

零佣金时代大幕揭开，境外线上经纪商何去何从

——美国线上经纪商转型发展专题

美国市场在线券商行业业务模式面临零佣金浪潮冲击，客户资产规模效应加强导致行业整合加剧。传统佣金收入利润空间收窄，利息收入、财富管理收入、做市商模式、订单流付款收入成为新的业绩增长动力。

核心观点

- **美国在线券商行业佣金率下滑明显、行业整合趋势明朗：**固定佣金制度废除后，佣金收入占总营收比率不断下降，至 2016 年已接近 10%。近 10 年来，佣金竞争进一步加剧，单笔交易平均佣金收入下滑明显。Robinhood 开启了在线券商的零佣金时代，2019 年，美国在线券商全线免佣。利息收入为主的收入模式下，客户规模重要性凸显，加之混业经营下在线券商成为综合性金融机构获客渠道，史考特证券、亚美利交易、亿创理财先后被收购，行业整合趋势明朗。
- **收入模式转型势在必行，美股在线券商巨头各显神通：**佣金收入占比持续收窄，各券商因“地”制宜，寻找新的增长源泉。**盈透证券：**通过低成本业务模式提升平台交易量，2020 年日均收入性交易达到 211 万笔；借助介绍经纪商模式“引流”国际客户，机构客户占比达到 49%；国际业务支撑佣金收入逆势增长，非利息收入海外占比达 37%。**嘉信理财：**基金销售、投资顾问服务支撑财富管理业务，财富管理业务赛道竞争加剧，基金费率小幅下滑，投顾费率整体稳定；客户资产助力资金沉淀低成本化，付息负债中超八成来自银行投金，净利差高于同行，加强利息收入利润空间；多年来不断外延并购，规模效应降低单位客户资产成本。**Robinhood：**零佣金口号吸引年轻客群，用户规模与交易量增长迅速；2021 年来加密货币业务新增 600 万客户，助力主业获客新渠道；依靠高交易量向做市商收取订单流付款（PFOF），期权订单成 PFOF 收入主要来源。
- **量体裁衣，跨境在线券商业务模式展望：**境内可投资资产增加，境外资产配置需求强大、个人资本项下业务有望放宽，境外证券经纪行业前景广阔，佣金收稳步增长。TMT 行业基因、人力资源优势、美股打新功能、社区功能助力富途、老虎在获客上更具有竞争优势。富途已完成清算牌照搭建，老虎已开始自清算业务模式，订单流付款有望成为美国市场交易性收入主要来源。完全自清算之后，可通过介绍经纪商模式开展对机构服务，获得更多的资金与券源。合作顶级机构开展基金代销，财富管理业务宏图初现，有助于低成本沉淀资金提升利息收入。

投资建议与投资标的

- 在美国市场零佣金浪潮之下，利息收入、财富管理、订单流付款收入、基于介绍经纪商模式下的国际业务发展将成为美国在线券商业务的转型方向，已出现嘉信理财、盈透证券、Robinhood 等成功案例值得成长性券商借鉴。在个人资本项下业务放宽背景下，中国投资者境外投资规模有望大幅提升，跨境在线券商有望迎来新的业绩亮点。建议重点关注深耕中国投资者的跨境在线券商**富途控股(FUTU.O, 买入)、老虎证券(TIGR.O, 买入)**。

风险提示

- 订单流付款或面临美国证监会监管；财富管理业务赛道竞争激烈；免佣金浪潮或扩展至美国以外客户群体；个人项下业务限制放宽尚处于研究阶段，正式放开或有待时日。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

非银行金融行业

报告发布日期

2021 年 03 月 29 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080006

相关报告

高基数下关注券商业绩分化，低位盘整期板块左侧布局性价比凸显：——非银金融行业周观点	2021-03-28
券商股东门槛降低，外资险企股比限制放开：——非银金融行业周观点	2021-03-21
保险证券双双写入远景纲要，养老第三支柱望进入快车道：——非银金融行业周观点	2021-03-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 美国市场线上经纪商行业演化历程.....	5
1.1. 美国市场佣金率逐渐下滑，收入多元化趋势明显	5
1.2. 协同效应+混业经营限制放开，行业整合加剧	7
2. 收入模式转型势在必行，美股线上经纪商各显神通	8
2.1. 盈透证券：低成本模式以价换量，介绍经纪商带动国际佣金收入增长	8
2.1.1. 科技助力，低成本低佣金模式吸引获客	8
2.1.2. 介绍经纪商模式驱动佣金收入增长	9
2.1.3. IBKR Lite：带动 PFOF 收入新模式	12
2.2. 嘉信理财：基金+投顾构建财富管理版图，外延并购强化规模效应	12
2.2.1. 财富管理扩充业务版图，差异化打法吸引高资产客户	12
2.2.2. 基金+投顾构建财富帝国，低成本沉淀资金带动利息收入	14
2.2.3. 外延并购迅速增加体量，规模效应降低单位成本	17
2.3. Robinhood：PFOF 占收入半壁江山，加密货币平台成获客新渠道	18
2.3.1. 金融民主口号吸引年轻交易者，PFOF 收入成为主流	18
2.3.2. 加密货币业务吸引新增客户	20
3. 跨境互联网券商业务模式展望.....	21
3.1. 交易性收入：国际客户佣金收入+PFOF 双管齐下	21
3.1.1. 三因素驱动，多重优势助力华人市场获客竞争力	21
3.1.2. 加速布局自清算业务模式，对标 Robinhood 进军美国本土市场	23
3.1.3. 中长期或可引入介绍经纪商模式，发掘 2B 端客户市场价值	23
3.2. 财富管理收入：以基金代销为突破口，加速低成本资金沉淀	24
4. 投资建议	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 美国市场券商全行业佣金收入占总收入比重	5
图 2: 近 15 年美国线上经纪商单笔交易平均佣金 (美元)	6
图 3: 嘉信理财收入模式变化	7
图 4: 盈透证券收入模式变化	7
图 5: 亚美利交易收入模式变化	7
图 6: 亿创理财收入模式变化	7
图 7: 近年美国线上经纪商行业主要收购事件	8
图 8: 盈透证券与同业成本费用率对比	9
图 9: 盈透证券与同业税前净利率对比	9
图 10: 单笔交易平均佣金 (美元)	9
图 11: 日均收入性交易 (千笔)	9
图 12: 盈透证券客户账户类型 (2019)	10
图 13: 盈透证券客户账户类型	10
图 14: 盈透证券收入构成 (百万美元)	11
图 15: 盈透证券收入构成	11
图 16: 盈透证券客户地区	11
图 17: 盈透证券非利息收入来源地区 (百万美元)	11
图 18: 嘉信理财业务版图	13
图 19: 各公司客户平均资产 (万美元)	13
图 20: 嘉信理财客户增长情况	13
图 21: 嘉信理财收入整体构成 (亿美元)	14
图 22: 交易净收入各项情况 (百万美元)	14
图 23: 资产管理净收入各项情况 (百万美元)	14
图 24: 嘉信理财基金种类	15
图 25: 嘉信理财基金费率	15
图 26: 嘉信理财基金与投顾业务费率均值	15
图 27: 嘉信理财投顾业务客户资产贡献	16
图 28: 嘉信理财咨询项目变化情况	16
图 29: 嘉信理财各项付息负债占比情况	16
图 30: 嘉信理财利息收入净收益率	17
图 31: 嘉信理财生息资产净收益率高于同行	17
图 32: 规模效应带来单位客户资产成本下降	18
图 33: 税前净利率稳步上升	18

图 34: 各线上经纪商客户数量 (万人)	19
图 35: Robinhood 平台用户概况	19
图 36: Robinhood 平台 PFOF 收入	19
图 37: Robinhood 平台各类交易 PFOF 收入 (百万美元)	20
图 38: Robinhood 各类 PFOF 每股收入 (美分)	20
图 39: Robinhood 平台加密货币交易平均规模	21
图 40: Robinhood 平台加密货币交易人数	21
图 41: 2012-2023 年大陆投资者境外可投资资产及预测	22
图 42: 2012-2023 年拥有境外资产大陆投资者数量及预测	22
图 43: 中国投资者在美国在线证券市场投资情况	22
图 44: 富途证券财富管理业务版图	24
表 1: 2020 年最佳线上经纪商评选结果	5
表 2: 2018 年起各家券商陆续推出免佣金服务	6
表 3: 盈透证券介绍经纪商概览	10
表 4: 嘉信理财业务发展趋势	12
表 5: 嘉信理财收购历程	17
表 6: 老虎、富途基金代销合作机构	24

1. 美国市场线上经纪商行业演化历程

随着计算机技术的进步、互联网及个人电脑的普及，20世纪90年代开始，线上经纪商成为美国证券经纪行业新的发展模式。折扣经纪商开始向线上经纪商转型，如嘉信理财（Charles Schwab）、亚美利证券（TD Ameritrade）。同时，也有在业务初期就依托互联网搭建交易平台的券商，如亿创理财（E*Trade）、盈透证券（Interactive Brokers）。2021年2月，巴伦周刊（Barron's）公布了其最佳线上经纪商的评选结果，盈透证券、富达投资、亚美利证券、亿创理财、嘉信理财位列前五。

