

强于大市

证券行业 2021 年度策略

金融科技重塑券业，财管+投投引领增长

在行业竞争升级、科技浪潮来袭和监管政策的引导下，金融科技深入渗透证券行业，正重塑着证券公司的展业模式，强化集中化趋势的同时也为中小券商提供了“扬长补短”的利器。在科技赋能和资本市场改革的背景下，2021 年证券行业将在财富管理和投投联动方面有望有较为出色的表现。

- **竞争环境与监管政策催化下，券商+科技转型已进入第三阶段。**随着金融供给侧结构性改革的深入与资本市场双向开放力度加大，内外部竞争环境变化使得证券公司竞争压力日趋激烈，倒逼券商加大信息系统建设与人才储备、扩大科研投入力度、打造自身核心优势。我国的监管政策也是金融科技转型趋势的催化剂。证券公司的科技转型已经历三阶段发展：第一阶段（1993-2000 年），主要体现为互联网+证券结算交易；第二阶段（2000-2014 年），信息化+线上交易平台；第三阶段（2014 年至今），证券服务与人工智能、大数据、区块链、云计算等技术结合推动证券行业真正进入数字化转型，“金融科技+智慧券商”重构了证券行业的金融服务生态。
- **金融科技重塑证券公司展业模式与竞争格局。**大数据、云计算、人工智能、区块链技术与券商深度融合，正在重塑证券公司的展业模式和竞争格局。1）零售客户服务方面，金融科技主要强化客群的广泛化和服务的差异化，对券业的财富管理转型有重要推动意义；2）机构客户服务方面，金融科技聚焦于业务的线上化、自动化和智慧化，提高业务效率，减少人力、时间成本，并满足专业机构客户较高的极速量化交易系统需求；3）中后台运营管理方面，金融科技主要运用于质控风控中，保障业务安全。4）金融科技的转型或将强化集中化趋势，对于中小券商，一方面马太效应下更应坚持差异化发展，将金融科技重点部署在自身优势领域，另一方面，金融科技也为中小券商提供了“补短”的利器。
- **2021 年资本市场改革持续，财富管理+投投联动引领增长。**预计 1）经纪：随着市场交易机制逐步优化，交投活跃度有望继续提升，金融科技赋能财富管理转型；2）投行：资本市场供给侧改革举措驱动投行各业务线齐头并进；3）资管：资管规模或将企稳回升，收入增长提速；4）自营：行业或将继续探索客需交易业务、量化投资、一级市场股权投资等去方向性投资的业务模式，以降低自营业务收入波动性，投资与投行的联动或为重要增长点；5）信用：融券持续发力，两融业务结构有望改善。在悲观、中性、乐观假设下，预计行业 2021 年实现净利润 1660 亿元、1855 亿元、2032 亿元，同比增速 2.38%、14.39%、25.32%。

投资建议

- 长期来看，证券行业享有明显政策面利好，资本市场深化改革和开放举措逐步推进，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，**龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，行业集中度或将保持上升趋势。**板块估值已滑落到历史中枢，存在较大提升空间。个股方面，一是充分受益于政策面利好的头部券商，**重点推荐中信证券、华泰证券；**二是在注册制改革背景和金融科技转型趋势下更具备特色优势的券商，**推荐东方财富，建议关注国金证券、第一创业。**

风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。

相关研究报告
《上市券商 7 月业绩点评》20200816
《证券行业 2020 年中期策略》20200716
《上市券商 6 月业绩点评》20200710

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:证券

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

联系人：张天愉
(8610)66229087
tianyu.zhang@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080020

目录

1 外资投行与互联网企业入场，监管引导券业金融科技转型 4

1.1 海外投行加剧行业竞争 4
1.2 互联网科技企业入场，对金融服务生态形成冲击 5
1.3 政策引导促进金融科技发展 6
1.4 加码技术投入，证券行业科技转型处于第三阶段 7

2 金融科技赋能，全面重塑证券公司展业模式与竞争格局 9

2.1 零售客户：以财富管理为主要方向，深度广度齐头并进 9
2.2 机构客户：聚焦业务线上化、自动化、智能化 11
2.3 中后台管理：质控风控数字化，保障业务安全 13
2.4 竞争格局：强化二八分化，凸显特色化竞争重要性 15

3 盈利预测：资本市场改革持续，财富管理+投投联合引领增长 16

4 投资建议：遵循龙头与特色化券商两条逻辑 18

5 风险提示 21

图表目录

图表 1. 证券行业对外开放进程 4
图表 2.中美头部券商财务数据对比 5
图表 3. 互联网金融企业与传统券商 APP 月活数 6
图表 4. 互金企业与传统券商研发投入占总营收比例 6
图表 5. 互金企业与传统券商研发人员占员工数量比例 6
图表 6. 2017-2019 年证券公司技术投入水平 7
图表 7. 证券行业科技转型三阶段 8
图表 8. 智能投顾六大优势 10
图表 9. 2015-2020E 我国互联网理财用户人数 11
图表 10. 金融科技深入渗透投研流程 12
图表 11. 第一创业证券“FIRST”量化交易平台 13
图表 12. 2020 及 2021 年证券行业业绩弹性测算 17
图表 13. 2014/1-2020/11 证券行业市净率 18
图表 14. 2014/1-2020/11 中信证券市净率 18
图表 15. 2014/1-2020/11 华泰证券市净率 18
图表 16. 2014/1-2020/6 国金证券市净率 19
图表 17. 2016/5-2020/6 第一创业市净率 19
图表 18. 2016/1-2020/6 东方财富市净率 19
图表 19.上市券商估值表 20

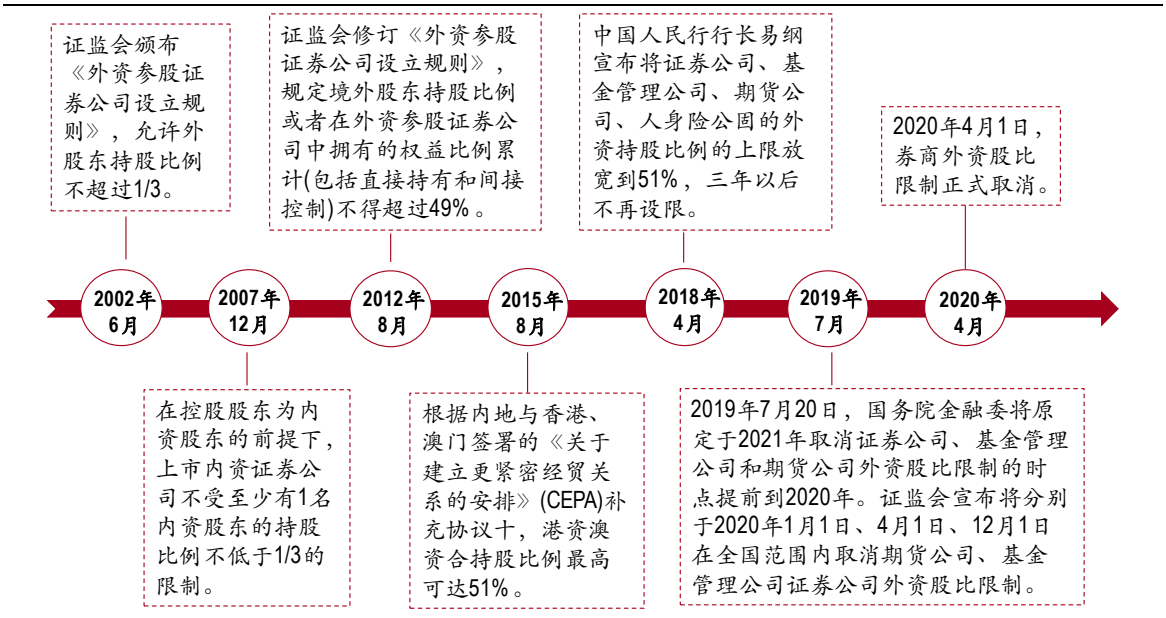
1 外资投行与互联网企业入场，监管引导券业金融科技转型

竞争环境与监管政策催化金融科技转型，券商+科技转型已进入第三阶段。随着金融供给侧结构性改革的深入与资本市场双向开放力度加大，内外部竞争环境变化使得证券公司竞争压力日趋激烈，行业竞争的升级与科技浪潮的来袭，均倒逼券商加大信息系统建设与人才储备、扩大科研投入力度、打造自身核心优势。我国的监管政策也是金融科技转型趋势的催化剂。证券公司的科技转型呈现出阶段性发展特征：第一阶段（1993-2000 年），主要体现为信息化和初步的触网，聚焦于网上交易结算业务；第二阶段（2000-2013 年），主要体现为广泛的互联网化，网上交易结算业务在券商中得以普及，我国证券行业的运营模式显著变化，形成“线上+线下”双线运营；第三阶段（2014 年至今），证券服务与人工智能、大数据、区块链、云计算等技术结合推动证券行业真正进入数字化转型，重构了证券行业的金融服务生态。

