



吉林大学
JILIN UNIVERSITY



2023.4.16

数“虚”融合——

科技赋能证券业高质量发展有关分析

队伍名称： ADVANCER

队伍成员：	彭小月	2021级	经济学
	樊佳慧	2021级	金融学
	黄亚坤	2021级	经济学
	程焱	2022级	经济学类
	唐琪	2022级	经济学类

ADVANCER

短期看好业绩改善可能性，长期看好科技赋能行业高质量发展

——证券行业的现状分析与转型展望

投资要点

2022 年行业整体业绩承压，头部券商竞争格局趋稳。2022 年证券行业实现营业收入 3949.73 亿元，同比减少 21.38%；实现净利润 1423.01 亿元，同比减少 25.54%；实现总资产 110600 亿元，同比增长 4.44%；实现净资产 27900 亿元，同比增长 8.56%。行业整体业绩呈现出增长与下降并存的样态，承压但表现出较强的业务韧性。分业务看，2022 年证券行业经纪、投行、自营和资管业务收入的同比增速分别为-15.77%、-5.8%、-57.12%、-14.76%。另外，从行业竞争格局角度看，头部券商竞争格局趋稳，部分中小券商凭借科技金融改革在行业内形成特色化优势。

科技赋能金融业务发展，行业数字化转型趋势明显。头部券商多项金融业务体现科技赋能的数字化特质，发挥行业引领作用：中金公司注重多元化业务布局，协助完成全国首单“一带一路科技创新”公司债、发行暨上交所首批科创公司债、中金财富 APP 升级、投顾平台 E-SPACE 焕新、创设一系列金融创新产品；中信证券各业务中突出绿色科技作用，2022 年完成首单绿色科技创新可交换公司债和首单绿色科技创新债等市场领先产品的发行，科技创新债券数量和融资规模都有大幅增长；中信建投证券积极推动财富管理转型工作，促进绿色清洁能源行业发展；华泰证券全面推进数字化转型，构建信息技术研发体系，

将数字化财富管理平台定位为核心竞争力之一。另外，在券商的多项业务中，**财富管理业务尤其体现出较强的科技赋能特征**，行业人力与科技投入持续增加，为券商整体运行提供能量。

投资建议：2023 年一季度证券市场阶段性修复，市场环境改善，自年初截止到 4 月 20 日，上市券商整体交易业绩有明显回弹现象。但需注意多方结合，受 2022 年一季度股市下行影响，股市业绩明显承压，形成较小基数盘，对 2023 年一季度券商业绩有潜在影响。在已披露的季度报中，一季度业绩归母净利润涨幅明显的有东方证券（525.67%）、中泰证券（424.00%）。剔除 2022 年一季度小基数影响后，业绩仍有亮眼表现的有东方证券。优质龙头券商如中信证券和中金公司因为体量大，投资回报比较稳定，此处也推荐。全面注册制背景下，**资产管理特色券商的业务弹性较强，具备更强的风险承受和应对能力**，此处推荐兴业证券和方正证券。但根据券商板块 PB 估值，券商行业整体在季度末期会持有维稳态度目前经济寒冬有所升温，**投资者风险偏好有所回升，证券行业发展有较大回升空间，同时带来投资机遇**。自资管新规颁布以来，各家券商积极转型且取得良好成效，此处推荐中信证券。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；权益市场跌幅较大；券商监管措施趋严

增持（维持）

国家/地区 中国
行业 证券行业
发布日期 2023 年 4 月 16 日

非银行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研究

- 《低点已过，等待反转》，2023.4.10
- 《风险偏好提升，数字或仍是最优主线》，2023.4.10
- 《证券行业再迎“降准”，资金运用效率有望提升》，2023.4.13

目录

图目录.....	3
表目录.....	3
1.行业概览.....	4
1.1 行业稳健发展，数字化转型趋势明显.....	4
1.2 产业政策利好频现，加速助推科技赋能.....	4
1.3 证券市场规模可观，成长预期空间较大.....	5
2.竞争格局.....	6
2.1 视角一：国内外证券行业竞争格局对比.....	6
2.2 视角二：国内证券行业竞争格局.....	6
2.2.1 中金公司：业绩符合预期，科技赋能各项业务发展.....	7
2.2.2 中信证券：业绩大幅领先同业，绿色科技赋能金融业务.....	7
2.2.3 中信建投证券：业绩表现符合预期，持续推进科技赋能.....	8
2.2.4 华泰证券：业绩表现超预期，科技赋能财富管理业务.....	9
3.行业表现.....	9
3.1 财富管理业务：人力与科技投入持续增加，数字化转型特征显著.....	9
3.2 投行业务：股类业务质量提升，业务向头部聚集.....	10
3.3 自营业务：市场行情低迷，头部券商表现良好.....	12
3.4 资管业务：业务规模趋稳，主动管理力度凸显.....	13
4.行业展望.....	14
4.1 行业发展趋势：多元化和数字化转型是必然趋势.....	14
4.2 基本面逻辑：全年关注政策利好下的证券行业业务转型和竞争格局变化.....	14
4.3 市场投资逻辑：一季度业绩明显改善或稳步增长券商，二季度关注多样化业务布局及主动转型进程.....	15
5.风险管理.....	16

图目录

图 1：中国证券行业发展历程梳理.....	4
图 2：证券行业营业收入情况及预测.....	5
图 3：证券行业总资产情况及预测.....	5
图 4：2022 年美国前五大投资银行营业收入占行业总收入比例图.....	6
图 5：“三中一华”营业收入/总资产占行业总收入/资产比例图.....	6
图 6：2018-2022 年前五大券商总资产/净资产变化.....	7
图 7：2018-2022 年中金公司营业收入及同比.....	7
图 8：2018-2022 年中金公司归母净利润及同比.....	7
图 9：2018-2022 年中信证券营业收入及同比.....	8
图 10：2018-2022 年中信证券归母净利润及同比.....	8
图 11：2018-2022 年中信建投证券营业收入及同比.....	8
图 12：2018-2022 年中信建投证券归母净利润及同比.....	8
图 13：2018-2022 年华泰证券营业收入及同比.....	9
图 14：2018-2022 年华泰证券归母净利润及同比.....	9
图 15：2018-2022 年证券行业投资顾问人数变化图（人）.....	10
图 16：2018-2021 年“三中一华”信息技术投入情况（亿元）.....	10
图 11：AssetMark 平台功能展示图.....	10
图 18：2015-2022 年股票/债券承销规模及同比.....	11
图 19：2020-2022 年上市公司 IPO 审核通过数目及比率.....	11
图 20：2018-2022 年证券行业投行业务收入情况.....	11
图 21：2018-2022 年证券行业投行业务收入集中度变化情况.....	11
图 22：2020-2022 年市场主要指数涨跌幅.....	12
图 23：2018-2022 年证券业全行业营业收入及同比增幅.....	12
图 24：交易性金融资产及衍生金融资产占比情况.....	13
图 25：2018-2022 年券商资管业务规模及同比增长.....	13
图 26：2020-2022H1 券商净值型理财产品规模及占比.....	14
图 27：证券行业各类业务收入情况.....	14
图 28：沪深两市融资融券余额.....	15
图 29：沪深 300 指数.....	16

表目录

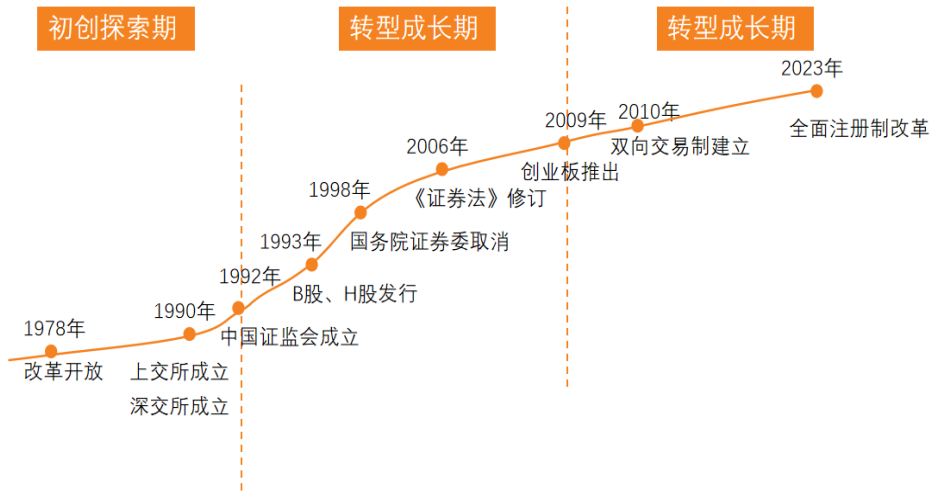
表 1：科技赋能证券行业相关政策支撑.....	4
-------------------------	---

1.行业概览

1.1 行业稳健发展，数字化转型趋势明显

我国证券行业稳健发展，数字化转型特征显著。随着多层次资本市场的建立和全面注册制改革的推进，目前我国证券行业进入稳健发展的成熟阶段，各类业务稳步发展。数字化大背景的驱使，加之证券业独有的需与数字、信用打交道的行业特征，使得金融科技在证券业的重要作用愈发凸显，证券业的数字化转型成为大趋势。目前，我国证券业金融科技投入增速超20%，头部机构引领行业进行数字化转型。转型重点领域从证券经纪业务逐步向全业务领域扩展。例如，投行业务运营方面，通过自然语言处理等人工智能技术，综合分析尽职调查形成的招股说明书、债券募集说明书等材料，提升审核效率和文档质量，压实资本中介“看门人”职责。

图 1：中国证券行业发展历程梳理



资料来源：观研报告网，ADVANCER

1.2 产业政策利好频现，加速助推科技赋能

我国高度重视科技赋能，产业政策利好频现。基于《中华人民共和国国民经济与社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（简称“十四五”规划）和党的二十大报告思想，我国高度重视创新驱动、科技赋能，相关政策为证券行业进一步发展提供利好。

表 2：科技赋能证券行业相关政策支撑

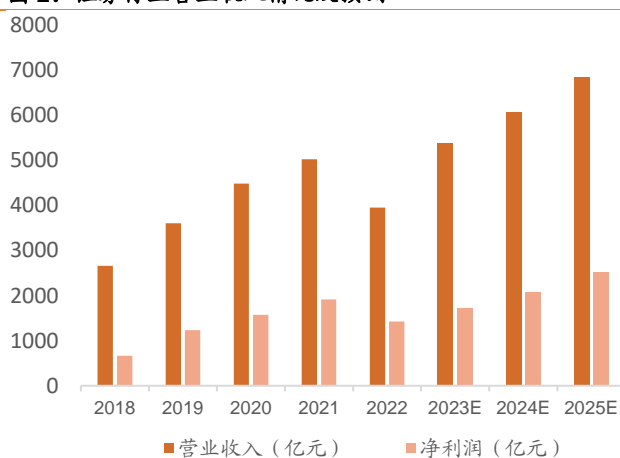
时间	政策名称	主要内容
2019.9	《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》	加强金融科技战略部署；强化金融科技合理应用与监管；增强金融风险技防能力；夯实金融科技基础支撑
2021.10	《证券期货业科技发展“十四五”规划》	推进行业数字化转型发展；数字让监管更加智慧

2022.1	《“十四五”数字经济发展规划》	推进数字技术、应用场景和商业模式融合创新；推进云网协同和算网融合发展
2022.1	《金融科技（FinTech）发展规划（2022-2025年）》	加强金融数字要素应用；加强金融科技审慎监管；推动金融科技从“立柱架势”全面迈入“积厚成势”
2022.11	《证券期货业数据安全管理体系与保护指引》	建立数据安全体系，提高整体防护能力；完善数据安全管理体系与保护制度

1.3 证券市场规模可观，成长预期空间较大

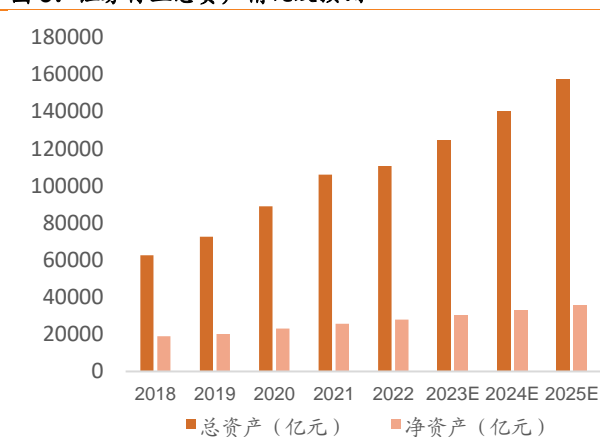
受宏观经济影响 2022 年业绩下滑，但成长预期空间较大。2018-2022 年，证券行业营业收入、净利润、总资产、净资产的 CAGR 分别为 4.87%、12.49%、20.89%、8.56%，其中总资产和净资产绝对值逐年上升，营业收入和净利润于 2022 年下降。证券行业营业收入与净利润在 2022 年呈负增长，我们认为主要是疫情及资本市场波动等原因导致资本由股票等高风险市场向避险型市场转移。随着疫情的结束和全球经济的恢复，结合投资者信心指数的逐年稳步提升以及上证指数收益率（RSZ）和创业板指数收益率（RCY）的上升，我们认为营业收入与净利润有望在 2023 年回升，并在未来三年稳步增长，预计 2025 年营业收入达到 6833.80 亿元，净利润达到 2514.26 亿元。结合 2022 年证券行业实现的绝对值，我们认为到 2025 年证券行业将实现总资产 157437.14 亿元，净资产 35699.63 亿元。