表 1：2020 年最佳线上经纪商评选结果

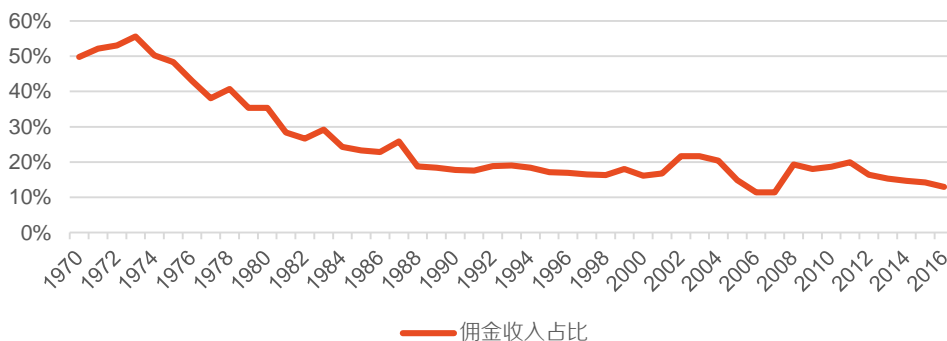
	佣金与费用	研究能力	平台与工具	移动交易	交易品种	投资者教育	使用便利性	总评分
亚美利交易	4.5	5	5	5	5	5	5	4.93
富达投资	5	5	4.5	5	4.5	5	5	4.86
嘉信理财	4.5	5	4.5	4	5	4.5	4.5	4.57
盈透证券	4.5	5	4.5	4.5	5	4	4	4.50
亿创理财	4.5	4.5	4	5	5	4	4	4.43
Robinhood	4.5	2	2	4	5	3	5	3.64

数据来源：stockbrokers.com、东方证券研究所

1.1. 美国市场佣金率逐渐下滑，收入多元化趋势明显

固定佣金标准废除，折扣经纪商涌现。目前规模较大的线上经纪商大多以折扣经纪商起步，其发展初期佣金收入占总收入比重较大。1975年6月，美国国会公布的新的证券交易法，将以往的固定佣金制度调整为佣金协商制度，开启了佣金自由化的时代。新法规废除了固定佣金标准，通过电子通讯网为所有合格的有价证券提供完全竞争价格。佣金自由化后，以低于市场平均的佣金率吸引客户的折扣经纪商逐步涌现，抢占市场规模。

图 1：美国市场券商全行业佣金收入占总收入比重

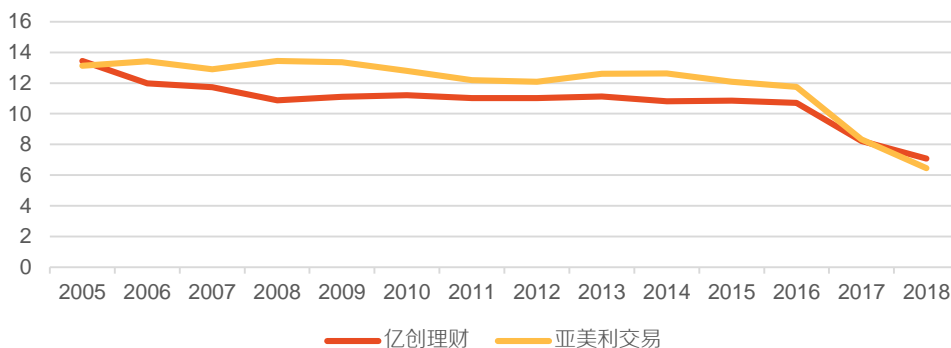


数据来源：SEC、东方证券研究所

线上经纪商崛起，佣金收入占比逐年下降。亿创理财成立于 1982 年，从一家提供后台在线处理服务的公司，转向为消费者提供高折扣交易通道的模式，以低额佣金吸引习惯独立思考和投资决策的用户，并成为第一家在线经纪公司。自此之后，机构和零售客户的股票佣金费率一直呈下降趋势，佣金在美国券商全行业的收入占比中逐年下降，至 2016 年，这一比重已经下降到接近 10%。

随着互联网技术的普及与发展，21 世纪开始，网上证券交易迅速崛起，在线经纪业务突飞猛进，佣金竞争进一步加剧，佣金率逐年下降，佣金模式利润空间逐年缩窄。以亿创理财为例，其单笔交易平均佣金逐年下滑，从 2005 年的平均 13.44 美元/笔下降至 2018 年的 7.07 美元/笔。

图 2：近 15 年美国线上经纪商单笔交易平均佣金（美元）



数据来源：各公司年报、东方证券研究所

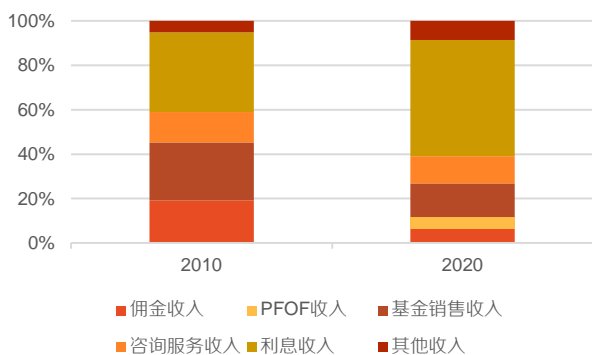
Robinhood 开启免佣交易时代，佣金战一触即发。2015 年，Robinhood 开始提供免费股票交易，客户规模迅速增长，这给予了其他经纪公司降低佣金的压力，通过经纪业务获利的空间进一步缩窄。2018 年起，美国券商免佣金浪潮迭起，节奏进一步加快，摩根大通、富达投资、嘉信理财、亚美利、E*Trade 先后宣布取消美国和上市股票、ETF 和期权的交易佣金。

表 2：2018 年起各家券商陆续推出免佣金服务

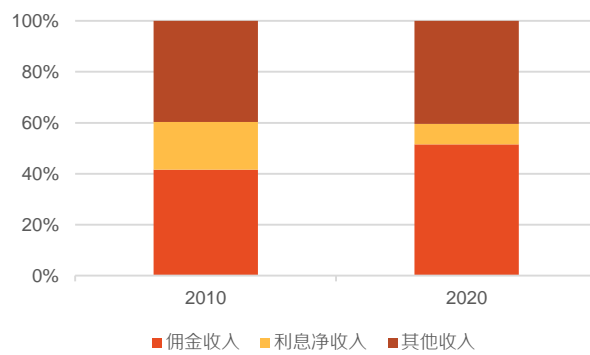
摩根大通	2018 年 8 月	推出应用 “You Invest”，持仓至少有 10 万美元的客户可获得无限次免佣金服务。
富达投资	2018 年 8 月	提供零费率国际指数基金，成为第一家提供无管理费的基金公司。
先锋集团	2018 年 8 月	使用其在线经纪平台的投资者可以无佣金交易所有 ETF。
盈透证券	2019 年 9 月 27 日	推出 IBKR Lite 允许用户投资美国股票和 ETF，而无需支付任何佣金或市场数据费用。
亚美利交易	2019 年 10 月 3 日	取消美国、加拿大经纪公司在线上市股票、ETF（美国和加拿大）和期权交易的佣金。
嘉信理财	2019 年 10 月 7 日	将取消美国和加拿大上市股票、ETF 和期权的交易佣金。
E*Trade	2019 年 10 月 7 日	取消美股、ETF、期权的佣金，。
富达投资	2019 年 10 月 10 日	取消个人投资者美国股票、交易所交易基金和期权交易的网上交易佣金。

数据来源：各公司官网、东方证券研究所 *注：期权交易依然维持 0.65 美元/合约的手续费

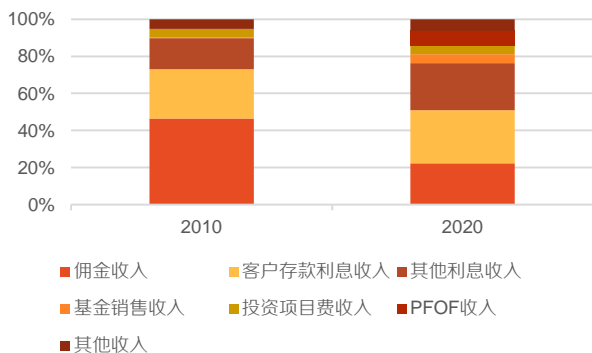
线上经纪商佣金收入占比下降，收入多元化趋势显著。随着行业佣金率不断下滑，经纪商往往将佣金业务作为一种获客渠道，为其多元化的金融服务提供客户基础。随着公司的综合性服务能力提升，其收入结构更为多元，利息收入、金融服务收入不断上升，大部分公司利息收入占比都有所上升。在金融服务业务上，不同公司、各有侧重。嘉信理财基金销售收入、咨询服务收入为代表的财富管理收入占比较高，在2020年达到29.7%；亚美利交易、盈透证券佣金外收入依旧以利息收入为主，投资项目费与基金代销代表的财富管理收入占比不到10%；亿创理财金融服务费占比上升较快。

图 3：嘉信理财收入模式变化


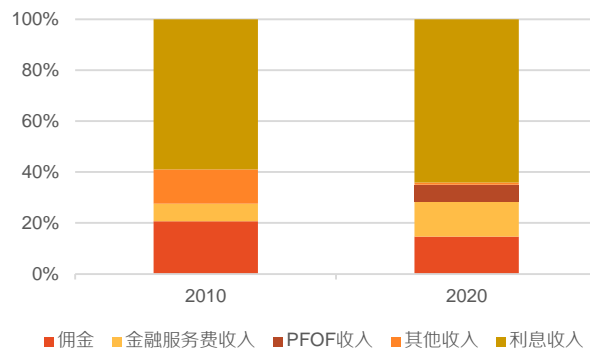
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 4：盈透证券收入模式变化


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 5：亚美利交易收入模式变化


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：亿创理财收入模式变化


数据来源：公司年报、东方证券研究所

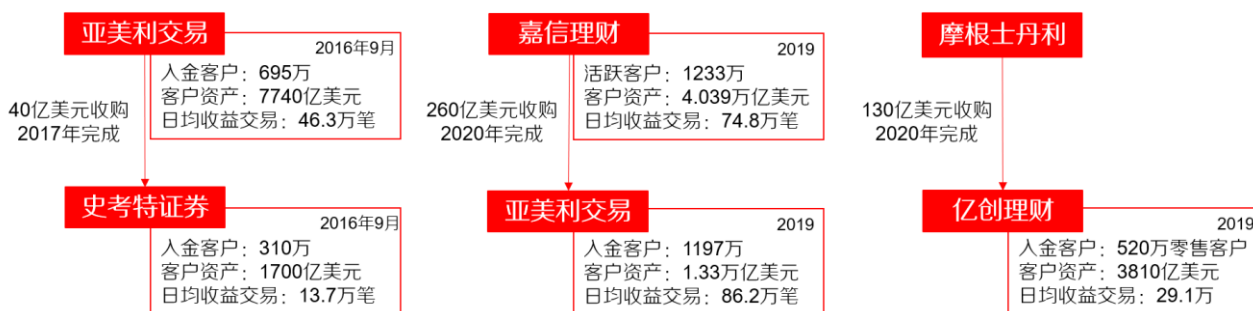
1.2. 协同效应+混业经营限制放开，行业整合加剧

同业并购迅速提升资产规模，缔造资产管理巨头。随着美国券商行业线上化的普及、佣金收入的减少，线上经纪商不得不加强对利息收入的倚重，在这样的背景下，客户规模对线上经纪商而言愈发重要。基于协同效应的战略性并购屡见不鲜，百万级客户的线上经纪商也成为了鲸吞的目标，

行业整合趋势明朗。2017 年，亚美利交易以 40 亿美元收购史考特证券；2020 年，嘉信理财以 260 亿美元收购亚美利证券，至此形成了覆盖全美 RIA（注册投资顾问）资产超过 50% 的寡头组织。

混业经营管制放开，折扣经纪商成为大型机构获客来源。1999 年，《金融服务现代化法案》结束了美国金融行业分业经营的状况，混业经营成为可能后，线上经纪商名下的客户账户与资产将成为大型投资银行开拓财富管理业务版图的重要资源和低成本的融资途径。以摩根士丹利收购亿创理财一案为例，据《金融时报》估计，此次收购将在三年内为摩根士丹利节省 4 亿美元的成本，得益于来自亿创理财客户的 570 亿美元低利率存款，摩根士丹利将在两年内削减 1.5 亿美元的融资成本。此后，摩根士丹利将增加亿创理财的高收益储蓄账户和支票账户来推动该行尚未成熟的零售银行业务。同时，摩根士丹利将其 2800 亿美元的股票计划余额与亿创理财的 Equity Edge 平台持有的 3000 亿美元合并，使其成为行业领先的美国职场股票计划管理机构。

图 7：近年美国线上经纪商行业主要收购事件



数据来源：各公司年报、东方证券研究所

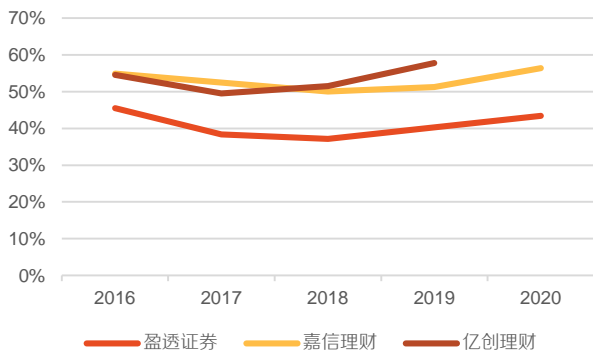
2. 收入模式转型势在必行，美股线上经纪商各显神通

在零佣金浪潮的背景下，券商亟需多元化的收入模式，获得可持续性盈利。当前在线券商的多元化盈利模式可以主要分为以下四种：1. 将用户的交易订单发送给流动性供应商，获得订单流返佣收入（payment for order flow, PFOF）——以 Robinhood 为主要代表。2. 由客户存放的现金、保证金贷款、证券投资带来的利息收入，其作为一种毛利率较高的业务，已经成为许多互联网券商的主要收入来源。3. 由基金销售和投资顾问服务等财富管理业务带来的资产管理费用——以嘉信理财为主要代表。4. 通过自身稳定的底层系统和全品种交易功能为介绍经纪商提供服务，通过国际获客赚取佣金——以盈透证券为主要代表。

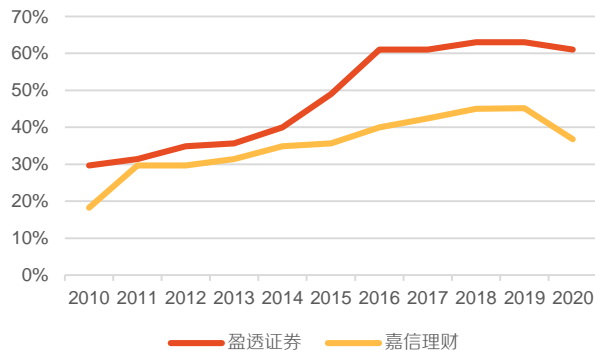
2.1. 盈透证券：低成本模式以价换量，介绍经纪商带动国际佣金收入增长

2.1.1. 科技助力，低成本低佣金模式吸引获客

盈透证券通过其专有技术和基础设施为客户在同业中提供成本最低的同等服务，在电子化交易所中进行交易。盈透证券率先实现线上开户流程、订单路由和最佳执行、单一账户全球全品类证券的无缝交易，同时也通过自动化技术进行合规、客户服务等管理，进行成本控制。

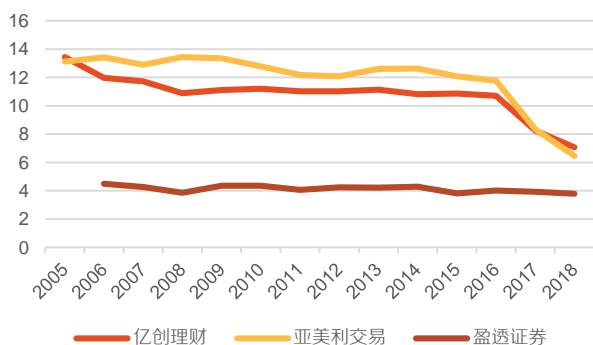
图 8：盈透证券与同业成本费用率对比


数据来源：各公司年报、东方证券研究所

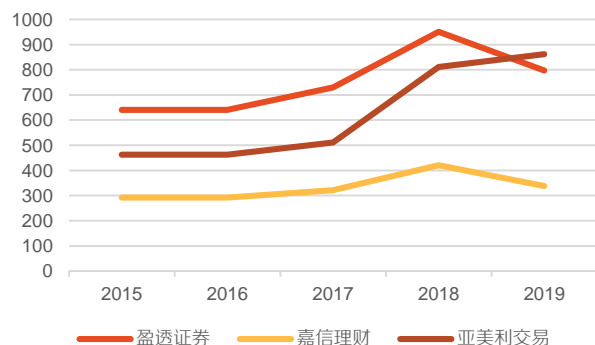
图 9：盈透证券与同业税前净利率对比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

专注低成本交易模式，以价换量维持总体收入规模。盈透证券曾连续 18 年被《巴伦周刊》评选为最佳低成本互联网券商。在 2019 年零佣金浪潮到来之前，盈透证券的单笔交易平均佣金收入维持在 4 美元左右，显著低于亿创理财、亚美利交易等其他在线券商。由于盈透证券提供业内最低的执行成本和融资费率，其日均收入性交易（DART）显著高于同业公司（除 2019 年亚美利收购史考特后反超）。

图 10：单笔交易平均佣金（美元）


数据来源：公司年报、东方证券研究所

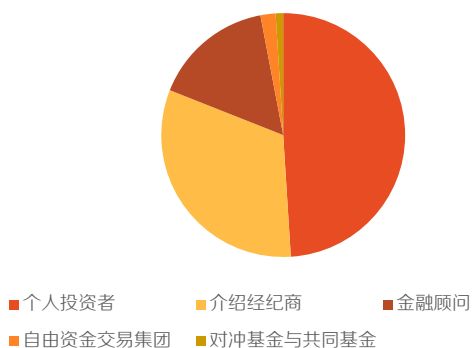
图 11：日均收入性交易（千笔）


数据来源：公司年报、东方证券研究所

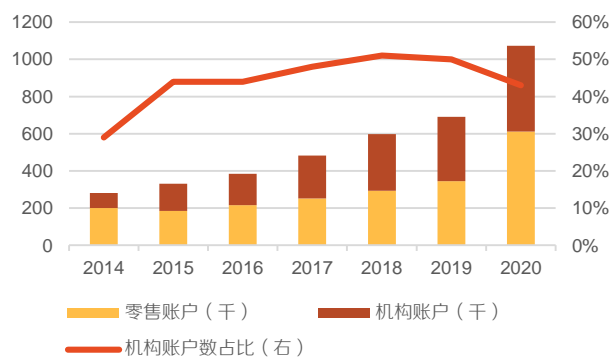
2.1.2. 介绍经纪商模式驱动佣金收入增长

介绍经纪商搭建“引流”通道，助力盈透证券广泛、高效获客。目前，盈透证券的客户账户中有接近一半为机构账户，介绍经纪商是机构账户的主要类型。盈透证券通过其介绍经纪商客户（又称为全披露经纪商）为世界各地的投资者提供针对性的独有的服务，从而广泛、高效地吸引国际客户。在介绍经纪商模式下，交易者可以获得更好的服务和低佣金交易。在介绍经纪商的帮助下，投资者可以得到他们免费提供的客户增值服务，在交易出现问题时，借用介绍经纪商的影响力帮助自己解决问题。在介绍经纪商拥有相当客户数量的基础的情况下，交易者甚至获取在交易后获得少部分的返佣。

盈透证券为介绍经纪商提供融资融券与清算服务，获取佣金与利息收入。介绍经纪商无权使用客户的资金，其名下客户的交易清算、资金和资产托管、出入金等底层服务由盈透证券负责。在交易完成后，盈透证券将会把投资者支付佣金中的一部分作为介绍经纪商的收入来源。目前，盈透证券的交易清算在美国市场已经实现了完全的自清算，而在欧洲、亚太的市场部分实现了自清算，在其优良的底层系统上，盈透证券建立了与各个介绍经纪商的清算通道。同时，盈透证券为其介绍经纪商客户提供了包括客户引入和账户管理、客户费用管理、客户数据查询、投资组合分析器、客户管理等各方面的一体化的系统支持。

图 12：盈透证券客户账户类型（2019）


数据来源：American Expat Financial News Journal、东方证券研究所

图 13：盈透证券客户账户类型


数据来源：公司年报、东方证券研究所

表 3：盈透证券介绍经纪商概览

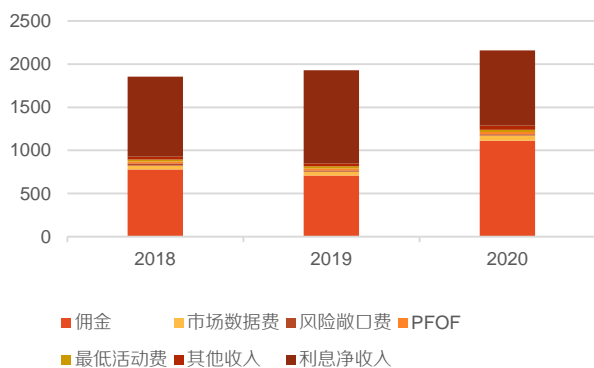
介绍经纪商	所在地区	介绍经纪商	所在地区
Israel Interactive Trading - Mexem Ltd	塞浦路斯	Systrade AG	列支敦士登
Swiss Petersohn Vermoegensverwaltung AG	瑞士	Hellenic-American Securities S.A.	希腊
Wynston Hill Capital LLC	美国	ProRealTime	法国
Mexem Africa (Pty) Ltd	南非	GlobalFinanzas Investment Group, A.V., S.A.	西班牙
IFC "ART CAPITAL" LLC	乌克兰	Surperformance SAS	法国
Gar Wood Securities, LLC	美国	Mexem LTD	塞浦路斯

TradeStation International Ltd	英国	Cobra Trading, Inc.	美国
Lynx B.V.	荷兰	Avalok Capital LIMITED	香港
Capital Markets Elite Group Ltd	特立尼达	SNOWBALL FINANCE HOLDINGS LIMITED	新西兰
TradersOnly B.V.	荷兰	C2 Gateway	塞浦路斯

数据来源：公司官网、东方证券研究所

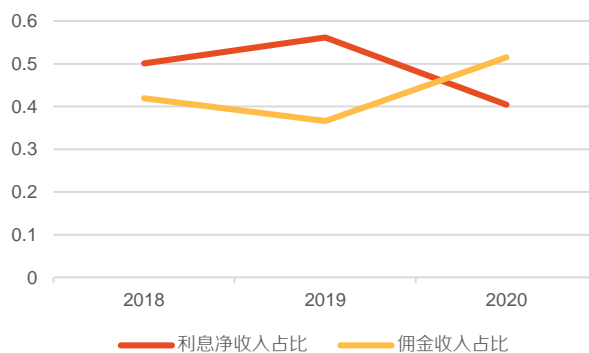
介绍经纪商模式助力国际业务收入持续上升，带动佣金收入总体上升。与其他证券收入构成趋势不同的是，盈透证券的佣金收入 2020 年收入增速依旧迅猛，这得益于其佣金构成的国际化。盈透证券的业务在全球 33 个国家展开，范围覆盖了全球超过 135 个电子交易所和市场中心，净收入的很大一部分来自美国以外的子公司。2020 年，佣金和其他服务收费总额中，国际收入大幅提升，全球活跃的交易环境下国际客户交易量增加是佣金增长的一大原因。

图 14：盈透证券收入构成（百万美元）



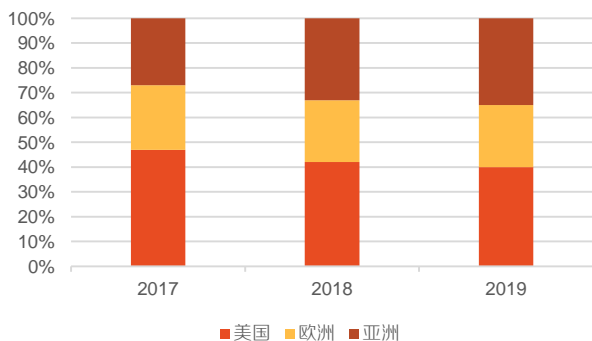
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 15：盈透证券收入构成



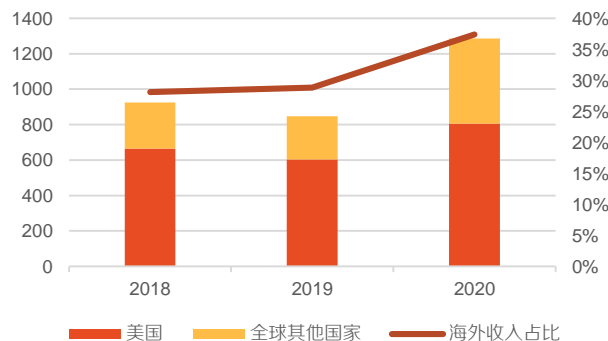
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 16：盈透证券客户地区



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 17：盈透证券非利息收入来源地区（百万美元）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

盈透证券通过建立全球子公司与办事处，更好地服务国际客户。在国际客户快速增长的背景下，盈透证券通过在各地建立办事处，向交易频繁的投资者和财富管理界提供支持和服务。盈透证券始终积极拥抱国际业务，随着英国 2020 年的脱欧进程推进，盈透证券在爱尔兰建立新的西欧立办事处，以便继续利用欧盟的体制，使跨成员国的金融服务更容易进行。目前，盈透证券除美国外，在加拿大，香港，英国，澳大利亚，匈牙利，日本，印度，卢森堡，新加坡，爱尔兰设立子公司，并在 14 个国家或地区拥有办事处，受 SEC, FINRA, NYSE, FCA 和全球其他监管机构的监管。

2.1.3. IBKR Lite: 带动 PFOF 收入新模式

2019 年，盈透证券推出 IBKR Lite，致力于零佣金交易美股和 ETF，同时保证零账户最低限制、零闲置费，以应对免佣金浪潮的来袭。这一平台的发布使得盈透证券佣金收入中订单流付款（PFOF）增长迅猛。2020 年，共受到 386 万元来自 Citadel、Virtu、Jane Street 等流动性提供商的 PFOF 收入。与 Robinhood 不同的是，盈透证券的订单流中只有股票订单被出售给流动性供应商产生 PFOF，定价较为复杂的期权合约不在与做市商的交易之列。

2.2. 嘉信理财：基金+投顾构建财富管理版图，外延并购强化规模效应

2.2.1. 财富管理扩充业务版图，差异化打法吸引高资产客户

业务历程：折扣经纪商起步，财富管理战略转型。1975 年固定交易佣金制度废除后，嘉信理财在早期通过折扣经纪业务吸引客户。1982 年起，IRA 和养老金账户资金入市推动共同基金业务的发展，嘉信理财随之推出相应业务，为其初期的业务扩张奠定基础。1980 年代股市长牛，嘉信理财推出共同基金，养老金和顾问咨询服务，奠定了其财富管理业务的基础。随着亿创理财这类低成本折扣经纪商进入市场，嘉信理财在业务上推陈出新，寻求差异化战略，全面向财富管理转型。

表 4：嘉信理财业务发展趋势

1975	固定佣金制度免除
1982	推出美国个人退休账户(IRA)
1984	推出共同基金超市
1987	面向独立投资顾问推出服务
1990	货币市场基金服务 Schwab Funds
1992	推出通通基金零售业务 OneSource
1996	推出 eSchwab 网上交易平台
2003	成立嘉信银行，将证券账户与银行账户对接，完善业务布局
2006	推出针对中小客户的专业化财富管理 Schwab Managed portfolio
2013	ETF OneSource 提供免交易费 ETF
2019	股票、ETF、期权交易零佣金

2020 零星股票交易服务

数据来源：公司年报、东方证券研究所

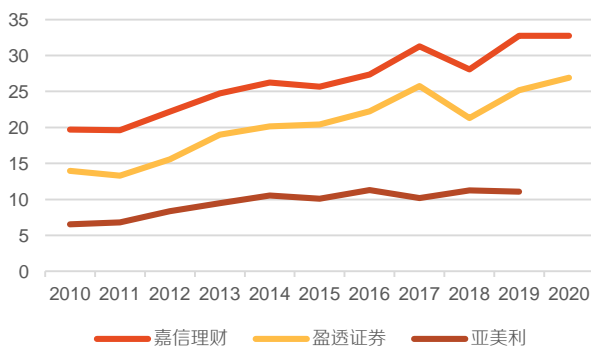
图 18：嘉信理财业务版图



数据来源：公司年报、东方证券研究所

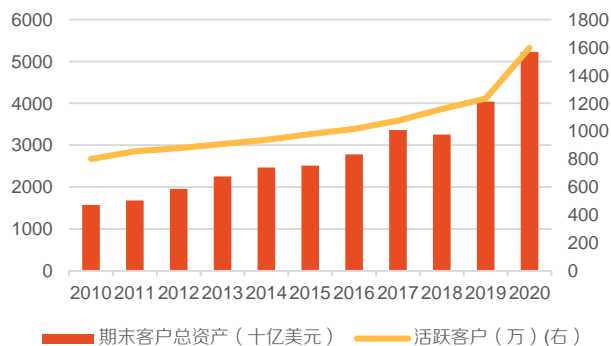
财富管理业务打造差异化打法，客均资产显著高于同行。2000-2019年，嘉信的户均资产从12万美元增加到33万美元。2020年10月，嘉信理财完成了对在线券商巨头亚美利交易的收购，导致其客户数量与客户资产的猛增。但值得注意的是，由于亚美利证券与嘉信理财的客户类型有所不同，户均资产差异较大，导致合并后公司的户均资产与先前数值有明显差异。因此我们对收购获得的亚美利证券的客户与嘉信理财自身自然获取的客户进行了拆分。以下数据通过将嘉信理财2020年年报中的客户账户数据与资产减去亚美利交易最新的2020年2季报中的客户账户数与资产（收购交易于2020年10月完成），得到嘉信理财自然增长的客户数量与资产数量。

图 19：各公司客户平均资产（万美元）



数据来源：公司年报、东方证券研究所 *嘉信 2020 已做拆分

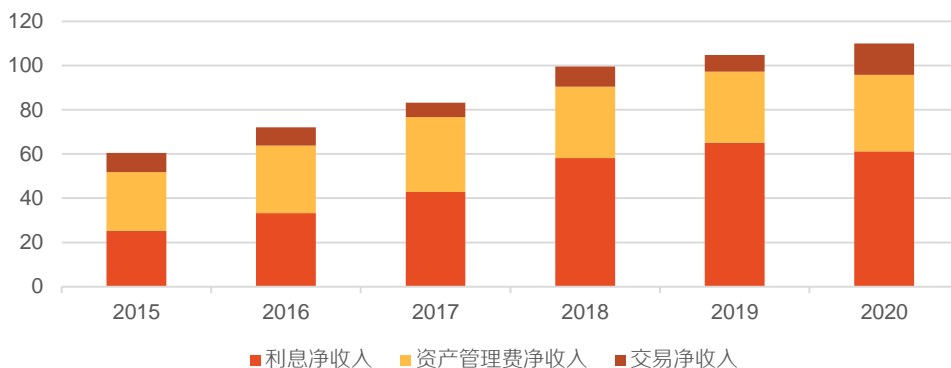
图 20：嘉信理财客户增长情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所 *嘉信 2020 已做拆分

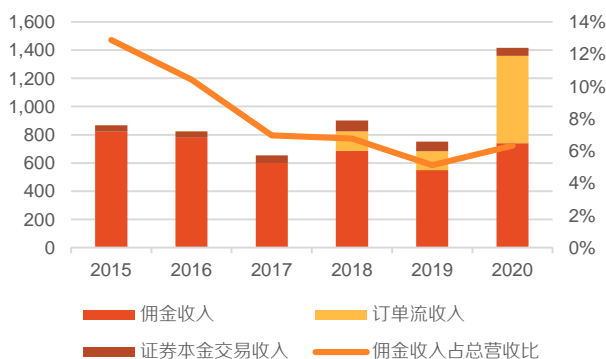
得益于嘉信早年进军财富管理的战略规划，当前嘉信理财的收入构成主要以利息收入和资产管理收入为主，其中资产管理费收入以共同基金销售收入和咨询服务收入为主。佣金收入占比相对较小，至 2019 年免佣金浪潮开启时已接近 6%，零佣金业务模式对其冲击相对较小。

图 21：嘉信理财收入整体构成（亿美元）



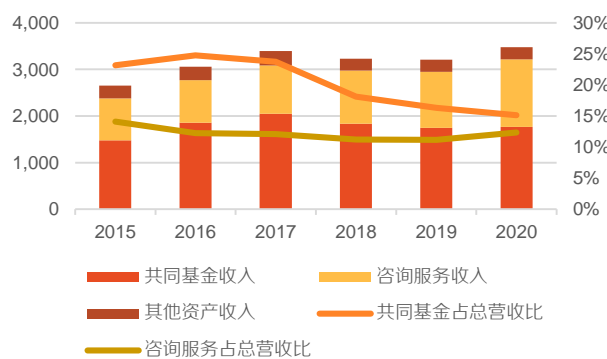
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 22：交易净收入各项情况（百万美元）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 23：资产管理净收入各项情况（百万美元）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

2.2.2. 基金+投顾构建财富帝国，低成本沉淀资金带动利息收入

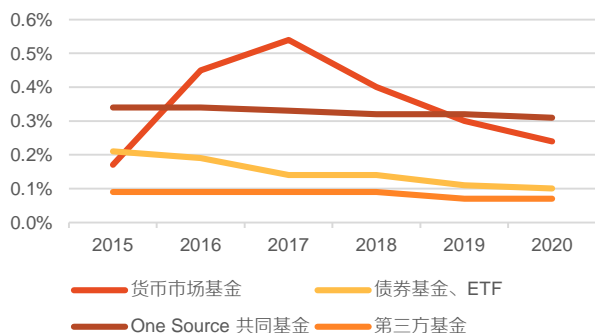
基金管理费略有下降，分成议价地位强势。嘉信理财的基金产品可分为自营和第三方基金两类，其对自营基金向投资者收取基金管理费，向第三方基金收取管理费分成，One Source 共同基金的的平均管理费率在 0.32%，显著高于其他基金，体现嘉信理财作为财富管理平台对基金管理人较高的议价能力。但是值得注意的是，近年来，其销售的各类基金的费率出现小幅下滑，使得公司基金销售收入占总营收比例有所下滑。

图 24：嘉信理财基金种类



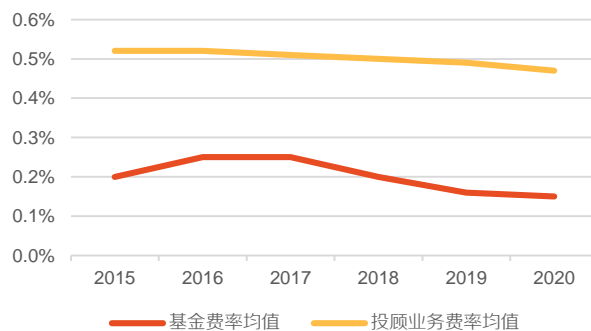
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 25：嘉信理财基金费率



数据来源：公司年报、东方证券研究所

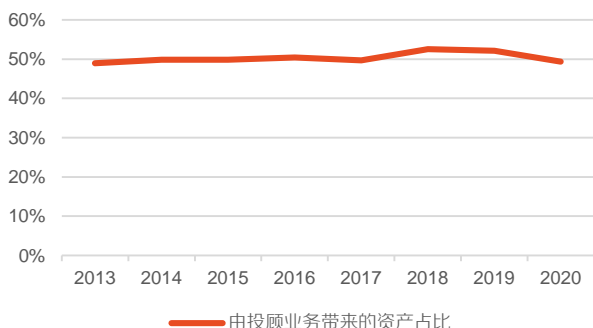
图 26：嘉信理财基金与投顾业务费率均值



数据来源：公司年报、东方证券研究所

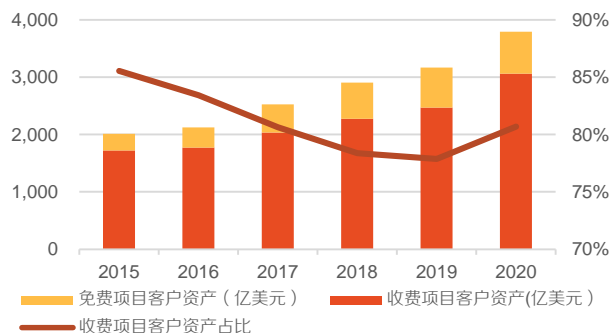
投顾业务行业竞争加剧，付费项目资产占比下降。投顾业务的收入主要分为三种模式。1) 嘉信理财子公司提供服务，收取服务费；2) 注册投资顾问提供咨询服务，嘉信获得顾问费分成；3) 由第三方资管公司代管账户，嘉信获得管理费分成。近年财富管理赛道竞争日益激烈，美林、摩根大通纷纷开放零佣金平台，行业竞争之下，2015年至2019年，嘉信投资顾问服务付费项目客户资产占比从85%下降至78%，2020年回升至81%，平均投顾费率整体稳定。

图 27: 嘉信理财投顾业务客户资产贡献



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

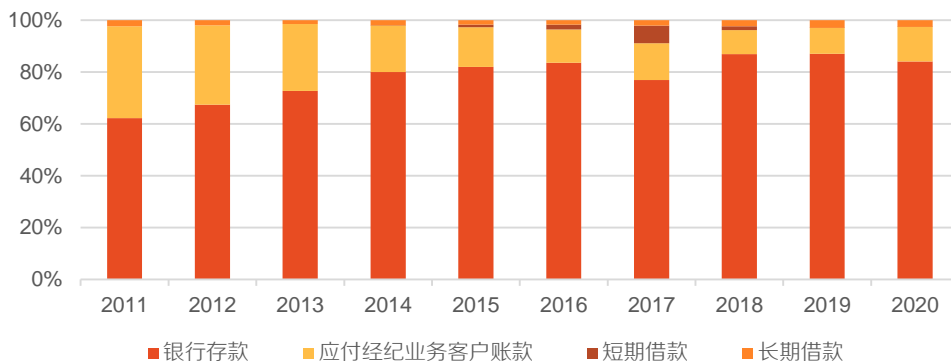
图 28: 嘉信理财咨询项目变化情况



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

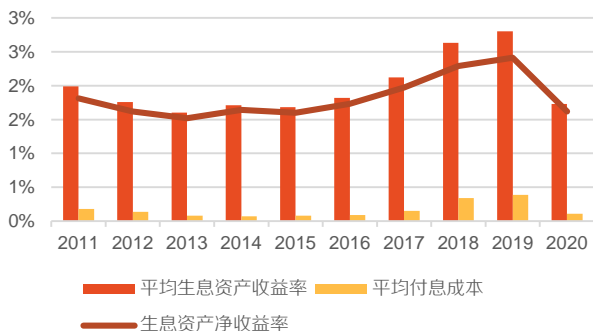
财富管理业务带动低成本资金沉淀，净利差扩大驱动利息收入增长。相较于长期借款 3.22% 的利率和短期借款 0.2% 的利率，客户存款的利率仅为 0.03%，显著低于其他负债方式。嘉信通过经纪业务与财富管理业务，吸收大量低息存款，以低成本沉淀资金，2011 年至 2020 年，嘉信理财银行存款占总付息债务的比例从 60% 上升至 80%。而在银行存款中，经纪账户存款比例不断提升，从 2011 年的 66% 上升至 2020 年的 93%。净利息收入主要由生息资产与付息债务之间的净利息差获得，得益于依靠客户账户获得的低成本负债，嘉信理财的净利息差高于同行，利息收入获利能力较强。

图 29: 嘉信理财各项付息负债占比情况



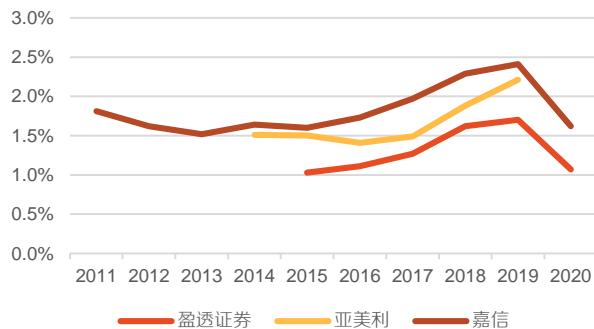
数据来源: 公司年报、东方证券研究所

图 30: 嘉信理财利息收入净收益率



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

图 31: 嘉信理财生息资产净收益率高于同行



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

2.2.3. 外延并购迅速增加体量，规模效应降低单位成本

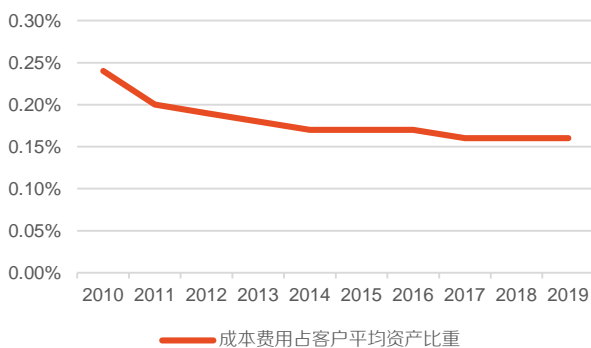
1995年起，嘉信理财通过收购行为快速提升自身业务规模与业务精度。其收购目的可以大致分为四类：1. 收购折扣经纪商以达到提升客户体量、开拓国际业务版图、交易品类 2. 收购资产管理、咨询公司提升客户资产数量，增加财富管理产品的规模、寻求专业化解决方案 3. 收购研究类券商与咨询公司，提升投资研究能力 4. 收购金融科技公司，提高公司业务科技化程度。完成一系列并购之后，嘉信成本费用占平均客户资产比重逐年降低，嘉信理财并购亚美利交易后，总成本有望降低 18-20 亿美元。

表 5: 嘉信理财收购历程

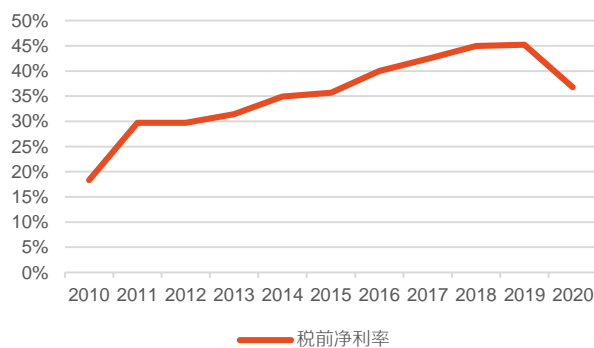
资产管理	1995	收购退休金管理公司 The Hampton Company
	2000	收购美国信托公司 U.S. Trust Corp
	2007	收购退休计划提供商 401 (K)
	2010	收购咨询公司 Windward Investment Management
	2012	收购资产管理公司 Thomas Partners
	2020	收购 Walk For Schroeder, 提供固定收益领域资管解决方案
	2020	收购投资管理公司 USAA
投资研究	2000	收购研究咨询公司 Chicago Investment Analytics
	2003	收购研究型券商 Soundview Technology Group
	2007	收购投资研究与咨询公司 Global Real Analytics
经纪业务	1995	收购英国折扣经纪商 ShareLink, 拓展国际业务
	2011	收购期权和期货线上经纪商 Options Xpress, 拓展交易品类
	2019	收购美国第二大网络折扣经纪商 TD Ameritrade
金融科技	2000	收购互联网公司 CyBerCorp
	2011	收购自动化软件供应商 Compliance11, 提升合规监控能力
	2020	收购 Motif 科技公司, 助力资产管理服务科技化

数据来源：公司年报、东方证券研究所

随着公司外延并购带来的规模效应，单位客户资产成本下滑明显。单位客户资产成本以总费用除以该年份平均客户资产规模得到，这一指标从 2010 年的 0.24% 下滑至 2019 年的 0.16%。同时，税前净利率 2010-2019 年间稳步上升。2020 年，税前净利率下滑的主要因素是并购亚美利交易和 USAA 后公司增加了 10400 名雇员带来的员工薪酬费用的增加。

图 32：规模效应带来单位客户资产成本下降


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 33：税前净利率稳步上升


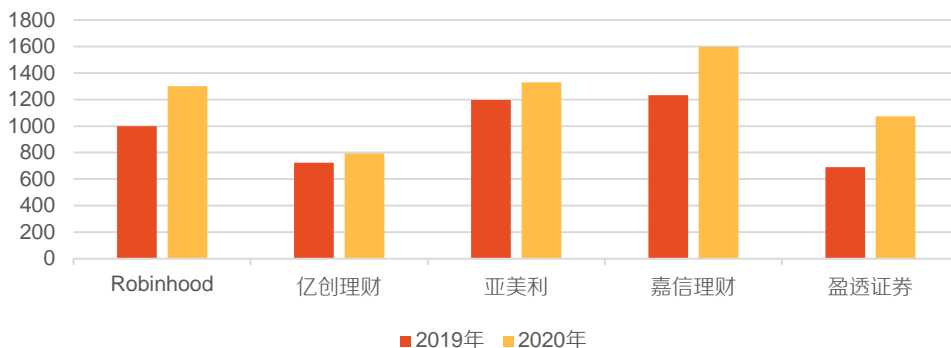
数据来源：公司年报、东方证券研究所

2.3. Robinhood：PFOF 占收入半壁江山，加密货币平台成获客新渠道

2.3.1. 金融民主口号吸引年轻交易者，PFOF 收入成为主流

零佣金模式吸引年轻客群，用户体量后来居上。2019 年起，对美国境内来说，零佣金已经是常态，在这一背景下，高举“金融民主”大旗的 Robinhood 是用户增长速度最快的公司。Robinhood 如今门槛低，支持零股交易，对于收入较低的年轻群体更为友好。自 2015 年推出交易平台以来，Robinhood 的用户规模快速增长，至 2020 年，客户账户数量约为 1300 万人，可以和嘉信理财、亚美利等线上经纪商匹敌。

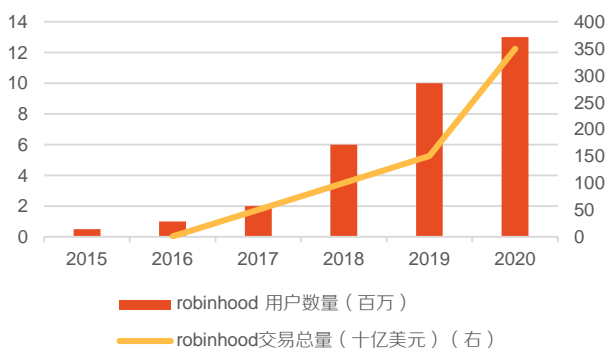
图 34：各线上经纪商客户数量（万人）



数据来源：WIND、东方证券研究所 注：嘉信统计口径为活跃客户，亚美利、亿创理财 2020Q3 被收购，统计截止 2020Q2

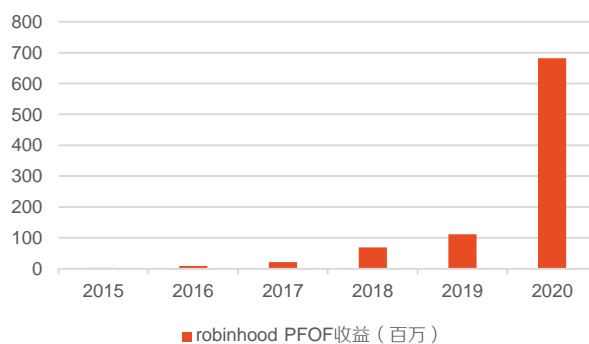
打造差异化盈利模式，高交易量驱动 PFOF 收入。在零佣金的口号下，订单流付款成为了 Robinhood 收入的主要来源。订单流付款是指第三方公司(通常是高频交易公司)为获得经纪商客户订单流的第一处理权而支付的价格。经纪商将客户的订单发送给 PFOF 支付方，由他们决定订单的去向（在 SEC-rule 606 政策之下，该订单路由需要保障普通用户的基本权利——“提供全国最佳出价和报价，甚至更好”，因而受到一定的限制）。PFOF 收入规模取决于平台总体的交易量规模和买卖价差。Robinhood 平台客群较为年轻化，平均年龄约为 28 岁，平台游戏化的交易界面和“零股交易”机制都推动了平台交易量的迅猛增长。2020 年，Robinhood 平台证券交易量达到 3500 亿美元，带动 PFOF 收入迅速增长。

图 35：Robinhood 平台用户概况



数据来源：Forbes、Fortune、东方证券研究所

图 36：Robinhood 平台 PFOF 收入



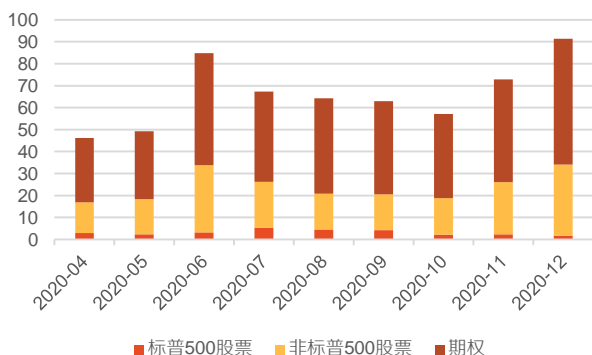
数据来源：Forbes、Fortune、东方证券研究所

订单流为 PFOF 支付方带来信息，订单流规模影响单位价值。PFOF 的支付方比普通股民拥有更多的信息，如果同一经纪商的多个客户在同一时期对同一股票下了买单，那么经纪商通常会将这些订单打包成一个。这些捆绑的报价为他们提供了有关未来短期价格走势的某些信息，从而形成了信息不对称。此外，PFOF 使得这些支付方可以比竞争者更为迅速地完成对暗池对手盘的延迟套

利。Citadel 和 Virtu 支付给 Robinhood 的 PFOF 始终高于同业。2020 年 2 季度，约为每 100 股 17 美分，比他们支付给其他公司的 PFOF 高大约 19%。订单流的价值与其交易规模有关，较小的订单流不容易对市场价格产生影响，因此对 PFOF 支付方而言具备更大的价值。Robinhood 的订单流大多都低于 100 股，风险较小，因而更加受到做市商的青睐。

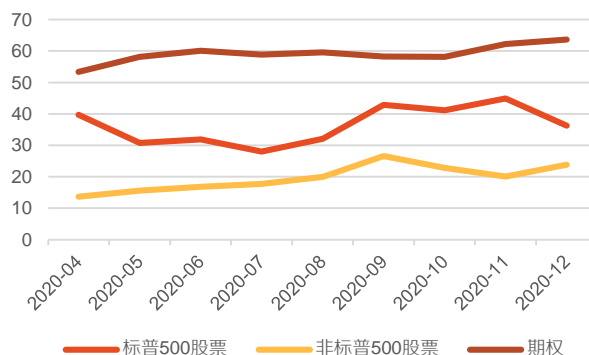
期权订单单价较高，贡献六成 PFOF 收入。2020 年四季度，Robinhood 的 PFOF 收入规模达到 2.2 亿美元，其中期权类订单支付的 PFOF 占 PFOF 总收入的 64%，非标普 500 指数的股票占比 33%。Robinhood 的客户群体中有 13% 尝试过期权交易，期权的定价更为复杂，做市商更容易从中获得利润，因此支付给 Robinhood 更多的 PFOF。

图 37: Robinhood 平台各类交易 PFOF 收入 (百万美元)



数据来源: SEC606 披露文件、东方证券研究所

图 38: Robinhood 各类 PFOF 每百股收入 (美分)



数据来源: SEC606 披露文件、东方证券研究所

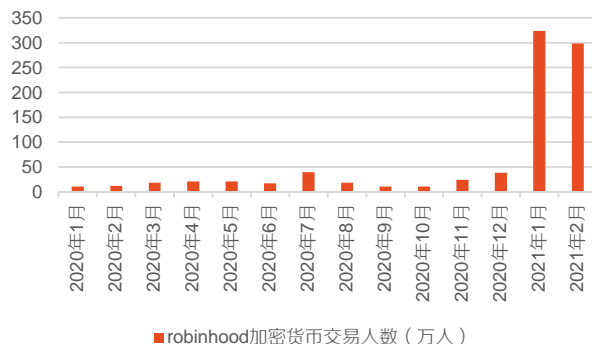
除此之外，Robinhood 还向用户收取其他费用：从保证金融资中获得年化 5% 的利息，以及未投资现金带来的利息收入。用户可以开通 Gold 会员，开通后可以获得更大的即时存款（5000 到 50000，避免三天等待时间），研究报告，高级市场数据，融资融券功能。

2.3.2. 加密货币业务吸引新增客户

该平台目前只提供 7 种可交易的加密资产：Bitcoin (BTC)、Bitcoin Cash (BCH)、Bitcoin SV (BSV)、Dogecoin (DOGE)、Ethereum (ETH)、Ethereum Classic (ETC) 和 Litecoin (LTC)。加密货币交易功能的繁荣可以为 Robinhood 带来新增客户。2021 年以来，Robinhood crypto 平台新增了 600 万客户。在比特币热潮之下，加密货币业务带来的新增用户数量可观，为 Robinhood 整体业务带来新的客源。

图 39: Robinhood 平台加密货币交易平均规模


数据来源：官方博客、东方证券研究所

图 40: Robinhood 平台加密货币交易人数


数据来源：官方博客、东方证券研究所

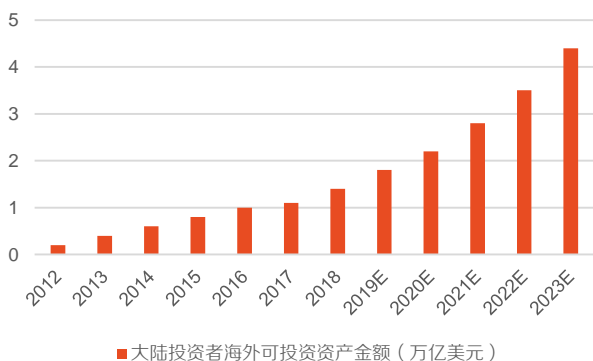
3. 跨境互联网券商业务模式展望

3.1. 交易性收入：国际客户佣金收入+PFOF 双管齐下

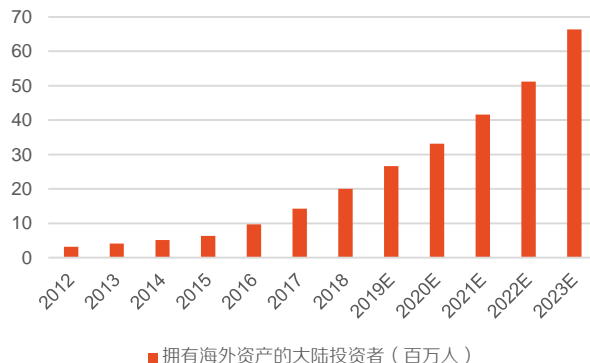
3.1.1. 三因素驱动，多重优势助力华人市场获客竞争力

近年来，中国大陆个人投资者美国证券市场线上交易额成指数形态增长。这一热潮主要由以下几个因素驱动：

1. **中国投资者人均可投资金融资产不断增长。**随着中国 GDP 稳步增长，城市化进程加快，中国人均可支配收入快速增长。与此同时，国内政策环境使得资产价值增值的同时，房地产投资监管日益严格。据奥纬咨询,2012-2018 年中国大陆投资者的海外可投资金融资产从 2000 亿美元上升至 1.4 万亿美元，同时据其预测，截至 2021 年末，拥有境外资产的大陆投资者人数将达到 4160 万人，境外可投资资产规模将达到 2.8 万亿美元。
2. **中国投资者对全球资产配置的需求逐渐增长。**据奥纬咨询数据，目前，中国全球资产配置渗透率约为 5%，远低于发达国家 25% 的平均水平。专业投资者通过全球化、多元化投资以减少风险，而美港股市场中不乏一优良投资标的。此外，中国赴美上市企业数量持续增加，中国投资者对美国线上证券市场的投资热情持续高涨。海外投资基金业绩傲人吸引也投资者目光，进一步推动中国投资者投资海外证券的需求。

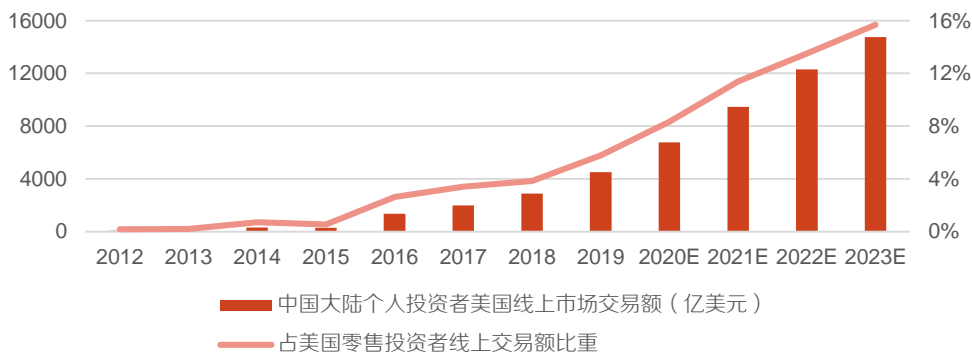
图 41：2012-2023 年大陆投资者境外可投资资产及预测


数据来源：奥纬咨询、东方证券研究所

图 42：2012-2023 年拥有境外资产大陆投资者数量及预测


数据来源：奥纬咨询、东方证券研究所

3. **个人资本项下业务限制放宽，境外证券投资有望显著增加。**国家外汇管理局资本项目管理局司长叶海生在《中国外汇》杂志撰文表示，今年外汇局将研究有序放宽个人资本项下业务限制，其中包括研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性等。

图 43：中国投资者在美国在线证券市场投资情况


数据来源：奥纬咨询、东方证券研究所

免佣浪潮影响有限，美国外地区佣金收入依旧存在上升空间。目前，美国市场的零佣金浪潮仅有美国本土客户受惠，尚未波及国际投资者。例如盈透证券推出的免佣平台 IBKR Lite 只接受美国与印度投资者注册，其他国家的投资者需要借由介绍经纪商的帮助才能享受这一服务，而 Robinhood 的用户注册则需要提供 SSN 编号，公司也暂无国际客户的获客计划。富途、老虎等跨境互联网券商依靠中国投资者的佣金收入暂时不会受到太大影响。

富途、老虎作为中国公司，在获客能力上尤其独特的竞争力。对于中国境内投资者，两家公司作为中国品牌，在营销渠道、获客效率、母语支持上有着其他公司不可比拟的优势。同时，两家

公司分别具备身负腾讯、网易等 TMT 行业基因的管理层团队，坚守客户至上的产品理念，同时在产品研发上也顺应国内网络工程师红利，在客服上具备人力资源优势。这些优势可以很好地取代盈透证券的介绍经纪商模式，帮助富途、老虎在华人聚集地区持续获客，从而获得国际业务佣金收入规模的稳健增长。

3.1.2. 加速布局自清算业务模式，对标 Robinhood 进军美国本土市场

零佣金+优良客户体验，美国市场获客前景广阔。2020 年四季度，老虎证券的新增入金客户中，海外客户占比 40%，在美国市场，目前新增的客户中近半数为非华人客户。从户均资产来看，2020 年四季度老虎大约在 6.2 万美元，富途大约在 7.1 万美元，高于 Robinhood，但低于嘉信理财。因此，可以判断老虎、富途在美国市场的重点获客对象也将是那些有一定资产基础，但尚未达到嘉信理财“大众富裕客户”标准的人群，抢占 Robinhood 与嘉信理财间的“夹层市场”。老虎、富途已对美国本土客户实行免佣政策，可以与 Robinhood 等本土线上经纪商实现价格上的抗衡。同时作为中国互联网公司，其在产品功能与产品体验方面对比美国本土产品，具备先天的优势：1）向用户提供打新服务，给予投资者不一样的体验；2）管理层 TMT 行业基因、中国工程师时代红利、人力资源优势带来的客户服务的优良体验；3）丰富的社区功能，提供直播 live 版块，为投资者提供各类投资课程、各个上市公司的业绩电话会议直播及回看、市场资讯、投资者交流平台；4）实现高阶数据的免费获取，将大幅提高用户的使用体验（目前，Robinhood 的高阶数据需要订购其 Gold 会员才能浏览）。

富途、老虎皆已取得清算资格，美国市场完全自清算指日可待。目前，老虎、富途两家公司皆已经拿到美国市场的清算牌照。其中，老虎证券通过收购 Marsco 获得该牌照，2020 年四季度已经有约 20%的用户进入自清算模式，并计划将在美国市场的增量用户全部交由 Marsco 清算。对富途而言，虽然在之前的业务中把 InteliClear 公司作为其清算服务的供应商，但其子公司 Futu Clearing Inc 已经取得了清算资格，未来极有可能通过该子公司实现自清算。

自清算后掌握订单控制权，美国市场交易性收入有望提升。在未取得清算牌照之前，老虎需要将订单交由清算服务供应商统一清算，并无选择订单交易路径的权利，因此无法将客户订单发送给流动性提供商获得 PFOF 收入。老虎通过收购 Marsco 实现了自清算业务的快速起步。目前老虎已经开始在美国本土客户的订单上，通过将客户的订单发送至 Citadel 等流动性提供商，在暗池中成交交易，获得这些公司支付的订单流付款（PFOF）实现盈利。同时，自清算模式意味着其有能力选择订单交易的路径、执行交易的方式，并以此谈判返点，提升话语权。

3.1.3. 中长期或可引入介绍经纪商模式，发掘 2B 端客户市场价值

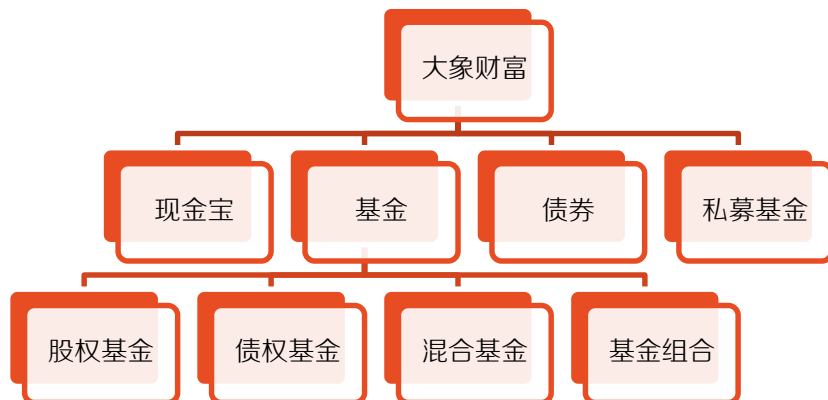
在实现完全自清算之后，富途、老虎可以引入盈透证券的介绍经纪商模式，为其他机构客户提供清算渠道，收取相关费用。同时，介绍经纪商模式有助于老虎、富途为全球投资者提供针对性的客户增值服务，助力老虎、富途在中国、香港、美国以外的地区加速获客。老虎、富途也获得介绍经纪商名下客户的资金和抵押的证券，使用这些资金、券源向投资者提供融资融券服务，甚至将客户的证券交由银行抵押，获得资金变现，提升利息收入的利润空间。

3.2. 财富管理收入：以基金代销为突破口，加速低成本资金沉淀

联合投资机构进行基金代销，财富管理业务宏图初现。2019年8月，富途布局财富管理业务，后对财富管理产品进行整合，推出品牌大象财富，涵盖现金宝、基金、债券、私募基金四大板块。2020年3月，老虎证券推出基金超市栏目，囊括货币基金、债券基金、股票基金，实现股票交易、现金增值、基金理财等全方位一站式的投资服务。两家公司的基金销售皆与国内外著名投资机构展开合作，实现互利共赢。

目前，两家公司的财富管理业务渗透率还有巨大提升空间。据年报数据，2020年底，富途证券财富管理业务资产规模约为102亿港元，年化增长率68.5%。从人数来看财富管理业务客户约为4.2万人仅占富途总入金客户的8.1%。2019年，老虎证券财富管理业务资产约为3到4亿美金。参考嘉信理财，两家证券的财富管理业务主要有两个发展方向：自营基金与第三方基金。老虎证券拥有美国全牌照，已为自营基金平台的搭建做出初步准备。同时，公司也可以发展类似“One Source”的免手续费第三方基金销售平台，获得分佣收入。

图 44：富途证券财富管理业务版图



数据来源：富途牛牛、东方证券研究所

表 6：老虎、富途基金代销合作机构

老虎证券合作机构				富途证券合作机构			
贝莱德	富兰克林	富达	摩根大通	联博	东方汇理	霸菱	贝莱德
施罗德	天利	大华	太平洋	法巴	东亚联丰	博时	华夏
安联	首源投资	日兴	骏利亨德森	汇添富	南方东英	大成	易方达（香港）
法盛投资	利安	安本标准	富国基金	首域	富兰克林	景顺	Fullgoal
宏利	高盛	东方汇理	富敦	摩根士丹利	高腾	嘉实	工银资管（全球）
英杰华	法巴资管	路博迈	联博	骏利亨德森	木星	MFS	未来
柏瑞	瑞银			晋达	PIMCO	柏瑞	泰康
				普信	惠理		

数据来源：富途牛牛、Tiger Trade、东方证券研究所

财富管理业务将加速资金沉淀，息差业务面临巨大提升空间。目前，老虎证券的户均资产在 4-5 万美金左右，富途证券则保持在 45 万港元的水平，与美国在线券商巨头相比依然存在较大的上升空间。户均资产上升的主要驱动力在于财富管理业务的起步。老虎证券的利息收入来源主要来自于客户的融资融券活动和银行存款的利息，富途证券在这些收入之外，还有来自港股融资打新的利息收入。可以看出，在未来财富管理业务发展之后，可以通过与客户订立合约，借此低成本沉淀客户资金，获得投资于生息资产的资金来源。

4. 投资建议

美国头部券商积极变革盈利模式，量体裁衣打造新型综合性金融服务平台。零佣金浪潮之下，美国头部券商积极求索变革之道，嘉信理财、盈透证券、Robinhood 皆已找到合适的业务模式。利息收入、财富管理收入、订单流付款收入、基于介绍经纪商模式下的国际业务发展将成为在线券商转型的主要方向。在线券商宜根据现有客户特点与业务模式，寻找适合的可持续盈利之道。

多因素驱动客户规模迅猛发展，美国零佣金浪潮不改高速增长预期。在可投资金融资产规模增长、境外证券投资需求扩张、个人资本项下业务有序放宽背景下，中国投资者境外投资规模有望大幅提升，跨境在线券商客户规模有望持续提升。同时，跨境在线券商应关注自身业务模式，提升交易性收入与财富管理收入能力。在线券商可以加强布局自清算为 PFOF 收入搭建基础，引入介绍经纪商客户，引流海外客户并获得大量资金与证券用于两融业务。同时，应关注财富管理业务，从基金代销起步做大做强，加强客户闲余资金留存，以获取低成本资金来源，提升利息收入利润空间。**重点推荐**充分受益于华人境外投资市场发展红利、深耕华人投资者境外证券投资领域的高成长性标的**富途控股（FUTU.O）、老虎证券（TIGR.O）**。

5. 风险提示

1. 订单流支付模式增加披露要求，面临美国证监会监管与最佳执行价格审查；
2. 成长性券商议价能力不及头部公司，基金代销盈利能力不及预期；
3. 财富管理赛道多方聚集，竞争加剧，各项费率恐出现下滑，盈利能力不及预期；
4. 免佣金浪潮或扩展至美国以外客户群体，佣金收入或不及预期；
5. 个人项下业务限制放宽尚处于研究阶段，正式放开或有待时日，客户规模或不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，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负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn