

# 海外券商商业模式研究系列之一：广拓流量 多元变现——解密嘉信理财的生意经

## 证券行业

### 导读：

嘉信理财的研究汗牛充栋，然近年来公司盈利模式发生很大变化的情况下，却鲜有研究详细拆解其收入构成并详解背后公司的战略战术，同时目前的研究对于嘉信理财之所以成功关键因素的总结仍难尽如人意。本文有两方面特色，一是庖丁解牛详细拆解嘉信理财收入结构，并总结背后公司战略战术；二是总结公司成功的关键因素。本文同时对嘉信理财 A 股对标公司东方财富加以研究。

### ► 嘉信理财起步于折扣券商，目前已发展成为美国个人金融服务市场的领导者

嘉信理财起步于折扣券商，目前已发展成为美国最大互联网券商，个人金融服务市场的领导者，全美券商市值前三。嘉信理财的 ROE 长期高于传统券商，相应估值也高于传统券商，成为美国表现最好的券商股之一。2000 年互联网泡沫后嘉信理财股价 2003 年 3 月达到最低点，至 2018 年 6 月达到阶段性高点，15 年涨幅超 10 倍（期间标普 500 涨幅 348%），年化收益率达 17.5%（期间标普 500 年化收益率 10.5%），成为典型的成长券商股。

### ► 低佣引流，低资管费率进一步加强客户粘性，沉淀客户资金发展息差收入变现

嘉信理财通过低佣金经纪交易吸引海量客户资源，低资管费率进一步加强客户粘性，为嘉信银行带来极低成本的客户资金存款发展息差业务。经纪、资管、银行三大业务板块相辅相成、协同发展，构成嘉信理财独特的盈利生态圈，收入来源以息差业务、资产管理与财富管理、经纪业务为主，三者共占总营收 90% 以上，2019 年三大业务占比分别为 61%、30% 和 6%。银行业务成为公司收入最主要来源，但需要注意的是与传统银行相比，嘉信银行资产端并不下沉亲自发放企业类贷款，而主要是购买持有至到期证券为主，贷款也主要是证券相关的质押贷款、两融业务等。

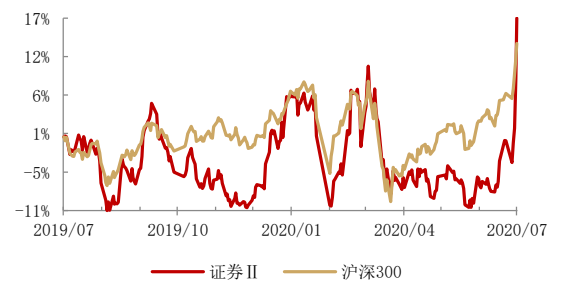
### ► 嘉信理财成功的关键要素：聚焦、品牌、创新、并购、规模

1) 聚焦。客户定位为“被美林忽视的大众富裕客户”这一细分领域，并提供证券交易、财富管理、养老金账户、零售银行（住房抵押贷款等与相关银行合作提供）等一站式综合金融服务，此外还为 RIA（独立投资顾问）提供全方位服务平台。2) 持久且清晰的品牌形象。对于高度竞争的零售金融业务，品牌

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SACNO：S1120519070003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SACNO：S1120520040001

联系电话：18911534428

建设有利于巩固客户的忠诚度和吸引更多新客户，1977年，嘉信理财创始人查克（Charles Schwab）成为将自己的照片刊登在《华尔街日报》上的第一人，并且公司的服务理念“Always put the client first. No matter what”深入人心。嘉信理财的广告与市场发展支出在近10年中呈逐年提高的趋势，且占总支出的比重在5%以上。3) 在各个阶段引领行业创新，打造比较优势。收费方面，从折扣经纪到“零”佣金，从IRA账户免年费到免费购买一站式共同基金；渠道方面，从线上到线下，从电话、网络到移动端，到对RIA（独立投资顾问）提供金融服务；服务模式创新上，推出交易时间延长服务、智能投顾、混合咨询，以及最新推出零股交易，均引领了行业创新。嘉信理财创新文化与业务与回报之间已经形成良性循环，嘉信打破常规创新服务来满足客户的需求→来自新客户和现有客户的更多资产→嘉信公司更出色的财务表现与股东回报→建立长期股东价值→更多资金支持创新活动……4) 兼并收购增强业务规模与综合服务能力。兼并收购是嘉信理财发展中最为宝贵的经验之一。2000年以后，嘉信的定位曾处于美林等综合性券商和E-trade等折扣经纪商之间，并面临严重的费率竞争。嘉信最终选择了向全方位的个人金融服务方向发展，通过并购技术公司、互联网券商、投研机构和养老金管理公司等，嘉信为客户提供了更便捷的技术平台、更强投资建议、更有吸引力产品。5) 规模优势带来运营效率的提升。嘉信理财在2019年年报中将其核心竞争力总结为业务规模、运营效率、运营架构、品牌声誉、服务型文化和创新。其中业务规模和运营效率占两条。拥有庞大的客户群，来分摊运营和投资成本，规模经济将显著提升公司的利润率；运营设施的共享能有效节约成本，提供更有竞争力的价格以及多元的渠道服务，提升客户体验。2009年至今嘉信理财在运营效率方面逐步得到提升，嘉信理财的费用与客户平均资产之比自2009年的0.24%逐步下降至2019年的0.16%。嘉信单位用户资产的费用远远低于其他机构，同时更多元的服务能满足投资者不同诉求，这是嘉信当前的核心竞争力之一。

### ► “东方嘉信”初长成——东方财富：快速崛起的互联网综合金融服务商

从互联网财经资讯网站到综合金融服务商的华丽蜕变。东方财富是当前A股唯一一家拥有证券、基金、期货、保险经纪全牌照的互联网公司，独占互联网券商鳌头，其成长过程可以分为三个阶段。1) 2005-2010年的流量积累阶段：在05-07年大牛市启动前夜，依托“东方财富网”为用户提供财经证券领域垂直资讯，后通过“股吧”将用户单向点击转化为双向交流进一步聚集流量，并于2007年上线“天天基金网”提供基金资讯。此阶段公司营收主要来自广告和金融软件服务，借助2007年牛市的东风公司业务爆发式增长，后引入战投进一步发展并于2010年成功登陆创业板。此阶段成功实现海量流量聚集，但盈利方式仍在探索。2) 2012-2015年正式进入证券基金领域，变现探索获初步成功。此阶段公司积极寻找流量变现途径，在证券行业积极探索创新的背景下，2012年公司取得基金销售业务资格，在2015年牛市中基金销售业绩大增估值提升，并通过并购成功介入证券行业。此阶段市值首次突破千亿元。3) 2016年至今，探索综合金融服务。资本市场大幅波动后，公司积极探索综合金融服务，并陆续取得期货、基金管理、保险经纪等业务资格。2018年底以来市场行情向好，公司

基金销售、证券经纪及两融业务业绩大爆发，市场份额提升，2020年公司市值突破2000亿元。

**互联网基因下低价、创新、优质、多元服务有望继续集聚流量，最高层管理团队的稳定与良好的激励机制确保创新的持续进行与成功。**在介入证券投资基金等传统金融行业获得良好的盈利后，公司继续践行互联网基因下提供低价、优质服务的原则，不断打破常规提升客户体验，例如推出低价、质优的choice数据终端不断吸引机构客户，佣金费率、融资费率定价低廉不断吸引新入场投资者，尝试浪客视频直播等方式继续提升用户粘性。最高层管理团队的稳定与良好的激励机制将确保创新的持续进行与成功率。自成立以来，东方财富的实际控制人与总经理均是创始人其实先生，经过多次募资后，目前其实先生在公司持股比例仍高达21.99%，加上一致行动人则比例高达27.31%。最高层管理团队稳定能够确保创新的持续进行与成功率，这也与嘉信理财类似。此外公司已连续多次实施股票期权激励计划，充分调动了公司中高级管理人员及员工的积极性。

**“用户”向“客户”转化顺利进行中，未来财富管理将具备更大发展空间。**公司获得基金销售资格、收购证券公司以后，公司“用户”向“客户”的转化进展顺利，证券业务获得快速增长，基金代销业务稳定贡献业绩。数据显示被东财收购后，东财证券公司（原西藏同信证券）经纪交易业务、两融业务市场份额获快速提升。其中，经纪交易额市占率从2014年的0.2%大幅度提升至2019年的2.8%，两融业务收入市占率从2014年的0.1%提升至2020H1的1.7%，用户向客户的转化仍在进行中，未来证券业务的市场份额有望进一步提升。公募基金市场前景广阔，公司旗下的天天基金变现能力稳健，核心货币基金产品“活期宝”对高换手客户有较强粘性。基金代销业务方面销售额持续提升，2019年销售额达到6589亿元。此外公司已获得公募基金管理资格、保险经纪牌照顺利切入财富管理这个更大的蓝海，在当前我国居民资产从房产向金融产品转移，财富管理业务大发展的背景下，未来公司在财富管理领域将有更大的发展空间，东方财富的海量流量有望后续继续获得更加多元的变现。

**投资建议：**我们预计东方财富2020-2022年营业收入分别为69亿元、88亿元、108亿元，分别同比+63%、+28%和+23%；归母净利润分别为38亿元、51亿元和65亿元，分别同比+105%、36%和27%，当前（8月4日）股价对应2020-2022年EPS分别为58.5X、43.1X和33.9X PE。目前可比公司估值对应2020年为67.3X PE，保守估计我们认为公司至少能达到这个估值水平，对应股价31.3元，首次覆盖我们给予东方财富（300059）“买入”评级。

### 风险提示

股票市场交易量大幅下滑造成公司经纪交易业务业绩下滑；股票市场两融业务大幅下滑造成公司利息净收入下滑；公司证券经纪业务和两融业务市占率上行进度不达预期；公司公募基金代销业务受互联网巨头冲击，认申购及保有量市占率下滑带来公司电子商务部分业绩下滑；市场大幅波动带动公

司估值下移。

盈利预测与估值

重点公司

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300059	东方财富	27.74	买入	0.27	0.47	0.63	0.80	119.8	58.5	43.1	33.9

资料来源：Wind，华西证券研究所，注：股价为 2020 年 8 月 5 日收盘价

正文目录

前言	8
1. 嘉信理财：美国最大互联网券商，个人金融服务市场的领导者	9
1.1. 起步于折扣券商，为大众富裕客户提供全方位金融服务	9
1.2. 打造个人投资者与投资顾问的一站式财富管理平台	10
1.3. 财务表现优异，ROE 及收入利润增速维持较高水平	13
1.4. 全美券商市值前三，较之传统大行，享受长期溢价	15
2. 公司成长路径：顺势而为，把握机遇，不断创新	17
2.1. 第一阶段，1970S 通过折扣经纪积累初始流量	19
2.2. 第二阶段，1980-1994 向资产集合商转型	20
2.3. 第三阶段，1995-2000 转型为互联网券商：大胆革新，取得突破	20
2.4. 第四阶段，2001-2007 年，全面转型综合理财	20
2.5. 第五阶段，2008 年至今，财富管理升级	21
3. 商业模式详解：嘉信理财收入的三驾马车	22
3.1. 经纪业务：零佣金制积累账户资源，交易收入不断萎缩	22
3.2. 资产管理及财富管理费：整体费率下滑明显，咨询类顾问服务费收入提升	25
3.3. 净利息收入占比不断提升成为目前占比最大的收入	31
4. 嘉信理财成功的关键要素总结：	35
4.1. 聚焦：围绕大众富裕客户提供一站式综合金融服务	35
4.2. 清晰且持久的品牌形象	36
4.3. 审时度势引领创新、打造比较优势	38
4.4. 兼并收购增强业务规模与综合服务能力	41
4.5. 规模优势带来运营效率的提升	41
5. “东方嘉信”初长成——东方财富：快速崛起的互联网综合金融服务商	43
6. 盈利预测和估值	46
7. 风险提示	48

图表目录

图 1 嘉信理财客户定位为大众富裕客户.....	9
图 2 嘉信理财户均资产远高于亚美利、亿创理财等典型的互联网券商.....	10
图 3 公司致力于打造个人投资者与投资顾问的一站式财富管理平台.....	11
图 4 独立投资顾问是嘉信理财的重要合作方及拓展客户渠道.....	11
图 5 嘉信理财三大支柱业务：证券经纪、财富管理、零售银行.....	12
图 6 嘉信理财 2019 年总收入及基于收费、交易的收入明细.....	13
图 7 2006 年以来嘉信公司的 ROE 维持较高水平.....	14
图 8 2009 年以来嘉信公司的收入复合增速达 10%.....	14
图 9 2009 年以来嘉信公司的净利润复合增速达 16%.....	15
图 10 从 2019 年市值、收入利润及资产指标看，嘉信理财是美国仅次于摩根士丹利与高盛的第三大券商.....	16
图 11 03 年至 18 年嘉信理财股票年化收益率达 17.5%，远超标普 500.....	17
图 12 嘉信理财的成长路径.....	18
图 13 嘉信理财的成长路径（续）.....	19
图 14 各项业务收入.....	22
图 15 各项业务收入占比.....	22
图 16 嘉信理财佣金占比持续下降.....	24
图 17 嘉信理财经纪账、退休金账户及银行账户均持续增长.....	24
图 18 嘉信理财客户资产规模持续增长，2019 年底客户资产超 4 万亿美元.....	25
图 19 资产管理与财富管理业务收入中顾问咨询费占比最高，为 37%.....	26
图 20 资产管理与财富管理收入及占比.....	27
图 21 嘉信理财资产管理及财富管理收入明细及占比.....	27
图 22 嘉信理财资产管理及财富管理规模明细及占比.....	28
图 23 嘉信理财资产管理及财富管理费率.....	28
图 24 嘉信自营基金、OneSource 平台、其他第三方基金占比分别为 40%、17%、43%.....	29
图 25 嘉信资产管理公司指数基金、ETF 以及货币市场基金排名靠前.....	30
图 26 嘉信理财的利息收入逐年升高并成为目前占比最大的收入来源.....	31
图 27 资金来源主要来自银行存款（BankDeposit）、应付经纪客户款、非计息资产.....	33
图 28 负债端银行存款占比逐年提升 2019 年占比 79%.....	33
图 29 整体负债成本极低，2019 年为 0.39%.....	33
图 30 资产配置的主要方向是持有至到期证券、银行贷款.....	34
图 31 资产配置中持有至到期证券占比逐年提升 2019 年占比 50%.....	34
图 32 经纪客户应收款收益率最高，2019 年为 4.2%，生息资产综合收益率 2.8%.....	34
图 33 利差与美国十年期国债收益率显著正相关.....	35
图 34 过去 15 年嘉信银行存款与客户资产比例持续提升.....	35
图 35 嘉信理财的基础价值理念在于将客户放在第一位.....	36
图 36 广告与市场发展支出.....	37
图 37 推广支出占营业支出的比重.....	37
图 38 推广支出占营业收入的比重.....	37
图 39 近年来嘉信理财逐年增设网点.....	38
图 40 持续地进行产品、服务、收费及渠道创新.....	39
图 41 嘉信理财创新活动的良性循环.....	39
图 42 开发软件的资本化支出及在营收中占比.....	40
图 43 通过兼并收购增强业务规模与综合服务能力.....	41
图 44 嘉信理财的六大竞争优势.....	42
图 45 成本支出/客户平均资产指标嘉信理财在同类券商中最低.....	42
图 46 近十年来嘉信理财的利润率持续提升.....	43
图 47 东方财富发展历程.....	44
图 48 公司营业收入持续快速增长.....	45
图 49 公司净利润持续快速增长.....	45
图 50 东方财富证券历年各项业务收入情况.....	45
图 51 东方财富证券经纪业务、利息收入占比提升.....	45
图 52 东方财富证券经纪交易收入市占率持续迅速提升.....	45

图 53 东方财富证券两融业务收入市占率持续迅速提升 .....	45
图 54 东方财富证券经纪交易额市占率持续提升 .....	46
图 55 东方财富基金第三方销售额 .....	46
表 1 嘉信所能提供的服务类型 .....	9
表 2 嘉信理财拥有较高的财务回报率与估值 .....	16
表 3 嘉信理财交易业务佣金收费标准 .....	22
表 4 嘉信理财顾问咨询类方案及收费 .....	29
表 5 相比美国传统银行嘉信银行账户竞争优势明显 .....	31
表 6 嘉信理财的大股东持股情况 .....	40
表 7 东方财富盈利预测表 .....	47
表 8 可比公司估值 .....	47

## 前言

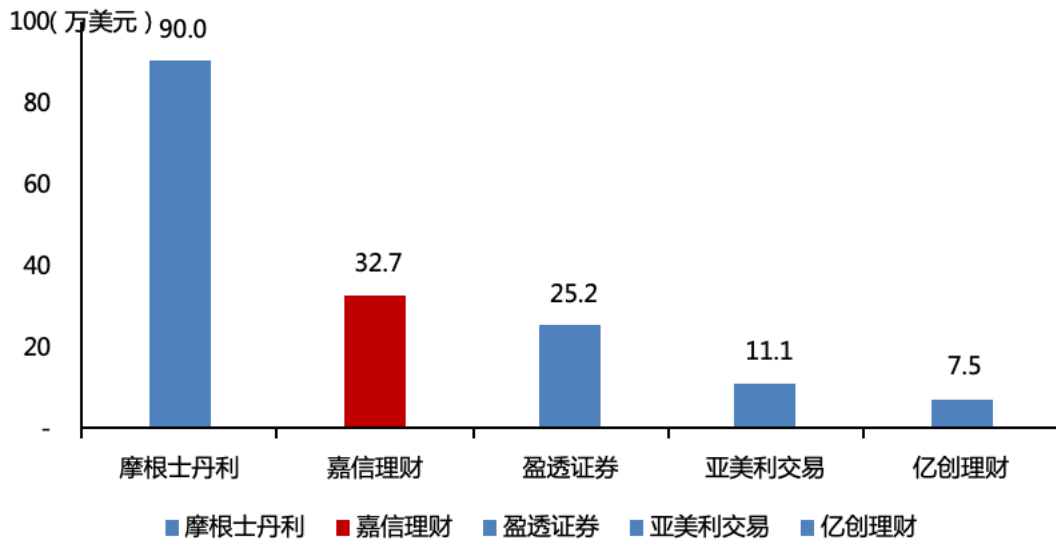
1975 年美国佣金自由化后，经纪业务竞争加剧，行业整体佣金收入受到挤压。美国各投行开始进行业务多元化发展的探索，经过 40 多年的业务创新与业务聚焦，逐渐形成当下差异化的多种商业模式与形态：侧重机构业务、重资产业务的大型综合性超级投行，以高盛、摩根士丹利为代表（金融危机以来财富管理业务的重要性在提升）；以折扣券商起步并发展成为专注于零售财富管理与顾问服务的综合金融服务商嘉信理财；聚焦社区零售经纪与财富管理业务服务商爱德华琼斯；专注于并购交易财务咨询业务的精品投资银行 Evercore、Lazard，以及以三、四板市场起家的杰弗瑞集团等，过去他们都获得了相当不错的股东回报率。

与美国投行业经历的路径一样，今天的中国券商行业正经受着佣金市场化的痛苦锤炼，然而目前国内 130 多家券商依然同质化严重、专业能力不足。除了佣金下滑的困境，中国金融业的加速开放、混业经营进程的推进也给国内券商带来了更多挑战，未来如何提升专业能力与竞争力是中国证券行业面临的重大课题。2019 年 7 月中国证监会发布《证券公司股权管理规定》，对证券行业采取分类管理，鼓励头部券商发挥杠杆作用做大做强，并支持中小券商差异化、专业化、特色化发展。

证券行业应该如何差异化发展，如何发展综合性的大券商和精品投行，我们接下来将进行海外券商商业模式系列研究，探讨各种模式成功的关键因素，以期对我国的证券行业发展有所借鉴，同时发掘潜力标的。本文首先研究美国券商成长股的典型代表嘉信理财。



图2 嘉信理财户均资产远高于亚美利、亿创理财等典型的互联网券商



资料来源：公司年报、华西证券研究所

嘉信为个人投资者提供全方位证券交易、资产管理与财富管理（含全品类零售财富管理、RIA 服务、养老金服务）、零售银行服务等。

表1 嘉信所能提供的服务类型

账户	投资产品	投资管理	交易	银行业务
经纪与交易	共同基金	<b>有指导的自动投资：</b>	交易定价	高收益投资者支票
退休和IRA	ETF	嘉信理财智能投资组合	交易平台和工具	存款
全球交易	指数基金和ETF	嘉信理财智能投资组合附加值	交易专家	房屋贷款和利率
信托，遗产和慈善	股票	<b>定制投资管理：</b>		抵押资产线
教育与监护	Schwab股票切片	嘉信理财私人客户		
机构帐户	债券，大额定期存单和固定收益	嘉信理财咨询顾问网络	<b>投资工具与研究</b>	<b>专业解决方案</b>
个人退休帐户	货币市场基金	<b>其他解决方案：</b>	计算收益	小型企业
<b>退休</b>	年金	嘉信理财管理组合	研究	信用卡
计算需要多少钱才能退休	现金解决方案	托管帐户选择	专家基金精选	个人信托服务
退休	保证金贷款	ThomasPartners®策略	投资组合概述	保险
退休收入解决方案	期权	Windhaven®策略	投资组合评估	
嘉信理财智能收入管家	期货			
	全球投资			
	社会责任投资			

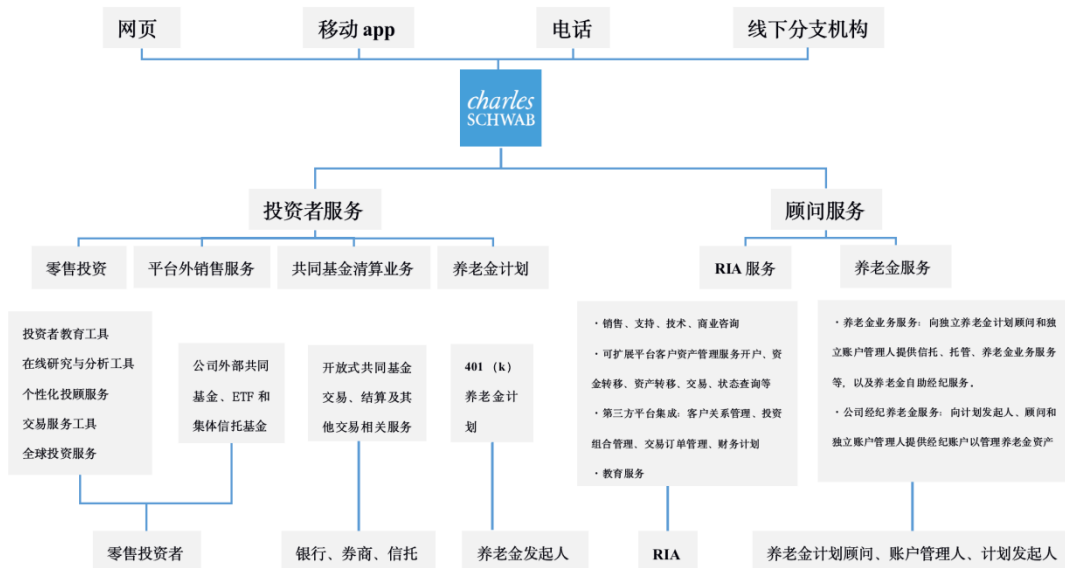
资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 1.2. 打造个人投资者与投资顾问的一站式财富管理平台

嘉信理财有两大业务分部，投资者服务和顾问服务。投资者服务部为个人投资者提供零售经纪和银行服务，为企业及其雇员提供退休计划服务以及其他企业经纪服

务。顾问服务部门向 RIA（独立的注册投资顾问），独立的退休顾问和记录保存人提供保管，交易，银行和支持服务以及退休业务服务。

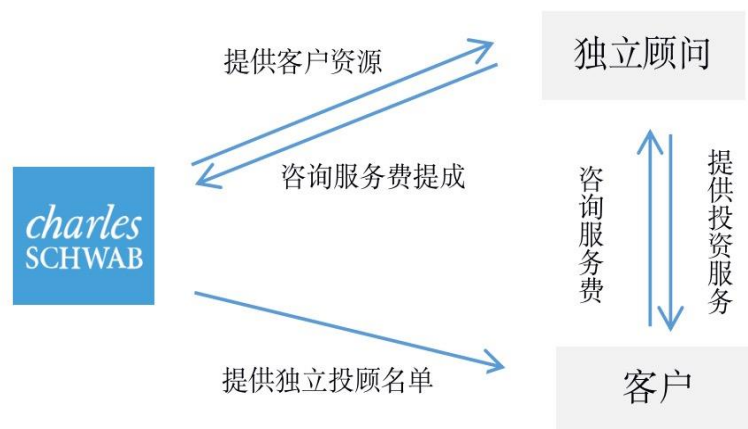
图 3 公司致力于打造个人投资者与投资顾问的一站式财富管理平台



资料来源：公司年报，华西证券研究所

与其他证券经纪公司投资顾问看作竞争者的竞争策略不同，嘉信把投资顾问看作联系投资者的独特渠道，并为投资顾问提供低成本高效率的账户管理、交易结算服务、研究工具支持等服务。嘉信成为投资顾问的后台管理人并通过与他们合作扩大了客户资源。

图 4 独立投资顾问是嘉信理财的重要合作方及拓展客户渠道



资料来源：嘉信理财，华西证券研究所

借助美国金融混业经营的特征，嘉信理财的业务齐全，能够为客户提供证券经纪、财富管理、银行、期货、信托等多种服务。其中，嘉信理财的三大支柱业务是证券经纪、财富管理、零售银行。目前公司主要通过 3 家子公司实现业务经营，一是 Charles Schwab & Co., Inc. (CS&Co)，成立于 1971 年，是证券经纪商。它在国内 48 个州设有 360 多个分支机构，同时在波多黎各联邦也有一个分支机构。此外，还通过 CSC 其他子公司由英国和中国香港的分支机构为客户提供服务；二是 Charles

Schwab Bank (CSB)，是其主要银行实体；三是嘉信理财投资管理有限公司 (CSIM)，嘉信理财自营共同基金 (Schwab Funds) 以及其交易所买卖基金 (Schwab ETFs) 的投资顾问。

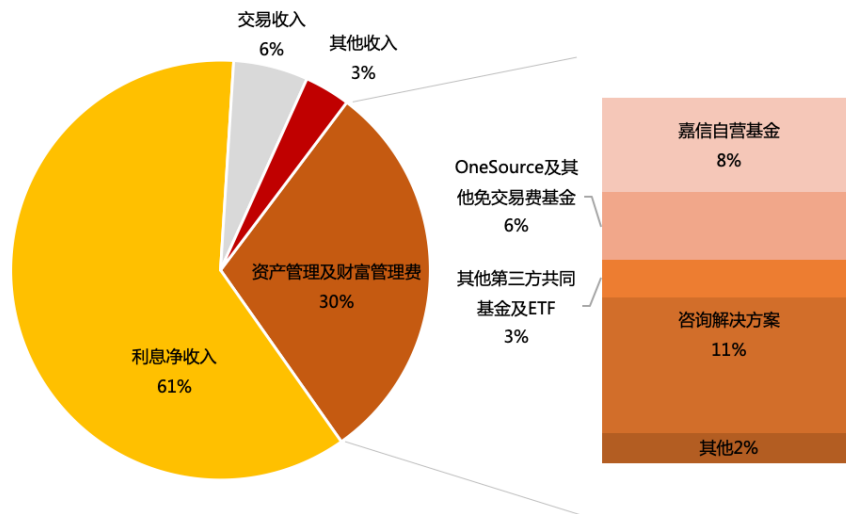
图 5 嘉信理财三大支柱业务：证券经纪、财富管理、零售银行



资料来源：公司年报，华西证券研究所

收入构成来看，2019 年基于资产管理与财富管理的收入占比 30%，基于交易的收入占比 6%，净利息收入占比 61%，其他收入占比 3%。进一步分拆资产管理与财富管理收入可以发现，基于嘉信自营基金的收入占比 8%，基于 OneSource 及其他免交易费基金的收入占 6%，基于其他第三方共同基金及 ETF 的收入占 3%，咨询解决方案的收入占比 11%，其他收入占比 2%。

图 6 嘉信理财 2019 年总收入及基于收费、交易的收入明细

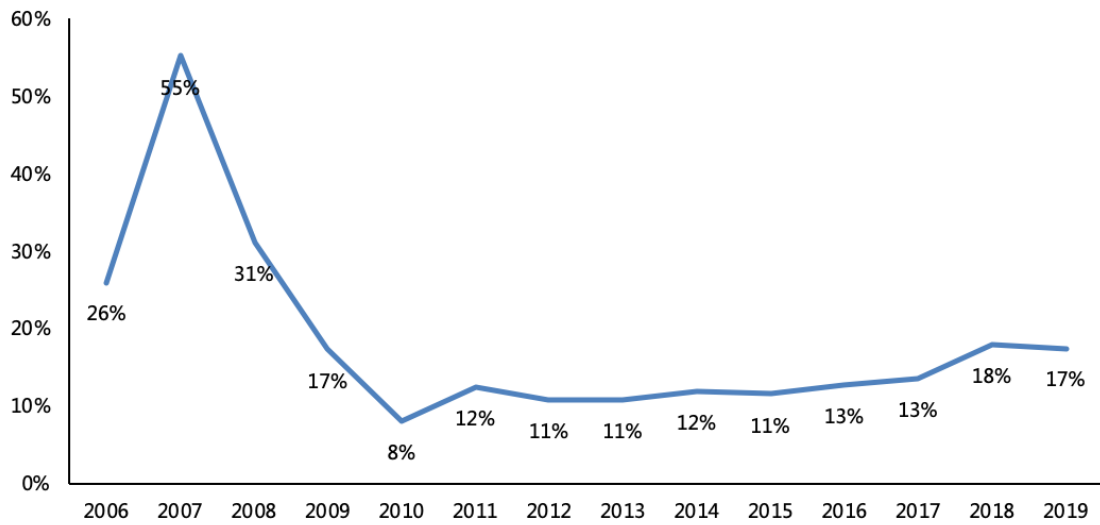


资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 1.3. 财务表现优异，ROE 及收入利润增速维持较高水平

2006 年公司的 ROE 为 26%，2007 年上升到 55%，反映了出售美国信托收益增长。2008 年的股东权益回报率为 31%。此后，公司 ROE 水平持续下降，但得益于公司降低成本的措施和持续的费用纪律，2011 年到 2017 年，嘉信理财 ROE 稳定在 11%-13% 水平，2018 年以后增长至 18% 左右。

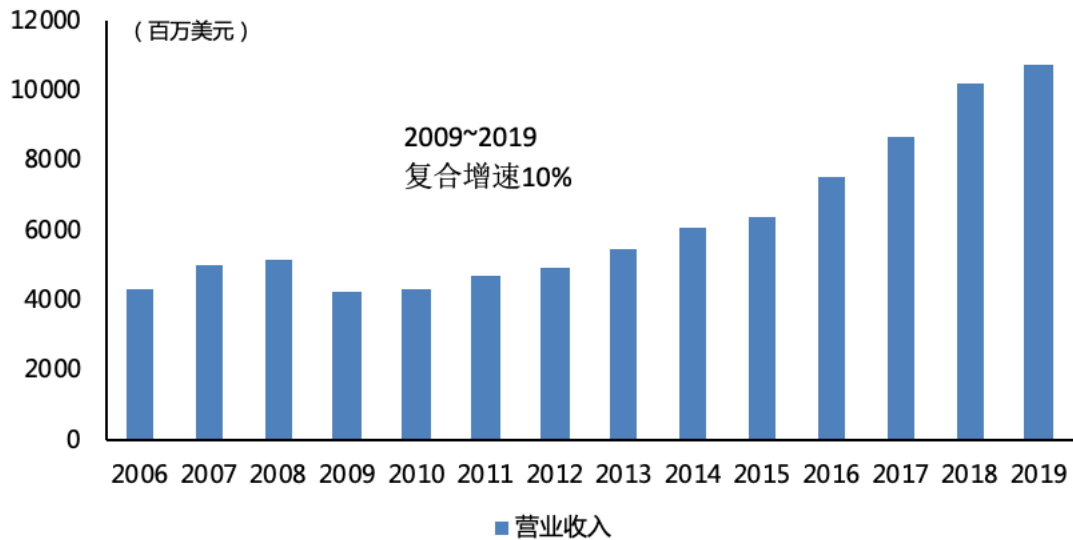
图 7 2006 年以来嘉信公司的 ROE 维持较高水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

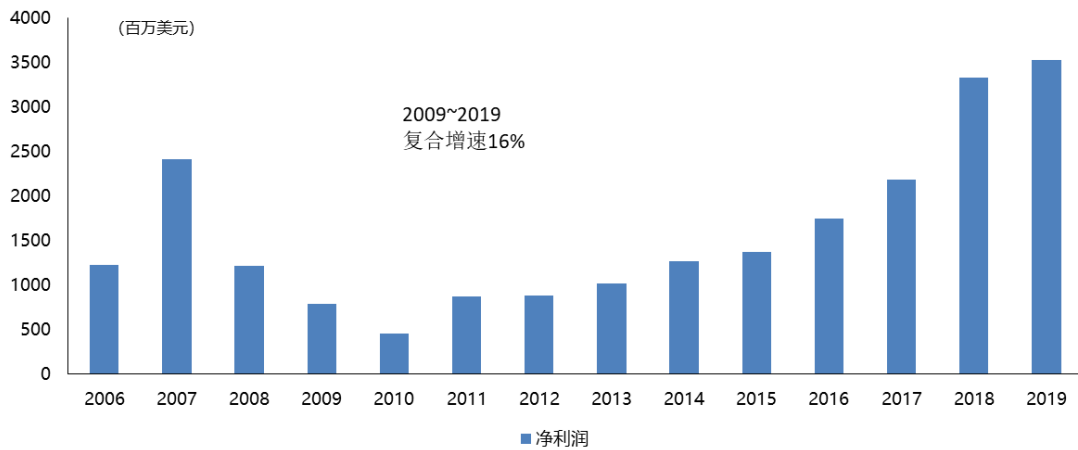
不仅 ROE 持续保持高水平, 嘉信理财的收入也维持了高增长。2019 年公司营收 107 亿美元, 2009 年以来收入复合增速达到 10%; 净利润 37 亿美元, 较 2009 年复合增速 16%。

图 8 2009 年以来嘉信公司的收入复合增速达 10%



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 9 2009 年以来嘉信公司的净利润复合增速达 16%

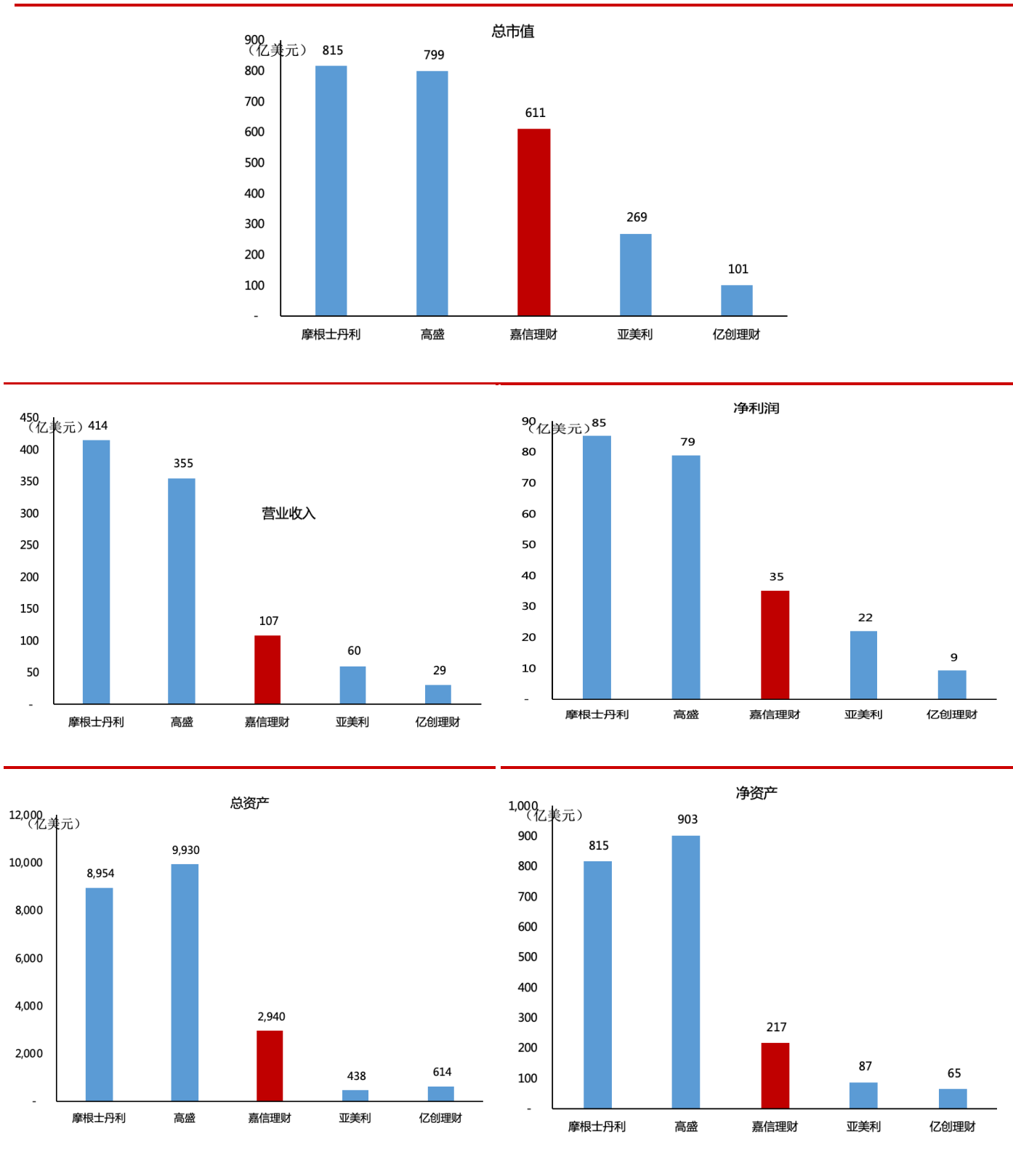


资料来源: wind, 华西证券研究所

### 1.4. 全美券商市值前三，较之传统大行，享受长期溢价

嘉信理财 2019 年末总市值 611 亿美元，2019 年营业收入、净利润分别为 107 亿美元、35 亿美元，总资产、净资产分别为 2940 亿美元和 217 亿美元，市值、收入利润及资产指标均处于同业的第三位。

图 10 从 2019 年市值、收入利润及资产指标看，嘉信理财是美国仅次于摩根士丹利与高盛的第三大券商



资料来源：Wind，华西证券研究所

嘉信理财的 ROE 长期高于传统券商，相应估值也高于传统券商。多年来嘉信理财拥有较高的财务回报率以及较高的估值，成为美国表现最好的券商股之一。

表 2 嘉信理财拥有较高的财务回报率与估值

	SCHW.N			GS.N			MS.N			RJF.N			JEF.N		
	ROE	PB	LV	ROE	PB	LV	ROE	PB	LV	ROE	PB	LV	ROE	PB	LV
2006	26%	5.5	9.8	30%	3	20.7	23%	3	31.7		2.4	7.1	5%		1.4
2007	55%	8.7	11.3	27%	2.2	22.4	10%	1.6	33.4	16%	2.2	8.2	10%	2.2	1.5
2008	31%	4.6	12.7	4%	0.7	13.4	4%	0.5	13	13%	1.1	9.8	-61%	0.8	1.9
2009	17%	4.5	14.9	17%	1.3	11.8	3%	0.9	14.6	8%	1.4	8.2	16%	1.4	1.5
2010	8%	3.4	14.9	11%	1.1	11.6	9%	0.7	12.3	11%	1.8	6.9	34%	1.5	1.3
2011	12%	1.9	14.1	6%	0.6	12.9	7%	0.5	10.7	11%	1.5	6.2	0.40%	0.9	1.4
2012	11%	1.9	13.9	10%	0.8	12.3	0.10%	0.6	11.2	10%	1.6	5.7	13%	0.9	1.3
2013	11%	3.3	13.8	10%	1	11.6	5%	0.9	12.1	11%	2	5.8	4%	1	4.6
2014	12%	3.4	13.1	11%	1	10.3	5%	1	11.1	12%	2	5.3	2%	0.8	5
2015	11%	3.3	13.7	7%	0.9	9.9	8%	0.8	10.3	12%	1.8	5.5	3%	0.6	4.3
2016	13%	3.9	13.6	9%	1.3	9.8	8%	1.1	10.6	11%	2	6.1	1%	0.8	4.2
2017	13%	4.5	13.1	5%	1.3	11.1	8%	1.3	10.9	12%	2.3	6.1	2%	0.9	4.5
2018	18%	3.1	14.3	12%	0.8	10.2	11%	1	10.5	14%	1.7	5.8		0.5	
2019	17%	3.3	13.5	9%	1	10.8	11%	1.1	10.8	16%	1.9	5.8	10%	0.6	5.1
均值	18%	4	13.3	12%	1.2	12.8	8%	1.1	14.5	12%	1.8	6.6	3%	1	2.9

资料来源: Wind, 华西证券研究所

2000 年美国互联网泡沫破裂后, 嘉信理财股价 2003 年 3 月达到最低点, 至 2018 年 6 月达到最高点, 15 年涨幅超 10 倍 (期间标普 500 涨幅 348%), 年化收益率达 17.5% (期间标普 500 年化收益率 10.5%), 成为典型的成长券商股。

图 11 03 年至 18 年嘉信理财股票年化收益率达 17.5%, 远超标普 500



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 公司成长路径: 顺势而为, 把握机遇, 不断创新

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 12 嘉信理财的成长路径



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 13 嘉信理财的成长路径（续）

□ 2008-至今：

财富管理升级

背景：  
2007-2008 年全球金融危机

- 2008 改进业务网站 Schwab.com 和在线社区 StreetSmart Pro, 开设专注活跃交易的在线社区
- 2009 推出首个免佣金 etf 以及 Real Life Retirement 系列目标日期基金
- 2010 推出嘉信理财手机客户端
- 2013 推出嘉信理财 ETF OneSource 平台、“质量保证服务” (Accountability Guarantee)
- 2015 推出 AppleWatch App, 与 iPhone 应用互联
- 2016 推出机构智能投资组合 ( Institutional Intelligent Portfolios)
- 2018 在奥斯汀和旧金山开设创新加速器 Digital Accelerator hubs, 为零售客户提供创新数字解决方案
- 2019 将美国股票、ETF 和期权的在线交易佣金从 4.95 美元降至零
- 2020 推出零股交易服务 (Schwab Stock Slices )

资料来源：公司年报，华西证券研究所

嘉信理财最早可以追溯到 1963 年创始人 Chuck Schwab 跟另外两个合伙人所发起的投资咨询简报。1971 年，他们在加利福尼亚注册成立了 First Commander Corporation，主要从事传统证券经纪商服务，并向投资者提供标准化的交易简报，它是嘉信理财的前身。1973，正式更名为“嘉信公司” (Charles Schwab & Co., Inc.)。嘉信理财近 50 年的发展历程可以归纳为四个阶段，第一阶段 1970s 折扣经纪商，第二阶段 1980-1994 年向资产集合商转型，第三阶段 1995-2000 年互联网券商，第四阶段 2001 年至今，全面转型综合理财。

## 2.1. 第一阶段，1970S 通过折扣经纪积累初始流量

1975 年 5 月 1 日，美国国会通过《证券交易修订法案》，废除已实行了 183 年的固定佣金制度。在大部分华尔街券商还没意识到这将对整个行业产生变革性的影响甚至不少公司选择对零售经纪业务上调佣金率之时，嘉信率先于同业推出折扣经纪业务，并开设实体网点。在折扣股票经纪大量出现之后，嘉信率先于 1979 年建立了自动化交易和客户纪录保持系统，因其为客户提供增值的折扣经纪业务而再次领先对手。

折扣股票经纪的成功使嘉信的收入从 1977 年的 460 万美元增长到 1988 年的 3.92 亿美元，占到折扣经纪业务市场份额的 40%。

## 2.2. 第二阶段，1980-1994 向资产集合商转型

里根时代股市开启长牛、养老金加快入市、居民财富快速积累。券商行业因此不断涌入新经纪客户，更为其股指类产品和 ETF 类产品打开销售空间。同时美国于 1982 年出台雇员退休收入保障法案以激励人们采用个人退休账户 IRA 及 401(k) 账户，嘉信理财转型资产集合商、实现客户规模的增加和资产的沉淀。

1980 年嘉信推出全行业首个 24 小时报价服务系统，1982 年推出 IRA（美国个人退休账户），1983 年推出基金销售、电子报价系统，1984 年推出共同基金超市（Mutual Fund Market Place），1987 年在纽交所上市，面向独立投资顾问推出服务，1989 年提供自动化电话经纪业务 TeleBroker，取代“嘉信报价”系统，并采用即时交易报价系统，1990 年推出货币市场基金服务 Schwab Funds，1991 年推出股票指数基金 Schwab 1000Fund。

1992 年，嘉信理财取消对 IRA 账户收取年费并创造了共同基金零售业务系统 OneSource，这一共同基金 OneSource 平台，是全美首个免附加费和交易费共同基金超市。通过这个系统，投资者可以免交易费进行投资，基金公司能够通过少量费用找到基金购买者，降低双方的交易成本。该基金交易系统的成功使嘉信理财在 1994 年通过共同基金服务赚取的收入达到了 1.61 亿美金。

## 2.3. 第三阶段，1995-2000 转型为互联网券商：大胆革新，取得突破

这一时期的美国证券业，“互联网”和“大牛市”是代名词。1995 年，美国的个人电脑销售总量首次超过了电视机，大部分家庭都开始用上互联网；从这一年到 2000 年，标普 500 指数累计上涨了 200% 以上。嘉信并没有最早采取全面互联网战略。1992 年，E·Trade 通过美国在线等互联网公司提供在线交易服务，其佣金在 1994 年不到嘉信的四分之一，Ameritrade 也加入佣金战，这对嘉信的市场地位构成威胁。

1995 年，嘉信理财公司网站 Schwab.com 上线，推出独立的 RIA（registered investment advisor）项目平台，同年收购英国折扣经纪商 ShareLink，收购美国最大的 401(k) 计划服务商 HamptonCompany。1996 年，推出著名的 eSchwab，即网上交易。越来越多客户通过 eSchwab 账户登录嘉信官网，进行日常的证券交易。其传统经纪服务价值链以营业网点和经纪人为支点，传统经纪业务与 eSchwab 不断产生冲突。

在公司首席执行官波特鲁克（David Pottruck）和公司董事长施瓦布（Charles Schwab）的推动下，整个 1997 年，嘉信公司工作的重点是将原有嘉信整体并入佣金更低、更受客户欢迎的 eSchwab。1998 年，嘉信公司完成整合，结束价格双轨制。整合后的嘉信理财，由于佣金收入减少，利润下降，公司股价一度下跌 20% 以上。然而向互联网经纪转型的战略最终经受住时间的考验，换来了成本的下降，以及客户数量和资产规模的迅速扩张。1998 年底，嘉信的在线经纪账户数达到 200 万。短痛之后，嘉信的市值迎来数倍增长。

## 2.4. 第四阶段，2001-2007 年，全面转型综合理财

20 世纪末欧洲开始出现德银、瑞银等“全能银行”，加速全球扩张，美国商业银行与独立投行均感受到较强的冲击。1999 年美国《金融服务现代化法案》发布，银行、证券、保险联营获政策许可，金融混业时代来临。嘉信顺势布局混业业务。2000

年，互联网泡沫破灭，小布什时期主导大幅降息促进房地产投资，嘉信有效提升财务杠杆，加大波动率低的“类贷款”等业务的投入。

嘉信理财是美国引入无限理财服务的先行者。2002年，推出嘉信理财股票评级系统 (Schwab Equity Ratings)，为投资研究和产品评价提供智力支持。同年推出嘉信私人客户服务 (Schwab Private Client)、嘉信理财顾问网络系统 (Schwab advisor Network)，以给大众富裕客户提供咨询服务，并搭建外部投顾在线服务客户的业务平台。2003年，嘉信银行成立并引入嘉信理财小型股基金。此阶段虽然银行业务不是嘉信理财的重点，但客户证券账户与银行账户逐步对接，嘉信理财收入结构更加的多元化，并完成了证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。

2005年，开始免除零售账户和小企业退休计划账户服务费，开始向所有客户提供嘉信理财股票评级服务 (Schwab Equity Ratings) 并推出目标基金。此后，丰富的产品线成为客户对嘉信的核心认知。2006年，嘉信降低交易佣金并推出嘉信理财管理投资组合 (Schwab Managed portfolio) 为5万美元起步的中小客户提供专业化的财富管理方案。2007年，收购专为计划退休人群提供解决方案的401(k)公司——退休计划提供商。

## 2.5. 第五阶段，2008年至今，财富管理升级

2007-2008年的全球金融危机在相当大程度上改变了投资者对于大类资产风险收益的认知，追求Alpha收益的主动管理型基金增长势头不乐观，以ETF基金为代表的被动投资开始爆发性增长，嘉信也顺势而为，专注自身的财富管理优势，着力发展ETF产品。

2008年，嘉信改进业务网站 Schwab.com 和 StreetSmart Pro，开设了专注于活跃交易的在线社区。在金融危机的阴影下，投资者风险偏好更加保守，并且在费率上表现敏感。2009年起，嘉信继续丰富其共同基金产品线，并降低旗下多个投资品种的交易费率。2009年，在 Schwab.com 推出了首个免佣金 etf 并推出 Real Life Retirement 系列目标日期基金。2013年，推出嘉信理财 ETF OneSource 平台，为客户提供免交易费 ETFs。2019年这个产品已经囊括了539只ETF。

在这段时期，嘉信也大力拥抱金融科技。2010年，嘉信理财首次推出手机客户端，方便客户移动交易。2015年，推出 AppleWatchTMApp，与 iPhone 应用互联。2016年推出机构智能投资组合 (Institutional Intelligent Portfolios) 服务，其基于现代投资组合理论，通过构建差异化的ETF组合，帮助资金体量偏小的投资者实现全球资产配置。为了适应退休金投资客户的需求，嘉信同年推出了用低成本ETF作为底层资产的目标日期基金 SchwabTarget Index Funds。2018年，嘉信在奥斯汀和旧金山两个城市开设了创新加速器 Digital Accelerator hubs，致力于为零售客户提供创新的数字解决方案。

嘉信致力于提升客户的投资体验，增强客户粘性。2008年开辟聚焦于活跃交易的线上社区，方便投资者交流。2013年推出“质量保证服务”(Accountability Guarantee)，只要投资顾问不满意公司提供的服务，公司就会退还一个季度的项目费用。后来，嘉信又进一步面向个人投资者推出“满意度服务”(Satisfaction Guarantee)，如果由于某种原因客户不完全满意，嘉信将退还费用或佣金，并改进以达到客户满意。银行客户也享受有类似服务。2019年10月，嘉信理财宣布将把美国股票、ETF和期权的在线交易佣金从4.95美元降至零，彻底进入网络交易零佣金时代。2020年嘉信理财推出零股交易服务 (Schwab Stock Slices)。

### 3. 商业模式详解：嘉信理财收入的三驾马车

嘉信理财收入来源以息差业务、资产管理与财富管理业务和经纪业务为主，三者共占总营收 90%以上。近 5 年来伴随美联储加息周期加之嘉信银行存款规模上升，利息净收入占比提升，交易收入、资产管理和财富管理业务收入占比下滑。2013 至 2019 年间，净利息收入占比从 36% 上升至 61%，成为最重要的收入来源；资产管理与财富管理业务收入占比从 43% 下降至 30%；交易收入占比从 17% 下降至 6%。

图 14 各项业务收入

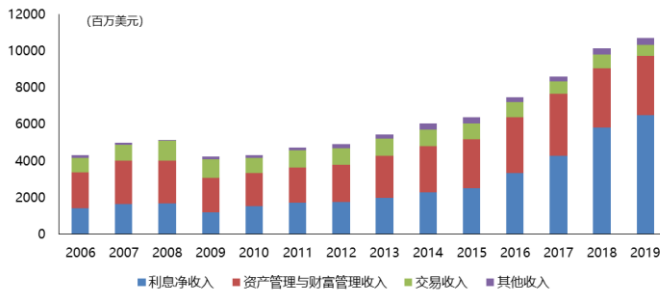
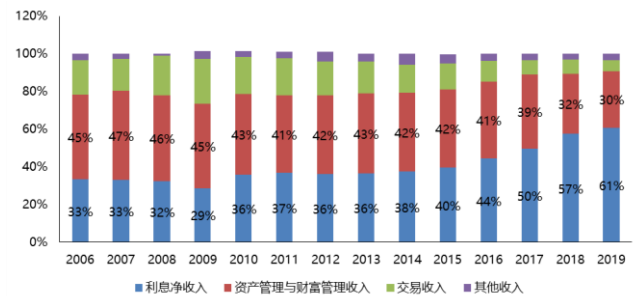


图 15 各项业务收入占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

资料来源：公司年报，华西证券研究所

嘉信理财通过低佣金经纪业务吸引海量客户资源，低资管费率及全面的资管服务进一步加强客户粘性，为嘉信银行引入大量极低成本的客户资金存款来发展息差业务。三大业务板块相辅相成、协同发展，构成嘉信理财独特的盈利生态圈。

#### 3.1. 经纪业务：零佣金制积累账户资源，交易收入不断萎缩

经纪业务的净收入来源是交易收入。交易收入包括为客户进行个人股票、期权、期货、固定收益证券以及某些第三方共同基金和 ETF 的交易而获得的佣金，以及主要通过支持固定收益证券的客户交易而获得的做市收入 (Principal Transaction)。嘉信理财为用户提供了 9 种交易账户，分别为证券经纪账户、个人退休账户 (IRA)、交易服务账户、全球账户、小企业退休计划、信托房产和慈善账户、大学储蓄账户、组织账户以及自我导向型账户 (PCRA)。不同类型的账户最低金额和交易佣金不同，提供的服务也有所不同，下图列示各类别证券交易的收费标准。

表 3 嘉信理财交易业务佣金收费标准

类别		交易方式	收费标准
股票和ETF		网上交易	\$0
		自动电话交易	\$0+\$5.00服务费
		经纪人协助的行业	\$0+\$25.00服务费
共同基金	SchwabFunds® andthousandsofotherfun dsthroughSchwabMutual	网上交易	\$0
		自动电话交易	\$0
		经纪人协助的行业	\$0+\$25.00服务费
	所有其他基金	网上交易	每次购买最高\$49.95每次赎回\$0
		自动电话交易	每次购买最高\$49.95每次赎回\$0
经纪人协助的行业	网上定价+\$25.00服务费		
期权		网上交易	\$0(基本佣金)+每张合约\$0.65
		自动电话交易	每张合约0.65美元+5.00美元服务费
		经纪人协助的行业	每张合约\$0.65+\$25.00服务费
期货		网上交易	每张合约\$1.50
期货期权		经纪人协助的行业	每张合约\$1.50
固定收益	新发行, 包括CD	网上交易	出售价格已包含在销售价格中
		经纪人协助的行业	出售价格已包含在销售价格中
	国债, 包括拍卖和次级: 国 债, 国库券, 国库券和TIPS	网上交易	\$0
		经纪人协助的行业	\$0+\$25服务费
	其他二级交易: CD, 公司 债券, 市政债券, 政府机 构, 零息国债, 包括 STRIPS	网上交易	每张债券\$1 最低\$10 最高\$250
		经纪人协助的行业	网上定价+\$25服务费
		网上交易	\$0
优先股和房地产投资信托基 金	网上交易	\$0+\$25服务费	
	经纪人协助的行业	自动电话交易: \$0	

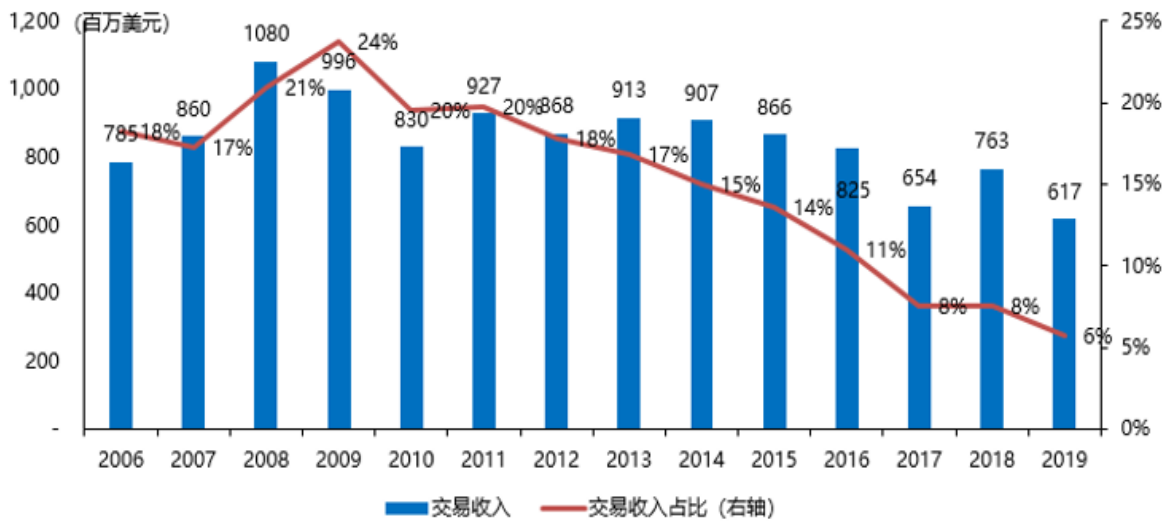
资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

嘉信理财坚持低佣金策略吸纳客户、做大规模、沉淀客户资产。嘉信理财自2000年起持续降低单笔交易佣金, 截至2019年平均每笔交易佣金仅7.26美元。在极致的低佣金策略下, 客户导流效果明显, 2006年至今, 嘉信理财活跃经纪账户数持续增长, 2006年嘉信理财活跃经纪账户数670万, 2019年1230万, 实现翻倍。

从2019年10月7日开始, 嘉信理财取消了在美国和加拿大上市的股票和ETF的在线交易佣金以及期权的基本费用, 以此体现其价值主张和提高竞争地位, 并有助于嘉信理财客户总资产和客户账户的长期增长, 从而有助于建立长期股东价值。

随着佣金的不断降低, 甚至零佣金的推行, 嘉信理财佣金收入在总营业收入中的占比不断下降。2006年佣金收入在总收入中占比尚为18%, 2019年占比下降至6%。

图 16 嘉信理财佣金占比持续下降

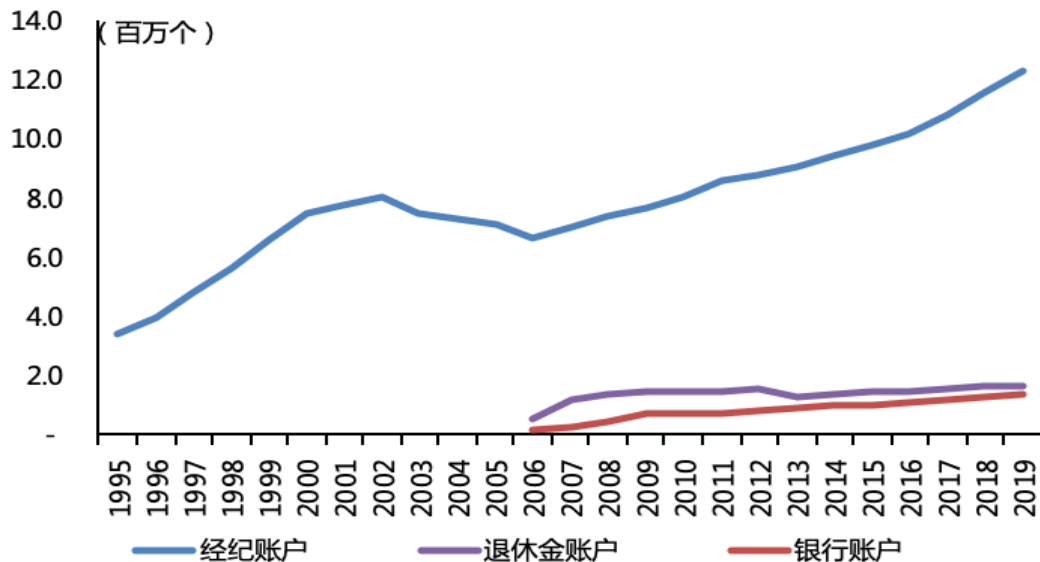


资料来源：Wind，华西证券研究所

通过比较美国主流互联网券商目前经纪佣金收入占比，嘉信理财佣金收入依赖度极低。因此，嘉信理财宣布推行零佣金策略之后，考虑佣金收入不全为股票交易佣金，公司预计在其他指标不变的情况下，零佣金举措会降低公司 3%-4% 的收入，影响极小。

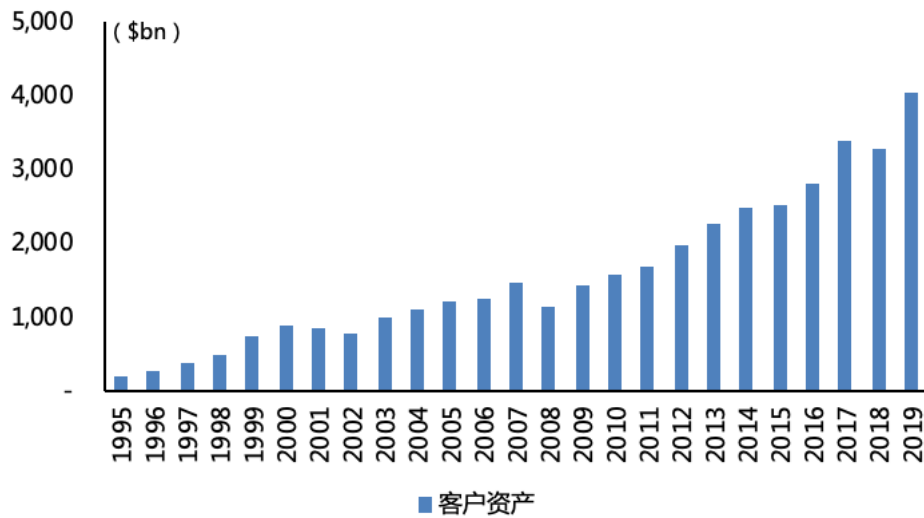
交易业务更大的意义在于引流，积累大规模客户账户及资产，这也是嘉信理财盈利的核心驱动。截至 2019 年底，嘉信理财经纪账户 1233 万，退休金账户及银行账户分别 170 万、140 万。2019 年底嘉信理财客户资产规模达 4.04 万亿美元。

图 17 嘉信理财经纪账、退休金账户及银行账户均持续增长



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 18 嘉信理财客户资产规模持续增长，2019 年底客户资产超 4 万亿美元

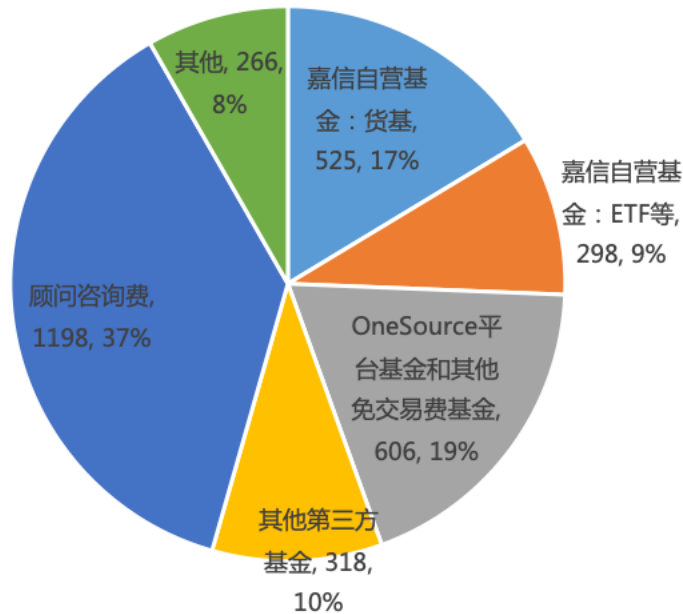


资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3.2. 资产管理及财富管理费：整体费率下滑明显，咨询类顾问服务费收入提升

资产管理及财富管理费包括：1) 嘉信自营基金管理费，2) 为第三方基金提供销售、账户管理及持有人服务等收费收入，3) 投资咨询类顾问服务费，包括投资组合、定制策略和定制投资咨询等，4) 少数其他费用，包括信托服务、账户管理及共同基金清算等其他基于资产的金融服务费以及部分不基于资产的杂项服务费等。2019 年数据来看，顾问咨询费占比最高，为 37%；其次为第三方基金服务费，占比 29%，其中 OneSource 平台和其他免交易费基金占比 19%，其他第三方基金占比 10%；嘉信自营基金管理费占比 26%，其中货基占比 17%，ETF 等其他基金管理费占比 9%。

图 19 资产管理与财富管理业务收入中顾问咨询费占比最高，为 37%



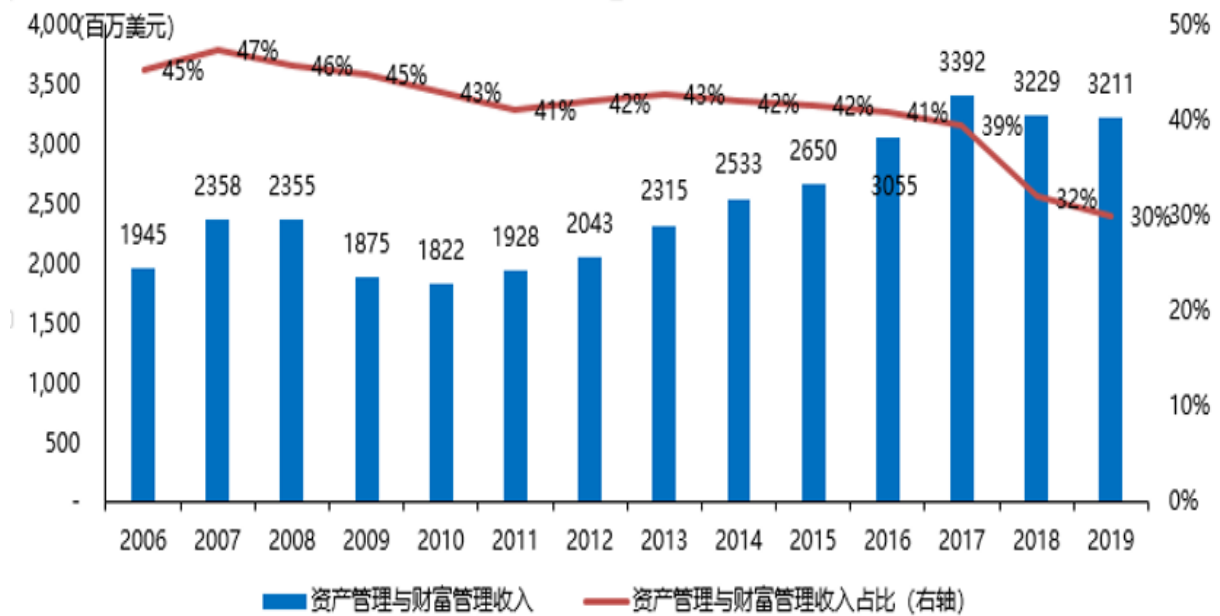
资料来源：公司年报，华西证券研究所

近年来资产管理与财富管理收入增长放缓，在营业收入中占比下降。其中，此前在资产管理与财富管理收入中占比较高的 OneSource 平台基金和其他免交易费基金收入占比较高，近年来下降明显，与此同时，顾问咨询费以及其他第三方基金服务费收入占比提升。

进一步分拆规模与费率，可以发现，近年来资产管理与财富管理规模持续上升，收入增速放缓主要来自费率下滑。从资产管理与财富管理综合费率来看，2014 年费率 0.21%，2016 年费率提升到 0.24%，此后费率持续下降，2019 年费率降至 0.17%。其中，嘉信自营货币基金费率波动较大，顾问服务费以及嘉信自营 ETF 等货基以外的基金费率下降明显。

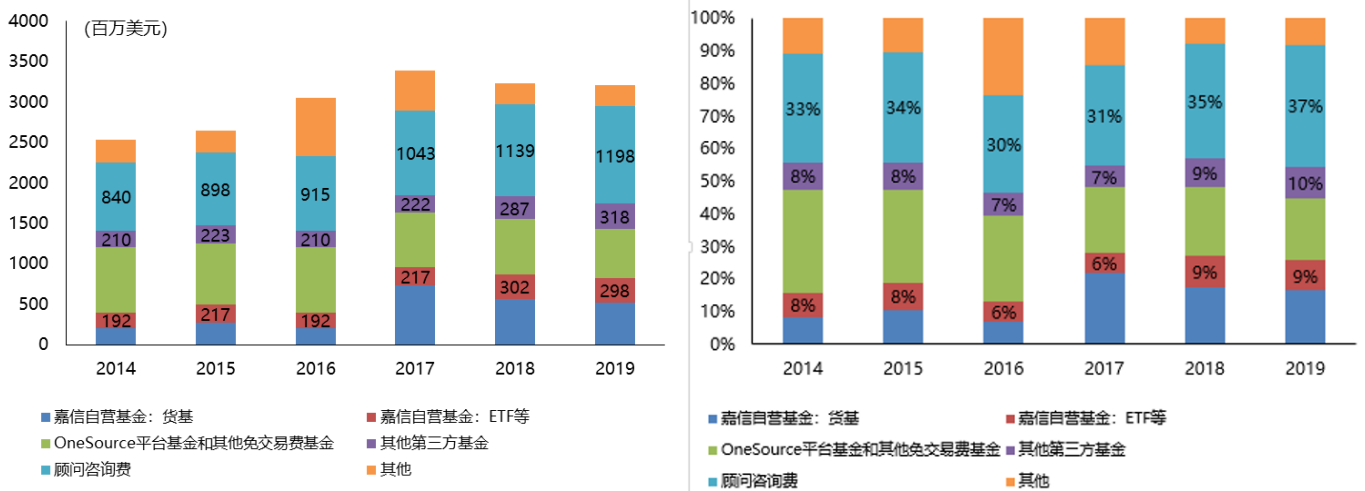
从各部分的费率来看，顾问服务、嘉信自营的货基以及 OneSource 平台基金和其他免交易费基金费率相对较高，2019 年在 0.30% 以上，嘉信自营的 ETF 等货基以外的基金费率相对较低，2019 年费率仅有 0.11%。

图 20 资产管理与财富管理收入及占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

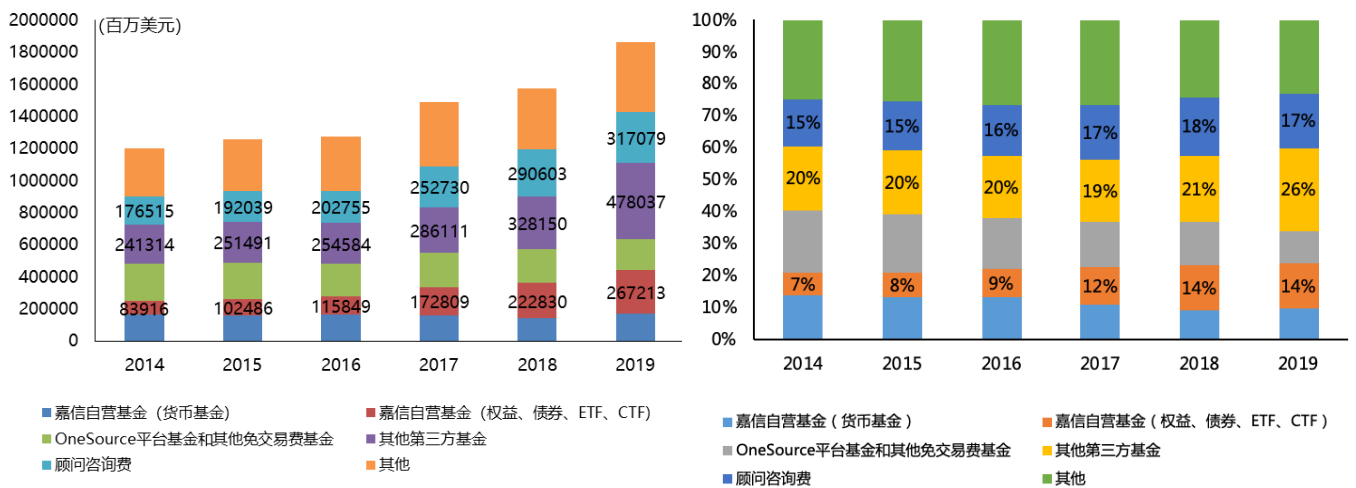
图 21 嘉信理财资产管理及财富管理费收入明细及占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

资料来源：公司年报，华西证券研究所

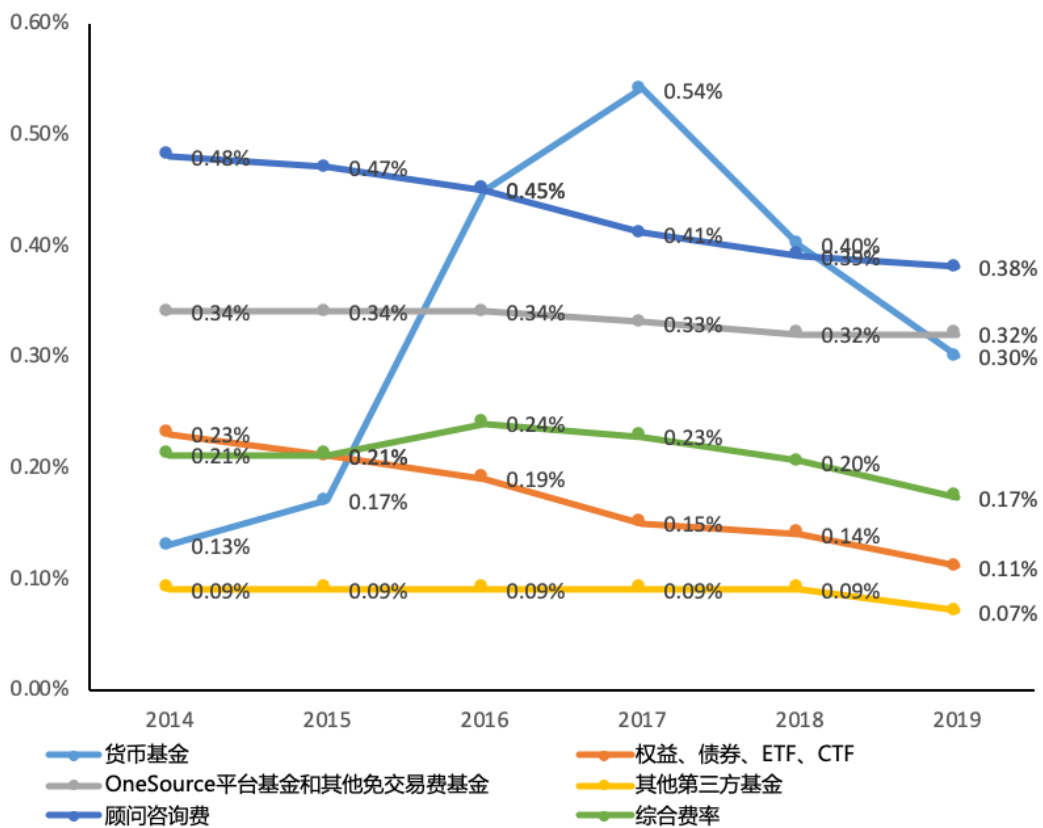
图 22 嘉信理财资产管理及财富管理规模明细及占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 23 嘉信理财资产管理及财富管理费率

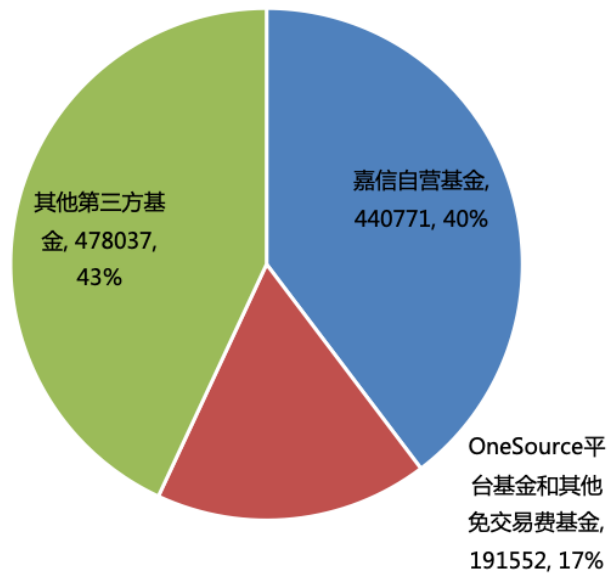


资料来源：公司年报，华西证券研究所

基金是嘉信理财客户资产的重要组成部分，也是投资者与公司的重要连接。嘉信理财的基金体系主要分为嘉信自营基金（SchwabFunds®）和第三方基金，第三方基金又分为 OneSource 平台和其他第三方基金。嘉信自营基金由嘉信投资管理公司（CSIM，

Charles Schwab Investment Management Inc.) 进行管理，并由嘉信理财母公司发行销售。OneSource 平台是嘉信于 1992 年推出的免交易费的一站式基金超市，而投资者也可以购买未在 OneSource 平台上架的其他第三方基金产品，但在手续费率上会有差别。截至 2019 年报数据，嘉信自营基金、OneSource 平台、其他第三方基金的资产分别为 4407、1916、4780 亿美元，在基金资产中占比分别为 40%、17%、43%。

图 24 嘉信自营基金、OneSource 平台、其他第三方基金占比分别为 40%、17%、43%



资料来源：公司年报，华西证券研究所

嘉信理财的资产管理公司，拥有 30 年投资管理经验，不仅是最有经验的资产管理公司之一，还是最大的资产管理公司之一，其指数基金、ETF 以及货币市场基金在美国排名靠前，分别排名第三、第五、第八。

图 25 嘉信资产管理公司指数基金、ETF 以及货币市场基金排名靠前

### 30 years experience in investment management

Not only are we one of the most experienced asset managers, we're also one of the largest:



资料来源：公司网站，华西证券研究所

除了基金服务，嘉信理财还提供丰富的投资管理方案，此类业务目前是资产管理与财富管理板块收入增长最快的业务。各类方案本质是根据客户需求和资产规模差异的分层，包括自动化投资组合、专业投顾服务、以及账户委托管理三大类，不同策略的服务方式与投资组合内容有所不同，且最低投资限额和咨询费率也不相同。其中嘉信理财私人客户和嘉信理财顾问网络的最低投资限额为 50 万美元，在 9 种组合中最高。

表 4 嘉信理财顾问咨询类方案及收费

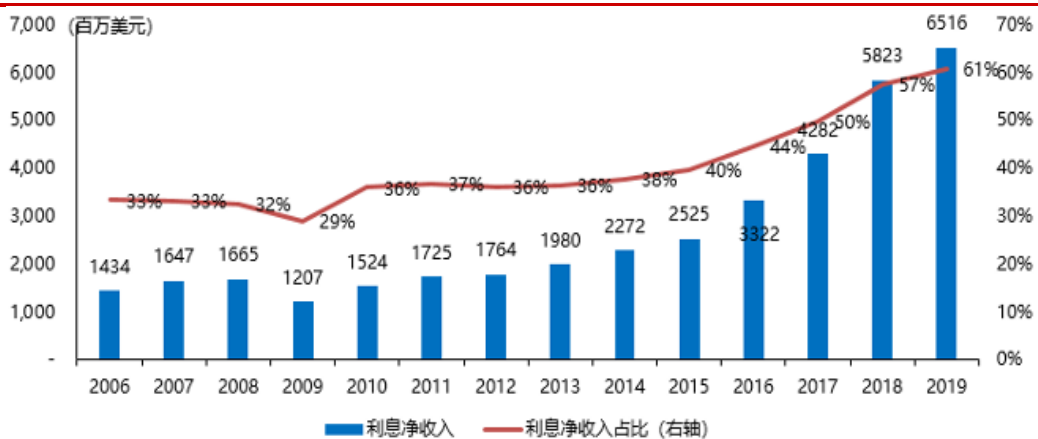
分类	投资管理工具	模式	起投资金额	收费标准	嘉信盈利模式
自动化投资	嘉信智能投资组合 (SchwabIntelligentPortfolios®)	由嘉信理财子公司CSIA (CharlesSchwabInvestmentAdvisory,Inc.) 建立、实时监控、自动调整的自动化投资组合	\$5,000	无顾问费;无佣金	免费
	嘉信高级智能投资组合 (SchwabIntelligentPortfoliosPremiumTM)	结合CSIA的一对一咨询服务, 提供符合客户自身投资目标的自动化投资组合	\$25,000	一次性支付投资规划服务费300美元+每月支付30美元顾问费	投资者直接向嘉信理财支付服务费、顾问费
专业化投顾服务	嘉信私人客户 (SchwabPrivateClientTM)	嘉信理财子公司SPCIA (SchwabPrivateClientInvestmentAdvisory,Inc.) 提供咨询服务, 制定并调整投资策略	\$500,000	收取最高0.8%的年费, 根据投资规模递减	投资者直接向嘉信理财支付顾问费
	嘉信顾问网络 (SchwabAdvisorNetwork®)	由外部独立投顾RIAs提供一对一咨询服务, 提供个性化专业指导	\$500,000	根据顾问资质收费	投资者向RIAs支付顾问费, 嘉信理财获得一定比例分成
委托管理	管理账户 (ManagedAccountSelect®)	由第三方资产管理公司代管理账户	\$100,000	股票策略: 最高1.00%固定收益策略; 最高0.65%平衡和股票指数策略; 最高0.95%	投资者向第三方资产管理公司支付管理费, 嘉信理财获得一定比例分成
	嘉信管理投资组合 (SchwabManagedPortfolios™)	由CSIA管理账户, 提供多元化共同基金或etf投资组合	\$25,000	最高0.9%	投资者直接向嘉信理财支付管理费
	Windhaven策略 (Windhaven®Strategies)	由CSIA旗下部门Windhaven管理账户, 提供全球多元化ETF投资组合策略	\$100,000	最高1.00%	投资者直接向嘉信理财支付管理费
	ThomasPartners策略 (ThomasPartners®Strategies)	由CSIA旗下部门ThomasPartners管理账户, 提供股息增长和平衡收益策略	\$100,000	最高0.9%	投资者直接向嘉信理财支付管理费

资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.3. 净利息收入占比不断提升成为目前占比最大的收入

银行是目前嘉信理财最大的利润中心, 净利息收入是嘉信理财目前占比最高的收入。截至 2019 年底, 息差业务总资产规模 2686 亿美元, 净利息收入达到 65 亿美元, 在总收入中占比高达 61%。

图 26 嘉信理财的利息收入逐年升高并成为目前占比最大的收入来源



资料来源: wind, 华西证券研究所

嘉信银行成立于 2003 年, 在此之前互联网泡沫破灭, 网上银行随着房地产繁荣而起飞。来自高质量抵押贷款和利息收入的银行业营收比交易业务更加稳定。与美国传统银行相比, 嘉信理财的储蓄账户无帐户最低金额限制、免月服务费、全球范围 ATM 取现免服务费、能够直接注册存款, 竞争优势明显。嘉信银行的储蓄账户和支票

账户的年利率分别为 0.40%和 0.25%，显著高于美国传统银行利率。此外，嘉信银行的支票账户还提供免费的国外交易服务，不收取任何费用。

嘉信银行与客户签署协议，将客户证券经纪账户中的闲置资金转移到银行账户体系内<sup>1</sup>，通过此项操作嘉信银行获得了大量低成本的沉淀资金，并配置到持有至到期债券、贷款、两融等资产获得息差收入。

表 5 相比美国传统银行嘉信银行账户竞争优势明显

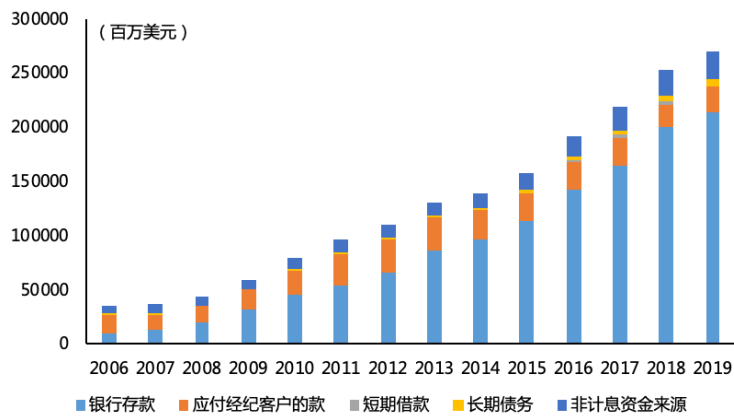
	Charles Schwab Bank	Bank of America	Chase	Citibank	Wells Fargo
Checking Account	High Yield Investor Checking	Bank of America Advantage Relationship Banking™	Sapphire Checking	Citigold Interest Checking	Portfolio by Wells Fargo®
Annual Percentage Yield <sup>1</sup>	0.03%	0.01-0.02% Below \$50K: 0.01% \$50K+: 0.02%	0.01% \$0 - \$24,999.99: 0.01% \$25K - \$49,999: 0.01% \$50K+: 0.01%	0.03% Below \$25K: 0.03% \$25K - \$49,999: 0.03% \$50K+: 0.03%	0.01-0.05% \$0 - \$4,999.99: 0.01% \$5,000+: 0.05%
Monthly Fee	\$0	\$25	\$25	\$0	\$30
Minimum Balance Required to Waive Monthly Fee	\$0 Linked to a Schwab One® brokerage account	\$10K Minimum Daily Balance Waived if ①	\$75K Minimum Daily Balance Waived if ①	\$200K Minimum Daily Balance Waived if ①	\$10K Minimum Daily Balance Waived if ①
ATM Rebates	Unlimited <sup>2</sup>	Limited	Unlimited	Unlimited	Unlimited
Foreign Transaction Fees	\$0	3% of transaction amount	\$0	\$0	3% of transaction amount

资料来源：公司官网，华西证券研究所

从嘉信银行的负债端来看，嘉信银行的负债包括银行存款、应付经纪客户款、短期借款、长期负债和非计息资金来源五部分，其中长期负债利率最高，约 4%；短期债务利率次高并且加息周期下抬升明显，近年在 2%；银行存款与应付经纪客户款利率极低不到 0.4%。从负债结构来看，银行存款占比逐年提升，2019 年占比 79%，应付经纪客户款以及非计息资金也占较大比例，利率较高的长期负债及短期借款占比仅仅 3%，总体负债成本仅仅 0.39%。

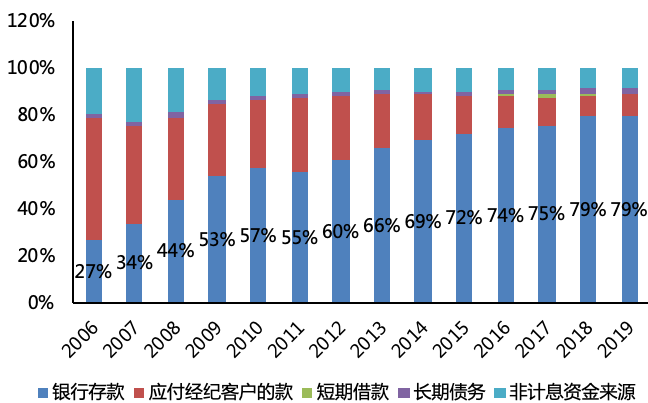
<sup>1</sup> 《巴伦》在《Charles Schwab and the New Broker Wars》表示嘉信理财能够做到这一点的一个方法是，降低客户在经纪公司流动账户中持有货币市场基金的便利性，而是要求客户主动买卖这些基金以获得流动性。流动账户被客户用于结算交易和其他目的，大多数客户为了方便会在这些账户中保留一些现金。然而，嘉信理财已经取消了流动账户可自动划转去购买货币市场基金的功能（其他经纪商也是如此），并且最近完成了一项工作，即将客户存款自动默认为流动现金账户，而不是自动去购买货币市场基金。投资者仍然可以在一个流动账户中购买货币市场基金，但如果他们想在下一个交易日获得现金，就必须下一个卖出的赎回指令。结果是：嘉信理财的资产负债表大幅增长，其资金主要来自经纪公司客户的现金。

图 27 资金来源主要来自银行存款 (BankDeposit)、应付经纪客户款、非计息资产



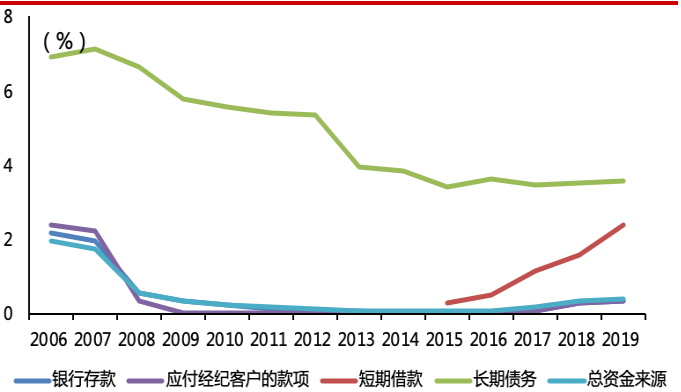
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 28 负债端银行存款占比逐年提升 2019 年占比 79%



资料来源：公司年报，华西证券研究所

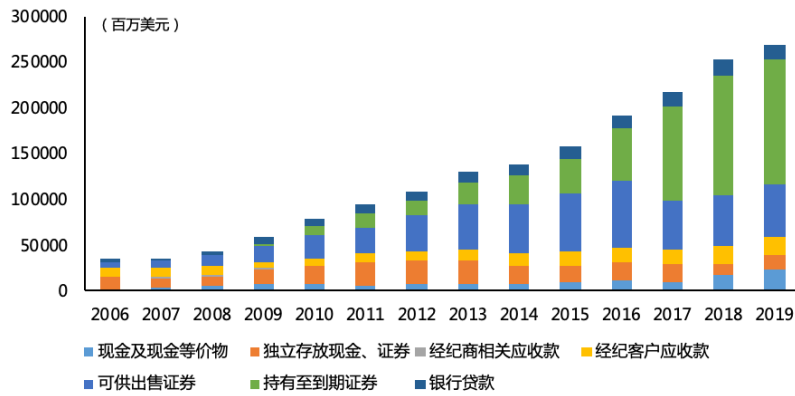
图 29 整体负债成本极低，2019 年为 0.39%



资料来源：公司年报，华西证券研究所

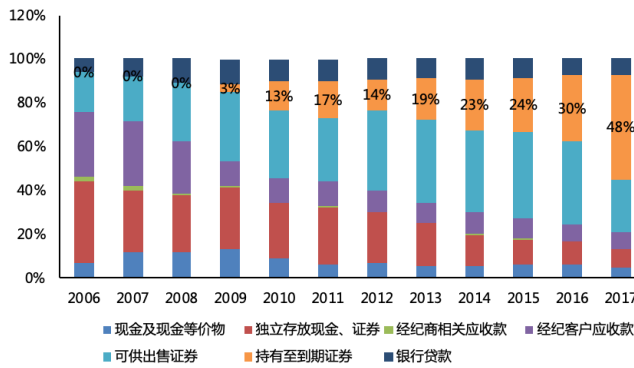
从嘉信银行的资产端来看，嘉信银行的生息资产包括现金及现金等价物、独立存放现金证券、经纪商相关应收款、经纪客户应收款、可供出售证券、持有至到期证券、银行贷款，其中经纪客户应收款利率最高，2019 年约 4.2%；其次为银行贷款，2019 年约 3.5%；持有至到期利率约 2.65%，最低的为经纪商相关应收款 2019 年利率约 1.8%。从资产配置结构来看，持有至到期证券占比逐年提升，2019 年占比 50%，现金及现金等价物占比提升，其余资产占比均下降。2019 年生息资产的整体利率为 2.8%。

图 30 资产配置的主要方向是持有至到期证券、银行贷款



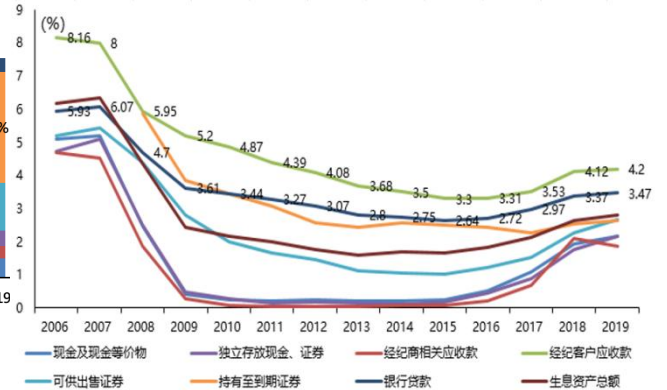
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 31 资产配置中持有至到期证券占比逐年提升 2019 年占比 50%



资料来源：公司年报，华西证券研究所

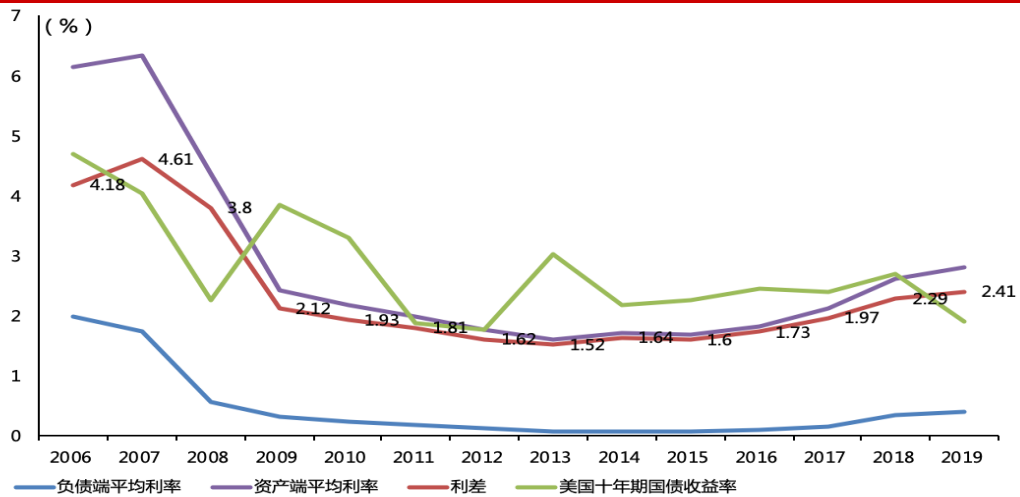
图 32 经纪客户应收款收益率最高，2019 年为 4.2%，生息资产综合收益率 2.8%



资料来源：公司年报，华西证券研究所

由于负债端利率的相对刚性，利差与美国十年期国债收益率显著正相关。2014 年以来平均利差已经连续 5 年上行，2019 年平均利差 2.41%。2020 年新冠疫情爆发，美联储下调利率，预计息差业务将受到一定程度冲击。

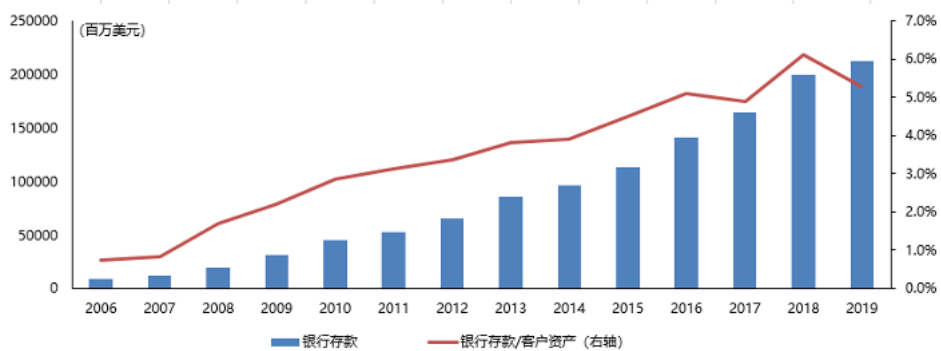
图 33 利差与美国十年期国债收益率显著正相关



资料来源：公司年报，华西证券研究所

而从银行存款端来看，过去的 15 年嘉信银行存款持续快速增长，银行存款与客户资产的比例持续提升，2018 年达到 6.1%。预计未来此项比例将放缓。

图 34 过去 15 年嘉信银行存款与客户资产比例持续提升



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4. 嘉信理财成功的关键要素总结：

### 4.1. 聚焦：围绕大众富裕客户提供一站式综合金融服务

客户定位为“被美林忽视的大众富裕客户”这一细分领域，并提供证券交易、财富管理、养老金账户、零售银行（住房抵押贷款等与相关银行合作提供）等一站式综合金融服务，此外还为 RIA（独立投资顾问）提供全方位服务平台。因为专注，所以能够围绕目标客户群将服务做到极致。

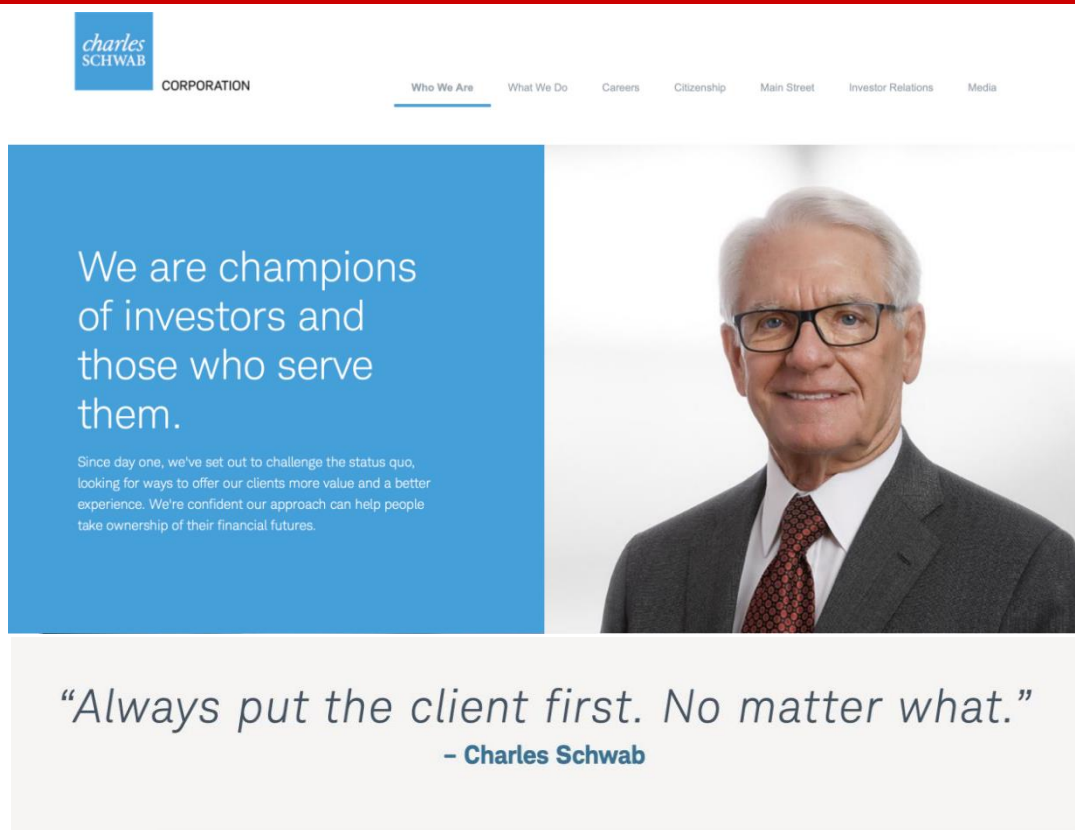
专注于个人投资者以及投资顾问服务是嘉信理财与美林、高盛等著名的大投资银行的显著不同之处。嘉信理财公司不涉足服务企业的投资银行业务，投资管理业务方面嘉信理财主要提供货币基金、指数基金以及 ETF，主动管理基金不多。做市业务方面，嘉信理财公司的做市涉及各种场外公司证券、市政债券、美国政府债券、单位投资信托和抵押证券。然而与高盛等高杠杆大规模进行做市与交易活动的券商不同，嘉信仅仅保持了最低水平的做市规模以方便客户交易。

## 4.2. 清晰且持久的品牌形象

品牌建设是嘉信的研究中未被重视的部分，对于高度竞争的金融服务业，特别是零售金融，该业务需要一个强大的品牌来承接，同时作为券商行业的后起之秀，品牌建设有利于巩固客户的忠诚度和吸引更多新客户。

1977 年，嘉信理财的创始人查克（Charles Schwab）成为将自己的照片刊登在《华尔街日报》上的第一人，同时公司的服务理念“Always put the client first.No matter what”深入人心。嘉信公司已经形成了一种独特的以价值为取向的管理思想，把客户利益放在第一位，使公司对自己固有的想法产生质疑，并不断更新。

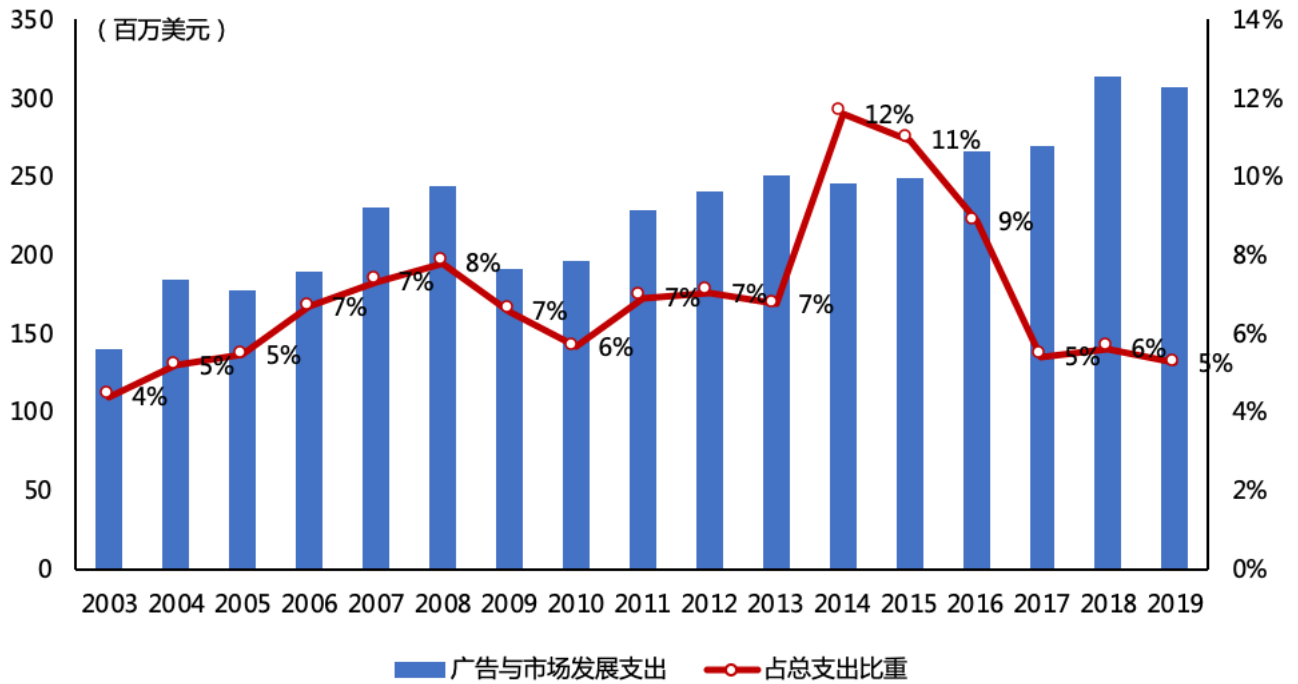
图 35 嘉信理财的基础价值理念在于将客户放在第一位



资料来源：公司官网，华西证券研究所

嘉信理财的广告与市场发展支出在近 10 年中呈逐年提高的态势，且占总支出的比重在 5%以上。除去传统的广告投资，查尔斯·施瓦布（Charles Schwab）在第三方社交媒体网站（包括 Twitter, Facebook, LinkedIn, YouTube, Vimeo, Google+和 Instagram）上常驻，提供投资信息并进行品牌宣传。同时嘉信在自己的网站中的 Pressroom 中公布公司公告及业务动态，2008 年，嘉信改造了其互联网业务主站 <http://schwab.com>，着手将 Cyber Trader 交易客户迁至功能体系更为全面的 StreetSmart Pro，并且开设了一个聚焦于活跃交易的线上社区。

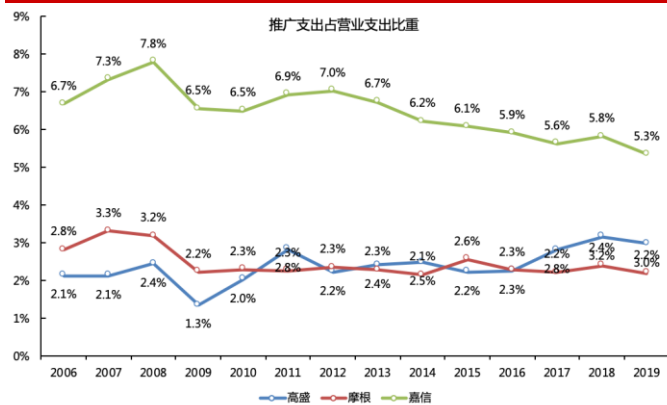
图 36 广告与市场发展支出



资料来源：公司年报，华西证券研究所

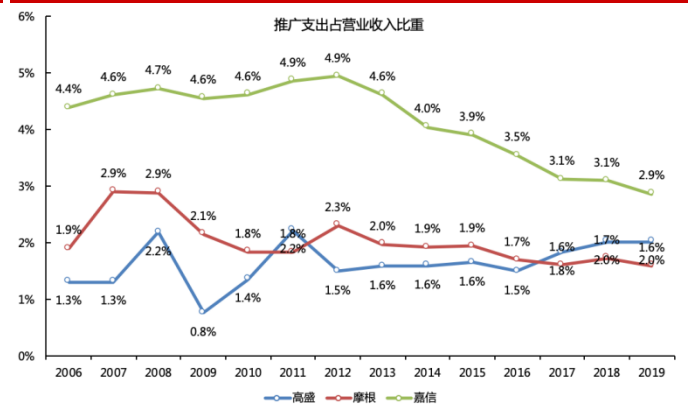
嘉信理财作为直接面向 C 端消费者的品牌，2010 年后其推广投入在营业支出中维持较高比重。同时嘉信作为后来兴起的互联网券商，与传统大券商相比，需要通过推广使消费者了解自己的品牌，在提高品牌影响力的同时提高消费者的信任度。从推广支出在营业支出中占比，以及推广支出在营业收入中占比来看，嘉信理财远高于高盛与摩根士丹利等传统券商。

图 37 推广支出占营业支出的比重



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 38 推广支出占营业收入的比重

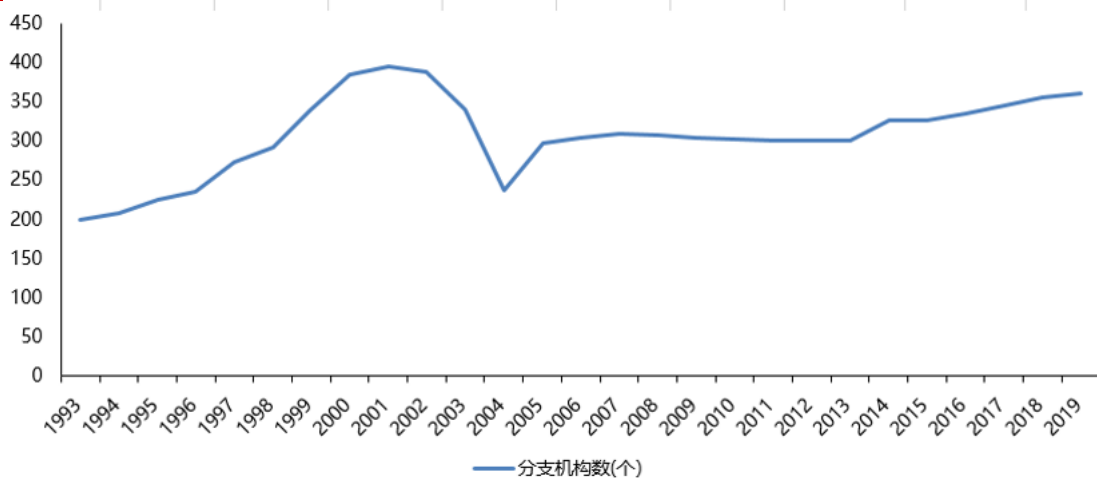


资料来源：公司年报，华西证券研究所

嘉信的 O2O 策略也是品牌建设的一部分。互联网平台之外广泛分布的网点除了能够让嘉信给客户提供更便捷的服务，还能拉近公司与客户距离，提高客户对公司的认可程度。1975 年在萨克拉门托设立第一家线下网点，嘉信公司立即出现业务活动明显增加的现象，客户咨询量猛升，每日交易量和新开的账户快速增加。嘉信公司发现人们希望能近距离感知他们的财富，分公司不仅满足客户进行交易的需要，而且满足心理上的基本需要。

嘉信理财的总部设在旧金山，目前在美国设置了 10 多个主要运营中心，主要城市包括芝加哥（Chicago）、凤凰城（Phoenix）、丹佛（Denver）和达拉斯（Dallas），同时嘉信在美国 45 个州有 360 多个分支机构。嘉信的网点设置经历了几个重要的阶段：1975-1985，嘉信推进百家营业网点建设，电子经纪时代到来前线下获客。此后十余年延续每年数十家的速度自然增长。2004 年，关闭 103 家网点（从 339 家减少至 236 家）并设立卫星网点（轻型网点），与银行业务整合后裁撤低效网点，重新定位网点的作用，轻型网点仅有 1-2 名投顾。2011 年之后，公司推行“独立经营者”模式，逐年增设网点，网点委托有能力的个人或团队经营，非公司聘用。这种模式类似“爱德华琼斯”的打法，我们推测这是资产管理与财富管理业务收入中顾问服务费提升的关键，同时这种加盟商模式保证了公司的轻资产运作。

图 39 近年来嘉信理财逐年增设网点

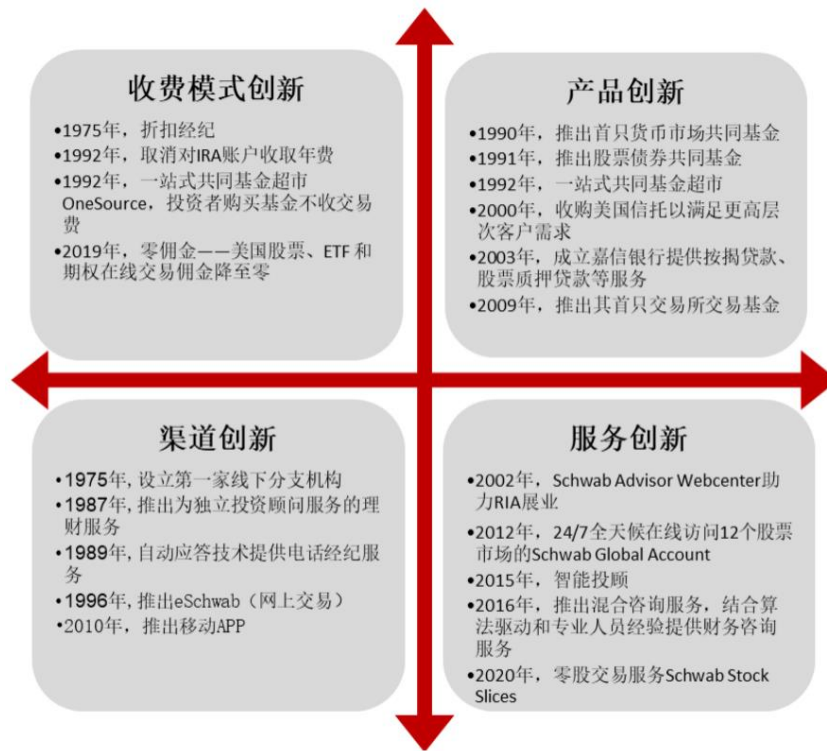


资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 4.3. 审时度势引领创新、打造比较优势

在各个阶段引领行业创新，打造比较优势是嘉信成功的关键。收费方面，从折扣经纪到“零”佣金，从 IRA 账户免年费到免费购买一站式共同基金；产品方面，从货币基金到股票债券基金，从信托到银行贷款，既有为工薪阶层设计的诸如养老金，及为教育或其他花费较多的活动所作储蓄的终生理财服务，也有为富裕家族提供资产管理服务；渠道方面，从线上到线下，从电话、网络到移动端，对 RIA（独立投资顾问）金融服务；服务模式创新上，推出交易时间延长服务、智能投顾、混合咨询，以及最新推出的零股交易，均引领了行业创新。

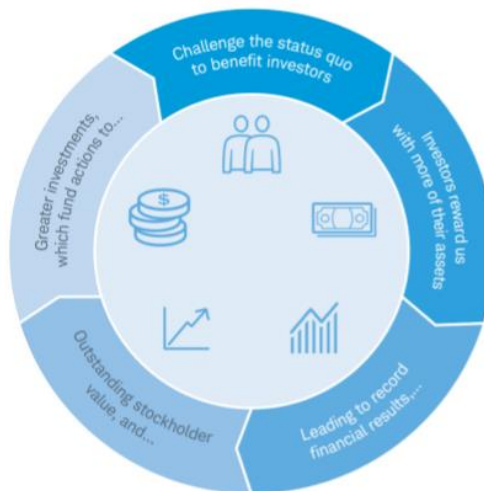
图 40 持续地进行产品、服务、收费及渠道创新



资料来源: 公司官网、公司年报、华西证券研究所

嘉信理财创新文化与业务与回报之间已经形成良性循环, 嘉信打破常规创新服务来满足客户的需求→来自新客户和现有客户的更多资产→嘉信公司更出色的财务表现与股东回报→建立长期股东价值→更多资金支持创新活动……

图 41 嘉信理财创新活动的良性循环

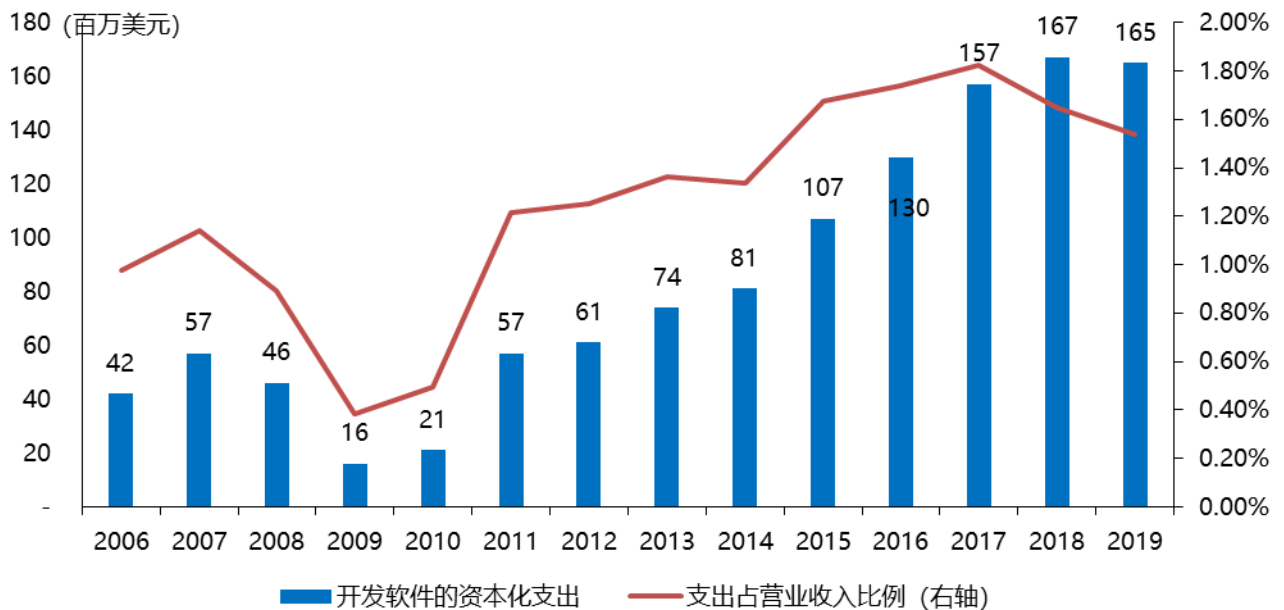


资料来源: 公司年报、券业星球、华西证券研究所

嘉信理财作为最大的互联网券商在信息服务方面持续投入, 特别是 09 年以来投入在营业收入中占比逐年提高, 近年开发软件的资本化支出在营业收入中的比重约 1.7%。2010 年, 它开发了智能手机上的交易 App, 方便客户移动交易。五年后, 又推

出了 AppleWatchTMApp，与 iPhone 上应用联通，进一步提升客户体验。2015 年，随着人工智能投资顾问创业公司如 Betterment、Wealthfront 的兴起，嘉信也推出了面向个人投资者的智能投顾产品 Schwab Intelligent Portfolios 和面向投资顾问的智能产品 Institutional Intelligent Portfolios，为客户带来更强的财富管理能力。2018 年，嘉信在奥斯汀和旧金山两个城市开设了创新加速器 Digital Accelerator hubs，致力于为零售客户提供创新的数字解决方案。公司还为投资顾问们提供了强大丰富的网络安全工具。创新从未停止。

图 42 开发软件的资本化支出及在营收中占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

嘉信屡次引领创新并取得成功，与其最高层管理团队稳定密不可分。创始人 Charles Schwab 担任公司 CEO 直到 2008，现在还是公司的主席。稳定且关系融洽的管理团队，是公司创新成功的关键。另外公司创新的成功与其良好的激励机制有直接关系，目前公司创始人持股比例仍高达 10.56%。此外公司在 1978 年就开始实行员工持股计划 (ESOP)。这种公司治理结构和激励机制有效地激发了员工的创造性。

表 6 嘉信理财的大股东持股情况

股东名称	持股数量 (万股)	占已发行普通股比例 (%)
1 Schwab (Charles R)	13537	10.56
2 Dodge & Cox	9639	7.52
3 The Vanguard Group	8903	6.94
4 BlackRock, Inc.	8678	6.77
合计	40756	31.79

资料来源：公司年报，华西证券研究所

#### 4.4. 兼并收购增强业务规模与综合服务能力

兼并收购是嘉信理财发展中最为宝贵的经验之一。2000 年以后，嘉信的定位曾处于美林等综合性券商和 E-trade 等折扣经纪商之间，并面临严重的费率竞争。嘉信最终选择了向全方位的个人金融服务方向发展，通过并购技术公司、互联网券商、研究机构 and 养老金管理公司等，嘉信为客户提供了更便捷的技术平台、更强投资建议、更有吸引力产品。

嘉信的外部并购以互补性并购为主，但业务规模的增强也是并购的重要方面，2019 年 11 月 25 日，嘉信宣布以换股方式收购 TD Ameritrade，交易金额达 260 亿美元，收购预计在 2020 年下半年完成，通过此项收购，嘉信经纪账户数将增长 1,200 万户、实现翻番，客户资产将增长 1.3 万亿美元至 5.3 万亿美元。当然清晰的战略、强大的业务模式与管理体制是嘉信并购及整合成功的基础。

图 43 通过兼并收购增强业务规模与综合服务能力

年份	收购对象	公司概况
1995	Sharelink	折扣经纪商
	Sharelink	退休金管理公司
2000	CyBerCorp	线上证券交易：加强交易终端技术实力
	U.S.Trust Corporation	美国信托：后因聚焦中端客户，2007年售出
	Chicago Investment Analytics	证券研究和咨询服务
2003	SoundView Technology Group	证券研究
2007	401 (k)公司	退休计划提供商
2010	Windward公司的大部分资产	ETF业务(加强ETF投资组合实力，以向中端客户提供更强产品)
	OptionsXpress Holdings Inc(OXPS)	虚拟货币交易服务商
2011	Compliance11	云计算
	ThomasPartners	资产管理公司：AUM超100亿美元，重点关注退休计划)
2019	TD Ameritrade	个人金融服务 (预计2020年下半年完成)
2020	USAA	投资管理公司

资料来源：公司年报，华西证券研究所

#### 4.5. 规模优势带来运营效率的提升

嘉信理财在 2019 年年报中将其核心竞争力总结为业务规模、运营效率、运营架构、品牌声誉、服务型文化和创新。其中业务规模和运营效率占两条。拥有庞大的客户群，来分摊运营和投资成本，规模经济将显著提升公司的利润率；运营设施的共享能有效节约成本，提供更有竞争力的价格以及多元的渠道服务，提升客户体验。

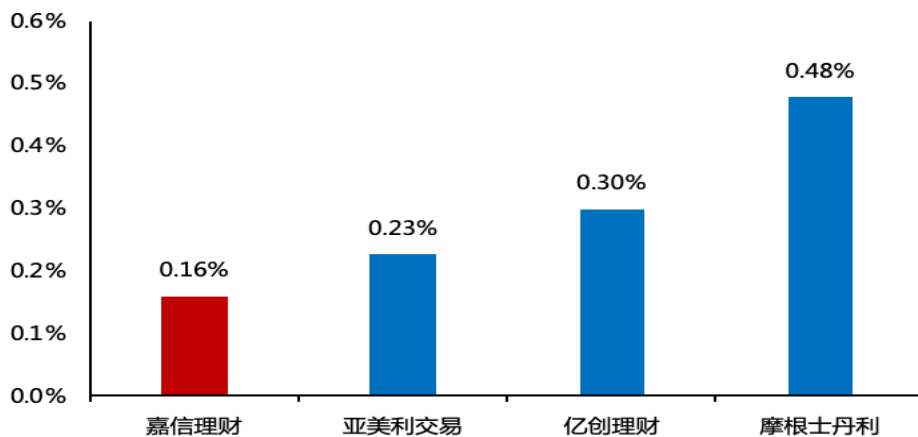
图 44 嘉信理财的六大竞争优势



资料来源：2019 年报，华西证券研究所

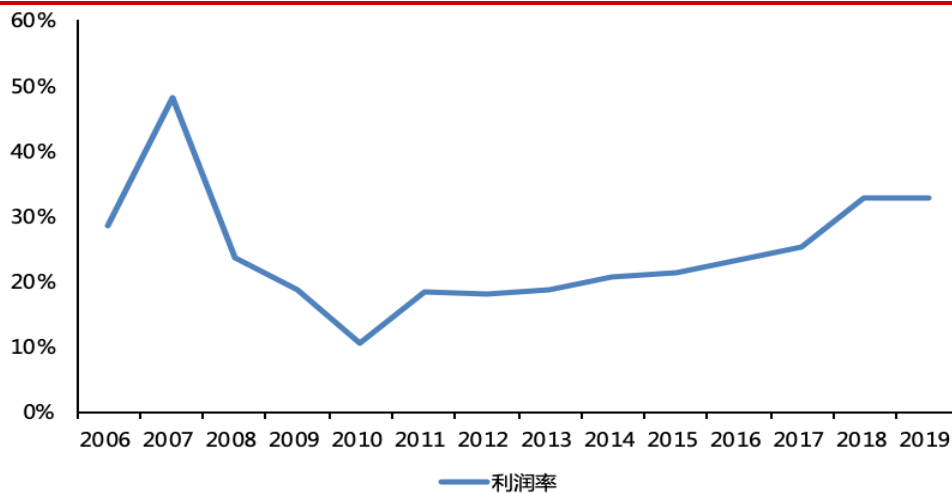
2009 年至今嘉信理财在运营效率方面逐步得到提升，嘉信理财的费用占客户平均资产比例自 2009 年的 0.24% 逐步下降至 2019 年的 0.16%。嘉信单位用户资产的费用占比远远低于其他机构，同时更多元的服务能满足投资者不同诉求，这是嘉信当前的核心竞争力之一。

图 45 成本支出/客户平均资产指标嘉信理财在同类券商中最低



资料来源：wind，华西证券研究所

图 46 近十年来嘉信理财的利润率持续提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 5. “东方嘉信”初长成——东方财富：快速崛起的互联网综合金融服务商

**从互联网财经资讯网站到综合金融服务商的华丽蜕变。**东方财富是当前 A 股唯一一家拥有证券、基金、期货、保险经纪全牌照的互联网公司，独占互联网券商鳌头，其成长过程可以分为三个阶段。1) 2005-2010 年的流量积累阶段：在 2005-2007 年大牛市启动前夜，依托“东方财富网”为用户提供财经证券领域垂直资讯，后通过“股吧”将用户单向点击转化为双向交流进一步聚集流量，并于 2007 年上线“天天基金网”提供基金资讯。此阶段公司营收主要来自广告和金融软件服务，借助 2007 年牛市的东风公司业绩爆发式增长，后引入战投进一步发展并于 2010 年成功登陆创业板。此阶段积累海量客户，但盈利方式仍在探索。2) 2012-2015 年正式进入证券基金领域，变现探索获初步成功。此阶段公司积极寻找流量变现途径，在证券行业积极探索创新的背景下，2012 年公司取得基金销售业务资格，在 2015 年牛市中基金销售业绩大增估值提升，并通过并购成功介入证券行业。此阶段市值首次突破千亿。3) 2016 年至今，探索综合金融服务。资本市场大幅波动后，公司继续积极探索综合金融服务，并陆续取得期货、基金管理、保险经纪等业务资格。2018 年底以来市场行情向好，公司基金销售、证券经纪及两融业务业绩大爆发，市场份额提升，2020 年公司市值突破 2000 亿元。

**互联网基因下低价、创新、优质、多元服务有望继续集聚流量，最高层管理团队的稳定与良好的激励机制确保创新的持续进行与成功。**在介入证券基金等传统金融行业获得良好的盈利后，公司继续践行互联网基因下提供低价、优质服务的原则，不断打破常规提升客户体验，例如推出低价、质优的 choice 数据终端不断吸引机构客户，佣金费率、融资费率定价低廉不断吸引新入场投资者，尝试浪客视频直播等方式继续提升用户量。最高层管理团队的稳定与良好的激励机制将确保创新的持续进行与成功率。自成立以来，东方财富的实际控制人与总经理一直是创始人其实先生，经过多次募资后，目前其实先生在公司持股比例仍高达 21.99%，加上一致行动人则比例高达 27.31%。最高层管理团队稳定是将确保创新的持续进行与成功率，这也与嘉信理财类似。此外公司已连续多次实施股票期权激励计划，充分调动了公司中高级管理人员及员工的积极性。

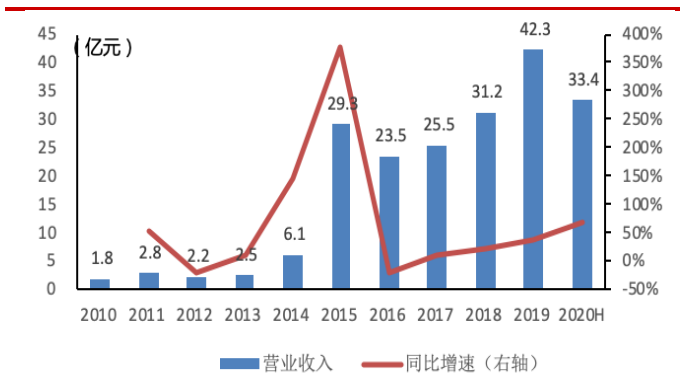
“用户”向“客户”转化顺利进行中，未来财富管理将具备更大发展空间。公司获得基金销售资格、收购证券公司以后，“用户”向“客户”的转化进展顺利，证券业务获得快速增长，基金代销业务稳定贡献业绩。数据显示被东财收购后，东财证券公司（原西藏同信证券）经纪交易业务、两融业务市场份额获快速提升。其中，经纪交易额市占率从2014年的0.2%大幅度提升至2019年的2.8%，两融业务收入市占率从2014年的0.1%提升至2020H1的1.7%，用户向客户的转化仍在进行中，未来证券业务的市场份额有望进一步提升。公募基金市场前景广阔，公司旗下的天天基金变现能力非常稳健，核心货基产品“活期宝”对高换手客户有较强粘性。基金代销业务方面销售额持续提升，2019年销售额达到6589亿元。此外公司已获得公募基金管理资格、保险经纪牌照，顺利切入财富管理这个更大的蓝海，在当前我国居民资产从房产向金融产品转移，财富管理业务大发展的背景下，未来公司在财富管理领域将有更大的发展空间，东方财富的海量流量有望后续继续获得更加多元的变现。

图 47 东方财富发展历程



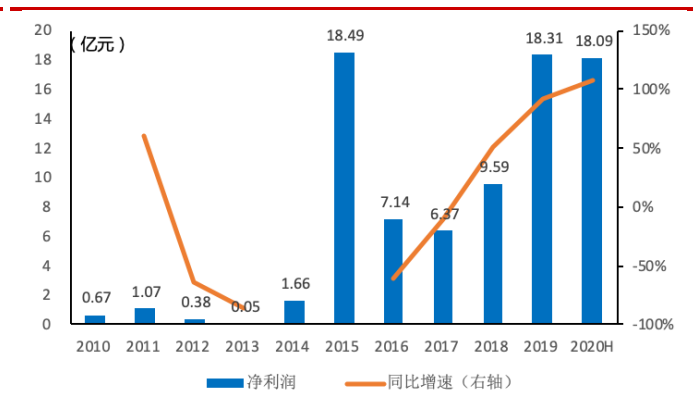
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 48 公司营业收入持续快速增长



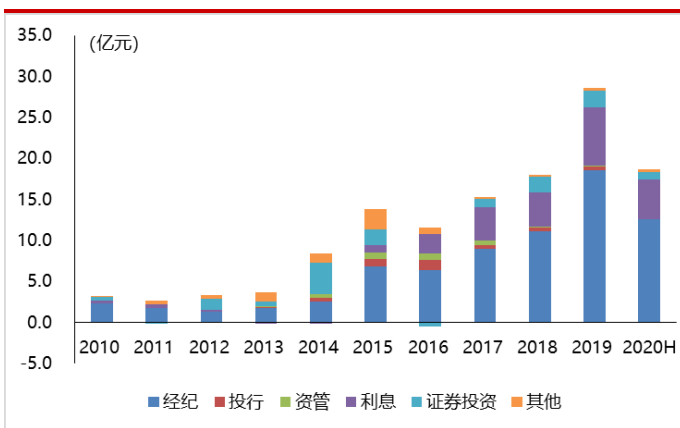
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 49 公司净利润持续快速增长



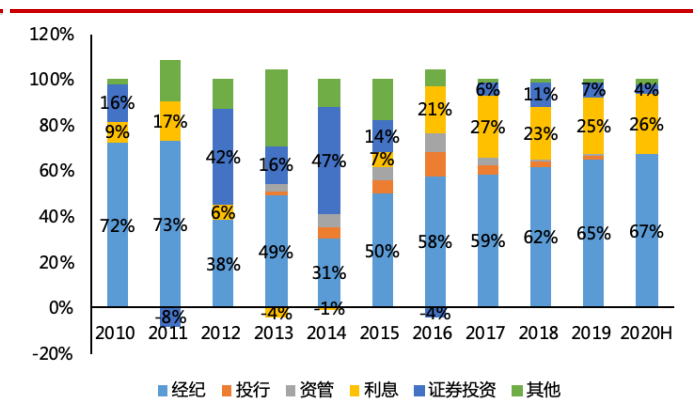
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 50 东方财富证券历年各项业务收入情况



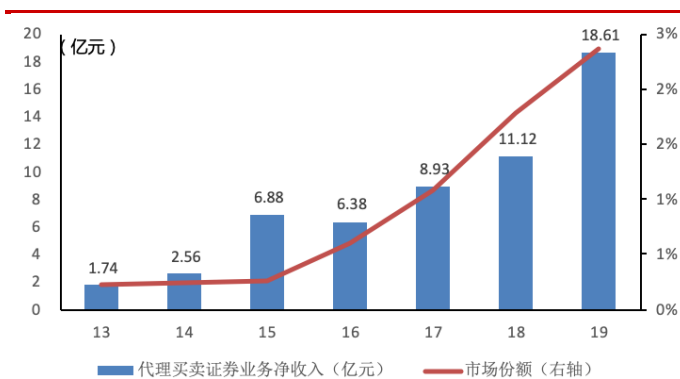
资料来源：东方财富证券年报，华西证券研究所

图 51 东方财富证券经纪业务、利息收入占比提升



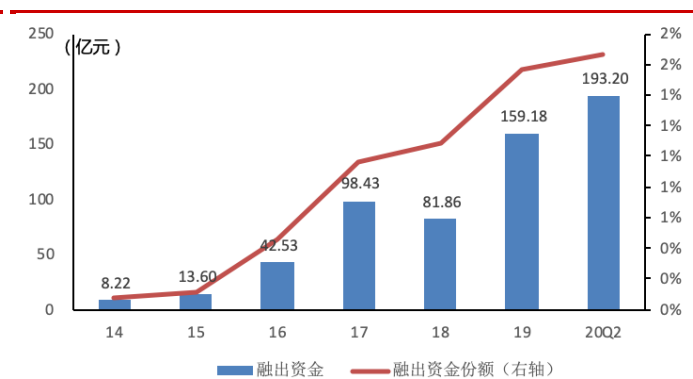
资料来源：东方财富证券年报，华西证券研究所

图 52 东方财富证券经纪交易收入市占率持续迅速提升



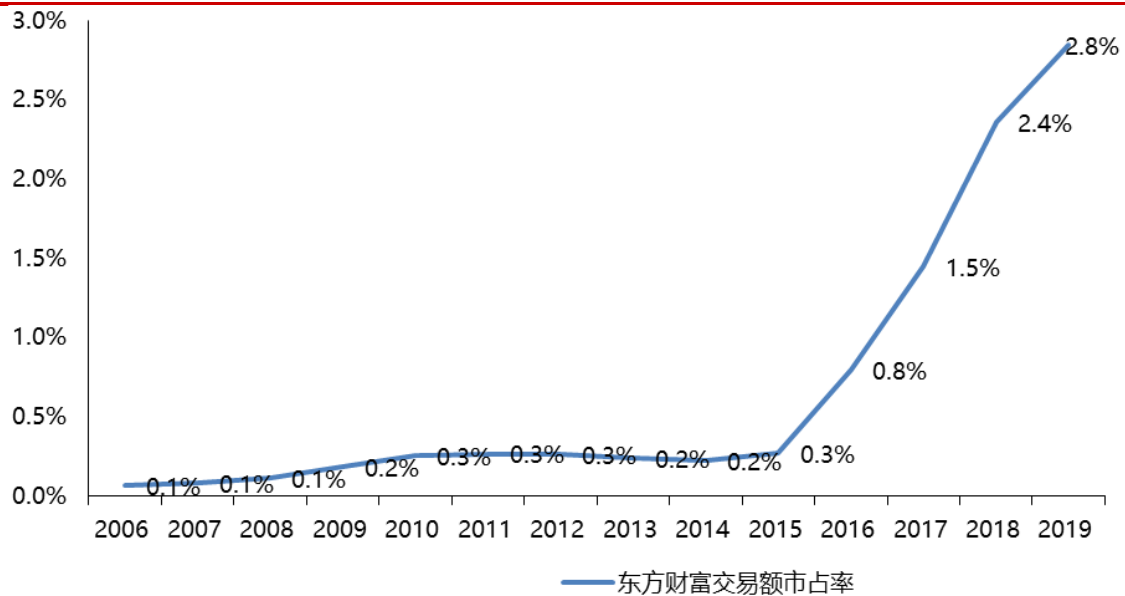
资料来源：wind，华西证券研究所

图 53 东方财富证券两融业务收入市占率持续迅速提升



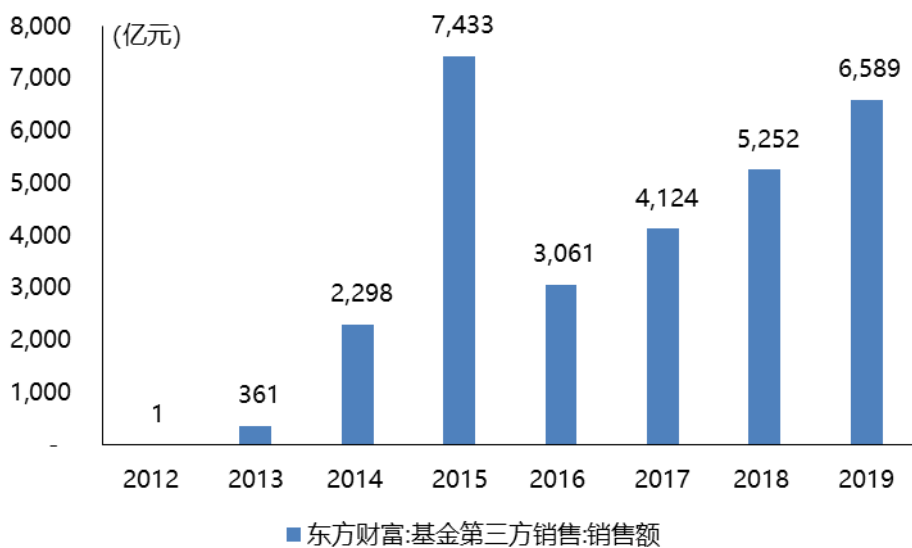
资料来源：wind，华西证券研究所

图 54 东方财富证券经纪交易额市占率持续提升



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 55 东方财富基金第三方销售额



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 6. 盈利预测和估值

在 2020-2022 年市场日均股基交易额 8873 亿元、9799 亿元、10823 亿元，东方财富（300059）市占率分别为 2.94%、3.52%、4.10%的核心假设下，我们预计东方财富 2020-2022 年营业收入分别为 69 亿元、88 亿元 108 亿元，分别同比+63%、+28%和+23%；归母净利润分别为 38 亿元、51 亿元和 65 亿元，分别同比+105%、36%和 27%。

当前（8月4日）股价对应2020-2022年EPS分别为58.5X、43.1X和33.9X PE。目前可比公司估值对应2020年为67.3 X PE，保守估计我们认为公司至少能达到这个估值水平，对应股价31.3元，首次覆盖我们给予东方财富（300059）“买入”评级。

表7 东方财富盈利预测表

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42	69	88	108	现金及现金等价物	250	521	632	762
手续费及佣金收入	12	39	49	61	其他流动资产	170	109	210	330
电子商务	11	15	18	20	<b>流动资产合计</b>	<b>562</b>	<b>951</b>	<b>1251</b>	<b>1589</b>
利息收入	6	13	19	25	无形资产及其他	30	30	30	30
其他	2	2	2	2	长期股权投资	0	0	0	0
营业成本	23	28	32	36	<b>资产总计</b>	<b>618</b>	<b>1097</b>	<b>1396</b>	<b>1733</b>
<b>税前利润</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>76</b>	其他流动负债	50	55	60	66
所得税	3	7	9	11	<b>流动负债合计</b>	<b>394</b>	<b>768</b>	<b>1030</b>	<b>1324</b>
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款及应付债券	12	71	71	71
<b>归母净利润</b>	<b>18</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	其他长期负债	0	12	12	12
					<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
					<b>负债合计</b>	<b>406</b>	<b>851</b>	<b>1113</b>	<b>1406</b>
					股东权益	212	247	283	327
					<b>负债和股东权益总计</b>	<b>618</b>	<b>1097</b>	<b>1396</b>	<b>1733</b>
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>					
每股收益 (元)	0.23	0.47	0.63	0.80					
每股红利 (元)	0.04	0.19	0.25	0.32					
每股净资产 (元)	2.63	3.06	3.51	4.05					
ROE	9%	15%	18%	20%					
毛利率	46%	59%	64%	66%					
收入增长	35%	63%	28%	23%					
净利润增长率	91%	105%	36%	27%					
资产负债率	66%	78%	80%	81%					
股息率	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%					
P/E	119.8	58.5	43.1	33.9					
P/B	10.3	8.9	7.8	6.7					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表8 可比公司估值

单位: 元	EPS-2019A	EPS-2020E	EPS-2021E	EPS-2022E	PE-2019A	PE-2020E	PE-2021E	PE-2022E
恒生电子	1.36	1.26	1.58	1.97	79.65	85.34	68.20	54.68
同花顺	1.44	2.30	2.97	3.74	102.04	63.84	49.44	39.31
顶点软件	1.01	0.93	1.15	1.40	48.43	52.69	42.59	34.83
<b>均值</b>	<b>1.27</b>	<b>1.50</b>	<b>1.90</b>	<b>2.37</b>	<b>76.70</b>	<b>67.29</b>	<b>53.41</b>	<b>42.94</b>
<b>东方财富</b>	<b>0.23</b>	<b>0.47</b>	<b>0.63</b>	<b>0.80</b>	<b>119.77</b>	<b>58.49</b>	<b>43.06</b>	<b>33.91</b>

资料来源: wind, 华西证券研究所; 注: 东方财富预测数据来自华西证券, 其他公司预测数据来自Wind一致预期

## 7. 风险提示

股票市场交易量大幅下滑造成公司经纪交易业务业绩下滑；股票市场两融业务大幅下滑造成公司利息净收入下滑；公司证券经纪业务和两融业务市占率上行进度不达预期；公司公募基金代销业务受互联网巨头冲击，认申购及保有量市占率下滑带来公司电子商务部分业绩下滑；市场大幅波动带动公司估值下移。

## 分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，6年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。