

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

投资收益显著改善带动业绩高增，其他业务尚待回暖

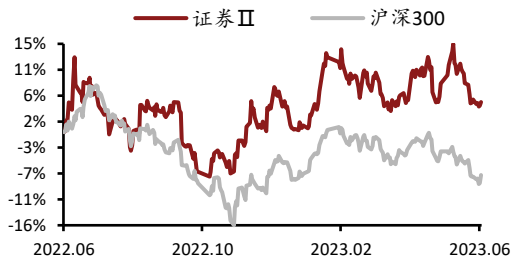
——上市券商 22 年年报及 23 年一季报综述

证券研究报告-行业专题研究

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 06 月 05 日



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 4 月回顾及 5 月展望》 2023-05-19

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 3 月回顾及 4 月展望》 2023-04-21

《证券 II 行业点评报告：国联集团入主民生证券：推动优势互补，实现跨越发展》
2023-03-20

联系人：马巍琦

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：

- **22 年券商业绩在连续三年回升后出现回落，23Q1 业绩显著改善。**2022 年证券行业营收下滑 21%，净利下滑 26%；经纪业务收入占比重回榜首，自营业务占比下滑至近十年来的最低值。22 年上市券商的经营业绩呈现普降，头部券商整体呈现出较强的韧性，中小券商业绩下滑的幅度更为显著，自营业务承压是上市券商业绩普降的主因。23Q1 上市券商业绩明显改善，自营业务显著扭亏，但其他各项业务尚待改善。
- **22/23Q1 上市券商各项业务全面下滑，自营业务是最大变量。**1. 自营业务是 2022 年及 2023Q1 行业经营业绩波动的最大变量。2022 年以来股、债二级市场均出现不同程度的波动，自营业务整体经营环境不佳，上市券商合计实现投资收益（含公允价值变动）887.21 亿元，同比大幅下滑 51.39%；23Q1 显著扭亏。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。部分头部券商自营业务去方向性取得积极成效，并且明显平抑了自营业务以及整体经营业绩的波动。2. 经纪业务虽然承压但仍为最重要的基础业务。22/23Q1 日均股票成交量持续下滑，新发基金承压，财富管理业务增速明显放缓。22 年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%；23Q1 再-16.71%。虽然 2022 年以来经纪业务出现持续小幅下滑，但在券商业务体系中的地位依然稳固。3. 投行业务遭遇短期瓶颈。22/23Q1 股权融资规模出现下滑、债券融资规模小幅波动。22 年上市券商合计实现投行业务手续费净收入 582.48 亿元，同比-7.35%；23Q1 再-24.67%。头部券商，特别是龙头券商投行业务的优势十分明显，并已在行业内形成马太效应。4. 市场波动对资管业务产生一定的扰动。22/23Q1 行业资管规模再度走低，但资管业务结构持续优化。22 年上市券商合计实现资管业务手续费净收入 464.20 亿元，同比-8.01%；23Q1 再-2.39%。5. 信用业务规模回落导致利息净收入下滑。22 年上市券商合计实现利息净收入 579.40 亿元，同比-4.40%；23Q1 再-17.83%。
- **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。预计证券行业全年业绩升幅在 20%以内，较一季度增速明显收窄。当前券商板块估值再度回落至 1.30 倍以下，仍与 2016 年以来的平均 P/B1.62 倍存在明显空间，继续看好券商指数以震荡上扬、逐级走高的方式演绎修复行情。券商板块的关注主线一：低于行业平均 P/B 的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：业绩弹性更足，基本面改善幅度更为显著的中小券商，是短期捕捉超额收益的较佳选择。主线三：在“中特估”加持下，低于行业平均估值，破净的低估值个股。

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市场波动风险；3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期；4. 超预期事件导致对证券行业整体经营业绩的预期结果产生明显偏差

内容目录

1. 22 年券商业绩在连续三年回升后出现回落, 23Q1 业绩显著改善	5
1.1. 2022 年上市券商经营业绩在连续三年回升后出现回落	5
1.1.1. 2022 年证券行业营收下滑 21%, 净利下滑 26%	5
1.1.2. 2022 年经纪业务收入占比重回榜首, 自营业务占比下滑至近十年来的最低值	5
1.1.3. 2022 年上市券商业绩普降, ROE 明显回落	6
1.1.4. 2022 年业绩归因: 自营业务承压是上市券商业绩普降的主因	7
1.1.5. 2022 年行业盈利能力集中度再度明显提高	8
1.2. 2023Q1 自营业务显著回暖带动上市券商经营业绩明显改善	9
1.2.1. 2023Q1 上市券商业绩明显改善	9
1.2.2. 2023Q1 自营业务显著回暖, 但其他各项业务尚待改善	10
2. 22/23Q1 上市券商各项业务全面下滑, 自营业务是最大变量	11
2.1. 自营业务是 2022 年及 2023Q1 行业经营业绩波动的最大变量	11
2.1.1. 2022 年以来自营业务整体经营环境不佳	11
2.1.2. 22/23Q1 上市券商自营业务收入出现大幅波动	11
2.1.3. 上市券商自营资产配置以固收为主	13
2.1.4. 部分头部券商自营业务去方向性取得积极成效	14
2.2. 经纪业务虽然承压但仍为最重要的基础业务	14
2.2.1. 22/23Q1 日均股票成交量持续回落	14
2.2.2. 截至 2022 年底行业平均净佣金率暂时止稳	15
2.2.3. 2022 年以来财富管理业务增速明显放缓	15
2.2.4. 经纪业务虽然下滑但收入占比依然显著	17
2.3. 投行业务遭遇短期瓶颈	19
2.3.1. 22/23Q1 股权融资规模出现下滑	19
2.3.2. 22/23Q1 债权融资规模小幅波动	20
2.3.3. 上市券商投行业务收入普遍下滑	20
2.3.4. 投行业务的头部效应愈发显著	21
2.4. 市场波动对资管业务产生一定的扰动	23
2.4.1. 22/23Q1 行业资管规模再度走低	23
2.4.2. 券商资管业务结构持续优化	24
2.4.3. 上市券商资管业务收入小幅回落, 基金管理业务收入占比被动走高	24
2.5. 信用业务规模回落导致利息净收入下滑	26
2.5.1. 两融余额 22 年下降幅度较大, 23Q1 有所企稳	26
2.5.2. 上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续	27
2.5.3. 上市券商信用业务规模普遍回落拖累利息净收入	27
3. 盈利预测与投资建议	29
3.1. 维持 2023 年行业整体经营业绩将重拾升势的预测	29
3.2. 券商板块估值仍处于 2016 年以来的相对低位	30
3.3. 继续看好券商板块的估值修复行情	30
3.4. 券商板块的关注主线	31
4. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2022 年证券行业营业总收入 (亿元) 出现下滑	5
图 2: 2022 年证券行业净利润总额 (亿元) 出现回落	5
图 3: 2012-2022 年证券行业收入结构	6
图 4: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商加权平均 ROE	7
图 5: 2012-2022 年证券行业归母净利集中度 (CR5、CR10)	9
图 6: 各权益类指数涨跌幅	11
图 7: 各固收类指数涨跌幅	11
图 8: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商自营业务结构	13
图 9: 场外衍生品存量规模 (名义, 亿元) 略有回落	14
图 10: 场外衍生品新增规模 (名义, 亿元) 高位运行	14
图 11: 日均股票成交量 (亿元) 小幅下滑	15
图 12: 股票成交总量 (万亿元) 同步出现小幅下滑	15
图 13: 2022 年北向资金成交占比在 10% 上下波动	15
图 14: 2022Q3 行业平均净佣金率暂时止稳	15
图 15: 2022 年新发基金份额 (份) 大幅下滑	16
图 16: 2023Q1 新发基金份额 (份) 在低位水平徘徊	16
图 17: 2015-2023Q1 年公募基金净值 (万亿元)	16
图 18: 2015-2023Q1 权益类公募基金净值 (万亿元)	16
图 19: 股权融资规模 (亿元) 持续小幅回落	20
图 20: 债券融资规模 (万亿元, 按发行日) 小幅波动	20
图 21: 股权融资承销金额集中度再创历史新高	22
图 22: 各类债券承销金额集中度再创历史新高	22
图 23: 22 年行业受托管理资金规模 (万亿) 再度走低	24
图 24: 23Q1 私募集合资管规模 (万亿) 降幅仍偏大	24
图 25: 2018-2022 年券商资管业务结构持续优化	24
图 26: 22 年两融余额 (亿元) 降幅较大	27
图 27: 22/23Q1 两融年度月均余额 (亿元) 持续回落	27
图 28: 22/23Q1 质押股数 (亿股) 占比延续下降趋势	27
图 29: 22/23Q1 全市场质押市值同比连续下滑	27
图 30: 券商板块 P/B (倍) 仍处于 2016 年以来的相对低位	30
表 1: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商归母净利 (亿元, 按绝对额排序) 及同比变动	7
表 2: 2022 年单一证券业务上市券商合并利润表各分项主营业务合计收入 (亿元) 及同比变动	8
表 3: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商合并利润表各分项主营业务收入同比变动	8
表 4: 2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利 (亿元, 按归母净利总额排序) 及同比变动	10
表 5: 2023Q1 上市券商合并利润表各分项主营业务合计净收入 (亿元)、同比变动及收入占比	10
表 6: 22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商自营业务收入及规模 (亿元, 按 22 年绝对额排序)、平均投资收益率	12
表 7: 2022/2023Q1 单一证券业务上市券商权益类+混合类公募基金销售保有规模 (亿元)、环比变动及排名	18
表 8: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商经纪业务各分项收入 (亿元, 按绝对额排序)、增速及收入占比	18

表 9: 22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商投行业务手续费净收入（亿元，按 22 年总额排序）及同比变动	21
表 10: 2022 年 43 家单一证券业务上市券商股权、债权融资承销规模（亿元，按股权份额排序）及市场份额	22
表 11: 22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商资管业务、基金管理业务净收入（亿元，按资管业务净收入排序）概况	25
表 12: 22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商信用业务利息收入、信用业务规模（亿元，按两融利息收入排序）及同比变动	28

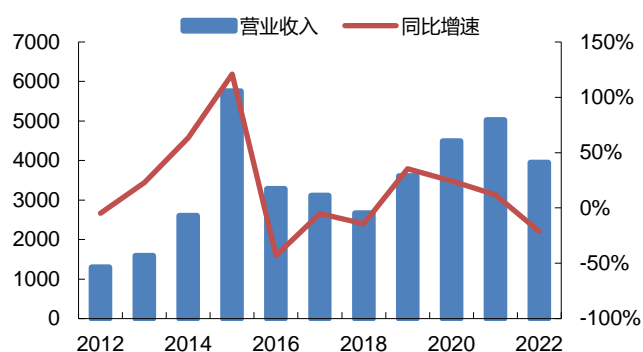
1. 22 年券商业绩在连续三年回升后出现回落，23Q1 业绩显著改善

1.1. 2022 年上市券商经营业绩在连续三年回升后出现回落

1.1.1. 2022 年证券行业营收下滑 21%，净利下滑 26%

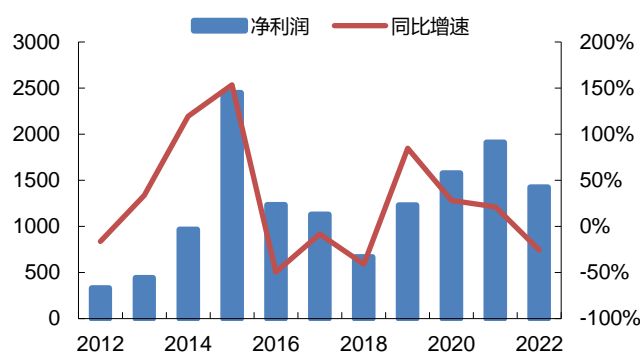
根据中国证券业协会的统计，受多重超预期因素影响，2022 年证券行业共实现营业收入 3949.73 亿元，同比下滑 21.38%；共实现净利润 1423.01 亿元，同比下滑 25.54%，在连续三年回升后出现回落，短期业绩承压。根据各公司合并财务报表，2022 年 43 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 4904.52 亿元，同比下滑 23.55%；共实现归属于母公司股东的净利润 1272.48 亿元，同比下滑 33.67%。

图 1：2022 年证券行业营业总收入（亿元）出现下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 2：2022 年证券行业净利润总额（亿元）出现回落



