



非银行金融行业 2022 年投资策略： 在变革中寻找兼具品牌、 规模和能力的好生意



经济转型催生金融产业变革，财富管理和资产管理在监管政策和线上化/数字化/智能化加持下，正在成为新的蓝海。证券行业是产业转型的直接受益者，叠加行业集中度提升，头部公司的 ROE 上限空间被打开。寿险行业中高端市场仍具有稀缺的阿尔法，但行业整体从价值逻辑转向弹性逻辑，产险行业在车险费改下，头部公司的护城河在拓宽。金融科技短期加速产业出清，长期头部平台有望加速迭代，行稳致远。

经济模式转型催生金融产业变革，财富管理和资产管理是新蓝海新机遇。金融周期下半场，中国非金融企业债务负担正面临拐点。直接融资是化解债务风险的主要手段，预计补足直接融资短板将带来证券化率提升，推动财富管理和资产管理的发展。预计未来 5 年中国居民可投资资产有望从 200 万亿元升至 300 万亿元，对应 CAGR10%，期间伴随理财产品的净值化转型；个人持有二级权益基金 AUM 有望从 6 万亿元升至 14-24 万亿元，对应 CAGR17%-31%。

产业变革倒逼商业模式转型，同时监管政策和科技进步是助推器。自下而上看，财富管理和资产管理在商业模式转型过程中，不仅有线上线下直接 2C 的模式，而且出现 B-KOL-C 及 B-B-C 的创新模式。具体呈现出以下五个特点：①从牌照中心到用户中心。

②从卖方销售到买方投顾。③从封闭模型到跨界融合。④资金端与资产端相向而行。⑤从重资本监管到轻资本运营。

证券：整体受益于证券化率提升，由于商业模式转型助推行业集中度

提升，财富管理和资产管理又是头部集中的轻资产商业模式，因此转型路径清晰的公司可以打开 ROE 上限空间。①预计 2025 年末 A 股市值升至 111.4 万亿元，证券行业收入和净利润分别为 7180 亿元和 2522 亿元，CAGR10%。②商业模式转型助推行业集中度提升。2020 年 TOP3 净利润占比仅 25%。但 2021Q2 中信和华泰公募保有规模突破千亿元，前 10 大券商控股或参股了前 10 大公募基金公司中的 7 家。③转型前证券公司 ROE 主要取决于创新空间和杠杆上限，10%是均衡点。转型后由于财富管理和资产管理是具有显著规模经济性的轻资本特征，因此打开了 ROE 上限空间。

保险：寿险—中高端市场仍有稀缺的阿尔法，但大众市场需从价值逻辑转向弹性逻辑，从 PEV 估值转向 PB 估值；产险—车险费改加宽头部公司护城河，车险恢复增长是催化剂。①中高端市场仍有稀缺的阿尔法，但规模有限，且被商业模式优秀且可复制、可拓展的公司拥有。②行业整体看，重疾险高利润率驱动的逻辑已经结束，健康管理和养老服务尚需时间，在银行理财收益率下行趋势下，有保底的中长期储蓄型产品具有吸引力。③ $ROE = \text{投资资产规模} * (\text{投资收益率} - \text{负债成本}) / \text{净资产}$ ，负债能力和投资能力都很重要，PB 是更合理的估值指标。④车险费改加速行业分化，中国财险持续创造现金流的能力在提升。

金融科技：短期强化监管加速行业出清，长期在完善的监管框架下，有利于头部平台发挥流量和科技优势，加速商业模式迭代，行稳致远。①移动支付：场景流量分配格局松动，但微信和支付宝依然是用户首选。②

网络信贷：助贷模式面临重构，分润机制及 takerate 承压。③财富管理：在线上化/数字化/智能化加持，以及财富管理和资产管理产业转型大趋势下，蚂蚁基金和天天基金的竞争优势日益强化。④保险科技：短期健康险保费承压，长期有利于公平竞争。

在变革中寻找兼具品牌、规模和能力的好生意。①好公司=好生意+优秀企业文化，优秀的企业文化源于完善的公司治理，香港交易所、友邦保险、中银航空租赁是非银板块治理结构最优秀的三家公司。②证券行业是财富管理和资产管理转型的受益者，从品牌、规模和能力三个维度，推荐中金公司和华泰证券。③保险行业除了推荐具备业务拓展空间、商业模式优秀且可复制的友邦保险之外，中国财险是同时满足“低估值、利润可持续性、稳定的高分红比例”三个条件的绝对收益投资标的。④金融科技行业推荐拥有权益型产品心智资源和先发优势的天天基金的母公司东方财富，并建议持续关注蚂蚁集团。

风险因素。宏观经济增速下行，利率中长期下行，监管政策超预期，股债市场大幅下跌，不动产等资产价格波动超预期，信贷资产质量恶化，

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_28854

