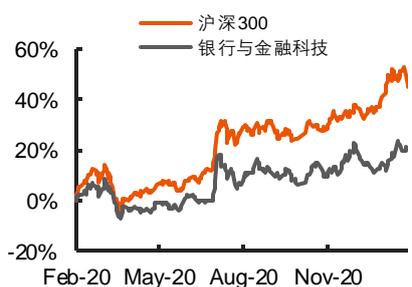


财富管理系列研究之一

从嘉信理财看大众财富管理突围之路

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业月报*银行*经济景气向上，看好银行估值修复》 2021-01-04
 《行业年度策略报告*银行*后疫情时期的再平衡》 2020-12-07
 《行业月报*银行*修复持续，星火燎原》 2020-12-01

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
 S1060520080003
 yuanzheqi052@pingan.com.cn

王维逸 投资咨询资格编号
 S1060520040001
 wangweiyi059@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般从业资格编号
 S1060120090065
 wukaixiang261@pingan.com.cn



■ 嘉信理财简介：财富管理转型标杆，盈利能力优于同业

嘉信理财成立于1971年，从一家区域零售经纪商逐步成长为全球领先的财富管理机构，截至2020年末，嘉信理财的总资产达到5490亿美元，管理6.69万亿美元的资产，拥有2960万个活跃经纪账户、210万个企业养老金计划参与者和150万个银行账户。嘉信的业务模式有别于传统金融机构，采取开放式，目标客户并不仅限于个人投资者，同时也服务于以独立投资顾问为代表的投资机构。目前嘉信超过9成收入都源自AUM驱动，交易佣金贡献比重仅为6%，对佣金业务依赖度低。嘉信的盈利表现优于同业，公司2019年ROE达到17.5%，优于其他传统大型金融机构和零售经纪商。

■ 嘉信理财的取胜之匙：低价+开放+科技

我们认为嘉信理财能够通过短短几十年的时间实现从传统零售经纪商向综合财富管理公司的跨越，并能够跻身于当前美国头部的财富管理公司，主要得益于其差异化的战略及业务模式选择，具体可概括为“低价+开放+科技”：**1) 低价**：嘉信在过去长时间内坚持对各类交易业务的低费率或者零费率，成功实现大规模的客户及资产的原始积累；**2) 开放**：嘉信敏锐地把握住了美国居民财富需求变化的机会，通过推出开放式的投顾服务平台和One source基金平台等创新业务，将自身打造成为流量入口，同时为投资者和机构客户提供服务，成功将服务外延扩展至财富管理领域，目前基金和投顾类业务产生的AUM已经占到了嘉信整体AUM的40%，推动公司实现了客户从量到质的转变。**3) 科技**：嘉信对于科技的应用和投入同样处于行业前列，在提升获客能力的同时改善经营效率，相比同业，嘉信的单位产出处于领先水平，这也使其收入成本比保持优异。

■ 对传统金融机构的借鉴：开放获客，夯实壁垒

我们认为上世纪80-90年代美国居民财富配置需求变迁的历史背景以及嘉信在竞争中所表现出的优劣势依然与国内有不少共通之处，值得我们借鉴：**1) 预计未来5-10年国内居民权益类资产配置需求将步入上升期，尤其是以公募基金为代表的间接权益投资提升幅度最大**（美国从1990至2000年间，权益产品配置占所有金融资产比重提升20个百分点），传统金融机构需加大对非存款AUM的获取；**2) 对于非高净值的大众财富客群而言，传统金融机构将迎接互联网平台型机构的挑战**。在国内，过去几年我们看到了以蚂蚁为代表的众多非金融主业的互联网平台型公司采取了与嘉信类似的模式进入财富管理市场，发展势头迅猛。对传统金融机构而言，未来不仅需要做好内部获客渠道的经营，如何通过更为开放的模式实现公域流量的对内转化或将成为突破的关键。**3) 传统金融机构依靠专业化服务和积累的品牌优势，在高净值客群上的竞争优势有望保持**。从海外市场来看，以UBS为代表的传统金融机构在高净值客户AUM上多年来始终保持前列。与大众客群不同，高端客户金融服务需求复杂度更高，与传统金融机构的资源禀赋更为匹配。未来国内传统金融机构需要继续挖掘高净值客户的财富管理需求，守住这部分市场的优势。

■ **风险提示**：1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 金融监管力度抬升超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

正文目录

一、 嘉信理财：财富管理转型标杆，盈利能力优于同业	5
1.1 公司概况：从传统经纪商成功转型综合化财富管理机构.....	5
1.2 收入结构：AUM 驱动，摆脱交易佣金依赖.....	6
1.3 同业比较：业务稳健扩张，盈利能力优于同业.....	9
二、 嘉信理财的取胜之匙：低价+开放+科技	11
2.1 低价战略贯彻始终，沉淀客户及 AUM.....	11
2.2 打造开放式平台，实现客户从数量向质量的二次跃迁.....	13
2.3 科技赋能，开源节流双管齐下.....	17
三、 对传统金融机构的借鉴：开放获客，夯实壁垒	20
3.1 国内居民财富配置重构大势所趋，关注权益资产需求提升.....	20
3.2 渠道能力是争夺大众客群的关键，关注新型机构的降维打击.....	23
3.3 传统金融机构在高净值客群上的服务优势依然存在.....	24
四、 风险提示	26

图表目录

图表 1	2020 年全球财富管理公司排名，嘉信位列第七	5
图表 2	嘉信通过子公司实现“证券+银行+投资+信托+期货”全牌照运营	5
图表 3	嘉信理财为个人投资者、投资顾问、企业提供综合财富管理服务	6
图表 4	嘉信理财营业收入的主要构成是基于 AUM 的资管及净利息收入	6
图表 5	嘉信理财营业收入中佣金收入占比降低	7
图表 6	嘉信理财收入结构	7
图表 7	平均每笔交易收入已降至 7.26 美元	7
图表 8	嘉信理财佣金收入占比明显低于其他同业	7
图表 9	嘉信负债端存款占比逐年上升	8
图表 10	净息差持续扩大，依托于稳定的低资金成本	8
图表 11	资产端投向以稳健为主	8
图表 12	嘉信理财净息差与市场利率正相关	8
图表 13	代销基金平均费率水平整体呈现下行趋势	9
图表 14	咨询服务收入占比提升	9
图表 15	嘉信理财营收、净利润、AUM 三者均保持稳增	9
图表 16	嘉信理财 ROE 逐年提升	9
图表 17	嘉信理财 ROE 处于同业领先水平	10
图表 18	嘉信营收增速波动幅度受市场影响更小	10
图表 19	嘉信理财的领先盈利能力主要来自 AUM 和经营效率驱动	10
图表 20	嘉信理财始终实行低佣策略拉拢客户	11
图表 21	佣金收入占比持续下降	11
图表 22	户均资产及客户数量同步增长共同推升 AUM	12
图表 23	嘉信理财 AUM 规模位居美国领先金融机构前列	12
图表 24	嘉信理财户均资产高于其他零售经纪商	12
图表 25	嘉信理财户均 AUM 低于头部综合性机构	12
图表 26	嘉信理财基于 AUM 的收入模式	13
图表 27	嘉信理财低息负债占比较高	13
图表 28	美国从 1970 年开始金融管制的放松阶段	14
图表 29	美国养老金制度放开，IRA 资产规模快速提升	14
图表 30	1982-1986 年美国 IRA 参与者缴费活跃	14
图表 31	1980-2000 年美国股市历史上最长牛市	15
图表 32	美国共同基金在 90 年代迎来第一个爆发期	15
图表 33	OneSource 提供一站式基金交易服务增强粘性	15
图表 34	嘉信理财通过独立投资顾问留住客户	15
图表 35	嘉信理财取消 IRA 年费后客户资产增长 54%	16
图表 36	嘉信理财共同基金超市获客效果显著	16
图表 37	投资者满意度调查中，嘉信理财位列全美第二	16
图表 38	嘉信客户资产中基金和投顾服务占四成	16
图表 39	嘉信理财与美国主要竞争对手对比	17

图表 40	嘉信理财外延并购历程.....	17
图表 41	嘉信理财在推出线上服务后资产规模快速提升	18
图表 42	嘉信理财现提供多渠道服务	18
图表 43	嘉信智能投顾 Schwab Intelligent Portfolios	18
图表 44	嘉信理财智能投顾市占率达 9%	18
图表 45	嘉信理财从始至终重视自身数字化发展	19
图表 46	嘉信理财单位客户资产的成本费率为 0.16%	19
图表 47	嘉信理财单分支机构创利高	19
图表 48	嘉信理财单员工管理资产达 2 亿美元	20
图表 49	嘉信理财单分支机构创利高	20
图表 50	居民金融资产中存款占比下降，权益资管产品占比提升	21
图表 51	养老金大规模入市，共同基金规模大幅增长	21
图表 52	居民资产加速由房产向金融资产迁移	21
图表 53	中美大类资产配置比较-2019	22
图表 54	中美金融资产配置比较-2019	22
图表 55	银行理财利率、存款利率走低	22
图表 56	权益类资产规模增长快速	22
图表 57	嘉信理财低息存款随 AUM 的增长而增长	23
图表 58	个人活期存款与 AUM 保持正向关系-2019	23
图表 59	蚂蚁 AUM 增长迅猛	23
图表 60	非存款类 AUM 比较-2020H	23
图表 61	金融机构自营 APP 月活数据	24
图表 62	互联网平台月活数据明显高于金融机构	24
图表 63	2005 年财富管理机构 AUM 排名	24
图表 64	2019 年财富管理机构 AUM 排名	24
图表 65	高净值客户资产管理需求多样化	25
图表 66	国内高净值客群 AUM 占比不断提升	25
图表 67	商业银行受到高净值人群的普遍接受与认可	25
图表 68	招行客户资产结构	26
图表 69	平安银行客户资产结构	26

一、嘉信理财：财富管理转型标杆，盈利能力优于同业

1.1 公司概况：从传统经纪商成功转型综合化财富管理机构

嘉信理财 (Charles Schwab Corporation) 成立于 1971 年，于 1987 年登陆纽交所，目前已成长为全球领先的财富管理机构。截至 2020 年末，嘉信理财的资产规模达到 5490 亿美元，管理 6.69 万亿美元的资产，拥有 2960 万个活跃经纪账户、210 万个企业养老金计划参与者和 150 万个银行账户。在 2020 年 ADV Ratings 的全球财富管理公司榜单中，嘉信位列第七，是前十名中唯一定位为服务大众零售客户的公司。

图表1 2020 年全球财富管理公司排名，嘉信位列第七

名次	公司	位置	AUM (十亿美元)
1	瑞银全球财富管理	瑞士	2590
2	瑞士信贷	瑞士	1250
3	摩根士丹利财富管理	美国	1236
4	美国银行全球财富与投资管理	美国	1220
5	摩根大通私人银行	美国	677
6	高盛财富管理	美国	558
7	嘉信理财	美国	506
8	花旗私人银行	美国	500
9	法国巴黎银行财富管理	法国	424
10	Julius Baer	瑞士	423

资料来源：ADVRatings，平安证券研究所

嘉信理财起步于证券经纪业务，而后业务板块不断拓展，目前已经实现了“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，成为一家从事财富管理、证券经纪、银行、投资咨询等一揽子综合金融业务的财富管理公司。

图表2 嘉信通过子公司实现“证券+银行+投资+信托+期货”全牌照运营

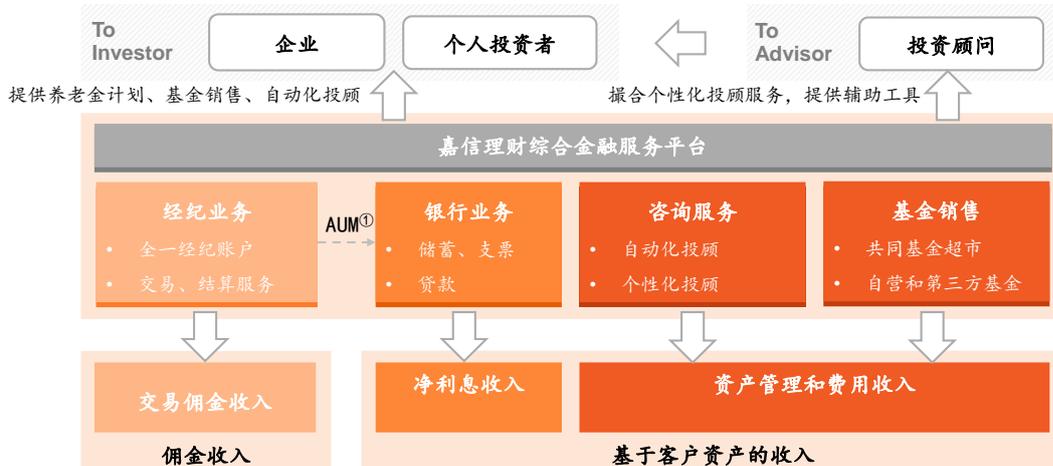


资料来源：公司公告，平安证券研究所

值得注意的是，相较于其他很多具有百年发展历史的传统金融机构而言，嘉信能够在几十年间成功实现从区域零售经纪商向综合化财富管理机构的跨越，其独特的商业模式值得我们思考。有别于传统意义上的财富管理机构，嘉信理财的服务内容和对象更为广泛，目标客户并不仅限于个人投资者，同时也服务于以独立投资顾问为代表的投资机构，一方面为投资者提供包括交易清算、存贷款、投

资咨询和退休计划等综合服务，另一方面，同时服务于投资顾问，为其提供包括客户关系介绍、托管、交易、辅助类投资服务等业务，为其展业提供方便。

图表3 嘉信理财为个人投资者、投资顾问、企业提供综合财富管理服务的业务模式

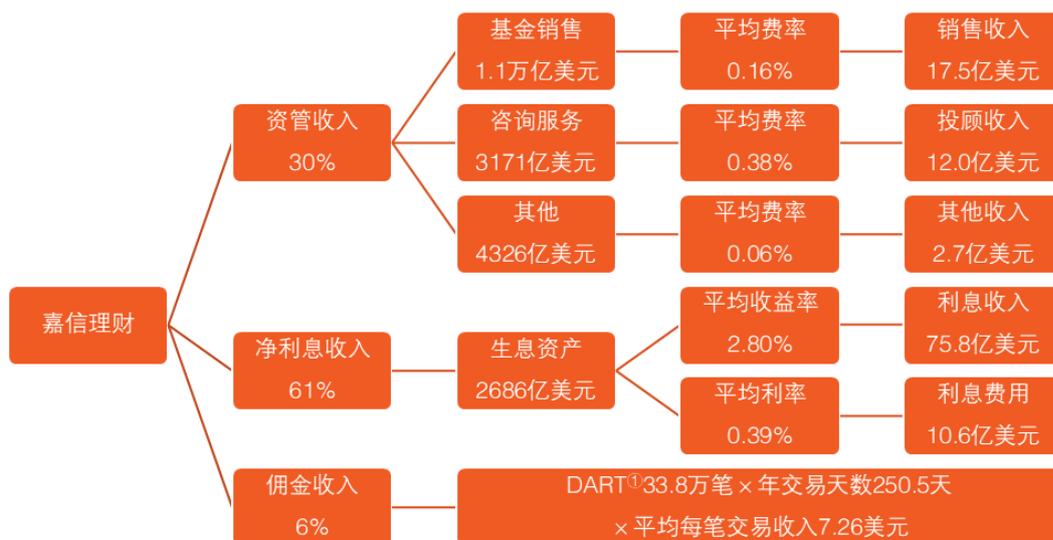


资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

1.2 收入结构：AUM 驱动，摆脱交易佣金依赖

嘉信理财目前的收入主要源自 AUM 驱动，已经基本摆脱对于传统交易佣金的依赖。根据公司 2019 年年报，嘉信理财目前营收中由 AUM 驱动的收入（包括净利息收入和资产管理收入）贡献分别为 61%/30%，而交易佣金收入贡献仅为 6%，这一占比在过去 20 多年中持续降低，也明显低于竞争同业，体现出嘉信对于佣金收入的依赖度明显降低。

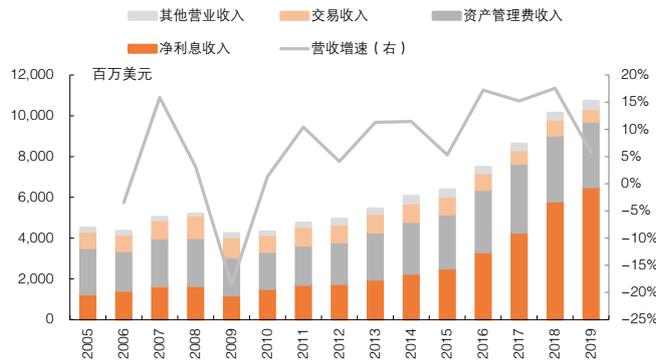
图表4 嘉信理财营业收入的主要构成是基于 AUM 的资管及净利息收入



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

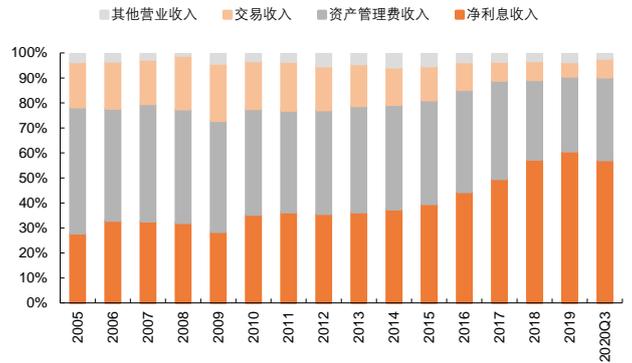
注：①DART, Daily Average Revenue Trades, 日均收费交易数量

图表5 嘉信理财营业收入中佣金收入占比降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 嘉信理财收入结构

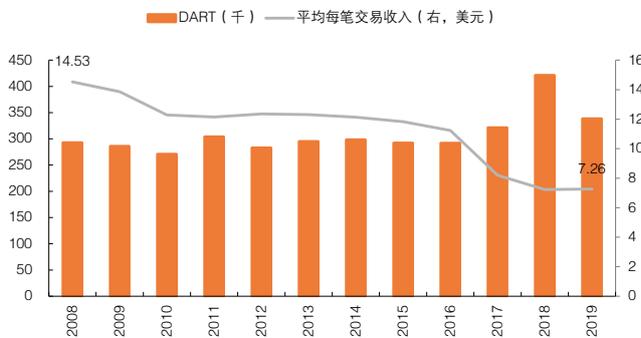


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 佣金收入：低价战略延续，笔均交易费用逐年下降

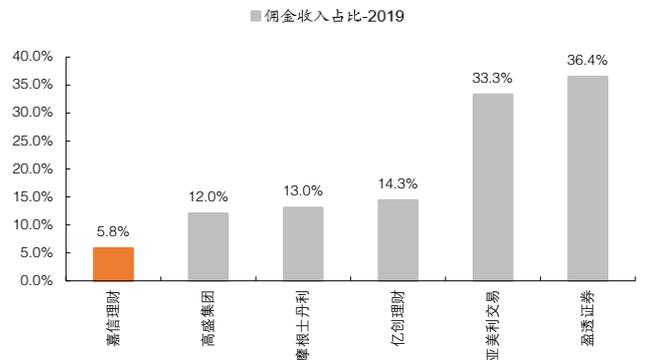
佣金收入受交易数量和佣金费率两方面影响，因嘉信始终坚持低佣金策略，其笔均交易收入逐年下降。但低佣金对收入影响不大，嘉信理财的佣金收入占营收 5.8%，仅为其他可比证券经纪商该项占比（取亿创、亚美利、盈透平均为 28.0%）的五分之一。以下我们会对嘉信各细分板块的收入做进一步的拆分分析。

图表7 平均每笔交易收入已降至 7.26 美元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 嘉信理财佣金收入占比明显低于其他同业

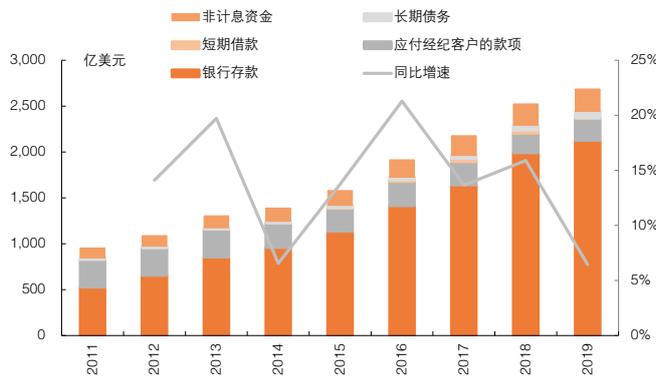


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 净利息收入：源自客户 AUM 增长带来的低息资金沉淀

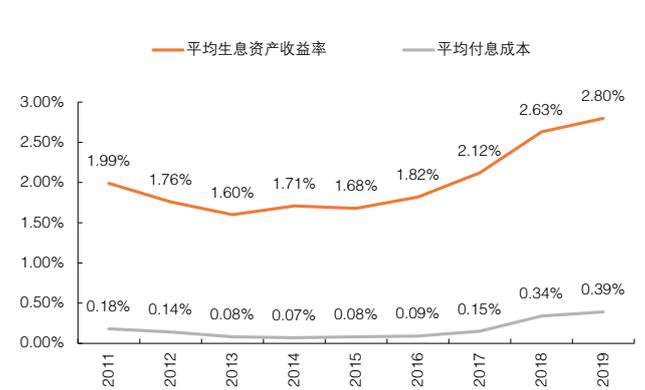
低佣金经纪业务为嘉信理财的息差业务带来了大量低成本负债。2019 年嘉信的整体负债成本仅为 0.39%，从负债结构来看，低息存款占比逐年上升，2019 年占比达到 79%。值得注意的是，嘉信理财的存款中有 92% 的资金来自经纪账户，通过与客户签署协议，嘉信理财将证券经纪账户中的闲置资金转移到银行账户体系内，获得了大量低成本的沉淀资金。

图表9 嘉信负债端存款占比逐年上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

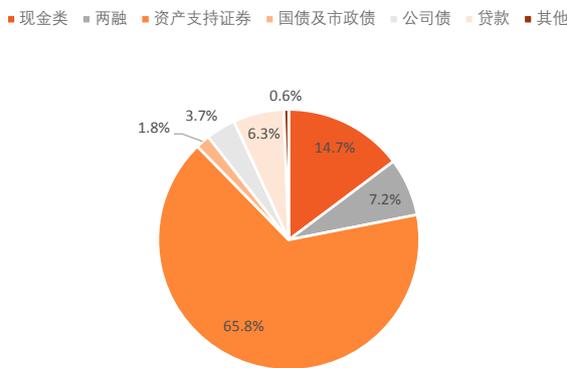
图表10 净息差持续扩大，依托于稳定的低资金成本



资料来源：公司公告，平安证券研究所

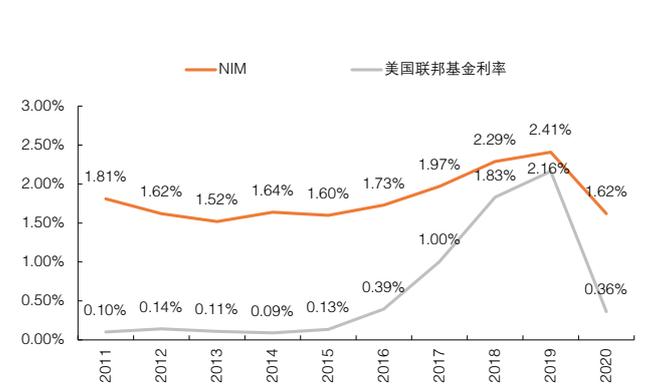
受益于低负债成本，嘉信资产端配置以稳健为主，主要集中于 MBS、政府债和抵押贷款以获取稳定收益。嘉信的资产配置主要包括、资产证券化产品、债券、两融、银行贷款等，其中 MBS 和 ABS 占比超 60%。生息资产的收益水平受市场利率水平波动的影响较大，这也会很大程度对净息差带来扰动。从过去几年来看，嘉信 2015-2019 年净息差的提升受益于整体经济改善推动的市场利率上行，但 2020 年在疫情冲击下，市场利率的大幅下行对嘉信的息差也带来了冲击。

图表11 资产端投向以稳健为主



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 嘉信理财净息差与市场利率正相关



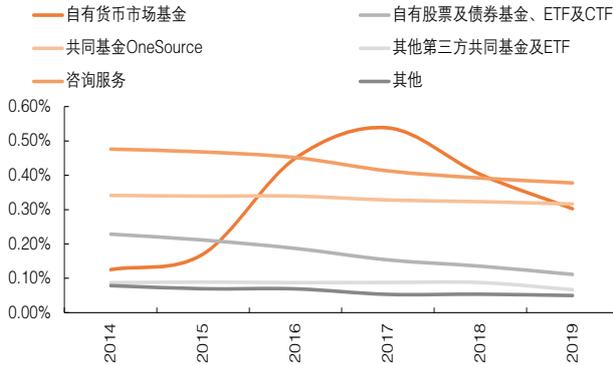
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 资产管理收入源自基金销售和咨询服务两大板块

基金销售：基金来源分为自营和第三方基金，自营包括货币市场基金、股票及债券基金、ETF 和 CTF，第三方基金分为共同基金 OneSource 平台和其他第三方基金。基金是客户资产的重要组成部分，2019 年基金销售的费率为 0.16%，其中自营基金整体平均费率降低，主要因为低管理费率的 ETF 规模和占比提升。

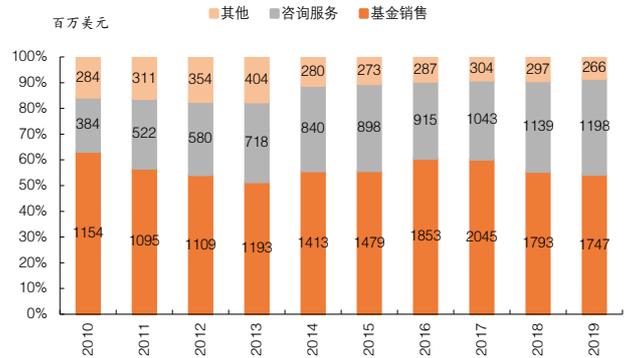
咨询服务：咨询服务对资管收入的贡献保持增长态势，且收费项目常年保持在 0.5%的稳定水平，平均费率有所降低主要是因为免收费项目的客户资产占比由 2014 年 9%已提升至 2019 年 22%。

图表13 代销基金平均费率水平整体呈现下行趋势



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表14 咨询服务收入占比提升



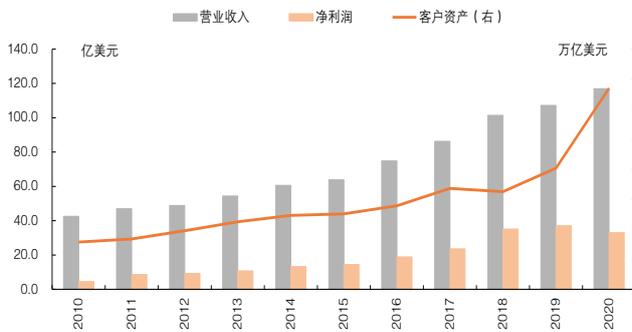
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 同业比较: 业务稳健扩张, 盈利能力优于同业

■ 嘉信差异化的业务模式推动了过去长时间规模和收入的稳定增长

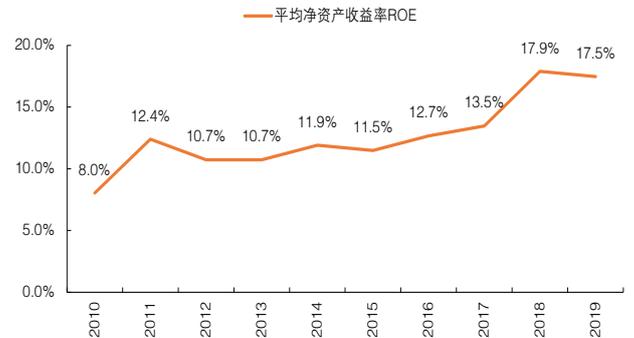
截至 2019 年末, 嘉信管理的客户资产规模突破 4 万亿美元, 实现营业收入 107 亿美元, 净利润 35 亿美元, 对应的过去 10 年复合增长率 (CAGR) 达到 6.8%/7.0%/和 16%。于此同时, 嘉信的盈利能力在期间大幅提升, 嘉信 ROE 由 2010 年的 8%持续提升至 2019 年的 17%左右, 明显优于对标金融同业。

图表15 嘉信理财营收、净利润、AUM三者均保持稳增



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表16 嘉信理财 ROE 逐年提升

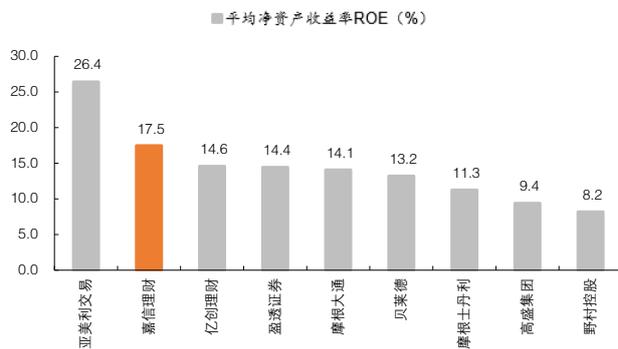


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 与传统领先金融机构和证券经纪商进行横向比较, 嘉信理财的盈利表现突出

我们选取了美国主流的传统综合型投行和证券经纪商与嘉信进行比较, 对比来看, 嘉信理财 ROE 处同业领先, 同时收入的稳定性优于同业。伴随着财富管理转型, 嘉信理财早已由依赖佣金转变为主要受客户资产驱动的收入, 对市场周期波动更加“免疫”。

图表17 嘉信理财 ROE 处于同业领先水平 (2019年)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表18 嘉信营收增速波动幅度受市场影响更小

营收YoY	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
嘉信理财	4%	11%	11%	5%	17%	15%	18%	6%
摩根士丹利	-19%	24%	6%	3%	-1%	10%	6%	3%
高盛集团	19%	0%	1%	-2%	-9%	5%	12%	-1%
摩根大通	4%	3%	-6%	-1%	1%	4%	10%	6%
亚美利交易	-4%	5%	13%	4%	2%	10%	48%	10%
盈透证券	-17%	-5%	-3%	14%	17%	22%	12%	2%
亿创理财	-3%	2%	13%	-17%	42%	21%	17%	-1%
贝莱德	3%	9%	9%	3%	-2%	12%	14%	2%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 盈利能力的优异主要来自 AUM 与经营效率的驱动

具体拆分 ROE 我们能够发现嘉信的高盈利主要源自两方面因素: 1) 优于同业的客户 AUM 的沉淀: 主要体现在嘉信更高的表内杠杆和利差水平, 得益于持续扩张的客户 AUM 以及由此沉淀的稳定负债; 2) 优于同业的经营效率: 主要体现在更好的收入成本比, 得益于嘉信开放式业务模式和近年来业务线上化的趋势带来的集约化。以上两方面因素我们会在第二部分具体展开。

图表19 嘉信理财的领先盈利能力主要来自 AUM 和经营效率驱动 (2019年)

社邦分解	嘉信理财	贝莱德	摩根士丹利	摩根大通	高盛集团	亚美利交易	亿创理财	盈透证券
利息收入/A	2.6%	0.0%	2.0%	3.2%	2.3%	4.1%	3.3%	2.6%
利息支出/A	0.4%	0.0%	1.4%	1.0%	1.8%	0.4%	0.4%	1.0%
利息净收入/A	2.2%	0.0%	0.5%	2.2%	0.5%	3.8%	2.9%	1.6%
非息收入/A	1.4%	8.9%	4.2%	2.2%	3.3%	11.0%	1.6%	1.3%
投行、做市类收入/A	0.0%	0.0%	2.0%	0.8%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
佣金收入/A	0.2%	0.0%	0.4%	0.0%	0.3%	4.9%	0.7%	1.1%
费用收入/A	1.1%	8.1%	1.7%	1.2%	0.6%	5.7%	0.9%	0.0%
其他非息收入/A	0.1%	0.8%	0.1%	0.2%	0.6%	0.4%	0.0%	0.2%
费用支出/A	2.0%	5.3%	3.4%	2.7%	2.7%	7.6%	2.5%	1.2%
员工薪酬/A	1.1%	2.7%	2.2%	1.3%	1.3%	3.3%	1.1%	0.4%
租金设备、折旧摊销/A	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	1.3%	0.4%	0.1%
其他费用/A	0.6%	2.6%	1.1%	1.2%	1.1%	3.0%	1.0%	0.7%
税费/A	0.4%	0.8%	0.2%	0.3%	0.2%	1.8%	0.6%	0.1%
ROA	1.3%	2.8%	1.1%	1.4%	0.9%	5.4%	1.5%	1.6%
权益乘数(平均)	13.92	4.79	10.66	10.25	10.67	4.87	9.65	8.76
ROE	17.5%	13.2%	11.3%	14.1%	9.4%	26.4%	14.6%	14.4%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、 嘉信理财的取胜之匙： 低价+开放+科技

我们认为嘉信理财能够通过短短几十年的时间实现从传统零售经纪商向综合财富管理公司的跨越，并能够跻身于当前美国头部的财富管理公司，主要得益于其差异化的战略及业务模式选择，具体可概括为“低价+开放+科技”：

1) 低价：嘉信在过去长时间内降低各类交易佣金费率，成功实现大规模的客户及资产积累，目前客户数和 AUM 排名行业前列，实现了从流量收费向存量收费模式的转变。

2) 开放：嘉信敏锐地把握住了居民财富需求变化的机会，依托其在早期积累的客户资源，通过推出开放式的投顾服务平台和 One source 基金平台等创新业务，将自身打造成为流量入口，同时为投资者和机构客户提供服务，成功将服务外延扩展至财富管理领域。受益于非交易类业务的发展，目前基金和投顾类业务产生的 AUM 已经占到了嘉信整体 AUM 的 40%，实现了客户从量到质的转变。

3) 科技：嘉信对于科技的应用和投入同样处于行业前列，在提升获客能力的同时改善经营效率，相比同业，嘉信的单位产出处于领先水平，这也使其收入成本比保持优异。

2.1 低价战略贯彻始终，沉淀客户及 AUM

嘉信理财自公司发展初期就把如何获客放在更突出的位置。1975 年 5 月，美国取消了固定经纪佣金制度，当时大多数零售经纪公司纷纷提高一般投资者的佣金率为机构投资者买单。唯有嘉信理财选择低价战略，下调了所有客户的佣金费率，吸引众多投资规模较小、价格敏感度高的零售投资者，转型为折扣经纪商。

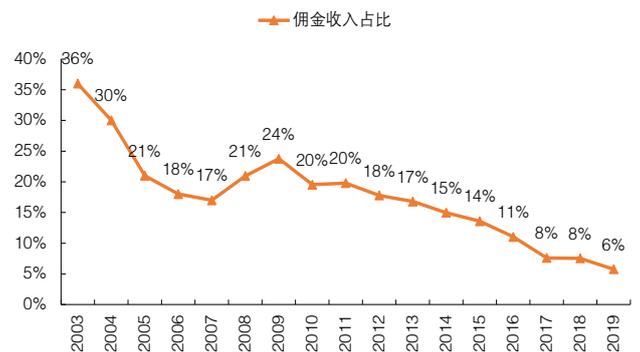
需要注意的是，作为一家零售经纪商，当时交易佣金是嘉信最主要的收入来源，费率的下调对收入的负面影响显而易见。但嘉信率先开启低价战略，以获客为第一目标。从目前来看，低价战略为嘉信积累了大量的客户，为而后的发展奠定了基础。嘉信将低价战略贯彻始终，先后又取消了养老金账户、ETF 等产品的交易佣金，从收入结构来看，目前佣金收入近占嘉信所有收入的 6%，明显低于对标同业。

图表 20 嘉信理财始终实行低佣策略拉拢客户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 21 佣金收入占比持续下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

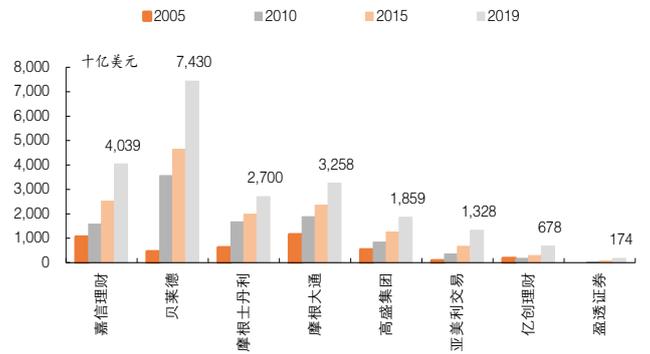
在低价战略的影响下，嘉信理财迅速占领了市场对于价格敏感的大众零售人群，由此换来了客户数与 AUM 的同步增长，过去 10 年 AUM 的复合增速保持在 11%，客户数的增长也依然保持在 5% 以上。同时，无论在与头部综合性投行抑或是其他零售经纪商的比较中均保持领先。

图表22 户均资产及客户数量同步增长共同推升 AUM



资料来源:公司公告,平安证券研究所

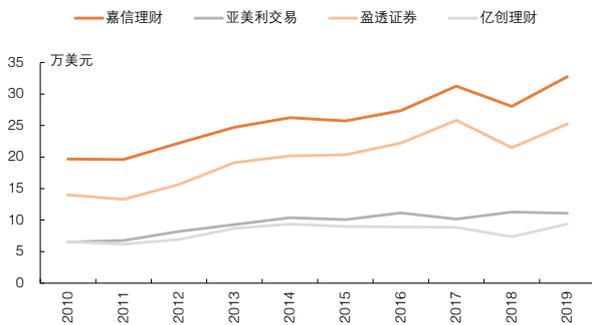
图表23 嘉信理财 AUM 规模位居美国领先金融机构前列



资料来源:公司公告,平安证券研究所

嘉信的客户主要定位于大众零售客群,与传统金融机构相比,嘉信理财因客户层级差异户均资产较低,但嘉信大力发展客户量级,账户数是摩根士丹利的4倍。与互联网金融机构相比,嘉信理财户均资产显著高于其他上市零售经纪商平均水平(15万美元),且差距逐渐拉大。

图表24 嘉信理财户均资产高于其他零售经纪商



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表25 嘉信理财户均 AUM 低于头部综合性机构



资料来源:公司公告,平安证券研究所

最终,大量的客户资产留存使得嘉信实现了从流量收费模式向存量收费模式的转变,AUM通过利息收入和资管收入实现了变现,目前这两部分收入占到了嘉信整体收入比重的90%。

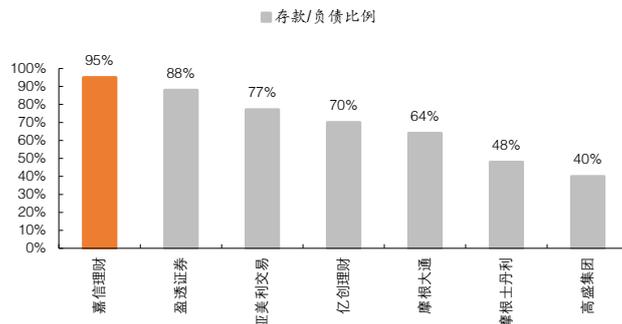
- 1) 资产管理收入:** 嘉信理财通过早期经纪业务、共同基金平台和退休金计划等等积累了大量的长期客户,这些客户很快流向了嘉信理财的核心业务——财富管理,成为平台产品的主要消费人群,日积月累的AUM产生资产管理费用收入。
- 2) 利息收入:** 嘉信理财通过AUM积累转换为负债中的低息存款,低息存款被利用起来进行投资产生利息收入。

图表26 嘉信理财基于 AUM 的收入模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 嘉信理财低息负债占比较高（2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 打造开放式平台，实现客户从数量向质量的二次跃迁

如果说低价战略帮助嘉信实现了客户积累从 0 到 1 的跨越，那在上世纪 80-90 年代开放式业务模式的构建则帮助嘉信实现了客户从量向质的又一次跃迁。嘉信通过降低交易佣金虽然实现了客户的增长，但并没有改变业务模式单一的问题，嘉信依然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。

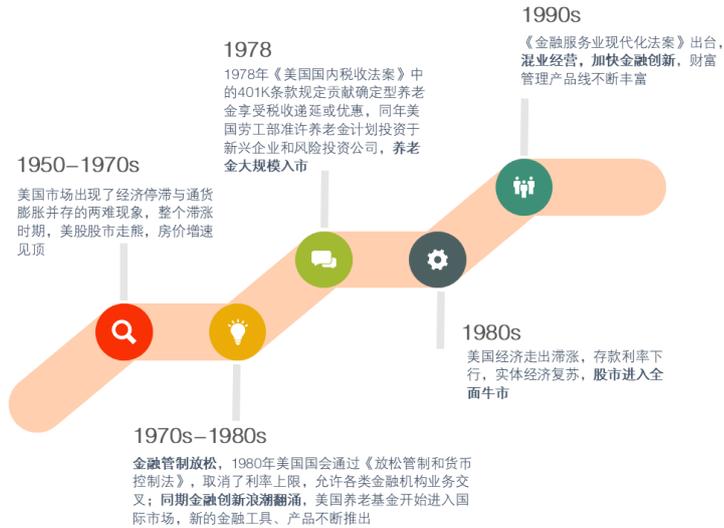
此时，整个金融市场环境的变化给嘉信带来了机会。从上世纪 70 年代后期开始，美国开始进入到新一轮的金融自由化浪潮，其中业务管制逐步放松，尤其是 401K 条款的推出极大推动了以养老金为代表的机构投资者的出现。与此同时，当时国内经济在里根时期改革政策的推动下逐步从石油危机的衰退中走出，股市的长牛行情也推动了个人投资者参与资本市场的进程。在此背景下，嘉信敏锐地把握住了居民财富需求变化的机会，依托其在早期积累的客户资源，通过推出开放式的投顾服务平台和 One source 基金平台等创新将业务，将自身打造成为流量入口，同时为投资者和机构客户提供服务，成功将服务外延扩展至财富管理领域，大幅提升客户金融服务的丰富性，使得客户从量向质的提升。

■ 美国在上世纪 80-90 年代迎来机构投资者发展的第一座高峰

进入 70 年代后期，政府逐步放松金融管制，1980 年美国国会通过《放松管制和货币控制法》，取消利率上限，允许各类金融机构业务交叉；同期金融创新浪潮翻涌，新的金融工具、产品不断推出，衍生品交易规模迅速扩大，结构化产品持续发展。到 1999 年，《金融服务现代化法案》颁布，美国全面进入混业经营时代，商业银行开始将财富管理与证券、信托、基金等业务结合起来，另类投资兴起并逐渐成为高端客户财富管理的主流产品，银行为财富管理客户提供的产品线愈发丰富，间接促进了财富管理市场的发展。

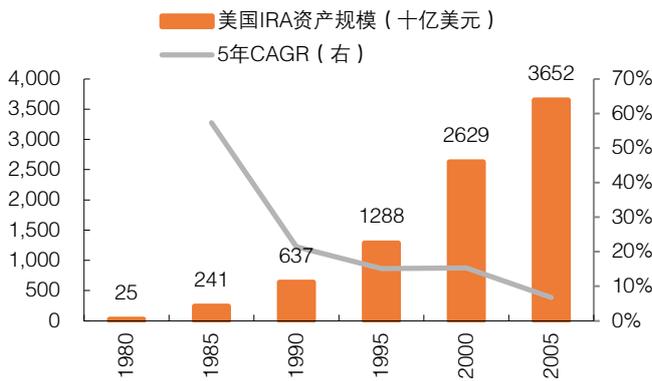
401K 计划推出，鼓励中长期资金入市。1978 年《美国国内税收法案》中的 401K 条款规定贡献确定型养老金享受税收递延或优惠，养老金规模迅速扩张，同年美国劳工部准许养老金计划投资于新兴企业和风险投资公司，以 DC 计划和 IRAs 为主的养老金逐渐成为美国长期共同基金的重要资金供给方，在鼓励中长期资金入市的监管环境下开始加大对股票型共同基金的配置比例。历史经验表明资本市场的健康发展需要长期稳定的资金，养老金的入市带动机构投资者占比大幅提升，为美国股市后来的长牛奠定了基础。

图表28 美国从1970年开始金融管制的放松阶段



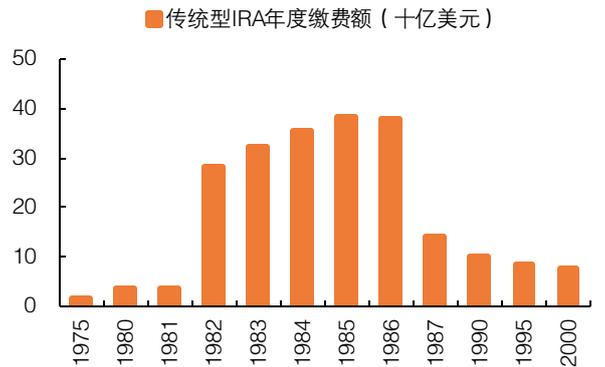
资料来源：政策文件，平安证券研究所

图表29 美国养老金制度放开，IRA资产规模快速提升



资料来源：美国投资协会，平安证券研究所

图表30 1982-1986年美国IRA参与者缴费活跃



资料来源：美国投资协会，平安证券研究所

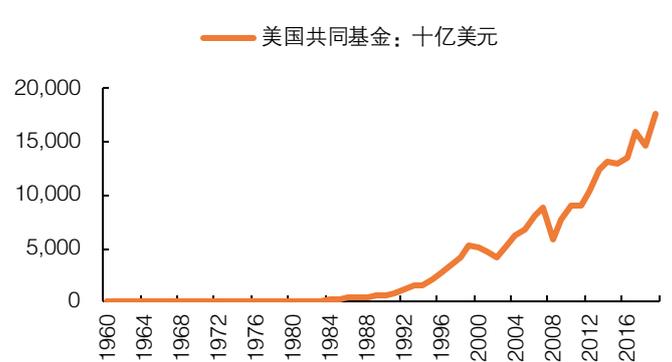
经济走出滞胀、低利率环境下股市长牛，加速居民资产向权益类迁移。进入80年代，美国经济逐步走出滞胀，政府在产业政策方面积极推进科技发展，并从融资端支持新兴产业的扩张，鼓励股权投资，货币政策环境宽松，该阶段宏观经济增速稳定，伴随着通信、电子、医药等新产业的崛起，企业盈利全面改善，经济走势向好与政策呵护下美国股市迎来长达20年的长牛，股票市场的持续繁荣使得居民对于权益类资产的偏好显著提升。在政策和经济两方面积极因素的推动下，美国居民财富管理市场迎来权益市场的高速发展阶段。

图表31 1980-2000年 美国股市历史上最长牛市



资料来源：美国投资协会，平安证券研究所

图表32 美国共同基金在 90 年代迎来第一个爆发期



资料来源：Wind，平安证券研究所

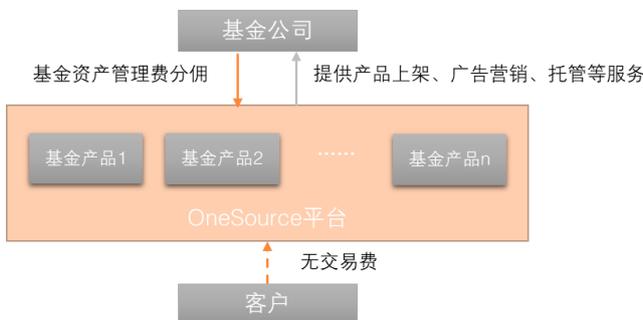
■ 嘉信理财敏锐捕捉客户财富管理需求由单一向多元的转移，陆续推出基金超市和投顾服务

1) 共同基金业务：1992年，嘉信瞄准共同基金的需求，率先推出 OneSource 共同基金超市，有别于当时传统的基金销售模式，嘉信凭借其客户资源优势，将不同资管机构的基金产品都放在平台销售，OneSource 平台免去投资者的申购费和交易费，转而向基金公司收取过去由客户承担的手续费，作为回报向其提供上柜空间、营销广告和会计服务。嘉信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，最终改变了美国共同基金产品的销售模式。在平台推出初期，嘉信平台的基金开户数就从 1991 年的 83 万户增长到 1992 年 200 万户。

2) 投资顾问服务：1995年，嘉信理财推出“顾问资源 (Advisor Source)”项目，尝试为更多独立金融咨询公司提供服务。一个金融顾问一般控制十到几百个人账户，嘉信认为顾问是获得零售客户最有效的途径。**2001年，嘉信获得 5800 个投资顾问带来的 2350 亿美元的客户资产，如今嘉信服务的投资顾问公司达到 1.3 万家。**该项目不仅填补嘉信在顾问服务上的缺口以适应客户对咨询的需求，也成为嘉信联系投资者的独特渠道。

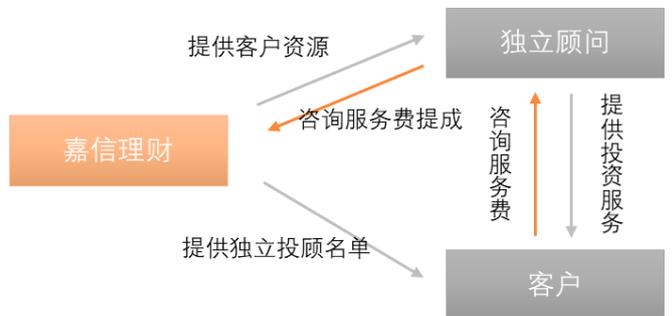
3) 个人退休账户：嘉信于 1982 年推出 IRA 账户服务后，于 1992 年直接取消 IRA 年费，客户资产规模大幅增长，为其后期建立综合金融平台打下基础。

图表33 OneSource 提供一站式基金交易服务增强粘性



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 嘉信理财通过独立投资顾问留住客户



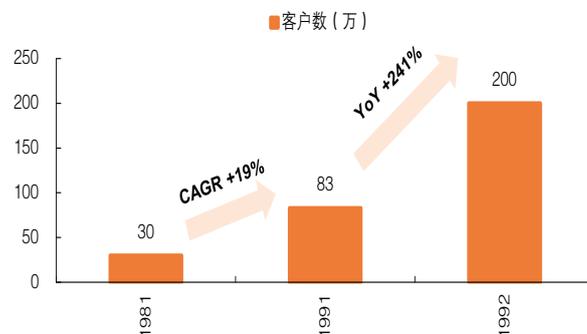
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 嘉信理财取消IRA年费后客户资产增长54%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 嘉信理财共同基金超市获客效果显著



资料来源：《嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》，平安证券研究所

如今，嘉信理财已经发展成为综合金融服务的领导者。在投资者服务方面，嘉信既提供经纪交易服务，也提供如基金代销、投资咨询等非交易类服务，充分满足各类型投资者的需求，在2020年面向自主投资者和寻求指导的投资者满意度调查中分别排名第一、第二。

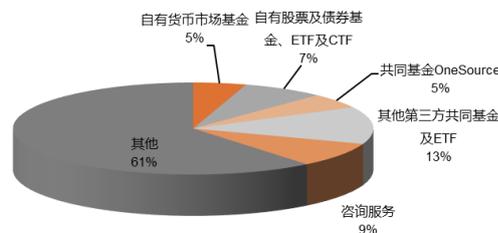
从目前嘉信的AUM结构能够看到，受益于非交易类业务的发展，目前基金和投顾类业务产生的AUM已经占到了嘉信整体AUM的40%，在提升了客户粘性的同时改善了AUM结构。

图表37 投资者满意度调查中，嘉信理财位列全美第二



资料来源：J.D. Power，平安证券研究所

图表38 嘉信客户资产中基金和投顾服务占四成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

与主要竞争对手相比，嘉信金融服务的综合化程度更高，并具备咨询服务、线下布局方面的优势。嘉信拥有1233万经纪账户和超过16000只共同基金，共同基金数量已超过90年代美国最大的共同基金公司富达投资，免佣金的ETF数量也较多。鉴于美国线上股票、ETF和期权交易已经实现零佣金，从需要经纪人协助的交易看，嘉信每笔收费最低。客户服务方面，大多数经纪商都拓展了线上线下多种服务渠道，嘉信因初期的发展特点拥有更多的线下网点、提供良好的咨询服务，盈透证券不提供顾问服务。

图表39 嘉信理财与美国主要竞争对手对比

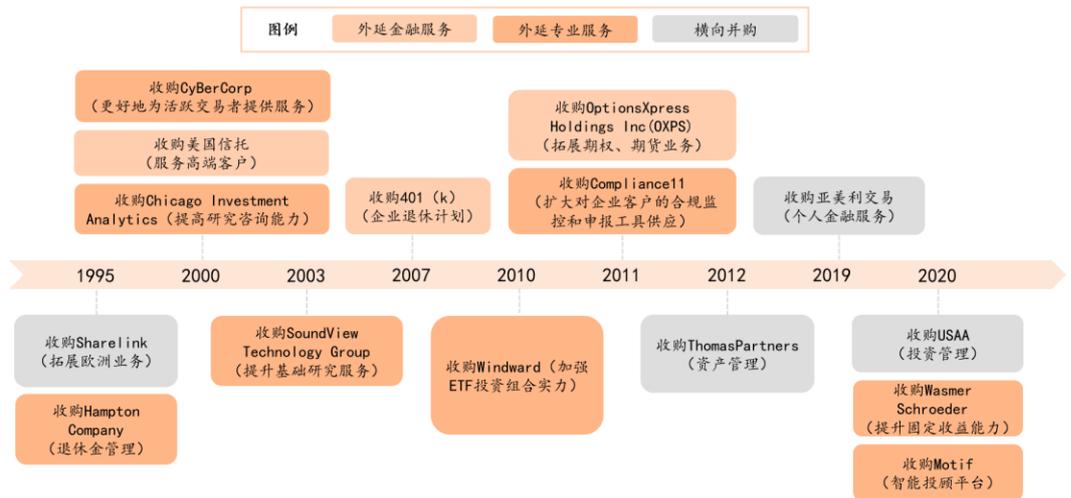
公司名称	嘉信理财	亚美利交易	亿创理财	盈透证券	富达投资
经纪账户数量(万)	1233	1197	69	723	2300
经纪人佣金(美元/笔)	25	45	25	30	33
免佣金的ETF数量	2000	2300	250	120	100
共同基金数量	16,000	13,000	9,000	37,000	10,000
顾问服务	√	√	√	×	√
期货交易	√	√	√	√	×
国际交易	√	√	×	√	√
零售网点数量	360	261	30	0	200

资料来源：公司公告，Stockbrokers.com，平安证券研究所

此外，嘉信理财还积极精确地进行外延并购提升其服务能力和产品能力，不断提升客户资产规模。

- 1) 通过收购美国信托、OXPS 和 401(k)拓展信托、期权期货和企业退休计划业务，丰富金融业务条线；
- 2) 通过 Windward、Motif 等科技公司和 Chicago Investment Analytics、SoundView 等研究咨询公司，提高包括 ETF 在内多方面的投资管理能力和从基础咨询到智能投顾各维度的研究能力，使服务更加便捷、专业
- 3) 通过横向并购亚美利交易、USAA 等竞争对手扩大规模，成功提升了经营效率并实现客户数量、客户资产等体量上的增长。

图表40 嘉信理财外延并购历程



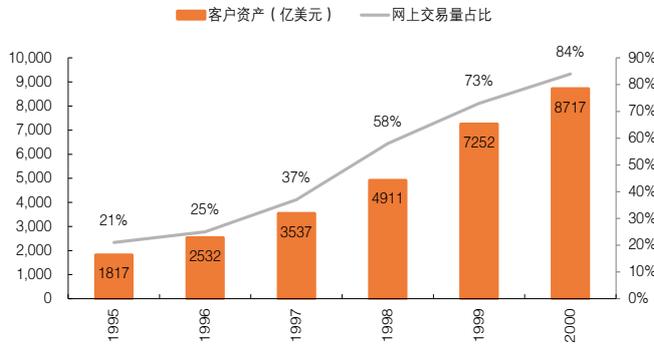
资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.3 科技赋能，开源节流双管齐下

90年代中期开始，亿创理财等小型公司已经开始通过互联网服务公司提供股票交易，嘉信理财面对新机遇敏捷反应，于1995年推出Schwab.com网站，于1996年推出eSchwab服务。嘉信凭借早期技术积淀迅速开发出互联网服务，并与公司的已有业务有机整合起来，破除了线上线下的双轨。通

过这次转型嘉信理财在业内树立起创新驱动的形象，互联网服务有效增强了客户体验、降低了服务单客的成本，实现了客户账户数和资产规模的迅速累积。

图表 41 嘉信理财在推出线上服务后资产规模快速提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

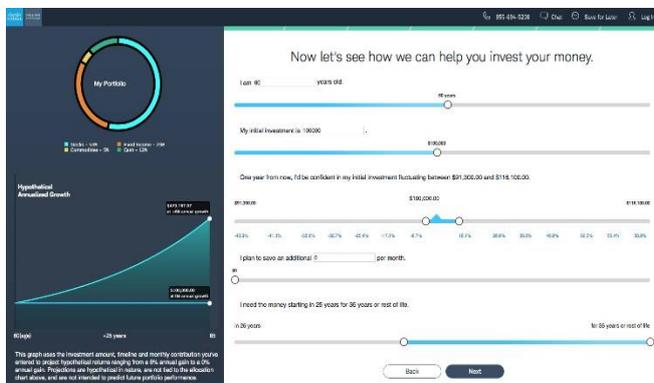
图表 42 嘉信理财提供多渠道服务



资料来源：美联储，平安证券研究所

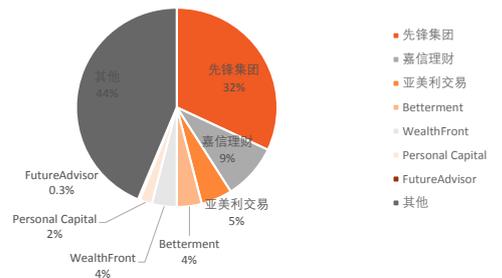
进入 21 世纪以来，互联网市场竞争加剧、居民财富管理需求旺盛，嘉信转型全品类综合金融服务商，通过技术革新辅助业务的多元化。为迎合客户智能化投资需求，嘉信于 2015 年推出智能投顾平台 Schwab Intelligent Portfolios，上线 3 个月获得了 24 亿美元的资产规模和 3 万个账户。截至 2019 年 6 月，嘉信理财在美国智能投顾市场的 AUM 份额达 9%，仅次于先锋集团。

图表 43 嘉信智能投顾 Schwab Intelligent Portfolios



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表 44 嘉信理财智能投顾市占率达 9%



资料来源：公司官网，平安证券研究所

嘉信理财尤其看重创新，在成立初期便将第一笔利润全部投入业内首个经纪操作系统 BETA 的研发，后又顺势积极开拓互联网交易和智能投顾并取得成效。嘉信持续的技术革新和及时的适应转型带来了良好的经营效率，伴随客户的不断增长，较低边际费用将支持嘉信 AUM 有效变现。

图表45 嘉信理财从始至终重视自身数字化发展

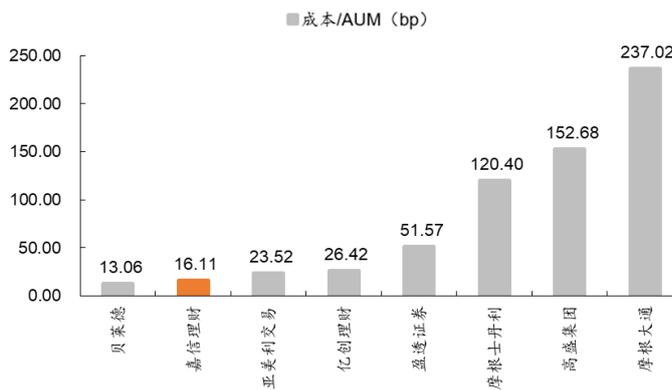


资料来源：公司官网，宁圣企业管理研究院，平安证券研究所

嘉信单客户资产成本处行业较低水平。嘉信因维持线上运营和平台定位，省去大量员工薪酬、网点设置的成本，成功实现降本增效。通过线上转型，嘉信借机巩固了一个成本更低的营销渠道，线上化投入迎来回报期。除此之外，嘉信将投资咨询服务外包给第三方独立投顾，无需培养专业投顾团队，也能免去大规模成本投入。

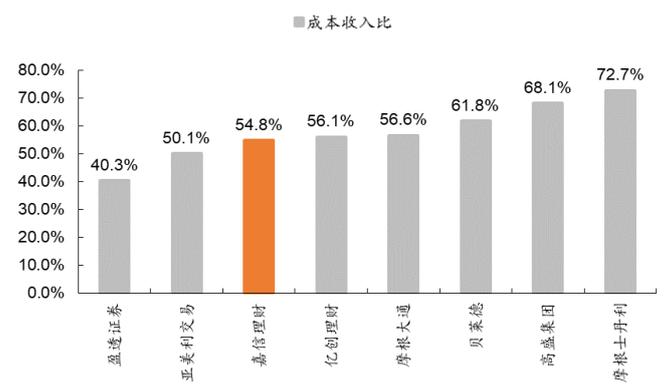
嘉信的单员工管理资产仅次于专业的资产管理公司贝莱德，可见其在该行业优异的客户服务效率。嘉信实现了如基础客服、基金筛选甚至投资管理等多方面的自动化，技术为其客户服务有效赋能。嘉信的单分支机构创利处行业领先。与互联网经纪商相比，在转型前嘉信主要开展线下分支机构业务，网点相对较多；与传统大型金融机构相比网点更加轻型化。

图表46 嘉信理财单位客户资产的成本费率为 0.16%



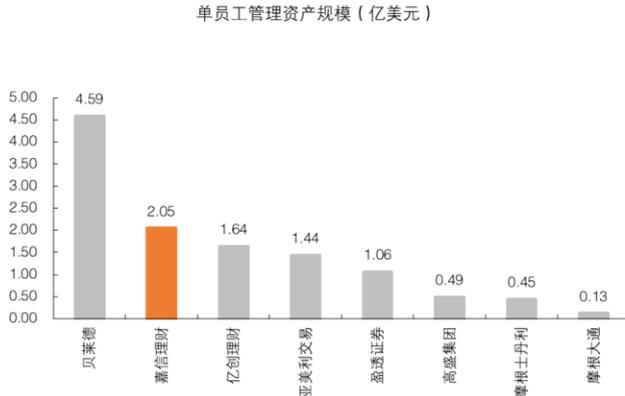
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 嘉信理财单分支机构创利高



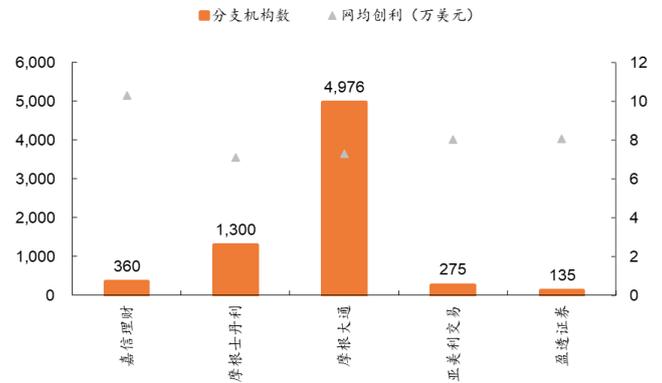
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 嘉信理财单员工管理资产达2亿美元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表49 嘉信理财单分支机构创利高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、对传统金融机构的借鉴:开放获客，夯实壁垒

虽然美国金融业混业经营的环境与国内（分业监管）的情况不同，金融机构间的竞争环境也有所差异，但我们认为上世纪 80-90 年代美国居民财富配置需求变迁的历史背景以及嘉信在竞争中所表现出的优劣势与国内市场有不少共通之处，值得我们借鉴：

- 1) 参考美国上世纪 80-90 年代，预计未来 5-10 年国内居民权益类资产配置需求将步入上升期，尤其是以公募基金为代表的间接投资提升幅度最大（美国从 1990 至 2000 年间，权益产品配置比重提升 20 个百分点），传统金融机构需加大对非存款 AUM 的获取，以嘉信为例，AUM 不仅仅直接带动了财富管理收入的增长，更是间接撬动了大量低息的活期存款沉淀。
- 2) 对于非高净值的大众财富客群而言，传统金融机构将迎接互联网平台型机构的挑战。在国内，过去几年我们也看到了以蚂蚁为代表的众多非金融主业的互联网平台型公司采取了与嘉信类似的模式进入到了财富管理市场，发展势头迅猛。对传统金融机构而言，未来不仅需要做好内部获客渠道的经营，如何通过更为开放的模式，将更多公域流量进行对内转化或将成为突破的关键。
- 3) 传统金融机构依靠专业化服务和积累的品牌优势，在高净值客群上的竞争优势有望保持。从海外市场来看，以 UBS、瑞信为代表的传统金融机构在高净值客户 AUM 上多年来始终保持前列。与大众客群不同，高端客户需求不仅局限在简单的购买产品和交易服务，包括财富传承、税务法务咨询、长期财务规划等其专业服务能力同样重要，与传统金融机构的资源禀赋更为匹配。

3.1 国内居民财富配置重构大势所趋，关注权益资产需求提升

■ 参考美国上世纪 80-90 年代，预计国内居民权益类资产配置需求将步入上升期

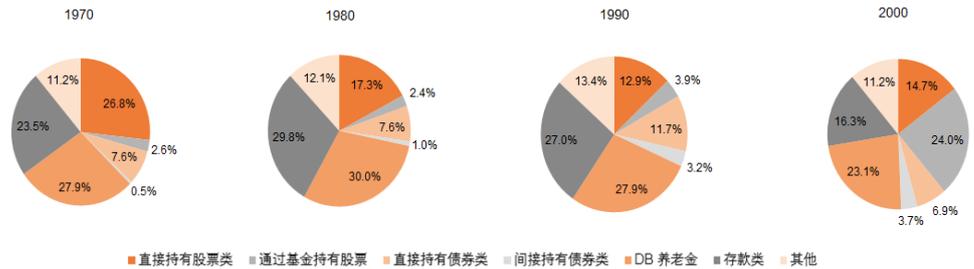
我们认为美国在上世纪 80-90 年代所发生的居民财富配置的重构对国内存在一定参考价值。如第二部分中所提到的，美国在上世纪 80-90 年代，金融市场鼓励创新的环境以及股市的长牛对居民财富的配置带来了显著影响。具体表现为以下两个方面：

- 1) 大类资产配置中，呈现了实物资产占比下降，金融资产占比上升。居民资产逐步由房地产资产加

速向金融资产迁移，房产类资产在居民资产的占比在 90 年代末较 70 年代末占比下降了近 10 个百分点，而居民金融资产的扩容，直接带动了财富管理需求的提升。

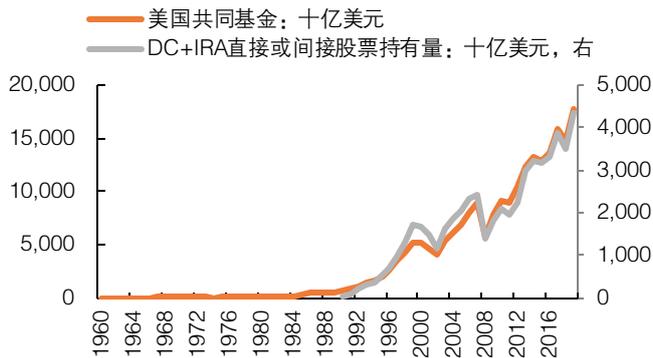
2) 金融资产配置中，权益类资产占比提升，且主要以类似基金投资的间接投资提升为主。该阶段居民通过共同基金、DC 养老金、寿险产品等间接持有股票在整个居民金融资产账户占比大幅提升至 20.5%(1980 年仅为 1.7%)，规模提升接近 7 万亿美元，美国居民财富管理市场迎来权益市场的高速发展阶段。

图表 50 居民金融资产中存款占比下降，权益资管产品占比提升



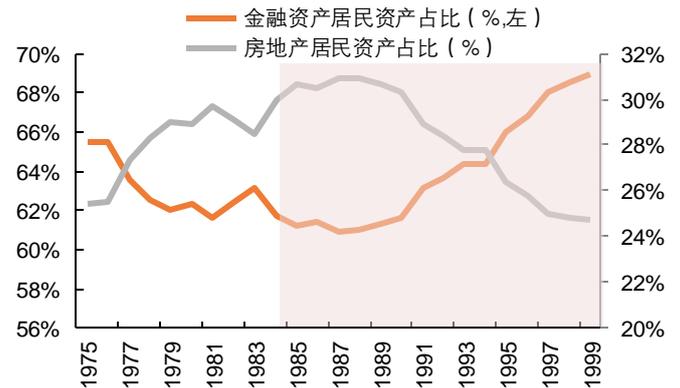
资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所
注: 间接持有主要通过共同基金、DC 养老金、寿险产品持有该类型资产, 存款类包括现金、银行存款、货币基金

图表 51 养老金大规模入市，共同基金规模大幅增长



资料来源: ICI, CEIC, 平安证券研究所
注: 间接持有股票方式主要为通过共同基金持有

图表 52 居民资产加速由房产向金融资产迁移

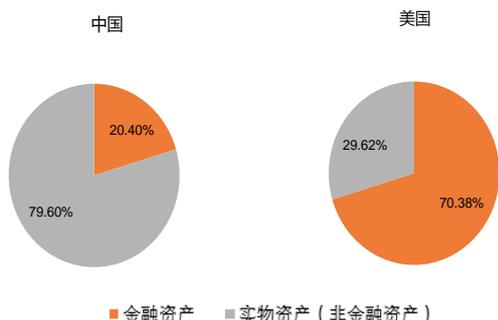


资料来源: BEA, 平安证券研究所

结合目前国内居民的财富结构,我们认为中国目前所处的时间阶段与美国 80-90 年代初的时间窗口,站在 5-10 年的中长期维度上,我们预计国内居民财富配置中权益类资产比重将会有明显抬升。

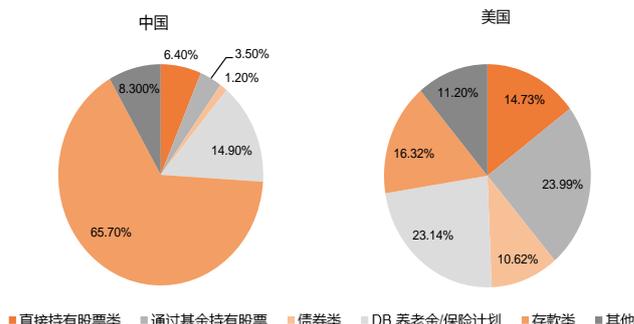
- 1) 目前国内对比美国,权益类资产的发展空间依然巨大,美国目前权益类资产在居民总资产占比中约为 30%,而根据央行调查统计司的研究,国内仅为 10%左右。
- 2) 国内居民过去资产集中在存款以及房地产,目前资管新规影响下,银行理财净值化转型刚兑预期打破且收益率承压,宏观经济增速放缓、房价增速见顶,居民投资房地产的收益率显著下降;
- 3) 经济动能切换,监管不断推动间接融资向直接融资转型,将资本市场改革摆在了突出的位置,积极鼓励居民通过基金等产品参与资本市场投资,可以看到过去几年证券类基金产品管理规模大幅增长;同时不断引导海外、险资、社保等中长线资金入市,提高其权益投资上限,这也是美股 80 年代长牛的基础。

图表53 中美大类资产配置比较-2019



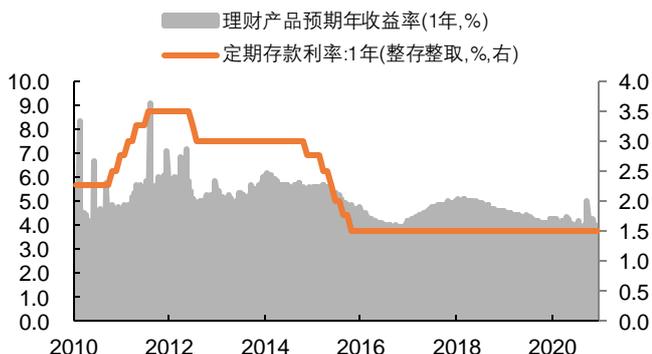
资料来源: 央行, 美联储, 平安证券研究所

图表54 中美金融资产配置比较-2019



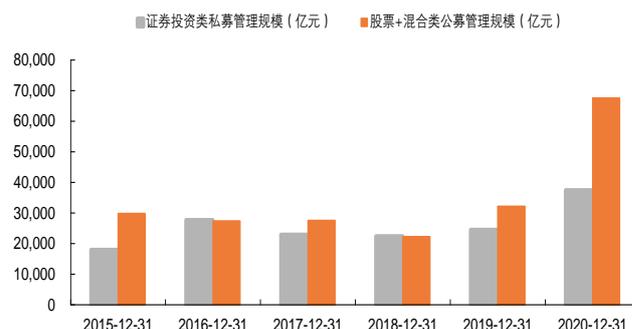
资料来源: 央行, 美联储, 平安证券研究所

图表55 银行理财利率、存款利率走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 权益类资产规模增长快速



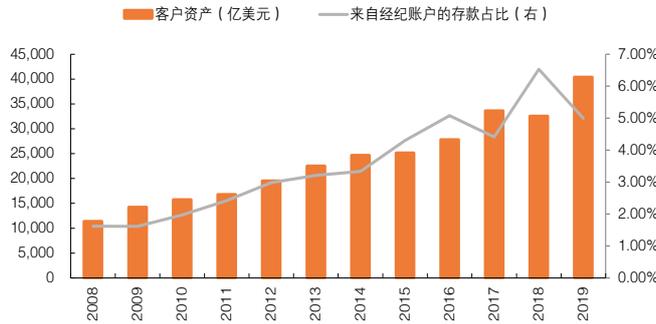
资料来源: 基金业协会, 平安证券研究所

注: 私募基金规模数据为截止 2020 年 11 月披露数据

■ 国内金融机构应更加重视对非存款类 AUM 的获取

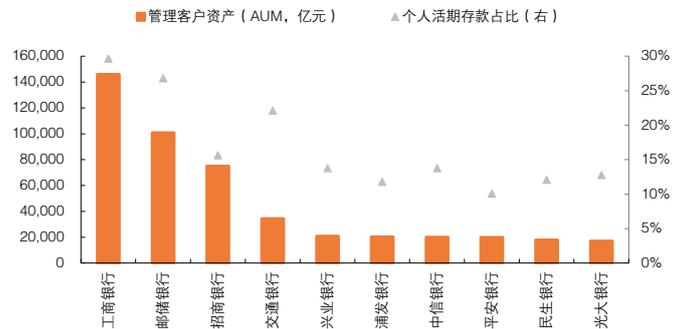
参照美国财富管理市场和嘉信理财的发展经验, 我们可以看到海外领先的财富管理机构, 经历了以代销为主的卖方财富管理模式向以受托管理为主的高阶财富管理模式转变的过程, 随着 AUM 的不断增长, 不仅仅直接带动了财富管理收入的增长, 更是间接撬动了大量低息的活期存款沉淀。因此我们认为以银行为代表的传统金融机构应更加重视非存款类 AUM 获取, 才能在未来权益类产品大发展的时代背景下, 抓住财富管理行业变革的契机。

图表57 嘉信理财低息存款随 AUM 的增长而增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表58 个人活期存款与 AUM 保持正向关系-2019



资料来源：公司公告，平安证券研究所

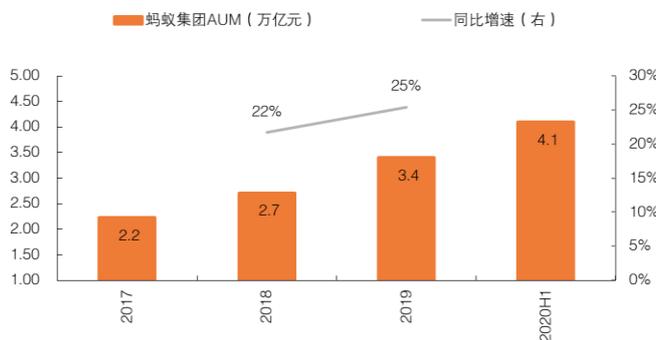
3.2 渠道能力是争夺大众客群的关键，关注新型机构的降维打击

我们认为对于非高净值的大众财富客群而言，相比于专业的资产管理能力，金融服务的可获得性和便利性显得更为重要。站在金融机构角度，渠道能力成为了竞争关键，这也是嘉信能够成功实现弯道超车的原因所在。

嘉信在发展后期很好地扮演了金融服务整合商的角色。相较于传统的大型金融机构，嘉信资产管理能力和提供综合金融服务的专业能力并不具备竞争力，因此其将更多精力放在渠道端能力的建设上，通过开放式的投顾服务和基金销售平台提升了对于大众客群服务的可触达性和便利性，成功地将其客户流量优势转化为资产，这是值得众多传统金融机构所警惕的。

在国内，过去几年我们也看到了很多非金融主业的互联网平台型公司采取了与嘉信类似的模式进入了财富管理市场，发展势头十分迅猛。以蚂蚁为例，截至 2020 年上半年，其 AUM 达到 4.1 万亿，如以非存款类口径比较，这一规模已经超过了国内绝大部分的传统金融机构。

图表59 蚂蚁 AUM 增长迅猛



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表60 非存款类 AUM 比较-2020H(亿元)



资料来源：Wind，平安证券研究所；
注：商业银行的 AUM 剔除个人存款部分

展望未来，各类财富管理市场参与主体对于大众客群的争夺会更为激烈，对于传统金融机构而言，我们认为不仅仅需要关注内部获客渠道的经营，如何通过更为开放的模式，将更多公域流量进行对内转化或将成为突破的关键。

图表61 金融机构自营 APP 月活数据



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表62 互联网平台月活数据明显高于金融机构

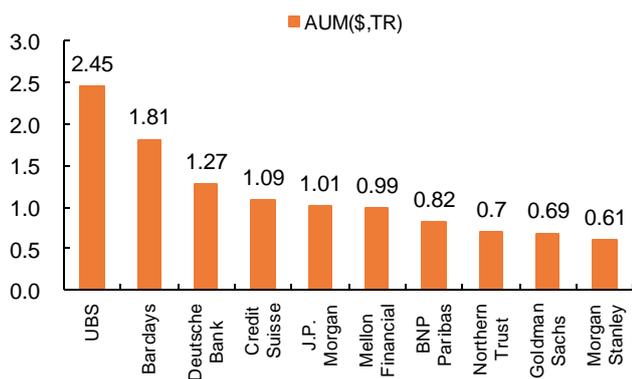


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 传统金融机构在高净值客群上的服务优势依然存在

传统金融机构依靠专业化服务和积累的品牌优势，在高净值客群财富管理份额上始终保持领先。嘉信理财在过去几年的发展历程中，更多将客群定位放在了大众客户实现弯道超车，而在高净值客群服务上并未动摇传统金融机构的市场份额，我们可以看到以 UBS、瑞信为代表的老牌机构，依靠深耕高净值客户和超高净值客户财富管理领域，在客户 AUM 上多年来始终保持前列。

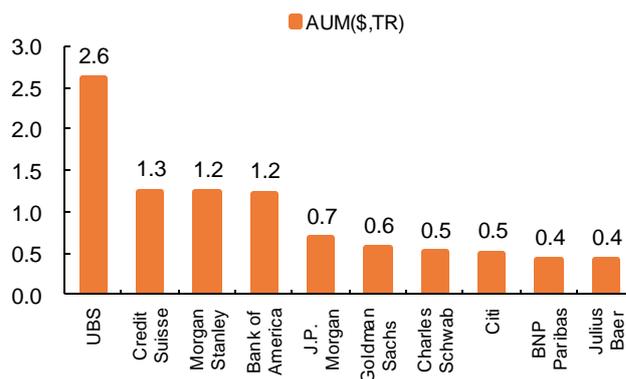
图表63 2005 年财富管理机构 AUM 排名



资料来源：ADVRatings，平安证券研究所

注：剔除了资管类型机构

图表64 2019 年财富管理机构 AUM 排名



资料来源：ADVRatings，平安证券研究所

注：剔除了资管类型机构

与大众客群不同，高端客户需求不仅局限在购买金融产品、下单交易上，其财富管理需求已由追求财富快速增长转向追求财富的稳健、保值和长期收益，对于财富传承、税务法务咨询、长期财务规划等专业服务同样需求旺盛，对财富管理机构提出了更高的专业要求，也会带来更高的利润率。以 UBS 为例，目前 UBS 针对高净值客群需求构建了综合化的服务体系：1) 全权委托类，该部分主要

贡献管理资产 1%-3%的受托服务费；2) 咨询类服务，收取咨询服务费；3) 交易订单执行，主要贡献手续费佣金收入；4) 提供包括抵押、质押等信贷业务赚取利息收入。其中，费率最高的全权委托类 AUM 占比超过 70%。

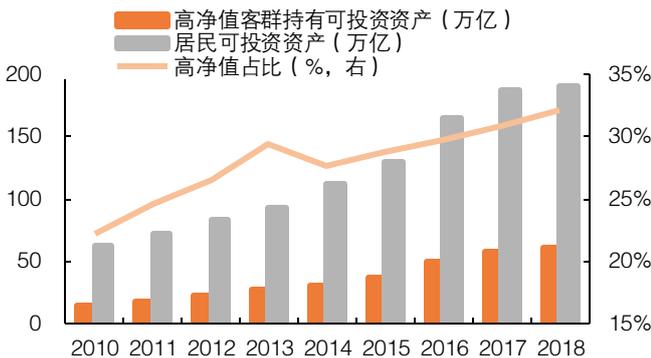
图表65 高净值客户资产管理需求多样化



资料来源：公司官网，公司年报，平安证券研究所

国内高净值客群 AUM 占比不断提升，且需求更综合化、注重品牌优势。目前国内财富进一步向高收入人群迁移，根据贝恩的《中国私人财富报告》数据显示，过去几年高净值客群持有的可投资资产占比持续提升，结合前文对高净值客户多元业务需求和高附加利润的分析，我们认为未来高净值客群仍是财富管理的主要目标。结合海外的经验，高净值客群更看重品牌和综合服务能力，以 UBS 为代表的老牌机构始终保持市场份额领先，目前国内以招行为代表的领先财富管理机构经过多年深耕私人银行领域建立了专业的财富管理服务体系，高净值客户资产规模保持稳定增长。未来国内传统金融机构需要继续挖掘高净值客户的财富管理需求，守住这部分市场的优势。

图表66 国内高净值客群 AUM 占比不断提升



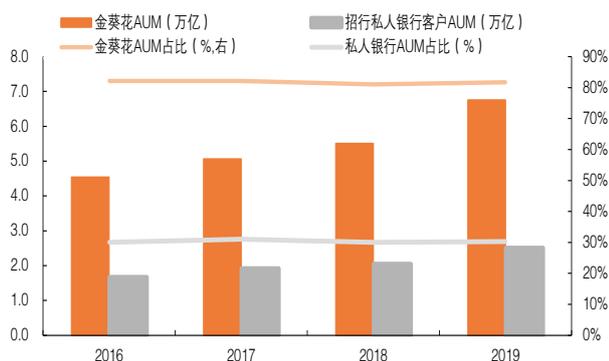
资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所
注：高净值人群定义为可投资资产超过 1000 万元以上

图表67 商业银行受到高净值人群的普遍接受与认可



资料来源：2019/2020 年中国银行业协会私人银行业务专业委员会常单位高净值客户调研问卷，平安证券研究所

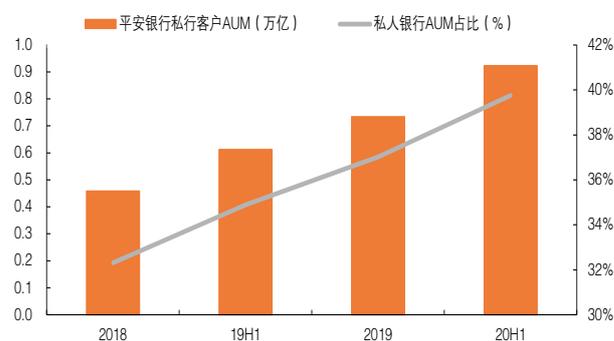
图表68 招行客户资产结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：金葵花客户为月日均资产50万元以上客户，私行客户为月日均1000万元以上客户

图表69 平安银行客户资产结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：私行客户为月日均600万元以上客户

四、风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033