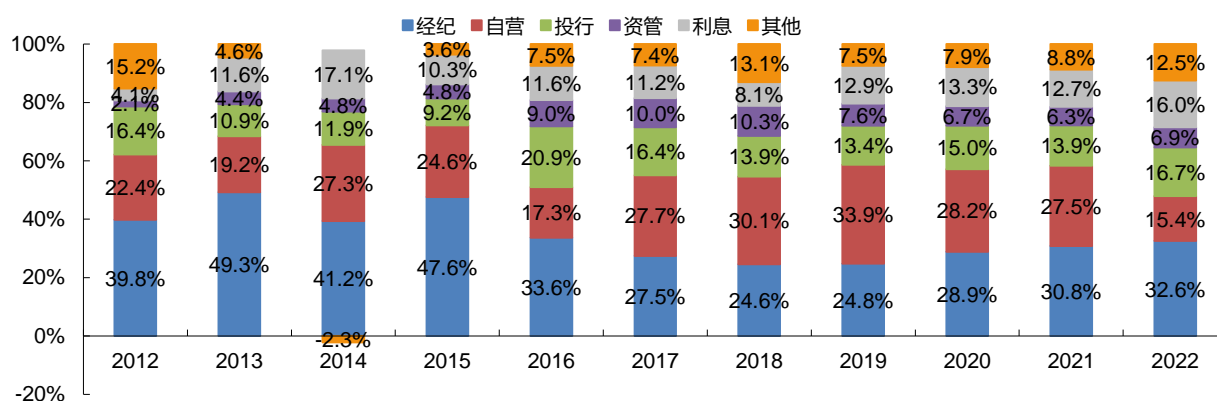
资料来源：中国证券业协会、中原证券

1.1.2. 2022 年经纪业务收入占比重回榜首，自营业务占比下滑至近十年来的最低值

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、其他业务净收入占比分别为 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、其他业务净收入占比分别为 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微幅回升；利息净收入占比也提高至近年来的最高值。

图 3：2012-2022 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

1.1.3. 2022 年上市券商业绩普降，ROE 明显回落

由于近年来上市券商普遍将期货子公司大宗商品贸易收入合并至报表中，该收入的特点是收入绝对额较大，但净利润率微薄，且与其他各项业务以净收入记账的方式不同，因此本文仅对归母净利进行统计对比，以更为真实的体现上市券商盈利能力的变化。

归母净利总额方面，中信证券（231.17 亿元）、国泰君安（115.07 亿元）、华泰证券（110.53 亿元）、招商证券（80.72 亿元）、广发证券（79.29 亿元）分别排名行业前 5 位。共 10 家公司归母净利总额超过 50 亿元，共 18 家公司归母净利总额超过 10 亿元，共 2 家公司出现亏损。

归母净利增速方面，2022 年 43 家单一证券业务上市券商仅 2 家同比实现增长，共 41 家同比下滑。其中，增速前 5 位分别为方正证券（17.88%）、信达证券（4.75%）、华林证券（-3.94%）、中信证券（-7.72%）、光大证券（-8.47%），增速后 5 位分别为太平洋（-478.54%）、天风证券（-357.35%）、红塔证券（-97.56%）、东北证券（-85.78%）、中泰证券（-81.56%）。共 13 家公司归母净利下滑幅度超过 50%，共 25 家公司归母净利下滑幅度超过 30%。

2022 年上市券商的经营业绩呈现普降，头部券商整体呈现出较强的韧性，仅个别公司的业绩降幅较大。中小券商业绩下滑的幅度更为显著，超过半数公司的业绩降幅超过行业均值；同时，中小券商的业绩分化现象也更为明显，并分列归母净利增速的两端。

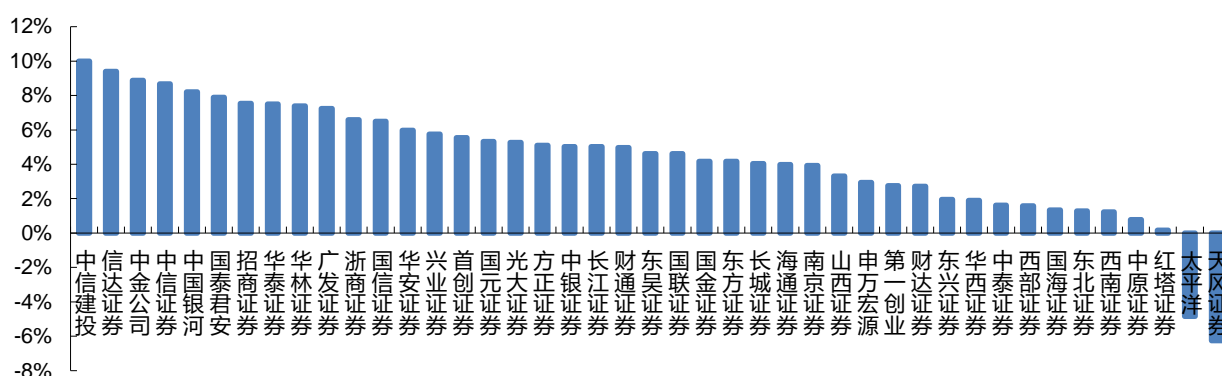
表 1：2022 年 43 家单一证券业务上市券商归母净利（亿元，按绝对额排序）及同比变动

上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比
中信证券	231.17	-7.72%	东吴证券	17.35	-27.45%	东兴证券	5.17	-68.70%
国泰君安	115.07	-23.35%	国元证券	17.33	-9.24%	华林证券	4.65	-3.94%
华泰证券	110.53	-17.18%	浙商证券	16.54	-24.66%	西部证券	4.28	-69.64%
招商证券	80.72	-30.68%	财通证券	15.17	-40.88%	华西证券	4.22	-74.12%
广发证券	79.29	-26.95%	长江证券	15.10	-37.32%	第一创业	4.01	-46.22%
中国银河	77.61	-25.60%	信达证券	12.27	4.75%	西南证券	3.09	-70.20%
中金公司	75.98	-29.51%	国金证券	11.98	-48.29%	财达证券	3.02	-55.55%
中信建投	75.07	-26.68%	华安证券	11.81	-17.04%	国海证券	2.49	-67.40%
海通证券	65.45	-48.97%	长城证券	8.99	-49.09%	东北证券	2.31	-85.78%
国信证券	60.88	-39.81%	中银证券	8.08	-16.00%	中原证券	1.07	-79.23%
光大证券	31.89	-8.47%	国联证券	7.67	-13.66%	红塔证券	0.39	-97.56%
东方证券	30.11	-43.95%	南京证券	6.46	-33.93%	太平洋	-4.59	-478.54%
申万宏源	27.89	-70.32%	中泰证券	5.90	-81.56%	天风证券	-15.09	-357.35%
兴业证券	26.37	-44.40%	山西证券	5.74	-28.51%			
方正证券	21.48	17.88%	首创证券	5.54	-35.53%			

资料来源：Wind、中原证券

净资产收益率方面，按照中国证券业协会的行业数据进行计算，2022 年证券行业平均 ROE 为 5.16%，较 2021 年减少 2.28 个百分点，出现较为明显的回落。上市券商中，头部券商 ROE 领跑行业，中信建投（9.99%）、信达证券（9.39%）、中金公司（8.88%）、中信证券（8.67%）、中国银河（8.21%）排名行业前 5 位。共 20 家公司加权平均 ROE 超过 5%。

图 4：2022 年 43 家单一证券业务上市券商加权平均 ROE



资料来源：Wind、中原证券

1.1.4. 2022 年业绩归因：自营业务承压是上市券商业绩普降的主因

从 2022 年 43 家单一证券业务上市券商合并利润表各分项主营业务收入的同比变动看，投资收益（含公允价值变动收益）普遍出现较大幅度下滑，平均下滑幅度达到 51.39%，自营业务承压是上市券商业绩普降的主要因素。经纪业务手续费净收入同比也出现全面回落，平均下滑幅度达到 18.44%，是上市券商业绩普降的次要因素。投行、资管业务手续费净收入和利息净收入同比降幅相对较小，但上市券商间的分化现象较为显著。

表 2：2022 年单一证券业务上市券商合并利润表各分项主营业务收入（亿元）及同比变动

	2022	2021	同比
经纪业务手续费净收入	1137.79	1395.03	-18.44%
投行业务手续费净收入	582.45	626.92	-7.09%
资管业务手续费净收入	464.20	504.62	-8.01%
利息净收入	579.40	606.07	-4.40%
投资收益（含公允价值变动收益）	887.21	1825.34	-51.39%

资料来源：Wind、中原证券

表 3：2022 年 43 家单一证券业务上市券商合并利润表各分项主营业务收入同比变动

上市券商	经纪	投行	资管	利息	投资	上市券商	经纪	投行	资管	利息	投资
中信证券	-20.01%	6.11%	-6.51%	8.79%	-22.33%	华安证券	-15.40%	-21.00%	12.04%	-25.62%	-16.56%
国泰君安	-19.59%	6.13%	-8.04%	-14.77%	-35.06%	长城证券	-23.96%	-13.22%	-33.57%	-22.63%	-70.94%
华泰证券	-10.23%	-7.37%	-0.08%	-29.81%	-47.88%	中银证券	-18.14%	-54.25%	-5.34%	-9.20%	-8.57%
招商证券	-18.61%	-45.20%	-20.21%	-20.73%	-38.70%	国联证券	-9.69%	-6.29%	37.59%	-43.98%	-17.48%
广发证券	-19.86%	40.88%	-10.13%	-16.83%	-69.55%	南京证券	-32.16%	-42.20%	16.00%	-4.26%	-53.61%
中国银河	-22.67%	10.34%	-14.70%	-5.37%	-22.11%	中泰证券	-15.38%	-20.53%	-1.08%	18.91%	-106.14%
中金公司	-13.25%	-0.50%	-10.96%	3.33%	-28.59%	山西证券	-17.45%	-10.49%	29.75%	329.63%	-18.16%
中信建投	-4.91%	5.26%	-1.90%	36.63%	-43.36%	首创证券	-2.63%	10.48%	69.67%	-84.85%	-60.84%
海通证券	-22.43%	-15.15%	-38.51%	-6.21%	-102.00%	东兴证券	-23.98%	6.27%	57.69%	47.17%	-179.02%
国信证券	-28.71%	-8.24%	32.10%	-24.10%	-54.13%	华林证券	-10.48%	-19.34%	30.00%	-6.29%	234.48%
光大证券	-24.25%	-27.77%	-5.58%	-16.49%	-20.20%	西部证券	-22.28%	-23.80%	221.74%	-195.59%	-51.54%
东方证券	-14.71%	1.64%	-26.97%	12.02%	-45.92%	华西证券	-20.43%	-52.30%	58.88%	4.02%	-107.38%
申万宏源	-20.31%	4.91%	-9.28%	-90.85%	-47.67%	第一创业	-18.95%	-9.15%	11.85%	5.03%	-64.64%
兴业证券	-22.61%	-23.11%	-33.41%	11.60%	-86.38%	西南证券	-18.25%	-32.58%	4.35%	7.85%	-72.75%
方正证券	-23.42%	21.41%	-8.91%	-14.26%	34.39%	财达证券	-20.69%	14.13%	26.19%	82.83%	-60.56%
东吴证券	-13.74%	16.67%	43.57%	66.44%	-71.56%	国海证券	-11.53%	-44.38%	-17.47%	329.63%	-88.49%
国元证券	-14.60%	-18.21%	-11.32%	10.50%	-71.93%	东北证券	-6.94%	-54.91%	65.05%	29.50%	-77.14%
浙商证券	-10.32%	-28.07%	10.41%	16.17%	-62.50%	中原证券	-25.30%	-57.86%	27.03%	-4.35%	-44.94%
财通证券	-13.08%	-29.92%	5.42%	-8.79%	-58.39%	红塔证券	-21.97%	-9.78%	-60.87%	314.29%	-97.01%
长江证券	-19.25%	7.11%	-13.41%	46.70%	-159.00%	太平洋	-24.46%	-36.96%	25.64%	45.12%	-56.36%
信达证券	-12.59%	-60.51%	63.52%	-38.71%	-11.90%	天风证券	-3.05%	4.30%	0.71%	27.41%	-107.39%
国金证券	-15.83%	-5.97%	20.87%	18.53%	-84.31%						

资料来源：Wind、中原证券

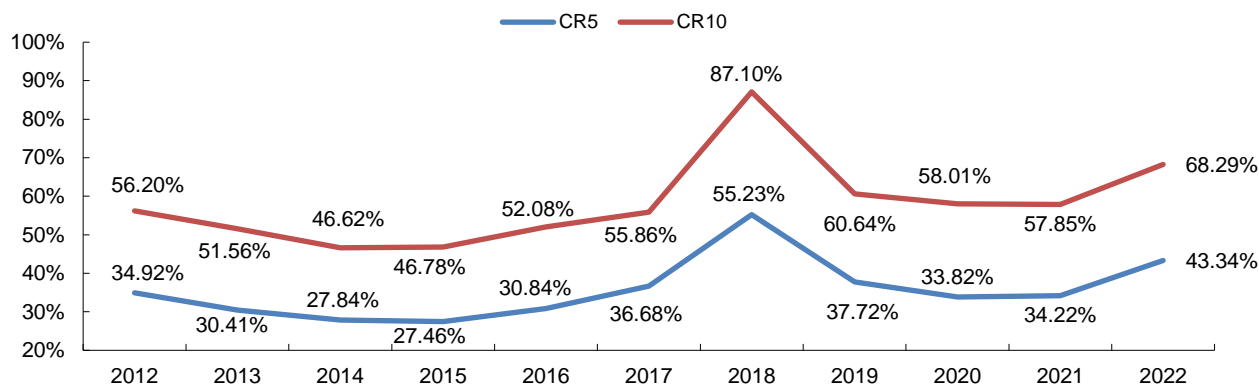
注：经纪=经纪业务手续费净收入，投行=投行业务手续费净收入，资管=资管业务手续费净收入，利息=利息净收入，投资=投资净收益（含公允价值变动净收益）

