

标配（维持）

自营业务有望延续强势，其他业务静待修复

证券行业 2023 年下半年投资策略

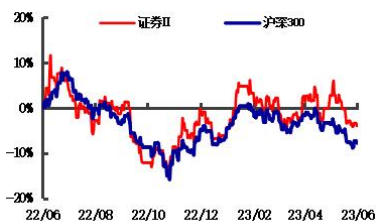
2023 年 6 月 7 日

分析师：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340521070001
电话：0769-22117626
邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

投资要点：

- **1-5月证券行业跑赢沪深300指数。**2023年1-5月，证券行业上涨2.08%，跑赢同期沪深300指数0.19个百分点，证券行业有84%的个股录得正收益，有16%的个股录得负收益。
- **经纪业务：本年日均成交额上升，利好经纪手续费收入。**2023年1-5月，日均成交额为9392.59亿元，较2022年全年日均成交额上升1.47%，成交额放大利好经纪业务。展望下半年，若交易情绪回升，全年日均成交额有望突破万亿元，有望带动经纪业务收入继续维持千亿规模。
- **自营业务：行情回暖，本年投资收益有望延续一季度增长趋势。**2023年1-5月，市场行情小幅回暖，上证指数上涨3.73%，带动证券自营业务Q1实现投资收益及公允价值变动合计547.47亿元，同比扭亏为盈。展望下半年，美国加息进程接近尾声，市场情绪较上年明显改善，主要股指有望继续延续一季度的上升趋势，自营业务收入有望延续强势。
- **投资建议：**截至2023年6月6日，当前证券Ⅱ（申万）PB估值为1.29，位于历史分位的7.42%，低于三年中位数的1.69，行业估值处于较低水平，具有一定的上升空间。2023年1-5月，市场行情小幅回暖，上证指数上涨3.73%，证券行业自营业务投资收益实现强势增长，带动证券行业营收和归母净利润分别同比+37.19%和+84.95%。展望下半年，在宽松的货币环境和美联储加息接近尾声的预期下，市场行情有望持续回暖，从而刺激股基成交额、证券发行规模、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，证券行业整体趋势向好。继续给予行业“标配”评级，建议关注各项业务都保持行业领先的龙头券商中信证券（600030），投行业务优势突出的中金公司（601995），财富管理业务突出的广发证券（000776），互联网券商龙头东方财富（300059），投行业务及跨境业务中具备竞争优势的华泰证券（601688）。
- **风险提示：**宏观经济下行及利率波动风险；股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入下降；市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大；资本市场改革进展不及预期；公司治理机制变动风险；信用违约风险；行业监管趋严风险；行业竞争加剧风险。

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 行情走势回顾 | 4 |
| 1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数 | 4 |
| 1.2 行业内多数个股录得正收益 | 4 |
| 1.3 估值水平 | 5 |
| 2. 行业基本面回顾 | 5 |
| 2.1 一季度自营投资收益同比大增带动行业营收上升 | 5 |
| 2.2 资产规模再创新高，一季度 ROE 企稳回升 | 6 |
| 2.3 多数证券公司一季度业绩表现靓丽 | 6 |
| 3. 券商业务展望 | 8 |
| 3.1 经纪业务：本年日均成交额上升，利好经纪手续费收入 | 8 |
| 3.2 投行业务：资本市场改革进度显著加快，投行业务持续受益 | 9 |
| 3.3 资管业务：财富管理业务规模有望长期维持上升趋势 | 11 |
| 3.4 自营业务：行情回暖，本年投资收益有望延续一季度增长趋势 | 13 |
| 3.5 信用业务：两融余额同比回升 | 14 |
| 4. 资本市场改革进展快速，证券行业有望实现高质量发展 | 15 |
| 5. 投资策略 | 16 |
| 6. 风险提示 | 16 |

插图目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1：2023 年 1-5 月行业涨跌幅（%） | 4 |
| 图 2：2023 年 1-5 月个股涨幅榜（%） | 4 |
| 图 3：2023 年 1-5 月个股跌幅榜（%） | 4 |
| 图 4：SW 证券行业 PB 估值 | 5 |
| 图 5：证券行业业务收入情况（亿元） | 5 |
| 图 6：2023Q1 业务收入情况（亿元） | 5 |
| 图 7：证券行业总资产和同比 | 6 |
| 图 8：证券行业净资产和同比 | 6 |
| 图 9：证券行业 ROE | 6 |
| 图 10：证券行业杠杆倍数（倍） | 6 |
| 图 11：本年上证指数走势（%）（截至 5 月 31 日） | 8 |
| 图 12：股基成交额水平（亿元） | 8 |
| 图 13：证券行业经纪业务收入情况（亿元） | 9 |
| 图 14：市场 IPO 规模 | 9 |
| 图 15：市场再融资规模 | 9 |
| 图 16：各上市板 IPO 募资情况（亿元） | 10 |
| 图 17：各上市板 IPO 家数情况 | 10 |
| 图 18：证券公司承销债券总额情况（亿元） | 10 |
| 图 19：证券公司承销债券只数情况 | 10 |
| 图 20：证券行业投行业务收入情况（亿元） | 11 |
| 图 21：资管产品规模呈上升趋势 | 11 |
| 图 22：基金规模逐年上升 | 11 |
| 图 23：居民可支配收入逐年上升 | 12 |
| 图 24：证券行业资管业务收入情况（亿元） | 12 |
| 图 25：本年主要股指涨幅（截至 5 月 31 日） | 13 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 26：证券行业自营业务收入情况（亿元） | 13 |
| 图 27：行业两融余额情况（亿元） | 14 |
| 图 28：融资余额和融券余额情况（亿元） | 14 |
| 图 29：证券行业信用业务收入情况（亿元） | 14 |

表格目录

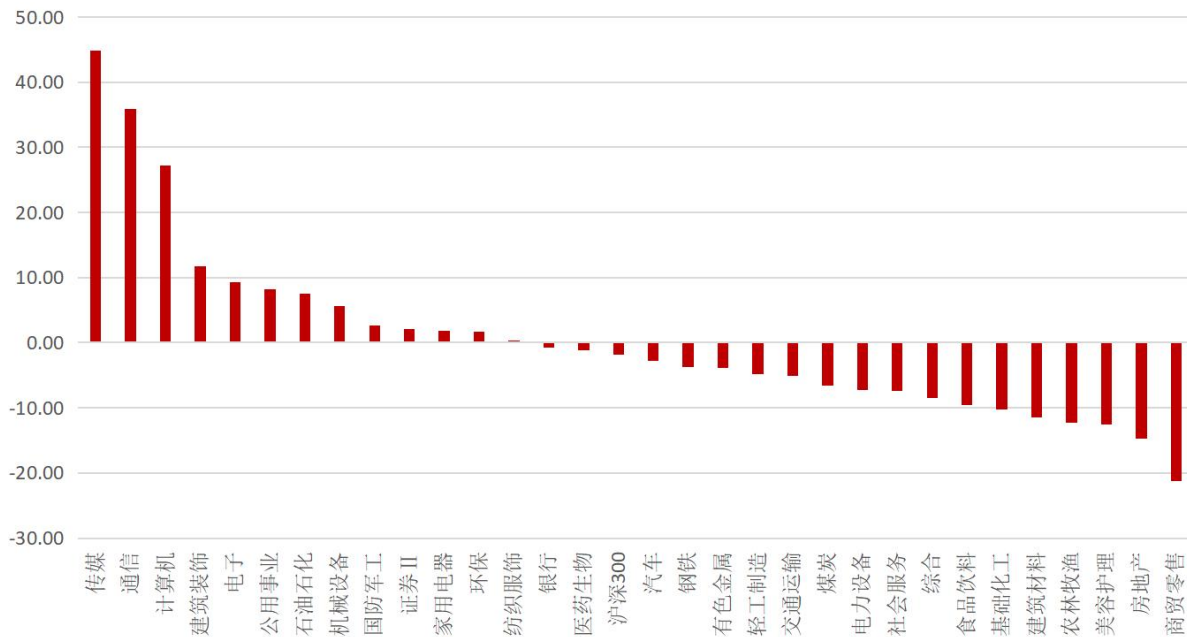
| | |
|--|----|
| 表 1：上市券商 2023Q1 业绩情况 | 7 |
| 表 2：近几年资本市场改革主要政策 | 15 |
| 表 3：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2023 年 6 月 6 日） | 16 |

