

证券 II

2023 年 02 月 21 日

看好互联网券商和大财富管理主线投资机会

——经济复苏下券商板块选股思路

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

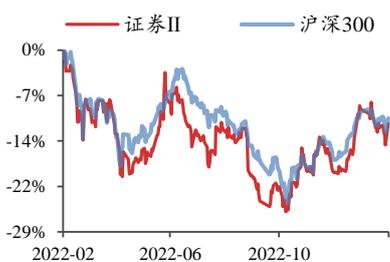
gaochao1@kysec.cn

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

《天天基金偏股市占率提升，降费担忧缓解——2022Q4 基金销售渠道数据点评》-2023.2.11

《符合市场预期，市场扩容利好行业龙头标的一全面注册制改革点评报告》-2023.2.2

《重资本化趋势凸显，证券行业再融资需求提升——行业点评报告》-2023.1.6

● 三方面原因看好互联网券商和大财富管理主线

复盘 2022 年 11 月-2023 年 1 月，大财富管理和互联网券商的领涨。2023 年经济复苏背景下，我们依然看好大财富管理和互联网券商两大投资主线，原因包括：

(1) 居民财富向权益型、净值型资产迁移的长逻辑未变。个人养老金、全面注册制和房住不炒政策基调延续。大财富线基金公司利润贡献较高，2C、轻资本且行业集中度提升、具有规模效应等特征带来赛道成长性，市场机构对 PE 估值和分拆估接受度逐步提升。需要强调的是，周期因素对核心标的盈利和估值影响仍较明显。**(2) 经济复苏下居民超额储蓄有望加速回流，**利好互联网券商和大财富管理主线标的盈利和估值同步扩张。**(3) 边际上看，**市场对证券和基金降费担忧持续缓解，而传统券商再融资事件频繁发生，市场更加偏好轻资本主线。

● 大财富管理：净值是影响 AUM 变化的核心因素，三大结构变化影响赛道弹性

2022 年末全市场股+混基金 AUM 为 7.48 亿，同比-13%，股+混基金份额同比+7%，市场仍保持净申购，估算 2022 年全市场股+混基金净申购 3407 亿元，核心是净值下跌拖累 AUM。2022 年末部分头部基金公司 AUM 市占率稳健，头部基金公司盈利能力更强。**熊市下三大结构变化影响赛道弹性：(1) 管理费率周期性凸显，**个人持有的产品结构变化引发综合费率变化。**(2) 个人和机构投资者结构变化会**反映到基金销售渠道结构变化，进而影响核心标的市占率。**(3) 浮动报酬收入影响**业绩弹性。预计 2023 年全市场股+混 AUM 稳步回升，日均同比增速或不明显，预计盈利弹性主要由非公募业务浮动报酬同比增长贡献。预计东方证券、广发证券、兴业证券、长城证券 2023 年大财管利润贡献同比+24%/+30%/+18%/+16%。

● 互联网券商：佣金率触底，交易量和市占率提升驱动盈利改善

(1) 2022 前三季度证券行业佣金率 0.0234%，呈现触底迹象，东方财富佣金率自 2020 年起有触底回升态势，主要由于小单交易占比提升为互联网券商经纪佣金率带来一定支撑作用。**(2) 互联网券商**依然保持明显的流量优势，利于保持低单客成本，客户转化空间较大利于市占率提升。**(3) 东方财富、同花顺** 2018-2021 年佣金收入复合增速为 63%/59%快于证券行业经纪业务 29%，市占率保持提升趋势。**(4) 预计 2023 年**市场交易量改善利好赛道盈利提升。

● 2023Q1 自营和公募基金线条盈利有望改善，全年三大主线盈利均有望改善

2023Q1：自营和公募基金线条盈利有望改善，主因 2023 一季度股市有望改善。一季度同比看，业绩改善确定性较强的是大财富管理主线，主要受益于权益自营投资和资管浮动管理费收入同比改善。**2023 全年：(1) 财富线条盈利弹性**主要靠浮动报酬同比改善，管理费同比改善或相对滞后，股市上涨将带来直接拉动。**(2) 互联网证券经纪**同比改善主要依靠交易量和市占率提升。**(3) 全面注册制下，**投行线标的业绩亦有望同比改善。**受益标的：(1) 互联网券商：同花顺、东方财富、指南针。(2) 大财富管理：东方财富、东方证券、广发证券、兴业证券、长城证券，**预计渠道端复苏确定性优于产品端，产品端弹性或更强。**(3) 全面注册制受益标的：国金证券、中信证券。**

● 风险提示：居民资产向权益型、净值型资产迁移进度不及预期；市场交易量增长不及预期。

目 录

1、看好互联网券商和大财富管理两大主线机会.....	4
2、大财富主线：净值是影响 AUM 变化的核心因素，三大结构变化影响赛道弹性.....	10
3、互联网券商：佣金率触底，交易量和市占率提升驱动盈利改善.....	19
4、投资结论.....	21
5、风险提示.....	22

图表目录

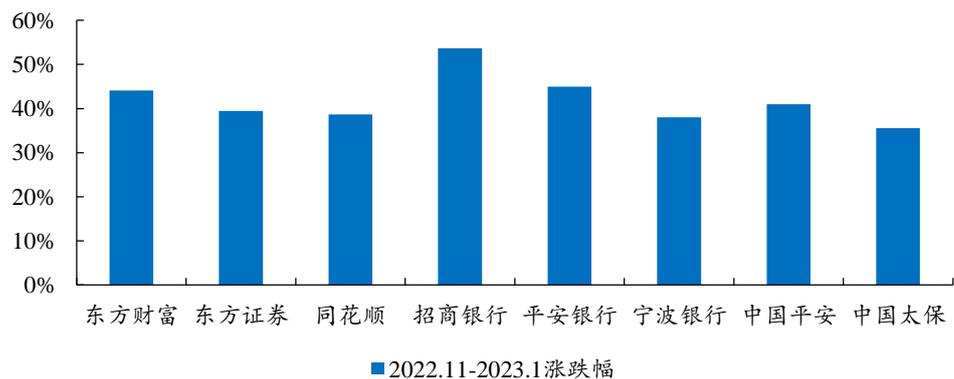
图 1：2022 年 11 月至 2023 年 1 月大金融龙头标的普涨约 40%.....	4
图 2：个人股+混份额保持增长趋势.....	6
图 3：科创板和创业板注册制试点以来全市场换手率稳健.....	7
图 4：我国 65 岁以上人口占比呈上升趋势.....	7
图 5：2022 年 30 中大城市商品房成交面积下降（单位：万平方米）.....	7
图 6：2022 年一线城市新房价格同比增速放缓，二三线城市下降.....	8
图 7：2022 年一线城市二手房价格增速放缓，二三线城市下降.....	8
图 8：2020-2022 年居民超额储蓄率为 4.4%/1.7%/3.8%.....	8
图 9：2022 年偏股基金下跌，新发基金遇冷.....	11
图 10：股+混基金费率（AUM 加权）具有周期性.....	14
图 11：股+混基金个人 AUM 结构中，预计 2022 普通股股票型+偏股混合型合计占比 54%.....	14
图 12：股+混基金总 AUM 结构中，预计 2022 普通股股票型+偏股混合型合计占比 48%.....	14
图 13：2021Q4 代销前 100 偏股 AUM 占比环比下降，2022Q2 环比提升，2022Q4 环比下降.....	16
图 14：2021 年末偏股基金 AUM 中个人占比有所下降，2022H1 末有所提升.....	16
图 15：2019 年初反弹行情下，个人持有的偏股基金份额先下降后快速上升.....	18
图 16：证券行业佣金率呈现触底迹象，小单占比提升支撑东方财富经纪佣金率.....	19
图 17：同花顺广告及互联网业务推广服务收入和东方财富经纪业务收入 2018-2021 年复合增速高于证券行业.....	20
图 18：同花顺市占率和东方财富股票成交额市占率保持增长.....	20
图 19：2022 年下半年起，市场交易量同比下降.....	21
图 20：2022 年 12 月疫情达峰前后交易量或触底.....	21
表 1：反弹行情下，大财富管理和互联网券商标的具有超额收益.....	4
表 2：2022H1 末居民持有非货公募基金 8.03 亿.....	5
表 3：个人持有非货公募基金占其金融资产比重仍然较低，2022H1 末为 3.4%.....	5
表 4：大财富管理和互联网券商充分受益于居民财富迁移的时代背景.....	6
表 5：一系列金融基础设施降费政策出台，市场降费担忧有所改善.....	9
表 6：我国基金市场空间广阔，长期费率或市场化下降.....	9
表 7：2022 年股+混基金仍为净申购，净值下跌拖累 AUM.....	10
表 8：2022 年普通股股票型和偏股混合型基金 AUM 波动幅度大于股+混基金.....	10
表 9：2022Q4 部分券商系基金公司 AUM 表现分化.....	11
表 10：2022Q4 部分券商系基金公司偏股 AUM 同比分化.....	12
表 11：部分券商系基金公司偏股市占率相对稳健.....	12
表 12：2022 年券商系基金公司新发偏股产品 AUM 市占率表现分化.....	12
表 13：2022 上半年 45 家基金公司营收同比-1%，净利润同比-3%，头部基金公司净利率高于行业平均.....	13
表 14：个人 AUM 加权下，普通股股票型基金和偏股混合型基金管理费率较高.....	15

表 15: 股+混基金管理费率（按数量算术平均）呈下降趋势	15
表 16: 部分基金公司非公募业务收入波动较大，主要受浮动报酬下降影响	16
表 17: 2022 年末东证资管浮动管理费产品 AUM 绝对值和占比较高	17
表 18: 核心标的财富线利润贡献	18
表 19: 2021 年互联网券商研发投入占调整后营收比重相较传统券商较高	19
表 20: 受益标的估值表	22

1、看好互联网券商和大财富管理两大主线机会

复盘：经济复苏预期阶段，大财富管理和互联网券商标的领涨。大金融板块龙头标的自2022年11月1日开始出现明显上涨，至2023年1月31日核心标的普涨约40%，其背后驱动力是地产、防疫等稳增长政策发力下的经济复苏预期。截止2023年1月31日，券商板块上涨19%，板块内部分化明显，领涨标的以大财富管理和互联网券商标的的为主。

图1：2022年11月至2023年1月大金融龙头标的普涨约40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：反弹行情下，大财富管理和互联网券商标的具有超额收益

证券代码 (单位：%)	证券简称	区间涨跌幅↓		备注
		20221101- 20230131	相对证券指数超额 20221101- 20230131	
601136.SH	首创证券	82.91	63.69	新股
600095.SH	湘财股份	49.38	30.16	
300059.SZ	东方财富	44.07	24.86	大财富管理+互联网券商
600958.SH	东方证券	39.43	20.22	大财富管理
300033.SZ	同花顺	38.67	19.45	互联网券商
300803.SZ	指南针	31.85	12.63	互联网券商
601377.SH	兴业证券	30.65	11.43	大财富管理
601456.SH	国联证券	28.77	9.56	具有长期成长逻辑的中小券商，泛财富管理战略为核心
000776.SZ	广发证券	27.66	8.44	大财富管理
002670.SZ	国盛金控	26.81	7.59	
600109.SH	国金证券	24.97	5.75	投行收入占比较高，充分受益于全面注册制
600030.SH	中信证券	24.40	5.19	头部综合性券商
600906.SH	财达证券	20.80	1.59	次新股

数据来源：Wind、开源证券研究所

经济复苏背景下，我们依然看好大财富管理和互联网券商两大投资主线，主要原因：

(1) 居民财富向权益型、净值型资产迁移的长逻辑未变。个人养老金、全面注册制和房住不炒政策基调延续。大财富线基金公司利润贡献较高，2C、轻资本且行业集中度提升、具有规模效应等特征带来赛道成长性，市场机构对 PE 估值和分拆估值接受度逐步提升。需要强调的是，周期因素对核心标的盈利和估值影响仍较明显。

(2) 经济复苏下居民超额储蓄有望加速回流，利好互联网券商和大财富管理主线标的盈利和估值同步扩张。

(3) 边际上看，市场对证券和基金降费担忧持续缓解，而传统券商再融资事件频繁发生，市场更加偏好轻资本主线。

表2：2022H1 末居民持有非货公募基金 8.03 亿

居民财富规模（万亿元）	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
非货公募基金（个人）	1.84	2.30	2.49	2.34	2.20	3.06	5.80	8.28	8.03
货币基金规模（个人）	1.43	1.63	1.69	3.87	4.73	4.56	5.07	5.76	6.16
居民储蓄余额	50.69	55.19	60.65	65.20	72.44	82.13	93.44	103.31	113.69
个人持有股票流通市值	11.74	17.49	15.74	16.60	12.11	17.42	24.74	30.95	28.77
银行理财总规模	15.02	23.50	29.05	29.54	22.04	23.40	25.86	29.00	29.15
集合信托	4.29	5.34	7.34	9.91	9.11	9.92	10.17	10.59	10.72
集合资管	0.66	1.56	2.19	2.11	1.91	1.96	2.09	3.65	3.59
居民保险准备金	6.53	7.83	9.37	10.44	11.49	12.97	14.40	15.26	16.02
私募基金实缴规模	1.49	4.16	7.89	11.10	12.71	14.08	16.96	20.27	20.35
金融资产小计	93.69	118.99	136.41	151.11	148.74	169.50	198.53	227.07	236.49
房地产规模	126.22	143.23	164.01	175.46	209.70	232.46	253.38	273.65	283.23
其他非金融资产规模	10.99	12.03	13.18	14.46	15.89	17.47	19.05	20.57	21.39
非金融资产小计	137.22	155.26	177.19	189.92	225.59	249.93	272.43	294.22	304.62
合计	230.90	274.25	313.60	341.03	374.33	419.44	470.95	521.29	541.11

数据来源：Wind、社科院、开源证券研究所

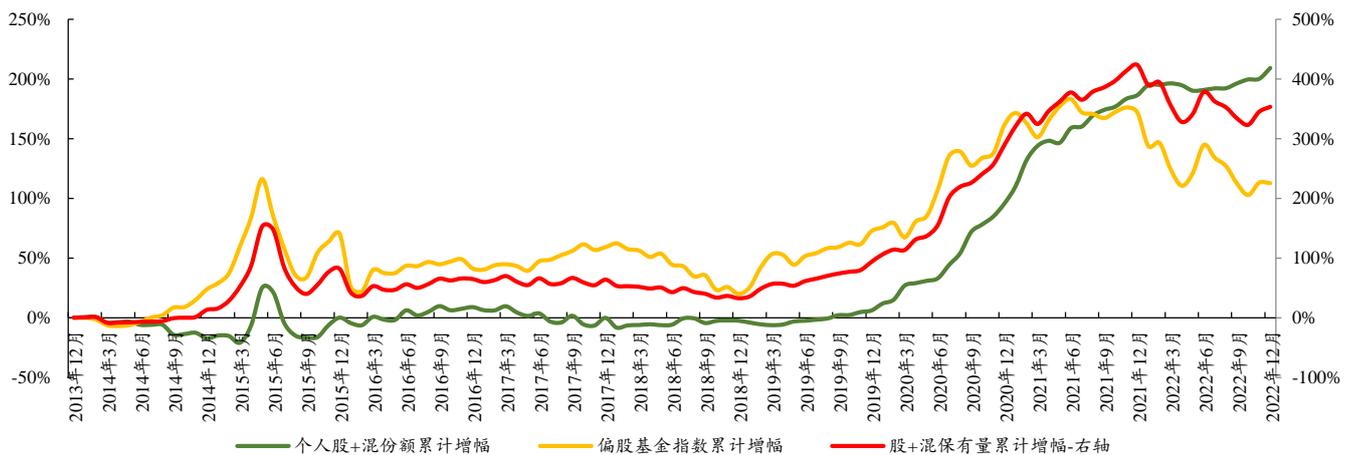
注：2020-2022H1 居民保险准备金、房地产资产规模、其他非金融资产规模为估算数据

表3：个人持有非货公募基金占其金融资产比重仍然较低，2022H1 末为 3.4%

居民金融资产结构	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
非货公募基金（个人）	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.8%	2.9%	3.6%	3.4%
货币基金规模（个人）	1.5%	1.4%	1.2%	2.6%	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%
居民储蓄余额	54.1%	46.4%	44.5%	43.1%	48.7%	48.5%	47.1%	45.5%	48.1%
个人持有股票流通市值	12.5%	14.7%	11.5%	11.0%	8.1%	10.3%	12.5%	13.6%	12.2%
银行理财总规模	16.0%	19.7%	21.3%	19.5%	14.8%	13.8%	13.0%	12.8%	12.3%
集合信托	4.6%	4.5%	5.4%	6.6%	6.1%	5.9%	5.1%	4.7%	4.5%
集合资管	0.7%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.6%	1.5%
居民保险准备金	7.0%	6.6%	6.9%	6.9%	7.7%	7.7%	7.3%	6.7%	6.8%
私募基金实缴规模	1.6%	3.5%	5.8%	7.3%	8.5%	8.3%	8.5%	8.9%	8.6%
金融资产合计	100.0%								

数据来源：Wind、社科院、开源证券研究所

图2：个人股+混份额保持增长趋势



数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

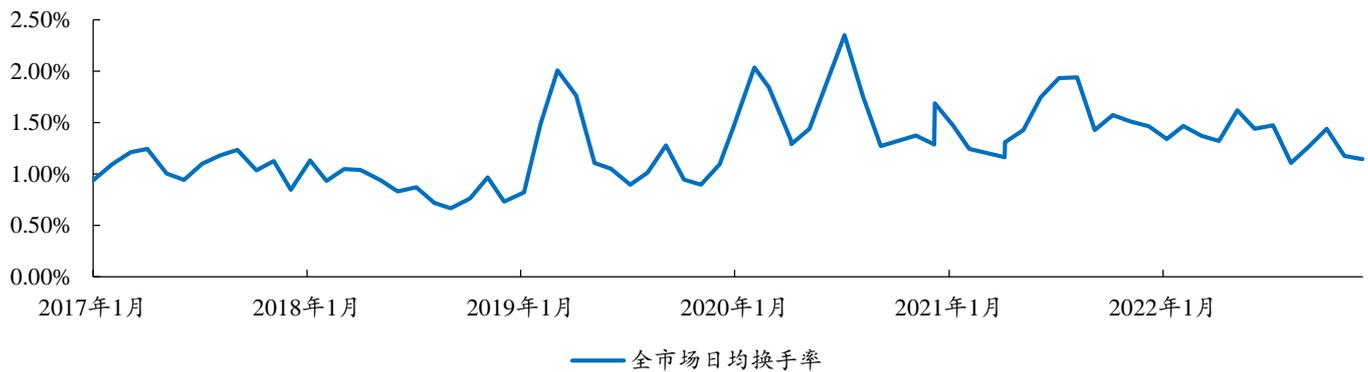
表4：大财富管理和互联网券商充分受益于居民财富迁移的时代背景

	大财富管理	互联网券商
相同点	受益于居民财富向净值类、权益型产品迁移的时代背景	
	收入以手续费型收入为主，属于轻资本业务模式	
	客户以个人用户为主	
	赛道竞争格局较好，具有规模效应	
	龙头公司盈利稳定性强，波动较小，可跟踪和预测，适用于PE估值	
不同点	周期性变化会带来盈利和估值的同向波动，带来股价较强的弹性	
	基于AUM收取手续费，受基金新发、申购、赎回和净值影响	基于交易量收取佣金，受市场交投活跃度影响
催化剂	基金产品赚钱效应驱动基金净申购、新发数据改善	市场交易量改善

资料来源：开源证券研究所

政策主基调延续，利好资本市场扩容和居民财富迁移。二十大报告明确房住不炒，个人养老金和全面注册制先后落地，财富管理长逻辑得到强化。(1) **2023年2月1日全面注册制改革启动，利于资本市场扩容，证券行业受益于制度改革红利。**科创板、创业板注册制试点以来，市场换手率并未明显下降，换手率整体保持稳健，本次改革规定主板新股上市首日即可纳入两融标的，利于提升市场交投活跃度。全面注册制是资本市场扩容的重要基础制度，后续发行、交易、衍生品及长期资金引入等配套政策均有望向好。(2) **个人养老金业务稳步推进，利好长期资金入市。**2022年11月25日个人养老金正式开闸启动，先行城市覆盖31个省级行政区。人社部养老保险司副司长亓涛在人社部2022年四季度新闻发布会上表示，截至2022年底，个人养老金参加人数1954万人，缴费人数613万人，总缴费金额142亿元。

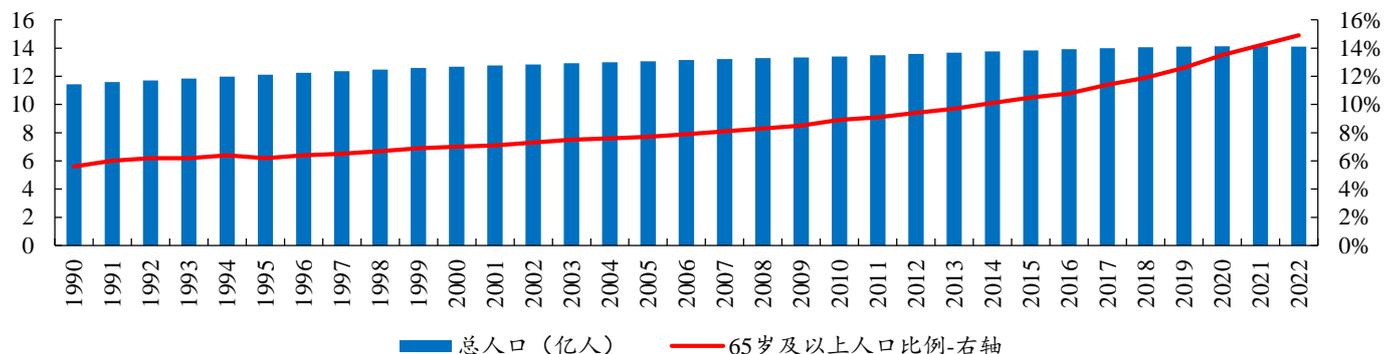
图3: 科创板和创业板注册制试点以来全市场换手率稳健



数据来源: Wind、开源证券研究所

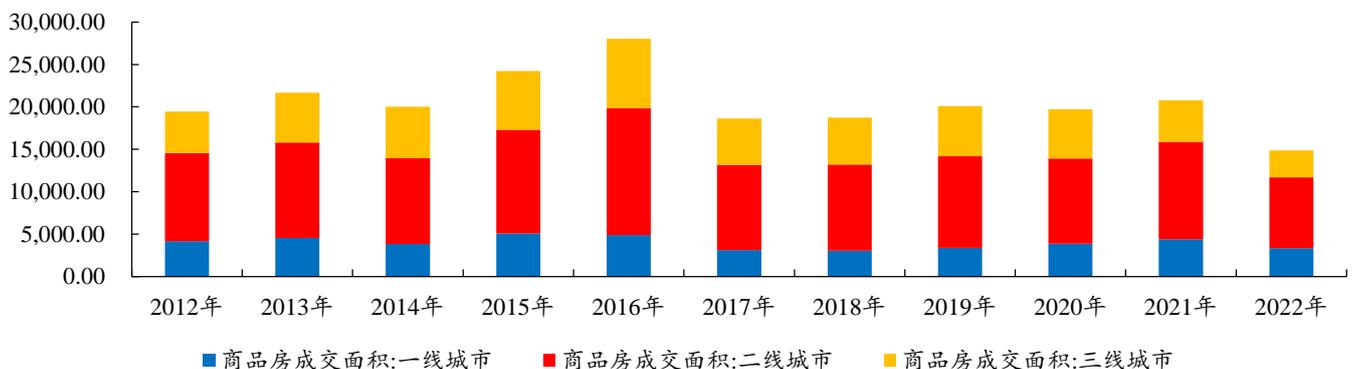
老龄化趋势下，居民财富向权益型、净值型资产迁移。(1) 人口：在人口老龄化、利率下行的长期趋势下，低利率的储蓄吸引力下降，预计居民养老理财需求将日益旺盛。2022年我国65岁以上人口达2.1亿人，同比+5%，占全国人口14.9%，同比+0.7pct，老龄化趋势延续。**(2) 房地产：**2022年房地产成交面积受疫情影响下降明显，整体成交价格相对平稳，一线城市新房和二手房价格保持小幅增长，二、三线城市有所下降，房住不炒相关政策调控效果明显。

图4: 我国65岁以上人口占比呈上升趋势

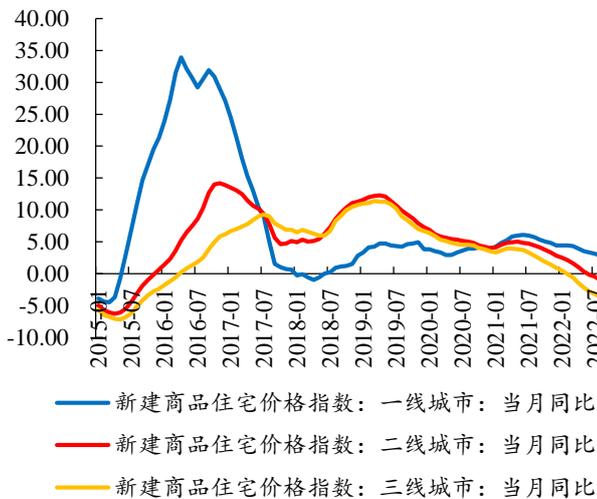


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

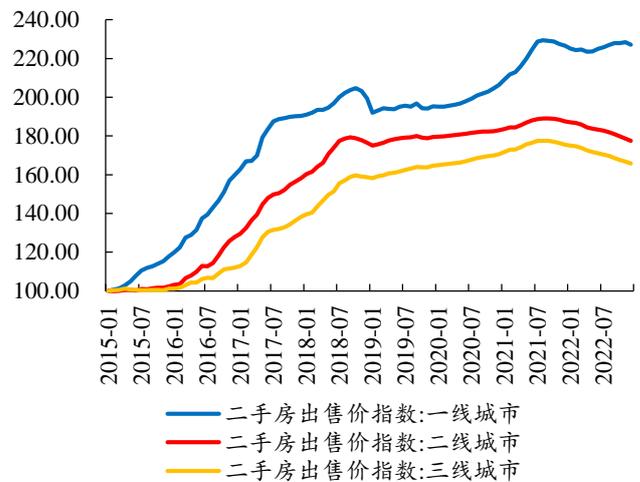
图5: 2022年30中大城市商品房成交面积下降(单位: 万平方米)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6：2022 年一线城市新房价格同比增速放缓，二三线城市下降


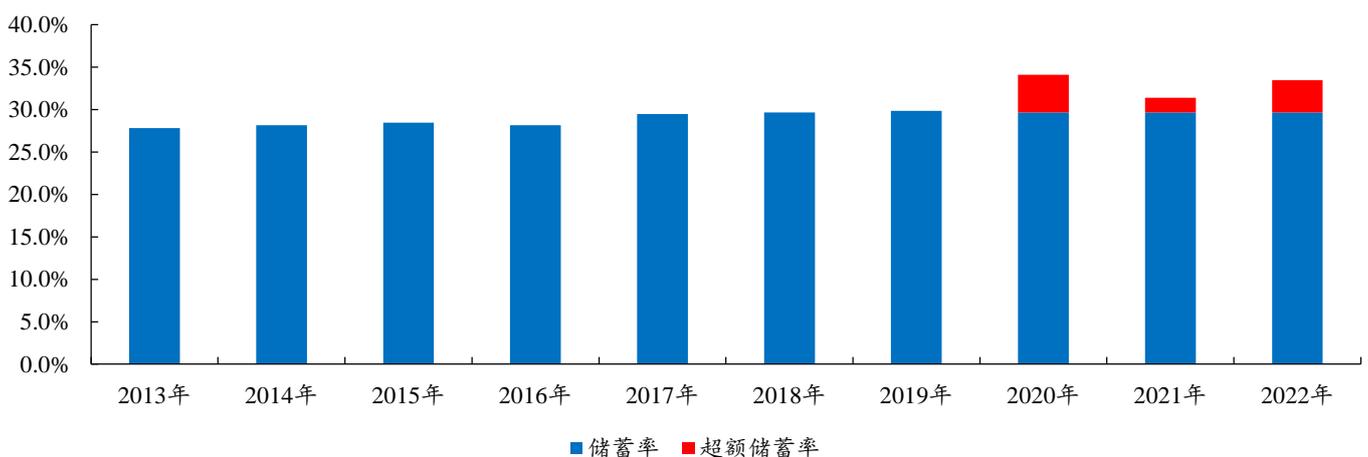
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：2022 年一线城市二手房价格增速放缓，二三线城市下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2015 年 1 月为基数 100

2023 年经济复苏利好权益资产，超额储蓄或驱动居民财富加速向股市、权益类基金流入。疫情对居民权益资产配置带来双杀，一方面股市下跌基金收益率跑输市场直接降低居民配置股票和权益类基金意愿，另一方面居民可支配收入增速放缓叠加风险偏好下降，储蓄类理财配置需求提升，权益类基金资金端承压。疫情影响下，2020-2022 年居民超额储蓄率为 4.4%/1.7%/3.8%，预计 2022 年居民超额储蓄规模达 1.98 万亿。2023 年疫情对经济的不确定性影响减弱，稳增长政策持续发力，经济复苏驱动股市上涨和居民可支配收入改善，较高储蓄率带来的势能或加速居民资产向股市、权益类基金流入，利好赛道核心业务盈利改善。

图8：2020-2022 年居民超额储蓄率为 4.4%/1.7%/3.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 储蓄率=(居民人均可支配收入-人均消费支出)/居民人均可支配收入

(2) 2020-2022 超出 2017-2019 年储蓄率平均值的部分定义为超额储蓄率

市场降费担忧逐步缓解改善。(1) 自 2022 年 9 月 16 日国办“降费”政策以来，中证金、北交所、沪深交易所和中金所等金融基础设施下降了制度性收费，符合政策目的“在于规范涉企收费，降低制度性交易成本”。(2) 券商经纪佣金率和基金管理费定价相对市场化，2023 年 1 月《证券经纪业务管理办法》明确券商收取交易佣金不得明显低于证券经纪业务成本，不得使用“零佣”、“免费”等用语进行宣传，市场对降费担忧缓解。(3) 2023 年 2 月，东方财富交流会议纪要中针对基金管理费下降担忧表示：“费率调整有些是由竞争造成的，预计行业整体下降空间不大”。2021 年末我国非货基占居民财富比重 1.6%（2000 年美国 9.8%），我国基金规模渗透率仍有较大空间，长期看费率或市场化下降，行政一刀切概率较小。

表5：一系列金融基础设施降费政策出台，市场降费担忧有所改善

时间	资本市场降费相关政策梳理
2022 年 4 月	中证登调降过户费 50%
2022 年 8 月	头部基金上报合理让利型成品，预计为浮动费率型产品
2022 年 9 月	9 月 15 日国务院办公厅发文《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用。
2022 年 10 月	中证金全面下调转融资费率 40BP
2022 年 11 月	证监会：新设养老金 Y 份额，个人养老金的管理费及托管费普遍实施 5 折优惠
2022 年 11 月	11 月北交所降低交易经手费 2.5BP
2022 年 12 月	沪深交易所发布减免 2023 年度相关费用的通知，旨在进一步降低市场主体成本，支持实体经济发展。
2022 年 12 月	中金所：减半收取 2023 年股指期货和国债期货交割手续费
2023 年 1 月	证监会《证券经纪业务管理办法》强调券商收取交易佣金不得明显低于证券经纪业务成本，不得使用“零佣”、“免费”等用语进行宣传
2023 年 2 月	东方财富交流会议纪要中针对基金管理费下降担忧表示：“费率调整有些是由竞争造成的，预计行业整体下降空间不大”

资料来源：证监会、中证协、北交所、沪深交易所、中金所、东方财富公司公告、开源证券研究所

表6：我国基金市场空间广阔，长期费率或市场化下降

指标	美国	中国
对比时点	2000 年	2021 年
非货 AUM	5.1 万亿美元（42 万亿人民币）	16 万亿元
非货基金占居民总财富比重	9.8%	1.6%
指数基金占非货比重	8%	11%
主动基金费率	1.06%	1.45%

数据来源：ICI、中基协、社科院、美联储、开源证券研究所

注：汇率以 2000 年末 8.28 人民币/美元计算

2、大财富主线：净值是影响 AUM 变化的核心因素，三大结构变化影响赛道弹性

整体规模：2022 年净值下跌影响股+混基金 AUM，全市场仍为净申购。（1）2022 年末全市场股+混基金 AUM 为 7.48 亿，同比-13%，股+混基金份额同比+7%，市场仍保持净申购，我们估算 2022 年全市场股+混基金净申购 3407 亿元，核心是净值下跌拖累 AUM，2022 年偏股基金下跌 21.8%。（2）净值下跌行情下新发遇冷明显，2022 年股+混基金新发 4376 亿（不含同业存单指数型基金），同比-79%。申购量同比也有所下降，我们估算 2022 年股+混基金申购额 5.04 亿，同比-41%。

表7：2022 年股+混基金仍为净申购，净值下跌拖累 AUM

单位：亿元	2019	2020	2021	2022
股+混基金 AUM	31,886	64,209	86,328	74,755
YOY	46%	101%	34%	-13%
新发偏股基金认购金额（含同存）	5,114	20,290	21,164	6,598
YOY	6%	297%	4%	-69%
偏股基金申购金额（估算）	23,654	64,299	84,666	50,368
YOY	181%	172%	32%	-41%
偏股基金赎回金额（估算）	25,492	59,470	82,461	53,559
偏股基金净申购金额	2,940	25,119	23,369	3,407
净值波动对偏股基金 AUM 的影响	7,097	7,203	-1,250	-14,980
偏股基金指数涨跌幅	43.70%	51.50%	4.05%	-21.80%

数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

注：偏股基金=一级分类下股票型+混合型基金；中基协口径数据

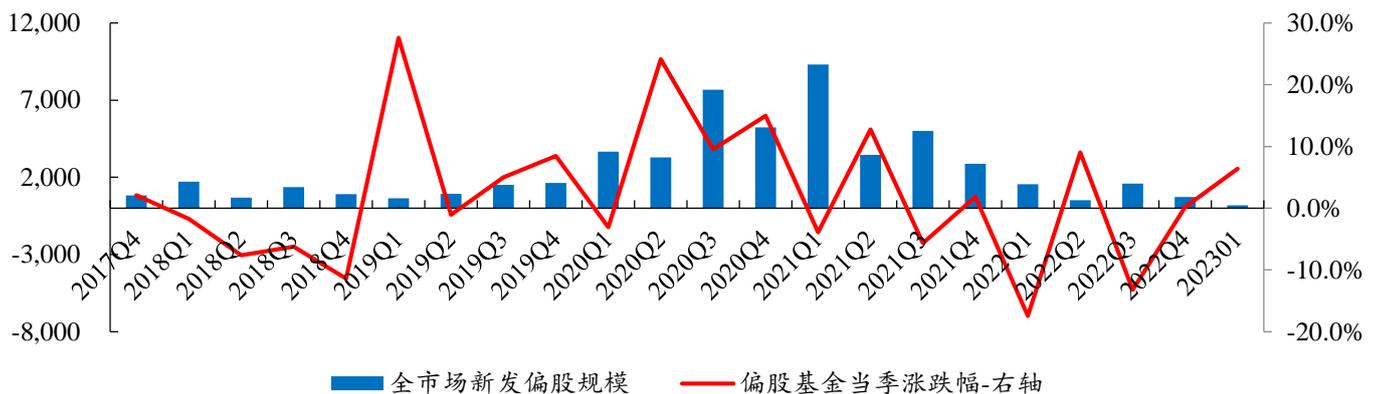
表8：2022 年普通股票型和偏股混合型基金 AUM 波动幅度大于股+混基金

二级分类 AUM (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022
普通股票型基金	1,929	2,628	6,539	8,430	6,675
YOY		36%	149%	29%	-21%
偏股混合型基金	5,454	8,648	24,559	33,826	28,214
YOY		59%	184%	38%	-17%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：通过 Wind 的基金产品口径汇总计算

图9：2022年偏股基金下跌，新发基金遇冷



数据来源：Wind、开源证券研究所

市占率与财务数据：广发证券旗下基金公司 AUM 市占率相对稳健，头部盈利能力更强。（1）股+混 AUM 同比来看，2022 年末易方达、南方基金、富国基金、华夏基金、长城基金同比好于全市场基金管理人。（2）股+混基金 AUM 市占率来看，2022 年末易方达、广发基金同比+0.3/0.1pct，南方基金同比+0.2pct，长城基金同比+0.1pct，富国基金同比+0.1pct，华夏基金同比+0.5pct，广发证券旗下易方达、广发基金市占率表现相对稳健。（3）新发偏股产品份额市占率来看，2022 年兴证全球市占率同比+1.9pct，提升明显，富国基金市占率同比+0.9pct。（4）2022 上半年基金公司营收同比-1%，净利润同比-3%，主要由于日均 AUM 同比下降有限。头部基金公司盈利能力更强，2022 上半年头部基金公司净利率 29%高于 45 家基金公司中位数 26%。

表9：2022Q4 部分券商系基金公司 AUM 表现分化

偏股 AUM(亿元)	2019Q4	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q4 环比增幅
易方达	2,278	5,458	6,344	6,917	6,202	6,488	5,618	5,925	5,488	5,627	2.5%
广发基金	1,257	3,509	4,232	4,475	4,375	4,603	4,030	4,253	3,918	3,840	-2.0%
汇添富	1,770	3,890	4,027	4,321	3,972	3,894	3,143	3,374	2,919	2,949	1.0%
东证资管	961	1,521	1,635	2,034	1,921	2,016	1,700	1,733	1,490	1,451	-2.6%
南方基金	1,478	2,854	3,192	3,490	3,336	3,419	2,880	2,974	2,783	2,923	5.0%
兴证全球基金	1,176	2,036	2,274	2,460	2,187	2,252	1,835	1,952	1,692	1,713	1.2%
景顺长城	881	1,891	2,249	2,497	2,434	2,595	2,085	2,250	1,945	2,044	5.1%
长城基金	163	466	417	444	426	452	377	404	426	443	4.0%
富国基金	1,420	2,955	3,364	3,824	3,632	3,818	3,284	3,558	3,192	3,214	0.7%
华夏基金	2,206	3,767	3,843	4,355	4,329	4,776	4,031	4,379	4,053	4,302	6.1%
博时基金	944	1,399	1,679	1,750	1,814	1,857	1,566	1,562	1,384	1,347	-2.7%
全市场基金管理人合计	31,923	66,353	72,093	79,146	79,786	84,731	73,107	76,771	69,297	70,340	1.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10: 2022Q4 部分券商系基金公司偏股 AUM 同比分化

偏股 AUM-YOY	2019Q4	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
易方达	41%	140%	160%	122%	48%	19%	-11%	-14%	-12%	-13%
广发基金	86%	179%	116%	83%	43%	31%	-5%	-5%	-10%	-17%
汇添富	52%	120%	117%	97%	20%	0%	-22%	-22%	-27%	-24%
东证资管	29%	58%	67%	97%	72%	33%	4%	-15%	-22%	-28%
南方基金	26%	93%	117%	75%	28%	20%	-10%	-15%	-17%	-15%
兴证全球基金	65%	73%	116%	86%	34%	11%	-19%	-21%	-23%	-24%
景顺长城	83%	115%	162%	139%	65%	37%	-7%	-10%	-20%	-21%
长城基金	-14%	186%	107%	55%	1%	-3%	-10%	-9%	0%	-2%
富国基金	65%	108%	119%	118%	42%	29%	-2%	-7%	-12%	-16%
华夏基金	24%	71%	45%	59%	41%	27%	5%	1%	-6%	-10%
博时基金	42%	48%	74%	47%	47%	33%	-7%	-11%	-24%	-27%
全市场基金管理人 AUM	44%	108%	106%	87%	44%	28%	1%	-3%	-13%	-17%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表11: 部分券商系基金公司偏股市占率相对稳健

偏股市占率	2019Q4	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
易方达	7.1%	8.2%	7.0%	7.4%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	8.0%
广发基金	3.9%	5.3%	5.6%	5.8%	5.5%	5.4%	5.5%	5.5%	5.7%	5.5%
汇添富	5.5%	5.9%	5.3%	5.2%	6.0%	4.6%	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%
东证资管	3.0%	2.3%	2.8%	2.4%	2.0%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%
南方基金	4.6%	4.3%	4.2%	4.7%	4.7%	4.0%	3.9%	3.9%	4.0%	4.2%
兴证全球基金	3.7%	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
景顺长城	2.8%	2.8%	2.4%	2.5%	2.7%	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.9%
长城基金	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
富国基金	4.4%	4.5%	4.4%	4.2%	4.6%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
华夏基金	6.9%	5.7%	7.6%	6.5%	5.6%	5.6%	5.5%	5.7%	5.8%	6.1%
博时基金	3.0%	2.1%	2.8%	2.8%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 市占率为基金公司占全部基金管理人的市场份额

表12: 2022 年券商系基金公司新发偏股产品 AUM 市占率表现分化

基金公司	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023 年 1 月
易方达	8.1%	4.0%	9.6%	7.5%	6.6%	6.1%
广发基金	3.0%	4.6%	5.3%	8.0%	5.6%	10.5%
汇添富	7.5%	10.0%	9.5%	5.1%	3.6%	6.5%
东证资管	3.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.8%	1.5%
南方基金	5.4%	4.0%	5.6%	5.2%	5.1%	3.6%
兴证全球	7.0%	2.7%	0.8%	1.0%	2.9%	0.0%
景顺长城	1.0%	3.5%	2.8%	3.1%	2.5%	0.0%
长城基金	0.2%	0.7%	1.3%	0.6%	1.2%	2.6%
富国基金	2.3%	6.3%	4.0%	4.6%	5.6%	8.4%
华夏基金	10.4%	3.8%	4.0%	5.2%	2.4%	5.0%

基金公司	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023年1月
博时基金	5.6%	4.8%	2.8%	4.6%	3.1%	0.1%
全市场新发偏股规模(亿元)	4,680	4,730	19,851	20,645	4,379	183
偏股基金当年涨跌幅	-25%	44%	51%	4%	-22%	7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：2022上半年45家基金公司营收同比-1%，净利润同比-3%，头部基金公司净利率高于行业平均

公司名称	营业收入(亿元)			净利润(亿元)			净利率	
	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1
易方达	67.73	68.31	1%	18.41	17.26	-6%	27%	25%
工银瑞信				14.55	15.05	3%		
富国基金	39.98	37.73	-6%	12.42	11.22	-10%	31%	30%
华夏基金	36.52	36.33	-1%	10.49	10.58	1%	29%	29%
汇添富	46.07	32.00	-31%	15.70	10.09	-36%	34%	32%
广发基金	44.75	39.32	-12%	12.72	10.02	-21%	28%	25%
招商基金	22.78	28.85	27%	7.84	9.54	22%	34%	33%
兴证全球	39.16	23.56	-40%	13.76	9.20	-33%	35%	39%
南方基金	34.61	32.73	-5%	8.76	8.86	1%	25%	27%
博时基金	27.54	27.49	0%	8.05	8.73	8%	29%	32%
交银施罗德				9.77	8.32	-15%		
景顺长城	21.27	21.93	3%	7.20	7.56	5%	34%	34%
建信基金				4.97	5.89	19%		
鹏华基金	22.41	22.00	-2%	6.14	5.43	-12%	27%	25%
华安基金	17.26	18.16	5%	4.50	5.10	13%	26%	28%
TOP6 中位数			-6%			-8%	29%	29%
TOP10 中位数			-5%			-3%	29%	30%
TOP15 中位数			-1%			1%	29%	29%
45家样本基金公司中位数			-1%			-3%	27%	26%

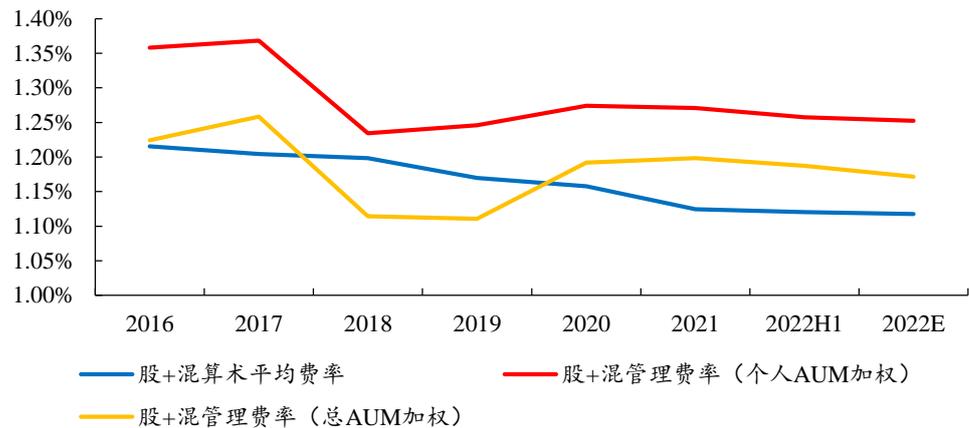
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 工银瑞信、交银施罗德、建信基金未披露2022H1营业收入；(2) 45家样本公司中38家披露营业收入。

结构变化：

(1) 管理费率周期性凸显，个人持有的产品结构变化引发费率变化。AUM 加权后的股+混基金费率具有周期性，主要由于投资者配置偏股基金结构的变化所致。个人 AUM 加权后管理费率高于总 AUM 加权的费率和管理费率，主要由于个人投资者配置高费率产品比例更高。2018 年由于个人持有的灵活配置型和偏股混合型基金管理费率下降导致管理费率（个人 AUM 加权）下降明显。2019-2020 年股+混基金中偏股混合型占比提升，由于偏股混合型基金费率较高，驱动股+混基金管理费率提升。2020-2021 年股+混基金费率小幅下降主要由于偏债混合型基金占比提升明显。2021-2022H1 股+混基金费率小幅下降主要由于被动指数型占比小幅提升。预计 2023 股市反弹行情下，投资者或提升普通股股票型和偏股混合型高管理费率产品的配置比例，将驱动全市场股+混基金加权平均费率的上行，从而利于提升产品端和渠道端综合费率。

图10: 股+混基金费率 (AUM 加权) 具有周期性



数据来源: Wind、开源证券研究所

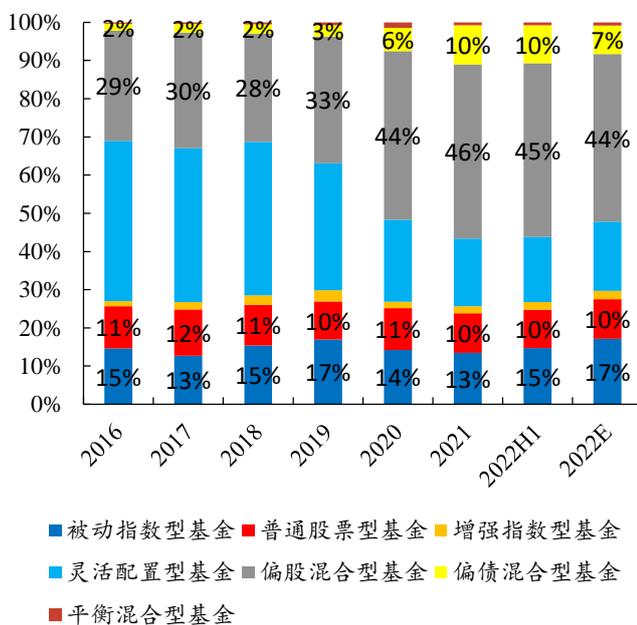
注: (1) 一级分类下股+混基金指“股票型+混合型基金”; 二级分类下, 股票型基金包括普通股票型、增强指数型、被动指数型, 混合型基金包括偏股混合型、偏债混合型、平衡混合型、灵活配置型基金。

(2) 同一基金不同份额计为一只基金

(3) 假设 2022 年各基金产品投资者结构与 2021 年一致

(4) 存量产品降价和新发产品低于市场价会导致偏股基金管理费率 (基金数量算术平均) 下降

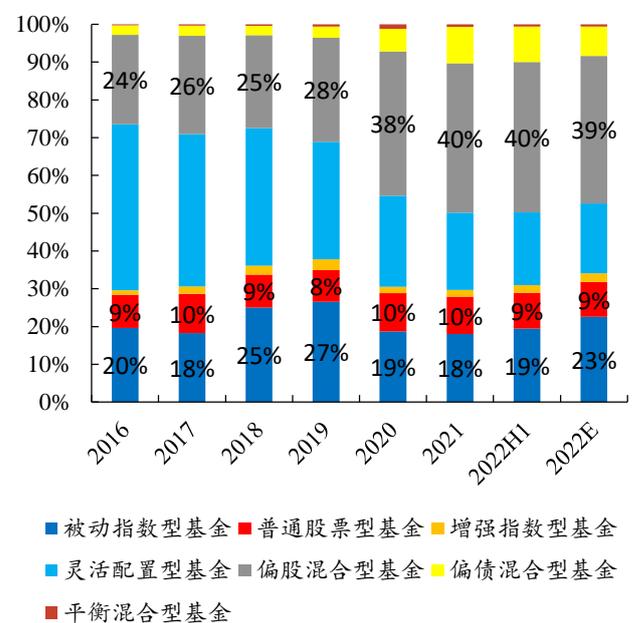
图11: 股+混基金个人 AUM 结构中, 预计 2022 普通股票型+偏股混合型合计占比 54%



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 假设 2022 年各基金产品投资者结构与 2021 年一致

图12: 股+混基金总 AUM 结构中, 预计 2022 普通股票型+偏股混合型合计占比 48%



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 假设 2022 年各基金产品投资者结构与 2021 年一致加权计算

表14: 个人 AUM 加权下, 普通股票型基金和偏股混合型基金管理费率较高

管理费率 (个人 AUM 加权)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022E
股票型基金	1.10%	1.12%	1.01%	0.97%	1.00%	1.00%	0.97%	0.94%
被动指数型基金	0.80%	0.75%	0.67%	0.64%	0.62%	0.62%	0.61%	0.60%
普通股票型基金	1.50%	1.50%	1.50%	1.49%	1.50%	1.50%	1.50%	1.49%
增强指数型基金	1.11%	1.10%	1.08%	1.07%	1.05%	1.03%	1.02%	1.03%
混合型基金	1.45%	1.46%	1.32%	1.36%	1.37%	1.36%	1.36%	1.38%
灵活配置型基金	1.44%	1.46%	1.27%	1.31%	1.33%	1.39%	1.38%	1.38%
偏股混合型基金	1.50%	1.50%	1.43%	1.45%	1.46%	1.47%	1.48%	1.48%
偏债混合型基金	1.12%	1.04%	0.95%	1.03%	0.87%	0.82%	0.80%	0.83%
平衡混合型基金	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.48%	1.48%	1.49%
股+混基金合计	1.36%	1.37%	1.23%	1.25%	1.27%	1.27%	1.26%	1.25%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2018 年新发低于市场管理费率的灵活配置型和偏股混合型产品 AUM (个人持有) 占比提升 (如易方达科润、招商瑞智优选、南方优势产业), 导致灵活配置型和偏股混合型管理费率下降明显

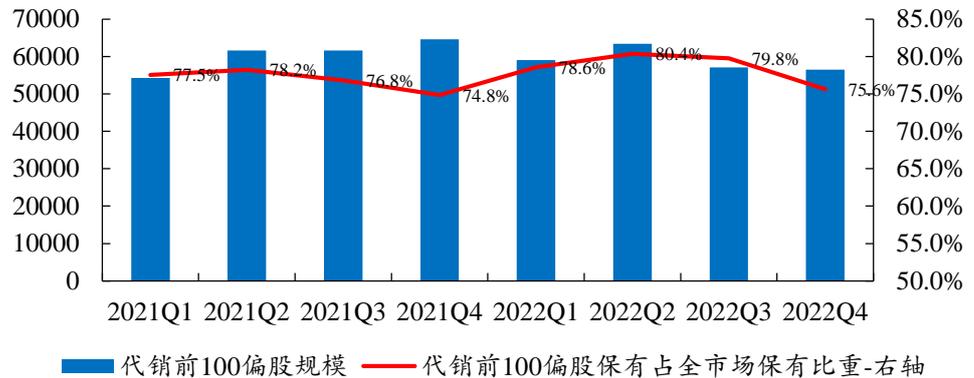
表15: 股+混基金管理费率 (按数量算术平均) 呈下降趋势

管理费率 (按产品数量平均)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022E
股票型基金	0.98%	0.99%	0.98%	0.91%	0.90%	0.83%	0.82%	0.81%
被动指数型基金	0.68%	0.66%	0.64%	0.58%	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%
普通股票型基金	1.49%	1.49%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%
增强指数型基金	0.96%	0.98%	0.98%	0.95%	0.94%	0.96%	0.95%	0.93%
混合型基金	1.30%	1.28%	1.28%	1.28%	1.26%	1.25%	1.26%	1.26%
灵活配置型基金	1.24%	1.24%	1.24%	1.23%	1.22%	1.22%	1.22%	1.22%
偏股混合型基金	1.50%	1.49%	1.48%	1.47%	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
偏债混合型基金	0.93%	0.90%	0.90%	0.88%	0.81%	0.77%	0.77%	0.77%
平衡混合型基金	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.41%	1.35%	1.35%	1.35%
股+混基金合计	1.22%	1.20%	1.20%	1.17%	1.16%	1.12%	1.12%	1.12%

数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 个人和机构投资者结构变化会反映到基金销售渠道结构变化, 进而对核心标的市占率有影响, 2022 年下半年全市场代销保有占比下降明显。代销渠道保有结构以个人投资者为主, 全市场股+混基金的个人投资者占比提升会反映到代销渠道占比提升, 从而促进渠道端市占率提升。股+混基金的个人投资者占比由 2021H1 末的 81.5% 下降至 2021 年末的 79.1%, 相应代销渠道前 100 占比由 78.2% 下降至 74.8%。2022Q4 末代销前 100 占比 75.6% 较 2022H1 下降明显, 核心标的如东方财富市占率亦有所下降, 预计 2022 年末股+混基金的个人投资者占比有所下降。

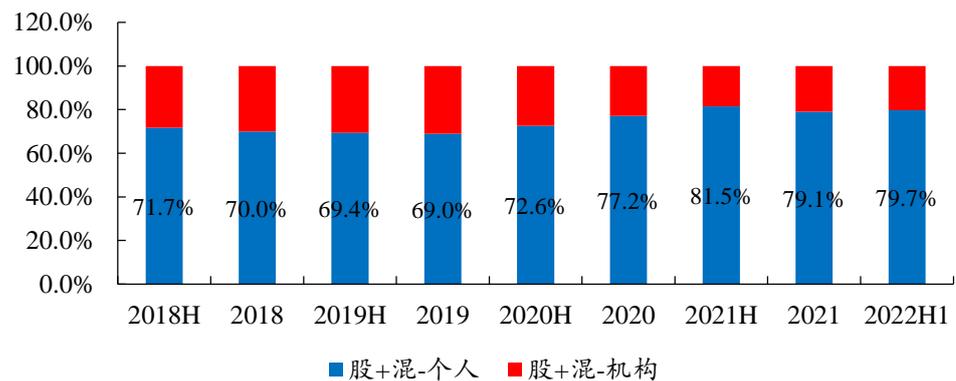
图13: 2021Q4 代销前 100 偏股 AUM 占比环比下降, 2022Q2 环比提升, 2022Q4 环比下降



数据来源: 中基协、Wind、开源证券研究所

注: 2022Q1 口径有所调整, 场内 ETF 纳入统计导致代销占比提升明显

图14: 2021 年末偏股基金 AUM 中个人占比有所下降, 2022H1 末有所提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 已穿透 ETF 联接基金的投资者结构

(3) 浮动报酬收入影响业绩弹性。2022H1 部分基金公司业务收入波动较大, 或受非公募业务收入同比下降影响, 熊市下业绩报酬承压。非公募业务收入低基数、占比高的基金公司, 2023 年反弹行情下业绩弹性或更大。此外, 公募产品中浮动管理费产品占比高的基金公司, 2023 年反弹行情下带来业绩高弹性。2022 年末东证资管、兴证全球收取浮动管理费的公募产品 AUM 为 300/146 亿, 占其偏股 AUM 比重 21%/9%。

表16: 部分基金公司非公募业务收入波动较大, 主要受浮动报酬下降影响

公司名称	营业收入 YOY		公募收入占比		公募收入 YOY		非公募收入 YOY	
	2021	2022H1	2021	2022H1	2021	2022H1	2021	2022H1
易方达基金管理有限公司	58%	1%	73%	75%	100%	5%	1%	-11%
广发基金管理有限公司	50%	-12%	79%	92%	73%	-1%	-1%	-61%
汇添富基金管理股份有限公司	41%	-31%	75%	91%	57%	-15%	8%	-75%
上海东方证券资产管理有限公司	31%	-24%	76%	81%	75%	-14%	-27%	-48%

公司名称	营业收入 YOY		公募收入占比		公募收入 YOY		非公募收入 YOY	
兴证全球基金管理有限公司	38%	-40%	71%	79%	34%	-30%	48%	-61%
南方基金管理股份有限公司	35%	-5%	70%	78%	57%	1%	1%	-24%
景顺长城基金管理有限公司	70%	3%	91%	94%	89%	4%	-15%	-14%
博时基金管理有限公司	36%	0%	71%	75%	45%	7%	19%	-17%
招商基金管理有限公司	62%	27%	68%	76%	85%	49%	27%	-15%
富国基金管理有限公司	56%	-6%	75%	82%	82%	6%	10%	-38%
华夏基金管理有限公司	45%	-1%	72%	81%	61%	8%	14%	-25%
鹏华基金管理有限公司	45%	-2%	82%	86%	51%	7%	21%	-35%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：公募收入占比=公募产品管理费收入/营业收入

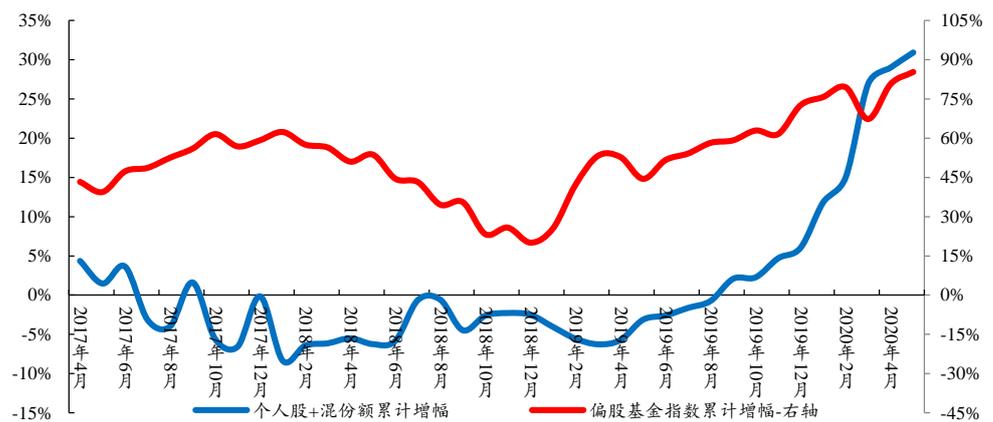
表17：2022年末东证资管浮动管理费产品 AUM 绝对值和占比较高

公募管理人名称（单位：亿元）	2022年浮动管理费 的偏股 AUM	2022年偏股 AUM	浮动管理费类偏股产品 AUM 占比
上海国泰君安证券资产管理有限公司	27.2	66.6	41%
上海东方证券资产管理有限公司	300.4	1,451.3	21%
九泰基金管理有限公司	4.3	23.8	18%
兴证全球基金管理有限公司	145.8	1,712.5	9%
金鹰基金管理有限公司	7.8	208.3	4%
中欧基金管理有限公司	87.8	2,862.7	3%
安信基金管理有限责任公司	22.4	835.9	3%
中邮创业基金管理股份有限公司	3.5	218.4	2%
银华基金管理股份有限公司	10.3	1,319.1	1%
鹏华基金管理有限公司	11.1	1,681.3	1%
嘉实基金管理有限公司	17.3	2,694.1	1%
新华基金管理股份有限公司	0.7	126.9	1%
华安基金管理有限公司	6.7	1,835.2	0%
景顺长城基金管理有限公司	7.1	1,976.8	0%
富国基金管理有限公司	9.2	3,209.4	0%
南方基金管理股份有限公司	7.2	3,199.5	0%
国泰基金管理有限公司	2.8	1,785.6	0%
华泰柏瑞基金管理有限公司	2.5	1,789.5	0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年展望：预计 AUM 稳步回升，日均同比增速或不明显，盈利弹性主要由非公募业务浮动报酬同比增长贡献。从 2019 年初反弹行情来看，净值反弹阶段会有温和净赎回，赎回潮概率较小，不用过度担忧。净值上行是 AUM 改善的核心影响因素，看好后续净申购的修复。

图15: 2019年初反弹行情下, 个人持有的偏股基金份额先下降后快速上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

财富线条盈利预测与价值重估: 预计东方证券、广发证券、兴业证券、长城证券 2023 年大财富管理利润贡献绝对值 YOY 分别为+24%/+30%/+18%/+16%, 预计东方证券、广发证券 2023 年大财富管理条线利润贡献占比 47.3%/30.7%。

表18: 核心标的财富线利润贡献

大财富管理线 (代销金融产品+资管+参控股基金)						
单位: 亿元	利润贡献绝对值 YOY		利润贡献占比			
	2022E	2023E	2021	2022H1	2022E	2023E
东方证券	-33%	24%	53.6%	143.3%	66.9%	47.3%
广发证券	-25%	30%	29.4%	26.5%	35.9%	30.7%
兴业证券	-24%	18%	35.2%	48.5%		
长城证券	-8%	16%	49.2%	98.6%		

其他业务线 (除大财富管理业务线)						
证券简称 (单位: 亿元)	扣减大财富线后净资产				非财富线 ROE	
	2021	2022H1	2022E	2023E	2022E	2023E
东方证券	573.4	692.5	705.7	731.4	1.49%	3.71%
广发证券	925.0	953.4	952.5	1,023.3	4.55%	7.11%
兴业证券	374.6	384.8	490.4	516.2	2.55%	5.41%
长城证券	172.8	173.4	244.5	253.4	-0.99%	2.90%

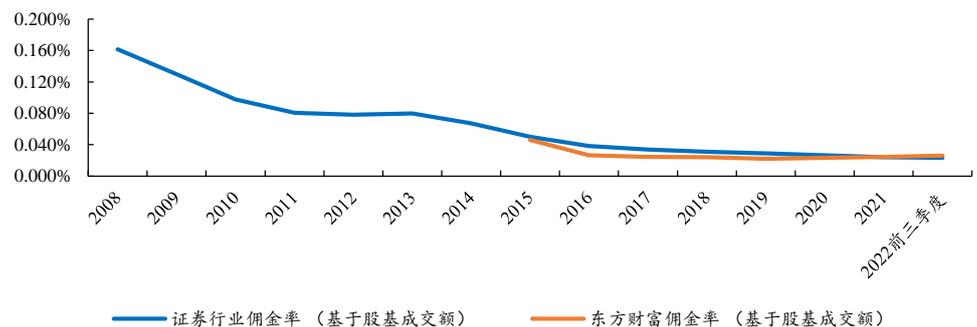
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、互联网券商：佣金率触底，交易量和市占率提升驱动盈利

改善

证券行业佣金率呈现触底迹象，小单交易占比提升为互联网券商经纪佣金率带来一定支撑作用。2022 年前三季度证券行业佣金率达 0.0234%，佣金率竞争市场化，整体呈触底迹象。东方财富佣金率自 2020 年起有触底回升态势，预计 2022 前三季度东方财富经纪佣金率 0.026%，较 2021 年提升 8%，主要由于小单交易占比提升为整体佣金率带来支撑作用。

图16：证券行业佣金率呈现触底迹象，小单占比提升支撑东方财富经纪佣金率



数据来源：公司公告、中证协、开源证券研究所

互联网券商保持流量优势，研发投入占比较高。互联网券商 APP 月活优势明显，利于保持较低的单客成本，客户转化空间较大。同花顺和东方财富 APPMAU 分别在 2800 万、2100 万左右，明显领先传统券商 APP。互联网券商研发成本占收入比重较高，华林证券、同花顺占比达 25%、24%，东方财富、指南针占比达 13%、12%。

表19：2021 年互联网券商研发投入占调整后营收比重相较传统券商较高

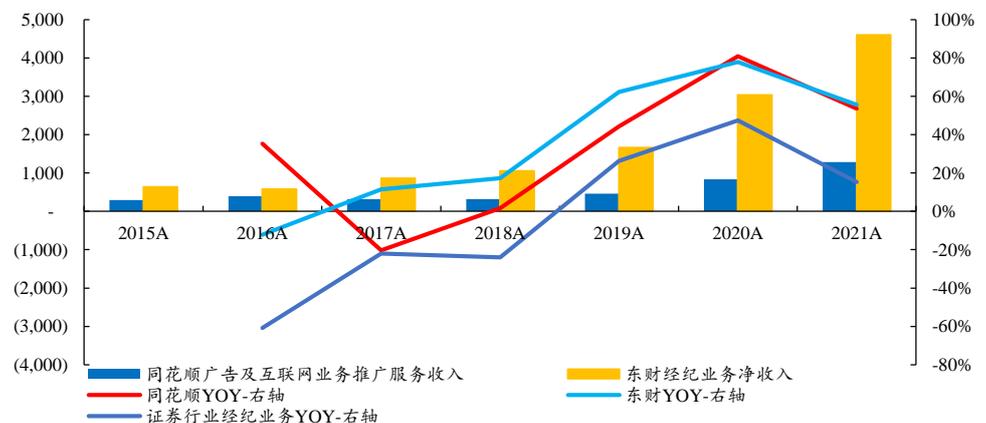
阵营	公司名称	研发费用/信息技术投入 (亿元)	研发占营收 (调整后营收) 比重	研发人员数量 (人)	占比
互联网券商	东方财富	7.2	13%	2094	37%
互联网券商	华林证券	3.5	25%	167	13%
垂直信息服务商	同花顺	8.3	24%	2915	61%
互联网券商	指南针	1.1	12%	167	10%
头部券商	中信证券	17.4	3%		
头部券商	国泰君安	15.4	4%		
头部券商	中国银河	10.7	5%		
头部券商	招商证券	12.8	5%		
头部券商	华泰证券	23.4	7%	3169	22%
头部券商	广发证券	10.7	3%		
头部券商	海通证券	12.1	3%		
头部券商	中金公司	18.6	6%		
中小券商	平安证券	10.1	10%		
中小券商	国金证券	4.8	7%		
中小券商	国元证券	2.4	4%		

阵营	公司名称	研发费用/信息技术投入 (亿元)	研发占营收(调整后营收) 比重	研发人员数量 (人)	占比
中小券商	恒泰证券	2.2	8%		
中小券商	湘财证券	1.6	8%		

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

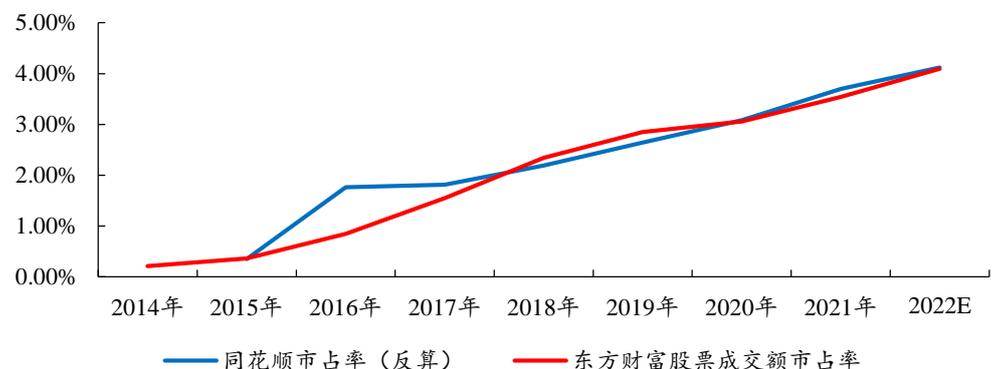
互联网券商佣金收入增速快于证券行业经纪业务增速，市占率保持提升趋势。(1) 2018-2021年东方财富经纪业务、同花顺广告及互联网业务推广服务收入3年复合增速快于证券行业经纪业务增速，其中2018-2021年同花顺CAGR59%，东方财富CAGR63%，证券行业CAGR29%。(2) 东方财富成交额市占率保持提升趋势；同花顺广告及互联网业务推广服务收入与有效开户、交易佣金正相关，以收入反算市占率，其对应的开户客户交易量市占率保持提升趋势。

图17：同花顺广告及互联网业务推广服务收入和东方财富经纪业务收入 2018-2021年复合增速高于证券行业



数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

图18：同花顺市占率和东方财富股票成交额市占率保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：同花顺市占率通过广告及互联网业务推广服务收入（假设佣金率）反算客户股票成交额，计算市占率

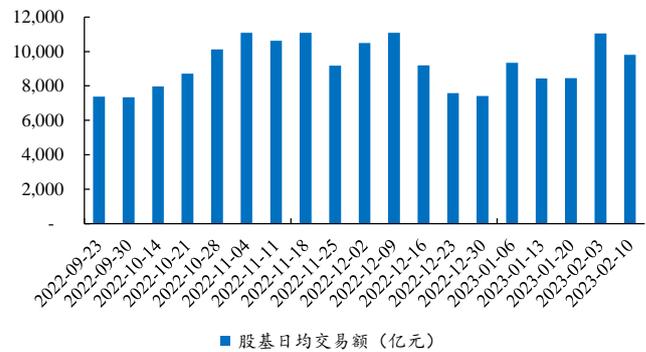
市场交易量改善利好赛道盈利提升。2022年下半年起市场交易量同比下降明显，2022年全年日均股基成交额 10215 亿，同比-9.9%。2022 年 12 月疫情达峰前后交易量或触底，2022 年 12 月 26-30 日的日均股基成交额为 7422 亿（2022Q4 最低值），预计 2023 年交易量环比改善利于互联网券商商业绩环比提升。

图19：2022年下半年起，市场交易量同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2022年12月疫情达峰前后交易量或触底



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资结论

从 2023 年一季度盈利预期看，自营和公募基金线条盈利有望改善。2023 一季度股市涨跌幅同比环比均有望改善，或驱动两赛道盈利边际改善。一季度同比看，业绩改善确定性较强的是大财富管理主线标的，主要受益于权益自营投资和资管业务浮动管理费收入同比改善。

从全年盈利增速预期看：

(1) 财富线条盈利弹性主要靠浮动报酬同比改善，管理费同比改善或相对滞后，股市上涨将带来直接拉动。

(2) 互联网券商经纪同比改善主要依靠交易量和市占率提升，预计交易量触底反弹，龙头公司市占率同比有所提升。

(3) 全面注册制下，投行线标的业绩亦有望同比改善。2023 年 2 月 1 日全面注册制改革启动，相关审核、交易、发行规则符合预期，主板审核提速利好券商创投、IPO 业务，市场扩容利好行业龙头。2022 年投行业务增长受疫情影响而放缓，预计 2023 年投行收入同比改善，利好投行利润贡献较高的标的。

看好互联网券商和大财富管理主线投资机会。居民财富向权益型、净值型资产迁移的时代背景下，互联网券商和大财富管理两条投资主线充分受益。两条赛道具有市场空间大，竞争格局好，轻资本模式，规模效应等优势，可以给予较高的 PE 估值。2023 年经济复苏利好权益资产，超额储蓄或驱动居民财富加速向股市、权益类基金流入。市场对降费担忧有所改善，券商再融资频繁使得机构更青睐轻资本标的。展望 2023 年反弹行情，预计两条主线成长性延续，盈利弹性较大。

受益标的：(1) 互联网券商主线：同花顺、东方财富（兼大财富管理渠道龙头）、指南针。**(2) 大财富管理：**东方财富、东方证券、广发证券、兴业证券、长城证券。预计渠道端复苏确定性优于产品端，产品端弹性或更强。**(3) 受益于全面注册制的标的：**国金证券、中信证券。

表20：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/2/21	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	22.13	0.83	0.66	0.80	26.66	33.53	买入
000776.SZ	广发证券	16.60	1.42	0.90	1.36	11.69	18.44	买入
600958.SH	东方证券	10.60	0.73	0.36	0.64	14.52	29.44	买入
600109.SH	国金证券	9.61	0.77	0.36	0.45	12.55	26.69	买入
300803.SZ	指南针	51.97	0.44	0.86	1.27	118.11	60.43	买入
300033.SZ	同花顺	123.10	3.56	3.21	3.94	34.58	38.35	买入
601377.SH	兴业证券	6.58	0.71	0.36	0.50	9.27	18.16	未评级
002939.SZ	长城证券	8.95	0.57	0.31	0.46	15.70	28.75	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述兴业证券、长城证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

5、风险提示

- 居民资产向权益型、净值型资产迁移进度不及预期
- 市场交易量增长不及预期

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