1.1.5. 2022 年行业盈利能力集中度再度明显提高

2022 年归母净利排名行业前 5 位（CR5）、前 10 位（CR10）证券公司的集中度分别为 43.34%、68.29%，较 2021 年明显提高，仅次于 2018 年，达到近十年来的次高位。首先，近年来头部券商，特别是以中信证券为代表的龙头券商持续受益于全面深化资本市场改革、打造“航母级”券商等政策红利，各项业务开展的广度及深度得到进一步拓展及深化，抗行业周期的能力相较中小券商明显增强，行业盈利能力集中度整体呈现提高的态势。其次，2022 年股、

债二级市场均出现不同程度的波动,特别是权益类方向性自营业务的开展难度较大,承压较重。近年来头部券商,特别是以中信证券为代表的龙头券商凭借良好的客户基础大力发展场外衍生品等非方向性业务,取得了积极进展,业绩韧性进一步增强。以上两个因素合力导致 2022 年行业盈利能力集中度在 2018 年后再度出现明显提高。

图 5: 2012-2022 年证券行业归母净利集中度 (CR5、CR10)



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

1.2. 2023Q1 自营业务显著回暖带动上市券商经营业绩明显改善

1.2.1. 2023Q1 上市券商业绩明显改善

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%。

归母净利总额方面, 中信证券 (54.17 亿元)、华泰证券 (32.45 亿元)、国泰君安 (30.41 亿元)、海通证券 (24.34 亿元)、中信建投 (24.33 亿元) 分别排名行业前 5 位; 43 家上市券商全面实现盈利。

归母净利增速方面, 2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共 42 家同比实现增长, 仅 1 家出现下滑。其中, 增速前 5 位分别为长江证券 (1513.00%)、太平洋 (1511.18%)、东兴证券 (628.25%)、东方证券 (525.67%)、兴业证券 (430.09%), 增速后 5 位分别为华林证券 (-57.59%)、中信证券 (3.60%)、中银证券 (5.21%)、国联证券 (9.79%)、方正证券 (16.55%)。共 16 家公司归母净利增速超过 50%, 共 24 家公司归母净利增速超过 100%, 另有 8 家公司归母净利同比扭亏。

2022 年一季度上市券商的经营业绩实现明显改善, 中小券商在整体经营环境趋稳时再度展现出良好的业绩弹性, Q1 归母净利增速靠前以及同比扭亏的公司全部为中小券商; 头部券商虽然近年来业绩波动率明显下降, 但业绩弹性也随之明显下降。此外, 22Q1 业绩表现良好的公司 23Q1 的业绩增速也相对靠后, 显示这些公司在自营业务, 特别是权益类方向性自营业务

的开展中更加趋于谨慎。

表 4：2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利（亿元，按归母净利总额排序）及同比变动

上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比
中信证券	54.17	3.60%	长江证券	7.56	1513.00%	国海证券	2.26	333.19%
华泰证券	32.45	46.55%	国金证券	5.97	380.22%	西南证券	2.26	扭亏
国泰君安	30.41	20.71%	东吴证券	5.83	412.84%	红塔证券	2.25	扭亏
海通证券	24.34	62.24%	方正证券	5.56	16.55%	东兴证券	2.19	628.25%
中信建投	24.33	57.78%	天风证券	5.47	扭亏	南京证券	2.17	73.02%
招商证券	22.60	51.72%	国元证券	5.20	扭亏	信达证券	2.16	30.19%
中金公司	22.57	35.95%	财通证券	4.94	214.54%	国联证券	2.07	9.79%
中国银河	22.49	44.61%	浙商证券	4.88	50.92%	财达证券	2.02	162.74%
广发证券	21.57	65.58%	长城证券	4.51	扭亏	首创证券	1.76	108.18%
申万宏源	20.11	87.77%	华西证券	4.02	扭亏	太平洋	1.49	1511.18%
国信证券	17.68	130.42%	东北证券	3.73	扭亏	第一创业	1.41	95.96%
东方证券	14.28	525.67%	华安证券	3.64	242.38%	中原证券	0.70	282.45%
中泰证券	11.53	424.00%	西部证券	3.58	扭亏	华林证券	0.63	-57.59%
光大证券	9.58	43.79%	中银证券	2.53	5.21%			
兴业证券	8.28	430.09%	山西证券	2.51	285.14%			

资料来源：Wind、中原证券

1.2.2. 2023Q1 自营业务显著回暖，但其他各项业务尚待改善

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投资收益(含公允价值变动收益) 527.63 亿元, 同比实现显著扭亏。经纪、投行、资管业务手续费净收入以及利息净收入同比分别下滑 16.74%、24.67%、2.39%、17.83%。23Q1 上市券商虽然自营业务显著回暖, 但其他各项业务同比仍有不同程度的下滑, 经营业绩改善的成色有所不足。

收入结构方面, 投资收益(含公允价值变动收益) 占比快速回升至绝对高位水平; 经纪业务手续费净收入占比明显回落, 但仍为上市券商第二大收入来源; 投行、资管业务手续费净收入及利息净收入占比在 10% 以下。

表 5：2023Q1 上市券商合并利润表各分项主营业务合计净收入（亿元）、同比变动及收入占比

	23Q1	22Q1	同比	收入占比
经纪业务手续费净收入	251.99	302.56	-16.74%	18.68%
投行业务手续费净收入	105.20	139.65	-24.67%	7.80%
资管业务手续费净收入	111.20	113.92	-2.39%	8.24%
利息净收入	109.75	133.57	-17.83%	8.14%
投资收益(含公允价值变动收益)	527.63	-3.91	显著扭亏	39.11%

资料来源：Wind、中原证券

2. 22/23Q1 上市券商各项业务全面下滑，自营业务是最大变量

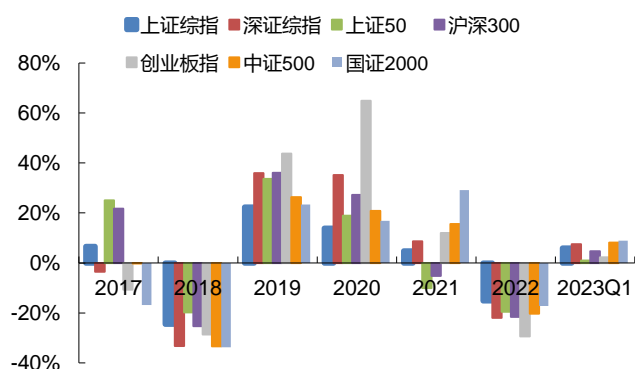
2.1. 自营业务是 2022 年及 2023Q1 行业经营业绩波动的最大变量

2.1.1. 2022 年以来自营业务整体经营环境不佳

权益类自营业务方面,2022 年受多重超预期因素冲击,权益类二级市场整体表现较为弱势,虽然年中出现较为有力度的反弹,但三、四季度再度回落,全年跌幅明显。其中,上证指数下跌 15.13%、深证综指下跌 21.92%、上证 50 指数下跌 19.52%、沪深 300 指数下跌 21.63%、创业板指下跌 29.37%、中证 500 指数下跌 20.31%、国证 2000 指数下跌 17.20%。2022 年权重、价值、成长、中小市值品种呈现普跌,行业权益类自营业务高度承压。2023Q1 各权益类指数虽有分化但同步企稳反弹,行业权益类自营业务的经营环境明显回暖。

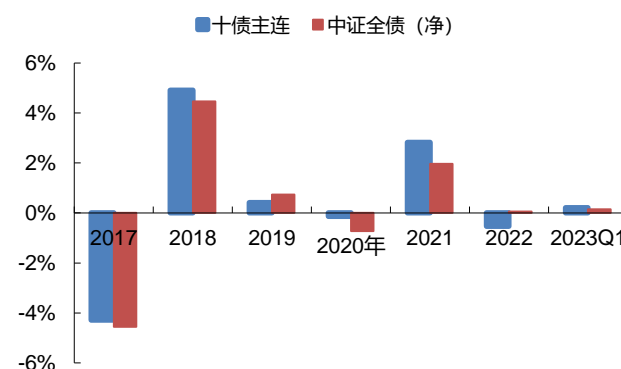
固定收益类自营业务方面,2022 年固收类二级市场前三季度震荡冲高后于第四季度出现快速回调,造成理财资金短期集中赎回,进而导致各固收指数的调整幅度进一步扩大,并将年内涨幅尽数回吐。其中,十年期国债期货指数下跌 0.53%,中证全债(净)指数上涨 0.06%。2022 年债券行情在年底出现明显波动,四季度行业固定收益类自营业务剧烈波动。2023Q1 各固收类指数在去年年底的相对低位窄幅震荡,行业固定收益类自营业务的经营环境有所企稳。

图 6: 各权益类指数涨跌幅



资料来源: Wind、中原证券

图 7: 各固收类指数涨跌幅



资料来源: Wind、中原证券

2.1.2. 22/23Q1 上市券商自营业务收入出现大幅波动

2022 年 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) 887.21 亿元,同比大幅下滑 51.39%;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 777.20 亿元,同比大幅下滑 55.57%。2022 年 43 家单一证券业务上市券商自营业务总规模(包括权益、固收及衍生金融资产)为 54173 亿元,自营业务平均投资收益率为 1.43%。由于近年来头部券商大力发展非方向性业务,在 2022 年股、债市场均出现明显波动的情况下,头部券商自营业务的降幅优于行业,平均投资收益率也能维持在相对高水平,其中,中信证券(-22.25%, 2.77%)、中金公司(-27.36%, 2.60%)、国泰君安(-38.58%, 1.73%)、华泰证券(-46.53%, 1.41%)、中国银河(-21.61%, 1.72%)排名自营业务收入前 5 位。部分中小券商虽然也发力非方向性业务,但业务规模无法达到头部券商的水平,非方向业务的收入仅能

部分对冲方向业务收入的波动，造成其自营业务收入出现较大幅度波动，平均投资收益率出现明显回落，2022 年自营业务收入出现亏损的 8 家公司中，有 7 家是中小券商。

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。2023 年一季度 43 家单一证券业务上市券商自营业务总规模（包括权益、固收及衍生金融资产）为 58723 亿元，自营业务年化平均投资收益率为 3.37%，较 2022 年明显回升。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，23Q1 年化平均投资收益率稳中有升。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，且年化平均投资收益率整体高于头部券商。

表 6：22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商自营业务收入及规模（亿元，按 22 年绝对额排序）、平均投资收益率

上市券商	自营业务收入				自营业务规模		平均投资收益率	
	2022	同比	2023Q1	同比	2022	2023Q1	2022	2023Q1 (年化)
中信证券	176.36	-22.25%	66.13	97.33%	6376	7297	2.77%	3.63%
中金公司	106.08	-27.85%	36.17	143.14%	3539	3635	3.00%	3.98%
国泰君安	70.26	-38.58%	31.79	1786.83%	4063	4277	1.73%	2.97%
华泰证券	60.27	-46.53%	45.77	149.21%	4266	4619	1.41%	3.96%
中国银河	55.90	-21.61%	24.13	326.65%	3250	3557	1.72%	2.71%
招商证券	51.15	-45.90%	17.25	880.76%	3085	3093	1.66%	2.23%
申万宏源	50.82	-50.92%	31.06	302.43%	3479	3746	1.46%	3.32%
中信建投	45.32	-43.52%	25.11	297.68%	2609	2707	1.74%	3.71%
国信证券	38.19	-53.98%	19.13	1449.51%	2216	2352	1.72%	3.25%
东方证券	19.00	-42.44%	11.52	扭亏	1685	1753	1.13%	2.63%
山西证券	14.21	-19.64%	5.96	244.33%	343	404	4.14%	5.90%
广发证券	14.28	-78.04%	14.68	扭亏	3055	3551	0.47%	1.65%
国联证券	11.59	-16.86%	3.73	75.04%	447	485	2.59%	3.08%
方正证券	11.10	52.17%	3.99	778.16%	808	881	1.37%	1.81%
光大证券	10.97	-23.76%	9.45	扭亏	1210	1221	0.91%	3.10%
西部证券	10.02	-51.44%	7.64	2386.03%	577	608	1.74%	5.03%
浙商证券	6.85	-62.79%	6.02	扭亏	458	490	1.50%	4.91%
东吴证券	6.39	-75.23%	6.02	扭亏	713	1053	0.90%	2.29%
华安证券	6.21	-21.12%	3.00	扭亏	364	415	1.71%	2.89%
信达证券	5.86	-8.37%	4.85	308.19%	298	370	1.97%	5.24%
中原证券	5.38	-47.57%	1.75	174.42%	241	264	2.23%	2.65%
首创证券	4.47	-61.82%	2.65	669.32%	259	298	1.73%	3.56%
兴业证券	3.82	-89.76%	10.27	扭亏	963	1014	0.40%	4.05%
财达证券	3.68	-60.58%	3.92	625.48%	207	241	1.78%	6.51%
东北证券	3.51	-83.62%	5.17	扭亏	313	361	1.12%	5.73%
太平洋	3.14	-54.15%	2.56	255.36%	49	66	6.41%	15.52%
南京证券	2.75	-52.19%	1.89	扭亏	254	295	1.08%	2.56%
中银证券	2.20	109.62%	0.96	226.35%	131	166	1.68%	2.31%
国金证券	2.20	-87.85%	7.17	扭亏	380	423	0.58%	6.78%

