

## 非银金融

2023年04月11日

## 股债双击驱动自营高增，居民储蓄迁移有望开启

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

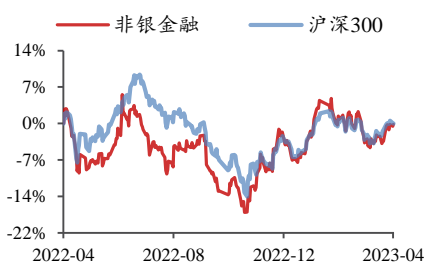
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

## 行业走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《居民投资意愿回升，财富迁移开启，增配非银正当时——行业周报》

-2023.4.9

《年报整体符合预期，一季报改善可期——行业周报》-2023.4.2

《市场活跃度持续改善，降低保险负债成本利于提估值——行业周报》

-2023.3.26

## ● 股债双击驱动自营高增，居民储蓄迁移有望开启

(1) 2023Q1 股市和债市表现同比明显改善（2022 年同期股债双杀），驱动券商盈利同比高增。我们预计 40 家上市券商 2023Q1 归母净利润 433 亿，同比+89%，年化 ROE 7.43%。(2) 重点标的一季报同比高增长排序：东方证券+526%（快报已披露），国金证券+205%，广发证券+117%，华泰证券+33%，国联证券+32%，同花顺+25%，东方财富+5%，指南针-25%。(3) 一季报较强叠加业务数据改善，看好互联网券商和大财富管理主线。根据央行 2023Q1 储户调查，一季度居民防御性储蓄明显减弱，而投资意愿快速抬升，升幅超过消费。一季度 18.8%选择“更多投资”，环比提升 3.3 个百分点。3 月偏股基金新发数据明显改善，4 月首周日均股基成交额超 1.3 万亿，居民储蓄迁移开启，大财富管理主线标的受益。推荐轻资本互联网券商东方财富和指南针，受益标的同花顺。传统券商推荐东方证券和国联证券，受益标的兴业证券、中信证券和方正证券。

## ● 交易量和偏股基金新发边际改善，关注全面注册制主板 IPO 数量提升

(1) 经纪：2023Q1 市场交投活跃度边际改善，同比承压。2023Q1 市场日均股基成交额 0.99 万亿，同比-9.3%，其中 3 月日均股基成交额 10376 亿，同比-9.3%，环比+3.4%。3 月后两周日均股基成交额达 1.1 万亿，4 月首周日均股基成交额超 1.3 万亿，边际改善明显。3 月偏股基金新发数据边际改善。2023 年 3 月新发偏股(股+混)基金规模 462 亿，环比+60%，同比+13%；1-3 月新成立偏股基金规模 935 亿，同比-40%。(2) 投行：2023 年一季度 IPO 和债券承销规模同比下降，再融资规模同比上升。2023 年 1-3 月 IPO/再融资/债券承销规模分别为 651 亿元/2515 亿元/26078 亿元，同比-64%/+72%/+1%，IPO 项目数共 68 单，同比-21%。

(3) 资管：2022 末集合资管规模同比下降，投向以固收为主。2022 末券商资管规模 6.28 万亿，同比-18%。2022 末固收类规模占比 82%，同比+1.8pct。(4) 公募基金：偏股基金 1 月净赎回，2 月申赎相当，预计 2023Q1 偏股基金保有规模 7.5 万亿，环比持平，同比-1%，少量净赎回。

## ● 股、债市明显改善驱动投资业务同比高增，两融同比承压，负债端成本下降

(1) 投资：2023Q1 股市、债市有所上涨，较 2022Q1 明显改善，驱动券商投资收益同比高增。2023Q1 沪深 300/万得全 A/中证综合债单季度分别 +4.6%/+6.5%/+0.9%（2022Q1 分别-14.5%/-13.9%/+0.8%），预计券商投资业务同比高增。(2) 利息净收入：2023Q1 日均两融余额同比下降，券商负债端成本同环比下降。2023Q1 市场日均两融余额 1.57 万亿元，同比-10%。2023Q1 末 1 年期短期融资券利率 2.8%，3 年/5 年期证券公司债券利率 3.1%/3.3%，环比分别 -0.06/-0.22/-0.21pct，同比-0.29/-0.45/-0.58pct。

● **风险提示**：股市波动对券商盈利带来不确定影响；市场交易活跃度下降；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

## 目 录

1、 市场交易量边际改善，股债市上涨驱动投资业务增长.....	3
2、 预计上市券商 2023Q1 归母净利润同比+89%.....	7
3、 一季报较强叠加业务数据改善，看好互联网券商和大财富管理主线.....	8
4、 风险提示.....	9