1. 行情走势回顾

1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数

证券行业跑赢沪深 300 指数。2023 年 1-5 月，SW 证券 II 行业上涨 2.08%，跑赢同期沪深 300 指数 0.19 个百分点，涨幅在申万一级行业中排名第 10。

图 1：2023 年 1-5 月行业涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业内多数个股录得正收益

证券行业多数个股实现正收益。2023 年 1-5 月，SW 证券行业有 84% 的个股录得正收益，有 2% 的个股涨幅超过 50%，有 2% 的个股涨幅在 20%-50%，有 14% 的个股涨幅在 10-20%，有 66% 的个股涨幅在 0-10%，有 16% 的个股录得负收益。涨幅榜上，本年新上市的信达证券涨幅最高，上涨 76.61%，其次中国银河上涨 22.28%。跌幅榜上，仅首创证券、国联证券、东方财富有两位数下跌，跌幅分别为 17.74%、14.67%、12.96%。

图 2：2023 年 1-5 月个股涨幅榜（%）

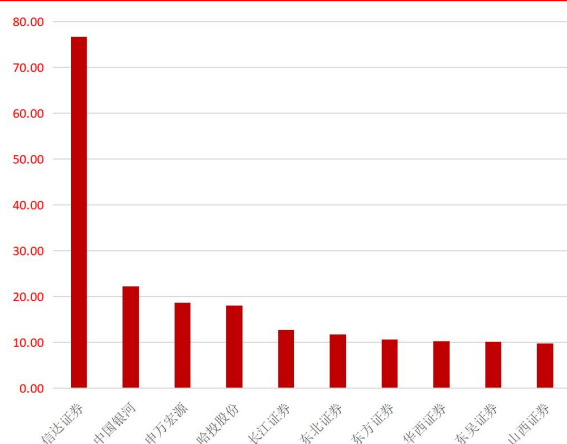
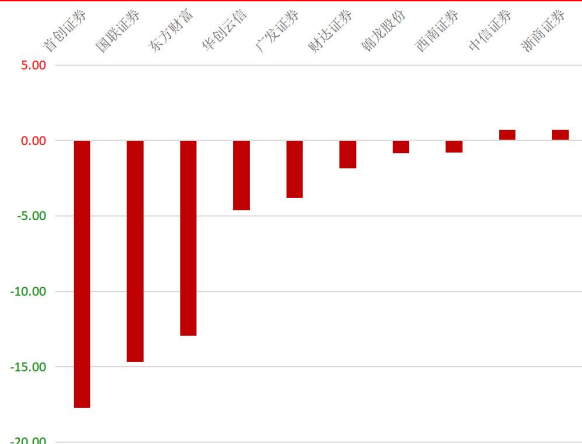


图 3：2023 年 1-5 月个股跌幅榜（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.3 估值水平

行业估值处于较低的历史分位。截至 2023 年 6 月 6 日，SW 证券行业 PB-MRQ 约 1.29 倍，与年初基本持平。目前行业估值低于行业三年估值中位数 1.69，处于 7.42% 的历史分位，行业估值较低，具有一定上升空间。

图 4：SW 证券行业 PB 估值



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 行业基本面回顾

2.1 一季度自营投资收益同比大增带动行业营收上升

自营业务有望延续强势，其他业务静待修复。2023Q1，证券行业实现营收 1377.72 亿元，同比+37.19%。证券行业实现经纪业务手续费净收入 254.49 亿元，同比-16.74%；投行业务手续费净收入 105.79 亿元，同比-24.66%；资管业务手续费净收入 111.41 亿元，同比-2.43%；自营业务净收益 547.47 亿元，同比大幅扭亏为盈；信用业务利息净收入 108.17 亿元，同比-18.61%；其他业务净收入 250.39 亿元，同比-21.90%。总体看来，一季度证券行业业绩增长主要受益于自营业务收入大幅上升，其他业务均有一定幅度下滑。

图 5：证券行业业务收入情况（亿元）

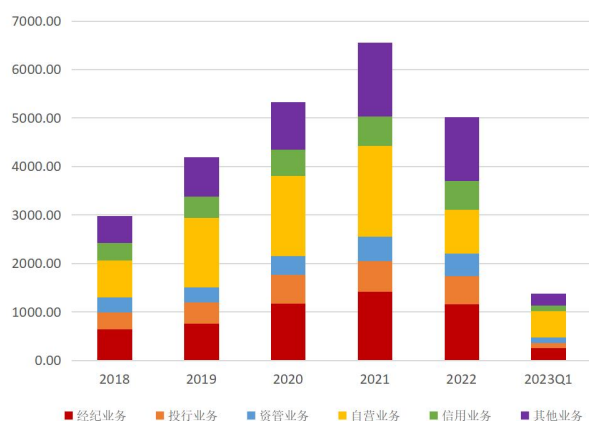
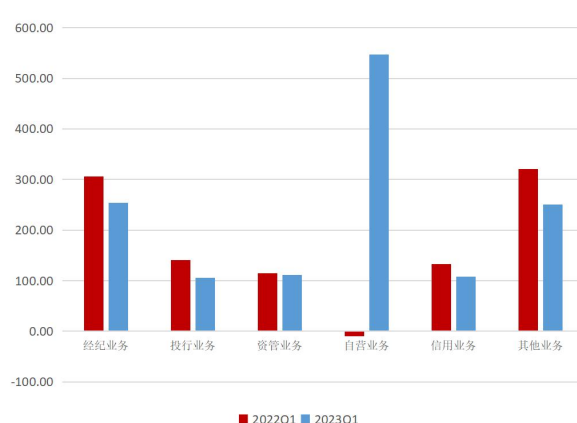


图 6：2023Q1 业务收入情况（亿元）



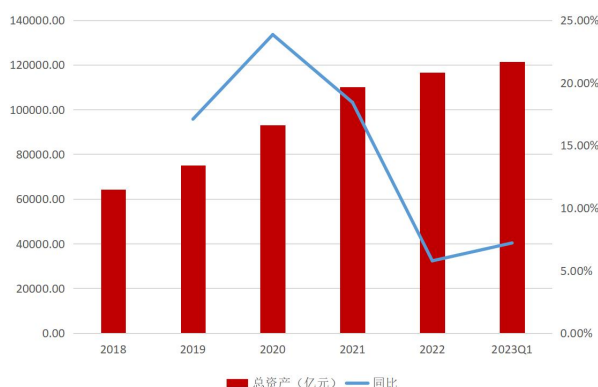
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 资产规模再创新高，一季度 ROE 企稳回升

