科技	科创板	1.50	7.91%	-19.27%	-0.29
富创精密	科创板	1.26	3.45%	51.02%	0.64

资料来源：Wind、中原证券

注册制下投行项目的质控能力和新股估值定价能力是实现跟投收益的保障。首先，注册制下监管更加强调压实中介机构责任。全面注册制通过一系列制度安排进一步明晰了中介机构的职责边界，强化了中介机构勤勉尽责的意识，将发行人质量的把关责任真正交给中介机构，促使其把好“入口关”的第一道防线。此外，监管层多措并举着重提升上市公司质量，注册制进一步优化完善退市制度，有助于督促券商在投行项目的筛选中优中选优。近年来，在政策及监管的高压下，行业投行业务领域的合规风险事件屡有发生，严重的不仅会影响公司的经营业绩、对公司声誉造成损害，还会对投行业务的全局造成损害。因此，券商投行需要选择符合国家产业政策导向的优质项目，强化风险管控意识，将质量控制融入投行业务的各个环节，切实履行好“看门人”的职责，以期实现高质量服务实体经济与投行承销保荐收入、跟投收益

的有机统一。

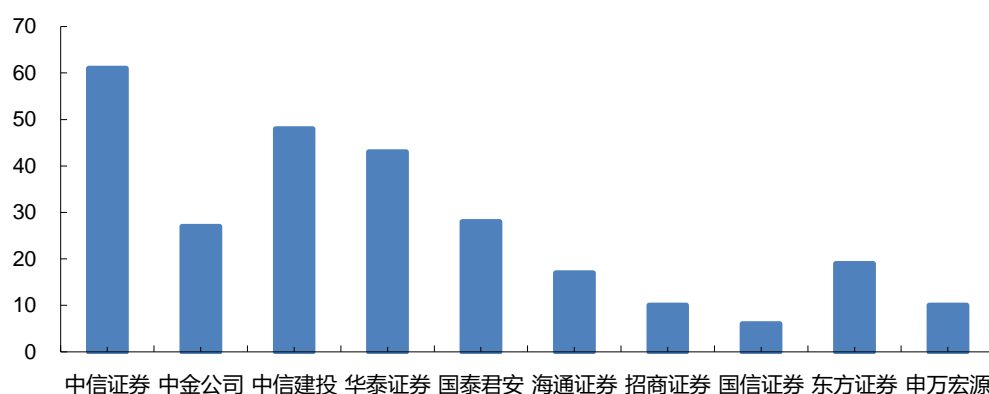
其次，自科创板试点注册制以来，注册制下新股市场化发行对券商投行的定价能力提出更高要求已经成为共识，但对于企业发展阶段相对早期、“硬科技”企业以及尚未盈利等类型的企业如何较为准确的估值目前行业内尚处于探索阶段。此外，市场化定价是由发行人、券商投行、网下机构投资者三方博弈的结果，还需要兼顾网上投资者利益。如何在最大化满足企业募资需求的前提下，平衡各方利益，并充分体现发行人的企业价值，是未来券商投行的核心竞争力。一方面，由于注册制下新股发行需要向网下投资者提供投资价值分析报告，投行业务加强与买方研究的有机结合成为必然。券商研究业务部门需要强化行业研究的广度及深度，以发展的视角，结合国际成熟经验，不断提高对科技创新型企业定价的准确度。另一方面，券商投行业务部门也需要进一步加强与股权投资业务部门的协同，深化对于宏观及产业政策导向、产业发展趋势、企业所处行业地位以及科技实力等因素的综合研判，促进标的企业的价值发现，进而持续提升注册制新股的估值定价能力。

1.4.4. 投行+综合金融服务

投行+接力式融资服务。早在试点注册制之前，部分代表性头部券商就提出为企业提供全链条的投行业务服务，即除了一次性的 IPO 服务外，基于企业的个性化需求，为企业提供全生命周期的多样化融资服务。2023 年 6 月 16 日，国务院国常会审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》，强调要引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求，进一步优化产品、市场和服务体系，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。在全面注册制实行以及国家政策的推动下，券商投行业务链条不仅要向上游延伸，更要进一步强化对现有企业客户 IPO 后再融资需求的覆盖，真正做到陪伴企业成长。

从历史经验看，优质的 IPO 项目往往能够为券商带来股权再融资、债权融资等后续投行业务增量。根据 Wind 的股权融资承销综合排名项目明细进行统计，2018-2022 年中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安排名行业股权融资累计承销金额前 5 位，分别共为 61 家、27 家、48 家、43 家、28 家企业提供过 1 次以上的股权融资服务。整体看，股权融资承销金额与单家企业多次股权融资服务呈现正相关关系。以“三中一华”为代表的头部券商投行业务综合实力强、客户粘性高，在满足企业不同发展阶段的融资需求方面已经积累了较为丰富的经验；行业内其他公司，特别是中小券商 IPO 项目资源相对较少，维护好现有企业客户，对现有企业客户所处行业及公司基本面进行持续跟踪，适时跟进并满足企业的再融资需求是深挖投行业务潜力的有效策略。

图 13：2018-2022 年股权融资累计承销金额前 10 位券商多次股权融资服务企业数



资料来源：Wind、中原证券

投行+财富管理。2020 年以来行业内各公司传统经纪业务加快向财富管理转型，服务市场投资理财需求。作为零售客户的主要获取渠道，近年来经纪业务获客逐渐长尾化，而投行业务作为机构客户和高净值客户的主要入口，在全面注册制下与财富管理业务的协同空间广阔。

以中金公司为例，公司是国内券商财富管理领域的先行者，从 2007 年初设立财富管理业务以来，公司持续为个人、家族及企业客户提供包括交易服务、资本服务、产品配置服务等范围广泛的财富管理产品及服务。根据中金公司 2022 年年报，公司财富管理业务优化“全渠道、多场景”获客模式，截至 2022 年底客户资产超过 300 万元人民币的高净值客户达到 3.44 万户，资产总值达到 7796 亿元。针对高净值客户，中金公司提供财富规划、首席投资官办公室、资产配置、环球家族办公室等个性化、多元化的财富管理综合服务，满足客户境内资产保值增值和海外大类资产配置等全方位需求。

表 9：中金公司高净值客户个性化、多元化的财富管理综合服务类型

服务类型	主要内容
财富规划	为客户提供由一位专属顾问+专业研究团队组成的“1+N”专业服务团队。背靠业内领先的系统化、专业化资产配置投研体系，以及中金财富产品平台和财富规划模型，为客户提供覆盖养老、子女教育等多个人生目标的规划和解决方案
首席投资官办公室	立足买方视角，基于中金公司强大的宏观研究能力，进行大类资产战略配置和战术配置研究，从收益率、波动性、流动性等多个维度综合考量，提供国际水准的覆盖全类别的资产配置建议
资产配置	基于完善的产品平台和首席投资官办公室的配置研究，凭借近十年的产品组合投资管理经验，中金财富投资管理团队通过国内、海外的定制专户、FOF 等多种形式的投资组合，为客户提供业内领先的量身定制、目标导向的投资管理服务
环球家族办公室	帮助家族、企业及其家族办公室解决全生命周期的客户需求，为其提供全面化、定制化、机构化的投资管理、投行业务、咨询顾问及家族事务等综合解决方案，助力家族客户实现基业长青

资料来源：中金公司官网、中原证券

对于企业级的高净值客户而言，目前业内能够提供境内外、多维度、全方位财富管理一体化综合解决方案的公司为数不多，业务门槛极高。对于投行业务领先的头部券商而言，包括投研能力、资产配置能力等在内的综合金融服务能力普遍较强，投行业务向财富管理引流高净值客户理论上不存在明显的障碍，但部分头部券商的国际业务需要进一步加强，打通境内外的能

力需要进一步提高，服务高净值客户的手段需要进一步丰富。对于中小券商而言，在全面注册制实行的推动下，进一步完善各项业务的布局，强化各项业务的展业能力，即使无法实现对高净值客户个性化、多元化需求的全方位覆盖，也能够促进公司财富管理综合能力的提高，并在长尾客户财富管理的竞争中占据先机。

投行+市值管理。2022 年 5 月 12 日，证监会公布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，自公布之日起施行；2022 年 7 月 15 日，上海证券交易所发布科创板做市实施细则。根据上交所披露的信息，截至 2023 年 6 月 21 日，共有 15 家券商获批科创板做市交易业务资格，共为 148 只科创板股票提供做市交易业务服务。其中，有 14 家科创板做市商选择了自家保荐上市的公司进行做市，共涉及 63 只股票。

表 10：截至 6 月 21 日科创板做市商做市标的为自家保荐的上市公司情况汇总

做市商	做市标的为做市商自家保荐的上市公司
安信证券	同益中、卓然股份
财通证券	
东方证券	德邦科技、昱能科技
东吴证券	明志科技、福力旺、瑞可达
国金证券	天微电子、英科再生、上海谊众、统联精密、开普云、特宝生物、浩瀚深度、钜泉科技、九州一轨、西力科技、罗普特
国泰君安	晶晨股份、中复神鹰、海尔生物、德科立、新点软件、赛微微电、普源精电、科捷智能、博拓生物
国信证券	申联生物、佰仁医疗、邦彦技术、隆达股份、永信至诚、中润光学、路维光电、禾信仪器
华泰证券	威高骨科、药康生物、天合光能、华熙生物、世华科技、诺唯赞、富森科技
申万宏源	信科移动-U、中控技术
兴业证券	厦钨新能
招商证券	概伦电子、科前生物、芯原股份、珠海冠宇
浙商证券	金盘科技
中国银河	财富趋势
中信建投	华泰科技、派能科技、奇安信-U、晶科能源
中信证券	当虹科技、康希诺、百克生物、苑东生物、睿创微纳、凯赛生物、石头科技、会通股份

