

# 自营翻倍/经纪信用承压，行业龙头行稳致远

——中信证券 1Q2023 业绩点评

## 核心观点

- 1Q23 归母净利润高基数下同比小增 3.6%，年化 ROE8.47%有所下滑。** 1) 公司 1Q2023 实现营业收入 153.48 亿元，+0.87%yoy；实现归母净利润 54.17 亿元，+3.6%yoy。2) 公司 1Q2023 实现年化 ROE8.47%，较去年同期的 9.22%下滑 1pct。截至 1Q2023 公司权益乘数达 4.44，较年初提高 0.38。3) 23 年第一季度，经纪、自营、投行、利息、资管业务收入占比分别为 17%、43%、13%、4%、16%，其中经纪占比同比下滑 4pct，自营业务收入占比同比明显提升 21pct。
- 自营业务收入接近翻倍，经纪业务承压。** 1) 公司 1Q2023 实现自营收入 66.13 亿元，+97%yoy，截至 1Q2023 末公司金融投资资产规模 7013.18 亿元，较年初 +16.65pct，+18.01%yoy，其中，交易性金融资产达 6312.31 亿元，较年初增加 18.89%，其他债权投资达 699.27 亿元，较年初小幅下降 0.27pct。2) 1Q2023 公司实现经纪收入 25.92 亿元，-19%yoy，降幅明显。3) 公司 1Q2023 实现资管收入 24.98 亿元，-10%yoy，表现相对稳健。
- IPO 市占率高居行业首位，利息净收入显著下滑。** 1) 1Q2023 公司实现投行业务收入 19.8 亿元，+8%yoy。1Q2023 公司股债承销规模 4494 亿元，-1.97%yoy，市占率 14.57%，稳居行业龙头地位；其中 IPO 规模 242 亿元，市占率 25.29%，+13.29pct yoy，回归行业首位。2) 1Q2023 公司实现利息净收入 5.83 亿元，-42.06%yoy，信用减值损失 2.38 亿元一定程度上拖累了其同比增速。而就两融业务看，截至 1Q2023 公司融出资金余额 1119 亿元，较年初增加 7.07%，+4.63%yoy。

## 盈利预测与投资建议

- 结合公司 1 季报表现，维持公司盈利预测不变，预测公司 23-25 年 BVPS 分别为 19.80/21.38/23.30 元，按可比公司估值法，四家可比公司平均 2023 年 PB 为 1.00x。考虑其行业地位有望不断提升且更具成长性，因此维持 30% 的估值溢价。参考可比公司估值，维持公司 23 年 1.30xPB，维持原对应目标价 25.74 元，维持增持评级。

## 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；自营投资业绩存在不确定性；证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

## 公司主要财务信息

|               | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 76,524 | 65,109 | 72,537 | 84,368 | 95,183 |
| 同比增长(%)       | 41%    | -15%   | 11%    | 16%    | 13%    |
| 营业利润(百万元)     | 32,425 | 28,810 | 33,925 | 41,073 | 48,958 |
| 同比增长(%)       | 57%    | -11%   | 18%    | 21%    | 19%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 23,100 | 21,317 | 24,746 | 29,954 | 35,714 |
| 同比增长(%)       | 55%    | -8%    | 16%    | 21%    | 19%    |
| 每股收益(元)       | 1.56   | 1.44   | 1.67   | 2.02   | 2.41   |
| 总资产收益率(%)     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 净资产收益率(%)     | 12%    | 10%    | 10%    | 11%    | 12%    |
| 市盈率           | 13.49  | 14.62  | 12.60  | 10.41  | 8.73   |
| 市净率           | 1.37   | 1.14   | 1.06   | 0.98   | 0.90   |
| 经纪业务佣金率(%)    | 0.0339 | 0.0279 | 0.0279 | 0.0274 | 0.0269 |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

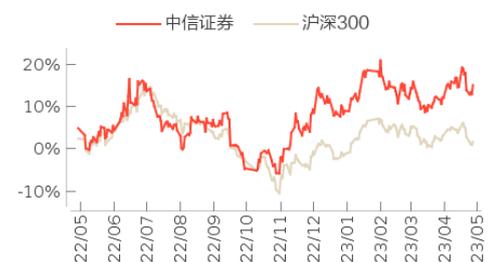
## 投资评级

增持 (维持)

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| 股价 (2023年04月27日) | 21.03 元             |
| 目标价格             | 25.74 元             |
| 52 周最高价/最低价      | 22.49/17.04 元       |
| 总股本/流通 A 股 (万股)  | 1,482,055/1,398,676 |
| A 股市值 (百万元)      | 311,676             |
| 国家/地区            | 中国                  |
| 行业               | 非银行金融               |
| 报告发布日期           | 2023 年 04 月 28 日    |