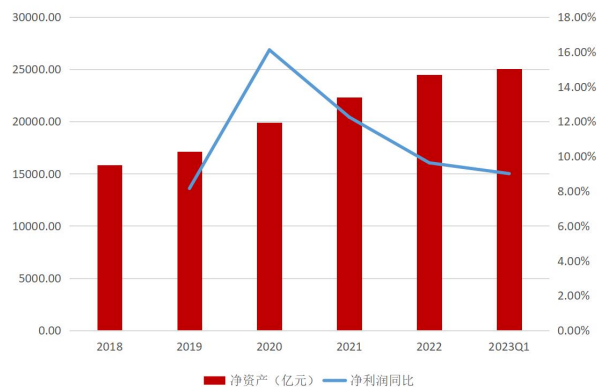
资产规模逐年递增。2022 年，证券行业总资产为 116575.26 亿元，同比+5.77%；净资产为 24479.33 亿元，同比+9.62%。2023Q1，证券行业总资产为 121503.21 亿元，同比+7.20%；净资产为 25040.79 亿元，同比+9.00%。

图 7：证券行业总资产和同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

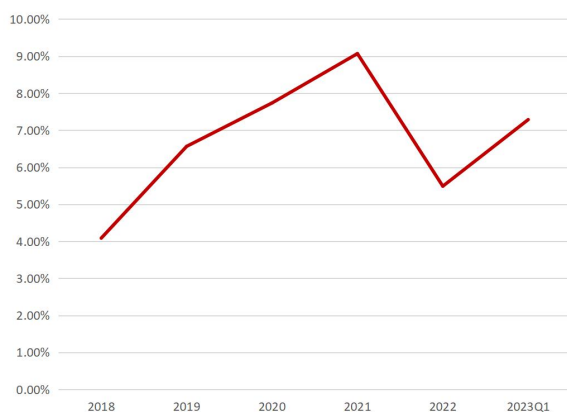
图 8：证券行业净资产和同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

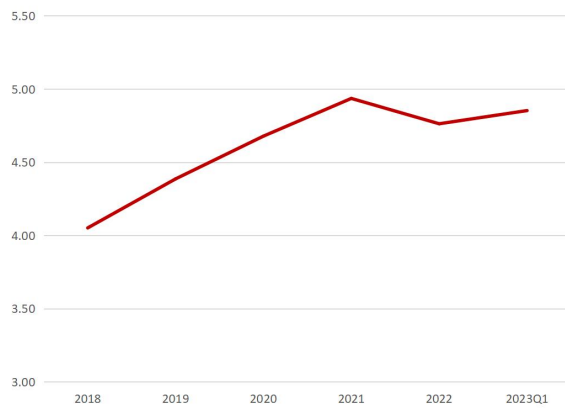
2023Q1 行业 ROE 企稳回升。2022 年，证券行业 ROE 为 5.49%，同比下降 3.58 个百分点；杠杆倍数为 4.76 倍，同比下降 0.17。2023Q1，证券行业 ROE 为 7.29%，同比上升 3.00 个百分点；杠杆倍数为 4.85 倍，同比下降 0.09。

图 9：证券行业 ROE



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：证券行业杠杆倍数（倍）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2.3 多数证券公司一季度业绩表现靓丽

2023Q1 多数证券公司业绩同比增长。2023Q1，50 家证券公司中有 43 家实现营收正增长，36 家实现归母净利润正增长，行业普遍回暖。营收增速前十的证券公司分别为西南证券、天风证券、财通证券、国元证券、华西证券、长江证券、兴业证券、山西证券、东北证券、国金证券。归母净利润增速前十的证券公司分别为长江证券、太平洋、东兴证券、东方证券、兴业证券、中泰证券、东吴证券、华创阳安、国金证券、国海证券。

表 1：上市券商 2023Q1 业绩情况

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比 | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润 同比 | ROE (TTM) | 杠杆倍数(倍) |
|------|--------------|----------|---------------|-------------|-----------|---------|
| 中信证券 | 153.48 | 0.87% | 54.17 | 3.60% | 8.32% | 5.47 |
| 国泰君安 | 92.88 | 13.97% | 30.41 | 20.71% | 7.48% | 5.38 |
| 华泰证券 | 89.93 | 24.14% | 32.45 | 46.55% | 7.19% | 4.99 |
| 中国银河 | 86.97 | 18.54% | 22.49 | 44.61% | 8.01% | 6.21 |
| 海通证券 | 85.20 | 106.25% | 24.34 | 62.24% | 4.47% | 4.27 |
| 中信建投 | 67.00 | 5.81% | 24.33 | 57.78% | 8.77% | 5.48 |
| 广发证券 | 64.77 | 35.69% | 21.57 | 65.58% | 7.15% | 5.20 |
| 中金公司 | 62.09 | 22.44% | 22.57 | 35.95% | 8.09% | 6.55 |
| 申万宏源 | 57.65 | 19.35% | 20.11 | 87.77% | 3.83% | 5.30 |
| 浙商证券 | 49.31 | 57.37% | 4.88 | 50.92% | 6.85% | 5.43 |
| 招商证券 | 47.58 | 28.74% | 22.60 | 51.72% | 7.53% | 5.11 |
| 东方证券 | 44.37 | 41.93% | 14.28 | 525.67% | 5.32% | 4.47 |
| 兴业证券 | 41.69 | 147.02% | 8.28 | 430.09% | 6.23% | 4.20 |
| 国信证券 | 41.63 | 39.91% | 17.68 | 130.42% | 6.48% | 3.69 |
| 中泰证券 | 35.70 | 92.77% | 11.53 | 424.00% | 3.86% | 4.83 |
| 光大证券 | 27.50 | 26.09% | 9.58 | 43.79% | 5.35% | 3.90 |
| 东吴证券 | 22.54 | 68.44% | 5.83 | 412.84% | 5.63% | 4.38 |
| 长江证券 | 21.51 | 155.05% | 7.56 | 1513.00% | 6.49% | 4.96 |
| 国金证券 | 19.52 | 114.01% | 5.97 | 380.22% | 5.27% | 3.48 |
| 东北证券 | 18.44 | 130.73% | 3.73 | -244.09% | 4.69% | 4.40 |
| 西部证券 | 18.13 | 81.60% | 3.58 | -2227.12% | 2.93% | 3.54 |
| 财通证券 | 17.86 | 174.23% | 4.94 | 214.54% | 5.54% | 3.78 |
| 方正证券 | 17.73 | 6.30% | 5.56 | 16.55% | 5.10% | 4.35 |
| 国元证券 | 15.50 | 165.65% | 5.20 | -533.05% | 7.05% | 3.95 |
| 天风证券 | 14.00 | 283.04% | 5.47 | -749.26% | -3.70% | 3.84 |
| 山西证券 | 11.41 | 140.67% | 2.51 | 285.14% | 4.31% | 4.74 |
| 华西证券 | 11.27 | 156.55% | 4.02 | -336.70% | 4.35% | 4.36 |
| 长城证券 | 11.20 | 79.55% | 4.51 | -675.92% | 5.10% | 3.93 |
| 信达证券 | 10.90 | 36.28% | 2.16 | 30.19% | 7.70% | 4.25 |
| 东方财富 | 10.78 | -13.04% | 20.29 | -6.54% | 12.45% | 3.29 |
| 华安证券 | 10.35 | 97.73% | 3.64 | 242.38% | 7.01% | 3.94 |
| 国海证券 | 9.89 | 49.12% | 2.26 | 333.19% | 2.25% | 4.15 |
| 东兴证券 | 9.31 | 31.61% | 2.19 | 628.25% | 2.67% | 3.72 |
| 华创阳安 | 7.42 | 56.21% | 1.35 | 396.97% | 2.50% | 2.73 |
| 西南证券 | 7.38 | 1795.85% | 2.26 | -275.67% | 2.63% | 3.43 |
| 哈投股份 | 7.30 | 12.76% | 1.97 | -141.35% | -2.45% | 2.98 |
| 第一创业 | 6.92 | 30.17% | 1.41 | 95.96% | 3.19% | 3.04 |
| 中银证券 | 6.84 | -2.18% | 2.53 | 5.21% | 4.93% | 3.97 |
| 国联证券 | 6.78 | 6.66% | 2.07 | 9.79% | 4.55% | 4.74 |