资料来源：上海证券交易所、中原证券

科创板在竞价交易制度基础上引入竞争性做市商机制，是我国资本市场交易制度的重大创新。做市商制度有助于提升股票流动性、释放市场活力，有助于促进市场稳定、增强市场韧性，有助于减少信息不对称、促进价值发现。全面注册制下，科创板做市商选择自家保荐上市的公司进行做市，对于维护既有企业客户具有积极的意义。科创板做市商对自家保荐上市的公司进行做市，不仅能够提升相关公司股票交易的效率和即时性，促进公司价值发现，还能够强化对相关公司所处行业及企业基本面的跟踪覆盖，有助于做市商投行业务部门适时跟进相关企业的再融资，为企业提供接力式融资服务。

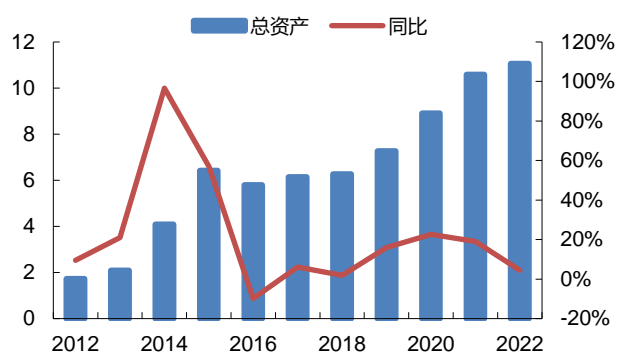
2. 2023 年一季度证券行业经营业绩显著改善

2.1. 证券行业资本实力增速有所回落

根据中国证券业协会的统计，截至 2022 年底，共有 140 家证券公司，总资产为 11.06 万亿元，净资产为 2.79 万亿元，净资本为 2.09 万亿元，分别较 2021 年底增长 4.41%、8.52%、4.69%，增速较 2021 年明显收窄。

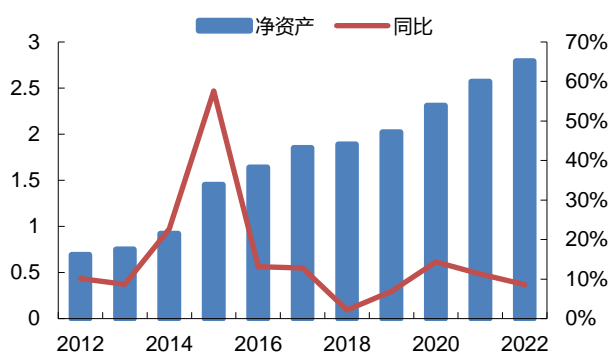
2022 年以来，行业内各公司通过股权、债权等多种渠道提升自身的资本实力，截至 2022 年底证券行业资本实力增速虽然明显收窄，但绝对额续创历史新高；总资产增幅低于净资产增幅，行业整体杠杆率有所下降。

图 14：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 15：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



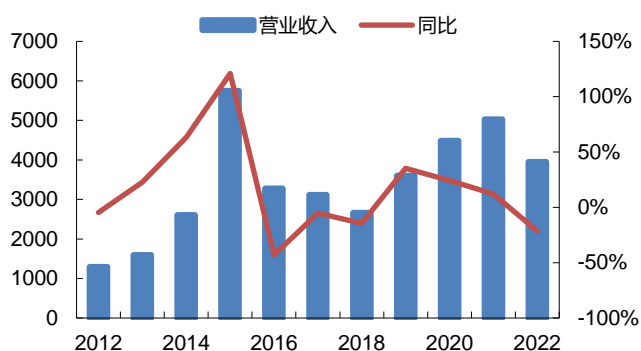
资料来源：中国证券业协会、中原证券

2.2. 22 年证券行业经营业绩同比下滑，23Q1 显著改善

根据中国证券业协会的统计，受多重超预期因素影响，2022 年证券行业共实现营业收入 3949.73 亿元，同比下滑 21.38%；共实现净利润 1423.01 亿元，同比下滑 25.54%，在连续三年回升后出现回落，短期业绩承压。

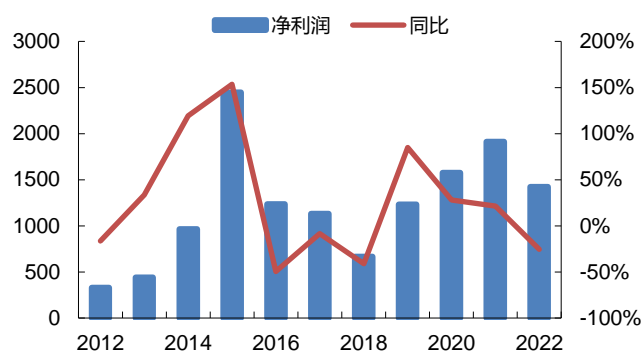
根据各公司合并财务报表，2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 1348.92 亿元，同比回升 38.53%；共实现归属于母公司股东的净利润 429.70 亿元，同比大幅回升 85.45%，上市券商的经营业绩实现明显改善。

图 16: 2022 年行业营业总收入 (亿元) 出现下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 17: 2022 年证券行业净利润总额 (亿元) 出现回落



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

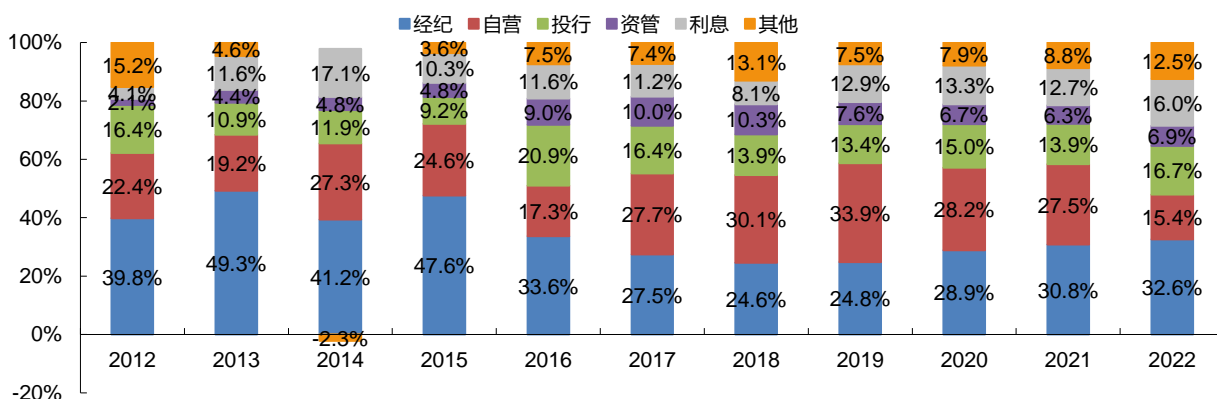
2.3. 2022 年经纪业务占比重回榜首，自营业务占比下滑至近十年来的最低值

根据中国证券业协会的统计，2022 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 32.6%、15.4%、16.7%、6.9%、16.0%、12.5%。2021 年行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他净收入占比分别为 30.8%、27.5%、13.9%、6.3%、12.7%、8.8%。

2022 年经纪业务净收入占比重回榜首，并达到 2016 年以来最高；自营业务净收入占比出现较大幅度回落，并降至近十年来的最低值；投行业务净收入占比上升至 2016 年以来最高；资管业务净收入占比结束连续三年的回落出现小幅回升；利息净收入占比也提高至近年来的最高值；其他收入占比明显提高。

2022 年行业经纪、自营、利息三个与二级市场高度正相关的业务净收入合计占比为 64.0%，同比出现较大幅度下降，主要由自营业务收入占比将至近十年来最低所致，证券行业的周期属性仍未出现显著减弱的迹象。

图 18: 2012-2022 年证券行业收入结构



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

注: 经纪=代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁) + 投资咨询业务净收入; 投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

3. 证券行业各分业务回顾及 2023 年全年前瞻

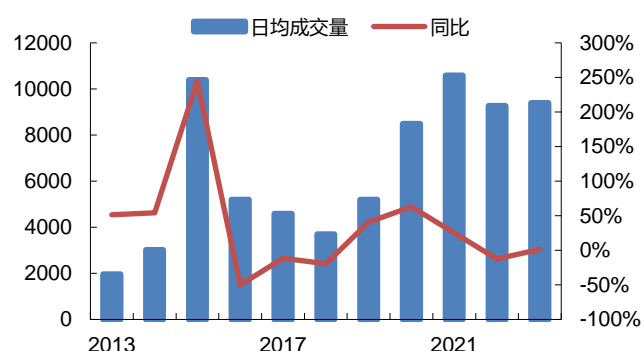
3.1. 经纪业务回顾及 2023 年全年前瞻

3.1.1. 经纪业务回顾

2023 年 1-5 月日均股票成交量小幅回升。受权益类二级市场全年弱势的影响，市场交投活跃度有所下降。2022 年全市场日均股票成交量为 9259 亿元，同比-12.54%；成交总量为 224.07 万亿元，同比-12.90%，日均成交量、成交总量在连续三年回升后同步出现小幅回落。

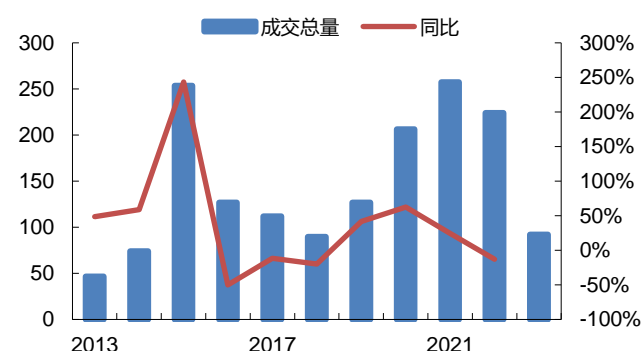
2023 年 1-5 月全市场日均股票成交量为 9395 亿元，较 2022 年小幅回升 1.47%；股票成交总量为 92.07 万亿元，同比增长 1.06%，达到 2022 年全年水平的 41.09%。整体看，代理买卖证券业务景气度仍维持在近年来的较高水平。

