



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

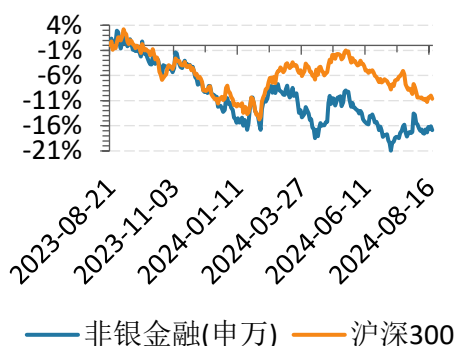
黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

非银金融指数与沪深 300 指数涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

1. 2024 年度证券行业策略 - 改革加速推进, 业态持续革新
2. 深化改革提升枢纽能效, 券商将差异化发展-中央金融工作会议点评

打造一体化平台, 服务综合化、个性化需求

--券商客户管理及服务体系建设专题报告

2024 年 8 月 21 日

内容提要:

近年来, 券商基于以客户价值为中心的业态模式正在重塑, “以客户为中心”提供服务已经成为行业展业的共识, 一是证券行业增长动能改变, 二是客户需求的多样化和个性化, 三是行业竞争和监管环境发生明显变化, 我国证券行业的客户管理服务体系正在快速建设及优化。

我国券商客户分析。投行客户: 1、融资企业行业及地域分布变动, 在全面深化注册制改革及鼓励新质生产力的政策基调中, 我国融资产业结构正在快速聚焦电子、电气机械、医药制造等战略新兴产业, 地域的融资总额也跟随当地招商引资政策及优势产业产生变化。2、投行客户需求专业化、多元化。从时间维度来看, 越来越多的企业在首次上市之后两年内进行再融资活动; 从合作券商维度来看, 客户偏好更为集中。3、注册制改变投行经营逻辑。随着我国全面注册制正式落地, 投行业务逻辑产生根本性改变, 市场标的稀缺性将持续下降, 未来市场将逐步过渡到完全竞争市场, 对定价的敏感度或持续提升, 券商投行的核心工作将转变成如何通过专业能力争取投资客户。

财富管理客户: 1、机构投资者成为市场主要增量。近年来 A 股各类机构投资者持股规模及比例都呈现明显提升, 境内机构持股占比由 2019 年的 10.2% 提升到了 2024 年一季度的 18.83%, 我国资本市场机构化在明显提速, 私募、公募、社保成为高增量驱动的机构客户。2、机构投资者的需求呈现多元化、综合化、个性化。目前机构客户需求正在发生显著变化。虽仍以交易和研究服务为主, 但逐步向投资、资金等需求扩散。券商的机构业务类型可以分为资金管理、交易服务、资产配置、运营支持, 公募、私募客户需求最为综合, 保险、养老金客户权限不断松绑, 将成为重要增量资金来源, 银行类客户需求持续去通道化。

券商客户服务模式的发展情况: 1、以机构为抓手, 建立综合性一站式服务。我国券商将服务重点客户战略化, 积极尝试“一体化”模式, 并进行组织架构调整。同时, 券商持续提升对机构业务的重视程度, 虽然因业务结构单一、竞争激烈, 导致相关领域创新业务盈利快速下滑, 但未来机构业务有望成为综合性服务的重要切入点。

请

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

2、技术赋能与数字化转型，全面落地客户服务战略。在搭建战略客户的服务管理体系时，在深化机构客户关系、梳理业务需求与资源、跨部分统一管理等重要环节中，信息和数据的流转、分析，都需要通过技术手段实现。未来，数字化平台将从有限的核心客户关系管理，延伸为多客群高交互性的新生态创建。

风险提示：行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

目录

1、券商客户管理及服务重要性持续提升.....	4
2、我国券商客户分析	4
2.1 投行客户分析.....	4
2.2 财富管理客户分析.....	12
3、券商客户服务模式的发展情况	15
3.1 他山之石：美国投行客户管理模式的发展	15
3.2 我国券商客户服务模式正在变革	17
4、风险提示	19

图表目录

图 1: 工业行业增加值累计增速情况 (%)	5
图 2: 2010-2016 年及 2017-2023 年公司首次上市与第一次再融资的平均时间间隔 (天)	8
图 3: 股权承销总收入集中度 (%)	9
图 4: 债权承销总收入集中度	9
图 5: IPO 总收入集中度 (%)	9
图 6: 再融资总收入集中度 (%)	9
图 7: 机构投资者股权二级市场投资占比	14
表 1: 2013、2023 年股权融资行业结构比较 (2023 年前 15 名)	5
表 2: 2013、2023 年公司债+企业债融资行业结构比较 (2023 年前 10 名)	6
表 3: 2013、2023 年股权融资地域结构比较 (2023 年前 15 名)	6
表 4: 2013、2023 年公司债+企业债融资地域结构比较 (2023 年前 15 名)	7
表 5: 股权业务客户重合率分析	10
表 6: 债券业务客户重合率分析	10
表 7: 全面注册制落地以来 IPO 发行情况统计	11
表 8: 股权机构投资者持仓市值占比	13
表 9: 机构业务类型	15

