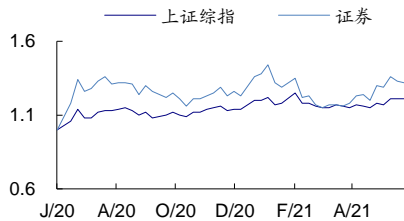


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《证券行业6月投资策略:市场成交活跃,两融业务回暖》——2021-06-02
 《证券行业5月投资策略:成交活跃度下降,投行业务回暖》——2021-05-10
 《2021年政府工作报告点评:稳步推进资本市场改革》——2021-03-09
 《国信证券-证券行业3月投资策略:成交活跃度下降,IPO继续放缓》——2021-03-03
 《证券行业2月投资策略:IPO业务放缓,两融规模扩大》——2021-02-05

证券分析师:戴丹苗

电话:075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

证券分析师:王剑

电话:021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:王鼎

电话:0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师:王可

电话:021-61761053
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,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,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

海阔凭鱼跃

● 主要逻辑与核心结论

居民财富管理需求迅猛增长,财富管理业务发展空间巨大。随着权益类基金规模扩大,我国居民对权益市场的关注度和参与度加深,券商发展财富管理业务也凸显出自身优势,且龙头券商和特色券商各有所长。

● 财富管理的核心是以客户为中心

财富管理属于成熟的理财服务,和一般的代销产品业务以产品为中心不同,财富管理的本质是以客户为中心,满足以客户为中心的业务需求。券商财富管理业务的服务对象众多,对不同类别的客户,也对应着差异化的服务模式和业务价值。

● 券商发展财富管理业务大有可为

券商在全牌照、资本化市场人才、研究能力、做市能力方面拥有自身优势。从通道中介转向专业金融服务机构,从金融产品代销转向专业资产配置和投资咨询,券商的财富管理业务发展在摸索中初见成效。在基金代销注重保有量的时代,券商凭借权益类产品的专业优势,在瓜分公募基金蛋糕的竞争中有提升空间;基金投顾业务的推出,为券商财富管理业务带来更大机遇,也对券商专业能力提出更高要求;金融科技加大投入,配合财富管理业务应用场景,不断提升服务效率,增强客户黏性。

● 龙头券商和特色券商各有所长

中金公司利用品牌效应,深耕高净值客户;中信证券利用经纪业务的优势引流,并借助研究优势增强专业服务效果;东方财富利用高流量、低佣金及良好用户体验,打造财富管理生态圈;国联证券利用区位优势,在中小券商中抢占财富管理业务先机。

● 投资建议

证券行业在资本市场改革的推动下,将加速形成差异化发展格局,预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面,目前券商板块PB估值为1.80倍,处于35%历史分位,具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注在业务布局、风险控制水平、研究定价能力、资本实力等方面均有优势的大型龙头券商中信证券、中金公司以及特色券商东方财富、国联证券。

● 风险提示

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期;市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600030	中信证券	增持	25.00	3041	1.44	1.74	17.36	14.37
601995	中金公司	增持	59.41	2068	2.00	2.56	29.71	23.21
300059	东方财富	增持	30.50	3152	0.77	1.11	39.61	27.48
601456	国联证券	增持	15.60	297	0.29	0.33	53.79	47.27

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

主要逻辑与结论.....	4
天高海阔：财富管理发展机遇来临.....	4
居民财富管理需求增长迅猛.....	4
佣金率下行，存量竞争凸显.....	5
财富管理机构的竞争格局.....	6
券商发展财富管理业务的优势.....	8
大有可为：券商财富管理发展空间巨大.....	9
财富管理的核心是以客户为中心.....	9
公募蛋糕重新瓜分，权益基金大增.....	10
基金投顾为券商发展财富管理业务提供新的契机.....	14
金融科技赋能财富管理，提升服务效率.....	15
龙头券商与特色券商各展所长.....	16
中金公司：深耕高净值客户.....	16
中信证券：经纪业务强势引流.....	17
东方财富：高流量+低佣金+良好用户体验.....	18
国联证券：区位优势明显，高管团队经验丰富.....	20
主要结论与投资建议.....	21
主要结论.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	22
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺.....	24
风险提示.....	24
证券投资咨询业务的说明.....	24

图表目录

图 1: 1990-2020 年中国人均 GDP	5
图 2: 2008-2020 年个人可投资资产超过 1 千万的人数	5
图 3: 2008-2020 年高净值人群可投资资产规模	5
图 4: 2011-2020 年证券行业佣金率	6
图 5: 2011-2020 年证券公司代理买卖证券业务收入及占比	6
图 6: 2015-2020 年沪深两市期末投资者数量	6
图 7: 1992-2019 年沪市投资者开户数及新增	6
图 8: 2005-2020 年全部 A 股机构持股和自然人持股比例	7
图 9: 券商发展财富管理业务的优势	8
图 10: 券商发展财富管理业务的模式	10
图 11: 2014-2019 年中国已注册投资顾问人数	10
图 12: 排名前十券商投资顾问人数	10
图 13: 2018-2020 年公募基金资产规模及权益基金占比	11
图 14: 2018-2020 年公募基金发行份额	11
图 15: 2021 中国高净值人群私人财富管理机构选择比例	15
图 16: 2018-2020 年证券行业信息技术投入	15
图 17: 2019-2020 年中金公司财富管理客户人数	16
图 18: 2019-2020 年中金公司财富管理客户账户资产规模	16
图 19: 2019-2020 年中金公司高净值客户人数	17
图 20: 2019-2020 年中金公司高净值客户账户资产规模	17
图 21: 2016-2020 年中信证券经纪业务收入	17
图 22: 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入	17
图 23: 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入在经纪业务收入占比	18
图 24: 2015-2020 年东方财富证券经纪业务收入	19
图 25: 2015-2020 年东方财富基金代销业务收入	19
图 26: 2014-2020 年东方财富收入结构	19
图 27: 2014-2020 年国联证券客户数量及增长率	21
图 28: 2014-2020 年国联证券股票基金交易额及增长率	21
图 29: 国联证券基金投顾业务的定位和措施	21
表 1: 不同资产管理机构财富管理业务优劣势	7
表 2: 我国券商财富管理业务发展历程	8
表 3: 券商主做市商服务情况	9
表 4: 各渠道公募基金销售保有规模占比	11
表 5: 2021 年一季度各销售机构公募基金销售保有规模排名前 50 名	12
表 6: 证券公司 2020 年度证券经纪业务收入排名	13
表 7: 证券公司 2020 年度代理买卖证券收入排名	13
表 8: 证券公司 2020 年度代理销售金融产品收入排名	14
表 9: 金融科技在财富管理业务中的应用场景	16
表 10: 2016-2020 年中信证券经纪业务收入排名	18
表 11: 东方财富业务布局	19
表 12: 独立第三方基金代销机构对比	20
表 13: 重点个股估值表	23

主要逻辑与结论

海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。中国经济发展质量不断提升，居民财富管理需求迅猛增长。随着权益类基金规模扩大，我国居民对权益市场的关注度和参与度不断加深。外部环境驱动叠加佣金率下行，共同促进券商经纪业务向财富管理转型。作为拥有股票交易牌照的券商，其依靠经纪业务引流，发展财富管理业务也凸显出自身优势。

财富管理的本质是以客户为中心，不同类别的财富管理客户对应着差异化的服务模式。具体来说，对长尾客户而言，券商主要利用智能投顾的模式，通过线上渠道开展服务，金融科技的引入有利于提升用户体验，降低业务成本；对一般客户而言，财富管理需要在当前产品代销业务模式的基础上，发展基金投顾服务，通过专业化的产品配置获取客户认可；对高净值客户而言，券商一方面需要通过丰富产品类别来满足客户的资产配置需求，另一方面则需要配置优秀的专业人才提供具有竞争力的服务，从而实现客户资产的保值增值。

从通道中介转向专业金融服务机构，从金融产品代销转向专业投资咨询，券商的财富管理业务发展在摸索中初见成效。在基金代销注重保有量的时代，券商凭借权益类产品的专业优势，在瓜分公募基金蛋糕的竞争中仍有发挥空间；基金投顾业务试点的推出，为券商财富管理业务带来更大机遇；金融科技投入不断增加，配合财富管理业务转型，将提升服务效率，优化服务水平。

在财富管理竞争格局中，龙头券商和特色券商各有所长。中金公司利用品牌效应，深耕高净值客户；中信证券利用经纪业务的优势引流，并借助研究优势增强专业服务效果；东方财富借助高流量、低佣金及良好用户体验，打造财富管理生态圈；国联证券利用区位优势，在中小券商中抢占财富管理业务先机。