国海证券	1.99	-88.17%	2.55	扭亏	290	355	0.69%	2.87%
华林证券	1.95	234.45%	0.13	-30.68%	61	155	3.20%	0.34%
第一创业	1.87	-79.87%	2.09	扭亏	223	210	0.84%	3.98%
天风证券	1.58	-92.65%	8.68	1283.67%	415	425	0.38%	8.17%
财通证券	1.52	-88.12%	7.10	扭亏	656	666	0.23%	4.26%
红塔证券	0.67	-97.05%	3.16	扭亏	276	315	0.24%	4.01%
西南证券	0.49	-95.64%	4.04	扭亏	416	472	0.12%	3.42%
华西证券	-0.74	-107.05%	4.26	扭亏	356	396	-0.21%	4.30%
国元证券	-0.94	-108.62%	4.29	扭亏	646	691	-0.15%	2.48%
长城证券	-1.03	-106.96%	6.40	扭亏	433	511	-0.24%	5.01%
中泰证券	-3.51	-111.63%	13.85	扭亏	678	691	-0.52%	8.02%
东兴证券	-7.03	-178.01%	2.35	扭亏	583	561	-1.21%	1.68%
长江证券	-9.05	-166.64%	6.28	扭亏	740	778	-1.22%	3.23%
海通证券	-10.34	-109.69%	20.13	扭亏	2758	2855	-0.37%	2.82%

资料来源: Wind、中原证券

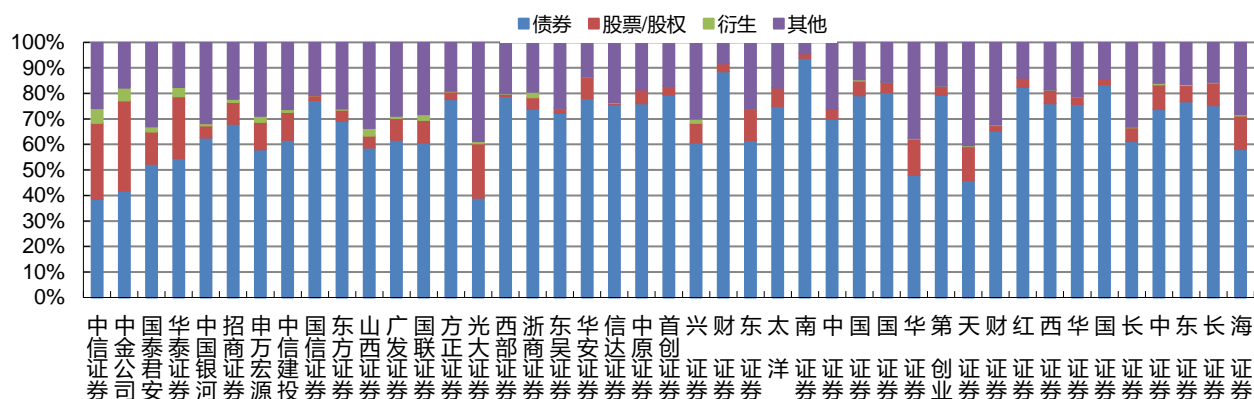
注: 自营业务收入=投资收益(含公允价值变动)-对联营企业和合营企业的投资收益; 自营业务规模=金融投资+衍生金融资产

2.1.3. 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以及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 8: 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

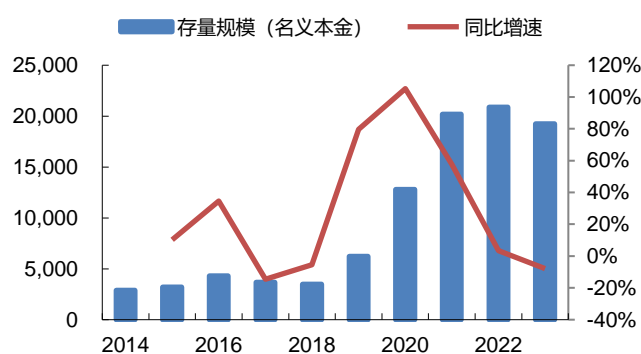
注：债券=交易性金融资产债券+债权投资+其他债权投资；股票/股权=交易性金融资产股票/股权+其他权益投资工具；其他=公募基金+券商资管+信托计划+银行理财+私募基金及合伙企业+其他等

2.1.4. 部分头部券商自营业务去方向性取得积极成效

目前我国场内衍生品市场整体发展仍较为滞后，为满足机构投资者日益增长的对冲需求，监管放行了以场外期权及收益互换为代表的场外衍生品，交易规模近年来呈现快速增长态势。场外衍生品是客需业务，券商对持仓证券进行对冲，在没有信用风险的前提下，开展场外衍生品业务不承担市场波动风险，收入稳定，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以及整体经营业绩的波动。

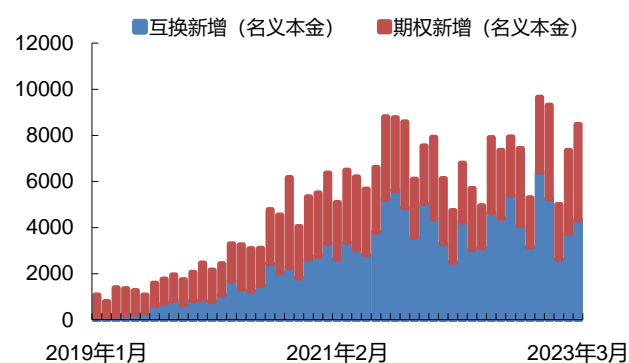
根据中证报价公司的统计，2022 年受市场波动影响，场外衍生品存量名义规模为 20868.20 亿元，同比+3.48%，增速出现明显放缓但总量再创历史新高，2023Q1 场外衍生品存量名义规模小幅回落至 19221.07 亿元。虽然存量规模出现小幅回落，但新增规模仍维持高位运行，2023 年 3 月的新增规模已快速回升至近 12 个月来的相对高位。

图 9：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 10：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

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。

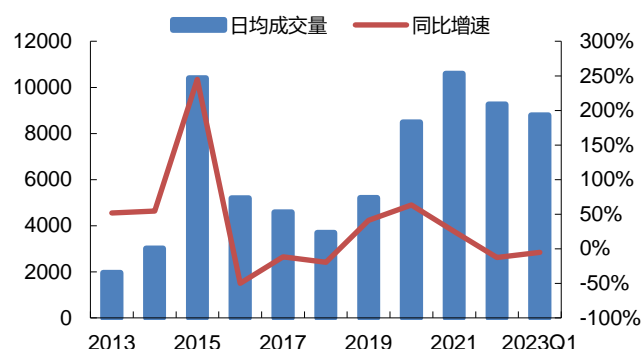
2.2. 经纪业务虽然承压但仍为最重要的基础业务

2.2.1. 22/23Q1 日均股票成交量持续回落

受权益类二级市场全年弱势的影响，市场交投活跃度有所回落，2022 年沪深两市日均股票成交量为 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。

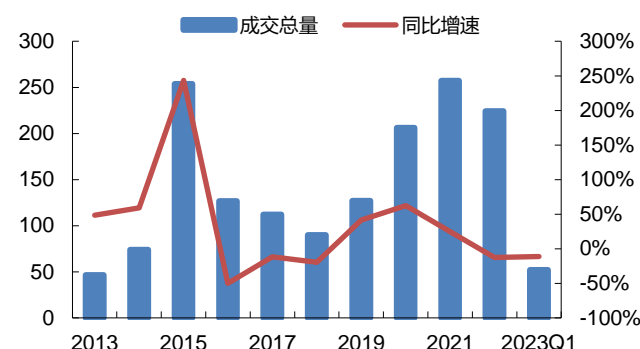
2023Q1 沪深两市日均股票成交量为 8789 亿元,同比-12.77%,成交总量为 51.86 万亿元,同比-11.26%,日均成交量、成交总量延续了小幅回落的趋势。

图 11: 日均股票成交量(亿元)小幅下滑



资料来源: Wind、中原证券

图 12: 股票成交总量(万亿元)同步出现小幅下滑



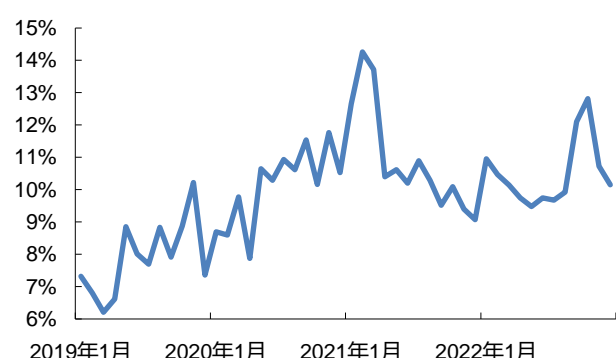
资料来源: Wind、中原证券

2.2.2. 截至 2022 年底行业平均净佣金率暂时止稳

2022 年北向资金月成交占比最高为 10 月的 12.81%,最低为 5 月的 9.48%,整体围绕 10% 上下波动。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。

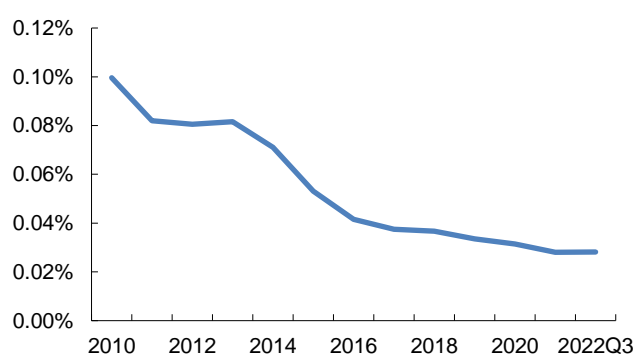
根据中国证券业协会的统计,2022 年前三季度行业共实现代理买卖证券业务净收入(含交易单元席位租赁)877.11 亿元(未公布该数据的全年数值)。由此计算,将北向资金成交占比按照月加权平均值 10.47%的比例剔除后,截至 2022Q3 行业平均净佣金率为 0.282%(万分之 2.82),较 2021 年的平均净佣金率基本持平,在连续多年的持续、大幅下滑后出现暂时止稳。

图 13: 2022 年北向资金成交占比在 10%上下波动



资料来源: Wind、中原证券

图 14: 2022Q3 行业平均净佣金率暂时止稳



资料来源: Wind、中国证券业协会、中原证券

2.2.3. 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,新发基金规模回落到 2019 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%。

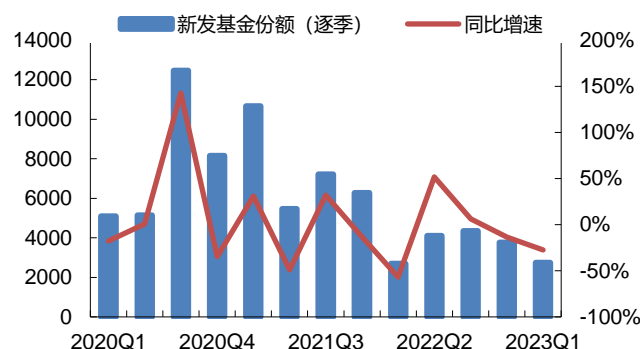
2023 年一季度虽然权益二级市场企稳回暖，但基金销售情况仍不乐观，2023Q1 新发基金份额为 2734 亿份（按基金成立日），环比 22Q4 下滑 27.30%，单季销售总量在 2020 年以来的低位水平徘徊。

图 15：2022 年新发基金份额（份）大幅下滑



资料来源：Wind、中原证券

图 16：2023Q1 新发基金份额（份）在低位水平徘徊

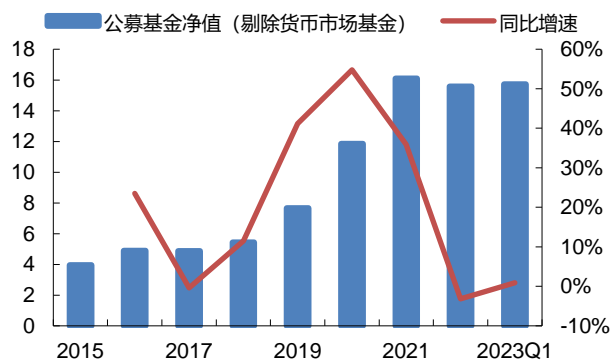


资料来源：Wind、中原证券

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勢的背景下，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。

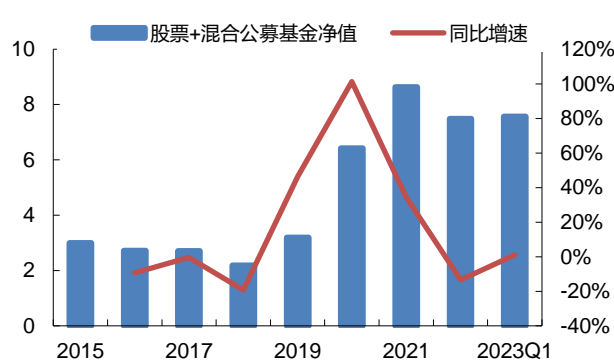
2023 年一季度市场回暖，权益类公募基金赎回高峰已过，基金净值企稳回升。2023Q1 剔除货币市场基金后的公募基金保有规模、股票+混合公募基金保有规模分别为 15.72 万亿、7.56 万亿，较 2022 年底分别+0.90%、+1.07%。

图 17：2015-2023Q1 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 18：2015-2023Q1 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