1、券商客户管理及服务重要性持续提升

近年来，券商基于以客户价值为中心的业态模式正在重塑，“以客户为中心”提供服务已经成为行业展业的共识，主要原因有三。

一是证券行业增长动能改变。随着市场和技术的迭代，券商依靠牌照及信息差的传统粗放式发展模式正逐渐被打破，业态由经营导向模式转变为客户导向模式；

二是客户需求的多样化和个性化。随着产业客户运营及融资需求复杂化、零售客户资金累积及对理财认知的提升，客户对金融服务的需求更加多元化和个性化，要求券商提供更加专业化、差异化的服务；

三是行业竞争和监管环境发生明显变化。监管要求券商提高“政治性、人民性”，并落实“功能首位”，业务同质化、行业低谷期使券商间竞争压力大幅提升，上述变化均倒逼券商提供高质量的产品和服务，以落实发展要求，增强自身的竞争力和市场地位。

根据国内外头部投行经验，高效的、具有针对性的客户管理及服务体系可以提高客户满意度及粘性、提升客户交易频率及交易量、增强品牌形象，并能更好的管控风险。因此，在政策、市场的变化及自身发展需求下，我国证券行业的客户管理服务体系正在快速建设及优化。

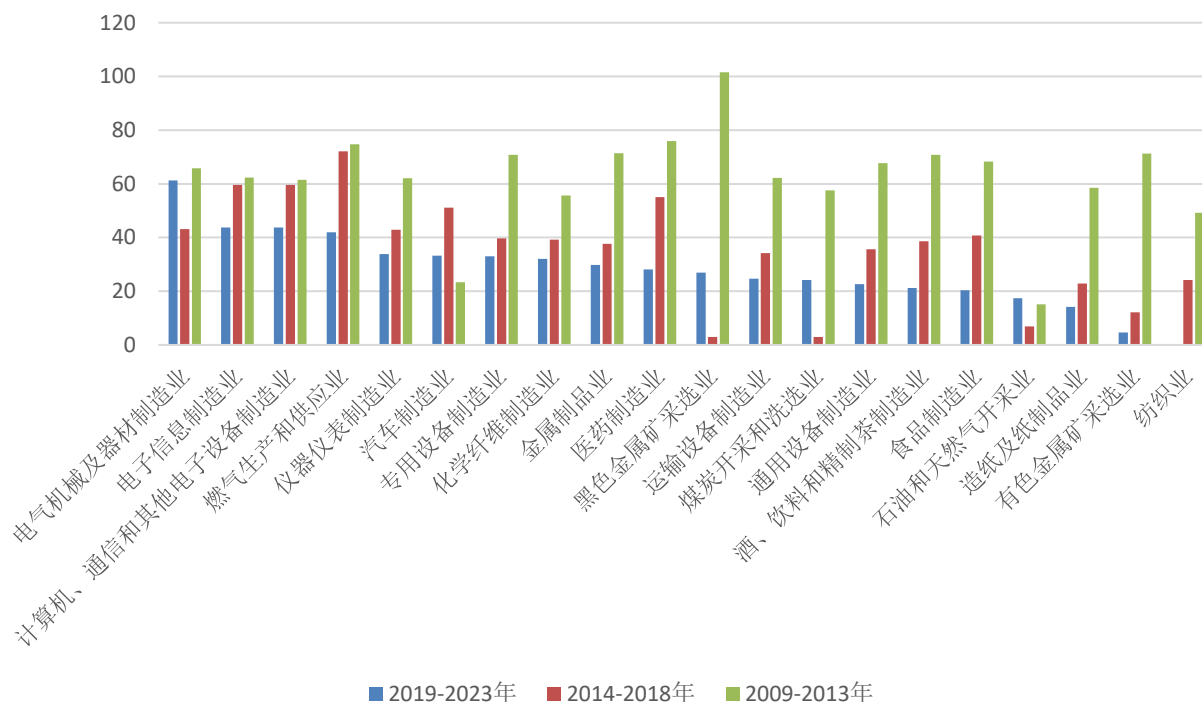
2、我国券商客户分析

2.1 投行客户分析

2.1.1 融资企业行业及地域分布变动

从全行业业绩来看，投行业务的表现与政策相关度极高。投行作为国家支持实体经济、支持直接融资、支持资本市场的核心枢纽机构之一，在全面深化注册制改革及鼓励新质生产力的政策基调中，创业板、科创板、北交所快速发展，近年来券商融资端客户结构的变化趋势明显。

图 1: 工业行业增加值累计增速情况 (%)



资料来源: , 国开证券研究与发展部

融资产业结构正在改变。目前,我国经济结构正在经历重大转型,政策大力推动新旧动能转换,2015年启动供给侧改革,2018年,国家统计局通过制定《战略性新兴产业分类(2018)》,定义战略新兴产业包括新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意、相关服务业等9大领域。根据国家统计局数据,以电子、电气机械、医药制造、专业设备等为代表的高新技术新兴行业,发展增速明显高于其他产业。

相应地,股权融资排名靠前的行业跟随转换,相较于2013年,2023年电力设备、电子、机械设备、汽车制造、工业等新兴行业资本市场融资额度大幅增长。

表 1: 2013、2023 年股权融资行业结构比较 (2023 年前 15 名)

行业名称	2023 年总额(亿元)	2023 年排名	2013 年总额(亿元)	2013 年排名
电力设备	1,441.16	1	167.94	9
电子	1,429.27	2	156.91	10
机械设备	835.77	3	125.34	15
基础化工	778.92	4	288.76	5
公用事业	739.30	5	475.57	2
汽车	633.61	6	71.67	20

