

增持（首次）

版图辽阔，傲视群雄

中信证券（600030）深度报告

2023年5月15日

投资要点：

分析师：雷国轩

SAC 执业证书编号：

S0340521070001

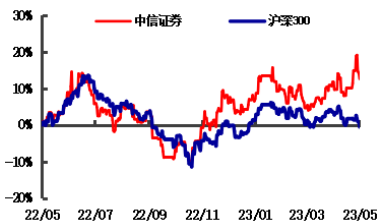
电话：0769-22117626

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据 2023年5月14日

收盘价(元)	21.50
总市值(亿元)	3011.38
总股本(亿股)	148.21
流通股本(亿股)	113.67
ROE(TTM)	8.79%
12月最高价(元)	23.91
12月最低价(元)	17.04

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司是国内规模最大的证券公司。**中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位。公司紧紧围绕服务实体经济这一个中心，进一步完善融资安排者、财富管理、交易服务与流动性提供者、市场重要投资者和风险管理五大角色，不断重塑并巩固核心竞争力。公司依托第一大股东与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户提供境内外全面金融服务。
- **公司财务状况稳健。**公司资本实力雄厚，各项业务布局完善，多样业务资格牌照基本齐全，内部治理良好，发展理念贴近时代趋势。多年来，公司业绩总体维持较快上升趋势，从2012年至2022年，公司营业总收入从116.94亿元增长至651.09亿元，CAGR为18.73%；归母净利润从42.37亿元增长至213.17亿元，CAGR为17.53%。
- **投行业务IPO项目规模和数量领先行业。**受益于资本市场改革，投行业务收入续创新高。从2012年至2022年，公司投行业务手续费净收入从17.90亿元增长至86.54亿元，CAGR为17.07%。公司投行业务有望长期受益于资本市场改革，以及凭借广泛的客户基础和良好的承揽承做能力，投行业务有望长期保持增长趋势。
- **投资风格稳健，自营业务收益行业第一。**从2012年至2022年，公司投资净收益及公允价值变动合计从40.80亿元增长至183.10亿元，CAGR为16.84%。公司股票自营业务坚持聚焦上市公司基本面，同时强化自上而下的宏观策略研究对投资组合风格及行业配置的驱动。接下来，公司股票自营业务将继续优化投研体系，加强宏观、中观及微观研究的结合，提高业务稳健性，探索更多元的投资模式，提升资本运用能力。
- **投资建议：首次覆盖，给予公司“增持”评级。**预计公司2023至2024年每股收益分别为1.81元和2.06元，对应PE估值分别为11.89倍和10.43倍。公司是证券行业龙头，规模优势显著，财务状况稳健，客户群体庞大，多项业务排名行业第一。随着国内大循环、国内国际双循环新发展格局的加快打造，证券行业头部集中趋势有望持续强化，公司作为龙头企业有望持续受益。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **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。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

深度研究

公司研究

证券研究报告

目 录

1. 证券行业龙头，业务版图辽阔	3
1.1 公司历史沿革情况	4
1.2 公司业务覆盖领域广泛	5
1.3 公司股权结构	5
2. 公司财务状况稳健	6
3. 主营业务多项第一，龙头规模优势明显	8
3.1 经纪业务：收入稳定，规模维持百亿以上	9
3.2 投行业务：乘资本市场改革东风，IPO 项目规模和数量领先行业	13
3.2.1 IPO 主承销规模行业第一，排队中的 IPO 项目数量多	14
3.2.2 再融资主承销规模行业第一，排队中的再融资项目数量多	15
3.2.3 债券主承销规模行业第一	16
3.3 资管业务：资管新规过渡期结束，业务发展整体向好	16
3.3.1 资管计划规模和收入维持高水平	17
3.3.2 华夏基金规模呈上升趋势	18
3.4 自营业务：投资风格稳健，收益行业第一	19
3.5 信用业务：利息净收入再创新高，融出资金市占率维持稳定水平	20
4. 全面注册制落地，证券行业迎来高质量发展	21
4.1 IPO 体量呈上升趋势	22
4.2 成交量呈上升趋势但佣金率持续下降	24
4.3 财富管理业务规模有望长期维持上升趋势	24
4.4 融资融券业务维持良性发展	26
4.5 资本市场改革进展快速，证券行业有望实现高质量发展	27
5. 投资策略	29
6. 风险提示	30

插图目录

图 1：中信证券历史沿革	4
图 2：中信证券业务变化情况	5
图 3：公司营收情况	6
图 4：公司归母净利润情况	6
图 5：公司总资产情况	7
图 6：公司净资产情况	7
图 7：公司 ROA 情况	7
图 8：公司 ROE 情况	7
图 9：公司杠杆率高于行业	8
图 10：公司各主营业务收入情况（亿元）	9
图 11：公司各主营业务收入占比情况	9
图 12：公司经纪业务收入情况	10
图 13：公司证券营业部数量情况（截至 2022 年末）	11
图 14：公司证券分公司数量情况（截至 2022 年末）	11
图 15：公司代理股票基金交易总额情况	11
图 16：公司佣金率高于行业	11
图 17：公司客户数量逐年上升（万户）	12
图 18：公司托管客户资产规模呈上升趋势（万亿）	12

图 19：公司投资顾问人数排名行业第二	12
图 20：公司分析师人数排名行业第一	12
图 21：公司投行业务收入情况	13
图 22：公司股权承销金额呈上升趋势	14
图 23：公司债券承销金额呈上升趋势	14
图 24：公司保荐代表人数量行业第一（截至 2023 年 3 月 31 日）	14
图 25：公司 IPO 主承销规模呈上升趋势	15
图 26：公司 IPO 排队中项目数量行业第一	15
图 27：公司再融资规模和数量呈上升趋势	15
图 28：公司再融资排队中项目数量行业第一	15
图 29：公司债券主承销规模呈上升趋势	16
图 30：公司资管业务收入情况	17
图 31：公司资管计划管理规模（亿元）	17
图 32：公司资管计划管理费收入（亿元）	17
图 33：华夏基金管理资产规模（亿元）	18
图 34：华夏基金营收和净利润（亿元）	18
图 35：华夏基金规模排名公募行业第二	19
图 36：公司投资净收益及公允价值变动合计情况（亿元）	20
图 37：公司利息净收入情况（亿元）	20
图 38：公司两融业务融出资金维持千亿水平	21
图 39：证券行业营业收入和净利润情况（亿元）	22
图 40：证券行业 IPO 募资总额呈上升趋势（亿元）	23
图 41：证券行业股权融资家数	23
图 42：各上市板 IPO 募资情况（亿元）	23
图 43：各上市板 IPO 家数情况	23
图 44：证券公司承销债券总额情况（亿元）	23
图 45：证券公司承销债券只数情况	23
图 46：股基成交金额呈上升趋势（亿元）	24
图 47：行业代理买卖证券业务佣金率（‰）	24
图 48：中国可投资资产规模逐年上升（万亿元）	25
图 49：个人可投资资产超过 1 千万的人数（万）	25
图 50：居民可支配收入逐年上升	25
图 51：美国居民金融资产占比远高于非金融资产	26
图 52：中国居民金融资产比例占家庭总财富的比例	26
图 53：资管产品规模呈上升趋势	26
图 54：基金规模逐年上升	26
图 55：行业两融余额情况（亿元）	27
图 56：融资余额和融券余额情况（亿元）	27

表格目录

表 1：中信证券股权结构（2022 年年报）	6
表 2：2021 年证券公司资产和业绩指标排名	7
表 3：2021 年证券公司各项业务排名	9
表 4：近几年资本市场改革主要政策	27
表 5：近几年资本市场改革主要政策	28
表 6：公司盈利预测简表	30

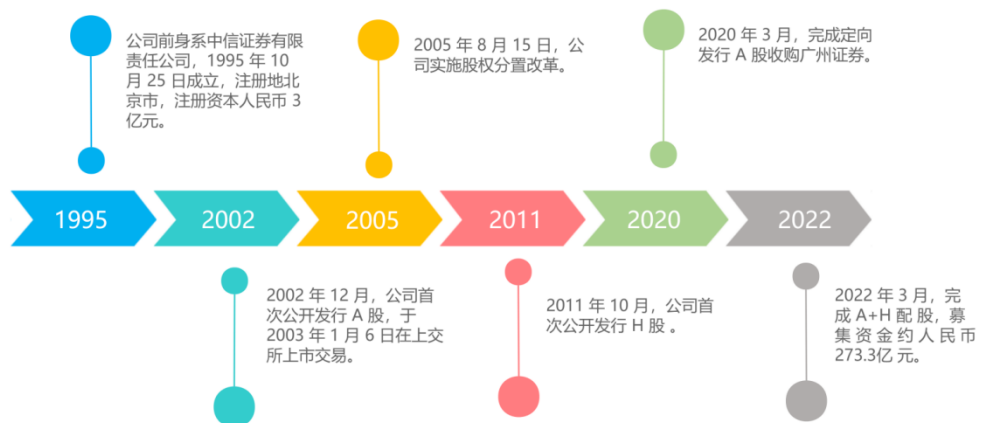
1. 证券行业龙头，业务版图辽阔

公司是国内规模最大的证券公司。主营业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位。公司紧紧围绕服务实体经济这一个中心，进一步完善融资安排者、财富管理、交易服务与流动性提供者、市场重要投资者和风险管理者五大角色，不断重塑并巩固核心竞争力。公司依托第一大股东与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户提供境内外全面金融服务。

1.1 公司历史沿革情况

公司历史悠久。公司前身系中信证券有限责任公司，1995年10月25日成立。成立以来，伴随着中国资本市场的发展，公司各项业务拓展迅速，2002年12月首次公开发行A股，2011年10月首次公开发行H股，实现两地上市。发展期间，公司多次实行增资扩股和定向增发等方式以增强资金实力，2005年公司实施股权分置改革、2006年向中国人寿定向增发、2007年再次发行A股、2008年和2009年通过资本公积转增股本、2015年完成H股定向增发、2020年完成定向发行A股收购广州证券、2022年完成A+H配股。

图 1：中信证券历史沿革

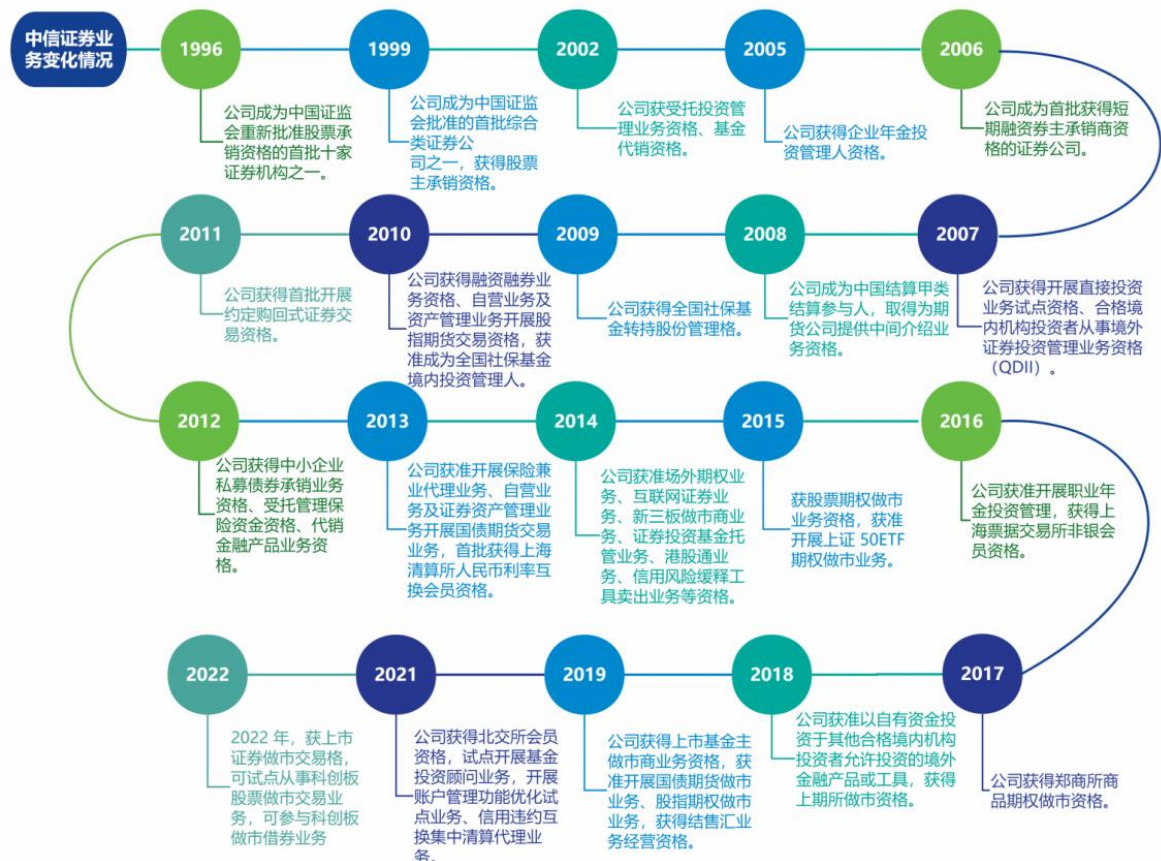


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

1.2 公司业务覆盖领域广泛

公司业务涉猎广泛。在“规范经营、稳健发展”的原则下，公司覆盖了广泛的业务领域，主要包括股票销售交易与研究业务、投资银行、资产管理、财富管理、固定收益、期权衍生品、证券金融、托管业务、新三板业务等，另外通过参控股公司从事基金和期货业务，包括通过华夏基金从事公募基金业务、通过金石投资从事私募基金投资业务、通过中信期货从事期货业务。

图 2：中信证券业务变化情况



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

1.3 公司股权结构

中信集团历经多年仍为最大的机构股东。除香港中央结算有限公司持有的股权外，中国中信是持股最多的机构股东，从 1995 年成立时持股比例 95%，历经多次股权改革后，目前仍直接持有 15.52% 股权。广州越秀金控和广州越秀资本分别占总股本比例的第三和第五，其余股东主要为各大基金或资产管理计划，主要股东均具有一定的金融背景，有

利于与公司进行业务合作。

表 1：中信证券股权结构（2022 年年报）

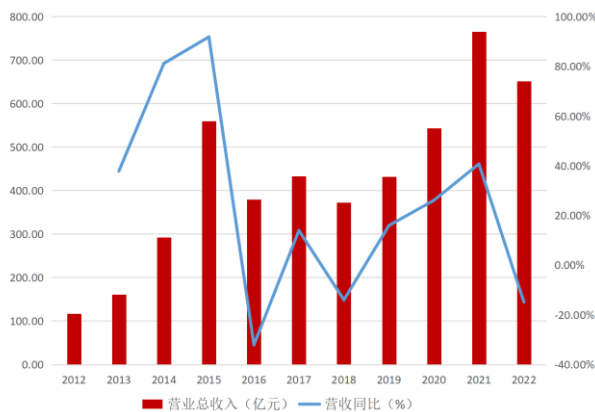
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	17.67
2	中国中信有限公司	15.52
3	广州越秀资本控股集团有限公司	4.23
4	香港中央结算有限公司	3.68
5	广州越秀资本控股集团股份有限公司	2.06
6	中央汇金资产管理有限责任公司	1.38
7	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.35
8	大成中证金融资产管理计划	1.19
9	华夏中证金融资产管理计划	1.12
10	中欧中证金融资产管理计划	1.09
	合计	49.29

资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 公司财务状况稳健

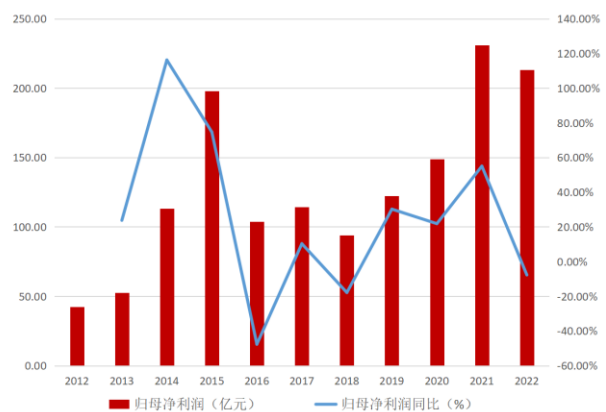
公司业绩表现良好。公司多年来伴随着中国资本市场成长，资本实力雄厚，各项业务布局完善，多样业务资格牌照基本齐全，内部治理良好，发展理念贴近时代趋势。多年来，公司业绩总体维持较快上升趋势，从 2012 年至 2022 年，公司营业总收入从 116.94 亿元增长至 651.09 亿元，CAGR 为 18.73%；归母净利润从 42.37 亿元增长至 213.17 亿元，CAGR 为 17.53%。2022 年，受制于宏观环境影响，公司营收和净利润分别为 651.09 亿元和 213.17 亿元，分别同比-14.92%和-7.72%，跌幅少于行业平均水平，公司经营较为稳健。

图 3：公司营收情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

资产总额和净资产再创新高。2022 年，面对证券市场成交额下降等不利的外部环境，公司资产状况仍创下了历史新高，总资产和净资产分别达到 13082.89 亿元和 2531.18 亿元，

分别同比+2.32%和+21.01%。从 2012 年至 2022 年，公司总资产从 1685.08 亿元增长至 13082.89 亿元，CAGR 为 22.75%；归母净资产从 864.65 亿元增长至 2531.18 亿元，CAGR 为 11.34%，多年来资产状况保持快速上升趋势。

图 5：公司总资产情况

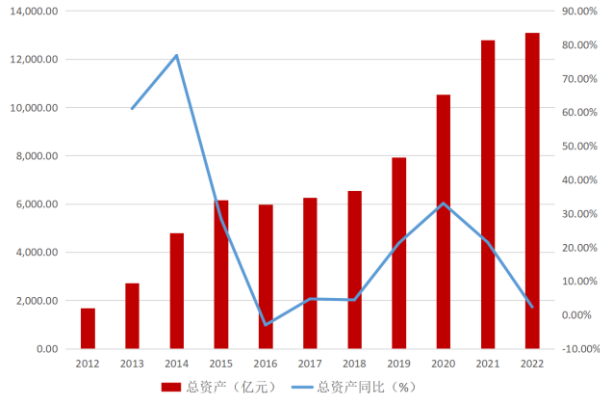
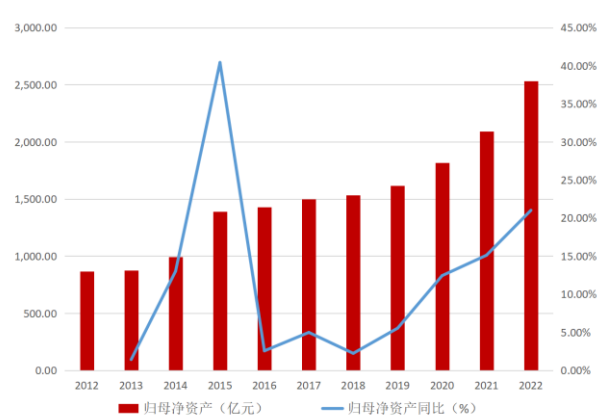


图 6：公司净资产情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

公司多项指标排名行业第一。根据中国证券业协会，2021 年，公司总资产、净资产、营收、净利润、净资本、客户资金余额、托管证券市值等多项指标排名行业第一，公司龙头优势显著，多项规模指标领先行业。

表 2：2021 年证券公司资产和业绩指标排名

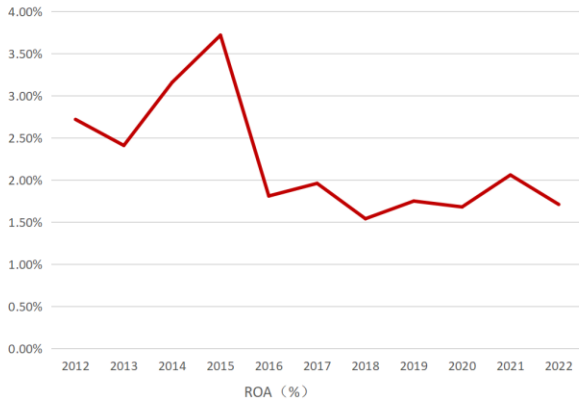
公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润	ROE	净资本	财务杠杆倍数	客户资金余额	托管证券市值
中信证券	1	1	1	1	7	1	2	1	1
华泰证券	2	3	3	3	20	3	11	2	5
国泰君安	3	4	2	2	12	2	14	4	4
招商证券	4	5	4	5	10	8	4	6	7
申万宏源	5	6	10	11	15	5	6	9	3
银河证券	6	8	11	8	8	7	7	5	8
海通证券	7	2	5	4	33	4	51	8	10
广发证券	8	7	7	6	11	9	12	3	9
中金公司	9	11	8	7	4	11	1	11	6
中信建投	10	10	6	9	3	10	3	7	2

资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

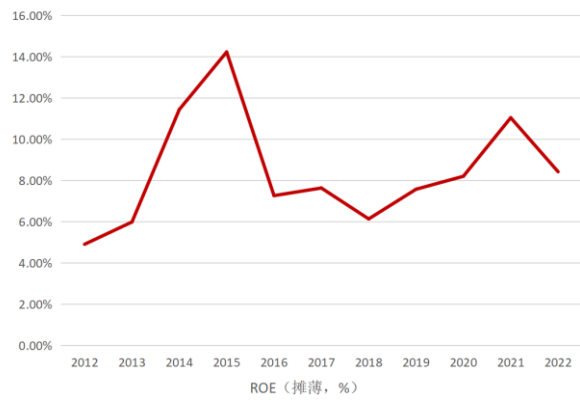
ROA 和 ROE 位于行业平均水平附近。2022 年，公司 ROA 为 1.71%，同比下降 0.35 个百分点；ROE 为 8.42%，同比下降 2.62 个百分点。证券行业 2021 年 ROA 和 ROE 分别为 4.44%和 9.60%，考虑到 2022 年行业业绩普遍同比下滑，预期中信证券 2022 年 ROA 和 ROE 位于行业平均水平附近。

图 7：公司 ROA 情况

图 8：公司 ROE 情况



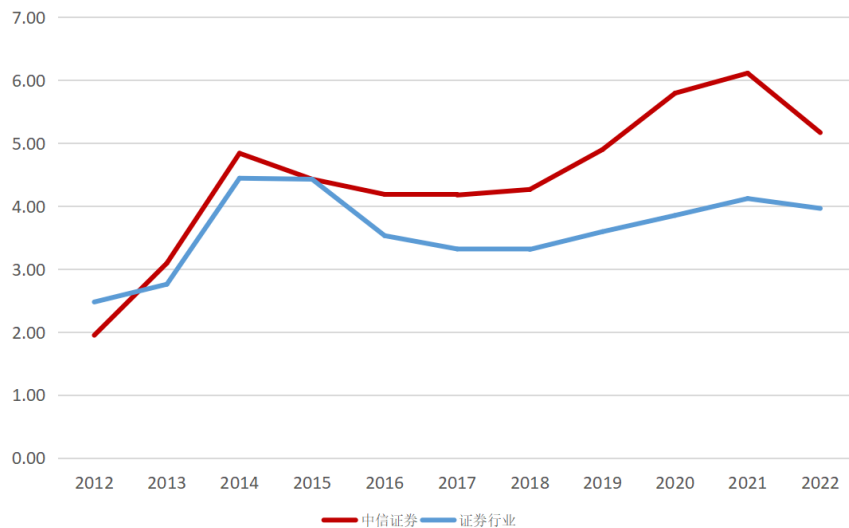
资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司杠杆率高于行业平均水平。2022 年，公司杠杆率为 5.17，同比上升 0.94，比行业平均水平 3.96 高出 1.20，公司资金运用能力高于行业，近几年杠杆率均维持在 5 以上，持续跑赢行业。

图 9：公司杠杆率高于行业



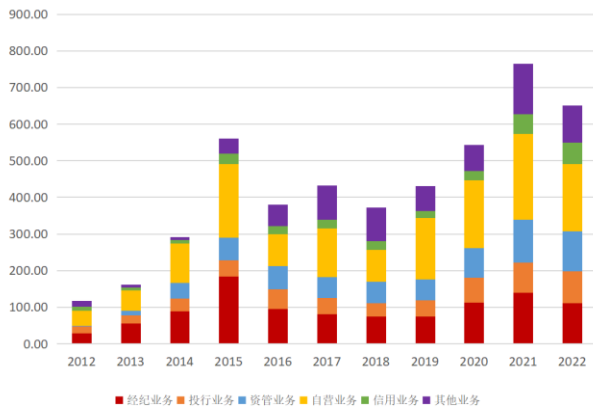
资料来源：wind，东莞证券研究所

3. 主营业务多项第一，龙头规模优势明显

券商业务全覆盖，自营业务收入占比最高。公司细分业务种类繁多，我们将公司业务划分为经纪、投行、资管、自营、信用共 5 个大类。2022 年，公司实现营业总收入 651.09 亿元，其中经纪业务 111.69 亿元，占比 17.15%；投行业务 86.54 亿元，占比 13.29%；资管业务 109.40 亿元，占比 16.80%；自营业务 183.10 亿元，占比 28.12%；信用业务 58.06 亿元，占比 8.92%；其他业务 102.30 亿元，占比 15.71%。相比以经纪业务为主的