图 19：前 5 个月日均股票成交量（亿元）小幅回升



资料来源：Wind、中原证券

图 20：股票成交总量（亿元）达到 2022 年全年的 41.09%

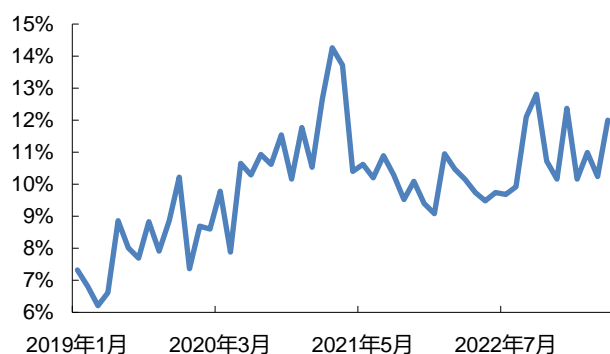


资料来源：Wind、中原证券

截至 22Q3 行业平均净佣金率暂时止稳。2022 年北向资金月加权平均（按月度成交金额进行加权）交易占比为 10.47%，较 2021 年的 10.74% 微幅下滑。2023 年 1-5 月北向资金成交占比在 1 月最高达到 12.37%，整体在 10%-12% 的高位区间内波动。

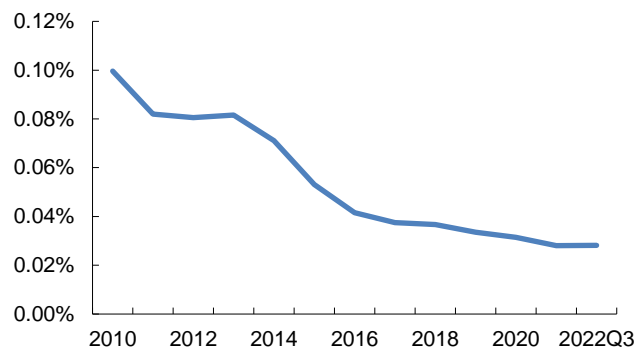
根据中国证券业协会的统计，2022 年前三季度行业共实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）877.11 亿元（未公布该数据的全年数值）。由此计算，将北向资金成交占比按照月加权平均值 10.47% 的比例剔除后，截至 2022Q3 行业平均净佣金率为 0.282%（万分之 2.82），较 2021 年的平均净佣金率基本持平，在连续多年的持续、大幅下滑后出现暂时止稳。

图 21：前 5 个月北向资金成交占比在高位区间内波动



资料来源：Wind、中原证券

图 22：截至 2022Q3 行业平均净佣金率暂时止稳



资料来源：中国证券业协会、Wind、中原证券

2022 年以来财富管理业务增速明显放缓。2022 年以来，受权益二级市场持续弱势的影响，以公募基金为代表的权益类金融产品收益率表现不佳，新发基金规模回落至 2020 年以来的低位水平，财富管理业务的增速明显放缓。根据 Wind 的统计，2022 年新发基金份额为 14908 亿份（按基金成立日），同比大幅下滑 49.65%，43 家单一证券业务上市券商共实现代销金融产品业务收入 122.68 亿元，同比-27.49%。

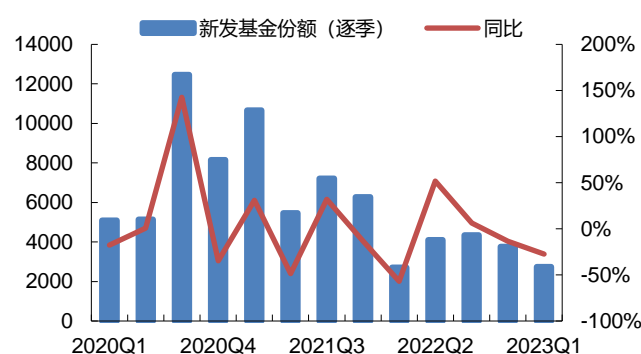
2023 年上半年虽然权益二级市场企稳回暖，但基金销售情况仍不乐观，Q1 新发基金份额为 2734 亿份（按基金成立日），环比 22Q4 下滑 27.30%，单季销售总量在 2020 年以来的低位水平徘徊；1-5 月新发基金份额为 4214 亿份（按基金成立日），同比-5.17%，仍有小幅回落。

图 23：前 5 月新发基金份额（份）仍有小幅回落



资料来源：Wind、中原证券

图 24：2023Q1 新发基金份额（份）在低位水平徘徊



资料来源：Wind、中原证券

23Q1 权益类公募基金净值企稳回升。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2022 年底，剔除货币市场基金后的公募基金保有规模、股票+混合公募基金保有规模分别为 15.58 万亿、7.48 万亿，同比分别-3.17%、-13.33%。在权益二级市场持续弱势的背景下，公募基金保有规模显现出一定的周期性特征，权益类公募基金的波动幅度明显大于剔除货币市场基金后的公募基金整体波幅。

2023 年一季度市场回暖，权益类公募基金赎回高峰已过，基金净值企稳回升。2023Q1

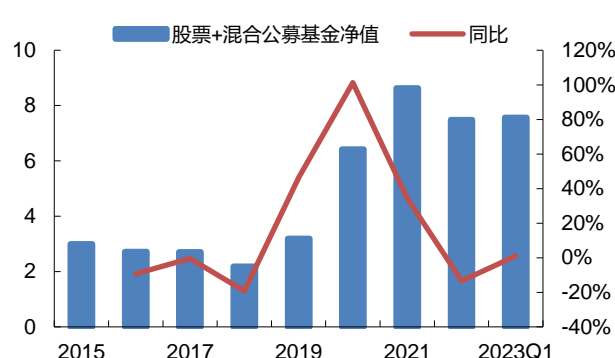
剔除货币市场基金后的公募基金保有规模、股票+混合公募基金保有规模分别为 15.72 万亿、7.56 万亿，较 2022 年底分别+0.90%、+1.07%。

图 25：2015-2023Q1 年公募基金净值（万亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

图 26：2015-2023Q1 权益类公募基金净值（万亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

23Q1 上市券商股票+混合公募基金保有规模整体实现增长。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2022 年底，权益类公募基金（股票+混合）前 100 位销售机构保有规模中，银行、第三方机构、券商占比分别为 52.11%、25.65%、22.24%，2023Q1 占比分别为 51.85%、25.97%、22.18%，券商销售保有规模与第三方机构，特别是银行的差距依然明显。截至 2023Q1 券商销售保有总规模为 1.29 万亿元，较 2022 年底+2.26%。

一季度 43 家单一证券业务上市券商中，共有 37 家公司入围权益类（股票+混合）公募基金销售保有规模前 100 位，中信证券（1309 亿）、华泰证券（1282 亿）、广发证券（832 亿）、中信建投（718 亿）、招商证券（700 亿）排名券商排 5 位，总排名分别为 11 位、12 位、17 位、20 位、21 位；国金证券（15.24%）、国信证券（11.01%）、财通证券（10.61%）、海通证券（10.32%）、中银证券（8.66%）排名增速前 5 位，37 家上市券商中共有 32 家环比实现正增长。

表 11：截至 2023Q1 股票+混合公募基金销售保有规模（亿元）排名前 20 位证券公司及较 22Q4 环比变动情况

	2023Q1	2022Q4	环比	总排名		2023Q1	2022Q4	环比	总排名
中信证券	1309	1417	-8.25%	11	兴业证券	392	382	2.55%	32
华泰证券	1282	1226	4.37%	12	中金公司	389	356	8.48%	33
广发证券	832	821	1.32%	17	申万宏源	364	340	6.59%	34
中信建投	718	723	-0.70%	20	长江证券	289	288	0.35%	40
招商证券	700	683	2.43%	21	中泰证券	273	251	8.06%	42
中国银河	576	571	0.87%	24	光大证券	269	262	2.60%	44
国信证券	536	477	11.01%	25	中银证券	231	211	8.66%	48
国泰君安	501	499	0.40%	26	方正证券	230	223	3.04%	49
东方证券	411	397	3.41%	30	国金证券	210	178	15.24%	52
海通证券	407	365	10.32%	31	华西证券	165	155	6.06%	53

资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

23Q1 上市券商经纪业务手续费净收入同比仍有小幅回落。根据各公司财务报表数据进行

统计，2022 年 43 家单一证券业务上市券商共实现经纪业务手续费净收入 1137.78 亿元，同比-18.44%。虽然 2022 年行业经纪业务出现下滑，但收入占比重回首位，在券商业务体系中的地位依然稳固。其中，经纪业务各分项：代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务、期货经纪业务合计净收入分别为 721.6 亿元、182.1 亿元、121.2 亿元、119.4 亿元，同比分别-18.8%、-10.4%、-22.4%、-5.5%，收入占比分别为 63.1%、15.9%、10.6%、10.4%。

从 2022 年上市券商经纪业务的整体情况看，以交易单元席位租赁为代表的机构经纪业务降幅低于零售经纪业务，对经纪业务手续费净收入的正面促进作用明显；代销金融产品业务短期承压，净收入降幅最大；期货经纪业务得益于能够双向交易，净收入降幅最小。

2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现经纪业务手续费净收入 251.99 亿元，同比-16.71%，较 2022 年出现进一步小幅回落。

3.1.2. 经纪业务全年前瞻

全年日均成交量同比有望稳中有升。首先，上半年资本市场企稳回暖，整体处于区间震荡格局，市场热点主要集中于以中国特色估值体系为代表的部分价值类品种、以人工智能为核心的泛 TMT 板块中，市场结构分化依然较为明显，日均成交量未现明显回升。其次，在经济复苏基础尚不牢固、全球及国内经济形势依然复杂严峻的背景下，我国货币政策仍有宽松空间，流动性将保持合理充裕，市场的增量资金仍有保障。第三，当前短期压力和挑战不会改变我国经济长期向好的大势，随着各项宏观经济政策效应持续显现，市场需求逐步恢复，我国经济发展动能将持续增强、结构将持续向优、态势将持续向好。如果三、四季度经济复苏成果得到验证，二级市场交易热情有望逐步升温，并带动全年成交量同比走高。第四，6 月 8 日，证监会主席易会满在第十四届陆家嘴论坛发表主体演讲，其中提到“坚持投融资协调发展”，关注下半年监管层出台投资端改革的相关举措对于市场交易的正面促进作用。综上所述，维持 2023 年全年日均成交量有望同比实现小幅回升的预期不变。