银行	567.56	7	711.96	1
建筑装饰	500.10	8	142.23	12
医药生物	474.24	9	192.57	7
国防军工	464.20	10	168.68	8
计算机	415.98	11	146.52	11
交通运输	377.71	12	130.85	14
有色金属	356.34	13	280.16	6
煤炭	310.72	14	60.25	21
通信	252.26	15	33.79	25

资料来源：，国开证券研究与发展部

表 2：2013、2023 年公司债+企业债融资行业结构比较（2023 年前 10 名）

行业	2023 年发行金额(亿元)	2023 年排名	2013 年发行金额(亿元)	2013 年排名
工业	31,782.88	1	4,244.67	1
金融	2,280.28	2	123.55	6
房地产	1,813.15	3	67.15	9
公用事业	1,622.40	4	654.96	2
材料	1,058.54	5	325.66	5
可选消费	999.38	6	403.32	4
能源	619.72	7	416.25	3
信息技术	155.60	8	59.54	10
日常消费	139.85	9	87.54	7
医疗保健	89.95	10	84.40	8

资料来源：，国开证券研究与发展部

随着产业的迁移，地域的融资总额也跟随当地招商引资政策及优势产业产生变化。其中股权融资方面，江苏（排名提升13，复合增速29%）、江西（排名提升16，复合增速24%）、山东（排名提升15，复合增速20%）等地10年间排名均呈现较大提升；债券融资方面，安徽（排名提升8，复合增速27%）、四川（排名提升7，复合增速24%）、江西（排名提升4，复合增速24%）融资总额增速较快。此外，经济大湾区中，长三角经济区、京津冀、珠三角10年股权融资额复合增速分别达22%、12%、5%；债券融资额复合增速分别达26%、16%、20%，均较高程度的享受了产业迁移带来的发展红利。

表 3:2013、2023 年股权融资地域结构比较（2023 年前 15 名）

序号	省(直辖市)	2023 年融资额(亿元)	2023 年排名	2013 年融资额(亿元)	2013 年排名	增速	排名变化
1	北京	1,678.68	1	420.87	2	15%	1
2	广东	1,609.64	2	1,009.15	1	5%	-1

3	上海	1,288.23	3	175.64	5	22%	2
4	浙江	1,276.49	4	168.65	8	22%	4
5	江苏	1,202.22	5	94.10	18	29%	13
6	山东	532.03	6	83.78	21	20%	15
7	湖南	443.46	7	163.18	9	11%	2
8	安徽	391.90	8	127.81	12	12%	4
9	甘肃	298.50	9	175.35	6	5%	-3
10	江西	298.36	10	33.63	26	24%	16
11	陕西	297.86	11	51.66	25	19%	14
12	河北	267.68	12	171.37	7	5%	-5
13	湖北	241.63	13	142.35	10	5%	-3
14	四川	209.79	14	84.91	20	9%	6
15	山西	171.67	15	121.15	13	4%	-2

资料来源：，国开证券研究与发展部

表 4：2013、2023 年公司债+企业债融资地域结构比较（2023 年前 15 名）

地区	2023 年发行金额 (亿元)	2023 年排名	2013 年发行金额 (亿元)	2013 年排名	增速	排名变化
江苏	6,111.64	1	735.90	2	24%	1
浙江	5,378.95	2	382.03	4	30%	2
北京	4,496.83	3	1,012.97	1	16%	-2
山东	3,436.46	4	339.19	5	26%	1
广东	2,432.46	5	397.67	3	20%	-2
河南	1,738.91	6	265.00	6	21%	0
四川	1,657.18	7	192.50	14	24%	7
上海	1,594.67	8	220.70	12	22%	4
福建	1,577.08	9	213.45	13	22%	4
湖北	1,491.53	10	239.98	9	20%	-1
安徽	1,424.09	11	130.70	19	27%	8
江西	1,398.82	12	166.00	16	24%	4
湖南	1,381.38	13	239.00	10	19%	-3
重庆	1,169.47	14	243.95	8	17%	-6
陕西	1,047.25	15	131.00	18	23%	3