1.1 海外投行加剧行业竞争

随着证券行业对外开放程度加深，证券公司外资持股比例限制逐渐放宽。2002 年 6 月中国证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》，首次允许外资股东投资国内券商，但持股比例不超过 1/3，后来又经历了 2007 年 12 月与 2012 年 10 月的两次规则修订、2015 年 8 月的《<内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排>补充协议十》（以下合称“CEPA 10”）以及 2018 年的《外商投资证券公司管理办法》，国内券商外资持股比例限制逐渐放宽。从 2019 年 7 月证监会宣布分时间段在全国范围内取消期货公司、基金管理公司证券公司外资股比限制，再到 2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制，我国资本市场双向开放力度进一步加大。除外资股比限制放开之外，《外商投资证券公司管理办法》还从允许外资控股合资证券公司、逐步放开合资证券公司业务范围、统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例、完善境外股东条件、明确境内股东的实际控制人身份变更导致内资证券公司性质变更相关政策等方面进行了不同程度的放松。

图表 1. 证券行业对外开放进程



资料来源：央行，证监会，中银证券

外资控股券商正在加速进军我国证券领域。随着金融业的有序对外开放，我国已成功设立 16 家外资券商，第一批设立的 6 家合资券商中，瑞银证券通过股权受让外资股比已提升至 51%，瑞信方正、高盛高华、摩根士丹利华鑫证券已先后提出增资或股权受让申请，完成后外资股比将提升至 51%。在 CEPA10 框架下的 4 家券商（华菁证券、申港证券、东亚前海、汇丰前海）设立时外资股比即达到 51%。在新版《管理办法》的指引下，野村东方国际证券与摩根大通证券第一批共两家外资控股券商于 2019 年 3 月宣告成立，星展证券（中国）、株式会社大和证券分别于 2020 年 8 月 27 日、28 日核准设立，其中野村东方国际、星展证券获证监会颁发的四张业务牌照，株式会社大和证券获得三张牌照。

在我国证券行业对外资不断扩大开放的政策指引下，外资控股券商正在大跨步地进入我国证券行业，国内证券公司竞争压力激增，主要体现在以下两方面：

一是海外投行规模优势明显。截至 2020 年 9 月 30 日，134 家证券公司净资产为 2.24 万亿元，净资本为 1.79 万亿元，总资产为 8.57 万亿元，134 家证券公司资产规模合计仅高出海外头部投行高盛集团约 0.49 万亿元。2020 年前三季度国内券商中营业收入最高的为中信证券，收入规模达到 419.95 亿元，仅为摩根士丹利的 1/6，高盛的 1/5。

二是海外投行技术投入力度更大，金融科技水平领先。1）根据中证协发布的证券行业信息技术投入指标排名，全行业信息技术投入金额由 2017 年的 112 亿元增长至 2019 年的 205 亿元，年均增幅高达 35%；信息技术投入占前一年度营收比重从 2.80%增至 8.07%，行业信息技术投入增速显著，为数字化转型和高质量发展奠定了坚实基础。但相比海外投行，国内券商信息技术投入力度仍显不足，2019 年国内券商中信息技术投入规模位列前三的为国泰君安、华泰证券和中信证券，投入规模分别为 12.4 亿元、12.0 亿元和 11.4 亿元；而摩根士丹利、高盛集团 2019 年信息投入分别为 21.94 亿美元，11.67 亿美元，规模达到国内券商 7 倍以上。2）从应用细分领域看，国内券商金融科技的应用主要在于业务流程自动化改造，在人工智能、区块链等领域仍显不足；而贝莱德依托自主研发的 Aladdin 系统和金融科技平台，拓展了金融科技服务边界；瑞银集团通过与第三方软件商 Broadridge 合作开发财富管理平台，不断提升风控水平，加速金融科技对技术、业务、风控、合规的融合推动，相对而言金融科技应用广度与深度更为领先。

图表 2.中美头部券商财务数据对比

单位：亿元	总资产 截至 2020 年 9 月	净资产 截至 2020 年 9 月	总营收 2020 年 1-9 月	净利润 2020 年 1-9 月
高盛集团	77,094	6,423	2,044	112
摩根士丹利	65,100	6,117	2,353	518
中信证券	10,441	1,837	420	131
海通证券	7,296	1,692	283	93
国泰君安	6,933	1,442	257	95
华泰证券	6,921	1,304	243	89

资料来源：万得，中银证券

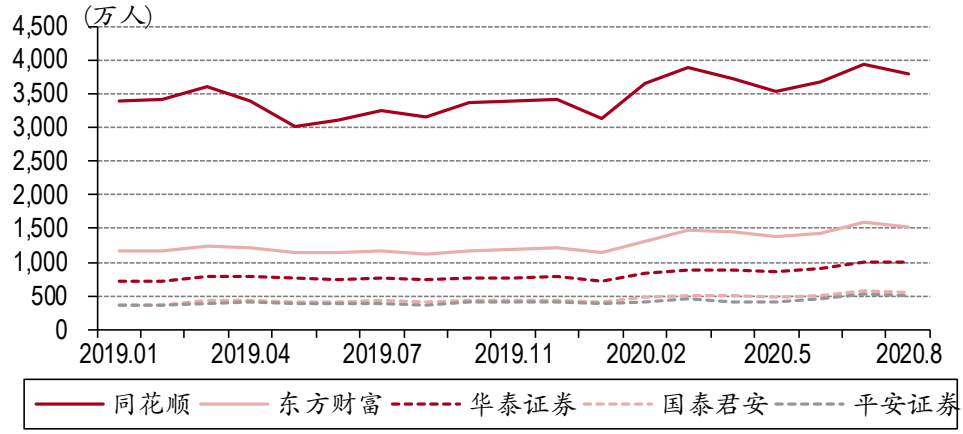
1.2 互联网科技企业入场，对金融服务生态形成冲击

近年来，传统互联网巨头、新兴互联网巨头以及部分大型科技企业，将业务范围延展至金融领域，通过多元化业务平台及服务积累的流量与技术，一定程度上改变了我国金融服务生态，为传统券商带来一定压力。

从业务领域看，互联网科技企业通过获取第三方支付牌照以及融资业务牌照等布局金融领域，东方财富自 2012 年以来不仅布局了基金代销、第三方支付、私募基金、企业征信、小额信贷、公募基金、保险经纪、期货经纪牌照，还通过收购西藏同信证券直接获取证券业务牌照，步入证券行业。

从客户流量看，互联网科技企业凭借技术优势和平台积累掌握大量客户数据，在资产管理、信贷等领域具有较强的客户粘性，容易形成客户的二次转换，在数据、场景、资源的获取上均具有竞争优势。据易观千帆数据，2020 年 8 月互联网金融龙头同花顺 APP 月活数高达 3789 万人，从互联网行业切入证券行业的互联网券商东方财富 APP 月活数 1522 万人，与传统券商 APP 相比流量优势显著。

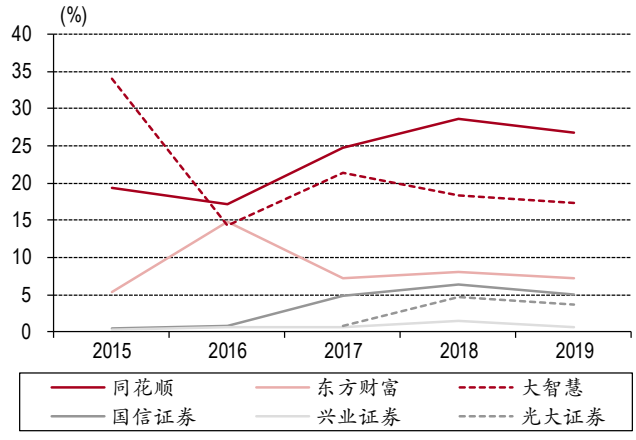
图表 3. 互联网金融企业与传统券商 APP 月活数



资料来源：易观千帆，中银证券

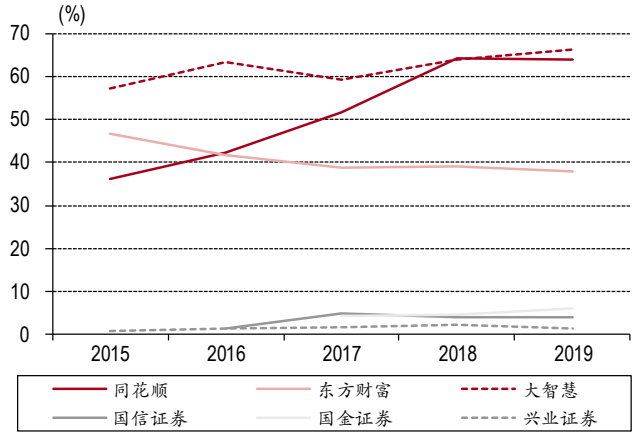
从技术水平看，互联网公司自身具有较强的技术研发能力，因此互联网金融企业无论从 IT 人员数量、研发投入力度还是金融科技自主掌控度，均优于传统券商。由于信息技术研发投入巨大，中小型券商资金支持自主研发能力有限，故而较多采用外包或购买方式进行开发，也易形成同质化严重问题。