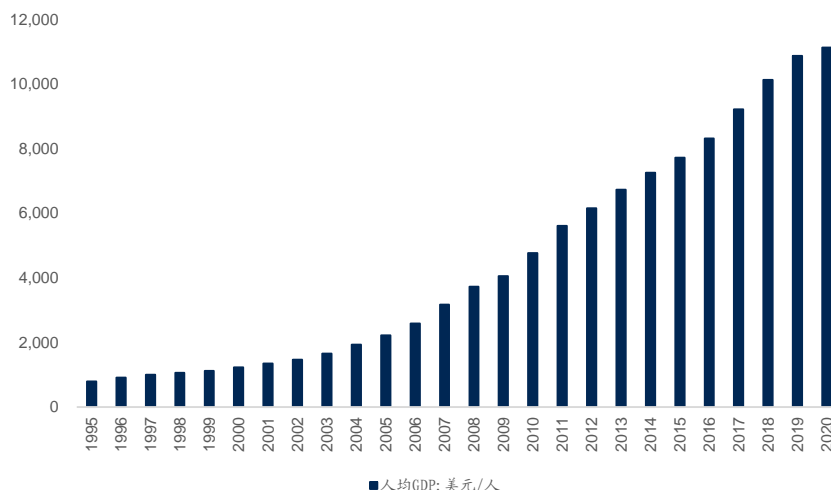
天高海阔：财富管理发展机遇来临

随着中国人均 GDP 突破 1 万美元大关，中国开始实现全面小康，居民财富管理需求大幅增长，为财富管理业务带来新的机遇。而高净值人群和可投资资产规模的持续上涨，为财富管理业务打开更加广阔的空间。在当前百花齐放的财富管理机构中，券商亦拥有自己的独特优势。

居民财富管理需求增长迅猛

当前，中国经济发展的质量稳步提升，人民生活持续改善。2019 年，中国人均 GDP 首次站上 1 万美元大关，为实现全面小康打下了坚实基础；2020 年是全面建成小康社会之年，是实现第一个百年奋斗目标的重要时点。全面实现小康之后，居民的财富管理需求也将随之增长。

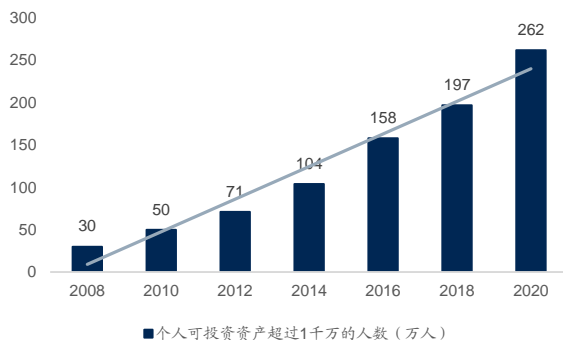
图 1: 1990-2020 年中国人均 GDP



资料来源: IFind、国信证券经济研究所整理

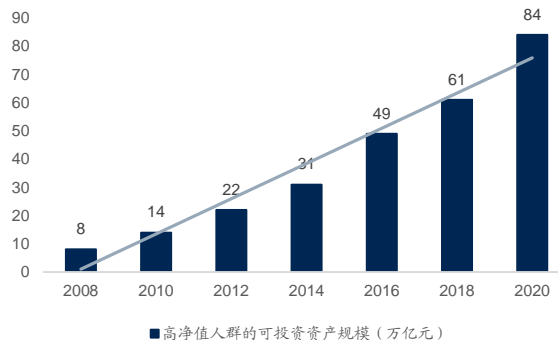
高净值人群数量及可投资资产规模持续上涨, 为财富管理业务发展奠定客户基础。国内私人财富市场稳健发展, 2020 年, 中国高净值人群(个人可投资资产 1 千万元人民币以上) 数量达到 262 万人, 高净值人群的可投资资产规模达到 84 万亿元人民币, 年均复合增速达到 17%。高净值人群对财富增值的需求依然十分强烈。根据招商银行发布的《2021 年私人财富管理报告》调查显示, 在高净值人群的投资决策各环节上, 专业金融机构扮演着非常重要的角色。

图 2: 2008-2020 年个人可投资资产超过 1 千万的人数



资料来源: 《招商银行-2021 年私人财富管理报告》、国信证券经济研究所整理

图 3: 2008-2020 年高净值人群可投资资产规模

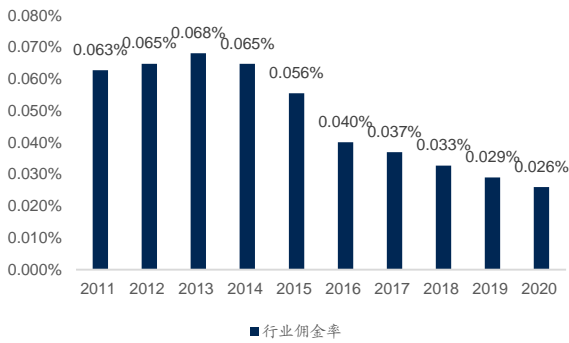


资料来源: 《招商银行-2021 年私人财富管理报告》、国信证券经济研究所整理

佣金率下行, 存量竞争凸显

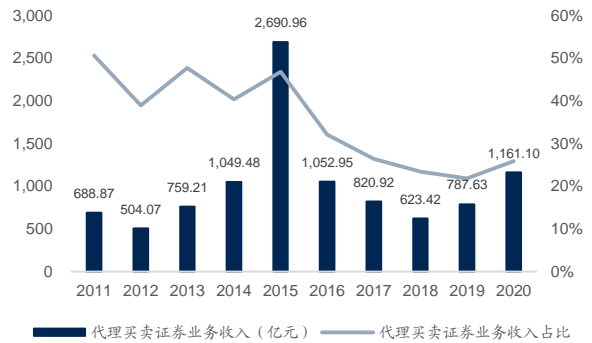
证券行业佣金率持续下行, 对经纪业务依赖度降低。随着行业佣金率持续下行, 券商将继续向财富管理转型。随着佣金率从 2011 年 0.063% 下降到 2020 年 0.026%, 经纪业务收入占比也从 50% 下降到 30% 以下。券商要实现高质量发展, 从通道中介转向专业的金融服务机构, 需要逐渐摆脱对交易佣金的依赖, 提供更加成熟的金融服务。

图 4: 2011-2020 年证券行业佣金率



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

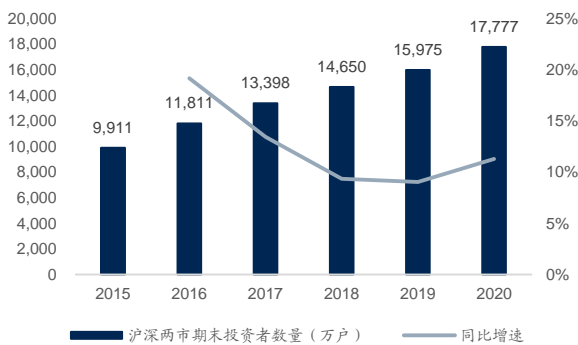
图 5: 2011-2020 年证券公司代理买卖证券业务收入及占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

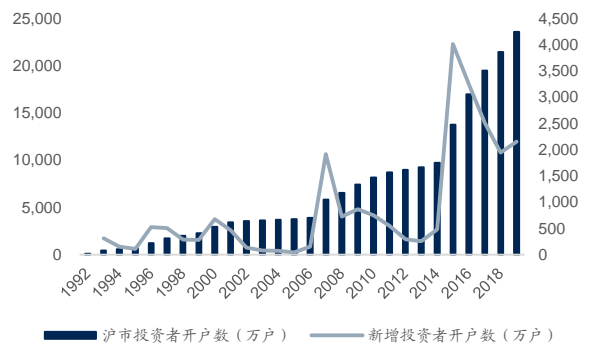
券商存量竞争趋势凸显。近年来, 沪深两市投资者增速放缓, 经纪业务开启存量竞争模式, 粗放型的人力资源模式难以持续, 有必要围绕零售经纪和机构经纪客户需求, 提升专业服务水平, 摆脱同质化竞争和价格竞争困境。

图 6: 2015-2020 年沪深两市期末投资者数量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 1992-2019 年沪市投资者开户数及新增



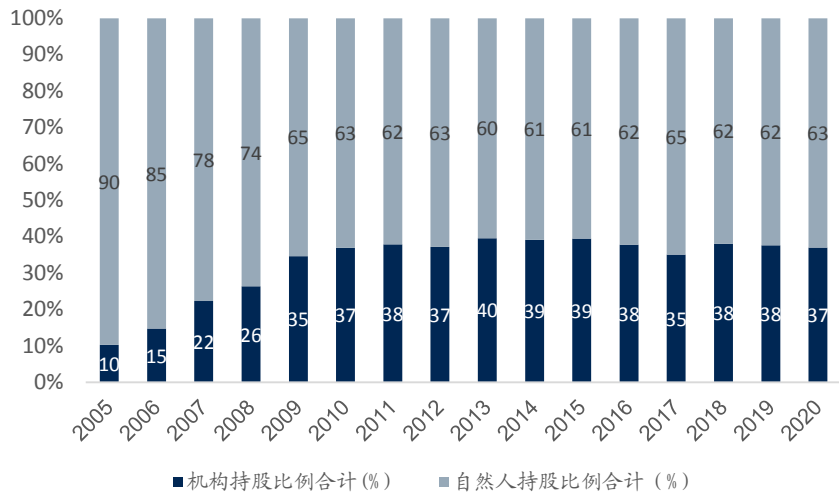
资料来源: 上海证券交易所、国信证券经济研究所整理

券商财富管理转型初见成效。近年来, 券商经纪业务加快财富管理业务转型, 为投资者提供多样化的财富管理服务。2020 年, 证券公司实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元, 同比增长 148.76%; 实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元, 同比增长 26.93%, 可见券商服务居民财富管理能力和在进一步提升, 财富管理转型初见成效。

财富管理机构的竞争格局

专业机构财富管理的认可度逐步提高。随着机构投资者赚钱效应凸显和投资者教育理念的普及, 更多投资者更加倾向通过专业资产管理机构参与资本市场。从 2005 年到 2020 年, A 股市场自然人投资者持股比例由 90% 逐步降至 63%。

图 8: 2005-2020 年全部 A 股机构持股和自然人持股比例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

当前，银行、券商、保险、信托以及第三方机构的财富管理格局已经形成。渠道、客群和产品是财富管理业务发展的核心要素，由于各类金融机构的资产管理业务与发展历程各具差异，从而形成了各金融机构财富管理业务在资金端、投研能力、客户资源、销售渠道、资产端、产品发行、人才团队、业务协同、对外依赖度等方面的优劣态势。

表 1: 不同资产管理机构财富管理业务优劣势

机构类型	优势	劣势
银行	<ul style="list-style-type: none"> 渠道: 线下网点众多, 覆盖面广 客户: 私行业务把握众多中高净值客户 产品: 擅长“固收+”等债券类产品销售 	<ul style="list-style-type: none"> 线上渠道今年快速发展, 但流量规模仍难以与独立三方匹敌 获客成本较高, 高度依赖线下网点和销售人员 不擅长权益类产品
券商	<ul style="list-style-type: none"> 渠道: 营业网点众多 客户: 经纪业务积累丰富的客户资源, 客户风险偏好较高 产品: 做市和发行能力较强, 擅长权益类产品 牌照: 拥有众多资产市场牌照, 各业务之间可以实现资源联动 	<ul style="list-style-type: none"> 渠道: 营业网点众多 获客成本高, 销售人员激励成本高 不擅长债权类产品
保险	<ul style="list-style-type: none"> 投研能力: 在权益投资、基础设施投资及非上市股权投资等长期投资领域优势明显; 产品: 具备债权计划、股权投资计划、组合类保险资产管理产品等独有产品发行资质; 人才团队: 在中长期债券、股权和组合投资方面的人才储备具有比较优势。 	<ul style="list-style-type: none"> 投资风格: 过于保守、弱势、产品收益率相对偏低; 资金端: 资金来源单一, 主要来自于集团资产, 中小险企的资金占比不高; 市场竞争力: 品牌认可度、市场影响力有待提高, 获取业内外委托资金的难度较大。
信托	<ul style="list-style-type: none"> 投资领域: 可以横跨货币市场、资本市场和实业投资等领域; 投资品种: 投资资产种类较多, 可以覆盖标准化资产、非标准化资产和其他资管产品; 销售渠道: 着力采用直销模式且业务成功率较高。 	<ul style="list-style-type: none"> 客户资源: 门槛较高, 客户受众群体较小; 投研能力: 信托在资产证券化业务中, 基本是通道角色, 业务利润较低, 对证券市场涉足较少, 投研能力也不强; 资金端: 以中风险的非标准化资金信托为主, 受政策调控的影响较大, 且相比于银行理财, 信托产品筹集资金的成本更高。
独立第三方机构	<ul style="list-style-type: none"> 渠道: 背靠的平台流量庞大, 边际获客成本低, 渗透范围广 客户: 客群以年轻人为主, 客户基数大 产品: 货架品类齐全, 中低风险产品销量较高 	<ul style="list-style-type: none"> 客群风险偏好低 客均资产低

资料来源: 国信证券经济研究所整理

券商发展财富管理业务的优势

我国居民对权益市场的关注度和参与度在不断加深，利好发展券商的财富管理业务。西南财经大学中国金融研究中心《我国证券投资者教育的效率分析与制度建构》课题组调查数据显示，从2018年到2020年，个人投资者以股票和基金为代表的权益类资产配置比例从28.46%上升到33.21%，提高了4.75%；而投资性房地产的配置比例则从2018年的9.33%下降到2020年的9.02%，下降了0.31%。

国内券商财富管理业务起步较晚，发展大致经过了表2所示的三个阶段。目前来看，我国券商的财富管理业务模式仍然立足于证券经纪业务，主要是基于各类资本市场工具，向客户提供资产配置、资本中介、信息资讯等综合金融服务，业务发展主要以销售驱动为主。然而，在中国经济转型和资本市场改革的大背景下，财富管理客户需要资本市场驱动的金融服务，而处于转型路口的证券行业同样需要找到新的增长驱动力。

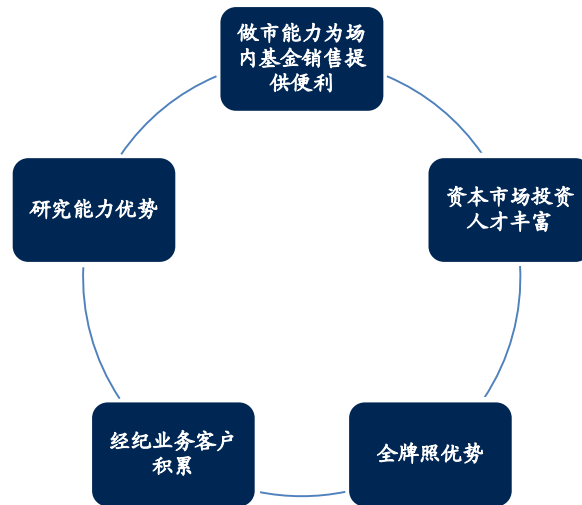
表 2: 我国券商财富管理业务发展历程

时间	发展情况
2003年-2009年 萌芽阶段	券商开始加快研发、销售理财产品
2010年-2012年 初步转型阶段	券商开始成立财富管理中心，根据客户需要提供投资顾问服务
2012年至今 发展阶段	券商加快从通道服务向财富管理转型的步伐，积极探索和实践针对高净值客户的服务模式

资料来源:中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

对拥有股票交易牌照的券商而言，其发展财富管理业务有五方面的优势：

图 9: 券商发展财富管理业务的优势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

优秀的做市能力可以使券商在场内基金销售上占有先机。场内基金是在证券交易所交易的基金，只要开通场内基金账户即可交易，任意一个券商开户都能开通场内基金账户，所以相较于其他机构，拥有场内做市资格的券商可以更为便捷地将股市投资者引向场内基金货架，所以其在场内基金的销售上占有先机。从上交所公布的数据来看，截至2021年5月末，上交所基金市场共有主做市商14家，一般做市商15家，参与的基金产品共有281只。从做市商情况来看，基金做市服务数量超过100只的券商有中信证券、方正证券、广发证券和招商证券。

表 3: 券商主做市商服务情况

序号	做市商	主做市服务数量	一般做市服务数量	做市服务数量总计
1	中信证券股份有限公司	173	13	186
2	方正证券股份有限公司	117	18	135
3	广发证券股份有限公司	109	8	117
4	招商证券股份有限公司	100	0	100
5	中信建投证券股份有限公司	84	8	92
6	华泰证券股份有限公司	76	2	78
7	中国国际金融股份有限公司	56	0	56
8	海通证券股份有限公司	51	1	52
9	申万宏源证券有限公司	32	5	37
10	中国银河证券股份有限公司	22	14	36
11	中泰证券股份有限公司	30	0	30
12	国泰君安证券股份有限公司	23	1	24
13	东方证券股份有限公司	9	4	13
14	国盛证券有限责任公司	3	3	6

资料来源:上交所官网、国信证券经济研究所整理

券商拥有资本市场投资人才优势。券商的各项业务,如自营业务、财富管理业务、股权投资业务、资产管理业务,都对投资人员的专业能力有较高的要求。券商在业务发展过程中,积累了具有丰富投资经验的人才,从而使券商具备了为客户提供优质财富管理服务的的基本条件和综合实力。

券商具有全牌照优势,有助于实现业务协同。全牌照券商拥有广泛的业务范围,可以在更多领域开展业务,而不同业务之间的协同是财富管理业务拓展的重要驱动因素。券商的投行客户包括处于不同生命周期的企业客户。成长期企业的融资需求可通过风险投资、私募股权投资、创业板上市、新三板挂牌等方式来得到满足。成熟企业有发行股票、定向增发、发行债券、并购重组等服务需求。上市企业可能有市值管理、股权质押融资、增减持配套等服务需求。券商在为企业客户提供投资银行服务的同时,可以通过部门联动,带动全套财富管理业务营销。

券商的经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险偏好客户资源。券商经纪业务的客户以风险偏好较高的股票投资者为主,根据深交所发布的《2020年个人投资者状况调查报告》显示,2020年股市投资者账户平均资产量为59.7万元,投资者中有67%投资于公募基金。股市投资者需通过券商的经纪渠道完成股票交易,这为券商的基金代销积累了丰富的客户资源。

券商具有研究能力优势,为财富管理业务打下坚实基础。相对其他金融机构而言,中大型券商拥有庞大的研究团队,覆盖行业范围广,研究较为有深度。雄厚的研究实力为券商给零售系统的高端客户提供高质量的咨询服务打下了基础,进而为实现定制化的财富管理提供了可行性。

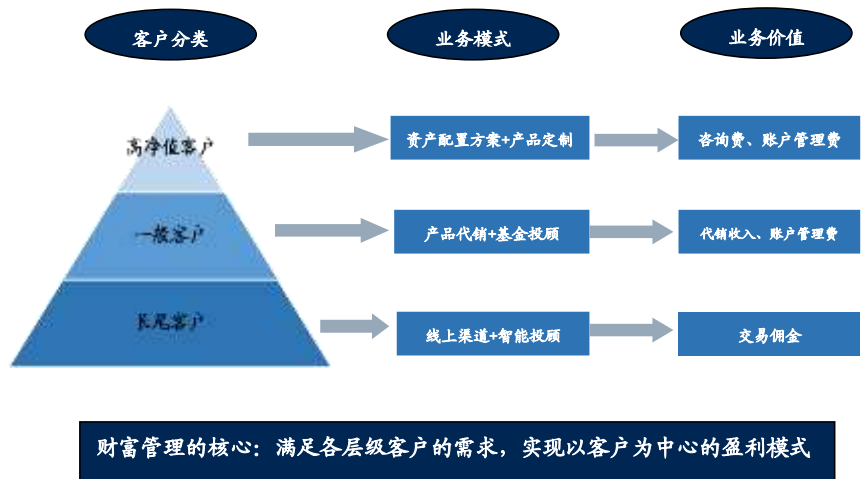
大有可为: 券商财富管理发展空间巨大

前文已述,居民财富增长为券商财富管理带来了新的机遇,从券商自身来看,佣金率的下行直接导致代理买卖证券业务收入在券商收入占比中持续下降,新增投资者的速度放缓导致券商存量竞争趋势凸显。因此,发展成熟的财富管理业务,增强盈利能力也是券商转型的内在驱动力。

财富管理的核心是以客户为中心

财富管理属于成熟的理财服务,和一般的代销产品业务以产品为中心不同,财富管理的本质是以客户为中心,满足以客户为中心的业务需求。券商财富管理业务的服务对象众多,对不同类别的客户,也对应着差异化的服务模式和业务价值。

图 10: 券商发展财富管理业务的模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

具体来说，对长尾客户而言，券商主要利用智能投顾的模式，通过线上渠道开展服务，金融科技的介绍有利于提升用户体验，降低业务成本；对一般客户而言，财富管理需要在当前产品代销业务模式的基础上，发展基金投顾服务，通过专业化的产品配置获取客户认可；对高净值客户而言，券商一方面需要通过丰富产品类别来满足客户的资产配置需求，另一方面则需要配置优秀的专业人才提供具有竞争力的服务，从而实现客户资产的保值增值。

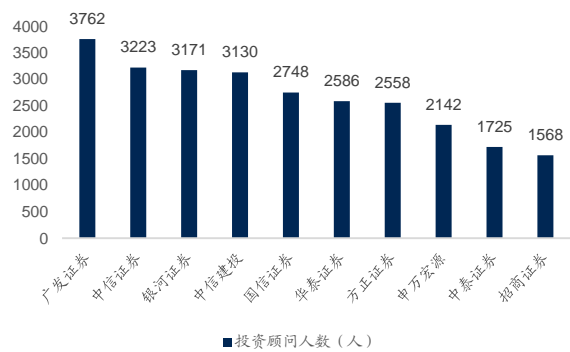
打造专业化的人才团队是券商提供高质量财富管理服务的核心。从 2014 年到 2019 年，已注册投资顾问人数从 29519 人上升到 55349 人。目前券商中投资顾问人数排名前 3 的为广发证券、中信证券、银河证券，分别为 3762 人、3223 人、3171 人。当前，国内投资顾问队伍的运作模式差别较大，各家机构对于投资顾问的岗位定位不同，在投资顾问管理模式、人员培训体系方面也有着较大差异。

图 11: 2014-2019 年中国已注册投资顾问人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 排名前十券商投资顾问人数



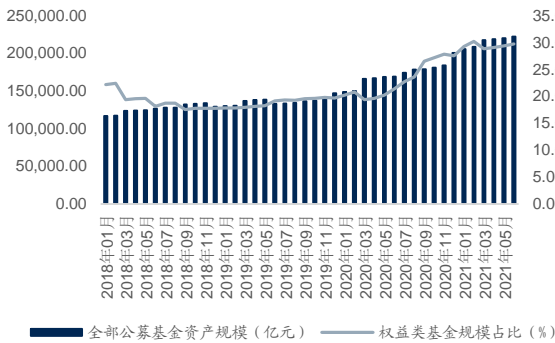
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：数据截止至 2021 年 6 月 21 日）

公募蛋糕重新瓜分，权益基金大增

公募基金规模增长，权益基金占比提升。近年来，公募基金规模增长迅猛，新发基金份额持续增长。去年年底，公募基金规模突破 20 万亿元。截止到 2021 年 6 月 22 日，公募基金规模达到 22 万亿元，其中权益类基金占比在今年以来一直维持在 30% 左右三年来提升了近 10 个百分点。随着金融供给侧改革的不

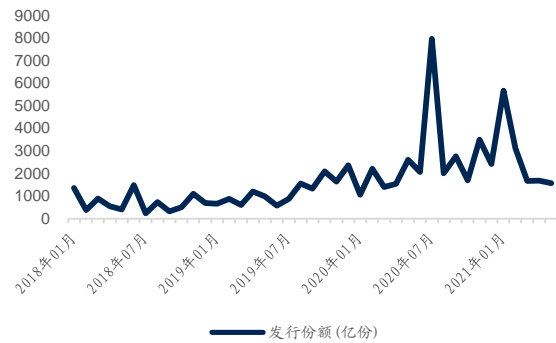
断深入，越来越多的居民资金会从传统理财产品转向权益类产品，未来权益类基金的占比将持续提升。

图 13: 2018-2020 年公募基金资产规模及权益基金占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2018-2020 年公募基金发行份额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

权益类基金产品的爆发利好券商发展财富管理业务。公募基金代销渠道由银行、证券公司和独立基金销售机构组成。从公募基金销售的保有量来看，虽然券商总体的保有量规模在近年来略有下降，从 2015 年 10.01% 下降到 2019 年 7.59%，远远落后于银行的占比。但是在股票+混合公募基金这个赛道，龙头券商如中信证券、广发证券、华泰证券依然表现强劲，其保有量规模超过了大量银行，东方财富的子公司天天基金也处于行业领先地位。

表 4: 各渠道公募基金销售保有规模占比

年度	商业银行(%)	证券公司(%)	基金公司直销(%)	独立基金销售机构(%)	其他(%)
2015 年	25.22	10.01	61.90	2.14	0.73
2016 年	23.43	8.23	65.62	2.24	0.48
2017 年	24.41	6.05	65.38	3.84	0.32
2018 年	24.14	6.41	61.26	7.76	0.42
2019 年	23.59	7.59	57.29	11.03	0.49

资料来源: 中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

资料来源: 中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

表 5: 2021 年一季度各销售机构公募基金销售保有规模排名前 50 名

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)	非货币市场公募基金保有规模 (亿元)
1	招商银行股份有限公司	6711	7079
2	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	5719	8901
3	中国工商银行股份有限公司	4992	5366
4	中国建设银行股份有限公司	3794	4101
5	上海天天基金销售有限公司	3750	4324
6	中国银行股份有限公司	3048	4572
7	交通银行股份有限公司	2381	2483
8	中国农业银行股份有限公司	2268	2468
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1656	1708
10	中国民生银行股份有限公司	1512	1566
11	兴业银行股份有限公司	1380	1441
12	中信证券股份有限公司	1298	1315
13	中信银行股份有限公司	1030	1343
14	平安银行股份有限公司	910	1039
15	中国光大银行股份有限公司	793	864
16	广发证券股份有限公司	741	787
17	中国邮政储蓄银行股份有限公司	703	1128
18	腾安基金销售(深圳)有限公司	633	1040
19	宁波银行股份有限公司	562	592
20	华泰证券股份有限公司	545	594
21	国信证券股份有限公司	515	523
22	招商证券股份有限公司	496	527
23	兴业证券股份有限公司	441	448
24	中信建投证券股份有限公司	380	390
25	平安证券股份有限公司	378	405
26	中国银河证券股份有限公司	361	697
27	珠海盈米基金销售有限公司	357	581
28	东方证券股份有限公司	348	352
29	华夏银行股份有限公司	301	322
30	申万宏源证券有限公司	288	293
31	方正证券股份有限公司	287	290
32	上海基煜基金销售有限公司	283	607
33	浙江同花顺基金销售有限公司	272	290
34	国泰君安证券股份有限公司	271	287
35	海通证券股份有限公司	236	247
36	北京蛋卷基金销售有限公司	229	328
37	上海银行股份有限公司	212	222
38	中国中金财富证券有限公司	193	195
39	长江证券股份有限公司	189	197
40	北京银行股份有限公司	185	246
41	上海陆金所基金销售有限公司	178	256
42	上海好买基金销售有限公司	158	280
43	京东肯特瑞基金销售有限公司	158	209
44	广发银行股份有限公司	157	169
45	国金证券股份有限公司	154	156
46	江苏银行股份有限公司	153	160
47	安信证券股份有限公司	151	247
48	中泰证券股份有限公司	143	185
49	中国人寿保险股份有限公司	126	126
50	光大证券股份有限公司	120	124

资料来源: 中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理(注: 股票+混合公募基金保有规模精确至 0.01 亿元进行排序)

从各家证券公司经纪业务的财富转型效果来看, 2020 年中信证券无论是经纪业务总收入还是代理销售金融产品的收入, 都位于行业首位, 其代销金融产品收入在经纪业务占比为 22.78%。中金公司的代理销售金融产品收入排名远远领先于其经纪业务总收入排名, 其代销收入排名行业第 3 位, 而经纪业务收入排名

在行业 11 位。

表 6: 证券公司 2020 年度证券经纪业务收入排名

排名	机构名称	证券经纪业务收入 (亿元)
1	中信证券	87.76
2	国泰君安	77.01
3	招商证券	62.15
4	国信证券	61.12
5	广发证券	60.18
6	银河证券	57.98
7	华泰证券	57.85
8	申万宏源	50.47
9	中信建投	44.20
10	海通证券	42.97
11	中金公司	41.08
12	方正证券	36.76
13	平安证券	36.60
14	中泰证券	33.45
15	东方财富	29.67
16	安信证券	29.07
17	长江证券	28.93
18	光大证券	28.10
19	兴业证券	26.15
20	东方证券	20.94

资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

表 7: 证券公司 2020 年度代理买卖证券收入排名

排名	机构名称	代理买卖证券业务收入 (亿元)
1	中信证券	67.76
2	国泰君安	67.66
3	招商证券	56.28
4	国信证券	54.04
5	广发证券	53.92
6	银河证券	53.82
7	华泰证券	53.05
8	申万宏源	48.26
9	海通证券	41.28
10	中信建投	38.54
11	平安证券	34.38
12	中金公司	33.57
13	方正证券	33.55
14	中泰证券	31.88
15	东方财富	28.65
16	光大证券	26.27
17	长江证券	25.92
18	安信证券	25.27
19	兴业证券	20.83
20	东方证券	17.04

资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

表 8: 证券公司 2020 年度代理销售金融产品收入排名

排名	机构名称	代理买卖证券业务收入 (亿元)
1	中信证券	20.00
2	国泰君安	9.34
3	中金公司	7.51
4	国信证券	7.08
5	广发证券	6.26
6	招商证券	5.87
7	中信建投	5.66
8	兴业证券	5.33
9	华泰证券	4.80
10	银河证券	4.16
11	东方证券	3.90
12	安信证券	3.80
13	方正证券	3.21
14	长江证券	3.01
15	华创证券	2.60
16	浙商证券	2.33
17	平安证券	2.22
18	申万宏源	2.21
19	国金证券	2.02
20	光大证券	1.83

资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

基金投顾为券商发展财富管理业务提供新的契机

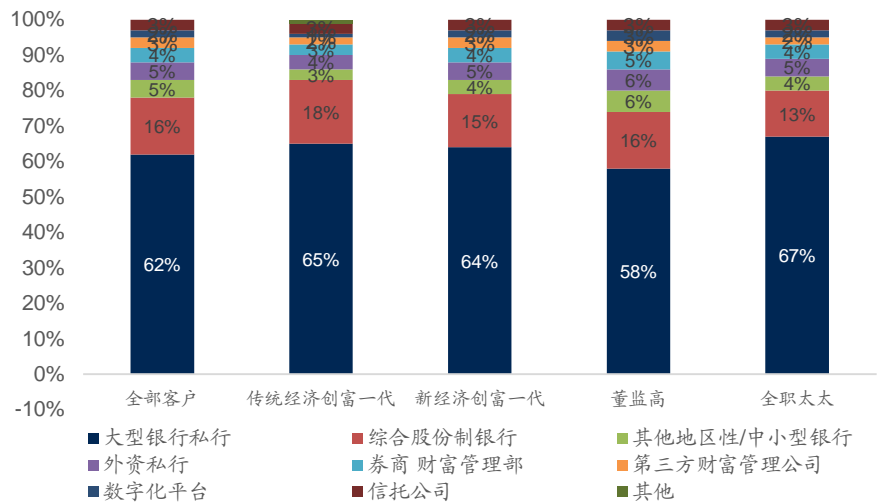
对券商财富管理业务的中高端客户而言, 基金投顾模式为券商提供了发挥自身特长的空间。基金投顾服务意味着券商可以接受客户委托, 代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策, 并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请, 开展管理型基金投资顾问服务。券商可以借此契机, 发挥资本市场人才、研究人才等优势, 为财富管理客户服务。

基金投顾业务试点的落地, 将引导投资者依靠专业机构服务能力、加大金融产品配置与保有、获得中长期投资收益。2019年10月, 证监会下发了《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》, 国内基金投顾业务正式起航。2020年2月底, 国泰君安、银河证券、中金公司、中信建投、申万宏源、华泰证券、国联证券等7家证券公司公告获批基金投顾业务试点资格, 成为首批获得该试点资格的券商。

基金投顾模式将丰富券商财富管理的收入来源。此前, 券商多采用代销模式, 接受基金管理人的委托代销基金产品, 受理投资者申赎基金产品申请, 收入来源主要是销售费收入和申赎费用等。而在基金投顾模式中, 券商可以开展管理型基金投顾服务, 收取基金投顾服务费, 这将大幅创新财富管理服务的模式, 丰富盈利来源。

新经济创富一代和董监高群体更倾向于选择券商财富管理业务。从不同高净值人群在财富管理机构的选择上来看, 相较于传统经济创富一代, 新经济创富一代选择券商财富管理部的服务比例更高, 前者比例为3%, 后者为4%; 此外, 高净值人群里的董监高群体, 是选择券商财富管理部最多的人群, 比例达到5%。

图 15: 2021 中国高净值人群私人财富管理机构选择比例

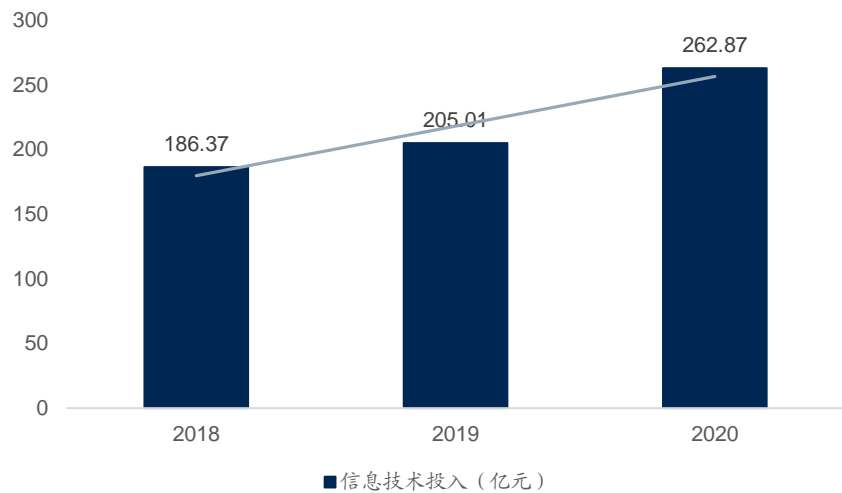


资料来源:《招商银行-2021 中国私人财富管理报告》、国信证券经济研究所整理

金融科技赋能财富管理，提升服务效率

前文提到，对财富管理业务的长尾客户而言，其对应的服务渠道主要是线上，智能投顾发挥着重要的作用。金融科技的引入，将降低业务成本，并大幅提升财富管理客户的用户体验，从而增强客户黏性，提高服务效率。近年来，证券行业信息技术投入规模不断增长，从2018年186.37亿元增长到2020年262.87亿元。

图 16: 2018-2020 年证券行业信息技术投入



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

财富管理业务是金融科技在证券行业最主要的应用领域。财富管理领域的金融科技应用主要集中在四个方面，一是进行客户资料规范类、交易权限开通类、账户开立类、三方存管办理类等非现场的受理审核；二是开展面向投资者的智能化身份识别和风险管理；三是开展智能化的产品与服务推荐；四是推动营业部向智慧网点转型。

表 9: 金融科技在财富管理业务中的应用场景

应用领域	应用场景
智能客服	围绕智能问答和业务场景直达, 运用自动语音识别、自然语言处理、深度学习等技术研发智能客服机器人
互联网精准营销和运营	建立客户画像、产业标签体系, 以此为基础开展个性化的客户服务和精准营销活动
智能化投顾	通过互联网直接向客户提供智能投顾服务; 通过智能投顾助手赋能财富管理顾问, 再由财富管理顾问向客户提供投顾服务
客户全景资产视图及资产分析	基于大数据平台、实时计算技术为客户提供涵盖全交易品种的实时资产全景视图及账单服务
VTM 智能柜台	通过运用生物认证、多媒体交互等多种金融科技手段, 为客户提供自助式临柜业务办理服务
新一代分布式低延时交易系统	基于分布式、微服务、低延时通信、云原生等技术, 实施新一代核心交易的研究和建设

资料来源: 中国证券业协会专项调查、国信证券经济研究所整理

龙头券商与特色券商各展所长

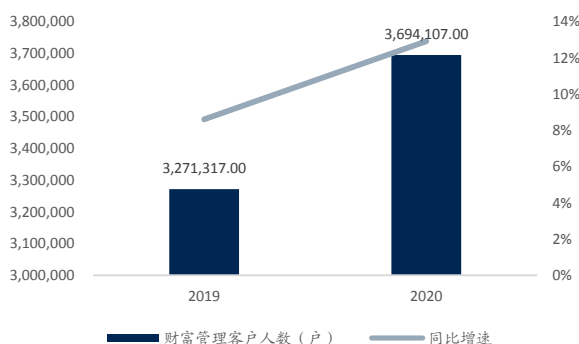
一方面, 券商财富管理的发展空间被打开, 另一方面, 券商行业内部的竞争依然激烈。由于券商业务总体比较同质化, 只有在专业服务水平、客户体验方面独具优势的券商才能在激烈的竞争中脱颖而出。前文提到, 财富管理业务的本质是以客户为中心, 不同客户对应着不同的业务模式和业务价值。当前监管支持证券行业差异化发展, 在财富管理这一领域, 龙头券商和特色券商也依据自身禀赋发挥所长。

中金公司: 深耕高净值客户

“中金财富”是中金公司旗下财富管理业务品牌, 是中国财富管理行业的先行者, 由最早创建于 2007 年的“中金公司财富管理”和 2005 年启用的“中投证券”及其旗下财富管理与经纪业务“金中投”、“掌中投”等子品牌整合而成, 是中金公司发力财富管理领域这一战略意图的最佳实践。中金财富致力于帮助客户制定服务人生目标的财富规划, 并为客户提供专业的投资解决方案。

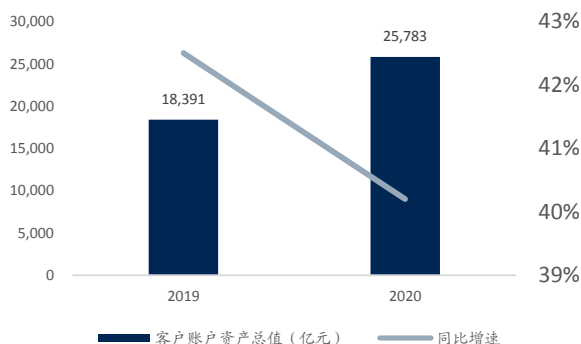
中金公司财富管理品牌定位高端、深耕高净值客群, 在券商同质化竞争格局中优势显著。截至 2020 年末, 公司财富管理客户总规模已达 369 万户, 客户账户资产总值达 2.6 万亿元, 户均资产规模约 70 万元; 其中, 高净值客户(资产 300 万元以上)2.56 万户, 资管规模 6725.2 亿元, 户均资产规模约为 2624 万元。

图 17: 2019-2020 年中金公司财富管理客户人数



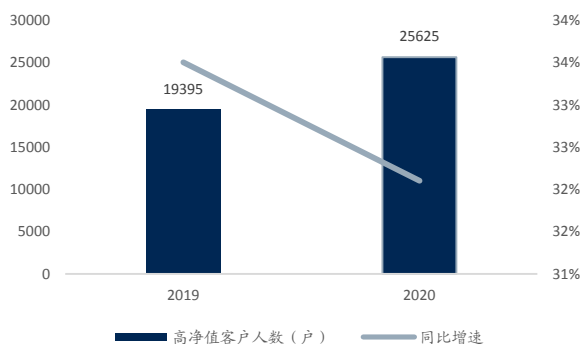
资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 18: 2019-2020 年中金公司财富管理客户账户资产规模



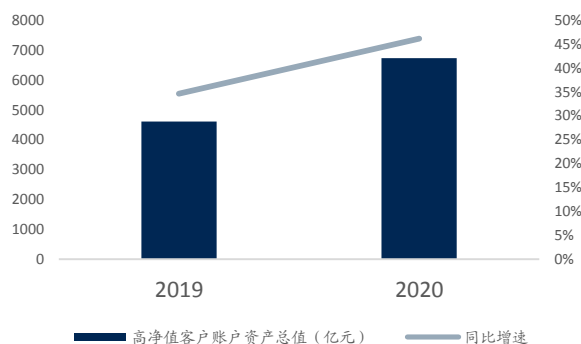
资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 19: 2019-2020 年中金公司高净值客户人数



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 20: 2019-2020 年中金公司高净值客户账户资产规模



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

基金发行方面, 中金基金继续以主动权益及固定收益产品为核心布局完善产品线, 全力发展公募 REITs、ETF 等新业务, 继续加强投研团队建设, 坚持稳扎稳打提升长期业绩。2020 年, 中金基金管理资产规模为人民币 553.0 亿元, 同比增长 98%。其中, 公募业务资产规模 539.9 亿元, 同比增长 127%, 非货币公募业务资产规模 329.9 亿元, 同比增长 148%。

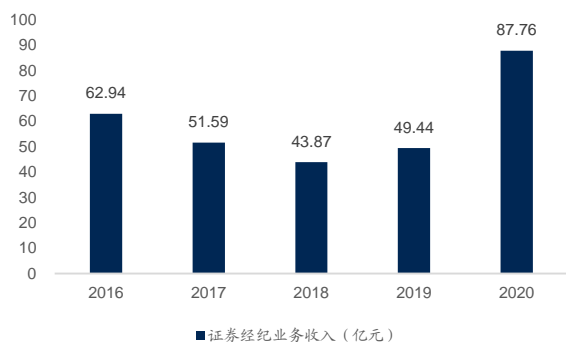
截至 2021 年一季度末, 中金财富的非货币市场公募基金保有规模为 195 亿元, 相较其他券商规模较小, 但中金财富未来将凭借其把握的中高端客户群优势、新引入的营业部网络以及扎实的产品发行能力, 在基金代销业务的中高端市场抢占更多份额。

中信证券: 经纪业务强势引流

中信证券经纪业务收入位居行业首位, 为其开展基金代销业务提供了坚实的客户基础。2016 年至 2020 年, 中信证券的经纪业务收入排名稳居行业前两名。截至 2020 年末, 中信证券客户数量累计超 1,090 万户, 托管客户资产规模合计人民币 8.5 万亿元。其中财富客户数量 12.6 万户, 资产规模人民币 1.5 万亿元; 人民币 600 万元以上资产高净值客户数量 2.7 万户, 资产规模人民币 1.3 万亿元; 财富管理账户签约客户 1.3 万户, 签约客户资产超人民币 1,700 亿元。队伍建设方面, 中信证券注册投资顾问队伍人数超 3200 人, 位居行业第 2。

中信证券实行“坚持经纪业务本源, 深化财富管理发展”战略, 其财富管理体系统不断壮大。今年以来, 中信证券不断丰富其财富客户产品与服务体系, 强化核心财富配置能力, 大力培育高素质专业队伍, 贯彻全球一体化发展要求, 整合境外零售与财富管理, 探索为客户提供境内外全产品服务。

图 21: 2016-2020 年中信证券经纪业务收入



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 22: 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

表 10: 2016-2020 年中信证券经纪业务收入排名

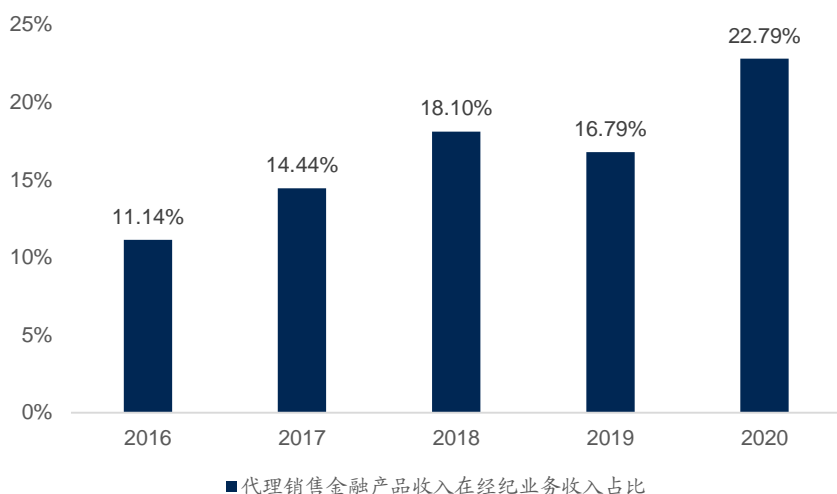
	证券经纪业务收入排名
2016	2
2017	1
2018	1
2019	2
2020	1

资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

除了强大的经纪业务能力外, 中信证券的研究能力在券商中也是首屈一指。从 2020 年的基金分仓佣金来看, 中信证券是唯一一家收入超 10 亿的券商, 同比增速接近 100%。强大的投研能力使得中信证券在开展产品发行和销售时具有较大优势。

行业领先的经纪业务能力和投研能力, 为中信证券财富管理及基金代销业务的发展提供了十足后劲。截至 2021 年一季度, 中信证券的股票+混合公募基金保有规模为 1298 亿元, 在证券公司中排名第 1, 且是唯一一家保有规模超千亿的证券公司。从 2016 年至 2020 年, 其代理销售金融产品收入在经纪业务收入中占比从 11.14% 提升到 22.79%, 说明其经纪业务对代理买卖证券佣金的依赖程度逐渐降低, 财富管理转型初见成效。

图 23: 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入在经纪业务收入占比



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

东方财富: 高流量+低佣金+良好用户体验

东方财富作为国内互联网券商的典范, 在发展财富管理业务独树一帜。东方财富从流量巨头发展到零售巨头, 得益于其互联网战略的高流量、低佣金对客户吸引力以及良好用户体验增强客户黏性。其收入主要来源于证券业务及基金代销业务, 占比分别为 60%、36%。

表 11: 东方财富业务布局

布局时间	产品平台	服务内容	盈利模式	战略
2005	东方财富网	财经资讯网站	广告投放收入、其他增值服务	形成流量基础
2006	股吧东方财富通	股票交流平台	提供互动平台, 吸引流量为主	
2007	天天基金网	第三方基金销售	基金销售申购、赎回费用	切入基金代销业务
2010	东方财富通	行情、交易终端	推出机构付费版	
2013	Choice	金融数据研究终端	向金融机构提供金融数据并收费	
2015	收购西藏同信证券	经纪、资管、融资等服务	网络开户、资管收入等	切入证券零售业务
2018	设立基金管理公司	基金募集、基金销售、资产管理等	基金代销、管理费用等	迈向财富管理平台

资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

图 24: 2015-2020 年东方财富证券经纪业务收入



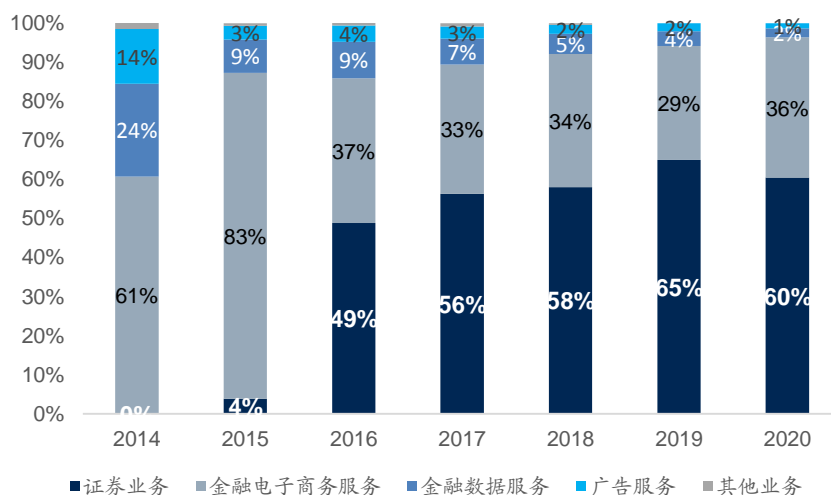
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2015-2020 年东方财富基金代销业务收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 2014-2020 年东方财富收入结构



资料来源: lfind、国信证券经济研究所整理

天天基金网作为东方财富旗下较早布局线上化的独立代销机构之一，其数字化的战略布局和战略执行领先于其他同业。据易观千帆数据显示，天天基金网移动端月活跃用户规模已达 375.64 万，成为仅次于蚂蚁财富的独立 App，也成为一季度活跃用户增长率最高的基金类 App。受东方财富财经资讯背景的影响，天天基金网在基金资讯、披露及数据资源方面优势较为突出，用户通过平台获取的基金相关信息及资料相对全面和及时。

从用户角度来看，天天基金的客户层级要高于蚂蚁基金。得益于其专业的资讯背景和用户基金互动吧的建设，天天基金网的用户相对于蚂蚁财富的用户群体在对基金理财知识的了解程度上相对要占优势。在用户年龄和收入分布上，相比于蚂蚁财富，天天基金网的用户平均年龄较高，且以中高消费能力用户居多。相对较高的客户层级，一方面对天天基金线上服务能力提出了更高的要求，另一方面则提高了其单客户收益，截至 2021 年一季度末，天天基金的非货币市场公募基金保有规模位居独立三方机构第二，仅次于蚂蚁基金，未来依靠平台优势和东方财富的不断引流，天天基金代理业务将进一步实现扩张。

基于线上平台的资讯互动是天天基金增强客户粘性的一大法宝。东方财富是业内领先的互联网券商，其在资讯、股吧方面的运作有着丰富的经验，它旗下的天天基金继承了这一优良属性。在平台运作过程中，其单设资讯互动板块，投资者可以在板块中获得即时资讯、研究观点、理财知识等决策信息支撑，还可以在基金吧中和其他基民讨论观点、分享经验，让基民可以在平台上一站实现所有投资相关活动，客户粘性较高，使其相较于其他平台在基金代销上有着强大的优势。

表 12：独立第三方基金代销机构对比

第三方机构	天天基金	蚂蚁基金	腾安基金
申购费率	申购费率一折优惠，赎回费率均无优惠		
代销基金公司数	5751	5243	1748
转换功能	支持跨基金公司转换基金份额，目前支持 5600 多只产品	支持跨基金公司转换基金份额	仅支持货币基金转换至其他货币基金和保险理财
智能筛选	(1) 智能助手：根据投资目标，风险承受能力、投资期限等多维度推荐单只基金或基金组合 (2) 组合宝：根据不同投资需求，一键跟投专业大咖的基金组合 (3) 基金投顾：接入 5 家基金投顾，筹建基金投顾	(1) 智能助手：根据投资需求单一维度推荐单只基金 (2) 组合：根据不同投资需求一键买入基金组合 (3) 基金投顾：与先锋合作“帮你投”，共 10 种策略，收益率约 2.5%-11%	(1) 智能助手：根据投资需求，持有偏好等推荐单只基金 (2) 组合：定期稳安心赚和长期冲击高收益两种 (3) 智能投顾：与基金公司合作
产品模块	定投、指数基金、新发基金、分级基金、定开债基、涨停股对应基金、固收+	定投、指数基金	定投、基金组合、首发基金、全球配置
财经咨询	财经专栏、每日热点专题、基金学堂、基金财富号、直播间、投研观点等	热点咨询、基金财富号	投研观点

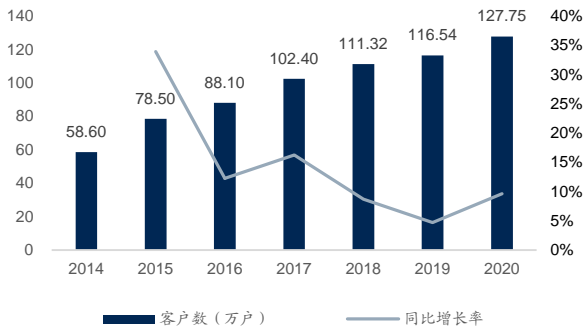
资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

国联证券：区位优势明显，高管团队经验丰富

国联证券立足苏南，在获取优质财富管理客户方面有着天然优势。无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、发展质量最高、上市公司和高净值人群最多的区域之一；长三角区域 GDP 总量在全国占比近四分之一，2020 年江苏省 GDP 总量超 10 万亿元，在全国排名第二；无锡市 GDP 总量超万亿元，排名全国第十五位。

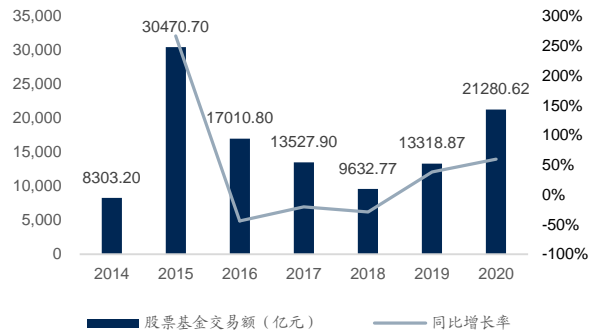
丰富的财富管理客户基础使国联证券财富管理业务发展迅速。2020 年，国联证券代理买卖证券业务净收入为人民币 5.26 亿元，同比增长 40.39%。从 2014 年到 2020 年，国联证券经纪业务客户数从 58.6 万户增长到 127.75 万户，股票基金交易额从 8303.2 亿元增长到 21280.62 亿元。

图 27: 2014-2020 年国联证券客户数量及增长率



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

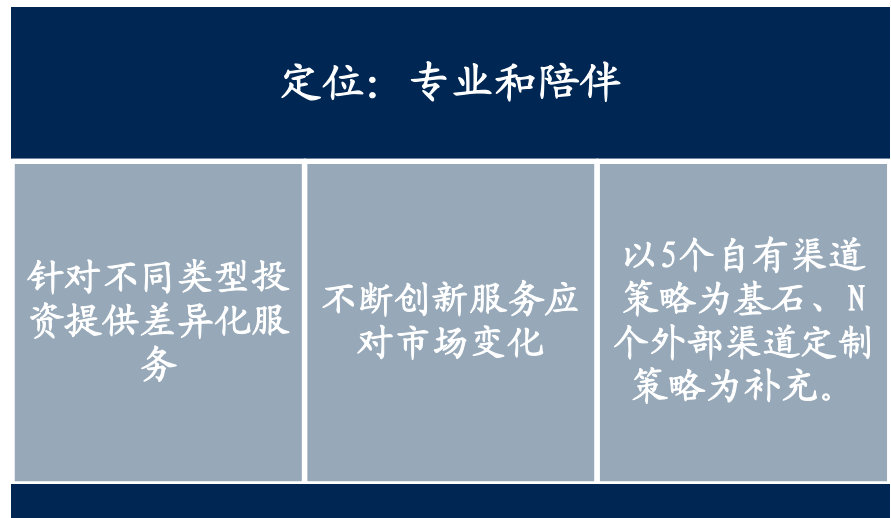
图 28: 2014-2020 年国联证券股票基金交易额及增长率



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

国联证券是首批获得基金投顾业务资格券商中的唯一一家中小型券商。国联证券的高管团队大多拥有在龙头券商的从业经历，能够深刻理解行业和市场的发展趋势。国联证券也抓住契机，2020 年作为首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，加快财富管理转型。国联证券引进了行业领先的专业交易系统，建立并不断完善私募产业链；搭建国联财商、国联尊享两大服务品牌，持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队，不断完善私人银行服务体系；优化现有营业网点，加快重点区域业务布局。

图 29: 国联证券基金投顾业务的定位和措施



资料来源: 国信证券经济研究所整理

主要结论与投资建议

主要结论

海阔凭鱼跃，券商发展财富管理大有可为。居民财富管理需求提升。高净值人群积累增多，在高净值人群的投资决策各环节上，专业金融机构扮演着非常重要的角色。我国居民尤其是高净值人群对权益市场的关注度和参与度在不断加深，利好发展券商的财富管理业务。

券商发展财富管理业务的优势表现在：一是优秀的做市能力可以使券商在场内基金销售上占有先机。拥有场内做市资格的券商可以更为便捷地将股市投资者

引向场内基金货架。二是拥有资本市场投资人才优势。券商在业务发展过程中，积累了具有丰富投资经验的人才，从而使券商具备了为客户提供优质财富管理服务的基本条件和综合实力。三是具有全牌照优势，有助于实现业务协同。四是经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险偏好客户资源。五是研究能力优势为财富管理业务打下坚实基础。

佣金率下行，新增投资者速度放缓，券商经纪业务展开存量竞争。目前来看，我国券商的财富管理业务模式仍然立足于证券经纪业务，主要是基于各类资本市场工具，向客户提供资产配置、资本中介、信息资讯等综合金融服务，业务发展主要以销售驱动为主。

从当前来看，三大因素促进券商财富管理转型：一是权益基金爆发利好券商发展基金代销业务。在公募基金销售追求保有量的时代，在股票+混合公募基金这个赛道，龙头券商和互联网券商依然表现强劲，其保有量规模超过了大量银行。二是基金投顾模式推出，券商可以开展管理型基金投顾服务，收取基金投顾服务费，这将打开证券公司财富管理服务的空间。三是券商不断加码金融科技投入，而财富管理业务是金融科技在证券行业最主要的应用领域。随着应用场景不断丰富，服务效率将不断提升。

当前监管支持行业的差异化发展，券商财富管理业务的发展也将推动这一趋势。财富管理属于成熟的理财服务，和一般的代销产品业务以产品为中心不同，财富管理的本质是以客户为中心，满足以客户为中心的业务需求。券商财富管理业务的服务对象众多，对不同类别的客户，也对应着差异化的服务模式和业务价值。在财富管理竞争格局中，龙头券商和特色券商各有所长。中金公司利用品牌效应，深耕高净值客户；中信证券利用经纪业务的优势引流，并借助研究优势增强专业服务效果；东方财富借助高流量、低佣金及良好用户体验，打造财富管理生态圈；国联证券利用区位优势，在中小券商中抢占财富管理业务先机。

总体来看，我国券商的财富管理转型仍在摸索阶段，在财富管理市场多元发展的背景下，其转型虽然面临机遇，但也存在挑战。随着资本市场改革不断推进，券商从通道中介转向专业金融服务机构，券商财富管理业务增长空间依然巨大。

投资建议

随着居民财富管理需求增长，券商财富管理业务大有可为，龙头券商和特色券商各有所长。证券行业在资本市场改革的推动下，将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面，目前券商板块 PB 估值为 1.66 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注在业务布局、风险控制水平、研究定价能力、资本实力等方面均有优势的大型龙头券商中信证券、中金公司以及特色券商东方财富、国联证券。

风险提示

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期；市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；流动性紧张导致融资成本上升；创新推进不及预期等。

表 13: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600030	中信证券	增持	25.00	3041	1.44	1.74	17.36	14.37
601995	中金公司	增持	59.41	2068	2.00	2.56	29.71	23.21
300059	东方财富	增持	30.50	3152	0.77	1.11	39.61	27.48
601456	国联证券	增持	15.60	297	0.29	0.33	53.79	47.27

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	增持	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032