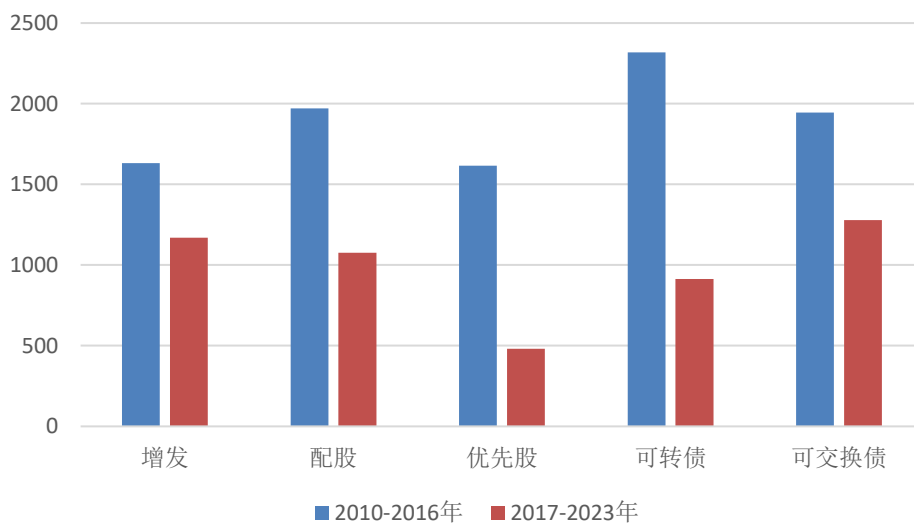
资料来源：，国开证券研究与发展部

2.1.2 投行客户需求分析

经过资本市场30多年的发展，券商投行客户对金融市场的理解不断深化，

部分具有潜力的企业在上市前就已经组建了专业融资部门，呈现需求专业化、多元化的特点，因此，券商的融资端客户往往有明确的资本运作目标及规划，如上市、再融资、并购重组等。

图 2: 2010-2016 年及 2017-2023 年公司首次上市与第一次再融资的平均时间间隔（天）

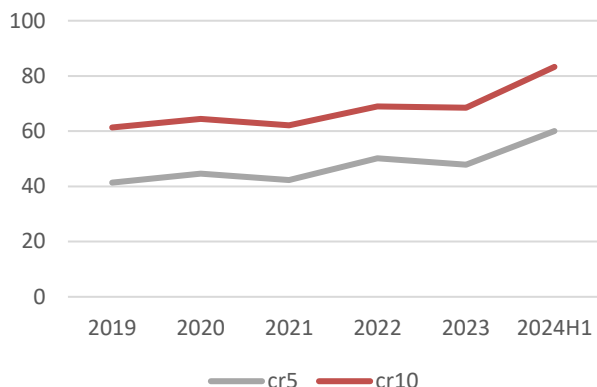


资料来源： ，国开证券研究与发展部

从时间维度来看，客户的需求更加综合化。以股权业务为例，越来越多的公司在首次上市之后会通过增发、配股、发可转债及可交换债的方式进行再融资。通过梳理2010年以来IPO及再融资项目，我们观察到，公司第一次再融资项目的落地时间与IPO落地时间的平均间隔随着时间的推移逐渐缩短。我们认为政策对直接融资的鼓励、资本市场的发展与完善、券商及客户的提前规划等都推动了企业在资本市场更加积极的融资。

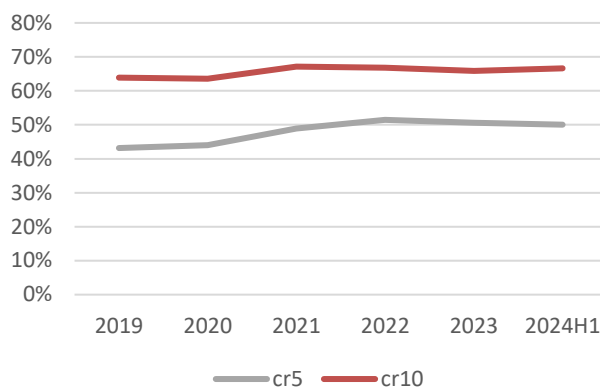
从合作券商维度来看，客户偏好更为集中。近年来，券商投行业务集中度呈现头部集中态势，与2019年相比，2024年上半年股权承销总收入CR5、CR10分别增长18.7和22.0个百分点，其中IPO、再融资总收入CR5分别增长15.9、30.0个百分点，集中程度均明显提升。债券方面，与股权业务相比，2019年债券业务集中度整体略高约2个百分点，此后提升速率较低，2024年一季度，CR5、CR10分别提升6.9、2.8个百分点，债券承销业务集中度已明显低于股权业务。

图 3: 股权承销总收入集中度 (%)



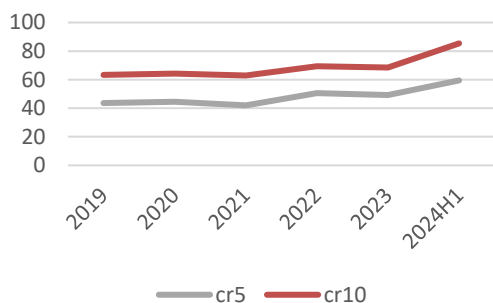
资料来源: , 国开证券研究与发展部

图 4: 债权承销总收入集中度



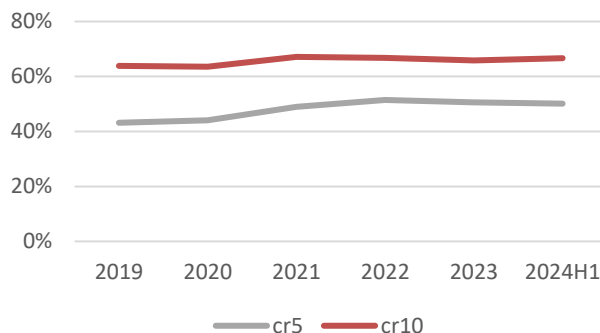
资料来源: , 国开证券研究与发展部

图 5: IPO 总收入集中度 (%)



资料来源: , 国开证券研究与发展部

图 6: 再融资总收入集中度 (%)