| | | | | | | |
|------|------|----------|-------|----------|--------|------|
| 南京证券 | 6.43 | 63.35% | 2.17 | 73.02% | 4.38% | 3.21 |
| 财达证券 | 6.26 | 79.12% | 2.02 | 162.74% | 3.77% | 4.19 |
| 红塔证券 | 4.90 | -172.78% | 2.25 | -131.37% | 4.24% | 1.94 |
| 太平洋 | 4.66 | 88.82% | 1.49 | 1511.18% | -3.41% | 1.79 |
| 中原证券 | 4.64 | 19.31% | 0.70 | 282.45% | 1.15% | 3.77 |
| 首创证券 | 4.34 | 40.93% | 1.76 | 108.18% | 5.25% | 3.43 |
| 华林证券 | 2.43 | -25.95% | 0.63 | -57.59% | 5.80% | 4.60 |
| 锦龙股份 | 1.99 | -204.48% | -0.02 | -98.81% | -6.49% | 4.54 |
| 湘财股份 | 1.26 | -85.19% | 1.53 | -346.18% | -0.92% | 2.93 |
| 华鑫股份 | 0.04 | -84.23% | 0.87 | 7.68% | 4.77% | 5.09 |
| 国盛金控 | 0.00 | 6.31% | 0.45 | -216.58% | -3.21% | 2.92 |

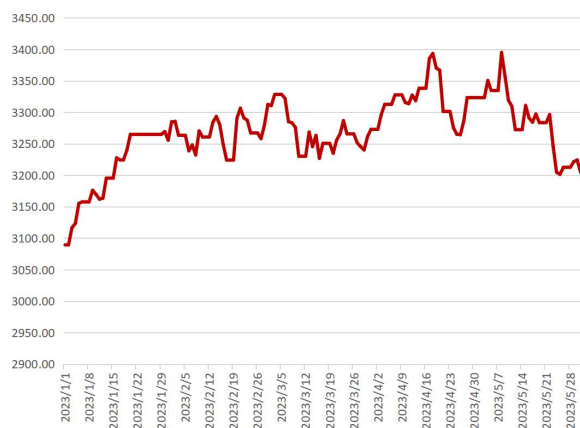
资料来源：wind、东莞证券研究所

3. 券商业务展望

3.1 经纪业务：本年日均成交额上升，利好经纪手续费收入

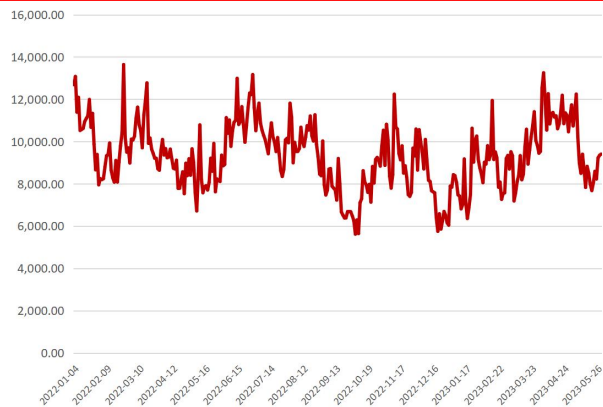
1-5 月行情回暖，本年日均成交额上升。2023 年 1-5 月，市场行情回暖，上证指数上涨 3.73%，带动投资者情绪上升，股基成交额较上年日均数值有所上升。2022 年，证券行业日均成交额 9256.30 亿元。本年 1-5 月日均成交额为 9392.59 亿元，较 2022 年全年日均成交额上升 1.47%，成交额放大影响下，利好经纪业务手续费收入。

图 11：本年上证指数走势（%）（截至 5 月 31 日）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

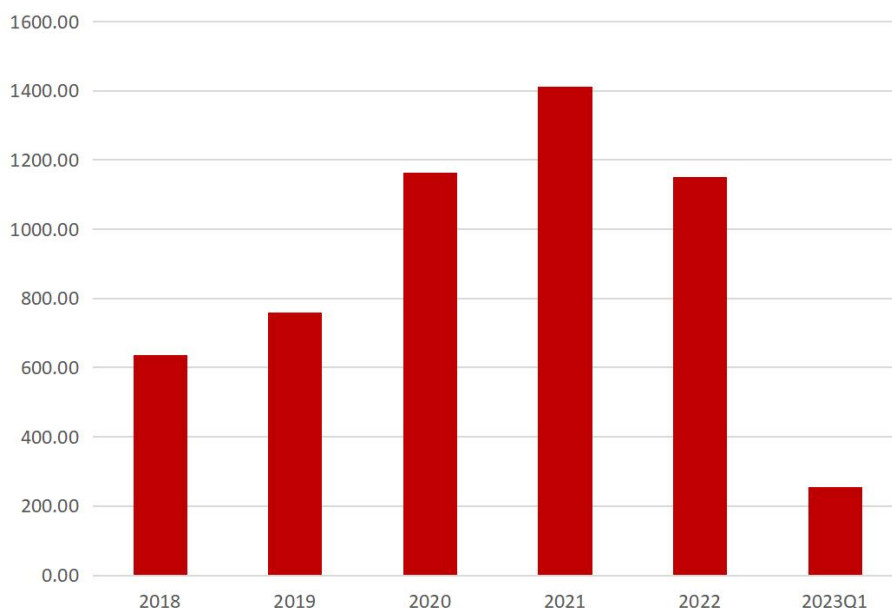
图 12：股基成交额水平（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

本年轻纪业务收入有望维持千亿规模。经纪业务是券商传统业务，2020 年至 2022 年轻纪业务手续费净收入均突破千亿元。2023Q1，证券行业日均成交额不足万亿元，经纪业务手续费净收入 254.49 亿元，同比-16.74%。4-5 月行业日均成交额为 10308.06 亿元，较一季度有所上升，有望带动二季度经纪业务收入环比上升。展望下半年，若市场行情持续回暖，交易情绪回升，全年日均成交额有望突破万亿元，有望带动经纪业务收入继续维持千亿规模。