## 图表目录

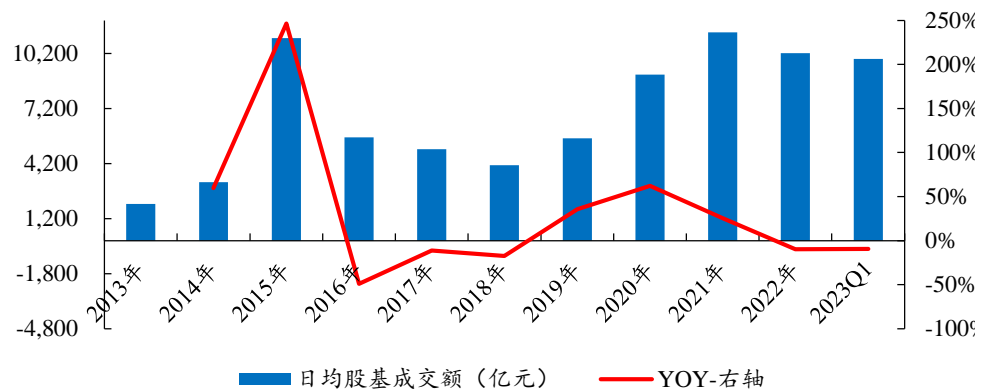
图 1： 2023 年 1-3 月日均股基成交额 0.99 万亿，同比-9%.....	3
图 2： 2023 年 1-3 月 IPO 承销规模同比-64%.....	3
图 3： 2023 年 1-3 月 IPO 单数同比-21%.....	3
图 4： 2023 年 1-3 月再融资承销规模同比+72%.....	4
图 5： 2023 年 1-3 月债券承销规模同比+1%.....	4
图 6： 2022 末集合资管 AUM 同比-13%.....	4
图 7： 券商资管投向仍以固收为主，2022 年占比 82%.....	4
图 8： 2023Q1 日均两融余额同比-10%.....	5
图 9： 2023Q1 券商负债端成本同环比下降.....	5
图 10： 2023Q1 股市、债市有所上涨.....	5
图 11： 2023Q1 单季度沪深 300 上涨 4.6%，中证综合债上涨 0.97%.....	5
图 12： 2023 年 2 月偏股/非货基金保有规模环比-2.5%/-1.2%.....	6
图 13： 1-2 月股+混基金净值上涨，份额相对稳定.....	6
图 14： 1-2 月非货基净值上涨，份额相对稳定.....	6
图 15： 预计 2023Q1 单季度上市券商归母净利润同比+89%，环比+88%.....	8
图 16： 券商板块/头部券商 PB 估值处于低位.....	9
表 1： 预计 2023Q1 偏股基金保有环比持平，同比-1%.....	6
表 2： 预计上市券商 2022 年/2023Q1 归母净利润分别同比-34%/+89%.....	7
表 3： 重点标的一季报前瞻.....	8
表 4： 受益标的估值表.....	9

## 1、市场交易量边际改善，股债市上涨驱动投资业务增长

**经纪：2023Q1 交易量和新增偏股数据边际改善。**（1）2023Q1 市场日均股基成交额 0.99 万亿，同比-9.3%，其中 3 月日均股基成交额 10376 亿，同比-9.3%，环比+3.4%。2023Q1 市场交投活跃度边际改善，同比承压，预计 1 季度券商经纪业务收入承压。

（2）2023 年 3 月后两周日均股基成交额达 1.1 万亿，4 月首周日均股基成交额超 1.3 万亿，边际改善明显。（3）3 月偏股基金新发数据边际改善。2023 年 3 月新发偏股(股+混)基金规模 462 亿，环比+60%，同比+13%；1-3 月新成立偏股基金规模 935 亿，同比-40%。

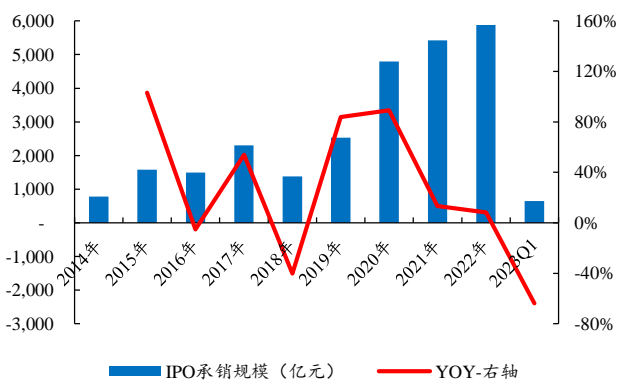
**图1：2023 年 1-3 月日均股基成交额 0.99 万亿，同比-9 %**