## 股价表现

|        | 1 周   | 1 月  | 3 月   | 12 月  |
|--------|-------|------|-------|-------|
| 绝对表现   | -2.41 | 3.09 | -2.95 | 14.89 |
| 相对表现   | 0.62  | 3.69 | 1.67  | 12.51 |
| 沪深 300 | -3.03 | -0.6 | -4.62 | 2.38  |



## 证券分析师

孙嘉庚 021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080006  
香港证监会牌照：BSW114

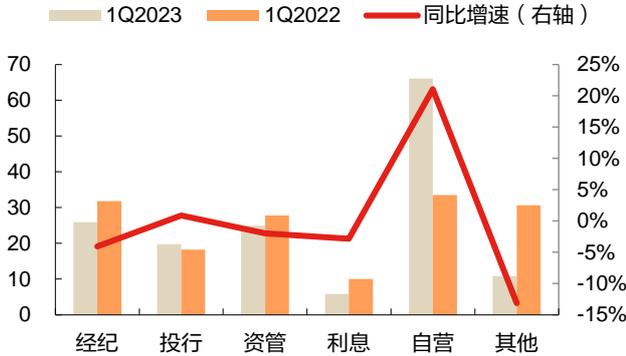
## 相关报告

|  |            |
|--|------------|
| 航母级券商潜质显现，行业龙头持续扩大领先优势：——中信证券 2022 年业绩点评   | 2023-04-01 |
| 自营大幅回暖+IPO 靓丽，高基数下业绩韧性彰显：——中信证券 2022 年中报点评 | 2022-08-30 |
| 龙一地位日趋稳固，配股助推长期竞争力：——中信证券 2021 年年报点评       | 2022-03-30 |

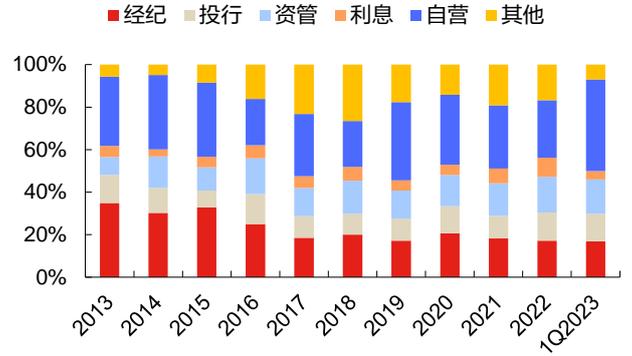
**表 1：1Q2023 业绩摘要**

| 单位：百万元               | 1Q2022       | 1Q2023       | 同比 (%)      |
|----------------------|--------------|--------------|-------------|
| 一、营业收入               | 15,216       | 15,348       | 0.87        |
| 手续费及佣金净收入            | 8,213        | 7,328        | (10.78)     |
| 经纪业务手续费净收入           | 3,186        | 2,592        | (18.65)     |
| 投资银行业务手续费净收入         | 1,828        | 1,980        | 8.36        |
| 资产管理业务手续费净收入         | 2,776        | 2,498        | (10.03)     |
| 利息净收入                | 1,006        | 583          | (42.06)     |
| 投资净收益                | 3,070        | 5,820        | 89.58       |
| 对联营企业和合营企业的投资收益      | 73           | 115          | 58.25       |
| 公允价值变动净收益            | 354          | 908          | 156.60      |
| 其他业务收入               | 2,473        | 444          | (82.05)     |
| 二、营业支出               | 8,125        | 8,018        | (1.32)      |
| 营业税金及附加              | 94           | 100          | 6.70        |
| 管理费用                 | 6,111        | 7,319        | 19.77       |
| 信用减值损失               | (425)        | 238          | (156.11)    |
| 其他业务成本               | 2,345        | 360          | (84.64)     |
| 三、营业利润               | 7,091        | 7,331        | 3.37        |
| 四、利润总额               | 7,081        | 7,337        | 3.62        |
| 减：所得税                | 1,662        | 1,707        | 2.71        |
| 五、净利润                | 5,419        | 5,630        | 3.90        |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>5,229</b> | <b>5,417</b> | <b>3.60</b> |
| 总资产                  | 1,362,131    | 1,440,177    | 5.73        |
| 归属于母公司所有者的净资产        | 244,320      | 258,458      | 5.79        |
| 代理买卖证券款              | 290,225      | 293,127      | 1.00        |
| 权益乘数（剔除代理买卖证券款）      | 4.39         | 4.44         | 0.05        |

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 1：各业务收入（亿元）及增速:1Q2023vs1Q2022**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2013-1Q2023 业务收入结构**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：公司净利润率**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：公司 ROE**

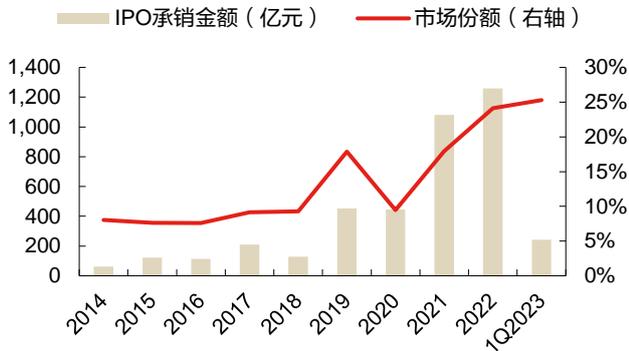

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：公司权益乘数**

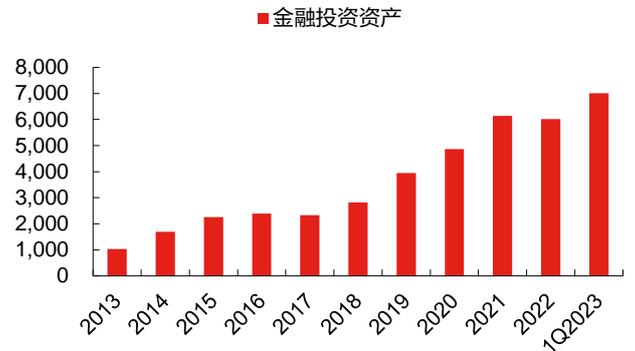

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：公司股债承销金额及市场份额**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 7：公司 IPO 承销金额及市场份额**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 8：公司金融投资资产规模（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；
- 2) 自营投资业绩存在不确定性；
- 3) 证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |                  |                  |                  |                  |                  | 主要财务比率          |          |          |          |          |          |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元           | 2021A            | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            |                 | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
| 银行存款             | 279,551          | 316,234          | 326,660          | 397,537          | 436,231          | <b>成长能力</b>     |          |          |          |          |          |
| 其中: 客户存款         | 194,560          | 218,284          | 225,480          | 274,404          | 301,113          | 营业收入            | 40.7%    | -14.9%   | 11.4%    | 16.3%    | 12.8%    |
| 公司存款             | 84,992           | 97,951           | 101,180          | 123,133          | 135,118          | 手续费及佣金净收入       | 29.1%    | -7.6%    | 13.0%    | 13.6%    | 11.6%    |
| 结算备付金            | 40,518           | 41,891           | 43,272           | 52,661           | 57,787           | 其中: 经纪业务        | 24.0%    | -20.0%   | 11.3%    | 19.5%    | 10.8%    |
| 其中: 客户备付金        | 27,899           | 27,440           | 28,344           | 34,494           | 37,852           | 投行业务            | 18.5%    | 6.1%     | 27.9%    | 10.6%    | 13.0%    |
| 公司备付金            | 12,619           | 14,451           | 14,928           | 18,167           | 19,935           | 资产管理            | 46.2%    | -6.5%    | 4.4%     | 11.4%    | 12.1%    |
| 投资资产             | 614,591          | 601,200          | 685,986          | 777,616          | 879,525          | 净利息收入           | 106.3%   | 8.8%     | 17.7%    | 15.6%    | 18.5%    |
| 其中: 交易性资产        | 545,334          | 530,923          | 605,798          | 686,716          | 776,712          | 自营收入            | 26.7%    | -22.2%   | 16.5%    | 25.6%    | 15.5%    |
| 其他债权投资           | 69,092           | 70,115           | 80,003           | 90,690           | 102,575          | 营业支出            | 30.7%    | -17.7%   | 6.4%     | 12.1%    | 6.8%     |
| 其他权益工具投资         | 165              | 163              | 185              | 210              | 238              | 管理费用            | 39.6%    | 1.9%     | 1.3%     | 10.5%    | 9.9%     |
| 存出保证金            | 55,184           | 69,158           | 82,832           | 100,804          | 110,616          | 营业利润            | 57.1%    | -11.1%   | 17.8%    | 21.1%    | 19.2%    |
| 买入返售资产           | 46,393           | 31,483           | 26,133           | 27,828           | 26,174           | 归属于母公司净利润       | 55.0%    | -7.7%    | 16.1%    | 21.0%    | 19.2%    |
| 长期股权投资           | 9,128            | 9,649            | 10,199           | 10,781           | 11,396           | <b>资产分布</b>     |          |          |          |          |          |
| 固定资产 (含在建工程)     | 6,622            | 6,702            | 7,038            | 7,389            | 7,759            | 自有存款/总资产        | 6.6%     | 7.5%     | 7.0%     | 7.3%     | 7.1%     |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,278,665</b> | <b>1,308,289</b> | <b>1,447,049</b> | <b>1,692,101</b> | <b>1,891,448</b> | 客户存款/总资产        | 15.2%    | 16.7%    | 15.6%    | 16.2%    | 15.9%    |
| 交易性金融负债          | 75,644           | 91,116           | 109,752          | 122,922          | 135,215          | 投资资产/总资产        | 48.1%    | 46.0%    | 47.4%    | 46.0%    | 46.5%    |
| 代买卖证券款           | 251,164          | 279,402          | 288,613          | 351,236          | 385,423          | 买入返售资产/总资产      | 3.6%     | 2.4%     | 1.8%     | 1.6%     | 1.4%     |
| 应付职工薪酬           | 18,945           | 19,820           | 21,646           | 22,561           | 25,139           | 投资资产/净资产        | 287.5%   | 232.7%   | 248.9%   | 262.0%   | 272.7%   |
| <b>负债总计</b>      | <b>1,064,857</b> | <b>1,049,917</b> | <b>1,171,437</b> | <b>1,395,289</b> | <b>1,568,969</b> | <b>收入分布</b>     |          |          |          |          |          |
| 股本               | 12,927           | 14,821           | 14,821           | 14,821           | 14,821           | 手续费收入/营业收入      | 45.2%    | 49.1%    | 49.8%    | 48.6%    | 48.1%    |
| 资本公积             | 65,626           | 90,936           | 90,936           | 90,936           | 90,936           | 经纪业务/营业收入       | 18.2%    | 17.2%    | 17.1%    | 17.6%    | 17.3%    |
| 一般风险准备           | 77,661           | 85,229           | 90,382           | 96,620           | 104,057          | 投行业务/营业收入       | 10.7%    | 13.3%    | 15.3%    | 14.5%    | 14.5%    |
| 其他综合收益           | (753)            | 192              | (225)            | (745)            | (745)            | 资管业务/营业收入       | 15.3%    | 16.8%    | 15.7%    | 15.1%    | 15.0%    |
| 盈余公积             | 9,985            | 11,294           | 13,870           | 16,989           | 20,708           | 自营业务/营业收入       | 23.9%    | 49.1%    | 49.6%    | 53.2%    | 54.4%    |
| 未分配利润            | 32,959           | 36,884           | 46,168           | 57,778           | 71,458           | 净利息收入/营业收入      | 7.0%     | 8.9%     | 9.4%     | 9.4%     | 9.8%     |
| 少数股东权益           | 4,636            | 5,254            | 5,897            | 6,651            | 7,483            | <b>净利润驱动指标</b>  |          |          |          |          |          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>213,808</b>   | <b>258,372</b>   | <b>275,612</b>   | <b>296,812</b>   | <b>322,480</b>   | 公司股基交易额         | 38400000 | 36200000 | 40085204 | 48782771 | 55060435 |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,278,665</b> | <b>1,308,289</b> | <b>1,447,049</b> | <b>1,692,101</b> | <b>1,891,448</b> | 公司股基交易市占率       | 6.95%    | 7.31%    | 7.57%    | 7.73%    | 7.79%    |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 净佣金率(‰)         | 0.34     | 0.28     | 0.28     | 0.27     | 0.27     |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | IPO 市占率         | 17.93%   | 24.12%   | 22.00%   | 21.00%   | 22.00%   |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 再融资市占率          | 23.88%   | 23.82%   | 23.88%   | 23.88%   | 23.88%   |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 债券承销市占率         | 11.33%   | 12.34%   | 12.44%   | 12.54%   | 12.64%   |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 营业税金/营业收入       | 0.6%     | 0.6%     | 0.6%     | 0.6%     | 0.6%     |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 成本收入比           | 57.6%    | 55.8%    | 53.2%    | 51.3%    | 48.6%    |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 有效税率            | 24.7%    | 23.4%    | 24.0%    | 24.0%    | 24.0%    |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 资本公积变化          | (2)      | 25,310   | 0        | 0        | 0        |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>获利能力</b>     |          |          |          |          |          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 净利率             | 30.19%   | 32.74%   | 34.11%   | 35.50%   | 37.52%   |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROA             | 1.98%    | 1.65%    | 1.80%    | 1.91%    | 1.99%    |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROE             | 12.15%   | 9.74%    | 9.99%    | 11.25%   | 12.37%   |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标 (元)</b> |          |          |          |          |          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股收益            | 1.56     | 1.44     | 1.67     | 2.02     | 2.41     |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股净资产           | 15.35    | 18.52    | 19.80    | 21.38    | 23.30    |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股经纪业务交易额       | 2970.58  | 2442.55  | 2704.70  | 3291.56  | 3715.14  |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>估值比率</b>     |          |          |          |          |          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市盈率             | 13.49    | 14.62    | 12.60    | 10.41    | 8.73     |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市净率             | 1.37     | 1.14     | 1.06     | 0.98     | 0.90     |

资料来源: 东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。