图 13：证券行业经纪业务收入情况（亿元）

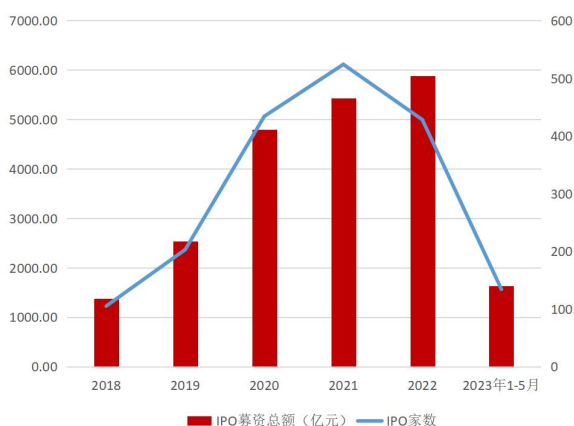


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 投行业务：资本市场改革进度显著加快，投行业务持续受益

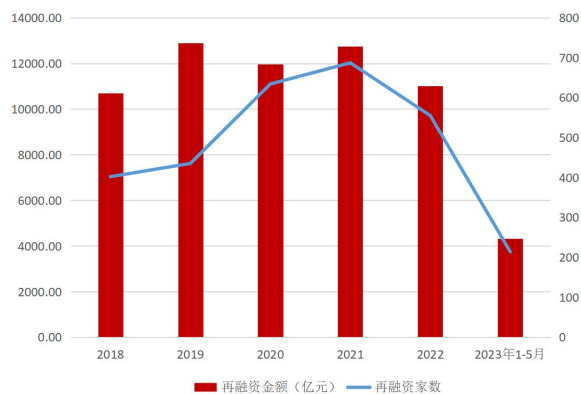
2022 年 IPO 募资总额创新高，2023 年 1-5 月再融资募资总额同比上升。2022 年，市场 IPO 募资总额 5868.86 亿元，同比+8.15%；IPO 家数 428 家，同比-18.32%。2023 年 1-5 月市场 IPO 募资总额 1628.60 亿元，同比-40.71%；IPO 家数 134 家，同比-4.29%。2022 年，市场再融资募资总额 11013.02 亿元，同比-13.63%；再融资家数 555 家，同比-19.21%。2023 年 1-5 月市场再融资募资总额 4328.77 亿元，同比+10.02%；再融资家数 214 家，同比+12.04%。

图 14：市场 IPO 规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

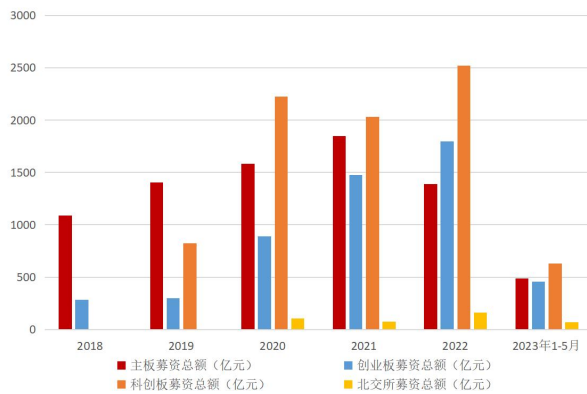
图 15：市场再融资规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

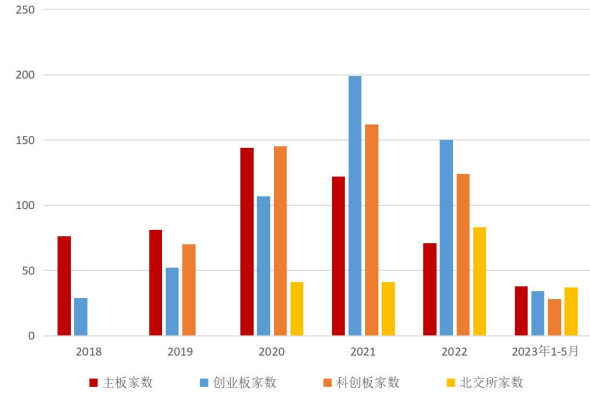
科创板和北交所开业后募资总额持续上升。近年来科创板和北交所相继开业，募资总额持续上升。从 2019 年至 2022 年，科创板募资总额从 824.27 亿元上升至 2520.44 亿元，IPO 家数从 70 家上升至 124 家。从 2020 年至 2022 年，北交所募资总额从 105.87 亿元上升至 164.77 亿元，IPO 家数从 41 家上升至 83 家。

图 16：各上市板 IPO 募资情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

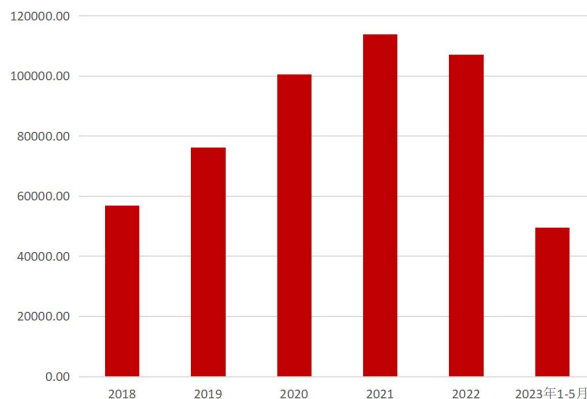
图 17：各上市板 IPO 家数情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

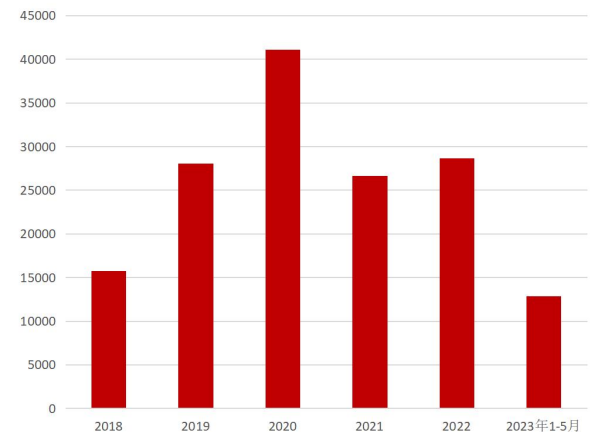
2022 年债券承销额同比小幅下滑，2023 年 1-5 月恢复涨势。2022 年，证券公司承销债券总额 107053.91 亿元，同比-6.04%；承销债券只数 28649 只，同比+7.50%。2023 年 1-5 月证券公司承销债券总额 49457.14 亿元，同比+16.03%；承销债券只数 12835 只，同比+11.25%。

图 18：证券公司承销债券总额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

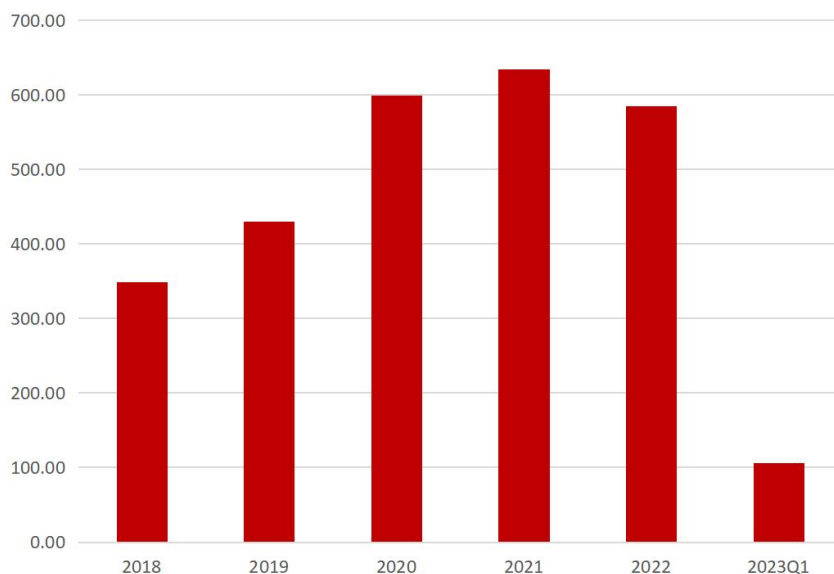
图 19：证券公司承销债券只数情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

