

行业深度

证券 II

行业业绩有望持续修复，头部及特色券商各有看点

2023 年 06 月 30 日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券 II	-2.53	-3.88	-11.58
沪深 300	0.12	-4.86	-13.09

刘敏

分析师

执业证书编号:S0530520010001
liumin83@hncasing.com

相关报告

- 1 证券行业 2023 年 6 月月报：互联互通改革步伐加快，衍生金融产品进一步丰富 2023-06-06
- 2 证券行业 2023 年 5 月月报：一季度自营业绩大幅反弹，券商业绩有望持续改善 2023-05-09
- 3 证券行业 2023 年 4 月月报：预计一季度行业业绩承压，看好后期券商业绩反弹 2023-04-07

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
中信证券	1.44	13.74	1.68	11.77	1.94	10.20	增持
东方财富	0.65	21.85	0.77	18.38	0.88	16.08	买入
东方证券	0.35	27.71	0.57	17.02	0.64	15.26	买入

资料来源：wind，财信证券

投资要点：

- **业绩及市场回顾：**年初以来，疫情影响逐渐消退，受国内经济复苏节奏和预期反复的影响，A 股市场整体呈现较大波动状态，市场情绪较好的 1 月、4 月、5 月的部分时间段，证券行业指数曾大幅跑赢沪深 300 指数，截止 6 月 30 日，证券行业指数下跌 5.41%，跑赢沪深 300 指数 0.29 个百分点。业绩方面，在自营业务修复反弹下，上市券商一季度业绩大幅反弹。据 wind 数据统计，43 家券商合计营收同比/环比增幅分别为+36.91%/+13.68%，归母净利润同比/环比增幅分别为+77.46%/+74.00%。分业务来看，一季度自营业务收入为 497.35 亿元，去年同期为-19.13 亿元，资管业务小幅下滑，同比/环比变动分别为-1.86%/-7.15%，经纪、投行、资本中介业务同比下滑幅度分别达-16.57%、-24.78%、-21.14%。2023 年以来，行业再融资监管趋严，资本金扩充步伐放缓。
- **盈利预测及估值思考：**根据一系列假设（详见后文），我们预计 2023 年行业实现总营收 4538 亿，同比增长 14.90%，实现净利润 1638 亿，同比增长 14.81%。基于去年二季度为业绩高点，我们预计行业 2023 年中报业绩将小幅增长或基本持平。未来头部券商在中国特色估值体系建设下，以及在与国际领先投行竞争下亟需提升竞争力，且头部券商的业务综合实力较强，业务转型走在行业前列，叠加注册制实施、马太效应加强趋势，我们看好头部券商的业务发展前景，我们认为头部券商其估值仍有进一步提升的空间。
- **投资建议：**中长期趋势来看，除了政策和市场因素外，结合行业发展趋势，券商专业能力、业务协同能力、国企改革、业务转型、金融科技等将持续影响券商的估值，头部券商在以上综合实力均较为领先，建议给予重点关注，而我们关注的差异化发展、券商 α 属性方面，投行业务、资管业务、财富管理业务更能体现券商差异化发展，我们将重点关注这三个方向上具备特色优势的券商，下半年重点关注金融科技与财富管理结合方向上的进展。此外，建议关注去年受自营业务拖累影响较大的券商业绩修复情况。
- **风险提示：**市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

内容目录

1 上市券商业绩及市场回顾	3
1.1 上半年券商板块行情一波三折，数字和“中特估”概念阶段性表现	3
1.2 证券行业业绩概览	4
1.3 主营业务业绩情况及趋势分析	5
2 行业边际变化及趋势展望	10
2.1 行业平稳迈入全面注册制时代，投行回归定价与销售的本源	10
2.2 券商研究业务向内外服务兼顾的模式转型是大趋势	11
2.3 关注人工智能在证券行业领域的应用情况	12
2.4 基金投顾业务将步入常态化运营	13
3 证券行业盈利预测及估值思考	14
3.1 预计 2023 年行业整体业绩增长 15%	14
3.2 中国特色估值体系建设下对券商板块估值的思考	16
4 下半年投资方向及选股建议	18
5 风险提示	19

图表目录

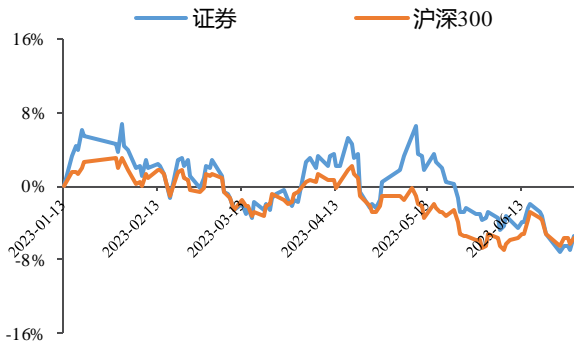
图 1：2023 年以来申万证券行业指数涨跌幅	3
图 2：2023 年以来申万证券行业指数 PB 估值	3
图 3：2022 年以来上市券商分季度营业收入及归母净利润	5
图 4：2022 年以来各季度末上市券商杠杆率均值	5
图 5：2022 年及 2023Q1 上市券商各项业务收入及增速	5
图 6：2022 年及 2023Q1 上市券商收入结构变化	5
图 7：2022 年以来上市券商各季度自营业务收入及测算投资收益率	9
图 8：2022 年经纪业务手续费净收入结构及同比增速	9
图 9：股票+混合型基金新发份额及赎回比率走势图	9
图 10：各类机构权益类基金销售保有规模占比序列图	9
图 11：历史 IPO 家数及发行规模月度序列图	9
图 12：2014 年以来券商私募资管规模变化图	9
表 1：非银金融领域 2023 年 4 月 27 日至 5 月 9 日期间涨幅前列的上市公司基本情况	3
表 2：43 家上市券商自营业务测算收益率分布基本情况	10
表 3：上市券商在途再融资基本情况	10
表 4：各机构类型开展基金投顾业务优劣势分析	14
表 5：2023 年证券行业基本假设条件及盈利预测（单位：亿元）	15
表 6：43 家上市券商按估值背景分组基本情况	17
表 7：43 家上市券商估值按规模分组基本情况	17
表 8：央企考核指标体系由“两利四率”变为“一利五率”	18

1 上市券商业绩及市场回顾

1.1 上半年券商板块行情一波三折，数字和“中特估”概念阶段性表现

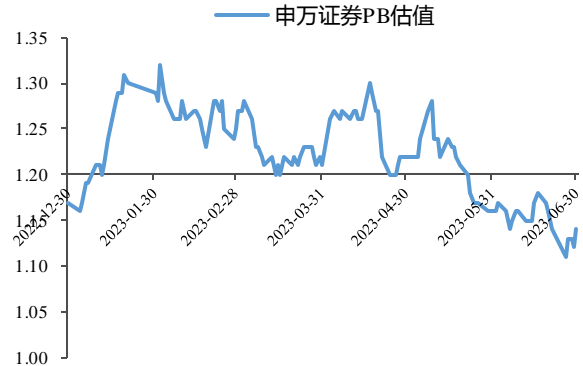
年初以来，疫情影响逐渐消退，受国内经济复苏节奏和预期反复的影响，A股市场整体呈现较大波动状态，年初在疫情和房地产等制约因素逐步缓解预期下，市场情绪向好，北向资金大幅净流入，仅1月北向资金净流入达1413亿元，创单月净流入新高，1月证券行业指数随沪深300指数大幅上行，申万证券行业指数PB也从年初的1.17x上行至1.30x左右，2月，随着ChatGPT相关概念板块炒作，对其他板块造成分流效应，证券行业指数随沪深300指数震荡下行，直至3月中下旬，数字和“中特估”概念穿插在证券行业市场表现中，ChatGPT在金融证券领域的应用快速落地预期升温，再加上证券行业一季度业绩在去年低基数下大幅反弹的预期，证券行业指数呈上攻态势，期间调整下行后，直到4月末“中特估”概念在金融行业的演绎至极点，证券行业指数大幅反弹，直至5月初，随着房地产及经济数据不及预期，证券行业指数随大盘下行，申万证券行业指数PB估值也下降低于年初水平，截至6月30日为1.14x左右。整体来看，上半年市场情绪较好的1月、4月、5月的部分时间段，证券行业指数曾大幅跑赢沪深300指数，截止6月30日，证券行业指数下跌5.41%，跑赢沪深300指数0.29个百分点。