资料来源: , 国开证券研究与发展部

此外, 券商客户重合率差异较大。我们选取八家券商, 分别为建投、中金、国君、招商、银河、中银、方正及五矿, 分别对其2021-2023年的股权及债券客户进行全面梳理, 以考察每家券商股债项目客户重合程度。我们将客户重合率定义为考察期间单个客户落地两个及以上项目数量/期间总项目数量。我们可以看到四个较为明显的特点:

一是股权项目客户重合度显著低于债券项目。股权项目的客户重合度多在20%上下, 部分券商没有产生重合客户, 而重点券商债券项目三年内客户重合度均超80%。我们认为, 这说明即便是大券商, 股权项目仍然属于机会性业务, 而债券业务项目数量多、单个客户融资频次高。

二是维护客户与客户承揽存在一定“替代效应”。建投、国君无论在股权业务还是债券业务中, 客户数量上都占据明显优势, 但其客户重合度

均排名此次重点考察券商的中游水平，我们认为这并不因为这两家投行强势券商客户管理能力弱，而是由于其品牌力更强，发展战略更偏向于承揽能力的建设，新客户的开发能力更强。中金及招商虽然项目数量与客户数量低于建投、国君，但其客户重合度处于行业领先水平，我们认为两家券商或更加注重客户服务及维护。

三是业务能力及经营特色与客户重合度高度相关。部分券商因其经营特色，客户粘性远超头部券商，例如在股权业务表现中，五矿依托集团优势，在近三年的18个项目中，5个项目涉及中国五矿股份。相对的，银河、方正及中银证券的股权项目近三年没有重合客户。

四是目前我国证券行业股权、债券业务相关性较低。虽然部分头部券商在大投行业务中展现了较为突出的综合实力，但多数券商的股权、债券业务表现基本没有相关性。如银河及中银证券在债券业务上客户重合度表现较为突出，但在股权业务上未体现出客户粘性。行业虽然正在推动股债双轮驱动，但除了大型综合性券商外，效果还未显现。

表 5：股权业务客户重合率分析

	落地项目客户数量 (家)	单个客户落地两个及以上 项目数量 (家)	三年内项目客户重合 度
建投	230	31	18.11%
国君	145	17	17.95%
中金	126	22	24.82%
招商	66	10	25.33%
银河	22	0	0.00%
方正	17	0	0.00%
五矿	14	3	38.89%
中银	7	0	0.00%

资料来源：，国开证券研究与发展部

表 6：债券业务客户重合率分析

	落地项目客户数 量 (家)	单个客户落地两个及以上 项目数量 (家)	三年内项目客户重 合度	前五大客户落地项 目数量占比
建投	1479	1019	95.13%	13.68%
国君	1043	743	95.50%	13.41%
中金	895	622	96.36%	18.06%
招商	449	318	95.31%	22.43%
银河	280	184	96.39%	42.26%
五矿	251	153	86.63%	18.96%
方正	156	98	83.14%	12.57%
中银	127	93	93.80%	33.16%

资料来源：，国开证券研究与发展部

2.1.3 注册制改变投行经营逻辑

2023年初，我国全面注册制正式落地，投行业务逻辑产生根本性改变。在核准制度下，资本市场标的具有一定稀缺性，整体来看投行定价和销售压力相对较小，同时，牌照是券商核心技术壁垒，与监管沟通、拿到批文是核心工作。但在注册制下，市场标的稀缺性将持续下降，未来市场将逐步过渡到完全竞争市场，对定价的敏感度或持续提升，券商投行的核心工作将转变成如何通过专业能力争取投资客户。

注册制下，定价与销售成为服务重点内容。股票市场方面，2014年1月，证监会发布《关于加强新股发行监管的措施》，明确发行人选取中证指数公司发布的最近一个月静态平均市盈率为参考依据，开启新股23倍发行市盈率窗口指导时代。自2019年以来，注册制试点先后在科创板、创业板、北交所落地，“23倍市盈率”逐渐被打破。由于较高的发行价能获得上市客户的青睐并增厚券商承销保荐收费，因此注册制落地后一个月内，科创板及创业板市盈率显著高于23倍，两市首发新股平均市盈率分别为52.5倍及35.6倍，市盈率区间分别为34.12~148.8倍及18.4~59.74倍，波动区间较大。但是较高的首发价格带来了较高的破发率，2020年至2022年，创业板30日破发率分别为22.2%、19.6%、50.0%，严重影响了承销商声誉。随着市场的成熟、注册制改革的深化，以全面注册制落地后主板首批项目上市为起点，即2023年4月10日，我们考察了截至2024年6月30日各市场首发情况，发现各市场首发估值中枢稳步下移，也就是说，市场通过前期实践，市场更加趋于理性，同时，为争取投资客户、重塑信誉，券商定价更加审慎。

表 7：全面注册制落地以来 IPO 发行情况统计

	北交所	创业	科创板	主板
2023 年 4 月 10 日-2024 年 6 月 30 日项目数量（个）	63	107	62	49
30 日破发率	20.6%	15.0%	25.8%	30.6%
首日破发率	11.1%	10.3%	21.0%	20.4%
首发市盈率（倍）	5.5-111	8.6-194	9.5-188	11-92
首发市盈率算数平均值（倍）	31	34.5	34.1	31.5