图表 4. 互金企业与传统券商研发投入占总营收比例



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 互金企业与传统券商研发人员占员工数量比例



资料来源：万得，中银证券

1.3 政策引导促进金融科技发展

各级监管机构明确要求充分发挥金融科技赋能作用。自 2016 年国务院颁布《十三五国家科技创新规划》，提出要“促进科技金融产品和服务创新，建设国家科技产融创新中心”以来，证券行业监管对金融科技的重视程度日益提升，以促进金融信息基础设施建设达到国际领先水平：

1）2018 年 12 月，证监会发布《证券基金经营机构信息技术管理办法》，允许经营机构设立信息技术专业子公司，经营机构母子公司共享信息技术基础设施，为券商设立金融科技子公司提供了政策契机。

2）2018 年 12 月，证监会发布《证券基金经营机构信息技术管理办法》（下称《管理办法》），要求“证券基金经营机构应当指定一名熟悉证券、基金业务，具有信息技术相关专业背景、任职经历、履职能力的高级管理人员为首席信息官，由其负责信息技术管理工作”，为加强证券基金经营机构信息技术管理、促进金融科技深度转型、保障证券行业信息系统合规高效奠定了良好基础。同时，将证券公司信息系统建设投入情况纳入年度证券公司经营业绩考评，促使证券公司信息建设投入力度明显提升。

3）2019 年 8 月，政策红利再度加码金融科技，中国人民银行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》，确定了六方面重点任务：一是加强金融科技战略部署；二是强化金融科技合理应用；三是赋能金融服务提质增效；四是增强金融风险技防能力；五是强化金融科技监管；六是夯实金融科技基础支撑，进一步强化了金融科技的合理应用，赋能了金融服务提质增效。

4）2020 年 8 月，中国证券业协会发布《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》，提出要加快出台行业标准，促进金融科技应用融合。逐步建立完善人工智能、区块链、云计算、大数据等数字技术在证券行业的应用标准和技术规范，完善人工智能技术在投资顾问业务领域的应用条件及合规要求。鼓励证券公司在人工智能、区块链、云计算、大数据等领域加大投入，促进信息技术与证券业务深度融合，推动业务及管理模式数字化应用水平提升。

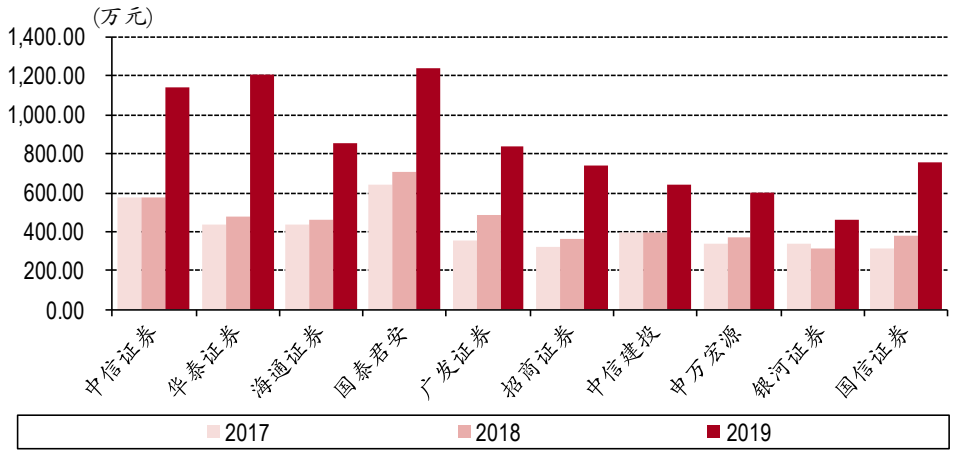
5）2020 年 11 月，证监会就《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》公开征求意见并提议“针对金融科技等领域专业人才，适度放宽工作经历限制，取消学历要求及推荐人制度。”

在监管的引导和支持下，推进数字化转型和高质量创新发展成为行业共识。从政策导向看，证监会提出鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入，“在确保信息系统安全可靠的基础上，加大金融科技领域研究，探索人工智能、大数据、云计算等技术应用，提高金融科技开发和应用水平”，多家券商将金融科技纳入公司可持续发展战略与核心竞争力，头部券商纷纷加大金融科技领域的人才招聘与资金投入。

1.4 加码技术投入，证券行业科技转型处于第三阶段

行业竞争的升级与科技浪潮的来袭倒逼证券公司加码金融科技投入。随着金融供给侧结构性改革的深入与资本市场双向开放力度加大，内外部竞争环境变化使得证券公司竞争压力日趋激烈，同时在监管的引导之下，证券公司加大信息系统建设与人才储备、扩大科研投入力度，将金融科技作为突围的核心竞争力之一。根据中证协公布的信息技术投入指标，2017-2019 年十大券商信息投入规模大多呈逐年上升趋势，且 2019 年增幅显著，平均增速高达 85.33%。研发人员培养上，2015-2019 年间证券公司研发人员规模明显提升。

图表 6. 2017-2019 年证券公司技术投入水平



资料来源：中证协，中银证券

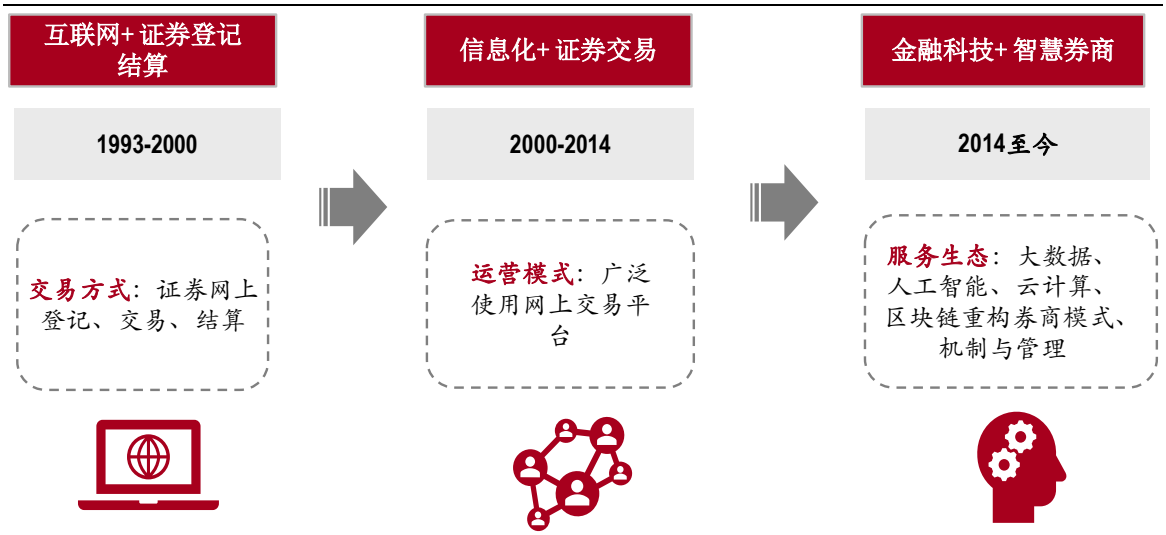
券业科技转型已步入第三阶段。券业金融科技转型证券公司的金融科技转型不仅体现在科技投入的增长，更体现在展业模式的变化中。根据金融科技在证券公司营运中的渗透度，证券公司的金融科技转型呈现出阶段性发展特征：

第一阶段（1993-2000 年），科技主要应用于网上等级、交易、结算，国泰君安、广发证券等公司开始关注互联网在证券登记结算中的应用；

第二阶段（2000-2014 年），随着中国互联网用户的快速增加，网上证券交易平台成为了各家券商的标配，“掌上炒股”等新模式带来的便捷、高效的用户体验、股民数量的快速增加；