图 1：2023 年以来申万证券行业指数涨跌幅



资料来源：wind、财信证券

图 2：2023 年以来申万证券行业指数 PB 估值



资料来源：wind、财信证券

表 1：非银金融领域 2023 年 4 月 27 日至 5 月 9 日期间涨幅前列的上市公司基本情况

代码	简称	期间涨跌幅	背景	行业
601881.SH	中国银河	48.52%	中央国有企业	证券 II
002423.SZ	中粮资本	29.18%	中央国有企业	多领域控股 II
000617.SZ	中油资本	27.16%	中央国有企业	多元金融
600390.SH	五矿资本	24.76%	中央国有企业	证券 II
300773.SZ	拉卡拉	22.30%	公众企业	新兴金融服务 II
601336.SH	新华保险	21.22%	中央国有企业	保险 II
001236.SZ	弘业期货	19.74%	地方国有企业	多元金融

600061.SH	国投资本	17.98%	中央国有企业	证券 II
600705.SH	中航产融	17.55%	中央国有企业	多元金融
601788.SH	光大证券	16.81%	中央国有企业	证券 II
601318.SH	中国平安	16.79%	公众企业	保险 II
600830.SH	香溢融通	16.70%	中央国有企业	多领域控股 II
601601.SH	中国太保	15.81%	公众企业	保险 II
601995.SH	中金公司	15.20%	中央国有企业	证券 II

资料来源: wind、财信证券

1.2 证券行业业绩概览

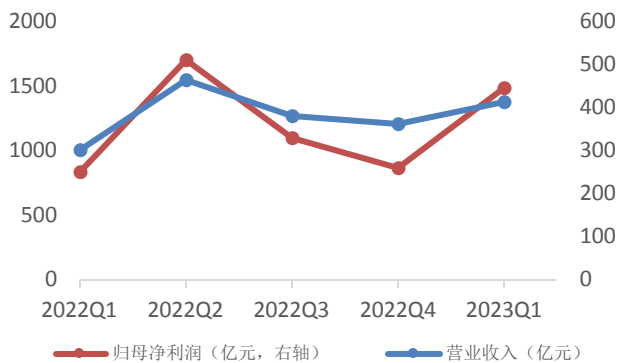
上市券商一季度业绩大幅反弹。据 wind 数据统计, 43 家上市券商一季报整体来看, 在自营业务带动下业绩大幅好转。43 家券商合计实现营业收入 1372.67 亿元, 同比/环比增幅分别为 +36.91%/+13.68%, 归母净利润 448.23 亿元, 同比/环比增幅分别为 +77.46%/+74.00%。去年各季度业绩来看, 1、4 季度为行业业绩低谷期, 2 季度为业绩高点, Q1-Q4 上市券商归母净利润合计分别为 253 亿元、511 亿元、331 亿元、257 亿元, 在去年业绩低基数下, 今年一季度归母净利润同比环比实现大幅反弹。43 家上市券商一季度末总资产合计 11.89 万亿元, 较去年年末增长 4.22%, 净资产合计 2.50 万亿元, 较去年年末增长 2.36%, 杠杆率均值水平较去年年末提升 0.14 至 3.42。

一季度业绩反弹由自营业务驱动。分业务来看, 自营业务同比实现扭亏并大幅反弹, 据 wind 数据统计, 一季度自营业务收入为 497.35 亿元, 去年同期为 -19.13 亿元, 去年四季度为 173.36 亿元, 资管业务小幅下滑, 同比/环比变动分别为 -1.86%/-7.15%, 经纪、投行、资本中介业务同比下滑幅度分别达 -16.57%、-24.78%、-21.14%, 环比下滑分别为 -3.99%、-29.80%、-33.16%, 此外, 除主营业务外的其他业务收入 (主要是联合营企业投资收益、期货基差销售业务收入、汇兑收益等) 同比下滑 9.03%。由此来看, 一季度业绩反弹主要受市场环境向好, 自营业务业绩大幅反弹为主要驱动因素, 自营业务营收占比提升至 36.23%, 经纪/投行/资管/资本中介业务收入占比分别为 19.18%/7.64%/8.04%/8.01%, 而 2022 年业绩低迷下自营/经纪/投行/资管/资本中介业务收入占比分别为 15.65%/23.83%/11.59%/9.13%/12.04%。

各上市公司业绩来看, 自营业务大幅反弹下, 不乏一季度业绩高增券商。据 wind 数据统计, 43 家券商中有 8 家券商归母净利润同比扭亏, 分别为天风证券、国元证券、长城证券、华西证券、东北证券、西部证券、西南证券、红塔证券, 其余 35 家券商中除了东方财富 (同比 -6.54%)、华林证券 (同比 -57.59%) 外, 其余 32 家券商归母净利润同比正增长, 其中自营业务去方向化转型走在前列的中信证券业绩波动较小, 同比增幅 3.60%, 中银国际自营业务占比较小, 业绩增幅 5.21%, 去年国联证券自营业务较为稳健, 业绩增幅为 9.79%。长江证券、太平洋证券两家业绩增幅在 15 倍以上, 5-10 倍增幅券商有东方证券、东兴证券, 2-5 倍增幅的券商有兴业证券、中泰证券、东吴证券、国海证券、国金证券等 9 家券商, 1-2 倍业绩增幅券商有财达证券、国信证券 2 家, 50%-1 倍业绩增幅券商有第一创业、海通证券、中信建投、招商证券、浙商证券、申万宏源等 8 家券商,

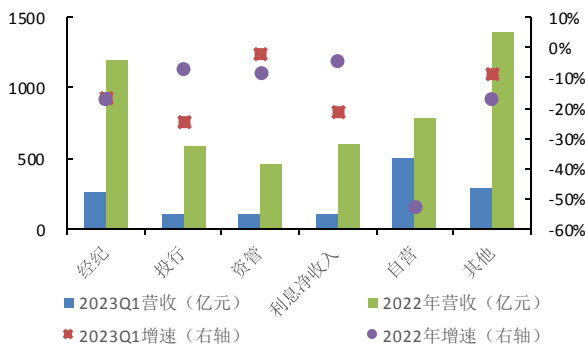
20%-50%业绩增幅券商有光大证券、华泰证券、中金公司等 6 家券商。

图 3: 2022 年以来上市券商分季度营业收入及归母净利润



资料来源: wind、财信证券

图 5: 2022 年及 2023Q1 上市券商各项业务收入及增速

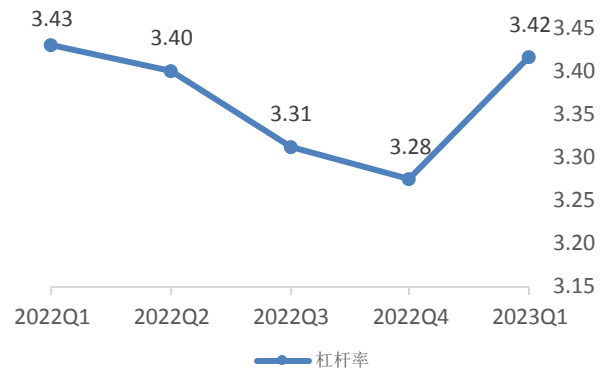


资料来源: wind、财信证券

注: 1、图 5 中 2023 年 Q1 自营业务收入同比为扭亏大幅反弹, 变动幅度为-26.99 倍, 未在图上显示。

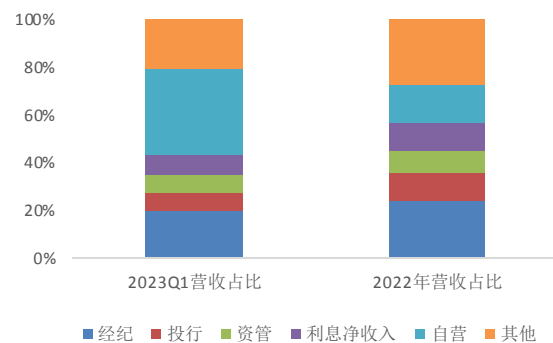
2、图 5、图 6 中的“其他”计算公式为: 其他=营业收入-经纪业务手续费净收入-投行业务手续费净收入-资产管理业务手续费净收入-利息净收入-自营业务收入, 主要包括利润表中其他业务收入 (主要为期货基差业务收入)、基金管理业务手续费净收入、投资咨询业务手续费净收入、汇兑收益等。

图 4: 2022 年以来各季度末上市券商杠杆率均值



资料来源: wind、财信证券

图 6: 2022 年及 2023Q1 上市券商收入结构变化



资料来源: wind、财信证券

1.3 主营业务业绩情况及趋势分析

自营业务: 低基数下业绩大幅反弹, 去方向化转型是未来发展趋势。据 wind 数据统计, 2022 年及 2023Q1, 43 家上市券商自营收入合计分别为 784.43 亿元、497.35 亿元, 同比增速分别为-54.45%、-2699.27%(扭亏)。测算自营业务收益率来看, 去年市场不利因素下自营业务受影响较大, Q1-Q4 测算自营业务收益率分别为-0.14%、3.79%、1.09%、1.31%, 仅二季度实现较高收益率, 今年一季度随着市场回暖自营业务收益率回归正常水平, 测算自营业务收益率为 3.55%。从测算收益率各季度分布情况来看, 可以看到券商自营业务受市场影响仍较大, 在 2022 年一季度市场较为极端情况下, 22 家上市券商测算

自营业务为亏损状态，占比过半，2022 年二季度市场回暖情况下，26 家券商测算自营业务收益率位于 3%-5% 之间，占比达 60%，5 家券商测算自营业务收益率超 5%，去年三、四季度市场再度转为低迷情况下，亏损券商家数均达 12 家，占比为 28%，测算自营业务收益率 0%-1% 的券商分别为 7 家、14 家。再看今年一季度的测算自营业务收益率的分布，测算自营业务收益率在 5% 以上的券商有 11 家，测算自营业务收益率在 5% 以上券商达 29 家，占比达 67%。整体来看，券商自营业务收益率仍受市场波动影响较大。

自营业务去方向化转型是未来发展趋势，我们观察到头部券商中信证券、中金公司的自营业务收入均较为稳健，据 wind 数据统计，中信证券 2022 年以来各季度测算自营业务收益率分别为 2.21%、4.04%、1.98%、3.54%、4.06%，中金公司分别为 1.75%、4.19%、2.49%、4.20%、4.23%，整体均较为稳健，且与市场波动相关性较小。这两年家券商自营投资收益率的稳健与去方向化转型走在行业前列密不可分，我们认为去方向化转型领先的公司未来也将展现更稳定的投资表现。

经纪业务：短期波动不改长期趋势，财富管理转型有望持续深化。据上市公司年报、季报数据，上市券商经纪业务 2022 年及 2023Q1 的收入/增速分别为 1194.70 亿元/-17.17%、263.21 亿元/-16.57%，据 wind 数据统计，2022 年及 2023Q1 市场日均股基成交额分别为 10234 亿元、9917 亿元，同比增速分别为-9.99%、-9.19%。我们拆解上市券商 2022 年经纪业务手续费净收入，代理买卖证券业务净收入、交易单元席位租赁费分别占比 60.38%、15.05%，代销金融产品收入占比 15.21%，代理买卖期货业务净收入占比 9.35%，而 2022 年经纪业务手续费净收入中代理买卖证券业务净收入下滑 17.54%，为经纪业务手续费净收入下滑的主要拖累项，影响经纪业务手续费净收入同比约 10.59 个百分点，其次为代销金融产品收入，整体下滑 24.52%，影响经纪业务手续费净收入同比约 3.73 个百分点。根据协会公布的行业整体数据，2022 年行业平均佣金率在 2021 年 0.242% 基础上预计有进一步下滑，上市券商代理买卖证券业务净收入下滑预计受市场成交同比回落及佣金率下降双重因素影响。

权益类市场低迷、新发基金遇冷对券商代销业务带来不利影响。2022 年以来新发基金遇冷，据 wind 数据统计，权益类基金（股票+混合型）新发份额由 2020 年、2021 年的季均 5000 亿份下降至不到 1000 亿份，且权益市场低迷造成赎回比率（赎回份额/认购申购份额）抬升，2022 年 2-4 季度赎回比率均在 100% 左右，1-4 季度赎回比率分别为 89.07%、109.73%、95.80%、93.29%，2023 年一季度赎回比率仍然居高，约 104.09%，权益类基金新发份额仍低于 1000 亿份。因券商的经纪业务、资管业务等均与 A 股市场密切相关，券商在代销权益类公募基金中具有天然的专业优势，其代销公募基金产品中主要为权益类公募基金，所以受权益类市场情绪影响也会较大。根据中国证券投资基金业协会公布的公募基金销售保有规模百强榜数据，相对银行、第三方独立基金销售机构，券商代销权益类公募基金保有规模占比显著高些，2021 年各季度券商代销权益类公募基金占比均在 90% 以上，2022 年二季度以来，代销权益类公募基金占比有所下降，但基本保持在 87% 左右，该比例都显著高于银行、第三方独立销售机构，2023 年一季度末数据来看，券商、银行、第三方独立销售机构代销权益类基金规模占比分别为 88%、76%、

54%。长远来看，我们认为短期波动不改长期财富管理转型的趋势，代销收入占比有望不断提高，券商经纪业务向财富管理转型预计将持续深化。

投行业务：全面注册制时代正式开启，投行业务前景向好。2022 年投行业务平稳发展，据 wind 数据统计，2022 年 IPO 发行共 428 家，发行规模合计 5869 亿元，同比增长 8.15%，43 家上市公司投行业务手续费净收入同比小幅下滑。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，全面注册制时代正式开启，逾 260 家在审主板项目平移至交易所审核，平移窗口期内部分存量拟上市公司需按照新规修改招股书、调整发行节奏，IPO 整体发行节奏有所受影响，一季度中 2、3 月份分别发行 24 只、34 只新股，发行规模分别为 251 亿元、331 亿元。

注册制下，IPO 发行将实现常态化，市场将成为项目筛选和资源配置的主体，新股发行节奏对市场的影响将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率。对券商的影响方面，一是注册制下证券公司的定价能力成为其核心竞争力。二是注册制下发行效率将提升，有利于券商投行业务扩容。三是监管方面，注册制下对中介责任的监管面临强化的趋势，券商也要对展业的合规风控方面问题更加重视。同时，为对标全面注册制优化融资融券和转融通机制的要求，中证金融同期发布转融通业务新规，转融资在费率和期限上的市场化改革，将更好地满足市场资金需求，且转融资业务效率将得到显著提升。长期来看，有利于券商投行业务的健康、平稳发展。

资管业务：向主动管理转型是趋势，券商公募布局加速。据 wind 数据统计，2022 年及 2023 年一季度，43 家上市券商资产管理业务手续费净收入合计分别为 457.60 亿元、110.40 亿元，同比增速分别-8.24%、-1.86%。2022 年受权益类市场低迷影响，叠加 2022 年为资管新规正式实施的第一年，整体来看，私募资管新发规模不景气，券商资管规模继续结构调整，券商公募布局加速。

2022 年券商私募资管规模快速压降。中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2022 年末，券商私募资管管理规模 6.87 万亿元，同比下降 16.53%，其中以通道业务为主的定向资管规模继续压缩，而集合资管规模在市场不利因素影响下下滑，定向、集合资管规模分别下滑 23.10%、12.84%，降至 3.10 万亿元、3.18 万亿元。未来长期来看，资管新规去通道化影响削弱，在居民财富向权益类资产转移的趋势下，资管迈入高质量发展阶段，预计券商资管业务规模将企稳回升。

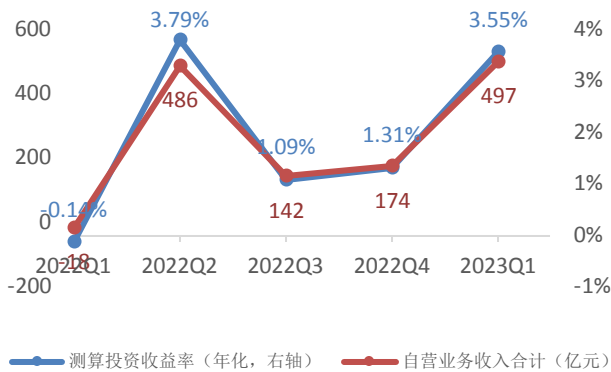
随着“一参一控一牌”制度正式落地，券商通过增持公募基金公司股权、新设资管子公司、资管子公司排队申请公募资格等方式加速布局公募基金业务。2022 年 10 月，国泰君安增持华安基金股权比例至 51%，成为业内首家“一控一牌”政策下持有 2 张公募牌照的成功案例。此外，业内国联证券收购中融基金，中泰证券控股万家基金、中邮证券拟全资控股中邮基金等事项持续推进。2022 年有国金证券、申万宏源、万联证券、中信证券 4 家券商设立资管子公司获批，今年有长城证券设立资管子公司获批，目前全市场券商资管子公司已经扩容至 26 家。目前，仍有国海证券、中金公司、华创证券、中信建投、东兴证券、国联证券、国信证券、华安证券 8 家券商设立资管子公司事宜仍在推

进中。业内多家证券公司表示未来有设立资管子公司申请公募牌照的愿景,2023 年以来,券商资管子公司招商资管、广发资管、兴证资管、光证资管等四家公司向证监会递交公募基金管理人申报材料,近期,国金证券资管表示拟申请公募牌照。“一参一控一牌”政策下,证券公司有望通过参控股公募基金,分享公募基金市场扩容带来的红利,2022 年启动的养老金制度改革有望带来增量资金,助力公募基金市场扩容。

资本中介业务:两融余额下滑影响利息净收入。据 wind 数据统计,2022 年及 2023Q1,43 家上市券商利息净收入合计分别为 603.69 亿元、109.93 亿元,同比增速分别为-4.12%、-21.14%。市场情绪低迷下 2022 年两融余额呈下滑态势,再加上券商两融费率开启价格战,上市券商融出资金利息收入较 2021 年下降。市场数据来看,wind 数据显示,2022 年两融余额由年初的 1.83 万亿元下降至年末的 1.54 万亿元,日均两融余额为 1.62 万亿元,同比下降 8.48%。据上市券商年报信息统计,2022 年 43 家上市券商融出资金利息收入 906.28 亿元,同比下滑 10.82%,两融费率(整体法)为 6.51%,下降了 0.68 个百分点。2023Q1 上市券商利息净收入同比下降,我们估计在融资融券余额下降及费率同比下降两方面因素影响下,上市券商融出资金利息净收入同比下降。据 wind 数据,一季度日均两融余额为 1.57 万亿元,同比下降 9.56%,截至 2022 年 6 月 27 日,两融余额为 1.60 万亿元,较去年年末提升 3.59%。

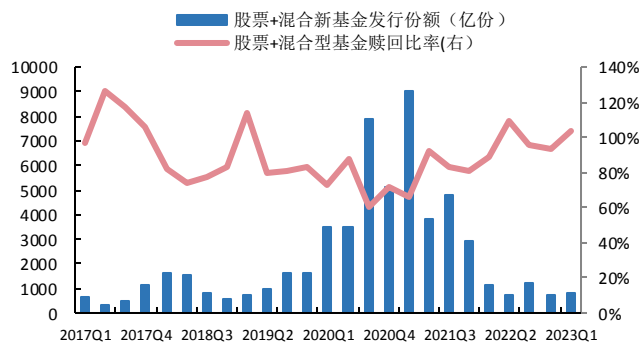
行业再融资监管趋严,资本金扩充步伐放缓。今年以来有包括南京证券、天风证券、浙商证券等券商陆续发布再融资方案,据 wind 数据统计,再融资在途的券商有 12 家,合计拟募资金额 1092.56 亿元,包括拟配股的中金公司和华泰证券,拟募资不超过 270 亿元、280 亿元。目前来看,仅粤开证券、国海证券再融资获证监会批复,其余多家券商再融资计划仍在等待注册审核,行业再融资更趋谨慎,券商资本金扩张节奏趋缓。一季度季报统计来看,2023Q1 上市券商总资产较去年年末增长 4.22%,净资产较去年年末增长 2.36%。我们分析来看,一方面,监管在再融资审核中更加关注上市证券公司融资的必要性、合理性,证监会在今年 1 月初的一次答记者问上表示,对于券商再融资,倡导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。今年以来财达证券、国联证券、南京证券修订了募集说明书,下修拟募集资金或调整募集资金投向等;另一方面,自 2 月全面注册制实施以来,主板在途再融资项目按照注册制要求平移至交易所审核,券商再融资审核进度或有所受影响。未来,我们预计在倡导稳健经营、资本节约、高质量发展的形势下,预计行业布局更加倾向于 ROE 较高的业务板块,如轻资产方面的投行、资管、财富管理,资金类业务方面的衍生品、做市业务等。

图 7: 2022 年以来上市券商各季度自营业务收入及测算投资收益率



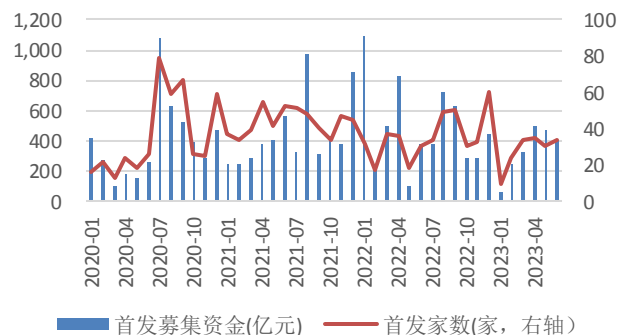
资料来源: wind、财信证券

图 9: 股票+混合型基金新发份额及赎回比率走势图



资料来源: wind、财信证券

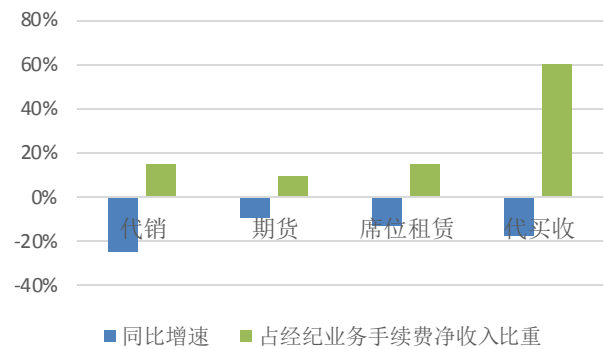
图 11: 历史 IPO 家数及发行规模月度序列图



资料来源: wind、财信证券

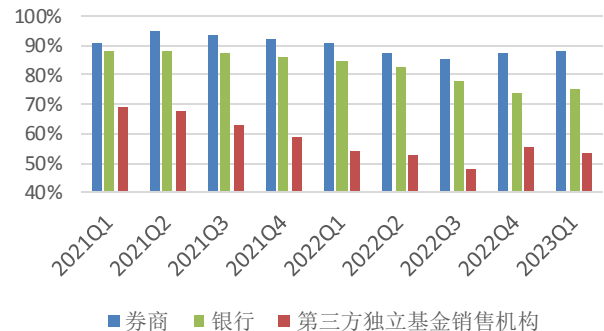
注: 图 11 中 2023 年 6 月 IPO 家数及规模数据为截止 2023 年 6 月 27 日数据。

图 8: 2022 年经纪业务手续费净收入结构及同比增速



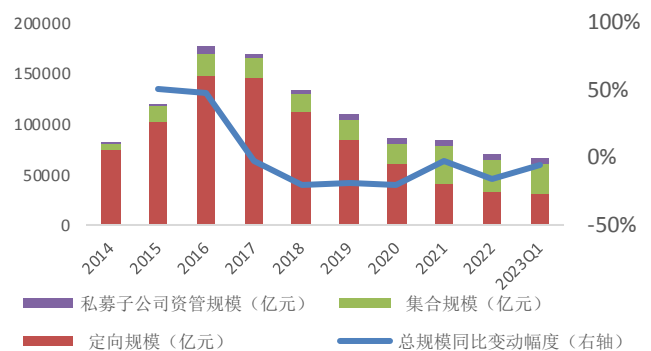
资料来源: wind、财信证券

图 10: 各类机构权益类基金销售保有规模占比序列图



资料来源: 中国证券投资基金业协会、财信证券

图 12: 2014 年以来券商私募资管规模变化图



资料来源: wind、财信证券

表 2：43 家上市券商自营业务测算收益率分布基本情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
<0	22	0	12	12	0
0%-1%	11	2	7	14	1
1%-2%	6	4	10	10	3
2%-3%	3	6	9	3	10
3%-5%	1	26	5	4	18
5% 以上	0	5	0	0	11
合计	43	43	43	43	43

资料来源：wind、财信证券

表 3：上市券商在途再融资基本情况

序号	名称	再融资类型	预案公告日	最新公告日	方案进度	拟募集资金(亿元，不超过)
1	粤开证券	定向增发	2021/4/17	2022/12/2	证监会通过	50
2	国海证券	定向增发	2022/2/26	2022/11/19	证监会通过	85
3	中金公司	配股	2022/9/14	2022/10/25	股东大会通过	270
4	中原证券	定向增发	2022/4/30	2022/9/16	股东大会通过	70
5	国联证券	定向增发	2022/9/29	2022/10/21	股东大会通过	50
6	南京证券	定向增发	2023/4/29	2023/5/24	股东大会通过	50
7	天风证券	定向增发	2023/4/28	2023/5/19	股东大会通过	40
8	浙商证券	定向增发	2023/1/19	2023/3/18	股东大会通过	80
9	财达证券	定向增发	2022/12/27	2022/12/27	董事会预案	50
10	华鑫股份	定向增发	2022/12/24	2022/12/24	董事会预案	40
11	华泰证券	配股	2022/12/31	2022/12/31	董事会预案	280
12	锦龙股份	定向增发	2023/6/10	2023/6/10	董事会预案	27.56

资料来源：wind、公司公告、财信证券

2 行业边际变化及趋势展望

2.1 行业平稳迈入全面注册制时代，投行回归定价与销售的本源

2 月 17 日全面注册制改革正式落地。我国注册制改革总体来说是尊重注册制基本内涵，突出把选择权交给市场的本质，采用交易所审核、证监会注册的审核注册架构，不仅借鉴和吸取了国际上成熟证券市场的先进经验，同时也结合我国经济金融发展国情，体现了中国特色和发展阶段特征。本次注册制改革是以信息披露为核心，引入更加市场化的制度安排，对新股发行的价格、规模等不设任何行政性限制，显著改善了审核注册的效率、透明度和可预期性。同步优化融资融券机制，有利于提升二级市场定价效率，建立常态化退市机制，简化退市程序，完善退市标准，资本市场的优胜劣汰机制更加完善。这次全面注册制改革在首次发行承销制度、再融资制度、并购重组制度及交易制度上均做出了变革。2 月 17 日全面注册制正式落地后，2 月 20 日至 3 月 3 日，包括首发、

再融资、并购重组的存量项目平移至沪深交易所审核。4月10日，沪深两市迎来主板注册制首批新股上市。A股市场平稳迈入全面注册制时代。

对证券行业来看，注册制的全面实施将有利于增加创投项目的上市效率，一级退出更加通畅，长期来看，预计将为证券公司投行业务带来增量空间。注册制及战略配售跟投机制下，证券公司的价值发现能力和定价能力重要性凸显，投行资本化发展空间广阔，投行承销业务面临向专业化方向转型，注册制提高了对证券公司行业研究、估值定价、风险控制等专业能力的要求以及资本实力要求。注册制下投行头部集中趋势或将加强，头部券商更有望取得竞争优势，中小券商投行业务面临向特色化方向转型。

注册制下研究定价能力成为证券公司核心竞争力。注册制下证券公司逐步告别通道角色，回归定价和销售的本源。而且，投行业务自科创板实施注册制以及战略配售跟投制度以来，对于证券公司的专业定价能力要求越来越高，作为看门人的证券公司的价值发现能力、定价能力成为其核心竞争力。所以说投行业务面临新的挑战，市场化定价要求下，新股大面积破发也随之出现，且券商跟投浮亏成为影响业绩的重要因素。注册制下以及投行资本化下，对投行的定价能力，提出了更高、更专业的要求。

注册制下证券公司为企业提供全生命周期服务，投行资本化空间广阔。注册制下投行业务的本质将由单一的承销保荐演变成为企业提供全生命周期服务，投行靠牌照吃饭、靠资源吃饭的特点被打破，投行业务资本化成为转型方向。注册制使得部分尚处成长期的中小企业上市空间有望得到打开，投行对于处于孵化期、发展期的企业更加关注，且跟投机制、创投业务发展让证券公司通过服务初创期、发展期、上市后均能获得一定的收益。创投公司迎来历史性发展机会，一级退出更加通畅。总之，注册制下证券公司扮演了价值发现者的角色，投行业务将为企业提供全业务链、全生命周期业务服务，从而为证券公司创造多元收入增量，投行资本化增量空间广阔。

2.2 券商研究业务向内外服务兼顾的模式转型是大趋势

目前，国内券商研究所的业务模式以卖方研究业务为主流，收入来源主要是分仓佣金，在过去资本市场和机构投资者不断发展壮大下，这一模式使得业内大部分券商研究所收获了红利，且证券研究队伍不断扩大，根据中国证券业协会出版的《中国证券业发展报告(2022)》，2020年、2021年研究与机构销售业务人员增长率分别达8.51%、15.73%，根据中国证券业协会数据，截止2023年6月28日，证券分析师人数达4211人。

注册制下研究所研究和定价能力的重要性上升，在整个券商的业务中战略地位日益凸显。一是体现在对于其他业务有带动与协同作用，对内部赋能的作用增强。对于投行业务来说，研究所的研究报告可以引导投资者预期，形成合理的发行定价，助力企业融资顺利完成。对于财富管理业务而言，交易费率不断下调，通过研究服务发现优质资产并合理定价成为证券公司吸引客户获得交易佣金的重要依托。此外，研究所还可向券商的资管和自营部门输送优质的研究人才。二是研究业务是中小券商发力超车的重要途径。相比财富管理、投资银行、销售交易等业务，研究业务对于客户资源以及技术能力依赖

程度较低，可在较短时间内做大做强。三是研究业务有助于增强券商外部的品牌效应。研究业务是券商的品牌形象与综合实力的体现，对塑造公司品牌效应，尤其对于中小证券公司在异地市场打开知名度有重要意义。券商可通过研究业务对多个行业进行深度覆盖，新闻媒体传播券商的研究观点，以及券商分析师评选都有助于提升券商的品牌影响力。

全面注册制及财富管理趋势下，研究所的研究和定价能力的重要性凸显，研究业务在券商各业务中的战略地位也得到抬升。一般来说，一家证券公司研究能力的高低反映了券商整体专业水平高低，研究业务的增强有助于提升券商的外部品牌知名度，研究业务一定程度上代表了券商的品牌形象和综合实力。所以研究业务在证券公司的战略地位不容忽视，特别是注册制实施下，专业定价能力的要求提升，且研究业务对券商投行、财富管理、资管、自营等业务均具有带动和协同作用，内部赋能作用显著。研究能力的需求渗透到各个业务的相应环节中，业内情况来看，研究所向券商的投行、资产管理、自营部门输送高质量人才也比较常见。此外，研究业务的成长与其他业务相差较大，研究业务对客户资源和技术能力的依赖性较低，对人力资源依赖性较高，通过人才吸引、扩充研究队伍等途径就可以在较短时间内快速增长，所以对于中小券商来讲，研究业务是公司行业地位、业务成长的重要突破口。

全面注册制及财富管理趋势下，券商研究业务在品牌宣传、对自身各业务赋能等方面都具有重要作用，在全业务连协同发展占据重要的地位，券商研究业务从卖方潮流转向兼顾自身“买方业务”的发展模式值得期待，即外部业务与内部服务的平衡发展的业务模式。同时，借鉴 2018 年欧洲颁布的 MiFID II 要求，MiFID II 对研究业务提出了更严格的要求，强调独立性、透明度和质量提升，对于卖方研究费用要求券商将研究报告的费用与交易费用分开收费。未来，国内券商研究业务朝着提高质量、合规风控水平提升的大方向发展是大概率，且随着卖方研究竞争激烈，收费模式朝着更加透明化方向发展，机构交易佣金率下调是趋势，券商研究业务转向外部服务于内部服务平衡发展的业务模式是趋势。

从国内研报业务监管来看，注册制及财富管理趋势下，为提升行业研究成果的质量，提升行业研究业务水平，监管层面对研报业务进行了更加严格的监管。2022 年，证监会在全行业开展研报业务“双随机”现场检查专项工作，共覆盖 45 家证券公司和 300 篇研报。今年特别是 5 月发布《监管通报》以来，各地证监局密集就券商研究业务采取行政监管措施。据财联社消息，截至 6 月 21 日，自 5 月 10 日以来的研报罚单总数达到 34 张，涉及券商 18 家、研究所员工 34 人。

2.3 关注人工智能在证券行业领域的应用情况

近年来，随着人工智能、区块链、云计算、大数据等数字技术的创新发展，证券行业面临了挑战，但同时也迎来了新的产业元素、服务形式和商业模式，拓展了证券行业的业务边界。数字化的发展影响着行业业务开展、风险控制、合规监管等方方面面，并

催生了智能投顾、智能投研、金融云等新型服务或产品。数字化转型和金融科技建设已成为证券业下一阶段战略发展的核心驱动力，行业正朝着线上化服务进一步强化、智能化持续赋能业务发展等方面的数字化趋势发展。近年来，证券行业 IT 总投入呈大幅增长趋势，根据《中国证券业发展报告（2022）》，2021 年证券行业 IT 投入 303.55 亿元，同比增长 26.51%，根据麦肯锡报告《知易行难：探索券商数字化转型成功之路》，2017-2020 年券商整体科技投入年均增长 33%，科技投入占营业收入之比从 4.2% 上升到 9.1%。尽管国内多数证券公司已经利用数字技术提供并改进了远程开户、在线交易、智能投顾和智能客服等服务，但与国外领先机构或国内银行、保险机构相比，数字技术应用水平仍存在明显差距，还存在较大提升空间。

关注人工智能在证券行业领域应用情况。随着 ChatGPT4.0 的发布，今年以来，多家券商宣布与文心一言展开合作，而彭博社也宣布开发金融领域的 BloombergGPT，摩根士丹利委托 OpenAI 开发一款专为内部投资顾问设计的 AI 系统。这些举动进一步助推了 ChatGPT 在金融证券领域的应用，并引发了对其快速落地的预期升温。从国际金融业的角度来看，以 ChatGPT 为代表的人工智能技术的进步将为数字化转型带来迅猛的推动力。相较于过去的人工智能技术，ChatGPT 在人机交互和语义识别方面取得了巨大突破，这使得 AI 技术与证券公司的结合在智能客服、客户画像、财富管理、风险管理、交易执行、协作运营、投资者教育等更多证券应用场景上展现出了巨大的潜力。我们看好未来 ChatGPT 等人工智能在证券行业的客服、投顾、投研、风控合规等应用场景的落地，建议关注国内金融科技领先的公司后期进展情况。

2.4 基金投顾业务将步入常态化运营

2023 年 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）》（以下简称“《征求意见稿》”）公开征求意见，《征求意见稿》的主要内容包括：1、沿用试点期间对“投资”的规范和限制，包括加强对投资环节的统一管理、明确对管理型业务的管控、优化投资分散度要求；2、强化对顾问服务的监管，包括加强投资者适当性和服务匹配管理、引导投顾重视服务质量、防范投顾和经纪或代销业务间的利益冲突；3、在资产配置、从业人员锁定期等方面补齐监管短板。《征求意见稿》对投资端约束进行放宽，扩大了可投资资产的范围，产品投向扩展至私募证券投资基金，未来拟进一步引入养老金融。考虑到个人养老金制度尚处于试点起步阶段，拟待将来个人养老金制度相对成熟定型后再适时引入基金投顾。

根据海外成熟财富管理市场经验，财富管理发展成熟阶段将以买方投顾模式为主。“买方投顾”主要赚取投资顾问费，以客户资产管理规模（AUM）为收费基准，券商与客户长期利益绑定。只有买方投顾模式下，财富管理业务才能回归“代客理财”本源，引导或帮助客户优化资产结构，进行资产配置，追求长期稳定收益的投资理念，为客户实现保值增值的财富管理目标。根据美国共同基金销售数据来看，美国家庭多数通过投资顾问参与公募基金。根据 ICI（美国投资公司协会）2020 年数据统计，在非养老金方式参与持有共同基金的美国家庭中，75% 通过专业投资顾问或专业机构的方式参与，其中

38%完全通过专业投资顾问的方式参与，37%借助专业投资顾问、基金公司和证券经纪商的综合建议参与。目前国内投资者主要通过基金代销机构参与公募基金投资，随着投资者投资理念的转变，再加上政策助力，我们认为国内正在进行的基金投顾业务面临巨大的市场空间。

开展基金投顾业务的优劣势分析来看，投研能力方面，资管经验丰富的券商和基金公司具备相对优势，客户服务经验来看，具备投顾服务经验的券商及理财服务经验的银行具备相对优势，而客户资源方面，银行与独立销售机构具备相对优势。无论是从投研能力、客户服务经验来说，券商都具备相对优势，能够通过其完备的研究体系与资深的投研团队发挥其资产配置能力，高净值客群服务经验丰富，且偏爱权益类投资用户偏多，为券商发展投顾业务提供良好基础。当前，财富管理正处于从“产品销售”向“资产配置”转变的关键阶段，其中基金投顾将成为至关重要的牌照基础。目前，证券公司已经在这一领域取得了先发优势，预计其在后续销售市场份额将进一步增加。

表 4：各机构类型开展基金投顾业务优劣势分析

机构类型	投研能力	客户服务经验	客户资源
证券公司	★★★★★	★★★★★	★★★
银行	★★★	★★★★★	★★★★★
独立销售机构	★	★★★	★★★★★
基金公司	★★★★★	★	★

资料来源：财信证券

据证监会数据，基金投顾自 2019 年试点以来，截至 2023 年 3 月共有 60 家机构纳入试点，服务资产规模达 1464 亿元，占公募基金总规模的比例仅为 0.55% 左右，未来在居民理财需求扩张、财富从房地产转向理财产品过程中发展空间巨大。《征求意见稿》的发布意味着基金投顾业务从试点转向常规，这有望加速推动财富管理向买方投顾服务模式的转型，并引导投资者坚持长期投资理念。我们对证券公司凭借其权益投资和服务能力优势，以基金投顾业务为核心，不断扩大其在财富管理领域的影响力持乐观态度。

3 证券行业盈利预测及估值思考

3.1 预计 2023 年行业整体业绩增长 15%

今年一季度上市公司季报来看，证券行业自营业务收入修复大幅反弹，2023 年二季度以来，A 股市场日均股基成交额实现好转，据 wind 数据，4、5 月日均股基成交额分别达 1.26 万亿元、1.03 万亿元，6 月（截止 6 月 28 日）日均股基成交额为 1.08 万亿元，二季度测算日均股基成交额约 1.12 万亿元，高于去年同期，也较今年一季度的 0.99 万亿元提升 13.37%。投行业务方面上半年项目平移影响过去后，预计发行业绩将逐步修复，但在去年高基数下预计 IPO 发行规模不会有大幅增长。在市场环境整体好于去年的假设下，我们预计 2023 年指数上涨、A 股市场回暖，自营业务有望得到修复，假设 2023 年日均

股基成交额 1.1 万亿, 较 2022 年增长 7.48%, 假设行业平均佣金率下滑 0.022% 至 0.210% (2022 年平均佣金率 0.232% 为估算值), 假设日均两融余额 1.60 万亿元, 较 2022 年下降 1.14%, 假设 IPO 规模 6100 亿元, 较 2022 年增长 3.94%, 再融资规模 1.15 万亿元, 较 2022 年增长 4.41%, 债券承销规模 11.5 万亿元, 较 2022 年增长 4.55%, 假设行业投资规模约 5 万亿元, 投资收益率 2.40%。我们基于上述假设进行 2023 年行业盈利预测, 预计 2023 年行业总营收 4538 亿, 同比增长 14.90%, 净利润 1638 亿, 同比增长 14.81%。

基于去年一季度、四季度为行业业绩低谷期, 二季度为业绩高点, 我们预计行业 2023 年中报业绩将小幅增长或基本持平。根据我们的盈利预测, 我们预计今年行业业绩增长的驱动力主要来源于自营业务, 且自营业务将带来较大的反弹机会, 行业整体预计将增长 97% 左右。其他业务方面, 我们预计经纪业务代买收将与去年基本持平, 下滑 2% 左右, 代销金融产品收入由于主要基于市场保有量增长, 增速较慢, 预计增长 5% 左右, 投行业务预计增长 10% 左右, 资管业务预计增长 3% 左右, 利息净收入预计下滑 5% 左右。对于个股来说, 去年自营业务表现较差的公司, 在自营业务投资收益率回归正常水平的假设条件下反弹力度可能会更大。

表 5: 2023 年证券行业基本假设条件及盈利预测 (单位: 亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E
代理买卖证券业务手续费净收入	1161	1339	1149	1129
(同比)	47%	15%	-14%	-2%
股基日均成交金额	9072	11370	10234	11000
(同比)	62%	25%	-10%	7%
代买收净佣金率	0.0263%	0.0242%	0.0232%	0.0210%
代销金融产品业务收入	126	207	145	152
(同比)	189%	54%	-30%	5%
证券承销业务净收入	591	619	578	642
(同比)	57%	-7%	-2%	11%
IPO 承销规模	4726	5427	5869	6100
(同比)	87%	15%	8%	4%
再融资承销规模	12278	9576	11015	11500
(同比)	-5%	-22%	15%	4%
债券承销规模	100474	113878	107095	115000
(同比)	32%	13%	-6%	5%
财务顾问业务收入	81	81	81	85
(同比)	-23%	0%	0%	5%
资产管理业务净收入	300	318	271	280
(同比)	9%	6%	-15%	3%
利息净收入	597	641	633	600
(同比)	29%	7%	-1%	-5%
日均融资融券余额	12955	17684	16185	16000
投资净收益 (含公允)	1263	1381	608	1200
(同比)	3%	9%	-40%	97%

投资咨询业务收入	48	55	60	60
(同比)	27%	14%	9%	0%
其他业务收入	318	385	433	450
(同比)	9%	21%	12%	4%
营业收入	4485	5024	3950	4538
(同比)	24.41%	12.03%	-21.38%	14.90%
净利润	1575	1911	1423	1634
(同比)	27.98%	21.32%	-25.54%	14.81%

资料来源：财信证券、wind、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会

3.2 中国特色估值体系建设下对券商板块估值的思考

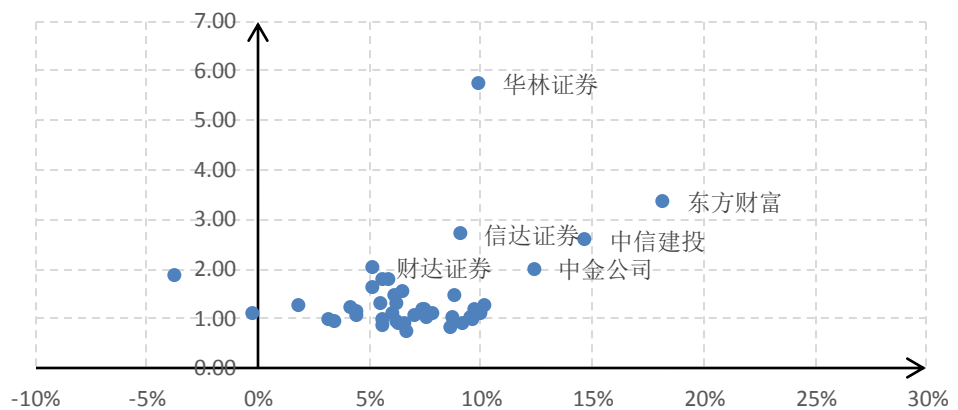
早在 2022 年 5 月，国资委在《提高央企控股上市公司质量工作方案》中提出“中央企业和上市公司要树立科学市场价值观，既要重视资本市场表现，努力推动上市公司市场价值与内在价值相匹配”，央企公司价值的估值被高度重视。证监会主席易会满在 2022 年 11 月召开的金融街论坛年会上提出探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。中国特色估值体系建设被纳入建设中国特色现代资本市场的重要组成部分。特别是今年 4 月，“央国企新征程与中国特色估值体系建设”高峰论坛与上市公司交流会在北京举办，足以说明估值体系建设被高度重视。

目前 43 家上市券商中大部分为央企或地方国企，央企、地方国企分别为 10 家、22 家，合计占比 74.42%。券商板块在今后的央国企改革中有望充分受益。一方面，自从央国企改革成为我国经济体制改革的重要组成部分以来，它也成为全面深化改革的重要内容。从 2023 年政府工作报告到“十四五”规划纲要，都强调了深化国资国企改革和提高国企核心竞争力的重要性。在央国企改革和发展中，“中特估”起到了关键的推动作用，它能够有力地深化国资改革，提高国企估值，使国企更加强大和有竞争力。所以在重视央国企估值提升的背景下，估值提升预期深化，央国企券商估值有望受益。另一方面，2023 年 1 月，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”进一步优化为“一利五率”，在保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标的同时，用净资产收益率（ROE）替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。在央国企提升股东回报率导向下，未来央企经营效率有望获得提升，央国企估值也有望在 ROE 提升基础上得到提升。

上市券商以国企和央企为主，且民营企业多为小券商或互联网券商，而央企券商规模均较高，多为头部券商。从券商估值的分布来看，券商的净资产收益率与其估值水平之间存在着较大的相关性。民营券商中东方财富为互联网券商，华林证券处于敏捷组织化、向互联网券商转型过程中，估值优势凸显，此外中金公司、中信建投等投行业务特色券商因 ROE 较为领先，对应 PB 估值也相对较高。从国内券商背景分类来看，由于民营企业多为互联网或小券商，ROE 水平较高，央企券商 ROE 水平次于民营券商，央企券商 ROE 组内平均值、中值分别为 8.35%、8.23%，高于地方国企券商和公众券商，估值

上看央企券商 PB 估值平均值和中位数分别为 1.44x、1.21x，也分别高于地方国企 0.21x、0.14x。从规模来看，大型券商 ROE 平均值、中位数分别为 9.82%、9.61%，较中大型券商、中小型券商都高，大型券商 PB 估值平均值、中位数分别为 1.27x、1.15x，估值低于中小型券商估值，较中大型券商高。说明目前行业估值分布来看，大型券商以及央企券商的估值情况均基本符合相对较高 ROE 对应相对较高 PB，而中小型券商中由于存在高成长性、高盈利能力的互联网券商，以及次新股信达证券、财达证券的偏高估值，再加上市场对小券商成长性有一定预期、对小市值有一定青睐，所以中小券商目前的估值为规模分类中最高的。未来来看，头部券商在中国特色估值体系建设下，以及在与国际领先投行竞争下亟需提升竞争力，且头部券商的业务综合实力较强，业务转型走在行业前列，在注册制实施、马太效应加强趋势下，我们仍看好头部券商的业务发展前景，我们认为头部券商其估值仍有进一步提升的空间。

图 13：43 家上市券商 PB 估值-ROE 关系图（截至 2023 年 6 月 29 日）



资料来源：wind、财信证券

注：各券商 ROE 取 ROE（加权口径）2020-2022 年三年平均值。

表 6：43 家上市券商按估值背景分组基本情况

	上市公司家数	PB 组内平均	PB 组内中值	ROE 组内平均	ROE 组内中值
中央国有企业	10	1.44	1.21	8.35%	8.23%
地方国有企业	22	1.21	1.07	6.43%	6.15%
公众企业	8	1.26	1.13	5.10%	6.06%
民营企业	3	3.37	3.35	11.86%	9.88%
总体	43	1.42	1.14	7.01%	6.55%

资料来源：wind、财信证券

注：PB 估值以 2023 年 6 月 29 日收盘价为基准，ROE 取 2020-2022 年三年平均 ROE（加权口径）。

表 7：43 家上市券商估值按规模分组基本情况

	PB 组内平均	PB 组内中值	ROE 组内平均	ROE 组内中值
大券商	1.27	1.15	9.82%	9.61%
中大型券商	1.11	1.08	6.86%	6.37%
中小券商	1.58	1.16	5.93%	5.81%
总体	1.42	1.14	7.01%	6.55%

资料来源：wind、财信证券

注：PB 估值以 2023 年 6 月 29 日收盘价为基准，ROE 取 2020-2022 年三年平均 ROE（加权口径）。

表 8：央企考核指标体系由“两利四率”变为“一利五率”

“两利四率”考核指标体系		“一利五率”考核指标体系	
两利	净利润、利润总额	一利	利润总额
四率	资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率	五率	净资产收益率、资产负债率、营业现金比率、研发投入强度、全员劳动生产率

资料来源：国资委、财信证券

4 下半年投资方向及选股建议

维持行业“同步大市”评级。2023 年行业业绩弹性的看点主要在自营业务的修复反弹，宏观及市场环境因素预计会逐步企稳回升，行业关注的财富管理及资产管理业务修复过程相对缓慢，但在居民可支配收入增长、个人养老金等发展下，预计我国财富管理长期发展空间仍在。注册制下投行业务下半年有望稍加速，但在去年高基数下难以高增长。全面注册制改革正式落地，境内外市场互联互通改革继续深化，2023 年资本市场改革开放步伐坚定，投资端改革预计将进一步加快，期货期权等市场风险管理工具品种预计将更加丰富，券商板块有望获得资本市场改革利好的催化。目前券商板块估值仍相对较低，在业绩修复预期下仍具有一定配置价值。

从中长期趋势来看，除了政策和市场因素外，结合行业发展趋势来看，以下 4 个方面将持续影响券商的估值：1、注册制下券商的研究业务能力、销售能力、以及资本实力和业务协同能力等综合实力；2、国企改革和激励机制的市场化程度；3、资管主动化转型、财富管理转型以及其他各项业务顺应行业发展趋势转型进展；4、金融科技创造生产力的水平。投资主线上，头部券商在以上 4 个方面上综合实力均较为领先，而我们关注的差异化发展、更能体现券商 α 属性方面，投行业务、资管业务、财富管理业务更能体现券商差异化发展，我们将重点关注这三个方向上具备特色优势的券商，我们建议下半年重点关注金融科技与财富管理结合方向上的进展。投资主线一：关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。建议关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券（600030.SH）。投资主线二：建议关注顺应财富管理转型发展的券商。建议关注持续受益互联网平台流量变现、经纪及代销业务规模效应突出的东方财富（300059.SZ）以及传统券商中经纪业务财富管理转型走在前列的浙商证券（601878.SH），大资管方面，建议关注资管行业领跑者、享有资管优质品牌竞争力、参股优质基金公司的东方证券（600958.SH），以及参股优质基金公司、资管收入占营收比重较高的招商证券（600999.SH）、长城证券（002939.SZ）。投资主线三：建议重点关注投行业务领先、投行业务占比较高的中信建投（601066.SH）、中金公司（601995.SH）、国金证券（600109.SH）等。

此外，建议关注去年受自营业务拖累影响较大的券商业绩修复情况，如东方证券（600958.SH）、长江证券（000783.SZ）、红塔证券（601236.SH）、中泰证券（600918.SH）等。

5 风险提示

1、市场风险

宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷风险；二级市场大幅波动；存量资管项目爆发风险事件；居民理财资产入市不及预期，资管产品端的规模扩张和盈利能力不及预期；信用违约风险；资本市场改革进度低于预期。

2、行业竞争加剧风险

海外投行巨头加速进入中国，加剧市场竞争风险；业内在蓝海市场公募基金行业、财富管理行业竞争加剧风险。

3、行业监管趋严的政策风险

金融监管政策加强风险；创新业务如新兴产品创设、场外衍生品业务的发展、资管机构的设立与扩张、海外业务发展与行业监管的力度密切相关。

投资评级系统说明

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

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

免责声明

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

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

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

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

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

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

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

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438