



中信证券研究部



田良  
联席首席非银分析师  
S1010513110005



邵子欤  
首席非银金融分析师  
S1010513110004



童成墩  
联席首席非银分析师  
S1010513110006



薛姣  
非银金融分析师  
S1010518110002



陆昊  
非银金融分析师  
S1010519070001

非银行金融行业

评级

中性(维持)

核心观点

回顾全球网络券商发展经验与启示，我们认为未来经纪业务的竞争是生态场景的竞争，唯有打通业务场景的闭环，提高投资的社群属性，顺应潮流占据年轻人心智，方有可能提升客户转化率，在激烈的经纪业务竞争中脱颖而出。

■ **全球投行市值对比，网络券商后来者居上。**继亚马逊市值超越沃尔玛，特斯拉市值超越丰田汽车之后，2021 年全球证券业的新势力们迎来了自己的高光时刻，嘉信理财以 8,497 亿（人民币）市值超越高盛，居全球投行第二；东方财富以 3,365 亿市值超越中信证券，居全球第五；富途以 1,679 亿元市值超越瑞士信贷，居全球第十；巴西网络券商 XP 取代日本的野村进入全球投行市值 Top15。新势力券商正让全球资本市场为之青睐。

■ **对商业模式的思考是评价价值的前提。**股票市值是交易定价的结果，受到诸多因素影响。站在产业的角度，我们需要思考的是：在“传统券商全面推进业务线上化，经纪佣金费率几乎见底”的当下，为何网络券商仍能够异军突起？网络券商究竟做对了什么？我想，这远比评价市值高低更加重要。带着这些问题，我们对富途证券、东方财富、嘉信理财、Robinhood 和盈透证券进行了研究。

■ **富途证券：最深的护城河是平台化的业务生态。**富途将业务模式总结为“蚂蚁图”，“蚂蚁”的头尾分别对应个人客户和企业客户，六个触角分别对应分析师、投资者、媒体、意见领袖、用户和上市公司。通过六个触角的连接，打造了经纪业务全场景生态，构建了完整的业务场景。富途竞争力既非低佣金率，也非简单的交易工具，而是平台化的业务生态，这是经纪业务最深、最广的护城河

■ **东方财富：流量红利叠加金融牌照。**东方财富定位互联网财富管理综合运营商，打造以“东方财富网”为核心的互联网财富管理生态圈，以资讯和股吧聚拢流量，通过基金销售和证券经纪变现。金融牌照和客户流量是公司商业模型的两个关键因素。

■ **嘉信理财：打造开放式财富管理生态。**嘉信是以折扣经纪商起家，其恪守能力圈，提供了不一样的财富管理解决方案。嘉信建立了自身的平台生态，为商户提供店铺、客户引流、信用平台、支付、物流等一系列的基础服务；为投顾提供客户、账户、业务运营的系统 and 平台，基础的资管产品和投后管理等基础服务。

■ **Robinhood：狙击华尔街的散户大本营。**Robinhood 是近两年最受瞩目的网络经纪商。Robinhood 不认同投资基金产品的被动理财方式，鼓励投资者把金融命运掌握在自己的手里。Robinhood 的经营理念是反传统金融体制的，其客户与华尔街对冲基金的多空分歧，不仅是投资的分歧，更像是价值观的分歧。

■ **盈透证券：技术降低成本，低价拓展市场。**盈透证券专注算法和交易技术的进步，以此来提升客户订单执行的效率，并降低运营成本，把降低的成本以低价的形式传导给投资者，从而在市场上形成竞争力。盈透构建了全球化的电子交易经纪网络，目前其交易网络连接了全球 135 个电子交易市场和市场中心，提供各类金融资产的电子交易服务。

■ **投资启示：未来的经纪业务竞争是生态场景的竞争。**根据全球网络券商模式对比：一流的公司建平台，做生态；二流的公司做技术，降成本；三流的公司做通道，卖客户（销售客户订单流）。我们根据招商证券年报公布的有效户数计算，当前，国内证券行业有效户比例仅 20-30%，证券经纪业务不缺客户，缺的是有效客户，缺的是转化率，需要提供有内容的生态场景，去激活客户。唯有打通场景闭环，提高投资的社群属性，顺应潮流占据年轻人心智的券商，方有可能在激烈的经纪业务竞争中脱颖而出。

## 目录

全球投行市值对比，网络券商后来者居上.....	1
<b>全球主要的网络券商业务模式分析 .....</b>	<b>2</b>
富途证券：最深的护城河是平台化的业务生态.....	2
东方财富：流量红利叠加金融牌照.....	4
嘉信理财：打造开放式财富管理生态 .....	6
Robinhood：狙击华尔街的散户大本营 .....	7
盈透证券：技术降低成本，低价拓展市场.....	9
<b>网络券商业务模式的启示 .....</b>	<b>9</b>
未来的经纪业务竞争是生态场景的竞争 .....	9
打通场景闭环，提高投资的社群属性，提升客户转化率 .....	10
财富代际转移提速，顺应潮流占据年轻人的心智 .....	10

## 插图目录

图 1：新券商“四小龙”市值（亿人民币） .....	2
图 2：四大传统证券公司市值（亿人民币） .....	2
图 3：传统券商与券商新势力对比（亿人民币） .....	2
图 4：富途证券业务模式 .....	4
图 5：富途证券开户数（万人） .....	4
图 6：富途证券用户转化率 .....	4
图 7：东方财富收入结构（亿元） .....	5
图 8：东方财富流量分布 .....	6
图 9：用户获取财经信息渠道 .....	6
图 10：嘉信理财业务板块构成 .....	7
图 11：嘉信投顾服务商业模式 .....	7
图 12：嘉信理财税前利润（百万美元） .....	7
图 13：嘉信理财客户资产（十亿美元） .....	7
图 14：Robinhood 订单流收入商业模式 .....	8
图 15：Robinhood 收入结构（百万美元） .....	8
图 16：Robinhood 订单流收入来源（亿美元） .....	8

## 表格目录

表 1：全球投行净利润和总市值 Top15 .....	1
表 2：东方财富网站及 APP 流量排名 .....	5
表 3：主要网络券商收费标准 .....	9

## ■ 全球投行市值对比，网络券商后来者居上

继亚马逊市值超越沃尔玛，特斯拉市值超越丰田汽车之后，2021年，全球证券业的新势力们迎来了自己的高光时刻，嘉信理财以8,497亿（人民币）市值超越高盛，居全球投行第二；东方财富以3,365亿市值超越中信证券，居全球第五；富途以1,679亿元市值超越瑞士信贷，居全球第十；巴西网络券商XP取代日本的野村进入全球投行市值Top15。新势力券商正让全球资本市场为之青睐。

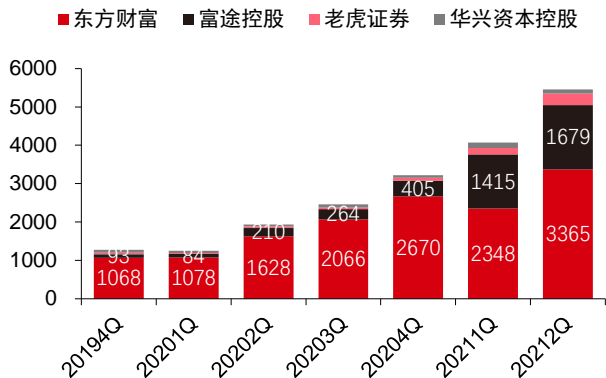
股票市值是交易定价的结果，受到诸多因素影响。站在产业的角度，我们需要思考的是：在“传统券商全面推进业务线上化，经纪佣金费率几乎见底”的当下，为何网络券商仍能够异军突起？网络券商究竟做对了什么？在我们看来，这远比评价市值高低更加重要。带着这些问题，我们对富途证券、东方财富、嘉信理财、Robinhood和盈透证券进行了研究。

表 1：全球投行净利润和总市值 15

排名	公司	区域	净利润（亿人民币）	公司	区域	总市值（亿人民币）
1	摩根士丹利	美国	685	摩根士丹利	美国	11,015
2	高盛集团	美国	582	嘉信理财	美国	8,497
3	瑞士银行	欧洲	428	高盛集团	美国	8,323
4	嘉信理财	美国	199	瑞士银行	欧洲	3,519
5	瑞士信贷	欧洲	198	东方财富	中国	3,365
6	中信证券	中国	149	中信证券	中国	3,228
7	野村控股	日本	126	中金公司	中国	2,950
8	国泰君安	中国	111	中信建投	中国	2,430
9	海通证券	中国	109	德意志银行	欧洲	1,992
10	华泰证券	中国	108	富途控股	中国	1,679
11	广发证券	中国	100	瑞士信贷	欧洲	1,655
12	中信建投	中国	95	招商证券	中国	1,627
13	招商证券	中国	95	XP Inc.	巴西	1,569
14	申万宏源	中国	78	国泰君安	中国	1,529
15	中国银河	中国	72	海通证券	中国	1,525

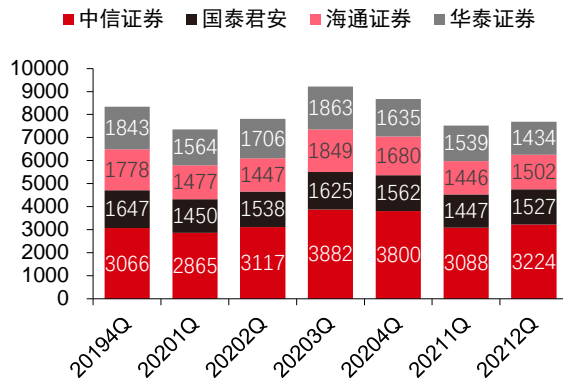
资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部（注：净利润为2020年报数据，总市值为2021年6月末数据）

图 1：新券商“四小龙”市值（亿人民币）



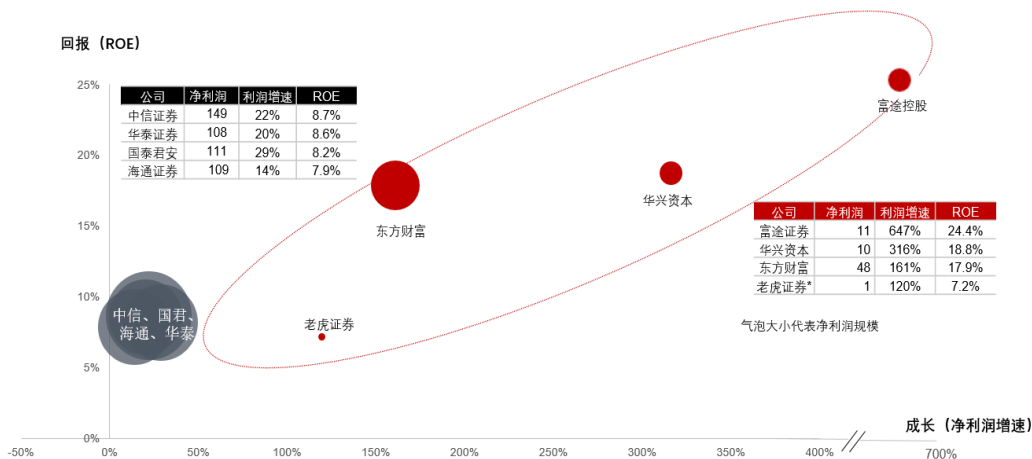
资料来源：各公司年报，中信证券研究部

图 2：四大传统证券公司市值（亿人民币）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

图 3：传统券商与券商新势力对比（亿人民币）



资料来源：Wind，中信证券研究部（注：老虎证券 2019 年亏损，以营业收入增速替代净利润增速）

## 全球主要的网络券商业务模式分析

### 富途证券：最深的护城河是平台化的业务生态

富途选择了条好赛道：为华人投资者提供海外股票经纪服务。过去五年中国企业海外上市的数量从 1079 家，增加到 1585 家，市值从 29.67 万亿增加到近 61.82 万亿，尤其是阿里、美团、拼多多、众多国内耳熟能详的公司在海外挂牌交易，激发了中国个人投资者出海投资的热情。据奥纬咨询统计，在境外拥有投资资产的中国投资者数量已经超过 3300 万人，跨境经纪业务的发展可谓是水到渠成。

富途的愿景：让投资更简单，不孤单。更简单，指用互联网思维去打造一站式服务平台；不孤单，指增加投资的社群属性，让用户在平台上能够找到志同道合的人，并接触上市公司、分析师、意见领袖，从而增加其对平台的粘性，用户留下了，平台内其他参与方也就留下了，这是富途核心的业务逻辑。

富途将业务模式总结为“蚂蚁图”，“蚂蚁”的头尾分别对应个人客户和企业客户，富途为个人客户提供经纪、两融、财富管理、数据和社交服务；为企业客户提供 ESOP 服务和投资者公共关系服务。平台生态的关键是通过六个触角将分析师、投资者、媒体、意见领袖、用户和上市公司连接起来，打造了经纪业务全场景生态，尤其是对于“上市公司、用户和意见领袖”的连接，这是传统证券服务鲜有的模式：

- 上市公司：富途牛牛设有“企业号”功能，为超过 500 家上市公司提供业绩会直播、高管面对面、企业产品发布和新闻发布等功能。企业号不仅定位投资者与上市公司交流的平台，也是上市公司传递企业价值的公共关系服务平台。张小龙微信公开课和小米红米产品发布会均第一时间在富途企业号直播，吸引超过百万次用户观看。上市公司通过平台向千万级的投资者传递企业价值，用户获得了资讯，富途则是在海量的分享转发中实现了品牌推广和获客。富途牛牛平台上已有 9 家企业号的粉丝超过百万。
- 用户平台：至 1 季度末，富途拥有 1,424 万用户，其中 196 万完成开户，其余 1,228 万为 APP 免费用户。不同于传统证券公司在无效户运营上的束手无措，富途将免费用户的价值发挥出来：一方面用户参与了社区论坛，每天产出 UGC（User Generated Content）超过 30 万，增加了付费客户的平台粘性；另一方面互联网是“挟用户以令诸侯”的领域，正是有了千万级的用户，富途才能吸引上市公司提供有品质、有内容的企业号。按照互联网的逻辑，免费用户正是平台生态不可或缺的资源。
- 意见领袖：富途牛牛开辟了牛牛圈和视频板块，将专业投资人和财经博主生产的内容呈现给投资者，众多 10w+ 的发帖和视频已经成为平台重要的流量入口。不同于东吴证券与“任泽平公众号”和“吴晓波频道”合作的个人 IP 引流模式，富途平台化 KOL 涵盖了微博和 B 站众多的财经大 V，内容的多样性和包容性更好。

富途通过六个触角构建了完整的业务场景，其竞争力既非低佣金率，也非简单的交易工具，而是平台化的业务生态，这是经纪业务最深、最广的护城河。

当投资者对场景生态有了粘性，客户转化率将持续攀升。截至 2021 年 1 季度末，富途拥有用户 1,424 万户，开户客户 196 万户，已完成入金的客户 79 万户。过去五年，入金客户和开户客户几乎是每年一倍的增长速度，从 APP 用户到入金客户的转化率从 1.1% 提升至 5.5%，开户到入金的转化率从 24% 升至 40%，并且无论市场行情涨跌，均保持了稳定增长的客户转化率。可见，有内容的平台，是无需担心客户转化的。

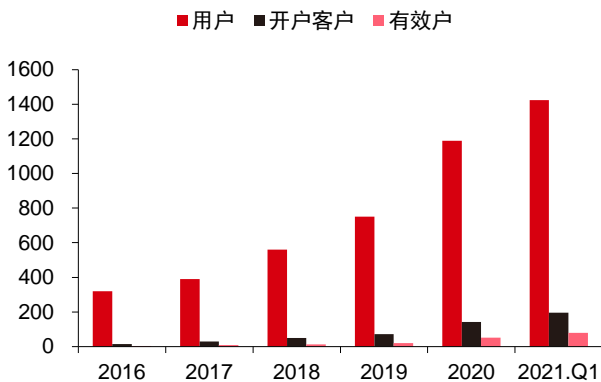
若流量在外，牌照生意势必内卷。反观内地证券经纪市场，没有哪一家券商构建出完整的业务生态闭环，行情软件的入口在同花顺，资讯和股吧入口在东方财富，意见领袖入口在雪球，上市公司 IR 服务的入口在进门财经和路演中。流量在外的内地证券经纪业务正在内卷，证券公司不得不从以上流量入口高价导流。

图 4：富途证券业务模式



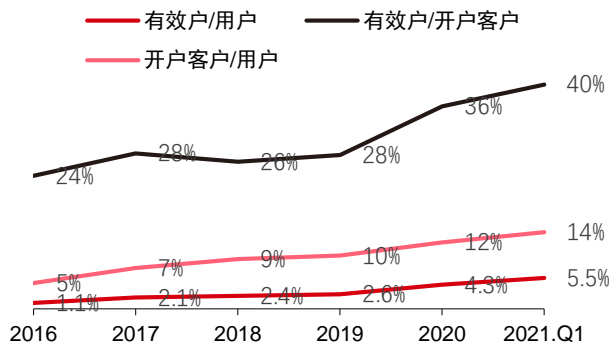
资料来源：富途官网，中信证券研究部

图 5：富途证券开户数（万人）



资料来源：公司年报，中信证券研究部（注：有效户指入金客户）

图 6：富途证券用户转化率



资料来源：公司年报，中信证券研究部

### 东方财富：流量红利叠加金融牌照

东方财富定位互联网财富管理综合运营商，打造以“东方财富网”为核心的互联网财富管理生态圈，以资讯和股吧聚拢流量，通过基金销售和证券经纪变现。金融牌照和客户流量是公司商业模型的两个关键因素。

回顾东方财富的发展历史，过去十年，公司的金融数据和互联网广告等收入始终保持 2 亿元左右，未有显著变化，有增长的是两项金融收入：一是基金销售收入，2012 年获得业务牌照，8 年时间达到 29.62 亿元；二是证券业务收入，2015 年获得业务牌照，5 年时间做到 49.82 亿元。去年，这两项金融业务收入纷纷创出新高，市值的增长正是对公司盈利能力的体现。

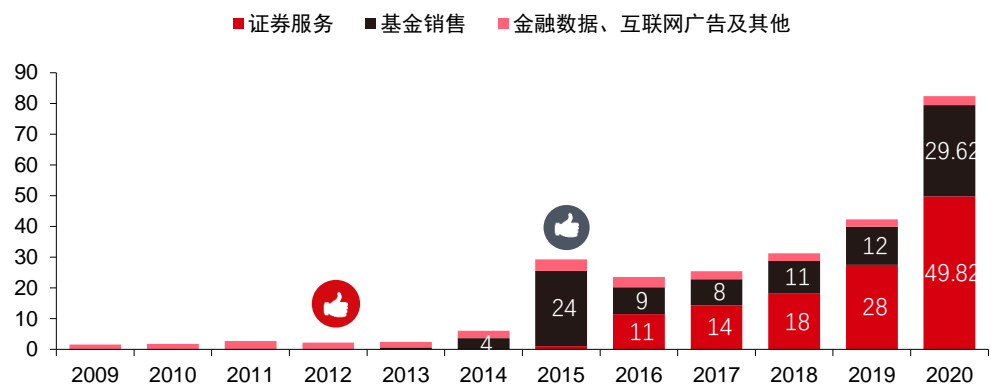
与东财同期获得基金销售和券商牌照的不止一家，但唯有东财最为突出，核心在于其流量优势。“东方财富网”是顶级的流量入口，根据 China Z 按照对于访问人数和访问页面数的综合统计，东财排国内网站第 12 位，好于腾讯视频和 B 站。从子网站访问数据看，东财用户多数以浏览股吧信息和行情资讯为目的，人均开启 5-7 个页面，这些内容在手机端的体验并不理想，客户保持了 PC 端使用的习惯。

但是，这也带来了新的挑战，在 PC 向移动互联网转移的时代，应该如何应对客户入口的跃迁？上一个十年，东财借助资讯网站和股吧论坛，建立了不同于证券营业部的投资场景，占据了年轻用户的心智。得益于用户财富的积累和公司服务能力的提升，近年来取得了优异的业绩增长。如今，门户网站和 BBS 已很难打动当下的年轻人。

PC 时代是“人找信息”的时代，以股吧和资讯网站作为流量入口；移动互联网时代是“信息找人”，需借助大数据精准的客户画像进行推送。据统计（巨量算数），互联网用户 66.7%以短视频（如抖音）方式获取财经资讯，19.3%以信息资讯平台（如今日头条）获取资讯，而通过财经社群论坛和专业网站获取资讯的用户比例仅 10.4%。

当用户的时间被超级 APP 霸屏，如何确保流量的持续性？今年，东方财富启动了年轻化的改革，公司任命更加年轻的管理层，给海外子公司更加年轻化的品牌定位，打造新的平台和内容，以应对客户流量入口的迁移。

图 7：东方财富收入结构（亿元）






资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 2：东方财富网站及 APP 流量排名

东方财富网站流量排名			东方财富 APP 流量排名		
排名	网站	综合得分	排名	APP	月活（万人）
1	百度	4999	1	微信	99,083
2	搜狗	4943	2	QQ	79,381
3	好搜	4940	3	支付宝	76,633
4	腾讯网	4769	4	手机淘宝	76,150
5	搜狐	4768	5	爱奇艺	65,990
6	新浪网	4768	6	抖音短视频	52,051
7	新浪微博	4768	7	腾讯视频	57,766
8	知乎	4765	8	拼多多	51,854
9	爱奇艺	4765	10	新浪微博	45,350
10	豆瓣	4765	12	百度	38,911
11	网易	4764	15	搜狗输入法	34,796
12	东方财富网	4764	33	哔哩哔哩	15,129
13	腾讯视频	4763	96	同花顺	3,790
14	哔哩哔哩	4761	189	东方财富	1,523

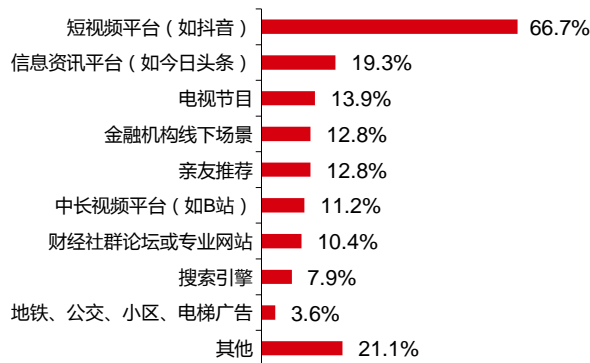
资料来源：China Z，易观千帆，中信证券研究部

图 8：东方财富流量分布

	近月网站访问比例	人均页面浏览量
 股吧	53.5%	7.4
 行情资讯	44.7%	4.7
 网站首页	28.2%	1.0

资料来源：China Z，中信证券研究部

图 9：用户获取财经信息渠道



资料来源：巨量算数，中信证券研究部

## 嘉信理财：打造开放式财富管理生态

嘉信是以折扣经纪商起家，不像综合型投行拥有跨越一二级市场的综合金融服务能力，但其恪守能力圈，提供了不一样的财富管理解决方案。

嘉信业务分成两大板块：一是，面向投资者提供经纪、资金杠杆、产品销售和银行服务的投资者服务部，满足投资者自主投资的需求；二是，为投顾展业提供服务的投顾服务部，不同于国内市场，这里的投顾并非嘉信的员工，而是指独立投资顾问。

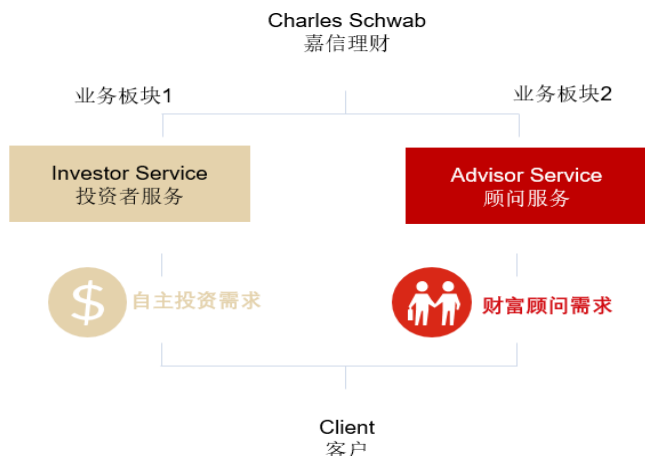
在美国的财富管理市场上，有着大量活跃的第三方投顾，根据美国行业自律机构投资顾问协会(The Investment Adviser Association, IAA)统计，截至 2020 年末，美国市场有 13,494 家注册的投资顾问公司 (RIA)，其背后有超过 45 万的投顾从业者，管理着近 97.2 万亿美元的客户资产，他们贡献了美国基金销售额 60%左右，已经发展成为颇具规模的金融子行业。

1990 年代，嘉信开始扶持第一批投顾公司的创业者，至今平台上聚集了 200 余家注册顾问公司，拥有超过 1.3 万人的独立投资顾问资源。嘉信建立了 B to B to C 的财富管理模式，嘉信为投顾提供财富管理的基础服务，投顾为客户提供个性化的配置服务，打通财富管理服务的最后一公里。投顾基于顾问服务收取账户管理费，嘉信基于平台服务的收费。

嘉信像是财富管理行业的淘宝网，投顾类似平台上的商家，淘宝自己不卖货，但建立了一个电商生态，为商户提供店铺、客户引流、信用平台、支付、物流等一系列的基础服务；嘉信为投顾提供客户、账户、业务运营的系统 and 平台，基础的资管产品和投后管理等基础服务。

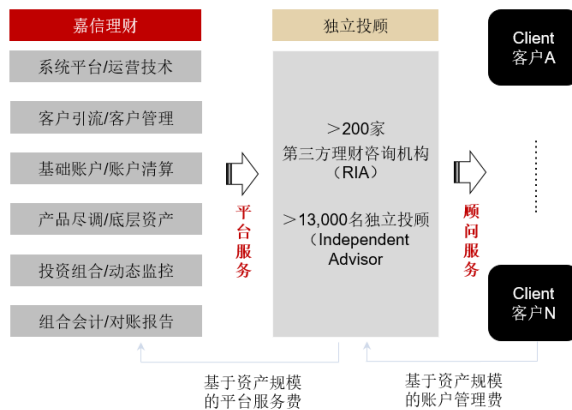
虽然是开放的生态，嘉信对业务体系有很强的掌控力。90%的第三方投顾公司都是不足 50 人的小公司，它们没有能力组织资源构建服务场景，因此第三方投顾对嘉信平台有很强的依赖性。目前，嘉信的顾问服务部门服务着公司约 1/2 的客户资产，创造了公司约 1/3 的税前利润。

图 10: 嘉信理财业务板块构成



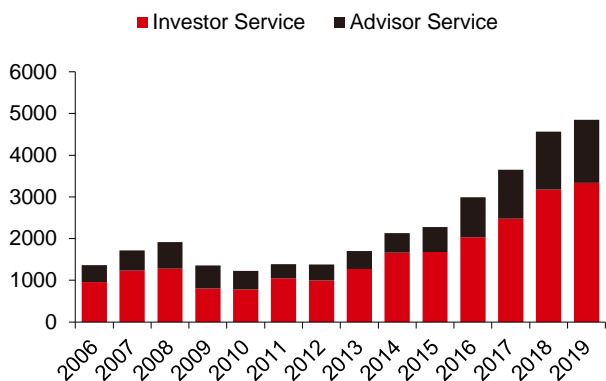
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 11: 嘉信投顾服务商业模式



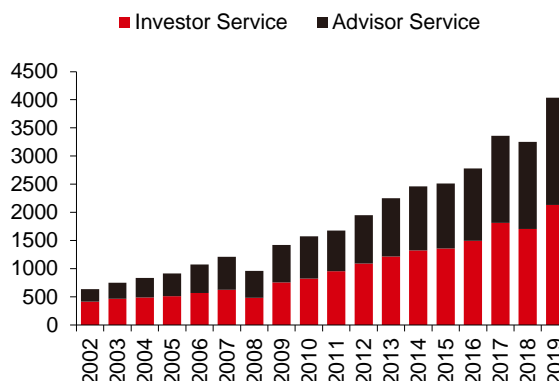
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 12: 嘉信理财税前利润 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 13: 嘉信理财客户资产 (十亿美元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

## Robinhood: 狙击华尔街的散户大本营

Robinhood 是近两年最受瞩目的网络经纪商, 其公司愿景是: 让金融投资大众化。公司称自己是“为下一代投资者服务”的金融平台, 拥有 1770 万投资者, 投资者的平均年龄 31 岁, 平台上超过半数的投资者是人生第一次投资股票。Robinhood 的客户是相对低净值的客群, 其账户户均资产约为 5000 美元, 账户资产的中位数 240 美元。

Robinhood 认为年轻人对待金融的态度正在改变, 就像对待音乐和艺术一样追求个性, 公司不认同投资基金产品的被动理财方式, 鼓励投资者把金融命运掌握在自己的手里。Robinhood 的经营理念是反传统金融体制的, 其客户与华尔街对冲基金的多空分歧, 不仅是投资的分歧, 更像是价值观的分歧。

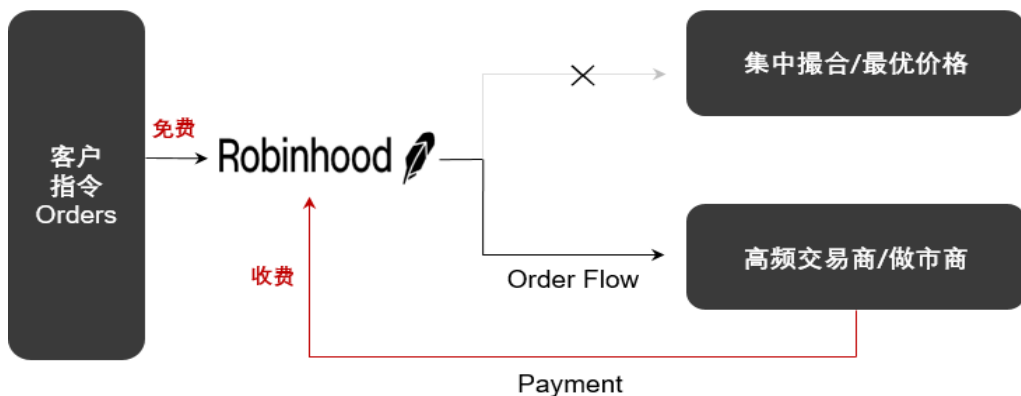
Robinhood 市场营销主打“零佣金, 开户送股票”, 但实质上其并非劫富济贫的罗宾汉, 它的创收方式是出售客户订单流。客户通过 Robinhood 下单买卖股票是免佣金的, 但是 Robinhood 并没有将订单指令传递到竞价市场成交, 而是出售给了高频交易商或者场外做市商, 做市商通过买卖赚取差价, 因此客户的成交价格不如竞价市场。

近些年，公司收入中来自出售订单流的收入占比在不断攀升，2019 年占比为 62%，2020 年为 75%，2021 年 1 季度为 81%。2021 年 1 季度 Robinhood 通过出售客户订单流获取收入 4.2 亿美元。

由于做市商价差较小，且行情不断跳动，实际上投资者对于成本的感觉并不明显。在美国证券市场上，出售客户订单流虽不违规，但根据法规经纪商必须事先告知客户，客户成交价格取决于做市商报价，经纪商也将因出售订单流获利。由于信息披露不充分，2020 年 12 月 Robinhood 受到美国证券交易委员会 6500 万美元的处罚。

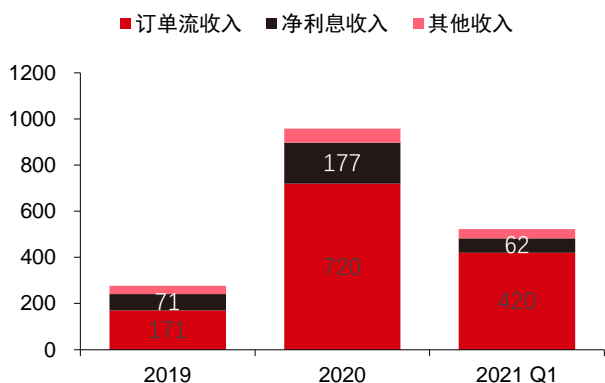
市场对 Robinhood 的商业模式的质疑声从未间断。2021 年 6 月巴菲特和芒格接受 CNBC 采访时认为：Robinhood 商业模式本质与赌场无异，鼓励低收入人群尽可能多的下注，缺乏投资的专业性和适当性管理，虽然宣称零佣金，但交易的成本已经包含在成交价格里，不值得尊敬和骄傲。

图 14：Robinhood 订单流收入商业模式



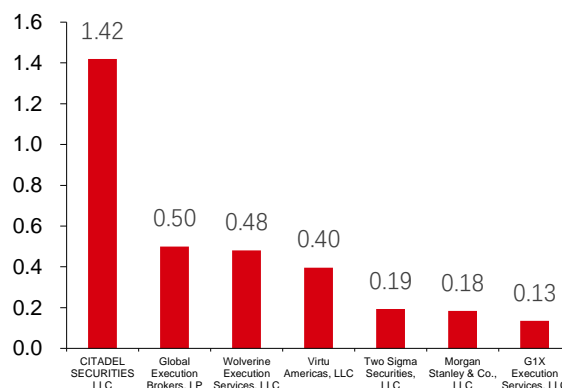
资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 15：Robinhood 收入结构（百万美元）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 16：Robinhood 订单流收入来源（亿美元）



资料来源：SEC，中信证券研究部

## 盈透证券：技术降低成本，低价拓展市场

盈透证券历史追随到 20 世纪 70 年代，从期权自动化交易起家，专注算法和交易技术的进步，以此来提升客户订单执行的效率，并降低运营成本，把降低的成本以低价的形式传导给投资者，从而在市场上形成竞争力。

盈透拥有全球领先的交易执行能力，构建了全球化的电子交易经纪网络，其交易网络连接了全球 135 个电子交易市场和市场中心，为超过 200 个国家和地区的 125 万客户，提供涵盖股票、期权、期货、债券、外汇和共同基金等各类金融资产的电子交易服务。

盈透竞争力是高效的订单执行效率和较低交易成本，盈透从不出售客户订单流。近些年，盈透的交易执行效率仍然是其独有的竞争力，但低价策略遇到了一些挑战：一方面，在财富管理发展的大背景下，嘉信这样的综合理财平台，通过高毛利的财富管理业务补贴经纪业务，把经纪业务定义成免费的客户入口，推行零佣金；另一方面，不少投资者对出售订单流缺乏了解，认为零佣金必定好于低佣金，削弱了盈透低价策略的竞争力。

表 3：主要网络券商收费标准

公司	融资借贷的利率对比（2020）				证券经纪业务收费（2018）		
	\$25K	\$300K	\$1.5M	\$3.5M	股票交易	期权交易	期货交易
E-Trade	8.45%	6.95%	5.45%	5.45%	\$6.95	\$6.95 base +0.75 per contract	\$1.50 +exchange & regulatory fee
Fidelity	7.82%	6.57%	4.00%	4.00%	\$4.95	\$4.95 base +0.65 per contract	N/A
Interactive Brokers	1.59%	1.25%	1.01%	0.86%	\$2.17	\$0.00 base +0.68 per contract	\$1.81
Schwab	7.82%	6.57%	N/A	N/A	\$4.95	\$4.95 base +0.65 per contract	\$1.50 +exchange & regulatory fee
TD Ameritrade	9.00%	7.50%	N/A	N/A	\$6.95	\$6.95 base +0.75 per contract	\$2.25 +exchange & regulatory fee

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

## 网络券商业务模式的启示

### 未来的经纪业务竞争是生态场景的竞争

全球网络券商模式对比：一流的公司建平台，做生态；二流的公司做技术，降成本；三流的公司做通道，卖客户（销售客户订单流）。国内经纪业务订单由交易所集中撮合，既没有出售客户订单流的条件，也不需要复杂的算法去提升交易效率。更重要的是，国内证券经纪业务费率在全球来看都是比较低的，股票交易印花税千分之一，经纪佣金约万分之二，佣金率进一步下降带来的客户感受不明显。我们判断：未来的证券经纪业务竞争，不是技术和价格的竞争，而是生态场景的竞争。

## 打通场景闭环，提高投资的社群属性，提升客户转化率

移动互联网是“信息找人的时代”，数据是建立在场景基础上的，而这一切又取决于平台内容能否让客户“留痕”。只有了解到客户浏览什么、分享什么、关注什么，才谈得上精准营销。我们根据招商证券年报公布的有效户数计算，当前，国内证券行业有效户比例仅 20-30%，证券经纪业务不缺客户，缺的是有效客户，缺的是转化率，我们需要提供有内容的生态场景，去激活客户。因此，打通业务场景，提高经纪的社群属性，至关重要。

## 财富代际转移提速，顺应潮流占据年轻人的心智

根据招行的《2021 年中国私人财富报告数据》数据，中国可投资资产在 1000 万以上的高净值人群中，1980 年以后出生的人群由 2019 年的 29% 提升至 2020 年的 42%，财富的代际转换提速。如何顺应潮流，去占领年轻人的心智，应该是每个财富管理机构都在思考的问题。如同注册制下投行需把握新经济产业上市机遇一样，新时代的财富管理应该是面向年轻人的。错过年轻人，错过的不是几个点的份额，几个亿的收入，很可能会错过一个时代。

### ■ 相关研究

- 非银行金融行业金融科技行业跟踪点评—影响波及支付、收单、助贷、增信四类机构 (2021-07-09)
- 非银行金融行业资产管理系列报告—寻找卓越公司：全球资管的超级阿尔法 (2021-06-29)
- 资产管理行业研究—探寻中国式资产管理发展路径 (2021-06-15)
- 资产管理行业研究—海外资管行业变迁与优秀公司案例分析 (2021-06-11)
- 非银行金融行业 2021 年下半年投资策略—选择“差异化”成长龙头，分享股权投资大时代 (2021-05-25)
- 2021 财富管理高峰论坛论坛—证券公司财富管理业务展望 (2021-05-19)
- 非银行金融行业财富管理行业跟踪报告—用户基数决定赛道宽度，服务体系决定业务深度 (2021-05-14)
- 非银行金融行业金融科技动态跟踪—整改范本加速落地，迈向行稳致远新周期 (2021-04-16)
- 非银行金融行业保险年报综述—从长计议，选择有未来的公司 (2021-04-12)
- 证券行业点评—证券行业 2021 年度十大展望 (2021-02-24)
- 保险行业深度报告—保险资金产业并购时代来临 (2021-02-18)
- 非银行金融行业关于《非银支付机构条例（征求意见稿）》的点评—场景分流或将出现，巨头优势依然显著 (2021-01-21)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。