第三阶段（2014 年至今），金融科技与人工智能、大数据、区块链、云计算等技术结合推动证券行业真正进入数字化转型，重构了证券行业的金融服务生态。

图表 7. 证券行业科技转型三阶段



资料来源：《券商金融科技发展的动因、风险与对策》，海南金融，中银证券

2 金融科技赋能，全面重塑证券公司展业模式与竞争格局

金融科技重塑证券公司展业模式，助力降本增效。随着证券行业加大技术的资金与人力投入，大数据、人工智能、区块链技术正运用到证券公司运营中的方方面面，使前台的零售与机构客户服务和中后台的运营管理模式均得到重塑。1）零售客户服务方面，金融科技主要强化客群的广泛化和服务的差异化，对券业的财富管理转型有重要推动意义；2）机构客户服务方面，金融科技聚焦于业务的线上化、自动化和智慧化，提高业务效率，减少人力、时间成本，并满足专业机构客户较高的极速量化交易系统需求；3）中后台运营管理方面，金融科技主要运用于质控风控中，保障业务安全。

金融科技转型之下，或将重塑行业竞争格局。一般而言，头部券商的资金、客户数据等金融科技转型所需资源较为充足，更有望加速实现金融与业务的深度融合、高效兑现收入，因此金融科技的转型或将强化行业内集中化的趋势。另一方面，对于坚持差异化发展，善于将金融科技重点部署在自身优势领域，并利用金融科技以较低的成本缩小与头部公司差距的券商而言，金融科技也是一种可用来“扬长补短”弯道超车的利器。

2.1 零售客户：以财富管理为主要方向，深度广度齐头并进

零售端科技化主攻财富管理领域的服务质量提升。证券公司服务于零售客户的业务主要包括经纪业务和两融业务，在前期，证券公司把握互联网用户数量飞快增长的机遇，将零售业务从线下向线上转移，已经形成了便捷的线上交易平台，释放了线下营业部的财力和人力成本。而在金融科技转型当前阶段，传统的证券经纪业务已然成为一片激烈竞争红海，最终留存老客户、吸引新客户依靠的是券商的服务质量和效率，因此零售端服务的主要变革聚焦于利用前沿科技增加线上服务功能、提升服务质量。

2.1.1 大数据挖掘客户服务深度

大数据技术增强服务的差异化和精准化，增强用户粘性。在当前阶段，证券公司的线上平台已不仅仅是开展经纪业务的移动载体，更是汇聚了海量用户信息的财富管理平台。大数据可以实现场景化运营和精准营销，有助于解决功能投放和实际使用的不平衡问题，通过“懂你”的服务增强客户粘性、提高客户的活跃度，并开发潜在新客户。

大数据结合 CRM 客户管理系统，实现场景化运营。随着越来越多服务功能线上化、自助化，如果对平台各项功能缺少完整的了解，用户难以在需要某种服务时快速找到对应的功能入口，可能降低服务的使用率。通过将用户数据集中到 CRM 客户管理系统、分析用户平台操作数据，证券公司可以实现场景化运营，适时提供客户下一步需要的功能。例如在用户查看账户对账单时，提供择股和投资组合服务；当用户在社区中提问时，提供学堂服务等。

智能推送，“千人千面”精准营销。证券公司还可以通过进一步分析，加强对客户的差异化服务。通过用户画像和大数据模型，对客户的投资和操作行为汇总到客户关系系统，进行数据分析，深入了解每一位客户的投资兴趣、购买能力、风险偏好等多方面个性化需求，从而可以在营销过程中更加关注个体差异，针对性、主动性、有效性地提供账户变动、行情推送等功能，实现精准营销。两融业务与经纪业务关系紧密，通过对经纪业务客户的深度分析，也可找到两融业务的潜在用户，为两融业务带来增量业务。

2.1.2 智能化扩展客户群体广度

人工智能增强服务的广泛性，低成本服务大量长尾用户。在客服和投资顾问的服务中，证券公司员工与客户的交流必不可少，人工智能在客户交流中的运用有助于释放大量人力成本，并增加对长尾用户的服务覆盖率。

智能客服节省时间与成本。传统的人工客服经常需要回答大量重复性问题，而 AI 机器人客服搭载了语音文本转换、语气识别、问题预测、回答检索及交互会话等技术，能够与客户进行互动交流，直接解答标准化问题，遇到无法解答的复杂问题再发送给人工客服。智能客服为人工客服解放不必要的重复劳动，节省证券公司成本，同时大大缩短了大量客户的问题解决时间，提升客户的服务感受。

智能投顾充分挖潜长尾市场。智能服务也可运用于更为专业的智能投顾领域。智能投顾的核心优势在于通过技术的引入，极大降低人力成本，从而降低客户获取投顾服务的门槛和费用。传统投顾服务的费用昂贵，主要客户为高净值人群，而智能投顾可以快速处理信息，根据客户填写问卷反馈的信息进行风险偏好判别，通过算法模型为投资者提供资产配置建议，极大节约了专业投顾的人力成本，降低了客户获取投顾服务的门槛和费用，具有低门槛、低费用、投资广、易操作、透明度高和个性化定制六大优势，充分挖潜投顾行业长尾市场。

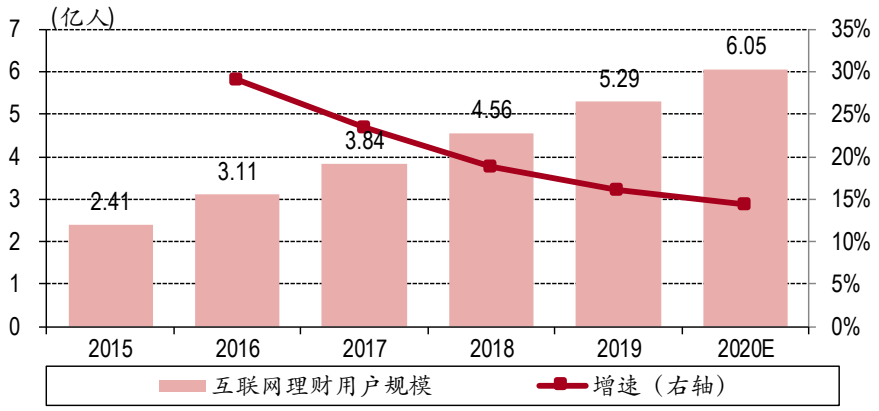
图表 8. 智能投顾六大优势



资料来源：证通财富，中银证券

长期来看，零售端的金融科技转型对于推动券业财富管理转型具有重要意义。（1）随着我国财富管理需求，尤其是互联网用户理财需求的快速增长，智能投顾凭借降本增效的优势，可以大幅提升对于中小长尾用户的覆盖率，满足更多用户的财富管理需求。（2）金融科技赋能个性化服务，证券公司能够更加重视客户需求，服务文化有望从以销售为导向逐渐转换为以客户需求为核心。（3）为未来收费模式的转变培育土壤。在海外成熟资本市场，投资顾问只收取投资顾问费和 ETF 管理费，按照资产总额阶梯式收费。长期来看，证券行业的财富管理转型为大势所趋，随着未来投顾服务愈加普及、财富管理转型深化，证券公司有望“以费代佣”，降低对于日渐下滑的经纪佣金费率和波动较大的成交金额的依赖。

图表 9. 2015-2020E 我国互联网理财用户人数



资料来源：艾媒咨询，中银证券

2.2 机构客户：聚焦业务线上化、自动化、智能化

2.2.1 智慧投行，移植零售端成功经验

注册制改革新环境下，金融科技成为大投行业务新竞争中突围方向之一。以注册制为纲的资本市场供给侧改革为证券行业大投行业务带来大量业务机会的资本市场红利的同时，也倒逼投行业务谋求新突破。不仅是投行的定价、销售能力受到考验、需要提升专业化水平，将金融科技引入投行业务，将数字化、智能化打造为自身的核心竞争力也是从竞争中突围的一个方向，率先实现投行业务触网有助于把握住在新环境下逐鹿的优势。

智能承揽，捕捉潜在业务机会。零售领域的 CRM 客户管理系统概念也已经延伸至机构服务领域，证券公司建立智能承揽平台，利用网络爬虫等技术，对网络上海量的工商、监管、投融资、新闻资讯等各方面公开信息进行整合处理，由投行部门设定影响业务开展的因子，即可通过系统判断出某个企业符合哪些业务的基本条件，并可以预测企业未来债券融资的可能性，便于机构业务承揽工作的进行。

线上承销，优化用户产品购买体验。金融科技运用在证券公司面向机构的证券发行销售环节，可打造机构客户专用产品选购平台。以第一创业固定收益业务的金融科技产品 eBOND 为例，eBOND 是债券线下销售模式的延伸，兼具互联网化与移动化，围绕着债券一级市场承、分销业务、二级市场报价交易业务打造了一系列软件平台，并开发了供客户使用的移动 APP、公众号、小程序等载体，以便快捷有效地帮助机构客户进行投标、报价、债券净价计算、发送中标通知等日常功能。eBOND 作为线上买债商城上线后，客户在原有线下一对一/多对一服务的基础上，也可享受智能推债的精准化服务、线上选购的便利，在线上自主下单后转由线下团队代为操作；eBOND 同时打造了债券版知乎“银河间社区”，内置专栏、问答、路演功能区。据公司披露，eBOND 系统上线后对固收各个业务线都有很大的促进作用，大幅提高了业务效率，并降低操作风险。

2.2.2 智能投研，减少人工搜索与操作

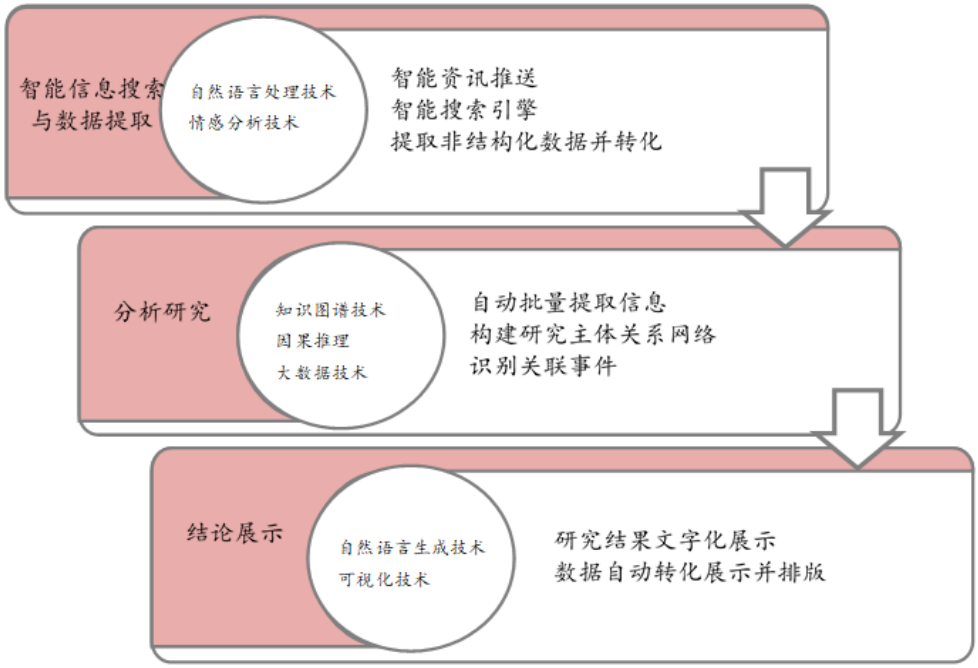
智能投研渗透投研工作三大步骤。传统的人工投研流程可拆分为三个步骤：1）信息搜索：通过互联网和金融终端查找公司、相关行业、旗下产品的基本介绍、运营与财务数据、重要事件和监管变化等信息数据。2）分析研究：对搜集的信息和数据进行逻辑推演、运算，对其中存在的逻辑关系与指标预测提炼出观点。3）观点呈现：将观点输出为文字、图表的形式。智能投研通过对于大数据、事件等客观信息的综合性、自动化处理和分析，对证券公司的研究人员、投资决策人员提供分析与决策的参考，节省人工搜索和操作的时间，提高工作效率和分析、投资能力。智能投研在投研过程中的各个环节都能对专业人员提供助力：

1）在信息搜索环节，智能搜索引擎可增强搜索过程中的联想功能，提供更为广泛、多维度的信息，快速展现被研究公司的全貌；智能资讯推送可及时提醒并帮助投研人员相关补充和更新相关信息；非结构化数据提取则能够从多渠道自动抓取文字段落中的数据，并将其转化为结构化数据，便于后续的数据加工。

2）在分析研究环节，智能投研系统可自动根据收集到的信息构建被研究个体的业务、融资、竞争关系网络，也可在数据模型中自动填充已知数据，进行因果推理运算，便于分析者发掘关联事件和影响因子。

3）在观点呈现环节，通过智能投研可根据数据自动生成表格和图形，并快速从信息库中提取信息填入报告中，减少人工录入的耗时，同时也能降低错误率。

图表 10. 金融科技深入渗透投研流程



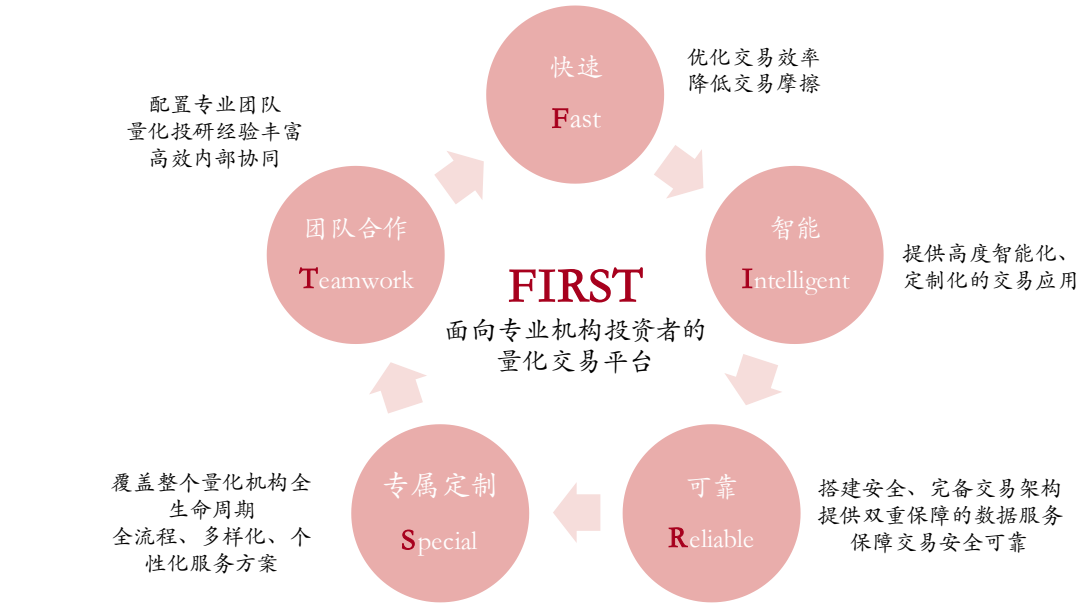
资料来源：《基于智能投研提高券商投研能力的探讨》，中证协，中银证券

2.2.3 量化交易，优化投资交易模式

量化交易有望提升收益稳健性，成长空间巨大。量化交易是指以现先进的数学模型替代人为的主观判断，利用计算机技术从庞大的历史数据中筛选能带来超额收益的多种“大概率”时间以制定策略，其优势在于能够降低投资者情绪波动的影响，避免在市场极度狂热或悲观的情况下作出非理性的投资决策，有助于增强投资收益水平的稳定性。量化交易在欧美等成熟资本市场已经发展三十年有余，是海外对冲基金的常规交易手段，其交易量占全市场交易量的比例过半，而国内量化交易还处于起步阶段，发展空间广阔。

券商推出量化交易平台，丰富机构客户投资策略。不少证券公司已通过自主研发或与数据服务商合作的方式建设量化交易平台，抢占量化交易市场。第一创业证券推出了为专业机构投资者提供全方位服务的“FIRST”量化服务体系，具备“快速（Fast）、智能（Intelligent）、可靠（Reliable）、专属定制（Special）、团队合作（Teamwork）”五大核心特征。公司配置量化投研经验丰富的服务团队，通过高效的内部协同、完整的基础设施建设，提供覆盖整个量化机构全生命周期的全流程、多样化、个性化服务方案。在核心交易层面，不断优化交易效率，降低交易摩擦，并通过搭建安全、完备的交易应用，保障交易的安全可靠。同时，公司配置了专业团队和专属系统，可以响应 QFII 跨境交易需求，并且具备相关机构服务经验，以满足国际领先的交易及风控要求。

图表 11. 第一创业证券“FIRST”量化交易平台



资料来源：第一创业证券，中银证券整理

极速交易系统满足量化交易中的提速需求。随着创新业务不断推出、程序化交易模式的快速发展，同时监管和风控更加严格，交易系统的指令、委托延时已经难以满足客户需求。以私募基金、信托计划为代表的机构客户对券商 PB 交易系统的性能和稳定性提出了新的要求。因此，不少券商将 PB 交易系统升级为极速 PB 交易系统。极速交易系统采用全内存数据库技术，配合全新的数据通讯机制、多线程并行技术，实现所有业务流程处理均在内存中进行，极大提高了委托确认、成交的效率。

2.3 中后台管理：质控风控数字化，保障业务安全

随着证券公司前台业务转型升级，中后台业务的数字化转型已是大势所趋，从而能够与前台业务的节奏与模式相匹配，提供有效的支持。

2.3.1 信息化、全流程的投行项目管理

线上项目管理平台，覆盖业务流程全部环节。招商证券的“智能大投行”平台是运用大数据、人工智能等金融科技手段的信息化平台。覆盖股权业务、债券业务及 ABS 业务等多业务链条，实现各链条营销、承揽、承做、审核、发行及后督的全过程，实现业务、数据、质量和风险的统一信息化管控。在项目管理方面，该平台将项目文档变成结构化信息，形成可视化、可穿透的项目全景档案，并通过将项目流程片段化，每一个要点对应一个标签，使每一位员工可以专注于自己负责的标签内容。对于证券公司而言，投行业务中项目流程的信息化和标准化不仅能提高各环节员工的工作效率，也使项目流程中的各个环节与操作人员一一对应，减少流程中的错漏，这样的平台有助于证券公司提升客户营销服务、投行业务拓展及项目质量管控能力，助力大投行业务转型。

项目管理信息化，激活管理模式的创新优化。项目全过程信息化管理为招商证券的进一步优化带来契机：一是任务驱动，所有业务流程和工作事项采用任务驱动模式进行实现，以目标清晰、责任明确的任务驱动项目人员开展工作，并通过移动消息实时提醒，提升工作效率；二是采用向导式项目指引，将业务规范直接固化到系统中，清晰引导项目人员逐步开展工作。

注册制对投行尽调质量提出更高要求，金融科技助力把关。注册制真正落实以信息披露为中心的理念，意味着证券公司作为保荐机构的专业把关责任被严格压实，需要更加勤勉尽责、审慎执业、把控项目质量。而金融科技在投行的项目质量把关方面，也可大有助益，以招商证券“智能大投行”为例，在投行业务流程中的三个环节严格把控：

1）现场尽调记录留痕：现场尽调中使用 LBS 位置应用功能，保证尽调有轨迹、有留痕、可回溯，调研收获的成果也都有据可查，极大程度上预防了投行员工本身的失职甚至造假。

2）关联方图谱核查模型：关联方分析是投行业务中的关注重点，在企业的股权关系、业务往来非常复杂的情况下，清晰梳理关联方尤为重要。招商证券借助大数据技术建立企业股权关系图谱和关联方核查模型，实现企业实际控制人穿透、关联方及关联关系挖掘、企业间关联交易及可疑利益输送行为识别，帮助业务人员及时、尽早发现项目风险。

3）申报材料自动化审核：企业的银行流水分析、申报材料审核等工作相当繁琐枯燥，易出疏漏。为此，招商证券按照不同的使用场景开发训练了多个人工智能机器人，能在短时间内完成大量的业务流水、文稿审核等工作，初步找出可能存在问题的细节，再由人工进行进一步的分析挖掘，减少工作中无心的疏漏和擅自修改问询等不尽责行为。

2.3.2 实时、精确的风险管理

金融科技全面升级风险管理。在证券公司的风险管理过程中，大数据、云计算、人工智能与区块链技术的综合运用可助力数据库的建设，以升级风险管理的系统架构；制定更加科学的风控指标，提升风控指标的效能；强化动态监控和预警能力，保障证券公司业务的平稳运行。

其一，在数据库和风控系统架构的建设方面：

1）获取并存储海量数据，提高数据覆盖的全面性。证券公司可依靠云平台，有效扩展数据库的计算和储存能力，并通过大数据技术实现海量数据的灵活获取、大量存储、精细归类，构建更为全面庞大、质量更高的数据库，以便后续的提取和计算分析。

2）构建统一数据库和风控系统，减少数据和功能的重叠。通过搭建统一的云平台，证券公司可将各个业务条线的风险管理系统和数据库进行整合，一是可将不同模块间的重叠功能和数据库间的重复数据进行消除，提高效率，二是可以在符合监管要求的前提下实现跨业务、跨部门的信息共享，使得证券公司、金融集团内的业务协同更加畅通。

其二，在风险管理指标的设计和计算方面：

1）针对业务特殊性提取特征数据，提高风控指标精确度。拥有全面、系统的数据库可使证券公司从数据库中根据不同业务的特点有针对性地提取特征数据进行后续的统计计算，将数据端和业务端精准匹配，让风险管理更加贴近业务场景，提高风控指标的精准度。

2）深度挖掘数据逻辑和风险模式，提高风险识别和预警准确率。依靠人工智能技术，证券公司可从多种类别的数据中深入挖掘出人工无法识别的数据间的逻辑关系和具备潜在风险的行为模式，构建不同的风险控制模型，通过机器学习优化和迭代模型，帮助风险管理部门制定更为精准的风控指标，提高风险识别和预警的准确率。

其三，在风险管理的操作方面：

1）实时跟踪数据并能够实时反馈，提高风控实时性。借助大数据和云计算技术，证券公司得以实时跟踪金融工具高频交易数据，提高风控指标的实时性，满足风险管控的时效性；另外，大数据等技术能够将风险管理流程中重复、零散的工作智能化，解放更多人力资源，也能使风险管理流程各环节的处理时间大幅降低。

2）实现风险管理系统的远程操控和运维：新冠疫情的爆发催化了投行等业务线上化的同时，也实现了风险管理系统的远程操控和运维。证券公司通过 VPN 等工具远程访问风险管理系统，动态监控及预警风险，支持风控工作高效开展。

2.3.3 智慧、高效的人才管理

汇聚老将智慧的自助型人才培养系统。平安证券披露了金融科技在人才培养中的运用。通过把投行老将的经验沉淀、总结、数字化、标准化、集中化，平安证券的人才培养系统为投行新人提供一套完整的在线疑难杂症解决方案，以便新人能够通过自主学习快速成长，而老将能够有更多的时间与精力去解决更为复杂的问题，并形成新的经验注入到系统中再进行推广，持续完善解决方案的积累，形成良性循环。

2.4 竞争格局：强化二八分化，凸显特色化竞争重要性

金融科技的应用或将强化券商"二八分化"格局。其一，头部券商资源供应更为充足，通过更多的资金与人才的投入，采用更前沿的技术，有望加速实现金融科技与业务的融合，跑步进入融合后的兑现阶段。其二，良好的数据基础对券商的客户信息分析是不可或缺的，而头部券商具备规模优势和传统业务的先发优势，掌握更为庞大的客户数据资源，客户价值的挖掘和分析将会更加有效，金融科技对于业务的加成效果更好，助益头部券商强上更强。因此，从整个行业的角度来看，金融科技或将强化行业内合并和头部化的趋势。

中小券商更需要注重差异化、特色化发展。面对头部券商在资金和数据方面的优势所带来的压力，中小券商一方面需善于运用金融科技弯道超车缩小技术差距，例如利用云计算技术，以较低的成本升级硬件系统，借助云计算弹性扩容的优势开发行情系统，以保证数据传输速度和稳定性，避免巨额资金用于设备建设和维护。另一方面，更应坚持差异化发展的道路，在自身优势领域深耕细作，将金融科技重点部署其中，加强该领域的优势壁垒。

3 盈利预测：资本市场改革持续，财富管理+投投联合引领增长

2021 年，我们预计财富管理和投行+投资的“投投联动”将是业绩增长的核心驱动力。在悲观、中性、乐观假设下，预计证券行业 2021 年整体净利润增速为 2.38%、14.39%、25.32%。

经纪业务：1）创业板交易机制进一步优化革新，交投活跃度得到显著提升，带动券商经纪业务佣金收入继续增长。2）金融科技赋能财富管理转型，在聚焦高净值客户的基础上，依靠智能投顾低成本扩充长尾客户群体；由于当前财富管理转型成效在财务上主要表现为经纪业务净收入项下的金融产品销售收入，预计 2021 年金融产品销售收入将持续大幅增长。

投行业务：1）近两年的资本市场供给侧改革举措驱动投行各业务线齐头并进：一是注册制延伸至创业板，与科创板错位发展，叠加再融资新规已落地，股权承销规模将进一步提升；二是新版《证券法》确定债券发行实施注册制，债券承销收入也有望增长；三是并购重组新规已公开征求意见，待落地后也会带来收入增量。2）随着注册制改革全面推广和各券商引入金融科技、加深科技在投行领域的渗透，投行业务步入高阶发展阶段，业务的融合、效率的提升、专业能力的增强将会更加显著。

资管业务：2020 年前三季度，证券行业资管业务规模下降，但收入增势喜人，2021 年证券资管规模或将降幅收窄、企稳回升，主动管理能力继续增强，收入增长有望提速。

自营业务：1）通过方向性自营投资扩表的风险较高，因此行业或将继续探索客需交易业务、量化投资、一级市场股权投资等去方向性投资的业务模式，从而降低自营业务收入波动性。在注册制改革的背景下，投资与投行的联动或为主要的增长点。2）退市制度有望逐步完善，结合 IPO 常态化从进出两端优化市场的优胜劣汰的功能，有助于提升上市公司质量，增强自营投资业务的稳健性。

信用业务：1）资金需求方面，随着科创板和创业板 IPO 的常态化，两融标的持续扩容，叠加两个板块活跃度火热，两融余额有望继续增加，但边际增幅或将出现收窄；资金供给方面，2020 年券商加码增资，根据公告披露，以两融业务为首的资本中介业务是筹集资金的热门投向。2）截至 2020 年 11 月 24 日，融券规模占两融规模比重已迅速攀升至 7.51%，2021 年融券规模有望继续扩张，改善两融内部结构。

图表 12. 2020 及 2021 年证券行业业绩弹性测算

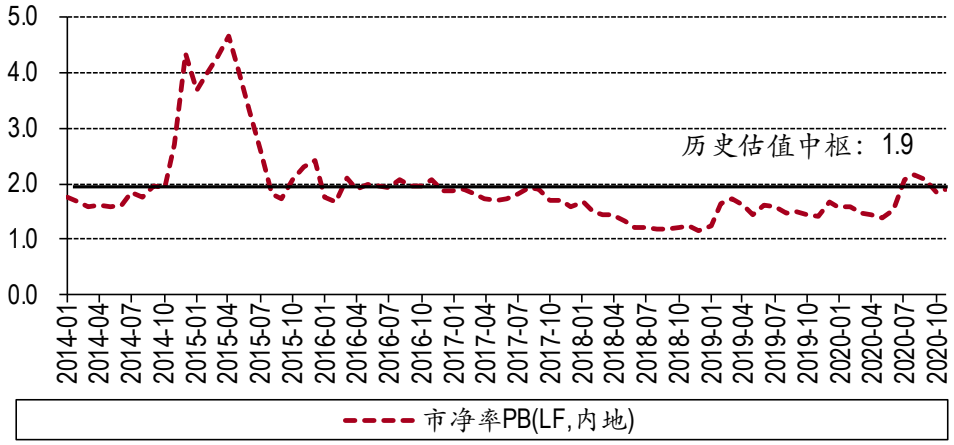
证券行业业绩测算		2019	2020E		2021E	
	单位：亿元	实际	中性	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,580	8,371	7,952	9,208	10,463
	净佣金率 (%)	0.029	0.027	0.027	0.027	0.027
	经纪业务净收入	**788**	**1,103**	**1,040**	**1,213**	**1,394**
	YOY(%)	**26.34**	**40.03**	**(5.70)**	**10.00**	**26.39**
投行业务	IPO 募资规模	2,533	4,053	4,053	4,661	5,067
	再融资规模	6,939	9,367	9,367	10,772	12,646
	债权承销规模	46,777	91,416	91,416	86,846	95,225
	承销保荐收入	**377**	**682**	**682**	**691**	**760**
	财务顾问收入	**105**	**88**	**88**	**88**	**101**
	投行业务净收入	**483**	**770**	**770**	**779**	**861**
	YOY(%)	**30.46**	**59.54**	**59.54**	**1.12**	**11.85**
资管业务	券商资管平均规模	120,363	114,345	108,628	125,779	137,214
	资管综合费率(%)	0.23	0.26	0.26	0.27	0.27
	资管业务净收入	**275**	**297**	**282**	**340**	**370**
	YOY(%)	**0.06**	**8.04**	**(5.00)**	**14.23**	**24.62**
自营业务	权益类占比(%)	33.00	35,784	40,078	41,152	42,225
	沪深 300 涨幅(%)	30.00	11.00	12.00	15.00	18.00
	规模系数	120.00	4.20	4.15	4.20	4.30
	自营业务净收入	**1,222**	**1,428**	**1,574**	**1,706**	**1,793**
	YOY(%)	**52.65**	**16.93**	**10.20**	**19.42**	**25.49**
信用业务	两融平均规模	120,363	13,546	14,223	15,578	16,932
	股票质押融出资金规模	0.23	7,800	7,500	8,000	4,000
	净利率 (%)	2.63	2.40	2.50	2.63	2.63
	总利息净收入	**464**	**512**	**543**	**619**	**550**
	YOY(%)	**115.81**	**10.49**	**6.01**	**20.89**	**7.33**
其它业务净收入		374	393	393	412	432
营业总收入		**3,605**	**4,504**	**4,611**	**5,152**	**5,492**
YOY(%)		**35.37**	**24.94**	**2.38**	**14.39**	**21.93**
净利润率(%)		34.15	36.00	36.00	36.00	37.00
净利润		**1,231**	**1,621**	**1,660**	**1,855**	**2,032**
YOY(%)		**84.77**	**31.72**	**2.38**	**14.39**	**25.32**

资料来源：万得，中银证券预测

4 投资建议：遵循龙头与特色化券商两条逻辑

1）券商板块：长期来看，资本市场深化改革和开放举措逐步推进，证券行业享有显著的政策面利好。在证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，在行业业务重资产化、加强科技融合的大趋势中也具备更强的综合实力，我国证券行业集中度或将保持上升趋势。从估值来看，截至 2020 年 11 月，板块市净率已经滑落到历史估值中枢，基于行业业绩增长和扩表、杠杆率提升的预期，板块估值存在较大提升空间。

图表 13. 2014/1-2020/11 证券行业市净率

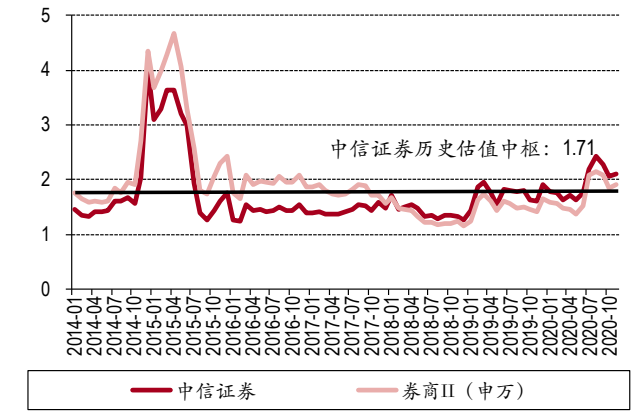


资料来源：万得，中银证券

2）个股选择遵循两条投资逻辑：

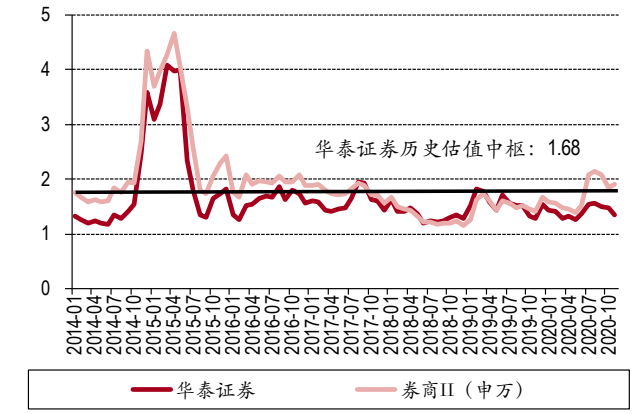
一是充分受益于政策面利好的头部券商。1）市场制度不断完善、交投活跃度提升，头部券商客户渠道更广受益更多；2）业务重资产化趋势之下，头部券商更加资金充足，在交易做市业务方面也具备较强优势；3）券商+科技融合趋势之下，头部券商在资金、技术投入和积累、数据方面均具备优势；4）行业监管倾向头部券商，龙头将获得更多政策面支持，创新、转型业务抢占先发优势，面对外资券商带来的激烈竞争也具备更强的抗压能力。**重点推荐券商中的“全 A 生”中信证券，和投行实力突出、线上渠道优势领先的华泰证券。**

图表 14. 2014/1-2020/11 中信证券市净率



资料来源：万得，中银证券

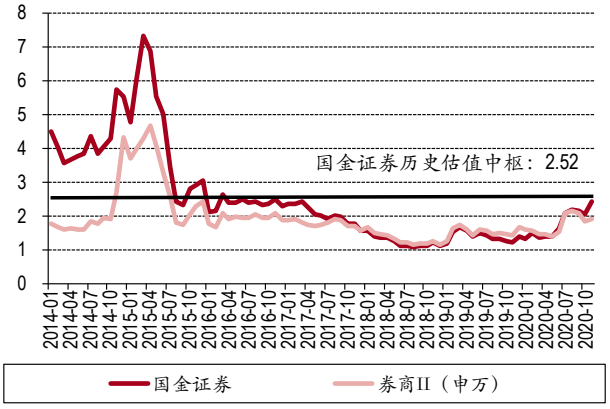
图表 15. 2014/1-2020/11 华泰证券市净率



资料来源：万得，中银证券

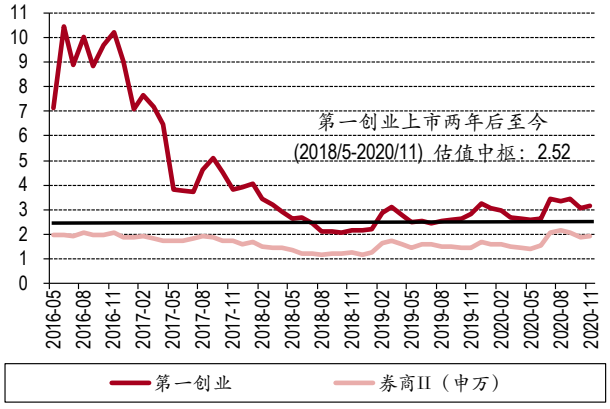
二是率先贯彻差异化发展，在特定领域具备较强竞争力的特色化券商。1）大投行业务领域全面松绑、创业板注册制刚刚正式实施，将是 2021 年券商业务增长的主要驱动力。注册制对券商投行业务的定价能力、销售能力等提出更高要求，综合能力强劲的头部券商以外，具备投行业务优势的精品投行将抢占更多业务增量，**建议关注国金证券。**2）在券商+科技转型的大趋势下，将科技根植于基因的互联网券商，以及率先并善于运用金融科技重塑业务模式、扬长补短、打造自身核心竞争力的传统券商更易在日益激烈的竞争中突围，**重点推荐互联网券商东方财富，以及互联网思维领先行业、金融科技赋能财富管理的头部券商华泰证券，建议关注以金融科技赋能固收、资管特色业务的第一创业。**

图表 16. 2014/1-2020/6 国金证券市净率



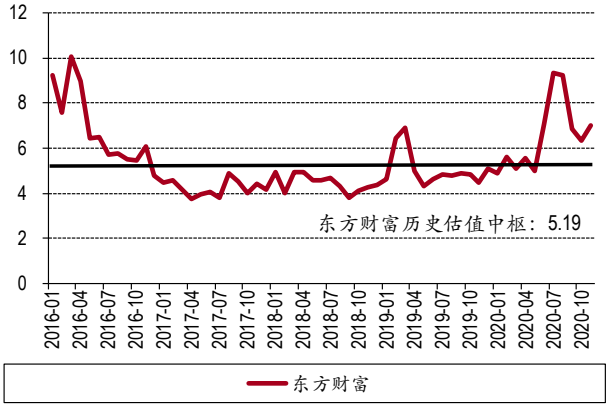
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2016/5-2020/6 第一创业市净率



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2016/1-2020/6 东方财富市净率



资料来源：万得，中银证券

图表 19.上市券商估值表

代码	券商	股价（元）	总市值（亿元）	PB				PE				评级
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600030.SH	中信证券	29.30	3,448	2.20	2.14	2.00	1.86	29.01	24.64	21.36	18.66	***买入***
601066.SH	中信建投	42.58	2,828	6.99	5.25	4.37	3.78	63.55	35.61	30.63	25.39	未有评级
601995.SH	中金公司	62.20	2,104	5.75	4.61	4.18	3.82	62.83	46.15	38.39	31.68	未有评级
600999.SH	招商证券	21.11	1,680	2.02	2.47	2.32	2.18	21.76	22.08	19.13	17.13	***增持***
601688.SH	华泰证券	18.92	1,574	1.40	1.32	1.24	1.16	18.19	14.27	11.90	10.84	***买入***
601211.SH	国泰君安	18.66	1,535	1.37	1.31	1.25	1.18	20.73	14.93	13.24	11.59	***增持***
600837.SH	海通证券	13.55	1,502	1.24	1.32	1.24	1.16	16.33	15.63	13.32	11.17	***增持***
002736.SZ	国信证券	13.48	1,296	2.16	1.82	1.66	1.51	24.07	18.50	15.26	13.59	未有评级
000166.SZ	申万宏源	5.30	1,243	1.59	1.50	1.50	1.40	22.08	14.72	12.27	10.67	未有评级
000776.SZ	广发证券	16.66	1,154	1.39	1.33	1.27	1.20	16.83	14.86	13.08	11.74	***增持***
601881.SH	中国银河	12.75	980	1.82	1.69	1.55	1.44	24.52	18.07	15.33	14.62	未有评级
300059.SZ	东方财富	25.92	2,233	8.21	8.57	7.12	5.93	93.37	54.59	44.23	37.30	***买入***
300033.SZ	同花顺	139.33	749	18.77	15.32	12.50	10.30	83.43	59.49	46.60	38.99	***增持***
600918.SH	中泰证券	15.64	1,090	3.51	3.18	2.89	2.60	52.13	35.37	29.17	24.23	未有评级
601788.SH	光大证券	18.63	771	1.81	1.66	1.57	1.48	151.22	20.61	17.21	15.10	未有评级
601901.SH	方正证券	8.92	734	1.90	1.86	1.86	1.81	74.33	49.56	41.30	35.91	未有评级
600958.SH	东方证券	11.28	721	1.46	1.41	1.35	1.28	32.23	20.02	15.78	13.22	***增持***
601696.SH	中银证券	24.98	694	4.90	4.64	4.64	4.36	78.06	52.04	43.37	37.71	未有评级
601236.SH	红塔证券	16.53	601	4.49	4.24	4.24	3.98	68.88	45.92	38.26	33.27	未有评级
601377.SH	兴业证券	8.83	591	1.72	1.59	1.51	1.42	33.96	16.82	14.83	12.71	***增持***
601878.SH	浙商证券	15.78	570	3.66	3.29	2.85	2.48	54.41	41.37	33.91	28.98	未有评级
600109.SH	国金证券	17.81	539	2.60	2.41	2.25	2.08	41.52	27.81	23.84	19.97	未有评级
000783.SZ	长江证券	8.51	471	1.74	1.63	1.57	1.50	28.37	24.60	20.79	17.71	***中性***
601990.SH	南京证券	12.59	464	3.74	3.54	3.54	3.31	57.23	38.15	31.79	27.65	未有评级
601108.SH	财通证券	12.89	463	2.22	2.11	2.04	1.99	24.79	21.71	20.59	17.90	未有评级
002797.SZ	第一创业	10.20	429	3.95	2.58	2.41	2.26	69.86	51.96	40.78	34.52	未有评级
601162.SH	天风证券	5.97	398	2.55	2.49	2.49	2.43	101.19	67.46	56.21	48.88	未有评级
002939.SZ	长城证券	12.79	397	2.35	2.23	2.23	2.10	39.97	26.65	22.20	19.31	未有评级
002945.SZ	华林证券	14.38	388	7.27	6.78	6.78	6.27	89.88	59.92	49.93	43.42	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.89	384	1.42	1.37	1.31	1.26	28.26	23.22	20.25	18.24	未有评级
000728.SZ	国元证券	8.75	382	1.19	1.47	1.43	1.39	32.41	32.28	27.98	25.22	未有评级
601456.SH	国联证券	18.25	368	4.30	4.07	4.07	3.82	67.59	45.06	37.55	32.65	未有评级
601198.SH	东兴证券	12.91	356	1.75	1.66	1.66	1.57	29.14	19.43	16.19	14.08	未有评级
600369.SH	西南证券	5.30	352	1.53	1.46	1.46	1.38	29.44	19.63	16.36	14.22	未有评级
002673.SZ	西部证券	9.34	327	1.85	1.80	1.80	1.73	53.62	35.74	29.79	25.90	未有评级
002926.SZ	华西证券	12.29	323	1.64	1.54	1.54	1.43	22.35	14.90	12.41	10.79	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.42	295	1.63	1.58	1.58	1.52	45.17	30.11	25.09	21.82	未有评级
600909.SH	华安证券	8.08	293	2.21	2.04	1.90	1.77	26.06	21.19	21.00	20.12	未有评级
002500.SZ	山西证券	7.89	283	1.76	1.70	1.70	1.63	43.83	29.22	24.35	21.18	未有评级
601099.SH	太平洋	3.82	260	2.52	2.42	2.42	2.31	56.18	37.45	31.21	27.14	未有评级
000686.SZ	东北证券	9.78	229	1.47	1.39	1.39	1.30	22.74	15.16	12.64	10.99	未有评级
601375.SH	中原证券	5.39	201	2.16	2.40	2.40	2.40	269.50	294.54	206.51	192.50	未有评级
	大券商		**19,343**	**1.69**	**1.66**	**1.56**	**1.45**	**21.50**	**17.52**	**14.99**	**13.34**	
	行业		**32,716**	**2.00**	**1.89**	**1.83**	**1.73**	**47.31**	**34.46**	**27.82**	**24.67**	
	中小券商		**13,373**	**2.12**	**1.98**	**1.93**	**1.83**	**56.99**	**40.82**	**32.63**	**28.92**	

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 11 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

5 风险提示

1）利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响；

2）证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；

3）证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；

4）中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371