



证券行业点评报告：重视券商系私募股权子公司在“科技-产业-金融”循环下的重要性



“科技-产业-金融”新循环下，券商系 PE 业务至关重要。私募股权投资业务对券商整体业绩的影响越来越重要，部分头部券商私募子公司净利润占整体净利润的比例已超过 10%，即使在 2022 年市场低迷背景下，中金公司、海通证券 2022H1 私募子公司对集团的净利润占比也分别达到 11.5%、9.4%。

券商私募股权业务全面放宽，促进私募股权业务充分发挥服务实体经济功能。2022 年 1 月 13 日晚证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》：1) 允许从事并购、私募股权投资的资管计划不受“同一机构管理的全部集合资管计划投资单一资产不超过该资产净值的 25%”限制，为其开展“投早”“投小”的创业投资以及并购投资打开空间；2) 取消管理人自有资金参与单个集合资管计划不得超过该计划总份额 20% 的要求，满足管理人跟投的实际需要。我们认为，私募股权投资是创新资本形成的主要力量，将在“科技-产业-金融”的新循环中起到至关重要的作用，券商系 PE 将大有可为。

AUM 和基金投资回报率是影响私募股权业务盈利的核心因素，管理规模排名位于前列、管理规模增速快、ROE 高、轻资产的券商系私募子公司可以给予较高估值。私募股权业务的收入模式为：1) 管理费收入=基金管理规模×管理费率，一般头部机构议价能力强，管理费率高；2) 业绩报酬=基金管理规模×投资回报率×业绩分成率（一般为 20%）；3) 自有资金投资收益=自有资金投资规模×投资回报率。因此，AUM 和基金投资回报

率是影响私募股权业务盈利的核心因素。我们认为管理规模排名位于前列、管理规模增速快、ROE 高、轻资产的券商系私募子可以给予较高估值。1) 管理规模位于前列意味着公司处于行业头部，已具备一定的品牌辨识度，也是公司募资、投资、管理、退出能力优异的直接体现，并且管理费收入确定性最强，是能够穿越周期的稳定收入来源；2) 管理规模增速快意味着具备较快的业绩增长能力；3) ROE 高意味着在相同资本投入下所获取的净利润更高，在一定程度上是投资能力的体现；4) 自有资金投资收益受市场环境影响波动性大、不确定性强、占用资本金高，因此自有资金投资占比小（轻资本模式）更易获得高估值。

结合当前海内外主要创投股 PE 估值水平（黑石集团 23×、四川双马 16×、鲁信创投 29×、力合科创 22×、华兴资本 19×），我们认为创投机构的估值在 15-30× 区间。根据各家券商私募子公司的管理规模、规模增速、ROE 水平、轻资产水平给予其 15-30×PE，4 个因素均领先于行业的机构给予 30×PE，3 个因素领先于行业的给予 25×PE，1-2 个因素领先于行业的给予 20×PE，其余给予 15×PE。考虑到私募股权业务周期性较强，以 2019-2022H1 年净利润+管 私募子业务合理市值占券商总市值比重排名

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_51308