注：市盈率剔除负值及康希通信、中巨芯极端值。

资料来源： ，国开证券研究与发展部

债券市场方面，市场化进程加速。在发行注册制背景下，公司债发行门槛降低，发行流程简化，发行效率得到提升，进而带来发债速度和规模的显著上升。2023年初，国务院机构迎来新一轮改革，企业债向公司债并轨，沪深北交易所起草修订了五项业务规则，统一了公司债券和企业债券的审核标准与流程，优化了审核流程，强化了信息披露要求，提升了发行效率和灵活性。在市场与政策的共同推动下，债券发行愈加市场化，整体发行期限有所缩短。2024年年初至7月31日，共有59只企业债顺利完成簿记发行，发行总额达431.37亿元，平均每只债券募集资金7.31亿元。发行期限低于5年期（含5年期）的有13只，占比22.03%，相较于去年同期的16.90%，上升5.12个百分点。较短的债券期限意味着投资者的资金回笼速度更快，从而增加了市场的流动性，有助于降低并分散投资风险，更加贴近市场的实际需求。市场化带来产品结构的改变，充分说明注册制下，资金方对市场的影响力持续提升，未来定价及销售能力也会在项目较为充足的债券融资业务条线中起到越来越重要的作用。

2.2 财富管理客户分析

2.2.1 机构投资者成为市场主要增量

公募基金、私募、社保、保险、银行理财子、信托、券商等持牌资产管理机构，是境内机构投资的主要组成。从流通市值规模来看，近年来A股各类机构投资者持股规模及比例都呈现明显提升，境内机构持股占比由2019年的10.2%提升到了2024年一季度的18.83%，我国资本市场机构化在明显提速。

表 8：股权机构投资者持仓市值占比

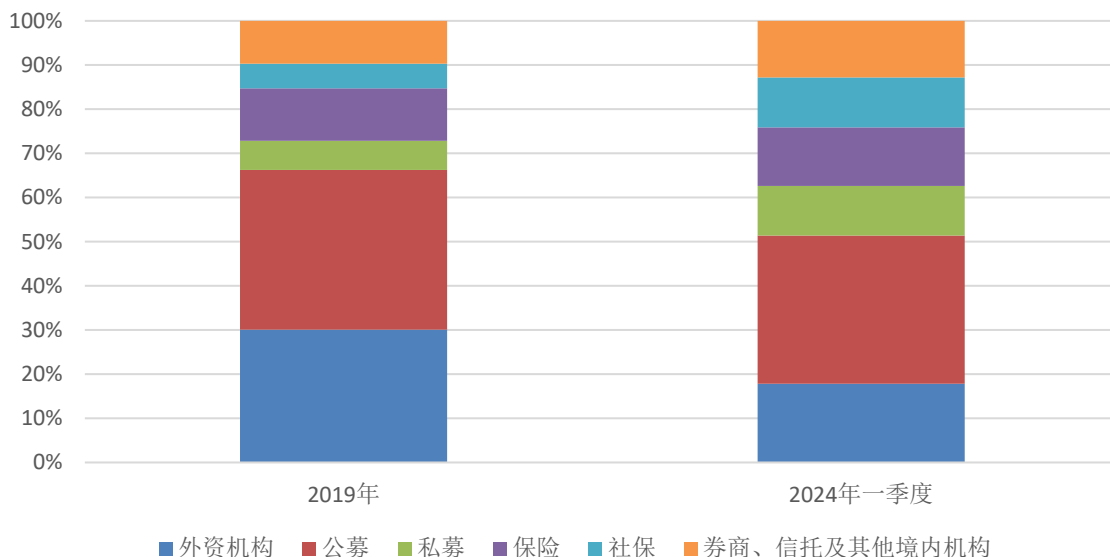
	2019年	2024年一季度	变动幅度
外资机构	4.40%	4.09%	-0.31%
公募	5.28%	7.69%	2.41%
私募	0.96%	2.58%	1.62%
保险	1.74%	3.04%	1.30%
社保	0.82%	2.58%	1.76%
券商、信托及其他境内机构	1.41%	2.94%	1.53%
境内投资者占比总和	10.21%	18.83%	8.62%

资料来源：，国开证券研究与发展部

从结构上看，私募、公募、社保成为高增量驱动的机构客户。从占比的绝对数值来看，2024年一季度，公募仍是第一大持仓机构，占机构持仓的33.55%，其次为外资机构，占比17.84%，虽然前两名相比2019年次序未变，但外资及公募总和由66%下降至51%，其他机构投资者占比均不同程度提升，机构投资者结构分散程度提升。从增速来看，社保、私募增速大幅领先，正在成为机构投资者的重要组成部分。

我们认为，机构投资者占比的快速增长，主要是受资管新规去通道及资本市场投资端改革影响。在资管新规的影响下，投向通道类项目的资金被逐步清退，以银行为代表的溢出资金通过ETF、FOF、MOM等途径配置资本市场。同时，投资端改革引导长期资金入市，提升机构资金占比，举措包括加速推进基金投顾改革，出台个人养老金实施办法，并在818证监会答记者问，提出要推动理财等增量资金入市、大力发展权益基金、指数基金等一系列措施。今年3月，《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》出台，拓宽了养老金的投资范围。同时，我国资本市场近年来高质量双向开放，逐步吸引了境外机构。在政策的引导及市场的发展规律下，机构投资者将成为中长期投资的主力军，推动市场去散户化，使市场表现更为稳定、理性。

图 7：机构投资者股权二级市场投资占比



资料来源：，国开证券研究与发展部

2.2.2 机构投资者的需求呈现多元化、综合化、个性化

机构化趋势中，公募、私募、境外机构等机构客户高速增长，给券商带来可观的机构业务增量，同时也由于其需求专业化、综合化程度高，使各券商相关业务的发展出现明显分化。

目前机构客户需求正在发生显著变化。券商机构客户主要包括公募、私募、保险及养老金、银行以及境外客户。这些客户需求虽然仍以交易和研究为主，但逐步向投资、资金等扩散。

公募客户，需求主要集中在资金管理、交易、资产配置等业务，包括借券、ETF销售、券结产品、托管等；

私募客户，是需求最为综合的客户，涉及全部机构服务业务，主经纪商业业务之外，其他资本中介化需求持续提升，场外衍生品业务需求爆发；

保险及养老基金客户，资金管理及资产配置是其主要需求，通常寻求稳健的投资回报，对固定收益类产品有较大需求。政策对其限制逐步放开，将是重要的增量资金来源。

银行客户，主要需求聚焦在交易及资产配置，需求从通道类业务向优质资产端项目和产品演变。

QFII客户，业务主要涉及交易及资产配置，准入门槛及业务范围的放宽，

对私募产品投资、融资融券的需求开始显现，基础交易、研究服务之下叠加了更为个性化的投资端需求；

由此可见，机构客户的需求更加多元化、综合化、个性化，对券商员工的专业能力、产品矩阵的搭建、资金实力都提出了更高要求。一方面，需要券商建立通畅的内部协同体系，满足客户综合业务需求；另一方面，部分机构业务属于重资本业务，资金实力、风险管理能力、潜在目标客户及相关业务体量成为机构业务能否顺利拓展的关键因素。

表 9：机构业务类型

业务分类	资金管理	交易服务	资产配置	运营支持
具体业务	1. 产品募集 2. 销售服务	1. 交易账户 2. 系统服务 3. 融资融券 4. 个性化咨询	1. 研究服务 2. 产品设计 3. 资本中介 4. 风险管理 5. 跨境投资	1. 资产托管 2. 运营服务
对应产品	1. 财富管理 2. 机构销售	1. 融资融券 2. 机构销售 3. 资金托管	1. 研究服务 2. 场外衍生品 3. 投资顾问	基金托管
收入类型	代销产品收入	1. 交易佣金 2. 利息收入	1. 研究分仓 2. 衍生品业务费率 3. 投顾费率	托管外包费用

资料来源：，国开证券研究与发展部

3、券商客户服务模式的发展情况

3.1 他山之石：美国投行客户管理模式的发展

3.1.1 美国投行发展历程

整体来看，在监管制度与市场变化的影响下，美国投行客户服务经历了四个发展阶段。

阶段一：业务模式重塑。第一个转变始于1975年，美国国会对1934年《证券交易法》进行修订，要求股票交易所放弃传统的经纪人收取固定佣金的做法，实行佣金自由化制度，券商传统经纪业务收入大幅下滑，迫使证券行业由粗放式经营进入模式重塑期。

阶段二：机构投资者体量扩容。1980年401K和IRA法案先后通过，以养老金和共同基金为代表的机构投资者逐渐成为券商主要客户，催生了对投资型机构客户服务的多元化服务模式。

阶段三：混业经营。1999年美国通过《金融服务现代化法》，该法开放了商业银行、投资银行和保险公司之间的混业经营，券商通过横向和纵向并购实现混业经营，加剧了券商整合分化。为聚焦客户，形成核心竞争力，券商逐步形成了全能投行、精品投行、财富管理、低折扣经纪等多种模式。

阶段四：金融科技与数字化。随着科技的发展，大量互联网企业弯道超车抢夺客户，大型投行也通过数字化平台获取过去未曾覆盖的大众客户，被动投资崛起推动产品费率下降，这对券商深度挖掘客户需求，为客户提供个性化、差异化理财产品及服务提出更高要求，券商开始了新一轮转型与整合。

可以看出，美国证券行业服务模式的演变体现了从传统通道业务向以客户需求为中心的综合性金融服务转型，同时不断适应技术发展和市场结构变化，形成了多层次、多样化的服务体系。

3.1.2 美国投行分类及对应客户群

目前，美国根据客群及业务结构的不同，可以分为五类券商，分别为大型全能券商、精品投行、财富管理机构、特色券商及交易商。

模式一：大型全能投行。以高盛、摩根士丹利为代表的综合投行专注于机构与企业服务，它们布局全产品线，为客户提供全周期综合服务，并以综合平台能力和科技能力打造竞争壁垒。

模式二：精品投行。以Evercore、Moelis和Lazard为代表，聚焦大中型企业客户，如产业类客户、家族企业等，核心服务内容包括投融资、上市、重组、并购、公司治理等，规模相对较小、业务针对性更强。

模式三：特色券商。以Jefferies为代表，通常提供较全的产品与服务，但是只专注于某一类客户、或深耕某一地区，往往这一类券商将“客户至上”的理念运用到极致，部门之间的协同意识强、质效高。

模式四：交易做市商。以Citadel Securities为代表，主要面向具有投资需求的机构客户，以机构销售交易为核心业务，深度参与场内及场外做市业务，业务范围覆盖股票、期权和固定收益证券、外汇及大宗商品（FICC）做市等，高效便捷的交易系统及风险管控是核心竞争力。

模式五：财富管理机构。以嘉信和Edward Jones为代表，从经纪业务转型而来，主要服务于小型机构、高净值客户及大众投资者，通过较强的渠道和投顾服务能力，获取投资资产管理收入。

3.2 我国券商客户服务模式正在变革

我国证券行业正在经历前所未有的变革，在政策的引导、客户需求的多元化、综合化发展以及券商经营模式改革需求的共同推进下，各大券商均积极建设及改善客户服务及管理模式。

3.2.1 以机构为抓手，建立综合性一站式服务

我国券商将服务重点客户战略化，积极尝试“一体化”模式。高盛一体化经营模式一经推出，立即受到我国头部券商追捧。该模式下，各个部门和业务线打破壁垒，共同协作，以满足客户的多元化需求。这与我国全面注册制改革、财富管理转型背景下，券商需要构建的能力相契合。因此目前国内多家券商正在推动“一体化”模式的落地，华泰、中金、海通等券商也先后提出“一个华泰”、“中金一家”、“一个海通”等战略。

同时，券商正在积极调整组织架构。根据上市公司年报披露，中信、国君、中国银河、国元、国联等券商将客户部设为一级部门。其中，2023年，中信证券财富管理委员会设立了4个一级部门，分别为客群发展中心、产品支持中心、数字发展中心和运营管理中心；国元证券对公司部分机构进行了六大调整，包括将机构客户部更名为战略客户部，设立财富业务管理总部等，旨在明确各个板块的权责和分工，落实“以客户为中心”的服务战略。国君、建投、方正、中银证券等券商在以投行为代表的一级部门设置了二级部门管理重点客户，提升重点客户服务的战略规划及统筹管理。

券商持续提升对机构业务的重视程度。近年来，头部券商大力发展场外市场业务、融券业务等，寻求在客户资金管理、交易服务、资产配置、运营支持等机构业务链条上丰富产品及服务。我们认为，之所以券商如此重视相关业务，是由于机构客户的需求可作为抓手，使券商服务形成B2B与B2C的两个闭环。一方面，在企业-机构客户端，机构业务较为旺盛的融券和借券需求促成完整的资产循环流，理顺B2B再融资及交易环节；另一方面，在机构-零售客户端，形成了金融产品买卖的资产循环流，整合资产管理（B端）-财富管理（C端）的资金环节。然而，由于业务同质化以及竞争程度短时间大幅增长，券商上述创新业务的费率快速下降，同时，由于创新产品加大市场波动，监管层审慎管理，导致布局创

新业务的券商甚至出现相关板块的大幅亏损。

我们认为，布局机构业务是未来券商的确定性方向，但目前，无论是业务模式、功能，还是对手方都较为单一，导致面向机构的业务板块较难形成券商的稳定盈利来源。因此，我们推断，未来机构业务或将成为综合性服务的重要切入点，通过市场化、费率低的交易类业务拓展客户数量，并挖掘其高附加值业务需求，实现收入及利润的同向增长。

3.2.2 技术赋能与数字化转型，全面落地客户服务战略

技术赋能是现代化一体化服务的核心环节。战略客户的服务管理体系主要包括三个核心环节：一是与机构客户关系的建立及深化，手段以客户部门为主导，业务部门配合综合销售；二是机构信息和业务资源梳理，形成与前端业务产品对应的需求列表；三是提供跨部门综合服务方案，并建立合理利益分配机制以达成方案的顺利落地。上述所有环节中信息和数据的流转、分析，都需要通过技术手段实现。

高盛自2018年施行一体化战略，取得较为亮眼的成绩，我们认为关键改革有二：一是高管在核心业务线积极参与宣介、资源共享，开展多触点的客户服务，建立与客户间的信任关系。另一个是大刀阔斧的进行科技赋能，包括对客数字化交付平台，以及内部全局性、协同性的客户数据分析，形成开源（open source）生态。例如，高盛搭建了机构交易平台 Marquee，类似于移动终端的“应用市场”，上架了一系列的交易、风控、投研、数据分析、资产管理等应用，向内外部用户有条件开放。一方面，数字化工具使服务标准更为统一、可控；另一方面，可有效整合各条业务线数字化需求，实现业务的快速迭代升级。

我国券商金融科技的发展空间仍然较大。目前，我国券商一体化服务实践中，重点突破主要在于前端销售环节发力及组织架构调整。虽然部分券商也在金融科技上持续提高投入占比，通过自主研发或与互联网企业合作，打造数字化平台，但多是较为割裂的、面向单个业务条线的平台。这种机制的改善在单一业务板块上更容易显出成效，在需要多部门、多业务板块协同的机会上，往往就会暴露出内部服务资源流通不畅，主要症结在于客户过往业务情况、潜在业务需求分析、业务进展等情况各部门间难以流通。因此，我们认为，未来券商的一体化服务改革不会局限于组织架构的调整，而是将持续深入探索打造契合服务客户需求的综合化数字化平台，由有限的核心客户关系管理，延伸为多客群高交互性的

新生态创建。

4、风险提示

行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层