

证券研究报告 — 深度报告

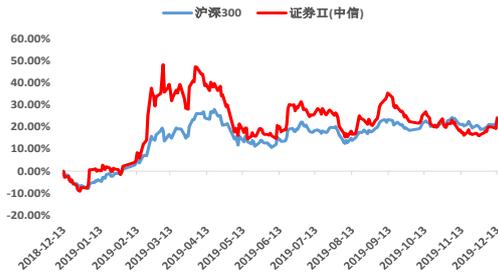
行业深度

中小券商差异化、专业化、特色化发展

2019年12月15日

评级：增持

市场表现：(前复权 12/13)



行业关键数据：(2019Q3)

	2017	2018	19Q3
营业收入同比增速	-5.1%	-14.5%	38%
净利润同比增速	-8.5%	-41.0%	87.5%
两市日均成交额(亿元)	4,580	3,689	5,169
两融余额(亿元)	10,263	7,557	9,489
股权融资额(亿元)	17,224	12,107	14,353
IPO数量(家数)	438	105	191

撰写团队：

证券分析师：者倩

电话：0871-63577138

E-mail：zheqian@hongtastock.com

从业资格证书编号：S1200512020001

联系人：余歌

电话：0871-63577138

E-mail：yuge@hongtastock.com

报告起因：

我国证券业长期存在同质化的问题，券商之间竞争激烈，缺乏差异化和特色化。随着证券业务资本化、客户机构化、服务智能化的演进，加之“扶优抑劣”和分类管理的监管导向，头部券商的优势越发明显，行业营收、利润集中度提高，中小证券公司经营境况不断恶化，如何建立自身独特的竞争优势已成为关系中小证券公司生死存亡的重大课题。

核心观点：

我国中小券商应结合自身资源禀赋，发挥比较优势，打破同质化桎梏。中小券商的优势在于细分领域的专业能力与局部资源，可以补充大型券商的功能缺失，填补市场需求的空白区域。

我国已经有一些证券公司在专业化、差异化、特色化探索中取得了不错的成绩。东方财富证券依托东方财富网，成为业内领先的互联网零售券商，东方财富(300059)有望打造成中国版“嘉信理财”。

投资逻辑分析：

在中国金融市场加速开放的背景下，研究美国证券行业的发展历程和行业格局现状，有助于投资者找到解决当前行业困局的思路，把握国内券商未来的发展脉搏。

美国目前已经形成大型投行综合性发展为主，中小型投行专业化发展的路线，中小投行针对某一细分领域提供特色化服务，在规模庞大的美国资本市场亦占有一席之地。

中型综合性投行的业务结构较为均衡，经营杠杆较低，代表有杰弗瑞、瑞杰金融等，2018年部分中型综合投行的ROE水平已超过高盛等大型全能投行，

专业投行主要包括精品投行和证券经纪商，精品投行主要从事并购顾问业务；证券经纪商通过有效、快捷的网络交易服务系统，为投资者提供比大型投行更廉价的交易服务。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示：

- 1、资本市场改革政策落地不及预期。
- 2、市场大幅波动造成业绩及估值双重下滑
- 3、资本中介业务风险

目录

一、中国证券行业格局和中小券商困局.....	3
(一) 我国券商同质化严重.....	4
1、业务和经营模式同质化.....	4
2、网点布局和营销策略同质化.....	6
(二) 行业集中度持续上升.....	7
1、周期与监管共同影响集中度，多业务现赢者通吃格局.....	8
(1) 经纪业务.....	8
(2) 投行业务.....	9
(3) 资管业务.....	10
(4) 创新及海外业务.....	10
2、集中度仍有提升空间，行业并购整合趋势明显.....	12
(三) 分类监管思路明晰，行业分层发展之路确定.....	12
(四) 中小券商困局.....	13
二、美国中小券商发展经验借鉴.....	15
(一) 美国证券业发展历程和行业格局.....	15
(二) 美国中型投行发展模式、案例.....	17
1、杰弗瑞：掘金中小利基市场.....	18
(三) 专注于细分领域的精品投行.....	19
1、拉扎德：深耕并购重组业务.....	20
(四) 业务模式丰富的中小证券经纪商.....	22
1、爱德华·琼斯：独创 IR 社区模式.....	22
2、TD Ameritrade：运用低价策略的网络折扣经纪商.....	24
3、嘉信理财：从折扣券商到综合财富管理平台.....	25
三、中小券商专业化、差异化、特色化发展建议.....	29
(一) 基于自身禀赋，进行差异化定位.....	29
(二) 专注于特定业务来建立优势.....	29
(三) 扩大战略并购，快速构建自身业务优势.....	30
四、国内成功案例及投资建议.....	30
(一) 东方财富（300059）：有望打造成中国版“嘉信理财”.....	30
1、公司发展核心策略——多层次流量变现.....	30
2、东方财富证券——独树一帜的互联网零售券商.....	32
五、风险揭示.....	34

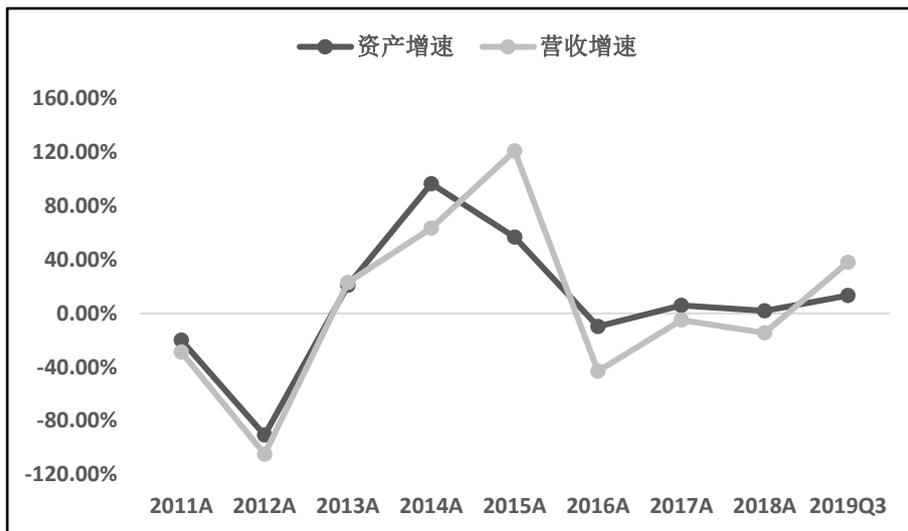
图表目录

图表 1 证券行业历年总资产、营业收入同比增速	3
图表 2 券商收入结构图	4
图表 3 行业佣金率下滑、经纪业务收入同比增速放缓	4
图表 4 行业净利润增速与二级市场高度相关	5
图表 5 券商网点扎堆广东、江浙、江苏	6
图表 6 中国证券业营业收入、净利润 CR10 趋势	7
图表 7 中小券商 ROE 明显低于行业平均	7
图表 8 2011 年后经纪业务收入 CR10、CR5 持续上升	8
图表 9 投行业务收入 CR10、CR10	9
图表 10 科创板项目数目对比（截至 2019 年 12 月 10 日）	9
图表 11 资管业务规模与收入 CR10 对比	10
图表 12 2018 年券商场外衍生品业务情况	11
图表 13 近年来券商行业并购重组事件	12
图表 14 中美证券行业杠杆倍数对比	13
图表 15 信息系统投入金额前十券商	14
图表 16 美国投行 ROE、ROA 走势	16
图表 17 美国券商分类标准	16
图表 18 美国大型、中型投行 2018 年杠杆倍数、ROE 对比	17
图表 19 拉扎德 ROE、杠杆倍数	20
图表 20 2018 年爱德华琼斯收入构成	22
图表 21 TD Ameritrade ROE，杠杆率走势	24
图表 22 嘉信理财历年 ROE、AUM 规模	25
图表 23 嘉信理财 2000 年以来发展历程	27
图表 24 嘉信理财收入结构	28
图表 25 东方财富发展历程	31
图表 26 2010-2019H 东方财富各业务收入占比	31
图表 27 2010-2019H 东方财富营收、净利润、市值走势	32
图表 28 2019 年 8 月股票类 APP 有效使用时间占比	32
图表 29 东财证券股基交易额、市占率变化	33
图表 30 2016 年前后基金行业费率变化	34

一、中国证券行业格局和中小券商困局

证券行业经过三十年的发展，已经成为我国经济发展的重要推动力和资本市场建设的中坚力量。随着众多证券公司的快速发展，证券行业服务实体经济的实力不断提升，更好地发挥了金融作为经济血液的重要功用，在国民经济中地位不断提升。

图表 1 证券行业历年总资产、营业收入同比增速



数据来源：中国证券业协会、红塔证券整理

截至 2019 年三季度末，我国共有证券公司 131 家，总资产 7.02 万亿元，净资产 1.99 万亿元，净资本 1.62 万亿元。前三季度全行业实现营业收入 2,611.95 亿元，实现净利润 931.05 亿元，119 家公司实现盈利。

然而，我国证券业长期存在同质化的问题，券商之间竞争激烈，缺乏差异化和特色化。随着证券业务资本化、客户机构化、服务智能化的演进，加之“扶优抑劣”和分类管理的监管导向，头部券商的优势越发明显，行业营收、利润集中度提高，中小证券公司经营境况不断恶化，如何建立自身独特的竞争优势已成为关系中小证券公司生死存亡的重大课题。

美国证券行业经历了近百年的成长，已经成为全球证券行业的标杆，本报告借鉴美国证券行业演化过程和中小券商发展模式，并结合我国国情，来探讨我国中小券商的差异化、专业化、特色化发展之路。

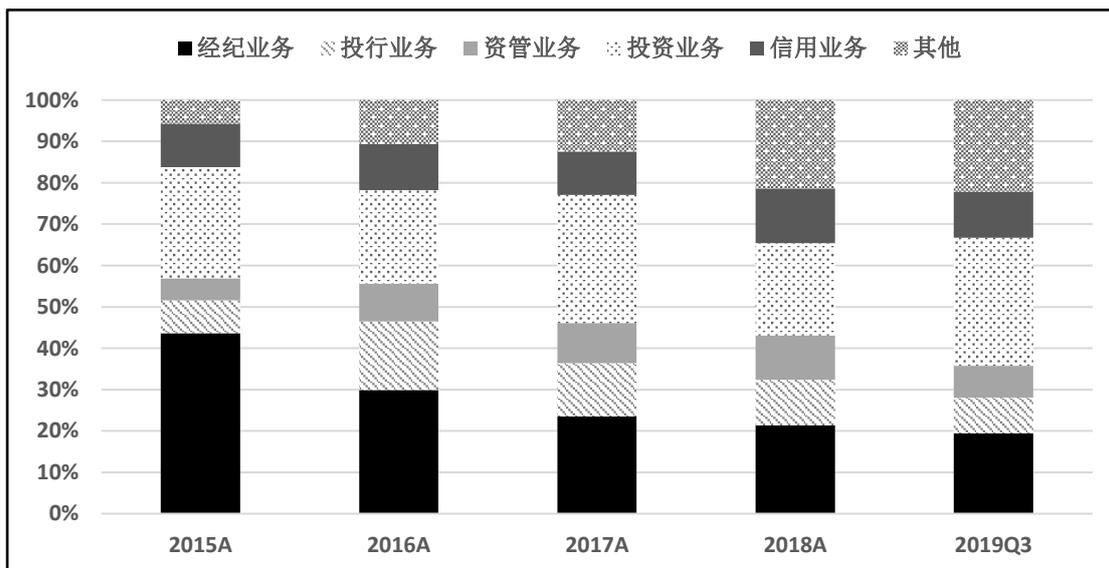
（一）我国券商同质化严重

受限于政策监管与制约、市场基础薄弱、创新动能不足等现实原因，当前中国证券行业的现状是无论券商规模大小，都走的是同质化的发展路线，主要表现在业务和经营模式同质化、网点布局和营销策略同质化等方面。

1、业务和经营模式同质化

因券商牌照的存在，经纪业务、投资银行、自营投资、资产管理等四大传统业务在证券行业发展中一直处于极为重要的地位，即便是在创新业务加快发展的当下，四大传统业务依然是证券公司的业务主体，从上市券商披露数据来看，2015年以来四大传统业务收入占比仍超过60%。

图表 2 券商收入结构图

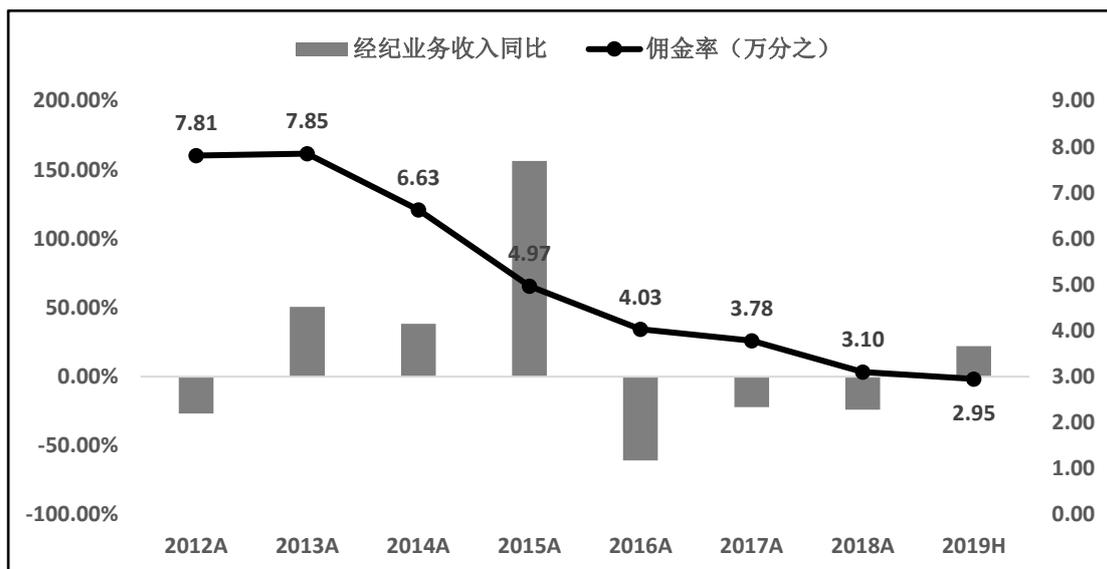


资料来源：公司年报、红塔证券整理

当前国内大多数券商无论规模大小，在经营策略方面选择的多是全牌照之路，投行、经纪、资管、信用等主营业务齐头并进，轻易不会战略性舍弃任何一条业务条线，使得部分资源配置效率低下。

在经纪、投行等通道类业务的竞争中，由于业务同质化严重、提供的服务较为单一，国内券商选择大打价格战，恶性竞争抢夺市场份额，使得这些传统业务的费率不断下降，收入弹性越来越小，面临很大的发展瓶颈，尤其对于中小券商来说，由于不具备规模效应，其业务成本更高，利润空间被压缩得非常小。

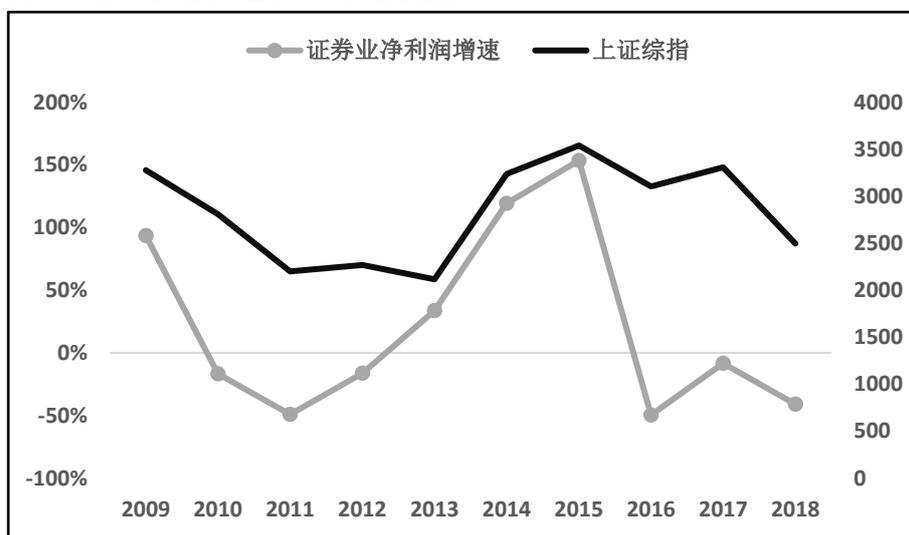
图表 3 行业佣金率下滑、经纪业务收入同比增速放缓



资料来源: wind、红塔证券整理

国内券商的传统主营业务中，经纪业务、信用业务、自营业务等都直接受二级市场波动的影响，因此券商与资本市场的相关性较高，业绩随二级市场波动，呈现出高 beta 特点。而中小券商，由于缺乏人员、研究、客户粘度相关的实力，更是有明显的靠天吃饭特点，若二级市场较为低迷，亏损的中小券商数量就明显上升。

图表 4 行业净利润增速与二级市场高度相关



资料来源: wind、红塔证券整理

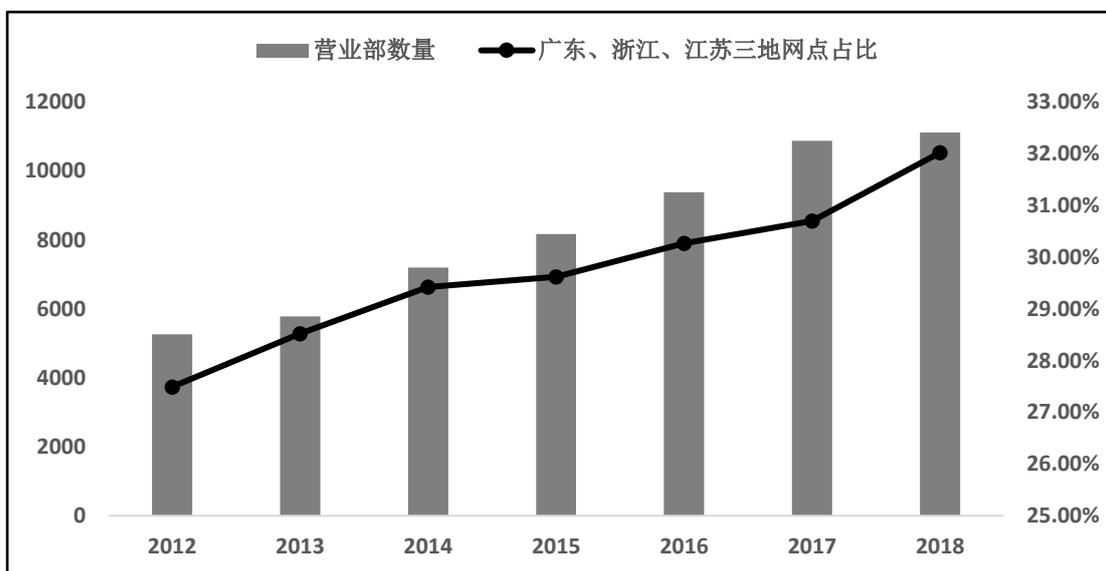
近些年来，随着国内资本市场的逐渐成熟，不少券商的业务模式已然从竞争激烈的轻资产业务，逐渐转向了重资产业务，近三年证券行业收入中，资本中介、自营、另类投资等重资产业务收入占比从 30%左右提升至接近 50%。

然而业务的转型也对券商本身的资质与专业性提出了更高的要求，资本规模庞大、杠杆优势明显、专业性强的头部券商在此过程中占尽优势，中小券商难以在新业务领域与头部券商竞争。

2、网点布局和营销策略同质化

随着券商牌照的扩容，券商营业网点也持续扩张，从2012年到2018年，证券行业的营业部数量从4978家增长至11,117家。此外，分支机构网络分布的扎堆效应明显，证券公司的营业部数量主要扎堆在广东、浙江、江苏等经济发达省份，2018年三个省份的证券公司营业网点达到3560家，占比高达32.02%。

图表 5 券商网点扎堆广东、江浙、江苏



资料来源：中国证券业发展报告（2019）

除了网点扎堆以外，大多数证券公司的营销策略并不明确，跟随效应明显，多是以低佣金、大幅返佣等价格竞争方式来争夺客户，以营业网点规模扩张为抢占客户资源，并未有效满足客户需求与细分市场。

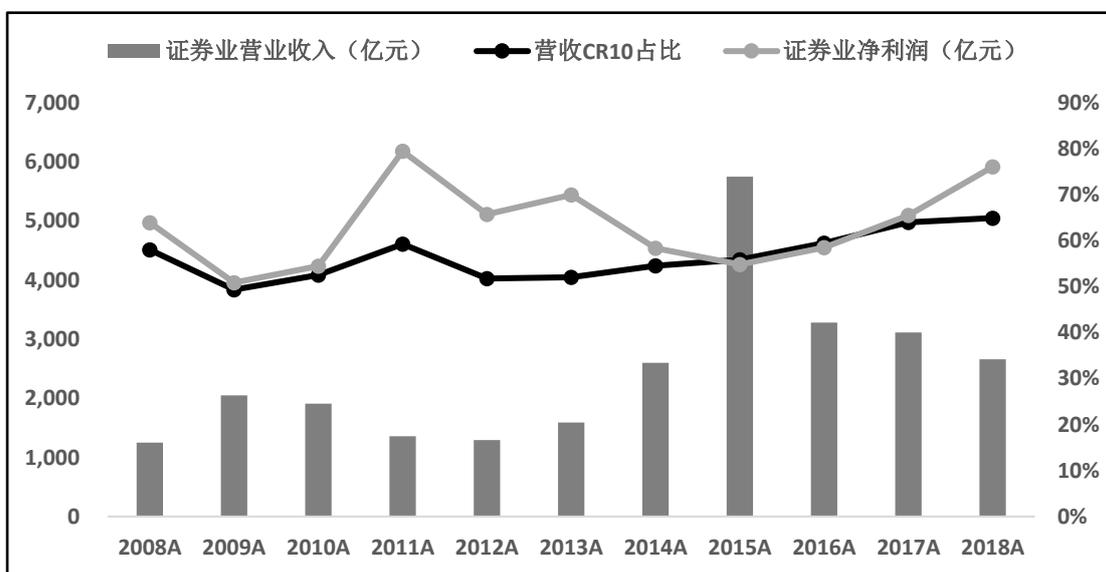
目前，同质化已经成为限制中小券商未来发展的瓶颈。无论从既有业务的规模、质量、多元化程度方面，还是从享有的创新业务、海外业务的的政策红利与壁垒方面，大型券商都具备绝对的优势，中小券商在各业务条线都难以和头部券商正面竞争。因此中小券商需要打破同质化竞争格局，另辟蹊径寻求差异化发展，将自己塑造具有特色的精品券商，以获取证券行业发展的一席之地。

(二) 行业集中度持续上升

从 2008 年至 2018 年，我国营业收入排名前 10 的券商占行业总收入的比重（CR10）由 58% 提升至 65%，尤其是近 3 年来稳定保持在 60% 以上，而且行业营收收头部阵营的券商构成保持稳定，4 家券商稳居前 5，分别是中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券。

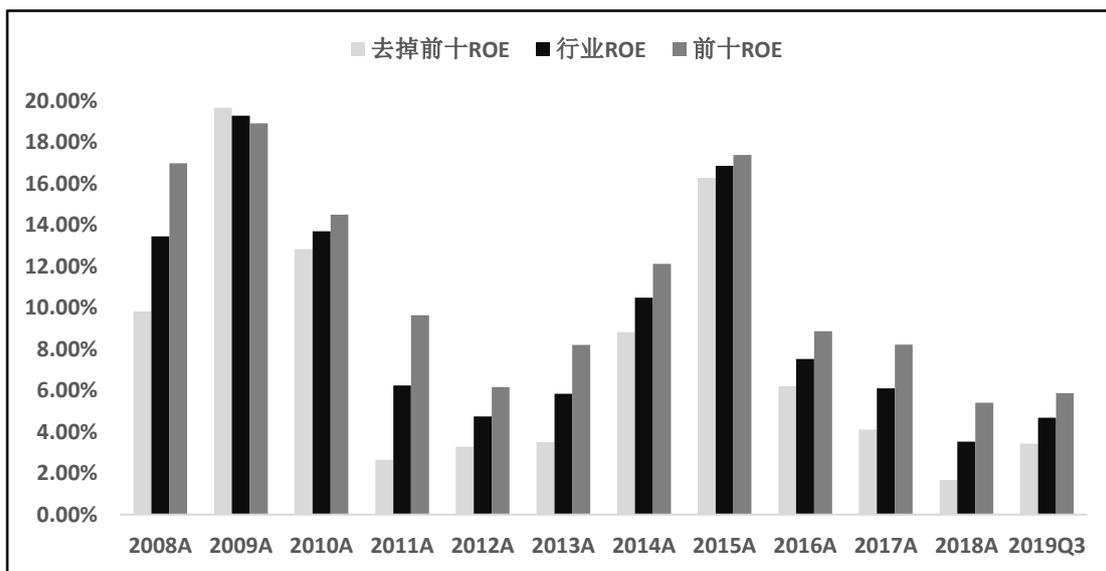
行业净利润集中度程度比营业收入集中度更为明显，尤其是 2015 年以后，排名前 10 券商占行业净利润比重从 55% 提升至 76%。

图表 6 中国证券业营业收入、净利润 CR10 趋势



资料来源: wind、红塔证券整理

图表 7 中小券商 ROE 明显低于行业平均



资料来源: wind、红塔证券整理

利润质量方面，龙头券商 ROE 表现稳定高于行业平均，而若将行业净资产与净利润分别减去排名前十券商数据后，再计算加权平均 ROE，得出的结果明显低于行业平均，且与前十券商 ROE 差距越来越大。

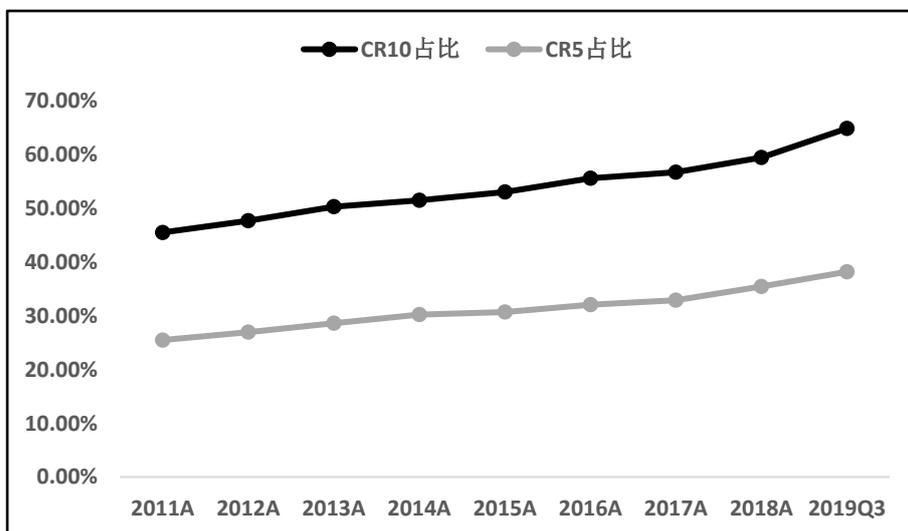
1、周期与监管共同影响集中度，多业务现赢者通吃格局

从 2016 年起证券业开启了新一轮严监管周期并延续至今，这期间 IPO 过会审核趋严、再融资新规、资管新规、股票质押新规、减持新规等一系列监管新政陆续出台，对券商各业务条线都产生重大影响，而中小券商面临的竞争环境相比资本实力和抵御风险能力更强的大券商来说更为严峻。

(1) 经纪业务

行业整体经纪业务集中度持续上升，且近年来有加速迹象。2015 年以来东方财富等中小券商通过互联网经纪业务平台压低成本，市场占有率实现弯道超车，大券商也被迫降低佣金率，导致利润下降，经纪业务集中度变化较小；但是随着佣金率的不断下降，中小券商的利润空间被显著压缩，传统经纪业务收入弹性与收入贡献度均持续降低，集中度又转为上升。

图表 8 2011 年后经纪业务收入 CR10、CR5 持续上升



资料来源：wind、红塔证券整理

目前经纪业务头部阵营优势显著且构成十分稳定，中信证券、国泰君安、中国银河、广发证券、华泰证券、申万宏源、国信证券、招商证券、海通证券等 9 家券商稳居前十名，且与其他券商的收入差距十分明显。

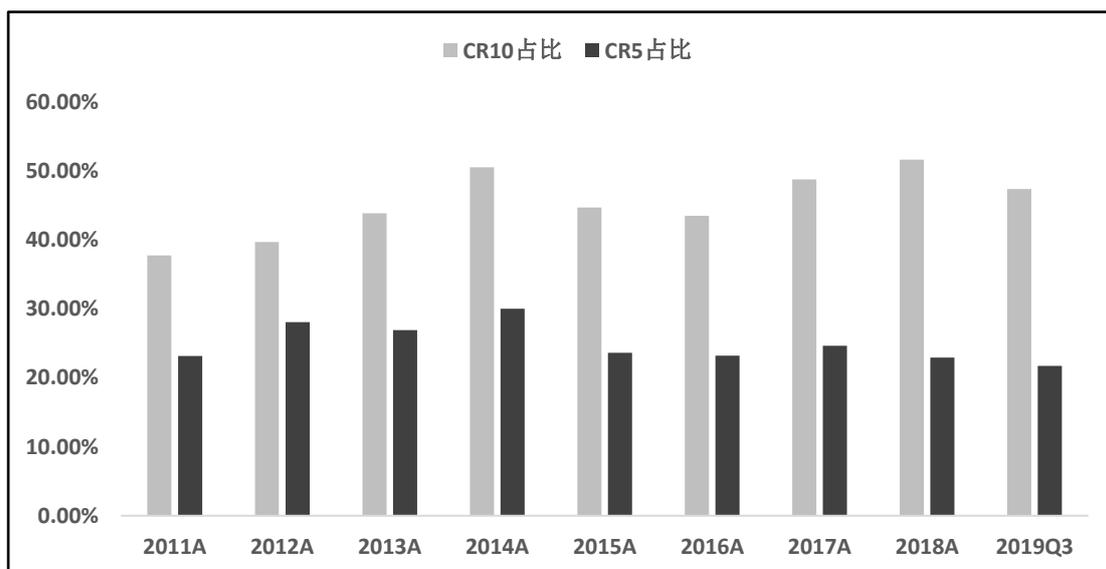
未来券商经纪业务的机构化程度将不断提高，有助于经纪业务集中度的提升，

大券商更强的综合服务能力能够更好地服务机构客户，有利于增强存量客户粘性并扩大新增客户渠道，同时在规模效应下享有更低的业务成本与更厚的利润。

(2) 投行业务

投资银行业务属于牌照类业务，2015 年前后，随着市场的不断扩容，券商的参与度快速提升，竞争日趋白热化，业务费率逐渐降低，大券商的部分市场份额被挤占，投行业务的毛利率逐渐下降，导致集中度的阶段性下降。

图表 9 投行业务收入 CR10、CR5



资料来源：wind、红塔证券整理

在近年来严监管的影响下，集中度止降回升。2015 年券商投行业务迎来史上最严内控新规，加之股权再融资与并购重组的监管尺度与政策趋严，使得股权融资规模由 2016 年的 2.1 万亿降至 2018 年的 1.2 万亿，业务风格偏激进、风控不严的中小券商受到了较大的影响，相反大券商由于风控合规更严、业务规范化程度更高受到监管趋严的影响更小。

投行业务头部阵营相对稳定，阵营内部排名起伏较大。中信证券自 2013 年以来保持行业第一，中信建投稳居前三，而其他头部阵营的券商相对排名起伏较大，主要受投行项目储备季节性、周期性波动的影响。

随着科创板的落地，大投行业务的转型与升级对券商定价能力、销售能力等专业能力提出更高要求，投行业务头部阵营的优势将会被放大，投行业务集中度有望持续提升。

图表 10 科创板项目数目对比 (截至 2019 年 12 月 10 日)

排名	券商	项目数量
----	----	------

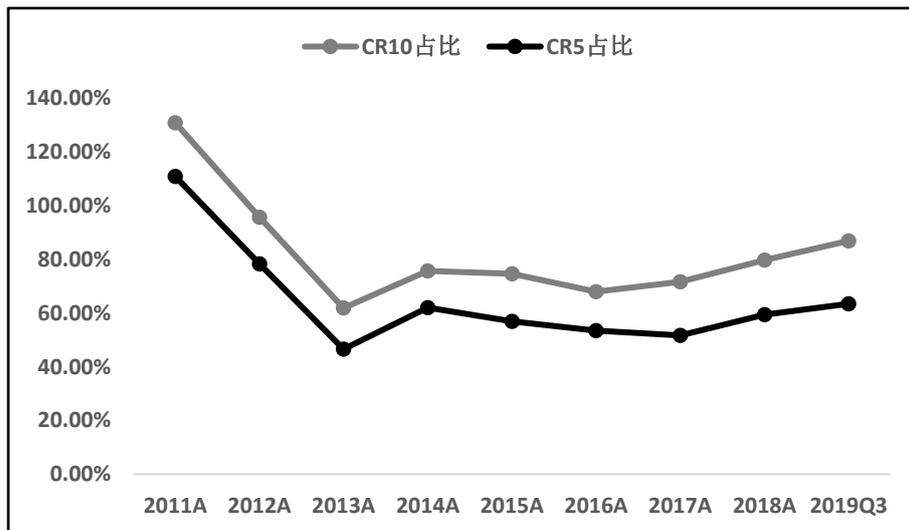
1	中金公司	20
2	中信证券	19
3	中信建投	18
4	华泰证券	17
5	国泰君安	12
6	国信证券	10
7	海通证券	9
8	招商证券	9
9	广发证券	8
10	民生证券	7
CR10		129
其他券商合计		87

资料来源: wind、红塔证券整理

(3) 资管业务

受资管新规去通道、去杠杆的影响, 券商资管总规模由 2016 年的 17.58 万亿元降至 2018 年的 13.36 万亿元, 中小券商由于业务风险更高受影响更大, 在此背景下, 券商资管业务的收入集中度也出现回升。

图表 11 资管业务规模与收入 CR10 对比



资料来源: wind、红塔证券整理

资管业务由于起步较晚, 发展初期头部阵营变化较大, 2015 年以来趋于稳定, 中信证券、广发证券常年稳居前两名, 其他券商排名起伏较大。随着资管新规对行业影响持续深入、财富管理转型与升级不断推进, 资管业务有望向主动管理能力与综合服务能力更强的头部券商集中。

(4) 创新及海外业务

证券创新业务几乎被大券商所垄断。由于创新业务资本金占用较高且风险相

对较大，因此监管对这类业务设置了较高的门槛，大券商更易获得从事创新业务的牌照或资质。以场外期权业务为例，2018 年开始中证协分四批公布了场外期权一级、二级交易商，其中一级交易商有 7 家，均是头部券商，二级交易商 24 家，未跻身一二级交易商的券商不得开展场外期权业务。此外，券商分类评级监管也对场外期权业务的两类交易商主体资质进行严格限制（一级交易商需要 AA 级或以上，二级交易商需要 A 级或以上）。相比此前众多券商纷纷进入场外期权市场的景象，新规之后仅有 31 家券商有资格进行场外期权业务，极大地限制了中小券商从事场外期权业务，致使场外期权业务集中度维持高位。

图表 12 2018 年券商场外衍生品业务情况

合计排名	收益互换		场外期权		合计	
	证券公司	全年新增名义本金	证券公司	全年新增名义本金	证券公司	全年新增名义本金
1	中金公司	669.83	中信证券	1548.71	中信证券	2081.19
2	中信证券	532.48	中信建投	1298.19	中信建投	1316.07
3	广发证券	230.71	中泰证券	952.51	中金公司	1097.7
4	华泰证券	162.99	广发证券	537.43	中泰证券	955.4
5	申万宏源	152.16	中金公司	427.87	广发证券	768.14
6	国泰君安	85.49	申万宏源	367.21	申万宏源	519.36
7	国信证券	67.35	海通证券	323.64	海通证券	323.64
8	光大证券	27.12	国泰君安	208.4	华泰证券	320.12
9	东兴证券	20.11	招商证券	165.6	国泰君安	293.89
10	招商证券	18.06	华泰证券	157.13	国信证券	197.01
CR10 合计		1966.3		5986.69		7872.52
CR10 占比		95.74%		89.11%		89.75%

资料来源：中证协、红塔证券整理

海外业务集中度同样较高。2017 年证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，海外业务收入占比首次纳入评级指标，海外业务占营收比例越高，加分越多，在这一评级指标的影响下，由于大券商海外业务具备明显的先发优势，更易获得加分，得到更高的评级结果。而券商分类评级结果又直接影响券商从事海外业务的资质，比如券商可通过设立、收购、参股在港开展跨境业务，但是对分类评级结果要求为最近两次分类评价均获得 B 类 BBB 级以上分类级别，其中一次分类评价获得 A 级以上分类级别，同时对净资本、风险控制指标、最近三年净利润等进行明确规定。在分类评级的正反馈机制下，强者愈强、弱者愈弱，加剧了海外业务向头部券商集中。

2、集中度仍有提升空间，行业并购整合趋势明显

对比美国市场，我国证券行业集中度仍有提升空间。根据研究机构对美国 45 家分类为投资银行业与经纪业的上市公司从 2013 年到 2018 年的营业收入和利润集中度测算，美国投行与经纪商营业收入集中度 CR5 处于 76%-80%之间，CR10 处于 87%-89%之间；净利润集中度 CR5 集中度处于 87%-94%之间，CR10 处于 96%-102%之间¹。可以看出美国投行与经纪商无论是营业收入集中度还是净利润集中度均显著高于我国证券行业。

几十年的发展后，美国投行业已步入成熟期，市场竞争格局稳定且固化，寡头垄断局面已确立，集中度高且稳定。而我国证券行业起步较晚，当前仍然处于快速发展的时期，面临转型升级带来的极大不确定性，行业格局未来仍有可能经历新一轮的洗牌与重塑，集中度有较大的上升空间。

近年来券商行业并购趋势明显。随着对外开放加速，海外成熟投行的进入将对行业造成一定冲击，国内大券商靠内生增长难以跨越当前的增长瓶颈，将面临不进则退的困境，兼并重组成为公司各方面提升的有效手段，行业集中度有望进一步提升。

图表 13 近年来券商行业并购重组事件

时间	事件	整合效果
2019. 11. 5	华创证券收购太平洋证券 5.87%股份	区位优势，形成业务关联
2019. 5. 28	天风证券收购恒泰证券 29.99%股份	优化资源配置，对公司资产进行补充调整
2018. 12. 24	中信证券并购广州证券	提高经纪业务市场份额，布局粤港澳大湾区经济圈
2016. 11. 4	中金公司并购中投证券	夯实客户基础，为财富管理转型奠定基础

资料来源：证监会、公开资料、红塔证券整理

（三）分类监管思路明晰，行业分层发展之路确定

2019 年 7 月 5 日证监会颁布的《证券公司股权管理规定》明确了证券公司行业分类监管的政策走向，监管层根据证券公司从事业务的复杂程度，区分从事常规传统证券业的专业类证券公司，和从事具有显著杠杆性质的业务且多项业务之

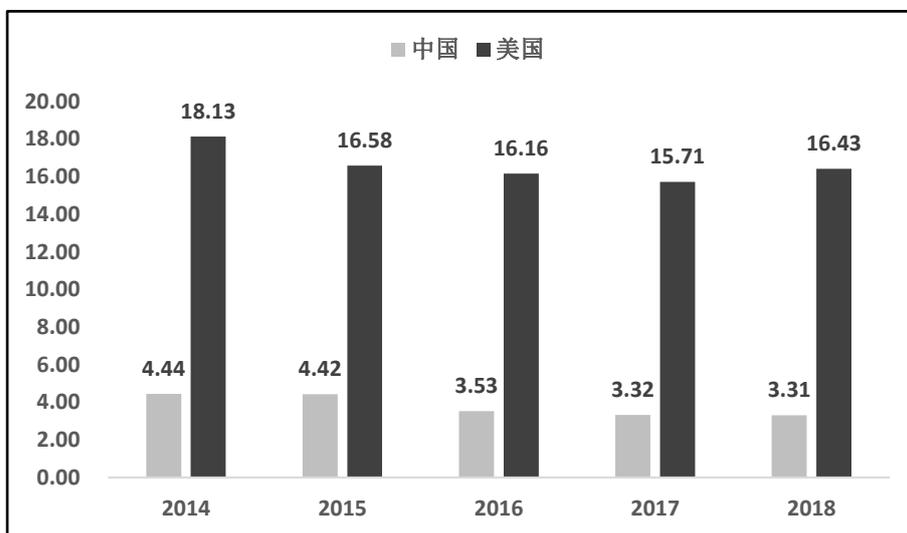
¹ 数据来自中银国际证券测算结果

间存在交叉风险的（如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等）综合类证券公司，分别规定股东条件，要求专业类券商的股东满足基本法定条件、综合类券商的主要股东和控股股东具备较高的管控水平及风险补偿能力。

证监会支持证券公司差异化发展，以更好服务实体经济和市场客户。证券公司可以根据自身战略规划和风险管控能力，选择不同的发展路径。专业类证券公司在其控股股东、主要股东具备《股权规定》明确的资质条件后，可以依法申请各类创新复杂业务，转型为综合类证券公司。综合类证券公司也可以根据自身发展战略考虑，依法变更业务范围，转型为专业类证券公司。分类管理安排有助于支持各类证券公司差异化、专业化、特色化发展。

随后证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，结合近几年出现的新业务、新风险，明确了相应的风险计算指标，对接了监管层分类监管的思路。结合分类评价结果，强化对具备不同实力与资质的证券公司进行差异化监管，体现出监管层对能够进行有效风控的优秀证券公司的支持，将提升优质券商的资本运作空间。加之上半年监管对头部券商债务融资工具及额度放开，将进一步丰富券商融资工具、降低融资成本，头部券商杠杆提升空间打开。

图表 14 中美证券行业杠杆倍数对比



资料来源：SIFMA、wind、红塔证券整理

（四）中小券商困局

结合以上分析，中小券商若继续走与头部券商同质化的“大而全”的经营路

线，将会面临强者恒强，弱者愈弱的“马太效应”危机，生存空间堪忧。

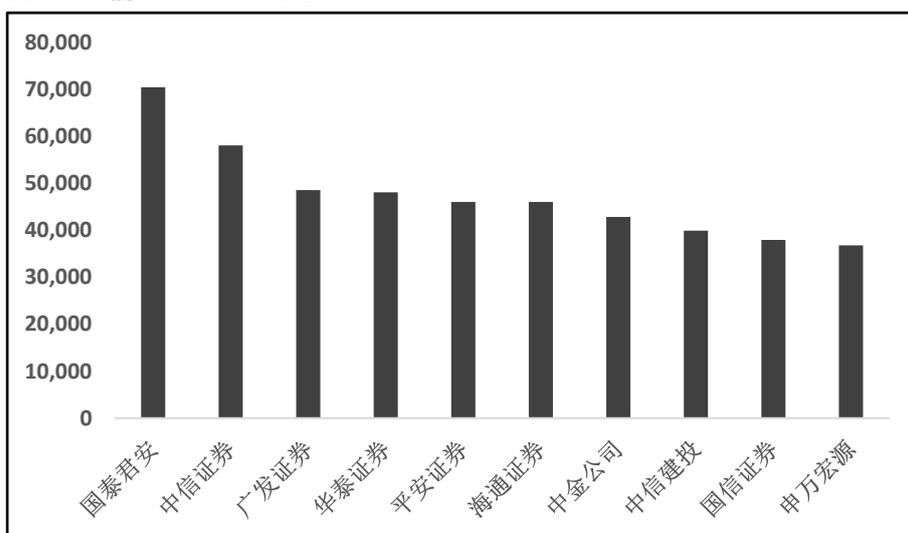
首先，中小券商业务模式相对大券商普遍更加单一，主要以传统经纪、投行业务为主，而近年来随着二级市场行情波动，市场交易量低迷，且佣金率下行趋势不改，加上投行项目吃紧，中小券商业绩下滑幅度要明显高于业务模式更多元的大券商。市场情绪整体不高的环境下，大券商在行业同质化严重的情况下借助规模效应的巨大优势，能实现更好的成本管控效果。

其次，大券商雄厚的资本实力和更强的风险抵御能力使得在融资方面相对中小券商更加有优势和便利，加上监管层鼓励证券公司做大做强，大券商补充资本的频次和规模都高于中小券商。

此外，由于头部券商资本充足、公司治理上要优于一般的中小券商，因此每年在证券公司分类评级上都能获得较高的评级。而对于高评级的公司，政策方面会给予更多的优待，使得头部券商更易在创新业务试点上获的先发优势，而原有业务的基础与联动使得新业务开展更易构建与推广，头部券商在创新业务开展优势显著。

最后，金融科技的兴起要求更多的资本投入。大券商在智能投顾、区块链等金融新兴领域投入更多，其获客能力和服务能力将再上一层台阶，并进一步拉开与中小券商的距离。面对严峻竞争形势，中小券商亟需补充资本并找到转型之路。

图表 15 信息系统投入金额前十券商



资料来源：中证协，红塔证券整理

二、美国中小券商发展经验借鉴

2018 年以来，我国金融行业多项对外开放政策相继落地，金融行业新一轮对外开放进程加速，中国资本市场将逐渐与国际成熟市场接轨。在金融市场加速开放的背景下，研究美国证券行业的发展历程和行业格局现状，拆解业务发展背后的商业逻辑，有助于投资者找到解决当前行业困局的思路，把握国内券商未来的发展脉搏。

（一）美国证券业发展历程和行业格局

美国投资银行机构差异化发展的历史，是金融监管不断变革和完善的历史，也是社会经济和金融行业获得巨大发展的历史。两百年来，特别是 1975 年佣金自由化以来，投资银行的外部环境不断发生变化，这些变化对美国投资银行业务模式的演变产生很大的推动作用。

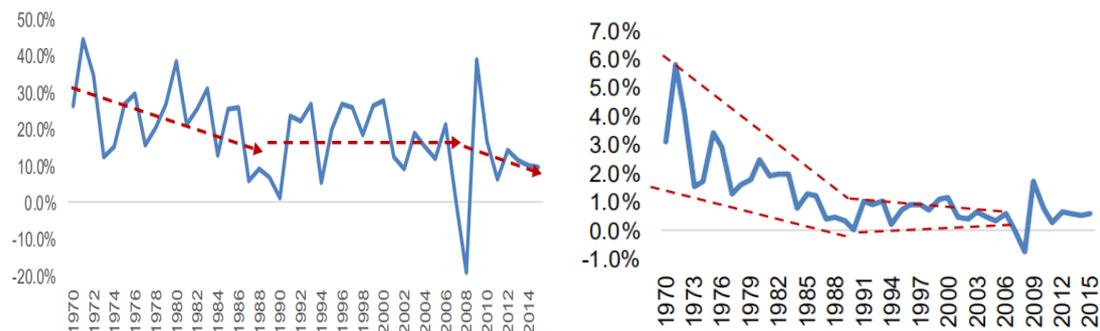
1975 年佣金自由化后美国证券行业 40 余年发展大致可以分为三个阶段：1975-1989 年探索业务多元化时代、1990-2008 年机构业务大发展时代、2009-2018 年去杠杆时代，每个阶段的业务模式都有自己的鲜明的特征。

1975-1989 年：1975 年以前，经纪业务是行业营收的主要来源，其特点是轻资产运营，利润率较高、占用资本较少，但受市场行情影响波动较大。1975 年佣金率自由化后，经纪业务竞争加剧，佣金收入下滑，行业营收不可避免的进入下行通道。美国投行开始在业务多元化上进行尝试，大型投行将转型的重点放在机构业务，大力发展做市业务，用资产负债表服务客户。同时，新生的折扣经纪券商为零售客户提供廉价的经纪交易通道服务，并依托客户基础探寻以零售客户为核心的财富管理模式。

1990-2008 年机构业务大发展时代：进入 90 年代，以大型投行为核心的影子银行体系初步形成，机构业务和资本中介业务是这个时代的主题。投行通过主经纪商业务和回购协议业务，在资产端为杠杆投资机构提供融资，在负债端向现金管理机构融资，创造出大量信用，资本中介业务高速增长的同时，投行依托资本实力开展机构交易业务。大型投行将重资产业务作为发展方向，从行业整体来看，ROA 中枢有所降低，但波动率也同时降低，在杠杆率加速提升下，1990-2008 年

ROE 中枢维持在 15%左右水平。

图表 16 美国投行 ROE、ROA 走势



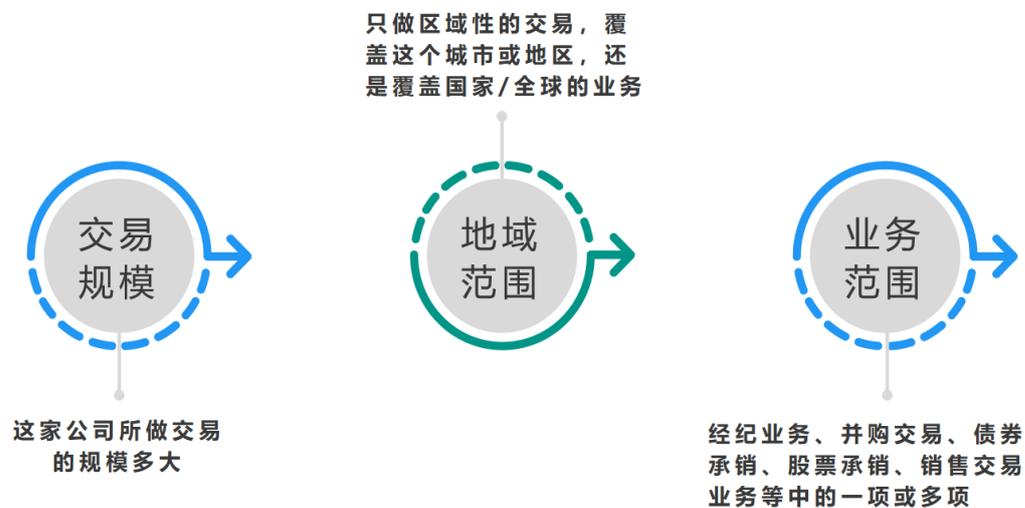
资料来源：SEC、广发证券发展研究中心

2009-2018 年去杠杆时代：2008 年次贷危机后，美国大型投行受到《多德-弗兰克法案》的约束，被迫缩减自营交易和做市交易规模，在监管逐渐升级的情况下，投行主动降低杠杆，由于行业 ROA 中枢基本稳定，杠杆率下降导致 ROE 持续下滑，2015 年行业 ROE 跌至 10%以下。

金融危机后高杠杆的下降以及美国证券行业业务模式的转变加剧了行业的分化，资本规模和金融专业能力作为关键因素，决定了投行综合金融业务竞争力的高低，随着行业竞争日趋激烈，大型投行竞争优势突出，头部效应显著，证券行业集中度持续攀升。

如今美国大型投行凭借其雄厚的资本实力，一般以综合性发展为主，中小型投行往往走专业化的精品路线，针对某一细分领域提供特色化服务，在规模庞大的美国资本市场亦占有一席之地。

图表 17 美国券商分类标准



资料来源：公开资料，红塔证券整理

美国从事投资银行业务的券商按照业务规模与业务范围通常分为三类：大型投行（Bulge Bracket）、中型投行（Middle Market）和专业投行，通常从业务规模、地域覆盖及服务种类等维度来对投资银行进行分类。大型投行通常参与 100 亿美元规模以上的业务，在资本市场服务上具有全面的业务牌照和业务能力，客户遍布全国甚至全球；

中型市场投行通常参与 50-100 亿美元规模的交易，其业务范围较为全面，包括并购咨询、债权融资、股权融资、重组等服务，在地域范围上也会在全国诸多城市设立办公室；

专业投行主要包括精品投行和证券经纪商，精品投行（Boutique）通常参与 50 亿美元以下的交易，主要从事并购顾问业务，而不涉及债权资本市场及股权融资市场；证券经纪商通过为客户提供有效、快捷的网络交易服务系统，削减服务项目和市场研发力量，来减少人工服务的高成本，为投资者提供比大型投行更廉价的交易服务。随着市场竞争日趋激烈，一些经纪商也开始在互联网为客户提供信息服务，并向有需求的客户提供研究咨询服务。

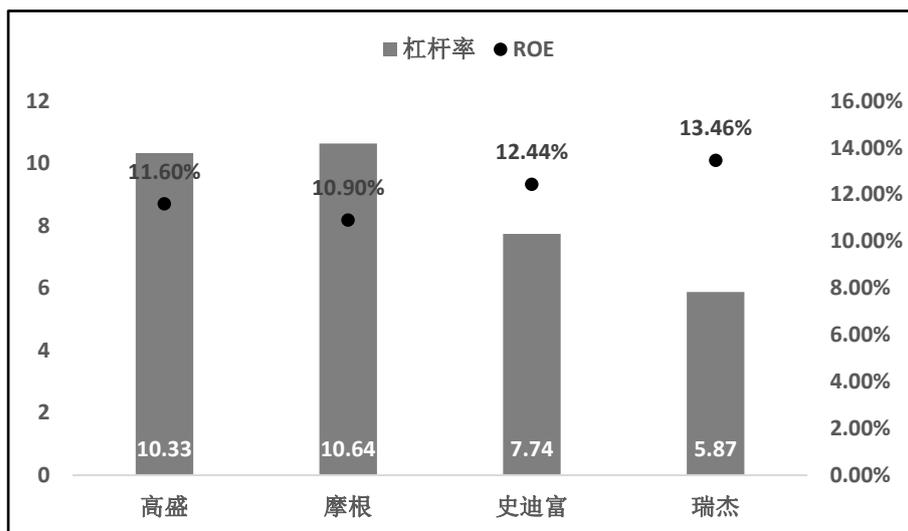
（二）美国中型投行发展模式、案例

中型综合投行的业务结构较为均衡，经营杠杆较低，前身大多是区域性投行，当前美国市场中型综合投行有杰弗瑞（Jefferies Financial Group）、史迪富（Stifel Financial Corporation）、瑞杰金融（Raymond James）等。

经历 2008 年的次贷危机后，中型综合投行表现出较强的业绩稳定性与抗压性，究其原因其业务多元化且经营更加灵活，同时经营杠杆较低保证了财务稳健性。与大型全能投行相比，中型投行提供的服务主要面向中小企业，因此避免了与大型投行的正面竞争；同时由于其更多从事传统业务而非交易业务，经营杠杆较大型投行明显更低，具备较强的业绩稳健性。

2018 年部分中型综合投行的 ROE 水平已超过高盛等大型全能投行，例如，2018 年瑞杰金融 ROE 为 13.6%，史迪富 ROE 为 13.4%，而同期高盛的 ROE 为 11.6%，摩根士丹利 ROE 为 10.9%。

图表 18 美国大型、中型投行 2018 年杠杆倍数、ROE 对比



资料来源：公司财报、红塔证券整理

1、杰弗瑞：掘金中小利基市场

杰弗瑞 (Jefferies Financial Group) 由 24 小时交易的发明人 Boyd Jefferies 于 1962 年创立，公司围绕着几个核心利基市场，深度挖掘潜在的业绩机会，逐渐成为中小型综合性投行中的佼佼者，被誉为“中型投资银行中的高盛”。2018 年杰弗瑞实现净收入 10.27 亿元，ROE10.21%，而杠杆仅为 4.68 倍。

杰弗瑞采取的是“利基策略”，即公司在市场竞争中避免与强大对手发生竞争冲突，而是利用自身特有条件，选择被大企业不重视的某细分市场作为其专门的服务对象，这些市场被称为“利基市场”。公司对这些市场的各种实际需求全力予以满足，以达到牢固地占领这些利基市场的竞争战略，再以此为基础向其他业务扩张。

杰弗瑞从大宗交易市场(二级市场)撮合服务起步，在进入时这只是一个很小的市场，但随着机构投资人的规模壮大，场外大宗交易量增加，到 1960s，以交易量计算，杰弗瑞已经成为华尔街第 7 大投行。1980s，杰弗瑞开始从二级市场向电子交易市场拓展，逐步建立在组合投资和数量化研究方面的领先优势，到 1990s，大宗交易业务、电子交易业务分别贡献总收入的 80%、20%。

1990s 杰弗瑞开始强化信息技术之外的“软实力”，即利基市场的研究服务能力。当时，美国第 5 大投行，以高收益债发行和交易著称的德崇证券破产，公司把握机会接收了德崇证券 60 名投行员工和交易员，让业务线延伸进入高收益债和投行业务领域，后来又拓展了可转债的销售交易研究。当时相对于蓝筹股和

投资级债券，高收益债和可转债是一个很小的市场，因此被许多大投行所忽视，杰弗瑞认为，这种“利基市场”是中小投行的成长空间，因为竞争并不激烈，较少的投入就可以成为该市场的领导者，而且由于市场空间不大，一旦有一家企业成为行业领导者，其他企业再跟进的发展空间就很小了——即使后进入者采用价格战策略夺取了市场份额，但由于总体市场空间有限，跟随者的收益不足以弥补价格战成本，从而令后来者望而却步，形成天然的进入壁垒，使得先入者能够保持领先优势。

1990s 后期，杰弗瑞逐渐成为场外交易、电子交易、境外存托凭证(ADR)、高收益债、可转债、财务困难公司重组等利基市场的专家，2003 年公司在美国中等市值高收益债承销领域排名第一，交易股票量排名华尔街第四，交易股份数排名华尔街第一，并为 200 亿美元的高收益债和 140 亿美元的可转债提供交易和做市商服务。

与此同时，杰弗瑞开始关注中小企业的资本市场业务机会，中小企业也是一个被大型投行忽视或放弃的利基市场，存在大量的投行业务、研究、做市服务业务等，为杰弗瑞等中小投行带来了机会。2000 年以后，杰弗瑞正式定位于服务中型企业的综合性投行，公司已经建立了以大宗交易和组合投资交易两个交易平台为技术支持的硬件平台，又逐步实现了以高收益债、可转债、中小股票及细分行业研究为核心的软件平台，最终把三四级市场的销售交易服务能力转化为中型企业和中型投资人的投研服务能力，并在这个过程中发现投行业务机会及资产管理机会。此后，杰弗瑞逐渐成为美国中型综合性投行的优秀代表，并且能够在历次金融危机中独善其身并把握市场机会。

从杰弗瑞的发展历程来看，扩张的主线始终不变，无论是中小企业投行业务机会的发现，还是以可转债为投资标的的资产管理业务延伸，或是服务于另类投资基金的主经纪商业务，都是在不断挖掘那些被大投行忽视的利基市场，并利用市场低谷以收购或挖角的方式吸收优秀人才，夯实在这些市场中的研究交易优势。

（三）专注于细分领域的精品投行

如果说中大型投行以其“金融超市”的规模效应和范围经济吸引客户，那么，专业投行的生存之道则在于“只消化一块馅饼”的业务聚焦策略，它们通常潜心

于一个专门领域，专注于一项或几项高度专业化的金融服务，成为“精品店”。例如，嘉信理财为财富管理专业化证券公司、TD Ameritrade 和 Interactive Brokers 为专业网络折扣经纪券商，Evercore 和拉扎德则是专注于并购重组业务的精品投行。这些投行在他们的专业领域之外或许知名度不高，资产规模、盈利规模相对国际一流公司也较小，但他们在各自的细分市场则极为优秀，是差异化、专业化、特色化发展的典范。

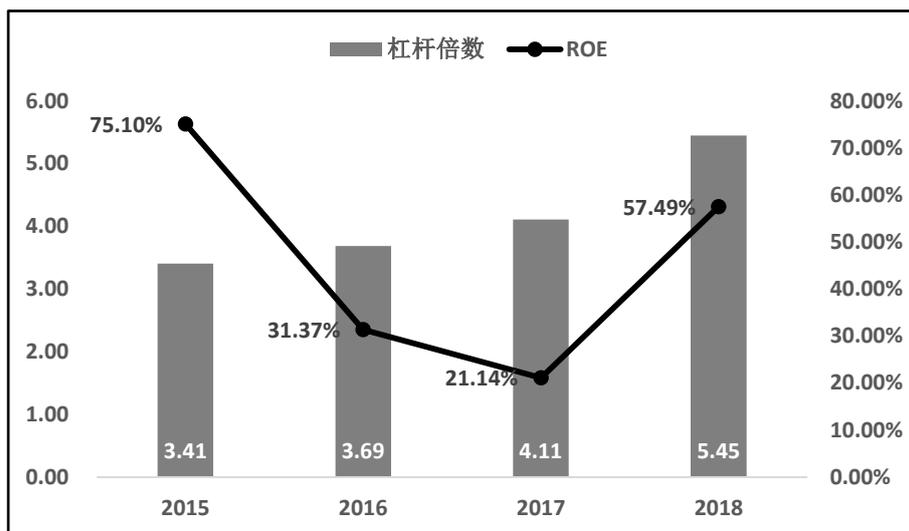
精品投行以其独立咨询模式而闻名，提供单一的服务（如并购重组顾问）或专注于特定行业，通常资产规模较小。精品投行通常进一步分为区域精品投行和精英精品投行，区域精品投行的企业规模和项目规模最小，仅仅专注于美国本土业务，并且不像大型投资银行提供全类别投行服务，而是往往专注于单一领域，例如专门处理特定市场领域的并购。与区域精品投行相比，精英精品投行注重全球化布局，拥有专业化的投资银行与财务顾问的人才团队，在特定行业竞争力不逊于大型投行，美国精品投行的代表公司有并购重组专家 Evercore、拉扎德、格林希尔等。

1、拉扎德：深耕并购重组业务

拉扎德（Lazard Freres）是美国精品投行的代表，成立于 1848 年，目前已经成为全球知名的并购专家和资产管理公司，美国投行界对其的形容是“在华尔街无人不晓，而在华尔街之外无人知晓”。

公司主要从事财务顾问和资产管理业务，其中资产管理业务是最近十年新涉足的领域，目前两项业务基本各占半壁江山。从净资产收益率来看，2015-2018 来，拉扎德平均 ROE 为 46.27%，远超过摩根士丹利和高盛等大型投行的水平。在简单的业务框架下，拉扎德通过细分业务、地理区域、产业部门、投资策略的组合，以“做精做强”的方式来构建公司收入的多样化和稳定性。

图表 19 拉扎德 ROE、杠杆倍数



资料来源：公司财报、红塔证券整理

在拉扎德近 200 年的经营历史中，光辉战绩数不胜数。作为并购重组财务顾问，拉扎德打造的知名案例包括 1988-1989 年 KKR 以 310 亿美元收购烟草巨头纳贝斯科；制药业巨头辉瑞 2000 年以 900 亿美元收购沃纳-兰伯特公司、2002 年以 610 亿收购法玛西亚公司；2004 年摩根大通以 590 亿美元收购美一银行；2016 年百威英博以 1094 亿美元收购 SAB 米勒，成为全球规模最大的啤酒产业并购案，等等。这些经典并购案例赋予了拉扎德并购之王、华尔街最神秘投行的美誉。

拉扎德注重打造精英团队，倚重人才尤其是首席或领袖人才的经验与智慧，其合伙人标准是在行业内选用具有能力和思想的投行家，希望通过合伙人的能力获取客户、推动业绩增长。2018 年末拉扎德共 3081 名员工，团队规模远少于雇佣数万名员工的大型投行，但人均薪酬远高于大型投行。

回顾拉扎德公司发展历程，可以发现公司一直坚持以下几点战略，从而获得业内领先地位：1) 相信“精英”的力量，公司在涉足投行业务之初就是使用聘请知名公众人物的方法，提升公司和项目知名度；2) 坚持非“主流”，公司没有像高盛、大摩和其他很多华尔街投行一样走大而全、综合经营的路径，而是专注于财务顾问和并购这一细分领域，2009 年公司才开始涉足资产管理业务；3) 坚持轻资产运营，尽量避免成为大机构，规避高昂资本开支。

从拉扎德可以看到精品投行的优势所在：1) 业务简单且灵活，可以精选回报更高、风险更低的项目，与客户发生直接利益冲突的可能性也较小；2) 轻资本运营，风险敞口较小，危机爆发时受损较轻；3) 人均利润较高，员工平均薪酬高于主流大型投行，能够吸引和留住最优秀的人才。

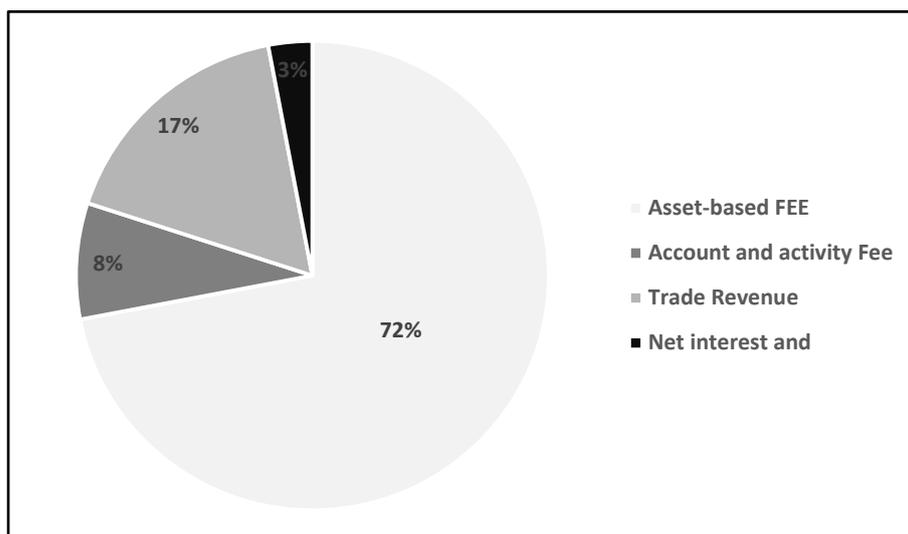
（四）业务模式丰富的中小证券经纪商

美国的证券经纪业务历经两百多年的发展，其业务模式也逐渐形成了众多流派，在这些业务模式中，只有少数的几种成功地经受住了时间的检验，尤其是挺过了 2008 年的金融危机，成为了目前的主流业务模式，这些业务模式的代表有：爱德华·琼斯的社区模式、TD Ameritrade 的网络折扣经纪商模式、以及嘉信理财的综合财富平台模式。

1、爱德华·琼斯：独创 IR 社区模式

爱德华·琼斯(Edward Jones)成立于 1922 年，总部位于美国密苏里州，目前是全美营业部数量最多、盈利最高的零售经纪商，网点数量行业内为第一，投资顾问 14,000 多名，2018 年净利润达到 9.9 亿美元，总资产达到 151.29 亿美元，ROE 高达 48.7%。

图表 20 2018 年爱德华琼斯收入构成



资料来源：公司财报、红塔证券整理

与大部分证券经纪公司不同，爱德华·琼斯始终坚持有限责任合伙制，也是公司成功的重要经验。目前公司共有约 250 位普通合伙人和超过 10,000 名有限合伙人。普通合伙人承担公司的偿付义务和管理工作，并有表决权，有限合伙人多数为业绩良好的理财顾问升级构成。公司组织架构扁平、培训机制完善、激励机制具有吸引力，理财顾问们在爱德华·琼斯不但享有很高的声誉和社会地位，还拥有经营自己企业的自由和具有竞争力的薪酬，爱德华·琼斯已连续多年被评

为最佳雇主。

爱德华·琼斯在业界首创 IR (Investment Representative, 投资代表) 社区的经纪业务模式, 并一直坚持至今, 社区营销是公司成功的关键之一。公司的 IR 社区模式的核心特点包括:

1) 以社区为基础, 打造标准门店。公司并不注重媒体广告, 但非常注重每一个营业网点的选址, 公司的选址标准是综合考量某一社区潜在客户数量和该社区居民的经济状况, 要方便和客户面对面的接触, 营业网点一般都选择在街面或路边, 统一标志的绿色招牌做得很大, 来往行人、车辆很容易看到和寻找。除外部装修, 公司还给每个门店实现标准配置, 每个门店面积约 80 到 150 平方米, 有一个独立理财顾问和一个营业部行政主管, 行政主管主要负责处理客户交易, 文件, 日常客户咨询和公司信件。理财顾问开发客户前必须提前做详细的市场调查和研究, 了解社区的经济状况和居住人口数字。之后亲自上门拜访了解社区具体每一户居民的家庭和财务状况。

2) 专注于个人客户, 专注于中低端零售市场。公司认为个人客户才是长期、持续利润的来源, 这是与美林、高盛等大型投行显著不同之处。公司将客户分为退休人群, 14-64 岁退休前人群和小业主, 其中退休人群约贡献公司 50% 的收入。针对不同客户, 公司会举办不同的社区活动吸引客户。同时, 公司推荐给客户的投资组合或策略秉承保守和长期的原则, 公司的目标是将客户的一生甚至下一代的家庭财产作为营销和管理的对象。为此, 他们对上市公司的预测通常比市场平均水平更低, 同时禁止理财顾问向客户推荐低价股和垃圾股, 一般也不向客户出售期权、期货等杠杆产品。

3) 坚持全面服务, 不做折扣经纪商。公司坚持零售业务, 但从不做折扣券商, 秘诀在于全面服务。公司依托自身的研究力量, 坚持面对面的投资者服务和个性化的产品组合, 为客户进行人生规划和全面财富管理, 为公司在激烈竞争中另辟蹊径。随着金融科技进步, 目前公司也在每个网点都建立了独立完备的信息技术系统, 在公司网站上每个独立理财顾问都有自己的个人网页, 发布他们的照片和感兴趣的股票。但公司搭建的系统不提供网络在线交易服务, 而在于给客户提供一个 24 小时与独立理财顾问联系的便捷方式。

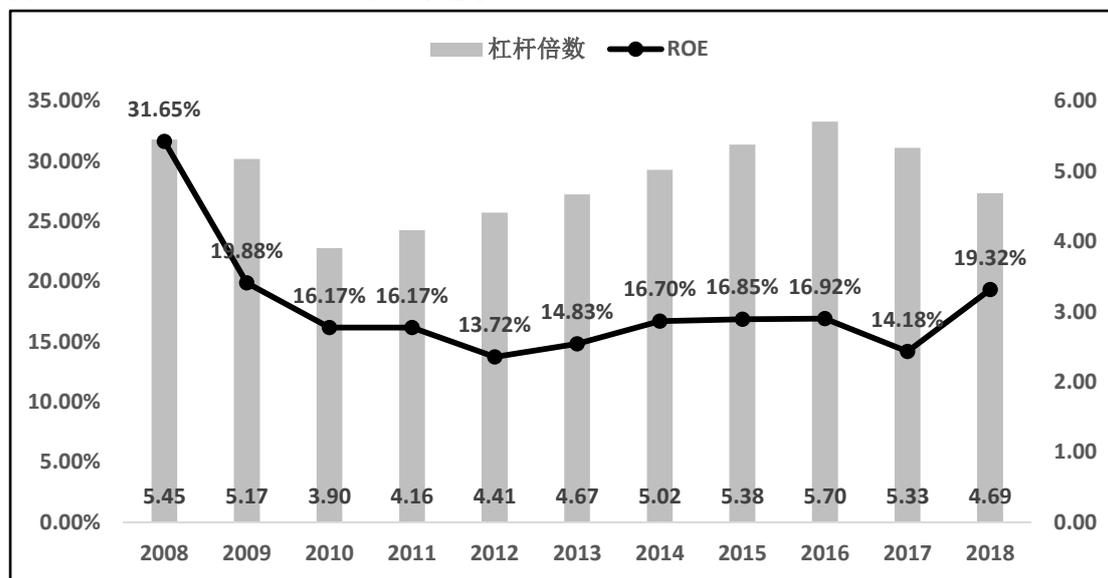
2、TD Ameritrade：运用低价策略的网络折扣经纪商

佣金自由化之后，网络经纪商模式应运而生。网络经纪商模式是依托互联网在线上搭建证券交易平台，专注于为零售客户提供相对标准化的证券经纪服务，其服务内容以代理买卖证券为主，并配合一些咨询服务。由于该模式以互联网为基础，并且服务标准化程度高，非常有助于降低成本，扩大规模，广受零售证券经纪客户青睐。

20 世纪 90 年代初，证券经纪商开始借助互联网平台并采用电子交易的方式降低运营成本，此后随着互联网时代的全面到来，券商面临市场化的激烈竞争，美国中小证券公司针对自身客户定位，根据自己的资源和能力选择了不同的市场定位和商业模式，精准服务演变出不同发展模式，其中以 TD Ameritrade 为代表的网络折扣经纪，他们的主要客户群体是价格敏感性更高的长尾零售客户，因此他们通常最大限度的降低传统证券经纪业务的佣金率，以此来抢占市场份额。

TD Ameritrade 成立于 1971 年，总部位于美国圣路易斯。通过自有的电子证券交易平台，TD Ameritrade 主要为客户提供线上代理买卖金融证券服务，涉及股票、期货、ETF、期权、共同基金、固收产品、融资融券以及现金管理服务。

图表 21 TD Ameritrade ROE，杠杆率走势



资料来源：公司财报、红塔证券整理

TD Ameritrade 自 90 年代上市以来，业绩一直保持高速增长的态势。1995 年，公司实现营业收入 3,390 万美元，归母净利润 700 万美元；经过十几年的高速增长，2008 年营业收入与归母净利润分别增长至 25.37 亿美元与 8.04 亿美

元。在成功度过 2008 年次贷危机后业绩下滑的艰难时期之后，公司又重新进入了增长的轨道，2018 财年，公司实现营业收入 54.52 亿美元，净利润 14.73 亿美元，1,200 万个活跃客户账户，管理客户资产达到 1.3 万亿美元，2018 年日均客户交易量达到 80 万笔。

TD Ameritrade 的成功在于其抓住了美国证券经纪业务的增长契机，并利用低成本基础设施来增加市场份额和盈利能力。

1) 公司非常注重其经纪业务，重点吸引活跃的、长期的交易者和 RIAs（注册投顾）账户开设者。2001 年公司专门成立机构客户部门，除了提供传统的托管清算、经纪业务部署等，还加入投资顾问咨询、长期投资组合、企业退休账户等服务。2018 年公司所覆盖服务的 RIAs 已经超过 6000 多家，成为 RIAs 行业领先的全套经纪服务和托管供应商。

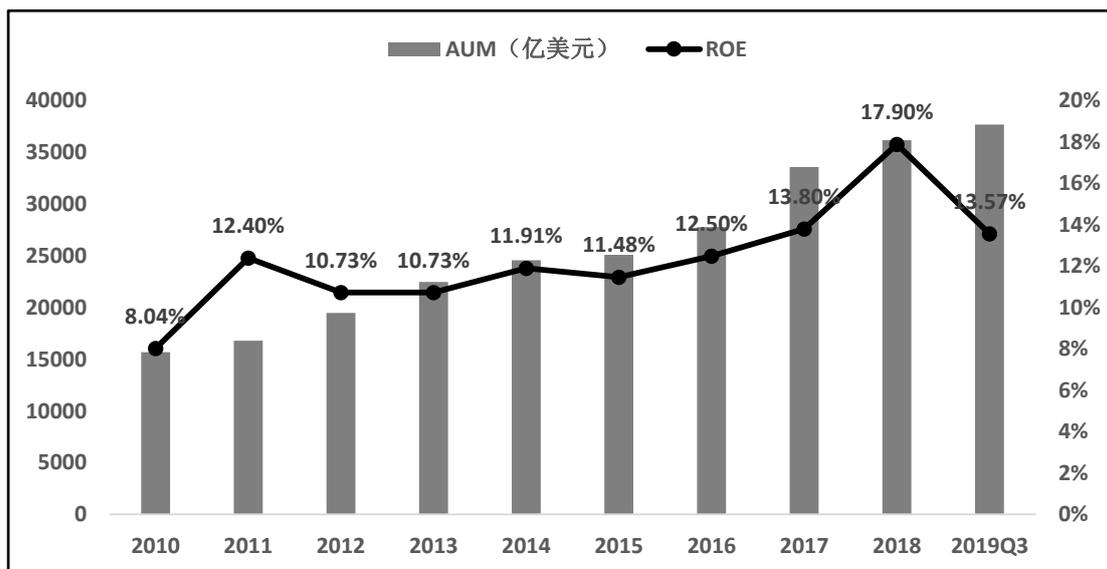
2) 公司通过拓展多样化的产品和服务来满足客户需求，并通过易于使用的工具、指导、教学和客观的第三方调研，帮助客户做出投资决定。TD Ameritrade 在创立初期，其客户多以散户为主，从上世纪 90 年代开始，公司开始针对不同类型的用户，包括普通投资者、高级投资者、活跃投资者等，不断丰富和精细化产品服务，目前已形成股票、债券、基金、期权、期货、ETF、外汇、现金管理、投资组合、年金保险等一篮子的投资产品和服务。

3) 公司还通过自然增长和兼并收购的方式不断扩大业务规模，在评估潜在收购时，会寻找那些能提供运营杠杆、技术杠杆、增加市场分割和其他战略机会的收购，并利用品牌效应来最大化公司效益。2017 年公司收购 Scottrade 的网上经纪业务，当年总证券账户数量突破 1,110 万，跃升为美国第二大互联网券商。

3、嘉信理财：从折扣券商到综合财富管理平台

嘉信理财 (Charles Schwab) 成立于 1971 年，总部设在旧金山。成立之初，嘉信理财只是一个很小的传统证券经纪商，通过抓住佣金自由化、互联网金融等历史机遇，不断创新业务和商业模式，公司实现了快速增长，目前已经成长为美国领先的综合财富管理平台。截至 2019 年 3 季度末，嘉信理财拥有 1,210 万个活跃的经纪客户账号，管理资产规模达到 3.77 万亿美元。

图表 22 嘉信理财历年 ROE、AUM 规模



资料来源：公司财报、红塔证券整理

2000 年以前，嘉信理财是美国折扣经纪券商的代表之一。美国佣金自由化以后，嘉信理财抓住机会，通过低佣、免佣、灵活交易账户等方式吸引客户，获得初期的发展。90 年代中期，互联网开始大发展，嘉信理财在业界率先对互联网在线交易系统进行投资，把传统的经纪和基金等业务与互联网相结合，为中产阶级提供低廉的佣金费率和一定的信息咨询服务，整个公司的业绩突飞猛进，迅速成为美国最大的网络折扣经纪商。2000 年嘉信理财的经纪用户数已达到 750 万，AUM 规模达 8717 亿美元。

作为美国折扣券商的先行者，嘉信理财在产品体验和客户服务上的努力和创
新值得国内券商借鉴：

(1) 低价、免费策略打造差异化。在折扣经纪业务出现开始，主要的经纪商只给交易量大的客户折扣，而向小客户收取的佣金较高。嘉信理财选择为所有的客户提供低廉的折扣，但不提供咨询服务，不向客户销售股票，以避免道德风险和降低运营成本。公司还第一个取消了对退休账户的收费，尝试获取客户资产规模，这一举措彰显了公司客户至上的价值观和在业务布局上的前瞻性。

(2) 提供便捷服务，不断扩大服务范围。嘉信理财致力于为客户提供便捷的服务，推出了嘉信报价系统、365 天报价、成为第一家实现 24 小时报价的公司。公司抓住互联网发展大潮推出在线交易，推出共同基金筛选工具 OneSource，允许投资者在众多品种相互竞争、无附加费共同基金中挑选，成为美国市场上第一个没有附加费、不收交易费共同基金超市，这些业内创新的服务给公司带来

了大量客户，1980年嘉信理财在折扣经纪市场的份额已达40%。

随着网络折扣券商竞争愈加激烈，2000年以后，嘉信理财开始转移业务重心至财富管理业务，打造综合财富管理平台，公司的财富管理业务主要从客户分类和提供高附加值服务两个方面开展。

客户管理方面，嘉信理财将客户分为三大类：个人投资者、机构客户以及经纪自营商，对客户进行分层划分，有利于针对性提供高附加值的咨询服务，增厚公司利润。公司通过个人投资者、机构投资者、资本市场和美国信托四个部门为这三个客群提供金融服务；对于长尾、免佣的客户，公司利用互联网和人工智能提供标准服务，以节约成本。

产品服务方面，通过自身开发和收购并举，以及对股票、基金等细分市场深入挖掘，嘉信理财不断致力于为客户提供更优质和多元化的产品和服务。

图表 23 嘉信理财 2000 年以来发展历程

时间	事件
2000 年	完成对美国信托公司的并购，以满足高层次客户需求，宣传资产最优分配、多元化和其他投资方法
	与网上借贷业务领先的电子信贷公司 (E-Loan Inc.) 结成战略联盟，提供在线房地产抵押贷款解决方案
	收购互联网公司 CyberCorp，更名为 CyberTrader，改进软件、教育工具和分级定价工具
	收购研究咨询公司 Chicago Investment Analytics
2002 年	推出嘉信理财股票评级系统
	推出嘉信私人客户服务
	推出嘉信理财顾问网络系统，包括多家预先筛选的独立咨询公司，服务资产不少于 50 万美元的客户
2003 年	引入嘉信理财小型股基金
	收购 Soundview，一家为机构投资者提供基础研究服务的证券公司，有利于提高公司在机构投资咨询方面的能力
2004 年	嘉信理财在纳斯达克和纽交所同时上市
2005 年	开始免除零售账户和小企业退休计划账户服务费
	推出目标基金
2006 年	降低交易佣金
	推出嘉信理财管理投资组合
2007 年	收购 401 (K) 公司—退休计划提供商
2008 年	开设了专注于活跃交易的在线社区
2009 年	在官网推出首个免佣金 ETF
2011 年	推出一个新的网络交易平台 StreetSmart Edge

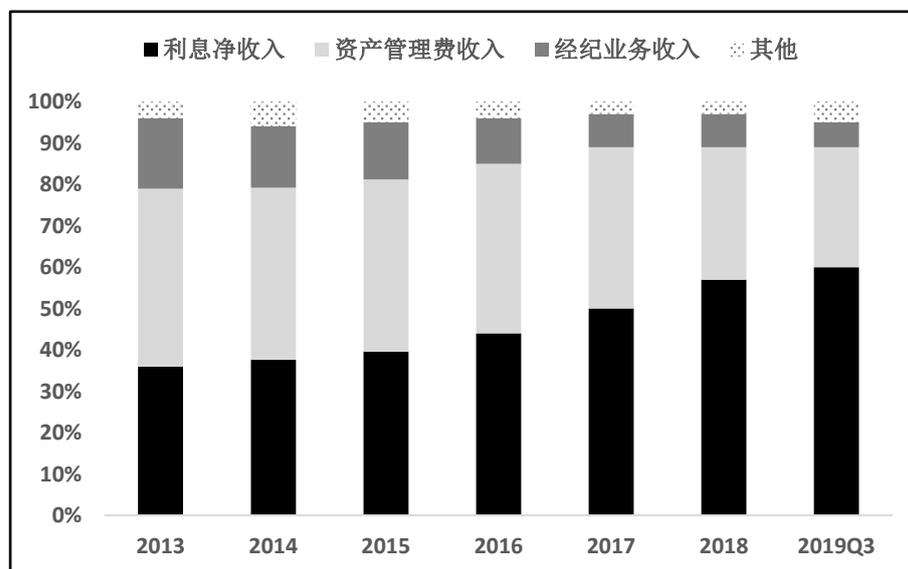
	收购期权和期货线上经纪商 OptionsXpress
2012 年	收购资产管理公司 ThomasPartners
2013 年	推出嘉信理财 ETF OneSource 平台
2016 年	推出机构智能投资组合服务
2019 年	嘉信理财推出 0 佣金业务
	嘉信理财拟收购美国第二大网络折扣经纪商 TD Ameritrade

资料来源：公司财报、公开资料、红塔证券整理

2003 年，嘉信理财自建网上银行嘉信银行，通过为客户提供闲置资金理财获得高利差的利息净收入，公司的业务进一步多元化，通过信贷业务使其与现有的资产管理和财富管理实现互补，公司完成了涵盖证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。

总结来说，嘉信理财通过低价、便捷又优质的服务吸引客户，再通过经纪业务、财富管理业务与嘉信信贷业务变现。从盈利构成上看，目前公司的收入来自三部分：1) 经纪业务收入=经纪业务交易笔数*每笔佣金；2) 财富管理业务收入=基金服务费+咨询服务费，均按 AUM*服务费费率；3) 信贷业务收入=生息资产规模*利差+贷款规模（含经纪业务客户借款及房产贷款等）*利差。2019 年前三季度，嘉信理财的利息净收入、资产管理费收入分别占比 60%、29%，成为主要收入来源，经纪业务收入占比降至仅 6%。

图表 24 嘉信理财收入结构



资料来源：公司财报、红塔证券整理

三、中小券商专业化、差异化、特色化发展建议

借鉴美国经验，我国中小券商应结合自身资源禀赋，发挥比较优势，打破同质化桎梏。当前绝大多数国内券商走的都是同质化的综合型券商发展道路，但从美国投行的发展经验与国内目前的竞争格局出发，这一道路对于中小券商较为艰难。大型券商尤其是头部券商在主流业务市场中占据绝对主导地位，而主流业务市场空间有限，中小券商难以在主战场获得发展机会。中小券商的优势在于细分领域的专业能力与局部资源，可以补充大型券商的功能缺失，填补市场需求的空白区域。

（一）基于自身禀赋，进行差异化定位

中小券商可以在产业链布局、经营模式、产品开发、能力建设等方面与大券商形成差异化定位，重点强化特定业务领域，打造适合自身的业务模式。例如，在资产管理领域，中小券商的风控能力逊于全产业链的综合资产管理机构，应该着重于某个方向或领域的能力建设，产品开发可以聚焦某类资产或某个策略的特色服务，客户定位可以重点发展对特定客户群体的财富管理，在研究方面具备实力的券商可以加强大类资产配置为核心的能力建设等。

（二）专注于特定业务来建立优势

中小券商由于人力资本与金融资本投入规模有限，难以与大型券商进行全业务条线的竞争。以投行业务条线为例，大型 IPO 与增发业务的关键在于定价与配售，而市场地位高的大型投行往往具备丰富的机构投资者资源，因此股权类融资业务倾向于向大型投行集中，中小投行抢占市场份额较难。而中小规模的并购重组财务顾问类业务，对机构资源的要求较低，业务机会广泛，可以作为中小投行重点发展的业务方向。对标美国，Evercore、格林希尔、拉扎德等精品投行走的即是这条道路。

（三）扩大战略并购，快速构建自身业务优势

“金融供给侧改革”背景下，战略并购是中小券商实现市场占有率增长的最快途径，例如投资银行业务，战略并购能够扩大中小投行的横向区位与行业覆盖领域，提升中小投行的纵向专业深度，还能为传统银行扩展中间业务带来业绩增长点；经纪业务，中小券商扩大战略收购，不仅能够迅速扩大经纪业务的市场份额，还可以通过拓展金融机构间的合作，加强交叉销售，提升利润空间。对标美国，前者的代表是杰弗瑞集团，后者的代表是TD Ameritrade 和嘉信理财，通过并购，不仅业务规模快速提升，而且逐渐摆脱了单一的收入结构和纯折扣券商的定位，向综合金融服务集团转型。

四、国内成功案例及投资建议

我国已经有一些证券公司在专业化、差异化、特色化探索中取得了不错的成绩，其中经营策略稳健、正在建立自身业务优势和护城河的公司，未来有望收获业绩和估值的双重提升。东方财富证券依托东方财富网，成为业内领先的互联网零售券商，东方财富有望打造成中国版“嘉信理财”。

（一）东方财富（300059）：有望打造成中国版“嘉信理财”

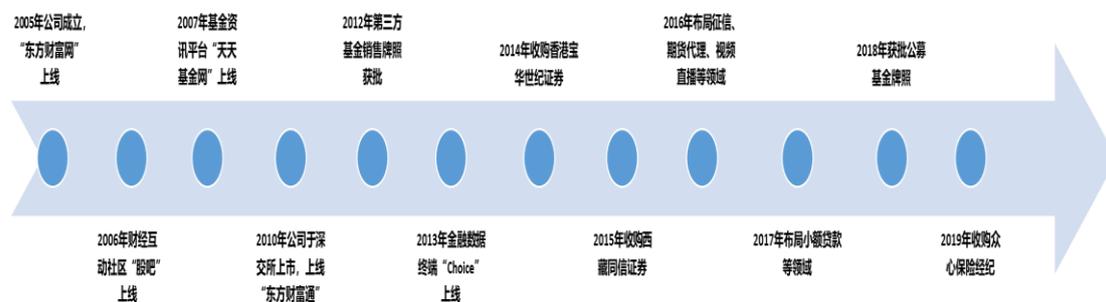
东方财富信息股份有限公司于2005年1月成立，历经5年发展，于2010年在创业板上市，是国内领先的互联网金融服务平台，目前公司的主要业务有证券业务、金融电子商务业务、金融数据业务及互联网广告业务等。从历程来看，东方财富的业务发展主要分为两个阶段：门户网站→交易平台，核心策略在于流量变现。

1、公司发展核心策略——多层次流量变现

第一阶段（2005-2012年）：流量积累。2005-2007年，东方财富初步构建了一站式金融服务平台，先后设立了财经资讯门户“东方财富网”、互动社区“股吧”和基金资讯频道“天天基金网”，形成门户网站+垂直财经频道+互动社区三大流量入口，面对财经类线上用户在财经资讯、决策工具、交易平台和社交分享

等方面的需求，提供包含信息门户、数据终端和论坛社区在内的解决方案，完成流量的原始积累，并通过广告服务、金融电子商务服务进行初步变现。

图表 25 东方财富发展历程

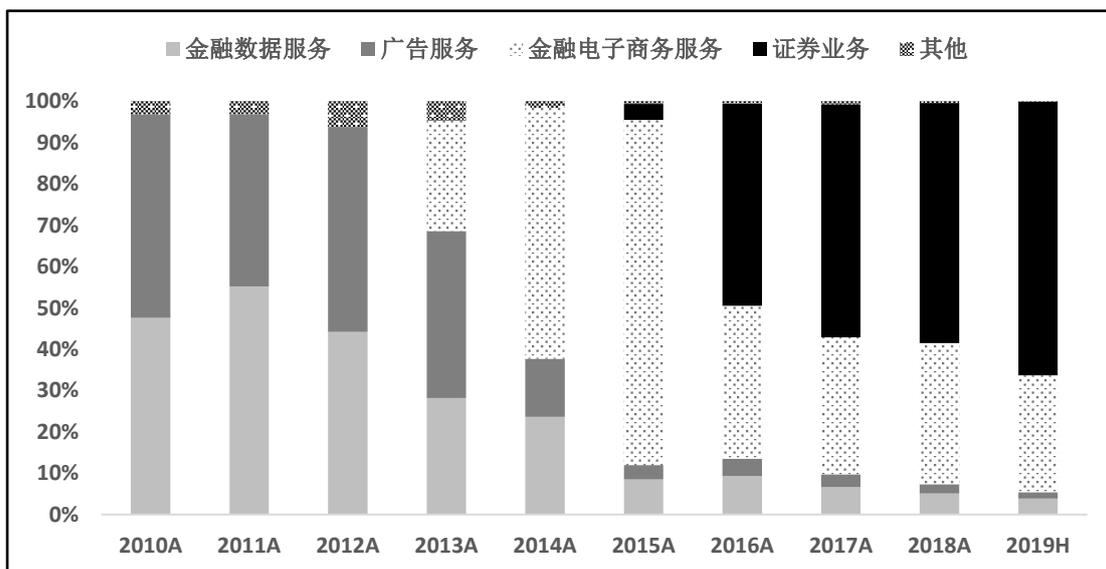


资料来源: 公司财报、公开资料、红塔证券整理

第二阶段（2013 年-2019 年）：流量变现。在“互联网+金融”战略引导下，东方财富于 2012 年和 2015 年先后切入基金代销和证券业务领域（零售经纪业务为主），以互联网流量和金融牌照为基础构建基金、股票的金融交易平台，盈利来源主要是基金代销收入和股票交易佣金，业务空间和收入量级大幅提升。

通过流量变现手段的迭代，东方财富的营收结构持续升级，业绩成长性得以保障。2013 年之前，公司大多数营业收入来源于金融数据服务业务和广告服务业务；2013-2015 年，公募基金代销业务带动金融电子商务服务收入快速增长；2015-2019 年，证券业务收入成为新的业绩增长点，根据 2019 年中报，证券业务、金融电子商务服务分别贡献营业收入的 66%、28%，证券业务成为公司最主要的营业收入来源。

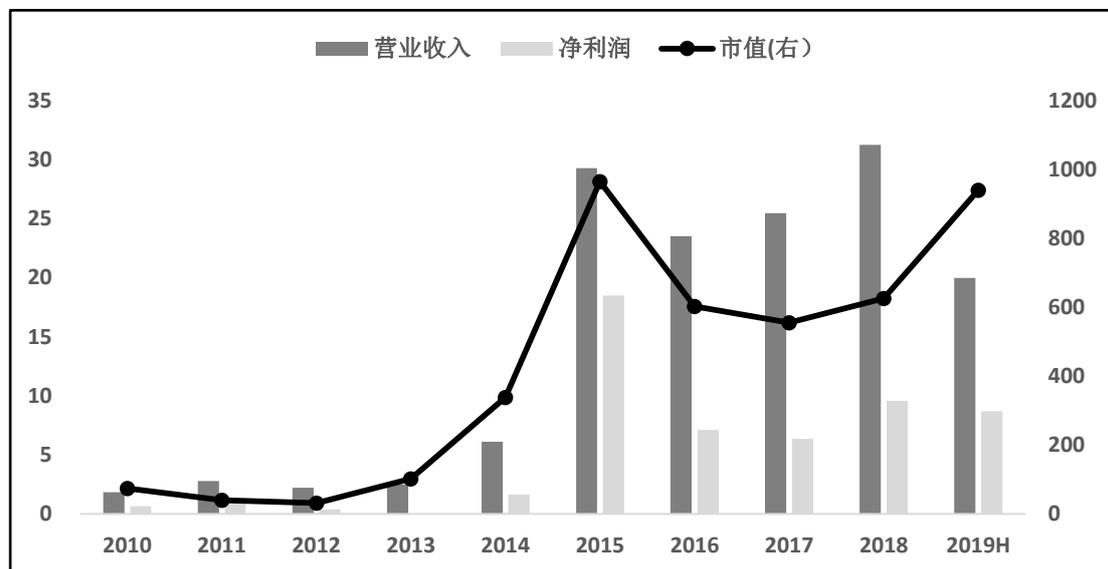
图表 26 2010-2019H 东方财富各业务收入占比



资料来源：公司财报、红塔证券整理

2010-2018年，公司营业收入累计增长16倍、净利润累计增长14倍、市值从74.55亿升至939.51亿元，累计增长8倍。

图表 27 2010-2019H 东方财富营收、净利润、市值走势



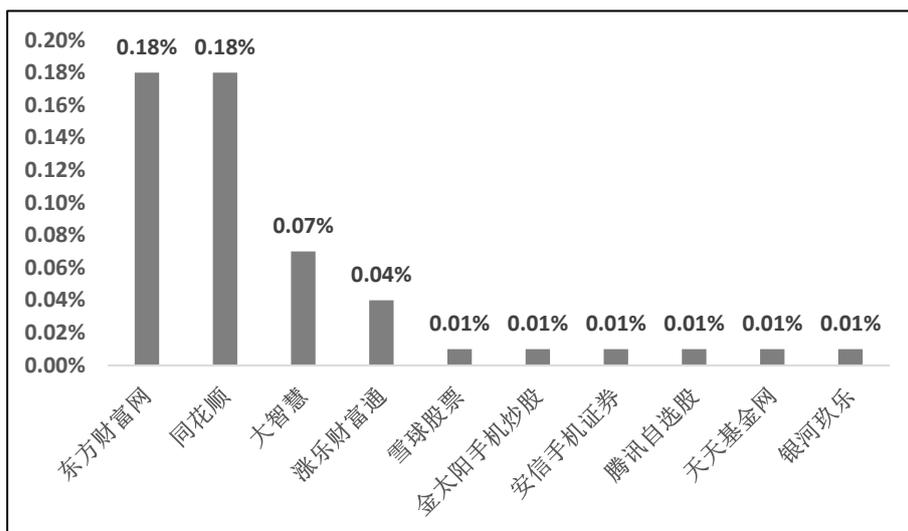
资料来源：wind、红塔证券整理

2、东方财富证券——独树一帜的互联网零售券商

东方财富证券前身是西藏同信证券，2015年被东方财富信息股份有限公司收购后更名，目前拥有经纪、两融、投行、资管、自营等全牌照。东财证券是东方财富实现流量变现的重要平台，依托东方财富网的支持和互联网基因，借助2015年大牛市，东财证券开始突飞猛进。相对于传统券商，东财证券的主要竞争力在于流量优势、低价策略和优质服务。

(1) 流量优势明显。东方财富网是名副其实的财经、股票类垂直流量平台龙头，多年来积累了大量核心流量，借助2015年大牛市，为东财证券的经纪业务变现提供了其他券商难以复制的流量基础。东方财富网布局较早，优势显著，日均覆盖人数和月度有效浏览时间两项指标常年位居财经类网站第一。公司移动端布局相对较晚，导致流量数据低于同花顺、大智慧等竞品，但显著高于传统券商APP。艾瑞咨询数据显示，2019年8月东方财富网APP的独立设备安装数、总使用次数均排行第三，而有效使用时间排行第一。

图表 28 2019年8月股票类APP有效使用时间占比

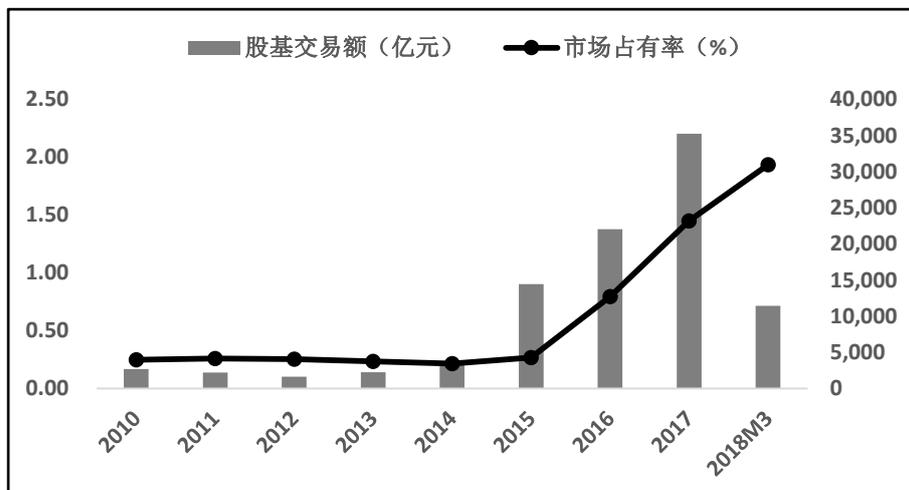


资料来源：艾瑞资讯、红塔证券整理

(2) 低价策略和优质服务双管齐下。东财证券在佣金率和两融利率业务上采取底价策略，公司目前线上新开户佣金率万分之 2.5，2019 年上半年综合佣金率为万分之 2.4，是行业平均的 81%，东财证券的融资业务利率为 6.99%，也明显低于行业水平。此外，公司推出 1 分钟极速开户、开户即赠 level-2 极速行情等优质便捷服务，并依靠东方财富国际证券牌照推出港美股开户业务，给予客户港股免 3 个月佣金、美股佣金率低至 0.01 美元/股等优惠。

在低价策略、优质服务和流量优势三力叠加下，东财证券导流效果立竿见影，经纪业务市占率持续提升。公司投行和资管业务一直表现平平，而经纪业务自 2015 年开始快速提升，经纪业务市场份额由 2015 年初的 0.27% 快速提升至 2018 年 3 月的 1.94%²，行业排名上升至前 15 名以内。

图表 29 东财证券股基交易额、市占率变化



² 沪深交易所券商市占率数据更新至 2018 年 3 月

资料来源：wind、红塔证券整理

新竞争环境下，东方财富未来或将向嘉信理财模式转型。展望未来，东方财富也将与 2000 年的嘉信理财一样，面临新的行业竞争环境：其一，证券经纪和基金代销业务受传统券商和互联网巨头挤压，佣金率降低趋势难以逆转，收入也不可避免将下滑；其二，资管行业快速崛起，零售客户将逐渐从股票交易向资管服务转变。这些都将增加东方财富现有业务的竞争压力，盈利持续性和稳定性面临挑战。

图表 30 2016 年前后基金行业费率变化

费用类型	基准价格			实际价格	
	股票型	债券型	货币型	2016 年前	2016 年后
认、申购费	1.50%	0.50%		基准价 4 折	基准价 1 折
管理费	1.50%	0.60%	0.33%	尾随佣金占管理费比例，由基金公司、代销机构协商而定	
赎回费	0.50%	0.30%		基准价 4 折	

资料来源：wind、公开资料、红塔证券整理

借鉴嘉信发展模式，预计东财将向嘉信模式转型，构建财富管理平台。东方财富未来方向：综合财富管理平台。公司的基金代销和互联网证券业务受到互联网巨头和综合性券商两方面竞争压力，东方财富未来或将向嘉信理财为代表的综合财富管理平台模式转型，通过线上线下全渠道以及丰富的资管产品为零售客户提供财富管理服务，增强客户粘性和资金留存，以追求客户资产规模的稳定持续增长为目标，盈利来源转向利息收入和资管业务收入转变。

2016-2019 年，公司积极布局了征信、期货代理、小额贷款、保险经纪等领域，努力探索互联网金融服务新业务，延伸和完善服务链条。2018 年公司获批了公募基金牌照，有望完成从下游销售渠道向上游产品生产端的拓展，并基于自身强大的渠道优势和丰富的电商销售经验，加速开拓财富管理新业务。

五、风险提示

(1) 资本市场改革政策落地不及预期。资本市场改革政策对于券商业务规模影响较大，如果相关政策落地不及预期，将有可能导致券商相关业务规模受到拖累。

(2) 市场大幅波动造成业绩及估值双重下滑。证券行业的业绩具有较为明显的周期性，尤其是中小券商，市场环境是影响证券公司盈利周期的核心因素之

一，如果市场出现大幅波动将有可能对券商的业绩和估值造成冲击。

(3) 资本中介业务风险。部分上市公司，尤其是一些民企上市公司的信用风险需进一步缓释，短期内上市券商仍有继续计提信用减值损失的压力。

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内的行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

类别	级别	定义
行业 投资评级	增持	行业指数相对表现优于沪深 300 指数
	中性	行业指数相对表现与沪深 300 指数持平
	减持	行业指数相对表现弱于沪深 300 指数

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。