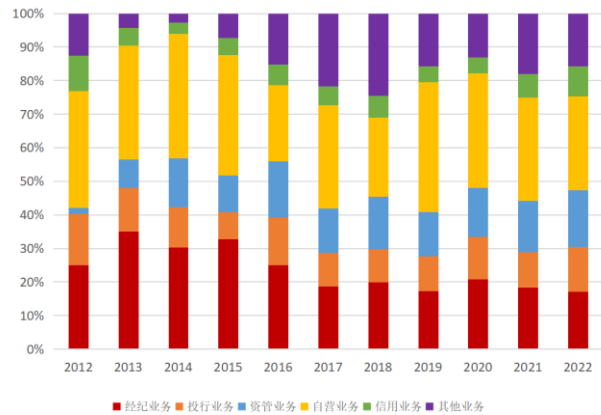
传统券商，公司自营业务是收入占比最高的业务，凸显了公司强大资本实力和投资能力。

图 10：公司各主营业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 11：公司各主营业务收入占比情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司四项主营业务排名行业第一。根据中国证券业协会，按业务收入计算，公司五项主营业务有四项排名行业第一，分别为经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务，仅资管业务排名第二，综合实力优势显著，券商龙头地位持续彰显。

表 3：2021 年证券公司各项业务排名

公司名称	经纪业务	投资银行业务	资产管理业务	证券投资收入	融资类业务利息收入
中信证券	1	1	2	1	1
国泰君安	2	5	4	6	3
广发证券	3	39	13	11	6
招商证券	4	7	9	7	5
华泰证券	5	4	3	5	2
银河证券	6	30	18	8	4
国信证券	7	9	27	4	9
申万宏源	8	12	10	2	8
中金公司	9	3	7	3	11
中信建投	10	2	12	9	10

资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

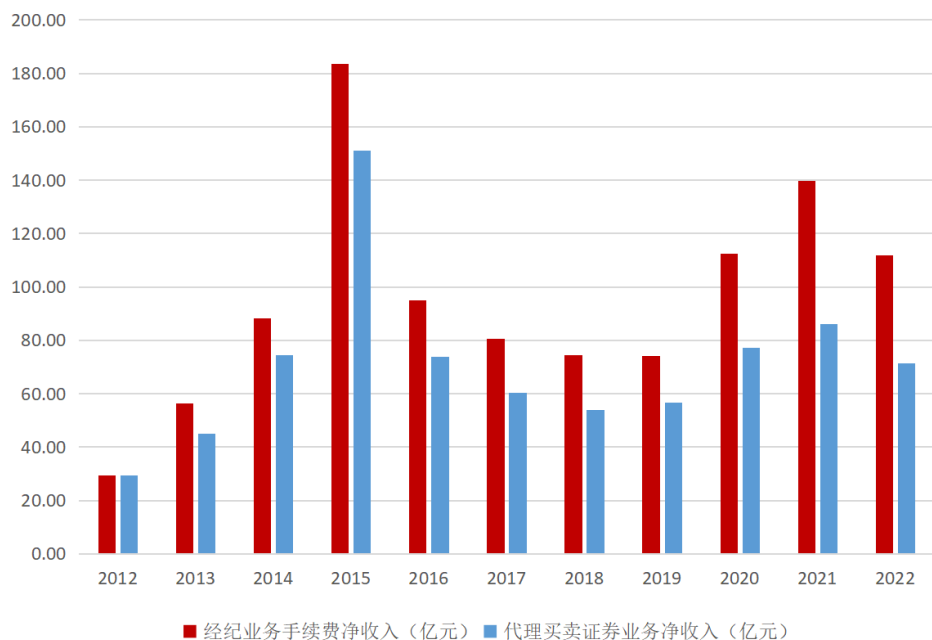
3.1 经纪业务：收入稳定，规模维持百亿以上

经纪业务收入近几年维持百亿以上规模。经纪业务是券商传统业务，公司凭借多年积累的庞大客户群体，深耕传统客户市场，近几年经纪业务收入维持百亿以上。从 2012 年至 2022 年，公司经纪业务手续费净收入从 29.27 亿元增长至 111.69 亿元，CAGR 为 14.33%；其中代理买卖证券业务净收入从 29.27 亿元增长至 71.31 亿元，CAGR 为 9.31%。2022 年，国内证券市场整体活跃度下降，股票基金日均成交量较 2021 年下降超 10%，上证综指降幅 15.13%，中小板综指降幅 20.06%，创业板综指降幅 29.37%，受宏观市场影响，

公司经纪业务手续费净收入同比下降 20.01%，代理买卖证券业务净收入同比下降 17.01%。

大力发展机构经纪业务。公司境内机构股票经纪业务主要覆盖服务公募基金、保险公司、私募基金、银行理财子公司、QFI、WFOE 等境内外专业机构投资者。2022 年，公司继续保持在境内机构经纪业务中的整体领先地位。其中，公募基金佣金分仓 2022 年上半年排名市场第一；QFI 交易客户数量增长到 264 家，居市场首位；全年重点私募基金开户率达 60%。探索一二级市场的联动，与市场股权投资机构及金融同业等财富管理机构加深多维度的合作。公司境外机构股票经纪业务市场份额在亚太地区继续保持领先。进一步布局全球业务，打通境内外业态差异，搭建一体化的全球股票机构经纪业务平台。从现金服务拓展至资产服务，从单一业务驱动转型为多方协同驱动，为全球客户提供差异化专业化的综合金融服务。接下来，公司将结合境内外业务优势和客户资源，持续推进全球机构股票经纪业务一体化整合和拓展业务边界。境内机构股票经纪业务将继续深耕传统客户市场，提升客户有效覆盖率，开拓财富管理机构业务客户市场，探索新的业务模式。

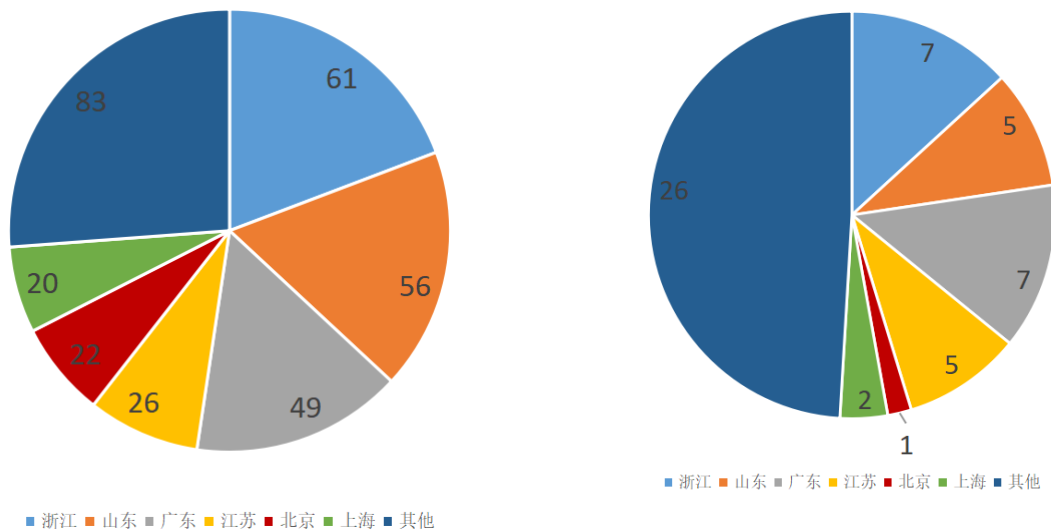
图 12：公司经纪业务收入情况



资料来源：wind，公司年报，东莞证券研究所

公司证券营业部和分公司主要集中在沿海发达地区。截至 2022 年末，公司在境内共拥有分公司 53 家，证券营业部 317 家；中信期货在境内拥有 46 家分公司、4 家期货营业部。此外，中信证券国际通过其下属公司在香港拥有 5 家分行。从地区分布看，公司网点主要集中在沿海发达地区，其中浙江省有 61 家证券营业部和 7 家证券分公司，山东省有 56 家证券营业部和 5 家证券分公司，广东省有 49 家证券营业部和 7 家证券分公司，经济发达地区客户资源更丰富，公司更多的网点布局有利于服务优质客户。

图 13：公司证券营业部数量情况（截至 2022 年末） 图 14：公司证券分公司数量情况（截至 2022 年末）



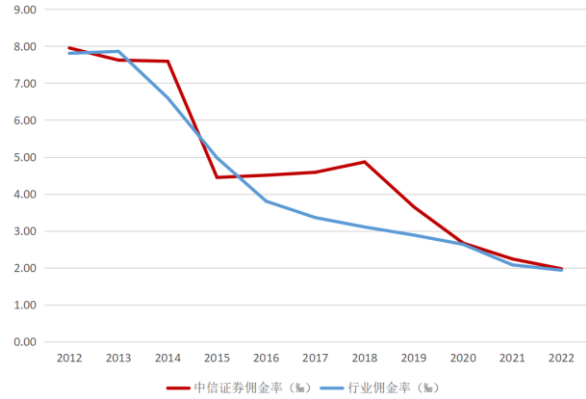
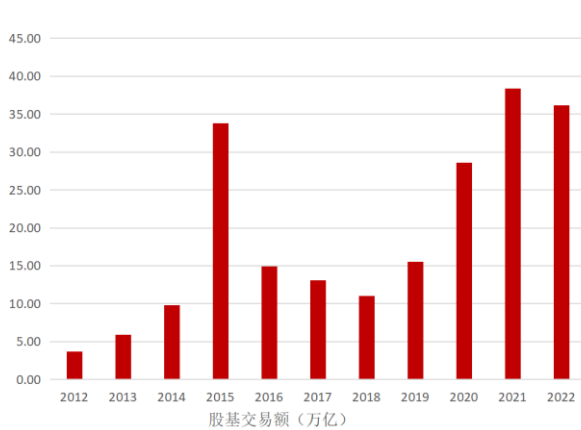
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

公司经纪业务佣金率略高于行业。2022 年，证券行业交易额同比整体下滑，公司代理股票基金交易总额人民币 36.2 万亿元，同比-5.73%。证券行业佣金率多年来呈持续下滑趋势，根据我们的估算，2022 年行业佣金率已降至万分之 1.93，同期中信证券佣金率为万分之 1.97，略高于行业水平，代理买卖证券获利能力维持在合理水平。

图 15：公司代理股票基金交易总额情况

图 16：公司佣金率高于行业

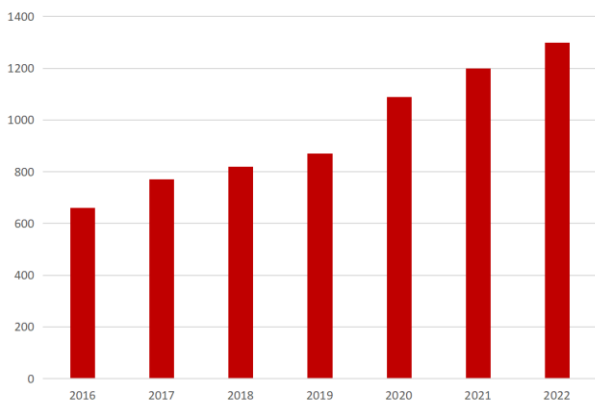


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

资料来源：公司年报，中国证券业协会，东莞证券研究所

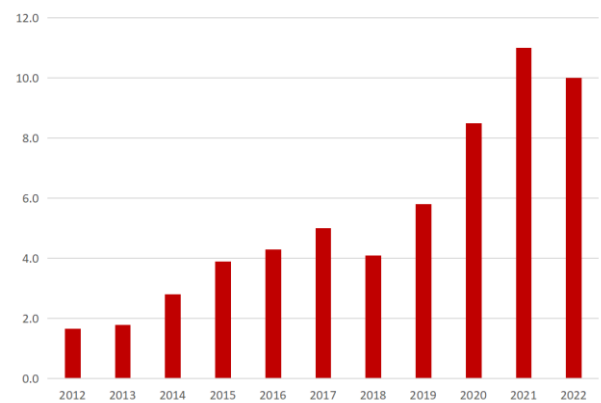
公司客户数量和托管客户资产规模呈上升趋势。截至 2022 年末，公司客户数量累计超 1300 万户，较 2021 年增加约 100 万户；托管客户资产规模保持 10 万亿级，其中人民币 200 万元以上资产财富客户数量近 16 万户。接下来，公司将持续立足财富管理市场巨大的发展空间，依托公司综合金融服务优势，深化以客户为中心的发展模式，强化财富配置与投资顾问专业能力，丰富财富管理综合服务场景，建设新型财富管理队伍，完善财富管理数字化平台，实现财富管理服务生态的多层次、综合化的持续升级，助力普惠金融，服务实体经济，突显财富管理专业价值。

图 17：公司客户数量逐年上升（万户）



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 18：公司托管客户资产规模呈上升趋势（万亿）

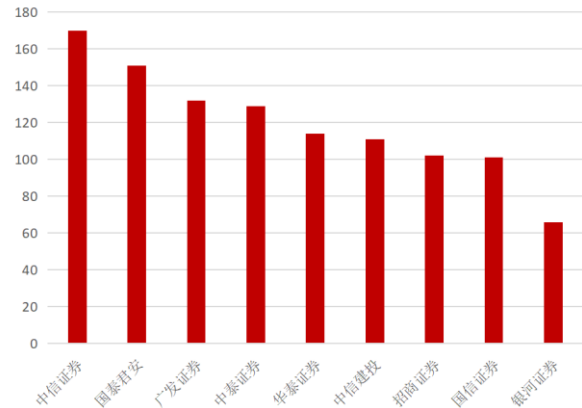
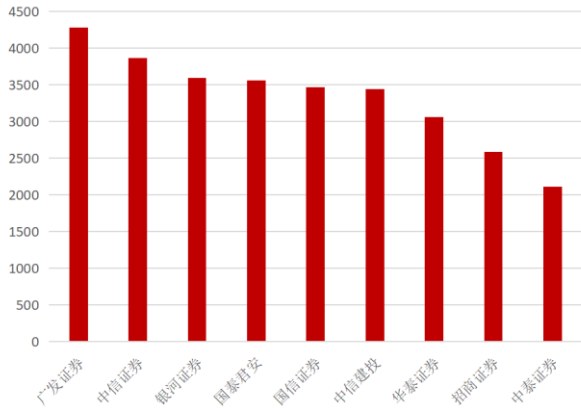


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

公司投资顾问人数排名行业第二，为客户提供专业财富管理咨询服务。根据中国证券业协会，截至 2023 年 3 月 31 日，公司在职投资顾问人数 3865 人，排名行业第二，在职分析师人数 170 人，排名行业第一，庞大的投顾团队有利于为客户提供专业的咨询服务。

图 19：公司投资顾问人数排名行业第二

图 20：公司分析师人数排名行业第一



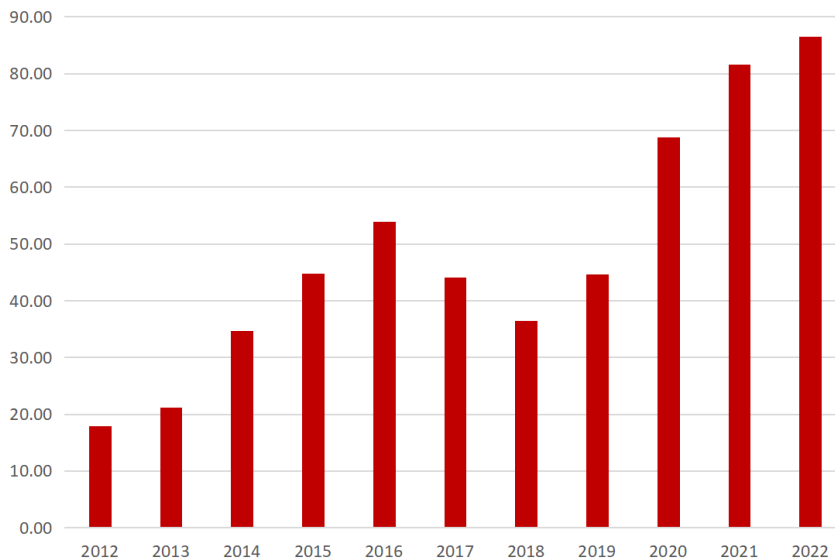
资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

3.2 投行业务：乘资本市场改革东风，IPO 项目规模和数量领先行业

受益于资本市场改革，投行业务收入续创新高。从 2012 年至 2022 年，公司投行业务手续费净收入从 17.90 亿元增长至 86.54 亿元，CAGR 为 17.07%。近几年资本市场改革进度显著，科创板设立、北交所开业、全面注册制落地等重大改革落地大幅刺激一级市场发行量。同时，上市公司数量增加背景下，再融资和债券发行规模从长期看大概率维持上升趋势。公司投行业务有望长期受益于资本市场改革，以及凭借广泛的客户基础和良好的承揽承做能力，投行业务有望长期保持增长趋势。

图 21：公司投行业务收入情况

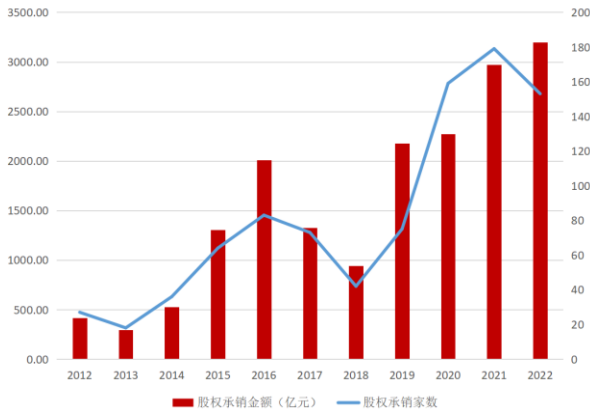


资料来源：wind，东莞证券研究所

公司股权和债券承销规模呈上升趋势。从 2012 年至 2022 年，公司股权承销金额从 414.67 亿元增长至 3199.55 亿元，CAGR 为 22.68%；股权承销家数从 27 家增长至 153 家，CAGR 为 18.94%，2022 年股权承销规模排名行业第一。从 2012 年至 2022 年，公司债券承销金额从 2510.62 亿元增长至 15756.98 亿元，CAGR 为 20.16%；股权承销只数从

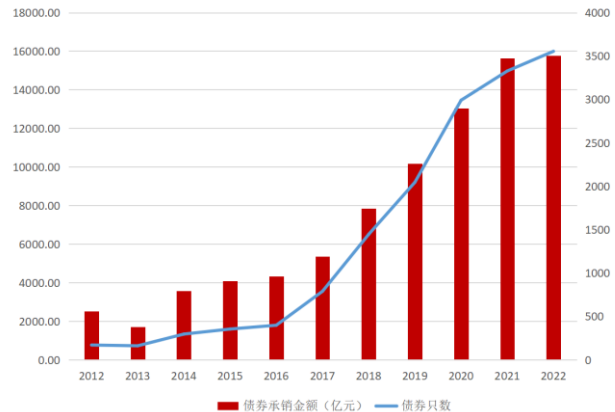
170 只增长至 3554 只，CAGR 为 35.53%，2022 年债券承销规模排名行业第一。

图 22：公司股权承销金额呈上升趋势



资料来源：wind，东莞证券研究所

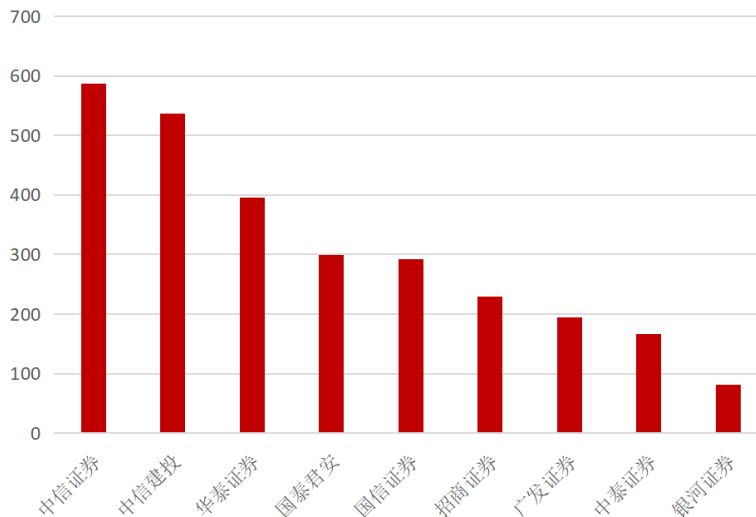
图 23：公司债券承销金额呈上升趋势



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司保荐代表人数行业第一。截至 2023 年 3 月 31 日，公司保荐代表人 587 人，排名行业第一，为公司投行业务提供了充足的人才保障。

图 24：公司保荐代表人数量行业第一（截至 2023 年 3 月 31 日）



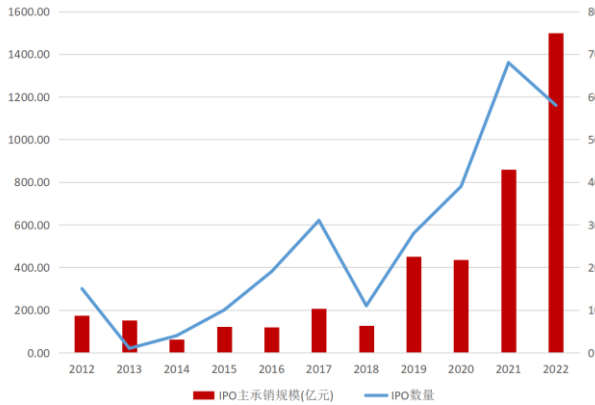
资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

3.2.1 IPO 主承销规模行业第一，排队中的 IPO 项目数量多

IPO 主承销规模呈上升趋势，在手 IPO 项目数量排名行业第一。从 2012 年至 2022 年，公司 IPO 主承销规模从 173.61 亿元增长至 1498.32 亿元，CAGR 为 24.05%。截至 2022 年末，公司排队中的 IPO 项目为 173 个，排名行业第一；截至 2023 年 3 月 31 日，公司排队中的 IPO 项目为 159 个，排名行业第一。2022 年，境内股权融资方面，公司完成 A 股主承销项目 166 单，主承销规模人民币 3763.17 亿元（现金类及资产类），同比增长 13.38%，市场份额 22.31%，排名市场第一。随着注册制改革推进，公司完成 IPO 项目 58 单，主承销规模人民币 1498.32 亿元，市场份额 25.53%，排名市场第一。2022 年，

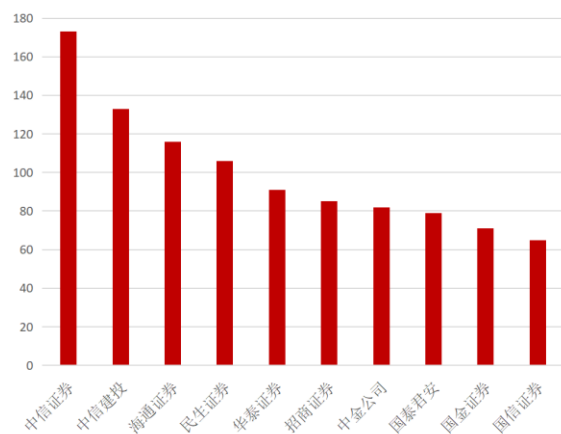
境外股权融资方面，按项目发行总规模在所有账簿管理人中平均分配的口径计算，公司完成 43 单境外股权项目，承销规模合计 23.83 亿美元。其中，香港市场 IPO 项目 16 单，承销规模 6.98 亿美元。

图 25：公司 IPO 主承销规模呈上升趋势



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 26：公司 IPO 排队中项目数量行业第一

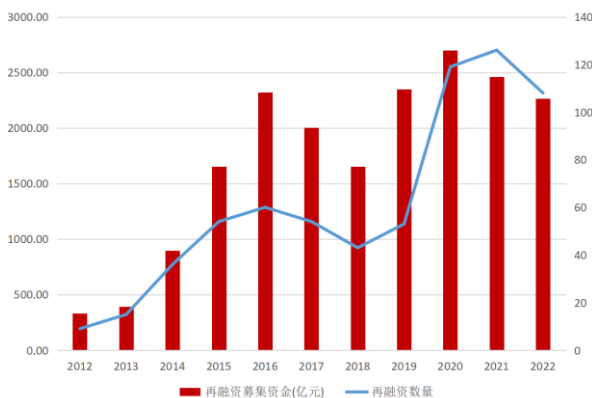


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2.2 再融资主承销规模行业第一，排队中的再融资项目数量多

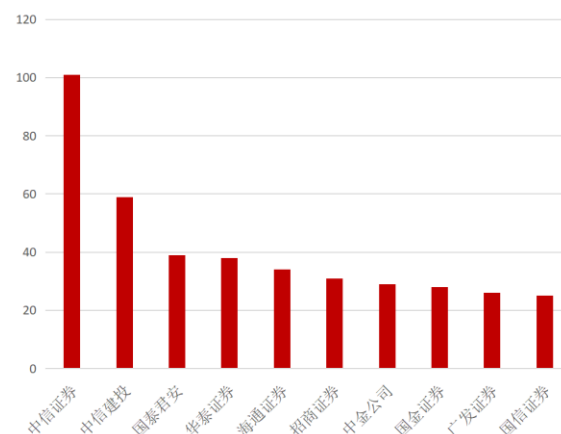
再融资主承销规模呈上升趋势，在手再融资项目数量排名行业第一。从 2012 年至 2022 年，公司再融资主承销规模从 332.87 亿元增长至 2264.85 亿元，CAGR 为 21.14%。截至 2022 年末，公司排队中的再融资项目为 101 个，排名行业第一；截至 2023 年 3 月 31 日，公司排队中的再融资项目为 116 个，排名行业第一。2022 年，公司境内再融资项目 108 单，主承销规模人民币 2264.85 亿元，市场份额 20.60%，排名市场第一，其中现金类定向增发项目 68 单，主承销规模人民币 1155.64 亿元，市场份额 20.93%，排名市场第一。2022 年，公司境外再融资项目 9 单，承销规模 5.72 亿美元，香港市场股权融资业务排名中资证券公司第二；在欧洲市场完成 GDR 项目 8 单，承销规模 7.95 亿美元，排名中资证券公司第一；在东南亚、印度和澳大利亚等其他海外市场完成股权融资项目 10 单，承销规模 3.18 亿美元。

图 27：公司再融资规模和数量呈上升趋势



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 28：公司再融资排队中项目数量行业第一

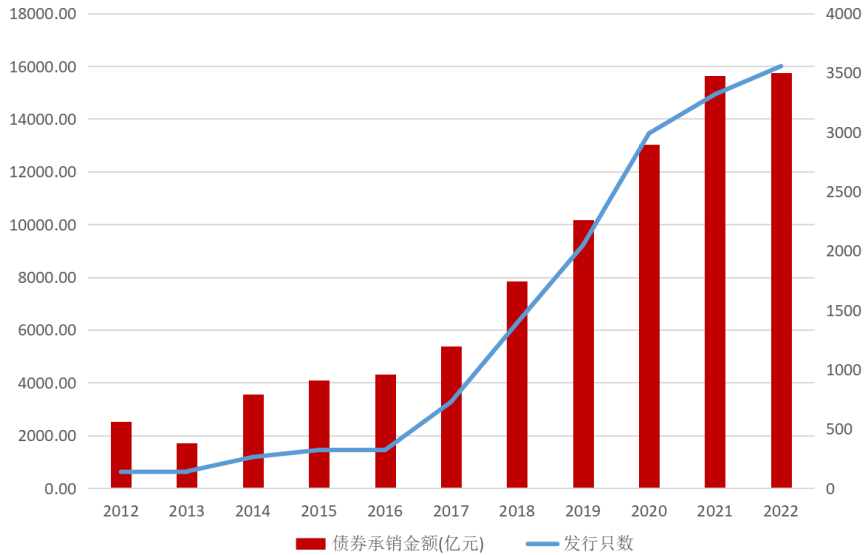


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2.3 债券主承销规模行业第一

公司债券主承销规模呈上升趋势。从 2012 年至 2022 年，公司债券主承销规模从 2510.62 亿元增长至 15785.81 亿元，CAGR 为 20.16%。2022 年，公司债务融资业务继续保持行业领先地位，共承销债券 3555 只，排名同业第一。承销规模合计人民币 15785.81 亿元，同比增长 0.93%，占全市场承销总规模的 6.32%，排名市场第一；占证券公司承销总规模的 14.74%，排名同业第一。

图 29：公司债券主承销规模呈上升趋势



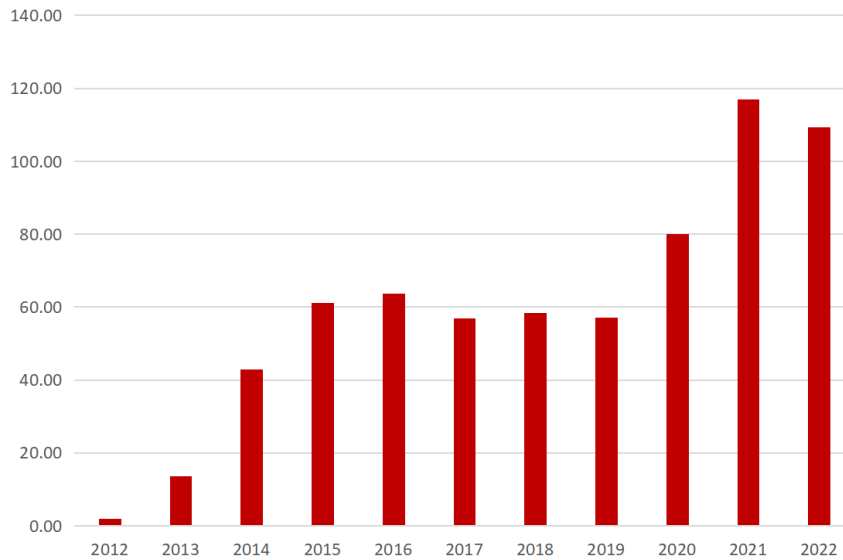
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

3.3 资管业务：资管新规过渡期结束，业务发展整体向好

资产管理行业开启净值化时代。从 2012 年至 2022 年，公司资管业务手续费净收入从 1.98 亿元增长至 109.40 亿元，CAGR 为 49.36%。2022 年，资管新规过渡期结束，资产管理行业开启净值化时代。受宏观环境复杂、市场波动加剧等影响，资管行业规模增速有所放缓，但行业发展仍然整体向好。未来，随着金融改革持续深化、多层次资本市场体系进一步完善、金融市场创新更加活跃，资管机构也将迎来更多的机会与挑战。券商资管机构需要在投资管理、产品布局、市场营销、客户服务、金融科技等方面构建核心竞争力，把握养老三支柱体系建设、机构定制化服务需求升级、居民财富再配置等关键机遇，推动业务生态向高质量发展转型。

资管新规过渡期结束，行业进入高质量发展时期。从资管行业变化看，2008 年，券商资管业务结束试点，业务全面放开。2012 年，监管松绑实现备案制，行业资管规模呈井喷式增长。2016 年监管趋严，大方向上降杠杆、去通道，券商资管规模缩减，进入业务巩固期。2018 年，资管新规正式落地。2021 年，产品整改期收官。2022 年，资管行业开启主动管理转型加码和公募化发展浪潮，行业规模增速有所放缓，但行业发展仍然整体向好。

图 30：公司资管业务收入情况



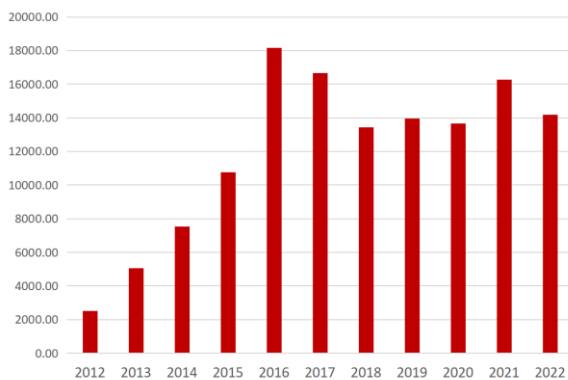
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3.1 资管

计划规模和收入维持高水平

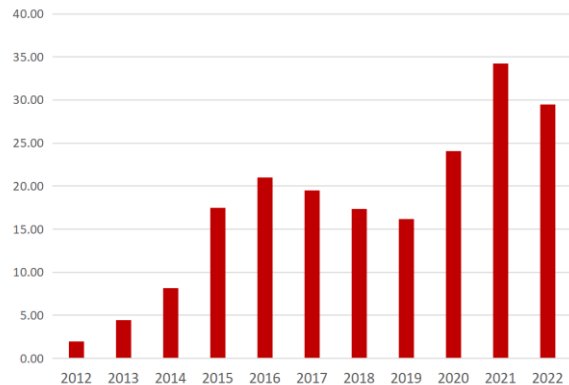
私募资产管理业务排名行业第一。从 2012 年至 2022 年，公司资管计划管理规模从 2508.38 亿元增长至 14177.92 亿元，CAGR 为 18.91%。从 2012 年至 2022 年，公司资管计划管理费收入从 1.98 亿元增长至 29.46 亿元，CAGR 为 31.00%。截至 2022 年末，公司资产管理规模合计人民币 14177.92 亿元，包括集合资产管理计划、单一资产管理计划，规模分别为人民币 5033.07 亿元、9144.85 亿元，资管新规下公司私募资产管理业务（不包括养老业务、公募大集合产品以及资产证券化产品）市场份额约 16.13%，排名行业第一。2022 年，公司资产管理业务中养老第一支柱规模保持平稳，第二支柱规模稳中有升；全面覆盖国有股份制银行和区域银行理财子公司，通过多样策略和深度服务提升核心客户合作；19 只大集合全部完成公募化改造；资管子公司设立获中国证监会核准；香港资管平台获香港证监会证券交易及公募基金牌照。

图 31：公司资管计划管理规模（亿元）



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 32：公司资管计划管理费收入（亿元）

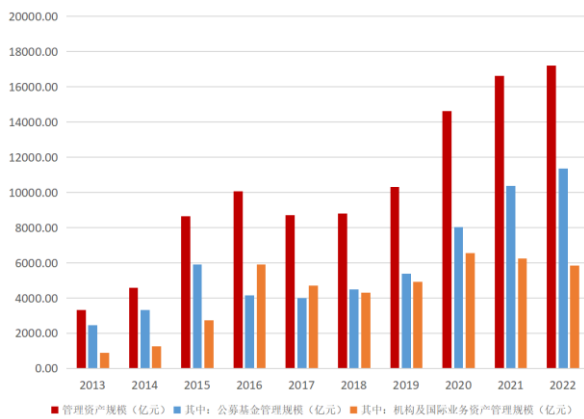


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3.2 华夏基金规模呈上升趋势

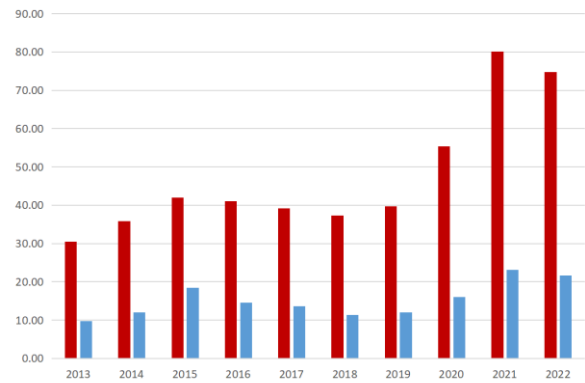
公司债券主承销规模呈上升趋势。除资管计划外，公司通过控股华夏基金开展各类资管业务。截至 2022 年末，公司持股华夏基金 62.20%，实现控股权。从 2013 年至 2022 年，华夏基金管理资产规模从 3333.74 亿元增长至 17216.26 亿元，CAGR 为 20.01%。从 2013 年至 2022 年，华夏基金营收从 30.47 亿元增长至 74.75 亿元，CAGR 为 10.49%。从 2013 年至 2022 年，华夏基金净利润从 9.71 亿元增长至 21.63 亿元，CAGR 为 9.31%。截至 2022 年末，华夏基金本部管理资产规模人民币 17216.26 亿元。其中，公募基金管理规模人民币 11374.77 亿元；机构及国际业务资产管理规模人民币 5841.45 亿元。

图 33：华夏基金管理资产规模（亿元）



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

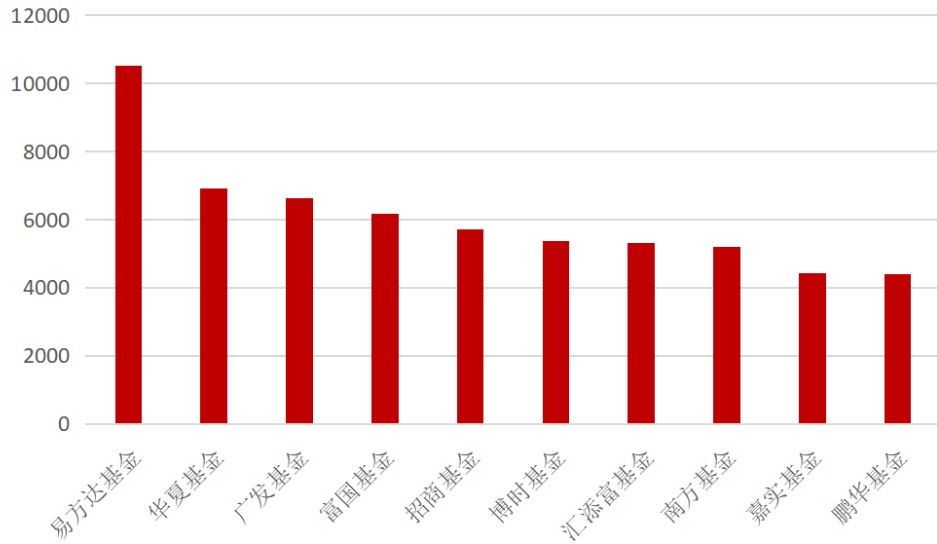
图 34：华夏基金营收和净利润（亿元）



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

华夏基金规模排名公募行业第二。根据中国证券投资基金业协会，截至 2022 年末，华夏基金非货币理财公募基金月均规模 6926.80 亿元，排名行业第二。2022 年，华夏基金权益基金中长期业绩表现出色；产品发行数量和募集资金规模保持行业领先，打造个人养老品牌范本，保持公募 REITs 业务领先优势；完善社保产品布局，改善主动管理专户结构，保持机构业务增量稳定；加大力度推进数字化转型，强化人力资源体系建设，整体资产管理规模进一步提升。接下来，华夏基金将进一步细化产品策略，完善投资方法论，全力提升投资业绩，科学布局新发基金，引领创新业务发展；持续完善风险控制体系，实现机构业务规模稳健增长；推进公司数字一体化建设，加强金融科技赋能，打造追求卓越的人才团队，保持行业综合竞争力。

图 35：华夏基金规模排名公募行业第二



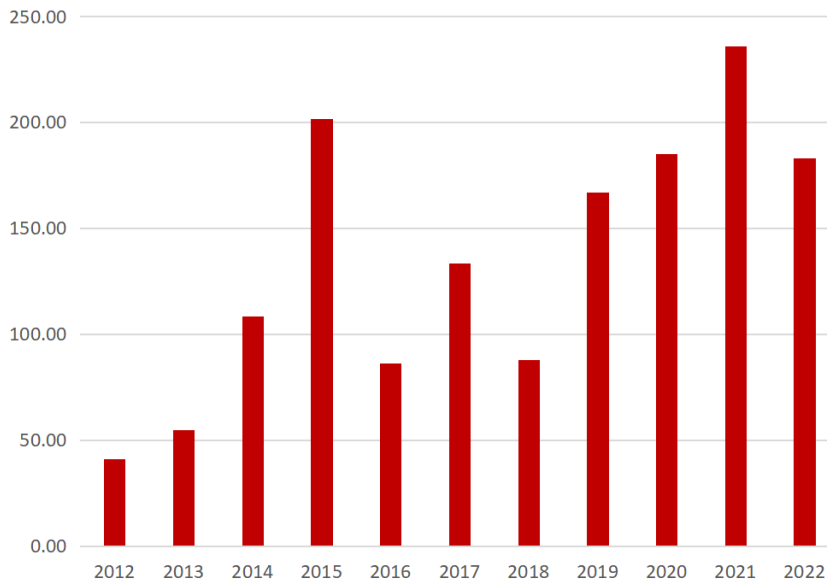
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.4 自营业务：投资风格稳健，收益行业第一

自营收益排名行业第一。从2012年至2022年，公司投资净收益及公允价值变动合计从40.80亿元增长至183.10亿元，CAGR为16.84%。2022年，沪深300指数下跌21.63%，中证500指数下跌20.31%，全年成长风格股票表现不佳，低估值股票相对平稳。公司股票自营业务坚持聚焦上市公司基本面，同时强化自上而下的宏观策略研究对投资组合风格及行业配置的驱动，更着眼于降低组合波动及增强抵御外部宏观因素冲击的能力。受整体市场下跌影响，公司全年投资净收益及公允价值变动合计183.10亿元，同比-22.33%，

自营收益排名行业第一。接下来，公司股票自营业务将继续优化投研体系，加强宏观、中观及微观研究的结合，提高业务稳健性，探索更多元的投资模式，提升资本运用能力。

图 36：公司投资净收益及公允价值变动合计情况（亿元）

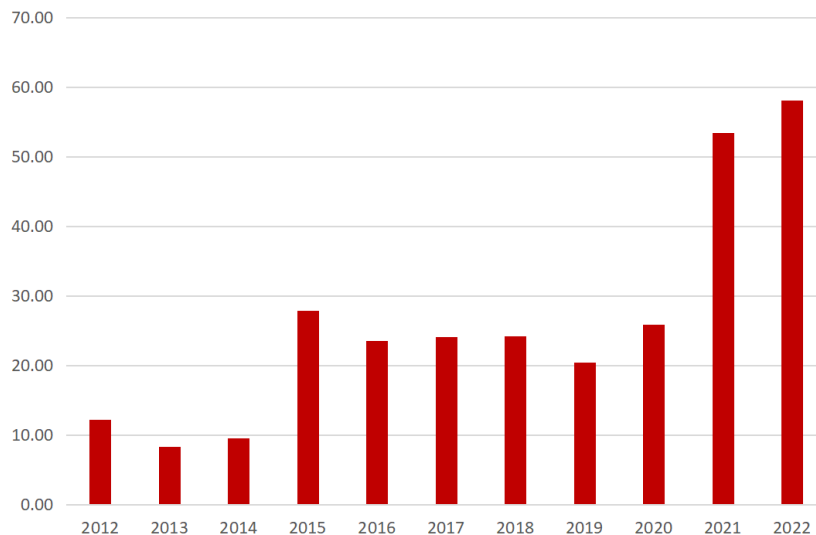


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.5 信用业务：利息净收入再创新高，融出资金市占率维持稳定水平

2022 年信用业务收入创新高。从 2012 年至 2022 年，公司利息净收入从 12.24 亿元增长至 58.06 亿元，CAGR 为 16.84%。2022 年，公司利息净收入实现 58.06 亿元，同比+8.79%，创下历年最高水平。2022 年融资业务以股东客群融资需求为业务增长新动力，份额持续领先；融券业务获科创板做市借券业务资格，领先优势进一步巩固；股票质押业务重点提升风险识别和管理能力，资产质量稳步提高；境外孖展业务稳健发展。

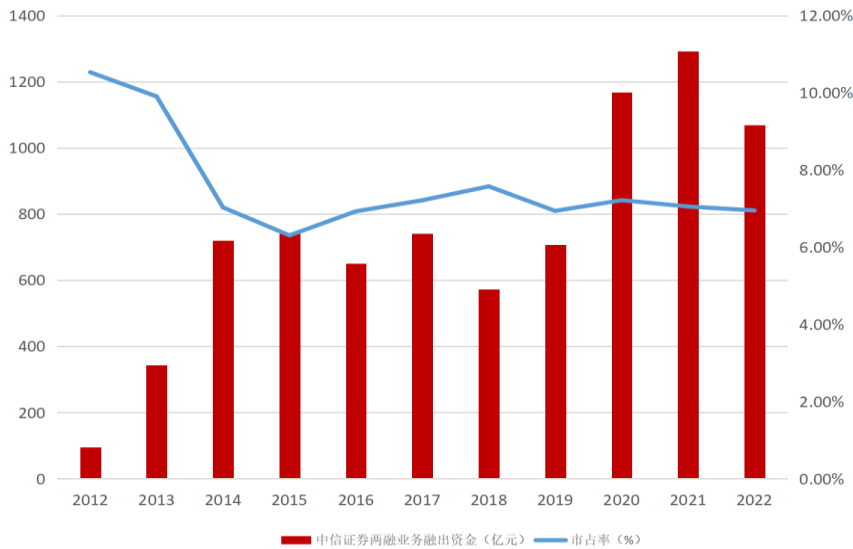
图 37：公司利息净收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司两融业务融出资金维持千亿水平。从 2012 年至 2022 年，公司两融业务融出资金从 94.23 亿元增长至 1069.76 亿元，CAGR 为 27.50%，行业市占率为 6.94%，近几年维持在 7%左右的水平。2022 年，公司各项业务有序开展，融资融券业务为资金占用型，需要大量资金支持。公司 2022 年末境内外长短期借款、应付债券、应付短期融资款余额合计人民币 1493.77 亿元。

图 38：公司两融业务融出资金维持千亿水平



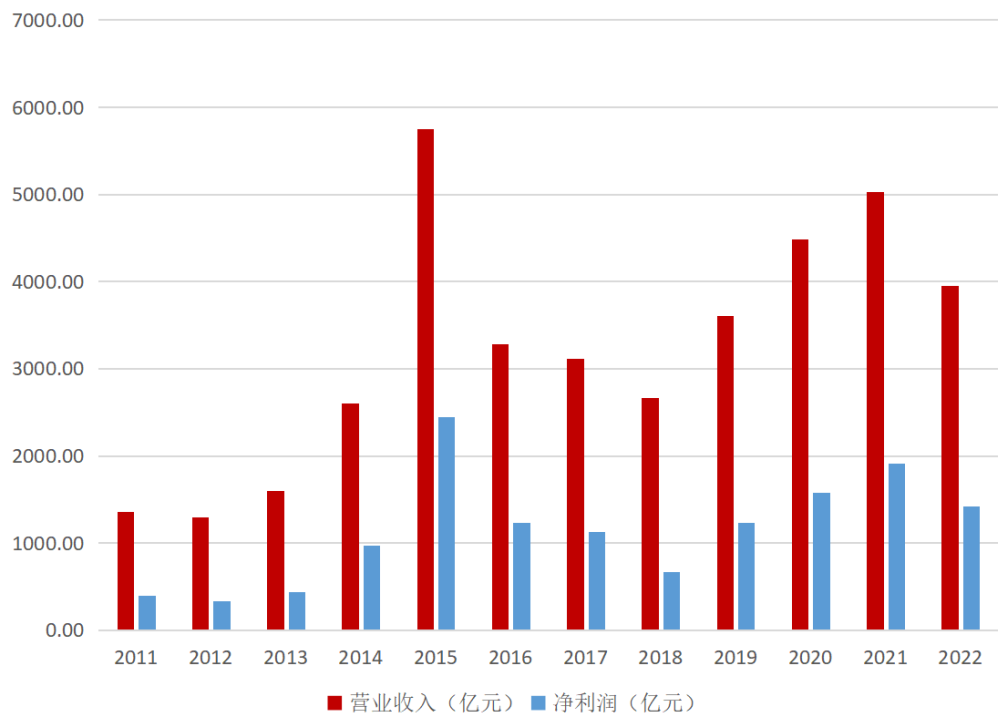
资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 全面注册制落地，证券行业迎来高质量发展

证券行业营收和利润水平呈现周期性特征。根据中国证券业协会，2022 年全行业 140 家证券公司实现营业收入 3949.73 亿元，同比-21.38%；实现净利润 1423.01 亿元，同比-25.54%，受内外部环境等多重因素的影响，证券市场出现较大波动，行业的周期性有所显现，近四年来首次出现盈利下降的情况。多年以来，伴随着我国证券市场的发展，我国证券业经历了不断规范和发展壮大的历程，证券公司创新步伐逐步加快、业务范围逐步扩大、盈利能力逐步提升、抗风险能力逐步增强；同时，我国证券业盈利模式以经纪、自营、承销、信用交易和资产管理等业务为主，行业的收入和利润对证券市场变化趋势依赖程度较高，伴随着证券场景气周期的变化，我国证券业利润水平也表现出明显的周期特征。

从长期看，证券行业依然有长足的发展空间。从 2012 年至 2022 年，证券行业营收从 1359.50 亿元增长至 3949.73 亿元，CAGR 为 11.25%；净利润从 393.77 亿元增长至 1423.01 亿元，CAGR 为 13.71%。党的二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。在围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”方面，全面注册制改革的重中之重将是推进上交所、深交所主板注册制改革，完善多层次资本市场体系；改进交易制度，优化融资融券和转融通机制；加快投资端改革，引入更多中长期资金；坚持将资本市场一般规律与中国实际相结合，打造中国特色现代资本市场。行业监管方面将坚持放管结合，加强事中事后监管，督促中介机构归位尽责；强化信息披露和公司治理监管，健全证券公司做优做强的制度安排。

图 39：证券行业营业收入和净利润情况（亿元）



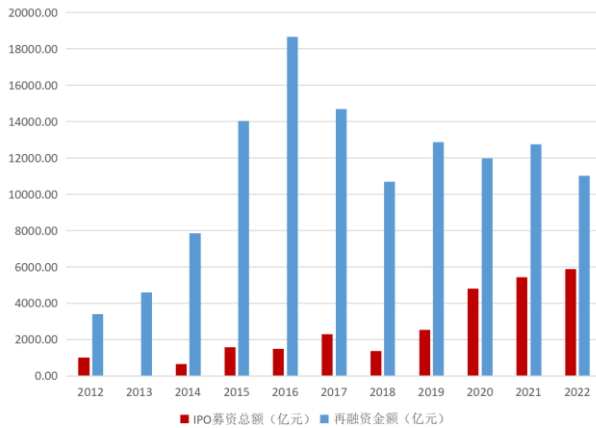
资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