基金投顾业务有望由试点转常规，促进财富管理业务实现改善。为健全资本市场财富管理功能，深化投资端改革，培育资本市场买方中介队伍，6 月 9 日，证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见。

表 12：《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》的主要内容

沿用试点期间对“投资”活动的规范原则，加强对投资环节的监管，进一步明确对管理型业务的管控，优化投资分散度等监管要求

强化对“顾问”服务的监管，督促引导行业坚守“顾问”服务本源，持续丰富服务内涵，加强投资者适当性和服务匹配管理，规范宣传推介行为，强化信义义务落实和利益冲突防范

针对新问题、新情况补齐监管短板，促进业务合规有序开展。例如，加强对投资顾问机构之间及投资顾问与基金销售机构等其他机构合作展业的规范管理，明确对投资顾问机构配置公募基金之外的其他产品的规范性要求，豁免基金经理以外的基金从业人员投资本公司基金时锁定期的要求等

资料来源：中国证监会、中原证券

自 2019 年 10 月证监会启动基金投资顾问业务试点以来，基金投资顾问业务运行平稳，

业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持，试点达到了预期目的，已基本具备转常规条件。市场机构和投资者普遍认为，推动基金投资顾问业务转常规，有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。

虽然 2022 年以来公募基金投资收益率不佳延缓了新增客户，特别是储蓄资金借道公募基金参与权益市场投资的步伐，行业财富管理业务增速明显放缓，但随着基金投顾业务转为常规业务，以及投资端改革措施的陆续推出，基金销售预期转为相对乐观，下半年行业财富管理业务有望逐步走出阶段性低谷，并带动全年代销金融产品业务收入同比降幅逐步收敛甚至转为回升。

全年经纪业务仍将维持在近年来的较高景气度水平。2023 年全年成交量同比有望稳中有升，但考虑到平均净佣金率保持下降趋势的对冲效应，代理买卖证券业务全年大概率呈现小幅波动；代销金融产品业务有望出现止稳。中性场景下，预计 2023 年全年经纪业务手续费净收入同比将维持相对稳定，经纪业务景气度仍将维持在近年来的较高水平。

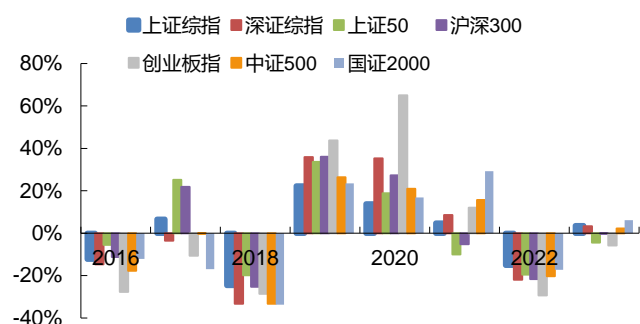
3.2. 自营业务回顾及 2023 年全年前瞻

3.2.1. 自营业务回顾

权益窄幅震荡、固收牛市格局。权益类自营业务方面，2023 年一季度各权益类指数同步企稳反弹，但二季度以来市场波动幅度有所加大，且各指数间的分化现象有所加剧，整体处于窄幅区间震荡格局。截至 2023 年 6 月 21 日，上证指数上涨 3.52%、深证综指上涨 3.25%、上证 50 指数下跌 4.41%、沪深 300 指数下跌 0.20%、创业板指下跌 5.75%、中证 500 指数上涨 2.16%、国证 2000 指数上涨 6.06%。从各权益类指数上半年的表现看，代表价值类品种的上证 50 指数、沪深 300 指数整体表现依然较为低迷，以新能源等赛道类品种为代表的创业板成分指数 6 月上旬创出近三年来新低，代表中小市值品种的国证 2000 指数表现最强。整体看，上半年行业权益类自营业务的经营环境环比虽有明显改善，但业务开展的难度依然偏大。能否及时甄别人工智能、“中特估”的结构性投资机会，能否及时对赛道类品种进行调仓换股，是上半年上市券商实现投资收益关键。

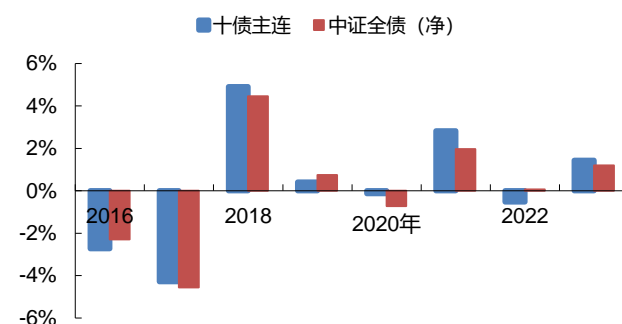
固定收益类自营业务方面，2023 年一季度固定收益类指数在 2022 年年底的相对低位窄幅震荡，二季度以来呈现稳步走高的态势，并于 6 月中旬一度同步创近三年来新高。截至 2023 年 6 月 21 日，十年期国债期货指数上涨 1.43%，中证全债（净）指数上涨 1.19%，上半年行业固定收益类自营业务重返牛市格局。

图 27：权益窄幅震荡（截至 6 月 21 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券

图 28：固收牛市格局（截至 6 月 21 日收盘）

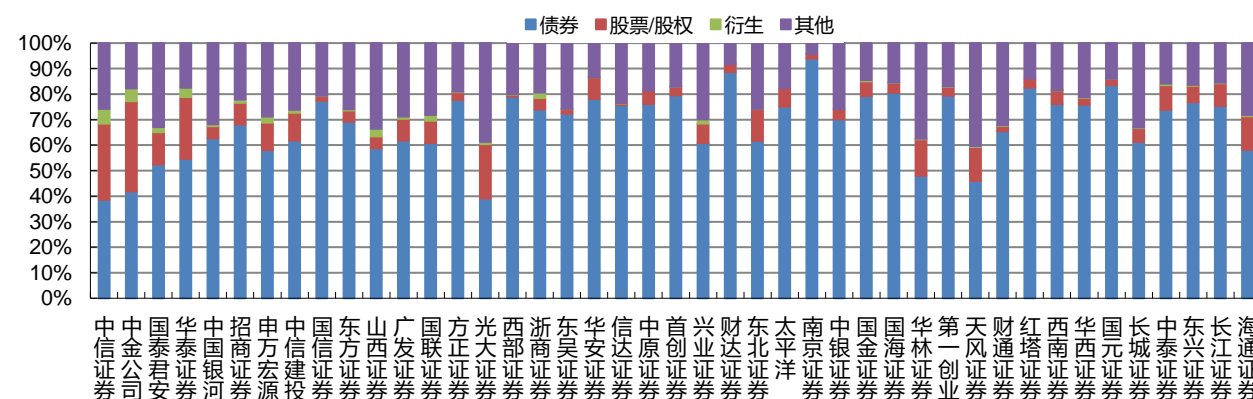


资料来源：Wind、中原证券

目前上市券商自营资产配置以固收为主。根据各公司合并财务报表，截至 2022 年底上市券商自营资产配置以债券等固定收益类金融资产为主，除中信证券、中金公司外其他上市券商固收资产配置占比均在 50% 以上，固定收益二级市场行情的波动对上市券商自营业务乃至整体经营业绩的影响较为显著。

头部券商持有的股票/股权资产占比明显高于中小券商，场外期权一级交易商中金公司（35.36%）、中信证券（29.60%）、华泰证券（24.14%）、国泰君安（12.62%）、中信建投（10.95%）、申万宏源（10.85%）、招商证券（8.62%）、广发证券（8.48%）占比排名上市券商前列，上述 8 家公司衍生金融资产持有的规模也明显高于其他上市券商。其中，中金公司、中信证券、华泰证券股票/股权资产占比以及衍生金融资产占比显著高于其他上市券商，预计主要由中性的场外期权业务所带动，侧面反映了场外期权业务的高集中度。虽然当前上市券商自营业务结构中股票/股权资产占比相对较小，但绝对额依然可观，且持有的其他金融资产中包含一定比例的权益资产，权益二级市场行情的波动依然与上市券商的整体经营业绩呈现高相关性。

图 29：2022 年 43 家单一证券业务上市券商自营业务结构



资料来源：Wind、中原证券

注：债券=交易性金融资产债券+债权投资+其他债权投资；股票/股权=交易性金融资产股票/股权+其他权益投资工具；其他=公募基金+券商资管+信托计划+银行理财+私募基金及合伙企业+其他等

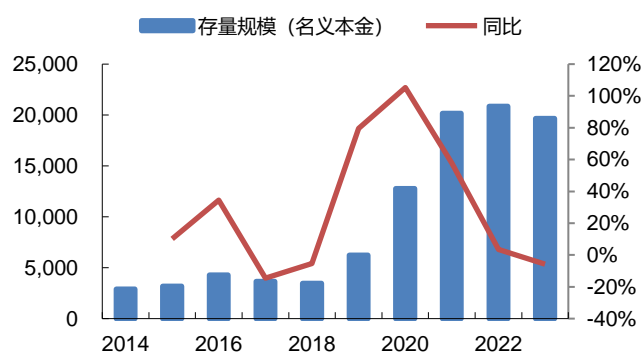
22/23Q1 上市券商自营业务收入出现大幅波动。根据中国证券业协会的统计，2022 年行业共实现证券投资收益 608.39 亿元，同比下滑 55.96%，收入占比创近十年来最低。

根据各公司财务报表数据进行统计，2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商合计实现投资收益（含公允价值变动）527.63 亿元，同比显著扭亏；剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，上市券商合计实现自营业务收入 495.08 亿元，同比显著扭亏。在去方向性的影响下，头部券商自营业务收入的波动性虽然依然较大，但相较中小券商明显下降；中小券商的自营业务则呈现出强波动性，23Q1 自营业务收入实现扭亏的公司绝大多数是中小券商。

