

永安期货 (600927.SH)

一体两翼三轮驱动的行业龙头

增持

核心观点

期货行业龙头，区位优势显著。永安期货是一家国有控股的专业期货公司，成立于1997年，2021年在A股上市，是国内第3家A股上市期货公司。公司总部位于杭州，在浙江省拥有16家分支机构，2021年浙江省营收贡献占比66.79%，营业利润贡献占比83.56%。截至2021年末，永安期货净资产115.86亿元，全年实现净利润13.07亿元，均以显著优势位居上市期货公司第一名。

行业成长未来可期，有望享受更多发展红利。近年来，受新冠疫情和国际冲突等不确定性因素影响，大宗商品价格波动加剧，企业避险需求持续上升，期货市场资金量不断创历史新高。但与此同时，供给侧能力稍显不足，截至2022年4月，我国期货与衍生品市场共提供交易品种94个，其中商品类84个，金融类品种仅有10个。未来供给侧能力的提高有望推高期货行业规模，头部公司有望充分受益。

“一体两翼，三轮驱动”，业务体系行业领先。永安期货夯实传统经纪业务，拓展风险管理和财富管理业务，创新发展境外业务、期权衍生品业务和投资业务，构建“一体两翼，三轮驱动”业务体系。2021年公司期货经纪业务收入7.95亿元，同比增长39.97%，仅低于瑞达期货；风险管理业务营业收入359.33亿元，同比增长52.78%，以绝对优势领跑行业。

业绩增长稳健，盈利能力突出。永安期货2021年实现营业收入378.42亿元，同比增长48.58%，2016-2021年复合增长率高达40.95%；实现归母净利润13.07亿元，同比增长14.01%，2016-2021年复合增长率16.5%，业绩持续稳健增长。同期ROE为15.48%，而期货行业ROE为8.49%，高出行业平均水平约7个百分点，盈利能力位居行业前列。

盈利预测与估值：预计公司2022-2024年营业收入418.56/460.82/506.95亿元，同比+11%/+10%/+10%；归母净利润为14.72/16.01/17.00亿元，同比+13%/+9%/+6%。我们采用相对估值法，考虑到永安期货为期货行业龙头，业务增长稳健，盈利能力突出，我们在同类公司市场一致预期估值的均值上给予50%-60%的溢价，2022年公司PE估值为19.31-20.60x，2022年公司对应目标价为19.51-20.81元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：盈利预测偏差较大风险；期货市场周期波动风险；交易所减收手续费收入的政策不确定性风险；利息收入大幅下滑风险；投资收益的大幅波动风险；资产管理业务面临监管政策变动风险；风险管理业务面临复杂风险；业务创新风险；境外监管风险；新冠疫情等外部不可抗力风险。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 25,469 | 37,842 | 41,856 | 46,082 | 50,695 |
| (+/-%) | 11.9% | 48.6% | 10.6% | 10.1% | 10.0% |
| 净利润(百万元) | 1,146 | 1,307 | 1,472 | 1,601 | 1,700 |
| (+/-%) | 14.5% | 14.0% | 12.6% | 8.8% | 6.2% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.87 | 1.00 | 1.01 | 1.10 | 1.17 |
| 净资产收益率(ROE) | 15.6% | 13.5% | 12.1% | 11.9% | 11.5% |
| 市盈率(PE) | 21.76 | 18.93 | 18.72 | 17.21 | 16.21 |
| 市净率(PB) | 3.18 | 2.38 | 2.15 | 1.95 | 1.78 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

公司研究·深度报告

非银金融·多元金融

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 增持(首次覆盖) |
| 合理估值 | 19.51 - 20.81元 |
| 收盘价 | 18.97元 |
| 总市值/流通市值 | 27620/2770百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 41.69/17.10元 |
| 近3个月日均成交额 | 136.60百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 公司概况 | 6 |
| 发展环境：行业成长可期，区位优势显著 | 8 |
| 行业成长未来可期，政策引导创新发展 | 8 |
| 浙江区位优势显著，期货业务需求旺盛 | 10 |
| 夯实期货业务根基：以经纪业务为“体” | 12 |
| 坚持期货业务本源，夯实期货业务发展根基 | 12 |
| 经纪业务衍生收入地位显著，机构客群优势凸显 | 14 |
| 拓展公司主营业务：以风险管理和财富管理为“两翼” | 16 |
| 风险管理：业务规模领先同业，利润贡献占比提升 | 16 |
| 财富管理：主动管理能力领先，代销收入增长加速 | 20 |
| 创新业务服务模式：境外业务、期权衍生品和投资业务“三轮驱动” | 22 |
| 公司盈利能力突出，业务体系成效显著 | 26 |
| 业绩增长稳健，盈利能力突出 | 26 |
| 利润来源多元化，业务体系成效显著 | 27 |
| 盈利预测 | 29 |
| 核心假设 | 29 |
| 未来三年业绩预测 | 31 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 31 |
| 估值与投资建议 | 32 |
| 相对估值及敏感性分析 | 32 |
| 投资建议 | 32 |
| 风险提示 | 33 |
| 附表：财务预测与估值 | 35 |
| 免责声明 | 36 |

图表目录

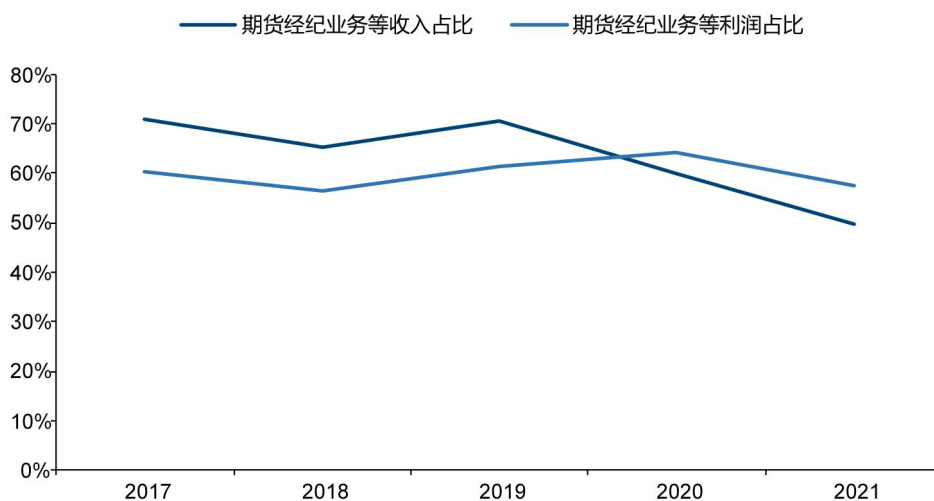
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 永安期货发展轨迹 | 6 |
| 图 2: 永安期货营业部分布 | 6 |
| 图 3: 永安期货净资产规模位居期货公司第一名 | 6 |
| 图 4: 永安期货净利润遥居期货公司榜首 | 6 |
| 图 5: 永安期货经纪业务是主要营收与利润来源 | 7 |
| 图 6: 永安期货客户权益结构 | 7 |
| 图 7: 永安期货以机构客户为主 | 7 |
| 图 8: 我国期货行业规模较大 | 8 |
| 图 9: 我国期货公司盈利能力较低 | 8 |
| 图 10: 我国期货行业成交量集中度不断上升 | 8 |
| 图 11: 我国期货行业净利润集中度不断上升 | 8 |
| 图 12: 大宗商品价格波动加剧 | 9 |
| 图 13: 我国期货公司客户权益突破 1.4 万亿元 | 9 |
| 图 14: 我国金融期货成交量占比较低 | 9 |
| 图 15: 我国期货市场交易品种数量 | 9 |
| 图 16: 期货行业资产管理规模 | 10 |
| 图 17: 期货行业风险管理业务收入 | 10 |
| 图 18: 永安期货营业收入地域分布 | 11 |
| 图 19: 永安期货营业利润地域分布 | 11 |
| 图 20: 浙江省 GDP 规模位居全国第四位 | 11 |
| 图 21: 浙江省 A 股上市公司数量位居全国第二位 | 11 |
| 图 22: 浙江省小微企业数量庞大 | 12 |
| 图 23: 浙江省期货公司客户权益规模位居全国第四位 | 12 |
| 图 24: 经纪业务收入占营收比例 | 12 |
| 图 25: 永安期货经纪业务收入规模稳居行业前列 | 12 |
| 图 26: 永安期货是境内分支机构最多的期货公司之一 | 13 |
| 图 27: 永安期货在浙江省线下展业优势显著 | 13 |
| 图 28: 永安期货代理成交量市占率较高 | 13 |
| 图 29: 永安期货代理成交额市占率较高 | 13 |
| 图 30: 永安期货经纪业务佣金率较低 | 14 |
| 图 31: 永安期货机构客户权益占比高 | 14 |
| 图 32: 永安期货金融期货手续费率低于非金融期货 | 14 |
| 图 33: 永安期货金融期货成交额占比高 | 14 |
| 图 34: 永安期货客户保证金存款利息收入占比较高 | 15 |
| 图 35: 永安期货应付客户货币保证金规模位居前列 | 15 |
| 图 36: 永安期货客户保证金存款利息收入位居前列 | 15 |
| 图 37: 永安期货风险管理收入领跑可比同业 (亿元) | 16 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 38: 永安期货风险管理营业利润高于可比同业 (亿元) | 16 |
| 图 39: 永安期货风险管理业务利润贡献占比持续提升 | 16 |
| 图 40: 永安期货存货账面余额 | 17 |
| 图 41: 永安期货基差贸易规模和利润率稳步提升 | 17 |
| 图 42: 永安期货基差贸易风险敞口管理能力较强 | 17 |
| 图 43: 永安期货场外衍生品新增名义本金 | 18 |
| 图 44: 永安期货场外衍生品存量名义本金 | 18 |
| 图 45: 永安期货场外衍生品业务市占率呈现上扬态势 | 18 |
| 图 46: 永安期货期货做市成交额和市占率 | 19 |
| 图 47: 永安期货场内期权做市成交额和市占率 | 19 |
| 图 48: 期货行业做市业务规模持续增长 | 19 |
| 图 49: 永安期货受托管理资产规模 | 20 |
| 图 50: 永安期货资产管理业务收入 | 20 |
| 图 51: 永安期货业绩报酬收入变化 | 20 |
| 图 52: 永安期货平均年化管理费率维持在较高水平 | 21 |
| 图 53: 永安期货主动管理能力处于领先水平 | 21 |
| 图 54: 永安期货代销规模稳定增长 | 21 |
| 图 55: 永安期货代销收入增速加快 | 21 |
| 图 56: 业绩报酬分成是永安期货代销业务主要收入来源 | 22 |
| 图 57: 永安期货代销业务前五大客户收入占比 | 22 |
| 图 58: 永安期货境外金融服务业务营收规模稳定 | 23 |
| 图 59: 永安期货境外金融服务业务利润增长加速 | 23 |
| 图 60: 永安期货境外经纪业务议价能力较高 | 23 |
| 图 61: 我国期货公司期权经纪业务稳步发展 | 24 |
| 图 62: 永安期货代理交易期权品种 | 24 |
| 图 63: 永安期货代理期权成交金额 | 24 |
| 图 64: 永安期货投资业务收益规模领先同业 (单位: 亿元) | 25 |
| 图 65: 永安期货投资收益的营收贡献占比高于同业 | 25 |
| 图 66: 永安期货投资收益同比增速更为稳健 | 25 |
| 图 67: 永安期货投资业务提升公司整体盈利弹性 | 25 |
| 图 68: 永安期货营业收入规模及同比增速 | 26 |
| 图 69: 永安期货归母净利润及同比增速 | 26 |
| 图 70: 永安期货 ROE 显著高于行业平均水平 | 26 |
| 图 71: 永安期货 ROE 位于可比同业前列 | 26 |
| 图 72: 永安期货营业收入业务构成 | 27 |
| 图 73: 永安期货营业利润业务构成 | 27 |
| 图 74: 永安期货风险管理业务重要性变化 | 28 |
| 图 75: 永安期货财富管理业务重要性变化 | 28 |
| 图 76: 永安期货境外金融服务业务重要性变化 | 28 |

| | |
|--|----|
| 表1: 永安期货前十名股东 | 10 |
| 表2: 手续费净收入预测 (单位: 亿元) | 29 |
| 表3: 利息净收入预测 (单位: 亿元) | 30 |
| 表4: 投资收益预测 (单位: 亿元) | 30 |
| 表5: 营业支出预测 (单位: 亿元) | 31 |
| 表6: 永安期货核心财务指标预测 | 31 |
| 表7: 净利润增速及 ROE 对交易所减收手续费收入的敏感性分析 | 31 |
| 表8: 永安期货可比公司估值表 | 32 |
| 表9: 永安期货估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析 | 32 |

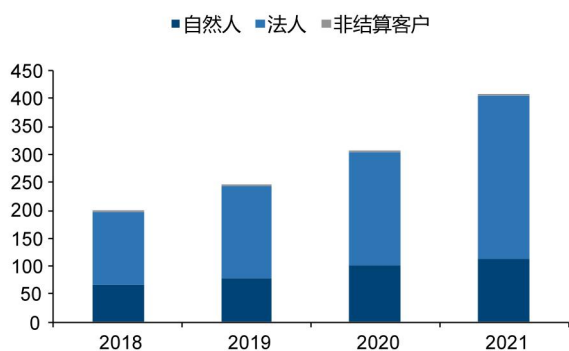
辟蹊径，使得其可以部分免于陷入价格战的“泥淖”。永安期货的特色“蹊径”便是其经纪业务客户以机构客户为主，2021年机构客户权益占比高达71.75%。机构客户的优势主要有两点：其一是机构客户业务链条更加丰富，机构客户相较于自然人客户更具专业化优势，公司在为其提供经纪业务服务的同时可以发展财富管理多元业务；其二是机构客户的权益资金相较于自然人客户规模更大，也更稳定，可以为公司带来更为可观的利息收入。立足于自身发展特点和优势，永安期货建立了以经纪业务为基础，以风险管理业务和财富管理业务为两翼，以境外业务、期权衍生品业务和投资业务为驱动的“一体两翼，三轮驱动”业务体系，成长空间逐步打开。

图5: 永安期货经纪业务是主要营收与利润来源



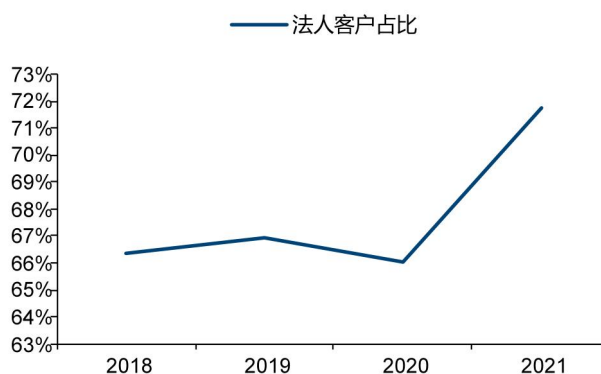
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理。注: 期货经纪业务等包含期货投资咨询业务。

图6: 永安期货客户权益结构



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图7: 永安期货以机构客户为主



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

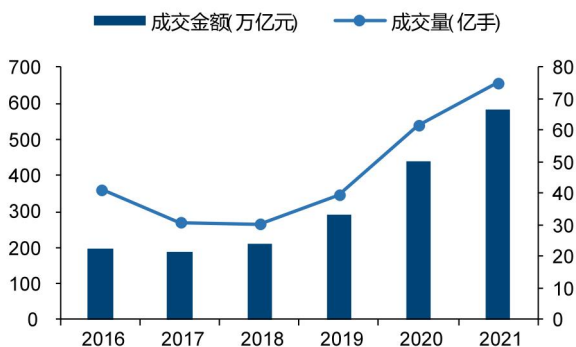
发展环境：行业成长可期，区位优势显著

行业成长未来可期，政策引导创新发展

期货行业潜在发展空间较大，头部公司有望享受更多发展红利。我国期货行业规模较大，且处于平稳增长态势，市场地位日益凸显。目前我国共有 150 家期货公司，主要以纯期货公司和券商控股的期货子公司为主。纯期货公司深耕期货领域，专业性较强，而券商系期货子公司则依靠母公司的强大资源，在资金投入和客户资源等方面具备优势。根据国际期货业协会（FIA）统计的 2021 年交易所衍生品交易量排名，我国郑商所、上期所、大商所均跻身前十，分别排在第七、第八和第九名。2021 年，我国期货行业成交量为 75.14 亿手（单边），成交金额为 581.2 万亿元，2017-2021 年复合增长率分别为 25.02% 和 32.62%。

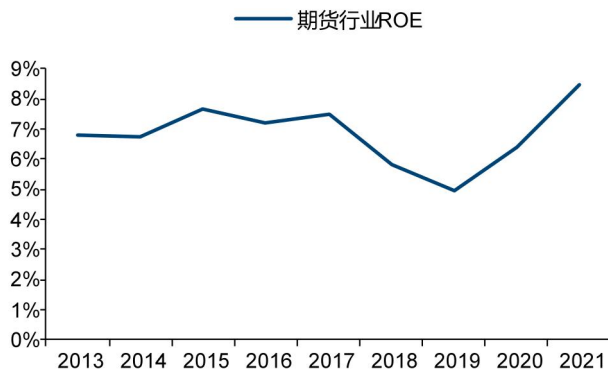
但相较于庞大的行业规模，我国期货公司营业收入和净利润规模较小，整体盈利能力仍然较低，潜在发展空间较大。2021 年我国期货公司实现营业收入 494.64 亿元，净利润 137.05 亿元，行业 ROE 常年在 7% 附近徘徊。与整体盈利能力较低形成鲜明对比的，是我国期货行业集中度不断上升，这导致中小期货公司实现弯道超车的机会较低，头部期货公司未来有望分享更多盈利空间。2013 至 2021 年，期货行业前五家公司成交量占比从 21.89% 提升至 47.02%，净利润占比从 26.01% 提升至 37.69%。

图8：我国期货行业规模较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：我国期货公司盈利能力较低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：我国期货行业成交量集中度不断上升

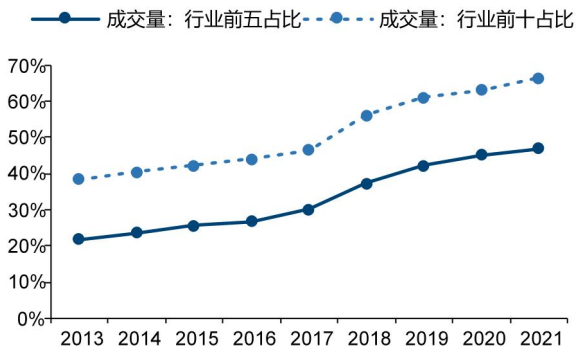
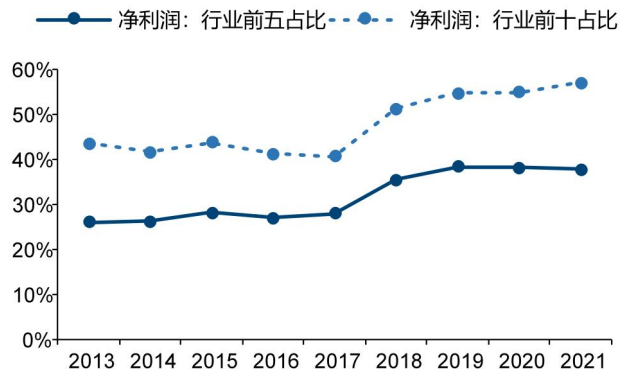


图11：我国期货行业净利润集中度不断上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场避险需求持续释放,提升供给侧能力有望推高期货行业规模。风险管理是衍生品市场的基本功能,从需求侧来看,近年新冠疫情、国际冲突等重大事件发生以来,给全球经济带来巨大不确定性,大宗商品价格波动加剧,企业避险需求持续上升,期货市场资金量不断创历史新高。截至2022年4月30日,大宗商品价格总指数同比上升83.64%,期货市场资金总量达到1.4万亿元,同比增长32.84%。此外,全球金融市场波动加剧,金融衍生品需求应当不断释放,但从交易量来看,2021年我国金融衍生品累计成交量0.94亿手,仅占总成交量的1.29%,这是因为2015年股灾之后我国对金融衍生品的交易监管趋严,相较于2015年金融衍生品成交量占比9.53%,目前我国金融衍生品需求空间仍然较大。

从供给侧来看,我国商品期货品种丰富,但金融产品种类较少。截至2022年4月,我国期货与衍生品市场共提供交易品种94个,其中商品期货64个,商品期权20个,金融期货6个,金融期权4个。2022年6月22日,中国金融期货交易所发布《关于中证1000股指期货和股指期权合约及相关规则向社会征求意见的通知》,品种进一步增加。伴随着我国期货交易品种不断丰富,供给侧能力提升有望扩充交易基础,持续推高期货行业规模。近年来期货交易品种扩充提速,2021年新上市品种4个,其中商品期货2个,商品期权2个。

图12: 大宗商品价格波动加剧



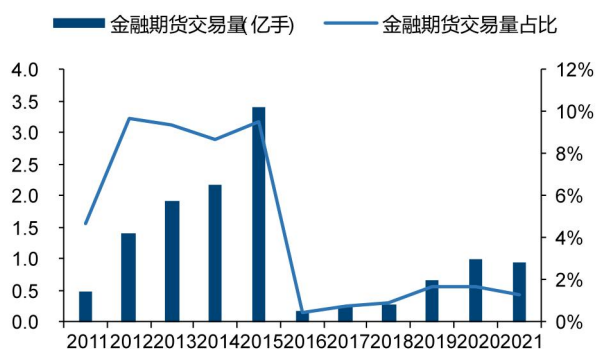
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图13: 我国期货公司客户权益突破1.4万亿元



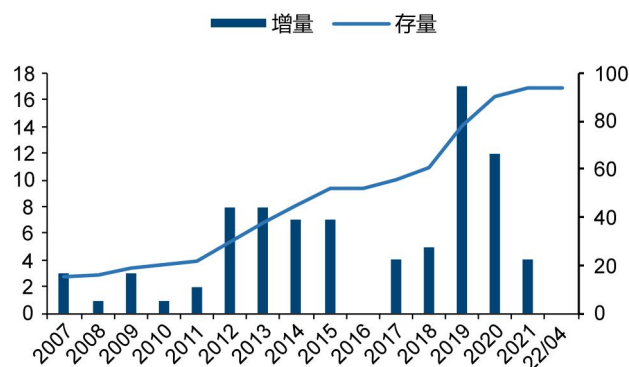
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图14: 我国金融期货成交量占比较低



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

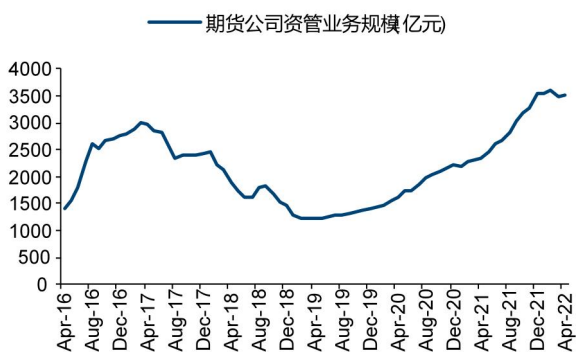
图15: 我国期货市场交易品种数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策引导业务模式创新发展，资产管理和风险管理稳步扩展。2012年证监会、期货业协会分别推出《期货公司资产管理业务试点办法》和《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，为期货公司从事资管和风险管理业务打开了政策限制。2014年国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，放宽期货业务准入，拓宽资管和风险管理业务范围。2021年11月，中国期货业协会发布《期货经营机构资产管理业务备案管理规则》和《期货经营机构资产管理业务信用报告工作规则》，引导资产管理业务回归本源，加强主动管理能力。12月发布《期货风险管理公司风险控制指标管理办法（试行）》，明确期货风险管理公司四大监管风控指标，风险管理业务进入高质量发展阶段。在监管政策引导下，期货公司突破传统经纪业务模式，资管业务和风险管理业务规模逐步扩张。截至2022年4月，我国期货行业资产管理规模达到3530.61亿元，同比增速51.64%。2021年，我国期货行业风险管理业务收入2628.59亿元，同比增速26.16%，2017-2021年复合增长率达到32.85%。

图16: 期货行业资产管理规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 期货行业风险管理业务收入



资料来源: 中国期货业协会, 国信证券经济研究所整理

浙江区位优势显著，期货业务需求旺盛

国有资本实际控制，浙江省区位优势显著。浙江省财政厅通过直接控制浙江省金融控股有限公司和间接控制财通证券、浙江省产业基金的方式，实际控制永安期货64.09%的股权，是公司的实际控制人。国有资本控股期货公司，有助于引进国企的现货与期货风险管理需求，拓宽公司市场渠道。同时可以更好地将国家发展战略与期货资本的战略构架相融合，为公司发展带来更多政策红利。除此之外，公司管理层相对稳定，有助于公司发展战略的制定和延续。葛国栋先生自2017年开始担任公司总经理职务，至今已五年有余，石春生先生和陈敏女士从2012年开始便分别担任公司副总经理和首席风险官职务，至今已近10年。永安期货总部位于杭州，布局全国的同时深耕浙江，依托国有资本，在浙江省区位优势显著，2021年浙江省营收贡献占比66.79%，营业利润贡献占比83.56%。

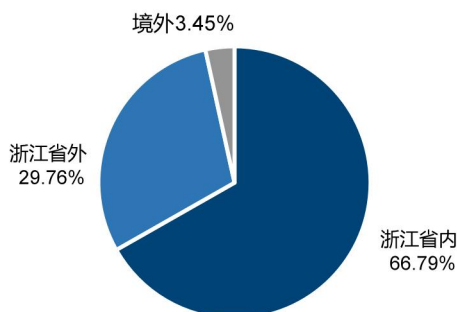
表1: 永安期货前十名股东

| 股东名称 | 持股数量(股) | 持股比例(%) | 实际控制人 |
|------------------|-------------|---------|--------|
| 财通证券股份有限公司 | 439,347,825 | 30.18 | 浙江省财政厅 |
| 浙江省产业基金有限公司 | 350,000,000 | 24.05 | 浙江省财政厅 |
| 浙江东方金融控股集团股份有限公司 | 166,427,690 | 11.43 | 浙江省国资委 |
| 浙江省经济建设投资有限公司 | 138,689,727 | 9.53 | 浙江省国资委 |
| 浙江省金融控股有限公司 | 138,689,727 | 9.53 | 浙江省财政厅 |
| 物产中大集团股份有限公司 | 27,500,000 | 1.89 | 浙江省国资委 |

| | | | |
|---------------------------|---------------|-------|--------|
| 方继方 | 5,842,000 | 0.40 | 个人 |
| 南通金玖惠通三期创业投资基金合伙企业 | 4,795,000 | 0.33 | 浙江省财政厅 |
| 江苏柏博产业基金管理有限公司-南京柏载投资合伙企业 | 3,393,000 | 0.23 | 个人 |
| 浙江省经协集团有限公司 | 3,020,000 | 0.21 | 个人 |
| 合计 | 1,277,704,969 | 87.78 | |

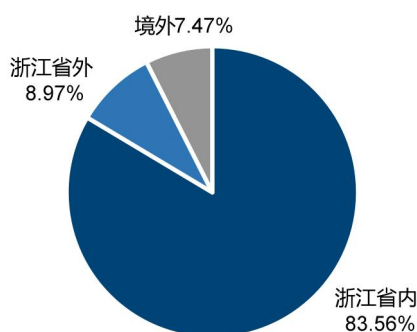
资料来源：永安期货 2022 年第一季度报告、国信证券经济研究所整理

图 18: 永安期货营业收入地域分布



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

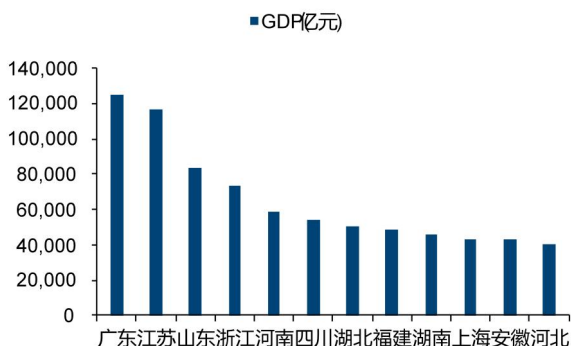
图 19: 永安期货营业利润地域分布



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

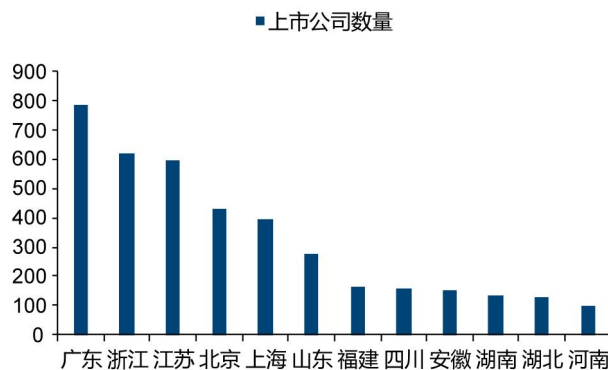
浙江经济发展活跃，期货业务需求旺盛。期货业务规模和地域经济发展与活跃程度紧密相关，经济发展活跃地区会有更高的套期保值需求甚至投机需求。从市场角度而言，适度的投机需求会进一步促进期货市场的交易活跃程度，带动期货业务发展。2021 年浙江省 GDP 规模 7.35 万亿元，位居全国各省市第四位。浙江省拥有 620 家 A 股上市公司，上市公司数量位居全国各省市第二位；此外还拥有数量庞大的中小企业、民营企业，2021 年全省小微企业在册数量达 282.61 万户，民营市场主体达到 868 万户。较高的经济发展水平和数量众多的企业，会激发区域内的市场交易活跃程度，并带来旺盛的期货业务需求。截至 2022 年 3 月，浙江地区期货公司客户权益达到 1213.88 亿元，位居各省市第四位，与经济发展水平相匹配。

图 20: 浙江省 GDP 规模位居全国第四位



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图 21: 浙江省 A 股上市公司数量位居全国第二位



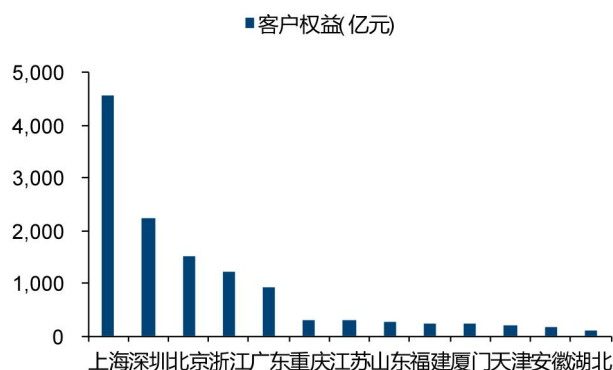
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理。注：截止至 2022 年 5 月 11 日。

图22: 浙江省小微企业数量庞大



资料来源: 浙江省市场监督管理局, 国信证券经济研究所整理

图23: 浙江省期货公司客户权益规模位居全国第四位



资料来源: 中国期货业协会, 国信证券经济研究所整理

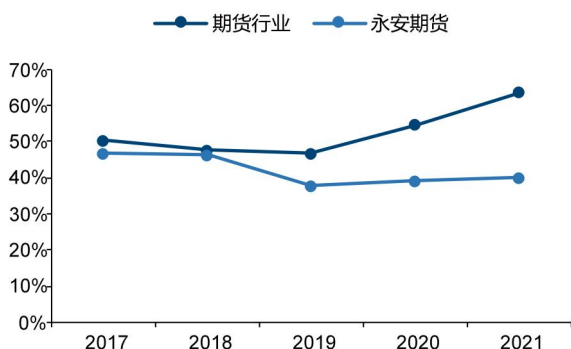
夯实期货业务根基: 以经纪业务为“体”

经纪业务是期货行业营收的主要来源, 2021 年中国期货公司实现营收 494.64 亿元, 其中经纪业务收入 314.98 亿元, 占比 63.68%。永安期货深耕期货业务本源, 坚持“一切只为客户”的基本理念, 从团队建设、品种定位和产品配置等方面持续优化传统经纪业务, 着力构建产业客户、财富客户和个人客户结构平衡的经纪业务平台。

坚持期货业务本源, 夯实期货业务发展根基

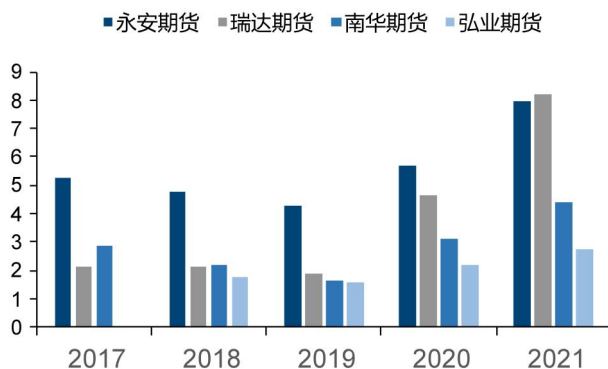
深耕期货经纪业务, 公司经纪业务收入规模位居行业前列。期货经纪业务收入包括经纪业务手续费净收入和交易所返还减收手续费, 其中交易所返还减收手续费标准每年不同, 返还减收规模受到期货交易所确定的当年返还政策和公司经纪业务手续费收入规模影响。公司坚持期货经纪业务本源, 2017-2020 年期货经纪业务收入稳居同业第一, 2021 年公司期货经纪业务收入 7.95 亿元, 同比增长 39.97%, 经纪业务收入在上市期货公司中仅低于瑞达期货, 位居行业第二。

图24: 经纪业务收入占营收比例



资料来源: 中国期货业协会, iFind, 国信证券经济研究所整理。
注: 公司经纪业务营收占比=经纪业务收入(含客户保证金存款利息收入)/营业收入(扣除销售货物成本)。因永安期货 2021 年未公布客户保证金存款利息收入, 故以利息净收入作为简单替代。

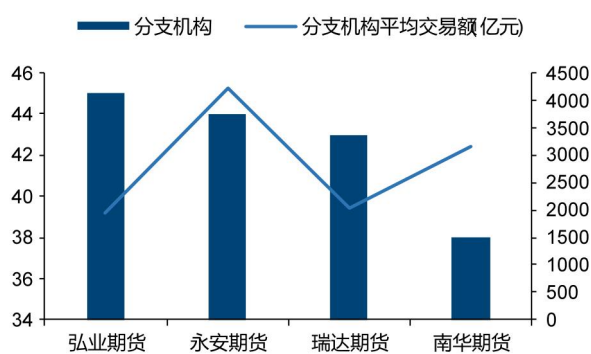
图25: 永安期货经纪业务收入规模稳居行业前列



资料来源: 期货上市公司年报, 国信证券经济研究所整理

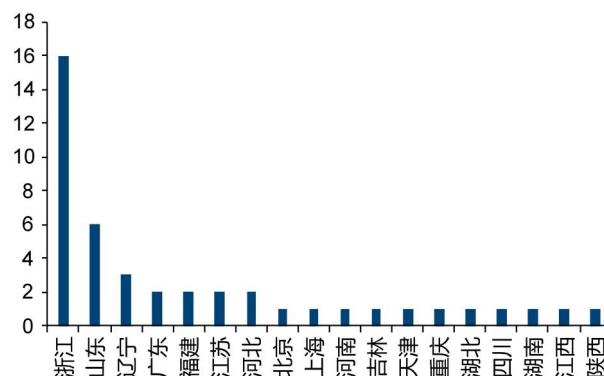
线下展业优势为经纪业务提供规模支撑，代理成交量和成交额市占率较高。期货经纪业务收入水平主要取决于公司代理成交量和手续费率。目前期货经纪业务主要以线下展业为主，分支机构、券商 IB 和居间人是主要获客渠道。截至 2021 年，公司共有 44 家分支机构，是境内分支机构最多的期货公司之一，其中 16 家分支机构位于浙江省内。分支机构的布局使得公司具备显著线下展业优势，代理成交量和成交额规模位居行业前列，为公司经纪业务提供规模支撑。2021 年，公司境内期货代理成交金额 18.55 万亿元，同比增长 19.52%，分支机构平均成交额达 4215.91 亿元。代理成交量市占率为 2.16%，成交额市占率为 3.19%，代理成交量和成交额市占率较高。

图 26：永安期货是境内分支机构最多的期货公司之一



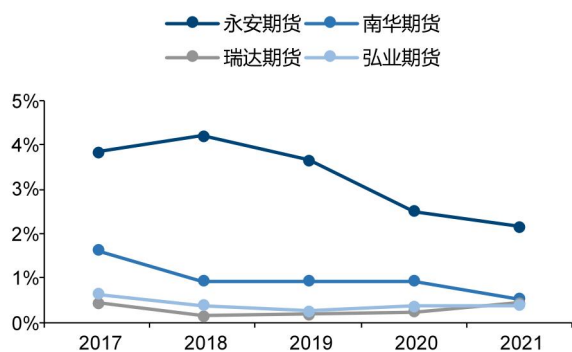
资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图 27：永安期货在浙江省线下展业优势显著



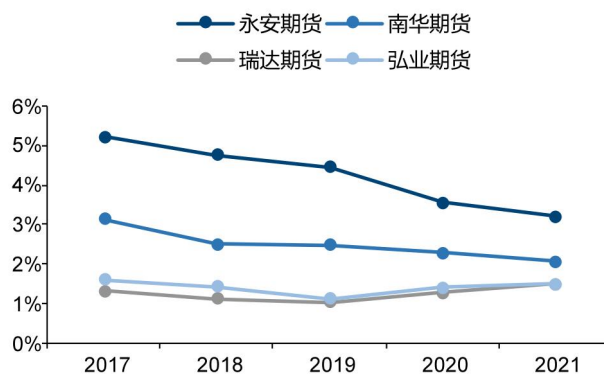
资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

图 28：永安期货代理成交量市占率较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

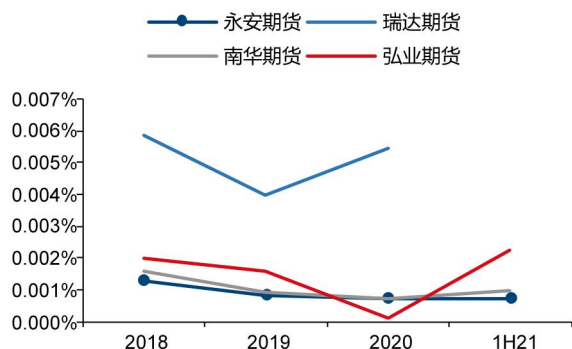
图 29：永安期货代理成交额市占率较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

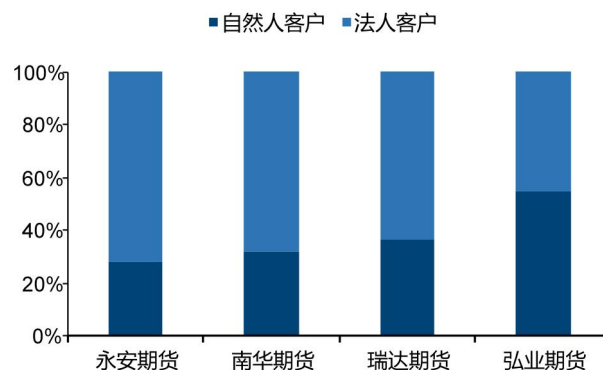
公司佣金率相对较低，主要是因为机构客户权益和金融期货成交额占比高。公司经纪业务的收入优势主要是由代理成交额规模驱动，从而弥补了自身佣金率较低对收入的不利影响。2021 年上半年公司经纪业务佣金率为万分之 0.07，同期南华期货经纪业务佣金率为万分之 0.1，弘业期货为万分之 0.22。公司佣金率较低的主要原因之一是机构客户权益占比高，相比自然人客户，公司对机构客户的议价能力更低，因此整体佣金率较低；主要原因之二是公司金融期货成交额占比高，由于金融期货手续费率比非金融期货手续费率低，从而拉低公司佣金率水平。2021 年公司机构客户权益占比 71.75%，2021 年上半年公司金融期货交易金额占比 23.76%，高于同业上市公司。

图 30: 永安期货经纪业务佣金率较低



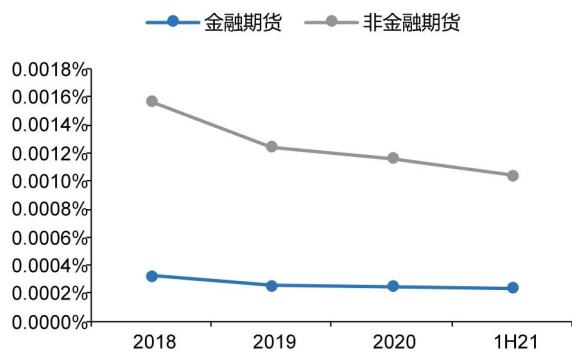
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 31: 永安期货机构客户权益占比高



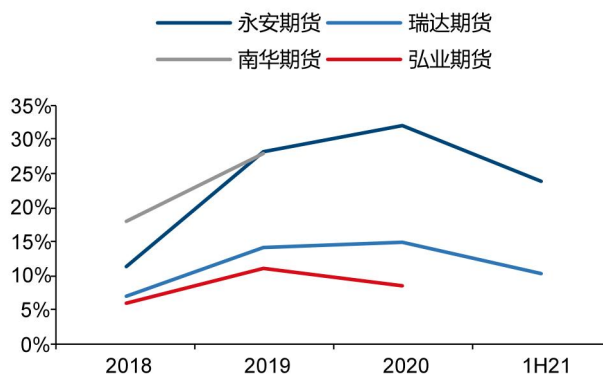
资料来源: 期货上市公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 32: 永安期货金融期货手续费率低于非金融期货



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 33: 永安期货金融期货成交额占比高

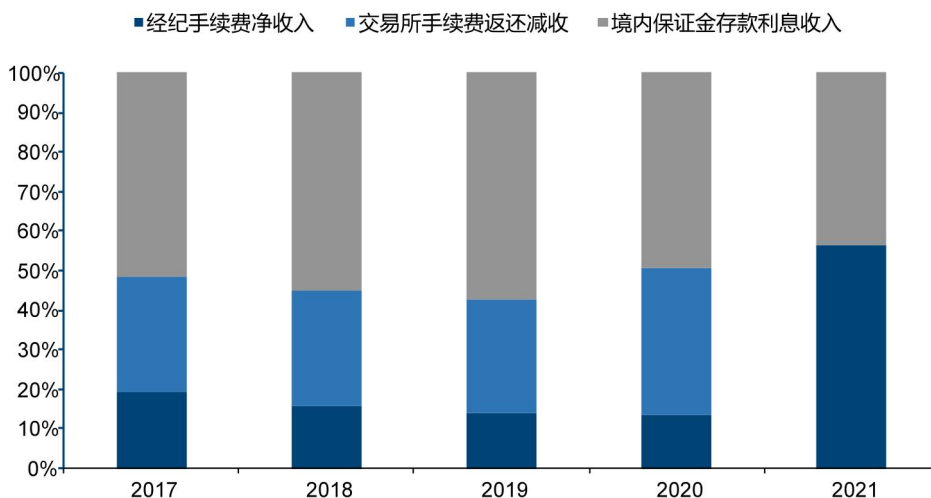


资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券经济研究所整理

经纪业务衍生收入地位显著, 机构客群优势凸显

客户保证金存款利息收入较高, 经纪业务衍生收入地位显著。经纪业务手续费净收入和交易所返还减收手续费是公司的纯经纪业务收入, 客户保证金存款利息收入则是经纪业务带来的衍生收入, 其重要性日益提升, 目前已经是公司经纪业务收入的重要组成部分。公司 2020 年境内客户保证金存款利息收入 5.5 亿元, 占经纪业务收入 49.19%。2021 年公司未披露客户保证金存款利息收入, 我们以利息收入大致代替这一指标。2021 年公司利息收入 6.13 亿元, 占经纪业务收入 43.54%。

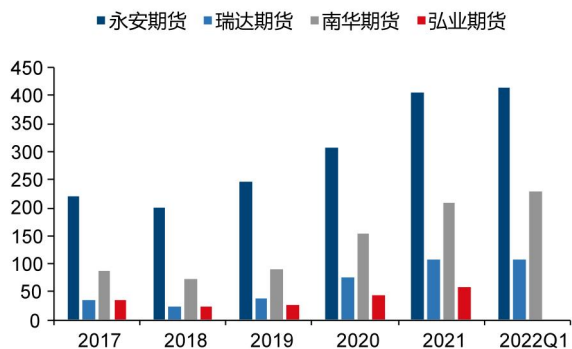
图 34: 永安期货客户保证金存款利息收入占比较高



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理。注：公司 2021 年年报未披露经纪业务手续费细项数据，当年经纪手续费净收入包含交易所手续费返还减收。

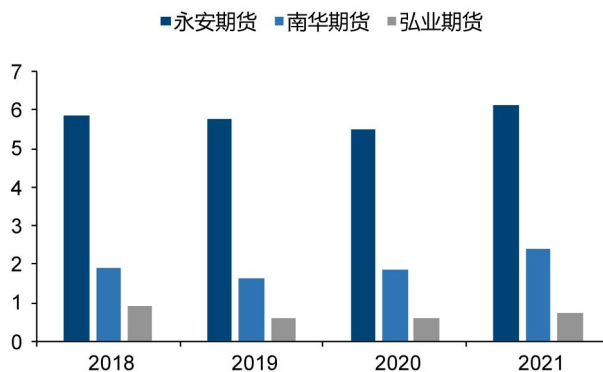
机构客群优势凸显，客户权益规模位居前列。公司机构客户占比较高，虽然会导致佣金率低于同业，但机构客户权益规模较大，可以为公司带来可观的利息衍生收入，凸显机构客群自身优势。同时机构客户与公司更易形成长期的和全方位的合作关系，客户黏性高于自然人客户，进而增强公司经纪业务收入的稳健性。2021 年公司应付客户货币保证金规模为 404.96 亿元，同比增长 32.08%，遥居可比同业前列。

图 35: 永安期货应付客户货币保证金规模位居前列



资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图 36: 永安期货客户保证金存款利息收入位居前列



资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理。注：因永安期货 2021 年未公布客户保证金存款利息收入，故以利息净收入作为简单替代。

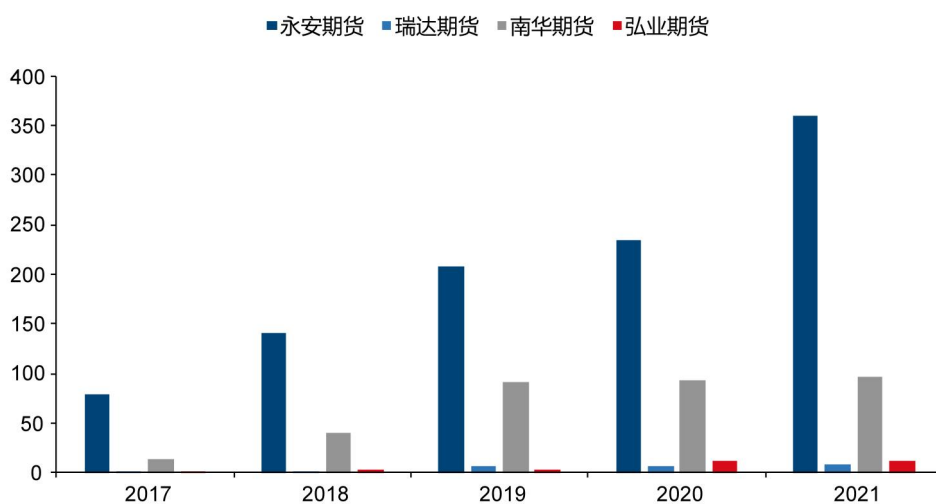
拓展公司主营业务：以风险管理和财富管理为“两翼”

公司不断巩固期货行业的龙头地位，拓展主营业务，在深耕期货经纪业务的同时，以风险管理业务和财富管理业务作为两翼，持续提高公司盈利能力。

风险管理：业务规模领先同业，利润贡献占比提升

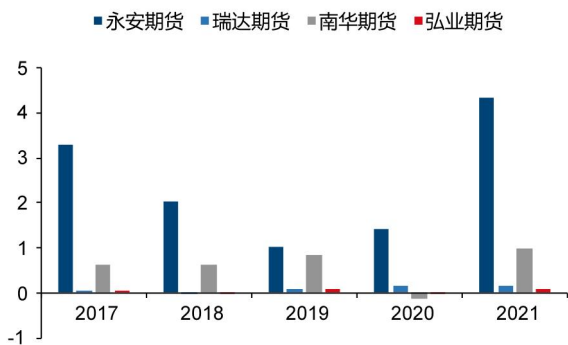
风险管理业务以显著优势领跑同业，利润贡献占比持续提升。公司通过永安资本开展风险管理业务，主要包括基差贸易、场外衍生品业务和做市业务，致力于发展为“交易所服务实体转化器，上下游中小企业衔接者”，为客户提供一流的风险管理产品与服务。风险管理业务已经发展成为公司核心业务之一，是公司营业利润的重要来源。2021年公司风险管理业务营业收入359.33亿元，同比增长52.78%，以高于南华期货3.7倍的绝对优势领跑可比同业。风险管理业务营业利润4.35亿元，同比增长208.51%，占营业利润比例为29.79%，较上年占比提升近20个百分点，利润贡献重要性凸显。

图37：永安期货风险管理收入领跑可比同业（亿元）



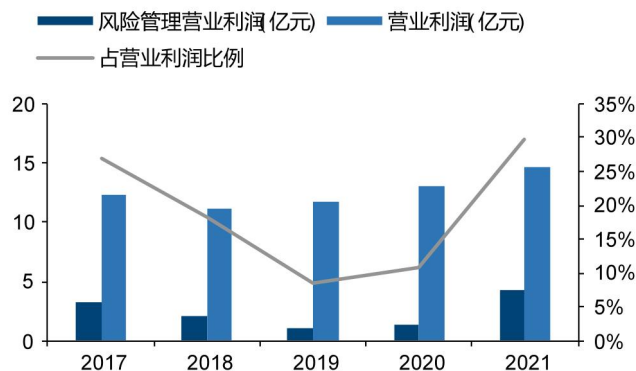
资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图38：永安期货风险管理营业利润高于可比同业（亿元）



资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

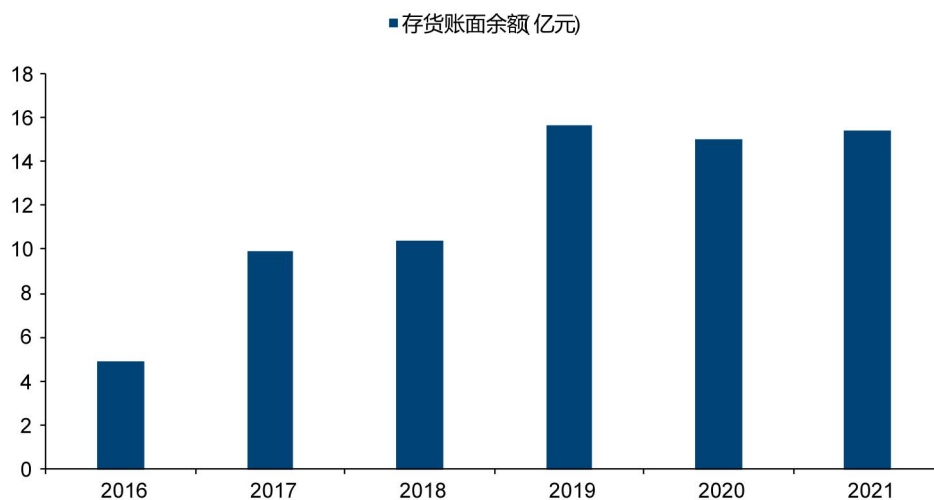
图39：永安期货风险管理业务利润贡献占比持续提升



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

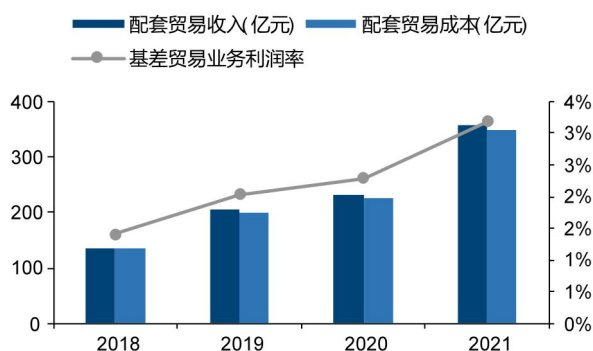
基差贸易业务利润率持续提升，风险敞口管理能力较好。基差是指特定商品在期货市场和现货市场的价差，公司的基差贸易业务通常是通过综合利用现货、远期、期货等工具实现对基差的套利活动，盈利主要受到购销差价和投资损益的影响，依赖公司的客户积累和投研能力，风险主要是基差大幅波动和对手方不履约风险。公司基差贸易的主要客户为大宗商品相关的实体企业，以现货贸易为主，造成货物占款规模较大，但利润率较低。同时，由于不同期货公司开展基差贸易涉及的行业和货物差异较大，业务利润率不适合简单地进行横比。依托浙江市场优势，公司积极拓展产业客户，增加投研资金投入，提升衍生品业务展业能力，基差贸易业务规模稳步增长，利润率持续提升。2021年基差贸易配套收入为358亿元，同比增长55%，业务利润11.42亿元，同比增长115.77%，利润率3.18%，较上年末提高0.9个百分点。同时，公司重视风险敞口管理，设立交易风控部对风险敞口进行监测，基差贸易风险敞口使用率围绕50%上下波动，风险控制能力较好。

图40：永安期货存货账面余额



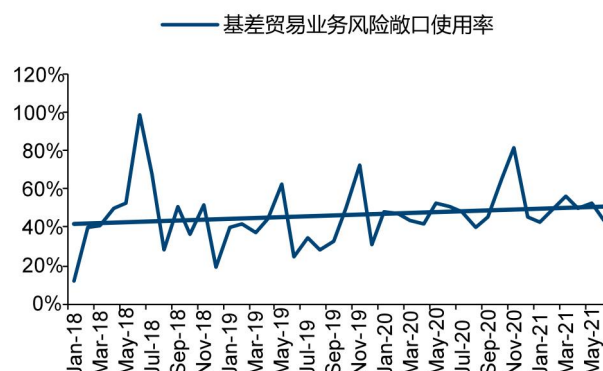
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图41：永安期货基差贸易规模和利润率稳步提升



资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，永安期货2021年年报，国信证券经济研究所整理

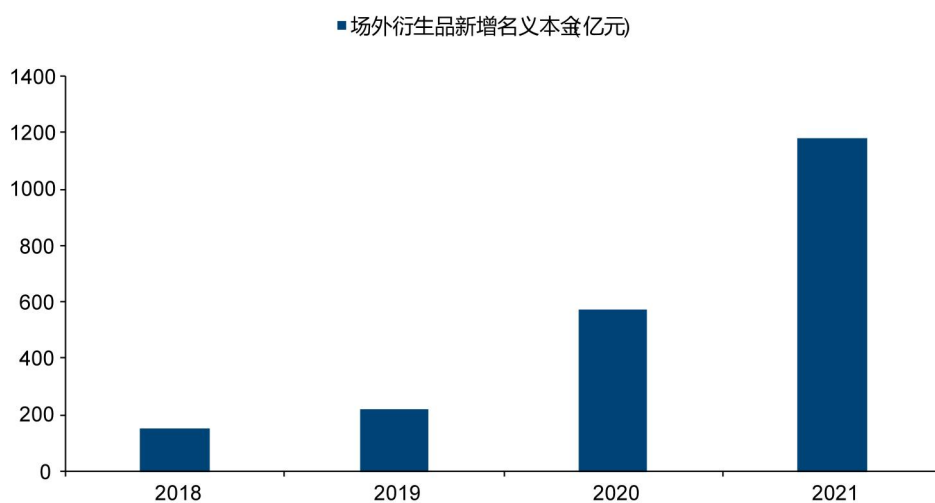
图42：永安期货基差贸易风险敞口管理能力较强



资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，国信证券经济研究所整理

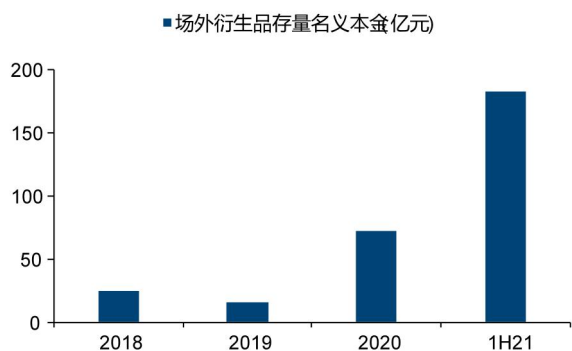
场外衍生品业务规模增长迅速，市占率呈现上扬态势。公司的场外衍生品业务通常是与产业客户和机构投资者进行场外期权、互换和远期等衍生品交易，同时利用场内期权、标准期货合约等金融工具进行风险对冲，帮助客户进行风险管理，并获得相应的组合投资收益。公司重视场外衍生品业务发展，持续增加资金投入，业务系统不断完善，策略研发能力和风控能力不断提高。场外衍生品业务规模增长迅速，已发展成为公司风险管理的核心业务。2021年上半年公司场外衍生品存量名义本金为182.94亿元，较上年末增速151.5%。2021年公司场外衍生品新增名义本金1178.42亿元，同比增长105.79%。根据中期协统计，2021年全行业风险管理公司场外衍生品新增名义本金12669.85亿元，公司以新增名义本金衡量的市占率达9.3%，高于去年同期的8.57%，市占率继续保持增长态势，利润贡献率有望持续提升。

图43: 永安期货场外衍生品新增名义本金



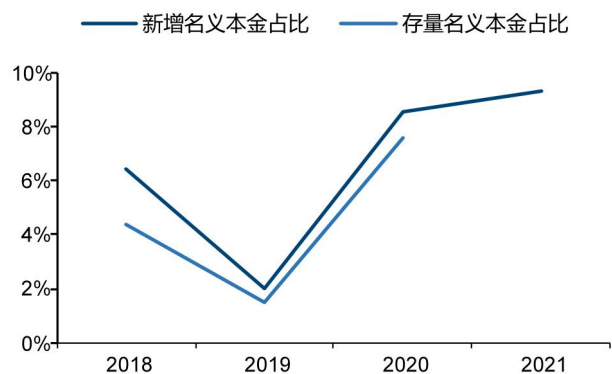
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

图44: 永安期货场外衍生品存量名义本金



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

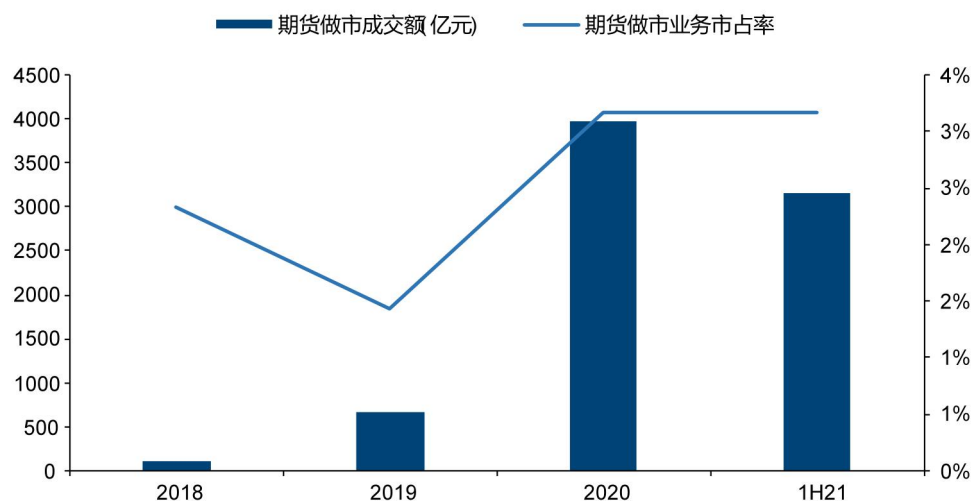
图45: 永安期货场外衍生品业务市占率呈现上扬态势



资料来源: 中国期货业协会, 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

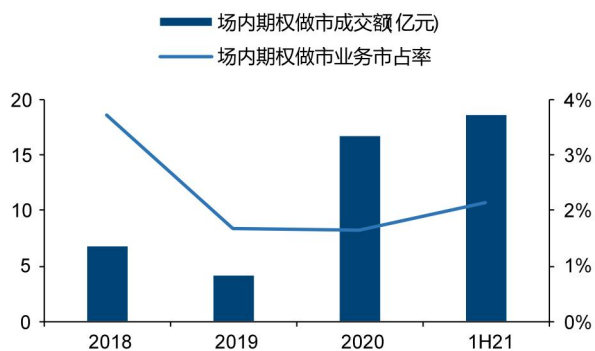
做市业务规模增长稳健，公司资本增加有望进一步推动做市业务发展。做市业务通过买卖差价和交易所减收手续费赚取收益，依赖自有资金投入和做市业务规模。公司2021年12月在A股上市，上市之后资本实力显著增强，有利于做市等重资本业务的发展。同时，行业的做市品种不断丰富，整体做市规模持续增长。公司做市业务的市占率低于其他业务，随着自身资本实力的增强和行业做市业务规模的增长，公司做市业务具备较大的发展潜力。截至2021年上半年，公司期货做市成交额3154.53亿元，场内期权做市成交额18.53亿元，全行业的期货做市成交金额和场内期权做市成交金额分别为99680.34亿元和864.15亿元，公司做市业务市占率分别为3.16%和2.14%，做市业务规模和市占率均处于稳健增长态势。

图46: 永安期货期货做市成交额和市占率



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, iFinD, 国信证券经济研究所整理

图47: 永安期货场内期权做市成交额和市占率



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, iFinD, 国信证券经济研究所整理

图48: 期货行业做市业务规模持续增长

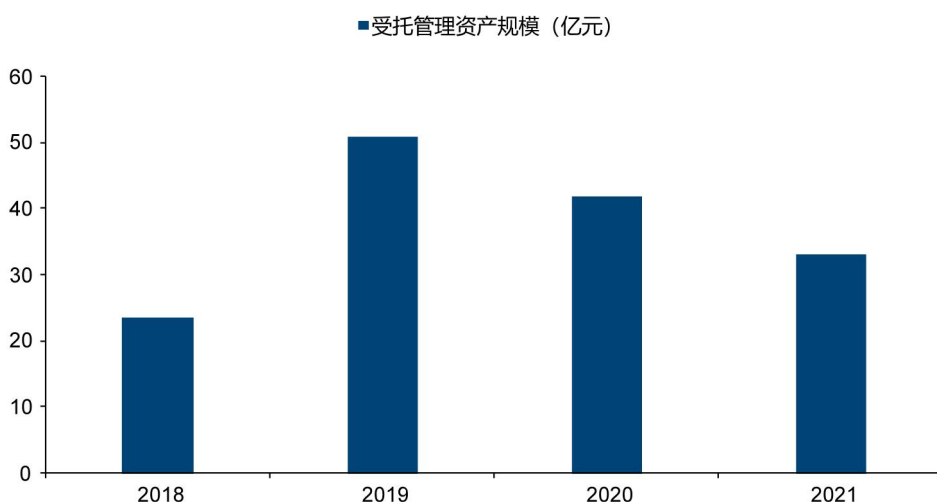


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

财富管理：主动管理能力领先，代销收入增长加速

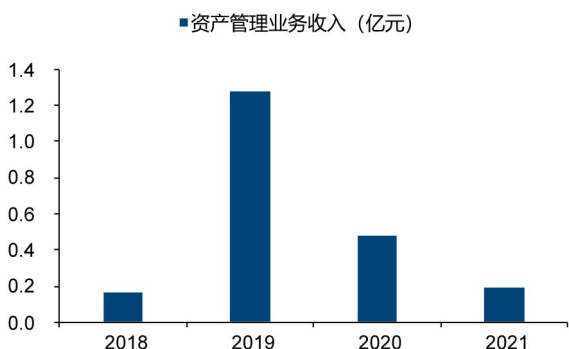
主动管理能力领先，资管业务收入有望改善。资管业务收入主要受到资管规模、管理费率及业绩报酬影响。由于资产管理计划到期以及部分投资经理离职的原因，公司近年来资管业务收入和受托资产规模有所下降。2021 年公司受托管理资产规模为 33.1 亿元，同比下降 20.95%，资管业务收入 0.2 亿元，同比下降 58.95%。公司始终坚持投研赋能，持续强化大类资产轮动能力，不断完善投研体系，主动管理能力领先同业。公司平均年化管理费率保持在 0.5% 左右的较高水平，显著高于南华期货和弘业期货，体现出公司主动管理能力较强，因此议价能力较高。随着资管人员规模的逐步稳定，公司主动管理能力优势将会更加凸显，资管业务收入有望企稳改善。

图 49：永安期货受托管理资产规模



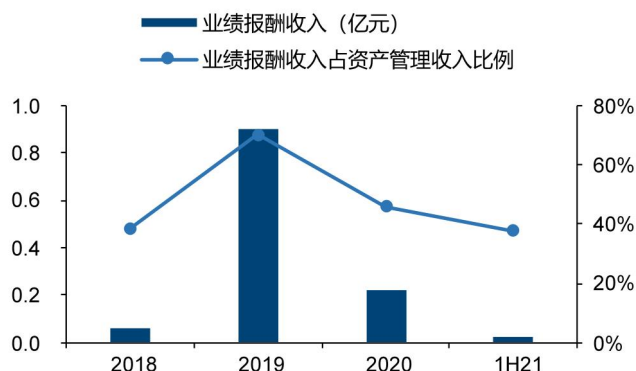
资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，永安期货 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

图 50：永安期货资产管理业务收入



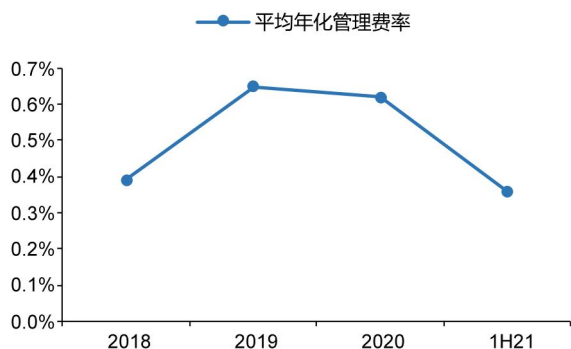
资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，永安期货 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

图 51：永安期货业绩报酬收入变化



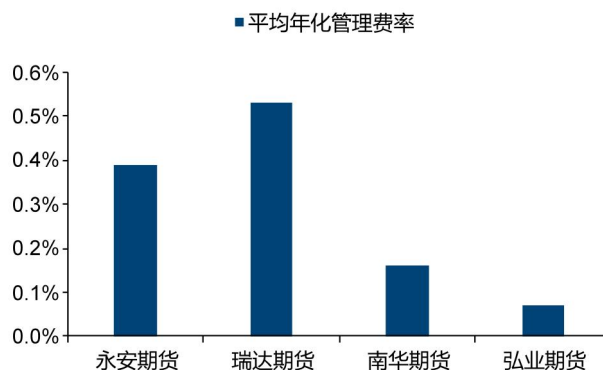
资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，国信证券经济研究所整理

图52: 永安期货平均年化管理费率维持在较高水平



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券经济研究所整理

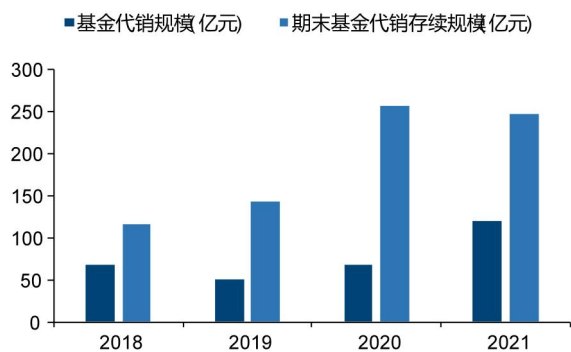
图53: 永安期货主动管理能力处于领先水平



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 上市期货公司年报, 国信证券经济研究所整理。注: 此图为 2018 年数据, 因可比公司仅披露了 2018 年数据。

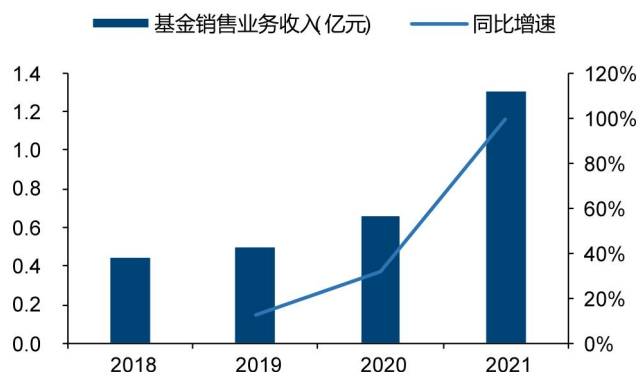
代销业务收入增速加快, 与优质管理人合作的优势凸显。客户储备、销售渠道和优质基金管理人 是基金销售业务的核心竞争力因素, 公司积极推进“数智赋能”, 提高线上化服务能力, 2021 年公司基金线上签约比例超过 85%。同时, 公司依托永安财富生态圈资源优势, 推出“鲲鹏私募成长计划”, 引进优秀基金管理人和优质产品, 满足客户多层次、多元化的财富管理需求。公司与永安财富、杭州遂玖资产、凯丰投资等优质管理人有长期合作, 前五大合作管理人合计收入占比维持在 80%左右。优质管理人良好的业绩表现为公司带来稳定的销售规模增长和业绩报酬分成, 代销业务收入增速加快。2021 年, 公司基金代销规模为 120.41 亿元, 同比增长 74.69%, 基金销售业务收入 1.31 亿元, 同比增长 99.76%。

图54: 永安期货代销规模稳定增长



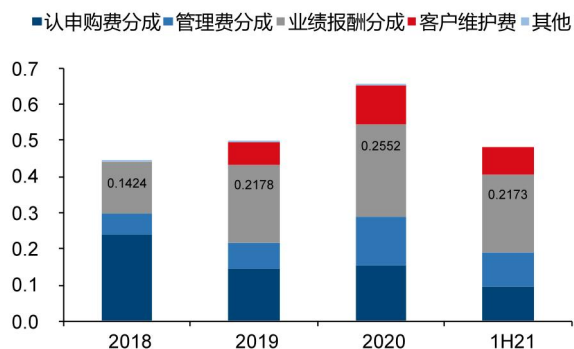
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

图55: 永安期货代销收入增速加快



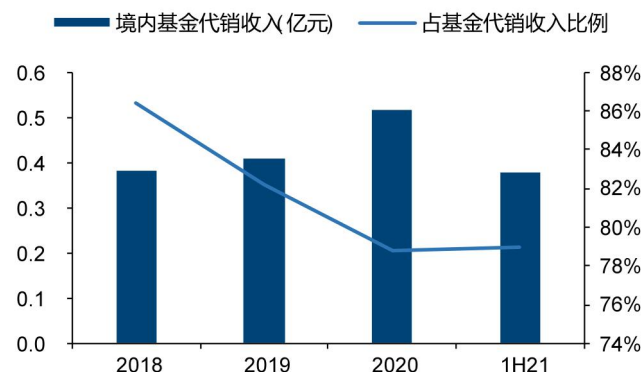
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

图56: 业绩报酬分成是永安期货代销业务主要收入来源



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券研究所整理

图57: 永安期货代销业务前五大客户收入占比



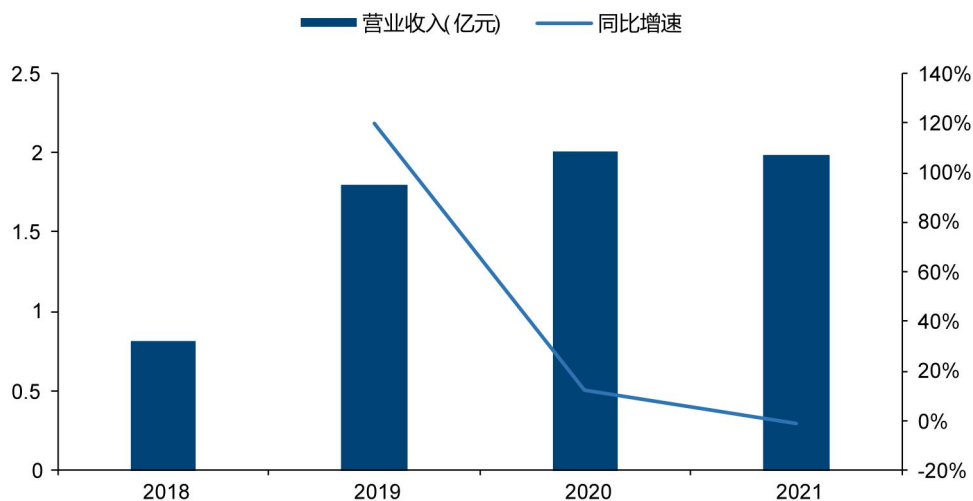
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券研究所整理

创新业务服务模式：境外业务、期权衍生品和投资业务“三轮驱动”

公司不断巩固期货行业的龙头地位，创新发展特色业务，以境外业务、期权衍生品业务和投资业务作为驱动，丰富期货服务模式，在“一体两翼”业务基础上打造“三轮驱动”，为公司发展引进利润增量。

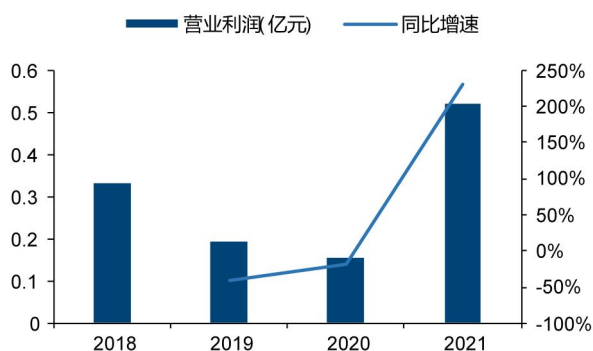
境外金融服务业务利润增长加速，经纪业务议价能力高于国内。公司境外金融服务业务涵盖经纪、资管、证券、基金销售和放贷业务多个领域，满足客户多元化、多层次的需求。公司持续总结在中国香港和新加坡子公司的境外业务开展经验，加大境外业务布局力度，打造境外综合金融服务平台，提升境外金融服务综合能力。短期内，受全球新冠疫情因素影响，公司境外金融服务业务营收增速放缓，2021年公司境外营收0.99亿元，同比下降1.12%。但是公司境外金融服务业务开展模式逐渐成熟，营业成本呈现下降趋势，引致营业利润增速加快，2021年公司境外营业利润0.52亿元，同比增长231.6%。公司境外经纪佣金率显著高于国内，2021年上半年境外经纪业务佣金率为万分之0.283，同期国内为万分之0.075。随着公司业务开展对疫情影响的适应，长期来看，境外金融服务业务有望为公司带来更多的利润增量。

图58: 永安期货境外金融服务业务营收规模稳定



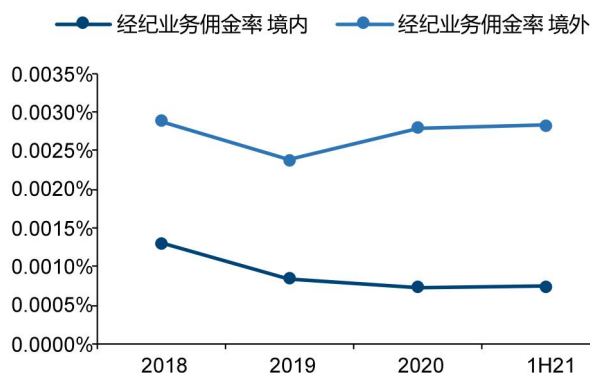
资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

图59: 永安期货境外金融服务业务利润增长加速



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 永安期货 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

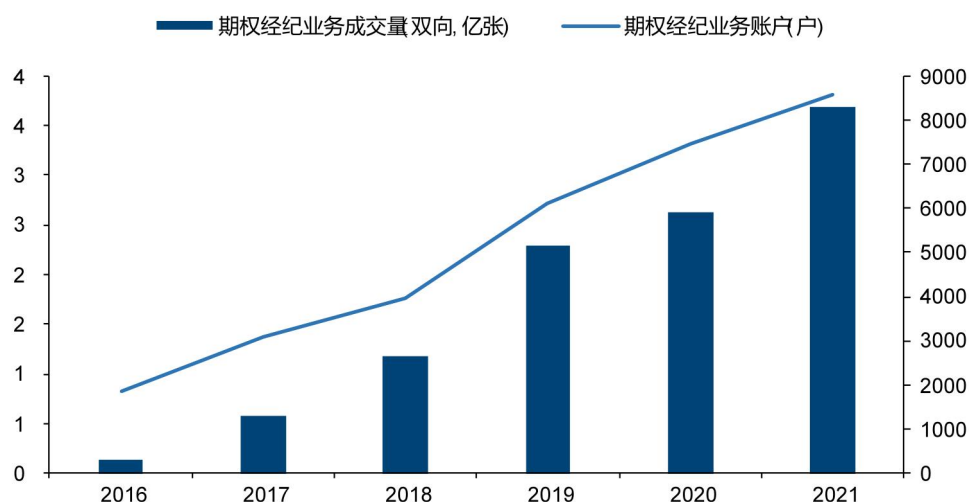
图60: 永安期货境外经纪业务议价能力较高



资料来源: 永安期货首次公开发行股票招股说明书, 国信证券经济研究所整理

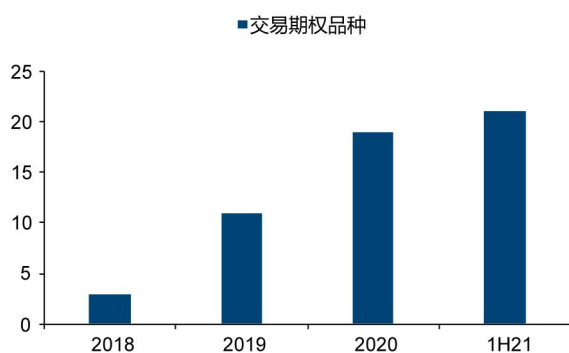
提升衍生品期权类资产配置能力，打开公司业务发展空间。随着金融供给侧结构性改革的推进，我国期货市场迎来发展新机遇，衍生品市场稳步发展，实体经济风险管理需求有效释放，期权业务也受益其中。2021年我国期货公司期权经纪业务成交量（双向）达到3.69亿张，同比增长40.05%，期权经纪业务账户达到8564户，同比增长14.86%。公司积极为业务发展寻找增量空间，成立期权总部专门展开期权衍生品交易和人才培养，提升衍生品期权类资产配置能力。截至2021年上半年，公司代理交易期权品种达到21个，代理期权成交金额66.34亿元。

图61：我国期货公司期权经纪业务稳步发展



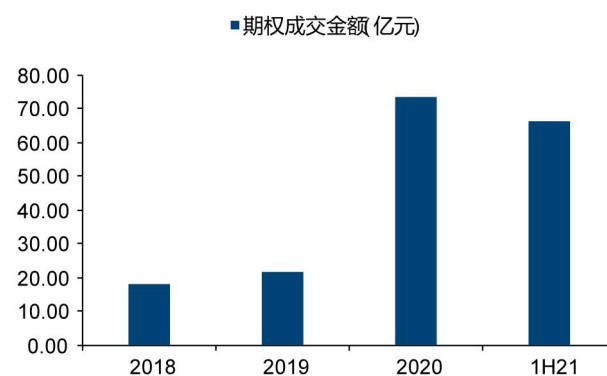
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图62：永安期货代理交易期权品种



资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，国信证券经济研究所整理

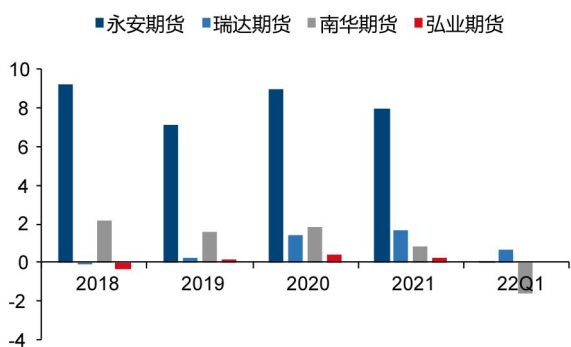
图63：永安期货代理期权成交金额



资料来源：永安期货首次公开发行股票招股说明书，国信证券经济研究所整理

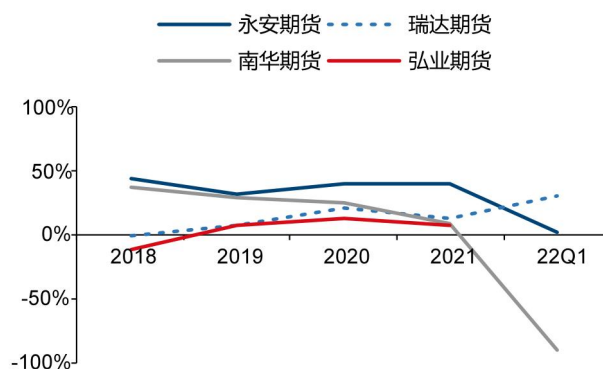
主动投资能力领先同业，投资业务提升盈利弹性。公司始终高度重视投研能力的提升，投研机构的规模和实力均位于行业前列。2021年公司研究人员65人，主动投资能力较强，实现投资收益7.97亿元，占营业收入（扣除其他业务收入）比例为40.11%，无论是投资收益规模还是营收贡献比例均显著高于同业。同时，公司投资业绩波动相对较少，近四年投资收益同比增速的波动范围在±30%以内，业务回报稳健性亦高于同业。随着投资业务优势地位的逐步建立，投资收益也日益成为影响公司净利润增长的关键因素，公司利润波动和投资收益波动高度相关。受到资本市场整体环境的不利影响，2022年一季度公司投资收益同比增速-99.75%，净利润同比增速-90.1%，可见投资收益波动会对公司整体利润造成较大影响。随着外部环境的改善，公司投资业务优势将进一步发挥，有望为盈利增长贡献较大弹性。

图64：永安期货投资业务收益规模领先同业（单位：亿元）



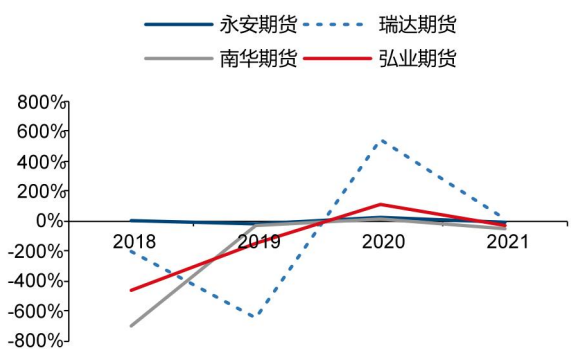
资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图65：永安期货投资收益的营收贡献占比高于同业



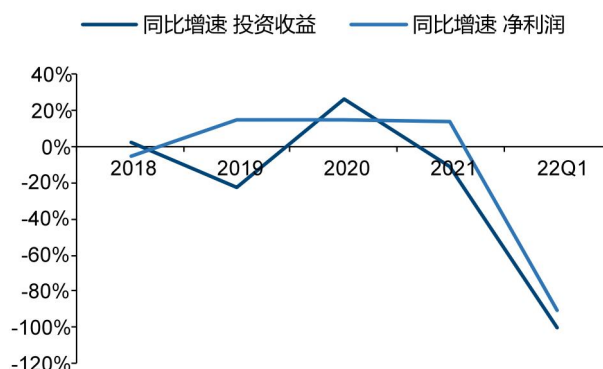
资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图66：永安期货投资收益同比增速更为稳健



资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图67：永安期货投资业务提升公司整体盈利弹性



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

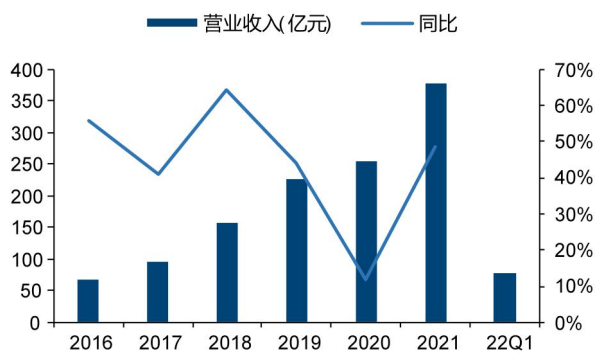
公司盈利能力突出，业务体系成效显著

公司扎实推进“一体两翼，三轮驱动”的业务体系构建，始终以客户需求和行业发展趋势指引创新发展，综合能力突出，多年来公司业绩增长稳健，各项财务指标均位于行业前列。

业绩增长稳健，盈利能力突出

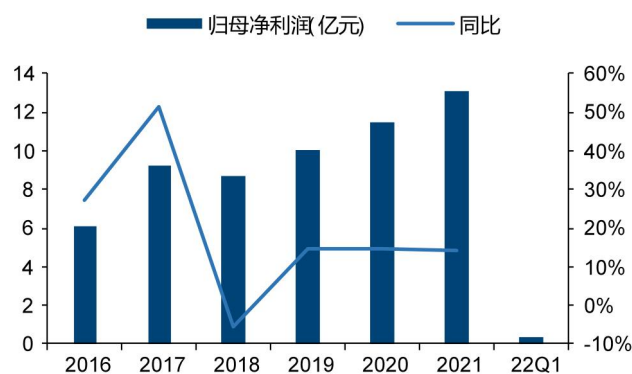
公司营业收入规模增速靓丽，归母净利润稳步提升。公司以打造行业领先、独具特色的衍生品投行为愿景，坚持价值导向，始终保持良好的经营管理，业绩增长保持稳健。2021年公司实现营业收入378.42亿元，同比增长48.58%，2016-2021年复合增长率高达40.95%；公司实现归母净利润13.07亿元，同比增长14.01%，2016-2021年复合增长率16.5%。

图68：永安期货营业收入规模及同比增速



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

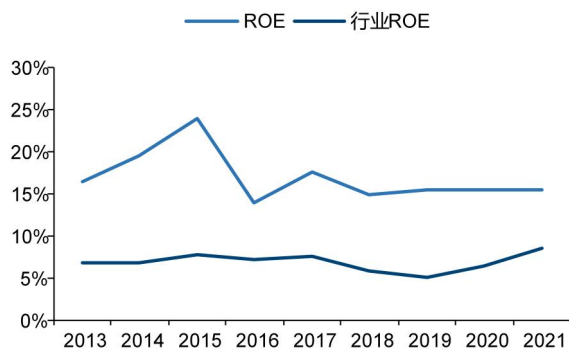
图69：永安期货归母净利润及同比增速



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

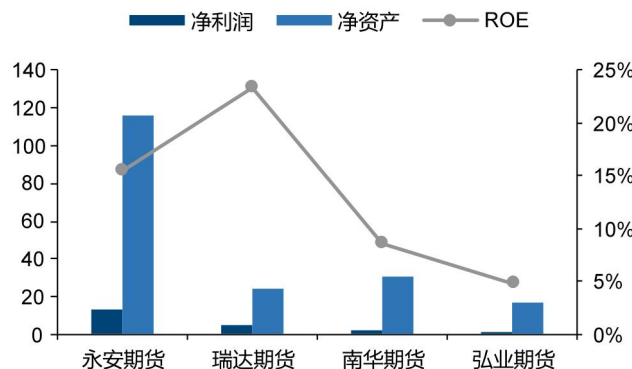
盈利能力较为突出，ROE显著高于行业平均水平。公司在巩固传统经纪业务的同时，持续改善业务结构，推动业务经营模式多元化，盈利能力始终保持在较高水平，ROE不仅显著高于同业平均水平，更是在可比同业中位居前列。2021年，公司ROE为15.48%，期货行业ROE为8.49%，高出行业平均水平约7个百分点。同期，瑞达期货、南华期货和弘业期货的ROE分别为23.4%、8.59%和4.82%，公司ROE水平位于行业前列。

图70：永安期货ROE显著高于行业平均水平



资料来源：Wind，永安期货年报，国信证券经济研究所整理

图71：永安期货ROE位于可比同业前列

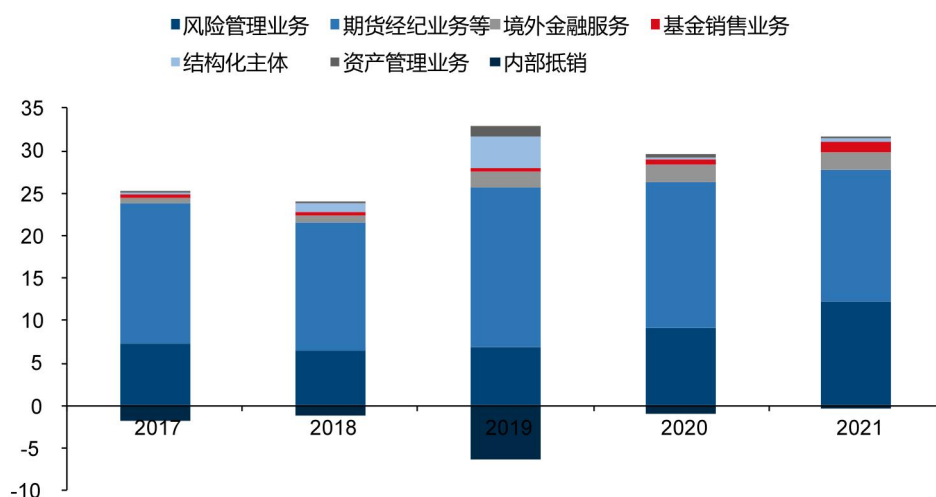


资料来源：期货上市公司年报，国信证券经济研究所整理

利润来源多元化，业务体系成效显著

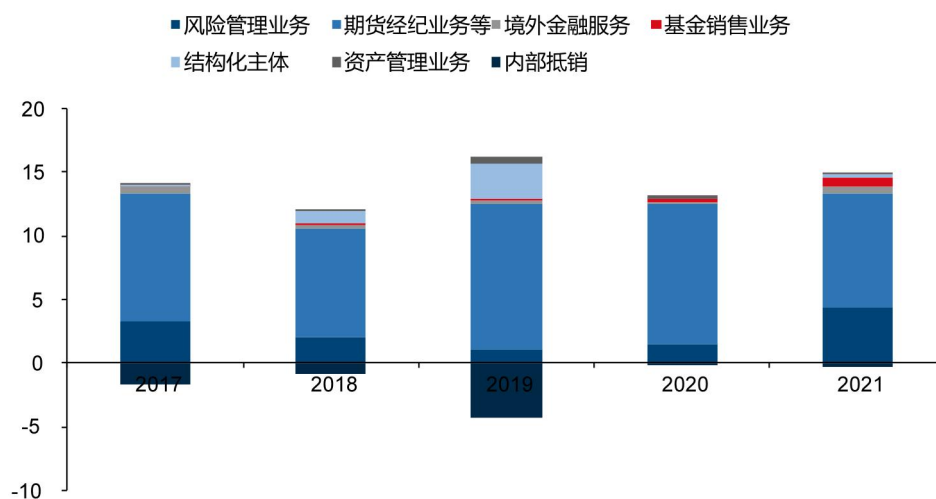
期货经纪业务是公司主要收入来源，贡献利润存量。经纪业务是期货公司的本源业务，也是公司利润的基础来源和存量支撑。2021 年公司期货经纪业务等（包含期货投资咨询业务）营业收入 15.59 亿元，占营业收入（扣除销售货物成本）比例为 49.86%，营业利润 8.99 亿元，占营业利润比例为 61.58%。由于国内期货公司对传统经纪业务较为依赖，同质化竞争明显，期货经纪业务盈利能力受限，难以为公司带来利润增量，重要性有所下降。

图 72: 永安期货营业收入业务构成



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

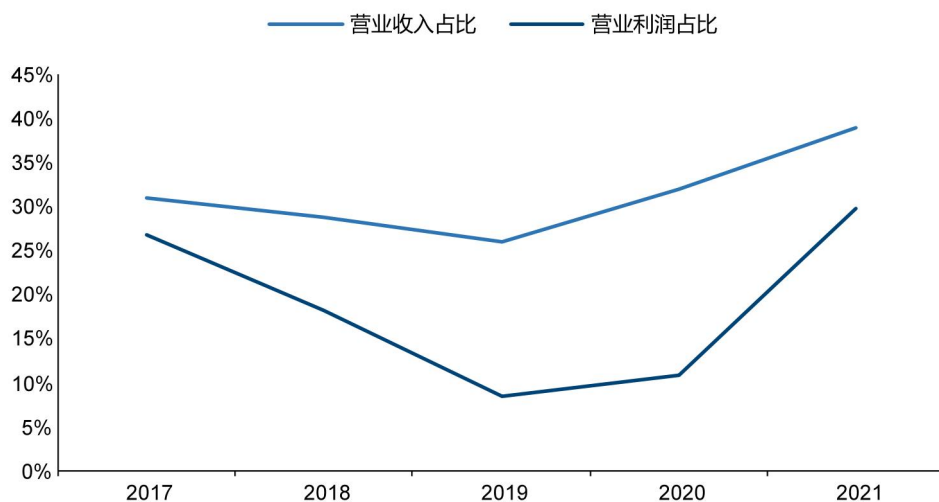
图 73: 永安期货营业利润业务构成



资料来源：永安期货年报，国信证券经济研究所整理

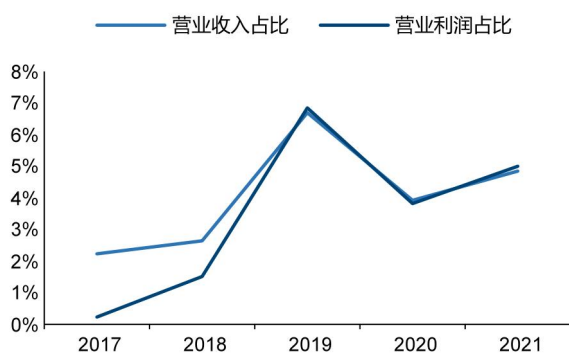
创新业务模式带来利润增量空间，业务体系建设成效显著。公司积极创新业务模式，核心竞争力正在逐步形成，“一体两翼，三轮驱动”的业务体系优势已然凸显，多元化业务的利润贡献程度稳步上升。2021年公司风险管理业务（扣除销售货物成本）、财富管理业务和境外金融服务的营业收入分别为12.18亿元、1.51亿元和1.99亿元，占营业收入（扣除销售货物成本）比例分别为38.95%、4.83%和6.36%；营业利润分别为4.35亿元、0.73亿元和0.52亿元，占营业利润比例分别为29.79%、5%和3.56%。

图74：永安期货风险管理业务重要性变化



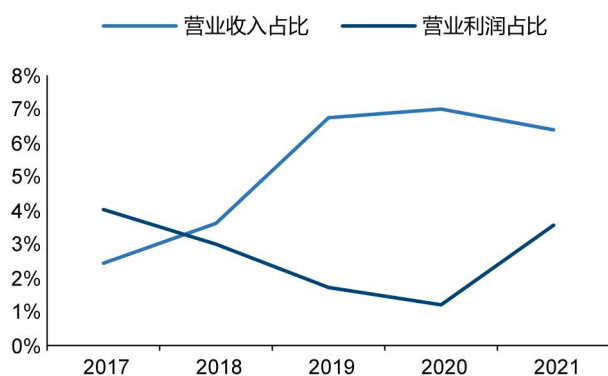
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图75：永安期货财富管理业务重要性变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理。注：财富管理业务包含资产管理业务和基金销售业务。

图76：永安期货境外金融服务业务重要性变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

永安期货于 2021 年 12 月 23 日在上交所上市，此次上市公开发行的股票数量为 145,555,556 股，占发行后总股本的比例为 10%，募集资金净额为 25.07 亿元。上市之后，公司资本实力得到显著增强，有助于多元业务拓展，打开业绩发展空间。依据当前宏观经济环境和期货市场的未来发展趋势，我们对永安期货 2022-2024 年的经营业绩进行预测。

核心假设

(1) 手续费净收入：手续费净收入对应公司的期货经纪业务、资产管理业务、投资咨询业务和基金销售业务。1) 期货经纪业务包括经纪手续费净收入和交易所减收手续费收入，其中经纪手续费净收入取决于成交金额和手续费率，交易所减收手续费收入取决于上交金额与交易所政策。考虑到外部环境的不确定性增加和期货行业的发展潜力，我们假设未来三年公司经纪业务代理成交金额增长率保持在 20%，但手续费率会因激烈的市场竞争而逐年下降，并假定交易所减收政策未来三年保持不变。2) 公司始终坚持投研赋能，主动管理能力领先同业，考虑到资管市场仍然处于成长期，我们假设未来三年公司资管业务规模保持在 10% 增速，且管理费率基本稳定。3) 公司积极与优秀基金管理人合作，预计未来三年代销规模增速保持在 15%，但代销费率会有所下降。4) 投资咨询业务收入规模较小，我们简单假设其维持在 2021 年水平。

表2：手续费净收入预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 手续费净收入 | 5.16 | 6.77 | 9.42 | 10.78 | 12.32 | 13.76 |
| YoY | -3% | 31% | 39% | 14% | 14% | 12% |
| 经纪手续费净收入 | 1.39 | 1.49 | 1.88 | 2.16 | 2.48 | 2.78 |
| YoY | -17% | 7% | 26% | 15% | 15% | 12% |
| 交易所减收手续费收入 | 2.89 | 4.19 | 6.07 | 6.99 | 8.03 | 9.00 |
| YoY | -6% | 45% | 20% | 15% | 15% | 12% |
| 资产管理业务收入 | 0.36 | 0.41 | 0.15 | 0.17 | 0.18 | 0.20 |
| YoY | 260% | 14% | -63% | 10% | 10% | 10% |
| 投资咨询收入 | 0.03 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| YoY | -50% | -33% | -50% | 0% | 0% | 0% |
| 基金销售收入 | 0.50 | 0.65 | 1.31 | 1.47 | 1.61 | 1.78 |
| YoY | 14% | 30% | 102% | 12% | 10% | 10% |

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理和预测。注：永安期货未公布公司 2021 年交易所减收手续费收入，我们假定交易所返还政策保持不变，收入增速和经纪业务代理成交金额增速保持一致。

(2) 利息净收入：利息净收入等于利息收入减利息支出。1) 公司利息收入主要来自保证金存款利息和自有资金存款利息。客户保证金存款规模与经纪业务规模高度相关，我们假设未来三年增速亦保持在 20%，考虑到当前中国经济增长较为低迷、通货膨胀形势大体可控，我们预计未来三年利率会小幅下降。公司因 2021 年末在 A 股成功上市，自有资金规模短期内增速较快，我们假定 2022 年公司自有资金存款利息收入增速为 50%，之后随着资金的使用，增速逐渐下降。2) 计息负债包含应付货币保证金和应付质押保证金等，我们假设应付利息增速与保证金存款增速保持一致，未来三年维持在 5%。

表3：利息净收入预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 利息净收入 | 5.52 | 4.99 | 4.56 | 4.86 | 5.13 | 5.41 |
| YoY | -3% | -10% | -9% | 7% | 6% | 5% |
| 其中：利息收入 | 6.18 | 5.99 | 6.13 | 6.51 | 6.86 | 7.23 |
| YoY | -3% | -3% | 2% | 6% | 5% | 5% |
| 境内保证金存款利息收入 | 5.79 | 5.50 | 5.63 | 5.91 | 6.21 | 6.52 |
| YoY | -1% | -5% | 2% | 5% | 5% | 5% |
| 境外利息收入 | 0.31 | 0.37 | 0.38 | 0.40 | 0.42 | 0.44 |
| YoY | 15% | 19% | 2% | 5% | 5% | 5% |
| 境内其他利息收入 | 0.08 | 0.13 | 0.13 | 0.20 | 0.24 | 0.28 |
| YoY | -70% | 63% | 2% | 50% | 20% | 15% |
| 利息支出 | 0.66 | 1.00 | 1.57 | 1.65 | 1.73 | 1.82 |
| YoY | -6% | 52% | 57% | 5% | 5% | 5% |

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理和预测。注：永安期货未公布2021年利息收入细项数据，我们假定2021所有细项增速和利息收入增速保持一致。

（3）投资收益：投资收益包括长期股权投资收益、持有金融工具取得的投资收益和处置金融工具取得的投资收益。1）长期股权投资收益主要来自于永安国富，增速较为稳定，我们假定未来三年增速维持在10%左右。2）公司上市之后资本金迅速扩充，但今年收到市场下行的影响，我们假定未来三年金融工具持有期间的投资收益增速为-35%、15%、10%，处置金融工具取得的投资收益增速分别为-30%、15%和10%。

表4：投资收益预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 投资收益 | 7.12 | 8.99 | 7.97 | 6.81 | 7.69 | 8.48 |
| YoY | -23% | 26% | -11% | -15% | 13% | 10% |
| 权益法核算的长期股权投资收益 | 2.13 | 2.43 | 3.36 | 3.70 | 4.07 | 4.47 |
| YoY | 38% | 14% | 38% | 10% | 10% | 10% |
| 金融工具持有期间的投资收益 | 1.50 | 3.34 | 4.19 | 2.93 | 3.37 | 3.71 |
| YoY | -58% | 123% | 25% | -30% | 15% | 10% |
| 处置金融工具取得的投资收益 | 5.59 | 3.19 | 0.68 | 0.48 | 0.55 | 0.60 |
| YoY | 12% | -43% | -79% | -30% | 15% | 10% |
| 减：结构化主体其他投资者享有的收益 | 2.10 | -0.04 | 0.26 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| YoY | 139% | -102% | -750% | 0% | 0% | 0% |

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理和预测

（4）其他业务收入，对应公司的风险管理业务。公司风险管理业务以显著优势领跑同业，业务规模稳定增长，我们假定未来三年其他业务收入增速维持在10%。

（5）费用：主要包括业务及管理费、资产减值损失、信用减值损失和其他业务成本。1）公司成本管控能力较高，管理费率呈现下降趋势，随着营业收入的增加，预计管理费率有望进一步下降，我们假定公司未来三年的管理费率分别为2.87%、2.80%和2.75%。2）资产减值损失和信用减值损失主要与风险管理业务相关，考虑到宏观经济不确定性增加，我们谨慎假设这两类减值损失增速略高于风险管理业务增速，未来三年增速分别为35%、20%和20%。3）从历史数据来看，其他业务、成本增速和其他业务收入增速基本保持一致，我们假设未来其他业务成本增速与其他业务收入增速基本保持一致。

表5: 营业支出预测 (单位: 亿元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业支出 | 215.78 | 241.60 | 363.82 | 401.60 | 442.27 | 487.20 |
| YoY | 47% | 12% | 51% | 10% | 10% | 10% |
| 税金及附加 | 0.09 | 0.12 | 0.13 | 0.17 | 0.20 | 0.21 |
| YoY | 50% | 33% | 8% | 31% | 18% | 5% |
| 业务及管理费 | 10.96 | 10.13 | 10.93 | 12.01 | 12.90 | 13.94 |
| YoY | 25% | -8% | 8% | 10% | 7% | 8% |
| 资产减值损失 | 3.55 | 4.63 | 4.65 | 6.28 | 7.53 | 9.04 |
| YoY | 31% | 30% | 0% | 35% | 20% | 20% |
| 信用减值损失 | 0.03 | 0.36 | 0.49 | 0.66 | 0.79 | 0.95 |
| YoY | | 1100% | 36% | 35% | 20% | 20% |
| 其他业务成本 | 200.97 | 226.12 | 347.29 | 382.02 | 420.22 | 462.24 |
| YoY | 49% | 13% | 54% | 10% | 10% | 10% |
| 营业支出(特殊报表科目) | 0.19 | 0.24 | 0.33 | 0.46 | 0.62 | 0.81 |
| YoY | -10% | 26% | 38% | 40% | 35% | 30% |

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

未来三年业绩预测

我们预计永安期货 2022-2024 年营业收入分别为 418.56 亿元、460.62 亿元和 506.96 亿元, 同比增速分别为 11%、10%和 10%; 归属母公司净利润分别为 14.72 亿元、16.01 亿元和 17.00 亿元, 同比增速分别为 13%、9%和 6%。

表6: 永安期货核心财务指标预测

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 227.58 | 254.69 | 378.42 | 418.56 | 460.82 | 506.96 |
| YoY | 44% | 12% | 49% | 11% | 10% | 10% |
| 归属母公司净利润(亿元) | 10.01 | 11.46 | 13.07 | 14.72 | 16.01 | 17.00 |
| YoY | 15% | 14% | 14% | 13% | 9% | 6% |
| ROE | 15.37% | 15.49% | 15.48% | 11.50% | 11.35% | 10.97% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.76 | 0.87 | 1.00 | 1.01 | 1.10 | 1.17 |
| 每股净资产 BPS(元) | 5.24 | 5.95 | 7.96 | 8.79 | 9.69 | 10.64 |
| PE | 25.28 | 22.08 | 19.21 | 19.00 | 17.47 | 16.45 |
| PB | 3.67 | 3.23 | 2.41 | 2.19 | 1.98 | 1.81 |

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测。注: 2022/7/22 收盘价

盈利预测的敏感性分析

交易所减收手续费尚无明确统一的政策标准, 由期货交易所根据每年度期货交易情况确定, 存在较大不确定性。然而交易所减收手续费收入是公司经纪业务收入的重要组成部分, 手续费减收政策变动会对公司经营业绩产生较大影响, 因此我们以交易所减收手续费收入作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表7: 净利润增速及 ROE 对交易所减收手续费收入的敏感性分析

| | 净利润同比 | | | ROE | | |
|---------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 年化增长 5% | 9.03% | 5.14% | 3.38% | 11.69% | 11.14% | 10.46% |
| 年化增长 13% (基准) | 12.61% | 8.79% | 6.18% | 11.50% | 11.35% | 10.97% |
| 年化增长 20% | 14.38% | 10.76% | 9.63% | 12.26% | 12.31% | 12.26% |

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

相对估值及敏感性分析

考虑到公司未来具备较高的成长性，我们选取市盈率作为参考指标，采用相对估值法对公司进行估值。A 股主板有两家期货同业可比公司分别为瑞达期货和南华期货，考虑到可比标的较少，我们进一步选取经营期货业务的五矿资本和国投资本，以及业务模式相似的头部券商中金公司和中信证券作为可比公司。截至 2022 年 7 月 22 日，从市场一致预期来看，上述六家可比公司的 PE 估值均值为 12.88x。

2021 年永安期货代理成交额和成交量市占率为 3.19%/2.16%，是同期瑞达期货的 2.13/4.95 倍和南华期货的 1.54/4.05 倍。考虑到永安期货业绩增长稳健，盈利能力突出，作为期货行业头部未来有望享受更多发展红利，因此我们在估值均值上再给予 50%-60% 的溢价，2022 年公司 PE 估值为 19.31-20.60x，2022 年公司对目标价为 19.51-20.81 元/股。

表8：永安期货可比公司估值表

| 公司 | 代码 | 更新日期 | 总市值（亿元） | PE (2022E) | PE (2023E) | PE (2024E) |
|------|-----------|------------|---------|------------|------------|------------|
| 瑞达期货 | 002961.SZ | 2022-07-22 | 75.21 | 10.72 | 7.80 | 5.64 |
| 南华期货 | 603093.SH | 2022-07-22 | 61.86 | 20.55 | 17.38 | 14.80 |
| 五矿资本 | 600390.SH | 2022-07-22 | 219.96 | 7.69 | 6.32 | 5.73 |
| 国投资本 | 600061.SH | 2022-07-22 | 396.44 | 9.01 | 8.50 | 7.91 |
| 中金公司 | 601995.SH | 2022-07-22 | 2106.61 | 17.94 | 14.89 | 13.08 |
| 中信证券 | 600030.SH | 2022-07-22 | 2029.93 | 11.34 | 9.58 | 8.05 |
| 平均数 | | | | 12.88 | 10.75 | 9.20 |

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理，使用 Choice 一致预期数据

相对估值法对每股收益（EPS）和市盈率（PE）较为敏感，下表是公司估值相对此两因子变化进行的敏感性分析。

表9：永安期货估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析

| | | 给予永安期货 PE 估值的溢价水平 | | | | | | |
|--------|-----|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | |
| | | | 16.74x | 18.03x | 19.31x | 20.60x | 21.89x | 23.18x |
| EPS（元） | -4% | 0.97 | 16.25 | 17.50 | 18.75 | 20.00 | 21.25 | 22.50 |
| | -2% | 0.99 | 16.57 | 17.85 | 19.12 | 20.40 | 21.67 | 22.95 |
| | 基准 | 1.01 | 16.90 | 18.21 | 19.51 | 20.81 | 22.11 | 23.41 |
| | +2% | 1.03 | 17.25 | 18.58 | 19.90 | 21.23 | 22.56 | 23.88 |
| | +4% | 1.05 | 17.60 | 18.96 | 20.31 | 21.66 | 23.02 | 24.37 |

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析，我们认为公司股票合理估值区间在 16.25-24.37 元之间。考虑到公司业务体系行业领先，业绩增长稳健，盈利能力突出，我们首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到期货行业未来发展空间和公司的头部地位，我们对公司的增长预期寄予了较为乐观的判断，即对各项业务条线给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

期货市场周期波动风险

公司经营业绩容易受到期货市场景气度影响，公司经纪业务、风险管理业务、资产管理业务和基金代销业务与期货市场行情高度相关。我国资本市场尚属于发展中阶段，整体波动较为剧烈，期货市场作为资本市场的重要组成部分，存在超预期波动风险。期货市场超预期的周期性波动会引起公司经营业绩较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

交易所减收手续费收入的政策不确定性风险

交易所减收手续费尚无明确统一的政策标准，由期货交易所根据每年度期货交易情况确定，存在较大不确定性。交易所减收手续费收入是公司经纪业务收入的重要组成部分，手续费减收政策变动会对公司经纪业务收入产生较大影响。若未来交易所减收手续费比例出现较大幅度的降低，会导致公司盈利不及预期。

利息收入大幅下滑风险

公司利息收入主要受到客户保证金规模、自有资金存款规模和利率水平的影响。客户保证金存款利息收入是公司经纪业务重要的衍生收入，若未来保证金存款利息收入的分配政策发生变化，会对公司经纪业务收入产生较大影响。此外，利息收入面临利率下行风险，如果未来利率出现超预期下降，会引起公司利息收入的大幅波动。

投资收益的大幅波动风险

衍生品投资、资产管理计划和长期股权投资是公司投资收益的主要来源，受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若投资标的盈利出现不利波动或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

资产管理业务面临监管政策变动风险

我国期货公司开展资产管理业务起步相对较晚，有关监管政策尚处于发展完善阶段，因此存在较大变动的可能性。公司资产管理业务的开展严格受到监管政策的框架约束，未来如果监管政策发生重大调整，公司资管产品存在不再符合监管要求的风险，这会对公司资产管理业务产生重大不利影响。

风险管理业务面临复杂风险

公司开展风险管理业务面临价格大幅波动的市场风险、对手方不履约的信用风险、资金不足的流动性风险、内部员工操作不当引发较大损失的操作风险以及信息技

术系统风险等多重风险考验。上述风险因子的发生均会对风险管理业务的正常开展产生不利影响，进而对公司经营业绩产生不利影响。

业务创新风险

监管政策一般会落后于业务创新，而创新业务的开展对政策变动较为敏感。公司创新业务开展需要政策和市场环境支持，外部环境变化可能对创新业务开展造成不利影响，导致创新业务发展不及预期。

境外监管风险

因经济体制、历史文化、法律体系等方面的不同，境外的交易习惯和监管政策与我国存在较大差异，公司开展境外业务面临较大合规风险。若因对当地的文化和法律了解不够充分，触碰监管红线，公司会面临高额罚款甚至失去开展业务的资格，对拓展国际市场产生较大不利影响，导致公司成长不及预期。

新冠疫情等外部不可抗力风险

此次新冠疫情具有持续时间长和变化速度快的特点，对其未来走向难以进行准确预判。新冠疫情形势的变化会对宏观经济环境产生全面冲击，公司的主要经营区域如果出现中短期较为严峻的疫情，会对公司正常业务的开展产生较大不利影响，导致经营业绩增长不及预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资产总计 | 45377 | 64972 | 77966 | 89661 | 103110 | 营业收入 | 25469 | 37842 | 41856 | 46082 | 50695 |
| 现金及存放中央银行款项 | 20012 | 33255 | 41569 | 47804 | 54975 | 经纪手续费净收入 | 149 | 188 | 216 | 248 | 278 |
| 交易性金融资产 | 3948 | 5498 | 6598 | 7587 | 8725 | 交易所减收手续费收入 | 419 | 607 | 699 | 803 | 900 |
| 买入返售金融资产 | 0 | 7 | 7 | 7 | 7 | 资产管理业务收入 | 41 | 15 | 16 | 18 | 20 |
| 长期股权投资 | 704 | 972 | 1166 | 1400 | 1680 | 投资咨询收入 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 递延所得税资产 | 3 | 279 | 307 | 338 | 371 | 基金销售收入 | 65 | 131 | 147 | 161 | 178 |
| 负债合计 | 37579 | 53386 | 65169 | 75551 | 87616 | 境内保证金存款利息收入 | 550 | 563 | 591 | 621 | 652 |
| 交易性金融负债 | 759 | 1487 | 1636 | 1799 | 1979 | 境外利息收入 | 37 | 38 | 40 | 42 | 44 |
| 应付职工薪酬 | 877 | 930 | 986 | 1045 | 1108 | 境内其他利息收入 | 13 | 13 | 20 | 24 | 28 |
| 应付债券 | 0 | 301 | 307 | 313 | 319 | 投资净收益 | 899 | 797 | 681 | 769 | 848 |
| 所有者权益合计 | 7798 | 11586 | 12797 | 14110 | 15494 | 其他业务收入 | 23179 | 35855 | 39440 | 43385 | 47723 |
| 其他综合收益 | (15) | (40) | 107 | 267 | 437 | 利润总额 | 1445 | 1624 | 1863 | 2027 | 2152 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 所得税费用 | 299 | 317 | 391 | 426 | 452 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 7798 | 11586 | 12797 | 14110 | 15494 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股净资产(元) | 5.95 | 7.96 | 8.79 | 9.69 | 10.64 | | | | | | |
| 总股本(亿股) | 13.10 | 14.56 | 14.56 | 14.56 | 14.56 | | | | | | |

| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.87 | 1.00 | 1.01 | 1.10 | 1.17 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 5.95 | 7.96 | 8.79 | 9.69 | 10.64 |
| ROE | 15.6% | 13.5% | 12.1% | 11.9% | 11.5% |
| 收入增长 | 11.9% | 48.6% | 10.6% | 10.1% | 10.0% |
| 净利润增长率 | 14.5% | 14.0% | 12.6% | 8.8% | 6.2% |
| 资产负债率 | 82.8% | 82.2% | 83.6% | 84.3% | 85.0% |
| P/E | 21.76 | 18.93 | 18.72 | 17.21 | 16.21 |
| P/B | 3.18 | 2.38 | 2.15 | 1.95 | 1.78 |

EV/EBITDA

 资料来源：Wind、国信
 证券经济研究所预测

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032