



# 证券行业 2022 年度策略报 告：十年展望 任重道远 未 来可期



2016年以来证券行业基本面改善,但估值未见系统性提升。2016年以来券商PB估值长期维持在1.6~2.0区间内,在2020年市场景气周期下亦未见结构性PB上行,主要原因在于:(1)行业积极增厚资本金,ROE及弹性较高的轻资本业务占比降低。(2)监管收紧金融创新。但是行业业绩波动性明显降低,当前ROE水平的稳定性较以往更高。我们预计伴随行业转型阵痛期结束,未来十年行业平均ROE将由8.0%提升至14.2%。

权益市场蓬勃发展,资管业务或将成为未来增速最快的业务。过去15个月,股票+混合型基金增速达96.6%,居民理财资金入市成为资产管理市场的主线。上半年证券行业以持股比例加权计算的资管业务收入同比增速达50%。资管特色券商的增速明显高于行业平均。未来,我们看好公募及私募市场的蓬勃发展。预计未来十年公募基金+券商资管AUM增长3.16倍,归母净利润增长3.8倍。

经纪业务未来核心增量在于财富管理与机构经纪业务。(1)2020年以来受益于居民理财积极性的提升,券商财富管理转型明显提速,上半年代销金融产品业务收入同比+118%。(2)券商结算模式有助于形成PB一体化服务,提升机构业务对券商业绩的支撑。(3)预计未来十年代销金融产品业务净利润增长3.3倍,代理买卖证券业务净利润增长1.87倍。

投行业务可关注注册制带来的业务格局转变。全面注册制推进或将降低单位承销规模,但提升承销费率。金融科技赋能投行业务的重要性提升。北交所设立、新三板改革,PE/VC引领投行资本化发展,实现企业全生命周期

服务。2021H1 头部券商投行资本化业务净利润贡献多已超 30%(PE/VC+ 科创板跟投+ 投行业务收入)。未来投行资本化或将越来越多的贡献业绩增量。我们预计在全面注册制推进下,具备主动定价权及金融科技能力卓越的券商有望收获更广阔的成长空间。当前科创板跟投已为券商带来 308 亿元浮盈。预计全面注册制下,浮盈收入有望为券商带来持续性利润支撑。我们预计未来十年投行业务净利润增长 1.83 倍(不包含跟投浮盈)。

自营业务“由重向轻”转变,关注客需型业务转型。传统自营业务收入稳定性伴随固收类自营资产规模、FICC 业务规模的提升而快速增长。衍生品业务 2020 年迎来快速发展期。上市券商衍生金融资产+ 负债规模较年初增长 195%。衍生品业务对 ROA 提升及赋能经纪、投行、信用业务具有核心意义。

信用业务减值风险或大幅缓解,融券业务空间广阔。2020 年行业股质业务减值准备占股质总规模比达 7%,预计进一步计提减值空间有限,部分券商减值或将有所转回。新业务展望:看好融券业务带来的业务增量。2020 年以来,受益于政策放宽,融券业务规模增长 1104%。我们预计至 2030 年融券业务利息净收入将由 75 亿元提升至 335 亿元(CAGR+17%),预期占净利润比重由 4.0%提升至 6.8%。

预计未来十年重资本业务净利润提升 2.84 倍。行业或将由增厚资本金阶段走向杠杆提升阶段,行业 ROE 受益提升。衍生品、融券等新兴业务或将越来越多的贡献业绩增长。未来十年重资本业务净利润预计增长 2.91 倍。

投资建议:行业尚处转型期。在行业 ROE 短期难以大幅提升的现状下,PB 或难以取得系统性提升。重点关注具备差异特色的券商带来的结构性机会。我们预计资管特色券商、具备全业务链条优势且主动化转型位居行业前列的头部券商、具备客户优势的券商、在一、二线重点城市具备线下优势的券商以及金融科技底蕴深厚的券商有望在长期收获超额业绩增长。我们推荐核心竞争力显著、持续布局财富管理的东方财富、东方证券、中金公司、中信证券、华泰证券、国泰君安,重点关注广发证券。

风险提示:金融监管的不确定性,创新业务发展受阻,国内及全球疫情反复、加重;实体经济复苏不及预期。

关键词: 新三板 疫情

**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\\_29288](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29288)