数据来源：Wind、开源证券研究所

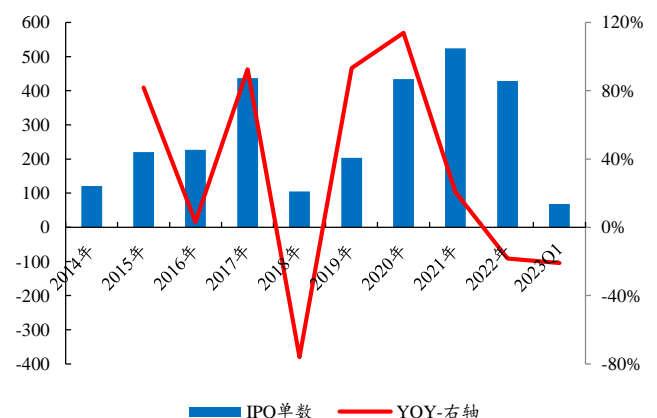
**投行：2023 年一季度 IPO 和债券承销规模同比下降，再融资规模同比上升。**2023 年 1-3 月 IPO/再融资/债券承销规模分别为 651 亿元/2515 亿元/26078 亿元，同比 -64%/+72%/+1%，IPO 项目数共 68 单，同比-21%。

**图2：2023 年 1-3 月 IPO 承销规模同比-64%**



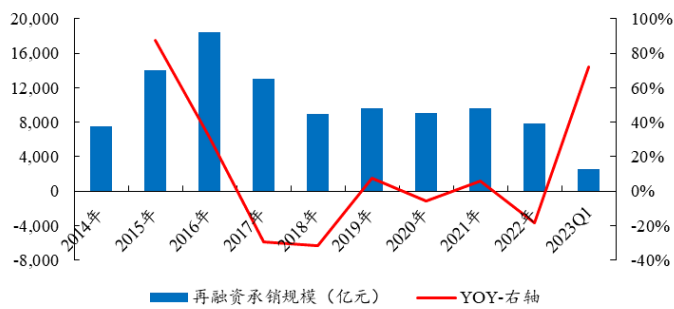
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2023 年 1-3 月 IPO 单数同比-21%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

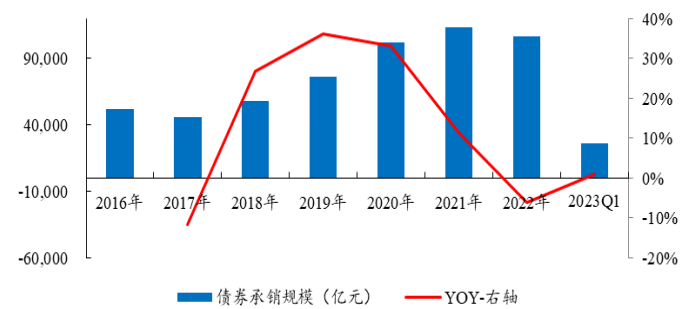
图4：2023年1-3月再融资承销规模同比+72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：再融资包括增发、配股、优先股

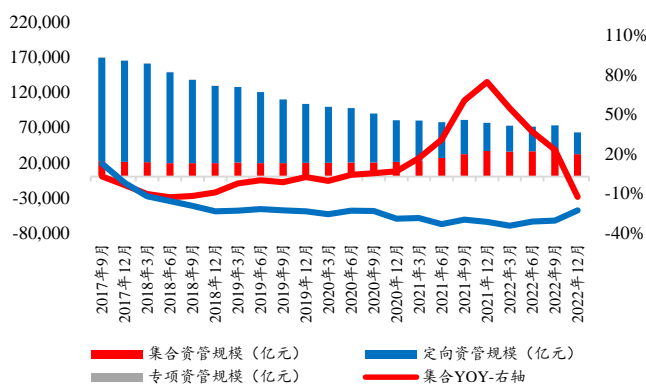
图5：2023年1-3月债券承销规模同比+1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

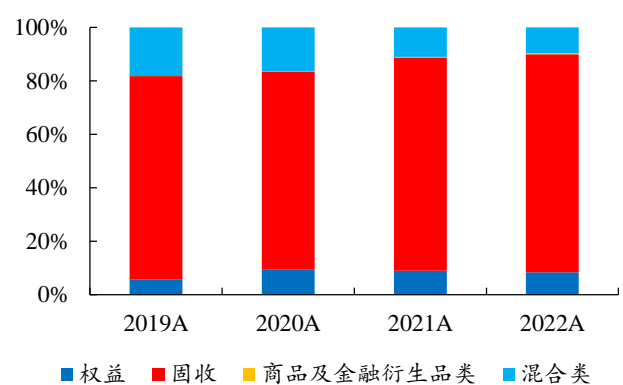
**资管：2022 末集合资管规模同比下降，投向以固收为主。**2022 末券商资管规模 6.28 万亿，同比-18%，其中集合资管 3.18 万亿，同比-13%，定向资管规模 3.10 万亿，同比-23%。券商资管投向仍以固收为主，2022 末固收类规模占比 82%，同比+1.8pct。

图6：2022 末集合资管 AUM 同比-13%



数据来源：中基协、开源证券研究所

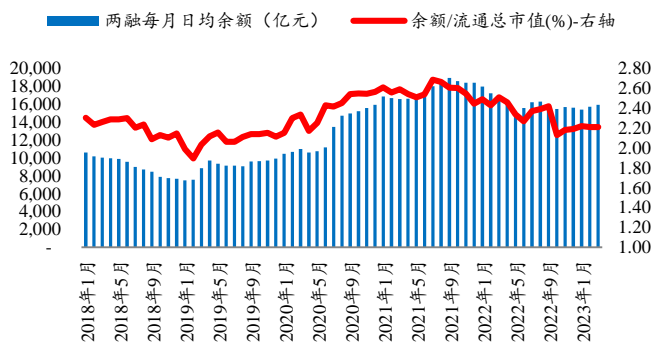
图7：券商资管投向仍以固收为主，2022 年占比 82%



数据来源：中基协、开源证券研究所

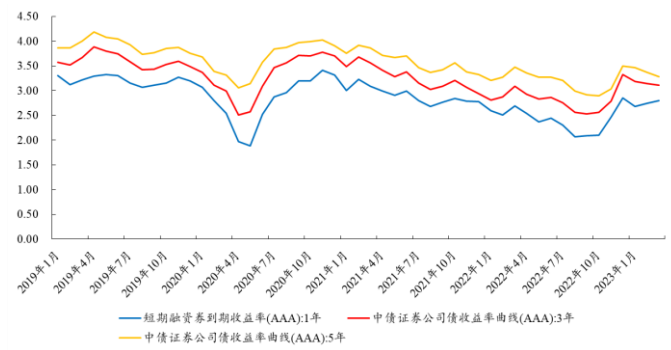
**两融：2023Q1 日均两融余额同比下降，券商负债端成本同环比下降。**(1) 2023Q1 市场日均两融余额 1.57 万亿元，同比-10%，两融利息收入同比承压。(2) 2023Q1 券商负债端成本同比、环比均有所下降，2023Q1 末 1 年期短期融资券利率 2.8%，3 年/5 年期证券公司债券利率 3.1%/3.3%，环比分别-0.06/-0.22/-0.21pct，同比-0.29/-0.45/-0.58pct。

图8：2023Q1 日均两融余额同比-10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

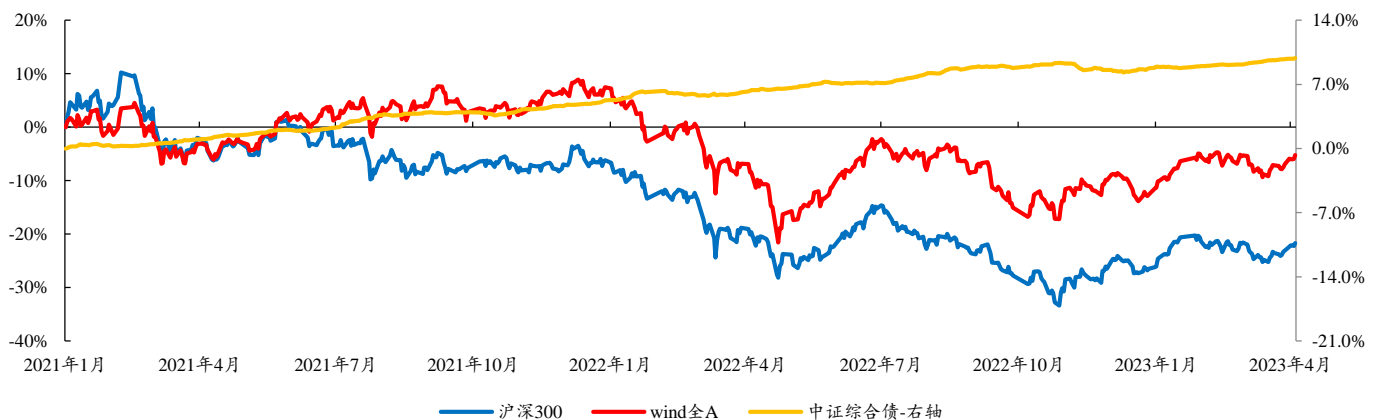
图9：2023Q1 券商负债端成本同环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

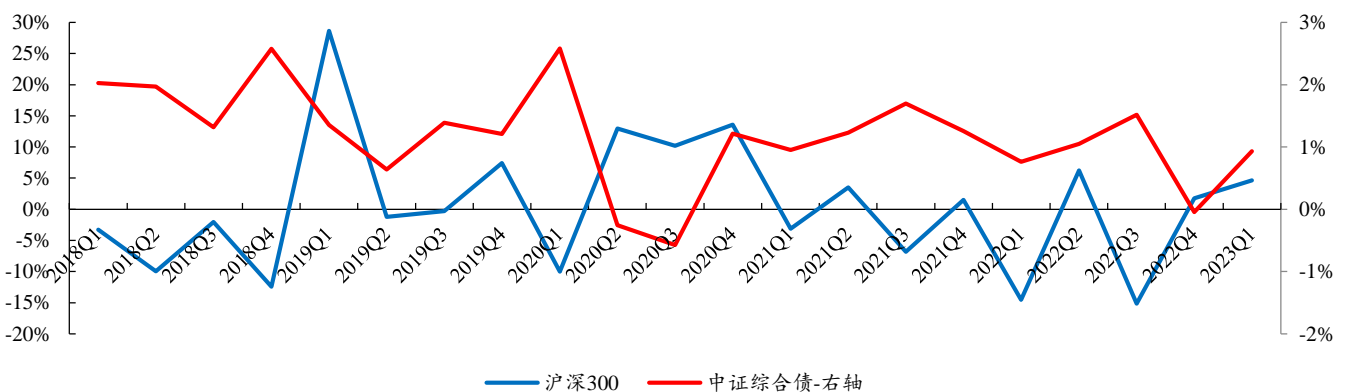
**投资：2023Q1 股市、债市有所上涨，较 2022Q1 明显改善，驱动券商投资收益同比高增。**2023Q1 股市债市同比改善，沪深 300/万得全 A/中证综合债单季度分别 +4.6%/+6.5%/+0.9%（2022Q1 分别-14.5%/-13.9%/+0.8%），预计券商投资业务同比高增，表现类比 2022Q2（2022Q2 沪深 300/万得全 A/中证综合债分别 +6.2%/+5.1%/+1.0%）。

图10：2023Q1 股市、债市有所上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023Q1 单季度沪深 300 上涨 4.6%，中证综合债上涨 0.97%

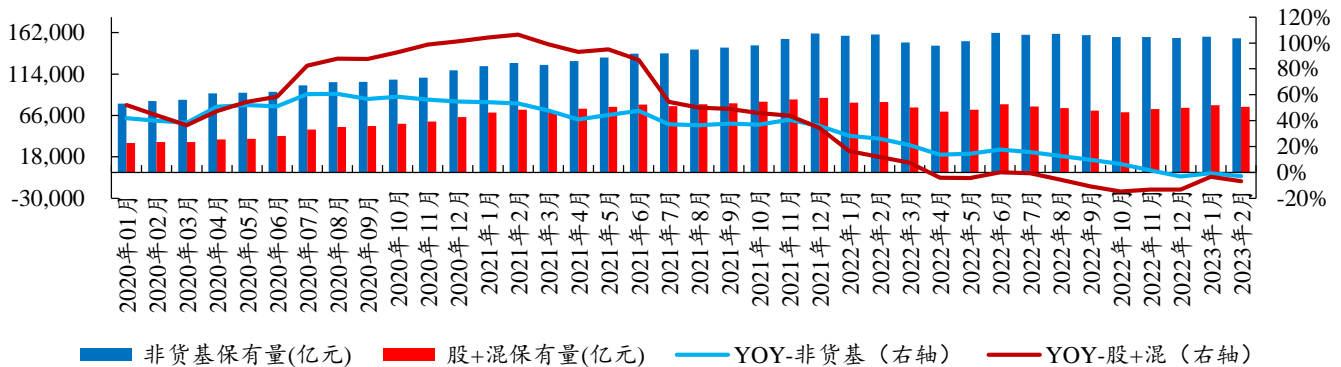


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述为季度涨跌幅

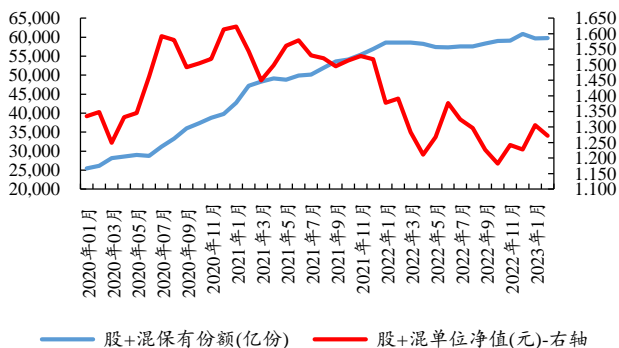
**公募基金：偏股基金1月净赎回，2月申赎相当，预计2023Q1偏股基金保有规模环比持平，同比-1%。**（1）2023年2月公募偏股/非货保有规模7.60/15.53万亿，环比-2.5%/-1.2%，同比-6.8%/-3.0%。偏股基金环比变化主要由净值影响，申赎整体相当，2月偏股基金指数下跌2.7%，偏股基金份额环比+0.2%。（2）2023Q1偏股基金指数上涨2%，预计2023Q1市场偏股保有7.5万亿，环比持平，同比-1%。

图12：2023年2月偏股/非货基金保有规模环比-2.5%/-1.2%



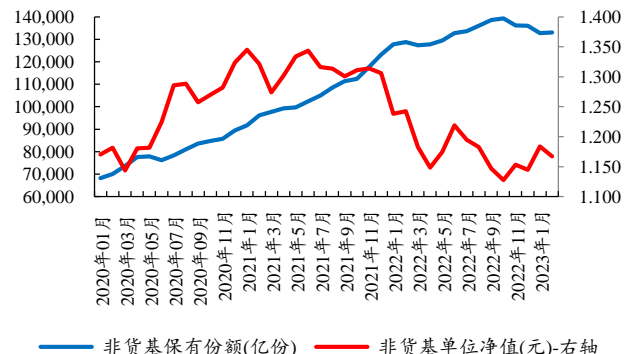
数据来源：中基协、开源证券研究所

图13：1-2月股+混基金净值上涨，份额相对稳定



数据来源：中基协、开源证券研究所

图14：1-2月非货基净值上涨，份额相对稳定



数据来源：中基协、开源证券研究所

表1：预计2023Q1偏股基金保有环比持平，同比-1%

单位：亿元	2020	2021	2022	2023Q1E
认申购额（年度累计）	84,589	105,830	6598	965
YOY	198%	25%	-69%	-38%
赎回比率 (赎回份额/认申购份额)	71%	78%	94%	107%
偏股基金指数涨跌	51.50%	4.05%	-21.80%	2.22%
股+混基金保有规模	64,209	86,328	74,755	74,770
YOY	101%	34%	-13%	-1%

数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

## 2、预计上市券商 2023Q1 归母净利润同比+89%

**2023Q1 股债市同比改善驱动行业盈利高增。**2023Q1 股市和债市表现同比明显改善（2022 年同期股债双杀），驱动券商盈利同比高增。2023Q1 沪深 300 上涨 4.6%（2022Q1 下跌 14.5%），纯债债基指数上涨 0.97%（2022Q1 上涨 0.46%），2023Q1 投资业务表现类似 2022Q2。2023Q1 日均股基成交额 9895 亿，同比-9%，环比+3%。我们预计 40 家上市券商 2023Q1 归母净利润 433 亿，同比+89%，年化 ROE 7.43%。

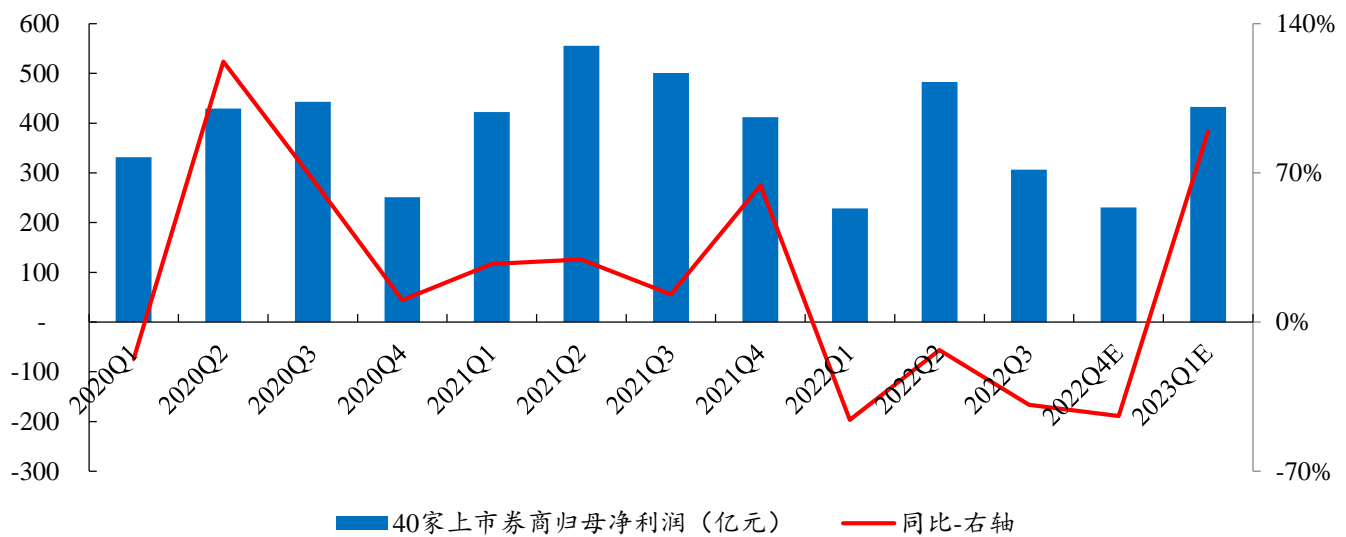
**重点标的一季报同比高增长排序：**东方证券+526%（快报已披露），国金证券+205%，广发证券+117%，华泰证券+33%，国联证券+32%，同花顺+25%，东方财富+5%，指南针-25%。

表2：预计上市券商 2022 年/2023Q1 归母净利润分别同比-34%/+89%

40 家上市券商整体						
(单位：亿元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023Q1E
经纪业务收入	621	742	1,140	1,373	1140	276
YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	20.4%	-17.0%	-7.4%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,042	11,340	10,215	9,895
投行业务收入	337	416	580	618	624	127
YOY	-21.8%	23.4%	39.4%	6.5%	0.9%	-8.1%
资产管理收入	305	314	389	499	470	107
YOY	-4.3%	3.0%	23.8%	28.1%	-6%	-4%
大投资业务收入	723	1,367	1,578	1,797	716	442
YOY	-31.3%	89.1%	15.4%	13.9%	-60%	同比扭亏
自营投资收益率	3.0%	5.2%	5.1%	4.7%	1.55%	4.03%
利息净收入	366	422	534	600	599	121
YOY	8.7%	15.1%	26.7%	12.3%	0%	-9%
营业收入（调整后）	2,516	3,440	4,404	5,163	3,862	1,162
YOY	-17.4%	36.8%	28.0%	17.2%	-25%	55%
管理费	1,470	1,763	2,103	2,530	2,201	592
信用减值及其他资产减值损失	180	207	340	140	70	16
<b>归母净利润</b>	<b>640</b>	<b>1,087</b>	<b>1,456</b>	<b>1,891</b>	<b>1,248</b>	<b>433</b>
YOY	<b>-38.3%</b>	<b>69.8%</b>	<b>34.0%</b>	<b>29.9%</b>	<b>-34.0%</b>	<b>89.4%</b>
净利率（调整后）	25.4%	31.6%	33.1%	36.6%	32%	37%
归母股东权益	14,973	16,196	18,663	20,918	22,989	23,572
YOY	3.4%	8.2%	15.2%	12.1%	9.9%	9.5%
<b>ROE（年化）</b>	<b>4.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>5.69%</b>	<b>7.43%</b>
权益乘数（扣除客户保证金）	3.44	3.63	3.83	4.02	3.96	3.69

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 预计 2023Q1 单季度上市券商归母净利润同比+89%，环比+88%



数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 重点标的一季报前瞻

代码	简称	总市值-4.10 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
			2021A	2022A	2023Q1E	2021A	2022E	2023Q1E
600958.SH	东方证券	948	53.7	30.1	14.3	97%	-44%	526%
600109.SH	国金证券	342	23.2	11.3	3.8	24%	-51%	205%
000776.SZ	广发证券	1,250	108.5	79.3	28.2	8%	-27%	117%
601688.SH	华泰证券	1,248	133.5	110.5	29.4	23%	-17%	33%
601456.SH	国联证券	316	8.9	7.7	2.5	52%	-14%	32%
300033.SZ	同花顺	1,039	19.1	16.9	1.4	11%	-12%	25%
600030.SH	中信证券	3,130	231.0	213.2	61.4	55%	-8%	17%
300059.SZ	东方财富	2,878	85.5	85.1	22.8	79%	-1%	5%
300803.SZ	指南针	223	1.8	3.2	2.0	98%	82%	-25%

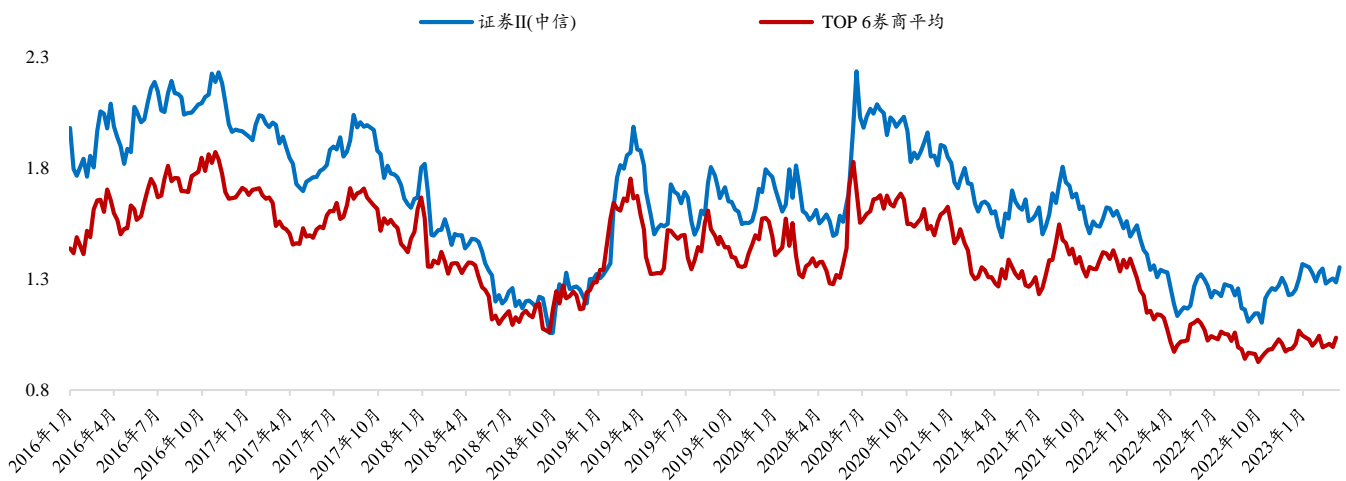
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、一季报较强叠加业务数据改善，看好互联网券商和大财富管理主线

(1) 2023Q1 股市和债市表现同比明显改善 (2022 年同期股债双杀)，驱动券商盈利同比高增。我们预计 40 家上市券商 2023Q1 归母净利润 433 亿，同比+89%，年化 ROE 7.43%。(2) 重点标的一季报同比高增长排序：东方证券+526% (快报已披露)，国金证券+205%，广发证券+117%，华泰证券+33%，国联证券+32%，同花顺+25%，东方财富+5%，指南针-25%。(3) 一季报较强叠加业务数据改善，看好互联网券商和大财富管理主线。根据央行 2023Q1 储户调查，一季度居民防御性储蓄明显减弱，而投资意愿快速抬升，升幅超过消费。一季度 18.8% 选择“更多投资”，环比提升 3.3 个百分点。3 月偏股基金新发数据明显改善，4 月首周日均股基成交额超 1.3 万亿，居民储蓄迁移开启，大财富管理主线标的受益。推荐轻资本互联网券商东方财富和指南针，受益标的同花顺。传统券商推荐东方证券和国联证券，受益标的兴业证券、

中信证券和方正证券。

图16: 券商板块/头部券商 PB 估值处于低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: TOP6 券商指 2022Q3 末净资产排名前 6 的券商, 分别为中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、广发证券

表4: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2023/4/10	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
300059.SZ	东方财富	21.78	0.65	0.75	0.94	33.51	23.17	买入
000776.SZ	广发证券	16.40	1.02	1.29	1.69	16.08	9.70	买入
600958.SH	东方证券	11.16	0.35	0.60	0.77	31.89	14.49	买入
600030.SH	中信证券	21.12	1.42	1.72	1.97	14.87	10.72	买入
601456.SH	国联证券	11.17	0.27	0.36	0.52	41.37	21.48	买入
300803.SZ	指南针	54.91	0.86	1.27	1.77	63.85	30.97	买入
300033.SZ	同花顺	193.24	3.15	3.86	4.70	61.35	41.11	买入
601377.SH	兴业证券	6.50	0.35	0.49	0.57	18.65	11.37	未评级
601901.SH	方正证券	7.12	0.26	0.31	0.35	27.38	20.38	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述兴业证券、方正证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

## 4、风险提示

- 股市波动对券商盈利带来不确定影响;
- 市场交易活跃度下降;
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期;

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn