

券商经纪业务的转型之路：券商新周期系列之二

■传统经纪业务转型迫在眉睫。(1)交易低迷和佣金下行倒逼转型。近三年受市场交易量低迷和佣金率下降的影响，代理买卖证券业务净收入连续下降，2018年三季度日均股基交易额已降到3483亿元，创近年来新低，经纪业务佣金率也下降至2018上半年的万3.1，未来仍有较大的降佣空间。(2)经纪业务四象限分类模型。根据佣金率和交易额市占率的高低，可将券商分为四类。2018年上半年第一象限（高佣金率高市占率，如中信）和第四象限（低佣金率高市占率，如华泰）券商经纪收入增速表现优于第二象限（高佣金率低市占率）和第三象限（低佣金率低市占率）券商。随业务发展和竞争加剧，基于交易需求的客户向互联网服务体系发达的第四象限券商转移；基于高端理财需求的客户向以龙头券商为主的第一象限券商转移。

■券商财富管理转型路径。我们认为券商财富管理转型三大要素分别为：渠道、产品、客户：(1)渠道：线下轻型化，线上标准化。一是新增营业部趋于轻型化，交易功能弱化；二是设置高净值客户专有服务机构；三是互联网平台服务长尾用户，提供简单的标准化服务。

(2)产品：拓展产品广度，提升服务深度。从广度来看，资本市场升级的开放带来多样化投资方式（如场外期权、CDR），券商服务范围也逐步拓宽；从深度来看，券商在服务机构客户方面已有突破，未来还将组建专业投顾团队为客户提供定制化的深度服务。

(3)客户：填补中高端客户投融资需求空白。一方面，A股投资者呈现散户机构化趋势，客户需求更为复杂多样；二是券商财富管理转型将以契合中高净值人群的投融资需求为核心。

■国内龙头券商尚有发展空间。(1)中信证券：龙头综合金融服务商。公司机构客户和高净值客户基础扎实，早在2013年起就开始了“以客户为中心”的组织架构转型，可为客户提供全产业链的综合金融服务，特别是具有明显门槛效应的衍生品和PB业务。(2)国泰君安：国内券商财富管理的先行者。公司敢为人先，早在2011年起就已大力推动财富管理转型。线下于2014年推出国内首家财富管理旗舰店，并成立“君弘俱乐部”；线上公司推出的移动客户端“君弘APP”不断升级，全面满足客户移动一站式的理财需求。公司在财富管理业务中采取“1+N”的服务模式，提升服务质量。(3)华泰证券：大型互联网综合金融券商。公司通过不遗余力的IT研发投入，其互联网引流效应显现，“天天发”产品在各平台各业务之间产生了协同效应，实现了对客户的黏着；另外，公司实行零售经纪与财富管理分离，其CRM系统为客户提供精确的诊断和投资建议，其全业务链体系为向财富管理转型提供了有力支撑。

■他山之石，可以攻玉。

(1)从国内资管机构来看，①诺亚财富为高端客户提供财富顾问服务。公司在线下重点布局高净值人群聚集地，在线上构建专业互联网服务平台；其全领域投资能力领先，为客户提供定制化资产配置服务；公司精准定位白领、高净值和家族客户，客户数量保持30%左右的规模增长率。②招商银行是国内私人银行领域的先行者。招行布局零售客户早且坚决，通过信用卡业务积累了大量优质客户。招行私行将目标客户群精准定位在高净值人群，有针对性地提供差异化的理财产品，并通过其线上+线下结合的渠道精准投放，从而稳固了其在私行领域的龙头地位。③东方财富作为由财经资讯网站成长起来的互联网券商，通过旗下的“东方财富”网站、天天基金网、金融数据终端和移动终端及“股吧”互动社区构筑了公司互联网金融生态圈；通过为中小投资者提供免费的线上服务以及低佣金率，稳定了大基数、大流量的价格敏感的中小投资者；铺设线下营业部，发展信用交易和资管业务，逐步实现流量变现。

(2)从国外券商来看，①高盛是全球领先的交易投行。高盛集团经历了漫长转型过程和多次并购，在产品、渠道和客户等方面的发展已处于成熟阶段，资本实力远超国内券商。高盛通过不断对业务的创新与重构，重点发力投行业务和衍生品做市业务，形成了一个综合、高效、全球范围内协调的金融服务网络。②嘉信理财是全球领先的平价互联网金融服务商。从产品来看，嘉信理财打造了一站式的金融超市，方便投资者进行选购；从渠道来看，除了为人熟知的互联网渠道，嘉信理财同样具有320多家线下网点，打造智能化的RIA顾问网络；从客户来看，嘉信理财在中等净值的富裕阶层具有明显的竞争优势。

■推荐标的：中信证券/国泰君安/中信建投

■风险提示：信用违约风险/政策变化风险/转型进度不及预期

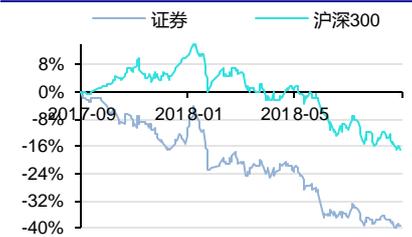
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.58	18.06	18.79
绝对收益	4.82	3.44	2.45

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

券商8月业绩点评：市场低迷业绩下降，风险犹存关注反弹 2018-09-07

券商股中报综述：业绩下滑估值底部，头部集中风险犹存 2018-09-03

2017年券商股年报综述：业绩分化龙头集中，自营提升融资加大 2018-05-04

2018年券商股一季报综述：业绩分化龙头集中，经纪回暖自营下滑 2018-05-03

券商一季度综述：市场未见拐点，龙头份额集中 2018-04-12

内容目录

1. 经纪业务转型迫在眉睫	5
1.1. 交易量与佣金齐降倒逼转型	5
1.1.1. 券商业绩下滑	5
1.1.2. 经纪业务收入持续下降	6
1.1.3. 市场交易低迷，两融余额下降	9
1.1.4. 佣金率下滑趋势放缓，隐忧仍存	9
1.2. 两融规模边际下降	10
1.3. 资管转型主动，支撑财管转型	11
1.4. 头部券商发力机构业务	12
1.5. 券商经纪业务四象限分类模型	14
2. 券商财富管理转型实现路径	16
2.1. 经纪业务转型历程	16
2.2. 券商财富管理转型三大要素	16
2.3. 渠道：线下轻型化，线上标准化	17
2.4. 产品：拓展产品广度，提升服务深度	19
2.5. 客户：填补中高端客户投融资需求空白	21
2.6. 国内券商案例	23
2.6.1. 中信证券：龙头综合金融服务商	23
2.6.2. 国泰君安：国内券商财富管理先行者	25
2.6.3. 华泰证券：大型互联网综合金融券商	27
3. 他山之石，可以攻玉	31
3.1. 国内资管机构案例	31
3.1.1. 诺亚财富：高端客户的财富顾问	31
3.1.2. 招商银行：国内私人银行领域的先行者	34
3.1.3. 东方财富：走上流量变现之路	37
3.2. 国外券商案例	40
3.2.1. 高盛集团：全球领先的做市商	40
3.2.2. 嘉信理财：平价互联网金融服务商	43
4. 投资建议	46
4.1. 估值进入底部，龙头享有溢价	46
4.2. 个股推荐	47

图表目录

图 1: 前五大和前十大券商利润集中度.....	6
图 2: 券商经纪业务收入占营业收入比重仍较大.....	6
图 3: 近年券商经纪业务收入明显下降.....	7
图 4: 2015 年以来市场股基交易量低迷.....	9
图 5: 我国券商历史上的三次降佣潮.....	10
图 6: 8 月两融余额下降.....	10
图 7: 场外期权业务和机构客户合作 (2017 年)	13
图 8: 个股期权费率平均为股指期权的 20 倍.....	13
图 9: 上市券商经纪业务四象限分类模型.....	15
图 10: 券商转型财富管理的三大要素及现状.....	16
图 11: 客户服务渠道多样化.....	17
图 12: 我国券商营业部均经纪业务收入下降.....	18
图 13: 2018 年二季度券商新增分支机构类别.....	18
图 14: 互联网券商更有能力服务长尾.....	19
图 15: 2017 年券商 APP 活跃用户年龄层分布.....	19
图 16: 中国多层次资本市场逐步升级.....	20
图 17: 券商主经纪商服务模式.....	21
图 18: 2017 年末金融机构客户基础对比 (百万户)	22
图 19: 个人可投资资产超过 1 千万人数 (万人)	23
图 20: 高净值人群可投资资产规模及构成 (万亿元)	23
图 21: 各类财富管理机构客户定位.....	23
图 22: 中信证券服务模式升级.....	24
图 23: 中信证券经纪业务内部架构.....	25
图 24: 中信证券资产管理服务体系.....	25
图 25: 君弘 APP 扩宽线上营销渠道.....	26
图 26: “1+N”的服务模式.....	27
图 27: 华泰互联网转型发展历程.....	28
图 28: 2017 年“涨乐财富通”月活数达到 584 万.....	28
图 29: 华泰线上线下渠道均具优势.....	29
图 30: 华泰证券科技研发投入大.....	29
图 31: 券商财富管理应用模式.....	30
图 32: 华泰证券客户分层体系.....	30
图 33: 诺亚财富综合金融服务体系.....	31
图 34: 2003-2017 诺亚财富管理规模复合增长率 75%.....	32
图 35: 诺亚财富线下布局.....	32
图 36: 诺亚财富产品服务体系.....	33
图 37: 诺亚财富高净值客户规模已近 20 万人.....	34
图 38: 招商银行网点布局.....	35
图 39: 招行私行“1+N”服务模式.....	35
图 40: 各银行信用卡 App 总下载次数 (万次数)	36
图 41: 东方财富发展历程.....	38
图 42: 2017 年东财线下营业部迅速增长.....	38
图 43: 东财依靠互联网渠道黏着客户.....	38

图 44: 东方财富互联网金融战略演进.....	39
图 45: 东方财富证券客户基础大幅提升.....	40
图 46: 东方财富网客户黏性较高.....	40
图 47: 高盛集团财富管理服务框架.....	42
图 48: “以客户为中心”的业务架构.....	42
图 49: 嘉信理财 45 年发展历程.....	43
图 50: 从三要素看嘉信理财的财富管理业务.....	44
图 51: 2007 年后嘉信理财营业网点稳定在 340 家左右.....	45
图 52: 嘉信理财客户资产和客均资产逐步上升.....	46
图 53: 券商股估值再创新低 (PB)	46
图 54: 券商股弹性下降.....	46
图 55: 券商盈利能力和估值分布图.....	47
表 1: 上市券商盈利情况一览.....	5
表 2: 上市券商 2018 年上半年经纪业务收入及增速 (集团合并口径)	7
表 3: 上市券商经纪业务收入市场份额.....	8
表 4: 上市券商两融业务基本情况.....	11
表 5: 2018H 上市券商资管业务表现.....	12
表 6: 2018H 自营投资收益表现.....	13
表 7: 场外期权业务交易商名单.....	14
表 8: 2018H 第一、四象限券商经纪业务表现更优.....	15
表 9: 我国券商经纪业务模式演变.....	16
表 10: 券商财富管理服务理念演变.....	20
表 11: 财富管理机构比较.....	22
表 12: 国泰君安财富管理业务发展之路.....	26
表 13: 诺亚财富发展历程.....	31
表 14: 招商银行私人银行产品体系.....	37
表 15: 招商银行金葵花和私行客户情况.....	37

1. 经纪业务转型迫在眉睫

1.1. 交易量与佣金齐降倒逼转型

1.1.1. 券商业绩下滑

上半年券商业绩大幅下滑，个股现分化。从合并口径来看，32家上市券商2018年上半年营业收入合计1219亿元，同比下降8%；净利润357亿元，同比下降23%。券商之间业绩分化明显，大券商营业收入和净利润增速较为稳定，而中小券商营业收入和净利润普遍大幅下滑，其中太平洋上半年亏损1亿元。

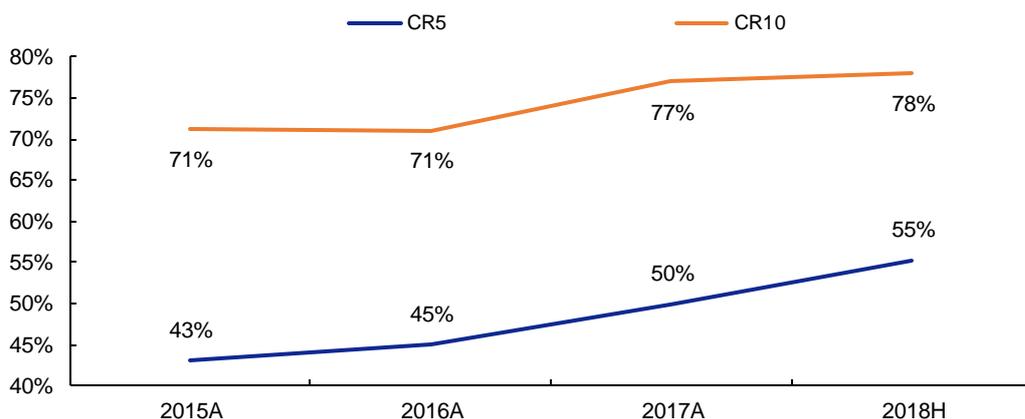
表 1：上市券商盈利情况一览

公司名称	营业收入 (亿元)	同比增速	净利润 (亿元)	同比增速
中信证券	200	7%	58	12%
国泰君安	115	3%	42	-17%
海通证券	109	-15%	35	-23%
华泰证券	82	1%	32	5%
广发证券	76	-24%	30	-33%
申万宏源	61	0.2%	21	0.5%
中信建投	53	3%	17	-10%
招商证券	48	-18%	18	-29%
中国银河	43	-24%	13	-37%
东方证券	43	-8%	7.6	-58%
光大证券	41	4%	10	-19%
国信证券	41	-25%	12	-42%
兴业证券	33	-18%	9.9	-32%
山西证券	30	42%	1.0	-63%
长江证券	23	-15%	3.9	-62%
方正证券	23	-22%	2.0	-76%
东北证券	21	-3%	2.6	-21%
财通证券	18	-16%	5.8	-27%
浙商证券	18	-14%	4.0	-24%
国金证券	17	-17%	5.1	-8%
东吴证券	15	-25%	0.3	-93%
东兴证券	15	4%	5.8	1%
西南证券	14	4%	3.2	-16%
华西证券	14	1%	5.4	-7%
西部证券	11	-20%	2.5	-43%
国元证券	11	-29%	2.3	-55%
国海证券	9.9	-31%	1.2	-67%
中原证券	8.7	3%	1.6	-6%
华安证券	8.1	-19%	2.5	-41%
第一创业	7.6	-13%	0.8	-60%
南京证券	6.4	-6%	1.9	-23%
太平洋	4.9	31%	-1.0	—
合计	1219	-8%	357	-23%

资料来源：Choice，公司公告，安信证券研究中心

净利润呈龙头集中趋势。我们在此前报告中多次提出券商行业“马太效应”将强化，2018年中报再次体现这一效应。2015-2017年前五大券商剔除非经常性损益后净利润合计占比分别为43%、45%和50%，至2018年上半年升至55%；前十大券商分别为71%、71%和77%，至2018年上半年升至78%。

图 1：前五大和前十大券商利润集中度

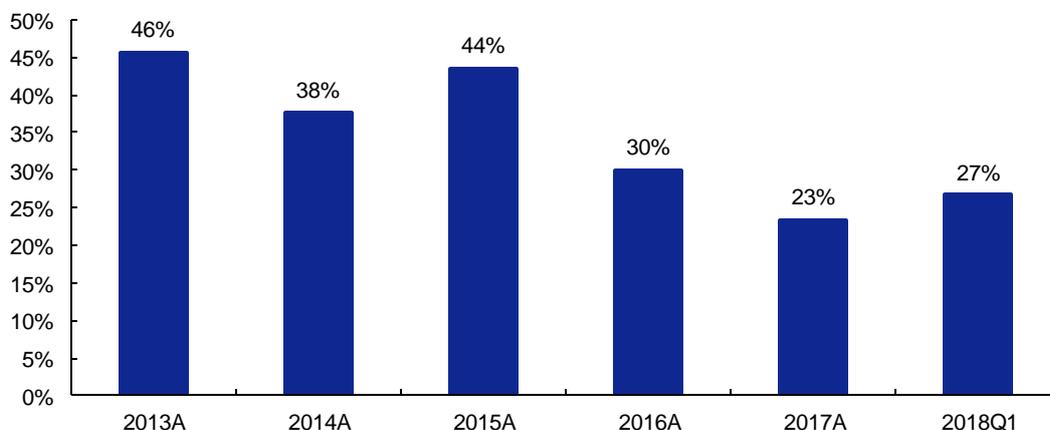


资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心；

CR5 为前五大券商扣非后利润合计占上市券商比重，CR10 对应前十大券商

券商整体业绩仍依赖经纪收入。经纪业务收入是券商最重要的收入来源，2013 年经纪业务收入占比高达 46%，近三年占比在 23%-30%之间。2018 上半年在股基交易量稳定及佣金率降幅企稳的情况下，经纪业务收入占比反升至 27%。因此，交易量清淡和佣金率下滑对券商业绩影响较大，券商渴望寻找新的业务模式，既可以降低对市场交易量的依赖，又可以提高佣金率。

图 2：券商经纪业务收入占营业收入比重仍较大

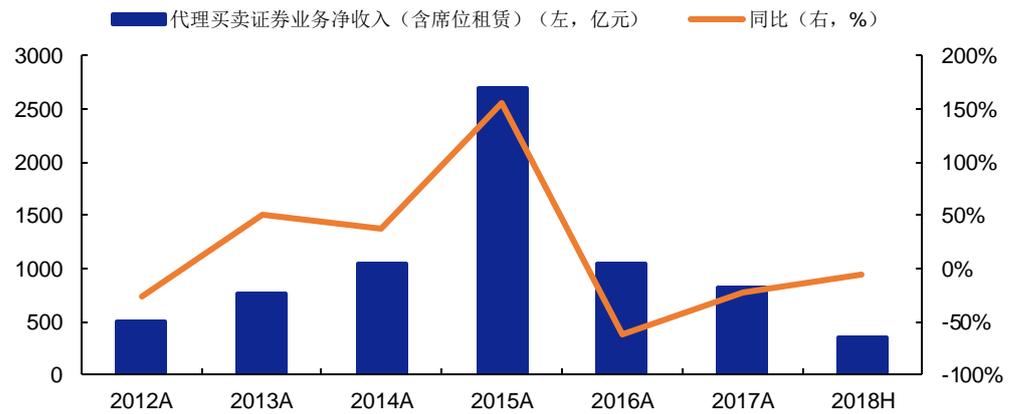


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1.2. 经纪业务收入持续下降

近年来经纪业务收入大幅下降。券商经纪业务收入与市场行情高度相关，但交易量和佣金率双杀导致经纪业务收入大幅下降。2014 年下半年至 2015 年上半年的牛市中，代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）高达 2691 亿元，而伴随着交易量的萎缩和行业佣金率的下滑，2016 年和 2017 年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）分别降至 1053 亿元和 821 亿元，同比分别下降 61%和下降 22%；2018 年上半年同比下降 6%至 364 亿元。从总体经纪业务收入来看，上市券商经纪业务收入总和同比减少 5%（行业下降 6%），降幅较 2017 年（同比减少 20%）明显好转，原因是上半年股基交易额同比回升及佣金率基本企稳。

图 3: 近年券商经纪业务收入明显下降



资料来源: 证券业协会, 安信证券研究中心

上半年经纪收入同比减少 5%。上半年上市券商整体经纪业务收入同比减少 5% (行业下降 6%)，降幅较 2017 年 (同比减少 20%) 明显好转，原因是股基交易额同比回升及佣金率基本企稳。从规模来看，中信证券集团合并口径下经纪业务收入排名行业第一，同比增长 3%；从增速来看，中信、招商、长江、兴业、东方、太平洋和一创等券商经纪业务收入实现同比增长。

表 2: 上市券商 2018 年上半年经纪业务收入及增速 (集团合并口径)

名称	经纪业务收入 (亿元)	同比增速	名称	经纪业务收入 (亿元)	同比增速
中信证券	41	3%	华西证券	4.5	-13%
国泰君安	25	-5%	东吴证券	4.4	-12%
广发证券	20	-2%	浙商证券	4.2	-11%
中国银河	20	-5%	财通证券	3.7	-9%
国信证券	19	-5%	东北证券	3.6	-1%
申万宏源	19	-9%	东兴证券	3.5	-11%
华泰证券	19	-8%	华安证券	3.2	-16%
招商证券	19	1%	国元证券	3.1	-14%
海通证券	17	-14%	西部证券	3.1	-11%
中信建投	13	-7%	西南证券	2.8	-12%
方正证券	12	-11%	国海证券	2.8	-16%
光大证券	12	-1%	中原证券	2.2	-14%
长江证券	8.9	12%	山西证券	2.1	-14%
兴业证券	7.7	12%	南京证券	2.0	-15%
东方证券	7.4	8%	太平洋	1.7	22%
国金证券	5.5	-3%	第一创业	1.4	2%
			上市券商	314	-5%

资料来源: Choice, 公司公告, 安信证券研究中心;

大型券商经纪业务收入领先地位稳固。随着互联网科技的发展，部分券商通过低佣战略抢占市场份额，因此 2015 年以来上市券商股基交易额市占率的集中度在下降，2017 年降至 47%。但大型券商在综合佣金率方面更具优势，因此前十大上市券商经纪业务市占率保持在 70% 左右，中信证券经纪业务收入市场份额由 2017 年的 12% 升至 13%。

中信证券经纪业务收入逆周期上升。中信证券体现龙头券商的优势，2018 年上半年取得经纪业务收入 41 亿元 (YoY +3%)，市场份额较 2017H 份额上涨 0.26%，佣金率稳定在 0.044%。

- **交易量市场份额明显提升。**中信证券持续加强经纪业务转型，公司围绕客户需求开展经营，继续落实“以交易服务为本，提高综合服务能力，向财富管理转型”的发展战略。在此背景下中信证券龙头效应更为明显，市场份额不断扩大，实现股基交易量市场份额6%，较2017年末的5.6%有明显提升。中信证券2018年上半年投资顾问人数较2017年底增长16%，员工执业水平快速提升，报告期内4家证券营业部变更为分公司，综合实力进一步提升，预计未来市场份额继续集中。
- **客户分层战略显成效，佣金率企稳。**佣金率方面，中信证券经纪业务净佣金率从2018年第一季度开始企稳，保持在0.044%左右，持续高于行业平均水平，这得益于公司深客户分层战略的有效实施。一方面，中信证券耕机构客户和高净值客户，根据不同群体客户特点，汇集整合资源，以客户为中心开展综合金融业务，可以获得较高佣金率；另一方面，公司针对大众客户通过线上的互联网平台“中信证券”APP提供开户、交易等服务，有效控制交易成本，提升边际利润。

表3：上市券商经纪业务收入市场份额

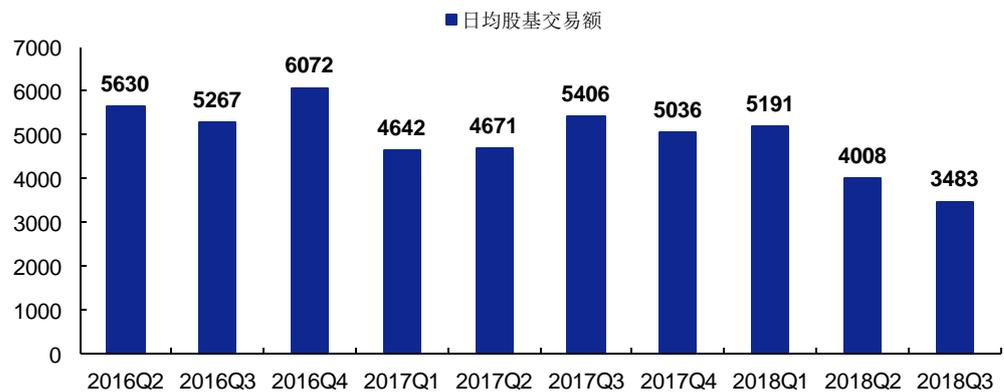
名称	2014	2015	2016	2017	2018H
中信证券	11.0%	8.8%	10.9%	11.6%	13.1%
国泰君安	8.4%	8.4%	8.1%	8.1%	8.1%
广发证券	6.3%	6.6%	6.2%	6.3%	6.3%
中国银河	6.6%	7.3%	6.6%	6.3%	6.3%
国信证券	7.0%	7.5%	6.4%	6.3%	6.1%
申万宏源	5.4%	7.5%	6.8%	6.6%	6.1%
华泰证券	6.2%	6.0%	6.3%	6.1%	5.9%
招商证券	5.4%	5.9%	5.4%	5.8%	5.9%
海通证券	6.4%	6.0%	6.1%	5.7%	5.3%
中信建投	4.4%	4.2%	4.5%	4.4%	4.3%
方正证券	3.0%	3.3%	4.2%	4.2%	4.0%
光大证券	3.8%	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%
长江证券	2.6%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%
兴业证券	1.9%	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%
东方证券	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%
国金证券	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%
华西证券	2.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%
东吴证券	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%
浙商证券	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
财通证券	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
东北证券	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
东兴证券	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
华安证券	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
国元证券	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
西部证券	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%
西南证券	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
国海证券	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
中原证券	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
山西证券	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
南京证券	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
太平洋	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
第一创业	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

资料来源：Choice，安信证券研究中心

1.1.3. 市场交易低迷，两融余额下降

近年来市场股基交易趋于清淡。2015 年以来市场股基交易额趋于萎缩，2015 年二季度日均交易量高达 1.6 万亿元，至 2018 年二季度已降到 4008 亿元，三季度（截至 9 月 4 日）更是降到 3483 亿元，创近年来新低。当前市场避险情绪升温，预计交易量将保持较长时间的低迷状态，券商经纪业务面临交易规模萎缩的压力。

图 4：2015 年以来市场股基交易量低迷



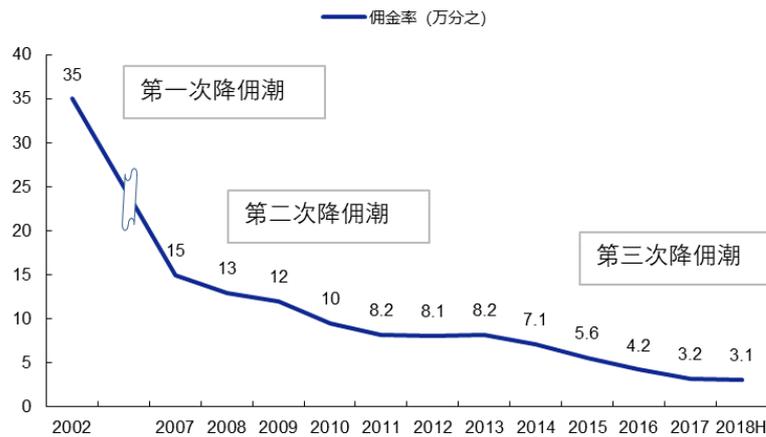
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1.4. 佣金率下滑趋势放缓，隐忧仍存

佣金率持续下滑。自 2002 年浮动佣金制推出以来，伴随着资本市场的不断完善、业务模式的不断丰富以及科技水平的不断进步，我国券商经历了三次降佣潮：

- **佣金自由化带来第一轮降佣潮。**在我国证券市场起步阶段曾采用过千分之 3.5 的固定佣金比例，过高的固定佣金率一方面让普通投资者望而却步，证券公司或明或暗地采取了“返佣”、“代客理财”和“佣金打折”的策略争夺市场份额。2002 年证监会宣布采取浮动佣金制度，佣金率由千分之 3.5 降至千分之 1.5，2002-2004 年多家券商因为市场交易低迷、佣金率下降和业务违规被证监会处罚甚至破产。
- **网点和人力的竞争带来第二轮降佣潮。**2007-2012 年我国券商营业部数量由 3051 家升至 5220 家，复合增长率约 10%。但“网点扩张”模式在这一期间遭到了重大挫折，一方面市场交易量持续低迷且佣金率快速下降形成“量价双杀”；另一方面，营业部扩张成为负担，当时重点城市的营业部一年开办费用约 300-500 万元，而 2012 年券商营业部均经纪业务收入仅 955 万元。
- **“信用交易+互联网+一人多户”带来第三轮降佣潮。**2012 年证券业协会召开创新大会，券商增加了信用交易业务这一新的收入来源，提升了获客能力，且轻型营业部出现及开户效率提升降低了营业成本。而“一人多户”政策强化了券商对同行存量客户的争夺，经纪业务佣金率进一步降低。

图 5：我国券商历史上的三次降佣潮



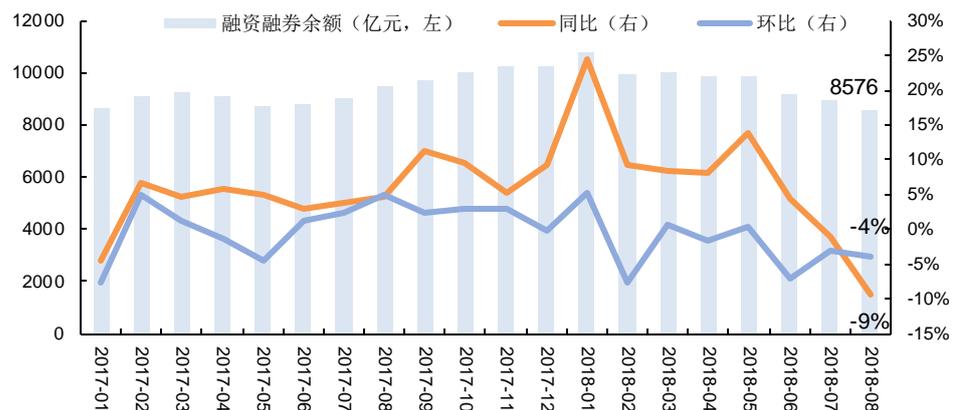
资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

代理买卖证券业务降佣空间仍大。代理买卖证券业务是一类典型的通道类业务，而随着科技的发展，业务员下单的作用已逐步被智能终端替代，实体网点开户功能也已逐步转移到互联网平台。如果不考虑人工费用和营业部费用，代理买卖证券业务成本仅为支付给各类清算代理机构的手续费，实际成本在万分之一左右，降佣空间仍大。只是由于市场交易清淡时券商无法实现“以量补价”，券商打“价格战”的意愿不强。

1.2. 两融规模边际下降

两融利息收入增长 7%，规模边际下降。上半年上市券商两融利息收入同比增长 7%，主要是 2017 年下半年两融余额大幅提升带动券商业务规模提升。但从边际来看，由于市场交易低迷，8 月两融余额已降至 8576 亿元，环比和同比分别下降 4%和 9%，各券商两融业务规模均出现了不同程度的下降。

图 6：8 月两融余额下降



资料来源：Choice，安信证券研究中心

上半年国泰君安两融利息收入达 27 亿元，同比增长 4%，排名行业第一；中信证券（26 亿元，YoY+11%）和广发证券（22 亿元，YoY+7%）分列二三名；大券商中，国信证券两融业务收入增长高达 40%。

表 4：上市券商两融业务基本情况

	融资融券利息收入			融资融券规模		
	2018H	2017H	同比	2018H	2017 末	较年初
国泰君安	26.5	25.5	4%	622	740	-16%
中信证券	26.2	23.6	11%	677	740	-9%
广发证券	22.3	20.9	7%	520	575	-10%
中国银河	21.4	20.1	6%	537	601	-11%
国信证券	21.1	15.1	40%	351	401	-12%
华泰证券	21.0	20.0	5%	517	596	-13%
招商证券	20.3	19.1	6%	525	592	-11%
海通证券	20.2	21.3	-5%	589	616	-4%
申万宏源	19.7	20.0	-1%	491	557	-12%
中信建投	15.8	13.4	18%	371	478	-22%
光大证券	11.3	11.0	3%	362	377	-4%
方正证券	8.9	8.5	4%	168	179	-7%
长江证券	8.4	8.5	-1%	198	236	-16%
兴业证券	7.1	5.9	22%	186	181	3%
国元证券	4.9	4.7	6%	124	139	-11%
东方证券	4.6	3.8	21%	120	126	-5%
财通证券	3.8	3.1	23%	86	107	-20%
东兴证券	3.5	3.6	-2%	84	96	-13%
华西证券	3.4	3.5	-2%	87	93	-6%
西南证券	3.3	3.0	9%	83	88	-6%
东北证券	3.2	2.9	9%	82	84	-3%
东吴证券	2.9	3.2	-9%	75	81	-7%
华安证券	2.9	2.6	12%	64	89	-28%
浙商证券	2.9	2.9	-3%	68	79	-13%
国金证券	2.7	2.3	15%	70	77	-9%
中原证券	2.3	2.3	0%	53	64	-16%
国海证券	2.2	2.5	-11%	50	63	-21%
南京证券	2.1	2.0	3%	48	56	-14%
西部证券	2.0	2.0	0%	45	54	-18%
山西证券	1.9	2.0	-4%	50	54	-8%
第一创业	1.2	1.2	3%	30	37	-17%
太平洋	1.0	0.8	26%	27	25	11%
上市券商合计	301.2	281.4	7%	7,359	8,280	-11%

资料来源：Choice，安信证券研究中心

1.3. 资管转型主动，支撑财管转型

主动转型，收入增加。2018 年上半年上市券商资管业务收入 137 亿元，同比增长 10%。其中，中信证券资管收入规模 29 亿元，排名行业第一；广发证券资管收入 19 亿元，同比增长 3%，排名行业第二，东方证券资管收入 15 亿元，同比增长 133%。资管收入增加的原因是券商处置低费率的通道类业务并向主动管理转型，费率的提升弥补了规模下降的负面影响。

表 5：2018H 上市券商资管业务表现

名称	资管业务收入 (亿元)	增速	名称	资管业务收入 (亿元)	增速
中信证券	29	9%	兴业证券	1.4	-21%
广发证券	19	3%	国信证券	1.2	-2%
东方证券	15	133%	浙商证券	1.1	-40%
华泰证券	12	3%	太平洋	0.9	7%
海通证券	8.7	-5%	东吴证券	0.9	-55%
国泰君安	8.1	-9%	东北证券	0.8	-21%
申万宏源	7.2	20%	国金证券	0.8	-8%
招商证券	6.1	13%	山西证券	0.8	33%
行业平均	4.3	10%	华西证券	0.7	386%
中国银河	3.8	22%	国海证券	0.7	-11%
光大证券	3.4	71%	西南证券	0.6	10%
中信建投	3.0	-6%	中原证券	0.5	74%
第一创业	2.7	-13%	华安证券	0.5	63%
财通证券	2.5	-9%	西部证券	0.3	-32%
长江证券	2.2	-24%	国元证券	0.3	4%
东兴证券	1.6	0%	南京证券	0.3	-10%
方正证券	1.5	14%	上市券商	137	10%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

资管去通道压力缓解。根据证监会文件，资管新规细则（意见稿）允许投资非标资产、可自主安排过渡期内整改计划和鼓励提取业绩报酬，这就解决了资管新规执行层面的三大问题：实体企业融资更加困难、存量通道业务处置难度大以及券商去通道激励不足。展望未来，我们认为券商资管向主动管理转型仍是大势所趋，但去通道的压力缓解；主动管理能力突出的券商可以提取巨额业绩报酬，将带来业绩增量，而 FOF、MOM 和私募现金管理产品可能成为券商未来发展方向。

1.4. 头部券商发力机构业务

头部券商发力机构业务，转型交易投行。传统自营业务以“方向性”投资为主，因此业绩表现欠缺稳定性。以中信、中金为代表的头部券商开始发力机构业务，转型“交易投行”，以降低市场方向性变化对业绩的影响。以场外股票期权为例，由于业务具有较高的门槛效应，资金实力强、机构客户基础较好的头部券商更容易转型成功，且享有更高的业务收入。

私募青睐个股期权。2017 年，券商场外期权业务主要的对手方为商业银行（29%）、私募基金（19%）和期货公司及其子公司（15%），按照规定，散户无法直接参与到期权交易当中。客户需求存在分化，个股期权主要客户是私募基金公司，银行和公募基金子公司是指数期权最主要的客户；商品期货期权的客户主要为企业及期货风险管理子公司。

个股期权业务费率高。个股期权的费率较高且没有明确的价格标准，一般在 5%-30%之间。据 2017 年数据测算，个股期权费率和股指期权费率的平均比率为 20: 1。个股期权费率远高于股指期权，主要原因包括：

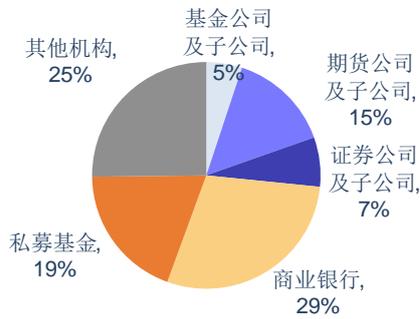
(1) **风险补偿。**个股期权业务的风险管理难度更大，交易成本高，因此需要收取更高的费率作为补偿。

(2) **定制化产品。**场外个股期权合约是券商根据客户需求设计的定制化产品，由于客户需求多样，产品结构、波动率、利率、期限都有很大差别，客户对于价格的敏感性各异，券商自身融资能力和交易能力也有差别，因此还没有明确的价格标准

(3) **卖方市场。**当前市场有资质的做市商稀缺，呈现明显的卖方市场，券商相对于客户定

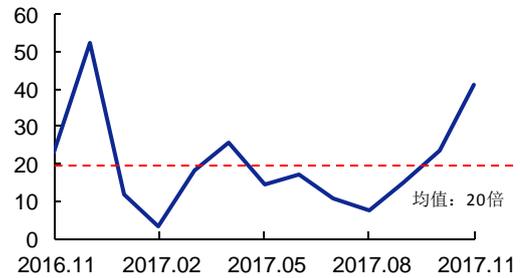
价能力较强。

图 7：场外期权业务和机构客户合作（2017 年）



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

图 8：个股期权费率平均为股指期货的 20 倍



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

中信拓展衍生品业务，为机构客户提供流动性。2018 年上半年中信证券自营业务收入 49 亿元，同比增长 16%。与一般券商自营投资策略不同，公司自营以提供客户交易服务为核心，如 2017 年下半年发展股票期权业务，2018 年又进一步丰富了固收类衍生品的品类。这一投资策略不仅降低了市场方向性变化对公司自营业绩的影响，也巩固了机构客户基础。

表 6：2018H 自营投资收益表现

名称	自营业务收入 (亿元)	同比增速	名称	自营业务收入 (亿元)	同比增速
中信证券	49	16%	华西证券	6	41%
国泰君安	30	-5%	东北证券	5	10%
广发证券	22	-46%	招商证券	5	-43%
申万宏源	21	40%	东吴证券	5	-35%
海通证券	19	-57%	长江证券	5	-12%
华泰证券	16	-28%	方正证券	5	-48%
中信建投	15	35%	国金证券	4	53%
光大证券	13	55%	浙商证券	3	-17%
东方证券	10	-68%	中国银河	3	-81%
东兴证券	10	60%	国元证券	2	-49%
兴业证券	10	-44%	太平洋	2	/
财通证券	7	-25%	华安证券	2	-9%
西南证券	7	14%	中原证券	2	51%
山西证券	6	13%	第一创业	2	82%
国海证券	6	-8%	国信证券	2	-80%
西部证券	6	35%	南京证券	1	-11%
			全行业	298	-21%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

期权做市业务具有高壁垒，体现券商核心竞争力。在我国现有的会计准则下，衍生品交易的收益将计入到投资收益。但做市收益与二级市场投资收益有本质差别的，前者是综合能力的体现，后者仅是投资能力的体现。不同于新三板做市商仅对股票定价，金融衍生品做市业务对金融机构的要求更高。借鉴高盛经验，我们认为需要的资质有以下几个方面：

- 从需求端来看，机构客户基础是关键。首先，场外期权业务的对手方均为机构客户，客户基础影响业务规模；其次，丰富的机构客户基础容易形成规模效应，有利于降低业务成本和风险。