4.1 IPO 体量呈上升趋势

全面注册制落地有望刺激 IPO 体量上升。从 2012 年至 2022 年，证券行业 IPO 募资总额从 1018.34 亿元增长至 5868.86 亿元，CAGR 为 19.14%；再融资金额从 3397.03 亿元增长至 11013.02 亿元，CAGR 为 12.48%。从 2012 年至 2022 年，证券行业 IPO 家数从 151 家增长至 428 家，再融资家数从 161 家增长至 555 家。2022 年是全面实行股票发行

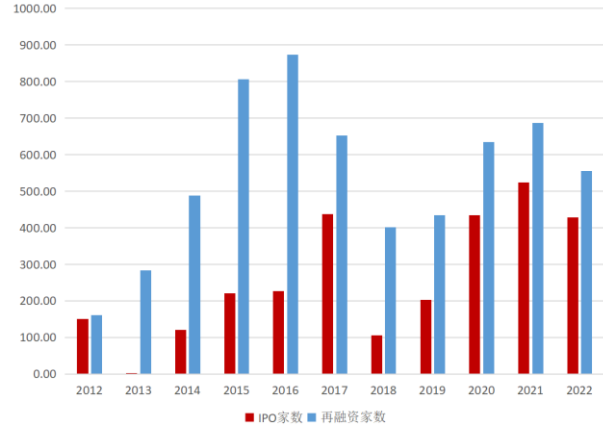
注册制正式实施的一年，这一重大改革，意味着注册制推广到全市场，标志着新一轮资本市场改革迈出了决定性的一步，为资本市场服务高质量发展打开更广阔的空间，IPO和再融资体量有望持续上升。

图 40：证券行业 IPO 募资总额呈上升趋势（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

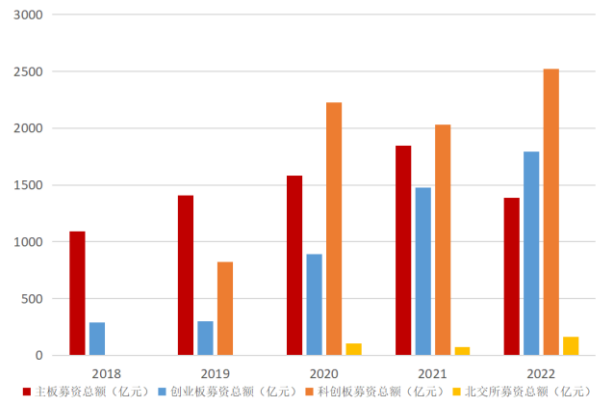
图 41：证券行业股权融资家数



资料来源：wind，东莞证券研究所

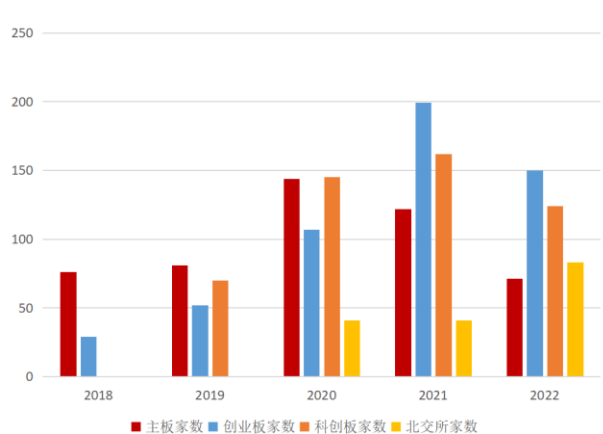
科创板和北交所开业后募资总额持续上升。近年来科创板和北交所相继开业，募资总额持续上升。从 2019 年至 2022 年，科创板募资总额从 824.27 亿元上升至 2520.44 亿元，IPO 家数从 70 家上升至 124 家。从 2020 年至 2022 年，北交所募资总额从 105.87 亿元上升至 164.77 亿元，IPO 家数从 41 家上升至 83 家。

图 42：各上市板 IPO 募资情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 43：各上市板 IPO 家数情况

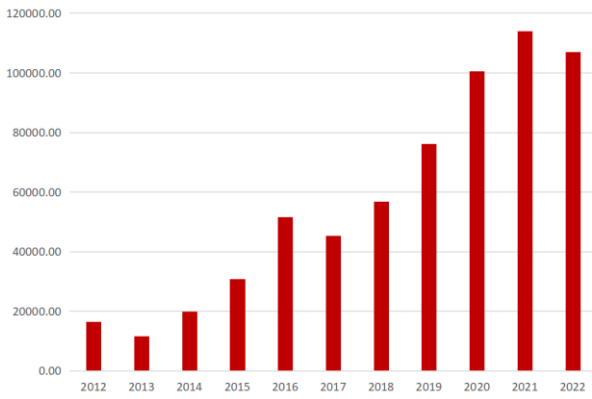


资料来源：wind，东莞证券研究所

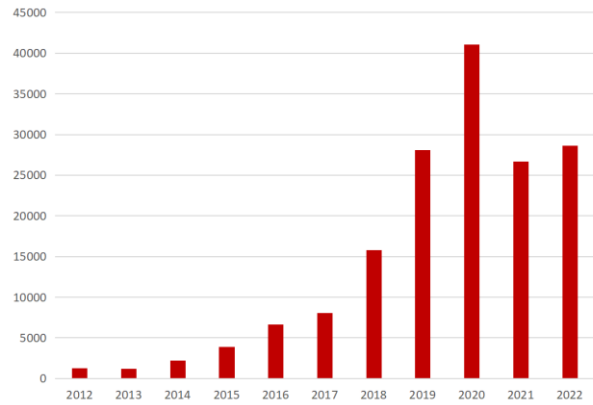
债券承销总额维持在 10 万亿水平。随着上市公司数量持续上市，企业发债数量整体呈上升趋势。从 2019 年至 2022 年，证券公司承销债券总额从 16494.54 亿元上升至 107053.91 亿元，CAGR 为 20.57%；承销债券只数从 1262 只上升至 28649 只，CAGR 为 36.65%。

图 44：证券公司承销债券总额情况（亿元）

图 45：证券公司承销债券只数情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所

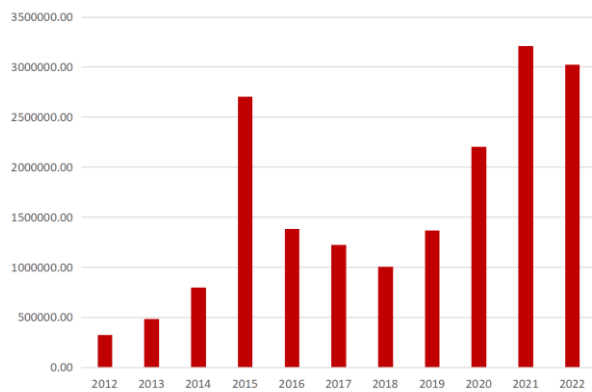


资料来源: wind, 东莞证券研究所

4.2 成交量呈上升趋势但佣金率持续下降

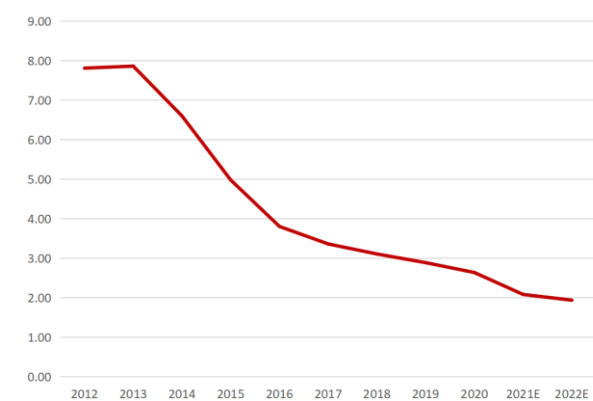
行业佣金率维持下降趋势。证券行业交易量虽受经济周期影响存在一定的周期性波动，但随着上市公司数量增加和资本市场活跃度提升，整体呈上升趋势，从 2012 年至 2022 年，股基成交金额从 32.27 万亿元增长至 302.54 万亿元，CAGR 为 25.08%。同时，随着经纪业务日趋成熟，行业代理买卖证券业务佣金率多年来持续下降，根据我们估算，2022 年行业佣金率已降至 1.93%，继续向成本线逼近，但下降空间有限。由于行业佣金率的持续下降，证券行业代理买卖证券业务发展空间有限，行业亟需向财富管理等新方向拓展业务。

图 46: 股基成交金额呈上升趋势 (亿元)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 47: 行业代理买卖证券业务佣金率 (%)



资料来源: 中国证券业协会, wind, 东莞证券研究所

4.3 财富管理业务规模有望长期维持上升趋势

高净值人群资产增速高于整体水平。多年来我国经济高速发展，居民收入和可投资资产规模逐年上升，根据招商银行发布的《中国私人财富报告》，从 2006 年至 2021 年，中国个人持有的可投资资产总体规模从 25.6 万亿元增长至 268 万亿元，CAGR 为 16.95%；其中，从 2006 年至 2021 年，中国高净值人群（个人可投资资产 1000 万元以上）持有可投资资产规模从 5.2 万亿元增长至 96 万亿元，CAGR 为 21.46%，高净值人群可投资

资产增速高于整体水平。从 2008 年至 2021 年，高净值人群数量从 30 万人增长至 296 万人，CAGR 为 19.25%。

图 48：中国可投资资产规模逐年上升（万亿元）

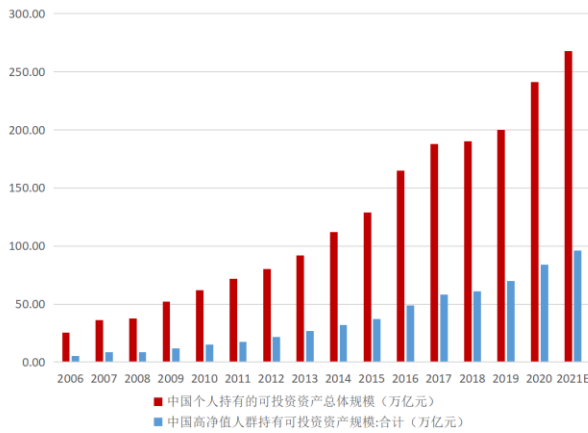
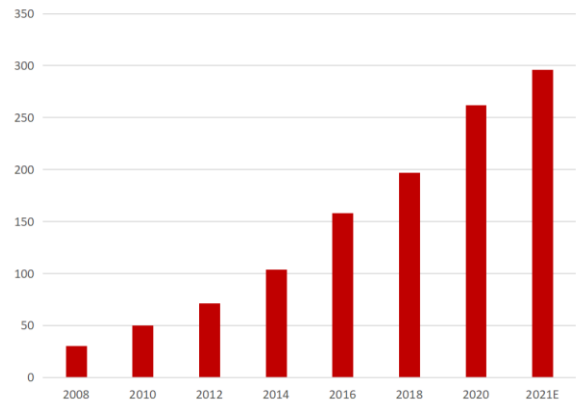


图 49：个人可投资资产超过 1 千万的人数（万）

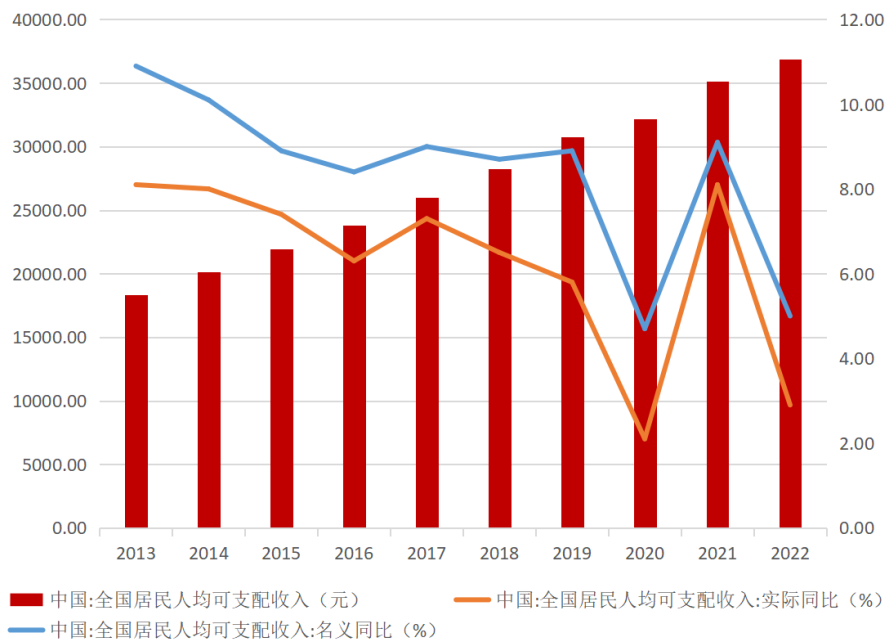


资料来源：招商银行，东莞证券研究所

资料来源：招商银行，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 50：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

与美国对比，我国居民金融资产占总资产比例有较大上升空间。根据 wind，2021 年，美国居民和非营利机构部门资产总额为 168.48 万亿美元，其中金融资产占比 70.12%，非金融资产占比 29.88%。根据 wind，2019 年，中国金融资产占家庭总财富的比例为

52.70%，非金融资产占比为 47.30%。与美国对比，我国居民金融类资产占比较低，随着房住不炒的政策方向持续，以房子为代表的非金融类资产作为家庭财富蓄水池的功能或将持续弱化，未来金融类资产或将持续承接溢出的居民财富，占比有望长期上升，财富管理体量有望继续攀升。

图 51：美国居民金融资产占比远高于非金融资产

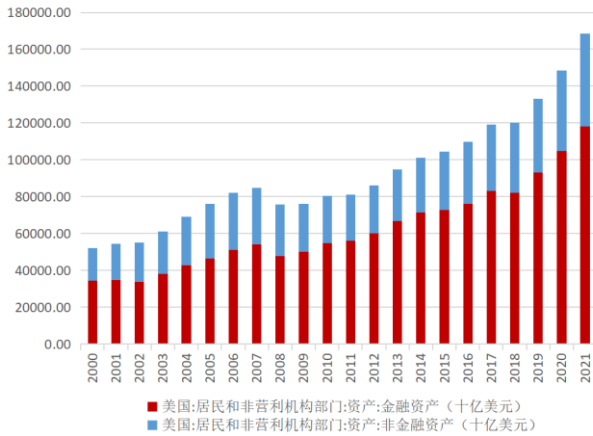
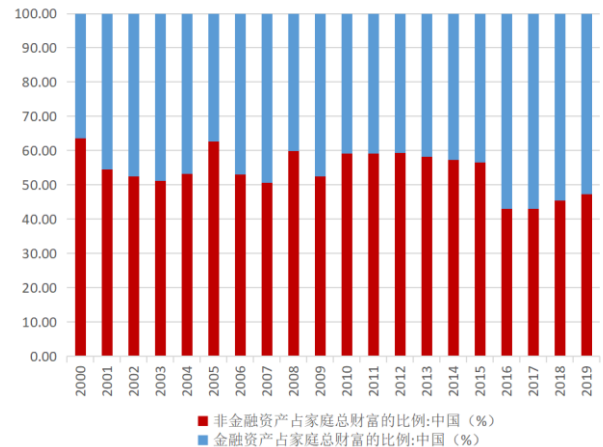


图 52：中国居民金融资产比例占家庭总财富的比例



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

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持续维持上升趋势。

图 53：资管产品规模呈上升趋势

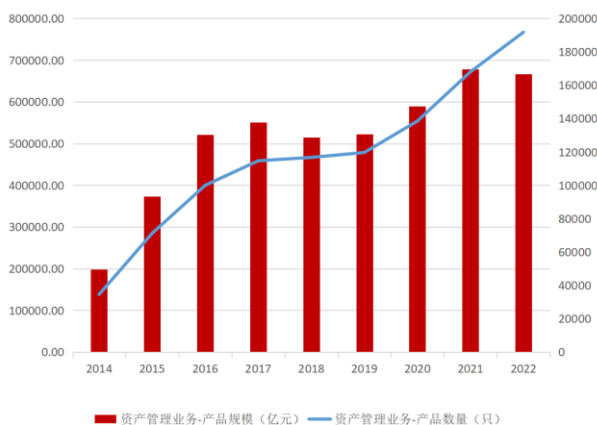
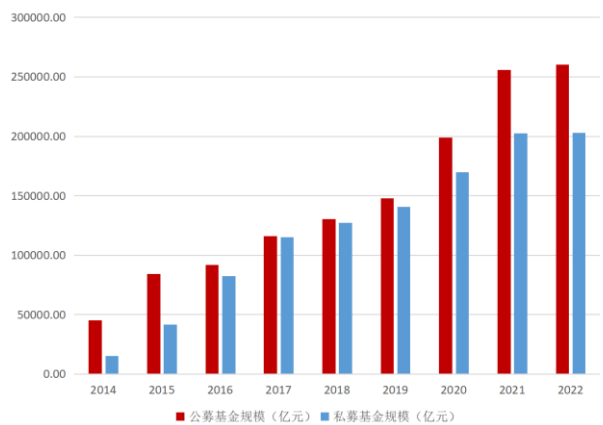


图 54：基金规模逐年上升



资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

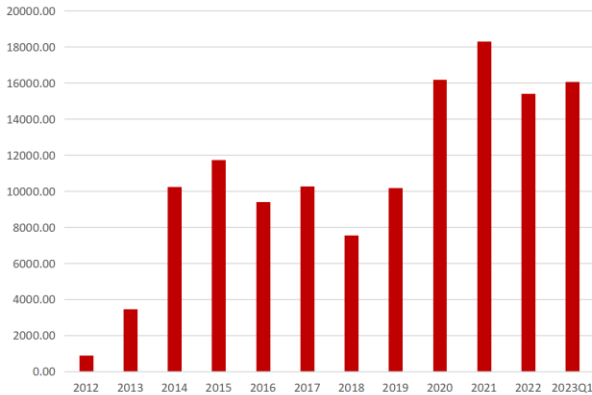
资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

4.4 融资融券业务维持良性发展

两融余额恢复趋势较好。从 2012 年末至 2022 年末，行业两融余额从 895.16 亿元增长至

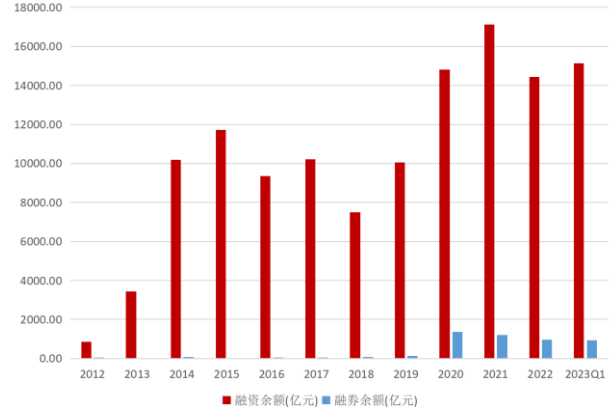
15403.92 亿元；其中融资余额从 856.94 亿元增长至 14445.11 亿元，融券余额从 38.21 亿元增长至 958.81 亿元。截至 2023 年一季度末，两融余额为 16067.02 亿元，其中融资余额 15129.89 亿元，融券余额 937.13 亿元。两融标的扩容与转融通制度优化，有助于进一步提升市场流动性与交易活跃程度，完善价格发现机制。当前两融业务已经成为证券公司重要的收入来源，进一步提升证券公司的盈利能力及市场竞争力。

图 55：行业两融余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 56：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

4.5 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 4：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。
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

证券行业有望实现高质量发展。在中国资本市场改革的快速推动下，证券行业未来向着市场功能不断健全、行业头部集中趋势持续强化、服务与产品进一步综合化、竞争差异化、进一步开放与国际化、科技转型全面升级等方面发展。

表 5：近几年资本市场改革主要政策

发展方向	主要内容
证券市场功能不断健全	2022年，面对多重超预期冲击，资本市场持续深化改革开放步伐，随着全面实行股票发行注册制启动、常态化退市格局基本形成、科创板做市商制度启动以及《期货和衍生品法》正式实施，资本市场的基础制度建设不断完善；加快推进公募基金行业高质量发展、个人养老金投资公募基金等政策措施陆续推出，公募REITs试点范围逐步放宽，市场功能不断健全，为优质机构打开发展空间，激发创新活力；中美审计监管合作取得重要成果，境外上市备案制度的发布、境内外市场互联互通机制不断完善，都推动了资本市场高水平制度型开放不断扩大，也给证券业带来了新的发展机遇。
证券行业头部集中趋势有望持续强化	证券行业差异化和特色化发展的竞争格局正在形成，具备优质客户服务能力的龙头证券公司有望在市场竞争中持续保持领先。科创板做市、GDR发行范围推广、个人养老金试点、买方投顾、两融标的扩容以及中证1000相关衍生品的推出，为券商业务范围扩容打开增长空间。高质量发展的证券公司必须坚持专业化发展道路，只有逐步摆脱同质化的商业模式，突出专业能力、专业特色、专业优势，才能行稳致远，逐步积累声誉资本，赢得客户和社会信任。
资本市场的发展促使证券公司服务与产品进一步综合化	为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好地发挥资本市场枢纽功能，以全面实行股票发行注册制为主线的制度改革深入推进，资本市场持续扩容，市场结构逐渐向国际成熟市场靠拢，将进入长期健康发展的新轨道，为证券行业带来难得的发展机遇。作为资本市场的重要参与者，证券公司基础功能将不断完善，传统业务转型升级、创新业务层出不穷，经营范围、业务空间、综合化程度大大拓展。未来中国证券公司将以客户需求为导向，加快创新业务推进力度，不断拓展业务和服务的深度与广度，从业务、产品、渠道、支持服务体系等方面进行整合，向具有完整业务链、产业链和服务链的现代投资银行转变。
竞争差异化头部证券公司提供更大的发展空间	近年来，资本市场已进入创新发展的新阶段，对证券公司的资本实力、创新能力和风控能力提出了更高要求，同时也为证券公司提供了更大的差异化发展空间，推动证券行业呈现出业务差异化以及资本、利润向头部证券公司集中的格局。一方面，综合实力、创新能力

	<p>强的头部证券公司将利用市场地位、资本和规模优势，在全市场、全业务领域实现加速发展，进一步增强整体竞争优势，实现规模化和综合化发展。另一方面，中小型证券公司将集中资源并在细分业务市场或区域市场形成竞争优势，与头部证券公司形成多样化、多层次的竞争格局。</p>
中国资本市场开放使证券公司加快国际化进程	<p>伴随着经济全球化和资本市场改革的推进，我国资本市场已经进入全面开放的新格局。近年来，沪深港通、沪伦通机制不断完善，取消 QFII 和 RQFII 额度限制并扩大其投资范围，H 股全流通正式启动，提早取消金融行业外资持股比例限制等系列举措，都推动了资本市场在更高层次、更广范围、更多方式的开放，境内外市场互联互通持续深化。全面开放在为证券公司带来丰富业务资源的同时，也带来更大的竞争压力，并将推动国内证券公司进一步发展国际业务，利用境内外资源实现协同增长。这其中，领先证券公司通过在全球范围内配置资源、服务客户、管理风险，更有潜力成长为具有国际竞争力的大型投资银行。</p>
科技进步推动证券公司业务及运营管理模式向数字化全面转型升级	<p>先进的信息技术日益推动我国证券公司的业务从传统的收费型模式向注重专业服务、深化客户关系和利用网络服务等多元化模式转化。越来越多的证券公司将线下业务向线上转移，以简化业务流程、降低服务成本并提升运营效率。此外，以互联网为基础的营运模式促使中国证券公司通过收集大量客户数据分析了解客户需求，提高客户满意度和黏性并获取新客户。证券公司必须以金融科技应用创新为突破口，加快数字化转型，为投资者提供个性化、专属化的产品与服务，从而提高客户回报水平。</p>

资料来源：企业年报，东莞证券研究所

5. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2023 至 2024 年每股收益分别为 1.81 元和 2.06 元，对应 PE 估值分别为 11.89 倍和 10.43 倍。公司是证券行业龙头，规模优势显著，财务状况稳健，客户群体庞大，经纪、投行、自营、信用等多项业务排名行业第一。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，证券行业头部集中趋势有望持续强化，公司作为龙头企业有望持续受益。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	65,109	80,405	90,953	101,037
手续费及佣金净收入	31,943	37,870	41,594	45,690
经纪业务手续费净收入	11,169	15,360	16,045	16,690
投资银行业务手续费净收入	8,654	10,278	12,095	14,200
资产管理业务手续费净收入	10,940	12,232	13,455	14,800
利息净收入	5,806	6,125	6,956	7,899
投资净收益	31,970	22,146	24,815	26,715
公允价值变动净收益	-13,660	2,984	5,015	6,915
其他业务收入	9,050	11,281	12,572	13,818
营业支出	36,298	42,948	48,265	54,086
税金及附加	375	410	450	500
管理费用	28,655	32,020	35,222	38,744
信用减值损失	-698	50	50	50
其他业务成本	7,966	10,468	12,543	14,792
营业利润	28,810	37,458	42,688	46,951
利润总额	28,950	36,709	41,834	46,012
减：所得税费用	6,781	8,994	10,249	11,273
净利润	22,169	27,715	31,585	34,739
减：少数股东损益	851	912	1,034	1,082
归母公司所有者的净利润	21,317	26,803	30,551	33,657
基本每股收益/EPS	1.42	1.81	2.06	2.27
PE（倍）	14.78	11.89	10.43	9.47

资料来源：wind，东莞证券研究所

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