



Ride the Wind of Technology , Fill the Fire of Brokerage

乘科技之风，添券商之火

团队：重利轻别离不队

毛玉婷 康奈尔大学应用经济学 研一

朱逸敏 中央财经大学金融专业 研一

贾卓冉 中央财经大学投资专业 大四

袁英迪 中央财经大学经统专业 大四

虞景霖 中央财经大学/澳大利亚维多利亚大学国贸/金融风险管理专业 大三

报告日期：2023年4月30日

目录

一、行业概览	1
1. 证券行业产业链.....	1
2. 券商主要业务简介.....	2
3. 政策利好，周期共振：监管宽松周期叠加互联网技术变革.....	3
二、行业表现：经济环境持续低迷，重资产业务表现亮眼	3
1. 权益市场交投活跃度.....	3
2. 行业业绩：轻资产业务逐渐势弱，重资产业务稳健上升.....	4
3. 注册制改革落地，券商马太效应加强.....	7
三、竞争格局	8
1. 主要互联网券商变现逻辑与竞争要素.....	8
2. 互联网券商异军突起.....	9
3. 互联网券商行业市场空间广阔.....	10
四、行业展望：把握券商数字智能化转型主线	10
1. 异曲同工：三条脉络聚类数智化路径，两个抓手打造核心竞争力.....	11
2. 或跃在渊：投顾和资管业务将成为数智化转型下的主战场.....	12
五、投资建议	14
1. 互联网券商：东方财富、同花顺.....	14
2. 龙头券商：华泰证券.....	14
3. 业务麒麟臂：国金证券、东方证券.....	14
风险提示	15
附录	16

一、行业概览

1. 证券行业产业链

1.1 传统证券行业产业链

证券公司 (Securities Company) 是专门从事有价证券买卖的法人企业, 在我国常被简称为“券商”。证券行业是以证券交易为核心, 涉及代理、咨询、营销等多个方面的综合性金融行业。其主要业务包括证券经纪, 证券承销与保荐, 证券资产管理等。券商发挥着举足轻重的作用: 一方面, 它承接着一级市场与二级市场的关键节点, 助力债券、股票等金融工具面市; 另一方面, 通过经纪、财富管理等业务, 将资源有效配置于金融市场中, 提高二级市场交易活跃度及金融工具流动性。

证券行业产业链上游主要为软硬件基础设施供应商以及交易所、金融数据平台等服务提供商。中游为证券公司。下游主要系拟上市公司、上市公司、银行、保险公司、基金公司、个人投资者等。从国内产业链企业布局来看, 上游软件基础设施行业的代表企业有东软、方正集团等, 硬件基础设施的代表企业有万达、碧桂园、中国交建、中国建筑、海康威视等, 服务提供商的代表企业有 Wind 等; 中游证券行业的代表企业包括中信证券、华泰证券、海通证券、中信建投等。下游代表企业有易方达、汇添富、中欧、富国等基金公司, 中国平安、中国人寿等保险公司, 贵州茅台、比亚迪等上市公司, 工商银行、农业银行等银行。

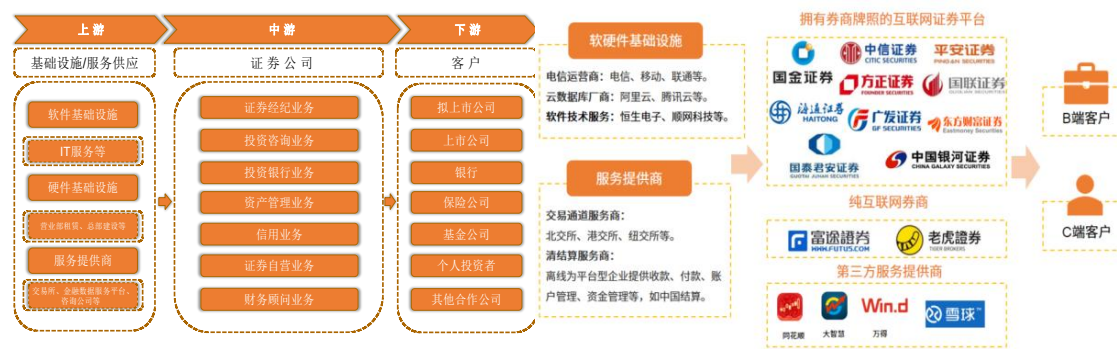
1.2 互联网证券行业产业链

互联网证券指证券企业以互联网技术为核心手段, 重新构造传统证券产品以及优化证券服务流程。按照平台的服务内容以及运营模式, 中国互联网证券行业平台可分为传统券商线上平台, 纯互联网证券平台和互联网流量平台三种类型。

中国互联网证券行业产业链上游环节提供核心软硬件产品和数据信息。中游参与者为互联网证券平台, 为用户提供开户、融资融券、基金理财、行情资讯等服务。下游为 B 端企业用户和 C 端个人用户。中国互联网证券行业产业链上游参与者包括硬件提供商、软件服务商和数据服务商。其中软件服务的交易系统需满足证券监管部门的信息系统要求, 技术壁垒较高; 成本占比为 30-50%。数据服务主要金融数据与用户数据, 互联网券商相对传统券商在金融数据的采购成本较大、用户数据的采购成本较小; 数据服务的成本占比为 15-20%。下游参与者包括企业用户与个人用户, 其中个人移动端用户占比更大, 并呈现年轻化布局: 从年龄结构上看, 互联网证券移动端的 24-35 岁用户占比超过 70%。该年龄段用户处于职业成长期, 对投资理财的需求较大, 且风险承受能力较强, 愿意承受更大的风险获取超额收益。

图 1: 证券行业产业链

图 2: 互联网证券行业产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 艾媒咨询

资料来源: 前瞻产业研究院, 艾媒咨询

2. 券商主要业务简介

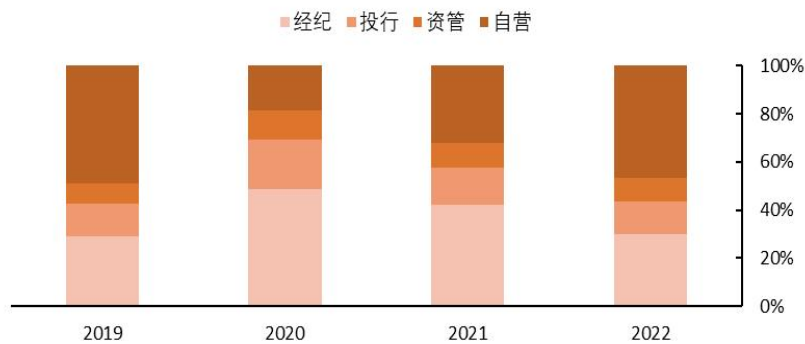
2.1 传统券商业务

2.1.1 经纪业务

证券经纪业务主要是指证券代理买卖业务，即证券公司接受客户委托代客户买卖有价证券，还包括代理还本付息、分红派息、证券代保管、鉴证以及代理登记开户等。我国证券公司从事经纪业务必须经中国证监会批准设立证券营业部(含证券服务部)或核准网上证券委托业务资格。

经纪业务是证券行业的主要收入来源，其收入又分为手续费收入和融资融券的利息收入。根据中国证券业协会数据，2022年证券经纪业务依然位居第一大收入来源，贡献收入1285.64亿元，占比32.55%，较上年有所提升。

图3：经纪业务是证券行业的主要收入来源



资料来源：Wind

2.1.2 投行业务

投资银行业务主要为客户提供股权融资、债务及结构化融资和财务顾问等投资银行服务，具体包括境内外首次公开发行股票并上市的保荐与承销，境内外上市公司再融资的保荐与承销，境内外各类固定收益融资工具的承销，企业并购重组、战略入股、上市公司私有化以及分立等交易的财务顾问服务。

科创板试点注册制的落地，为券商发展直投等重资产业务提供新契机。科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。“投行+投资”这一商业模式下，券商可以提前切入项目周期，从前端开始扩大储备项目；同时也能为企业提供全生命周期的服务，扩展了服务半径。

2.1.3 资管业务

资产管理业务是接受客户的委托，管理客户的金融资产，最终为各类机构和个人投资者提供多种证券投资增值服务。22年末，证券行业资产管理业务净值规模为6.87万亿元，同比下降16.53%，主要受二级市场波动影响，主动管理型产品净值收缩。

2022年是资管新规过渡期后的第一年，券商资管业务结构持续优化。2018年至2022年，证券公司公募基金(含大集合)与集合资产管理业务规模占比大幅提升，从14%提升到46%，单一资产管理业务规模及占比持续下降，主动管理转型成效显著。

2.1.4 自营业务

证券自营业务是指证券经营机构运用自有资金买卖在证券交易所上市交易的股票、基金等有价证券的行为，是证券公司的主要收入和利润来源之一。

2.1.5 研究业务

研究所是集宏观策略研究、行业公司研究、证券市场分析、投资咨询、金融工程等为一体的综合性研究开发部门，也是券商重要的业务支持部门。通过为客户提供专业研究服务，

支持公司各项业务发展，收入主要来源于佣金分仓。

2.2 互联网券商业务

互联网券商的业务链条由持牌证券公司、纯互联网垂直信息服务商及互联网流量平台构成。

2.2.1 传统券商拥有牌照，通过合作、收购或自研打造流量平台分享流量时代红利。

头部券商华泰证券自主研发移动 APP 平台向互联网券商转型；中小券商华林证券收购海豚 APP，与抖音等广谱流量平台战略合作引流，湘财证券与益盟股份通过战略合作发力线上获客。

2.2.2 纯互联网垂直信息服务商拥有流量，通过持牌或其他方式变现。

东方财富、指南针通过收购券商转型为互联网券商；同花顺和传统券商合作引流获取开户佣金分成。

2.2.3 阿里和腾讯通过基金代销业务切入互联网财富管理领域。

3.政策利好，周期共振：监管宽松周期叠加互联网技术变革

2012 年至 2015 年监管宽松周期下允许非现场开户和一人多户，为互联网券商快速增长客户规模、提高市场份额创造机遇。2012-2015 年门户网站时代开启、移动互联网加速发展，大数据/云计算/人工智能等新技术加快落地，同时 2015 年股市繁荣激发市场投资热情，传统券商以及东方财富、同花顺、大智慧等垂直领域金融信息服务商获得超额回报，为研发投入提供充足现金流。

2015 年后监管政策逐步收紧，互联网券商赛道竞争格局逐步清晰，垂直领域龙头东方财富市占率持续攀升，传统券商华泰证券转型效果显著。（附录图表 1：券商监管政策变革）

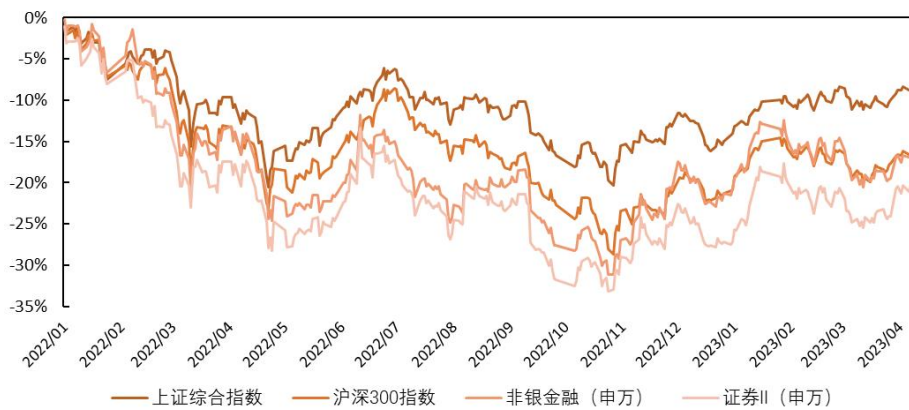
二、行业表现：经济环境持续低迷，重资产业务表现亮眼

1.权益市场交投活跃度

全年权益市场动荡下行，市场成交额低迷。从 2022 年开始，全年的股票市场一直处于动荡下行状态，成交额持续低迷。这种情况主要是由于内部和外部的不确定性因素，如国际关系和疫情的冲击等因素的影响。整个 2022 年，股票基金的日均成交额为 10149 亿元，同比下降了 10.5%。到 2023 年初，市场开始逐渐回温。

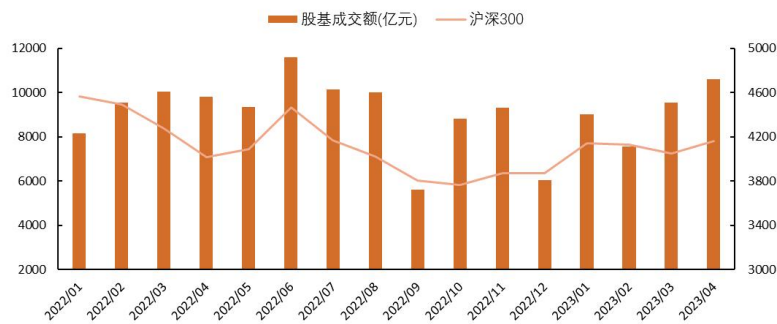
截至 2023 年 3 月，上证综指、沪深 300 指数和申万非银金融指数相对于年初分别下跌了 9.90%、17.63%和 19.45%。证券行业具有较强的 beta 属性，累计下跌了 24.11%。2023 年 Q1，股票基金的成交量逐渐回温，其中受市场行情波动和去年高基数效应的影响，日均成交额为 8710 亿元，环比下降了 6.24%，同比下降了 21.2%。

图 4： 2022 年上证指数/沪深 300/创业板指/证券指数（申万二级）震荡下行



资料来源：Wind、团队计算

图 5： 2022 年年初至今股基成交额与沪深 300 指数



资料来源：Wind

2.行业业绩：轻资产业务逐渐势弱，重资产业务稳健上升

2.1 行业平均收入

2022 年券商传统经纪业务收入出现下滑，为 1156.68 万元，占四类业务比重为 30.19%。而自营业务的收入首次超过经纪业务收入，为 1788.34 万元，占比 46.68%。这说明经纪业务作为券商传统业务，依靠牌照红利为客户提供同质化服务，其高额的收入水平有所下降。同年，由于经济环境不佳的影响，投行业务和资管业务的收入均有下降，分别为 514.09 万元和 371.99 万元，占四类业务比重为 13.42%和 9.7%。这也表明，轻资产业务容易受到宏观经济环境的影响。

2.2 收入增速

轻资产经纪业务的行业平均收入占比下降，收入下滑严重。经纪、投行、资管业务收入增速分别为-50.23%、-39.45%和-34.81%，仅重资产业务中自营物业在 2022 年实现了增长，增幅为 0.72%。一方面，受经济形势的影响，整个券商行业的业绩都下滑。另一方面，国内主流佣金的降低以及互联网券商的崛起，都加剧了传统券商经纪业务收入的下滑趋势。

图 6： 2019-2022 行业平均收入及增长率（分业务）

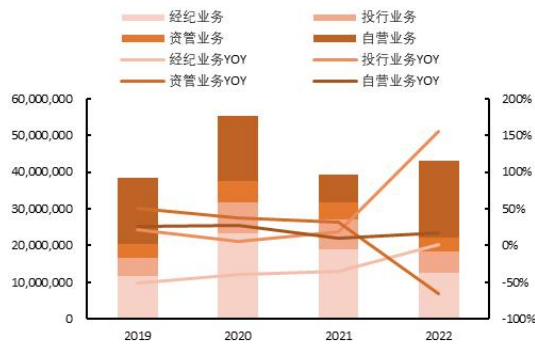
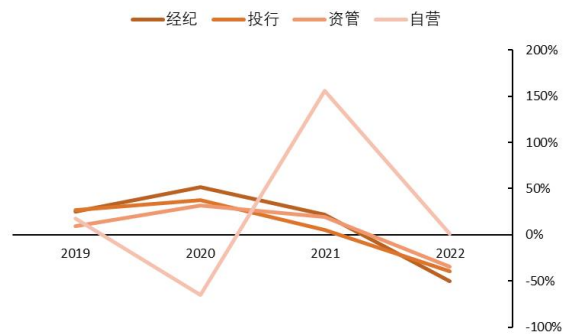


图 7： 分业务行业收入增速



资料来源：公司财报、Wind

资料来源：公司财报、Wind

2.3 业务表现

轻资产业务主要依靠人力和技术支持，相对来说资产规模较小，重资产业务需要大量的资金和资产才能运营。在这里，我们将经纪业务、投行业务、资管业务和自营业务进行分析，其中，经纪、投行、资管业务属于轻资产业务，自营业务属于重资产业务。

2.3.1 经纪业务集中度小幅下滑，头部格局稳固性较差

2018-2021 四年间，CR5、CR10 经纪业务净收入占比均呈下滑趋势，集中度小幅下滑。2022 年，在已披露年报的 23 家券商中，CR10 的券商合计经纪业务净收入 374 亿元，同比下降 26.02%，在 23 家上市券商中占比 83.54%。从结构来看，头部券商位次波动普遍较大，其中国盛金控、国泰君安于 2022 年分别实现 258.43、136.12 倍的同比增速，头部格局稳固性较差。

图 8： 上市券商 2022 年经纪业务净收入（前 10）

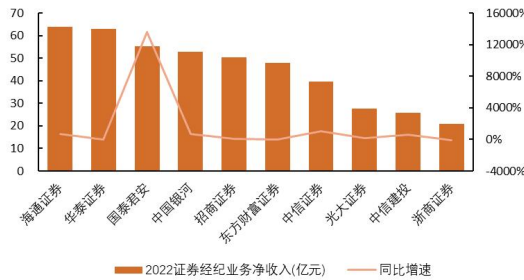
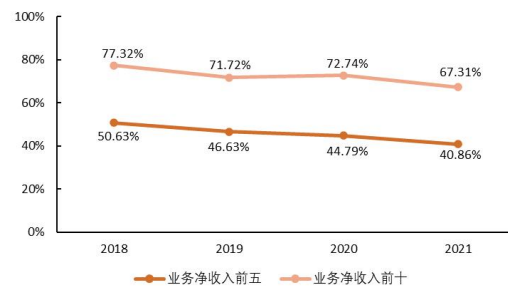


图 9： 经纪业务净收入前五及前十占行业净收入比例



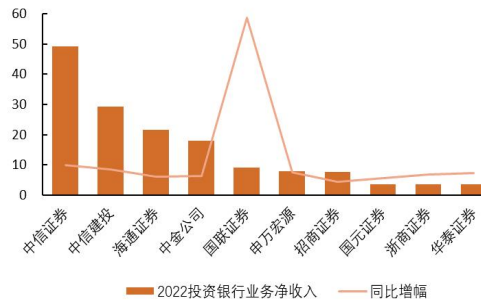
资料来源：Wind，团队计算

资料来源：Wind，团队计算

2.3.2 投行业务集中度小幅提升，头部格局稳固性较强

CR5、CR10 投行业务净收入占比在 2018-2021 四年间呈上升趋势，集中度小幅提升，且头部格局较为稳固，中信证券、中信建投、海通证券、中金公司、广发证券常年占据 CR5 的位置。2022 年，CR10 券商合计投行业务净收入 126.93 亿元，同比下降 12.55%，在 23 家上市券商中占比 98.79%，高度集中。

图 10: 上市券商 2022 年投行业务净收入 (前 10)



资料来源: Wind, 团队计算

图 11: 投行业务净收入前五及前十占行业净收入比例



资料来源: Wind, 团队计算

2.3.3 资管业务集中度、头部格局基本稳定

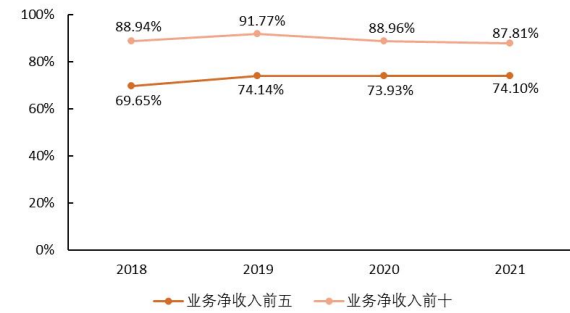
CR5、CR10 资管业务净收入占比基本保持稳定，且中信证券、广发证券、华泰证券、东方证券、海通证券常年稳定于 CR5 的位置。2022 年，CR10 券商合计资管业务净收入 162.32 亿元，占比 96.17%。

图 12: 上市券商 2022 年资管业务净收入 (前 10)



资料来源: Wind, 团队计算

图 13: 资管业务净收入前五及前十占行业净收入比例

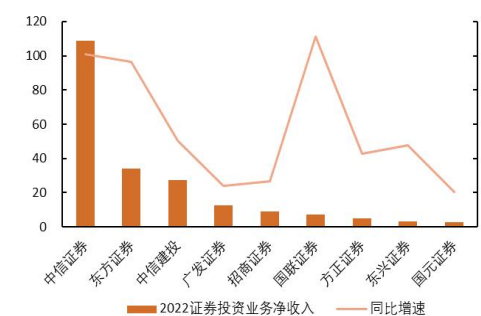


资料来源: Wind, 团队计算

2.3.4 自营业务集中度显著提高，头部格局自 2020 年以来保持稳固

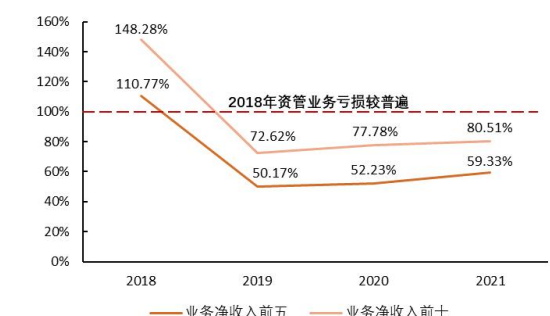
2018-2021 四年间，CR5、CR10 自营业务净收入占比显著提高，2018-2019 年头部格局波动较大，2020 年起格局日渐稳定，中信建投、海通证券、东方证券、广发证券、兴业证券基本稳定于 CR5 的位置。2022 年，CR10 券商合计自营业务净收入 213.3 亿元，在 23 家上市券商中占比 131.61%。

图 14: 上市券商 2022 年自营业务净收入 (前 10)



资料来源: Wind, 团队计算

图 15: 自营业务净收入前五及前十占行业净收入比例



资料来源: Wind, 团队计算

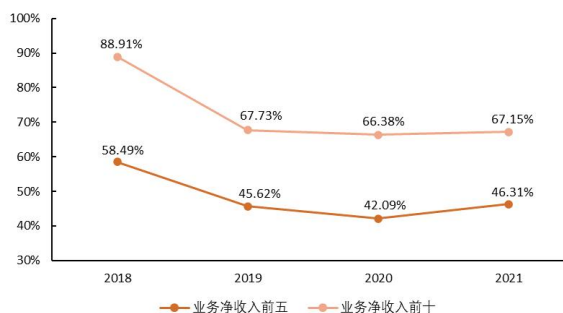
2.3.5 信用业务集中度逐年趋于稳定

CR5、CR10 投行业务净收入占比自 2019 年起基本趋于稳定。2022 年，CR10 券商合计信用业务净收入 373.33 亿元，在 23 家上市券商中占比 83.25%。

图 16: 上市券商 2022 年利息净收入 (前 10)



图 17: 信用业务净收入前五及前十占行业净收入比例



资料来源: Wind, 团队计算

资料来源: Wind, 团队计算

综合分析,从券商各业务来看,除经纪业务外,其他四类业务集中度均在稳定基础上呈上升趋势,头部格局稳固性均较强。

表 1: 集中度、头部格局分析

头部格局/集中度	上升	稳定	下滑
稳固	投行、资管	信用、资管	
波动			经纪

资料来源: 团队分析

3.注册制改革落地,券商马太效应加强

3.1 注册制改革内容及影响

由于注册制改革,一方面,IPO 审核流程得到优化,上市时间缩短,投行业务审核周期性进一步减弱,发行门槛降低,上市公司数量供给增加,预计证券投行业务规模会扩大。另一方面,询价机制得到优化,IPO 抑价现象减少,定价效率提高,重资产业务份额逐渐上升。

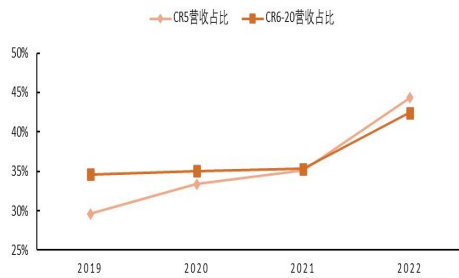
全面注册制下,小券商监管合规能力有待加强。全面注册制给券商投行业务带来更大的挑战和更严格的监管。监管层已经将“受理即担责”调整为“申报即担责”,明确从发行上市申请文件申报之日起,发行人及相关各方即承担相应的法律责任。全面注册制改革进一步完善了监管和执法,对投行执业人员提出了更高的要求,尤其是在信息披露机制和中介责任机制方面的变化。(附录图表 3:注册制改革后重要规则变化)

头部券商具备强大的平台和丰富的经验,它们的投行架构通常采用行业组+区域组或行业组+区域组+产品组的模式,实现了横向的行业专业化扩展和纵向的区域深耕。中大型券商可以利用其完善的营业部网络布局,触达区域机构客户,加强其全产业链服务能力。相比之下,中小型券商需要找准定位,加大人才引进或聚焦细分领域,才能实现重点突破。而小型券商在合规能力和承销定价能力建设方面逐步落后于大中型券商是大概率事件。因此,小型券商的生存空间不断被压缩也是预期之中的事情。

3.2 头部券商的市场份额继续扩大,挤占小券商份额。

行业集中度方面,券商前五名在 2020 年、2021 年和 2022 年的收入占比分别为 33.35%、35.18%和 44.32%。相比之下,行业第 6-20 位的收入占比分别为 35.02%、35.33%和 44.07%。这表明,头部券商的市场份额继续扩大,行业排名 20 位之后的小型券商市场份额进一步缩小,中型券商的地位相对稳定。因此,券商马太效应加强,头部效应明显。

图 18: 2022 券商经纪业务收入前十排名



资料来源: Wind, 团队计算

图 19: 2022 年券商全业务营业收入前十名

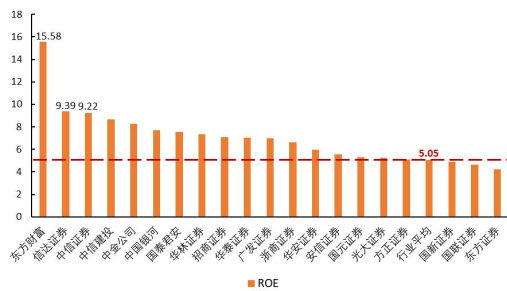


资料来源: Wind

3.3 券商优势更加突出, 行业 ROE 出现分化

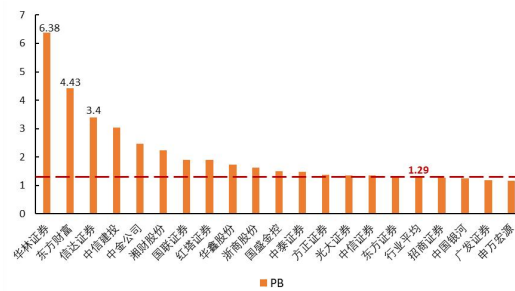
券商估值的核心驱动因素是 ROE。从时间序列来看, 证券行业的市净率 (PB) 与行业净资产收益率 (ROE) 显著正相关。从单个时间节点来看, ROE 高的券商更容易获得更高的 PB 估值。券商的专业能力和资本实力越强, 其 ROE 也越高, 这意味着其有更大的上涨空间。根据 2022 年券商 ROE 数据显示, 头部效应显著, 大券商的 ROE 和 PB 均超过行业平均, 尤其是互联网券商巨头东方财富更是远超传统券商。

图 20: 头部券商 ROE 远超行业平均, 东方财富领头



资料来源: Wind、公司年报

图 21: 券商 ROE 与 PB 显著正相关



资料来源: Wind、公司年报

三、竞争格局

1. 主要互联网券商变现逻辑与竞争要素

互联网券商成型依靠“产品、流量、牌照”三要素。东方财富 2010 年上市, 依靠股吧和财经门户网站积累流量, 2015 年成功收购宝华世纪证券、同信证券, 以“万 2.5 佣金率+一分钟开户”迅速提升证券经纪市占率, 打造一站式金融服务平台。指南针深耕个人投资者金融信息服务领域 20 年, 付费客户黏性较强, 2022 年 7 月完成网信证券收购, 有望实现证券经纪业务快速增长。同花顺作为互联网金融信息服务提供商, 拥有完整的产品及服务体系, 覆盖产业链上下游大部分机构客户, 根据同花顺 2021 年年报数据, 同花顺网上行情免费客户端每周活跃用户 1916 万人。同花顺自研水平较强, 金融科技产品持续创新升级, 驱动其增值信息服务、广告变现和代销金融产品业务快速发展。

头部传统券商自主研发引领互联网转型。华泰证券自主研发“涨乐财富通”APP, 将线下客户引流至线上 APP, 提高客户粘性, 降低成本, 提升线上获客能力。华泰证券于 2013 年 10 月宣布在线开户佣金率“万三”, 2013 年后经纪业务排行始终位列第一。招商证券在 2015 年与腾讯合作“微证券”, 持续投入资源进行业务数字化转型和数字化核心能力建设, 2021 年招商证券 APP 月活排名上升至大型券商前 5。

中小券商以战略合作模式紧跟步伐。2014 年国金证券与腾讯签署战略合作协议，在网络券商、在线理财、线下高端投资活动等方面展开全面合作，2014 年上线“佣金宝”。中山证券 2014 年携手百度平台推出“百度股票”，合作研发 APP 并外部引流。华林证券 2021 年收购“海豚股票”APP，与头条、抖音开展深度合作。（附录图表 2：两种模式转型的垂直信息服务商新城各自变现逻辑）

2.互联网券商异军突起

互联网券商和数字化转型较快的传统券商经纪业务市占率提升较快。从个人客户代理买卖证券款来看，在经纪业务集中度小幅下滑，头部格局稳固性较差的大趋势下，以互联网券商为代表的东方财富、华林证券，以数字化转型较快传统券商为代表的中信建投、招商证券、华泰证券等市占率明显提升。从经纪业务净收入来看，东方财富、招商证券等市占率增幅同样处于领先的位置。（附录图表 4：2017-2021 代理买卖证券款市占率增幅 TOP15）

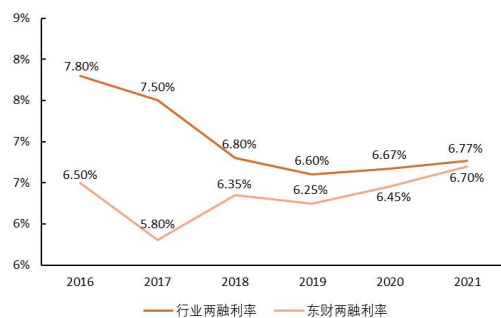
表 2： 2016-2021 经纪业务市占率增幅 TOP15

序号	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021 增幅	2017-2021 增幅
1	南京证券	0.57%	0.32%	1.31%	1.21%	1.02%	6.16%	5.59%	5.85%
2	东方财富	1.35%	2.59%	10.94%	10.87%	4.78%	5.11%	3.76%	2.52%
3	中金公司	0.00%	3.59%	3.37%	2.52%	2.91%	3.10%	3.10%	-0.49%
4	长江证券	0.48%	0.13%	2.57%	3.12%	3.15%	2.84%	2.36%	2.71%
5	招商证券	5.95%	7.23%	7.30%	7.98%	8.90%	7.58%	1.63%	0.36%
6	浙商证券	0.98%	0.89%	0.65%	0.63%	1.43%	2.50%	1.52%	1.61%
7	光大证券	2.69%	2.05%	1.14%	1.86%	3.47%	3.73%	1.04%	1.68%
8	西南证券	0.25%	0.99%	1.14%	1.75%	1.69%	1.27%	1.02%	0.28%
9	国信证券	6.20%	5.91%	4.43%	5.39%	8.22%	7.12%	0.92%	1.21%
10	东兴证券	0.85%	0.41%	0.89%	0.72%	0.52%	1.29%	0.43%	0.88%
11	长城证券	0.70%	0.65%	1.47%	2.46%	1.70%	1.13%	0.43%	0.49%
12	华创阳安	0.00%	0.09%	0.12%	0.52%	0.38%	0.41%	0.41%	0.32%
13	东吴证券	1.50%	1.35%	0.82%	0.98%	1.04%	1.80%	0.29%	0.45%
14	中国银河	8.22%	9.59%	10.42%	8.26%	9.82%	8.49%	0.27%	-1.09%
15	第一创业	0.20%	0.26%	-0.24%	-0.57%	-0.14%	0.31%	0.12%	0.05%

资料来源：Wind

经纪佣金率低于行业水平，形成低价竞争力。互联网券商初期重点在平台建设和流量积累，成本率相对承压，形成规模后边际成本递减。金融电商业务和券商牌照变现过程具备明显低成本优势，保证市场价格竞争力。东方财富证券 2016 年首次提出“万 2.5 佣金+一分钟”迅速积累客户，经纪业务市占率快速提升。

图 22： 东财证券净佣金率低于行业平均水平



资料来源：Wind、团队计算

图 23： 东财证券两融利率低于行业平均水平



资料来源：Wind、团队计算

3.互联网券商行业市场空间广阔

互联网券商机遇：掌握 Z 世代流量群体，贴合社交化理财需求。根据 CFGS 数据调查，Z 世代群体（也称“网生代”，指 1995 年至 2009 年出生的群体，受到数字信息技术、即时通信设备、智能手机产品等影响比较大）更倾向于通过蚂蚁基金、天天基金等社交媒体平台进行金融理财；以东方财富为代表的互联网券商将社交与理财一体化，更容易吸引 Z 世代群体。

传统券商的挑战与变革：获客难度提高，娱乐与社交媒体转型或是新模式。仍以线下营业部为主要获客渠道的传统券商，难以有效触达偏好线上社交的 Z 世代群体。华泰证券发力娱乐与社交媒体，通过职场综艺《闪闪发光的你》、脱口秀《养基人大会》等节目对“涨乐财富通”进行有效宣传，未来有望转化为粘性较高的用户群体。

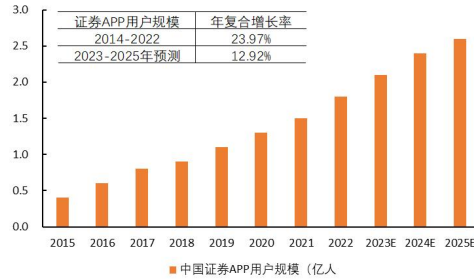
在佣金成本优势显著、获客渠道多样、互联网理财用户规模扩大及 Z 世代崛起的背景下，互联网券商迎来机遇，赛道空间广阔。从用户规模来看，中国互联网证券平台注册用户规模自 2014 年以来持续增加，从 0.8 亿人增加至 2022 年的 2.5 亿人，年复合增长率 15.02%；中国证券 APP 用户规模增长迅速，从 2015 年的 0.4 亿人增长至 2022 年的 1.8 亿人，年复合增长率 23.97%。随着中国证券市场的不断成熟以及投资者数量的持续增多，中国证券 APP 用户规模或将保持较快增长，预计 2025 年将突破 2.6 亿人。

图 24：中国互联网券商行业注册用户规模



资料来源：艾媒咨询

图 25：中国证券 APP 用户规模及预测



资料来源：艾媒咨询

长期提升 C 端渗透率，开拓 B 端增量市场。互联网券商的下游分为 B 端企业端和 C 端用户端；而目前的互联网券商业务主要集中在 C 端用户移动 APP 端。而国内用户端股民渗透率与大陆证券化率相对国外仍较低，市场仍有增长空间。且目前企业用户开拓比例较少，未来金融科技赋能券商下游可以更多往企业用户发展，市场空间大。因此，我们认为，互联网券商在长期的发展路径将是：1、移动用户端渗透率继续提升，C 端市场继续增长；2、金融科技赋能券商服务 B 端用户，市场增量空间大。（附录图表 7：中国大陆股民渗透率 14.5% 对标发达国家和地区具有较大增长潜力）

四、行业展望：把握券商数字智能化转型主线

前中后台信息化成果奠定数字智能化转型基础。经过多年的信息化努力，国内主流券商基本已经建立了以前台移动端 APP，中台 CRM，后台数据仓库为核心的信息化业务中轴。截至 2021 年，券商自营移动端 App 共计 124 个，占机构总数比例达 95%，已在实质上成为券商开展数字化业务的核心载体。中台方面，CRM 等经营管理系统和一些信息化投研系统持续优化升级。在客户画像精细化管理，智能资讯推送、精准营销等方面均有长足进步。而在后台，以数据仓库为核心的内部数据管理平台和大数据分析平台初具雏形，基本已承担起业务数据存储、基础数据分析和数据价值挖掘的功能定位。

1. 异曲同工：三条脉络聚类数智化路径，两个抓手打造核心竞争力

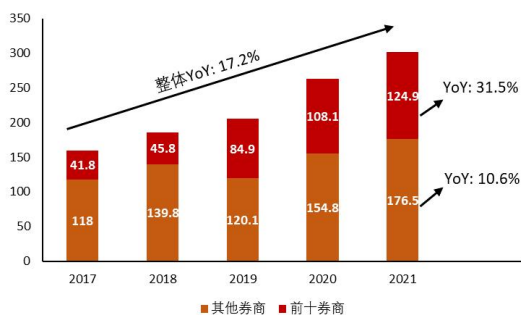
尽管在具体实践和规划上存在一定差异，但各券商的数字智能化转型主线大都可以聚类为三条脉络。第一，对客数字服务能力建设。在能力允许的情况下，不仅着眼于渠道优化，更关注全方位建构数字智能化的服务能力，利用数字智能化手段建设优质体验+专业高效的服务体系。第二，内部数字经营能力强化。深度挖掘数字化赋能场景，加强大数据分析与应用，完善配套数字化工具建设，实现经营能力和经营体系的深刻转型，以数字智能化手段赋能内部业务经营存在巨大发展潜力。第三，数字创新交付能力打造。利用数字智能化进行交付能力的迭代升级，建立更灵活、更牢固的底层架构和技术底座，提升数字化转型任务的交付效率，实现技术与业务同频共振。

而把握数智化的三条脉络，各机构均着眼于技术和人才两个抓手集中发力，进行数字智能化竞争力的打造：

1. 加大技术投入，建立底层数智技术架构

市场上的券商机构过往由于资源条件限制，外购系统和技术服务比例较高，但作为技术供应商的金融科技企业并不拥有产品知识产权，导致项目研究耕耘不足，且为提高利润边际往往采用外包方式，造成了行业的“外包再外包”困境，整体存在大量的技术和人力磨损。近年来中资券商更加重视技术自研，全行业信息科技有限公司投入规模持续增长，头部券商因资本实力雄厚投入相对较大。其中，华泰证券、海通证券、中金公司、招商证券等8家券商的信息技术投入均超10亿元。其中，华泰证券的投入高达27.24亿元位列第一，近五年信息技术投入金额GAGR增长率达25.88%，数字化转型成效初显。在其带领下，头部中资机构在科技资源的投入力度方面基本已追平海外领先同业。分业务种类来看，2021年各券商资本性支出（包括硬件投入和软件投入）中，证券经纪业务和中后台仍占据绝大多数，其中中后台IT投入占比最大，投入增长较快，证券公司在中后台建设上持续保持较高投入，主要集中在数据中台、业务中台和技术中台等领域。

图 26： 券商行业科技投入持续增长，头部发力显著



资料来源：Wind

图 28： 券商行业各业务科技投入比例

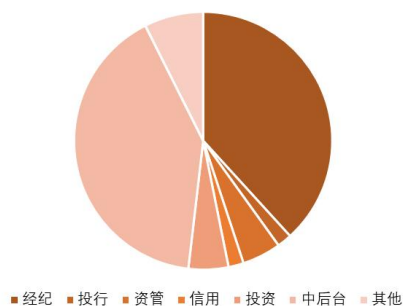
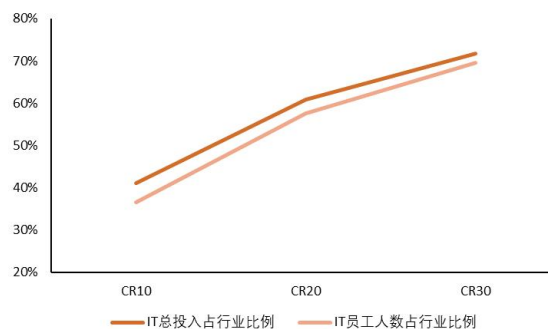
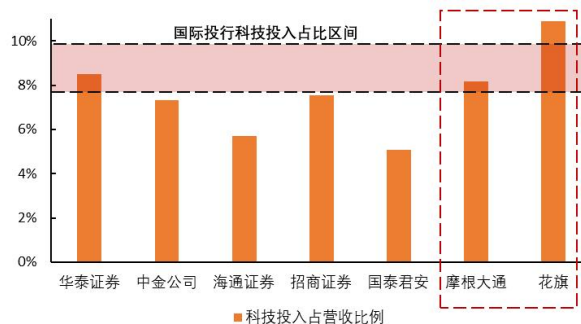


图 27： 科技投入和科技人员方面头部效应明显



资料来源：Wind，中证协

图 29： 头部内资券商科技投入比例已接近国际投行



资料来源：中证协

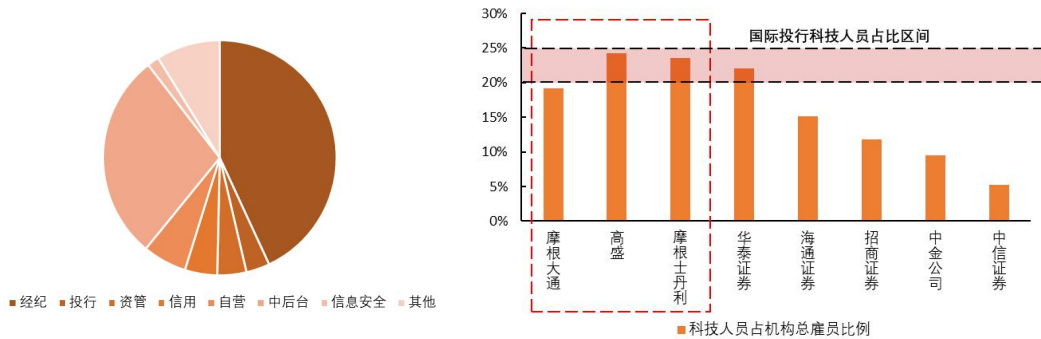
资料来源：Wind, Bloomberg

2. 加强人才引进培养，重视数智队伍建设

科技人才队伍建设日益成为券商数字化转型不可或缺的战略储备。数字产品经理、系统架构师、数据分析师，组成了新型数字化队伍的关键角色。券商机构持续加大力度招兵买马，围猎关键技术岗位的优质人才。目前国内券商在科技人才队伍建设上相较于国际领先水平还有明显差距。但其中不乏聚焦科技赋能、科技队伍建设成效初显的如华泰证券、海通证券、招商证券等。尤其以华泰证券为例，自 2016 年以来，该机构科技人才规模成倍增长，科技人员占总雇员比例已经达到 22.05%，基本追平国际先进水平。分业务种类来看，根据 2021 年年报，支持各业务条线的 IT 人员中，证券经纪业务投入人数最多，由于受佣金率的下降、行业同质化竞争以及金融科技赋能等复杂因素的影响较大，证券公司为保持自身竞争力持续加大科技研发投入。同时，多数证券公司启动了中台战略，进一步加大中台建设的人力投入，成立专门团队负责数据中台、业务中台和技术中台落地。

图 30： 券商行业各业务科技人员比例

图 31： 头部内资科技人员比例较国际投行仍有差距



资料来源：中证协

资料来源：Wind, Bloomberg

2. 或跃在渊：投顾和资管业务将成为数智化转型下的主战场

交投回暖托底经纪业务，券商代销大有可为。 22 年 Q4 沪深两市日均成交额 0.84 万亿元，23 年至今沪深两市日均成交额 0.92 万亿元，环比增长 9.98%，尤其是近 11 个交易日成交额均超过万亿，交投活跃度有所改善。行业佣金率水平持续下行的背景下，市场成交热度的回暖能为经纪业务收入带来了有效的支撑。而值得关注的是，券商权益类基金销售保有规模已连续多个季度增长，中国基金业协会数据显示，截至 2022 年，券商偏股类基金保有规模合计为 12570 亿元，环比增长 7.62%；非货币市场公募基金保有规模中，券商保有规模为 14378 亿元，环比增长 4.99%。其中，中信证券与华泰证券取代农业银行和民生银行进入总规模前 10，券商代销业务上升势头明显。

投顾团队素质不足，投顾智能化 AI 化趋势初显。 伴随代销业务的蓬勃发展，券商纷纷布局投顾业务，但券商投顾队伍大多由原经纪团队转型而来，在服务财富客户时仍具备较重的以交易为导向的卖方思维，“以客户利益为中心”的财富配置导向服务理念尚显薄弱，队伍整体专业性有待提升。而数字智能化在客户需求洞察、配置方案设计、客户沟通互动上的价值日益凸显。人机结合的投顾服务模式逐渐成为主流，部分机构甚至已实现 AI 智能投顾服务，而这可以预计将是整个行业的趋势。

优势有限领先者易主，竞争恐向红海演绎。 下场基金投顾业务的券商中，仅东方证券、华泰证券、中信证券三家基金投顾规模过百亿。其中华泰证券 2022 年报显示该公司基金投资顾问业务授权资产 139.13 亿元、参与客户数量 61.76 万户，但较 2022 年中报的 151.36 亿元出现了明显下滑，被东方证券取代了龙头地位。后者在报告期内实现了基金投顾业务的跨越式增长，“悦”系列和“钉”系列两个产品体系的共 13 只投资组合策略构成了公司约

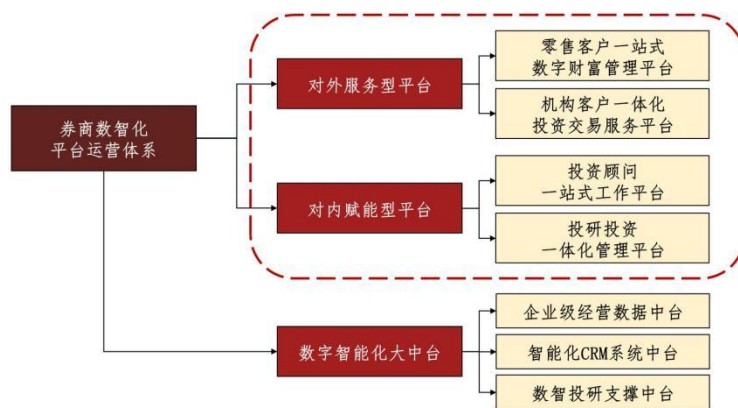
149 亿元的授权规模，服务客户约 16 万，客户留存率达 83%，复投率达 71%，在下半年行情低迷的情况下实现逆势增长。基金投顾是经纪业务中与数字智能化趋势亲和度最高的部分，有望和 AI 技术等数字智能化技术结合产生新爆点，然而在领先者规模及品牌效应优势有限的格局下，行业竞争或将向红海演绎。

机构业务机遇方兴未艾，资管子公司成为主流方向。以注册制改革为代表的诸多制度政策变革进一步催化市场活力释放，“机构化”呈加速之势。自 2010 年行业第一家资管子公司东方红资产管理设立以来，市场对多元化资管产品和投研+资管业务高效率运作提出高要求，促使券商成立资管子公司，将资产管理业务剥离，聚焦主动管理能力提升。截至 2022 年 11 月，证监会共计批复设立 24 家券商资管子公司，另有包含头部中信证券、中金公司、中信建投等 12 家券商资管子公司处于申请设立排队行列中。（附录图表 5：截止 2022 年 11 月证券公司设立申请资管子公司情况）

参股控股带来业务增长，牌照“卡脖子”公募化依然“在骨不在皮”。券商系的公募基金管理机构在资管行业内占据领先地位，根据中基协披露，截至 2021 年末，券商系基金公司机构共计 69 家，数量占比 43.95%，规模占比 56.13%，超过其他各类基金公司的规模总和，同期，券商系基金公司实现净利润 381.82 亿元，占比超过 60%。但截至 2022 年 9 月，除了 12 家以券商或券商资管子公司获得牌照的机构外，其余 58 家券商持股的基金公司中仅 6 家为券商 100%绝对控股，无法实现借助参股公司的公募牌照将旗下管理的产品移交。未能解决牌照“卡脖子”难题的情况下，参股控股仅能带来营收增长点的扩充，但无法实现自身资产管理业务的公募化。券商资管业务的公募化转型依然“在骨不在皮”。

从资管和投顾的主战场延伸，券商数智化转型进一步的目标是建设数智化平台运营体系。建设数智化平台型运营体系，将对券商全链条数字化程度提出较高要求，需要各业务实现数字智能化基础建设，以有效支撑机构业务发展需求。平台型运营体系建设，需要优先打造“两大对外服务型平台+两大对内赋能型平台”，进一步深化数字智能化大中台建设，提升业务效率、优化客户体验，打造“客户+产品+投研”的全链条数字化协同机制，实现“1+1+1>3”。

图 32： 券商平台型运营体系



资料来源：公开市场整理

两大对外服务型平台包括零售客户一站式数字财富管理平台和机构客户一体化投资交易服务平台，两大对内赋能型平台则由投资顾问一站式工作平台和投研投资一体化管理平台组成。前者是当前以经纪交易为核心功能的移动端建设思路的延伸，后者则是适应机构化发展趋势，围绕投资交易提供一体化综合解决方案。而后者着重提升投顾服务效率、增强投顾专业能力、优化营销产能、快速推动财富管理业务转型。同时，打造集智能市场分析、自动投研、资产配置分析、交易分析、组合构建、组合跟踪与优化、业绩分析、归因分析、风险

管理等功能为一体的综合投资研究管理平台，帮助券商机构大幅提升投研团队效率。

智能化大中台则是对已有的信息化中台体系的升级。券商投入建设的三个核心分别是：企业级数据中台、数智化 CRM 系统和数智投研支撑中台。通过智能化大中台的建设，实现对研究支持、业务管理与企业经营的深度赋能，在后续的数智化转型中，智能化大中台有望为机构客户全生命周期管理、智能投研支撑、赋能交易与投资决策的研究服务等业务提供坚强后盾。（附录图表 6：头部券商与中小券商通过不同方式转型）

五、投资建议

1. 互联网券商：东方财富、同花顺

东方财富：行业佣金率逼近券商成本线，以量取胜转化客户流量，部门协同提高整体竞争力。券商经纪业务受佣金率触底、交投活跃度下降影响，传统模式带来的客户增量有限。东方财富凭借我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台之一“东方财富网”实现流量变现，以经纪业务为切口加强第三方销售业务。公司通过“垂直财经门户+互动交流社区+基金理财平台”的商业模式实现流量变现，成为最具成长性的互联网券商龙头。

同花顺：以专业技术为抓手，优化用户体验，知识付费带动盈利增长。同花顺作为财经资讯平台，积累大量财经类读者，此类用户通常付费意愿更高，同花顺抓住用户特点加强技术研发投入，提高用户体验增强用户黏性，形成稳定的收费咨询模式。持续走高的研发投入占比使同花顺形成独特竞争优势。

2. 龙头券商：华泰证券

华泰证券：打造综合性资产管理平台，深挖既存用户需求，提供针对性服务。华泰证券用户广泛，抛弃传统跑量路线，以质取胜，2016 年以 7.68 亿美元收购 Asset Market Financial Holdings, Inc. 全部股份，打造可提供综合资产管理的平台，以智能投顾业务挖掘客户深度需求，简化中后台业务流程，专注前台业务提升，形成差异化竞争优势。

3. 业务麒麟臂：国金证券、东方证券

国金证券：受益于全面注册制改革落地，叠加投行业务优势显著，市场回暖助推业绩回弹。国金证券投行业务 2023 业绩修复弹性大，同时在投行业务内部实现快速制度调整，完成与全面注册制制度的快速对接，明确并坚持“以投行为牵引，以研究为驱动”的战略原则，发挥投行在业务体系中的牵引作用。

东方证券：权益投资受投资者青睐，资管业务领跑行业，财富管理转型成效显著。全面注册制下直接融资比例提升，基金数量持续攀升。居民资产配置结构变动，权益类资产成为居民理财新偏好，受益财富管理业务。广义大财富管理业务包括资产管理业务、代销金融产品、投资顾问业务、公募基金业务、私募基金业务。东方证券入局资管较早，产品条线完善。东证资管以“主动管理、长期价值投资”为投资策略，成为长期超越行业平均水平的公司。公司产品以高仓位低换手为特点，长期业绩表现优秀。此外，2023 年完成东方投行的吸收合并，解决投行业务拍照分割问题，全牌照优势得以显现，有利于提高公司全流程综合金融服务水平，符合财富管理日益规范的要求。

采用相对估值法对研究企业进行估值（大多采用 PE 法，部分 EPS 不稳定的标的采用 PB 法），所推荐 5 家企业的估值结果几乎都高于最新收盘价（2023.4.25），且样本公司 2023 年预测市盈率普遍低于券商行业平均值 49.56，因此我们认为这 5 家科技赋能节奏显著的券商（东方财富、同花顺、华泰证券、国金证券、东方证券）目前被低估，价格处于相对低位，仍有增值空间。

表 3：估值

名称	券商性质	最新收盘价	预测股价	P/E			EPS			
		2023/4/25	相对估值	2023/3/3 1	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
东方财富	互联网券商	16.00	27.23	31.10	37.15	35.19	34.03	0.73	0.91	1.33
同花顺	互联网券商	185.00	199.56	64.49	41.38	38.23	35.68	3.96	4.82	5.68
华泰证券	传统券商	13.78	42.22	8.66	29.51	28.91	29.41	1.43	1.64	1.85
国金证券	传统券商	8.64	10.57	12.28	33.12	33.86	32.16	0.23	0.21	0.20
东方证券	传统券商	10.53	16.33	14.14	34.40	32.86	33.38	0.47	0.55	0.52

资料来源：Wind，团队估算

风险提示

- 市场交投回暖不及预期。**券商经纪业务的佣金率接近成本线，利润率较低，但仍为券商收入的最重要来源。经济业务受市场交投活跃度影响大，且客户增量呈现下降趋势，疫情虽已经过去，但是经济尚未完全回暖，投资者偏好权益类投资，券商经纪业务可能受挫。
- 多元金融领域相关政策退坡。**A股市场较欧美股市受政策导向影响更快。多元金融领域相关政策包括金融控股公司监管、个人收款码监管、征信业务监管等。此外，资管新规过渡期届满后信托资管规模压缩会导致业绩不达预期。
- 券商资管转型速度不及预期。**资管新规抑制券商通道业务，资管业务向主动管理型转型，产品转型利好业务协同能力和综合实力强的大券商，马太效应持续增，头部效应明显，中小型券商资管转型不及时业务规模将下降，后逐步进入稳定期。

附录

图表 1: 券商监管政策变革

监管周期	时间	单位	内容概要	影响
监管紧缩到逐渐放开	2015年7月	央行等十部门	鼓励创新,支持互联网金融稳步发展。鼓励互联网金融平台、产品和服务创新,激发市场活力;鼓励从业机构相互合作等。提出分类指导,明确互联网金融市场秩序。	互联网金融业发展指引性文件,监管制度逐渐明确,秩序逐渐规范
	2016年10月	中国证券登记结算公司	为进一步加强证券账户管理,适应市场需求及业务变化,修订了五项证券账户开立和维护内容,包括每个投资者证券账户上限由20个下调为3个。	下调投资者证券账户数3个,缓解行业过度竞争
	2018年5月	中国证监会	券商不得借助银行、信托、保险公司提供的技术服务开展网上证券服务。券商与第三方平台合作不得线上开通两融、创业板(首次)、新三板、分级基金、期权交易等复杂交易权限	规范证券公司借助第三方网上开户行为
	2020年8月	中国证监会	第三方机构仅限于为券商提供网络空间经营场所等信息技术服务,不得介入投资者招揽、投资者适当性管理、接受交易指令等证券业务活动任何环节	明确第三方机构为券商提供的信息技术服务范围
	2020年1月	市场监管总局	增加对互联网经营者市场支配地位认定内容	对互联网巨头进入金融行业造成一定限制
	2021年7月	国家互联网信息办公室	规范互联网数据运营,保障数据安全。掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市,必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。	将互联网行业数据纳入国家安全保障范畴,扩大监管范围
	2021年9月	中国证券登记结算公司	提高开户代理机构通过非现场方式办理证券账户业务的风控要求,进一步细化非现场办理证券账户业务的流程,加强投资者身份识别。	进一步规范非现场开户流程
	2022年1月	中国人民银行	金融科技发展规划(2022-2025年):八个方面重点任务,包括强化金融科技治理、全面加强数据能力建设、深化数字技术金融应用、健全安全高效的金融科技创新体系等。	明确了中国金融数字化转型的发展目标、重点任务
	2022年8月	科技部、教育部、工信部、交通运输部、农业农村部、卫生健康委	鼓励在金融等重点行业深入挖掘人工智能技术应用场景,促进智能经济高端高效发展金融领域优先探索大数据金融风控、企业智能征信、智能反欺诈等智能场景;鼓励银行、保险等金融机构研发面向中小企业场景创新的金融产品。	以人工智能高水平应用促进经济高质量发展
	2022年12月	中央经济工作会议	产业政策要发展和安全并举,优化产业政策实施方式,狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大,推动“科技-产业-金融”良性循环。	推动“科技-产业-金融”良性循环
监管宽松周期	2012年12月	中国证监会	要求荐股软件销售公司都需要有证监会颁发的证券投资咨询牌照,并每年接受年审	荐股软件纳入证监会监管范围
	2013年3月	中国证券业协会	放开非现场开户限制,明确证券公司可以通过见证、网上方式为客户开户	允许证券公司线上开户,提高开户便利度
	2014年4月	中国证监会	中信证券、国泰君安、平安证券等六家券商获得首批互联网业务试点资格	逐渐进入全面开花的局势
	2014年12月	中国证券业协会	管理办法鼓励互联网券商通过互联网平台帮助小微企业直接融资	券商可以直接开展众筹业务
	2015年3月	国务院	李克强总理在政府工作报告中指出,要制定“互联网+”行动计划,促进互联网金融快速发展	更高层面对互联网金融发展的肯定
	2015年3月	中国证券业协会	中证协在北京召开“互联网金融创新发展培训研究会暨互联网证券专业委员会成立大会”,平安证券董事长兼CEO谢永林任委员会主任委员	委员会的成立引导传统金融行业互联网化转型
	2015年4月	中国证券登记结算公司	自4月13日起,取消自然人投资者开立A股账户的一人一户限制,允许自然人投资者开立多个A股账户及场内封闭式基金账户,上限为20个	催花了互联网证券业务发展,利好布局较早的互联网券商

资料来源:中国证券业协会、中国证券登记结算公司、中国证监会、国务院

图表 2: 两种模式转型的垂直信息服务商新城各自变现逻辑

转型方式	公司	举措	产品
自行研发+外部引流+自导流	华泰证券	2013年3月自建线上业务平台“涨乐网”,同年9月推出网上开户业务; 2019年提出全面数字化转型 2020年,涨乐财富通APP推出全新服务“涨乐星选”	“涨乐财富通”APP
自行研发+外部引流	海通证券	2019年先后与腾讯、京东数科、华为达成合作,推出行业首家混合金融云平台及SDWAN应用,自主研发普惠客户“e海.通财”一站式互联网金融平台	普惠客户 “e海.通财”
自行研发+外部引流+自导流	国泰君安	《2019-2021年金融科技战略规划》中首次提出了“开放证券”理念,2021年推出《全面数字化转型整体方案》,推出SMART	君弘APP

		投行	
合作研发+外部引流	中信建投	2018年批准成立机构业务部及设立互联网证券分公司； 2020年，战略携手腾讯云探索数字化转型之路； 2021年，腾讯云大数据平台TBDS正式落地中信建投证券	蜻蜓点金"APP
自主研发+外部引流	招商证券	2015年与腾讯合作上线"微证券"，成立互联网金融部，开发招商智远一户通 2017年提出公司经纪零售业务互联网移动进程 2021年成立金融科技武汉分公司	招商证券 智远一户通APP
合作研发+外部引流	国金证券	2013年11月国金证券宣布与腾讯签署战略合作协议，与腾讯网在网络券商、在线理财、线下高端投资活动等方面展开全面合作，其互联网证券代表产品"佣金宝"于2014年2月上线 2015年6月成立国金证券上海互联网证券分公司	佣金宝
合作研发+外部引流	中山证券	2014年5月网上开户平台"惠率通"正式上线，同年10月，中山证券携手百度财富推出"百度股票"。	"百度股票"APP
外部收购	华林证券	2021年收购海豚APP，与头条、抖音开展深度合作	"海豚股票"APP

资料来源：各券商官网

图表3：注册制改革后重要规则变化

	放开新股上市初期 涨跌幅限制	新股上市首五日不设价格涨幅
交易机制规则变化	优化盘中临时停牌	对于无价格涨跌幅限制的股票，盘中成交价格较当日开盘价首次波动达到或超过30%、60%的，各停牌10分钟
	连续竞价阶段限价申报范围	连续竞价阶段跟价申报范围适用"2%价格笼子"或"10个价格最小变动单位"机制安排(科创板未改动增加"10个价格最小变动单位"机制)
涨跌幅限制	无涨跌幅限制	新股上市首五日、退市整理首日、重新上市首日
	有涨跌幅限制	主板(非风险警示、退市整理): 10% 主板进入风险警示板的风险警示股: 5%

资料来源：国务院

图表4：2017-2021代理买卖证券款市占率增幅TOP15

序号	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021 增幅
1	东方财富	0.57%	0.95%	1.42%	1.91%	2.28%	2.80%	1.85%
2	中金公司	1.56%	3.47%	4.06%	3.84%	3.87%	4.19%	0.72%
3	东方证券	1.68%	1.84%	2.10%	1.99%	2.20%	2.51%	0.67%
4	兴业证券	1.68%	1.88%	2.09%	2.02%	2.33%	2.47%	0.60%
5	中信建投	3.99%	3.80%	3.55%	3.67%	4.06%	4.33%	0.53%
6	长江证券	2.16%	2.21%	2.46%	2.51%	2.56%	2.73%	0.51%
7	招商证券	4.84%	5.04%	4.89%	5.15%	5.64%	5.50%	0.46%
8	浙商证券	1.35%	1.21%	1.09%	1.16%	1.23%	1.45%	0.23%
9	中国银河	5.89%	5.49%	5.37%	5.87%	5.81%	5.72%	0.23%
10	华泰证券	5.56%	5.26%	5.25%	5.30%	5.42%	5.47%	0.21%
11	东吴证券	1.33%	1.26%	1.25%	1.36%	1.28%	1.47%	0.21%
12	华西证券	1.59%	1.34%	1.17%	1.29%	1.43%	1.53%	0.19%
13	华林证券	0.29%	0.29%	0.28%	0.33%	0.38%	0.42%	0.13%
14	广发证券	5.52%	5.41%	5.35%	5.42%	5.52%	5.53%	0.12%
15	长城证券	0.87%	0.84%	0.83%	0.86%	0.87%	0.84%	0.00%

资料来源：Wind

图表5：截至2022年11月证券公司设立申请资管子公司情况

母公司	公司名称	展业/申请时	状态	母公司	公司名称	展业时间/时间	状态
-----	------	--------	----	-----	------	---------	----

		间					
东方证券	上海东方证券资产管理有限公司	2010.07	已展业	国盛证券	国盛证券资产管理有限公司	2015.05	已展业
华泰证券	华泰证券(上海)资产管理有限公司	2014.01	已展业	甬兴证券	上海甬兴证券资产管理有限公司	2020.11	已展业
国泰君安	上海国泰君安证券资产管理有限公司	2012.05	已展业	山西证券	山证(上海)资产管理有限公司	2021.05	已展业
海通证券	上海海通证券资产管理有限公司	2012.07	已展业	国金证券	国金证券资产管理有限公司	2022.07	已展业
财通证券	财通证券资产管理有限公司	2014.12	已展业	申万宏源	申万宏源证券资产管理有限公司	2022.11	已展业
光大证券	上海光大证券资产管理有限公司	2012.05	已展业	万联证券	万联证券资产管理(广东)有限公司	2022.11	已展业
招商证券	招商证券资产管理有限公司	2015.04	已展业	五矿证券	-	2019.11	申请中
天风证券	天风(上海)证券资产管理有限公司	2020.12	已展业	华金证券	-	2020.08	申请中
广发证券	广发证券资产管理(广东)有限公司	2014.01	已展业	国海证券	-	2020.1	申请中
中泰证券	中泰证券(上海)资产管理有限公司	2014.08	已展业	中信证券	-	2021.02	申请中
银河证券	银河金汇证券资产管理有限公司	2014.04	已展业	中金公司	-	2021.03	申请中
安信证券	安信证券资产管理有限公司	2020.01	已展业	中信建投	-	2021.04	申请中
浙商证券	浙江浙商证券资产管理有限公司	2013.04	已展业	华创证券	-	2021.04	申请中
长江证券	长江证券(上海)资产管理有限公司	2014.09	已展业	东兴证券	-	2021.1	申请中
兴业证券	兴证证券资产管理有限公司	2014.06	已展业	国信证券	-	2022.04	申请中
东北证券	东证融汇证券资产管理有限公司	2015.12	已展业	国联证券	-	2022.04	申请中
渤海证券	渤海汇金证券资产管理有限公司	2016.05	已展业	华安证券	-	2022.06	申请中
德邦证券	德邦证券资产管理有限公司	2020.03	已展业	长城证券	-	2022.07	申请中

资料来源：中证协

图表 6：头部券商与中小券商通过不同方式转型

转型方式	公司	定位	举措	应用软件
自有流量转化+券商牌照收购变现	东方财富	国内领先的互联网金融服务平台综合运营商	流量基础：2005年东方财富网；2006年股吧社区平台；2007年天天基金网。 基金销售变现：2012年获得基金销售牌照，2013年5月推出“活期宝”，天天基金业务高速增长。 互联网券商转型：2015年收购宝华世纪证券、同信证券；2017年，获得中国香港期货经纪牌照。 综合财富管理转型：2018年，设立东财基金；2021年取得公募基金投顾业务试点展业资格。	PC端：Level-2极速版、港股Level-2、专业版、策略版、Level-2决策版、领航版、体验版、Choice终端 APP端：东方财富、东方财富证券、天天基金等 网页端：东方财富网、天天基金网、股吧、金牌课程 pad端&小程序：东方财富
内部引流与外部转化+券商牌照收购变现	指南针	中国首家定位于个人投资者金融服务的股份制企业	软件服务与流量基础：1998-2004年计算机智能操盘系统；2005-2008年赢数据系列；2009-2011年引入金融分析系统；2012年建立操盘模型和交易策略。 从软件付费业务向互联网券商转型：2022年7月完成并购网信证券。	PC端：全赢系列、财富掌门 APP端：指南针股票、指南针基金
深耕金融信息服务提供商，与券商在2C和2B端深度合作	同花顺	致力于成为国内最大的2C金融信息服务商和中立的2B金融科技提供商	流量基础：2003年同花顺金融服务网站上线。2006年推出移动端炒股软件；2010年推出iFind金融终端； 流量变现：先后发力软件付费业务、券商引流开户、基金代销和iFind等2B软件销售业务。	PC端：同花顺免费版、远航版、Mac版、财富先锋、Level-2、实时港股、服务商和中、股指期货、期货通 APP端：同花顺、Ifind、期货通
	大智慧	互联网金融信息服务	流量基础：2005年开始在线销售；2007年推出	PC端：大智慧365、专业版、

	提供商	手机版产品。 流量变现：软件销售业务为主，先后尝试直播、引流开户和 2B 等业务模式。	财富版、策略投资终端、港股通专业版、智能投研平台、启明星终端、期货专业版 APP 端：大智慧、优选大师财富版
--	-----	--	---

资料来源：各机构官网

图表 7：中国大陆股民渗透率 14.5%，对标发达国家和地区具有较大增长潜力

国家或地区	美国	日本	韩国	德国	中国大陆	中国香港	中国台湾
统计时间	2019/12/31	2021/12/31	2020/08/01	2016/12/31	2022/06/30	2014/12/31	2020/12/31
股民渗透率	15.0% 合计直接和间接持股后占比 53%	51.50%	32.20%	10.9% 包括直接和间接持股	14.5%	36.20%	45.8%
数据来源：	美联储、 美国商务部普查局	东京交易所	韩国金融 投资协会	德国股票学会	中国证券登记 结算有限公司	港交所《2014 年个人 投资者调查报告》	台湾集中保管 结算所