部分头部券商自营业务去方向性取得积极成效。近年来以场外期权一级交易商为代表的头部券商利用场外衍生品业务探索自营业务的去方向化，取得了积极的成效，并且明显平抑了自营业务乃至整体经营业绩的波动。根据中证报价公司的统计，2022 年受市场波动影响，场外衍生品存量名义规模为 20868.20 亿元，同比+3.48%，增速出现明显放缓但总量再创历史新高。截至 2023 年 4 月底，场外衍生品存量名义规模小幅回落至 19652.59 亿元，维持高位运行。

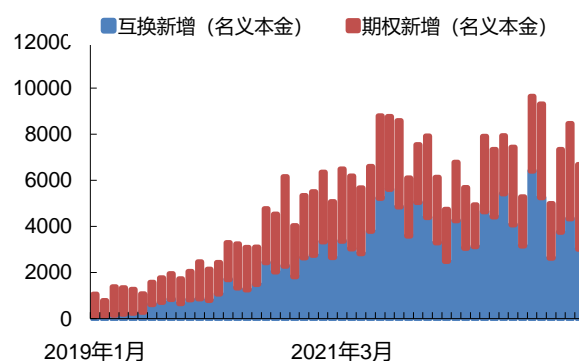
与传统的方向性业务不同，场外衍生品业务的交易对手越多，合约标的证券的范围越广，则风险对冲的有效性越强，方向敞口越小。因此，以场外衍生品为代表的去方向性业务更加依赖交易对手的数量，更加考验券商的资本实力、产品创设能力、销售能力、交易能力，头部券商在去方向性业务的开展中具备天然优势。目前获得场外期权一级交易商的头部券商，特别是中信证券、中金公司等龙头券商已经在相关业务领域构建了显著的竞争优势，业务集中度较高。

图 30：场外衍生品存量规模（名义，亿元）略有回落



资料来源：中证报价公司、中原证券

图 31：场外衍生品新增规模（名义，亿元）高位运行



资料来源：中证报价公司、中原证券

3.2.2. 自营业务全年前瞻

下半年权益市场风格有望趋于均衡。上半年市场热点主要集中于以人工智能为代表的 TMT 板块以及受中国特色估值体系加持的部分价值类个股，市场其他方向普遍不具备赚钱效应。但随着下半年经济复苏确定性的不断增强，前期超跌的顺周期板块有望展开修复行情；监管层出台投资端改革的相关举措也将促进市场重回震荡上升趋势。此外，随着我国加快产业结构调整，加快实现高水平科技自立自强，科技仍是全年最重要的投资主线。展望下半年，权益

市场的投资风格有望在一定程度上趋于均衡，行业权益类自营业务的经营环境仍有改善的预期，但各公司间仍将维持分化。

固定收益类自营业务仍存不确定性。从上半年固定收益类指数与权益类指数的走势关系上看，两者存在较为明显的负相关关系。在上半年固收指数牛市的背景下，长端利率重回历史低位水平，固收市场积累了较为丰厚的获利盘。如果下半年经济复苏的确定性逐步加强，权益市场重回震荡修复期，固收市场的波动将会加大，但幅度较难预测。由于目前行业固定收益规模在自营资产配置中占据主导，市场波动将对自营业务乃至整体经营业绩造成较大影响。下半年行业固定收益类自营业务需要控制久期和仓位水平，防范利率风险，维护上半年经营成果。

自营业务将推动行业整体经营业绩重回升势。根据各公司财务报表数据进行统计，从 43 家单一证券业务上市券商一季度的主营业务收入占比看，投资收益（含公允价值变动）占比达到 39.11%，快速回升至绝对高位水平。虽然下半年固收自营存在不确定性，但权益类自营存在进一步改善的预期，中性场景下，2023 年全年自营业务收入占比将向近年来的均值回归，自营业务将贡献行业整体经营业绩的主要增量。

3.3. 投行业务回顾及 2023 年全年前瞻

3.3.1. 投行业务回顾

2023 年 1-5 月 IPO 规模出现较大幅度回落。根据 Wind 的统计，2022 年共完成 428 家 IPO，首发募资规模 5881 亿元，同比分别-18.32%、+8.37%，首发募资规模创历史新高；2022 年 IPO 单家融资规模为 13.74 亿元，同比大幅增长 32.63%。

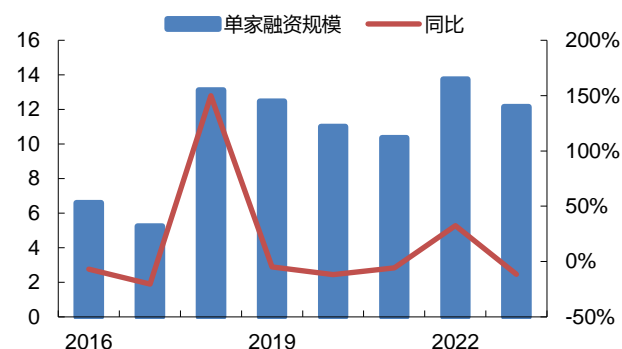
2023 年 1-5 月共完成 134 家 IPO，首发募资规模 1628 亿元，同比-40.64%，出现较大幅度下滑；IPO 单家融资规模为 12.15 亿，较 2022 年的平均水平-11.57%。

图 32：前 5 月 IPO 规模（亿元）大幅下滑



资料来源：Wind、中原证券

图 33：前 5 月 IPO 单家融资规模（亿元）小幅下降



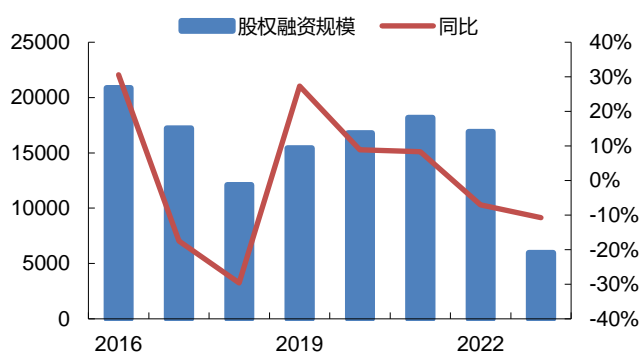
资料来源：Wind、中原证券

股权融资规模出现持续回落，集中度再创新高。根据 Wind 的统计，2022 年行业再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 11013 亿元，同比-13.63%。2022 年行业

股权融资规模为 16894 亿元，同比-7.06%，在连续三年增长后出现小幅回落。股权融资承销金额排名前 5（CR5）公司的合计市场份额为 61.70%，再创历史新高；前 10（CR10）公司的合计市场份额为 74.35%，逼近历史高位。2022 年股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券、安信证券、申万宏源、国信证券。

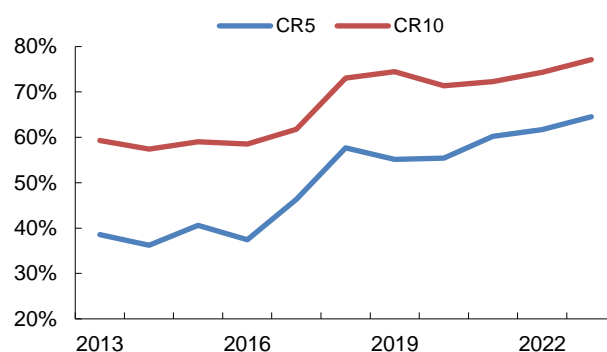
2023 年 1-5 月再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 4329 亿元，同比+10.02%。2023 年 1-5 月行业股权融资规模为 5956 亿元，同比-10.78%，出现进一步下滑，且降幅有所扩大。股权融资承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 64.54%、77.12%，双双再度刷新历史新高。1-5 月股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、华泰证券、中金公司、海通证券、民生证券、国信证券、国泰君安、兴业证券、中邮证券；其中，中信证券股权承销规模的优势尤为显著。

图 34：前 5 月股权融资规模（亿元）持续回落



资料来源：Wind、中原证券

图 35：前 5 月股权融资承销金额集中度再创历史新高

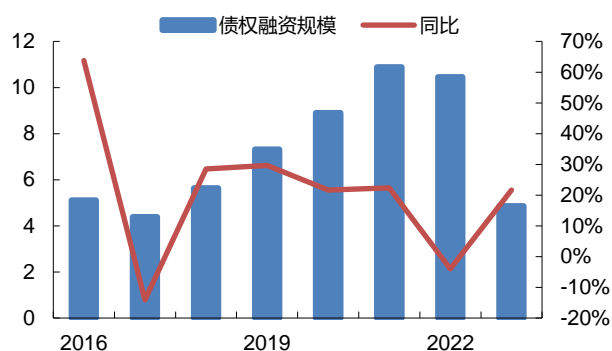


资料来源：Wind、中原证券

债权融资规模出现较大幅度增长，集中度达到历史次高。根据 Wind 的统计，2022 年行业各类债券承销金额为 10.45 万亿元（按发行日），同比-3.95%，在连续 4 年实现增长后出现小幅下滑。2022 年各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 51.46%、66.84%，同步再创历史新高。2022 年各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、华泰证券、中金公司、国泰君安、光大证券、东方证券、平安证券、海通证券、招商证券。

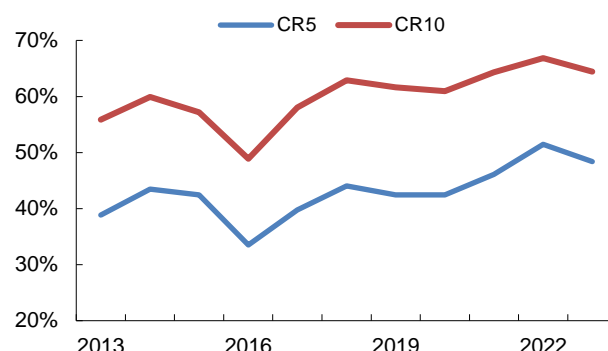
2023 年 1-5 月行业各类债券承销金额为 4.86 万亿元（按上市日），同比+21.64%，出现较大幅度增长。各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 48.39%、64.40%，较 2022 年有所回落，但仍达到历史次高。1-5 月各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券、国泰君安、海通证券、光大证券、东方证券、中银证券、平安证券；其中，中信证券、中信建投各类债券承销规模的优势更为显著。

图 36：债权融资规模（万亿元，按上市日）大幅增长



资料来源：Wind、中原证券

图 37：前 5 月各类债券承销金额集中度达到历史次高



资料来源：Wind、中原证券

23Q1 上市券商投行业务手续费净收入普遍下滑。根据中国证券业协会的统计，受股权、债权融资规模双降，行业投行业务总量下滑的影响，2022 年行业共实现投资银行业务净收入 659.21 亿元，同比-5.80%，收入占比被动提高至 16.7%。

根据各公司财务报表数据进行统计，2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商合计实现投行业务手续费净收入 105.20 亿元，同比-24.67%。作为行业龙头，23Q1 中信证券投行业务净收入仍保持增长，而其他上市券商则出现不同程度的下滑。

3.3.2. 投行业务全年前瞻

股权融资将维持高位，但明显放量的概率偏低。首先，全面注册制已正式实行，各行业不同发展阶段的各类企业通过多层次资本市场融资的手段进一步丰富、渠道进一步畅通，中长期看我国资本市场股权融资规模将维持高位，行业股权融资业务已迈入全新的高质量发展阶段。其次，近年来监管层在不同场合表示将充分考虑投融资的动态平衡，科学保持新股发行节奏与二级市场承受能力相适应，2022 年行业股权融资规模在连增三年后出现小幅回落，权益二级市场持续弱势是主因。上半年权益二级市场虽有修复但整体仍偏弱运行，对股权融资的制约效应明显，行业股权融资业务遭遇短期瓶颈。近日，监管层表态始终注重促进投融资的动态平衡，融资端和投资端是资本市场功能的一体两面，二者相辅相成。关注下半年投资端改革对于市场行情的提振，随着权益市场再度进入震荡修复期，股权融资的节奏有望逐步加快，全年股权融资规模的降幅有望逐步收窄。在 IPO、再融资常态化的背景下，投行项目储备的数量、质量以及梯次是券商把握全面注册制政策红利，推动投行业务持续增长的关键。

表 13：截至 2023 年 6 月 21 日 IPO 项目储备排名前 10 公司（全市场，不包括辅导备案企业）

排名	公司	IPO 项目储备	排名	公司	IPO 项目储备
1	中信证券	99	6	国泰君安	43
2	中信建投	70	6	中金公司	42
3	海通证券	59	8	国金证券	31
4	民生证券	47	9	招商宏源	29
5	华泰证券	46	10	安信证券	24

资料来源：Wind、中原证券

债权融资规模增速将出现收敛。在固收二级市场行情的加持下，1-5月行业各类债券承销金额回升的幅度较大，全年出现增长是大概率事件。但下半年如果权益二级市场重回震荡修复，固收行情有所转弱，预计债券发行的节奏将会放缓。此外，下半年同比基数较上半年高，预计全年行业各类债券承销金额的增速将较1-5月出现收窄。

全年投行业务净收入有望呈现小幅波动。一季度上市券商投行业务手续费净收入的同比降幅偏大，属于阶段性周期下滑。随着时间的推移、项目的逐步落地，头部券商的下滑幅度有望逐步收敛，并带动行业投行业务净收入降幅逐步企稳收敛。中性场景下，2023年全年行业投行业务收入有望呈现小幅波动，同比能否实现回升取决于下半年投资端改革能否带动股权融资规模由降转升。

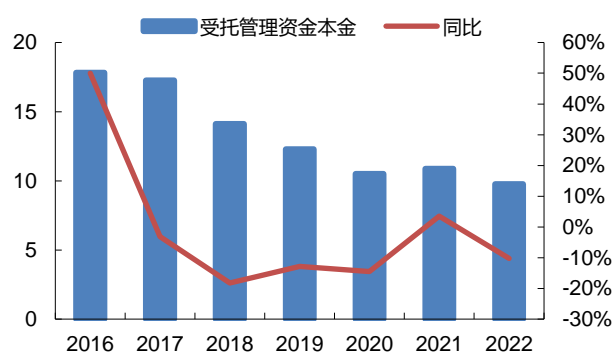
3.4. 资管业务回顾及2023年全年前瞻

3.4.1. 资管业务回顾

22/23Q1 行业资管规模再度走低。根据中国证券业协会的统计，截至2022年底行业受托管理资金本金为9.76万亿元，同比-10.29%，在2021年短暂企稳后再度走低，并创2015年以来新低。随着资管新规过渡期于2021年底结束，对资管业务的影响逐步趋于收敛，行业资管规模短暂企稳，2022年行业受托管理资金本金再度走低，股、债二级市场均出现不同程度的波动是主因，行业资管业务向主动管理转型短期遇阻。

虽然23Q1股、债二级市场企稳回暖，但整体尚在低位震荡，市场赚钱效应不足，行业资管业务短期仍有压力。根据中国证券投资基金业协会的统计，23Q1券商私募资管规模为58543亿元，较2022年底-6.84%。其中，集合、单一资管规模分别为27876亿元、30667亿元，较2022年底分别-12.33%、-1.23%，与主动管理相关度较高的私募集合资管规模降幅依然偏大。

图 38：22 年行业受托管理资金规模（万亿）再度走低



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 39：23Q1 私募集合资管规模（万亿）降幅依然偏大

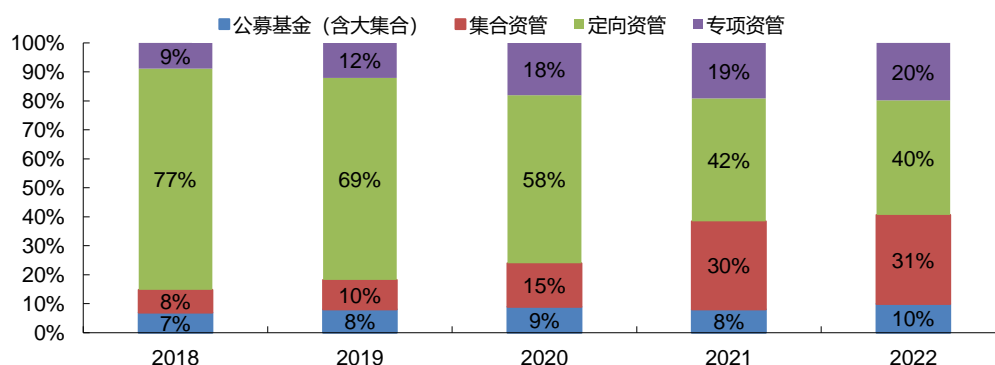


资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

券商资管业务结构持续优化。自资管新规实施以来，券商资管业务去通道，回归本源，努力提高投研能力，积极向主动管理转型，逐步进入规范有序发展的新阶段。根据中国证券业

协会的统计，券商单一资管规模由 2018 年底的 76.64% 下降至 2022 年底的 39.62%，而 2022 年底集合资管规模与券商公募（含大集合）占比达到 40.80%，券商资管业务结构持续优化。

图 40：2018-2022 年券商资管业务结构持续优化



资料来源：中国证券业协会、中原证券

23Q1 上市券商资管业务手续费净收入小幅回落。根据中国证券业协会的统计，2022 年行业共实现资产管理业务净收入 270.95 亿元，同比-14.76%，在连续三年的小幅增长后出现回落；收入占比为 6.9%，小幅被动提高。

根据各公司财务报表数据进行统计，2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商合计实现资管业务手续费净收入 111.20 亿元，同比-2.39%。其中，资管业务净收入排名前 2 位的中信证券、广发证券同比仍出现 10% 左右的下滑，显示虽然市场企稳回暖但主动管理产品的发行依然不畅。

3.4.2. 资管业务全年前瞻

券商公募助力主动管理规模提升。2022 年 5 月 20 日，中国证监会发布《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，优化公募基金管理人牌照准入制度，适度放宽同一主体持有公募牌照数量限制，在继续坚持基金管理公司“一参一控”的政策前提下，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。根据中国证券业协会的统计，截至 2022 年底，行业内共有资管子公司 20 家，已有 12 家券商或者券商资管子公司持有公募基金牌照，管理公募基金（含大集合）规模超 6000 亿元。券商通过资管业务的平台开展公募基金业务也为探索扩大主动管理规模提供了可行路径。

全年资管业务对行业整体经营业绩的边际影响有限。2022 年以来股、债市场行情对行业资管业务产生一定的扰动，主动管理产品、特别是权益类主动管理产品的发行受到一定的冲击。下半年权益二级市场的行情依然是权益类产品发行的主要制约因素，而固收类产品的发行情况相对占优，两者将呈现一定的负相关性场景下，2023 年全年行业资管业务收入将保持较低波动，对行业整体经营业绩的边际影响有限。

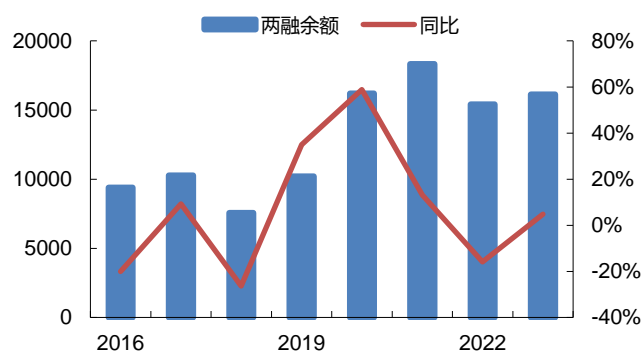
3.5. 信用业务回顾及 2023 年全年前瞻

3.5.1. 信用业务回顾

两融余额企稳回升。2022 年权益二级市场弱势运行，两融标的较为集中的上证 50 指数、沪深 300 指数、创业板成分指数全年分别下跌 19.52%、21.63%、29.37%，支撑两融余额的基础有所松动。根据 Wind 的统计，截至 2022 年底全市场两融余额为 15404 亿元，同比-15.93%，在连续三年实现回升后出现较大幅度回落；2022 年两融月均余额为 16079 亿元，同比-9.07%，创 2016 年以来最大降幅。

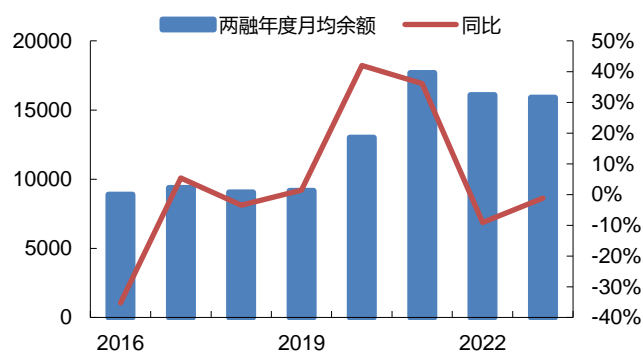
上半年权益二级市场企稳回暖，两融余额也同步企稳回升。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 5 月底全市场两融余额为 16134 亿元，较 2022 年底+4.73%；1-5 月两融月均余额为 15889 亿元，较 2022 年两融月均余额仍有 1.18% 的小幅下滑。

图 41：前 5 月两融余额（亿元）企稳回升



资料来源：Wind、中原证券

图 42：前 5 月两融年度月均余额（亿元）仍有小幅下滑

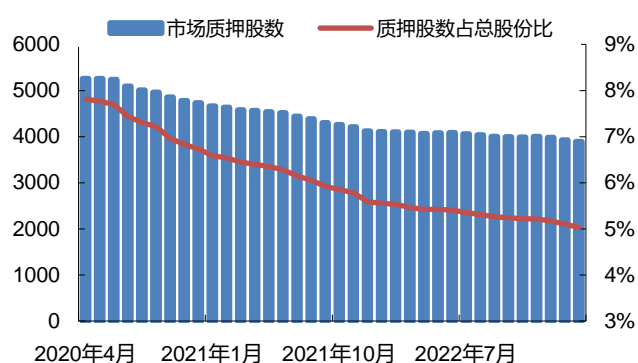


资料来源：Wind、中原证券

上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续。目前行业对股票质押业务的开展仍较为审慎，叠加权益二级市场出现波动，2022 年多数券商仍在主动压降股票质押规模。根据 Wind 统计的中登数据，截至 2022 年底市场质押股数为 3996.41 亿股，同比-2.89%；占总股本比为 5.21%，同比-0.38 个百分点；市场质押市值为 32005 亿元，同比-23.02%。

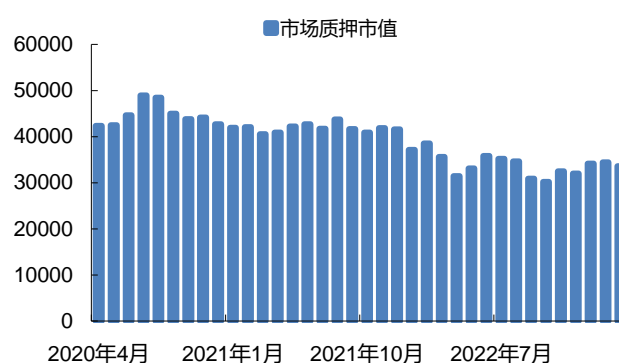
截至 2023 年 5 月底，市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3866.18 亿股、4.92%、31129 亿元，较 2022 年底分别-3.26%、-0.29 个百分点、-2.74%，全市场股票质押规模依然维持下降趋势。

图 43：前 5 月质押股数（亿股）占比延续下降趋势



资料来源：中国证券登记结算有限责任公司、中原证券

图 44：前 5 月全市场质押市值持续走低



资料来源：中国证券登记结算有限责任公司、中原证券

23Q1 上市券商利息净收入降幅扩大。根据中国证券业协会的统计，2022 年行业共实现利息净收入约 633.14 亿元，同比-0.77%；收入占比为 16.0%，同比提升 3.28 个百分点。

根据各公司财务报表数据进行统计，2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商合计实现利息净收入 109.75 亿元，同比-17.83%。一季度上市券商利息净收入同比降幅明显扩大，除信用业务利息收入同比仍有小幅下滑外，22Q1 债券持有期利息收入的增加抬高了 23Q1 的同比基数是降幅扩大的主因。

3.5.2. 信用业务全年前瞻

两融业务有望平稳运行。2020 年以来随着两融标的不断扩容，两融业务的集中度风险得到不断分散，两融余额的整体波动率明显下降。2022 年两融业务的阶段性风险释放较为充分，上半年两融规模重回稳步震荡攀升的趋势，目前持续于 1.6 万亿上方窄幅波动。全面注册制实行后，主板公司上市首日即纳入两融标的，叠加转融通制度的持续优化，在市场不出现明显波动的情况下，两融余额有望维持低波动。如果下半年权益市场重回震荡修复，两融月均余额同比由微幅回落转为回升的概率偏大，两融业务整体将平稳运行，并有望持续为券商贡献相对较为稳定的收入来源。

券商将持续审慎开展股票质押业务。全面注册制下退市进入常态化，股票质押标的的选择将更为严苛，行业内各公司将持续审慎开展股票质押业务。未来股票质押业务将作为券商综合金融服务体系中的一环，成为企业及高净值客户多元化融资的有效补充。目前行业股票质押规模已出现显著回落，但仍存压降的空间，预计部分券商仍有股票质押的历史包袱尚待计提；而个别券商在近年来充分计提信用减值损失后有望部分冲回进而增厚全年经营业绩。

全年利息净收入预计仍将出现小幅下滑。全年两融月均余额同比有望逐步转升，股票质押规模大概率将保持下降趋势，但降幅有望收窄，预计全年信用业务利息收入同比将基本持平。但是，考虑到债券持有期所产生的利息收入同比基数较高，中性场景下，预计 2023 年全年行业利息净收入仍将出现小幅下滑。

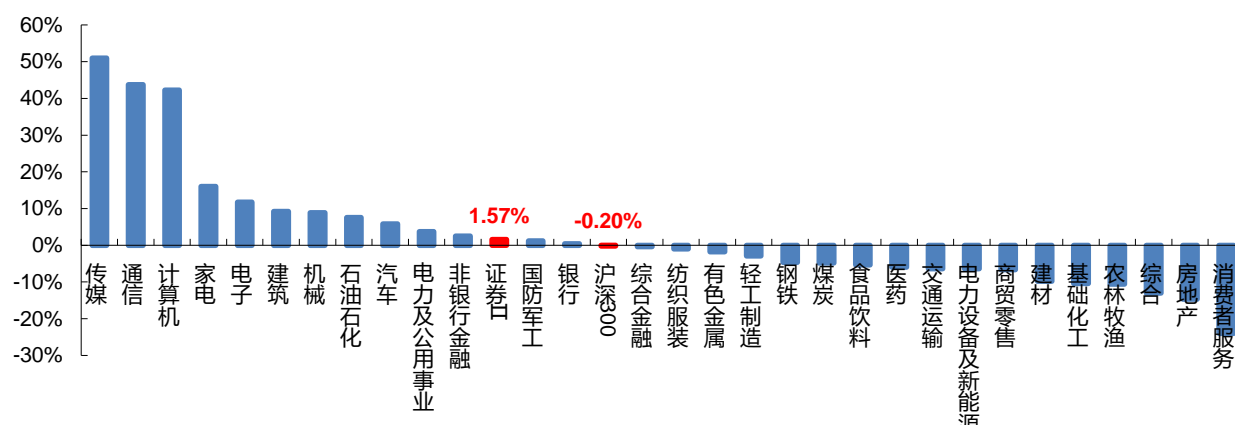
4. 投资策略

4.1. 2023 年上半年券商指数出现震荡修复，略微跑赢沪深 300 指数

2023 年上半年中信二级行业指数证券 II 同步各权益类指数出现震荡修复、冲高回落的走势。2023 年 1 月证券 II 指数即出现较为流畅的反弹，随后进入约三个月的区间震荡；劳动节前后再度快速冲高，并一度创 22 年四季度以来反弹新高，随后出现持续回落调整。

截至 2023 年 6 月 21 日收盘，证券 II 年内最大涨幅为 18.38%，最大跌幅为-3.01%，振幅为 21.39%。按 6 月 21 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为 1.57%，跑赢沪深 300 指数 1.77 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 12 位。

图 45：截至 2023 年 6 月 21 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 1.57%



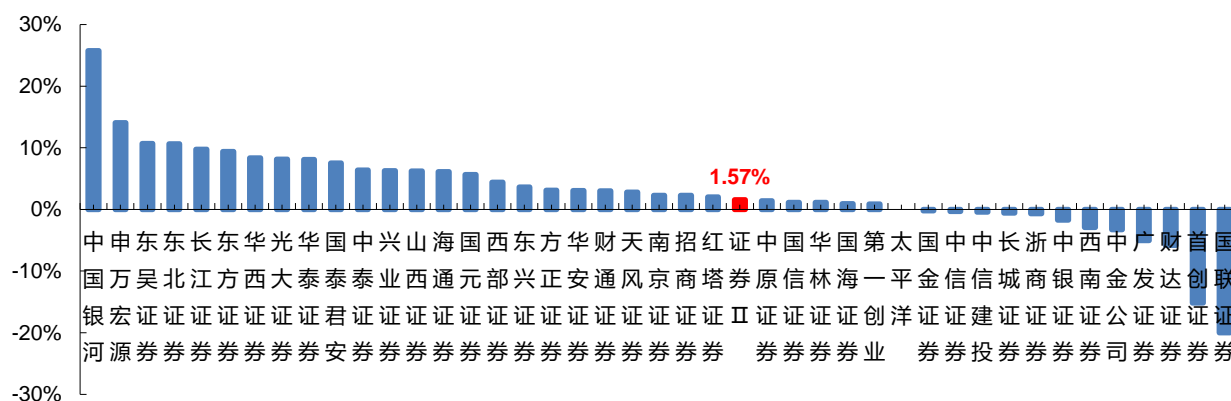
资料来源：Wind、中原证券

4.2. 券商板块呈现普反，部分代表性头部券商表现依旧低迷

截至 2023 年 6 月 21 日收盘，42 家单一证券业务上市券商（剔除新股信达证券）共 27 家实现上涨，12 家出现下跌，1 家平盘。其中，涨幅前 5 位分别为中国银河（25.73%）、申万宏源（14.07%）、东吴证券（10.68%）、东北证券（10.62%）、长江证券（9.76%）；跌幅前 5 位分别为国联证券（-20.00%）、首创证券（-15.15%）、财达证券（-5.81%）、广发证券（-5.04%）、中金公司（-3.25%）。共 4 只个股涨幅超过 10%，共 15 只个股涨幅超过 5%，共 24 只个股涨幅超过证券 II 指数。

整体看，2023 年上半年券商板块呈现普反。部分代表性头部券商表现依旧较为低迷，进而压制了券商指数的涨幅；中小及弹性券商虽然保持分化，但大部分表现优于券商指数。上半年板块内的结构性行情主要集中于受中国特色估值体系加持的央企背景券商，以及个别长期破净的中小市值券商。

图 46：截至 2023 年 6 月 21 日收盘，42 家单一证券业务上市券商（剔除新股信达证券）年内表现一览

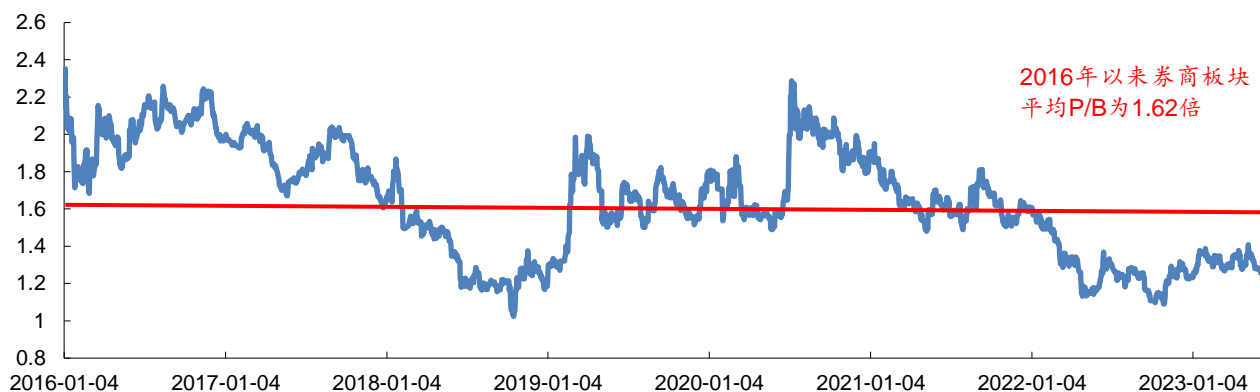


资料来源：Wind、中原证券

4.3. 券商板块估值仍处于 2016 年以来的相对低位

截至 2023 年 6 月 21 日，年内券商板块平均 P/B 最高为 1.409 倍，最低为 1.231 倍，整体运行区间高于 22 年四季度的水平。截至 2023 年 6 月 21 日收盘，券商板块平均 P/B 为 1.249 倍，低于 2016 年以来券商板块平均 P/B 的 1.62 倍（图中红线）。上半年券商板块估值虽有修复，但仍处于 2016 年以来的相对低位水平。

图 47：截至 2023 年 6 月 21 日收盘，券商板块 P/B（倍）仍处于 2016 年以来的相对低位



资料来源：Wind、中原证券

4.4. 投资建议

4.4.1. 维持 2023 年行业整体经营业绩将重拾升势的预测

2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商营业收入增长 38.53%，归母净利润增长 85.45%，增幅较为显著。但由于上半年券商经营业绩回暖主要由自营业务同比显著扭亏所带动，而其他业务，特别是经纪、投行业务手续费净收入及利息净收入同比降幅仍较大，业绩回暖的成色有所不足。

基于各分业务的全年前瞻，

经纪：中性场景下经纪业务手续费净收入同比将维持相对稳定。

自营：中性场景下自营业务收入占比将向近年来的均值回归，自营业务将贡献全年行业整体经营业绩的主要增量。

投行：中性场景下投行业务收入有望呈现小幅波动，同比能否实现回升取决于下半年投资端改革能否带动股权融资规模由降转升。

资管：中性场景下资管业务收入将保持较低波动，对行业整体经营业绩的边际影响有限。

利息：中性场景下利息净收入仍将出现小幅下滑。

维持 2023 年证券行业整体经营业绩将结束短暂休整，重拾升势的预测，但幅度不宜过度乐观，预计全年业绩增速将较一季度明显收窄。维持证券行业本轮上升周期将贯穿整个十四五，业绩高点有望超越 2015 年的观点不变。维持证券行业“同步大市”的投资评级。

4.4.2. 继续看好券商板块的估值修复行情

2023 年在证券行业整体经营业绩大概率重拾升势的预期下，券商板块有望持续对整体估值进行修复。但由于行业整体经营业绩是相对弱修复，估值修复的过程不会一蹴而就，券商指数将以震荡上扬、逐级走高的方式演绎修复行情。此外，下半年在权益二级市场及券商指数重回震荡修复周期后，券商板块结构性行情的范围有望扩大、力度有望增强。

4.4.3. 关注券商板块的三条主线

主线一：在经历 2022 年的持续调整后，目前头部券商的估值水平已经大幅降低，大多数头部券商的 P/B 已低于行业均值，具备较强的估值吸引力。下半年在券商板块有望对整体估值进行修复的预期下，头部券商有望发挥中军引领作用，是稳健配置券商板块的首选。

主线二：一季度自营业务的显著扭亏是上市券商业绩快速回暖的主因。中小券商受方向性自营业务的影响相较大力发展去方向业务的头部券商更大，业绩弹性更足，基本面改善的幅度更为显著，更易在市场情绪升温时受到活跃资金的关注，是短期捕捉超额收益的较佳选择，但需择时并合理规划持股周期。

主线三：上半年中国特色估值体系相关投资机会受到市场的高度关注。由于上市券商绝大多数是央企子公司、地方国企，目前超过半数公司的 P/B 低于行业均值，且尚有多家公司处于破净状态，值得重点关注。此外，低估值个股的反弹空间相对更大，兼具进攻与防守。

表 14：截至 2023 年 6 月 21 日收盘 43 家单一证券业务上市券商 P/B 估值

公司	P/B	公司	P/B	公司	P/B
华林证券	5.49	中泰证券	1.30	财通证券	1.02
首创证券	3.29	行业均值	1.25	国金证券	1.01
信达证券	2.79	方正证券	1.24	广发证券	1.01
中信建投	2.59	中原证券	1.24	兴业证券	0.99
中金公司	2.10	中信证券	1.20	东兴证券	0.98
财达证券	2.04	长城证券	1.19	国海证券	0.96
太平洋	1.87	申万宏源	1.17	西南证券	0.96
南京证券	1.77	招商证券	1.15	华西证券	0.94
中银证券	1.73	山西证券	1.15	东吴证券	0.90
第一创业	1.62	东方证券	1.12	东北证券	0.90
红塔证券	1.53	华安证券	1.10	国泰君安	0.90
浙商证券	1.48	天风证券	1.08	国元证券	0.85
国联证券	1.47	国信证券	1.05	华泰证券	0.84
光大证券	1.33	长江证券	1.05	海通证券	0.72
中国银河	1.32	西部证券	1.04		

资料来源：Wind、中原证券

4.4.4. 重点推荐公司

中信证券。作为打造“航母级”券商标杆的行业龙头，中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业，“十四五”期间将持续享受全面深化资本市场改革快速推进所释放的政策红利。公司目前估值处于近 30 个月来的低位。

中国银河。作为中央汇金旗下重要的证券金融平台及证券行业和资本市场的“国家队”，公司能够及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。公司财富管理等核心业务市场排名长期保持行业前列，并购银河-联昌为国际业务提升竞争力、实现差异化竞争创造良好条件。

东吴证券。公司扎根苏州、深耕长三角，积极融入长三角一体化发展国家战略，在中小券商中具备较为显著的区位优势以及特色化、差异化的竞争优势。公司目前破净且估值处于行业尾部。

国元证券。公司深耕安徽，面向全国，将持续受益“长江经济带、中部崛起、长三角一体化”等国家战略，充分借助显著的区位优势以构建自身特色化、差异化的竞争优势。公司目前破净且估值处于行业尾部。

东北证券。公司定位于服务中小创新企业并以财富管理为特色，聚焦特色化、精品化、生态化的业务体系建设。作为较早上市的证券公司，公司持续优化北京、上海、长春“三地三中心”布局，立足东北，辐射全国的发展态势已较为明朗。公司目前破净且估值处于行业尾部。

表 15：重点公司估值表

公司简称	总股本 /亿股	流通股 /亿股	股价 (元, 6.21)	每股净资产 (元)			EPS (23A Q1)	P/B(倍)			投资 评级
				2022A	2023E	2024E		2022A	2023E	2024E	
中信证券	148.21	113.67	19.85	16.15	17.05	18.04	0.36	1.26	1.16	1.10	增持
中国银河	103.74	66.56	11.68	8.55	9.06	9.54	0.21	1.08	1.29	1.22	增持
东吴证券	50.08	50.08	7.05	7.59	7.78	7.97	0.12	0.87	0.91	0.88	增持
国元证券	43.64	43.64	6.53	7.55	7.78	8.02	0.12	0.84	0.84	0.81	增持
东北证券	23.40	23.40	7.08	7.71	8.08	8.44	0.16	0.84	0.88	0.84	增持

资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；
2. 市场波动风险；
3. 盈利预测基于可预期的中性场景，超预期事件将导致对行业整体或各分业务的盈利预测结果产生偏差。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。