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。2023Q1 券商销售保有规模为 1.29 万亿元，较 2022 年底+2.26%。

2023 年一季度 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。

表 7：2022/2023Q1 单一证券业务上市券商权益类（股票+混合）公募基金销售保有规模（亿元）、环比变动及排名

上市券商	保有规模			排名		上市券商	保有规模			排名	
	2023Q1	2022Q4	环比	总排名	券商排名		2023Q1	2022Q4	环比	总排名	券商排名
中信证券	1309	1417	-8.25%	11	1	华西证券	165	155	6.06%	53	20
华泰证券	1282	1226	4.37%	12	2	浙商证券	112	110	1.79%	56	21
广发证券	832	821	1.32%	17	3	长城证券	104	101	2.88%	59	22
中信建投	718	723	-0.70%	20	4	东北证券	95	97	-2.11%	62	23
招商证券	700	683	2.43%	21	5	东吴证券	73	73	0.00%	67	24
中国银河	576	571	0.87%	24	6	财通证券	66	59	10.61%	68	25
国信证券	536	477	11.01%	25	7	国元证券	64	67	-4.69%	72	26
国泰君安	501	499	0.40%	26	8	国联证券	58	54	6.90%	75	27
东方证券	411	397	3.41%	30	9	信达证券	53	54	-1.89%	78	28
海通证券	407	365	10.32%	31	10	山西证券	52	51	1.92%	79	29
兴业证券	392	382	2.55%	32	11	中原证券	50	49	2.00%	80	30
中金公司	389	356	8.48%	33	12	西南证券	45	44	2.22%	83	31
申万宏源	364	340	6.59%	34	13	东兴证券	43	40	6.98%	84	32
长江证券	289	288	0.35%	40	14	第一创业	41	40	2.44%	86	33
中泰证券	273	251	8.06%	42	15	南京证券	38	36	5.26%	88	34
光大证券	269	262	2.60%	44	16	国海证券	38	36	5.26%	89	35
中银证券	231	211	8.66%	48	17	华安证券	37	37	0.00%	90	36
方正证券	230	223	3.04%	49	18	天风证券	32	32	0.00%	98	37
国金证券	210	178	15.24%	52	19						

资料来源：Wind、中原证券

注：43 家单一证券业务上市券商中，共有 37 家公司进入销售保有规模前 100 位

2.2.4. 经纪业务虽然下滑但收入占比依然显著

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%。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%。

经纪业务手续费净收入方面，首创证券（-2.60%）、天风证券（-3.10%）、中信建投（-4.90%）、浙商证券（-6.60%）排名增速前 5 位，共 21 家券商增速优于上市券商平均值。

代理买卖证券业务净收入方面，天风证券（2.1%）、浙商证券（-6.3%）、华林证券（-10.4%）、中信建投（-10.7%）、长江证券（-12.9%）排名增速前 5 位，共 19 家公司增速优于上市券商平均值。

交易单元席位租赁净收入方面，国海证券（141.00%）、国联证券（74.50%）、首创证券

(62.50%)、信达证券 (55.30%)、山西证券 (47.60%) 排名增速前 5 位，共 14 家券商实现正增长，共 28 家券商增速优于上市券商平均值。

代销金融产品业务净收入方面，华泰证券 (23.60%)、中金公司 (6.70%)、海通证券 (2.40%)、南京证券 (-2.10%)、红塔证券 (-4.30%) 排名增速前 5 位，共 12 家券商增速优于上市券商平均值。

期货经纪业务净收入方面，西部证券 (19.70%)、中信证券 (13.40%)、国金证券 (10.90%)、浙商证券 (10.70%)、东方证券 (10.30%) 排名增速前 5 位，共 19 家券商实现正增长，共 17 家券商增速优于上市券商平均值。

从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，但个别公司实现了逆势增长；期货经纪业务得益于能够双向交易，净收入降幅最小，部分公司期货经纪业务净收入占比较高，对经纪业务净收入起到了一定的稳定作用。

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。

2022 年虽然经纪业务出现下滑，但收入占比被动提高至 32.55%，重回行业收入结构榜首并达到 2016 年以来最高。2023Q1 在投资收益（含公允价值变动）收入显著扭亏以及经纪业务手续费净收入仍有回落的情况下，43 家单一证券业务上市券商经纪业务手续费净收入占比依然达到 18.7%，排名第二，且随着 2023 年后续经营的持续推进，预计收入占比将呈现逐步抬高的态势。经纪业务作为券商最重要的基础业务，虽然 2022 年以来出现持续小幅下滑，但在券商业务体系中的地位依然稳固。

表 8：2022 年 43 家单一证券业务上市券商经纪业务各分项收入（亿元，按绝对额排序）、增速及收入占比

上市券商	经纪业务收入					同比					经纪业务收入结构			
	总额	代买	席位	代销	期货	总额	代买	席位	代销	期货	代买	席位	代销	期货
中信	111.69	71.31	12.89	16.83	10.67	-20.0%	-17.0%	-27.3%	-36.6%	13.4%	63.8%	11.5%	15.1%	9.6%
国君	76.43	48.83	9.31	7.80	10.44	-19.6%	-23.5%	-12.0%	-17.7%	-6.0%	63.9%	12.2%	10.2%	13.7%
华泰	70.73	46.56	8.22	9.69	6.26	-10.2%	-15.3%	-12.7%	23.6%	-5.0%	65.8%	11.6%	13.7%	8.9%
招商	64.43	45.10	9.31	5.60	4.43	-18.6%	-18.4%	-17.7%	-30.2%	-2.2%	70.0%	14.4%	8.7%	6.9%
广发	63.87	40.79	9.85	7.78	5.42	-19.9%	-20.2%	-16.7%	-28.9%	-6.7%	63.9%	15.4%	12.2%	8.5%
银河	63.65	49.07	2.86	6.33	5.39	-22.7%	-20.0%	-42.5%	-30.8%	-21.3%	77.1%	4.5%	9.9%	8.5%
建投	59.30	30.82	13.34	7.79	7.34	-4.9%	-10.7%	14.1%	-17.4%	9.1%	52.0%	22.5%	13.1%	12.4%
中金	52.32	27.98	10.93	12.12	1.29	-13.2%	-21.9%	-7.0%	6.7%	-5.1%	53.5%	20.9%	23.2%	2.5%
申万	52.11	33.82	8.87	2.76	6.65	-20.3%	-22.2%	-11.9%	-38.9%	-9.5%	64.9%	17.0%	5.3%	12.8%
国信	51.29	39.65	3.63	5.43	2.58	-28.7%	-24.2%	-38.4%	-42.9%	-39.3%	77.3%	7.1%	10.6%	5.0%
海通	46.73	30.09	8.80	3.47	4.37	-22.4%	-21.7%	-28.0%	2.4%	-29.3%	64.4%	18.8%	7.4%	9.4%
中泰	36.80	25.08	5.14	3.02	3.56	-15.4%	-14.2%	-21.6%	-18.4%	-10.8%	68.2%	14.0%	8.2%	9.7%
方正	36.00	23.77	3.80	2.35	6.08	-23.4%	-19.5%	-32.9%	-47.9%	-16.8%	66.0%	10.6%	6.5%	16.9%
光大	32.98	19.05	5.37	3.77	4.79	-24.4%	-23.2%	-26.0%	-33.4%	-17.8%	57.8%	16.3%	11.4%	14.5%
长江	31.71	16.48	11.04	2.25	1.95	-19.3%	-12.9%	-20.4%	-47.3%	-11.4%	52.0%	34.8%	7.1%	6.1%

东方	30.85	10.59	7.43	2.57	10.27	-14.7%	-14.7%	-15.5%	-54.6%	10.3%	34.3%	24.1%	8.3%	33.3%
兴业	27.56	12.83	7.85	4.72	2.17	-22.6%	-21.3%	-23.5%	-28.9%	-10.0%	46.6%	28.5%	17.1%	7.9%
浙商	23.75	11.12	4.54	3.03	5.06	-6.6%	-6.3%	7.8%	-36.5%	10.7%	46.8%	19.1%	12.8%	21.3%
东吴	18.21	9.70	5.46	0.84	2.22	-13.7%	-16.7%	-0.5%	-20.8%	-24.0%	53.3%	30.0%	4.6%	12.2%
华西	17.53	11.73	3.33	1.51	0.96	-20.5%	-20.1%	-15.7%	-37.6%	-2.0%	66.9%	19.0%	8.6%	5.5%
国金	16.48	10.24	3.13	1.89	1.22	-15.9%	-16.5%	4.7%	-37.8%	10.9%	62.1%	19.0%	11.5%	7.4%
财通	11.83	9.40	0.65	1.78		-13.1%	-13.3%	41.3%	-22.9%		79.5%	5.5%	15.0%	0.0%
东北	10.99	6.30	3.17	0.65	0.87	-17.3%	-17.6%	-12.9%	-32.3%	-15.5%	57.3%	28.8%	5.9%	7.9%
华安	10.27	6.88	0.87	0.28	2.25	-15.4%	-19.1%	-8.4%	-20.0%	-3.8%	67.0%	8.5%	2.7%	21.9%
天风	10.17	3.34	6.55	0.28		-3.1%	2.1%	4.8%	-30.0%	-100%	32.8%	64.4%	2.8%	0.0%
国元	10.06	7.21	0.55	0.66	1.65	-14.6%	-18.4%	5.8%	-25.0%	4.4%	71.7%	5.5%	6.6%	16.4%
西部	9.66	6.26	2.59	0.09	0.73	-22.2%	-23.7%	-23.1%	-64.0%	19.7%	64.8%	26.8%	0.9%	7.6%
中银	9.43	6.29	1.23	0.99	0.93	-18.1%	-17.3%	-23.6%	-29.3%	3.3%	66.7%	13.0%	10.5%	9.9%
信达	9.23	4.92	2.92	0.52	0.88	-12.6%	-26.3%	55.3%	-32.5%	-27.9%	53.3%	31.6%	5.6%	9.5%
长城	9.17	5.73	1.09	0.55	1.80	-23.9%	-22.5%	-28.8%	-46.6%	-14.7%	62.5%	11.9%	6.0%	19.6%
国海	8.52	4.09	1.88	0.33	2.22	-11.5%	-25.1%	141.0%	-44.1%	-20.7%	48.0%	22.1%	3.9%	26.1%
东兴	7.64	5.60	0.99	0.51	0.53	-24.0%	-25.3%	-25.0%	-8.9%	-20.9%	73.3%	13.0%	6.7%	6.9%
西南	6.72	4.44	1.31	0.37	0.60	-18.2%	-24.4%	20.2%	-39.3%	-7.7%	66.1%	19.5%	5.5%	8.9%
中原	6.32	5.00	0.00	0.23	1.09	-25.3%	-24.0%		-64.1%	-12.1%	79.1%	0.0%	3.6%	17.2%
山西	6.23	3.77	0.31	0.66	1.50	-14.6%	-19.8%	47.6%	-19.5%	-3.8%	60.5%	5.0%	10.6%	24.1%
财达	5.98	5.62	0.03	0.06	0.27	-20.7%	-21.0%	-40.0%	-53.8%	3.8%	94.0%	0.5%	1.0%	4.5%
国联	5.50	4.26	0.82	0.42	0.00	-9.8%	-13.6%	74.5%	-38.2%		77.5%	14.9%	7.6%	0.0%
华林	5.38	5.06	0.16	0.16	0.00	-10.4%	-10.4%	33.3%	-33.3%		94.1%	3.0%	3.0%	0.0%
南京	4.83	3.93	0.03	0.47	0.39	-32.2%	-21.7%	-25.0%	-2.1%	-75.2%	81.4%	0.6%	9.7%	8.1%
太平洋	3.86	3.04	0.47	0.36	0.00	-24.4%	-17.2%	-48.9%	-30.8%		78.8%	12.2%	9.3%	0.0%
一创	3.85	2.84	0.74	0.19	0.08	-19.1%	-21.3%	0.0%	-32.1%	-33.3%	73.8%	19.2%	4.9%	2.1%
首创	2.22	1.30	0.65	0.12	0.15	-2.6%	-15.6%	62.5%	-40.0%	7.1%	58.6%	29.3%	5.4%	6.8%
红塔	2.06	1.71	0.01	0.02	0.31	-22.0%	-25.0%	-25.0%	-4.3%	-3.1%	83.0%	0.6%	1.1%	15.0%
合计	1137.79	721.6	182.1	121.2	119.4	-18.4%	-18.8%	-10.4%	-22.4%	-5.5%	63.1%	15.9%	10.6%	10.4%

资料来源：Wind、中原证券

2.3. 投行业务遭遇短期瓶颈

2.3.1. 22/23Q1 股权融资规模出现下滑

根据 Wind 的统计，2022 年共完成 428 家 IPO，首发募资规模为 5881 亿元，同比分别 -18.32%、+8.37%，增速出现明显回落但总额创历史新高；2022 年 IPO 单家融资规模为 13.74 亿元，同比+32.63%；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。

2023 年一季度共完成 68 家 IPO，募资规模为 651 亿元，同比分别-20.93%、-63.82%，出现较大幅度下滑；再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 2904 亿元，同比+21.04%。2023Q1 行业股权融资规模为 3555 亿元，同比-15.32%，出现进一步下滑，且降

幅有所扩大。

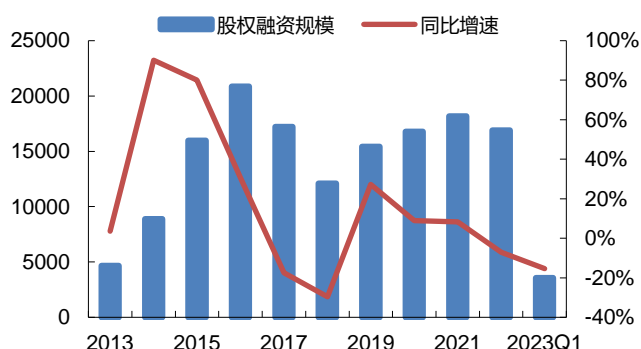
近年来监管层在不同场合表示将充分考虑投融资的动态平衡，科学保持新股发行节奏与二级市场承受能力相适应，2022 年行业股权融资规模在连增三年后出现回落，权益类二级市场持续弱势是主因。2023Q1 权益二级市场虽有修复但整体仍偏弱运行，IPO 节奏难以提速；此外，同比基数高也是 23Q1 行业股权融资规模出现较大幅度下滑的原因之一。

2.3.2. 22/23Q1 债权融资规模小幅波动

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。2023 年一季度行业各类债券承销金额为 2.66 万亿元(按发行日)，同比+8.61%。

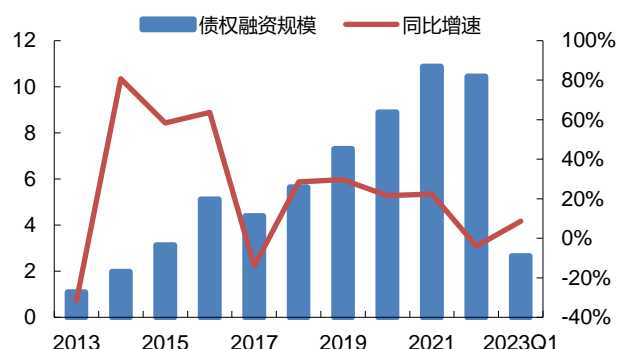
投行业务总量方面，22 年行业股权、债权融资规模同步出现下滑，行业投行业务总量同比减少；23Q1 虽然债权融资规模小幅回升，但股权融资规模下滑的幅度更大，且股权融资的平均费率明显高于债权，行业投行业务总量同比仍有一定幅度的回落。整体看，受制于 22/23Q1 股、债二级市场行情，行业投行业务在连续三年增长、业务收入创历史新高后遭遇短期瓶颈。

图 19：股权融资规模（亿元）持续小幅回落



资料来源：Wind、中原证券

图 20：债券融资规模（万亿元，按发行日）小幅波动



资料来源：Wind、中原证券

2.3.3. 上市券商投行业务收入普遍下滑

2022 年 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 582.48 亿元，同比-7.35%。广发证券(40.88%)、方正证券(21.41%)、东吴证券(16.67%)、财达证券(14.13%)、首创证券(10.48%)排名投行业务手续费净收入增速前 5 位。共 14 家公司同比实现正增长，共 17 家公司同比增速优于上市券商平均值。2022 年头部券商在投行业务领域的表现明显优于中小券商。

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，而其他代表性头部券商则出现不同程度的下滑。需要指出的是，头部券商投行业务的下滑属于阶段性周期下滑，随着时间的推移以及项目的陆续落地，23 年全年头部券商投行业务的下滑幅度将逐步收敛，甚至转正；部分中小券商则由于一季度项目集中落地，投行业务收入出现较大幅度波动，

但不具备持续性。

表 9：22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商投行业务手续费净收入（亿元，按 22 年总额排序）及同比变动

上市券商	2022	同比	2023Q1	同比	上市券商	2022	同比	2023Q1	同比
中信证券	86.54	6.11%	19.80	8.32%	方正证券	5.33	21.41%	0.57	-60.69%
中金公司	70.06	-0.43%	6.01	-60.38%	长城证券	4.99	-13.22%	0.56	-72.82%
中信建投	59.27	5.26%	10.99	-30.75%	国联证券	4.77	-6.29%	0.89	-45.40%
国泰君安	43.11	6.13%	6.59	-34.03%	财通证券	4.52	-29.92%	1.53	101.32%
海通证券	41.79	-15.15%	9.06	-49.07%	山西证券	4.18	-35.29%	0.76	-18.28%
华泰证券	40.24	-7.37%	7.79	-14.77%	西部证券	3.49	-23.80%	0.28	-36.36%
申万宏源	18.80	4.91%	2.90	-26.58%	财达证券	3.15	14.13%	0.66	15.79%
国信证券	18.16	-8.24%	2.89	42.36%	第一创业	2.78	-9.15%	0.46	-40.26%
东方证券	17.33	1.64%	2.77	-26.33%	中原证券	2.68	-57.86%	0.19	-82.08%
国金证券	17.02	-5.97%	3.98	14.04%	华西证券	2.18	-52.30%	0.31	-22.50%
招商证券	13.93	-45.20%	1.55	-65.48%	南京证券	2.00	-42.20%	0.36	-20.00%
光大证券	12.82	-27.77%	1.92	-39.43%	国海证券	1.98	-44.38%	0.49	11.36%
东兴证券	11.52	6.27%	0.88	-78.85%	信达证券	1.86	-60.51%	0.26	-39.53%
东吴证券	11.27	16.67%	3.01	40.00%	西南证券	1.80	-32.58%	0.35	-36.36%
中泰证券	10.18	-20.53%	4.24	168.35%	华林证券	1.71	-19.34%	0.11	-79.25%
兴业证券	9.55	-23.11%	3.69	13.89%	东北证券	1.70	-54.91%	0.78	420.00%
天风证券	8.98	4.30%	2.64	10.92%	华安证券	1.58	-21.00%	0.23	109.09%
长江证券	8.44	7.11%	0.29	-34.09%	首创证券	1.16	10.48%	0.29	61.11%
浙商证券	7.79	-28.07%	2.32	88.62%	太平洋	1.16	-36.96%	0.39	387.50%
国元证券	7.77	-18.21%	0.65	-51.13%	中银证券	1.13	-54.25%	0.14	-50.00%
中国银河	6.83	10.34%	0.57	-53.28%	红塔证券	0.83	-9.78%	0.04	100.00%
广发证券	6.10	40.88%	1.01	-32.67%					

资料来源：Wind、中原证券

2.3.4. 投行业务的头部效应愈发显著

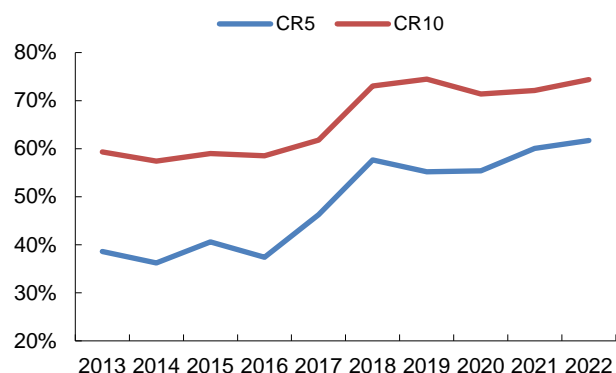
2022 年投行业务手续费净收入排名前 6 位的券商分别为中信证券（86.54 亿）、中金公司（70.06 亿）、中信建投（59.27 亿）、国泰君安（43.11 亿）、海通证券（41.79 亿）、华泰证券（40.24 亿）。其中，1-3 位与 4-6 位存在断档，4-6 位与 7-10 位同样存在断档。头部券商，特别是龙头券商投行业务的优势十分明显，并已在行业内形成马太效应。

股权融资业务方面，根据 Wind 的统计，2022 年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；其中，中信证券股权承销规模的优势尤为显著。

债权融资业务方面，根据 Wind 的统计，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；其中，中信证券、中信建投各类债券

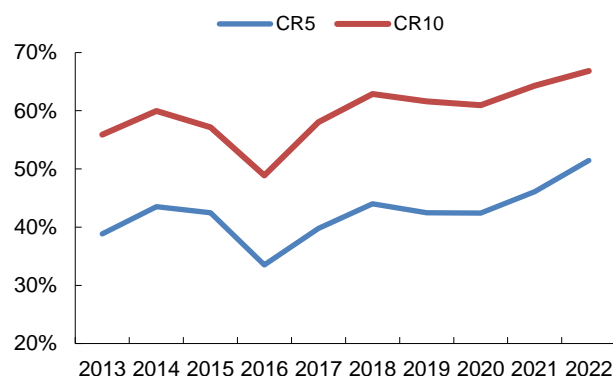
承销规模的优势更为显著。

图 21：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

图 22：各类债券承销金额集中度再创历史新高



资料来源：Wind、中原证券

表 10：2022 年 43 家单一证券业务上市券商股权、债权融资承销规模（亿元，按股权份额排序）及市场份额

上市券商	股权融资				债权融资	
	份额（合计）	合计	IPO	份额（IPO）	再融资	份额
中信证券	22.70%	3695.28	1259.58	24.12%	2435.70	14.59%
中金公司	12.46%	2027.90	528.63	10.12%	1499.27	8.69%
中信建投	11.04%	1797.85	556.90	10.66%	1240.95	11.50%
华泰证券	9.54%	1553.69	309.27	5.92%	1244.42	9.05%
国泰君安	5.97%	971.50	313.70	6.01%	657.80	7.62%
海通证券	3.26%	530.78	352.35	6.75%	178.43	3.09%
招商证券	2.66%	433.86	101.32	1.94%	332.54	2.63%
申万宏源	2.35%	382.60	123.40	2.36%	259.20	2.60%
国信证券	1.75%	285.08	139.65	2.67%	145.43	2.03%
东方证券	1.46%	238.23	74.85	1.43%	163.38	3.17%
国金证券	1.42%	231.49	92.81	1.78%	138.68	0.78%
光大证券	1.29%	210.69	102.03	1.95%	108.66	3.35%
广发证券	1.22%	198.66	30.34	0.58%	168.32	1.46%
兴业证券	1.22%	198.30	46.73	0.89%	151.57	1.33%
国元证券	1.19%	193.35	57.48	1.10%	135.87	0.20%
中泰证券	1.11%	180.00	37.93	0.73%	142.07	2.02%
东兴证券	1.04%	169.83	117.55	2.25%	52.28	0.39%
长江证券	0.99%	160.74	80.99	1.55%	79.75	0.24%
中国银河	0.73%	119.21	36.40	0.70%	82.81	2.41%
东吴证券	0.65%	105.56	58.33	1.12%	47.23	1.17%
第一创业	0.55%	89.90	5.38	0.10%	84.52	0.10%
华安证券	0.49%	79.22	5.29	0.10%	73.93	0.18%
天风证券	0.49%	79.08	2.25	0.04%	76.83	0.97%
浙商证券	0.47%	76.85	31.96	0.61%	44.89	0.79%
国联证券	0.41%	66.97	24.00	0.46%	42.97	0.34%
方正证券	0.39%	63.94	39.13	0.75%	24.81	0.33%
山西证券	0.38%	62.40	4.39	0.08%	58.01	0.32%

华林证券	0.31%	50.91	38.71	0.74%	12.20	0.13%	139.10
中原证券	0.30%	48.77	24.25	0.46%	24.52	0.04%	43.18
财通证券	0.25%	39.96	8.68	0.17%	31.28	0.65%	675.67
长城证券	0.23%	38.15	18.29	0.35%	19.86	0.42%	435.08
红塔证券	0.20%	31.95	1.75	0.03%	30.20	0.04%	37.00
西部证券	0.19%	30.67	18.38	0.35%	12.29	0.23%	242.30
中银证券	0.15%	24.38	6.46	0.12%	17.92	2.13%	2226.66
东北证券	0.14%	22.02	2.26	0.04%	19.76	0.02%	17.23
华西证券	0.13%	21.00	3.79	0.07%	17.21	0.64%	671.54
国海证券	0.11%	18.22	5.84	0.11%	12.38	0.10%	108.68
太平洋	0.11%	17.40	14.78	0.28%	2.62	0.08%	85.95
南京证券	0.06%	10.56	10.56	0.20%	0.00	0.12%	129.28
西南证券	0.04%	6.80	1.08	0.02%	5.72	0.14%	146.01
首创证券	0.02%	2.60	2.60	0.05%	0.00	0.30%	317.31
信达证券	0.01%	1.54	0.00	0.00%	1.54	0.33%	350.21
财达证券	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.61%	639.25

资料来源：Wind、中原证券

注：再融资=增发+配股+优先股+可转债+可交债

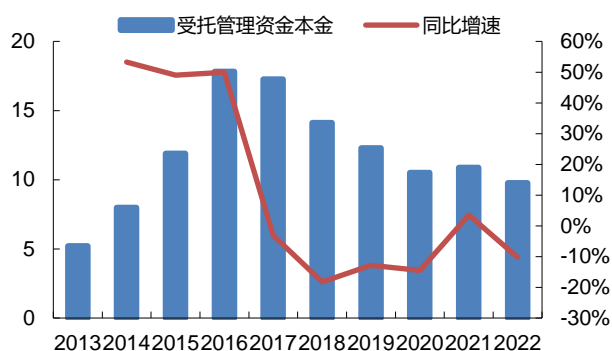
2.4. 市场波动对资管业务产生一定的扰动

2.4.1. 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。2018 年 4 月，具有里程碑意义的资管新规出台，在打破刚性兑付、解决期限错配、去除资金池运作和解决多层嵌套四大监管原则的影响下，2017 年以来行业受托管理客户资产规模出现了持续且显著的下降。随着资管新规过渡期于 2021 年底结束，其对资管业务的影响逐步趋于收敛，行业资管规模也短暂企稳。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。