- **从供给端来看，期权定价和交易能力是核心竞争力。**优秀的人才和成熟的交易策略缺一不可，是交易型投行区别于一般性券商的核心竞争力。目前国内相应的人才还比较稀缺，交易策略和交易员尚未经过充分的市场考验。
- **从资金来源来看，资本实力决定业务规模的上限。**由于期权业务需要券商自营部门做实盘对冲，需要占用一定资本金，公司资本储备和募资成本将影响业务规模和利润率。
- **从风险管理来看，严格风控是必需品。**期权业务展业风险大，不合理的产品设计或交易策略在极端情况下可能导致公司出现亏损，甚至倒闭。业务主要的风险包括：运营风险、信用违约风险和政策风险等，严格的风控管理可以在极端情况下挽救公司，是公司展业时必须考虑的因素。本文将在下一节分析长期资本管理公司（LTCM）的教训。
- **从基础设施来看，IT系统是重要因素。**一方面，公司自营部门需要盯住市场价格最新变化，快速采取应对策略；另一方面，可以满足众多的投资者的交易需求。
- **从业务特性来看，先发优势具有重要意义。**个股期权业务处于卖方市场，市场高度集中，业务门槛较高。先发券商容易形成规模效应和品牌优势，也容易吸引更多人才，最后形成垄断性竞争地位。
- **从政策来看，头部券商获得一级交易商资质。**证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，确立券商分级和净资本管理等制度。其中一级交易商须最近一年分类评级在A类AA级以上，且仅有一级交易商可以直接开展对冲交易，二级交易商需以一级交易商作为交易对手方，不在名单内的券商不得开展相关业务。

表 7：场外期权业务交易商名单

场外期权业务一级交易商名单	场外期权业务二级交易商名单
广发证券	财通证券
国泰君安	东方证券
华泰证券	东吴证券
中金公司	国信证券
招商证券	海通证券
中信证券	平安证券
中信建投	申万宏源
	中国银河
	浙商证券

资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

1.5. 券商经纪业务四象限分类模型

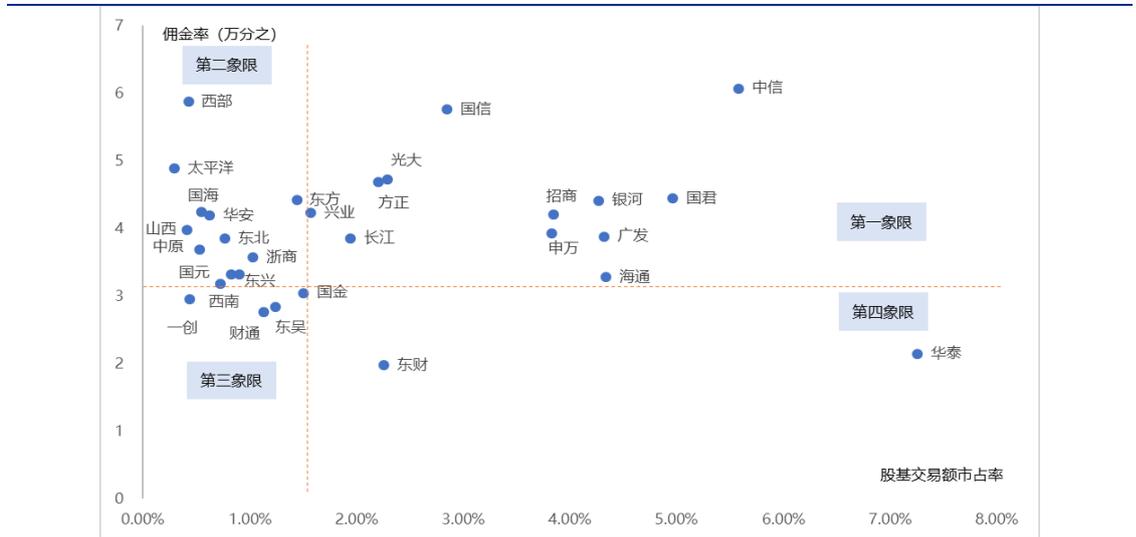
经纪业务四象限分类模型。从交易量和佣金率出发，可以通过一个四象限矩阵解读券商经纪业务的分化和趋势。我们取行业平均佣金率（万分之3.5）和上市券商股基交易量市占率中位数（1.5%）作为矩阵的分割线，将目前上市券商分成四类。具体来说：

- **第一象限是高佣金率高市占率的券商，**多为行业领先的综合类券商，其品牌和综合服务能力是保证高佣金和高份额的基础，在转型财富管理进程中最具优势；
- **第二象限是高佣金率低市占率的券商，**以中西部地区券商为主，其高佣金率主要来自地域优势，但这一优势随着互联网金融的发展及券商异地竞争的加剧正在不断减弱，因此将面临着佣金下降和市场份额丢失的双重冲击，经纪业务收入下降压力最大。
- **第三象限是低佣金率低市占率的券商，**这部分券商短期内降佣压力不大，但仍面临市场份额丢失的风险，亟待加快推进转型；
- **第四象限是低佣金率高市占率的券商，**代表券商是华泰证券和东方财富证券，这部分券商采取“互联网金融+低佣金”的竞争策略，具有领先的技术优势和成本优势。

随着业务的发展和竞争的加剧，中西部券商为主的第二象限券商（低市占率高佣金率）佣金

率因市场竞争而被动下降但市场份额难以明显提升，逐步演化为第三象限券商（低佣金率低市占率）；第三象限券商市场份额也将逐步流失。最后，基于交易需求的客户向互联网金融体系发达的第四象限券商（低佣金率高市占率）转移；基于高端理财需求的客户向大型综合类券商为主的第一象限券商（高佣金率高市占率）转移。

图 9：上市券商经纪业务四象限分类模型



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心；数据截至2018年第一季度

上半年一、四象限券商经纪收入表现更优。结合四象限图和2018年上半年各券商业绩增速表现来看，我们发现第一、四象限的券商经纪业务收入增速表现要好于第二、三象限的券商，例如第四象限券商中东方财富证券经纪业务收入同比增长55%，第一象限券商经纪业务收入平均仅下降2%；而第二象限券商经纪业务收入平均下降8%，是四象限券商中收入下降幅度最大的一类；第三象限券商经纪业务收入也下降了6%。

表 8：2018H 第一、四象限券商经纪业务表现更优

第一象限	经纪业务收入增速	第二象限	经纪业务收入增速
中信证券	3%	东方证券	8%
国泰君安	-5%	浙商证券	-11%
广发证券	-2%	东北证券	-1%
中国银河	-5%	东兴证券	-11%
国信证券	-5%	华安证券	-16%
申万宏源	-9%	国元证券	-14%
招商证券	1%	西部证券	-11%
海通证券	-14%	西南证券	-12%
中信建投	-7%	国海证券	-16%
方正证券	-11%	中原证券	-14%
光大证券	-1%	山西证券	-14%
长江证券	12%	太平洋	22%
兴业证券	12%	算术均值	-8%
算术均值	-2%	第三象限	经纪业务收入增速
第四象限	经纪业务收入增速	国金证券	-3%
华泰证券	-8%	东吴证券	-12%
东方财富	55%	财通证券	-9%
算术均值	24%	第一创业	2%
		算术均值	-6%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 券商财富管理转型实现路径

2.1. 经纪业务转型历程

早期券商营业网点是核心竞争力。第一、二阶段券商以代理买卖证券业务为主要收入来源，竞争方式以网点扩张和人力扩张为主，同时掀起了第一轮降佣潮。早期交易还必须通过现场或电话下单，然后由交易所的“红马甲”（证券交易员）将指令输入交易主机；同时，券商营业部提供了投资者交流股票的场所，因此网点的数量和布局是券商的核心竞争力。

2012年后经纪业务进入创新发展阶段。2012年创新大会召开之后，券商经纪业务进入第三阶段。此时券商经纪业务发生了两个重大变化，一个是信用交易业务出现弥补了佣金率的下滑，二是互联网开户降低了营业成本。中小券商在创新业务方面的尝试更为激进，业绩增长更为强劲。

2017年后代销金融产品成为突破口。2017年后创新业务受限且市场交易日渐低迷。券商开始发力财富管理业务，短期以代销金融产品业务为突破口，长期将更多增加投资顾问费收入的占比。

表 9：我国券商经纪业务模式演变

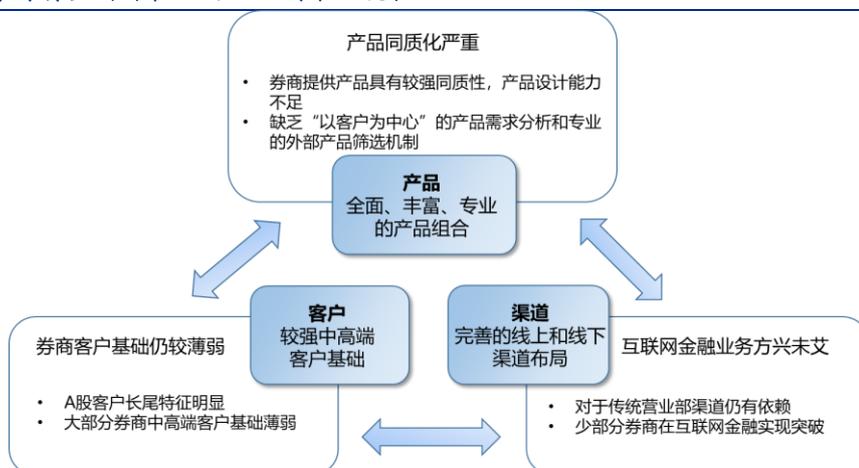
	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间段	2002 年以前	2002-2012 年	2012-2017 年	2017 年起
竞争模式	网点扩张+固定佣金	网点扩张+佣金战	信用交易业务扩张 互联网金融业务兴起	低佣金互联网零售模式和高佣金的财富管理 模式平分秋色
核心竞争力	网点	网点	成本和资金实力	资产定价能力和员工素质
收费模式	代理买卖证券佣金	代理买卖证券佣金	代理买卖证券佣金+利息净收入	代理买卖证券佣金+代销金融产品收入+投资 顾问费+利息净收入

资料来源：安信证券研究中心整理

2.2. 券商财富管理转型三大要素

我们认为，券商能否成功实现向财富管理转型，需要满足三大要素：渠道、产品和客户。具体来说，需要具有完善的线上线下渠道布局，全面、丰富而专业的产品组合以及符合公司定位和扎实的客户基础。

图 10：券商转型财富管理的三大要素及现状



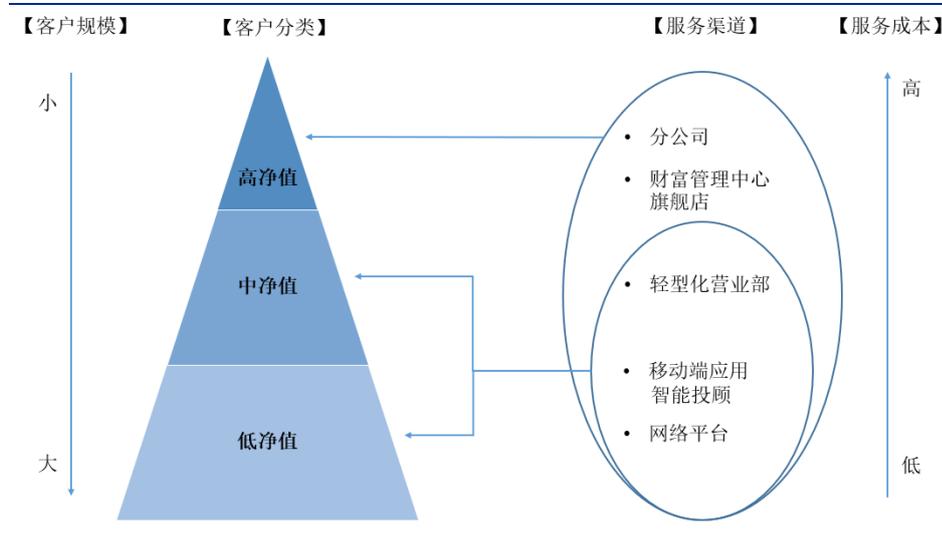
资料来源：安信证券研究中心整理

2.3. 渠道：线下轻型化，线上标准化

渠道分层连接产品和目标客户。我国券商已经初步形成了针对各层级财富管理用户的服务体系，并且在渠道发展的过程中逐渐优化布局，使得财富管理服务通过最合适的渠道抵达相应客户群。

- **新增营业部轻型化。**至于新增的营业部，则更多的以轻型的综合金融服务窗口为主，交易功能弱化，主要实现客户指引和分流，提供“一对多”简单投顾指导服务。
- **设置高净值客户专有服务机构。**券商分公司和财富管理中心设立主要服务于高净值和机构客户，为其提供贵宾式、管家式、区别化、定制化的服务体验。
- **互联网平台服务长尾。**以效率为先的互联网金融呈现一片繁荣生态，主要面向理财需求较为单一且对价格敏感的中小客户。网络自助平台和移动端应用早已成理财标配，依托互联网技术的智能投顾也有遍地开花之势，广大中小理财客户特别是新生代投资者开始出现完全依赖移动端的倾向。

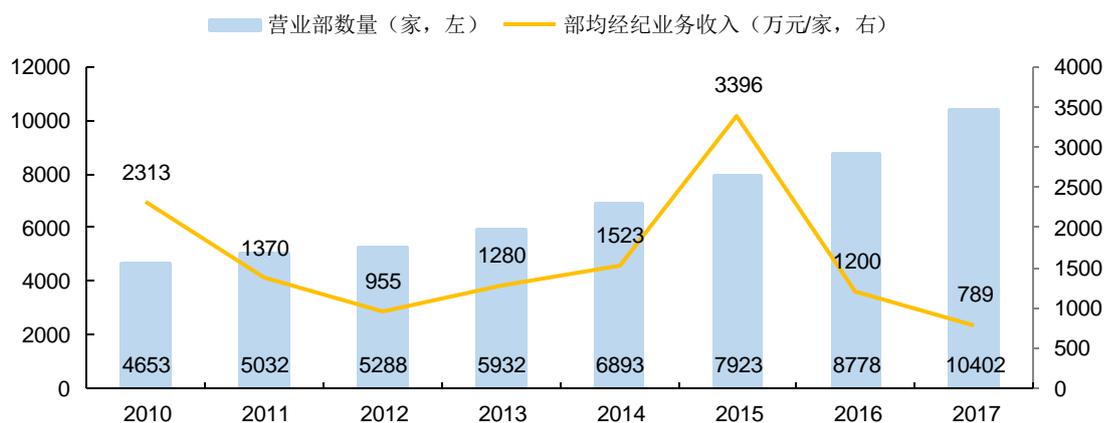
图 11：客户服务渠道多样化



资料来源：安信证券研究中心整理

券商营业网点数量已达万家级别。我国券商近年来经历了“跑马圈地”的实体网点扩张的阶段，至 2017 年营业部数量已超过 1 万家。截至 2018 年 7 月，我国券商分支机构总数超过 300 的已有 7 家，分别是银河证券、国泰君安证券、安信证券、申万宏源证券、中信建投证券、海通证券、中泰证券。行业整体网点铺设在广度和密度上均达到空前水平。但随着佣金率和交易额的下落，券商均经纪业务收入也明显下降，营业部和经纪业务人员的费用开支成为券商的负担。纯粹通过网点和人员扩张的模式已经失效，线下渠道面临转型。

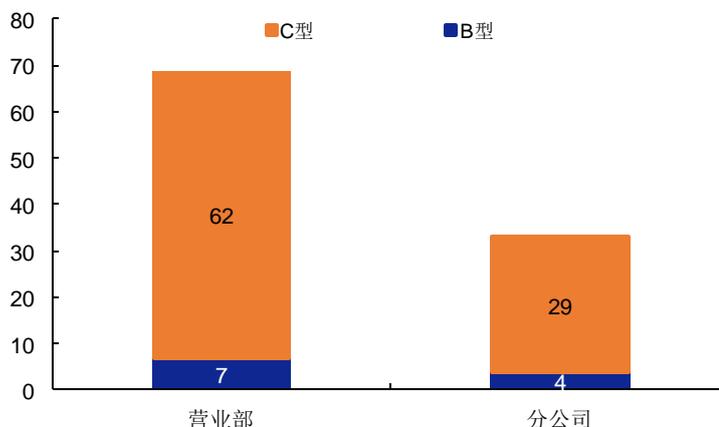
图 12：我国券商营业部均经纪业务收入下降



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

新增网点轻型化和窗口化。券商近年来新增分支机构以 C 型营业部和分公司为主，更加轻型化，注重效率，更注重联络发展高端客户的职能，逐渐向综合金融服务窗口转型。营业网点的职能改造将成为券商开展财富管理业务的良好基础。第二，新增分支机构在地理上多分布于沿海富裕省份的二线城市，以及中西部省份的省会城市。

图 13：2018 年二季度券商新增分支机构类别

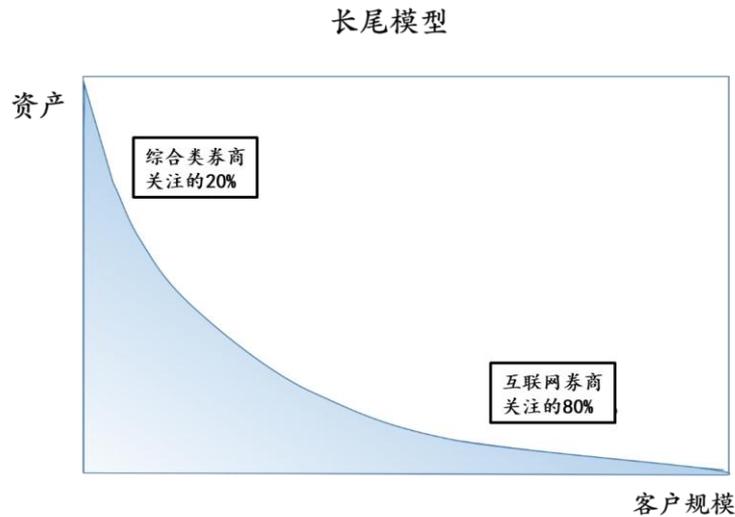


资料来源：各地证监局官网，安信证券研究中心

财富管理中心和旗舰店服务高端。很多大型券商率先设立了财富管理中心或旗舰店，旨在服务高端客户。如广发证券设立财富管理中心，在为高净值客户提供上市融资、财务顾问、投资管理等专业服务，入门标准为人民币 1000 万元以上。而国泰君安在上海新天地设立了国内首家券商财富管理旗舰店，沿袭了欧洲高端财富管理的管家模式，入门标准为 500 万元。

线上服务长尾化。互联网券商更注重线上服务体系的建设，移动互联网平台和新型的线上智能投顾相结合，掀起了智能化的热潮。从 2016 年 6 月广发证券建立业内首家智能投顾平台“贝塔牛”开始，各大券商陆续推出了自己的智能投顾平台。目前来看，智能投顾提供标准化的科学服务，用户群体明显年轻化，且偏向中小客户。移动互联网平台提升了服务大规模中小客户的效率，智能投顾板块是券商理财业务吸引广大新生代投资者的重要渠道。

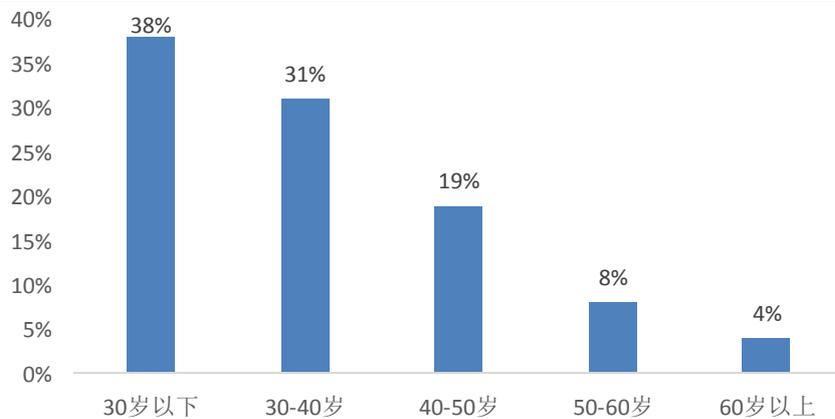
图 14：互联网券商更有能力服务长尾



资料来源：安信证券研究中心整理

线上服务年轻化。从用户年龄分布来看，2017 年券商 App 整体活跃用户中 30 岁以下用户比率达 38%，App 新增活跃用户中 35 岁以下用户比率为 70.9%。对比经营 20 年以上的传统券商和新兴券商的年龄分布状况，传统券商的用户年龄层偏大。券商 APP 的用户以年轻人为主，而这部分客户在未来将很可能转化为提供收入的主力人群，因此券商运营 App 平台就是对未来投资，占得先机。随着新一代投资者和成长和科技应用能力的加强，未来中西部券商的地域优势将面临互联网券商的挑战。

图 15：2017 年券商 APP 活跃用户年龄层分布



资料来源：上交所年鉴，安信证券研究中心

2.4. 产品：拓展产品广度，提升服务深度

产品是转型最关键的要素。我国券商提供的产品过于同质化，导致券商差异化程度不足。未来券商可从广度和深度两个维度丰富财富管理体系。在广度方面，所提供的服务应当覆盖客户日益多样化的需求，不断地转型和优化形成部门间的密切配合与交叉协作，才能形成“以客户需求为核心”的产品与服务合作机制；在深度方面，所提供的服务应当更加个性化与专业化，组建专业投顾团队为客户提供深度服务，例如为企业量身定制未来战略规划及财务规划，为高净值客户提供大类资产配置解决方案乃至全生命周期的管理方案。

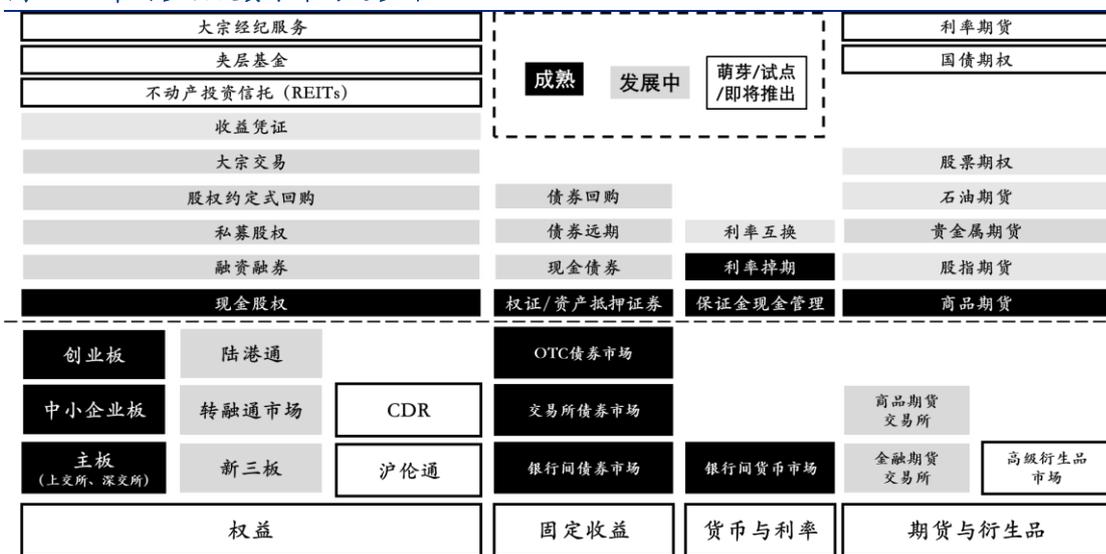
表 10: 券商财富管理服务理念演变

	1.0 产品导向	2.0 资产组合配资	3.0 全方位委托
服务内容	以推荐产品为主 缺乏投资组合的理念	提供大类资产配置方案	全生命周期管理方案
收费方式	代销金融产品收入	投资顾问咨询费	资产管理费
客户回报	产品投资收益率	组合投资收益率	满足客户多元化需求

资料来源：安信证券研究中心整理

从广度来看，资本市场升级和开放带来多样化投资方式。多层次资本市场建设和金融市场的双向开放后，全球股市联动效应增强，投资品种复杂度和风险提升，资管机构的专业性优势得以凸显，未来普通个人投资者更多通过资管机构参与投资，即体现为“散户机构化”。例如 CDR 是偏高风险的投资品且战略基金直接获得 30% 的配售比例，普通投资者将更多选择通过购买资管产品的投资方式。

图 16: 中国多层次资本市场逐步升级



资料来源：安信证券研究中心整理

从深度来看，券商在机构客户服务方面已有突破。以主经纪商业务(即 PB 业务, Prime Broker)模式为例，券商可为公募基金、私募基金等高端机构客户提供包括运营外包、资产托管、种子基金、产品代销等综合化金融服务，可满足机构客户的多元化、多层次业务需求。目前只有 22 家券商具有中基协备案的私募服务资格，无资格的券商只能和有资格的券商开展有限度的合作。

图 17：券商主经纪商服务模式



资料来源：安信证券研究中心整理

2.5. 客户：填补中高端客户投融资需求空白

资管机构在转型过程中，重要工作之一是做好精细化的客户分群与精准的客户定位，这对于资管机构成本控制与风险控制有重大意义。可以从目标客户的基本内在属性出发对目标客户进行分类，基本属性主要包括客户风险厌恶程度与客户资产规模等。不同金融机构有不同的目标客户群和差异化的服务方式，例如：

- **保险公司为风险厌恶者提供保障型服务。**一方面，保险产品准入门槛较低，主要面对大众客户，大众客户往往有降低未来收入的不确定性风险的需求，风险承受能力较弱，因此保险公司提供社会保险与财产保险服务，保障客户生命及财产安全；另一方面，保险产品天然具有“保本”、资产隔离、财富传承等功能，也高度契合高净值客群的需求，保险公司在保险产品服务的基础上，通常针对高净值客户还附有健康养老、法律法务等增值服务，具有独特的竞争优势。此外，保险公司与其他财富管理机构之间更多是合作而非竞争关系。
- **银行理财覆盖普罗大众而私行定位高端。**银行理财目标客户为中低风险接受者，准入门槛较低，主要向客户销售理财产品，实现财富适度增值的目的。另一方面，私人银行业务目标客户为高净值客户，定向推荐产品、提供投资咨询服务，一般还会选择信托公司开展合作，并对接银行自身高端客户提供定制化家族财富管理服务。
- **信托、私募和第三方理财的客户更愿意追逐风险。**信托和私募投资门槛均较高，同时风险和收益也较高，主要客户为愿意追逐风险的中高净值客户。以诺亚财富为代表的第三方理财机构主要为高净值客户提供资产配置的建议，相对于传统金融机构更加客观独立。

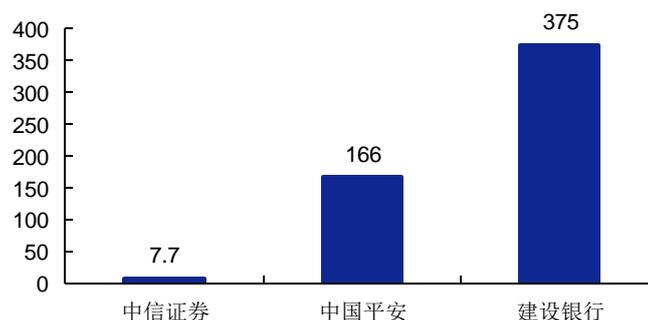
表 11: 财富管理机构比较

	公募基金	券商		保险	银行		信托公司		私募基金	第三方财富管理机构	家族办公室
		经纪业务	财富管理		银行理财	私人银行	理财型资金信托	家族信托			
主要客户	零门槛	零门槛	机构、企业及高净值客户	零门槛	零门槛	高净值客户	投资起点 100 万元人民币	高净值、超高净值家族	机构、企业和高净值客户	普通净值到高净值客户	高净值、超高净值家族及个人客户
客户需求	投资收益	交易	交易及理财	保障及投资	本金安全基础上获适当收益	财富管理	资产增值	家族财富管理、保护和传承	高收益	高收益产品专业投资建议	家族财富管理、保护和传承
产品	基金	证券交易及资讯	综合金融服务	大额人寿保单	银行理财产品	理财产品、定制化产品	理财型资金信托	家族信托	私募基金	理财、投顾	咨询、投顾
服务	普惠性质的基金产品	标准化服务	产品配置、管家服务及投行业务	保险、健康养老	产品推荐	产品推荐、投资咨询、高端定制服务	提供标准化产品	资产配置	提供标准化产品	产品推荐、财富规划、生活服务及“俱乐部”等	定制化金融服务
优势	透明、专业	政策垄断、客户基础大	长期服务中国熟悉一、二级市场	天然具备“保本”、保障、传承等功能	渠道和客户基础雄厚		实业投行高收益	资产配置灵活、定制化服务、破产隔离机制	高收益、监管相对宽松	高收益、监管相对宽松	熟悉境内外法律、同金融机构合作
劣势	投资渠道单一	佣金下滑	服务人群门槛较高	流动性偏弱	刚兑预期打破	服务人群门槛较高	资管新规后不再刚性兑付	家族信托尚处于探索阶段	门槛高 高风险	设立门槛低 专业性欠缺 监管不到位	非持牌金融机构

资料来源：安信证券研究中心整理

券商财富管理定位中高净值客户。虽然券商积累了一定规模的优质客户，但是券商在客户基数方面与银行保险等传统资管机构相比仍存在较大差距，在市场上暂时处于落后地位。以中信证券、中国平安和建设银行个人客户数进行对比，截至 2017 年末中信证券个人客户数仅为 770 万户，而中国平安和建设银行的客户数量分别达到 1.7 亿户和 3.8 亿户。因此券商发展财富管理业务主要定位的客户群是少数具备高风险承受能力的中高净值客户。根据贝恩咨询联合招商银行发布的《2017 年中国私人财富报告》显示，2009 年高净值人士的个人可投资资产仅有不到 40% 由机构管理，其中私人银行管理部分不足 15%；2017 年，机构理财的比例升到 60%，其中私人银行管理部分近 50%。

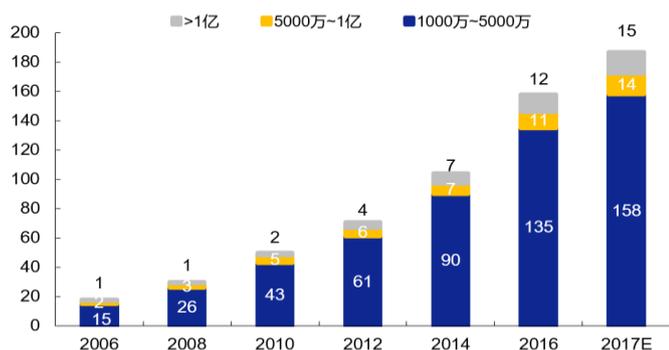
图 18: 2017 年末金融机构客户基础对比 (百万户)



资料来源：各公司 2017 年报，安信证券研究中心

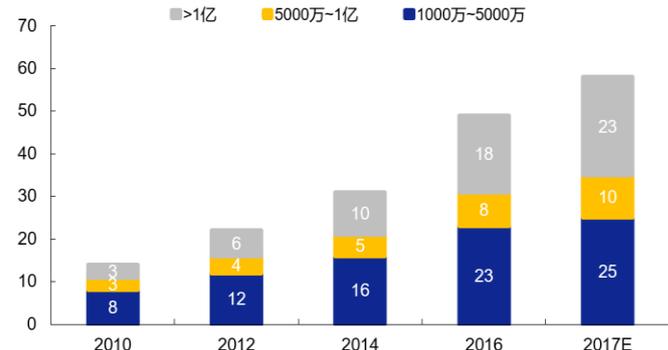
高净值客户规模提升。在经济发展的过程中，高净值人群（可投资资产超过 1000 万人民币）的数量以及可投资的资产规模也在快速增长。根据贝恩咨询联合招商银行发布的《2017 年中国私人财富报告》显示，截至 2017 年，中国高净值人群将达到 187 万人左右，同比增长 18%；高净值人群持有财富总量将达 58 万亿元，同比增长 19%。

图 19: 个人可投资资产超过 1 千万人数 (万人)



资料来源: 贝恩咨询, 安信证券研究中心

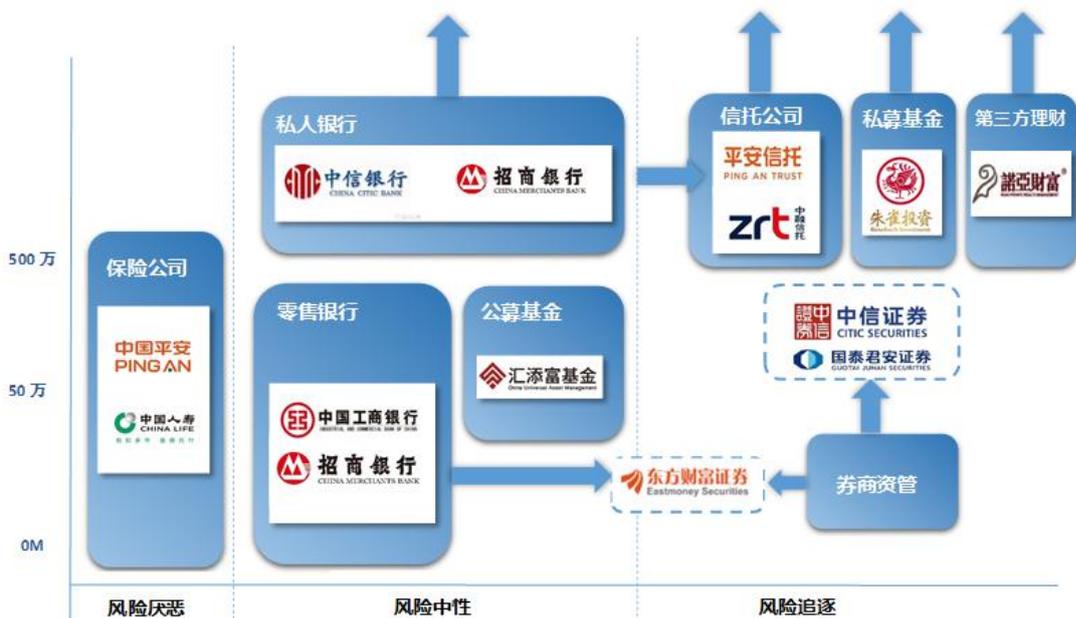
图 20: 高净值人群可投资资产规模及构成 (万亿元)



资料来源: 贝恩咨询, 安信证券研究中心

中高端客户的投资服务存在市场空白。国内金融机构均有各自的客户定位, 虽然在部分人群上会有明显交叉之处, 但目前国内财富管理市场在中高端客户的投资服务领域还存在明显的空白。在这块区域中, 信托和私募产品风险过高, 银行和保险投资能力不足, 公募基金投资门槛偏低。相较而言, 券商更加接近资本市场, 具有更加完整的研究和实务体系, 且深谙资本市场法律、监管和经济环境, 高度契合中高净值人群的投融资需求。以中信、国君为代表的综合类券商更能服务于中高净值客户, 以华泰、东方财富为代表的券商在中低客户服务领域更具优势。

图 21: 各类财富管理机构客户定位



资料来源: 安信证券研究中心整理

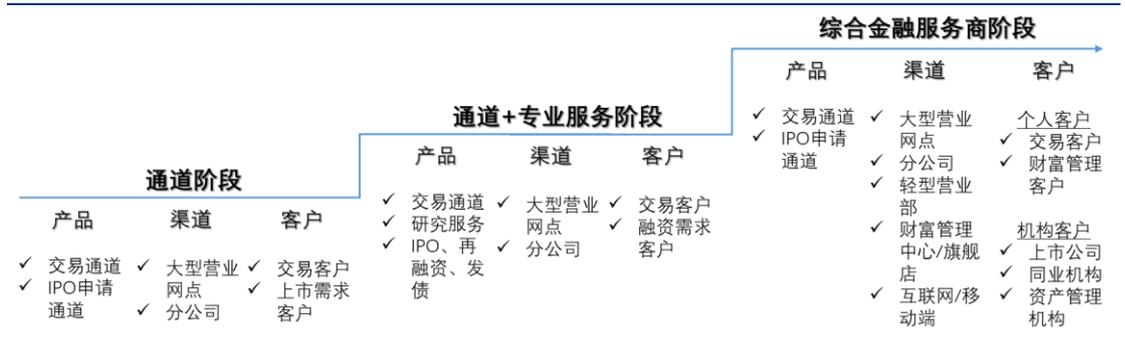
2.6. 国内券商案例

2.6.1. 中信证券: 龙头综合金融服务商

中信证券是国内龙头的综合金融服务商。公司深耕社保、年金、银行等机构客户, 依托强大的品牌效应、扎实的业务基础、深厚的机构客户基础, 在机构业务领域率先取得突破, 与机构客户建立良好且稳定的合作关系。经纪业务、资管业务、投行业务等领域皆实现与机构客户的突破性发展, 同时延伸至大宗商品、股票质押业务等等。公司综合金融服务商雏形已现, 未来仍将持续深化转型, 发展重心从经纪业务向财富管理转型, 加大机构业务投入力度, 同

时凭借先发优势，占领业务制高点。

图 22：中信证券服务模式升级



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(1) 渠道

线下网点数量饱和，亟待转型。根据中信证券2017年年报，公司该年度未新增营业网点，截至报告期末，公司拥有29家分公司，211家证券营业部。中信证券已经完成全国范围内网点铺设，实体网点数量上趋于饱和。随着互联网渠道的发展，实体营业部不应继续以承担经纪业务为主，实体网点应该更加轻量化，智能化，高端化，俱乐部化，为向财富管理转型提供客户纽带功能。

线上平台建设逐步完善。随着金融服务向移动端挺进，线上线下融合成为大势所趋。公司尚未有专门为高端客户设计的专属app和服务网站，目前移动端应用商店可供下载的有“中信证券信e投”，“中信证券高端版”，均为所有类型客户通用，没有针对性和差异化的高端客户功能。相比普通散户，高端客户的投资方案更加定制化和多样化，需要提供专门的平台，提供全景账户查看、私人银行、在线私人顾问以及其它增值服务。

(2) 产品

提供具有强门槛效应的特色产品。公司可提供具有明显门槛效应的产品或服务，这也形成了公司的核心竞争力。以场外个股期权为例，由于该业务需要良好的机构客户基础、人才储备和交易策略、资本金和风控等综合能力，中小券商仅能小规模地参与且必须制定更高的标准。公司是目前唯二可作为一级交易商开展场外股票期权业务的券商之一，公司的业务能力从满足客户标准化需求向定制化需求提升，从而拓展和黏着核心客户群体。

投资经验丰富，产品创造能力领先。中信证券自有及托管资金投资经验丰富，2017年财报显示，投资收益占总营业收入的31%，为所有业务板块中占比最大。旗下金石投资转型为私募股权投资基金管理平台公司，建立统一的募、投、管、退体系。而中信证券投资作为公司的另类投资子公司，承担着公司自有的资金股权投资职责。领先的投资技术和丰富的投资经验为开展高端财富管理业务提供了良好的基础和令人信赖的口碑。

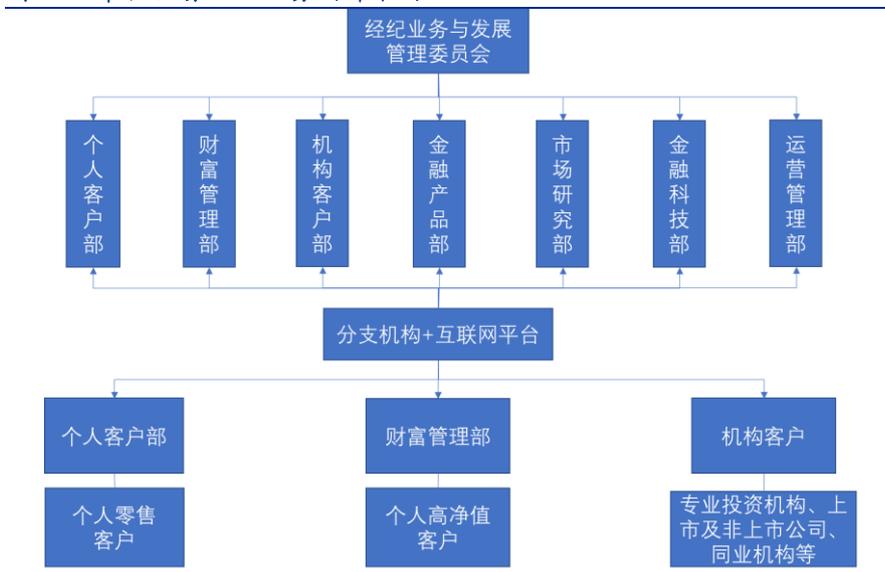
(3) 客户

高端客户资源丰富。近年来全民理财意识高涨，高净值客户群体转向金融产品构建财富管理方案是无疑的趋势，大券商相继提出向财富管理转型的方针，就“以客户为中心”的理念进行服务体系改革，加快高端产品业务推进力度，争夺高净值客户资源。中信作为群雄之首，公司已积累了可观的机构客户和高净值客户资源。

以客户为中心完善组织架构。中信证券针对服务高端客户从组织架构方面进行了调整，2013

年中信证券设立业务协同发展部，2014 年设立战略客户部，并为了落实业务协同制定了相应的激励机制。以经纪业务为例，公司重新整合了内部框架，初步实现从“以产品为中心”到“客户为中心”的架构转变，经纪业务与高端财富管理业务相结合，对现有经纪业务客户开展客户分层管理，以客户需求为导向构建价值供给链，使高端客户服务更加高效化。

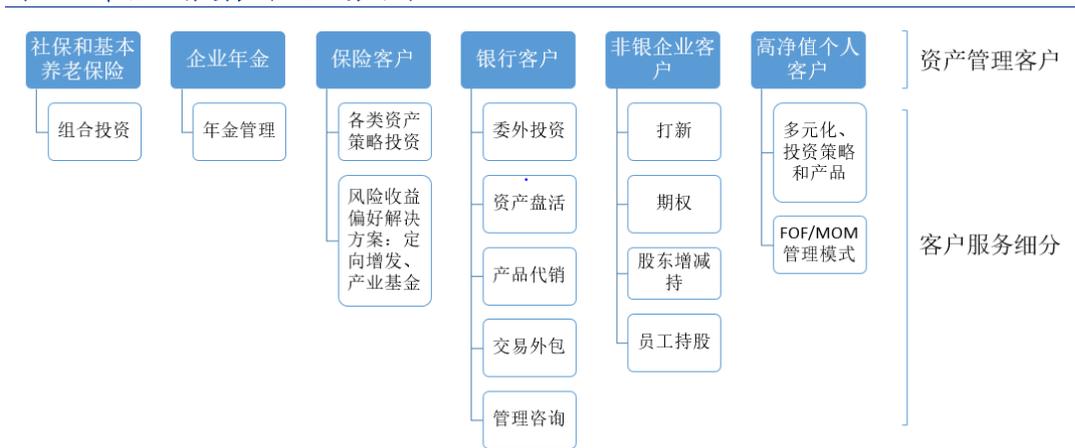
图 23：中信证券经纪业务内部架构



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

以客户为中心完善服务体系。根据公司 2017 年年报，公司将秉承“服务机构”以及“提高综合服务能力，向财富管理转型”的发展战略。以资产管理部门为例，公司将各类机构客户和高净值个人客户作为一级分类标准，而产品和服务作为二级分类标准，形成一套完整的客户分层服务体系。

图 24：中信证券资产管理服务体系



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.6.2. 国泰君安：国内券商财富管理先行者

敢为人先，大力推动财富管理转型。1993 年国泰君安证券成为首批获得资产管理业务资格的券商之一，2010 年 10 月公司成立国泰君安资产管理有限公司，注册资本 8 亿元，是业内首批和最大的券商系资产管理公司。2011 年初，公司明确了传统经纪业务向综合理财和财富管理转型的目标，并于 2012 年提出了“综合理财服务方案”，通过集成化、开放式的综合理

财服务平台为客户提供综合性服务。2014 年公司于上海新天地设立国内首家财富管理旗舰店，为客户提供一站式的金融解决方案，同年成立高等数据中心为综合金融及财富管理提供技术支持。2017 年国泰君安国际成功将母公司“君弘财富管理”品牌引入香港，平均账户余额实现飞速上涨。

表 12: 国泰君安财富管理业务发展之路

时间	
1993	首批获得资产管理业务资格
2001-2010	首批获得代办股份转让业务资格、QFII 业务资格、QDII 业务资格、金融期货业务资格、直投业务资格、期货 IB 业务资格、融资融券业务资格
2010	成立国泰君安资产管理有限公司，注册资本 8 亿元
2012	提出了“综合理财服务方案”
2013	首家获得加入人民银行支付系统试点资格
2014	建成行业首个高等数据中心
2014	行业内首家取得结售汇业务资格、率先获得证券投资基金托管资格
2015	国泰君安证券 A 股股票在上海证券交易所上市交易，注册资本增至 76.25 亿元 获权威国际信用评级机构穆迪、标准普尔评级
2016	发布《国泰君安共识》，提出“成为根植本土、覆盖全球，有重要影响力的综合金融服务商”愿景 发布《国泰君安证券 2016-2018 年发展战略规划纲要》
2017	国泰君安国际成功将母公司“君弘财富管理”品牌引入香港

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

(1) 渠道

完善渠道布局，实现理财产品精准投递。公司围绕客户需求构建线上业务发展模式、加强银行渠道合作、完善网点体系，推动线上线下协同发展。线下于 2014 年推出国内首家财富管理旗舰店，并成立“君弘俱乐部”；线上公司推出的移动客户端“君弘 APP”不断升级，全面满足客户移动一站式的理财需求。与其他券商 APP 不同的是，“君弘 APP”亮点在于构建个性化的产品推荐机制与建立便捷的线上产品购买渠道，通过大数据与云计算技术的应用，以最低成本对客户风险承受能力进行画像，实现产品的精准投递，截至 2017 年末，APP 用户超过 2,200 万户，覆盖率排名行业第 3 位，月活跃度排名行业第 2 位。

拓展境外渠道，提升财富管理业务边际收益。2017 年国泰君安国际成功将母公司“君弘财富管理”品牌引入香港，同期专业投资者（800 万港元以上的投资者）数量大幅上升 1.25 倍至 1080 个、平均账户余额突飞猛进，同比上涨近 4 倍至约 800 万港元。

图 25: 君弘 APP 拓宽线上营销渠道



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

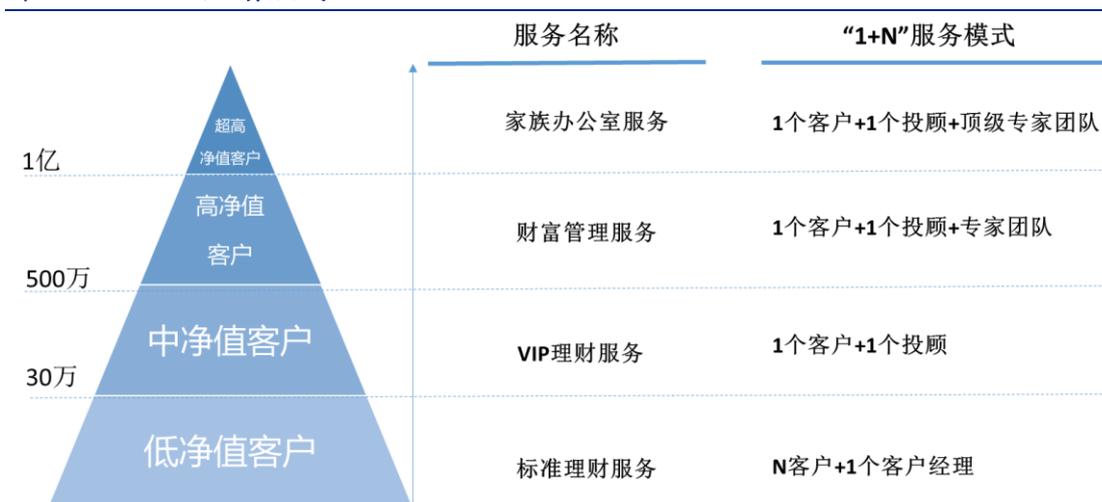
(2) 产品

“产品先行”到“配置为王”，提升服务广度。公司建设健全产品线是实现客户资产多元配置、为客户创造价值的基础。2014 年公司提出“财富管理，产品先行”的发展战略，在现金、固收、权益、量化、QDII 等各类产品中实现了迅速增长，建立了全面的产品线；2018 年公司战略转变为“配置为王”，改变以产品为中心的卖方思维，而是以客户为中心，从客户需求出发提供全面的资产配置服务。

“科技+服务”，提升服务深度。科技是公司近年来发展的重要推力，使得公司在产品日益同质化的竞争中脱颖而出。国泰君安打造了君弘精益零售客户综合服务体系，全面构建公司数字化服务能力，持续优化“君弘一户通”全账户，集合股票、基金、期货等系列服务于一个账户，实现了客户资产的全盘打通；不断完善“君弘百事通”员工端，集成了客户关系管理、日常展业管理、产品综合查询等功能，有效提高投顾工作效率。2014 年公司建立大数据中心，通过大数据、云计算等高科技对客户进行识别、标签、画像，同时采用场景化智能引擎，实现精准投放产品和服务，大幅提升服务的覆盖面以及专业化程度。

“1+N”服务模式，提升服务温度。国泰君安在财富管理业务中采取“1+N”的服务模式，为不同净值客户提供个性化服务，其中尤其注重高净值及超高净值人群服务体验，除了提供投顾团队外，还为高净值人群打造了一只专家团队，专家成员从全球合作伙伴中遴选。另外，国泰君安还为高净值客户提供全球可视系统，高净值客户可以通过云端设备和来自全球的专家进行面对面的即时沟通。

图 26：“1+N”的服务模式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

(3) 客户

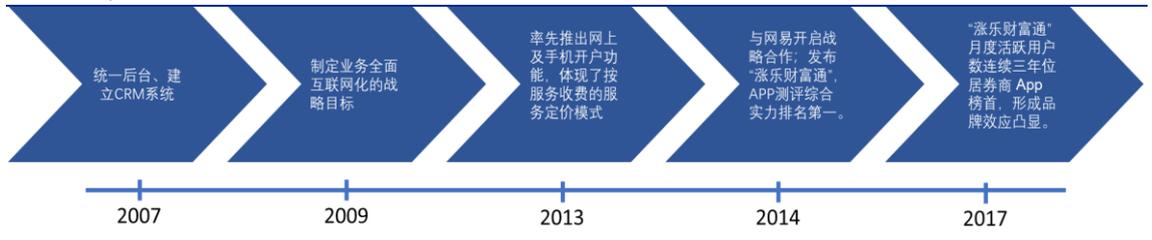
公司拥有广泛的客户基础。国泰君安作为国内老牌证券经纪商之一，在多年的经营过程中积累了大量机构及个人客户。2014 年 7 月，公司受让了上海证券 51% 的股权，进一步扩大了公司的服务网络和客户基础，目前国泰君安证券在境内设有 32 家分公司、341 家营业部。截至 2017 年末，个人金融账户数超过 1,110 万户，A 股资金户数排名行业第 3 位；机构客户 25,905 家，较上年末增加 11.14%，仍保持较高增速；交易基金只数为 1710 只，位于行业第 3 位。

2.6.3. 华泰证券：大型互联网综合金融券商

公司捷足先登把握红利期机遇，通过互联网平台积累庞大客户群。早在十年前，华泰证券就开始了由产品导向转为客户导向的战略布局，这种转变也正是互联网思维的萌芽。华泰从

2007 年开始围绕“以客户为中心”建立相关信息系统，统一后台、建立 CRM。2009 年，华泰正式确立了转战互联网金融的战略目标。2013 年华泰主动放弃了以往赖以盈利的通道业务，将重心完全转移到了互联网上，对业务体系进行了彻底的重塑。2014 年以后，涨乐财富通平台的建立使华泰的扩张速度更快，公司经纪业务市场份额几乎增加了一倍，从 4.64% 提升到了 8.85%。这些在经纪业务中积累下来的客户都成为了日后转化、分流的基础。

图 27：华泰互联网转型发展历程

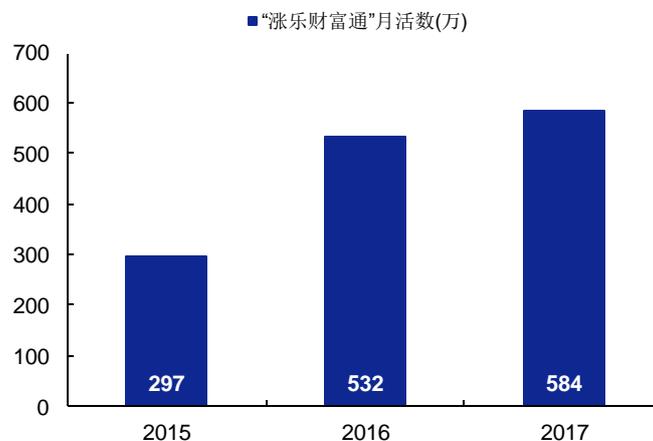


资料来源：公司官网，公司年报，安信证券研究中心

(1) 渠道

互联网引流效应显现。围绕经纪业务转型，华泰证券坚定地以互联网发展战略为手段，持续打造以“涨乐财富通”移动金融服务终端为载体的互联网营销服务体系，不断提高互联网渠道覆盖度，提升互联网引流效应。随着“涨乐财富通”的品牌效应逐渐凸显，华泰的线上业务已经不仅仅是交易的途径，更是逐渐成为公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。

图 28：2017 年“涨乐财富通”月活数达到 584 万



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

线下提供个性化服务。公司积极升级传统线下营业网点功能，持续优化营业网点布局，集中网点资源重点针对高净值客户、机构客户及企业客户提供个性化综合金融服务。随着客户金融需求的多样化，传统的线条管理难以满足客户的多样化需求，华泰于是针对客户需求的进行了部门架构改革。其中，最核心的变化是金融产品部承担产品创设职能，提供全方位高质量的产品和服务。而分公司、经纪与财富管理部门以及网络金融部门则针对基数庞大的客户群体，开展个性化服务和标准化服务。

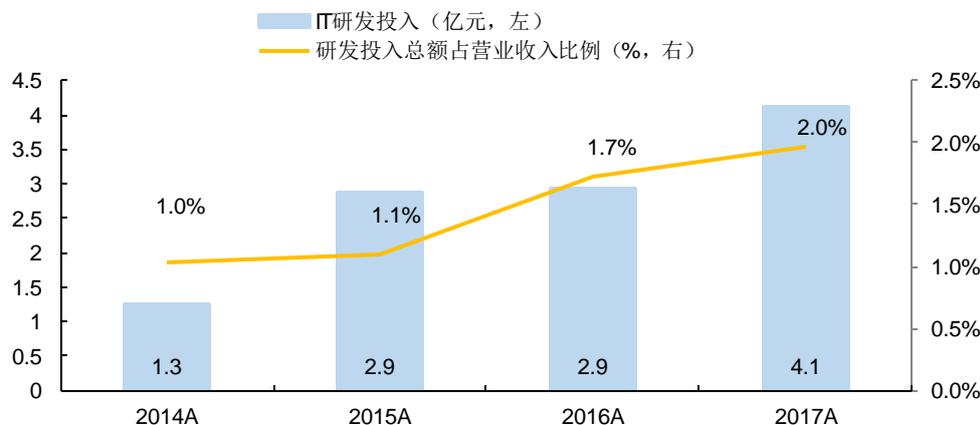
图 29：华泰线上线下渠道均具优势



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

不遗余力投入 IT 研发。华泰证券在科技方面的研发投入由 2014 年的 1.26 亿元上升到了 2017 年的 4.13 亿元，研发费用占营业收入的比例从 2014 年的 1.04% 上升到了 2017 年的 1.96%。在人员结构上，尽管有裁员，但技术人员数量和比例都不降反升。华泰的技术人员数量从 2014 年的 247 人上升到了 2017 年的 538 人，技术人员占比从 3.85% 上升到了 6.61%，可见其在互联网金融领域开疆拓土的决心。

图 30：华泰证券科技研发投入大



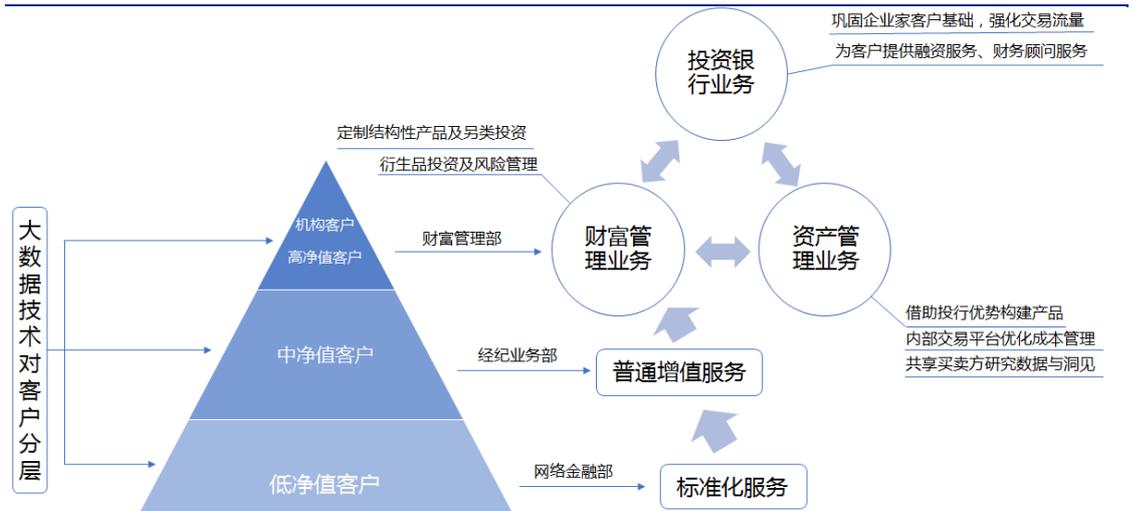
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(2) 产品

低佣金引流，“天天发”黏着。在互联网模式下，产品复制成本低的特点使得规模效应能为企业带来巨大的收益。2017 年华泰证券经纪业务营业成本仅为同行的 64%，这令华泰的低佣金战略成为可能。华泰“天天发”产品在各平台各业务之间产生了协同效应，实现了对客户的黏着。目前，华泰互联网金融业务的市场份额已经连续四年保持在龙头地位。

通过全产业链体系发展财富管理。全业务链体系对华泰证券向财富管理转型提供了有力支撑，而华泰证券基于移动互联网改造业务流程，并集成了全业务链体系基础上的综合金融服务，这是大型综合类券商独有的差异化优势。针对客户日益多元化的理财需求，华泰证券开始着手将客户的理财需求产品化，依靠自身团队创设产品或对接第三方产品。据华泰年报披露，其未来 1-2 年的主打产品是股票质押、非标债权等类固定收益产品以及围绕黄金及指数的结构化产品。

图 31：券商财富管理应用模式

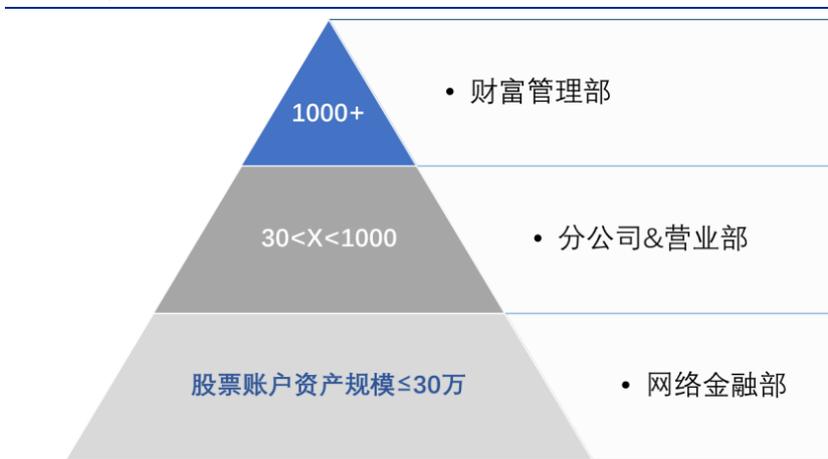


资料来源：安信证券研究中心整理

(3) 客户

零售经纪与财富管理分离。华泰证券在财报中披露，按照客户的账户资产规模不同，华泰证券将零售类客户分成了低于 30 万元、30 万-1000 万、以及 1000 万以上三类。这三类客户分别由网络金融部、经纪业务总部（分公司和营业部）和财富管理部服务，这三个部门的关系属于平行的一级部门。如此一来，零售客户的需求几乎可以完全由线上覆盖解决，而线上服务边际成本低的特点使得这类服务很容易实现规模化，从而节省了大量成本。

图 32：华泰证券客户分层体系



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

科技助力精准营销。随着竞争压力的加大，越来越多的券商开始由被动代理转向主动挖掘客户。早年便开始建立的 CRM 系统即是公司之后转型财富管理的核心支撑。华泰 CRM 系统的实质是公司发展全产业链的基础数据库，通过整理碎片化的客户资料，从而整理归纳出不同客户的投资偏好、交易偏好甚至潜在需求，为客户提供精确的诊断和投资建议，实现客户导向，提供一站式综合金融服务。另外，华泰还通过对海量数据的实时分析和后台分析，挖掘客户的交易行为、交易心理、交易数据等，实现精准营销和差异化风控，提升用户体验与忠诚度。

3. 他山之石，可以攻玉

3.1. 国内资管机构案例

3.1.1. 诺亚财富：高端客户的财富顾问

从第三方理财公司到综合金融服务平台。2003年现任诺亚财富 CEO 汪静波在湘财证券组建私人银行部，定位于服务高净值客户。由于市场环境的恶化，2005年湘财证券决定分拆私人银行部，汪静波带领团队创办诺亚财富，成为中国首家独立财富管理机构。公司于2007年成功获得红杉资本注资，并于2010年登陆纽约证券交易所，成为国内第三方理财公司上市第一股。

表 13：诺亚财富发展历程

时间	事件
2003年	湘财证券私人金融总部
2005年	中国首家独立财富管理机构
2007年	成功获得美国著名风险投资基金红杉资本的注资
2008年	诺亚荣耀保险经纪公司成立
2010年	诺亚财富在美国纽约证券交易所成功上市；歌斐资产管理公司正式成立
2012年	诺亚香港正式开业；诺亚正行获得中国证监会“基金销售”牌照，并获准可以在17个城市设立共计18个分支机构
2014年	歌斐资产成为首批中国基金业协会登记注册的私募基金管理公司；诺亚易捷“员工宝”白领私人银行正式开展，以诺教育、方舟信托正式成立，获得香港保险经纪牌照
2015年	红杉资本注资诺亚财富旗下子公司员工宝
2016年	诺亚（美国）有限责任公司成立
2017年	国际化3.0战略全面落地，在澳大利亚、加拿大温哥华、美国纽约等地设立办公室

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

综合化和国际化布局。2008年以来公司重点推进“综合化”和“国际化”战略。在综合金融布局方面，公司成立歌斐资产（私募）、诺亚正行（基金销售）、诺亚荣耀（保险经纪）和方舟信托（信托），满足高净值客户的多元化理财需求；在国际化方面，诺亚香港于2012年正式开业并获香港证监会第1（证券交易）、4（就证券提供意见）、9（提供资产管理）类牌照，2016-2017年成立诺亚（美国）并在澳大利亚、加拿大温哥华、美国纽约等地设立办公室。

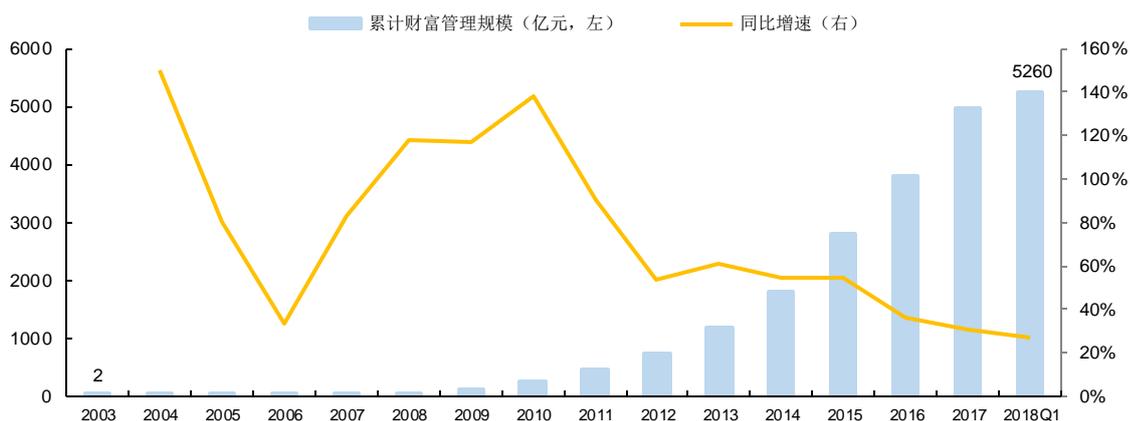
图 33：诺亚财富综合金融服务体系



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

资产管理规模大幅提升。2003 年诺亚财富累积财富管理规模仅为 2 亿元，至 2017 年已升至 5260 亿元，年均复合增长率高达 75%，2016 年以来仍保持 30%左右的规模增长率。诺亚财富之所以取得行业领先地位，可以归功于以下三要素：(1) 具备多元化、差异化的产品和服务能力，拥有专业理财师团队，研究驱动的产品销售体系；(2) 互联网平台建立、海外扩张、投放广告，进一步扩张客户资源；(3) 具有成熟的客户分类体系，以高净值客户/家族和白领客户为两大核心客户。

图 34：2003-2017 诺亚财富管理规模复合增长率 75%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(1) 渠道

线下重点布局高净值人群聚集地。截止 2018 年第 1 季度，诺亚财富集团现已在中国最主要的城市包括上海、北京、广州、深圳、温州、杭州、重庆、成都、西安、青岛等 81 个城市设有超过 263 家分支机构，形成了完善的国内布局。布局针对性强，重点在于高净值人群数量比较多的沿海地区。另外，近年来随着公司“国际化”战略的有序开展，公司在澳大利亚、加拿大温哥华、美国纽约等地设立办公室，所设地均为高净值人群较多的华人聚集地，有效拓展海外市场。

图 35：诺亚财富线下布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

线上构建专业互联网服务平台。公司线上渠道分为两个方面：线上支付服务与线上理财服务。线上支付由“诺亚金通”完成，为集团客户、企（事）业单位及个人客户提供综合支付解决方案及数据挖掘服务。理财服务由“财富派”完成，定位为“白领的私人银行”，致力于为中国广大白领用户提供优质的一站式金融服务，未来线上理财产品将不断丰富，并提供投资者教育和资产配置建议。

(2) 产品

全领域投资能力领先。根据公司官网披露，子公司歌斐资产管理的资产规模达到 1483 亿元，投资涉及 PE/VC、房地产和二级市场等领域，均取得杰出业绩，可为客户提供全面的资产配置方案。歌斐资产管理着中国最大的市场化运营的私募股权母基金，并且建立了领先的数据库和基金管理人筛选体系。此外，房产投资涉及各类房产领域，紧随房地产市场行业特点和盈利模式的改变，以风险-收益进行分类推出三大房产投资产品线：类固收，增值型，机会型。下设子类基金。另外，公司在公开市场投资和另类投资等领域稳步发展。

提供定制化资产配置服务。全方位了解客户，制定定制化的投资方案是公司高净值客户服务的第一步。根据客户提供的主观风险偏好，客观风险承受能力，流动性需求，以及保障性方案需求，资产类型偏好等，投顾团队会为客户制定完整的投资组合规划。所有投资根据投资规划进行，并定期进行更新，由专家团队维护。

图 36：诺亚财富产品服务体系

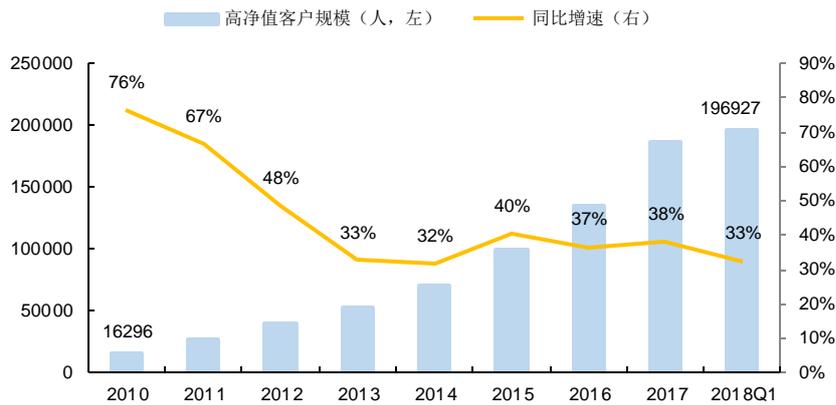


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

(3) 客户

高净值客户规模发展迅速。公司客户定位明确，为高净值客户及家族和白领客户。公司积累了大量优质客户，截至 2018 年一季度诺亚财富高净值客户规模近 20 万人，相当于 2010 年的 12 倍。高净值客户为公司提供了庞大的资产规模，2003 年诺亚财富累积财富管理规模仅为 2 亿元，至 2017 年已升至 5260 亿元，年均复合增长率高达 75%，2016 年以来仍保持 30% 左右的规模增长率。

图 37：诺亚财富高净值客户规模已近 20 万人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

全面满足高净值人士财富需求。随着国内高净值认识投资心态日益成熟，其财富需求已经从简单的财产增值到财产保值，注重财富代际传承，有较高精神追求。基于此，诺亚财富通过子公司开展以下业务：诺亚正行提供高端财富管理业务，与超过 78 家（市场上 90% 以上）基金公司合作，筛选基金精品，为高端客户定制专户理财；诺亚家族财富管理中心以全权委托投资服务为重点，提供家族资产配置、顾问咨询及增值服务，从而达到金融资本的延续；以诺高端教育为高净值客户量身提供高端课程，建立高端教育资源分享平台，满足其财富管理需求之外的精神追求。

3.1.2. 招商银行：国内私人银行领域的先行者

招商银行在私人银行业务领域一直领跑同业，早在 1995 年和 1997 年，招商银行先后推出了“一卡通”和“一网通”，以互联网为基础逐步构筑了包括自助银行、远程银行、手机银行、App 平台等在内的网络服务体系。2002 年，招行推出了国内首个面向高端客户的理财产品——金葵花理财，这是我国银行业机构首次实行客户分类式服务管理。凭借着多年在零售领域的积累，2007 年招商银行将目标客户锁定在中国高净值人士和富豪阶层构建服务体系，率先推出私人银行业务。据券商中国 8 月 5 日报道，招商银行私人银行管理客户资产规模(AUM)已经突破了 2 万亿元，比排名第二的工商银行高出 6000 亿元，更使其稳居国内商业银行私行业务的龙头地位。

招行的私行业务能取得领先成绩，主要原因可归于三方面：特点集中的客户群体、连接互通的营销渠道、优质差异化的产品。具体来说，招行私行将目标客户群精准定位在高净值人群，有针对性地提供差异化的理财产品，并通过其线上+线下结合的渠道精准投放，从而稳固了其在私行领域的龙头地位。

(1) 渠道

招行渠道网络的成功得益于其平台的智能化，以及零售架构辅以垂直管理的销售方法。这种体系化优势是在招行多年的积累中形成的，也是同业竞争者短期内很难超越的。

线下网点重点布局富裕地区。高净值客户群主要分布在沿海地区，北京、江浙沪、广深地区尤其集中。招行在全国的网点分布也与客户财富的集中程度相契合，将私行业务主要集中在沿海地区发展，招行利用在网点为客户提供线下综合金融服务的机会积极发掘潜在的私行客户，实现部分客户的转化。

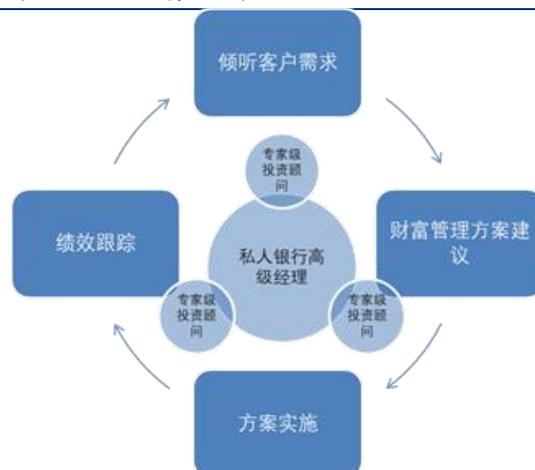
图 38: 招商银行网点布局



资料来源: 招商银行官网, 安信证券研究中心

私行线下提供“1+N”服务体系。招行为每位私人银行客户打造专属的“1+N”专家服务团队，形成了以一位私人银行高级经理为服务中心，一组资深的“投资顾问团队”为其提供支持的工作模式。在工作方法上，招行私行采用“螺旋提升四步工作法”，以倾听客户需求为起点，针对需求实施财富管理方案建议与绩效跟踪，之后再回到对客户需求更进一步的倾听，如此循环。另外，招行私人银行部还开发了包括 KYC (know your customers) 地图、GAAS (Global Asset Allocation System) 全球资产配置系统等工具，以深度了解客户的投资偏好、度量资产组合的波动风险。先进的技术与方法相结合使得每进行一次循环，专家团队都能及时根据客户需求以及市场变动调整客户的财富配置，使其服务更贴合客户的目标。

图 39: 招行私行“1+N”服务模式



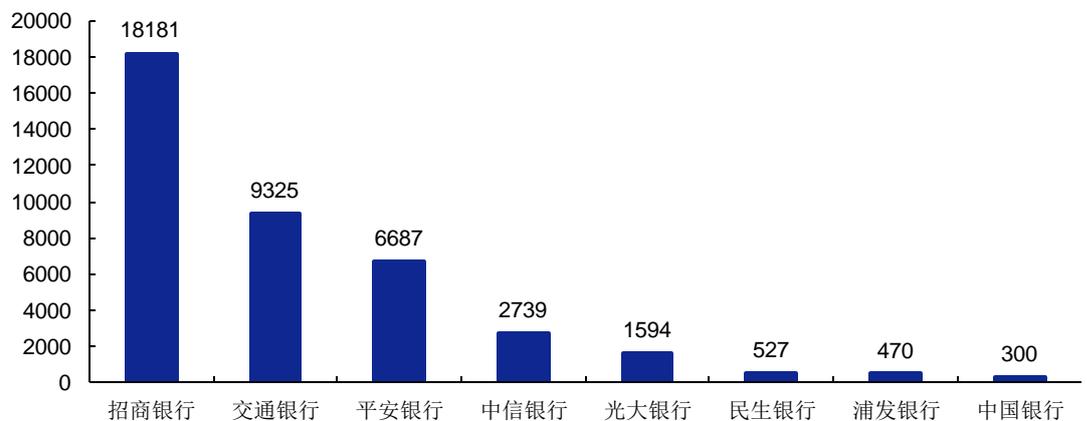
资料来源: 招商银行官网, 安信证券研究中心

成熟的 IT 技术与创新的销售模式结合，打通客户接触渠道。在技术上，招行自成立之初就坚持将科技应用纳入到银行发展，在以“数据化”、“网络化”、“智能化”为目标的金融科技战

略指引下，发起了一场由 FinTech 驱动的渠道优化和服务升级革命。招行于 2017 年底推出的 App6.0 除了已具备的收支记录、摩羯智投、生物识别三大金融科技创新功能外，还实现了各渠道之间的连接，构建了“网点+App+场景”的服务模式。即 App 为统一支撑平台连接客户经理、分行和场景，提供了客户经理连线、招行服务号、分行专区、扫一扫等平台工具。

根据公司年报显示，截至 2017 年底，招行信用卡 App 的总下载次数已经超过 1.8 亿，遥遥领先于同业；招行两大 App（“招商银行”和“掌上生活”）年度活跃用户数均超 2500 万，用户总数量也于 2018 年 3 月突破 6000 万。因此，招行得以在现有的零售客户基础上再利用其网点和 App 在前端积极挖掘潜在私行客户，缩短了服务半径，提升了服务效率，将分支行与私人银行作为一个整体为客户提供服务，使得资源能够更加集中地得到运用。

图 40：各银行信用卡 App 总下载次数（万次）



数据来源：金投网，安信证券研究中心

(2) 产品

资产选择标准严格，投资策略丰富。招行私行在资产端极具竞争力，这一点可以从其投资资产的质量以及产品体系的构建两方面得出结论。

- **资产选择标准严格。**招行对于资产来源的选择十分严格，只投资于优质的资管产品。定量方面，招行通过大数据初步筛选出历史业绩、夏普比率等指标表现突出的基金；定性方面，招行对通过初筛的基金开展实地调研，分析范围上至基金公司的组织架构，下至基金经理个人的投资逻辑，这都为招行所投资产品的质量提供了合理保障。
- **投资策略丰富。**近年来高净值客户群投资心理发生变化，财富目标从“创造更多财富”演变到以“财富保障”和“财富传承”为首要考量。因此，招行私人银行的投资产品以能提供稳定投资收益的产品为主，如银行间和交易所各类货币市场工具、国债、央行票据等，其收益率大多略高于同业均值。另外，针对高净值客户对资产配置更开放，对风险的辩证认识能力更强的特点，招行私行投资于权益类证券和工具，同时也运用衍生工具、杠杆交易、或套利交易等投资方式和策略以获取高收益；其另类投资产品还包括对冲基金、REITs、钻石、艺术品等，致力于满足客户的定制化需求。

表 14：招商银行私人银行产品体系

产品分类	简介
现金管理	主要投资于银行间和交易所各类货币市场工具。流动性好、风险低、收益稳定。
货币市场类产品	为部分低风险偏好的个人投资者提供了一个稳定收益的投资品种，满足私人银行客户短期闲置资金的理财需求。
固定收益类产品	主要包括：储蓄国债、固定收益类银行理财产品、债券型基金、保本型基金、固定收益类信托计划、固定收益类保险产品等。
权益类产品	主要投资于权益类证券和工具，包括股票和主要以股票为投资对象的证券类金融工具。具有风险、收益较高的特点。主要包括：股票型基金、混合型基金、股票指数基金、银行股票类理财产品、股票类信托计划、权益类保险产品等。
另类投资产品	通常运用衍生工具、杠杆交易、或套利交易等投资方式和策略，投资于商品、房地产、外汇、私募股权等领域，主要包括：私募股权投资(PE)、结构性产品和金融衍生品投资、外汇交易、对冲基金、REITs 和实物投资，如艺术品、钻石、顶级红酒等。

资料来源：招商银行官网，安信证券研究中心

(3) 客户

招商银行在 2017 年的财报中披露，其私人银行的客户数量已达到 67417 户，同比增长 13.19%，管理的私人银行客户总资产达 1.9 万亿元，较上年末增长 14.81%；户均总资产 2,826.09 万元，较上年末增长 1.43%。据券商中国报道，招行有一半以上私行客户都是由支行推介而来，这都与前期招行在网上银行、信用卡领域所积累的客户基础有关。招行私行对目标客户定位清晰，开户条件为总资产上月日均全折人民币不低于 1000 万元。这类高净值人群在投资心理、职业等各方面都有着区别于一般客户的特征。

表 15：招商银行金葵花和私行客户情况

	金葵花及以上客户数 (万户)	金葵花及以上客户余额 (亿元)	私人银行客户数 (万户)	私人银行资产 (万亿元)
2014 年	129	2.6	3.3	0.8
2015 年	165	3.7	4.9	1.3
2016 年	191	4.5	6	1.7
2017 年	213	5.1	6.7	1.9

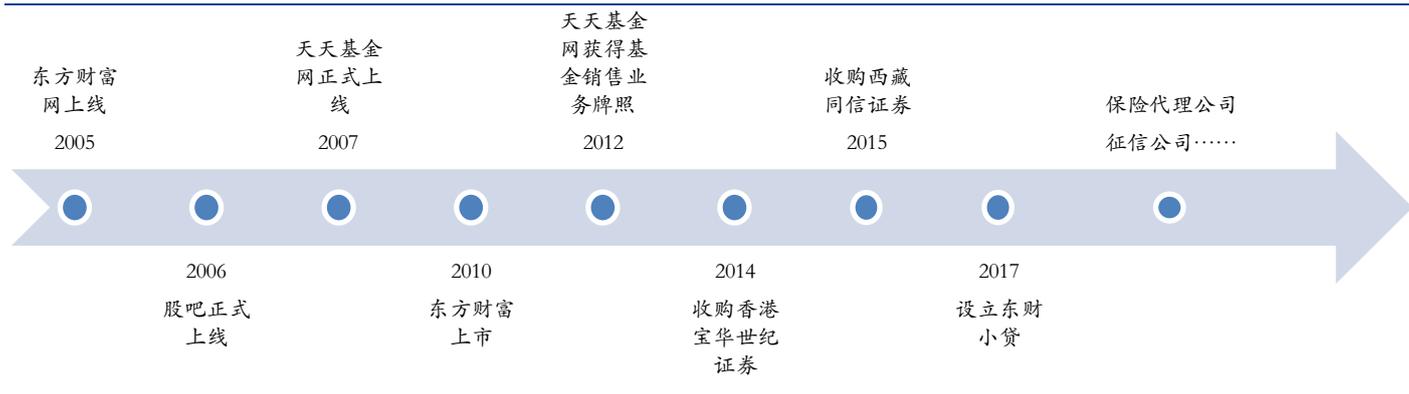
资料来源：招商银行年报，安信证券研究中心

企业家为主，职业金领比例有增长之势。招行私行客户目前主要由创富一代企业家、家族企业二代继承人以及职业金领组成。其中，企业家占绝大多数，但随着企业规模的扩大以及业务的发展，越来越多的企业家需要引入具备专业知识能力的外部人士——职业经理人来完善企业管理。同时，市场资本化进程的深化提高了股权的流动性和变现机会，这催生了一批以职业经理人和专业人士为代表的高净值人群。目前，职业金领在高净值人群中的占比近 30%，而随着未来企业家对企业管理的要求不断提高，高净值人群中职业经理人的队伍将继续壮大。

3.1.3. 东方财富：走上流量变现之路

由财经资讯网站成长为互联网券商。东方财富成立于 2005 年，核心产品是向互联网用户提供财经资讯和证券数据的“东方财富网”。随后以东方财富网为主体，先后推出社交投资平台“股吧”和基金信息平台“天天基金网”。公司于 2015 年收购西藏同信证券并更名东方财富证券，正式挺进券商业。十多年来，公司已逐步发展成为综合性互联网金融平台，涵盖证券经纪，基金代销、期货经纪、金融终端等业务。

图 41：东方财富发展历程



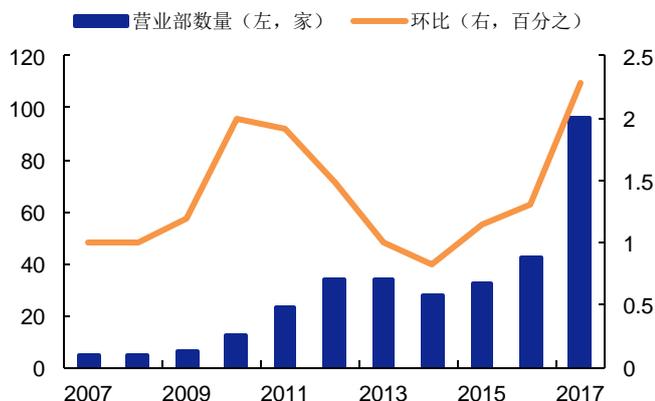
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

(1) 渠道

构建线上互联网金融生态圈。公司 2007 年开始布局天天基金网,为客户提供基金资讯服务;2012 年拿到基金代销牌照,建立了公司线上销售渠道。目前,天天基金已成为国内最大的线上基金代销平台,代销基金 3987 只;2018 年一季度日均页面浏览量为 805.40 万,日均活跃访问用户数为 172.15 万人。“东方财富”网站、天天基金网、金融数据终端和移动终端及“股吧”互动社区构筑了公司互联网金融服务大平台,金融投资者可以线上开户交易、了解财经资讯、分析财经数据、自由分享投资经验,最终形成互联网金融生态圈,可以有效提高了用户粘性,使得公司拥有较大客户流量及存量。

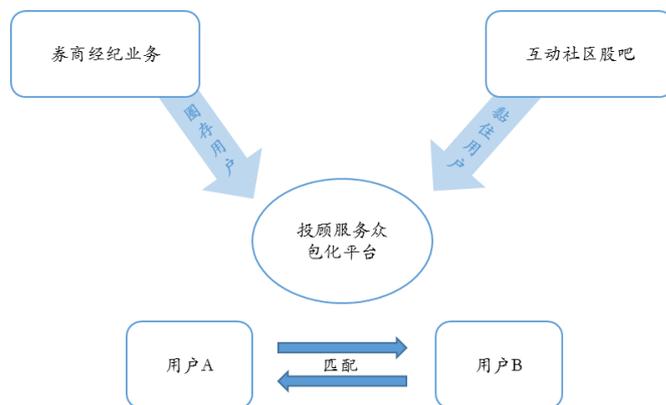
铺设线下营业部,实现流量变现。线上渠道奠定了公司精准流量来源,如果将网站及论坛线上用户转化为公司线下交易客户,为其提供增值服务,将会为公司带来巨大边际收入。2015 年公司收购西藏同信证券并更名东方财富证券,正式开始布局线下渠道,将线上存量客户向线下转移。截至 2017 年年终,公司营业部已经达到 96 家,相比 2015 年同比上涨 200%。另外,根据公司 2017 年《公开发行可转换公司债券预案》,公司募集的部分资金将用于增设证券经纪业务营业网点,拓展业务覆盖面,提高市场占有率。

图 42：2017 年东财线下营业部迅速增长



图表来源：Choice，安信证券研究中心

图 43：东财依靠互联网渠道黏着客户



资料来源：安信证券研究中心整理

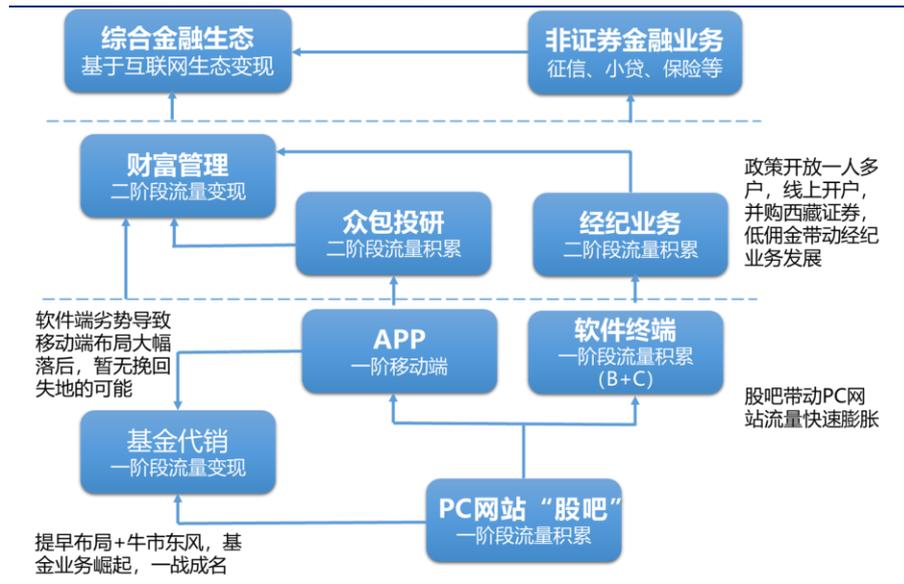
(2) 产品

从价格竞争到增值服务。互联网金融发展早期,企业基本通过低成本战略开展竞争,但在市场完全被瓜分而新进入者依旧涌入的情况下,低成本低毛利的盈利模式难以维持,必须考虑

如何提供增值服务以维持领先地位。东方财富逐渐实现了从宏观价格竞争到提供增值服务的转型。

- 旗下天天基金为第三方基金代销平台，通过天天基金网及移动 APP 终端向客户提供一站式互联网自助基金交易服务，共上线 123 家公募基金，截至 2018 年 8 月，代销基金 3987 支，处于行业第一位。2018 年上半年公司代销基金 3025.55 亿元，同比增长 90.8%。
- 东方财富证券除了经营传统的经纪业务以外，还在 2017 年完成优先股和可转债发行后大力发展两融业务，2018 年 3 月末公司两融市占率为 1.03%，利息净收入同比增加 50%。
- 公司旗下 Choice 终端、东方财富通、Level-2 急速版、Level-2 决策版分别为机构与散户提供数据服务。
- “股吧”构建社交投资平台，经纪业务圈存海量用户后，极有可能构建角色打造“人人投顾”众包化平台，并依托两融、股权质押、被动指数基金、小额信贷等后续增值服务向综合财富管理平台衍进。
- 牌照方面，公司拥有证券经纪、证券投资基金代销、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、融资融券、证券承销与保荐等证券业务全牌照，是公司一站式互联网金融服务大平台的重要组成部分。另外投研服务、财富管理及其他综合服务等领域公司开始布局，初步具备向综合金融服务商转变的基础。

图 44：东方财富互联网金融战略演进



资料来源：宜人智库，安信证券研究中心

(3) 客户

客户流量是东方财富发展的基础。东方财富面对的客户群主要是对价格敏感的中小投资者，这部分投资者具有大基数、大流量的特点。基于此，东方财富采取客户流量变现的策略，其基本逻辑为通过为中小投资者提供免费的线上服务以及低佣金率（万 2.5 佣金率以及 6.99% 融资利率），加强用户黏性，实现流量加强与变现。截至 2018 年 3 月末，公司股票经纪业务市占率为 2.2%，市场排名上升至第 15 位；公司两融市占率为 1.03%，市场排名提升 22 位至第 22 位。

客户黏性方面，可以通过网站访问时长体现，平均访问时间越长，代表网站所提供的内容与用户兴趣越匹配，2016-2017 年东方财富网网站总访问时长达 4.8 亿小时，领先于行业其他财经类网站，可见东方财富网所提供内容对客户吸引力更强，服务更全面，客户黏性相对较高。客户基础方面，东方财富网拥有广泛的中小客户基础，2016-2017 年东方财富网网站访问次数

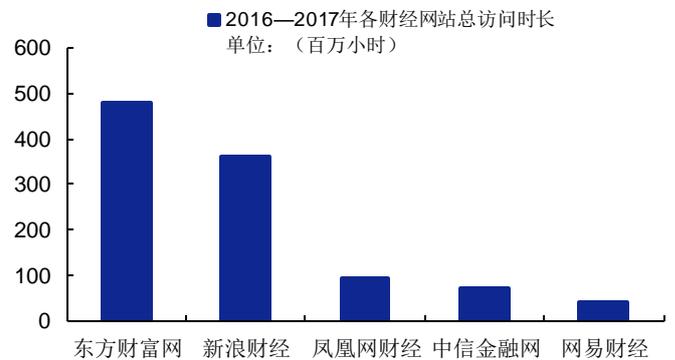
累计 87 亿次，在同类财经类网站中遥遥领先。

图 45：东方财富证券客户基础大幅提升



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 46：东方财富网客户黏性较高



资料来源：Choice，安信证券研究中心

3.2. 国外券商案例

3.2.1. 高盛集团：全球领先的做市商

高盛集团经历漫长转型过程。作为机构与高净值客户模式的代表，高盛通过不断对投行业务的创新与重构，增强了自身的核心竞争力，形成了一个综合、高效、全球范围内协调的金融服务网络。

- **第一次改革：承做承揽分离。**在 20 世纪 70 年代，由于传统的投行依赖于合伙人的客户关系发展业务，作为在行业中名气一般的二流投行，高盛很难拥有大企业客户。为此，高盛迈出了改革的第一步——将传统投行的具体承做执行与承揽业务相分离并形成了日后命名为“投资银行客户服务部”（IBS）的新业务部门。这样的分离模式，使得投行员工能及时发现客户需求并抓住新的业务机会，同时拓展了市场空间。
- **第二次改革：自下而上实现业务创新。**20 世纪 80 年代初，高盛敏锐的注意到了发生变化的客户类型和需求。一方面，高盛创新股票承销模式，关注机构投资者并依托在大宗交易上的领导地位，向有购买意向的机构兜售大宗新发股票；另一方面，反过来向面临被收购的中小企业提供咨询帮助，创设收购防御业务并把握套利机会。
- **第三次改革：基于客户需求重塑组织结构。**2001 年至 2010 年十年中，高盛进行了两次业务模块设置的调整。2002 年的第一次调整将交易与自营、投资银行与资产管理和证券服务并列成为一级业务模块并通过此举取得了收入的不断提升。而 2010 年的第二次调整则更加关注客户需求，成立了机构客户一级业务模块，从而进一步提高服务效率。
- **第四次改革：构建面向普通消费者的互联网金融平台。**高盛在金融危机中转型为持牌的银行控股公司，具备了吸收存款的资格，2016 年初，高盛在收购 GE 资本旗下线上存款业务后，推出无最低开户额的线上存款服务。同年 10 月，线上个贷平台 Marcus 正式启动，向个人消费者提供无抵押信用贷款服务。由于兼具传统银行和互联网平台的优势，高盛能够向消费者提供颇具优势的存贷款利率。这类从零开始的消费者业务，在集团未来三年营收增长目标中占 10 亿美元，比例约为 20%。高盛认为向普通民众的财富管理业务能够平衡机构证券业务的波动性，为集团利润的稳定增长提供支撑，在经济周期中做到旱涝保收。

高盛作为全球领先的私人财富管理专家，在产品、渠道和客户等方面的发展已处于成熟阶段，对我国券商发展财富管理业务具有借鉴意义。

(1) 渠道

线下线上相结合的渠道。高盛集团的高端理财业务仅在美国主要州的省会和全球主要大都市设立私人理财办公室，提供线下服务。对于线上服务，除了私人财富管理的网页端入口，客户还可以通过移动端 App 享受一站式增值服务，包括：登录个人理财账户，实时查看资产配置情况和近期交易，与线上财富管理顾问团队实时沟通，以及浏览市场数据和来自高盛的金融资讯和研究成果。

从渠道来看，高盛对于中国券商高端理财业务具有借鉴意义。

- **实体网点可轻型化。**与面向大众的普通金融服务需要铺设高密度街区网点不同，高端财富管理对于营业网点数量上的需求并不高，券商只需在各辖区设立设轻型私人理财网点，实现接待与指引客户的功能。
- **便捷线上服务需同步完善。**互联网线上服务已是大势所趋，高端财富管理同样应该加强互联网体系建设和移动端应用的开发。国内券商在处于财富管理转型初期，没有建立比较全面的开放架构产品平台，产品广度略显不足。针对高净值客户的互联网和移动端服务有待起步。

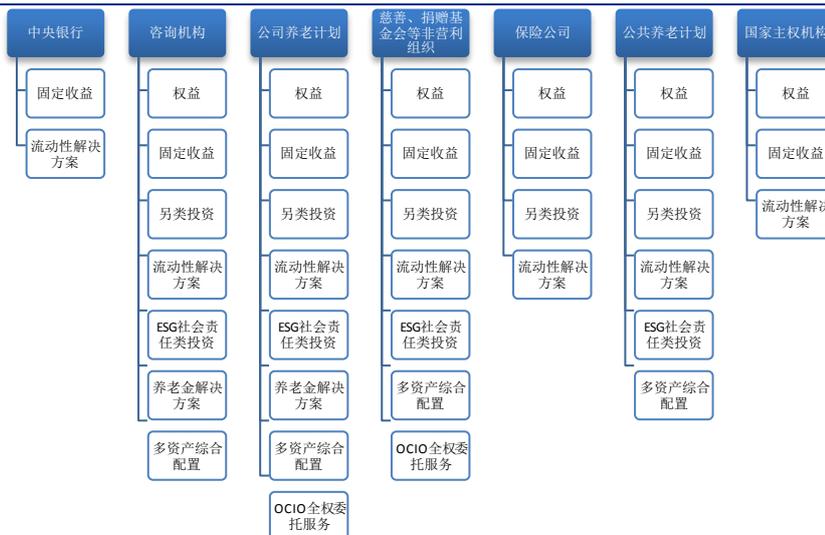
(2) 产品

多样化的金融产品及服务。除了现金储蓄、固定收益、股票等传统资产类别，高盛还有丰富的另类投资经验，涵盖全球范围内的私募股权、房地产、对冲基金、大宗商品以及艺术品投资等业务，为高端客户提供了更广阔的投资渠道。此外，以高盛集团为代表的国外券商巨头可以发行多种衍生产品如 CDS（信用违约互换）、个股期权和远期合约等，还可提供卖空工具以及设计结构化金融衍生产品，为机构客户或高净值个人客户较为复杂的理财计划提供了极大的便利。高盛还专为高净值客户提供私人银行服务，包括为解决客户资金流动性困难提供多种贷款方案，以及高盛专属的美国运通白金卡等增值服务。而对于各种类型的机构客户，高盛有其完整的财富管理框架，充分体现了“以客户为中心”的财富管理理念。

从产品来看，国内券商和高盛还有明显差距。例如：

- **国内券商可投资标的不够丰富。**国内券商投资渠道不如高盛多元化，以券商资管的资产端为例，投资标的主要为交易所、银行间市场、债券、非标资产等传统资产，对于另类投资领域涉及较少。例如国内券商开展的衍生品业务在品种和规模上均有限，受监管约束较大。衍生品市场尚不成熟，券商也没有成熟的业务经验和能力。
- **财富管理业务发展阶段不同。**高盛集团早在上世纪 70 年代就建立了个人财富管理部门，为高净值客户提供理财服务，业务发展已经非常成熟，在富裕阶层享有很好的口碑。如今高盛开始着力于进军面向普通消费者的互联网金融，意在发展存、贷、花销、保险四大零售服务。

图 47：高盛集团财富管理服务体系

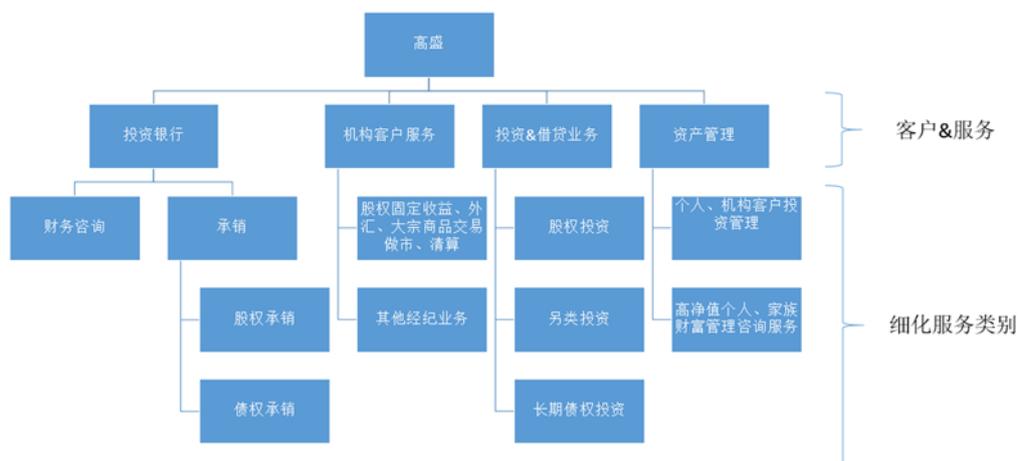


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(3) 客户

深厚的高端客户基础。美国高端财富管理市场成熟，美国家庭金融资产配置在总资产配置中占比高，且理财产品配置在金融资产配置中占比高，因此富人群体对于机构理财服务的依赖度很高。高盛集团的高端私人财富管理业务已开展 40 余年之久，与富裕阶层和机构客户都建立了深厚的信任基础。其次，高盛集团作为华尔街并购重组的领头羊，积累了不少企业资源，即潜在的高净值客户。此外，高盛私人财富管理部的服务对象除了高净值个人，还包括中小型机构如慈善和捐赠基金会、私有企业甚至上市公司等，针对机构的不同需求和目标提供全资产类别定制化服务。

图 48：“以客户为中心”的业务架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从客户来看，中国的高净值和机构客户理财市场潜力巨大。

- **国内高净值客户群对机构信任不足。**根据贝恩咨询数据，当前中国高净值客户通过机构开展财富管理的比例仅有 60%，远低于美国成熟市场的比例，国内市场针对中高端客户的投资理财服务还存在明显的空白，潜在高端客户群庞大。
- **客户理财观念和资产配置结构有待转变。**根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究

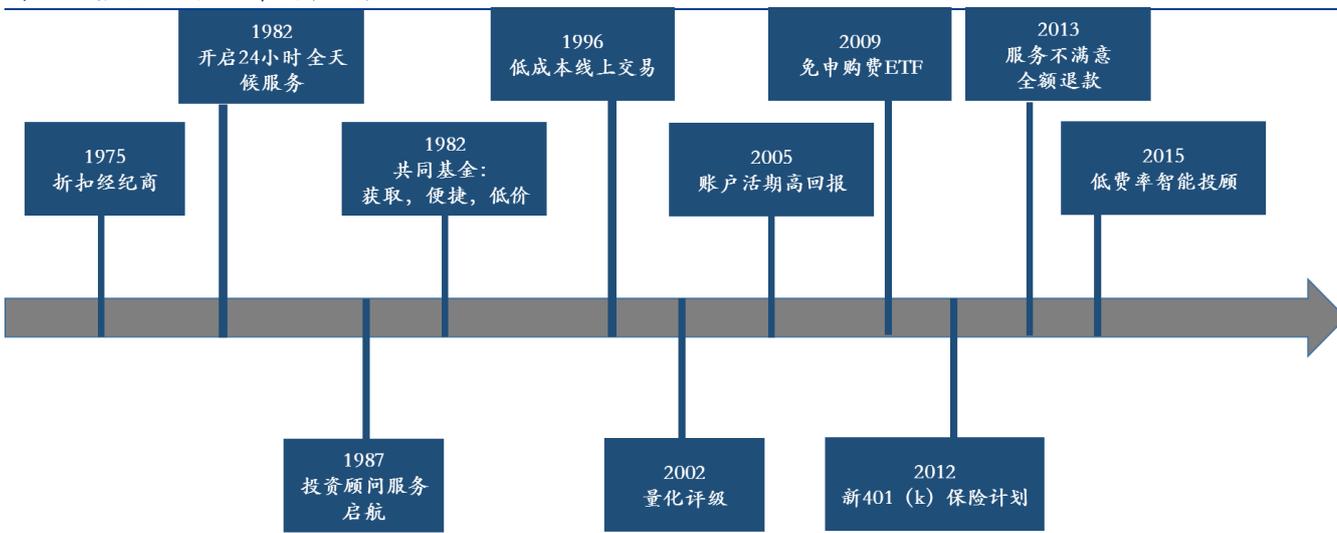
心发布的《中国家庭金融资产配置风险报告》，从近几年数据来看，与美国对比，中国家庭房产投资在资产配置中占比较高，约为美国家庭的两倍，而金融资产的投资比重不到美国家庭的三分之一。此外，金融资产中现金和储蓄的比例超过 50%，远高于美国家庭配置比例。随着社会理财观念的不断深入，房产占总财富配置的比例以及现金和储蓄占金融资产的比例应逐步下降，取而代之的是更加多元化的理财产品。

- **机构客户服务有待完善。**高盛集团私人财富管理部门的服务对象不仅包括高净值个人，也包括中小型机构如慈善和捐赠基金会、私有企业甚至上市公司等，针对机构的不同需求和目标提供全资产类别定制化服务。相比之下，国内券商理财业务的机构客户资源还有不小的开发空间。
- **客户门槛可高于商业银行私人银行标准。**高盛高净值客户理财入门标准为 5000 万美元，将 100 万美元以下的“穷人”理财交给智能投顾。相比之下，国内商业银行的低高端客户门槛较低。2012 年 1 月 1 日开始实行的银监会的《商业银行理财产品销售管理办法》中指出各大商业银行私人客户的门槛定义为“金融净资产达到 600 万元人民币及以上的商业银行客户”。实际上各大银行的私人银行准入门槛略高于银监局规定，在 800-1000 万之间。国内各大券商在财富管理转型中处初步阶段，尚未形成趋同化的门槛标准。但从投资能力和金融行业价值链位置来看，券商投资能力强，资本操作经验丰富，在行业内也处于上游的产品创设层面，由此客户门槛应高于普通商业银行的私人银行准入标准。

3.2.2. 嘉信理财：平价互联网金融服务商

嘉信理财（Charles Schwab）成立于 1975 年，是一家总部设在旧金山的金融服务公司。公司刚开始采取低佣金竞争战略，不断获取市场份额，截至 1985 年，公司设立了将近 100 个实体网点，客户总数达到 120 万，成为全美最大的折扣经纪商；1987-1995 年间，嘉信理财持续扩增服务范畴，将工作重心转向共同基金业务，从折扣经纪商向资产集合商转型；1996 年公司推出著名的“eSchwab”服务，客户可以享受低佣金优质的线上交易服务；2001 年以后，公司布局混业，全面转型综合理财，并不断夯实财富管理地位，如今已成为美国个人金融服务市场的领导者。作为一家相对年轻的公司，嘉信理财从起初的专注于传统经纪业务的模式到专注财富管理的综合金融理财模式，从简单的线下实体网点到线上线下协同发展，实现了一步步的突破。

图 49：嘉信理财 45 年发展历程

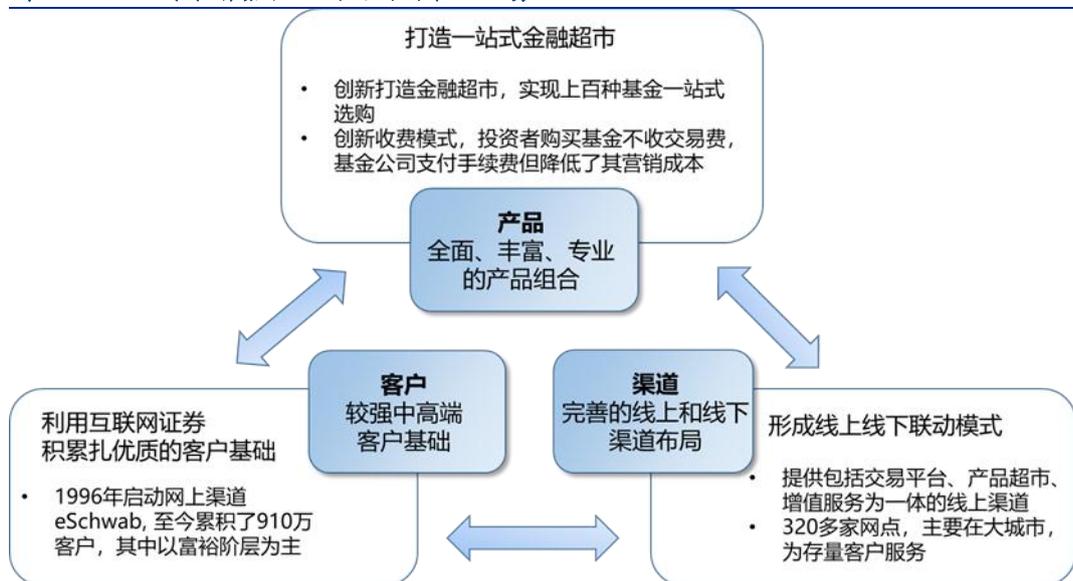


资料来源：嘉信理财官网，安信证券研究中心

嘉信理财具备了转型财富管理的三要素。从产品来看，嘉信理财打造了一站式的金融超市，

方便投资者进行选购；从渠道来看，除了为人熟知的互联网渠道，嘉信理财同样具有 320 多家线下网点，打造智能化的 RIA 顾问网络；从客户来看，嘉信理财在中等净值的富裕阶层具有明显的竞争优势，通过四次部门整合打造以客户为中心的组织结构，产品与客户需求高度契合。

图 50：从三要素看嘉信理财的财富管理业务



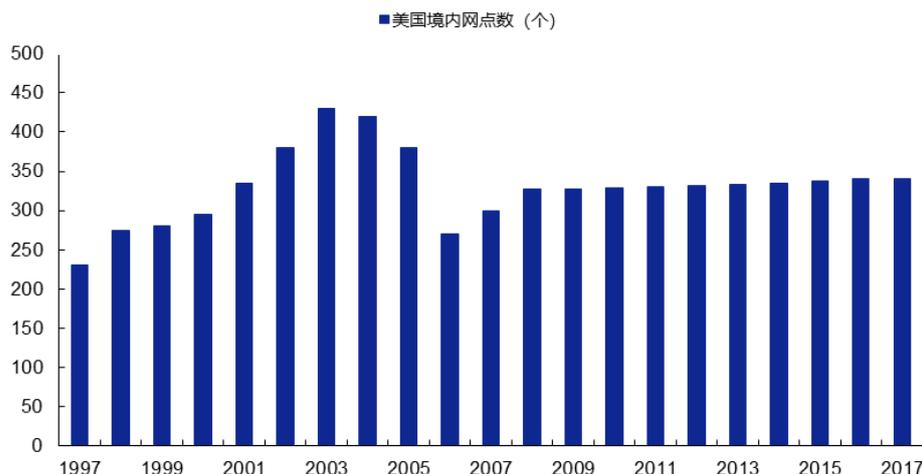
资料来源：安信证券研究中心整理

(1) 渠道

强大的线下网络与互联网相结合。完整的线下网点布局是嘉信开展业务和积累客户的根基所在，而平行于普通实体网点的独立“嘉信顾问网络”则是对于高端客户理财服务的补充。互联网线上服务更是黏着客户的重要渠道。

- 嘉信一直将线下实体网点和分公司的布局作为其业务发展的强大基础。近年来线下实体网点数量维持在 300 多家，相比之下我国券商营业网点超过 300 家的有 5 家。强大而深入的线下服务覆盖使得嘉信培育了深厚的客户基础，对于近年来总客户资产的增长起到了决定性作用。
- 伴随着嘉信理财客户定位逐渐高端化，嘉信理财还在美国板块打造“嘉信顾问网络”，联合了 200 家左右的独立理财咨询机构，专为高净值客户提供地理上临近的“面对面、一对一”、完全定制化的资深理财师的咨询服务，该服务入门标准为 50 万美元。
- 至于线上渠道，2000 年以前的互联网经纪业务的发展已经形成了良好的线上平台基础，其客户对其线上平台使用的黏性很高，这对于将原有线上客户向财富管理业务导流提供有利条件。嘉信在移动端应用的开发上力图实现全方位布局，适配手机、iWatch 手表、kindle 等各类移动设备，使得各类客户可以从自己偏好的渠道获取服务。

图 51：2007 年后嘉信理财营业网点稳定在 340 家左右



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

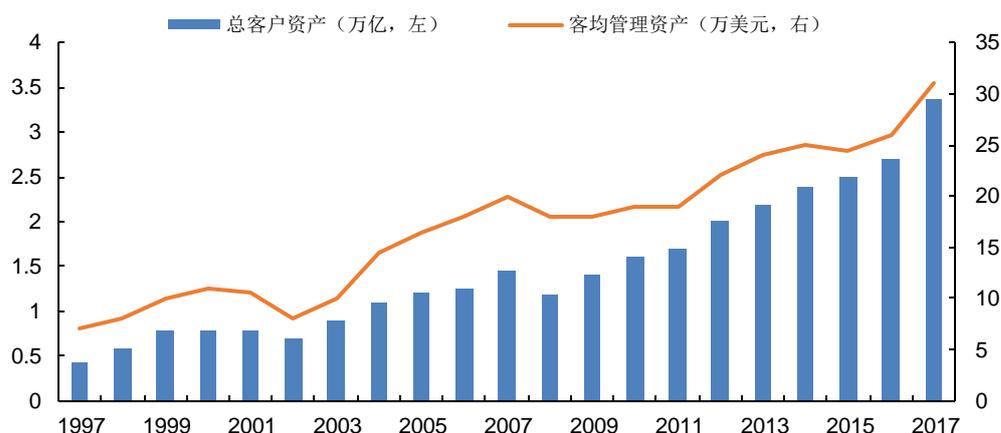
(2) 产品

以互联网为基础，个性化定制理财方案。90 年代，美国互联网兴起，嘉信顺应时代的潮流，推出了 eSchwab，从此开启了基于互联网的证券业务。在客户财富管理服务方面，公司会帮助客户定义个人财富目标及客户风险偏好，制定财富计划，并进行动态追踪，在此基础上为客户提供投资组合管理、资产配置管理、债务管理、保险及退休养老金计划等服务、以客户为中心实现全方位财富管理；在账户设置方面，客户可以实现线上一站式开户、交易、财富管理咨询等操作，公司的 OneSource 基金平台，实现了客户用一个账户，同时购买多种基金产品，且不收取服务费；在咨询模式上，嘉信采取第三方投资咨询顾问来向客户提供投资建议，由客户自行选择一位投资顾问为其服务；在科技转型方面，2015 年嘉信理财推出低费率智能投顾，以标准化的全自动方式对客户进行精准画像，通过用户的各项日常关键性数据了解客户真实的风险承受能力，从而为客户个性化定制合适的资产配置方案；另外，嘉信理财旗下还设有嘉信银行，客户不仅可以享受证券公司相关业务，也可以进行银行储蓄贷款融资转账，实现真正意义上的一站式资产管理服务。总体而言，嘉信理财业务模式目前的特点主要在于简洁的业务模块设置和侧重个人投资者，专注于相对较小的业务范围做精做透成为了其发展方向和独树一帜的亮点。

(3) 客户

在长期客户积累后逐渐转型高端化。嘉信理财早年由折扣经纪商起步，在 1971 年至 2001 年之间是漫长的客户积累阶段，公司深耕经纪业务，采取“低佣金，广代销”的模式，致力于营业网点和分公司的设立，扩大群众影响力，在客户数量和总客户资产方面都实现了高速飞跃。而从 2001 年开始，随着嘉信转型财富管理业务，而近年来主力客户发生了改变，虽然高净值客户仍有缺乏，但在中等净值的富裕阶层具有明显的竞争优势，客均资产逐年增高，截至 2017 年，嘉信理财的客均管理资产达到了 31 万美元。

图 52: 嘉信理财客户资产和客均资产逐步上升



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

4. 投资建议

4.1. 估值进入底部, 龙头享有溢价

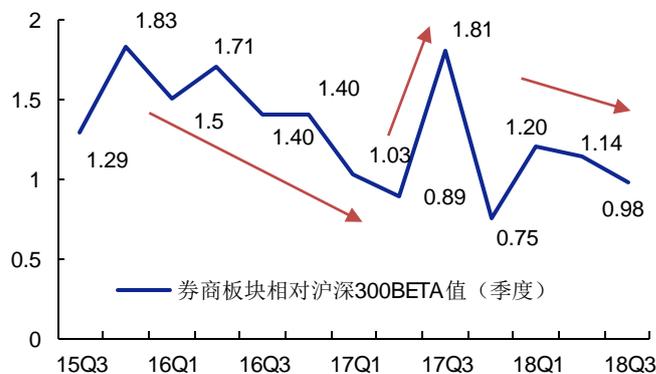
估值新低, 弹性衰减。当前券商股估值已跌至 1.2xPB 左右, 创“历史新低”。多只券商估值“破净”, 股价弹性明显衰减。我们认为 2018 年券商股存在股权质押、自营和直投三大风险, 这是券商股估值跌破“历史底”并有券商股破净的重要原因, 因此券商股的反弹关键在于三大风险边际改善的力度和空间。

图 53: 券商股估值再创新低 (PB)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 取 WIND 券商指数 PB (LF)

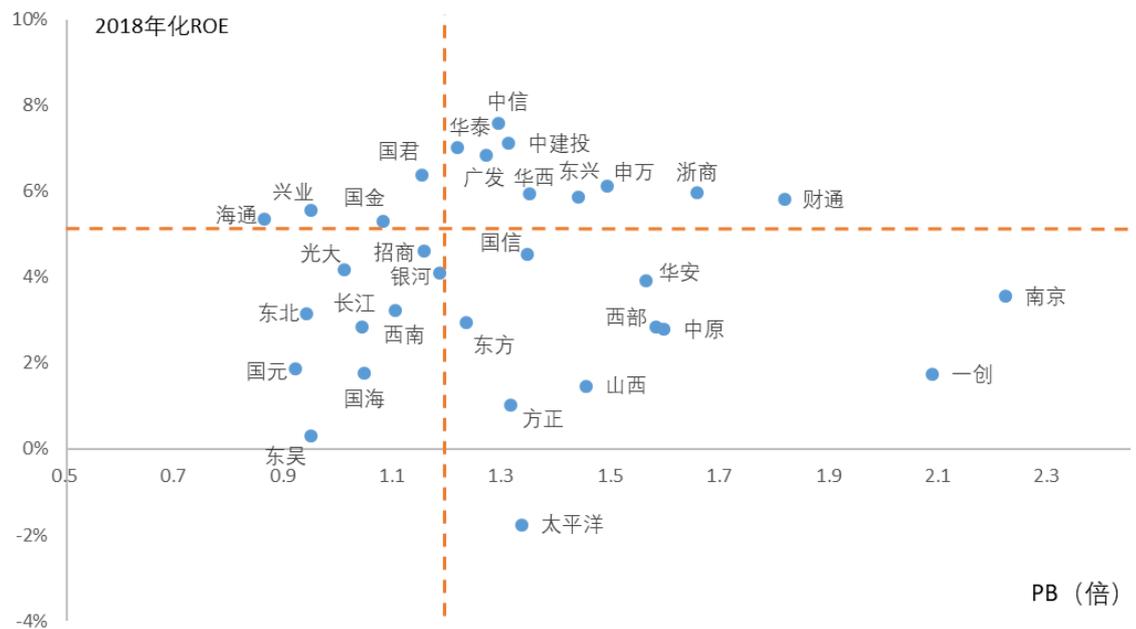
图 54: 券商股弹性下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 取 WIND 券商指数

头部券商享有估值溢价。我们认为头部券商受益马太效应并享有估值溢价, 更具投资价值。以经纪业务向财富管理转型为例, 头部券商在机构客户和高净值客户基础方面更为扎实, 佣金率下降幅度相对较小且市场份额总体保持稳定, 并有能力开展具有高门槛效应的业务 (如场外期权业务、PB 业务), 形成差异化的核心竞争能力, 在财富管理转型中能取得领先优势。

图 55：券商盈利能力和估值分布图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 个股推荐

➤ 中信证券：自营经纪逆市增长，风控卓越龙头溢价

公司上半年实现营业收入 200 亿元 (YoY+7%)，归母净利润 56 亿元 (YoY+13%)，ROE 升至 3.66%。我们认为公司中报核心变化有：(1) 经纪业务收入同比增长 3%，股基交易量市占率升至 6%，两融市占率升至 7%；(2) 自营收益同比增长 16%，主因是增加对冲策略、固收资产配置和开展衍生品业务获利；(3) 资管向主动转型提升费率，境外和直投子公司业绩释放；(4) 股权质押规模主动压缩至 597 亿元，较年初下降 15%。我们认为公司业绩优异，经纪、自营等业务实现逆市增长，同时风控卓越保障资产质量。随着行业“马太效应”愈发明显，公司可享有龙头估值溢价。

■ 风险提示：交易量大幅萎缩风险/股权质押违约风险/政策变化风险

➤ 国泰君安：经纪财管市场领先，减值计提风险可控

2018 年上半年国泰君安实现营业收入 115 亿元 (YoY+3%)，扣非后的归母净利润 32 亿元 (YoY-26%)。我们认为公司中报核心边际变化有：(1) 经纪业务价增量减，佣金率由万分之 3.3 升至万分之 3.5，但股基交易量市占率由 5.9% 降至 5.1%，两融余额下降 0.3pc；(2) 剔除国联安基金处置收益后自营收益下降 26%，成为公司利润下降主因之一；(3) 公司经营总体稳健，减值计提压制当期利润，股票质押融出资金较上年末压缩 28% 至 563 亿元，信用减值计提 4 亿元 (占利润总额比 8%)。我们认为公司客户基础仍扎实，享有龙头集中红利；财富管理业务市场领先；经营风格稳健，主动压缩股权质押规模并计提减值准备，未来有能力应对风险。

■ 风险提示：交易量大幅萎缩风险/股权质押违约风险/政策变化风险

➤ 中信建投：自营投行逆市增长，股权质押风险可控

2018 年上半年中信建投实现营业收入 53 亿元 (YoY+3%)，净利润 17 亿元 (YoY-9%)。我们认为公司中报核心边际变化有：(1) 自营收益增长 36% 超预期，增配固收资产和开展衍生品业务贡献业绩；(2) 股权质押业务规模主动压缩 11% 至 412 亿元。我们认为公司投行业务龙头优势明显，自营以固收为主带来相对稳定收益，股权质押风险逐步化解有利于改善市场

对于资产质量的担忧。

■ 风险提示：证券市场风险/经营风险/信用违约风险

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵湘怀声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034