



2023 年非银金融行业投资策略：月落启明 云兴霞蔚



券商：积极配置，底部进攻

回顾 2022：板块利润同比降 3 成，当前板块持仓底+估值底。

22E 板块 ROE 显著好于 18 年，但 PB 近 18 年底部：22E 上市券商平均 ROE5.1%，较 18 年高 1.8pct，龙头券商 2022E 平均 ROE 超 8%，包括中信/东财/广发/东方在内的部分券商 23E 动态 PB 估值接近或低于 18 年最低值。

估值底+持仓底：券商板块年初-今 (12/12) 累计下跌 25%。估值看，券商板块 PB 估值 1.2 倍，处于 2016 年以来 7.4%分位数。持仓看，3Q22 主动权益基金持仓券商占比 0.72%，非银行业配置系数为 0.21。

宏观经济预期改善，市场风险偏好回升；券商板块将率先进攻。

券商行情需要政策催化剂，近期行业创新频出。资金端，个人养老金实施办法落地，引入增量长线资金；交易端，科创板做市、下调转融资费率、两融扩容、降低交易规费等；融资端，全面注册制改革落地确定性强。

财富管理、投资业务修复带来业绩弹性：1) 财富管理：11M22 新成立偏股基金同比下滑 79%，若 23 年新发基金回暖，代销收入中产品申赎费收入弹性较大；市场回暖叠加个人养老金长线资金入市，预计券商公募业务将稳定贡献业绩；2) 投资业务：为业绩修复的最大驱动，中性情景下，假设明年投资收益率恢复至 2.8%，投资规模较 3Q22 增加 3%，则投资收入同比高增 65% (22E 投资收入 914 亿元)；23 年投资去方向化，增强受

益稳定性为重要目标，参考高盛业务结构，做市业务或成为未来自营转型方向。3) 投行业务：全面注册制落地后，投行将稳定贡献业绩（建投 21 年投行业务 2 贡献营业利润占比 23%），同时注册制下带来投行+直投+跟投联动，21 年中信投行产业链（投行+直投+跟投）ROE 超 30%。

潜在风险：1) 降尾佣：若靴子落地，对基本面造成一次性冲击，假设 23E 尾佣下调 20%，则东财 23E 利润 99 亿，同比+14%；头部券商代销收入占主营收入比重平均约 4%，业绩弹性受尾佣降低的冲击较小。2) 降低公募基金管理费（预计在降尾佣背景下发生）：对基金公司影响甚微。

投资分析意见：建议积极配置券商板块，明年盈利修复确定性强，财富管理标的盈利弹性更佳，维持券商行业看好评级。

板块 22E 净利润同比下滑 3 成（但头部券商 ROE 平均超 8%）；预计板块（上市券商）23E 利润同比+42%。建议选股布局财富管理赛道、机构业务且明年有业绩弹性的方向。推荐：国联证券、东方证券、广发证券、兴业证券、中信建投、中信证券、东方财富。

风险提示：1、全面注册制改革不及预期，2、流动性收紧，3、市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50128