受益于资本市场改革，投行业务收入有望维持较高水平。2022 年证券行业实现投行业务手续费净收入 585.11 亿元，同比-7.70%；2023Q1 证券行业实现投行业务手续费净收入 105.79 亿元，同比-24.66%。随着全面注册制落地，科创板、北交所开业，资本市场改革进度显著加快，IPO 和再融资规模受益，投行业务收入有望维持较高水平。

图 20：证券行业投行业务收入情况（亿元）

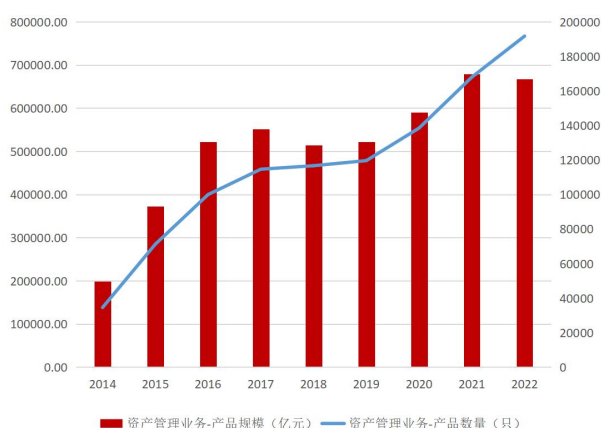


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3 资管业务：财富管理业务规模有望长期维持上升趋势

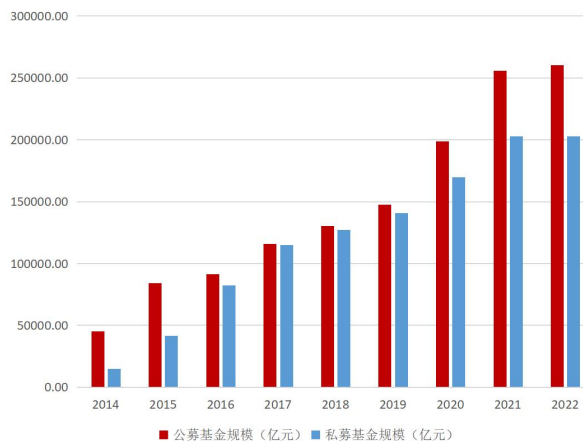
资管产品规模有望维持上升趋势。根据中国证券投资基金业协会，从 2014 年至 2022 年，资管产品规模从 19.86 万亿元增长至 66.74 万亿元，CAGR 为 16.36%；资管产品只数从 34540 只增长至 191730 只，CAGR 为 23.89%。同时，作为资管产品的重要组成部分，公募基金和私募基金规模也在逐年上升，从 2014 年至 2022 年，公募基金规模从 4.54 万亿元增长至 26.03 万亿元，CAGR 为 24.41%；而为专业投资者服务的私募基金从 1.49 万亿元增长至 20.28 万亿元，CAGR 为 38.54%。随着居民财富的增长和积累，我国资管行业规模有望长期持续维持上升趋势。

图 21：资管产品规模呈上升趋势



资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

图 22：基金规模逐年上升

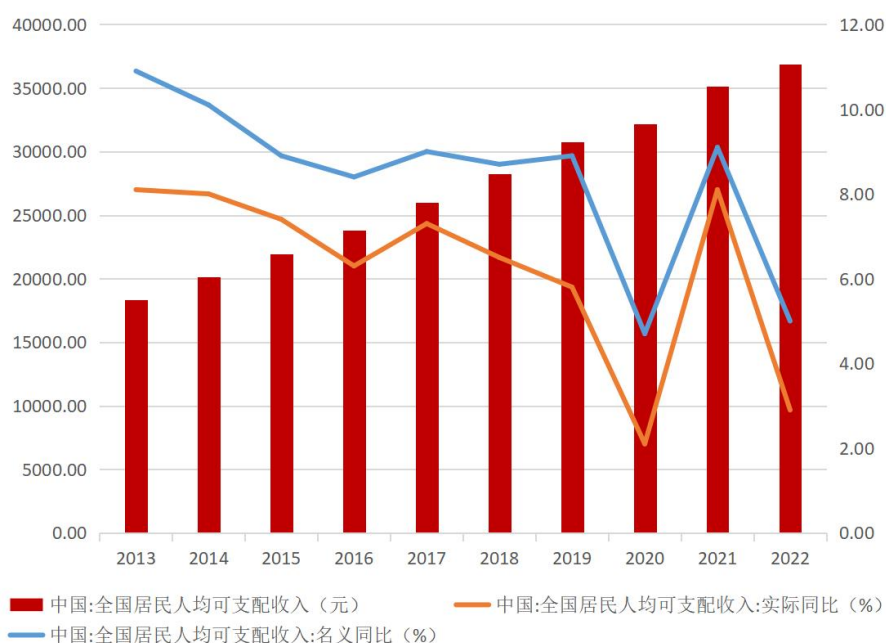


资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

居民可支配收入逐年上升。根据国家统计局，中国居民人均可支配收入逐年上升，从 2013 年至 2022 年，中国居民人均可支配收入从 18310.80 元/年增长至 36883.00 元/年，CAGR

为 8.09%。2022 年，全国居民人均可支配收入实际同比+2.90%，名义同比+5.00%。居民可支配收入逐步上升，财富管理业务有望持续受益。

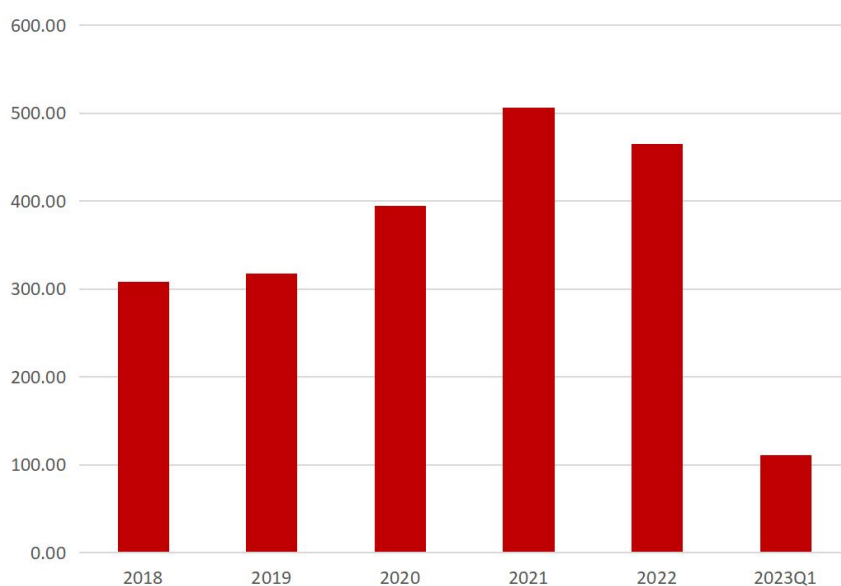
图 23：居民可支配收入逐年上升



资料来源：国家统计局，wind，东莞证券研究所

资管新规过渡期结束，行业进入高质量发展时期。2022 年，证券行业资管业务实现手续费净收入 465.24 亿元，同比-8.18%；2023Q1，证券行业资管业务实现手续费净收入 111.41 亿元，同比-2.43%。资管行业开启主动管理转型加码和公募化发展浪潮，公募和私募基金规模再创新高，有利于提升证券行业资管业务收入。