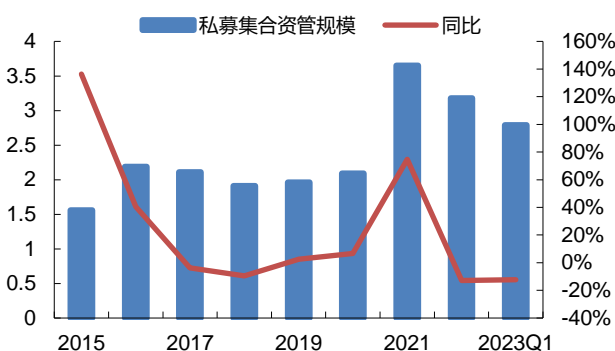
虽然 23Q1 股、债二级市场企稳回暖，但整体尚在低位震荡，市场赚钱效应不足，行业资管业务短期仍有压力。根据中国证券投资基金业协会的统计，23Q1 券商私募资管规模为 58543 亿元，较 2022 年底 -6.84%。其中，集合、单一资管规模分别为 27876 亿元、30667 亿元，较 2022 年底分别 -12.33%、-1.23%，与主动管理关联度较高的私募集合资管规模降幅依然偏大。

图 23：22 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 24：23Q1 私募集合资管规模（万亿）降幅依然偏大



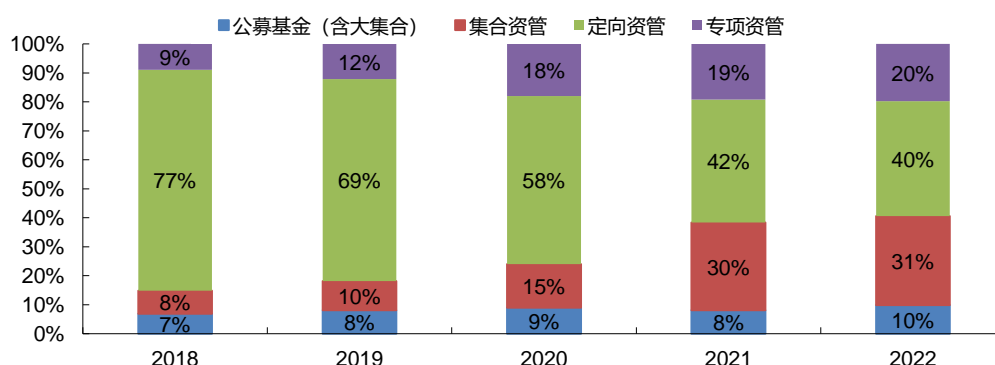
资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

2.4.2. 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。

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”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。

图 25：2018-2022 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

2.4.3. 上市券商资管业务收入小幅回落，基金管理业务收入占比被动走高

券商资管业务方面，2022 年 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

464.20 亿元，同比-8.01%。西部证券（223.41%）、首创证券（69.42%）、东北证券（65.40%）、信达证券（63.42%）、华西证券（59.23%）排名资管业务手续费净收入增速前 5 位。共 22 家公司同比实现正增长，共 29 家公司同比增速优于上市券商平均值。整体看，2022 年资管业务出现较为明显的分化，中小券商在资管业务领域的表现优于头部券商，实现正增长的公司全部为中小券商；头部券商资管业务规模领先，但受市场波动的影响也相对更大。

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。

基金管理业务方面，截至目前大多数上市券商至少控股或者参股 1 家基金公司，共 10 家上市券商一参一控 2 家基金公司，分别为广发证券、招商证券、申万宏源、华泰证券、海通证券、东方证券、第一创业、兴业证券、东北证券、长城证券。2022 年 43 家单一证券业务上市券商披露的基金管理业务净收入合计为 317.84 亿元，同比-3.18%；基金管理业务净收入占总营收比均值为 6.48%，同比+1.36 个百分点。虽然 2022 年公募基金发行受阻、赎回增多，但上市券商基金管理业务净收入下滑的幅度较小，且占总收入的比重被动提高，对上市券商的整体经营业绩起到了正面促进作用。其中，基金管理业务净收入占总营收比较高的分别为第一创业（32.49%）、广发证券（32.44%）、信达证券（30.50%）、兴业证券（27.32%）、国海证券（20.37%）。整体看，部分公募基金业务开展较早、业务开展情况较好，或者参股头部基金公司的中小券商受益明显；部分头部券商基金管理业务的收入贡献同样明显，是其综合金融服务体系中的重要组成部分。

表 11：22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商资管业务、基金管理业务净收入（亿元，按资管业务净收入排序）概况

上市券商	券商资管业务				基金管理业务			
	22 年净收入	同比	23Q1 净收入	同比	22 年净收入	同比	占总营收比	同比
中信证券	109.40	-6.51%	24.98	-10.03%	78.39	-3.19%	12.04%	+1.46pct
广发证券	89.39	-10.12%	20.87	-10.82%	81.53	-8.57%	32.44%	+6.41pct
华泰证券	37.69	-0.08%	10.04	2.54%	9.54	\	2.98%	+2.98pct
东方证券	26.45	-26.96%	5.87	-22.50%	7.42	-35.83%	3.96%	-0.78pct
海通证券	22.53	-38.49%	4.72	-12.68%	18.94	-13.41%	7.30%	+2.24pct
国泰君安	16.48	-8.00%	10.59	242.43%	9.21	549.31%	2.60%	+2.27pct
光大证券	15.06	-5.59%	2.19	-33.02%	4.54	-13.10%	4.21%	+1.08pct
财通证券	14.60	5.42%	3.13	-10.69%	\	\	\	\
中金公司	13.65	-10.94%	3.26	-6.44%	15.49	2.52%	5.01%	+0.92pct
申万宏源	12.52	-9.30%	2.69	-23.55%	5.97	16.80%	2.90%	+1.41pct
第一创业	10.29	11.79%	2.30	-6.90%	8.48	10.88%	32.49%	+8.98pct
天风证券	9.96	0.64%	1.94	105.96%	0.13	-19.48%	0.77%	+0.40pct
中信建投	9.82	-1.88%	1.58	-4.59%	4.91	24.75%	1.78%	+0.46pct
招商证券	8.29	-20.20%	1.80	-13.35%	0.64	-6.59%	0.33%	+0.10pct
中银证券	7.44	-5.37%	1.49	-23.58%	3.92	3.67%	13.24%	+1.90pct
首创证券	6.60	69.42%	0.80	-44.01%	0.05	58.20%	0.28%	+0.15pct
中泰证券	5.52	-1.09%	3.07	112.93%	0.16	34.75%	0.17%	+0.08pct
华安证券	4.84	12.22%	0.92	-14.51%	0.53	27.47%	1.66%	+0.48pct

中国银河	4.41	-14.75%	1.02	-16.39%	\	\	\	\
浙商证券	4.35	10.30%	0.69	-41.54%	\	\	\	\
东北证券	3.40	65.40%	0.51	-59.05%	6.65	-4.20%	13.09%	+3.81pct
国信证券	3.21	32.33%	0.97	37.87%	0.36	-86.58%	0.23%	-0.91pct
信达证券	2.60	63.42%	0.92	82.26%	10.48	30.77%	30.50%	+9.42pct
方正证券	2.35	-8.78%	0.45	-45.30%	2.85	45.00%	3.66%	+1.38pct
长江证券	2.26	-13.39%	0.37	-29.31%	1.07	23.75%	1.68%	+0.68pct
东兴证券	2.05	57.72%	0.43	33.12%	1.30	404.38%	3.78%	+3.30pct
山西证券	2.05	29.21%	0.54	24.96%	0.77	8.60%	1.85%	+0.08pct
东吴证券	2.01	43.69%	0.26	-7.01%	1.14	-4.41%	1.09%	-0.20pct
国联证券	1.94	37.91%	0.32	-8.58%	\	\	\	\
国海证券	1.89	-17.61%	0.39	-15.96%	7.37	-1.47%	20.37%	+5.91pct
华西证券	1.70	59.23%	0.19	2.95%	0.08	\	0.24%	+0.24pct
兴业证券	1.61	-33.60%	0.33	-7.56%	29.12	-38.21%	27.32%	+2.48pct
太平洋	1.47	25.80%	0.18	30.08%	\	\	\	\
国金证券	1.39	20.90%	0.24	-23.97%	1.93	\	3.37%	+3.37pct
国元证券	0.94	-11.18%	0.21	-6.62%	0.03	-65.90%	0.05%	-0.08pct
长城证券	0.93	-33.43%	0.20	-14.96%	0.11	9.80%	0.34%	+0.22pct
西部证券	0.74	223.41%	0.15	55.45%	4.10	18.26%	7.73%	+2.59pct
财达证券	0.53	24.13%	0.14	37.47%	0.01	-13.09%	0.04%	+0.01pct
中原证券	0.47	25.55%	0.13	55.10%	0.12	-0.41%	0.63%	+0.36pct
红塔证券	0.45	-60.51%	0.11	-18.89%	0.22	\	2.61%	+2.61pct
华林证券	0.39	32.81%	0.14	85.23%	\	\	\	\
南京证券	0.29	16.93%	0.05	6.16%	0.26	\	1.27%	+1.27pct
西南证券	0.24	4.70%	0.03	-30.83%	0.05	48.59%	0.26%	+0.16pct
合计	464.20	-8.01%	111.20	-2.39%	317.84	-3.18%	6.48%	+1.36pct

资料来源：Wind、中原证券

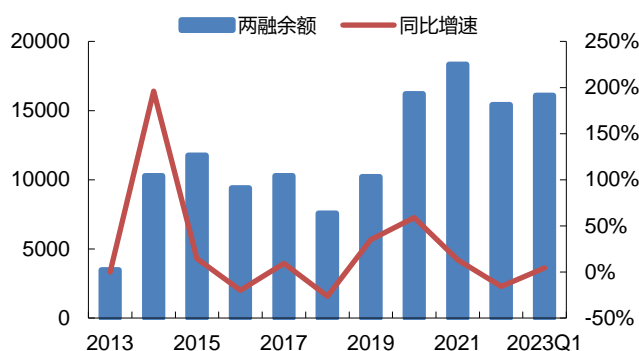
2.5. 信用业务规模回落导致利息净收入下滑

2.5.1. 两融余额 22 年下降幅度较大，23Q1 有所企稳

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。

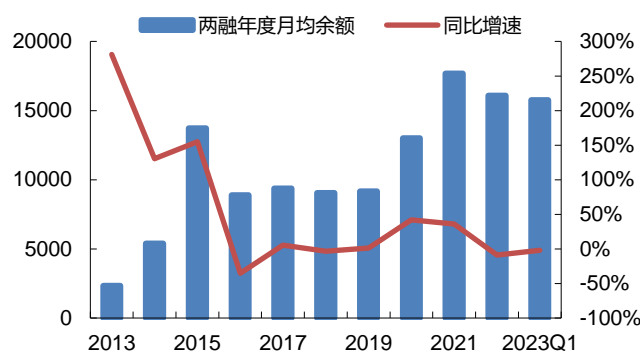
2023 年一季度权益二级市场企稳回暖，两融余额也同步企稳回升。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 3 月底全市场两融余额为 16067 亿元，较 2022 年底+4.30%，但同比-3.95%；23Q1 两融月均余额为 15747 亿元，较 2022 年两融月均余额仍有 2.06% 的小幅下滑。

图 26: 22 年两融余额 (亿元) 降幅较大



资料来源: Wind、中原证券

图 27: 22/23Q1 两融年度月均余额 (亿元) 持续回落



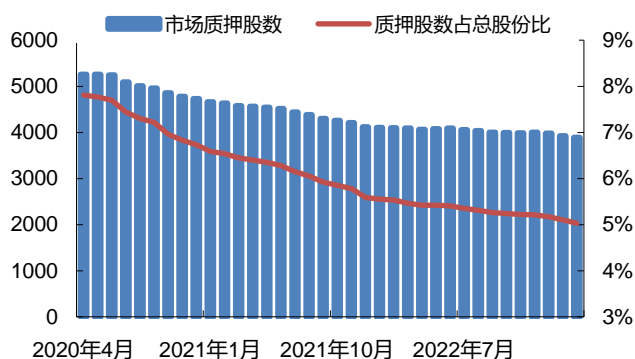
资料来源: Wind、中原证券

2.5.2. 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, 22/23Q1 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%。

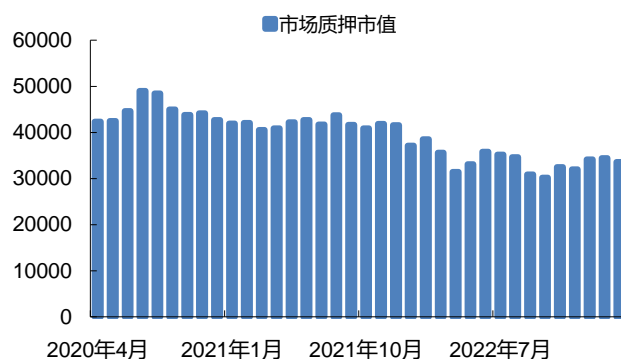
截至 2023 年 3 月底, 市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3886.03 亿股、5.03%、33591 亿元, 同比分别-4.64%、-0.42 个百分点、-6.51%, 23Q1 全市场股票质押规模仍有小幅下降。

图 28: 22/23Q1 质押股数 (亿股) 占比延续下降趋势



资料来源: Wind、中原证券

图 29: 22/23Q1 全市场质押市值同比连续下滑



资料来源: Wind、中原证券

2.5.3. 上市券商信用业务规模普遍回落拖累利息净收入

两融业务方面, 2022 年 43 家单一证券业务上市券商融出资金规模合计为 12440 亿元, 同比-15.21%; 头部券商的客户资源和资本实力优势明显, 单家公司规模领先行业。共 24 家券商融出资金规模同比增速优于上市券商平均值, 但仅方正证券 (2.39%) 1 家券商同比实现增长。2023 年一季度上市券商融出资金规模 13039 亿元, 同比-3.2%。23Q1 上市券商融出资金规模在保持回落的同时, 分化有所加剧, 其中有 14 家券商同比实现增长, 增速靠前的分别为天风证券 (14.39%)、国金证券 (11.50%)、方正证券 (7.60%)、红塔证券 (6.02%)、长城

证券 (5.50%)。

2022 年上市券商共实现融出资金利息收入 883.85 亿元，同比-11.09%。共 4 家券商融出资金利息收入同比实现增长，分别为华林证券(5.31%)、国金证券(2.53%)、浙商证券(2.38%)、财达证券 (0.23%)；共 29 家公司同比增速优于上市券商平均值。

股票质押业务方面,2022 年 43 家单一证券业务上市券商股票质押规模合计为 2345 亿元，同比-6.89%。与两融业务和行业地位、资本实力高度正相关不同，部分头部券商的股票质押规模相对偏小，例如华泰证券 (77.05 亿)、申万宏源 (57.46 亿)、国信证券 (57.22 亿)、中金公司 (53.96 亿)、中信建投 (52.99 亿)。其中，共 13 家券商股票质押规模同比实现增长，共 24 家券商同比增速低于上市券商平均值，个别券商股票质押规模压降的幅度十分显著，如华林证券 (-100%)、天风证券 (-91.18%)。

2022 年上市券商共实现股票质押利息收入 121.75 亿元，同比-18.03%。共 12 家券商股票质押利息收入同比实现增长，个别波动幅度较大的券商主要由于股票质押利息收入的绝对额较低。整体看，2022 年股票质押业务利息收入头部券商之间、中小券商之间的分化均较大，与两融业务利息收入相对平滑存在明显差异。

2022 年 43 家单一证券业务上市券商合计实现利息净收入 579.40 亿元，同比-4.40%，小于两融利息收入、股票质押利息收入降幅，主因是为对冲 2022 年权益类自营业务的压力，上市券商普遍加大了固定收益类自营配置规模，持有期的利息收入同比增长，因此信用业务规模的下降对利息净收入的拖累效应明显。2022 年债券持有期利息收入的增加抬高了 23Q1 利息净收入的同比基数，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%，降幅明显大于上市券商融出资金规模的平均降幅。

表 12：22/23Q1 43 家单一证券业务上市券商信用业务利息收入、信用业务规模（亿元，按两融利息收入排序）及同比变动

上市券商	2022 年信用业务利息收入				融出资金规模				股票质押规模	
	两融	同比	质押	同比	2022	同比	2023Q1	同比	2022	同比
中信证券	87.98	-14.01%	11.96	-9.08%	1069.76	-17.15%	1119.31	-1.96%	293.96	33.42%
华泰证券	78.30	-13.76%	2.80	-15.38%	1006.48	-13.93%	1057.52	-2.01%	77.05	20.74%
国泰君安	63.87	-12.69%	17.67	-2.56%	871.16	-20.29%	921.29	-8.22%	239.12	-2.81%
中国银河	58.79	-10.11%	9.93	-17.15%	843.29	-14.12%	869.19	-4.59%	185.02	-2.55%
招商证券	55.71	-10.62%	7.26	-36.39%	815.41	-17.37%	850.58	-4.55%	142.55	-1.17%
广发证券	54.56	-10.17%	6.58	-12.59%	828.23	-14.82%	861.31	-2.70%	96.78	-25.18%
海通证券	46.44	-12.80%	16.64	-6.99%	678.44	-9.81%	697.06	-1.94%	275.49	-13.19%
申万宏源	45.31	-18.19%	1.18	-77.66%	613.00	-19.66%	630.59	-11.73%	57.46	-32.16%
国信证券	38.99	-9.84%	1.89	-65.87%	526.72	-15.01%	525.54	-9.49%	57.22	7.48%
中信建投	38.23	-7.06%	3.84	-7.59%	528.71	-8.54%	565.77	4.62%	52.99	21.79%
中金公司	26.72	-6.47%	3.55	-34.43%	316.26	-19.89%	355.59	-1.73%	53.96	-31.42%
光大证券	25.12	-20.72%	1.43	-36.73%	368.14	-24.01%	379.97	-13.65%	10.66	-39.45%
中泰证券	22.29	-5.24%	4.47	1.68%	309.63	0%	315.62	-6.98%	82.44	5.21%
兴业证券	19.41	-10.33%	1.46	-16.98%	286.47	-16.86%	303.53	-3.62%	19.16	-27.54%
长江证券	19.10	-8.61%	2.56	-6.92%	277.22	-17.93%	300.05	0.28%	20.54	-37.30%

方正证券	18.25	-0.50%	0.00	-100.00%	274.10	2.39%	290.91	7.60%	9.05	-17.20%
东方证券	12.37	-13.86%	0.91	-46.36%	194.99	-19.91%	210.88	-3.38%	99.65	-21.23%
长城证券	11.93	-10.54%	0.02	100.00%	219.67	-6.98%	227.77	5.50%	0.15	-46.00%
国金证券	11.71	2.53%	4.30	24.21%	191.35	-8.70%	215.63	11.50%	83.92	11.88%
浙商证券	11.59	2.38%	1.89	-4.20%	175.57	-9.47%	191.80	3.51%	38.73	44.26%
东兴证券	11.37	-7.72%	1.55	132.08%	169.87	-11.57%	165.92	-15.44%	18.01	-6.63%
东吴证券	11.23	-11.38%	0.79	-72.33%	169.41	-16.20%	181.24	-2.24%	22.46	-26.71%
财通证券	11.07	-16.15%	1.21	-11.30%	158.85	-20.45%	171.09	-7.16%	27.41	54.07%
国元证券	10.76	-8.22%	1.80	-34.08%	160.49	-14.41%	166.85	-8.50%	38.02	-24.76%
华西证券	10.58	-4.89%	3.13	62.98%	164.02	-8.56%	174.48	0.57%	48.95	12.22%
东北证券	8.04	-13.08%	1.06	-15.12%	118.39	-12.30%	128.92	0.56%	14.15	-52.46%
西南证券	7.79	-9.79%	0.57	-20.58%	114.75	-19.60%	115.91	-12.19%	10.99	-1.19%
中银证券	6.52	-14.62%	0.24	-63.98%	105.34	-11.47%	113.60	-0.60%	3.60	-29.76%
信达证券	5.91	-13.14%	0.81	58.53%	95.15	-16.02%	100.95	\	2.81	-46.91%
国联证券	5.79	-4.85%	1.31	14.03%	88.16	-18.31%	100.50	1.33%	21.72	-14.03%
华安证券	5.78	-7.49%	0.82	-59.48%	91.33	-10.99%	96.30	1.04%	13.44	-42.64%
国海证券	5.22	-10.53%	1.15	78.37%	70.68	-20.18%	75.31	-3.76%	33.29	-2.66%
西部证券	5.11	-2.82%	0.10	2290.24%	74.90	-11.67%	76.03	-4.18%	18.53	12.22%
中原证券	4.96	-8.25%	0.76	7.53%	70.17	-13.88%	71.85	-3.02%	14.63	5.77%
南京证券	4.93	-9.91%	0.50	-34.11%	73.13	-8.03%	76.38	2.05%	6.23	-40.71%
山西证券	4.69	-11.49%	0.70	29.11%	64.15	-16.36%	66.05	-8.33%	14.32	35.48%
财达证券	4.24	0.23%	0.95	-10.15%	59.11	-13.92%	57.91	-11.78%	16.91	-24.44%
第一创业	3.95	-4.63%	0.35	384.38%	61.17	-18.24%	63.32	-7.82%	3.00	-43.28%
天风证券	2.80	-10.14%	0.12	-85.91%	42.87	-13.16%	48.97	14.39%	0.40	-91.18%
华林证券	2.56	5.31%	0.02	-50.00%	41.59	-5.85%	43.28	2.33%	0.00	-100.00%
首创证券	1.54	-9.03%	0.82	-15.49%	21.13	-19.59%	22.46	-6.29%	4.34	-42.40%
太平洋	1.50	-17.29%	0.02	-30.77%	17.83	-23.18%	18.06	-17.71%	7.50	1.35%
红塔证券	0.82	-4.45%	2.63	-23.19%	12.90	-9.40%	14.14	6.02%	38.30	-22.81%
合计	883.85	-11.09%	121.75	-18.03%	12439.99	-15.21%	13039.40	-3.02%	2345.39	-6.89%

资料来源：Wind、中原证券

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 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%，归母净利增长 85.45%，增幅较为显著。但由于 23Q1 上市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。

具体各分业务全年展望：

自营：权益类自营业务的开展难度依然偏大，中性场景下自营业务收入占比将向近年来的均值回归，但上市券商间的分化将有所加剧。

经纪：日均成交量有望保持相对稳定，代销金融产品业务难有起色，中性场景下经纪业务手续费净收入仍有小幅回落。

投行：虽然全面注册制落地但权益二级市场行情制约股权融资规模，投行业务总量将保持相对稳定，中性场景下投行业务手续费净收入降幅将向持平靠拢。

资管：权益二级市场行情制约主动管理规模扩增，固收产品发行仍有保障，中性场景下资管业务手续费净收入持平。

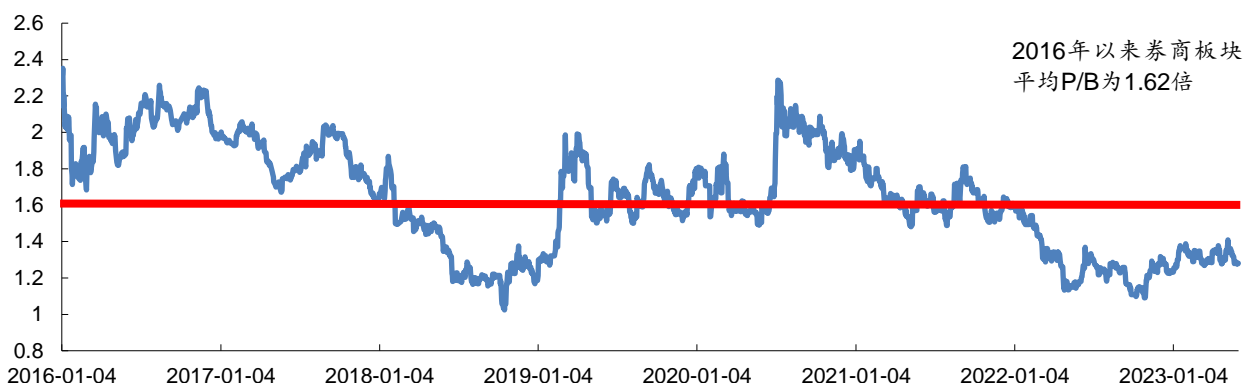
利息：两融、股票质押规模降幅趋稳，但考虑到同比基数问题，中性场景下预计利息净收入小降。

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。预计证券行业全年业绩升幅在 20% 以内，较一季度增速明显收窄。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。

3.2. 券商板块估值仍处于 2016 年以来的相对低位

券商板块 2022 年四季度以来，出现一定的估值修复。板块平均 P/B 由 2022 年四季度最低的 1.08 倍，最高修复至 2023 年 5 月的 1.41 倍，随后再度回落至 1.30 倍以下，较最低值修复 20% 左右，但仍与 2016 年以来的平均 P/B 存在明显空间。

图 30：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

3.3. 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，空间上有望尝试挑战 2016 年以来的平均估值水平。但由于行业整体经营业绩是相对弱修复，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，在权益二级市场及券商板块摆脱下跌趋势，进入反弹及区间震荡周期后，券商板块结构性行情的范围有望扩大、力度有望增强。

3.4. 券商板块的关注主线

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。2023 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：从 23Q1 上市券商业绩的归因分析中可以看出，自营业务的显著扭亏是业绩快速回暖的核心因素。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。

主线三：2023 年以来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，目前超过半数的公司 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，在 2023 年券商板块有望对整体估值进行修复，并有望挑战 2016 年以来平均 P/B 的预期下，低估值个股的反弹空间更大，并兼具进攻与防守。

4. 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. 全面深化资本市场改革的力度和进度不及预期；
4. 超预期事件导致对证券行业整体经营业绩的预期结果产生明显偏差。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 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者其他决定的唯一信赖依据。