图 2：证券行业营业收入情况及预测



资料来源：中国证券业协会，ADVANCER

图 3：证券行业总资产情况及预测



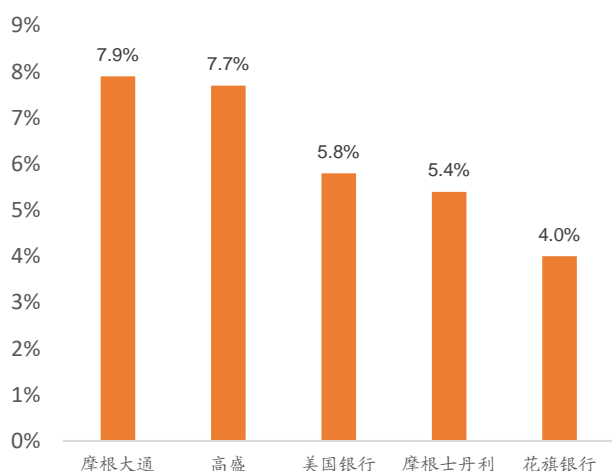
资料来源：中国证券业协会，ADVANCER

2. 竞争格局

2.1 视角一：国内外证券行业竞争格局对比

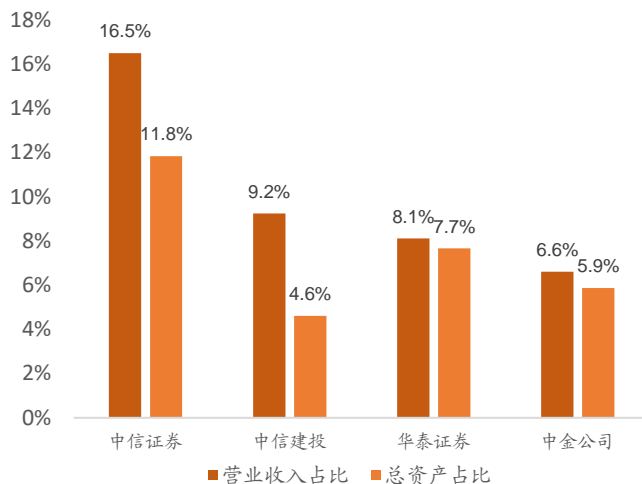
国内证券行业集中度较美国更高，科技赋能或助力降低集中水平。美国 CR5 投资银行营业收入在行业中占比为 30.8%，中国 CR5 券商营业收入在行业中占比为 45%，国内证券行业集中度高于市场发展相对成熟的美国。以国内的“三中一华”这四家头部证券公司为例，中信证券与其他三家公司相比，在营业收入和总资产占比上都有较为突出的优势，与国内其他非头部券商相比则优势更加显著。另外，美国投行中营业收入占行业总收入比例最高的摩根大通也仅有 7.9% 的占有率，中信证券营业收入在行业中占比却高达 16.5%，显著高于发达市场的集中水平。随着我国科技逐步运用于金融领域，我们认为市场信息获取将向更加规范化、公开化的方向发展，国内证券行业集中度有望降低。

图 4：2022 年美国前五大投资银行营业收入占行业总收入比例



资料来源：Dealogic, ADVANCER

图 5：“三中一华”营业收入/总资产占行业总收入/资产比例

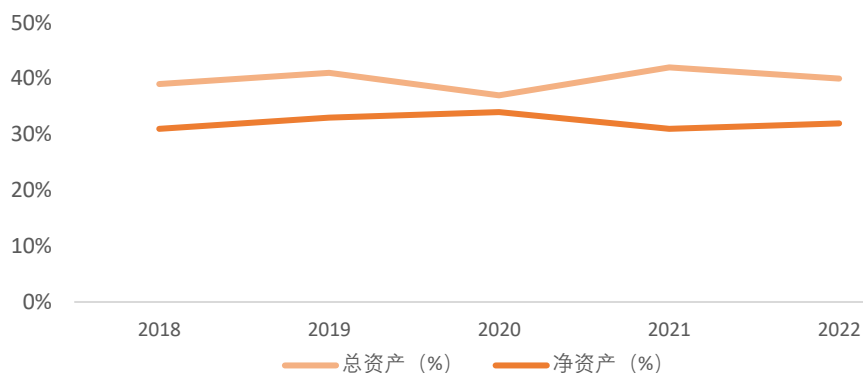


资料来源：Wind, ADVANCER

2.2 视角二：国内证券行业竞争格局

头部券商格局趋稳，部分中小券商凭借科技金融改革形成特色化优势。近五年内，国内前五大券商总资产和净资产占比波动较为轻微，前五大券商排序基本稳定，且与中小券商的差距进一步拉大。国金证券、民生证券等为代表的公司把握注册制改革重大机遇，投行业务收入的专业化特色显著，将加速投行上下游业务模式改变，上市效率的提升、上市条件的多元，进一步推动 IPO 扩容，增量空间有望打开；主板市场新股发行定价在注册制推行后将完全市场化，券商角色全面由通道中介转向定价中介，需要投行给出更为精准的估值定价；承销机制更趋市场化，机构投资者的参与度和影响力增强。下文我们以中金公司、中信证券、中信建投证券和华泰证券这 4 家（“三中一华”）具有代表性的头部券商为例，展现目前我国证券行业的竞争格局。

图 6：2018-2022 年前五大券商总资产/净资产变化

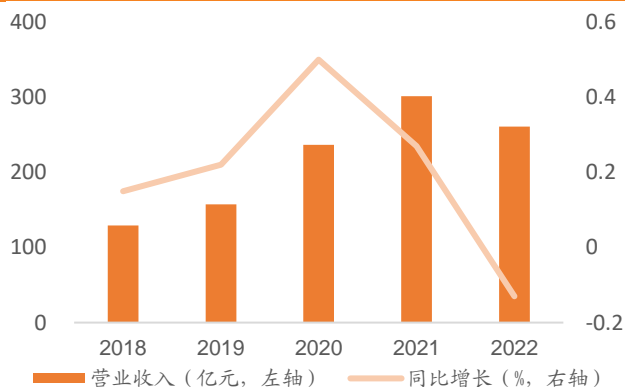


资料来源：Wind, ADVANCER

2.2.1 中金公司：业绩符合预期，科技赋能各项业务发展

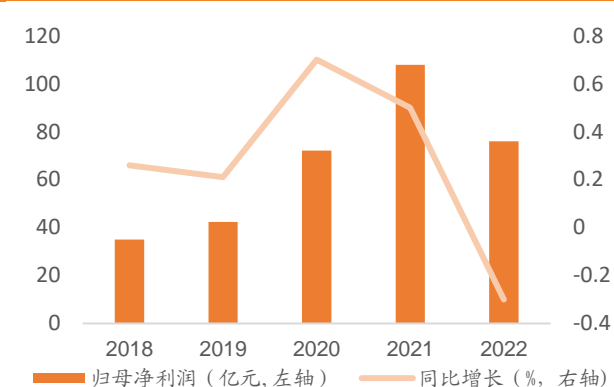
公司业绩符合预期，金融科技赋能各项业务发展。2018-2022 年公司分别实现营业收入 129.14、157.55、236.60、301.31、260.87 亿元，同比增长 15%、22%、50%、27%、-13%；分别实现归母净利润 34.92、42.39、72.07、107.78、75.98 亿元，同比增长 26%、21%、70%、50%、-30%。2022 年公司数字化转型迎来突破，科技赋能各类业务发展。科技创新债券领域，公司协助完成全国首单“一带一路科技创新”公司债、暨上交所首批科创公司债发行；财富管理方面，中金财富 APP 升级全天服务及资产全景视图，投顾平台 E-SPACE 焕新，为超 3800 名投顾匠心打造一站式服务与成长平台；股票业务方面，公司借产品创新助力绿色金融，创设“中金战略硬科技指数”、“民生理财-中金低碳领先指数”等金融创新产品。

图 7：2018-2022 年中金公司营业收入及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

图 8：2018-2022 年中金公司归母净利润及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

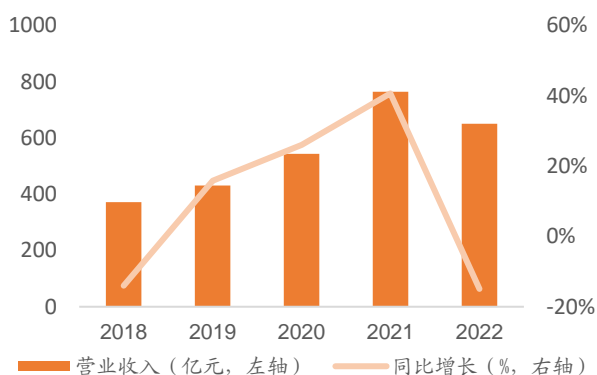
2.2.2 中信证券：业绩大幅领先同业，绿色科技赋能金融业务

公司业绩大幅领先同业，绿色科技赋能金融业务发展。2018-2022 年公司分别实现营业收入 372.21、431.4、543.83、765.24、651.09 亿元，同比增长 -14%、16%、26%、41%、-15%；分别实现归母净利润 93.90、122.29、149.02、231、213.17 亿元，同比增长 -18%、30%、22%、55%、-8%。公司以科创板和创业板市场为核心，助力具备硬科技的公司

短期看好业绩改善可能性，长期看好科技赋能行业高质量发展

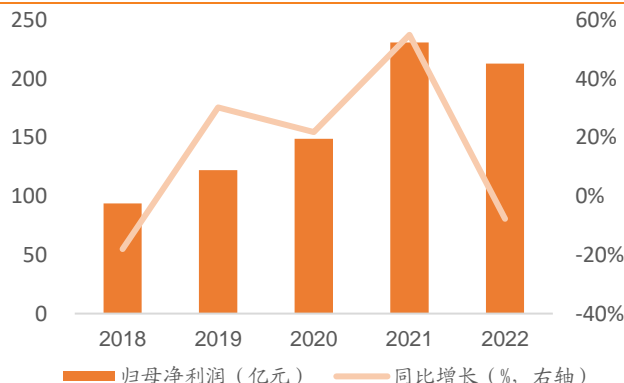
快速发展，2022年服务企业发行36支科技创新债券，融资规模达到540亿元。另外，公司积极推动可持续金融创新，2022年完成首单绿色科技创新可交换公司债、最大规模碳中和CMBS、首单绿色科技创新债等市场领先产品的发行。

图9：2018-2022年中信证券营业收入及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

图10：2018-2022年中信证券归母净利润及同比

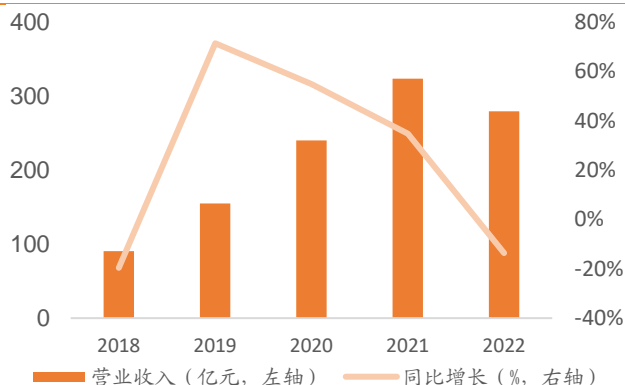


资料来源：Wind, ADVANCER

2.2.3 中信建投证券：业绩表现符合预期，持续推进科技赋能

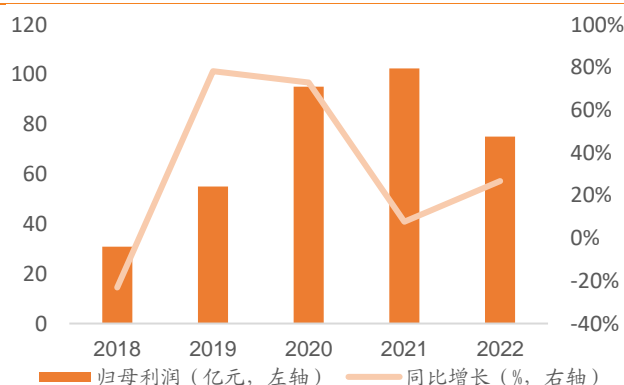
业绩表现符合预期，持续推进科技赋能。2018-2022年公司分别实现营业收入90.3、154.8、239.9、323.5、279.3亿元，同比增长-19.6%、71.4%、54.9%、34.8%、-13.6%；分别实现归母净利润30.87、55.02、95.09、102.39、75.07亿元，同比增长-23.11%、78.19%、72.85%、7.67%、-26.68%。公司支持国家战略性新兴产业，2022年主承销科技创新公司债券33只，并服务晶科能源等一大批创新型企业上市；2022年公司牵头主承揽三峡集团绿色科技创新可交债项目，用于清洁能源开发及生态环保项目建设。另外，在证券经纪及财富管理业务方面，公司持续完善运营体系建设，加快科技赋能步伐，打造财富“铁军”队伍，持续推进财富管理转型工作。

图11：2018-2022年中信建投证券营业收入及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

图12：2018-2022年中信建投证券归母净利润及同比

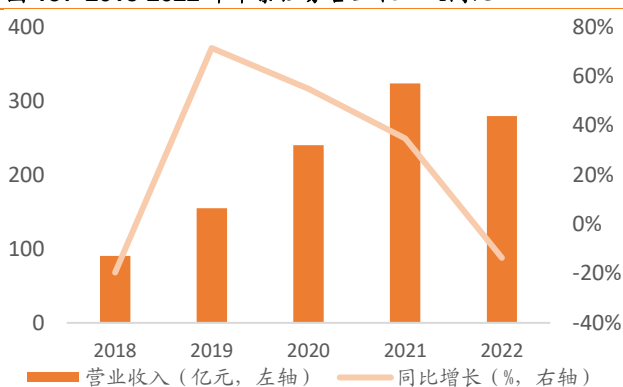


资料来源：Wind, ADVANCER

2.2.4 华泰证券：业绩表现超预期，科技赋能财富管理业务

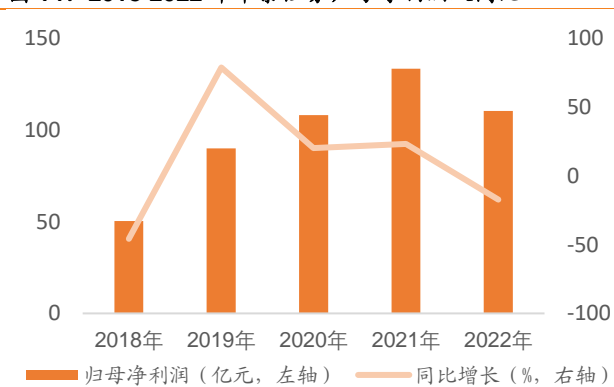
业绩表现超出预期，以科技赋能驱动财富管理业务转型。2018-2022 年公司分别实现营业收入 161.08、248.63、314.45、379.05、320.32 亿元，同比增长-23.69%、54.35%、26.47%、20.55%、-15.50%；分别实现归母净利润 50.33、90.02、108.22、133.46、110.53 亿元，同比增长-45.75%、78.86%、20.23%、23.32%、-17.18%。公司全面推进数字化转型，着力构建自主掌控的信息技术研发体系，通过全方位科技赋能，实现科技与业务共创，打造数字化牵引下的商业模式创新。公司的核心竞争力之一是开放的数字化财富管理平台，其为大规模客户提供高效的专业服务，深入推进买方投资顾问业务发展，构建覆盖资产、策略、产品的一体化投研体系和数字化平台，发挥数字化应用能力。

图 13：2018-2022 年华泰证券营业收入及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

图 14：2018-2022 年华泰证券归母净利润及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

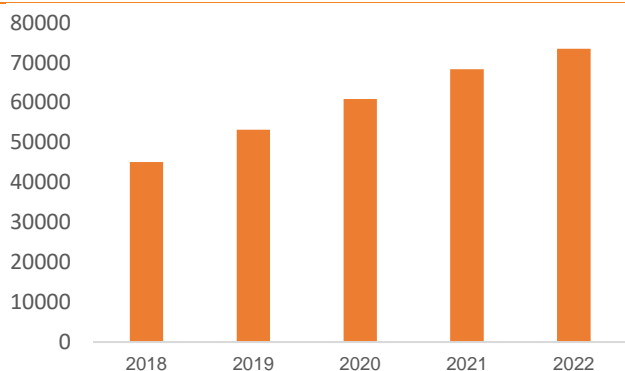
3. 行业表现

3.1 财富管理业务：人力与科技投入持续增加，数字化转型特征显著

新一轮财富管理机遇凸显，人力及科技投入持续增加。根据中国证券业协会数据，受疫情等多种因素影响，我国 2022 年居民存款余额增长 17%，伴随市场回暖，超储的释放将带来居民财富再分配，有望为擅长权益类资产的券商财富管理业务提供新一轮增长机遇。自 2018 至今，证券行业投资顾问人数增长明显，2022 年投资顾问人数增长达 8%，是证券行业整体人数增长量（4%）的两倍。对券商而言，借助于新兴技术的智能投顾，可以克服传统投顾的部分局限，能够有效地提升客户触达和服务效率、拓展获客渠道、满足碎片化理财需求，具有广阔的发展空间。为促进财富管理转型提速，券商纷纷积极加大金融科技投入力度，2018-2021 年，华泰证券、中金公司、中信证券、中信建投证券对信息技术投入复合增速分别为 69.4%、63.1%、44.1%、42.9%，行业平均符合增速 38.5%。

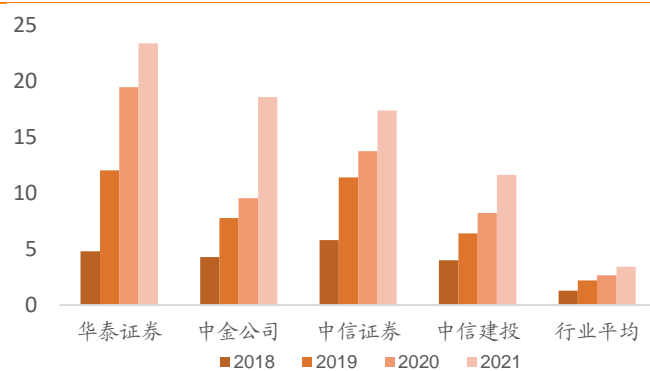
短期看好业绩改善可能性，长期看好科技赋能行业高质量发展

图 15：2018-2022 年证券行业投资顾问人数变化图（人）



资料来源：中国证券业协会，ADVANCER

图 16：2018-2021 年“三中一华”信息技术投入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会，ADVANCER

科技赋能财富管理业务，头部券商引领数字化转型时代。2022 年中金公司完成中金财富 APP 的升级并推出以智能投顾“Jinn”为代表的数字化服务，使在市场低迷情况下，中金公司财富管理业务的产品保有量仍实现了同比增长 10%至 3,400 亿元，财富管理客户数量达 581.65 万户，较上年增长 28.3%。华泰证券对数字化资产管理平台 AssetMark 的使用，帮助投资顾问实现更好的投资收益，2022 年总计服务 9,297 名独立投资顾问，其中管理 500 万美元以上资产规模的活跃投资顾问 2,882 名；总计服务的终端账户覆盖了逾 24.0 万个家庭，较 2021 年年末增长 14.84%。我们认为随着更多金融科技产品的推广，证券行业的财富管理业务将在未来从此获益。

图 17：AssetMark 平台功能展示图



资料来源：华泰证券 2022 年年报，ADVANCER

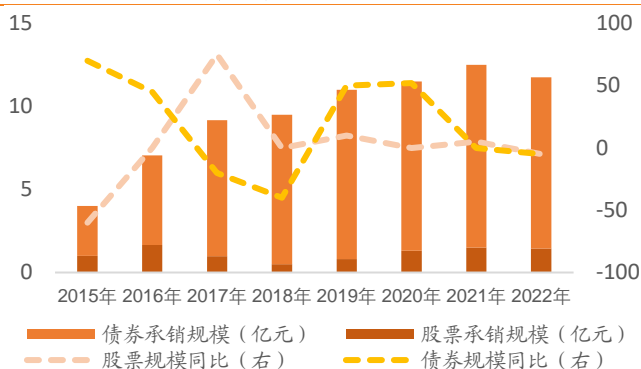
3.2 投行业务：股类业务质量提升，业务向头部聚集

股债一级发行市场规模下降，投行业务质量提升。一级市场的承销规模下降：2022 年证券行业股票承销规模为 1.45 万亿元，同比减少 11.56%；债券承销规模为 10.3 万亿元，同比减少 19.56%。基于全面注册制落地和科技赋能政策利好的大背景，我们认为 23 年证券市场股票承销规模将维持低速增长；受到整体贷款利率下降的影响，我们认为 23 年债券承销规模将低速降低。另外，上市公司的 IPO 项目审核更加严格，通过率逐年降

短期看好业绩改善可能性，长期看好科技赋能行业高质量发展

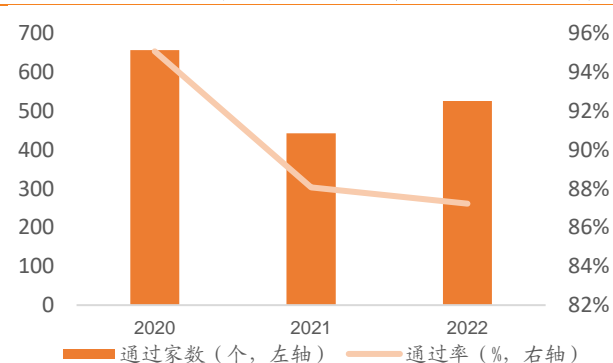
低，从 2020 年的 95.08% 下降为 2022 年的 83.33%，这有助于提升证券行业投行业务的质量。展望未来，我们认为全面注册制的推广和科技赋能的进一步发展将既有利于提升投行业务的数量，也有助于提升业务质量。

图 18：2015-2022 年股票/债券承销规模及同比



资料来源：Wind, ADVANCER

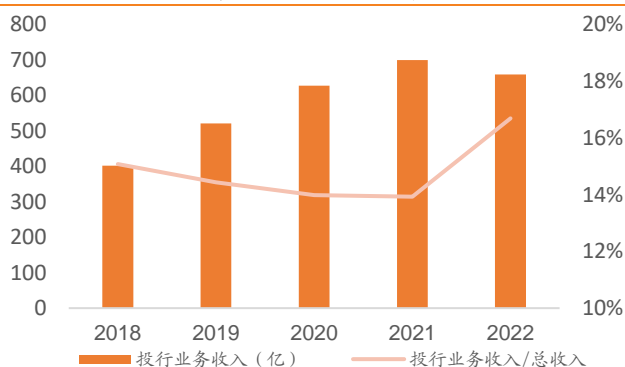
图 19：2020-2022 年上市公司 IPO 审核通过数目及比率



资料来源：Wind, ADVANCER (通过率=当期通过公司家数/当期所有申报 A 股 IPO 的公司数目)

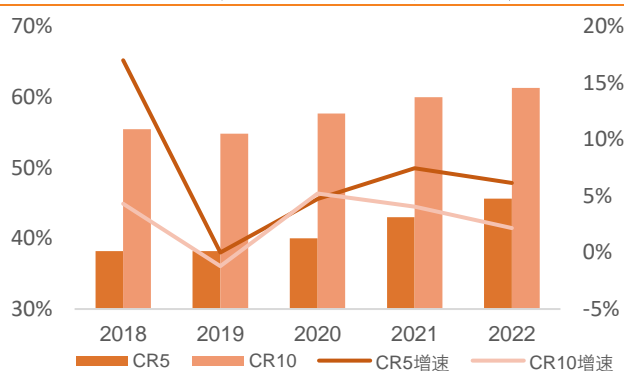
投行业务展现较为坚韧，投行业务集中度有望在未来降低。2018-2022 年，投行业务收入呈现波动上升，2022 年受疫情和资本市场波动等影响，投行业务收入 659.2 亿元，同比 2021 年下降 5.81%；投行业务作为券商传统业务，收入占证券行业总营业收入比例在 2018-2021 年逐年下降，而在 2022 年出现提升，我们认为我国证券行业投行业务的抗冲击的能力有一定优势，体现出较强稳定性和韧性。从投行业务收入 CR5 和 CR10 数据来看，投行业务集中度较高，2022 年 CR5 和 CR10 达到 45.6% 和 61.3%，但集中度增速呈现下降趋势：2018-2022 年投行业务收入 CR5/CR10 增速从 17%/4% 下降至 6%/2%。展望未来，我们认为随着金融科技转型，行业信息不对等程度将大大降低，并且随着证监会对券商的监管力度进一步加大以及全面注册制的推广，将会有助于投行业务实现发行数量和发行质量的双重提升，行业集中度将在经历一段过渡期后出现下降趋势。

图 20：2018-2022 年证券行业投行业务收入情况



资料来源：Wind, ADVANCER

图 21：2018-2022 年证券行业投行业务收入集中度变化情况

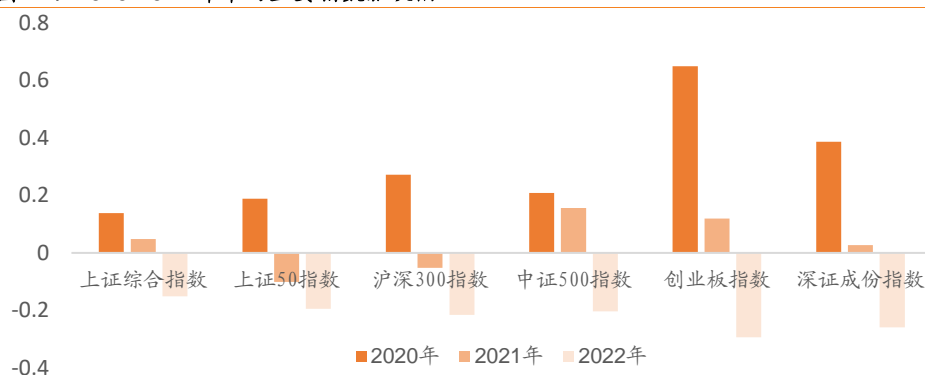


资料来源：Wind, ADVANCER

3.3 自营业务：市场行情低迷，头部券商表现良好

宏观经济环境疲弱且不稳定，市场行情持续低迷，行业整体业绩下滑。与2020年和2021年对比，市场主要指数表现显著的下行趋势：2020年/2021年/2022年上证综合指数、上证50指数、沪深300指数、中证500指数、创业板指数、深证成分指数涨跌幅分别为13.9%/4.8%/-15.1%、18.9%/-10.1%/-19.5%、27.2%/-5.2%/-21.6%、20.9%/15.6%/-20.3%、65.0%/12.0%/-29.4%、38.7%/2.7%/-25.9%。受全球宏观经济因素影响，资本市场震荡下行，2022年证券业总营业收入3949.73亿元，较同期下降21.4%，增速达到四年以来的最低。其中，券商自营业务收入同比下滑57.1%到608.39亿元，自营业务在总收入中的占比创近十年新低，为15.4%，这是2022年券商业绩整体下滑的主要原因。

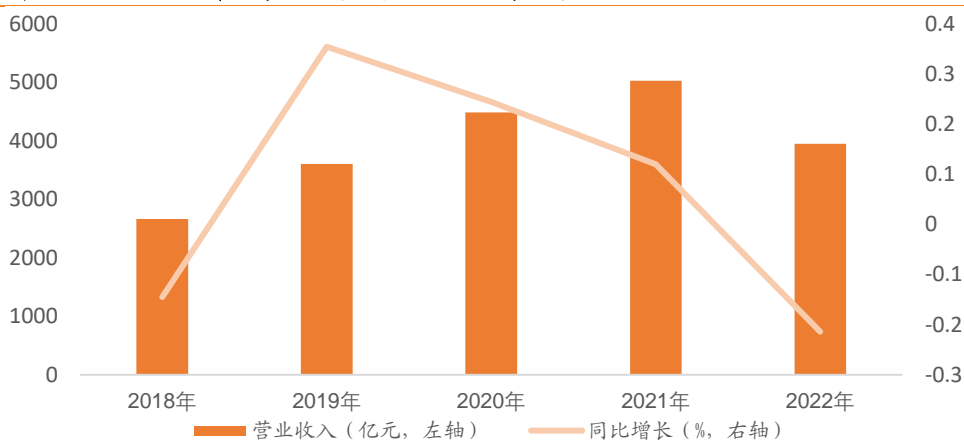
图 22：2020-2022 年市场主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，上海证券交易所，深圳证券交易所，ADVANCER

受市场行情冲击，券商自营业务收入普遍下滑，仅少数券商自营业务实现正增长。由于投资市场疲弱，上市券商自营业务集体承压，41家上市券商自营业务收入普遍下滑，同比增幅普遍为负值，中泰证券、长城证券的同比增长分别达-494.59%和-721.36%；仅方正证券、华林证券、中银证券的自营业务收入保持正增速，分别为52.05%、236.21%、79.05%，自营业务收入分别为11.10、1.95、1.88亿元。

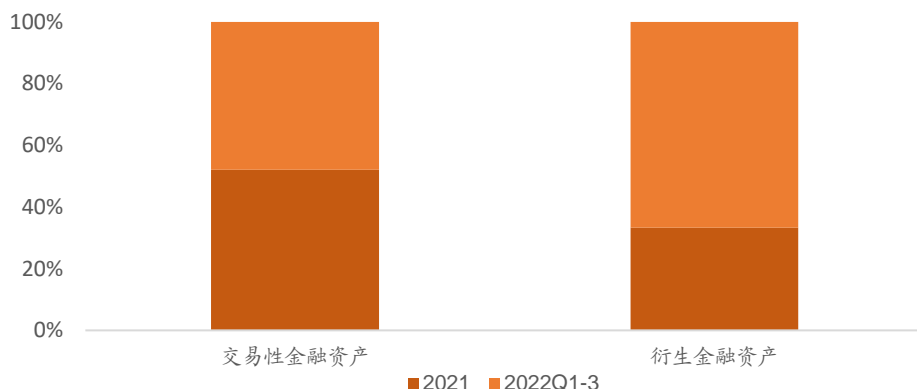
图 23：2018-2022 年证券业全行业营业收入及同比增幅



资料来源：Wind，中国证券业协会，ADVANCER

受益于自营“去方向化”转型，头部券商自营业务收入表现优于行业整体水平。头部券商中，中信证券、中金公司、国泰君安 2022 年度的主营业务收入位居券商前三，分别为 176.36、106.08、70.26 亿元，且同比降幅相较于行业均值较低，分别为-22.3%、-27.85%、-38.58%。2022 年度头部券商业绩的稳定得益于持续推进“去方向化”转型。中银证券自营业务收入同比增幅保持正值，主要原因是交易性金融资产投资收益增加。中银证券权益投资持续加强投研体系建设，同时积极探索低波动盈利模式，稳步推进向多元化投资管理模式转变，加强非方向性投资策略开发。同时，公司积极推进场外金融衍生品业务准备和工作场内金融衍生品业务体系的完善。

图 24：交易性金融资产及衍生金融资产占比情况

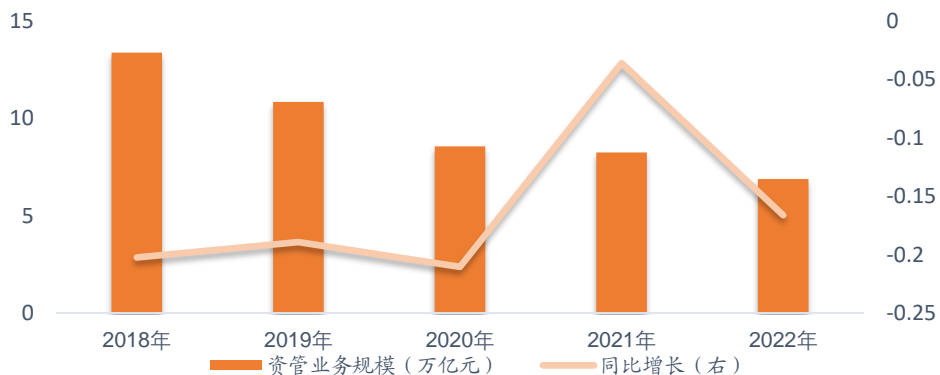


资料来源：Wind, ADVANCER

3.4 资管业务：业务规模趋稳，主动管理力度凸显

资管新规过渡期结束，证券行业资管业务规模由缩减期迈入平稳期，呈现回升趋势。自 2018 年以来，资管业务规模持续压缩，2022 年是资管新规正式颁布的第一年，截至 2022 年末，证券公司资产管理业务合规受托资金规模 9.76 万亿元，同比下降 9.69%。资管业务净收入情况的头部效应显著，仅中信证券和广发证券两家企业资管业务收入便占据整个行业的近一半收入，除累积效应影响，企业核心竞争力同样重要，中小券商差异化发展表现亮眼。我国证券行业虽短期承压，但资产管理业务收入较为稳定，占比为 6.86%。

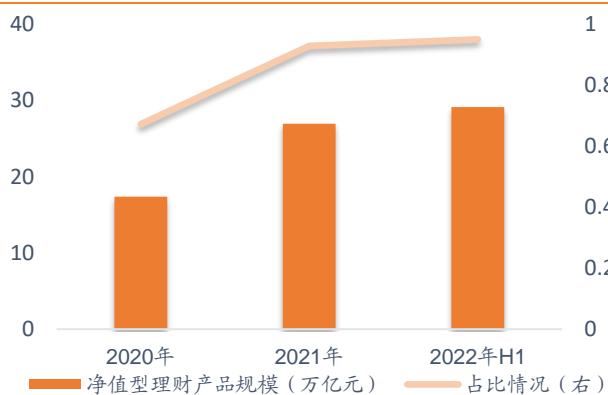
图 25：2018-2022 年券商资管业务规模及同比增长



资料来源：中国证券投资基金业协会, ADVANCER

行业整体主动转型完成度较高，券商资管业务结构变化践行“金融为民”思想。受“去通道”精神影响，截至 2022 年末，公募基金（含大集合）与集合资产管理业务规模占比为 40.80%，超过单一资产管理业务规模，券商资管主动管理力度加大。刚性兑付预期逐步被打破，产品向净值化发展。净值型理财产品规模达 26.4 万亿元，占比 95.47%，已基本整改完成，转型顺利推进。上一年度受市场波动影响，固收+类产品发展受挫，但在全面净值化时代，固收+产品因其多元性和相对稳定性，我们持有良好预期。

图 26：2020-2022H1 券商净值型理财产品规模及占比



资料来源：Wind, ADVANCER

图 27：证券行业各类业务收入情况



资料来源：中国证券业协会, ADVANCER

4. 行业展望

4.1 行业发展趋势：多元化和数字化转型是必然趋势

多元化和数字化转型是证券市场发展的必然趋势。在全球深度融资和贸易互联网化的趋势下，中国证券市场仍持续保持高速增长，将成为全球高端金融服务的重要区域。目前，我国证券市场还存在资源分配有效性不足等问题，发展前景尚不明朗。一方面，证券市场的发展与变革是核心要素，而证券发展创新与结构调整主要是看资金流动过程、金融人才、股市行情以及互联网金融，故证券市场的多元化转型是必然趋势。另一方面，在金融科技的浪潮下，券商作为整个金融行业价值链的核心环节，其数字化转型已成为大势所趋。例如，平安证券引入 Nutanix 企业云操作系统软件，为探索业务发展的新模式打下了坚实的基础。科技赋能证券公司的数字化转型，整合业务部门实际需求，变流程驱动为数据驱动，让基于移动互联网、人工智能、大数据、云计算等数字技术交叉融合应用，将金融科技应用于账户分析、投顾服务和风险管理等各个业务环节，服务于整个证券市场。

4.2 基本面逻辑：全年关注政策利好下的证券行业业务转型和竞争格局变化

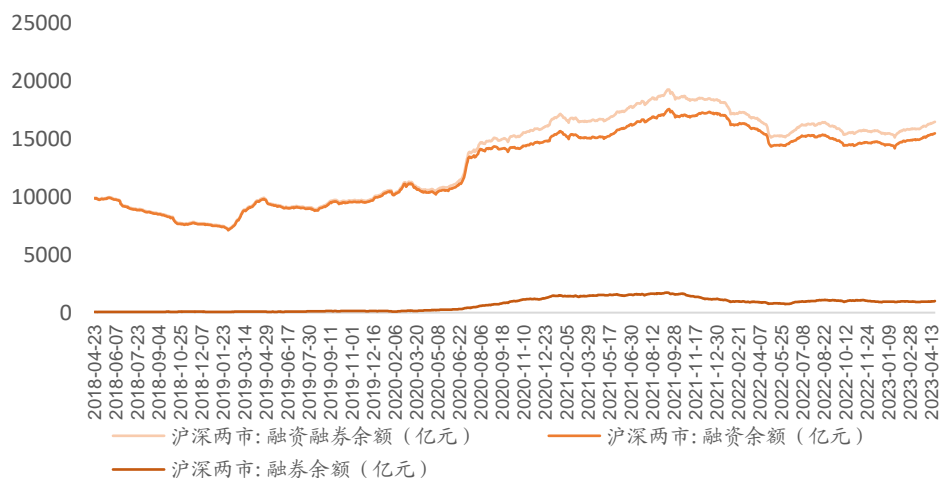
受益于全面注册制和多项科技赋能产业政策的落地，2023 年关注证券行业业务转型和竞争格局的变化。1) 国家宏观政策关注科技赋能推动经济高质量发展，2023 年全年值得关注的产业政策包括全面注册制和《金融

科技（FinTech）发展规划》等；2）券商间竞争将逐渐差异化，头部券商与中小券商之间的梯次分化将更加明显。财富管理业务方面，科技赋能不断发挥成效，助推券商业务数字化转型和高速发展，同时也持续拉大券商间的差距，形成更加稳定的竞争格局。投行业务方面，各类“投行+”业务持续扩展，凸显券商综合实力。在资本市场改革的大背景之下，证券行业的业务转型和拓展将持续加速，头部优质券商的价值进一步凸显。

4.3 市场投资逻辑：一季度业绩明显改善或稳步增长券商，二季度关注多样化业务布局及主动转型进程

2023 一季度证券市场阶段性修复，市场环境改善。自年初截止到 4 月 20 日，上市券商整体交易业绩有明显回弹现象。但需注意多方结合，受 2022 年一季度股市下行影响，股市业绩明显承压，形成较小基数盘，对 2023 年一季度券商业绩有潜在影响。在此种背景下我们提供两方面考虑主线：1）在已披露的季度报中，一季度业绩归母净利润涨幅明显的有东方证券（525.67%）、中泰证券（424.00%）；2）剔除 2022 年一季度小基数影响后，业绩仍有亮眼表现的有东方证券。此外，优质龙头券商虽然数字并不靠前，但是作为体量较大的大财富券商，投资回报较为稳定，推荐中信证券和中金公司。

图 28：沪深两市融资融券余额



资料来源：Wind, ADVANCER

全面注册制落地实施之后，市场机制作用下，证券企业退市逐步常态化。根据领涨企业特征可以发现资产管理特色券商的业务弹性较强，具备更强的风险承受和应对能力，推荐兴业证券和方正证券。沪深 300 指数 1 月底涨跌幅为+7.37%，2 月底为-2.10%，三月份为-0.46%，这说明券商行业整体在季度末期会持有维稳态度；但也需看到，当前券商板块 PB 估值为 1.42X，近三年估值中位数为 1.72X，两融余额从 2 月末的 15,816 亿元回升至 4 月 6 日的 16,283 亿元。我们认为目前经济寒冬有所升温，投资者风险偏好有所回升，证券行业发展有较大回升空间，同时带来投资机遇。自资管新规颁布以来，各家券商积极转型且取得良好成效，推荐中信证券。

图 29：沪深 300 指数



资料来源：Wind, ADVANCER

5.风险管理

宏观经济复苏不及预期、经济大幅下行。在国内外形势复杂严峻，多重超预期因素的冲击的背景下，2022年以来我国经济下行压力仍在继续增大。这会造成资本市场的景气度下降、影响居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而导致证券公司财富管理业务盈利能力下降。

权益市场跌幅较大、面临波动风险。2022年的权益市场在剧烈震荡中，两次探底，各板块走势分化。证券公司业绩的反转依赖权益市场投资收益率、新发基金份额等指标的恢复，若权益市场的修复不及预期，业绩反转力度可能受到影响。

券商监管措施面临趋严风险、致创新业务发展缓慢。2022年，证监会稽查部门坚持“零容忍”工作方针，依法从严打击各类证券期货违法活动，将“严”的监管氛围进一步巩固，市场生态进一步净化；加大违法成本，强化执法震慑，保护投资者合法权益，维护资本市场健康稳定发展。过度严格的监管缺乏对金融科技创新的包容度，将会在一定程度上制约券商创新业务的推进。

参考文献

- [1]《中信证券股份有限公司 2022 年年度报告》
- [2]《中信证券股份有限公司 2021 年年度报告》
- [3]《中国国际金融股份有限公司 2022 年年度报告》
- [4]《中国国际金融股份有限公司 2021 年年度报告》
- [5]《中信建投股份有限公司 2022 年年度报告》
- [6]《中信建投股份有限公司 2021 年年度报告》
- [7]《华泰证券股份有限公司 2022 年年度报告》
- [8]《华泰证券股份有限公司 2021 年年度报告》
- [9]王晓平.数智赋能海通证券数字化转型[J].中国金融电脑,2022,No.397(08):36-39.
- [10]施若,陈俊龙.金融科技赋能金融服务提质增效的问题及对策分析[J].中国管理信息化,2022,25(12):103-105.
- [11]刘艳丽,田延杰,张洁玉等.数字化赋能证券行业财富管理转型探讨[J].金融纵横,2021,No.519(10):41-48.
- [12]林辉.数字经济时代下券商的金融科技转型[J].金融电子化,2020,(10):92-94.
- [13]沈慕昊.金融科技视角下境内上市券商运营效率研究[C].西安财经大学,2020.
- [14]石宇.浅析证券行业市场发展现状与发展前景[J].明日风尚,2017(09):339.
- [15]王文杰.金融科技及其在我国证券业的应用场景探究[J].湖北经济学院学报(人文社会科学版),2018(02).
- [16]张欣然.中介机构难拒规模“诱惑” 债券承销亟待“做强”[N].上海证券报,2023-04-06(003).