

# 中国机构经纪商 China Institutional Brokerage

## 券商业务模式专题研究（零售篇）：以客户需求为核心的财富管理之路 Chinese brokers' Retail Business Overview

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中信证券	Outperform	东吴证券	Outperform
中信建投	Outperform	国金证券	Outperform
中金公司	Outperform	国元证券	Outperform
国泰君安证券	Outperform	国联证券	Outperform
华泰证券	Outperform	第一创业	Neutral
招商证券	Outperform	华安证券	Outperform
广发证券	Outperform	指南针	Outperform
中国银河	Outperform	中原证券	Neutral
东方证券	Outperform	国泰君安国际	Outperform
光大证券	Outperform	华兴资本控股	Outperform
兴业证券	Outperform	交银国际	Outperform
同花顺	Outperform		
浙商证券	Outperform		
富途控股	Outperform		
财通证券	Outperform		

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **零售业务一直以来都是券商业务板块中最主要的一块。**中国投资者结构以个人投资者为主，A股自然人持股市值在20%左右，而交易量占比超过80%。尽管经过几轮业务结构的调整，券商经纪收入占比从2008年71%一路降低到2022年前三季度的29%，但经纪业务仍是券商主要的收入来源之一。此外，经纪业务作为券商的零售业务入口，随着近几年财富管理需求的不断提升及业务种类的丰富，代销、两融、基金投顾等业务多面开花，逐步形成以客户需求为核心的服务体系。
- **零售业务竞争白热化，互联网+金融加速了行业转型。**自2014年券商行业佣金战打响，以及2015年“一人一户”限制全面放开，行业佣金率下限不断被打破，佣金率从2008年0.166%下滑至2022年三季度末的0.023%。互联网与金融的加速融合，也推动国内券商经纪业务的转型高潮。展业模式由“通道”转向“入口”。传统券商通过合作或并购等方式，提升自身交易系统并引流，互联网券商通过收购券商牌照，实现流量向金融变现。但在流量昂贵、费率已充分竞争以及第三方引流将加剧行业竞争的背景下，单纯引流的通道模式已很难提升券商市占率，如何提升客户粘性、提升客户规模是发展关键，经纪业务从“通道”转变为“入口”。
- **向投资银行本质回归，从“通道服务提供商”到“综合性财富管理”。**居民财富的快速累积和高净值人群规模的扩大为财富管理业务的发展提供了市场保证。随着金融产品的丰富以及理财需求的扩大，客户原有以股票为主的单一投资模式也将转变为以产品配置为主的优化型服务模式。券商通过提供差异化投资咨询及增值服务增强客户粘性，向投资银行本质回归，从“通道服务提供商”转变为“综合性财富管理”，打造以客户需求为核心的零售业务。
- **基于账户服务、搭建以客户需求为核心的财富管理体系，赋能金融产品销售。**在财富管理转型时期，产品平台的构建是转型的突破口。我们认为只有将产品的供给和销售渠道理顺，才能真正实现财富管理业务的转型。在产品供给端，包括外部引入和内部创设。在销售端，将客户分层，建立完整的客户服务体系。2017年以来券商公募代销市占持续提升，行业代销收入复合增速达56%，占经纪业务收入比例也从3.8%提升至12.5%。截止2023Q1，公募基金代销保有规模百强榜单中券商数量为51家，远超银行的26家。2021年以来，券商在公募基金代销百强榜单中的保有规模占比持续提升，“股票+混合公募基金”从2021年一季度的16%，提升至2023年一季度的22%。非货保有量占比从15%提升至18%。券商在组织架构、产品引入上比银行更具灵活性，有较大上升空间。



资料来源: Factset, HTI

### Related Reports

证券行业2023年一季报回顾与展望：自管改善推动业绩反转，轻资产业务具有潜力（Chinese Brokers 1Q23 Saw High YoY Growth Driven by Improved Proprietary Investment Performance）（5 May 2023）

公募基金规模环比提升，头部独立销售机构表现亮眼（Mutual Funds AUM Increased QoQ, with Leading Sales Institutions Remain Outstanding）（3 May 2023）

券商业务成本频降，有望提升券商资金使用效率（Chinese Brokers' Capital Efficiency is Expected to Improve amid Margin Ratio Cuts）（12 Apr 2023）

孙婷 Ting Sun  
ting.sun@htisec.com

Vivian Xu  
vivian.w.xu@htisec.com

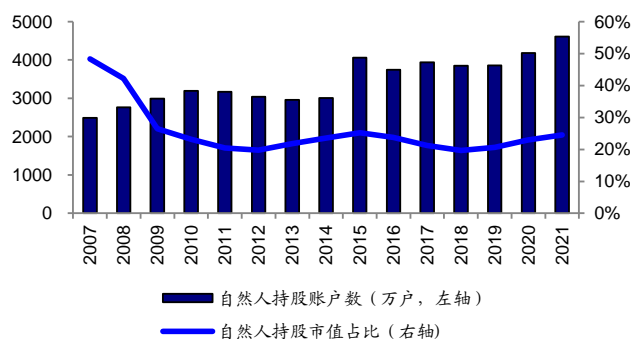
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

- **投顾业务有望成为经纪业务转型的另一个抓手。**近年来，随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，2015年以来，投顾人数复合增速达13%，占从业人员比从11%提升至20%。2019年10月，公募基金投资顾问业务试点正式落地。三年多来，基金投顾业务从首批18家试点机构，发展到现在的60家机构，其中券商29家。截至2021年，基金投顾机构已服务客户367万户，服务资产980亿元。我们认为，随着未来基金投顾试点的进一步扩大，叠加居民可投资财富的稳步增长，基金投顾资产规模将有望持续增长。
- **各类型券商差异化发展。**传统大型券商依靠自身资产基础、网点布局等优势，在零售业务保持较高市占，同时也积极探索代销金融产品、投顾等业务的发展。近年来，传统大型券商不断加大IT投入，导流的同时也在通过各类综合性服务，提高客户的粘性，做大客户资产规模。典型的如华泰证券。而中小券商及互联网金融企业，更多的是通过股权或者合作等方式，实现互联网+金融的结合，以金融科技赋能财富管理业务。典型的如湘财股份、华林证券、指南针等。
- **风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。**

## 1. 零售业务竞争已白热化

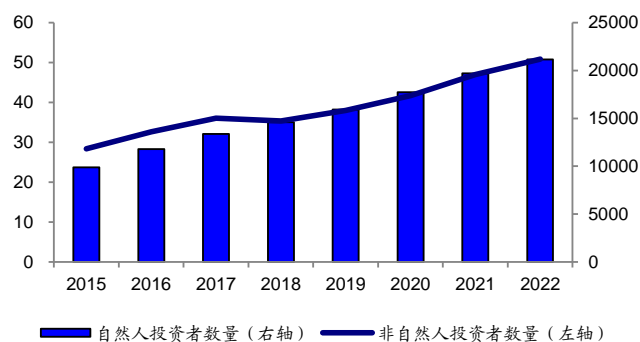
中国投资者结构以个人投资者为主。有别于很多成熟市场，A股市场存在众多个人投资者。据上交所数据，A股自然人持股市值在20%左右，而交易量占比超过80%。从投资者账户数来看，截至2022年末，自然人投资者数量为2.1亿户，非自然人投资者数量为51万户。

图1 中国自然人持股账户数及持股市值占比



资料来源: Wind, HTI

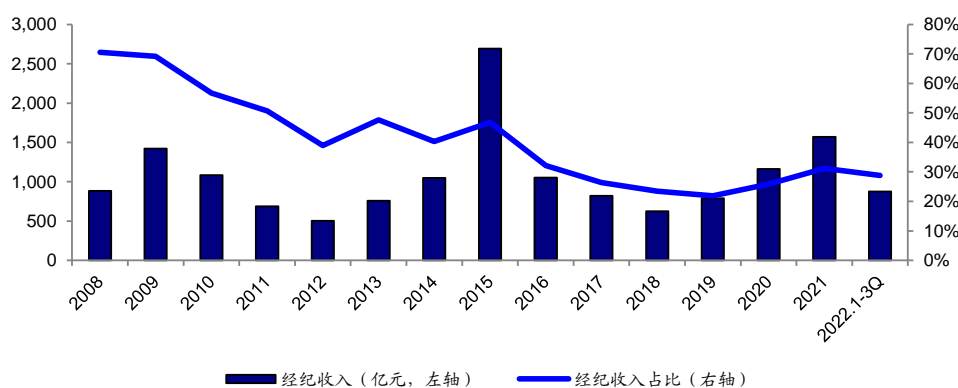
图2 自然人及非自然人投资者数量 (万户)



资料来源: Wind, HTI

零售作为券商业务板块中最主要的一块，收入占比一直都保持较高水平。尽管经过几轮业务结构的调整，券商经纪业务收入占比从2008年71%一路降低到2022年前三季度的29%，但经纪业务仍是券商主要的收入来源之一。此外，经纪业务作为券商的零售业务入口，随着近几年财富管理需求的不断提升及业务种类的丰富，代销、两融、基金投顾等业务也开始多面开花，逐步形成以客户需求为核心的服务体系。

图3 中国证券行业经纪业务收入及占比

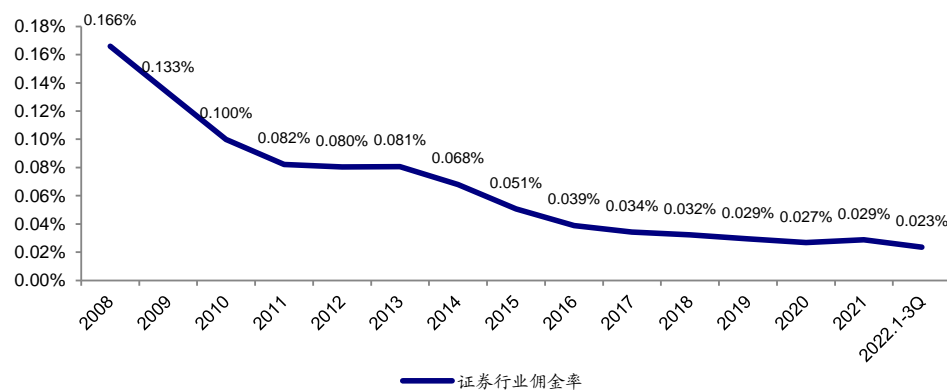


资料来源: 中国证券业协会, HTI

## 1.1 佣金价格战已白热化

中国券商同质化严重，佣金战以来券商佣金率持续下行。由于中国券商业务模式缺乏亮点，同质化较为严重，随着金融牌照放开、行业壁垒逐渐缩小、业内竞争加剧等因素，券商利润率逐渐被挤压，这点在经纪业务佣金率上尤为明显。2014年，国金证券首推佣金宝，随后中山证券、华泰证券等相继推出最低佣金率产品，自此券商行业佣金战打响。2015年4月“一人一户”限制全面放开，行业佣金率下限不断被打破，佣金率已从2008年0.166%下滑至2022年三季度末的0.023%。

图4 中国证券行业佣金率



资料来源：Wind，中国证券业协会，HTI

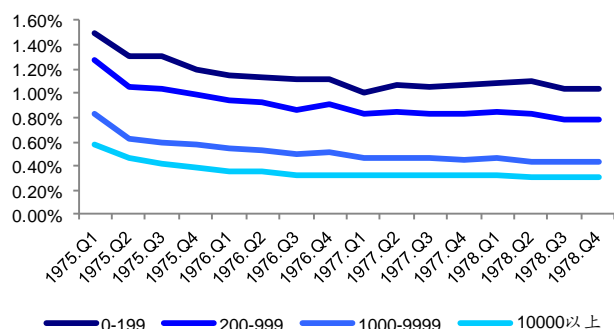
**佣金自由化是行业必经之路。**1975年美国率先打破了固定佣金制，其后欧洲、日本、韩国等都通过改革实现了佣金自由化，带来证券行业转型与创新高潮。近年来美国嘉信理财等公司推出的“零佣金”，更是给国内经纪业务竞争带来巨大压力。我们认为目前无论从监管因素还是成本因素来看，中国尚不具备完全佣金自由化及“零佣金”的条件，一方面2014年佣金战后，行业尚未明确放开线上开户万分之2.5的底线，另一方面券商向投资者代收佣金中包括一系列证券交易监管费和交易所手续费等（万分之0.2的证管费、万分之0.487的证券交易经手费、万分之0.2的过户费），此外还需要缴纳投资者保护基金、人工成本等。但从行业的发展趋势来看，佣金自由化以及“零佣金”仍是行业必经之路，发展以客户需求为核心的财富管理业务是券商形成核心竞争力的重要方式。

### 以美国为例：

**佣金自由化初期，券商行业佣金率整体有所下降，辅助经纪服务不再与佣金绑定。**美国证券行业的监管机构并未对经纪业务佣金下限进行规定，券商可根据市场供求情况、交易金额、客户实际情况和自身业务的发展等进行多方考量确定佣金率。佣金自由化开启后，券商开始差异化定价，佣金率整体有所下降，尤其是中高体量的交易。根据SEC的研究报告<sup>1</sup>，1975-1978年，机构投资者1000-9999股、10000股以上的交易的佣金率分别从0.83%和0.57%下滑至0.44%和0.31%，下滑幅度近50%；个人投资者1000-9999股、10000股以上的交易的佣金率分别从1.38%和0.76%下滑至1.1%和0.48%。相对的，中低体量的交易佣金率，尤其是针对个人投资者的佣金率下滑幅度有限，200股以下交易的佣金率不降反升，由2.03%上升至2.10%。我们认为佣金率差异化的演变可能是由于佣金自由化后，辅助经纪服务不再与佣金绑定，因此对于中高交易体量的客户给予更高的折扣。

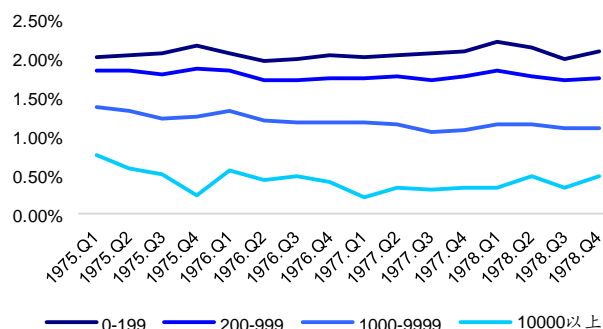
<sup>1</sup> Seha M. Tinic and Richard R. West: The Securities Industry under Negotiated Brokerage Commissions\_ Changes in the Structure and Performance of New York Stock Exchange Member Firms

图5 1975-1978年美国机构投资者佣金率变化(按交易股数)



资料来源: SEC, HTI注: 1975Q1为1975年4月数据

图6 1975-1978年美国个人投资者佣金率变化(按交易股数)



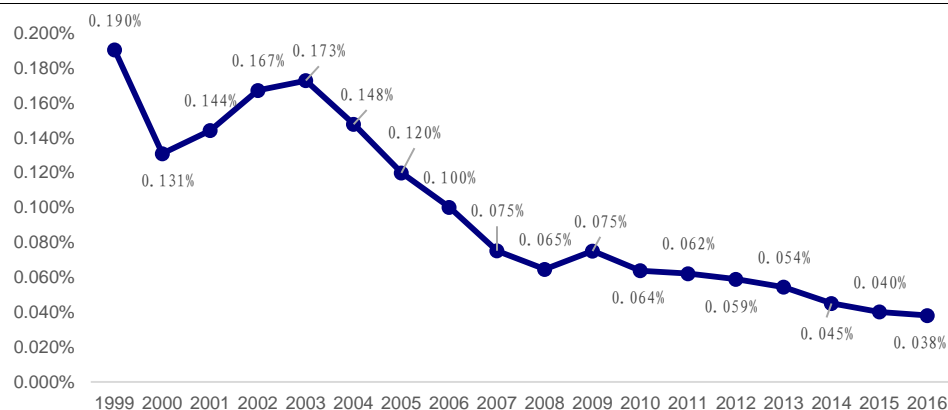
资料来源: SEC, HTI注: 1975Q1为1975年4月数据

## 1.2 互联网券商的进入加速行业改革

### 1.2.1 美国: 互联网技术驱动佣金竞争白热化

美国市场活跃程度提高, 折扣券商及线上券商逐渐兴起, 佣金价格战再次升级。佣金自由化后, 嘉信理财、盈透证券等传统证券经纪商引入折扣经纪服务模式, 为零售客户提供廉价的经纪交易服务, 以低于市场平均水平的佣金率吸引客户, 进一步加剧了券商之间佣金价格的竞争。随着互联网技术与电子交易技术的发展融合, 美国出现了以 E-Trade、Interactive Brokers 为代表的纯粹以网络为展业渠道的线上证券公司。凭借低廉的佣金价格和便捷的交易模式, 线上券商的交易规模不断扩大, 换手率持续增长, 传统券商和折扣券商的市场份额受到冲击。为保持市场的竞争地位, 传统券商和折扣券商也开始向线上转型, 推出低佣金网上证券经纪业务, 行业整体佣金率下滑明显。

图7 美国证券行业佣金率



资料来源: SEC, Wind, HTI



**网络券商模式：**随着互联网技术与电子交易技术的发展融合，美国出现了纯粹以网络为展业渠道的线上证券公司。凭借低廉的佣金价格和便捷的交易模式，线上券商的交易规模不断扩大，换手率持续增长。2015年3月，Robinhood在美国交易市场上率先推出了“零佣金”服务，借助互联网极低的边际成本进行扩张。将用户变成流量入口，依靠“零佣金”吸引庞大用户群，通过增值服务进行盈利。Robinhood目前已经接入数字货币的交易功能，并引入现金管理服务获取息差收入。通过这样的经营模式，这一刚建立不久的互联网证券公司在美国迅速崛起，并逐渐渗透到澳大利亚等国外市场。

Robinhood 的迅速崛起以及零佣金股票交易模式的备受青睐给传统券商及其他网络券商带来压力，“零佣金”纷纷涌现。2019年10月，美国最大的折扣经纪商嘉信理财宣布将美国和加拿大上市股票、ETF 和期权的线上交易佣金从 4.95 美金降至零，随后 TD Ameritrade 和 E-Trade 也宣布将股票和 ETF 的交易佣金降至零，券商行业的佣金战进入新的阶段。

表 1 推出零佣金业务的美国证券公司汇总

时间	券商	事件
2015年3月	Robinhood	推出免交易服务佣金的移动 APP
2018年8月	富达 (Fidelity Investments)	首次推出两款零费率共同基金
2018年8月	先锋集团 (Vanguard Group)	宣布由免除先锋自家 ETF 产品手续费扩展到取消平台上所有 ETF 产品的交易手续费
2018年8月	摩根大通 (J.P. Morgan)	推出免佣金数字投资 APP “You Invest”，该 APP 的所有客户在开户的第一年内，可享受 100 笔免佣金股票/ETF 交易的优惠，而拥有 10 万美元存量的 Chase Private Client 账户客户可获得无限次免佣金服务。
2019年10月1日	嘉信理财 (Charles Schwab)	将取消所有移动和网络交易渠道在美国或加拿大交易所上市的股票、ETF 和期权的佣金。零佣金起始时间 2019 年 10 月 7 日。
2019年10月1日	TD Ameritrade	宣布实施零佣金，零佣金起始时间 2019 年 10 月 3 日。
2019年10月2日	亿创理财 (E-Trade)	零佣金始时间 2019 年 10 月 7 日。
2019年10月4日	Ally Invest	零佣金起始时间 2019 年 10 月 9 日。
2019年10月10日	富达 (Fidelity Investments)	10 月 10 日起实施零佣金，同时将自动将散户投资者的现金投入收益率更高的另类投资产品，并承诺不再为股票和 ETF 交易的订单流付费。
2019年12月11日	Merrill Edge	宣布将免费交易的用户范围扩大至所有 Merrill Edge 的在线平台投资者

资料来源：新浪财经援引每日经济新闻、华尔街见闻、北京日报、外汇交易买卖等，HTI

### 1.2.2 日本网络券商：低佣金+差异化

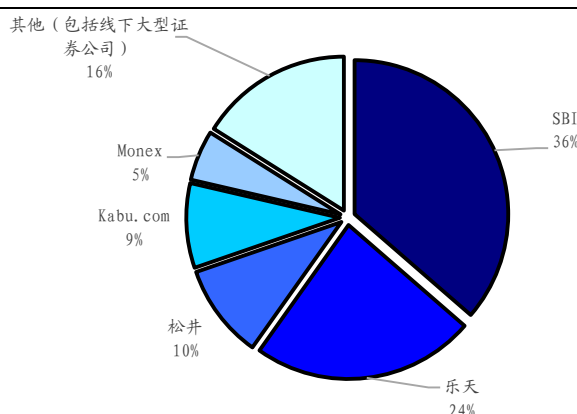
20 世纪 90 年代，日本政府对金融机构开业及价格与非价格竞争管制的进一步放松，1994 年开始实施分级固定制，对超额部分施行佣金自由化，1999 年佣金自由化完全实现，股票交易实行自由手续费率全面放开。此外，市场制度等方面也进行了改革。金融控股公司合法化、金融机构业务兼营化放开了政府对于混业经营的限制，金融机构的组织形态同样实现了自由化。金融市场资源配置效率大大提升，“金融创新”和“市场化”成为这一时期的突出表现。

紧接着金融自由化，“网络革命”在日本迅速展开。网络券商在此阶段出现并随着互联网普及率的提高快速发展，极大地改变了日本证券行业的竞争格局。随着日本网络券商佣金价格战，以及在不断创新的基础上沿革与演化，日本互联网交易的

佣金率大幅下降。网络券商低佣金业务的崛起以及日渐加剧的行业竞争，给传统券商带来一定的冲击，纷纷开始谋求自身发展的新途径。在这个探索的过程中，网络券商以低廉的价格吸引年轻客户群体；而传统券商通过深耕固有客户、开拓机构和高净值客户形成差异化，佣金率仍保持较高水平。

在网络券商发展初期，各大网络券商通过提供较低的佣金率吸引客户，抢占市场份额，网上交易佣金带动证券市场交易佣金整体下滑。在此阶段，网络券商的行业集中度较高，根据 SBI2019 财年年报<sup>2</sup>，截至 2020 年 3 月，前五家网络券商在零售经纪业务市场份额超 84%。

图8 日本个人股票委托交易金额份额



资料来源：SBI2019 财年年报，HTI

但在行业竞争加剧，各家佣金率触底的背景下，单纯的低佣金策略已经不足以支撑网络券商的持续发展，网络券商力图通过利用新技术开展新业务的方式提升收入质量，优化收入结构，业内分化竞争的趋势逐渐显现，竞争主要集中在产品和服务类别的扩展，互联网证券业务同质化现象减弱，业务服务不断升级。SBI 将网络券商融入生态化金融平台；Kabu.com 推出可实现客户定制化销售策略的系统；Monex 通过自身较强的技术优势为用户提供了全新的交易平台及融资服务；Matsui 证券推出日内融资服务，通过日内融资买卖免佣金、低利率的方式扩大用户群。

## 2. 打造以客户需求为核心的零售业务

综合国内发展现状与国际经验，我们认为未来券商的经纪业务主要有两大发展趋势：

(1) 展业模式由“通道”转向“入口”。经过多年互联网+金融的融合，经纪业务的竞争模式已由线下网点扩张向“线上+线下”的模式转变。传统券商通过合作或并购等方式，提升自身交易系统并引流，互联网券商通过收购券商牌照，实现流量向金融变现。但在流量昂贵、费率已充分竞争以及第三方导流将加剧行业竞争的背景下，单纯引流的通道模式已很难提升券商市占率，如何提升客户粘性、提升客户规模是发展关键，经纪业务从“通道”转变为“入口”。

<sup>2</sup> 日本券商财年为本年 4 月到次年 3 月

(2) 向投资银行本质回归，从“通道服务提供商”到“综合性财富管理”。随着金融产品的丰富以及理财需求的扩大，客户以股票为主的单一投资模式将转变为产品配置优化型服务模式，券商通过提供差异化服务增强客户粘性，打造以客户需求为核心的零售业务。

## 2.1 互联网金融改变展业模式，从“通道”到“入口”

**互联网机构通过收购券商牌照，涉足零售类业务。**互联网机构以财经、股票或金融数据库等资讯平台为起点，积累用户流量，通过收购获取券商牌照，从而开拓基金销售、证券经纪等业务，不断完善证券投资服务的生态体系。该模式初期注重自有平台用户流量的扩张与积累，通过金融数据分析、打造用户社群等方式增强用户粘性、扩大网站或 APP 的日活量（DAU），提高用户转化为客户的可能性。在获得券商牌照后，公司将支柱业务转向证券经纪、财富管理等领域，引导原有平台用户转化为付费客户，其未来业绩增长也主要靠客户数量的增长，对传统券商的同类业务具有一定冲击。例如，2022 年指南针公司成功收购网信证券，成为我国第二家拥有券商牌照的互联网企业。指南针目前重点修复经纪业务，并实验性启动了指南针客户引流工作，通过收购网信证券，公司能够在丰富业务结构的同时提升整体经营能力，优化产品服务效能，扩大用户服务半径。直接获取自身客户在从事证券交易过程中的手续费佣金和沉淀资金利息等收入，对公司将产生“从无到有”的改变，成为公司收入增长的第二曲线。

**传统券商落实科技赋能，收购或与互联网平台合作。**传统证券公司通过自主研发、合作研发或收购等方式引入金融技术与成熟财富管理软件，将开户、证券交易等标准化业务转移到互联网平台，实现展示、引流、营销、服务功能多合一，为客户提供基础便捷的财富管理服务，并通过平台上的内容创造留存客户。传统券商的互联网化对经纪业务变革的影响最大，线上平台可以有效吸引潜在长尾客户，成为扩大用户规模的重要渠道；而线下营业部则逐渐转向个性化服务，进一步服务高净值人群和机构客户。传统券商+科技赋能的代表公司有华泰证券、华林证券、湘财证券等。华林证券于 2021 年 8 月在其半年报中提出金融科技转型战略，此后便积极落实调整组织架构、设科技金融线、聘任有金融科技背景的高管等多项举措，为互联网化打好制度与人才基础。作为中小型券商，华林证券采用与互联网巨头展开战略合作、直接引入成熟互联网平台的转型方式，2022 年 2 月公司收购海豚股票 APP，此后又陆续与字节跳动展开技术与营销合作，金融科技转型战略步入高速发展阶段。



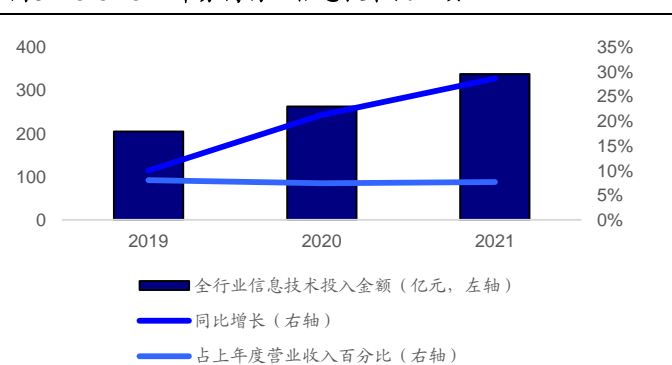
表 2 各券商互联网转型进程

公司名称	事件
国金证券	2013年11月,与腾讯签署为期2年的《战略合作协议》,共同打造在线金融服务平台,开始布局互联网金融。2014年2月,与腾讯战略合作推出的“佣金宝”正式上线,为证券行业首个互联网金融服务产品。国金证券基于互联网金融思维的创新举措改变了证券行业价值实现方式,引发证券经纪和财富管理的“渠道革命”。
华泰证券	2014年推出面向客户的移动财富管理终端“涨乐财富通”。2018年发布定增方案,阿里认购35亿元,持股比例为3.25%,位列第五大股东。2019年推出面向投资顾问的工作云平台,构建聚焦客户全生命周期的内容运营体系
中金公司	2020年6月与腾讯成立合资金融科技子公司金腾科技,2021年6月旗下中金财富证券宣布与腾讯合作打造的全栈私有云平台正式上线。
中信建投	2021年6月与腾讯签订战略合作框架协议,双方将围绕金融科技、金融业务、用户服务等方面展开合作。
国信证券	2021年5月与腾讯签订金融科技战略合作协议,在金融科技设施、金融科技应用、金融科技创新等领域展开紧密与深入合作。2022年3月,腾讯云数据库TDSQL已在国信证券业务系统中成功落地,实现了证券系统全栈国产化。
山西证券	2021年11月与腾讯云签署混合云合作协议,支撑山西证券大数据分析、资管系统、FICC系统以及开发测试等相关业务全面云化。
华林证券	2022年2月收购海豚股票APP运营主体北京文星在线科技有限公司。4月与火山引擎、巨量引擎达成合作协议,在流量入口、海量资讯、内容质检、精准获客、智能计算、数字化推广等领域展开深度合作。
指南针	2022年3月收购网信证券100%股权,2023年1月网信证券改名麦高证券。
湘财证券	2022年8月与益盟股份签署战略合作协议,进行全方位、全业务领域的深度合作,涵盖互联网客户运营合作、投资顾问业务合作、财富管理业务合作、研究业务合作、信息技术服务合作、股权合作等六大方面。

资料来源:各公司公告,HTI

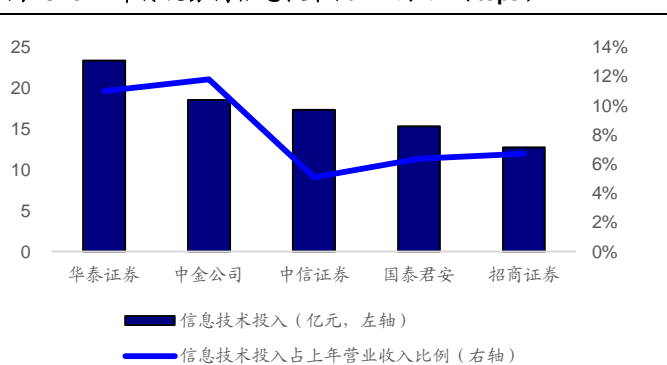
1) 传统券商加大信息技术投入。佣金战初期,传统券商主要通过互联网公司合作,以实现导流的目的。随着近年来传统券商大幅提高IT投入,APP开发已渐入佳境,传统券商已不再需要依赖互联网公司获客。2017年以来,券商APP月活及市占率快速提升,top5券商app月活从2017年初的2008万提升至2023年2月末的4466万,市占率从17%提升至24%。当前涨乐财富通(华泰证券)、国泰君安君弘(国泰君安)、平安证券、e海通财(海通证券)分列2-5位。

图9 2019-2021年券商行业信息技术投入额



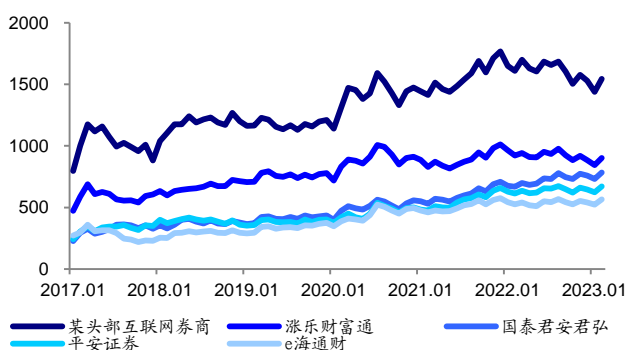
资料来源:中证协,HTI

图10 2021年传统券商信息技术投入及占比(top5)



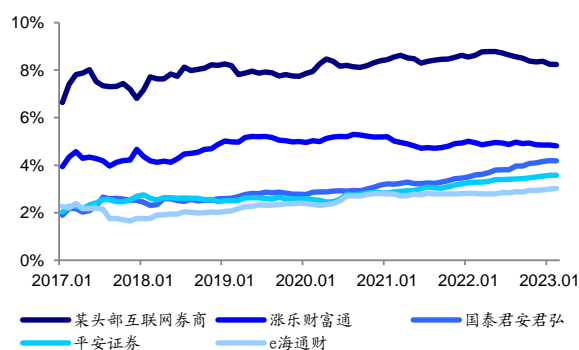
资料来源:中证协,HTI

图11 2017年-2023年2月TOP5券商APP月活(万人)



资料来源：易观千帆，HTI

图12 2017年-2023年2月TOP5券商APP月活市占率



资料来源：易观千帆，HTI

2) O2O 展业模式，从“通道”到“入口”。过去券商的营业部基本都是以 A 类或者 B 类营业部为主，为客户提供现场交易、证券开户、投资咨询等服务，并且配有相应的机房设备。但随着线下交易逐渐减少以及互联网金融的大力发展，越来越多的人选择通过电脑或者移动终端在线上完成交易。近年来越来越多的券商设立轻型（C类）营业部或是将传统的营业部转为 C 型，以降低扩张成本。在这一趋势下，我们认为传统经纪业务将从“通道”转变为零售业务的“入口”，券商通过轻型线下营业部引导客户进行网上交易，再通过一些差异化服务，如财富管理、投融资建议、投顾业务等，提升客户满意度。

表 3 券商营业部分类

	A 类营业部	B 类营业部	C 类营业部
现场交易服务	▲	○	
证券开户服务	▲	▲	▲
投资咨询等	▲	▲	▲
机房设备	▲	▲	

资料来源：中国证监会，HTI。注：表中“o”为部分实现

### 2.1.1 嘉信理财：从折扣经纪商到综合财富管理提供商

嘉信理财（Charles Schwab）成立于1971年，于1987年登陆纽交所。公司起步于证券经纪业务，而后业务板块不断拓展。通过低价模式+开放式平台+外延并购等战略，由原先的折扣经纪商发展成为全球领先的综合财富管理提供商。公司发展主要经历了五个阶段，分别是：

- 1973-1986年间，引领投资者革命，折扣经纪商模式；
- 1987-1994年间，扩大服务范围，业务线进一步完善；
- 1995-2000年间，抓住互联网红利，推出在线投资，转型线上券商；
- 2001-2007年间，为个人投资者、独立顾问和公司雇员提供全面服务；
- 2008年至今，进一步专注服务客户，加强并购，提升公司整体实力。

“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，已成为全球领先的财富管理机构。截至2022年一季度，嘉信理财拥有7.69万亿美元的客户资产，610万美金的日均交易量，3340万活跃经纪账户。在2020年ADV Ratings的全球财富管理公司榜单中，嘉信理财在财富管理细分领域位列第八，是前十名中唯一定位为服务大众零售客户的公司。

成立之初，公司通过降低交易佣金实现了客户的快速积累，但由于业务模式仍然单一，依旧是一家以给个人投资者提供交易服务为主的零售经纪商，客户粘性较弱。但嘉信理财敏锐地捕捉到了客户财富管理需求正由单一向多元化转移，并开始打造开放平台，陆续推出基金超市和投顾服务。同时积极精确地进行外延并购提升其服务能力和产品能力，实现 AUM 快速增长，也实现了从流量收费向存量收费模式的转变。

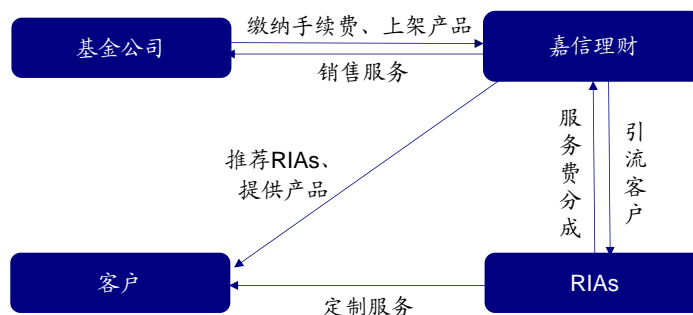
- 1992 年，嘉信理财推出了市场上第一个不收附加费和交易费共同基金超市“OneSource 平台”。该平台上的共同基金相互竞争，投资者可以在众多品种中进行挑选。公司一方面向基金公司收取管理费分佣，一方面为它们提供上柜空间、营销广告和会计服务来作为回馈。嘉信理财的共同基金超市消除了基金转换的壁垒，降低了共同基金投资者在不同基金公司之间的转换成本，改变了美国共同基金产品的销售模式。嘉信理财平台的基金开户数也从 1981 年的 30 万户增长到 1992 年 200 万户。
- 1995 年，嘉信理财开发出“投顾服务”（Advisor Source）模式。公司本身不直接提供投顾服务，而是由外部独立投顾（RIAs）提供。在该模式下，由 RIAs 向投资者收取顾问费，嘉信理财获得一定比例的分成。该模式既可以适应客户对咨询服务的需求、填补顾问服务上的缺口，也能够成为独特的渠道来联系嘉信理财和投资者。
- 多维度开展并购：1) 拓展业务线：2000 年收购美国信托、2007 年收购 401(k) 和 2011 年收购 OXPS，公司拓展了信托、期权期货和企业退休计划等金融业务；2) 提高服务能力：2010 年收购 Windward、2020 年收购 Motif 的技术和知识产权，提高了包括投资管理、智能金融研究等多方面的能力；3) 扩大规模：2020 年并购 TD Ameritrade、USAA 等同行机构，减少了外部竞争，客户数量和资产体量都有增长。

图13 嘉信理财的主要外延并购



资料来源：公司官网，HTI

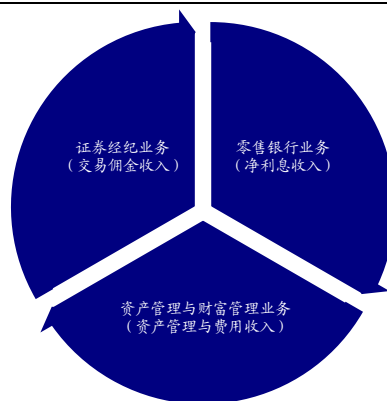
图14 嘉信理财通过独立投资顾问留住客户



资料来源：金融界，HTI

**投资者服务（Investor Services）和顾问服务（Advisor Services）是嘉信理财最为关键的两大业务部门。**投资者服务部门主要向个人投资者提供例如零售经纪、银行服务、退休计划等各项服务，同时也为企业和雇员提供其他的公司经纪服务。顾问服务部门为独立的注册投资顾问RIAs（Registered Investment Advisors）、独立的退休顾问和账簿管理人提供托管、交易、银行、支持服务以及退休业务服务。目前嘉信理财业务涵盖证券经纪、资产管理与财富管理、零售银行三大支柱，为投资者提供全方位的服务。

图15 嘉信理财为个人投资者、企业、投资顾问提供综合财富管理业务

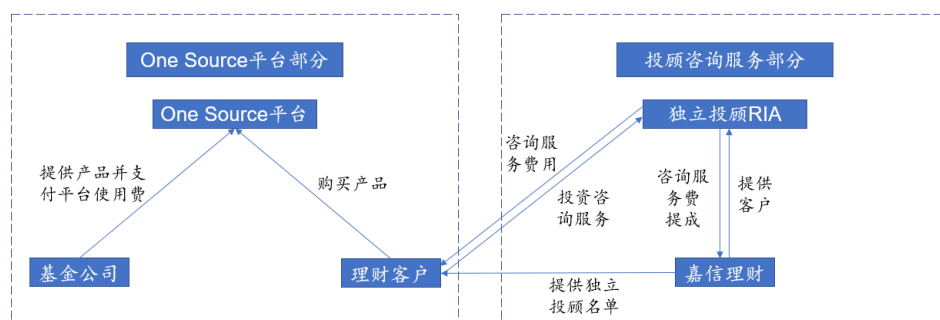


资料来源：公司年度报告，HTI

**搭建平台形成第三方投顾公司与客户的连接。**独立投资顾问（RIAs）可以利用嘉信理财公司提供的平台管理客户账户，平台将向投资者提供合格投顾名单，而投资顾问也可以借用这个平台，从各种重复性工作中解放出来。嘉信会根据资产管理规模、投资管理经验、雇员教育背景等因素，从全国范围内筛选出约 200 家独立第三方投顾公司。被选出来的独立顾问拥有 20 年的平均从业年限，大部分都拥有职业资格认证。同时，这些独立顾问覆盖了广泛的咨询领域，包括投资管理、财务规划、保险、税务策略、房产规划等。如果客户需要使用投顾服务，嘉信首先会和客户深入了解他们的需求和偏好，然后根据客户反馈推荐合适的独立顾问。接着，这些客户专属的独立顾问将会提供全方位的个性化服务：1）独立顾问可以管理客户部分或全部的投资；2）独立顾问将会制定、实施以及监督理财计划甚至是客户全部的财务规划，不仅仅是投资方面；3）独立顾问还可以与客户的律师、会计一起合作，全方位协调配合客户的财务状况，包括税务和房产方面的需求。

**创新收费模式，吸引长尾用户。**公司不收取客户任何的顾问推荐费用，但借由平台开展业务的独立第三方投顾则需向嘉信缴纳一定的费用。由于嘉信在美国是一家老牌券商，拥有广泛的客户群体，旗下推荐平台可以借此形成收入来源。至于具体的投顾管理费，客户需要咨询为其服务的具体独立顾问。

图16 嘉信理财平台运营模式示意图



资料来源：HTI

嘉信理财可以看作是独立投顾的平台提供商和后台管理人，给予独立投顾全方位支持及赋能。嘉信理财建立了一套“资质审核系统”以筛选符合要求的独立投顾加入嘉信理财的投顾平台，嘉信理财为这些独立投顾提供全面的系统支持和后勤保障包括共享客户资源，开发“嘉信连线”系统供独立投顾进行交易下单、估值清算、账户管理等，相应的，嘉信理财按照交易笔数和客户资产规模收取服务费。同时，嘉信还成立公关团队、操作服务团队、沟通团队、产品服务团队等支持独立理财顾问的工作。

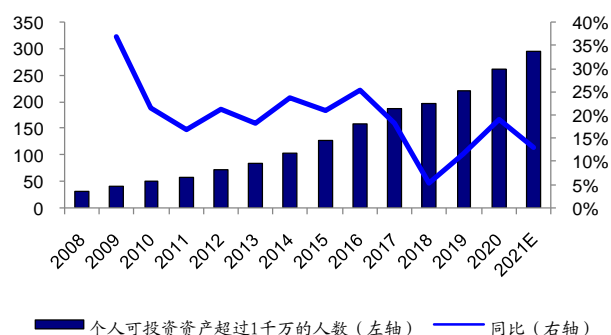
## 2.2 可投资资产稳步增长激发财富管理需求

改革开放以来，伴随着中国宏观经济连续几年的高增长，中国居民逐渐积累起财富。尤其是早期从事实业、房地产投资等的人群快速积累大量的财富，同时随着互联网快速发展，一群年轻企业家们迅速发展壮大。我们认为居民财富的快速累积和高净值人群规模的扩大为财富管理业务的发展提供了市场保证。随着金融产品的丰富以及理财需求的扩大，客户原有以股票为主的单一投资模式也将转变为以产品配置为主的优化型服务模式。券商通过提供差异化投资咨询及增值服务增强客户粘性，向投资银行本质回归，从“通道服务提供商”转变为“综合性财富管理”。

**可投资资产增速略有放缓，但整体仍向上。**招商银行与贝恩公司发布的《中国私人财富报告》数据显示，2014-2020年中国个人可投资资产总量和高净值人群数量保持两位数的快速增长。截至2020年末，中国个人总体可投资资产规模为241万亿元，5年平均复合增长率达到10%。2020年末，中国高净值人群规模达到262万人，5年平均复合增长率达到14%。

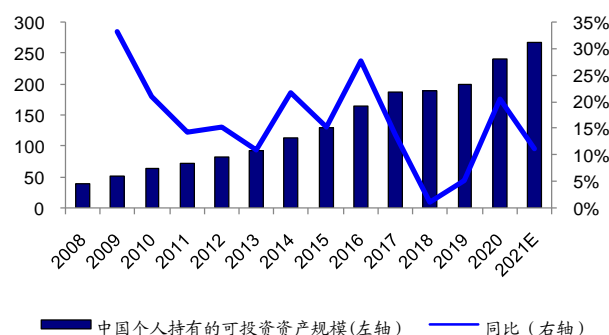


图17 中国高净值人群数量



资料来源：招商银行《中国私人财富报告》，HTI

图18 中国总体可投资资产规模亿元



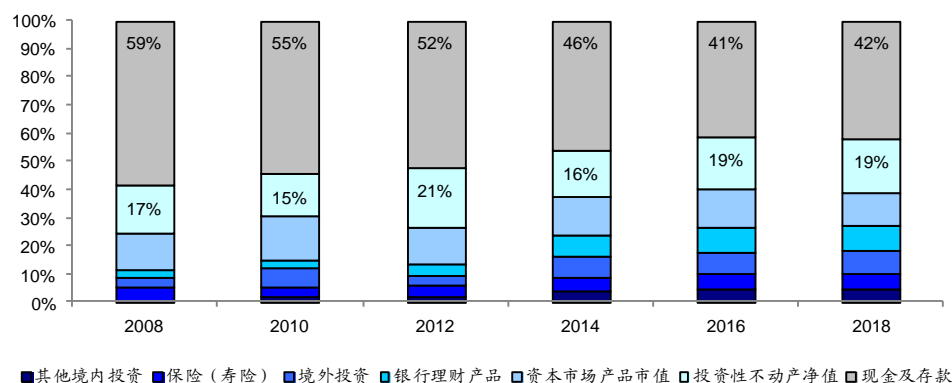
资料来源：招商银行《中国私人财富报告》，HTI

中国高净值人群集中在经济较为发达地区，三大经济圈高净值人数及集中度进一步加强。《2021 中国私人财富报告》数据显示，2020 年，高净值人群数量超过 5 万的省市共 17 个，分别是广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建、天津、辽宁、河北、湖南、河南、安徽、江西和云南；其中 9 省市（广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建）率先超过 10 万人；24 个省市高净值人群数量皆超过 2 万人；高净值人群从一线城市拓展辐射周边区域，三大经济圈高净值人数及集中度进一步加强。

参考海外成熟市场，我们认为个人财富的增加以及金融产品的丰富将激发财富管理需求，主要基于以下三个逻辑：

1. 在经济快速发展的过程中，早期从事实业、房地产投资等的人群快速积累大量的财富，尤其随着互联网快速发展，一群年轻企业家们迅速发展壮大。居民财富的快速累积和高净值人群规模的扩大为财富管理业务的发展提供了市场保证。
2. 中国现金类资产占比远高于海外成熟市场，投资结构转变空间大。根据《2019 中国私人财富报告》，截至 2018 年，中国居民投资资产分布中现金类资产、投资性不动产占比高达 42% 及 19%。相比海外市场，中国目前投资风格仍较为单一，随着无风险利率持续降低、政策强调“房住不炒”、现金类资产价格持续上涨，投资者将更多的关注多元化资产配置，催生对专业投资顾问以及财富管理的需求。
3. 随着金融产品愈来愈丰富，投资资产不再仅限于股票、基金、银行理财产品等，衍生产品及海外配置将有效对冲投资风险。随着金融产品的丰富以及理财需求的扩大，客户以股票为主的单一投资模式将转变为产品配置优化型服务模式，进一步激发财富管理需求。

图19 中国个人投资资产结构

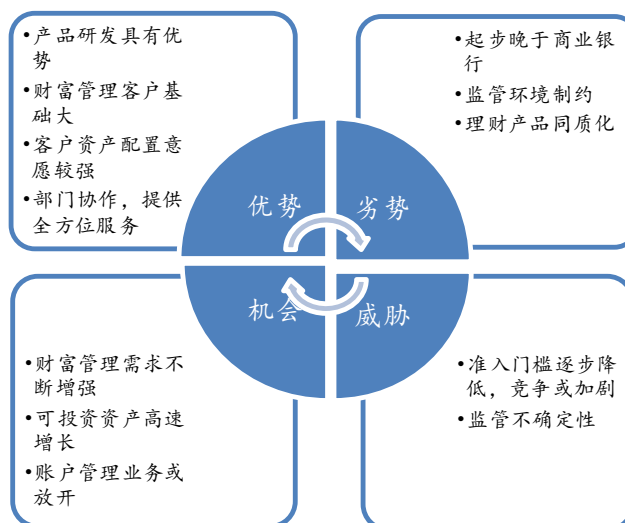


资料来源: Wind, 中国证券业协会, HTI

**高净值人群资产配置需求提升，综合财富管理大势所趋。**据《2019 中国私人财富报告》，从资产配置组合上看，高净值人群对单一资产依赖度下降。2015 年高净值人群财富相对集中在股票和公募基金；2017 年财富主要集中在银行理财产品、信托和股票；2019 年，最大单一资产占比进一步下降，高净值人群依据市场情况和监管影响做出分散和调整。2019 年高净值人群对各个资产品类配置预计将更加均衡，高风险高收益型产品配置（股票、公募基金等）和较稳健产品配置（银行理财产品、保险）预计同步增加。较过去几年，高净值人群在关注财富管理和保障的基础上，对企业投融资、家族税务法务咨询、家族慈善等服务需求提升，综合财富管理大势所趋。

我们认为，目前中国财富管理业务主要集中在商业银行及私人银行中，券商的财富管理基本停留在金融产品代销的阶段，业务及产品创新方面的能力尚未体现。尤其在非现场开户以及一人一户放开以后，券商账户原有的优势渐渐消失，面对日益加剧的竞争，券商不得不思考如何增强客户粘性。参考佣金自由化后的美日韩的转型经验，根据客户的交易量、资金规模和服务需求等方面将客户进行分层，对不同投资者收取不同的佣金及服务费用的经营策略，是未来券商转型的发展趋势。此外，类似于韩国的包裹账户以及基于账户的增值现金管理也有助于增强客户的粘性。

图20 券商财富管理业务 SWOT 分析



资料来源: HTI

## 2.3 基于账户服务、搭建以客户需求为核心的财富管理体系

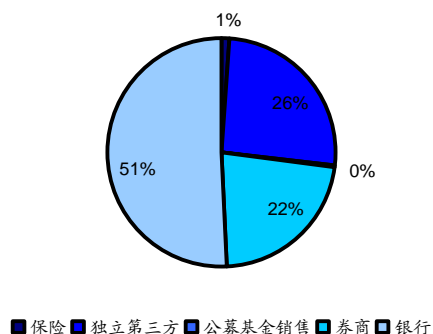
### 2.3.1 代销收入贡献度持续提升

自 2002 年实行佣金费率浮动制以来, 同业竞争加剧, 证券佣金率下滑, 使券商经纪收入占比不断下滑。同时, 我们认为由于券商业绩被动随市场交易量而波动、客户粘性差、以及营业部管理成本提升等问题, 券商近年来也开始寻求业务转型。从 2017 年开始, 券商开始发力财富管理业务, 广发证券、华泰证券、中信证券、银河证券、兴业证券、中原证券等多家券商将经纪业务部改名或新设立了财富管理总部。我们认为, 虽然券商在产品和服务供给丰富度, 渠道优势和客户基础 (缺乏高端客户服务能力) 不如银行, 但在投资能力, 资产获取和研究能力较强, 因此在发展财富管理方面有一定优势。

**在财富管理转型时期, 产品平台的构建是转型的突破口。**我们认为只有将产品的供给和销售渠道理顺, 才能真正实现财富管理业务的转型。在产品供给端, 包括外部引入 (公募, 私募, 信托) 和内部创设 (资管, 基金, 期货, 投行)。在销售端, 将客户分层, 建立完整的客户服务体系。目前国内券商财富管理转型初见成效。

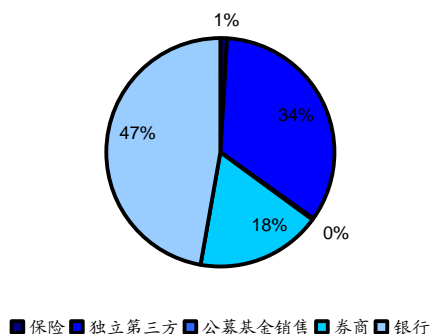
**2017 年以来券商公募代销市占持续提升。**截止 2023 年一季度, 公募基金代销保有规模百强榜单中券商数量为 51 家, 远超银行的 26 家。保有量方面, 2021 年以来, 券商在中基协公布的公募基金代销百强榜单中保有规模占比持续提升, “股票+混合公募基金”从 2021 年一季度的 16%, 提升至 2023 年一季度的 22%。非货保有量占比从 15%提升至 18%。我们认为, 券商在组织架构、产品引入上比银行更具灵活性, 有较大上升空间。

图21 2023Q1 公募代销百强各类机构保有规模占比（股+混口径）



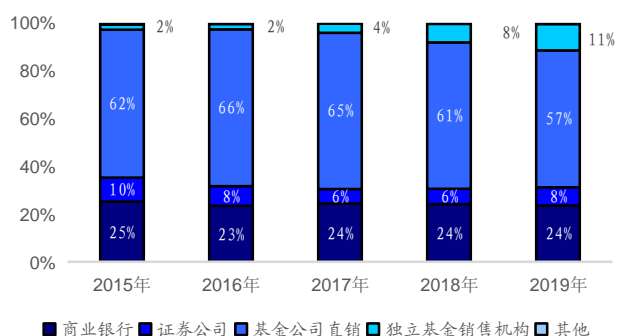
资料来源：中基协，HTI

图22 2023Q1 公募代销百强各类机构保有规模占比（非货口径）



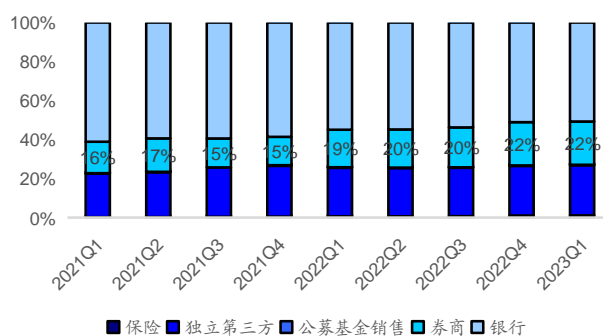
资料来源：中基协，HTI

图23 券商 2017 年以来基金代销保有量市占持续回升



资料来源：中基协，HTI

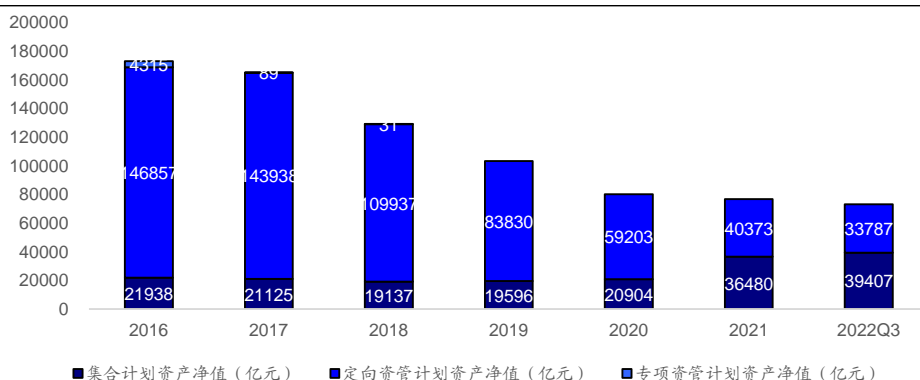
图24 公募代销百强各类机构保有规模占比变化（股+混口径）



资料来源：中基协，HTI

**产品供给端：产品挖掘下沉到营业部，资管加大主动管理，转型涉水公募领域。**外部引入方面，我们认为产品挖掘应下沉到营业部，营业网点可根据自身优势，主动寻找与公募、私募等的合作，定期推出明星产品，营业网点在部分私募产品上也具有较强议价权。内部资产管理业务方面，2017 年金融去杠杆和 2018 年资管新规的出台，意在破除同业套利和多层杠杆。以通道业务为主的定向资管计划规模大幅缩减，导致规模从 2016 年底的 14.7 万亿下降 60%至 2020 年底的 5.9 万亿，而集合计划规模保持平稳，近两年有小幅上升。券商资管发挥自身优势向主动管理转型，主动管理占比显著提升。我们认为券商积极参与大集合公募化改造和申请公募牌照，有利于原本致力于高净值客户的券商资管打开普惠金融市场，服务更加广泛的大众群体，为不同风险偏好的客户提供财富管理服务。

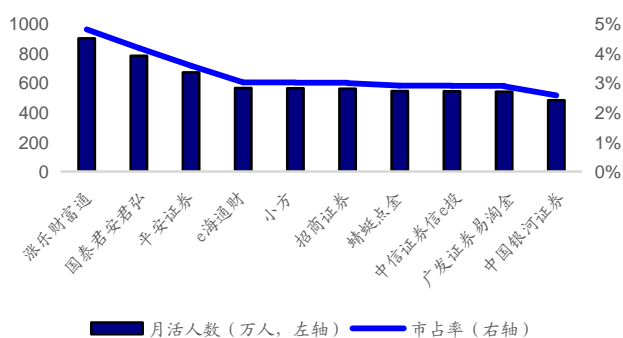
图25 券商资管计划资产净值



资料来源: Wind, HTI

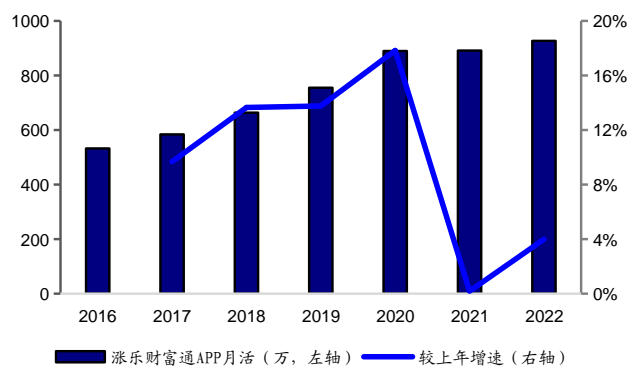
**销售端: 积极建立线上平台和优化投顾团队, 完善客户服务体系。**例如, 华泰证券“涨乐财富通”继续发挥其作为公司财富管理业务核心平台载体的重要作用, 2022年平均月活数为926.83万, 位居证券公司类APP第一名。中金公司数字化转型契机, 使用金融科技手段与线上线下结合方式服务富裕与大众客户, 取得突破性进展, 财富管理客户分层服务体系进一步完善, 私人财富管理业务规模快速扩张, 产能大幅增长。截止至2022年末, 中金公司财富管理客户数量达581.65万户, 同比增长28.3%, 客户账户资产达2.76万亿元。其中, 高净值个人客户3.44万户, 高净值个人客户账户资产达7796.02亿元, 客均账户资产达2266万元。

图26 2023年2月 top10 券商 APP 月活情况



资料来源: 易观智库, HTI

图27 涨乐财富通平均月活情况

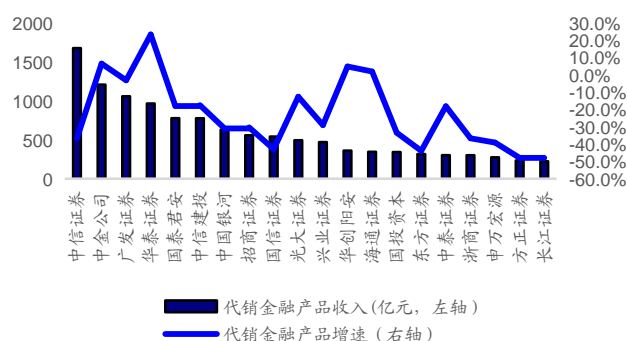


资料来源: 易观智库, HTI

**财富管理转型加速, 头部券商高集中度+高增速, 部分中小券商表现突出。**2017年至2021年, 证券行业代销金融产品收入从32亿元提升至191亿元, 复合增速55.5%, 占经纪业务收入比例从3.8%提升至12.5%。在代理销售金融产品业务、证券投资咨询业务、服务机构客户交易等领域, 大型券商仍具有较强优势(如中信证券2022年实现代销金融产品收入17亿元, 占经纪收入比达17%, 位列行业第一; 中金公司实现代销收入12亿元, 占经纪收入比为24%), 部分中小证券公司表现突出(如华创证券代销收入同比逆市提升5%, 第一创业、东兴证券代销收入降幅显著低于同业; 华创、兴业及浙商的代销金融产品收入占经纪收入比分别达30%、19%及16%), 行业差异化发展、特色化经营初见成效。

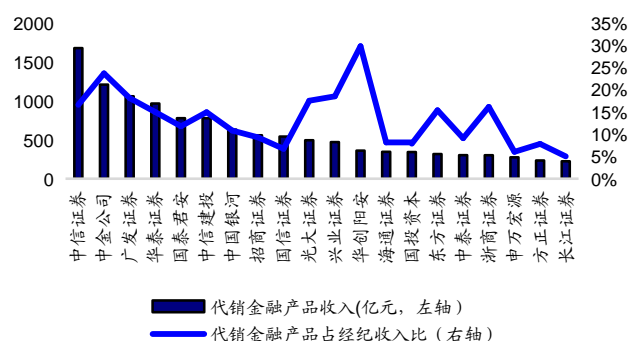


图28 2022年前20位上市券商代销金融产品收入及增速



资料来源：各公司年报，HTI

图29 2022年前20位上市券商代销产品收入占经纪收入比



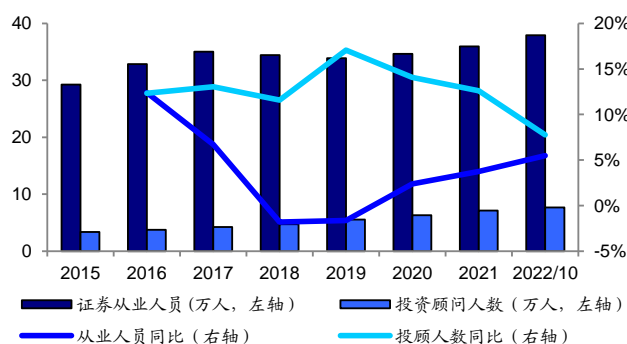
资料来源：各公司年报，HTI

### 2.3.2 投顾队伍快速扩充，加速财富管理转型步伐

**投顾业务发展迅猛，投顾队伍持续扩容。**近年来，随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，据中证协数据，截至2022年10月末，证券行业共有从业人员37.95万人，较2021年增长5%，增员近1.97万人。其中，投资顾问人数达7.7万人，较2021年末增长8%，增员超过5500人。2015年以来，投顾人数复合增速达13%，占从业人员比从11%提升至20%。投顾人员扩充的同时，客户资产规模亦快速增长，截至2021年末，客户资产规模达1.9万亿元，5年复合增速6%。

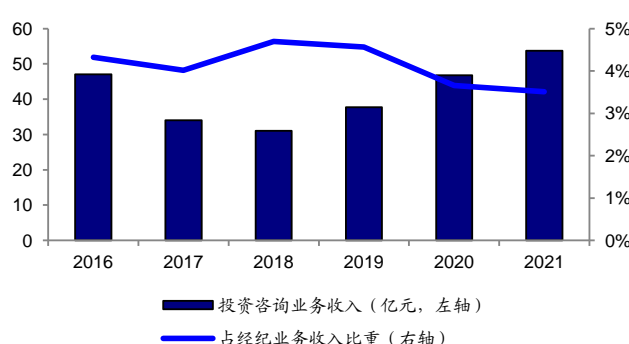
**投顾业务发展迅猛，头部格局稳定。**据中证协数据，2021年证券行业实现投资咨询业务收入53.75亿元，同比增长15%，占经纪收入比维持在4%左右，具有较大增长空间。行业集中度较高，2021年投资咨询收入排名前三的券商分别为招商证券（9.49亿元）、中金公司（4.19亿元）和国泰君安（3.79亿元），收入占比合计达32%。近三年，招商证券，中金公司，平安证券，中信证券投资咨询收入排名稳定在前五，其中招商证券连续三年排名第一。

图30 2016-2022年投资顾问人数及增速



资料来源：中国证券业协会，HTI注：22年数据截至10月

图31 2016-2021年投资咨询收入及占经纪收入比



资料来源：中国证券业协会，HTI

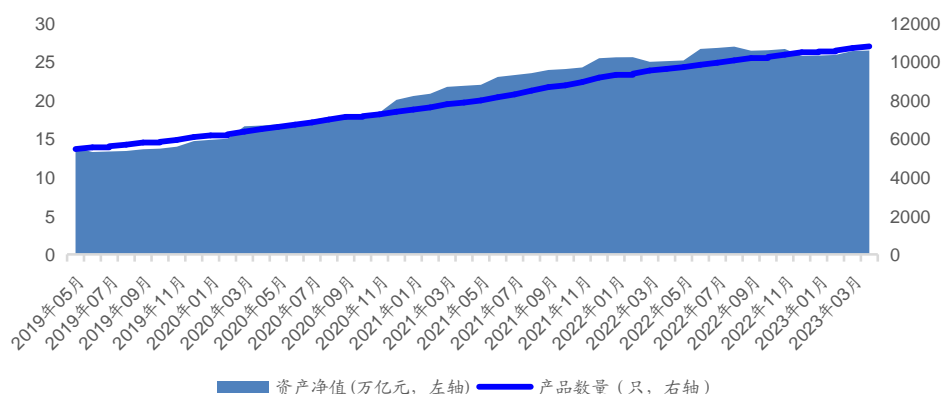
表 4 2019-2021 年券商投资咨询收入排名 (Top15, 万元)

2021			2020			2019		
排名	证券公司	投资咨询收入	排名	证券公司	投资咨询收入	排名	证券公司	投资咨询收入
1	招商证券	94920	1	招商证券	67352	1	招商证券	57398
2	中金公司	41885	2	平安证券	32274	2	海通证券	38276
3	国泰君安	37874	3	中信证券	26450	3	平安证券	31045
4	中信证券	23799	4	中金公司	24579	4	中信证券	28057
5	平安证券	20216	5	国泰君安	23646	5	中金公司	22987
6	华创证券	18260	6	海通证券	20493	6	华泰证券	12557
7	海通证券	17496	7	广发证券	19997	7	长江证券	12159
9	申万宏源	16232	8	东方证券	16104	8	广发证券	9805
10	长江证券	15688	9	长江证券	15862	9	申万宏源	9054
11	广发证券	14627	10	华创证券	15068	10	天风证券	8487
12	中信建投	12583	11	第一创业	13352	11	首创证券	8154
13	华泰证券	11575	12	安信证券	13268	12	国金证券	8068
14	东方证券	10602	14	申万宏源	9424	14	国开证券	7415
15	国联证券	9863	15	国金证券	8997	15	中原证券	6328

资料来源: 中证协, HTI

**基金投顾试点队伍扩容, 服务客户资产持续增长。**2019年10月, 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》, 公募基金投资顾问业务试点正式落地。三年多来, 基金投顾业务从首批18家试点机构, 发展到现在有60家机构取得试点资格, 其中包括29家证券公司、24家基金公司或其子公司、3家银行以及3家三方销售机构。截至2021年底, 基金投顾机构已合计服务客户367万户, 服务资产980亿元。我们认为, 随着未来基金投顾试点的进一步扩大, 叠加居民可投资财富的稳步增长, 基金投顾资产规模将有望持续增长。

图32 基金市场规模变化情况



资料来源: Wind, HTI

表 5 基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	提价比例
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、中万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、中万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、财通证券、华安证券、国金证券、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

资料来源：中基协，HTI（截止至 2023 年 5 月 17 日）

**基金投顾业务：专业投资机构提供的基金选择、配置等综合性服务。**相较于传统基金销售渠道的以“营销驱动化服务”的模式，基金投顾是以收取资产账户净资产金额的比例或是固定的投顾费用进行盈利，因此基金投资顾问会基于投资者的风险偏好、收益负债需求，构建符合投资者偏好的组合，做出更加个性化、一体化的服务。且基金投顾可以代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，是全委托式管理，对于投资者而言简化了投资的中间管理过程。

表 6 基金投顾与 FOF 对比

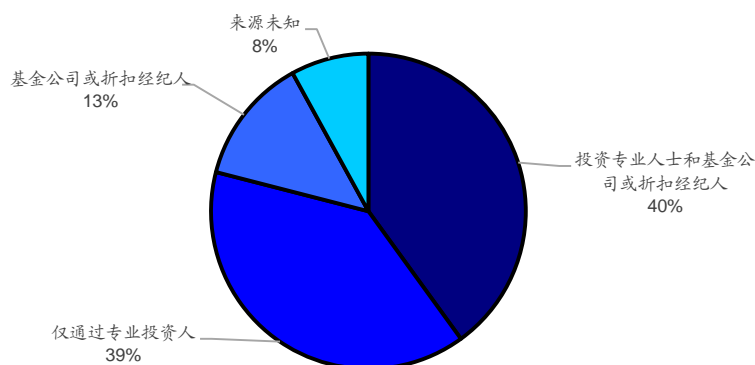
对比	基金投顾	FOF
相同点	产品目的相同	通过专业机构合理的资产配置、科学的基金优选，帮助投资者实现合理的资产配置、精准的风险匹配，让投资者的基金投资更加轻松。
	底层标的相同	底层投向主要都是公募基金，理论上 FOF 基金还有小部分仓位可以直接投资债券、股票或者现金。现阶段的基金投顾组合仅限于公募基金投资。
	投资方法论相通	根据目标风险进行股债配置，通过风险目标和宏观市场判断进行大类资产配置，然后通过定量+定性方式筛选优质基金最终形成具体的策略组合，两者底层投资逻辑大体相同。
不同点	定义不同	英文名称 fund of funds，又称基金中基金，是一种专门投资于其他基金的基金。与直接投资于股票、债券等资产的普通基金不同，FOF 是以基金为投资标的，并通过基金，间接对股票、债券等资产进行配置。所以 FOF 基金，本质上还是基金产品。
	持有期不同	基金投顾组合是开放式的，没有持有期的概念，随时可以买卖。绝大部分 FOF 基金采取的是持有期模式，投资者一旦投资这类产品，只有持有到期，才可以赎回产品。
	披露程度不同	基金投顾的持仓，包括后续的调仓等信息，对持有人完全公开，主理人还会解释调仓的原因。FOF 本质上是基金，与普通基金相同，会在定期报告中披露持仓及运作情况，有一定的滞后性。
	换手率不同	监管明确规定，基金投顾组合换手率不能超过 200%。FOF 作为基金的一种，对换手率没有要求。
	净值展示不同	基金投顾产品按照规定成立不满一年不得对外展示业绩，初衷是保护投资者，避免客户根据投顾产品的短期业绩而做出买卖决策。FOF 基金作为标准化的基金产品，成立以来每日都有产品净值披露，投资者可以根据产品的历史净值表现来决定购买不同的 FOF 产品。
	费用不同	基金投顾产品主要收取投顾服务费，底层基金的费用在基金申赎过程中由基金公司扣除。FOF 基金作为基金产品，产品费用由管理费、托管费、申赎费、销售服务费构成，底层基金的费用体现在 FOF 基金的净值当中。

资料来源：HTI

**基金投顾降低投资者投资成本，引导投资者长期理性决策。** 投资顾问和客户之间的利益是相一致的，投顾的收入不再依赖于产品销售端的费用，因此投资者付出的总成本将会降低，另外随着金融科技的发展，智能投顾的兴起，会进一步降低投顾费用。此外，作为利益捆绑方，投资者对于投资顾问信任度极高，而专业的投资顾问则能更理性的引导投资者进行长期投资决策。

**基金投业务未来可期，壮大券商业务规模。** 根据美国投资公司协会（ICI）发布的《2022 投资公司概况》显示，2021 年有 34% 的美国家庭仅通过退休计划投资基金，除此之外的 66% 的家庭投资者中，有 79% 通过投资顾问购买基金，其中 39% 仅通过投资顾问购买基金。与之相对，通过直销渠道购买基金的家庭仅占到 13%。由此可见，投资顾问已成为美国投资者购买基金的最主要渠道，该结论对我国基金投顾发展具有指导意义。另外，投资者出于信用成本与机会成本的考虑，不会在短时间内频繁更换基金投顾的平台，因此对于券商而言，基金投顾具有较高的用户粘性。我们认为，在国内证券行业佣金率不断下降的背景下，基金投顾业务可以为券商零售业务带来可观的规模增量和收入，且考虑到基金投顾业务规模的增长可以间接推动基金产品的丰富度和数量，也会带动券商其他业务产生增量收入。

图33 2021 年美国养老计划外家庭投资基金模式



资料来源：ICI，HTI

## 2.4 资本中介业务：融资融券增强零售业务盈利能力

融资交易是指投资者向证券公司提供保证金，融出资金购买标的证券，并到期还本付息；融券交易是指投资者向证券公司借入证券并卖出，交易结束后从市场购买证券还给证券公司相同种类相同数量的证券以及利息。开展交易前，投资者需要将自有现金或证券作为保证金转入信用账户作为担保，才能向证券公司融资或者融券，当投资者不能按时足额偿还资金和证券时，证券公司会采取强制平仓的方式收回资金或证券以及利息费用。**融资融券业务需要基于券商账户，一方面融资融券能产生利息收入及佣金收入，另一方面融资融券的引入将有效增强交易的活跃性，给券商带来更多的经纪业务收入。**

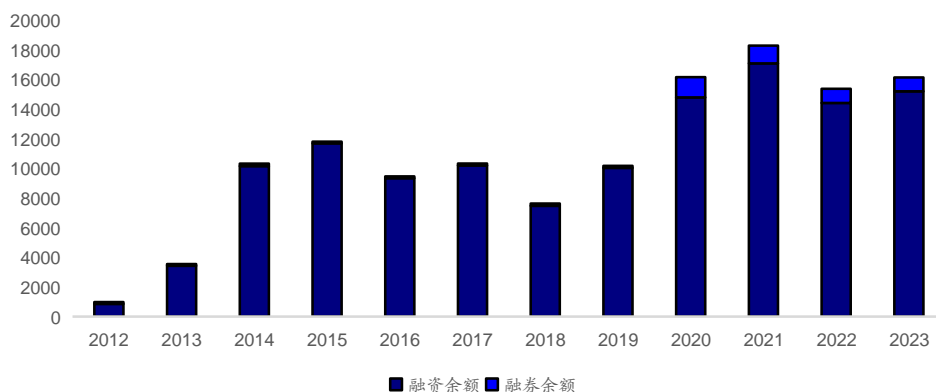
表 7 股权质押与融资融券业务对照

业务	客户需求	担保品	券商跟踪标的	客户用途
融资业务	借入资金	股票、现金	担保品与融资买入证券的市值	用借入资金购买证券（仅能用于证券市场）
融券业务	借入证券	股票、现金	担保品与融券卖出证券的市值	卖出出借证券（仅能用于证券市场）

资料来源：HTI

**两融业务稳健增长。**随着市场的扩容以及资本市场的良好发展，2018 年至今，两融余额迎来快速增长，截止至 2023 年 5 月 17 日，市场两融余额为 1.6 万亿元。两融业务标的也在不断扩大，截止至 2023 年 5 月 17 日，共有 3222 支股票和 249 支 ETF 被纳入两融业务标的。从结构来看，由于我国资本市场进一步发展，两融业务的结构逐渐优化，融券余额占两融余额比例连年上升。自 2015 年起，融券余额占两融余额比例逐渐上升，至 2020-2022 年期间，融券余额占比进一步实现大幅增长。

图34 2012-2023 年市场两融余额（亿元）



资料来源：Wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 5 月 17 日

**上市券商积极布局资本中介业务，两融业务空间较大。**近年来上市券商尤其是头部券商，均纷纷加大了对包括两融业务在内的资本中介业务的投入。例如 2022 年以来通过配股、定增等完成再融资的中信证券、东吴证券、兴业证券、国联证券等共计 8 家券商，均在募资用途中明确表示将用于发展资本中介业务、扩大两融业务规模。我们认为，未来随着我国资本市场的进一步发展，预计将会有更多的股票与 ETF 被纳入到两融业务标的当中，叠加上市券商在两融业务上的积极投入，两融业务收入预计将会持续提升。

表 8 券商再融资资金投入

公司名称	公告日期	再融资类型	募集总金额	计划开展业务	拟投入资金
兴业证券	2022 年 8 月 12 日	配股	不超过 140 亿	融资融券业务	不超过 70 亿
财通证券	2022 年 3 月 28 日	配股	不超过 80 亿	资本中介业务	不超过 20 亿
中信证券	2022 年 1 月 13 日	配股	不超过 280 亿	资本中介业务	不超过 190 亿
东吴证券	2021 年 12 月 9 日	配股	不超过 85 亿	资本中介业务	不超过 23 亿
国联证券	2022 年 9 月 29 日	非公开发行	不超过 70 亿	融资融券业务	不超过 20 亿
财达证券	2022 年 12 月 26 日	非公开发行	不超过 50 亿	融资融券业务	不超过 15 亿
中原证券	2022 年 4 月 29 日	非公开发行	不超过 70 亿	资本中介业务	不超过 33 亿
长城证券	2022 年 2 月 18 日	非公开发行	不超过 84.64 亿	资本中介业务	不超过 50 亿

资料来源：公司公告，HTI



### 3. 典型案例

传统大型券商依靠自身资产基础、客户基础、网点布局等优势，在零售类业务一直保持较高市占，同时也在积极探索在代销金融产品、投顾等业务的发展。近年来，传统大型券商不断加大 IT 投入，导流的同时也在通过各类综合性服务，提高客户的粘性，做大客户资产规模。典型的如华泰证券。

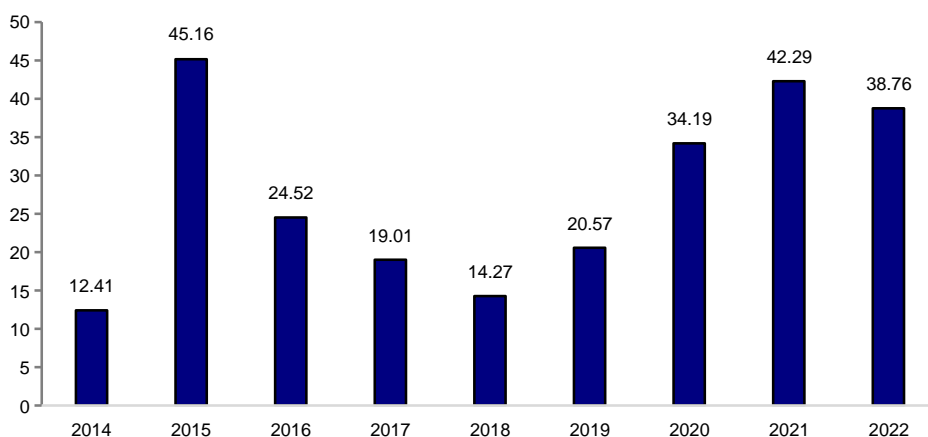
而中小券商及互联网金融企业，更多的是通过股权或者合作等方式，实现互联网+金融的结合，以金融科技赋能财富管理业务。典型的如湘财股份、华林证券、指南针等。

#### 3.1 华泰证券：提早布局金融科技，树立零售业务发展标杆

华泰证券零售业务的发展长期居于行业领先水平，且业务种类齐全，包含代理销售金融产品、代理买卖证券、融资融券和基金投顾等业务线，积极搭建全生命周期客户交易体系与成长体系。公司提早布局金融科技，依托“互联网+”模式降成本、提效能，并凭借成本控制方面的差异性优势，打破了垄断性的佣金经纪，迅速扩大经纪业务市场份额，确立了零售经纪业务市场中的领先地位。

**公司零售经纪业务份额长期保持行业领先地位。**2009 年，华泰证券制定了全面互联网化的发展战略，利用最高效、低成本、多层次的金融科技体系建新的券商业务发展支点，承载庞大用户的多样化需求。2014 年，在移动互联网爆发的背景下，公司将“互联网+”模式引入渠道建设中，研发出新版移动理财终端“涨乐财富通”和大数据营销“瞄准镜”等平台。为应对熊市交易萎缩带来的冲击，在金融科技赋能降本增效的基础上，公司率先下调佣金线至 0.03%，进而吸引大批零售客户，迅速扩大经纪业务的市场占有率，低佣金率成为维护客群基础的重要手段。2022 年，公司股基交易额为 38.76 万亿元，股基交易市场份额自 2014 年以来连续 9 年保持行业第一。此外，公司抓住机遇提早进行财富管理转型，旨在打造“人+平台”的一体化运营体系 and 专业化、开放化的平台发展生态，通过科技平台赋能不断做大客户规模，积极扩大品牌影响力。

图35 华泰证券历年股票基金交易额（万亿元）



资料来源：华泰证券历年年报，HTI

**线上、线下渠道共同发力，建立起成熟的零售业务获客体系。**一方面，在互联网普及率和移动电子设备使用率屡创新高的社会背景下，公司凭借在金融科技平台方面的已有优势不断增强客户黏性，扩大新客规模；另一方面，公司持续推进智慧化网点建设、优化券商营业部布局，在原有客户资源的基础上打开线下流量入口。

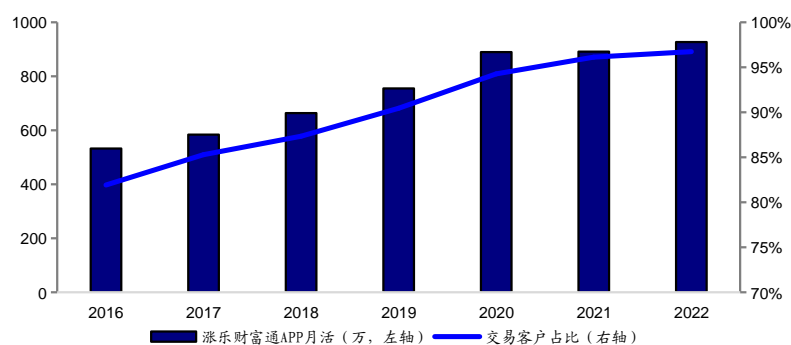
**自主研发数字化平台，科技赋能线上零售渠道建设。**公司致力将科技打造成为最核心的竞争力，持续推进数字化平台产品及服务创新，不断优化内容运营模式，推出特色化行情交易与理财服务。2014年，公司正式发布“涨乐财富通”APP，通过多元内容的个性化、精细化运营，持续打造千人千面的线上财富管理平台，经过多次更新迭代，“涨乐财富通 8.0”已于2022年正式上线，内容涵盖账户分析、智能投顾、资产配置和投资者教育等板块，为客户提供智能化的综合金融服务。根据易观智库统计数据，2016-2022年，“涨乐财富通”平均月活以9.68%的复合增速增长至926.83万，位列证券公司类APP第一名，上线以来累计下载量已达7006.02万。此外，公司致力于以更佳的客户体验、更全的产品工具、更广的服务纵深有效提升客户粘性和活跃度，“涨乐财富通”交易客户占比不断攀升。

表9 “涨乐财富通”APP 功能应用

板块名称	应用场景
智能家族	推出股力值、智能图谱、主力追踪、持仓透视、短线精灵、主力风云榜、形态雷达、指纹登录8大创新功能，为客户提供全场景智能投资
泰牛智投	依托先进的算法模型和大数据智能投资策略，为客户提供人工智能分析及科技选股
涨乐专家	汇聚行业专家深度解读热门观点，打造“人+平台”的全新服务模式
涨乐课堂	由专业投资老师授课，面向投资者解答投资领域理财知识
U+会员	通过大数据、云计算、量化工具等前沿科技，深挖客户在交易、理财过程中的痛点，为会员提供个性化、针对性的交易、理财服务和全新的财富管理新体验。
实时账户	多维客观分析账户表现，让客户及时掌握资产变化情况

资料来源：华泰证券官网，HTI

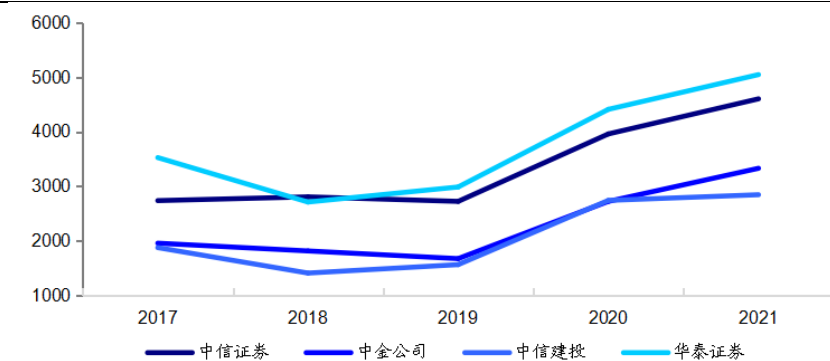
图36 “涨乐财富通”APP 平均月活数及交易客户占比



资料来源：华泰证券历年年报，HTI

**通过数字化转型建设线下智慧网点。**2018年，在证券市场竞争日趋激烈的背景下，华泰证券率先进行“全面数字化转型”，推出全国首家证券智慧网点，协同线上和线下资源对网点进行智能升级，有效提升服务质量。截至2022年末，公司在全国共有营业网点243家，数量排名在可比券商中虽处于靠后位置，但公司网点营业质量占优，2021年公司营业部平均代理买卖证券业务收入为5046万元，以显著优势位居可比券商前列。从网点的地理分布来看，公司营业部集中于江苏、上海、广东等经济发达地区，其中，江苏地区的营业部数量高达93家，这能将充分发挥控股股东江苏省国资委的资源优势。与此同时，公司自主研发的“聊TA”、青云、投行云等展业工作平台，持续赋能一线员工，推动客户规模和客户活跃度增长。

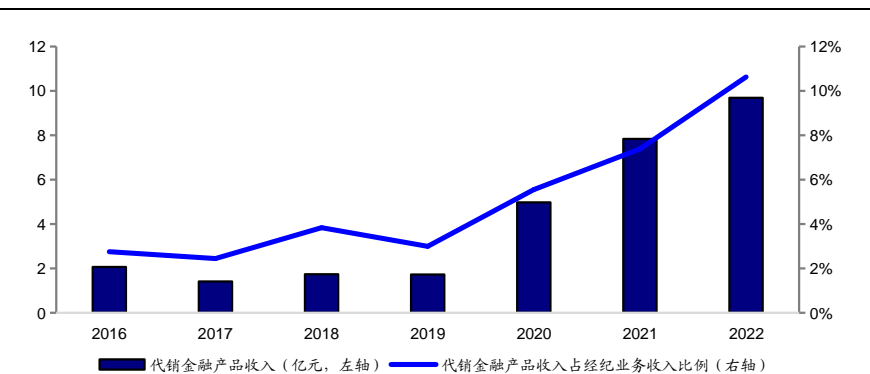
图37 头部券商营业部平均代理买卖证券业务收入（万元）



资料来源：Wind，HTI

**零售业务加速财富管理转型，代销金融产品业务迅速扩张。**在证券行业竞争加剧和居民可支配收入不断增加的背景下，各大券商纷纷通过财富管理转型寻求新的业绩增量。依托线上数字平台和线下智慧网点的渠道优势与客户规模优势，公司金融产品种类、规模及销售收入实现稳步提升。2022 年公司金融产品保有数量达到 9161 只，金融产品销售规模为 5122.84 亿元。2016 年-2022 年公司代理销售金融产品收入以 29.38% 的复合增速由 2.07 亿元迅速增长至 9.69 亿元，占证券经纪业务收入的比例由 2.75% 提升至 10.63%。另一方面，公司以客户需求为核心，推动金融产品销售业务与基金投资顾问业务协同发展，以平台化与专业化为牵引，积极构建一体化资产配置服务体系，为客户提供符合其风险与收益需求的策略组合和金融产品，满足客户多层次的财富管理需求。

图38 华泰证券代销金融产品收入及占经纪业务收入比例稳步增长

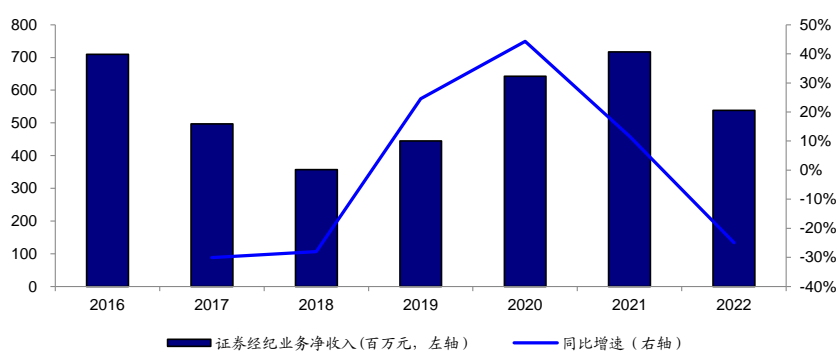


资料来源：Wind，HTI

### 3.2 湘财证券：金融科技合作驱动财富管理转型，打造独特竞争力

**推动传统经纪业务向财富管理业务转型，以金融科技赋能财富管理业务。**湘财证券围绕“金融科技、财富管理双轮驱动”发展战略。对将持续加大信息技术投入，突出金融科技在业务转型中的战略定位，加强信息技术发展的前瞻性和系统性规划，陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件，逐步打造了具有自身特色的专业交易服务品牌；对外加深与大智慧、万得资讯、益盟股份等金融科技公司合作，将自身网点、客户等资源与对方运营优势相结合，进一步提升公司核心竞争力。2018年以来公司经纪业务净收入持续向上，2022年遭遇显著压力。2021年实现经纪业务净收入7.17亿元，同比增长11.6%，18-21年复合增长率达到26%。2022年受市场行情拖累，经纪业务表现疲软，实现经纪业务收入5.38亿元，同比下滑25%，整体降幅大于上市券商平均14%。

图39 2016-2022年湘财证券经纪业务净收入

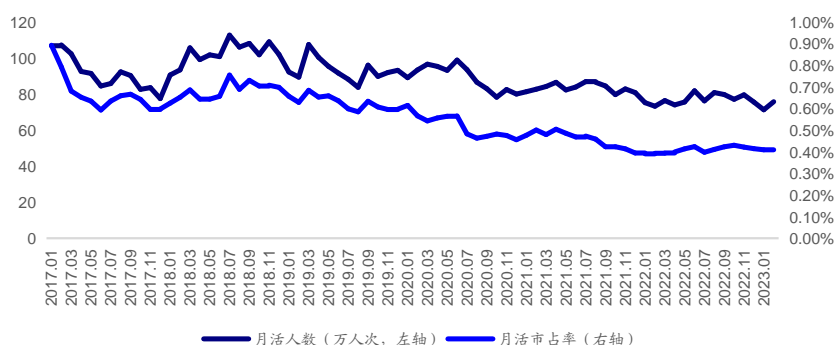


资料来源：湘财证券公告，HTI

**湘财证券互联网基因由来已久且已在互联网证券深耕多年，与益盟合作后有望深入至股权层面。**湘财证券早在2014年，就与大智慧合作落地了互联网证券营业部，陆家嘴证券营业部，湘财证券的互联网基金可见一斑。2020年湘财股份上市后收购大智慧股权成为其第二大股东，进一步增强公司在互联网方向上的竞争力。2022年8月14日，湘财股份、湘财证券与益盟股份签订战略合作协议，进行全方位、全业务领域的深度合作，合作期长达10年。且在此之前湘财证券与益盟股份的合作早在2016-2017年便已经展开，此次战略合作进一步加强了双方的合作力度。

**益盟股份拥有一系列自主研发的核心技术，合作后有望产生较好协同。**此次合作之后，预计湘财证券将受益于：1) 借助益盟股份高粘性的用户基础及营销经验，利用“券商+互联网”模式的优势，推动湘财证券经纪业务发展。2) 将益盟股份专业投顾服务体系与湘财证券营业网点与客户资源的优势相结合，共同在投顾业务与投资者教育方面联合开发产品。3) 利用益盟股份的互联网客户运营经验积极探索基金投顾业务新模式、打造智能化资产配置平台。4) 双方将通过整合研究力量、信息技术资源，提升湘财证券研究业务和金融科技能力。此次合作从基础的运营合作、业务合作到最终的股权合作，层层深入由表及里有望实现1+1>2的共赢局面。

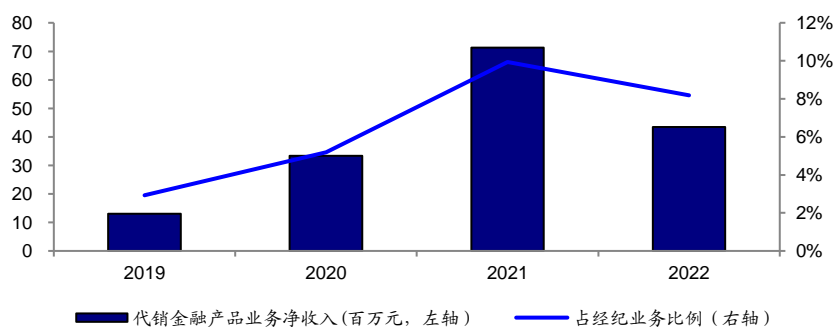
图40 益盟操盘手月活及市占率



资料来源：易观千帆，HTI

**财富管理业务的加速转型成为经纪业务增长的重要驱动。**公司推进财富管理战略，财富管理部门借助公募、私募头部管理人的引入、营销活动的组织全力推动财富管理业务的转型与发展。此次与益盟股份合作将益盟股份的研究评价体系与湘财证券的渠道优势、牌照优势相结合，最终实现双赢。2021年湘财证券代销金融产品收入达7125万元，同比增长114%，占经纪业务比例提升到10%，2022年前两季度受宏观环境和股市赚钱效应恶化影响，业绩出现了明显下滑，上半年代销金融产品收入0.19亿元，同比下降46.1%，基金销售总额9.07亿元，同比下降72.2%。

图41 2019-2022年湘财股份代销金融产品净收入及占经纪业务比例

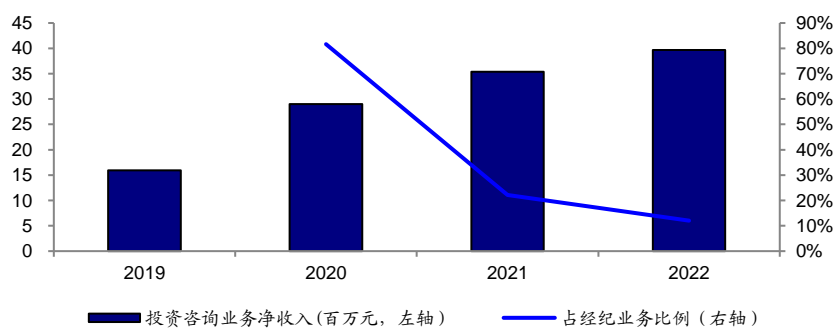


资料来源：湘财证券公告，HTI

**小众赛道联合互联网平台，湘财证券投资顾问业务加速增长。**投资顾问业务合作是湘财证券与益盟股份合作的重点内容，致力于实现投资咨询业务获得特色优势。目前湘财证券投资顾问业务产品分线上与线下两类，线下为高净值客户定制产品，客单价较高，线上为标准化产品，2022年12月发布的湘财智盈便是湘财证券与益盟战略合作，聚焦投资顾问业务的率先探索，围绕着构建盈利体系、铸造投顾能力两大维度，湘财智盈成为赋能投顾业务数字化转型的重要抓手。同时针对不同类型的客户，提供差异化服务，向交易型用户提供工具、资讯等服务；向产品型用户提供筛选工具。合作分阶段来看，前期将围绕现有公司客户，共同在投顾业务与投资者教育方面进行深度合作；中期加大媒体投放，长期关注业务数据及客户流量的稳定性。2022年上半年投资咨询收入为1948万元，同比增长52%，业务收入加速增长表明公司对于投顾业务的正确战略预判与合理布局。



图42 2019-2022年湘财股份投资咨询收入及占比



资料来源：湘财股份公告，HTI

**风险提示：** 本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

## APPENDIX 1

### Summary

- Retail business has always been the main business segment of Chinese brokers, its competition is fierce, and the Internet finance has accelerated the transformation of the industry. Chinese brokers are transforming from "channel service provider" to "comprehensive wealth management provider", have built a wealth management system based on account service with customer demand as the core, enabling the sale of financial products. Meanwhile, investment advisory business is expected to become another focus of brokers' business transformation.
- Risks: Capital market turbulence weigh on results and valuation.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Vivian Xu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Vivian Xu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601995.CH, 600837.CH, 601688.CH, 601456.CH, 601377.CH, 300059.CH and 1788.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601995.CH, 600837.CH, 601688.CH, 601456.CH, 601377.CH, 300059.CH and 1788.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601995.CH, 600837.CH, 601688.CH, 601456.CH, 601377.CH, 300059.CH and 1788.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600837.CH, 300059.CH 及 FUTU.US 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600837.CH, 300059.CH and FUTU.US are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000783.CH, 000776.CH, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 601688.CH, 600958.CH, 601456.CH, 002797.CH, 601375.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601878.CH, 601788.CH, 600909.CH, 600109.CH, 601881.CH, 000728.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·交银理财 1 号单一资金信托, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·聚通稳健 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 601398.CH, 600036.CH, 000001.CH, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT 及摩根大通证券 CEM 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000783.CH, 000776.CH, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 601688.CH, 600958.CH, 601456.CH, 002797.CH, 601375.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601878.CH, 601788.CH, 600909.CH, 600109.CH, 601881.CH, 000728.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·交银理财 1 号单一资金信托, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·聚通稳健 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 601398.CH, 600036.CH, 000001.CH, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT and 摩根大通证券 CEM are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600958.CH, 国联证券股份有限公司 (统一客户, 601377.CH, 601108.CH, 601555.CH, 6066.HK, 601788.CH, 600909.CH, 600109.CH, 601881.CH 及 封开县威利邦木业有限公司 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600958.CH, 国联证券股份有限公司 (统一客户, 601377.CH, 601108.CH, 601555.CH, 6066.HK, 601788.CH, 600909.CH, 600109.CH, 601881.CH and 封开县威利邦木业有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 FUTU.US 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to FUTU.US.

海通预计将 (或者有意向) 在未来三个月内从 600837.CH 及 FUTU.US 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 600837.CH and FUTU.US.

海通在过去的 12 个月中从 600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000783.CH, 000776.CH, 601688.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601878.CH, 601788.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·交银理财 1 号单一资金信托, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·聚通稳健 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 交银国际证券有限公司, 601398.CH, 600036.CH, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT 及摩根大通证券 CEM 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600999.CH, 601995.CH, 601211.CH, 600030.CH, 000783.CH, 000776.CH, 601688.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601878.CH, 601788.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 交银国际信托有限公司, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·弘尚 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·交银理财 1 号单一资金信托, 交银国际信托有限公司 - 交银国信·聚通稳健 1 号集合资金信托计划, 交银国际信托有限公司 - 武汉农商行组合投资单一资金信托, 交银国际证券有限公司, 601398.CH, 600036.CH, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT and 摩根大通证券 CEM.

关于 600918.CH 及 300059.CH 的投资研究报告或投资建议被禁止分发或发布。

The investment research report or investment advice on 600918.CH and 300059.CH is blocked to be distributed or published.

海通国际证券集团有限公司 (“海通国际”) 有雇员或与关联人士担任 600837.CH 及 600958.CH 的职员。

Haitong International Securities Group Ltd. (“Haitong International”) having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 600837.CH and 600958.CH.

#### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

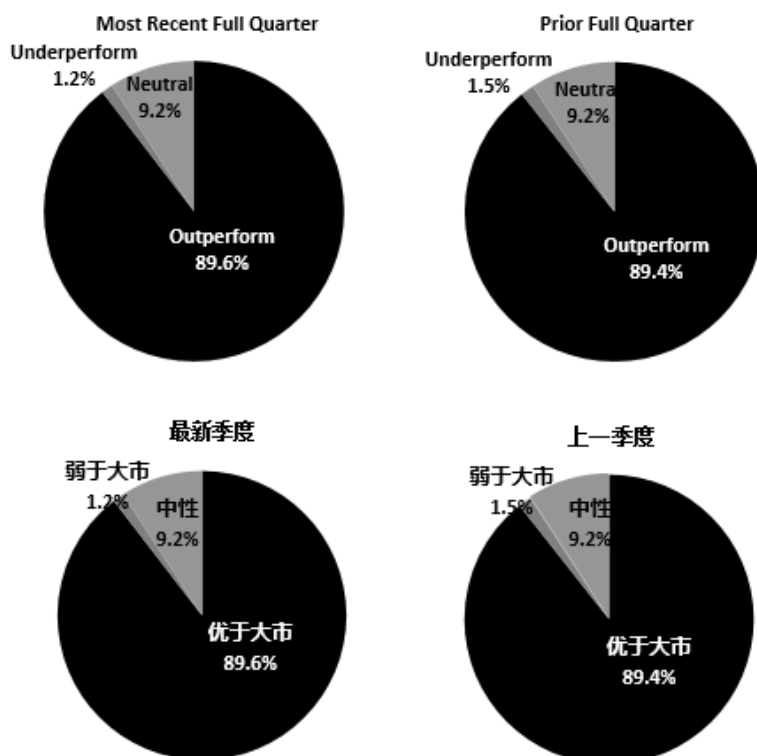
各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

#### 评级分布 Rating Distribution



**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

#### 截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A



股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

**第一条** 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

**第二条** 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

**第三条** 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

**第四条** 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务协议 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (「HTISGL」) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (「HTIRL」) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (「HTIJKK」) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (「SEBI」) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (「HTSIPL」) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (「BSE」) 和 National Stock Exchange of India Limited (「NSE」) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购

并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投

资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料, 其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》 (第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》 (第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问



题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

---

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---