

公司深度报告

2022年5月25日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.深耕无锡的精品券商，基金投顾的“小巨人”
——国联证券(601456.SH)首次覆盖报告

核心观点

江苏精品中小型券商，正处于资本扩张期。公司是深耕于无锡，在“A+H”两地上市的精品券商。江苏优质的银行及客户资源，带来了庞大的金融需求。国联证券2020年在A股上市，2021年完成51亿元的增发，资本规模快速扩张。公司目前处于扩表、杠杆提升周期中，各项业务有望实现高速增长。

转型泛财富管理，投顾业务领先同业。自2019年起，公司将泛财富管理作为未来发展的战略重心，并在2020年取得投顾牌照后迅速推动业务落地。截止至2021年末，公司基金投顾签约总户数达15万户，签约资产规模超102亿元，领先于行业。公司投顾业务定位于“小B大C”，已经形成了人才、组织架构、产品、渠道、服务等全方位业务优势。公司已实现了差异化竞争及先发优势。未来投顾业务有望成为公司泛财富管理业务的最大亮点。

自营业务表现稳定，投行项目储备丰富。公司一方面在市场表现低迷情况下，自营投资业绩保持稳定，一季度投资收益约为0.5%，与头部券商中信证券相当；另一方面，国联证券目前处于扩表、杠杆提升周期中，投资收益规模有望持续扩大，带动公司自营业绩提升。自营业务的稳定有望带领公司跨越周期。投行业务方面，公司子公司华英证券正处于业务扩展期，项目储备丰富，投行业务有望保持稳步增长。

从美国投顾发展经验看，战略定位、研究能力及先发优势是业务发展的关键。美国的投顾机构凭借自身原有客户群体及禀赋差异，形成了多种发展路径，各类投顾公司深耕细分市场，减少了行业竞争，实现差异化，因此战略定位是关键。但无论以大众客户为主的公司还是面对高净值客户的机构，均有强大的投研能力支持。投顾是典型的“know-how”业务，优秀的投顾机构需要大量经验及数据的沉淀，因此业务率先落地并成熟的机构有先发优势。国联证券凭借完整的投顾业务体系，及领先于行业的投顾规模，有望削弱“马太效应”影响，实现差异化竞争。

投资建议

我们预计，公司2022-2024年实现营业收入34.15亿元/43.85亿元/51.85亿元，同比+15.1%/+28.4%/+18.3%；归母净利润为10.55亿元/13.55亿元/16.03亿元，同比+18.7%/+28.5%/+18.3%。以2022年5月20日收盘价为基准，预计对应的2022PB分别为1.50倍。我们看好公司发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

股基交易活跃度下降，基金市场申购量、保有量超预期下滑，疫情反复，经济下滑超预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2967	3415	4385	5185
增长率(%)	58.1%	15.1%	28.4%	18.3%
归母净利润	889	1055	1355	1603
增长率(%)	51.2%	18.7%	28.5%	18.3%
EPS(元/股)	0.31	0.37	0.48	0.57
市盈率(P/E)	28.90	24.35	18.95	16.02
市净率(P/B)	1.57	1.48	1.37	1.27

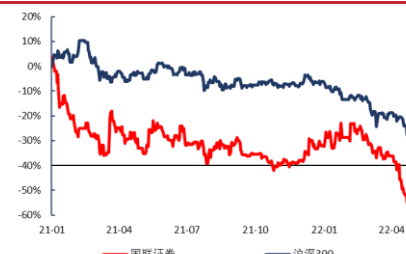
资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所，股价以5月25日收盘价为基准

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn

相对指数



基础数据

总股本(百万股)	2832
流通A股/B股(百万股)	989
资产负债率(%)	76.2%
每股净资产(元)	5.78
市净率(倍)	1.57
净资产收益率(加权)	5.4%
12个月内最高/最低价	15.83/8.81

相关研究

《东亚前海非银周报：关注东方财富等成长型券商的投资机会》2022.4.18
《重资产业务夯实基础，轻资产业务驱动增长——证券行业研究框架》2022.03.18
《东亚前海非银周报：券商配置时点已到，寿险负债端仍持续承压》2022.3.20
《银保渠道补位个险，增额终身寿险或爆发——保险行业研究框架》2022.3.21
《东亚前海非银周报：静待市场走出底部区间》2022.3.26
《东亚前海非银周报：板块数次大涨，成长型券商从未缺席》2022.4.4

正文目录

1. 投资聚焦	4
2. 卓越的中小精品券商，资本扩张带动业绩增长	5
2.1. 公司深耕无锡，为“A+H”上市券商	5
2.2. 公司国资背景，高管经验丰富	6
2.3. 资本扩张期，业务快速发展	7
3. 以基金投顾为主，绘制泛财富管理业务蓝图	9
3.1. 转向泛财富管理，投顾业务发展迅速	9
3.2. 基金投顾战略已成体系，业务规模处于第一梯队	11
3.2.1. 以“小 B 大 C”及“5+N”为竞争战略核心	11
3.2.2. 公司基金投顾业务行业领先	13
3.3. AUM 突破千亿，设立资管子公司进军公募市场	15
4. 投行业务高速增长，自营业务保持稳定	16
4.1. 承销规模创新高，项目储备丰富	16
4.2. 信用及自营业务发展稳健，衍生品业务增长迅速	17
5. 投顾是财富管理重要细分赛道	18
5.1. 机构战略转变及财富管理需求推动美国投顾发展	18
5.2. 投资顾问在共同基金投资中发挥重要作用	19
5.3. 投顾是机构实现差异化竞争的关键	21
5.4. 市场竞争加剧，中小机构需另辟蹊径	23
6. 盈利预测及估值	25
7. 风险提示	27

图表目录

图表 1. 国联证券发展历程	5
图表 2. 总部在江苏省的券商营业部分布（家数，截止至 2022 年 4 月）	5
图表 3. 国联证券控股参股公司	6
图表 4. 国联证券股东结构	6
图表 5. 公司部分高管职务及履历	7
图表 6. 国联营业收入及增速	8
图表 7. 国联归母净利润及增速	8
图表 8. 国联证券营收结构	8
图表 9. 国联总资产及净资产规模	9
图表 10. 国联 ROE 及行业 ROE	9
图表 11. 国联证券各项业务排名	9
图表 12. 财富管理机构对比	10
图表 13. 国联经纪及财富管理业务收入及增速	11
图表 14. 国联代理买卖证券业务市占率	11
图表 15. 国联代销金融产品业务收入（亿元）	11
图表 16. 国联代销金融产品结构（亿元）	11
图表 17. 国联经纪客户数及同比增速	12
图表 18. 国联基金投顾客户数及资产规模	12
图表 19. 国联证券组织架构	12
图表 20. 国联证券投顾“5+N”体系	13
图表 21. 蚂蚁基金平台上的基金投顾策略对比	14
图表 22. 券商基金投顾业务发展情况对比	14

图表 23.	国联资产管理规模结构 (亿元)	15
图表 24.	国联管理费净收入及增速	15
图表 25.	国联股权、债权承销规模 (亿元)	16
图表 26.	国联投资银行业务收入及同比增速	16
图表 27.	国联证券投行业务在中小券商中表现较优	17
图表 28.	国联信用交易业务收入及同比增速	17
图表 29.	国联证券投资业务营业收入及同比增速	17
图表 30.	国联投资杠杆率	18
图表 31.	国联证券自营投资收益率	18
图表 32.	美国投顾业务发展	19
图表 33.	美国共同基金渠道结构 (2020)	19
图表 34.	美国投资者购买基金的渠道 (2020)	19
图表 35.	美国全权委托资产规模占比	20
图表 36.	美国 2020 年投顾服务结构 (万亿美元)	20
图表 37.	美国投顾账户结构 (个数, 2020)	20
图表 38.	美国投顾资产规模结构 (十亿美元, 2020)	20
图表 39.	美国投顾资产分客户规模增速	21
图表 40.	美国投顾收费模式 (2020)	21
图表 41.	美国投顾机构格局 (2020)	22
图表 42.	美国投顾机构资产规模增速	22
图表 43.	美国主要投顾公司部分投顾策略对比	23
图表 44.	投资者对投顾服务态度	24
图表 45.	投资者对未来投顾的发展态度 (2021)	24
图表 46.	基金投顾获批机构	24
图表 47.	国联证券营业收入预测 (百万元)	26
图表 48.	可比公司 PB 及 ROE (以 2022 年 5 月 20 日收盘价为基准)	27
图表 49.	可比公司 PB-ROE	27
图表 50.	国联证券 PB 估值中枢	27

1. 投资聚焦

与市场的不同

市场认为券商全年业绩将受到自营业务拖累，但我们认为以国联证券为代表的处于扩表周期及自营投资稳定性凸出的券商受影响较小。2022Q1，上市 48 家券商或券商控股公司实现自营业务收入-12.99 亿元，拖累券商一季度财报表现并引发市场对行业全年业绩的担忧。但我们认为，国联证券能够跨越周期：一方面在市场表现低迷情况下，国联证券自营投资稳定，一季度投资收益约为 0.5%，与头部券商中信证券相当；另一方面，国联证券目前处于扩表、杠杆提升周期中，投资收益规模有望持续扩大，带动公司自营业绩提升。

市场认为投顾行业“马太效应”显著，国联等中小券商劣势明显，但我们认为先发优势和战略定位才是竞争关键。投顾行业是典型的“know-how”过程，无论是人工投顾还是智能投顾，都需要大量的实践及经验积累，因此人才优势、先发优势很重要。此外，美国投顾市场拥有很多中小公司满足个性化市场，因此中小机构的关键在于战略定位，与头部机构实现差异化竞争。国联证券以差异于其他券商的“小 B 大 C”战略为投顾业务发展核心，已经形成了人才、组织架构、产品、渠道、服务等全方位业务优势，规模及客户均领先同业。未来投顾业务有望成为公司泛财富管理业务的最大亮点。

2. 卓越的中小精品券商，资本扩张带动业绩增长

2.1. 公司深耕无锡，为“A+H”上市券商

公司是“A+H”上市券商。国联证券的前身无锡市证券公司成立于1992年，后于2008年更名为国联证券股份有限公司。2004年至2014年，国联证券取得了基金代销、融资融券等多项业务资格。2010年，子公司国联通宝资本投资有限责任公司成立。2011年，子公司华英证券有限责任公司成立。2015年，公司在香港联交所成功上市。2020年，公司在上海证券交易所成功上市，同年获批公募基金投资顾问业务试点资格。2021年，国联证券发布“大方向”基金投顾品牌，顺利完成非公开发行股票，获得中国金鼎奖“最具发展潜力券商资管”、“优秀投教品牌”等荣誉称号。

图表1. 国联证券发展历程

年份	发展历程
1992年	无锡市证券公司成立
2004年	获得基金代销业务资格
2008年	公司由“国联证券有限责任公司”更名为“国联证券股份有限公司”
2010年	国联通宝资本投资有限责任公司成立 获得A类A级券商资格
2011年	华英证券有限责任公司成立 获批代办系统主办券商业务资格
2012年	获得融资融券业务资格
2013年-2014年	获得代销金融产品业务资格、沪深证券交易所股票质押式回购交易业务资格等多项券商业务资格
2015年	在香港联交所成功上市
2020年	在上海证券交易所成功上市 获批公募基金投资顾问业务试点资格

资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

公司是深耕无锡的中小型精品券商。除国联证券外，总部在江苏省的证券公司还包括东吴证券、华泰证券、南京证券、东海证券。公司在江苏省设立59家营业部，少于华泰证券与东吴证券；但在无锡市设立了22家营业部，为五家证券公司之首。无锡市2021年GDP为1.4万亿元，在江苏省内排名第三，经济实力雄厚，对财富管理等金融服务具有较强的需求。此外，江苏省内的城商行实力凸出，江苏银行、南京银行、苏州银行、无锡银行等优质银行为公司提供了大量的B端客户资源。

图表2. 总部在江苏省的券商营业部分布（家数，截止至2022年4月）

	无锡市	江苏省	营业部总数
国联证券	22	59	88
东吴证券	3	78	125
华泰证券	5	105	243
南京证券	1	51	104
东海证券	1	23	76

资料来源：各家公司官网，东亚前海证券研究所

金融生态初步形成。国联证券拥有华英证券、国联通宝、无锡国联、国联证券（香港）、国联资管（2022年4月29日设立）五家全资子公司，

以及中海基金（33.41%）股权，初步形成了完整的金融生态。其中，华英证券主要从事投资银行业务；国联通宝主要从事私募股权投资业务；国联创新主要从事自有资金投资业务。

图表3. 国联证券控参股公司

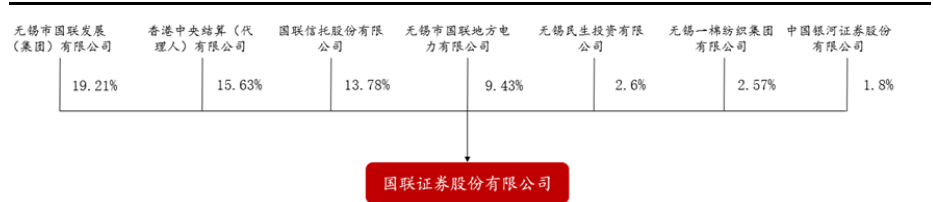
控参股公司	功能
华英证券	股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销与保荐；中国证监会批准的其他业务
国联通宝	投资管理
国联创新	使用自有资金进行对外投资、创业投资、实业投资、股权投资
国联证券（香港）	控股、投资，通过下设的子公司从事境外证券业务
中海基金	基金募集、基金销售、资产管理、中国证监会许可的其他业务
国联资管	从事证券资产管理业务、公开募集证券投资基金管理业务（以监管机构核准为前提）等

资料来源：国联证券年报、公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 公司国资背景，高管经验丰富

公司国资背景雄厚。公司第一大股东为无锡市国联发展（集团）有限公司，持股比例为 19.21%，无锡市国资委为公司的实际控制人。截止至 2021 年末，公司前十大股东合计持股比例为 68.44%，股权结构相对稳定。

图表4. 国联证券股权结构



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

高管团队经验丰富，有 5 人具有中信证券工作经历。公司现任董事长（代）、总裁葛小波先生曾任中信证券投行部负责人、财务负责人、首席风险官；副总裁尹红卫女士曾任职于中信证券财富管理部执行总经理；副总裁李钦曾就职于中信证券风险管理部；董事会秘书王捷先生曾任中信证券人力资源部总监、执行总经理、董事总经理；首席信息官汪锦岭先生曾任中信证券信息技术中心 B 角、执行总经理。其余高管大多具有金融企业工作经历，经验丰富。

图表5. 公司部分高管职务及履历

姓名	现任职务	履历
葛小波	董事长（代）、总裁、财务负责人	兼任国联证券（香港）董事，国际会计准则委员会委员和中国工业合作经济学会会员。1997年进入中信证券股份有限公司，曾兼任中信证券国际、中信证券投资、中信产业基金等公司董事。
华伟荣	国联集团董事、总裁	兼任无锡市国发资本运营有限公司董事、总经理，一村资本有限公司董事。曾任无锡市财政局综合计划科副科长、华夏基金管理有限公司等公司董事。
周卫平	国联信托董事长、总经理（代）	曾任无锡恒达证券公司财务部经理，本公司经纪业务部总经理，无锡国联期货经纪有限公司总经理，国联集团财务部经理，无锡国联期货经纪有限公司董事长。
尹红卫	副总裁，国联通宝董事长、国联证券（香港）董事	中信证券深圳总部营业部总经理、深圳分公司总经理、总部财富管理部执行总经理。
李钦	现任本公司副总裁	曾就职于中信证券风险管理部，曾任方正证券风险管理部副总经理、行政负责人、国联创新董事。
王捷	董事会秘书、人力资源部总经理，华英证券董事	曾任中信证券人力资源部总监、执行总经理、董事总经理、部门行政负责人，中信控股公司总裁办公室总经理助理，中信证券（山东）人力资源总监。
汪锦岭	首席信息官，华英证券董事、首席信息官	曾任中国建设银行安徽省巢湖分行科员，NEC 中国研究院副研究员，中国人民人寿保险股份有限公司部门总经理助理，中国证监会研究员，中信证券股份有限公司信息技术中心 B 角、执行总经理。

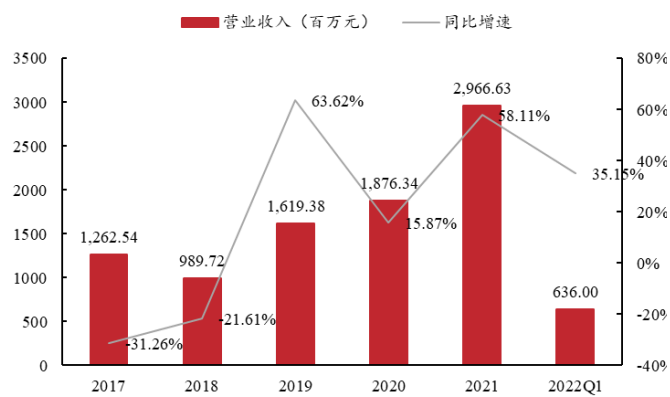
资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

股权激励留住核心人才。2022 年 4 月，公司发布员工持股计划，拟授予公司或下属控股子公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员、VP 及以上职级人员以及其他核心骨干员工 H 股股票，认购本员工持股计划份额的金额合计不超过人民币 7,200 万元（含）。股权激励计划能够将公司利益与员工利益绑定，有助于留住核心人才。

2.3. 资本扩张期，业务快速发展

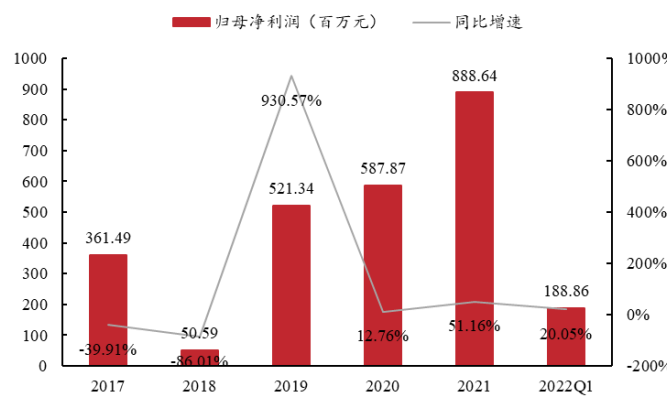
公司处于快速发展期。2019 年公司开启业务转型，经纪与财富管理业务、投行业务驱动公司业绩增长。2020-2021 年，公司通过 A 股上市、增发及融资，不断扩充资本金及投资杠杆。2021 年，公司营收 29.67 亿元，同比增长 58.11%，2016-2021 年 CAGR 为 10.1%。公司 2021 年实现归母净利润 8.89 亿元，同比增长 51.16%，2016-2021 年 CAGR 为 7.8%。2022 年 Q1 营收 6.36 亿元，同比增长 35.15%，归母净利润增长 20.05%，表现远优于同业。

图表6. 国联营业收入及增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

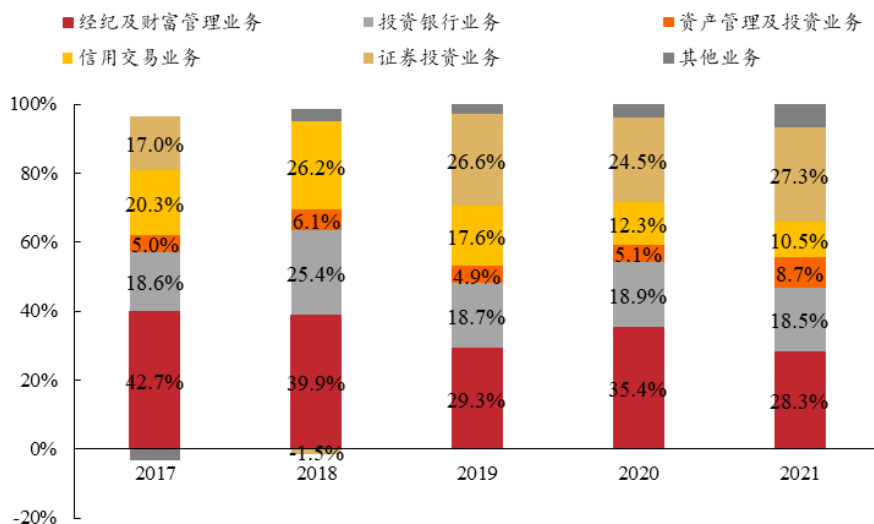
图表7. 国联归母净利润及增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

证券投资业务占比提升。公司业务主要分为：经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务。2019 年以前，公司主要以经纪业务作为其主要营收来源；2019 年后，随着公司两地上市成功，资本金及投资杠杆扩充，公司 2021 年证券投资业务占总营收比重提升至 27.3%，同比+2.8pct。

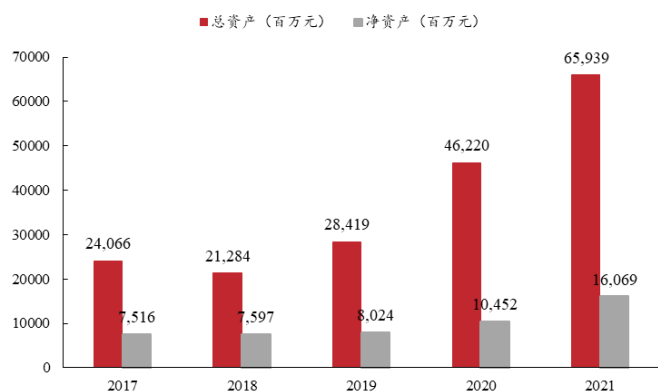
图表8. 国联证券营收结构



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

A 股上市及增发带动净资产增加，ROE 表现略低于行业。2021 年公司总资产达 659.39 亿，同比增长 42.66%，定向增发导致净资产同比提升 53.74%。净资产增加使得公司 ROE 水平有所下降。2021 年，公司 ROE 为 7.27%，同比+0.86pct，但低于行业 ROE 9.07%。

图表9. 国联总资产及净资产规模



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

图表10. 国联 ROE 及行业 ROE



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

公司各项业务规模排名行业中游。根据中证协数据，公司 2020 年总资产、净资产、净资本行业排名为 41、49、41，分别上升 14 位、10 位与 8 位。公司营业收入上升 2 位，净利润与权益收益率排名有所下降。从各业务分部表现来看，经纪与财富管理业务收入排名基本稳定；投资银行业务收入排名下降 2 位；信用业务收入排名有所下滑；证券投资类业务表现亮眼，收入排名上升 12 位。

图表11. 国联证券各项业务排名

		2019 排名	2020 排名
规模	总资产	55	41
	净资产	59	49
	净资本	49	41
盈利	营业收入	51	49
	净利润	43	52
	权益收益率	24	41
经纪与财富管理业务			
投资银行业务	证券经纪业务收入	49	48
	代理销售金融产品收入	44	48
	投资银行业务收入	50	52
信用业务	股票主承销佣金收入	31	46
	债券主承销佣金收入	45	41
	融资类业务利息收入	36	37
证券投资业务	融资融券业务利息收入	50	41
	股票质押业务利息收入	27	34
证券投资收入		55	43

资料来源：中证协，东亚前海证券研究所

3. 以基金投顾为主，绘制泛财富管理业务蓝图

3.1. 转向泛财富管理，投顾业务发展迅速

证券行业在财富管理上较银行和第三方代销渠道更专业。目前财富管理赛道主要玩家包括银行、券商、公募基金及第三方机构。银行拥有庞大的客户资源、丰富的金融产品种类、成熟的理财顾问团队，但投研能力及专业度较弱。第三方机构主要分为专业化财富管理公司及互联网代销机构。前者主要面向中高净值等特定客户群体，后者面向长尾客户，但大多缺乏专业化的投研团队。券商虽然产品线丰富度不如银行，但投研能力强、投

顾团队专业的优势能够满足高风偏客户多元化、定制化的资产配置需求。随着客户不断积累，券商与其他渠道差距正逐步缩窄，并且在基金投顾等专业化的细分赛道上，券商优势凸出。

图表12. 财富管理机构对比

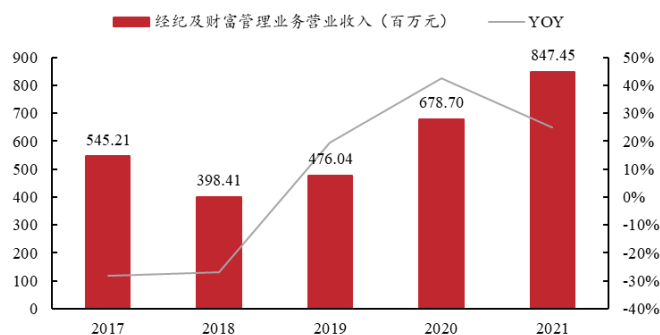
	产品	团队及服务	投研能力	客户
银行	产品线丰富，涵盖理财、基金、保险等金融产品，能够满足绝大部分客户需求	拥有专业的理财顾问团队，能够帮助客户进行资产配置，但无法对单一产品提供更专业化的建议	投研能力不足	客户资源丰富，客户数庞大，高净值客户多。客户整体风险偏好较低。
券商	能够销售大部分的基金产品且能够为特定客户提供专业的资管计划	拥有专业的资产管理团队，能够提供专业化的金融服务	投研能力强，下设研究所、资产管理部、财富管理部一般均设有研究团队	客户资源弱于银行，但客户风险偏好较高，对基金类金融产品接受程度更高
公募基金	产品种类仅限于基金产品，相对单一	部分头部公募基金配备投顾团队，但客户触达教育依然依靠线上或第三方代销平台	基金产品投资能力扎实，拥有 FOF 管理经验	客户资源弱，一般通过其他渠道导流
专业第三方财富管理机构	产品进入门槛高，产品数量较少，种类基本涵盖客户金融资产配置需求	拥有专业的财富管理团队，能够针对不同的客户提供资产配置建议以及定制化服务	部分头部财富管理机构具备较强的投研能力	目标客户主要是中高净值人士或中小企业主，客均资产高，客户量较小，通常通过转介绍获客
互联网第三方代销机构	产品进入门槛较低，产品种类及数量较多	以线上投顾服务、智能客服为主	缺乏投研能力	通过互联网流量获客，以大众客户为主

资料来源：东亚前海证券研究所

财富管理成券商差异化经营的关键业务。证券市场竞争不断加剧，获客成本提升，佣金率下滑，传统的经纪业务与信用业务难以实现高速增长。财富管理是在券商原有业务资源的延伸。财富管理行业刚起步，各家券商均在摸索发展路径，因此该业务也成为中小券商突围的关键。

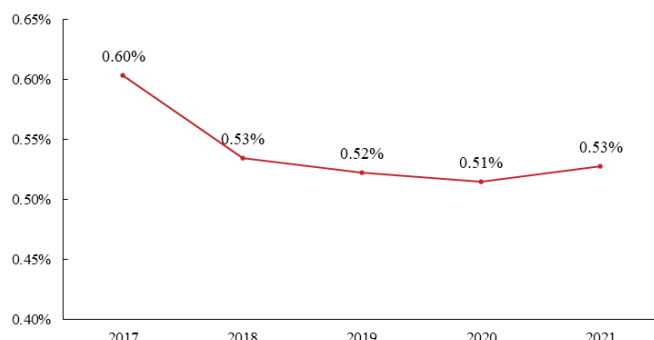
国联积极进行财富管理转型，业务营收实现高增长。财富管理是目前公司的业务重心。公司通过推动经纪业务及资产管理业务挖掘客户资产潜力向泛财富管理转型，实现业务营收高速增长。2021 年，公司相关业务收入 8.45 亿元，同比+24.86%。股基交易金额、经纪客户数保持稳定增长，分别同比+27.96%、+8.46%至 2.72 万亿元、138.6 万户。代理买卖证券业务市场占有率为 0.53%，较去年 0.51%略有提升。

图表13. 国联经纪及财富管理业务收入及增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

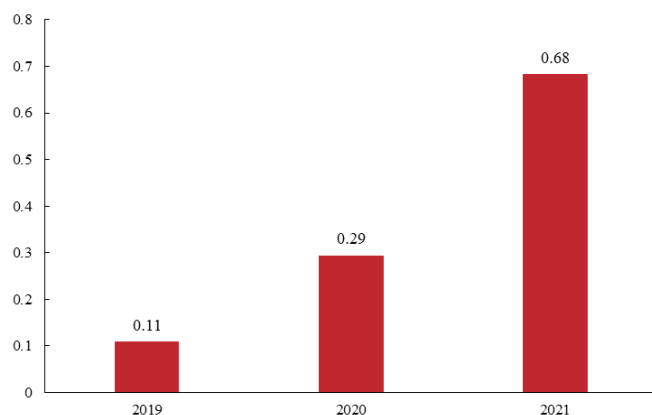
图表14. 国联代理买卖证券业务市占率



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

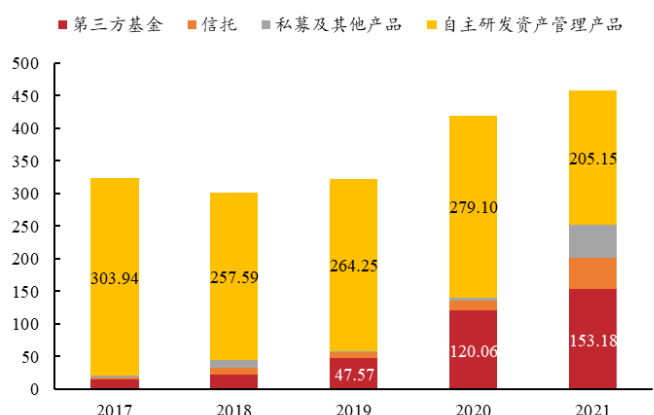
代销业务表现亮眼，基金投顾业务快速发展。国联证券自 2019 年开启财富管理转型，逐步成为公司的核心业务。2021 年，公司代销金融产品净收入 0.68 亿元，同比+132.5%；代销第三方基金产品 153.18 亿元，同比+27.59%。受自主研发资产管理产品销售规模同比-26.5%拖累，金融产品销售收入规模同比+5.84%至 457.49 亿元。公司作为国内首家开展投顾业务的券商，竞争力不断增强。截止至 2021 年末，公司基金投顾签约总户数达 15 万户，签约资产规模超 102 亿元。

图表15. 国联代销金融产品业务收入 (亿元)



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

图表16. 国联代销金融产品结构 (亿元)



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

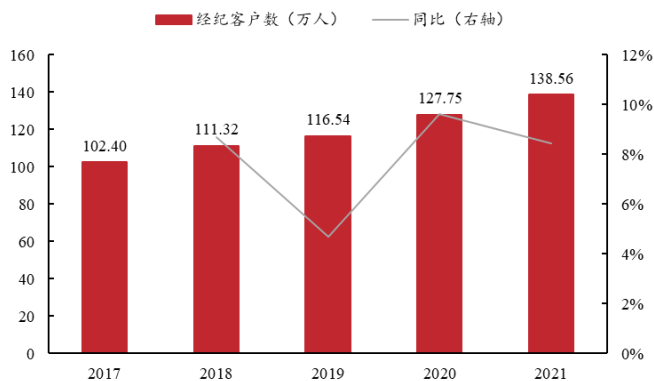
3.2. 基金投顾战略已成体系，业务规模处于第一梯队

3.2.1. 以“小B大C”及“5+N”为竞争战略核心

整体（客户）战略：聚焦“小B大C”，实现差异化竞争。公司地处江苏，城商行及中小企业众多，财富管理需求庞大。国联将重心放在“小B大C”：1) 中小型B端客户：城商行、中小股份制银行和私募的合作；2) 企业及企业家为主的高净值客群，形成区别于头部券商的竞争模式。除此之外，公司也积极将投顾服务延伸至互联网平台、信托等金融机构，快速扩大规模及客户数。截止至 2021 年末，公司经纪客户数 138.6 万人，同比+8.5%。2021 年末基金投顾签约客户数同比提升 182.5%，签约资产规模同

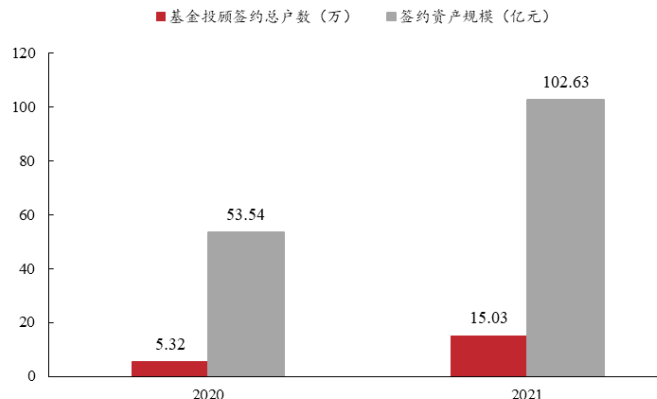
比+91.7%。

图表17. 国联经纪客户数及同比增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

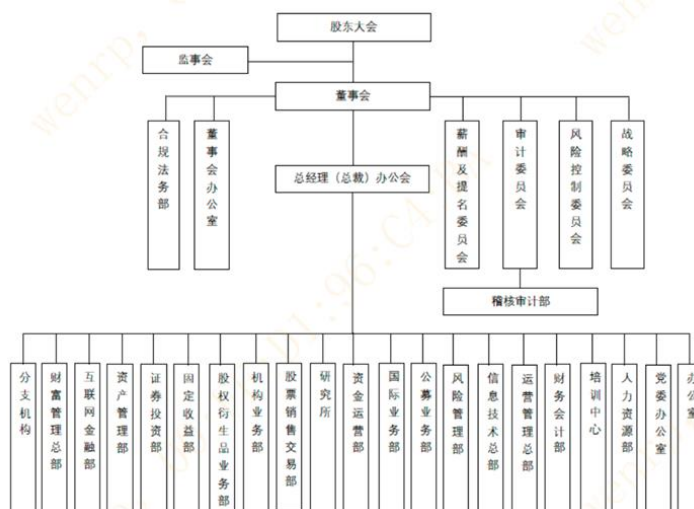
图表18. 国联基金投顾客户数及资产规模



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

组织架构：打通财富管理与资产管理部。大多数券商的投顾业务及 FOF 管理分别隶属于财富管理部与资产管理部，各个部门对于产品的准入要求以及产品选择的偏好存在差异，导致部门间协同性较低。国联将基金投顾提升到公司整体战略地位，由同一位副总裁领导，并厘清各个部门职责：将研究与准入职责划归为财富管理部，交易及投资职责归为资产管理部。

图表19. 国联证券组织架构

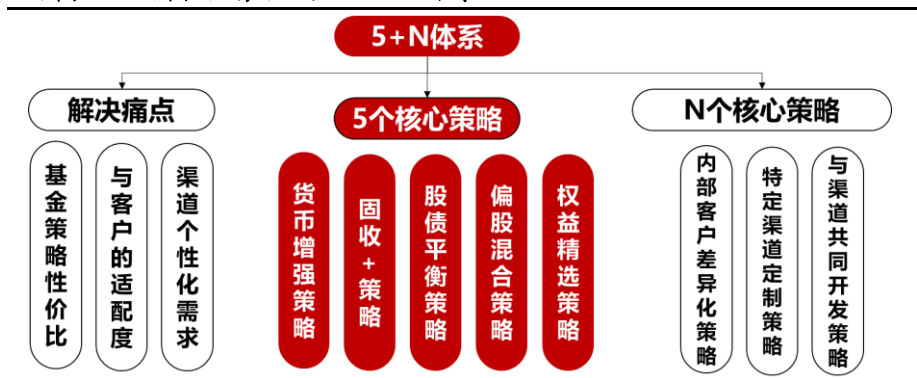


资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

人员战略：以研究、技术为重心。公司服务团队规模持续扩张，并将重心放在研究能力的培养。目前国联的投顾团队超 20 人，均为研究员出身。在晋升机制上，研究员业绩凸出就可成为基金投顾主理人；若主理人业绩表现较差，则需要返回研究员岗位，从而不断激励团队成员成长。此外，投顾团队还招聘了数据库开发人员，搭建自建数据库，使得团队成员可以储存并一键导出研究成果，一定程度上减少成员离职带来的影响，也提高了新人学习效率及适应速度。

产品策略：打造“5+N”策略服务体系。针对目前存在的产品性价比不足定位不清、投顾策略和服务体系的适配度不足和难以满足渠道合作方的个性化需求等诸多行业痛点，公司领先于行业推出“5+N”的产品体系。其中，“5N”是指公司面对财富客户开发的5个核心策略：货币增强策略、“固收+”策略、股债平衡策略、偏股混合策略、权益精选策略；“N”代表N个核心策略，覆盖三种不同需求，包括符合内部客户更多差异化服务场景的策略、基于渠道合作方代销池形成的定制策略、基于渠道方共同参与策略开发的定制策略。

图表20. 国联证券投顾“5+N”体系



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

渠道策略：针对不同渠道特定匹配差异化服务。公司目前已和超38家的银行及第三方机构确定了合作关系，并针对不同的渠道匹配不同的服务支持手段。针对银行渠道，国联在输出策略和服务体系的同时，更加注重帮助银行搭建产品服务体系，帮助银行完成财富管理、资产管理转型，同时与恒生电子共同开发了行业内首家银证合作基金投顾技术系统，在账户管理及交易管理方面提供技术支持。针对互联网渠道，公司探索新媒体运营方式，依托平台属性强化持续性运营，提供陪伴式投顾体验。

服务策略：提供“千人千面”定制化服务。公司专门设立了企业与私人银行部，为特定客户提供个性化服务。面对高净值客户，公司对财富规划师设置了一系列的培训，打造专业投资顾问队伍，不断拓展客户边界及服务深度，充分挖掘客户潜在价值。投研团队针对客群需求打造目标盈策略、机构定制策略等多种策略形式。截止至今年一季度，团队为客户定制的个性化策略已超120个。

3.2.2. 公司基金投顾业务行业领先

公司基金投顾产品收益率、最大回撤表现优于同业。国联在蚂蚁基金上线了3款投顾产品——国联股票精选、国联偏股优选弹性、国联债券增强稳健。平台根据客户持有产品时长、预期收益率及可接受最大回撤推荐不同的投顾产品。根据蚂蚁基金的分类标准，各类产品可分为稳健型、均衡型、追求收益型，权益投资资产占比依次增加。国联在每一类的投顾方案近半年收益率、近一年最大回撤等指标，均优于中信建投及银河证券。

此外，国联凭借自身“固收+”的投研实力，区别于同业推出稳健型投顾方案，产品矩阵更加完善。

国联基金投顾费率低于中信建投、银河证券。国联追求收益型、均衡型以及稳健型产品的投顾服务费分别为 0.50%、0.40%、0.25%，与公募基金投顾费率相当，远低于中信建投和银河证券，优势明显。

图表21. 蚂蚁基金平台上的基金投顾策略对比

类型	名称	近半年收益率	近一年最大回撤	投顾服务费
追求收益型	国联股票精选	-17.36%	24.55%	0.50%
	中信建投价值金字塔	-19.02%	26.29%	0.80%
	银河股基精选策略	-22.10%	22.60%	1.00%
	中金财富配置加力-进取型	-16.07%	24.26%	0.50%
	南方股债进取	-12.74%	18.89%	0.50%
	易方达激进投资	-20.60%	28.02%	0.50%
均衡型	国联偏股优选弹性	-10.12%	14.89%	0.40%
	中信建投股债菁品汇	-11.77%	18.03%	0.80%
	银河股基债基5050平衡策略	-11.68%	17.33%	0.75%
	中金财富配置加力-积极型	-10.58%	16.69%	0.40%
	南方股债平衡蓝筹	-9.69%	14.09%	0.40%
	易方达股债平衡	-8.07%	13.75%	0.40%
稳健型	国联债券增强稳健	-1.72%	3.33%	0.25%
	中金财富配置加力-稳健型	-2.82%	6.07%	0.25%
	南方固收+精选	-1.68%	3.41%	0.25%
	易方达稳健理财	-1.39%	2.64%	0.25%

资料来源：支付宝 App，东亚前海证券研究所

公司投顾管理资产规模及客户数处于第一梯队。国联是行业最早开展投顾业务的公司。截止至 2021 年底，仅国联证券、华泰证券、国泰君安投顾管理资产规模突破百亿，投顾客户数也仅次于华泰证券及国泰君安。从客均资产规模看，国联证券（6.8 万）> 国泰君安（5.9 万）> 华泰证券（2.8 万），公司聚焦“小 B 大 C”，发展 B 端、获取中高净值客户业务模式取得良好效果，整体业务发展处于第一梯队，拥有较强的先发优势。

图表22. 券商基金投顾业务发展情况对比

公司	业务开展时间	业务发展情况
国联证券	2020. 4	2020 年推出投顾品牌“基智投”；2021 年推出“大方向” - 已和超 38 家的银行及第三方机构确定了合作关系； - 定制的个性化策略已超 120 个； 2021 年末，公司基金投顾签约总户数达 15 万户，签约资产规模超 102 亿元。
华泰证券	2020. 10	2021 年推出全新基金投顾业务品牌“省心投”； 2021 年末，参与客户数量超过 70 万，管理规模达到 195 亿元。
银河证券	2020. 5	2020 年 5 月上线“财富星-基金管家”业务； - 截止至 2021 年 5 月底，基金投顾业务试点范围覆盖全国近 500 家营业部，委托客户接近 6 万人，保有资产超 20 亿元。
中信建投	2020. 9	2020 年推出投顾品牌“蜻蜓管家”； 2021 年末，参与客户数量超过 9 万。
国泰君安	2020. 4	- 国泰君安“君享投”基金投顾上线策略达 28 个； 2021 年末，国泰君安基金投顾签约规模已突破 100 亿，签约客户超 17 万。
中金财富	2020. 9	2022 年 3 月 9 日，焕新公募基金投顾品牌“公募 50”；

申万宏源	2020.9	➤ 2021 年末，签约规模约 55 亿，签约客户超 4.6 万。
		➤ 公司投顾品牌“星基汇”；
		➤ 2021 年末，投顾累计签约客户 9.5 万人，管理规模超人民币 30 亿元

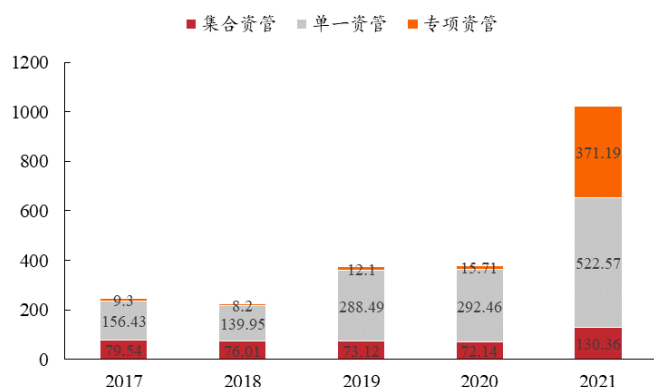
资料来源：东亚前海证券研究所

3.3. AUM 突破千亿，设立资管子公司进军公募市场

发力单一资管及专项资管，资管规模突破千亿。国联证券资管规模由 2020 年的 380 亿元，跃升至 2021 年的 1024 亿元，同比+169.8%。公司单一资管规模同比+78.7%至 523 亿元。公司凭借自身在 FOF 及固收上的投资优势，以及资产管理及财富管理的协同作用，吸引高净值客户及企业客户。此外，公司充分发挥自身优势，资产证券化业务快速发展。2021 年，公司互联网消费企业 ABS 发行规模位列前三，同业借款 ABS 发行规模处于第一梯队，专项资管规模超 370 亿元，同比增长超 22 倍。

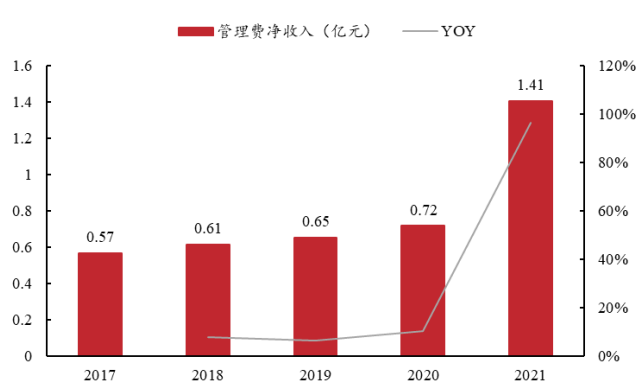
资管业务客户数、资管净收入高增长。2021 年，公司集合资管、专项资管客户数为 2.86 万户及 122 户，均较 2020 年增长超 1 倍。得益于规模及客户数的快速提升，公司 2021 年资产管理净收入同比+96.4%至 1.41 亿元。公司资管业务逐步驶入快车道。

图表23. 国联资产管理规模结构（亿元）



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

图表24. 国联管理费净收入及增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

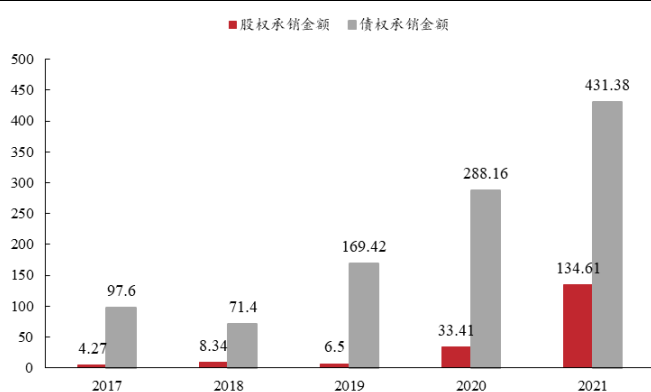
乘“公募 16 条”东风，设立资管子公司聚焦主动管理。2022 年 4 月 26 日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，其中提到积极推进商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司。同时优化公募基金牌照制度，对同一主体的公募牌照进行适当放宽，鼓励券商资管、保险资管以及银行理财子取得公募基金牌照。目前国联证券仅参股中海基金 33.41%股权，自身没有公募牌照，是制约公司泛财富管理业务发展的关键。4 月 29 日，国联证券出资 10 亿元设立全资资管子公司，并申请公募牌照，有助于公司聚焦主动管理，充分发挥自身投研优势，提高客户财富管理服务能力。

4. 投行业务高速增长，自营业务保持稳定

4.1. 承销规模创新高，项目储备丰富

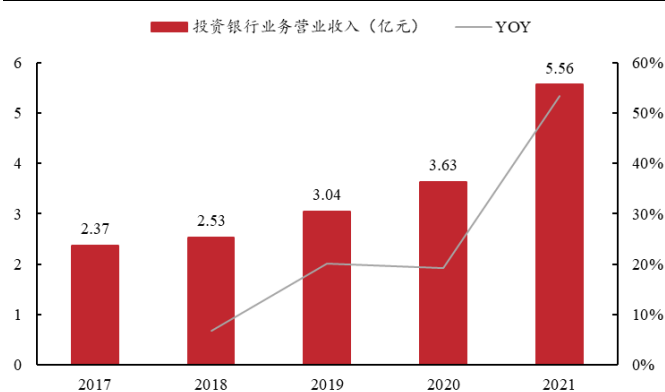
股承债承规模持续扩大，业务排名创历史最佳。公司通过全资子公司华英证券开展投资银行业务。2021 年，华英证券股权承销规模 134.6 亿元，较 2020 年增长超 3 倍。公司股权业务承销总额排名第 23，再融资承销额排名第 16，定增承销金额排名第 9，各项核心指标均进入行业前 25。债承方面，华英证券 2021 年债券承销金额共 431.4 亿元，同比+49.70%，各项核心指标均进入行业前 36 位。公司承销规模的攀升带动 2021 年投资银行收入同比+53.3%至 5.56 亿元，成为公司业绩的重要贡献。

图表25. 国联股权、债权承销规模（亿元）



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

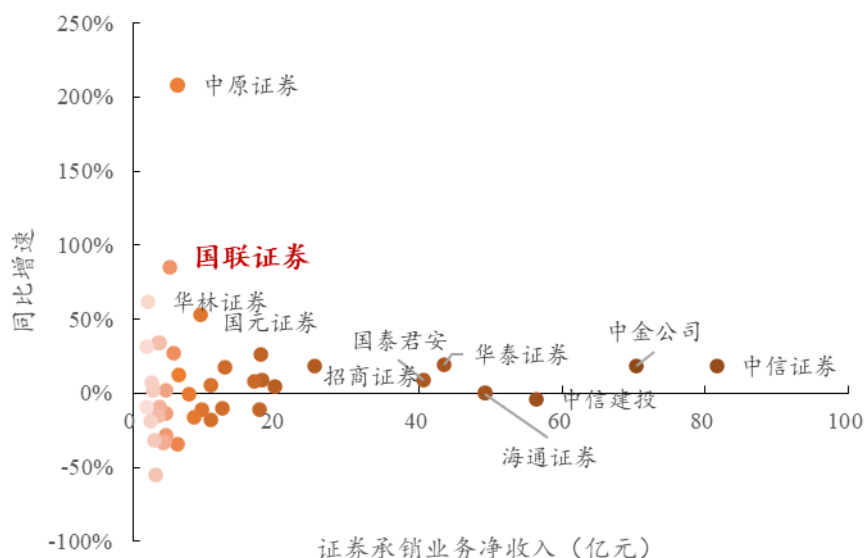
图表26. 国联投资银行业务收入及同比增速



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

公司投行业务在中小券商中表现突出，业务储备丰富。在证券承销业务净收入低于 10 亿元的中小型券商中，公司业务增速领先。公司目前拥有丰富的项目储备。截止至 2021 年年末，公司股权承做已有取得批文待发行项目 2 单，在审项目 3 单，申报辅导项目 13 单；债权承做取得批文待发行债券项目 43 单，合计待发行规模超千亿元，申报在审债券项目 25 单。2022 年一季度，公司投资银行业务手续费净收入同比+91.4%至 1.64 亿元，全年投行业务收入有望保持高增长。

图表27. 国联证券投行业务在中小券商中表现较优

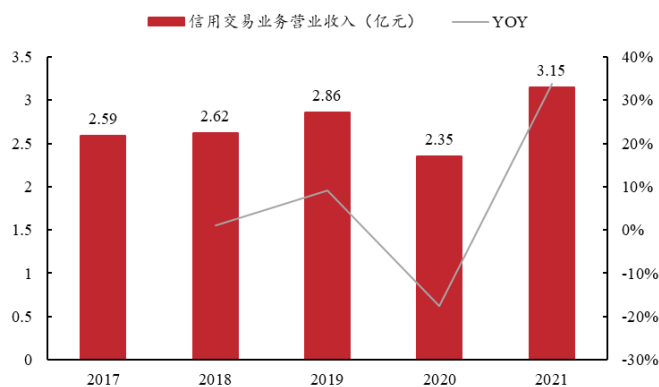


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.2. 信用及自营业务发展稳健，衍生品业务增长迅速

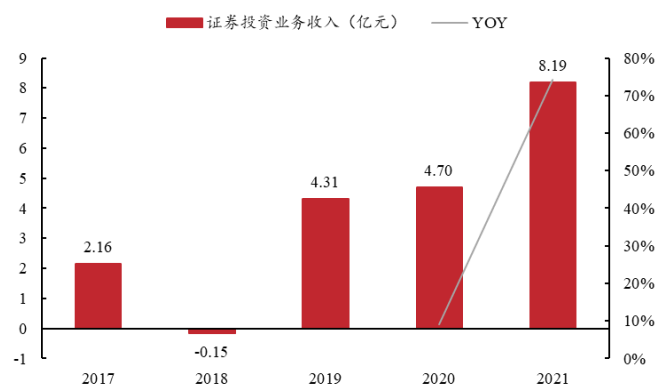
公司信用业务及自营业务成公司发展基石。信用及证券投资等重资产业务对业绩贡献比例较高，是公司营收的主要来源。2021年，公司信用交易业务、证券投资业务实现收入3.15亿元、8.19亿元，同比+33.8%、+74.2%，占总营收比重10.6%、27.6%。两融业务方面，公司将融券业务作为未来发展重点，积极扩充券源并严控风险；证券投资方面，公司将加强固收类业务的优势，积极参与业务创新，秉持价值投资理念，稳健进行权益类投资。

图表28. 国联信用交易业务收入及同比增速



资料来源: 国联证券年报, 东亚前海证券研究所

图表29. 国联证券投资业务营业收入及同比增速

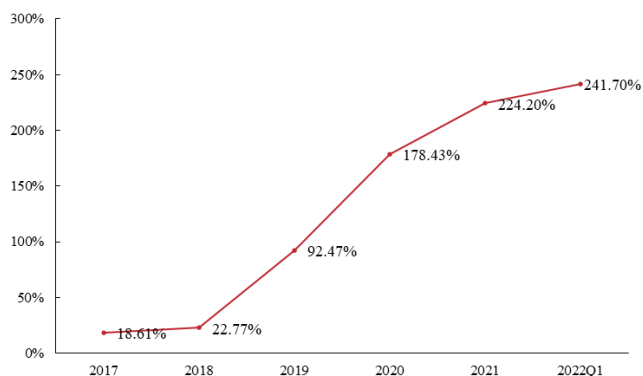


资料来源: 国联证券年报, 东亚前海证券研究所

投资杠杆提升及稳健的投资表现帮助公司跨越周期。2022Q1 市场行情低迷，上市券商业绩受自营业务影响普遍承压，行业营收及归母净利润均大幅下滑。在此背景下，公司投资杠杆的不断提升及优于行业投资收益率帮助自营业务（投资收益-联营收益+公允价值变动损益）仍实现26.0%的正增长。2022Q1，公司投资杠杆（投资资产/净资本）为241.70%，较2021年

末提升 17.5pct，较 2020 年末提升 63.27pct。公司 2021 年实现投资收益率 3.8%，较 2020 年提升 0.2pct；2022Q1 投资收益率依然为正（0.53%）。去年低基数以及公司自营业务的稳定性和优秀的择时能力，有望带领公司穿越市场低迷周期，全年自营业务表现预计领先同业。

图表30. 国联投资杠杆率



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

图表31. 国联证券自营投资收益率



资料来源：国联证券年报，东亚前海证券研究所

场外衍生品排名提升。随着公司业务不断创新、交易模式的不断丰富、交易服务和产品设计能力不断增强，交易量增长明显。根据中证协数据，2020 年公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入为 476 万元，首次进入前 20 名，预计贡献投资收益约 333 万元。2021 年度公司全年累计签约场外期权和收益互换名义本金同比增长 241%，市场排名有望进一步提升。场外衍生品市场具有“强者恒强”特性，公司快速扩大交易服务规模，该业务有望成为公司未来营收的一大增长点。

5. 投顾是财富管理重要细分赛道

5.1. 机构战略转变及财富管理需求推动美国投顾发展

美国投顾发展主要经历以下阶段：

- 1) 萌芽及规范期（1930s-1940s）：**投顾业务发展源于保险销售，营销人员会为客户提供简单的投资咨询。随着美国 1940 年颁布《投资顾问法》，投资顾问行业正式成型；
- 2) 快速发展期（1950s-1970s）：**税收优惠 IRA 及 401(K) 账户等养老金资产规模的快速增长为共同基金市场带来大量的增配资金及顾问需求。美国社会上富裕阶层的增多，资产配置需求进一步上升。1975 年，《证券交易修订法案》发布，废除固定佣金制度，进一步促进投顾服务多样化；
- 3) 变革期（1980s-2000s）：**市场基金机构逐步推出免佣基金进行价格竞争，机构从传统卖方投顾业务转向买方投顾业务。1999 年《金

融服务现代化法案》颁布，打破金融业分业经营环境。金融危机后，监管机构对投资顾问监管进一步加强，行业壁垒及专业性进一步提升；

4) 智能发展期 (2010s-至今)：智能投顾鼻祖 Betterment 于 2010 年正式上线了智能投顾业务。而后先锋集团、富达基金等均布局智能投顾，传统投顾和智能投顾协同发展局面形成。

图表32. 美国投顾业务发展

1930s-1940s	1950s-1970s	1980s-2000s	2010s-
➢ 投顾业务兴起于保险行业； ➢ 《投资顾问法》颁布，确立投顾行业规则及监管。	➢ 二战后美国富裕阶层增加； ➢ 1974年，带有税收优惠的 IRA 账户推出； ➢ 1975年，《证券交易修订法案》，废除了固定佣金制度； ➢ 1978年，“401k”计划推出。	➢ 先锋基金推出免佣基金； ➢ 1999年《金融服务现代化法案》颁布，允许金融业混业经营； ➢ 2010年，修订《投资顾问法》，加强投顾监管。	➢ 2010年，Betterment 上线智能投顾； ➢ 2014、2015年先锋集团、富达基金先后推出智能投顾平台。

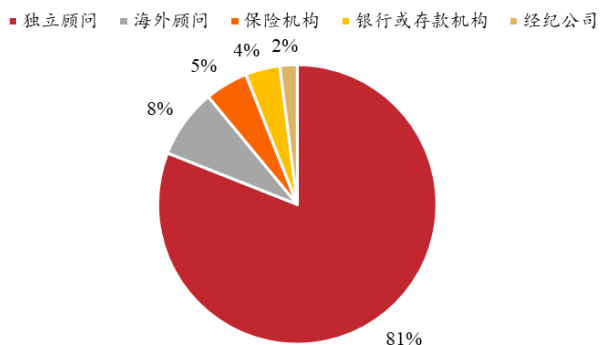
资料来源：东亚前海证券研究所

用户需求增加及企业战略转变驱动投顾业务发展。复盘美国投顾发展史，业务发展主要推动因素为：1) IRA 及 401(k) 增加居民对于金融资产的配置需求；2) 随着经济发展，富裕基层人数增加，多资产配置需求增加；3) 金融混业后，专业投顾能够销售多种类型金融产品，能满足客户的大类资产配置需求；4) 各家机构通过发展投顾业务摆脱佣金竞争困境，从卖方基金销售到买方基金投顾转变，资产管理费用成为营收重要来源。

5.2. 投资顾问在共同基金投资中发挥重要作用

投资顾问是公募基金的主要渠道。根据 ICI 数据，共同基金管理主体主要包括独立投资顾问、海外投资顾问、保险公司、银行或储蓄机构、经纪公司。其中，有 81% 的管理主体为独立投资顾问，管理了约 71% 的基金资产。在居民共同基金持有结构中，约 63% 的投资者通过雇主资助的退休计划以外的渠道购买共同基金。在这部分美国家庭中，约 26% 的投资者通过全服务经纪商渠道购买，而 22% 的投资者通过独立投资顾问购买。

图表33. 美国共同基金渠道结构 (2020)



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

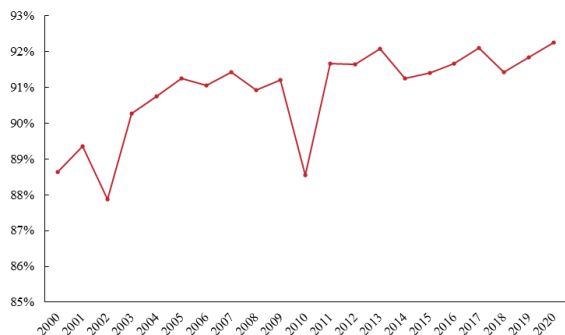
图表34. 美国投资者购买基金的渠道 (2020)

	占比 (%)
通过雇主资助外的退休计划	83
通过雇主资助的退休计划	63
1) 专业投资顾问	47
——全服务经纪商	26
——独立财务顾问	22
——银行及储蓄机构	17
——保险公司	9
——会计师	7
2) 直接购买	31
——共同基金	16
——折扣经纪商	21

资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

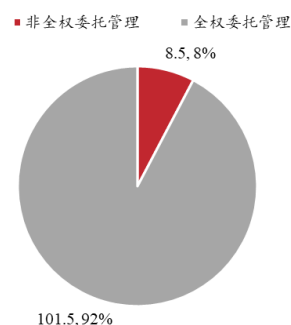
投顾服务主要以全权委托为主。投顾服务一般分为全权委托或非全权委托。全权委托是客户基于对投资顾问经理的充分信任，将自身资产完全交由顾问打理。根据 SEC 数据，全权委托资产规模占比始终基本保持在 87% 以上。2020 年，美国的投顾服务总规模达 110.0 万亿美元，其中全权委托管理的规模为 101.5 万亿美元，占比高达 92.3%。

图表35. 美国全权委托资产规模占比



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

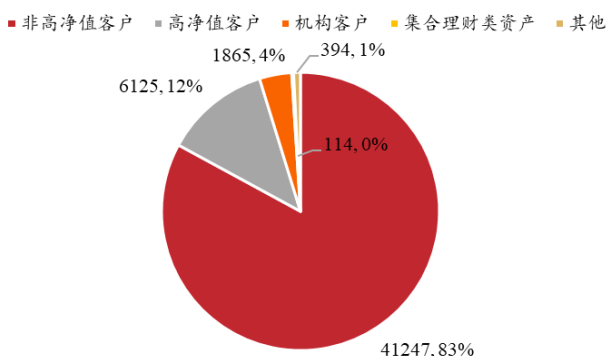
图表36. 美国 2020 年投顾服务结构 (万亿美元)



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

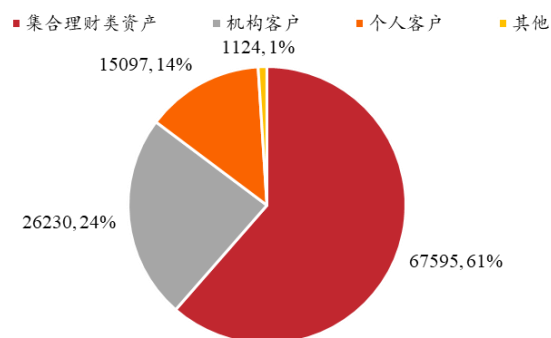
使用投顾服务大多为长尾客户，B 端客户与 C 端高净值客户发展潜力较大。投顾客户的主要参与者包括个人、机构（养老金及普通公司）、集合资产计划（投资公司及对冲基金）。从美国投顾的客户结构看，非高净值客户户数占比超 83%，高净值客户户数占比 12%，机构客户户数占比仅为 4%。但从投顾资产规模上看，集合资产计划占总规模比重达 61%，机构客户占比 24%，个人客户占比仅为 14%。2020 年，高净值客户、投资公司、养老金、普通客户的投顾资产规模增速分别为 21.4%、14.7%、13.9%、13.9%，B 端客户及 C 端高净值客户对投顾需求更加旺盛。

图表37. 美国投顾账户结构 (个数, 2020)



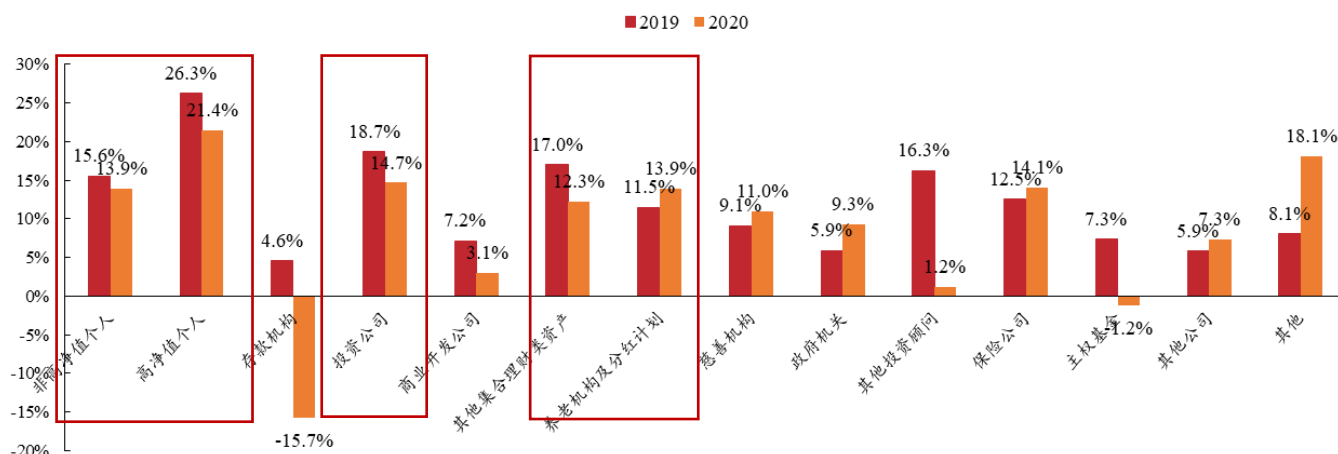
资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

图表38. 美国投顾资产规模结构 (十亿美元, 2020)



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

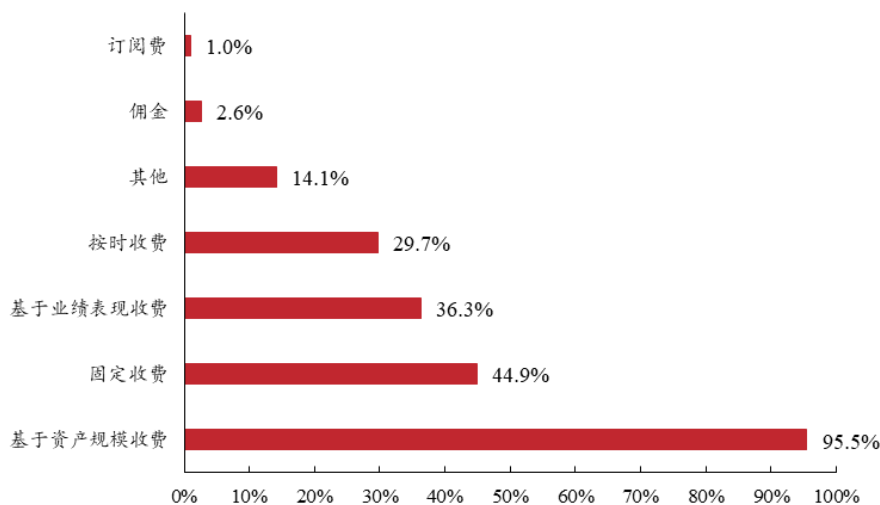
图表39. 美国投顾资产分客户规模增速



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

投顾收费方式以按资产规模比例收费为主。根据 IAA 调查，投顾机构为客户提供多样化的收费选择。其中超过 95% 的机构提供按资产规模比例收费模式；44.9%、36.3% 的客户提供固定收费模式及按业绩表现收费模式。目前行业的投顾费率水平在 0.5%-1.0% 之间。

图表40. 美国投顾收费模式（2020）

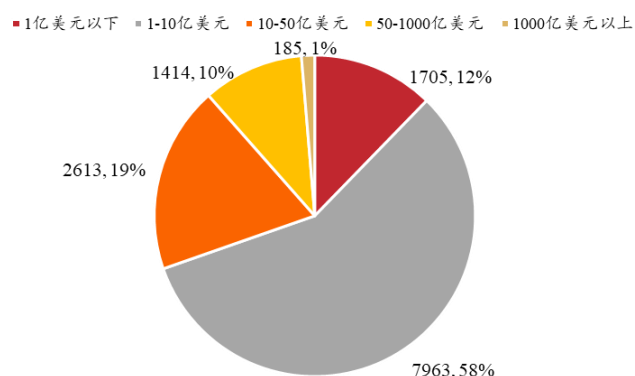


资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

5.3. 投顾是机构实现差异化竞争的关键

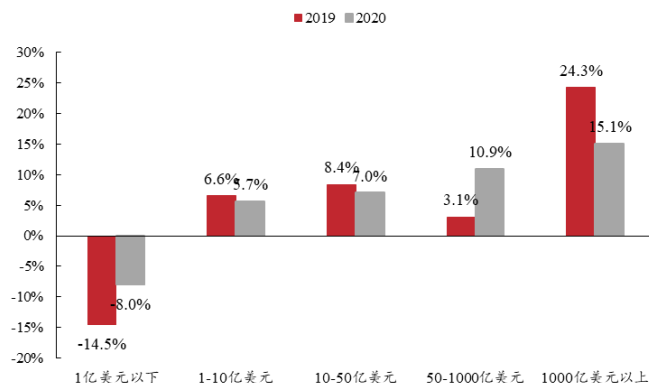
中小机构众多，大型企业更具优势。根据 IAA 数据，2020 年管理规模在 50 亿美元以下的中小型投资顾问主体共有 12281 个，占机构总数量的 89%，但仅管理 8% 的资产；大于 1000 亿美元的投资顾问机构占市场主体总数的 1%，管理了市场 65% 的资产。且从近 10 年的增速看，大型投顾公司由于规模效应、资源禀赋及成熟投资经验，管理规模增速远超于中小型投顾机构。

图表41. 美国投顾机构格局（2020）



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

图表42. 美国投顾机构资产规模增速



资料来源：IAA，东亚前海证券研究所

投顾能够帮助资产管理机构实现差异化竞争。在过去以金融产品销售佣金收入的卖方市场，资产管理机构仅作为销售方容易陷入价格战，同时难以建立自身竞争优势。投顾业务的开展一方面使得机构能够从低壁垒的产品代销转向高壁垒的“know-how”投顾服务，摆脱低佣金额不利影响；另一方面能够结合自身禀赋不同满足差异化人群，提高客户黏性。

投顾公司根据自身的禀赋差异实行不同投顾战略。投顾业务展开的前提是客户资源，因此不同的投顾平台依据各自的客群特征采取不同的竞争策略。面对大众群体，先锋集团及富达资产形成“人工+智能投顾”的业务发展模式；嘉信理财及 Betterman，拥有较强的长尾客户基础，形成了“智能投顾+第三方投顾公司合作”业务模式；瑞银自身拥有大量的全球高净值客户，走出了高端化的投顾服务模式，服务费率远高于其他投顾机构；摩根及高盛作为综合类金融机构，自身金融布局全面且拥有大量企业及高净值客户资源，能够为客户提供广范围的投顾服务。

图表43. 美国主要投顾公司部分投顾策略对比

公司	先锋集团		嘉信理财			
投顾策略	人工+智能投顾	智能投顾	私人客户	顾问网络	高级智能投资	智能投资
投资门槛	5万美元	3000美元	50万美元	50万美元	2.5万美元	5000美元
投顾内容	为客户提供资产配置、 税收、储蓄顾问服务	将资产分配到4个先 锋旗下的ETF 以实现 分散追踪各大指数	SPCIA提供咨询服务	提供非嘉信的第三方投顾	提供个性化的自动 投资组合	CSIA的自动投资组合
投顾费用	0.30%	0.20%	最高0.8%，根据资产 规模依次递减	根据实际情况收费	一次性支付300美元 +每月30美元顾问费	0
投顾特点	拥有自身独特的全球资本市场模型VCMM，已 在过去20年为全球客户赚取了超10万亿元收 益		智能投顾0佣金吸引客户资产 高级智能投顾投顾费用较低，且不与资产成正比			

公司	富达资产		Betterman			
投顾策略	财富管理	人工指导+智能投顾	Fidelity Go智能投顾	顾问网络	智能投顾	投顾包
投资门槛	25万美元	2.5万美元	0美元	10万美元	0美元	0美元
投顾内容	来自财富专门部门的规 划及建议	提供个性规划及建议	精简、专业化投资方案	对接在公司投顾网络中的 第三方顾问	提供自动化投资方 案、个性化财务建 议	一次性投资建议
投顾费用	0.50%-1.50%	0.50%	0.35%	0.80%-1.50%	0.25%	199美元-299美元
投顾特点	提供8种投资顾问服务，并与贝莱德公司合作共同指定分散化策略			在传统智能投顾外，提供4种分级化投顾服务，底层投资标的为 ETF		

公司	瑞银集团		摩根斯坦利 高盛			
投顾策略	瑞银咨询投资组合计划	PACE计划	瑞银战略顾问计划	涵盖从大众人群到面向高净值客户的不同投顾策略		
投资门槛	1万美元	1万美元	5万美元	从5000美元到3000万美元不等		
投顾内容	投顾拥有自主裁量资产 权力	客户在投顾建议上自 行作出金融产品购买 决定	客户在投顾建议上自 行作出金融产品购买 决定	综合性投顾模式，投顾涵盖范围较广，为客户提供财富保值计划、住房、 退休、商业融资等投顾		
投顾费用	0.75%	2.50%	2.50%	依据计划及资产量不同而不同，整体比市场平均水平高		
投顾特点	实现投行、资管、银行、财富管理部门协同，主要面向高净值客户			投顾团队精英化，通过多部门协作为高净值客户提供专业化服务		

资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

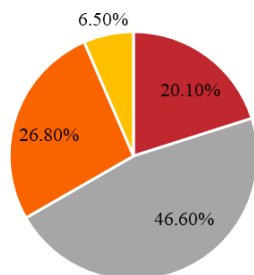
从美国投顾发展经验看，战略定位和研究能力是业务发展关键。美国的投顾机构凭借自身原有客户群体及禀赋差异，形成了智能投顾、“人工+智能”投顾和精英化个人投顾等多种发展路径，各类投顾公司深耕细分市场，减少了行业竞争，实现差异化。但无论以大众客户为主的先锋基金还是面对高净值客户的瑞银、高盛，均有强大的投研能力支持。对于智能投顾平台，成熟的投顾模型需要大量研究成果及数据训练支撑，是公司研究能力的体现；一对一“千人千面”的投顾业务对团队素质及多资产配置能力要求较高，需要投顾公司拥有多行业的专业化团队以及成熟的金融产品选择流程，在管控风险前提下满足客户个性化需求。

5.4. 市场竞争加剧，中小机构需另辟蹊径

我国基金投顾发展前景广阔。我国公募基金市场快速发展，居民财富、养老金的不断入市，激发金融产品的配置需求。与此同时，产品的数量和复杂程度也不断提升，投顾市场面临较大发展机遇，投资门槛较低的公募基金投顾有望率先发展。根据《2020 年度全国公募基金市场投资者状况调查报告》，20.1%的投资者表示非常需要投顾服务，另 46.6%需要投顾提供投资建议。在中欧财富发布的投顾业务白皮书中，接近一半的投资者非常看好基金投顾未来的发展，认为“专业的事应该交给专业的人做”。

图表44. 投资者对投顾服务态度

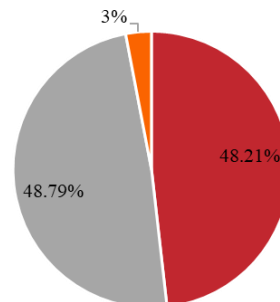
■ 很需要 ■ 提供投资建议即可 ■ 无所谓、可自行投资 ■ 有兴趣但还是不了解



资料来源:《2020 年度全国公募基金市场投资者状况调查报告》, 东亚前海证券研究所

图表45. 投资者对未来投顾的发展态度 (2021)

■ 非常看好 ■ 一般看好 ■ 不看好



资料来源: 中欧财富投顾白皮书, 东亚前海证券研究所

公募、证券、银行积极布局。2019 年, 证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》, 行业基金投顾业务正式开展。截止至 2021 年底, 共有 60 家机构获得基金投顾业务试点。2019 年、2020 年获批的 18 家机构均已展业, 2021 年获批的机构投顾业务也在陆续上线。

图表46. 基金投顾获批机构

批次	获批家数	获批机构
第一批	18	➢ 2019 年 10 月: 易方达基金、南方基金、嘉实基金、华夏基金、中欧基金 ➢ 2019 年 12 月: 蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金 ➢ 2020 年 2 月: 中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、申万宏源、银河证券、国联证券 ➢ 2020 年 2 月: 工商银行、招商银行、平安银行
第二批	39	➢ 2021 年 6 月: 博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、华安基金、兴证全球基金、工银瑞信基金、招商基金、交银施罗德基金 ➢ 2021 年 6 月: 中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券 ➢ 2021 年 7 月: 华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金 ➢ 2021 年 7 月: 光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券 ➢ 2021 年 7 月-2021 年 12 月: 国泰基金、国海富兰克林基金、农银汇理基金、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券

资料来源: 证监会, 东亚前海证券研究所

市场“马太效应”增加, 中小机构的战略选择为重中之重。基金投顾在目前已经试行 2 年, 市场参与机构越来越多。头部机构由于业务布局广及客户存量, 展业更轻松, 能够较易实现规模化效应, “马太效应”有加趋势。对于中小机构, 与大型机构直接竞争难度大, 如何根据自身优势进行差异化战略定位成为关键。

国联证券结合自身深耕于江苏无锡的区位优势, 将投顾的战略定位于“小 B 大 C”, 专攻城商行和区域高净值客户。回顾美国投顾发展, B 端及高净值客户是投顾需求及资产规模增长的最大动力。同时, 国联证券将投顾重心放在“研究”, 遵循“以顾定投”理念, 建立自身的投顾数据库, 实

现研究的持续积累，形成自身的竞争壁垒，打造行业口碑。

6. 盈利预测及估值

公司经纪业务、信用业务、投行业务保持稳定增长，预测如下：

- 1) **经纪业务：**2022 年，公司经纪业务市占率、营业收入稳步提升；代销金融产品收入受市场行情疲软影响，销售规模增速有所放缓；其他经纪业务保持良好发展。我们预计，公司 2022-2024 年经纪业务净收入 17.19 亿元/20.56 亿元/24.16 亿元，同比+27.7%/+19.6%/+17.5%；
- 2) **信用业务：**2022 年前四月，行业整体两融规模下滑影响公司两融业务收入，但公司受益于 2020 年增发的资本扩张，两融业务市占率将稳步提升。我们预计，公司 2022-2024 年利息净收入 2.42 亿元/2.95 亿元/3.28 亿元，同比+12.2%/+21.9%/+11.4%；
- 3) **投行业务：**公司凭借华英证券业务的快速扩张，以及丰富的项目储备，2022-2024 年投行净收入达到 7.79 亿元/9.34 亿元/11.21 亿元，同比+30.0%/+20.0%/+20.0%。

公司资产管理业务、自营业务等轻资产业务优于同业，预测如下：

- 1) **资产管理业务：**公司加强资管团队建设，大力发展 ABS 及单一资管，客户数及规模增长迅速。此外，公司新设立资管子公司，谋求公募牌照，有望带动未来集合资管规模提升。我们预计，公司资产管理收入 2.26 亿元/3.01 亿元/3.70 亿元，同比+61.0%/+32.8%/+23.0%；
- 2) **自营业务：**公司正处于资本金增厚，资金使用效率提升，投资杠杆增加阶段。公司固收投资能力凸出，在市场低迷情况下仍有望保持良好的投资收益率。我们预计，2022-2024 年公司投资收益+公允价值变动损益收入 14.44 亿元/20.21 亿元/24.25 亿元，同比+3.4%/+40.0%/+20.0%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 34.15 亿元/43.85 亿元/51.85 亿元，同比+15.1%/+28.4%/+18.3%。

图表47. 国联证券营业收入预测（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2967	3415	4385	5185
YOY	58.1%	15.1%	28.4%	18.3%
经纪业务净收入	1346	1719	2056	2416
YOY	53.7%	27.7%	19.6%	17.5%
投行业务净收入	599	779	934	1121
YOY	112.6%	30.0%	20.0%	20.0%
资产管理净收入	141	226	301	370
YOY	96.4%	61.0%	32.8%	23.0%
利息净收入	216	242	295	328
YOY	-29.4%	12.2%	21.9%	11.4%
投资收益+公允价值变动损益	1396	1444	2021	2425
YOY	105.4%	3.4%	40.0%	20.0%
其他营业收入	4	11	13	15

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

投顾业务成为公司未来最大看点。投顾业务是财富管理重要赛道，公司投顾规模及业务进展领先于同业，在战略、组织、人员、产品、渠道及服务上均构筑了一定的护城河。随着公募基金发展，投顾业务将迎来重要机遇期。公司错位竞争及先发优势帮助公司在行业激烈竞争中脱颖而出。

营业成本及利润方面：我们预计 2022-2024 年，公司管理费率保持稳定，归母净利润为 10.55 亿元/13.55 亿元/16.03 亿元，同比 +18.7%/+28.5%/+18.3%。

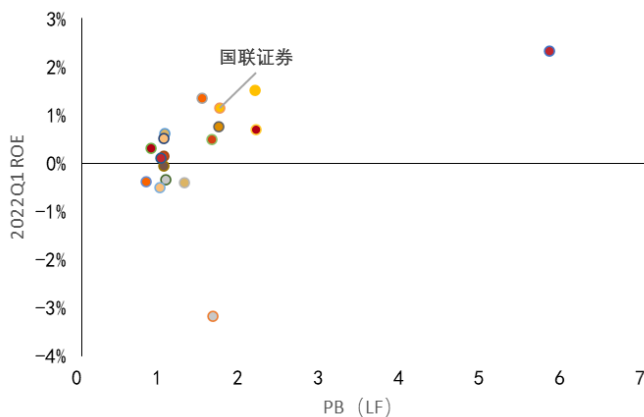
我们运用可比公司法为公司估值。截止至 2022 年 5 月 25 日，国联证券市值约为 287 亿元，在上市 48 家券商中排名 26，因此我们选取市值在 200 亿元-400 亿元的 18 家中小券商作为可比公司。截止至 2022 年 5 月 25 日，PB（LF）均值为 1.56，一季度 ROE（摊薄）均值为 0.28%。国联证券一季度 ROE（摊薄）为 1.14%，远高于可比公司平均值。**结合 PB-ROE 估值以及公司历史的估值中枢，我们给予公司 2022 年 2.5xPB，对应公司市值 433.83 亿元，对应股价 15.3 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**

图表48. 可比公司 PB 及 ROE (以 2022 年 5 月 25 日收盘价为准)

公司	PB (LF)	2022Q1 ROE (摊薄)	市值 (亿元)
红塔证券	1.64	-3.18%	371
华林证券	5.79	2.32%	370
浙商证券	1.46	1.34%	352
中银证券	2.08	1.51%	331
财通证券	1.01	0.62%	325
东吴证券	0.85	0.31%	317
长江证券	1.02	0.15%	305
国金证券	0.99	0.51%	299
国联证券	1.72	1.14%	287
南京证券	1.65	0.76%	274
西部证券	1.00	-0.06%	270
东兴证券	0.96	0.11%	256
天风证券	1.03	-0.34%	256
财达证券	2.27	0.69%	255
国元证券	0.79	-0.38%	245
长城证券	1.28	-0.40%	243
西南证券	0.96	-0.51%	241
第一创业	1.60	0.50%	232
均值	1.56	0.28%	290

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表49. 可比公司 PB-ROE



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表50. 国联证券 PB 估值中枢



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

7. 风险提示

- 1) **股基交易活跃度下降:** 市场成交量下降直接影响公司经纪业务收入, 间接导致基金申购量疲弱, 赎回量增加, 保有量下降, 导致公司经纪业务收入下降;
- 2) **基金市场申购量、保有量超预期下滑:** 基金申购量下降, 保有量下降,

导致公司金融产品代销、投顾业务收入下降；

3) 疫情反复，经济下滑超预期：经济基本面承压导致资本市场表现羸弱，进而影响公司业务收入。

利润表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2967	3415	4385	5185
手续费及佣金净收入	1346	1719	2056	2416
其中: 经纪业务手续费净收入	609	714	821	925
投资银行业务手续费净收入	509	779	934	1121
资产管理业务手续费净收入	141	226	301	370
利息净收入	216	242	295	328
投资净收益	1216	1011	1758	2110
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	2	2	2	2
公允价值变动净收益	180	433	263	315
营业支出	1787	2005	2574	3044
营业税金及附加	20	24	31	36
管理费用	1737	1947	2499	2955
营业利润	1180	1410	1811	2141
加: 营业外收入	4	4	4	4
减: 营业外支出	10	8	8	8
利润总额	1173	1406	1807	2137
减: 所得税	285	352	452	534
净利润	889	1055	1355	1603
归属于母公司所有者的净利润	889	1055	1355	1603

基本指标

	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0.31	0.37	0.48	0.57
BVPS	5.78	6.13	6.60	7.16
PE	28.90	24.35	18.95	16.02
PB	1.57	1.48	1.37	1.27
ROE	5.4%	6.1%	7.3%	7.9%
ROA	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%

资产负债表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10574	10925	12558	14030
结算备付金	3268	3320	3595	3708
融出资金	10791	10993	12495	14833
金融投资	36530	47586	57129	68586
衍生金融资产	485	534	614	706
买入返售金融资产	2958	2818	2769	2725
应收款项	92	86	103	121
存出保证金	327	412	493	580
长期股权投资	103	105	105	105
固定资产	96	90	103	110
使用权资产	166	160	155	158
无形资产	58	60	62	68
其他资产	492	677	778	680
资产总计	65939	77766	90960	106410
短期借款	38	38	40	42
应付短期融资款	2125	2550	3060	3672
拆入资金	850	755	1200	1500
交易性金融负债	1430	1550	1650	1600
衍生金融负债	431	550	600	650
卖出回购金融资产款	12796	15995	18394	21153
代理买卖证券款	11183	13735	15787	17638
应付职工薪酬	584	584	750	887
应交税费	117	88	113	134
应付款项	474	601	719	846
应付债券	16107	19329	21262	23388
其他负债	3152	4386	8434	14357
负债合计	49558	60413	72271	86139
股本	2832	2832	2832	2832
资本公积金	8174	8174	8174	8174
盈余公积金	677	745	819	901
未分配利润	2802	3580	4613	5854
一般风险准备	1714	1903	2130	2391
归属于母公司所有者权益合计	16381	17353	18688	20271
负债及股东权益总计	65939	77766	90960	106410

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>