图 24：证券行业资管业务收入情况（亿元）

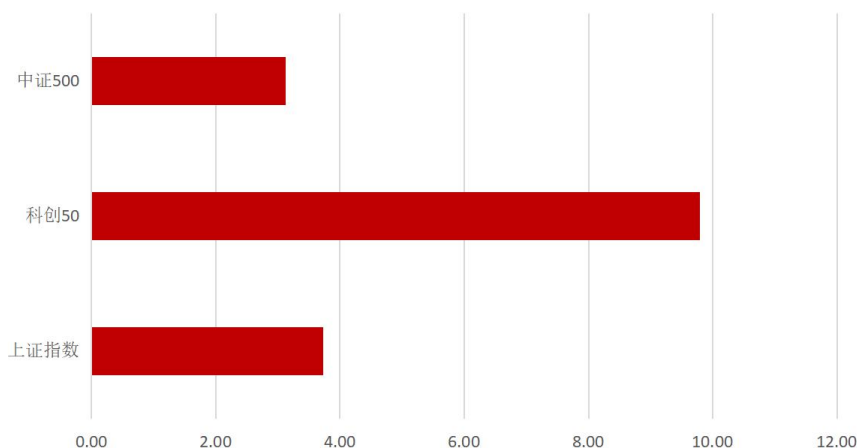


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.4 自营业务：行情回暖，本年投资收益有望延续一季度增长趋势

2023 年 1-5 月行情回暖。2023 年 1-5 月，市场行情小幅回暖，上证指数上涨 3.73%、科创 50 上涨 9.79%、中证 500 上涨 3.13%。证券自营业务持有大量权益仓位，在上涨行情中将受益。

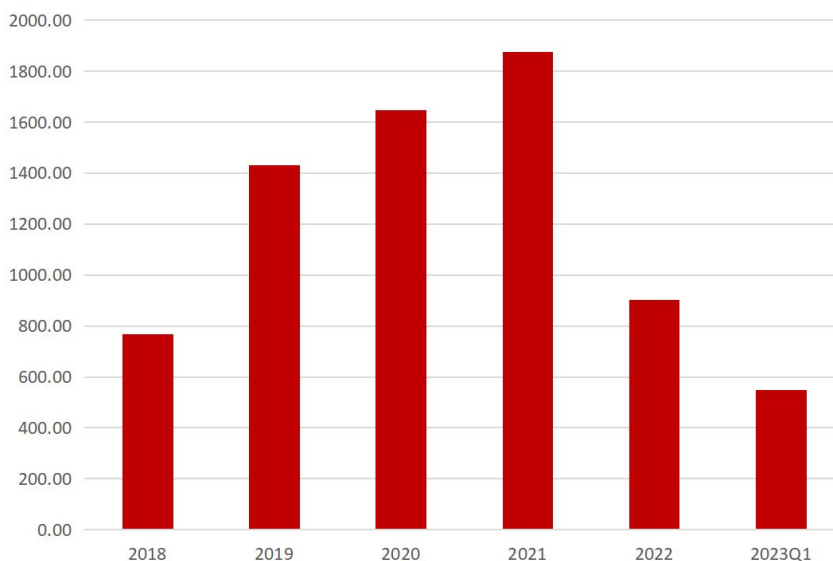
图 25：本年主要股指涨幅（截至 5 月 31 日）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2022 年投资收益大减，2023Q1 显著修复。2022 年，股票市场受宏观经济影响大幅波动，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计 903.34 亿元，同比-51.86%；2023Q1，市场行情回暖，上证指数上涨 5.94%，深证成指上涨 6.45%，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计 547.47 亿元，同比大幅扭亏为盈。展望下半年，美国加息进程接近尾声，市场情绪较上年明显改善，主要股指有望继续延续一季度的上升趋势，证券公司自营业务本年投资收益有望延续一季度增长趋势。

图 26：证券行业自营业务收入情况（亿元）

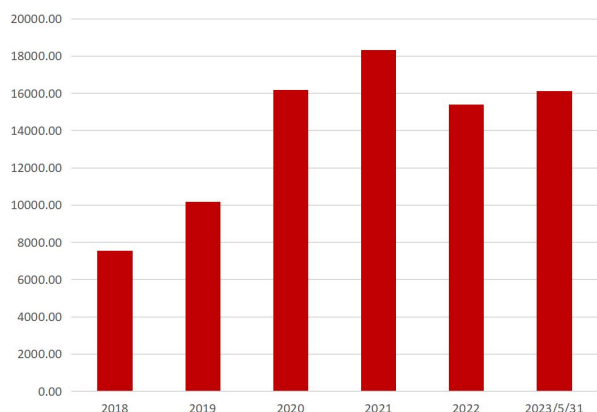


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.5 信用业务：两融余额同比回升

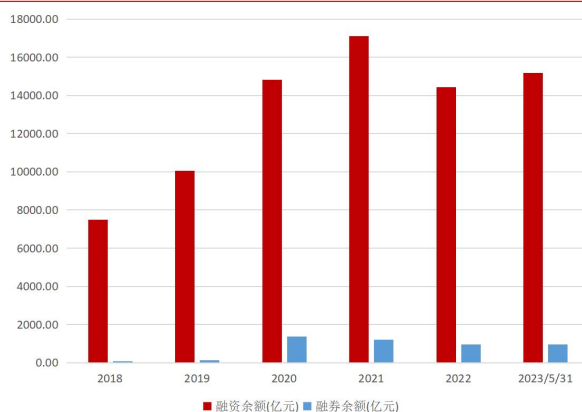
两融余额同比回升较多。截至 2022 年末，证券行业两融余额为 15403.92 亿元，同比-15.93%；其中融资余额为 14445.11 亿元，同比-15.63%，融券余额为 958.81 亿元，同比-20.19%。2023 年 1-5 月，市场行情回暖带动下两融余额显著回升。截至 2023 年 5 月 31 日，证券行业两融余额为 16134.16 亿元，同比+5.96%；其中融资余额为 15189.02 亿元，同比+5.15%，融券余额为 945.13 亿元，同比+21.08%。

图 27：行业两融余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

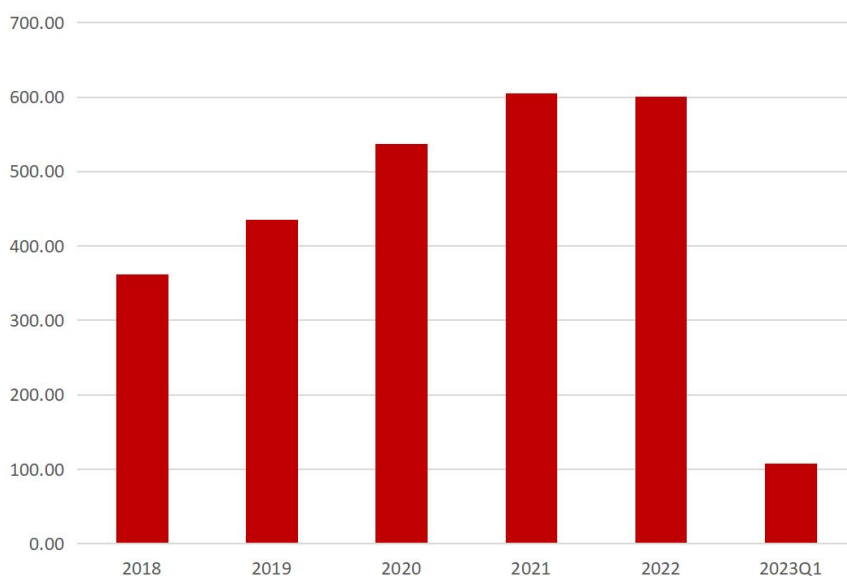
图 28：融资余额和融券余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

两融余额上升有望带动利息净收入上升。2022 年，证券行业信用业务实现利息净收入 600.58 亿元，与上年基本持平；2023Q1，证券行业信用业务实现利息净收入 108.17 亿元，同比-18.61%。展望下半年，板块轮动行情下投资情绪有望继续升温，两融余额有望回升，从而带动信用业务利息收入上升。

图 29：证券行业信用业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 资本市场改革进展快速，证券行业有望实现高质量发展

资本市场改革进展快速。近几年，证券行业接连推出科创板、REITs、北交所、全面注册制等改革政策，资本市场改革进展快速。长期来看，随着国内大循环、国内国际双循环新发展格局的加快打造，资本市场枢纽地位日益提升，我国证券业仍处于快速发展的历史机遇期，资本市场的发展和金融体系改革开放都将为行业提供更为广阔发展空间。全面注册制改革牵引下，多层次资本市场建设愈发清晰、资本市场基础性制度短板不断补齐、投资端能力建设加快提速，零售、机构、企业三大类客户业务机会全面涌现，证券业将呈现出服务综合化、发展差异化、竞争国际化和运营数字化的发展态势，为行业的高质量发展奠定坚实基础。

表 2：近几年资本市场改革主要政策

| 发布时间 | 主要部门 | 政策标题 | 主要内容 |
|-----------------|-------------|-------------------------------------|--|
| 2019 年 1 月 23 日 | 中央全面深化改革委员会 | 关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见 | 在上海证券交易所设立科创板并试点注册制是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措。要增强资本市场对科技创新企业的包容性，着力支持关键核心技术创新，提高服务实体经济能力。 |
| 2020 年 4 月 30 日 | 中国证监会、国家发改委 | 关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知 | 推动基础设施 REITs 健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。开展基础设施 REITs 试点，对推动形成市场主导的投资内生增长机制，提升资本市场服务实体经济的质效，构建投资领域新发展格局，具有重要意义。 |
| 2021 年 9 月 2 日 | 中国证监会 | 设立北京证券交易所 | 分步实施、循序渐进的原则，总体平移精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。 |
| 2021 年 12 月 8 日 | 中央经济工作会议 | 全面实行股票发行注册制 | 要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。 |
| 2022 年 4 月 26 日 | 中国证监会 | 关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见 | 提出“积极培育专业资产管理机构”、“全面强化专业能力建设”、“着力打造行业良好发展生态”、“不断提升监管转型效能”等四个方面 16 条举措，为加快构建基金行业新发展格局、实现高质量发展指明了方向。 |
| 2022 年 6 月 24 日 | 中国证监会 | 关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告 | 交易型开放式基金正式纳入互联互通，内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票和交易型开放式基金的基金份额。 |
| 2023 年 2 月 17 日 | 中国证监会 | 首次公开发行股票注册管理办法 | 优化发行上市审核注册机制，建立公开、透明、高效、便捷的股票发行注册制度，提升直接融资效率。证监会加强对发行上市审核注册工作的统筹指导监督管理，统一审核理念，统一审核标准并公开，定期检查交易所审核标准、制度的执行情况。 |

资料来源：根据新闻整理，东莞证券研究所

5. 投资策略

维持对行业“标配”评级。截至 2023 年 6 月 6 日，当前证券Ⅱ（申万）PB 估值为 1.29，位于历史分位的 7.42%，低于三年中位数的 1.69，行业估值处于较低水平，具有一定的上升空间。2023 年 1-5 月，市场行情小幅回暖，上证指数上涨 3.73%，证券行业自营业务投资收益实现强势增长，带动证券行业营收和归母净利润分别同比+37.19%和+84.95%。展望下半年，在宽松的货币环境和美联储加息接近尾声的预期下，市场行情有望持续回暖，从而刺激股基成交额、证券发行规模、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，证券行业整体趋势向好。继续给予行业“标配”评级，建议关注各项业务都保持行业领先的龙头券商中信证券（600030），投行业务优势突出的中金公司（601995），财富管理业务突出的广发证券（000776），互联网券商龙头东方财富（300059），投行业务及跨境业务中具备竞争优势的华泰证券（601688）。

表 3：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2023 年 6 月 6 日）

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 | 评级 变动 |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|----------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | | |
| 600030.SH | 中信证券 | 19.83 | 1.42 | 1.81 | 2.06 | 13.84 | 11.82 | 10.21 | 增持 | 维持 |
| 601995.SH | 中金公司 | 39.46 | 1.57 | 2.03 | 2.41 | 24.23 | 19.82 | 16.70 | 增持 | 维持 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 14.84 | 1.04 | 1.36 | 1.60 | 14.89 | 11.05 | 9.37 | 增持 | 维持 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 14.16 | 0.64 | 0.64 | 0.76 | 30.13 | 22.67 | 19.04 | 增持 | 维持 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 13.46 | 1.22 | 1.47 | 1.68 | 10.46 | 9.25 | 8.07 | 增持 | 维持 |

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：部分数据来源 wind 一致预期

6. 风险提示

（1）宏观经济下行及利率波动风险。证券行业表现与宏观经济环境密切相关。若宏观经济下行，市场流动性不足，利率水平波动较大，将导致证券发行与交易量减少，行业整体表现不佳。

（2）股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入锐减。经纪业务是证券公司重要的收入来源之一。若股票和基金成交额大幅萎缩，将导致经纪业务收入锐减。

（3）市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大。自营业务是证券公司重要的收入来源之一。若市场大幅波动，压制企业股价表现，将导致自营业务净收益减少。

（4）信用违约风险。证券公司信用业务是资金占用型业务，若信用违约量大幅上升，公司将面临大额违约成本，导致信用业务收入减少。

（5）公司治理机制变动风险。若公司治理机制变动或规划发展方向变化，或将与行业发展趋势相悖，进而影响公司经营水平。

（6）资本市场改革进展不及预期。若资本市场改革进展不及预期，行业政策无法及时落地，将影响证券行业改革进程，从而影响企业相关业务收入。

（7）行业监管趋严风险。若行业监管趋严，或将导致公司原来正常经营的业务受到影响，进而减少业务收入。

（8）行业竞争加剧风险。各证券公司业务类型趋同，加上近年来对外资证券公司限制逐步放开，行业竞争加剧的情况下，公司行业地位或将受到影响。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 | |
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|--------------------|--|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn