

证券研究报告

2021年06月14日

行业报告 | 行业深度研究

非银金融

# 三大能力与三分天下 ——大财富管理行业的现状与未来

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 郭其伟 SAC执业证书编号：S1110521030001

分析师 罗钻辉 SAC执业证书编号：S1110518060005

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号：S1110521060002

联系人 廖紫苑

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

## 摘要

“财富管理”的三大能力分别为“触达客户的流量能力”（包括线上触达与线下触达）、“顾问与陪伴能力”、“产品与投资能力”，即“触、顾、投”。互联网强于线上触达与线上工具，银行强于线下触达与综合金融体系，券商强于权益资管的专业能力。当前，三方都在积极培育线上或线下的顾问能力，我们判断未来“得顾问能力者得天下”。

### 一、互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

互联网公司广泛覆盖年轻客群，提供最为便捷且全面的工具与产品，但相对缺乏“真正帮客户赚钱的顾问能力”。蚂蚁、腾讯的优势在于流量的广度，东财、同花顺的优势在于流量的深度，当前均在积极拥抱“内容”，“流量 + 专业化内容”是必然趋势。内容能力可靠自建，亦可靠合作；东财已经在通过发展公募基金、研究所，打造资管能力。我们预测未来10年，互联网财富管理覆盖人群将从当前的2亿人增至5亿人，人均AUM将从4.1万元增至7.4万元，整体规模将从当前的8万亿增至37万亿，即10年CAGR预计高达16.3%。市场份额方面，线上顾问能力更强的流量平台未来才会有更多的流量份额。

### 二、券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业能力赋能C端； 私募基金可提供更多机遇

当前最具备深度的产业研究与市场判断能力的金融机构是券商、公募/私募基金，最能帮助客户提升投资

## 摘要

回报的内容在整个B端的投研体系，因此能否实现“B-C的能力迁移”对于券商的财富管理至关重要。另外，券商的大资管业务亦在蓬勃发展，包括券商系的公募基金、券商资管、券商系的私募股权投资基金。券商的优势在于人才、在于机制、在于激励、在于文化，这是当下发展最好的公募基金往往是“券商系”的核心原因，我们判断券商和券商系资管机构在权益类资管业务上的优势不可撼动。券商资产端的优势既包括二级投研体系，也包括挖掘一级未上市优质标的的能力，“研究创造价值”。私募基金、定制化的公募基金、基金投顾将是提升券商财富管理收入的三驾马车。我们预测未来10年，代销金融产品收入的年均复合增速可达16%，增至2030年的593亿元；券商系公募基金（大众客户/相对收益）、券商资管（机构客户或高净值客户/绝对收益）的管理规模的年均复合增速均可达20%，分别增至26万亿元、53万亿元。我们判断，券商未来在公募基金+私募基金的销售保有量的增速方面，将会领先互联网公司和银行。

### 三、银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

银行具有账户优势和综合金融优势，线下触达和陪伴客户的能力很强。对于大众客户，银行擅长风险较低且收益率稳健的债券类投资，符合中低风险偏好的客户需求；对于高净值客户，银行可提供一站式的各类高端金融产品和顾问服务。2020年底银行财富管理规模约为172万亿元，股份行和城商行在财富管理业务方面更加积极，且私行已成为多数银行的重要发力点。未来银行将在投研能力、大类资产配置能力、市场化激励等方面加大力度。我们预测，未来10年银行业财富管理规模的年均复合增速约为10%，2030年

# 摘要

末将提升至449万亿元，具有零售先发优势的头部银行将获得更高增速。

## 四、展望：三分天下，各有所长

中国的财富管理市场无疑正处在大发展的风口之上，居民资金将持续地从房地产、表内存款、刚兑资管产品流向“大财富管理”。资本市场将“进一步发挥财富管理作用，助力增强广大投资者的获得感，共享经济发展成果”。我们判断2030年末中国财富管理市场的规模将达到660万亿元，券商、互联网、银行将呈现出“三分天下”的较为均衡的格局。**投资建议：**证券方面，我们推荐**广发证券、中金公司**；互联网金融方面，建议关注**东方财富**；银行方面，推荐**招商银行、平安银行**。

**风险提示：**疫情反复，市场波动风险，资本市场改革低于预期，资产质量波动。

### 重点标的推荐

| 股票        | 股票   | 收盘价        | 投资 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|------------|----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 代码        | 名称   | 2021-06-11 | 评级 | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 000776.SZ | 广发证券 | 15.36      | 增持 | 1.32   | 1.59  | 1.91  | 2.22  | 11.64 | 9.66  | 8.04  | 6.92  |
| 601995.SH | 中金公司 | 61.00      | 买入 | 1.49   | 2.02  | 2.51  | 3.01  | 40.94 | 30.20 | 24.30 | 20.27 |
| 600036.SH | 招商银行 | 56.33      | 买入 | 3.86   | 4.45  | 5.03  | 5.62  | 14.59 | 12.66 | 11.20 | 10.02 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 23.37      | 买入 | 1.49   | 1.74  | 2.01  | 2.30  | 15.68 | 13.43 | 11.63 | 10.16 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

第四节 展望：三分天下，各有所长



1

互联网：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 目录

## 引言

### 第一节 互联网：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

#### 1.1 发展现状

#### 1.2 三大能力

#### 1.3 未来展望

#### 1.4 关注标的

### 第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

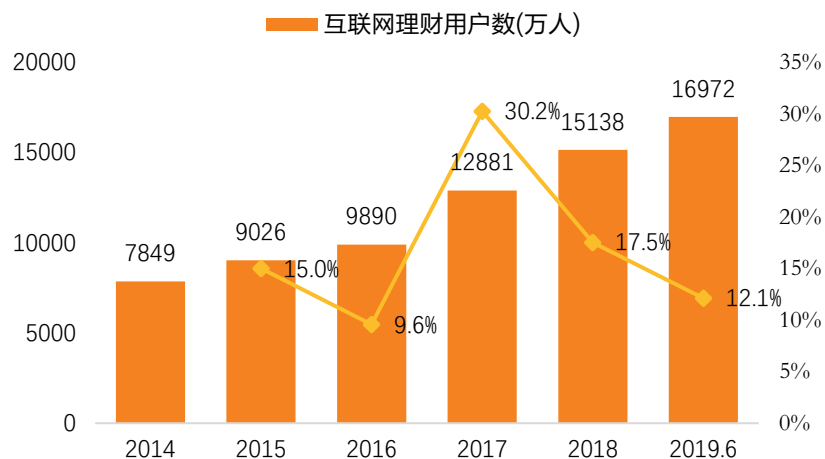
### 第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

### 第四节 展望：三分天下，各有所长

# 1.1 互联网财富管理发展现状

- **市场规模方面：**根据头豹研究院及我们的判断，截止2020年末，中国互联网财富管理市场规模已经增长至约8.2万亿（即互联网财富管理平台上保有的所有理财资产规模余额），2014年-2020年CAGR为+27.6%。
- 2013年蚂蚁余额宝诞生引爆中国互联网理财市场，传统金融机构、互联网平台均推出宝宝类产品，使得国民理财意识大幅提升，互联网理财人数快速增长。

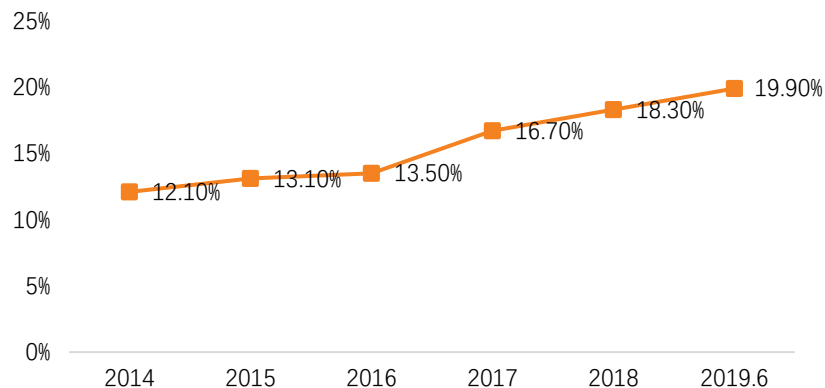
图：互联网理财用户规模及用户增长率



资料来源：中国互联网信息中心，天风证券研究所

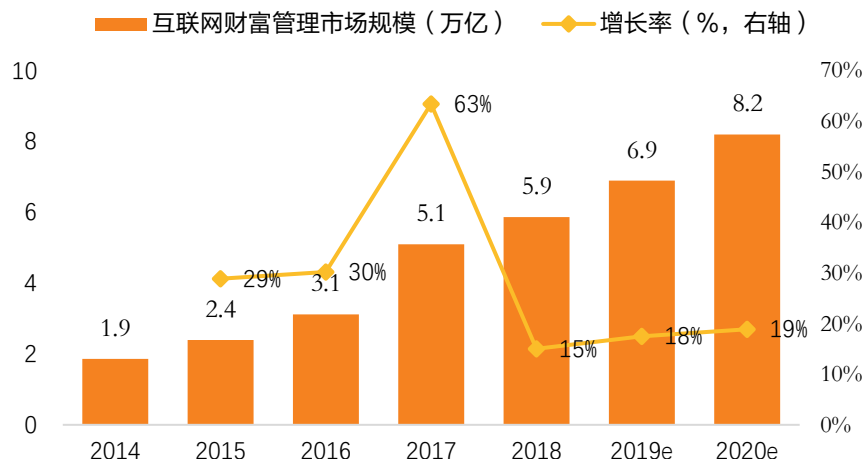
## 1 市场规模

图：互联网理财网民使用率



资料来源：中国互联网信息中心，天风证券研究所

图：互联网财富管理市场规模



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所



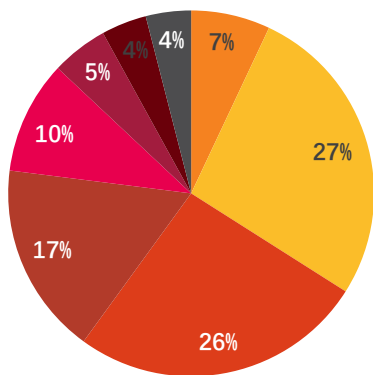
# 1.1 互联网财富管理发展现状

## ■ 2 现状和趋势分析

- 年龄结构方面：互联网财富管理的主要客群年龄为21-30岁。互联网财富管理年龄占比排前三位的分别是21-25岁（占比27%）、26-30岁（占比26%）、31-35岁（占比17%）。
- 区域结构方面：一、二线城市用户规模多于三线以下城市用户，互联网财富管理市场下沉潜力较大。一、二线城市客户购买基金的人数占比50.9%，仍多于三线以下城市客户，但其增速为-3.1%，而三线以下的城市客户同比+3.4%，主要源于长尾客户的金融和理财教育需求大、但被覆盖的程度不足，后续发展潜力更大。

图：互联网财富管理活跃用户年龄分布

■ 20岁以下    ■ 21-25岁    ■ 26-30岁    ■ 31-35岁  
■ 36-40岁    ■ 41-45岁    ■ 46-50岁    ■ 50岁以上



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

表：互联网财富管理中购买基金的人数变化情况

| 类型   | 2017.08.31-2018.08.31 | 2018.08.31-2019.07.31 | 占比增长率  |        |
|------|-----------------------|-----------------------|--------|--------|
| 是否涉农 | 城市                    | 74.78%                | 73.68% | -1.47% |
|      | 涉农                    | 25.22%                | 26.32% | 4.37%  |
| 城市等级 | 一、二线城市                | 52.49%                | 50.86% | -3.12% |
|      | 三线以下城市                | 47.51%                | 49.14% | 3.44%  |
| 青年人群 | 城市青年                  | 80.89%                | 78.19% | -3.34% |
|      | 小镇青年                  | 19.11%                | 21.81% | 14.11% |

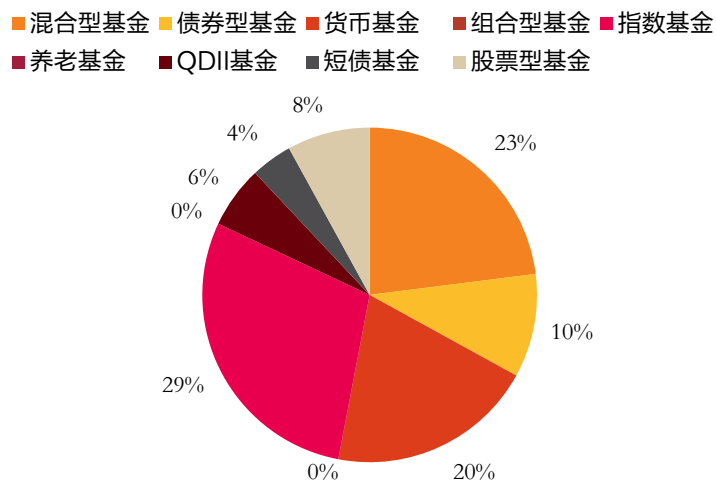
资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

# 1.1 互联网财富管理发展现状

- **资产配置方面：**互联网财富管理人群对被动投资接受度高，其次是混合型基金和货币基金。投资指数基金的客户规模最大，接近30%；混合型基金与货币基金投资人数都超过20%。
- 同时，主动配置理财产品寻求超额收益意愿增强。活跃理财人群中，“购买货基、指数基金和其他主动型基金”的人数占比提升明显，且只购买风险较大的主动型基金人数占比也在减少，合理配置基金产品意愿提升。

# 2 现状和趋势分析

图5：按基金类型分布活跃理财人数



数据来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

表：不同城市等级人群资产配置趋势

| 资产配置结构            | 2017.08.31-2018.08.31 |        | 2018.08.31-2019.07.31 |        | 占比增长率   |         |
|-------------------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|---------|---------|
|                   | 1、2线                  | 3线及以下  | 1、2线                  | 3线及以下  | 1、2线    | 3线及以下   |
| 只购买货币基金           | 6.06%                 | 5.16%  | 4.43%                 | 4.52%  | -26.90% | -12.40% |
| 只够买指数基金           | 8.23%                 | 7.24%  | 6.31%                 | 6.62%  | -23.33% | -8.56%  |
| 只够买货基和指数基金        | 2.13%                 | 1.90%  | 3.69%                 | 3.73%  | 59.74%  | 96.32%  |
| 购买指数基金、货基和其他主动型基金 | 26.36%                | 22.63% | 31.93%                | 29.25% | 21.12%  | 29.26%  |
| 只够买单一一种类主动型基金     | 7.45%                 | 8.26%  | 2.94%                 | 3.24%  | -60.51% | -60.78% |
| 购买两种以上主动型基金       | 2.26%                 | 2.13%  | 1.71%                 | 1.63%  | -24.26% | -23.45% |
| 只购买股票型或混合型基金      | 6.02%                 | 6.98%  | 2.17%                 | 2.49%  | -63.91% | -64.25% |

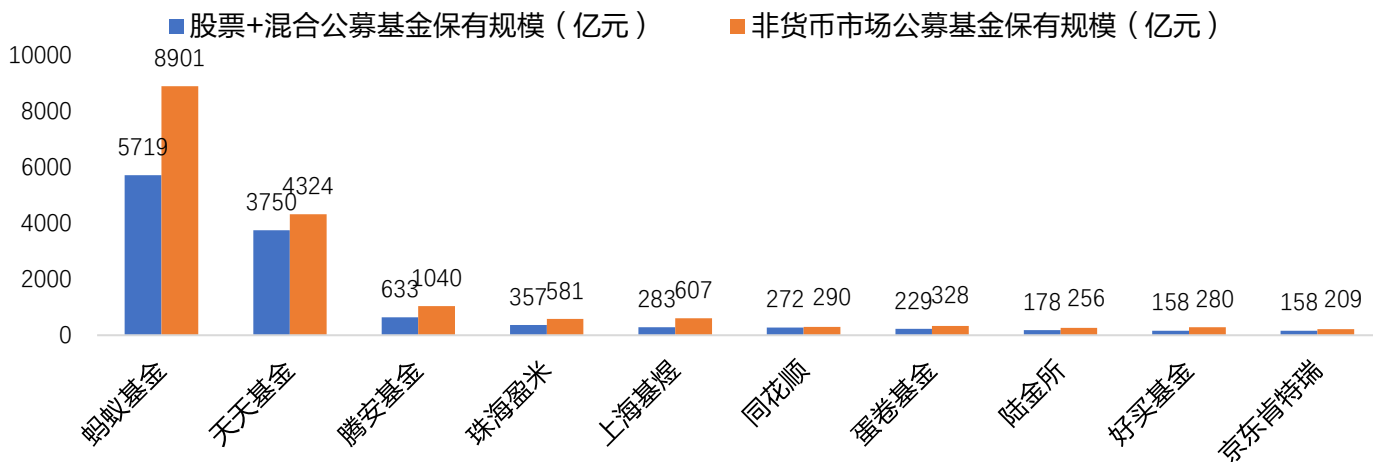
资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

# 1.1 互联网财富管理发展现状

## ■ 3 行业格局

- **一站式互联网财富管理平台**：核心在于具有支付功能和虚拟账户优势，且应用场景契合社会基础需求（如支付、社交）、流量大，如蚂蚁财富、腾讯理财通、京东金融等。
- **垂直互联网财富管理平台**：核心在于深耕于各自的细分垂直领域，场景更契合金融属性（如财经资讯、财经社区等），流量更精准、用户粘性高，如天天基金、同花顺、蛋卷基金等。
- 截止2021年Q1，互联网财富管理平台中基金保有量最高的是蚂蚁（非货基8901亿、股票+混合5719亿）；其次是天天基金（非货基4324亿、股票+混合3750亿）；第三是腾安基金（非货基1040亿、股票+混合633亿）。

图：2021年Q1，互联网财富管理的非货基保有量前10名



资料来源：基金业协会，天风证券研究所

# 目录

## 引言

### 第一节 互联网：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

#### 1.1 发展现状

#### 1.2 三大能力

#### 1.3 未来展望

#### 1.4 关注标的

### 第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

### 第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

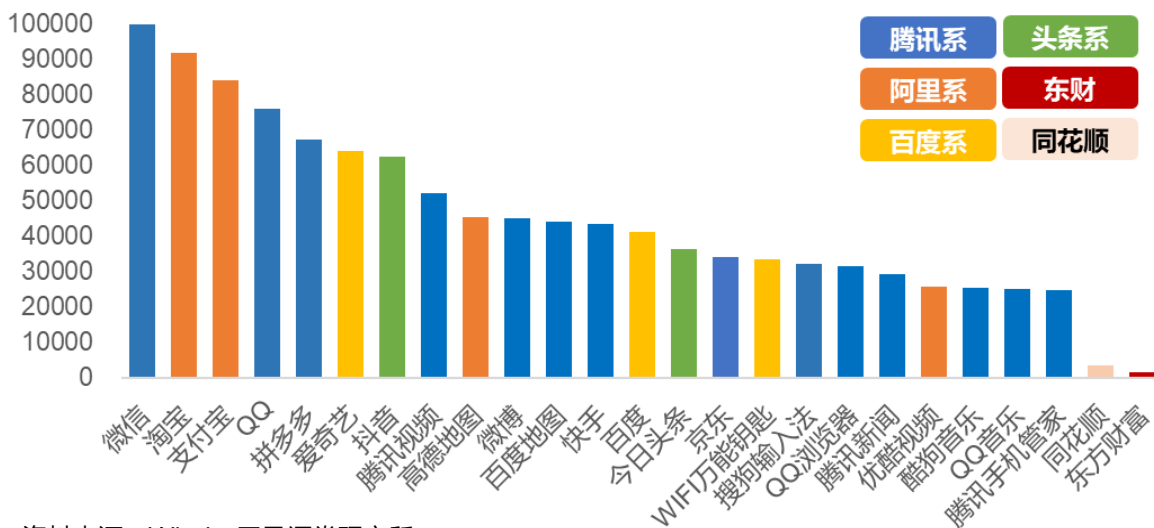
### 第四节 展望：三分天下，各有所长

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 1 流量能力

- 目前各类头部互联网财富管理机构的流量均来自于集团流量平台的转化。如天天基金流量来源于东方财富的垂直平台（东方财富APP、东方财富网、股吧等）的转化；蚂蚁基金流量来源于支付宝的支付场景的转化；腾安基金流量来源于微信社交流量的转化。
- 互联网巨头流量规模有优势、垂直平台转化更精准。微信、支付宝流量优势明显，微信的MAU为9.5亿，支付宝为7.3亿；但作为综合类平台，向理财业务转化需要经过漏斗转化；而东财、同花顺这类垂直平台，流量规模相对互联网巨头较小，但更精准，利于转化。
- 各类流量质量的不同也决定了各代销机构的客群画像有显著差异。我们判断蚂蚁基金客群画像偏向理财经验较浅的“小白”；天天基金的客群画像偏向投资经验较为丰富的交易性客户。

图：2020年12月，头部互联网APP的MAU（万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 1 流量能力

- 基于用户、场景、数据三大维度，我们认为：1) 东方财富、同花顺的流量最精准，因此变现能力最强；但仅限于权益类产品（如基金代销及向证券业务导流），目前尚未涉及到其他理财产品；2) 蚂蚁、腾讯的综合性优势最为显著，但腾讯金融业务架构尚未完全统一；3) 京东、美团在应用场景及数据积累方面处于第二梯队，但用户粘性不足，金融变现偏弱；4) 百度、头条用户流量和粘性较强，但金融布局较晚且应用场景偏弱，因此主要以广告导流变现模式为主。

表：各类互联网财富管理平台对比

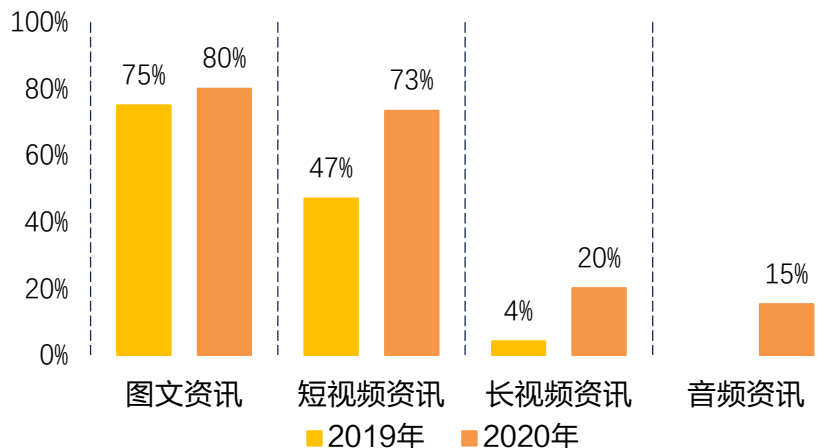
| 平台  | 金融入口             | 用户（流量）                   | 用户（粘性）   | 数据                   | 场景                            | 特色  |
|-----|------------------|--------------------------|--|----------------------|-------------------------------|---|
| 蚂蚁  | 一级入口             | 强流量<br>MAU8.39亿          | 日活3.56亿<br>人均每日使用7分钟                               | 支付交易数据、购物行为数据、生活场景数据 | 支付入口引流、拓展多维度零售商业及生活服务场景       | 强流量、全牌照、应用场景不断延伸的综合性平台                              |
| 腾讯  | 二级入口             | 强流量<br>MAU9.96亿          | 日活7.88亿<br>人均每日使用79分钟                              | 支付交易数据、社交网络数据        | 社交为主，向生活服务、交通出行等场景延伸          | 严选、精品模式，强流量高黏性，但金融业务架构尚未统一                          |
| 京东  | 一、二级入口（设单独APP）   | MAU3.52亿                 | 日活7673万<br>人均每日使用17分钟                              | 电商购物数据               | 京东商城为主，积极向生活缴费、手机充值、购票加油等场景延伸 | 用户偏一线，但活跃度相对较低                                      |
| 美团  | 一、二级入口           | MAU1.35亿                 | 日活3031万<br>人均每日使用8分钟                               | 生活场景数据、行为偏好数据        | 到店/到家场景、出行场景、异地场景等生活服务场景      | 线下场景的拓展空间较大，但目前用户流量和粘性相对较弱                          |
| 百度  | 二级入口（设单独APP）     | MAU4.66亿                 | 日活1.69亿<br>人均每日使用50分钟                              | 搜索行为数据               | 应用场景偏弱，积极向线下场景拓展              | 积累大量用户搜索行为数据，但场景和账户较弱                               |
| 头条  | 头条二级入口<br>抖音三级入口 | 头条MAU3.05亿<br>抖音MAU6.22亿 | 头条日活1.48亿<br>人均每日使用88分钟<br>抖音日活3.73亿<br>人均每日使用74分钟 | 浏览行为数据               | 信息分发，视频类服务为主，线上线下的应用场景偏弱      | 用户流量和粘性仅次于腾讯，但应用场景偏弱，以广告分发为主                        |
| 滴滴  | 一级入口（设单独APP）     | MAU8506万                 | 日活1571万<br>人均每日使用5分钟                               | 出行数据                 | 滴滴打车出行场景                      | 出行细分场景优势强，但用户数和粘性相对偏弱                               |
| 东财  | 一级入口             | MAU1444万                 | 日活881万人<br>人均每日使用47分钟                              | 浏览行为数据、证券交易数据        | 财经资讯垂直平台股吧构建社区生态              | 具有强大的社区生态，股民及基金的粘性高，但只向自己的券商子公司和基金子公司导流，具有金融牌照；     |
| 同花顺 | 一级入口             | MAU3257万                 | 日活2048万人<br>人均每日使用68分钟                             | 浏览行为数据               | 股票交易场景                        | 移动互联网时代提前转型，APP流量规模大，但交易工具属性较强，粘性较东财弱，向大量券商导流的平台模式。 |

资料来源：易观千帆，月活、日活，人均每日使用时长数据截至2020.11，天风证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.2 互联网财富管理三大能力

- 目前大部分互联网财富管理客户仍属于低理财意愿（46%）和低理财认知（28%）的人群，理财投教服务需求旺盛。互联网财富管理拥抱“内容”大势所趋，内容将成为互联网专业能力的最佳载体。一方面，互联网财富管理的需求仍然旺盛，且居民财富配置向权益类转型为确定性趋势；而另一方面移动互联网流量红利见顶，粗放式的供给模式需要迭代。
- **内容视频化大势所趋。**近年来，图文的资讯内容增长已经趋缓，但是短视频、长视频的趋势在快速增长。因此，互联网财富管理的探索重点聚焦于解决供需不匹配的问题，即通过短视频/直播等载体，为客户的风险类理财（基金/股票等）提供决策辅助服务。

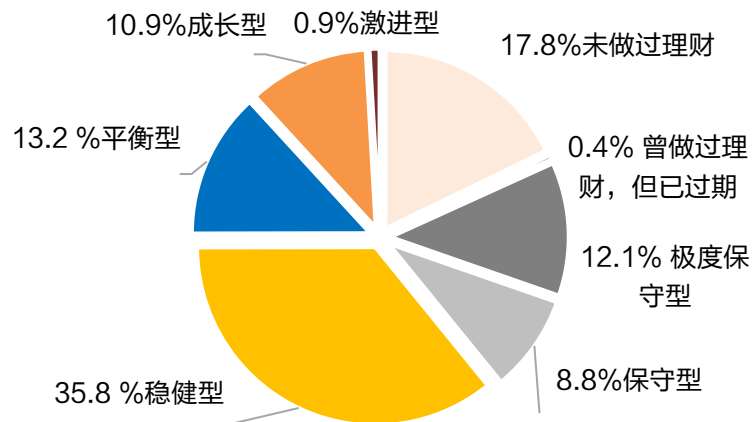
图：2019年、2020年资讯内容的形式分类



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

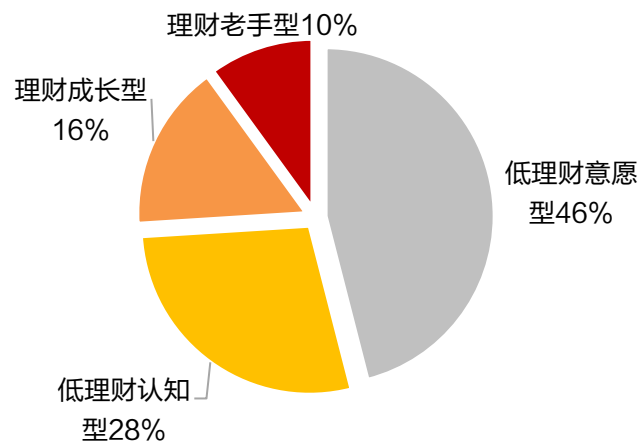
## 2 顾问与陪伴能力

图：互联网理财用户群体投资风格分类



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

图：互联网理财用户群体理财经验及意愿分类



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

## ■ 2 顾问与陪伴能力——蚂蚁

- 蚂蚁财富在权益类基金的布局上更为先发。
- 目前，蚂蚁平台上已有【理财直播】板块，包括投资顺风车、财富大咖秀、金品8点档等多个模块，为小白理财客户提供权益类资产的投资服务。
- 后续蚂蚁的理财服务将囊括：1) 支小宝智能AI投顾；2) 理财师开放平台；3) ”帮你投” 投资决策。

图：蚂蚁财富的理财直播



资料来源：支付宝-理财直播，天风证券研究所

图：蚂蚁财富”帮你投”包括11大策略（收益率2.5%-11%）



资料来源：支付宝-帮你投，天风证券研究所

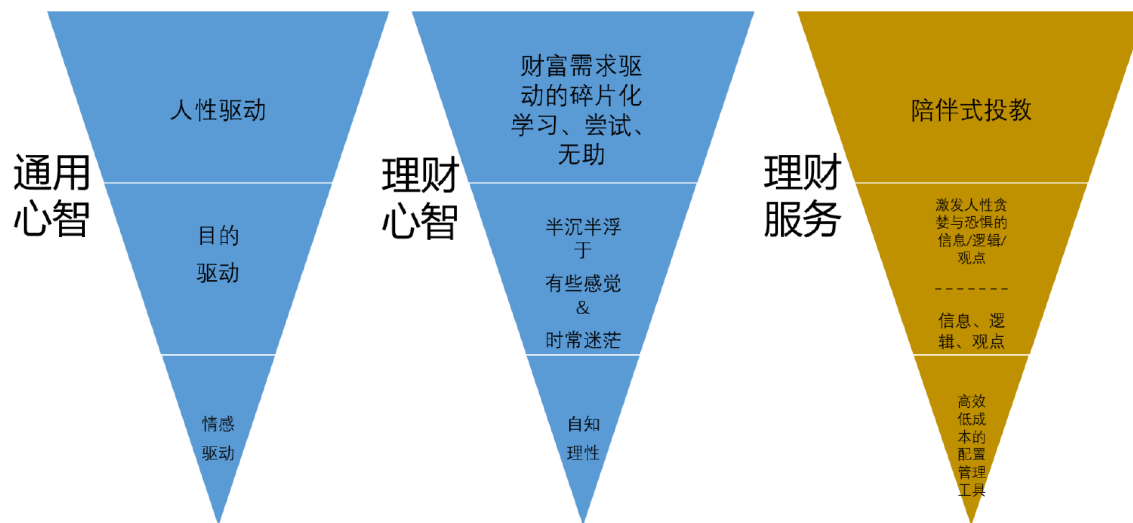


## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 2 顾问与陪伴能力——恒生电子

- 恒生电子在金融理财直播领域的运营探索最领先。2020年4月起，恒生金融新内容运营团队与等多家金融机构展开合作，以标准化流程为基础，结合金融机构及其产品特色，不断探索及优化金融理财直播方式。2020年，恒生电子的金融新内容运营服务“恒生小基灵”直播场数累计超过160场，赋能易方达基金、嘉实基金、上投摩根基金等30多家基金公司。
- 恒生电子与天风证券成立子公司寻常网络，开启C端“投顾内容”的探索。依托于天风证券及研究所在市场研究、产品评测、资产配置等领域的积累，以及恒生电子的内容制作、用户运营、平台运营及产品研发经验，将以视频、直播、在线互动等新内容形式，解决用户需求和优质内容供给严重不匹配的问题。

图：恒生理财视频内容案例



资料来源：恒生电子金融新内容运营发展部执行经理沈利  
《财富管理的互联网模式下一站在哪》主题演讲，天风证券研究所

# 1.2 互联网财富管理三大能力

## 2 顾问与陪伴能力——东方财富

- 东方财富的股吧是天然的内容生态，叠加天天基金产品内容丰富，依靠在垂直领域深度布局获得高客户粘性。通过股吧社区、东方财富APP等布局提供专业的专业资讯、媒体观点、投教产品、交流社区等提升内容服务的能力，并通过多渠道向天天基金导流。

图：网页端-股吧社区内容丰富且提供基金代销入口



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

图：手机端-提供丰富的投资资讯



资料来源：东方财富APP，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 2 顾问与陪伴能力——腾讯

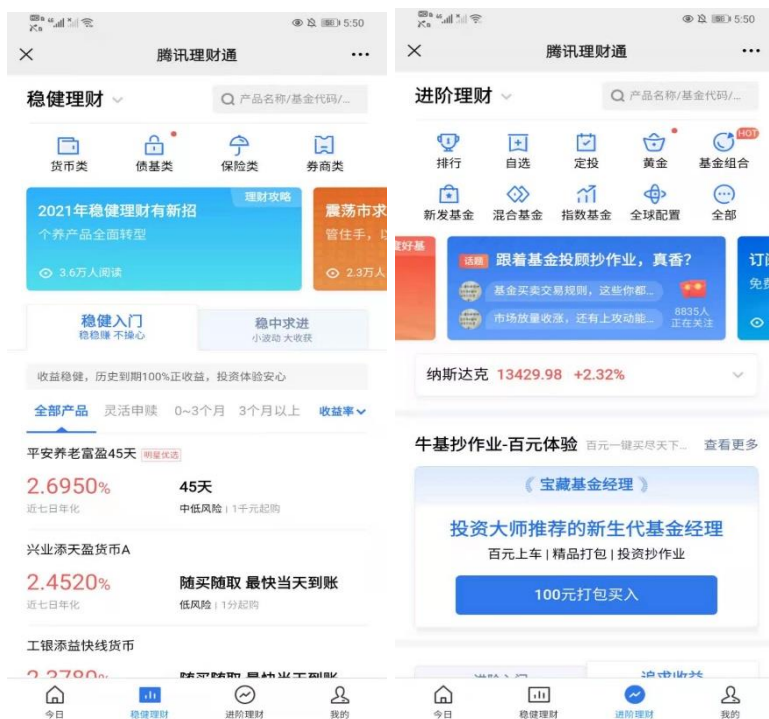
- 我们判断，腾讯财富管理的客户来源主要是微信。其月活规模约为10亿，微信有最强的流量优势，但由于战略的忽视，并未将流量优势转化为基金代销变现的优势。
- 由于微信页面设计追求极致简单，腾讯理财通和腾安基金也实行精品店模式，覆盖服务主要为基金产品销售并有少量投教产品，包括“看点”、“短视频”、“专题”“课程”等。

图：腾讯理财通的投教产品



资料来源：腾讯理财通，天风证券研究所

图：腾讯理财通提供简洁的代销基金页面



资料来源：腾讯理财通，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 3 产品与投资能力

- 相较于传统金融机构，互联网独立第三方主要定位线上渠道，通过流量端优势形成核心竞争力。由于资产端没有专业团队，目前互联网第三方代销机构尚无资产创设能力。狭义上的产品力主要可以归结为“便宜”和“产品种类齐全”；
- 广义上的产品力可以包括：“筛选产品的能力”。如通过产品“智能筛选”功能帮助客户匹配风险、收益、期限合适的产品。
- 基于流量优势向金融服务延伸，BATJ发展综合性金融服务，拥有较全的金融牌照；东方财富、同花顺通过在产品代销领域的垂直布局实现流量变现，拥有第三方基金代销牌照、基金牌照、保险经纪牌照等。

表：各机构牌照情况

|      | 支付业务 | 贷款业务         | 银行业务         | 公募基金业务       | 基金代销业务      | 保险业务      | 保险经纪业务       | 征信业务      |
|------|------|--------------|--------------|--------------|-------------|-----------|--------------|-----------|
| 阿里   | √    | √<br>蚂蚁花呗/借呗 | √<br>网商贷     | √<br>余额宝/余利宝 | √<br>蚂蚁财富   | √<br>相互保  | √<br>蚂蚁保险    | √<br>芝麻信用 |
| 腾讯   | √    | √<br>腾讯微粒贷   | √<br>微粒贷/微业贷 |              | √<br>腾讯理财通  | √<br>众安在线 | √<br>微保      | √<br>腾讯信用 |
| 百度   | √    | √<br>百度有钱花   | √<br>百度有钱花   |              | √<br>度小满理财  |           | √<br>度小满理财   |           |
| 京东   | √    | √<br>京东白条/金条 |              |              | √<br>京东基金   | √<br>京东安联 | √<br>京东保险    |           |
| 东方财富 |      |              |              | √<br>东财基金    | √<br>天天基金   |           | √<br>东财保险经纪  |           |
| 同花顺  |      |              |              |              | √<br>同花顺爱基金 |           | √<br>同花顺保险经纪 |           |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 3 产品与投资能力

- 1) 便宜、产品种类齐全：相较于其他渠道，互联网独立第三方代销产品在申赎费率、代销产品数量、产品转换方面都比较有优势。以天天基金超级转换为例：其可支持不同基金公司的产品转换。相较于基金公司（直销渠道可提供同公司不同基金产品的转换，银行代销基金一般不提供转换或无优惠转换费率），而天天基金支持不同基金公司的产品转换，有助于帮助用户节省转换费用及时间。

表：各公司APP在申赎费率、代销产品数上均有优势

|        | 蚂蚁基金              | 天天基金        | 同花顺基金          | 腾安基金            |
|--------|-------------------|-------------|----------------|-----------------|
| 申赎费率   | 申购费率一折优惠，赎回费率均无优惠 |             |                |                 |
| 代销产品数量 | 5576              | 6151        | 5522           | 2274            |
| 产品转换   | 支持跨基金公司份额转换       | 支持跨基金公司份额转换 | 支持同一基金公司产品份额转换 | 支持货币基金转换至其他货币基金 |

资料来源：WIND，公司官网，数据截至2021.6.11天风证券研究所

表：天天基金的两种基金转换方式

| 天天基金的转换方式  | 超级转换                       | 基金转换                   |
|------------|----------------------------|------------------------|
| 可转换的基金     | 跨基金公司，超6000支基金             | 同基金公司，由基金公司决定          |
| 转换费用       | 转出基金的赎回费+转入基金的申购费（申购费全面1折） | 转出基金的赎回费+两只基金的折扣欠申购费补差 |
| 转入基金份额确认时间 | 转入基金的申购确认日（一般T+1）          | 转换交易的确认日期（一般T+1）       |
| 转换金额       | 转出基金与转入基金的金额不一致时，差额通过活期宝调整 | 将转出基金的所有份额转换为转入基金      |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.2 互联网财富管理三大能力

### ■ 3 产品与投资能力

- 2) 筛选产品能力：①**智能助手**：蚂蚁、天天、腾安均有根据投资需求推荐的服务（同花顺是根据热销/排行推荐），但天天基金会额外推荐基金组合；②**产品组合**：主要平台均有产品组合推荐，蚂蚁、同花顺、腾安基金基于投资需求；而天天基金是跟投专业大咖的组合；③**基金投顾/智能投顾**：由于基金投顾需要牌照，目前第三方平台中蚂蚁、腾安已获得基金投顾牌照，因此分别推出“帮你投”、“一起投”等智能投顾服务，站在买方立场帮助客户打造合适的投顾组合；而受限于牌照，天天基金仅可接入基金投顾，同花顺仅可展示投顾类似场景（筹划财富四笔钱）。

表：各公司在产品筛选方面的区别

| 智能筛选能力    | 蚂蚁基金                              | 天天基金                          | 同花顺基金   | 腾安基金   |
|-----------|-----------------------------------|-------------------------------|---|--|
| 基金优选      | 金选好基：根据基金经理、持有收益等筛选产品             | 基金优选：新发基金、基金主题、基金数据、基金持股等筛选产品 | 严选好基：根据基金基础信息、风险收益、稳定性等由业内专家评审                            | 每周优选：分为稳健优选、固收+优选、好基优选                                 |
| 产品组合      | 精选组合：根据稳健、高收益策略推荐组合               | 组合宝：根据不同投资需求，一键跟投基金公司或牛人大咖组合  | 小目标：爱基金联合基金公司共同推出目标收益组合产品                                 | 基金组合专区：明确目标省心投、精选策略放心投、定期稳稳安心投三种                       |
| 基金投顾/智能投顾 | 帮你投：与先锋合作“帮你投”，共10种策略，收益率2.5%-11% | 投顾管家：提供投顾超市，主要接入基金公司投顾        | 同顺智投：根据投资收益标准推荐4种收益下的产品；财富四笔钱：以平时要用、资产保值、投资未来、保险保障为标准推荐产品 | 一起投：与有投顾试点资质的基金公司合作，根据腾讯对用户年龄、投资特点、市场特点判断，推荐合适的投顾策略组合。 |

资料来源：各公司APP，天风证券研究所

# 目录

## 引言

### 第一节 互联网：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

#### 1.1 发展现状

#### 1.2 三大能力

#### 1.3 未来展望

#### 1.4 关注标的

### 第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

### 第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

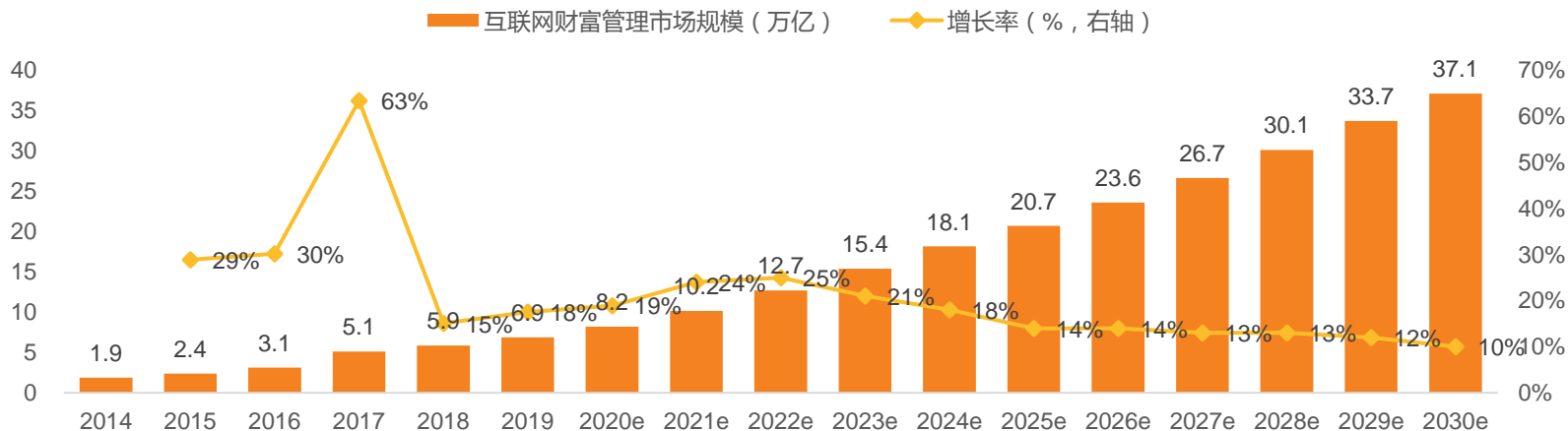
### 第四节 展望：三分天下，各有所长

# 1.3 对未来的展望和总结

## ■ 定量测算

- 简单预测未来十年互联网财富管理市场的规模。
- 首先，对目前体量进行拆分，根据头豹研究院及我们的判断，截止2020年末，互联网财富管理市场约8.2万亿（预计其中蚂蚁占比超过一半），占中国整体财富管理市场的3.4%。我们判断，互联网财富管理市场的覆盖人群约2亿，人均AUM约4.1万。
- 其次，我们判断，至2030年，互联网财富管理覆盖人群达5亿人，人均AUM达到7.4万（10年CAGR为6.1%），以此测算整体市场规模达到37.1亿，10年CAGR达到+16.3%，占2030年中国财富管理市场规模的5.6%。我们判断，互联网财富管理具有强场景性、广触达性的优势，在积极拥抱“内容”的趋势下，未来有望弥补服务端的短板。长期来看，互联网财富管理市场将受益于居民财富代际转移、以及各家互联网巨头逐步布局和拓展金融业务带来的增量。

图：互联网财富管理市场规模的空间预测



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所预测



# 目录

## 引言

### 第一节 互联网：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

#### 1.1 发展现状

#### 1.2 三大能力

#### 1.3 未来展望

#### 1.4 关注标的

### 第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

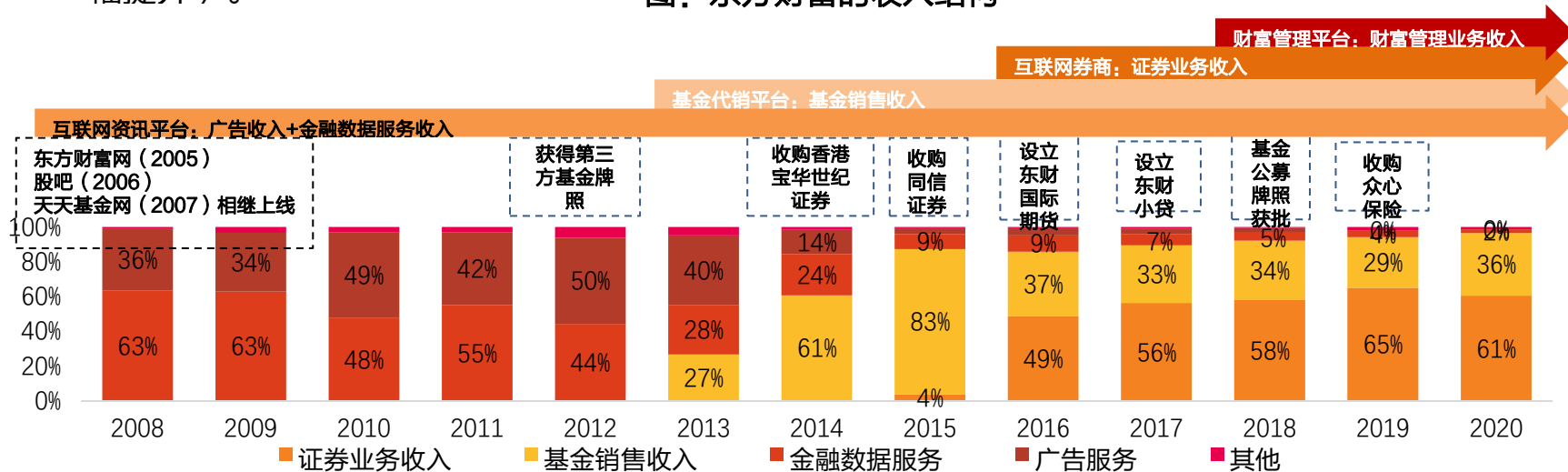
### 第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

### 第四节 展望：三分天下，各有所长

## 1.4 建议关注标的 ■ 东方财富：最受益于财富管理发展

- **财经垂直领域的精准流量优势显著。**PC端，截至2021年4月，东方财富网pc端月均覆盖人数6391万，仅次于新浪财经，排名较稳定。天天基金网月度覆盖人数644万。移动端，截至2020年11月，东方财富月活跃人数1462万人，在证券金融类APP中仅次于同花顺。从APP人均使用时长来看，东方财富的用户使用水平也仅次于同花顺和涨乐财富通。
- **以金融牌照拓展业务，预计将最受益于财富管理时代大发展。**公司收入结构随着业务条线的拓展变化，前期通过东方财富、股吧积累流量和客户，后期通过天天基金、东财证券和东财基金变现，从基金代销到零售证券到财富管理，战略清晰。我们估算2021Q1公司基金代销收入占比已接近50%，未来将最受益于居民财富配置向权益类基金转移的时代大拐点。
- **成本率下降，业绩增长进入规模效应区间。**由于公司基金代销及零售证券业务均为典型的互联网扩张模式，前期渠道、平台、系统等投入成本巨大，但边际成本很小，因此一旦市占率越过临界点，业绩将会进入到规模效应区间（新增收入大部分都会体现为利润，总成本率会逐步下滑且利润率大幅提升）。

图：东方财富的收入结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所（标为天风传媒组覆盖）

## 2

券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

2.1 发展现状

2.2 三大能力

2.3 未来展望

2.4 推荐标的

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

第四节 展望：三分天下，各有所长

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 1 大财富管理业务发展势头强劲

- 我们定义的“大财富管理”业务为“代销金融产品+基金投顾+券商资管+券商系公募基金+券商系私募股权投资基金”。其中，“券商资管+券商系公募基金+券商系私募股权投资基金”又可被定义为“大资管业务”。
- 2020年，来自券商大资管业务（包括旗下公募基金、私募股权基金、券商资管）大发展，已成券商业绩增长点。

表：2020年部分券商旗下资管公司利润占比（单位：亿元）

| 券商名称 | 旗下资管公司 | 持股比例    | 子公司净利润*持股比例 | 资管业务净利润总和 | 公司净利润 | 子公司占利润的比重 | 资管业务净利润合计占比 | 券商名称   | 旗下资管公司  | 持股比例    | 子公司净利润*持股比例 | 资管业务净利润总和 | 公司净利润 | 子公司占利润的比重 | 资管业务净利润合计占比 |       |
|------|--------|---------|-------------|-----------|-------|-----------|-------------|--------|---------|---------|-------------|-----------|-------|-----------|-------------|-------|
| 东方证券 | 东证资管   | 100.00% | 8.1         | 21.1      | 27.2  | 29.8%     | 77.4%       | 中信证券   | 华夏基金    | 62.20%  | 9.9         | 18.4      | 155.2 | 6.4%      | 11.8%       |       |
|      | 汇添富基金  | 35.41%  | 9.1         |           |       | 33.4%     |             |        | 金石投资    | 100.00% | 8.4         |           |       | 5.4%      |             |       |
|      | 长城基金   | 17.65%  | 0.3         |           |       | 1.0%      |             |        | 中金公司    | 中金基金    | 100.00%     | -0.4      | 8.5   | 72.6      | -0.6%       | 11.7% |
|      | 东方资本投资 | 100.00% | 3.6         |           |       | 13.3%     |             |        |         | 中金资本    | 100.00%     | 8.9       |       |           | 12.3%       |       |
| 华泰证券 | 华泰资管   | 100.00% | 12.3        | 43.2      | 108.7 | 11.3%     | 39.7%       | 国元证券   | 长盛基金    | 41.00%  | 0.3         | 1.6       | 13.7  | 2.2%      | 11.6%       |       |
|      | 华泰柏瑞   | 49.00%  | 1.3         |           |       | 1.2%      |             |        | 国元股权投资  | 100.00% | 1.3         |           |       | 9.3%      |             |       |
|      | 南方基金   | 41.16%  | 6.1         |           |       | 5.6%      |             | 国泰君安   | 华安基金    | 20.00%  | 1.4         | 10.3      | 117.4 | 1.2%      | 8.8%        |       |
| 广发证券 | 易方达基金  | 22.65%  | 6.2         | 34.6      | 107.7 | 5.8%      | 32.1%       |        | 国泰君安资管  | 100.00% | 7.2         |           |       | 6.1%      |             |       |
|      | 广发资管   | 100.00% | 9.2         |           |       | 8.6%      |             | 国泰君安创投 | 100.00% | 1.7     |             |           | 1.5%  |           |             |       |
|      | 广发基金   | 54.53%  | 9.9         |           |       | 9.2%      |             | 国信证券   | 鹏华基金    | 50.00%  | 2.9         | 5.3       | 66.2  | 4.4%      | 8.0%        |       |
|      | 广发信德   | 100.00% | 9.2         |           |       | 8.6%      |             |        | 国信弘盛    | 100.00% | 2.4         |           |       | 3.6%      |             |       |
| 兴业证券 | 兴证全球基金 | 51.00%  | 8.1         | 11.6      | 45.8  | 17.8%     | 25.2%       | 申万宏源   | 申万菱信    | 67.00%  | 0.7         | 6.0       | 78.8  | 0.9%      | 7.6%        |       |
|      | 兴证资管   | 100.00% | 0.76        |           |       | 1.7%      |             |        | 富国基金    | 27.78%  | 4.6         |           |       | 5.8%      |             |       |
|      | 南方基金   | 9.15%   | 1.4         |           |       | 3.0%      |             |        | 申万直投    | 100.00% | 0.5         |           |       | 0.6%      |             |       |
|      | 兴证创新资本 | 100.00% | 1.3         |           |       | 2.8%      |             |        | 宏源汇富    | 100.00% | 0.2         |           |       | 0.3%      |             |       |
| 海通证券 | 海富通基金  | 51.00%  | 1.9         | 29.1      | 120.4 | 1.6%      | 24.2%       | 中国银河   | 银河基金    | 50.00%  | -           | 2.1       | 73.1- | -         | 2.9%        |       |
|      | 海通资管   | 100.00% | 7.1         |           |       | 5.9%      |             |        | 大成基金    | 25.00%  | 0.8         |           |       | 1.1%      |             |       |
|      | 富国基金   | 27.78%  | 4.6         |           |       | 3.8%      |             |        | 银河金汇    | 100.00% | 1.0         |           |       | 1.3%      |             |       |
|      | 海通开元   | 100.00% | 15.1        |           |       | 12.6%     |             | 银河创新   | 100.00% | 0.3     |             |           | 0.5%  |           |             |       |
|      | 海富产业   | 67.00%  | 0.4         |           |       | 0.4%      |             | 中信建投   | 中信建投基金  | 55.00%  | 0.3         | 1.5       | 95.4  | 0.3%      | 1.6%        |       |
|      | 华泰紫金投资 | 100.00% | 23.5        |           |       | 21.6%     |             |        | 中信建     | 100.00% | 1.3         |           |       | 1.3%      |             |       |
| 招商证券 | 博时基金   | 49.00%  | 6.1         | 18.1      | 95.0  | 6.4%      | 19.0%       |        |         |         |             |           |       |           |             |       |
|      | 招商资管   | 100.00% | 7.6         |           |       | 8.0%      |             |        |         |         |             |           |       |           |             |       |
|      | 招商基金   | 45.00%  | 4.1         |           |       | 4.3%      |             |        |         |         |             |           |       |           |             |       |
|      | 招商致远资本 | 100.00% | 0.3         |           |       | 0.3%      |             |        |         |         |             |           |       |           |             |       |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 1 大财富管理业务发展势头强劲

- 2020年券商大资管业务（包括旗下公募基金、私募股权基金、券商资管）高速发展，持续助力券商业绩增长。我们对券商大资管业务的合理估值进行估算：

若给予公募基金22X-32XPE；资管子公司20XPE；私募股权22XPE，2020年大资管业务占总市值比重前五的券商为：东方证券（102%）、广发证券（84%）、华泰证券（73%）、兴业证券（53%）、海通证券（50%）。

- 1) 东方证券旗下汇添富基金（参股35%）、东证资管（全资子公司）位列非货基规模排名行业第二、第二十，2020年汇添富、东证资管分别贡献整体净利润的33.4%、29.8%，叠加长城基金（2020年贡献利润0.28亿）、东方证券投资（2020年利润3.6亿），其大资管业务的利润占比77.4%。我们估算，东方证券大资管业务其占总市值102%。
- 2) 广发证券旗下易方达基金（参股23%）、广发基金（控股55%）位列非货基规模排名行业第一、第三，2020年分别贡献净利润的5.8%、9.2%；叠加全资子公司广发资管（2020年利润10亿）、广发信德（2020年利润9.2亿），广发证券的大资管业务占利润比重达32.1%。我们估算，广发证券的大资管业务占其总市值84%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

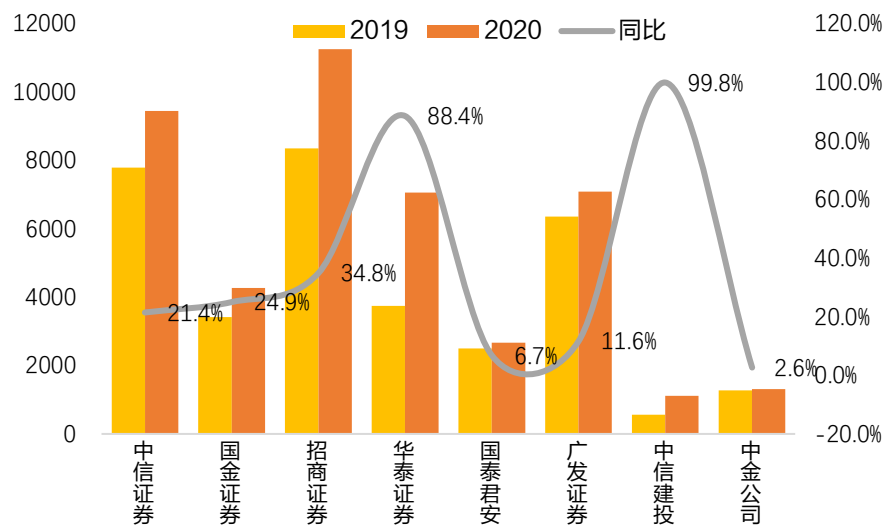
### ■ 2 代销金融产品收入大增，成为各家券商业绩增长点

- 2020年，证券行业实现代理销售金融产品净收入134.38亿元，同比增长148.76%，占经纪业务比重逐年提升。从代销金融产品净收入贡献角度看，中金公司、中信建投表现强劲，分别为17.1%和12.1%。从代销金融产品的规模来看，招商证券处于领先地位。

表：部分上市券商代销金融产品收入（单位：亿元） 图：部分上市券商代销金融产品规模及增速（单位：亿元）

|      | 代销金融产品净收入 |      | 证券经纪业务净收入 |     | 代销金融产品净收入/证券经纪业务净收入 |          |
|------|-----------|------|-----------|-----|---------------------|----------|
|      | 2020      | YOY  | 2020      | YOY | 2020                | 同比       |
| 中信证券 | 19.6      | 145% | 108.0     | 52% | 18.2%               | +6.86pct |
| 海通证券 | 1.2       | 143% | 48.0      | 47% | 2.6%                | +1.01pct |
| 国泰君安 | 4.4       | 235% | 79.5      | 52% | 5.5%                | +3.00pct |
| 华泰证券 | 5.0       | 188% | 60.5      | 57% | 8.2%                | +3.76pct |
| 中信建投 | 5.4       | 276% | 44.6      | 70% | 12.1%               | +6.66pct |
| 中金公司 | 7.8       | 126% | 45.3      | 55% | 17.1%               | +5.37pct |
| 招商证券 | 5.9       | 233% | 67.2      | 68% | 8.7%                | +4.32pct |

资料来源：公司公告，天风证券研究所



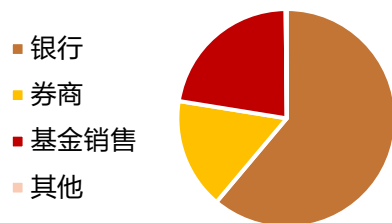
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 3 代销基金业务迎来增长

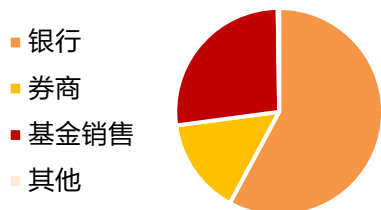
- 中国基金业协会首次公布的2021Q1公募基金销售机构保有量规模Top100 榜单显示：**银行规模领先、券商数量占优**。数量分布:券商47 家>银行31 家>独立销售机构17 家> 其他5 家。其中，权益（股票+混合）基金保有量分布:银行61%>独立销售机构22%> 券商16%>其他0.2%。券商中，中信证券以1298亿元在全市场中位居第12位。

图：2021Q1股票+混合公募基金保有规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图：2021Q1非货币市场公募基金保有规模



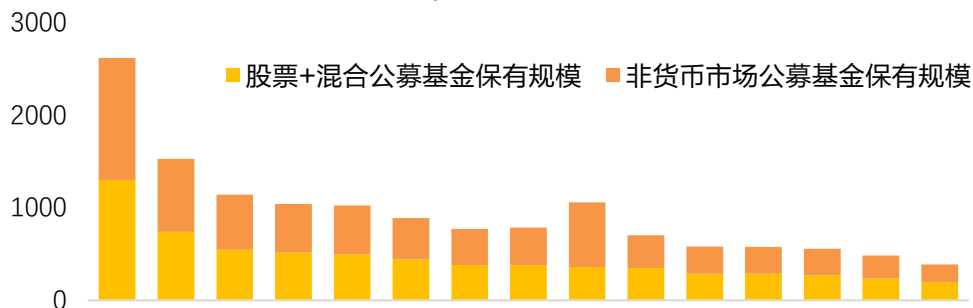
资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

表：2021Q1各机构公募基金保有规模（亿元）

| 机构   | 数量 | 股票+混合公募基金保有规模 |       | 非货币市场公募基金保有规模 |       |
|------|----|---------------|-------|---------------|-------|
|      |    | 保有规模          | 平均保有量 | 保有规模          | 平均保有量 |
| 银行   | 31 | 33183         | 1070  | 37708         | 1216  |
| 券商   | 47 | 8917          | 190   | 9787          | 208   |
| 基金销售 | 17 | 12103         | 712   | 17503         | 1030  |
| 其他   | 5  | 92            | 18    | 150           | 30    |

资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图：部分券商2021Q1公募基金销售保有量（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所



## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 4 基金投顾成为券商财富管理转型的重要抓手

- 做大基金投顾规模成为各家证券公司财富管理转型的重要抓手。2019年公募基金投顾试点名单中共有7家券商。以华泰证券为例，在获得投顾资格后正式推出基于“人+平台”投顾服务体系的基金投顾服务“涨乐星投”，促进卖方服务向买方服务转型，切实提升客户资产配置服务能力。
- 已披露相关数据券商中，国联证券表现最为亮眼，2020年末，签约客户5.32万户，签约资产规模53.54亿元，户均资产10.07万元。

表：基金投顾业务开展情况

| 试点券商 | 上线时间       | 上线平台    | 智能投顾     | 2020年末       |                |              | 基金投顾<br>(名) |
|------|------------|---------|----------|--------------|----------------|--------------|-------------|
|      |            |         |          | 签约客户数<br>(万) | 签约资产规<br>模(亿元) | 户均资产<br>(万元) |             |
| 国联证券 | 2020.4.21  | 国联尊宝    | 基智投      | 5.32         | 53.54          | 10.07        | 573         |
| 中国银河 | 2020.5.15  | 银河证券    | 财富星-基金管家 | 3            | 15             | 5            |             |
| 国泰君安 | 2020.8     | 君弘      | 君享投      | 2            | 20             | 10           | 50          |
| 中信建投 | 2020.9.7   | 蜻蜓点金    | 蜻蜓管家     | 1.65         |                |              |             |
| 中金公司 | 2020.9.9   | 中金财富    | A+基金投顾   |              |                |              |             |
| 申万宏源 | 2020.9.22  | 申万宏源大赢家 | 星基汇      | 3.68         | 11.37          | 3.09         |             |
| 华泰证券 | 2020.10.22 | 涨乐财富通   | 涨乐星投     |              |                |              |             |

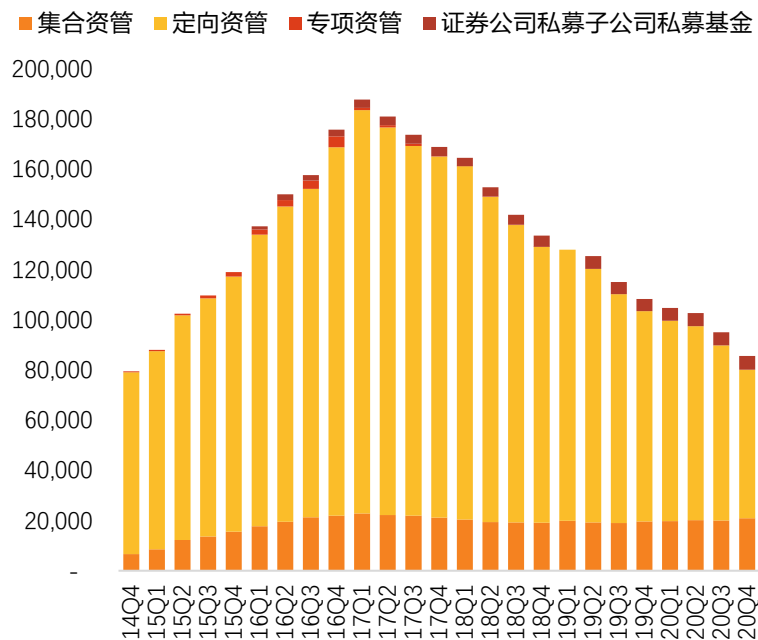
资料来源：财联社，公司公告，天风证券研究所

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 5 券商资管向主动管理转型已成为共识，纷纷设立子公司

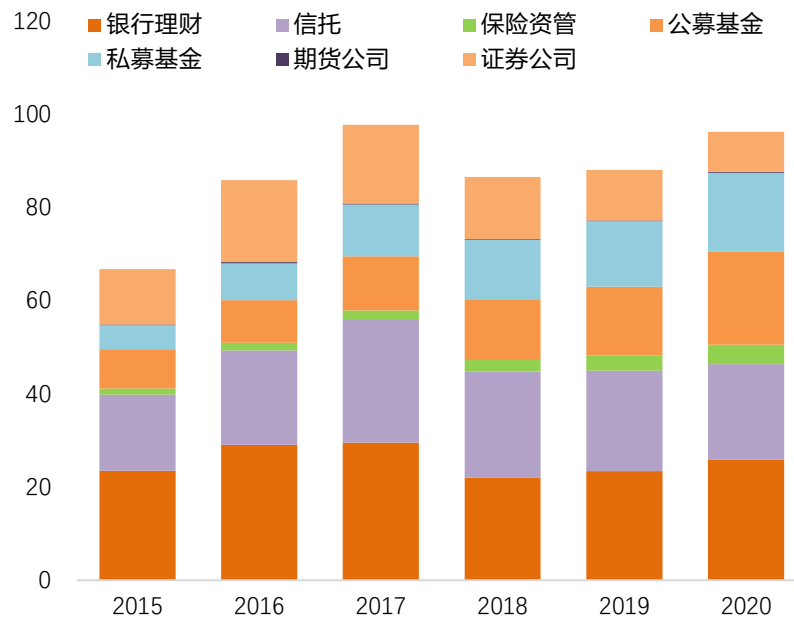
- 头部券商在资产管理业务的竞争优势显著。中国证券投资基金业协会披露的数据，截至2020年底，中信证券私募主动管理资产月均规模达6647亿元，占其私募资产管理月均规模的比例达65%。
- 截至2021年1月4日，取得公募基金管理资格的证券公司或证券资产管理子公司共14家。据我们不完全统计，中信证券、中信建投和天风证券等在内多家证券公司公告拟设立资管子公司。

图：券商资管计划结构（万亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图：2015-2020我国资管规模分行业变化（万亿元）



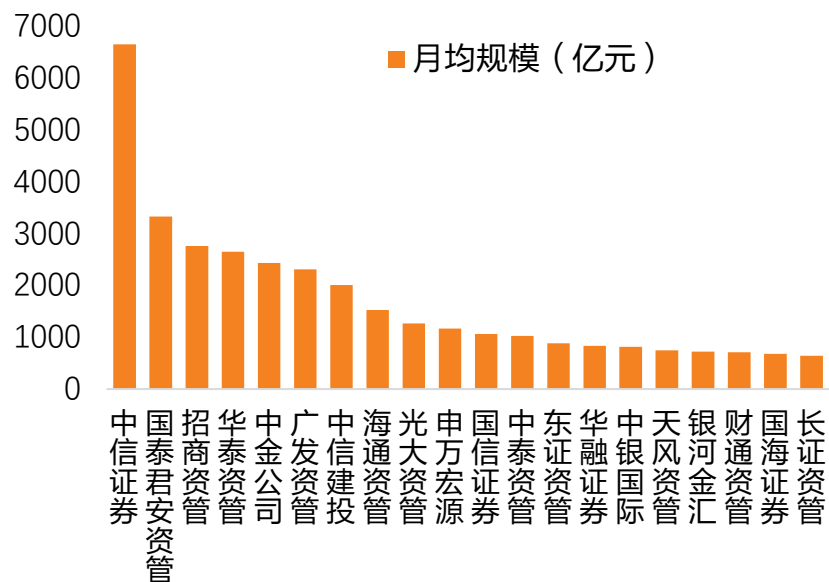
资料来源：银行业协会、基金业协会、信托业协会等，天风证券研究所

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 5 券商资管向主动管理转型已成为共识，纷纷设立子公司

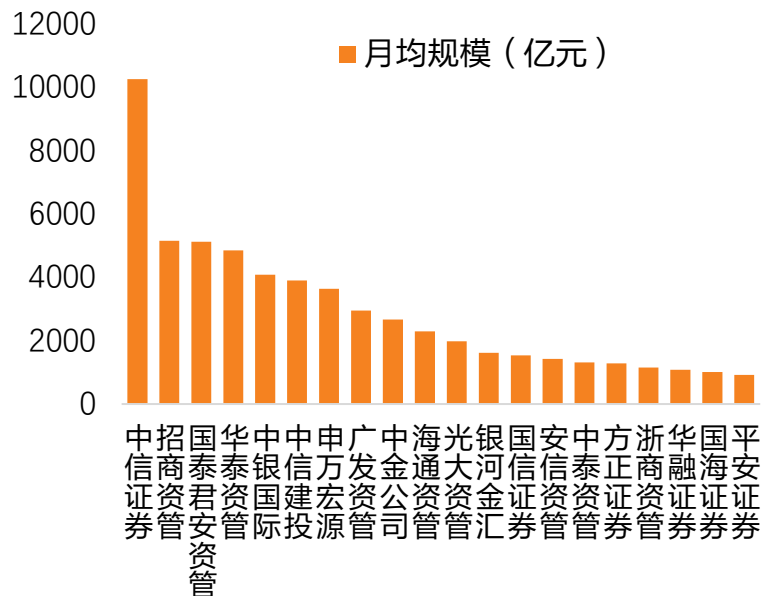
- 我们认为未来判断券商资管的竞争力主要是三个维度：是否拥有公募基金牌照；资管新规的冲突影响，即券商资管产品中净值化产品的占比，大集合公募化改造至关重要；权益产品的占比。

图：证券公司私募主动管理资产月均规模前二十家（2020Q4）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所  
注：季度月均规模指当季各月末私募资产管理规模的算术平均，不含证券公司管理的养老金

图：证券公司私募资产管理月均规模前二十家（2020Q4）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所  
注：季度月均规模指当季各月末私募资产管理规模的算术平均，不含证券公司管理的养老金

## 2.1 券商财富管理业务的发展现状

### ■ 6 公募基金、私募股权投资子公司：2020年实现业绩高增长

- **公募基金**：东方证券、兴业证券和广发证券旗下的公募基金利润贡献相对较大，比例分别为64.2%、20.8%和15.0%。**PE投资**：华泰证券、海通证券的子公司业绩领跑同业，旗下的私募股权投资基金和另类投资子公司的净利润合计均超过20亿元。其中，华泰紫金2020年的净利润为23.5亿元，净利润贡献达到21.6%。

表：2020年头部公募基金利润贡献情况（亿元）

|     | 公募基金  | 营业收入  | 净利润   | 持股比例   | 净利润贡献 |
|-----|-------|-------|-------|--------|-------|
| 广发系 | 广发基金  | 62.51 | 18.24 | 54.5%  | 9.2%  |
|     | 易方达基金 | 92.05 | 27.50 | 22.7%  | 5.8%  |
| 招商系 | 招商基金  | 32.35 | 9.04  | 45.0%  | 4.3%  |
|     | 博时基金  | 42.26 | 12.47 | 49.0%  | 6.4%  |
| 华泰系 | 华泰柏瑞  | 11.24 | 2.72  | 49.0%  | 1.2%  |
|     | 南方基金  | 56.30 | 14.84 | 41.2%  | 5.6%  |
| 海通系 | 海富通基金 | 13.26 | 3.78  | 51.0%  | 1.6%  |
|     | 富国基金  | 53.17 | 16.52 | 27.8%  | 3.8%  |
| 东方系 | 东证资管  | 28.62 | 8.10  | 100.0% | 29.8% |
|     | 汇添富基金 | 66.43 | 25.66 | 35.4%  | 33.4% |
| 兴业系 | 长城基金  | 8.91  | 1.59  | 17.65% | 1.0%  |
|     | 兴证全球  | 47.76 | 15.97 | 51.0%  | 17.8% |
| 中信系 | 南方基金  | 56.30 | 14.84 | 9.15%  | 3.0%  |
|     | 华夏基金  | 55.39 | 15.98 | 62.2%  | 6.4%  |
| 国君系 | 华安基金  | 26.71 | 7.11  | 20.0%  | 1.2%  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表：2020年头部券商旗下PE投资业绩情况（亿元）

|     | 子公司    | 营业收入  | 净利润   | 净利润贡献 |
|-----|--------|-------|-------|-------|
| 广发系 | 广发信德   | 15.03 | 9.21  | 9.2%  |
|     | 广发乾和   | 8.85  | 5.63  | 5.6%  |
| 招商系 | 招商致远   | 1.22  | 0.29  | 0.3%  |
|     | 招商投资   | 6.68  | 4.81  | 5.1%  |
| 华泰系 | 华泰紫金   | 32.15 | 23.50 | 21.6% |
|     | 华泰创新投资 | 5.68  | 3.51  | 3.2%  |
| 海通系 | 海通开元   | 24.54 | 15.12 | 12.6% |
|     | 海通创新证券 | 13.09 | 9.69  | 8.9%  |
| 中信系 | 金石投资   | 13.55 | 8.42  | 5.4%  |
|     | 中信证券投资 | 28.06 | 17.59 | 11.8% |
| 国君系 | 国泰君安创投 | 3.97  | 1.74  | 1.5%  |
|     | 国泰君安证裕 | 5.00  | 3.27  | 2.9%  |
| 中金系 | 中金资本   |       | 8.95  | 12.3% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

2.1 发展现状

2.2 三大能力

2.3 未来展望

2.4 推荐标的

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

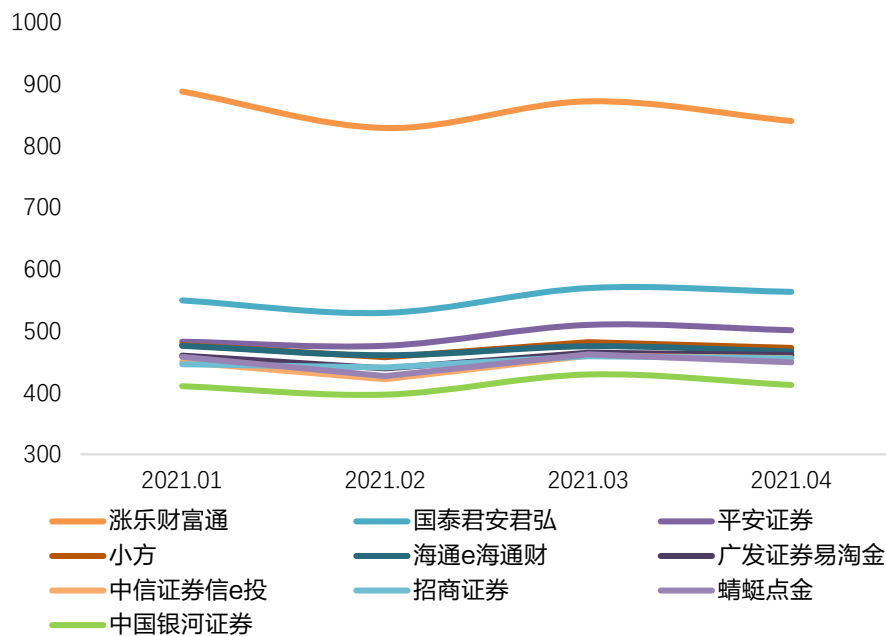
第四节 展望：三分天下，各有所长

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 1 触：流量能力：积极发展线上获客渠道

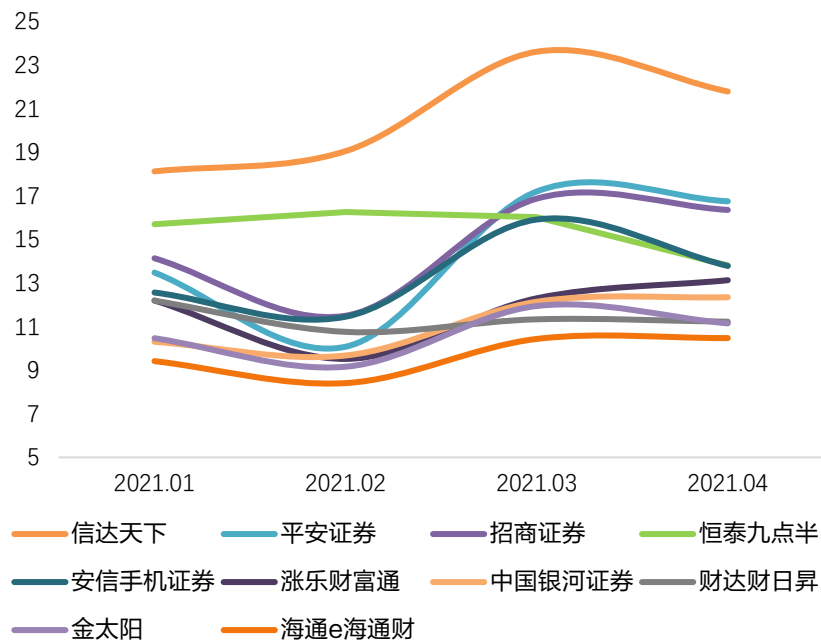
- 证券公司积极建立围绕客户财富管理新趋势下的科技平台，提升客户服务水平。2020年，华泰证券移动终端客户开户数323万，占全部开户数的99.72%；94.27%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。从月活数据来看，华泰证券的涨乐财富通处于绝对优势地位。从人均使用时长来看，信达证券的信达天下位于前列，用户粘性较高。

图：2021年1-4月同类APP月活人数（万）



资料来源：易观千帆，天风证券研究所

图：2021年1-4月同类APP人均使用时长（小时）



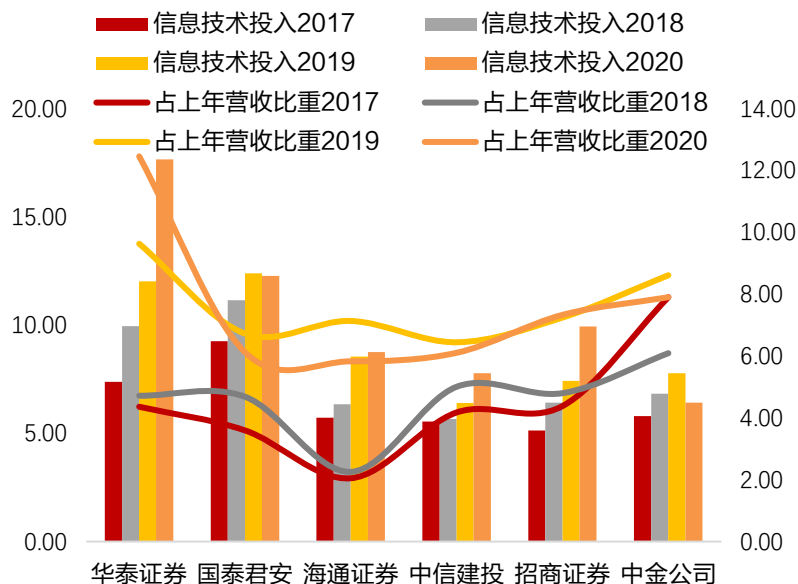
资料来源：易观千帆，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 1 触：流量能力：加大金融科技及广告宣传投入。

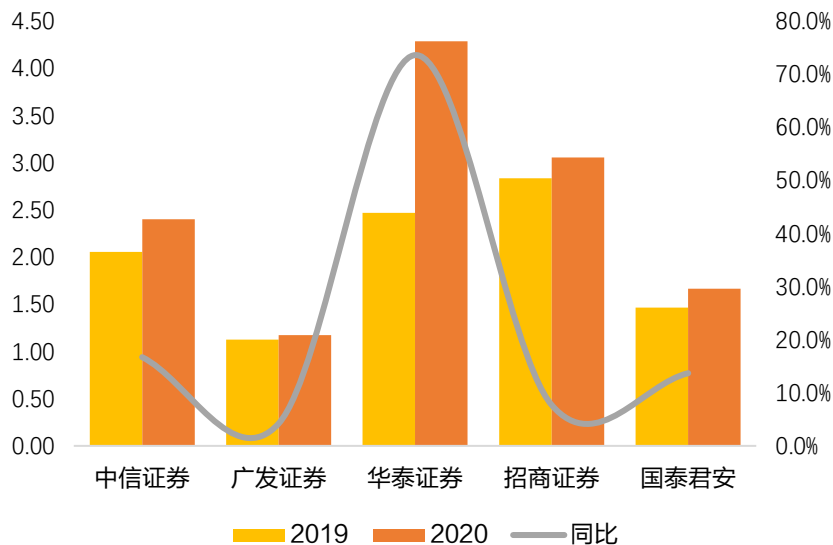
- 数字化已成为证券行业财富管理转型众多“不确定性”中少有的确定性。2019年全行业信息技术投入金额205.0亿元，同比+10.5%，2017-2019年证券行业在信息技术领域累计投入达550亿元。
- 线上渠道的营销宣传对于获客能力提升的作用十分重要。华泰证券2020年业务宣传费4.3亿元，较去年增长74%。

图：部分上市券商2017-2020年信息技术投入情况（亿元，%）



资料来源：中国证券业协会，公司公告，天风证券研究所

图：部分券商广告、业务宣传费情况（亿元）



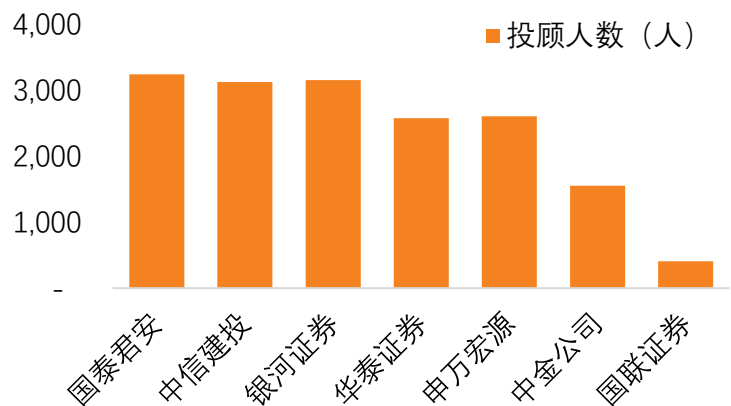
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 1 触：流量能力：加快投顾队伍的建设。

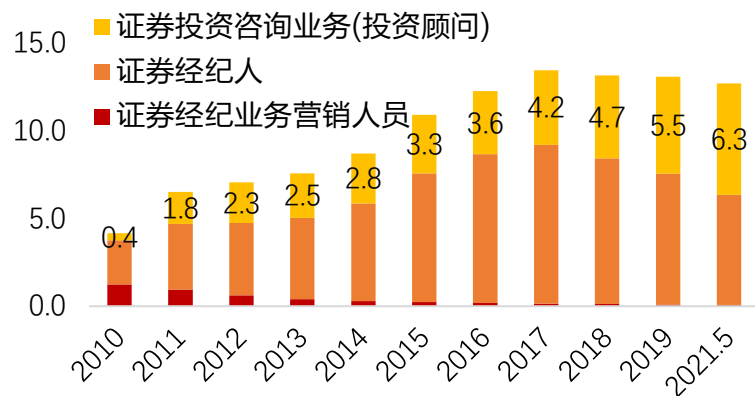
- ▶ 协会数据显示，截至2021年5月，券商投顾人员合计63,402名，较2019年末增长14%。与行业整体相比，试点券商投顾人员占比，呈现更为明显的扩张趋势。试点券商中，国泰君安、中信建投和银河证券的投顾人员均超3,000名。

图：投顾人员情况



资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

图：证券行业财富管理业务人员结构变化（万人）



资料来源：中国证券业协会，Wind，天风证券研究所

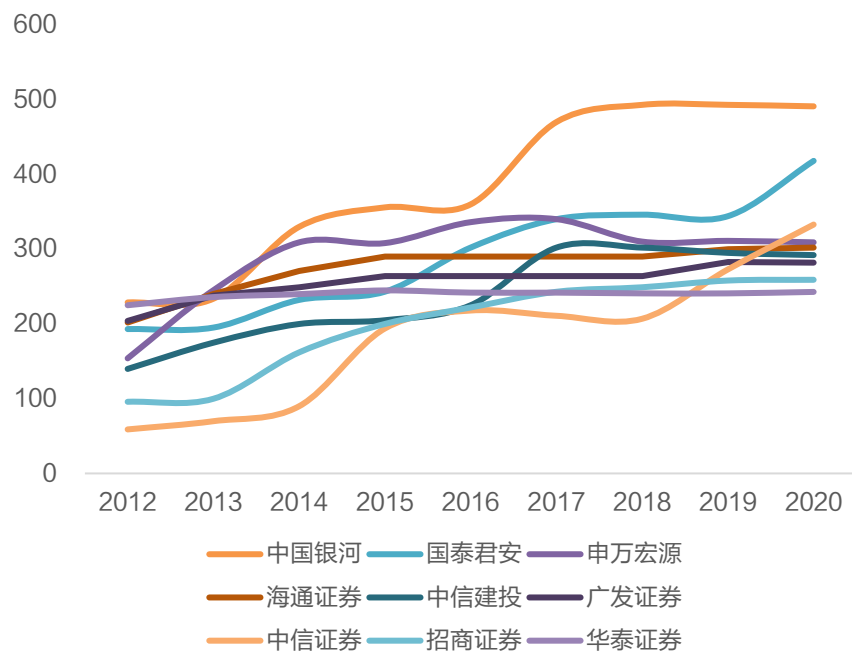


## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 1 触：流量能力：注重线下网点布局

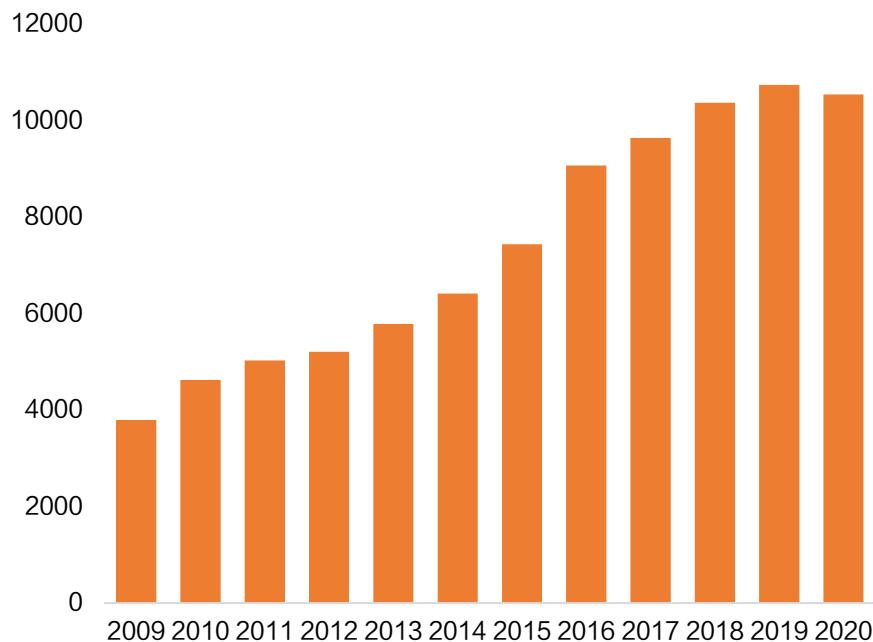
- 线下网点是服务财富管理客户、提升客户体验的重要渠道，有助于户均资产规模提升。
- 从上市券商的营业部数量来看，2020年行业整体营业部数量较去年有所下降。其中，排名靠前的机构有：中国银河（491家，同比-0.4%）、国泰君安（418家，同比+21.5%）、中信证券（333家，同比+22%）。

图：部分券商营业部数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图：行业整体营业部数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 2 顾：顾问与陪伴能力：APP及线上内容不断丰富

- 券商业务全面转型线上化，金融+流媒体内容进一步提升用户粘性。目前主要分为视频直播、录播视频、文字及FM直播三种。由于视频直播成本高，且要依托较成熟的APP平台，因此主要为头部券商采取，中小券商主要采用文字及FM直播模式。
- 智能投顾产品表现上，主要分为股票交易型、独立建议型和混合推荐型。

表：券商线上内容类型

| 模式      | 内容                           | 优势      | 代表券商                          |
|---------|------------------------------|---------|-------------------------------|
| 视频直播    | 邀请各行业资深研究专家分享各行业深度知识，行业知识介绍。 | 更好帮助投资者 | 华泰证券、方正证券、平安证券、中信建投、海通证券、国泰君安 |
| 录播视频    | 投资者教育、行情解读等。                 | 合规性更有保证 | 平安证券、招商证券、中信建投、国泰君安、东北证券      |
| 文字及FM直播 | 一天行情走向信息实时传达。                | 成本低、时效好 | 方正证券、中信建投、国泰君安                |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表：券商投顾产品类型

| 类型    | 产品特点                                    | 代表产品  |
|-------|---|---|
| 股票交易型 | 利用公开信息建模，利用智能算法生产股票组合，为投资者提供辅助投资信息。     |       |
| 独立建议型 | 通过调查问卷分析客户，为其提供满足其风险和收益要求的一系列不同配比的金融产品。 |       |
| 混合推荐型 | 同样分析用户信息，但推荐组合中，部分产品是平台参与开发的。           |   |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 2 顾：顾问与陪伴能力：专业的投顾人员及体系+优势的投研能力

- 券商区别于银行和基金公司很大的优势在于：专业的投顾人员及体系+优势的投研能力。在服务水平方面，券商常年为高净值客群提供一对一服务，投顾服务经验较丰富，众多的线下网点及成熟的理财顾问团队，也为券商发展线下投顾占得先机，可逐步向成熟市场的线下人工投顾+线上智能投顾混合模式迈进，在不大幅提高成本的前提下，满足高中低客户对服务水平的需求。为客户介绍优秀产品的同时，给客户id提供资产全面配置的服务。

表：各类型机构投顾专业能力比较

| 类型      | 自身投研能力                          | 投顾服务经验                        |
|---------|---------------------------------|-------------------------------|
| 基金公司    | 强：资产管理经验丰富，多拥有FOF产品管理经验，投研团队能力强 | 较弱：新建体系，投顾团队人数相对较少，前期以智能投顾为主。 |
| 证券公司    | 强：拥有财富管理经验，自身投研能力较强             | 强：多年证券投顾服务经验，有相对专业的团队         |
| 银行      | 较强：擅长固收类投资，权益投资                 | 强：多年理财顾问服务经验，团队构建成熟           |
| 第三方销售机构 | 较弱：销售机构，自身投研能力弱                 | 较强：智能投顾为主，主要通过IT技术来实现服务       |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表：证券公司账户管理功能优化试点（2021.04）

|            |  |
|------------|--|
| 建立综合客户账户   | 基于客户统一身份识别的综合客户账户，将同一客户名下的资金账户、证券账户进行关联管理，支持客户一键查询资金、证券等资产情况。          |
| 支持同名账户资金划转 | 支持客户通过签约方式开通同名资金账户划转功能，允许同一客户不同资金账户间进行资金归集调整。                          |
| 允许分类账户管理   | 支持客户根据自身需要，在综合账户体系下设置分类管理资金子账户，证券公司结合客户需求提供针对性的交易服务（如试点中的公募基金投顾业务子账户）。 |

资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 3 投：产品与投资能力：自有产品生产和产品线引入、筛选

- 产品线引入和筛选能力：券商代销金融产品形成以公募及私募产品代销、券商资管为基础，以大类资产配置、基金专户等为业务形态的体系。以中信证券为例，官网公示产品数量为：私募证券投资基金913、资管产品729、信托计划177、基金专户（子公司）121、保险产品11、私募股权投资基金2、其他产品23。
- 自有产品生产能力：与银行、基金公司不同，除了券商系独有的收益凭证，各券商纷纷推出重点产品：中金财富精心打造“中国50计划产品池”，招商证券推出“私募50”和“公募优选”产品池，打造精品产品超市。

表：部分券商代销金融产品类别

| 产品       | 中信证券 | 中金公司 | 华泰证券 | 国泰君安 | 广发证券 | 兴业证券 |
|----------|------|------|------|------|------|------|
| 私募股权投资基金 | √    | √    |      |      | √    | √    |
| 私募证券投资基金 | √    | √    | √    | √    | √    | √    |
| 公募基金     | √    | √    | √    | √    |      | √    |
| 券商资管     | √    | √    | √    | √    | √    | √    |
| 信托计划     | √    | √    | √    | √    | √    | √    |
| 保险产品     | √    |      |      | √    |      |      |
| 基金专户     | √    | √    | √    | √    | √    | √    |
| 期货公司产品   | √    | √    | √    | √    | √    |      |

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 3 投：产品与投资能力：打造自身竞争优势

- 一是加快公募化产品改造。为满足资管新规要求，券商加快大集合改造，丰富零售资管产品体系。
- 二是客户范围逐步全覆盖。2020年报显示头部券商将重点放在机构客户营销方面。
- 三是完善自身产品线。头部券商均表示将加强全产品、全景式的产品体系，充分满足各类客户需求，实现综合化发展；中小券商资管业务更需要进行专业化和差异化发展。

表：部分券商2020年报披露的资管新动向

|      | 加快公募化产品改造       | 客户范围逐步全覆盖                              | 完善自身产品线   |
|------|-----------------|--|---|
| 广发证券 | 完成6只大集合产品的公募化改造 |  | 除了常规产品，还进一步覆盖到了量化投资和跨境资产。                         |
| 招商证券 | 完成1只大集合产品的公募化改造 |  | 在科创主题、固收+、定开债等产品发行上实现突破                           |
| 中信建投 | 完成1只大集合产品的公募化改造 |  |   |
| 中信证券 |                 | 确立“立足机构、做大销售”的客户开发战略。                  | 2020年重点开拓长期资金、净值化产品、含权产品，2021年重点发展“固收+”及权益等多资产模式。 |
| 华泰证券 |                 | 大力营销社保、年金、银行及理财子公司、企业客户，为其提供资产配置和委外业务。 |   |
| 中金公司 |                 | 进一步覆盖境外机构客户；加大银行代销等零售渠道。               |   |

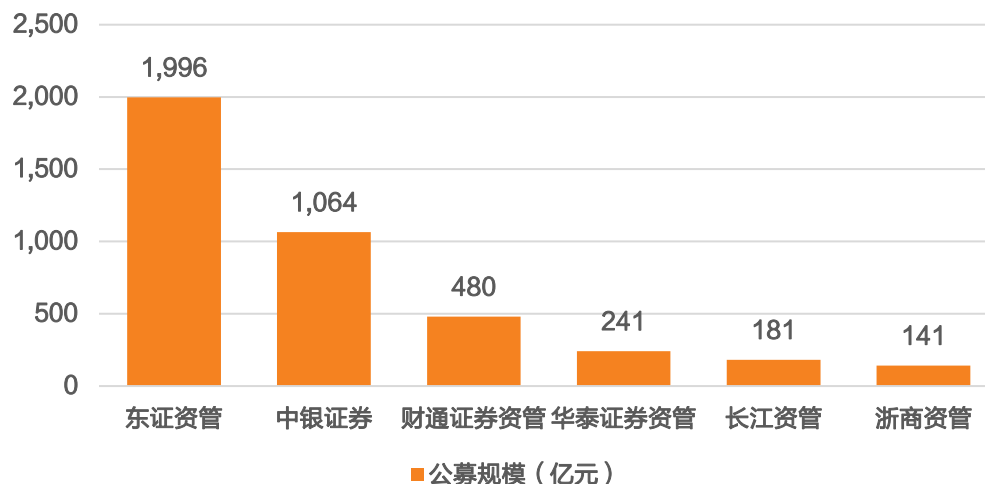
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2 大财富管理业务的三大能力

### ■ 3 投：产品与投资能力：牌照优势

- 券商在资本市场拥有各项业务牌照，具备连接资金端和资产端的天然优势。券商的资管业务可与券商其他业务板块进行串联、整合和统筹，将原本孤立的盈利模式转变为全业务链整合盈利模式。
- 截止2021年1月3日，持有公募基金牌照的券商系队伍已增至14家：华融证券、山西证券、国都证券、东兴证券、北京高华、中银证券6家券商，以及东证资管、浙商资管、渤海汇金、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管、国泰君安资管8家券商资管子公司。

图：部分持有公募牌照的券商的公募规模（2020底）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

2.1 发展现状

2.2 三大能力

2.3 未来展望

2.4 推荐标的

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

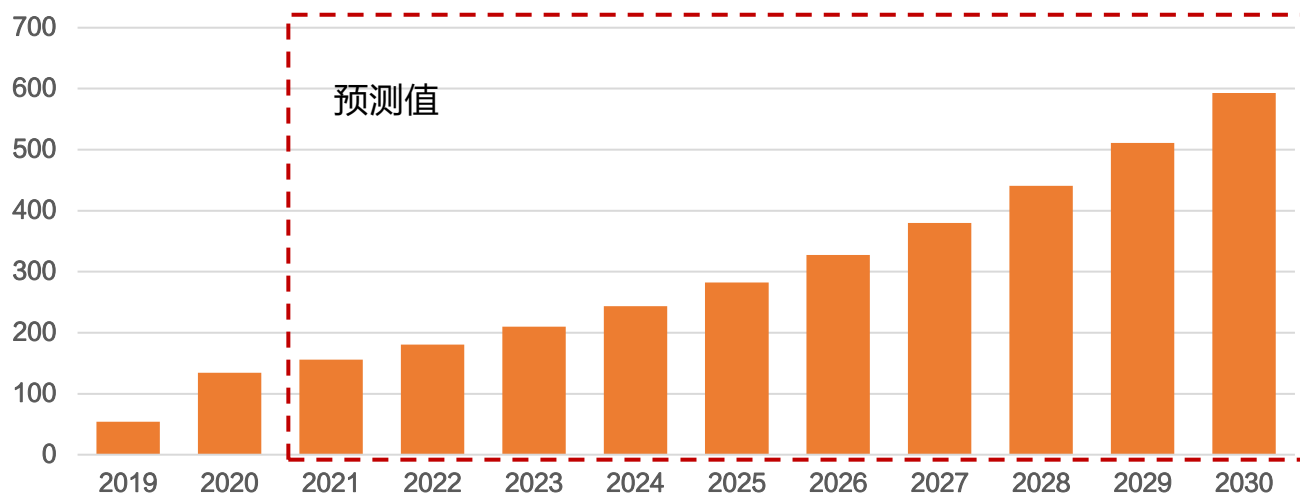
第四节 展望：三分天下，各有所长

## 2.3 对未来的展望和总结

### ■ 1金融产品代销业务：重要性日渐提升

- **金融产品代销业务的重要性日渐提升：**第一，在券商分类监管规定中，增列了财富管理加分项，其中代销金融产品业务收入是一项观察指标；第二，目前市场多以金融产品代销作为券商财富管理转型成效的重要观察指标，也让代销业务的重要性有所提升；第三，券商代销私募基金、代销“定制化”公募基金为券商代销业务创造独特竞争优势，打开差异化创新道路。
- 我们粗略预测未来十年券商代销金融产品收入，假设未来10年券商代销金融产品收入的复合增速为16%，预测2030年末券商代销金融产品收入将达到592.81亿元。

图：券商代销金融产品收入预测（亿元）



资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

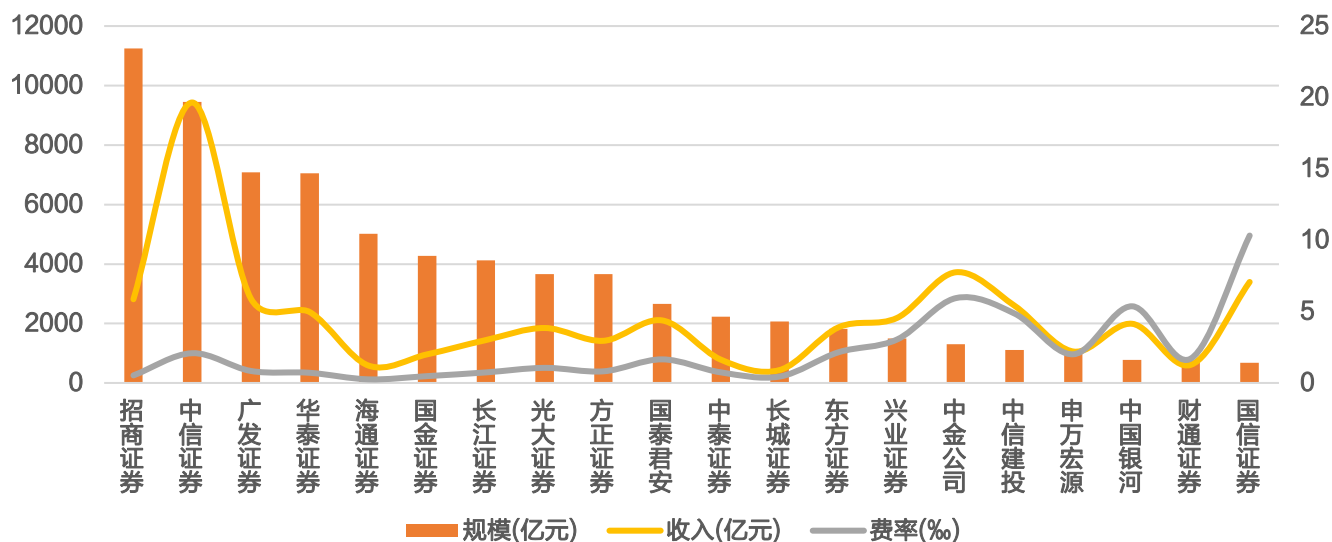


## 2.3 对未来的展望和总结

### ■ 2 金融产品代销业务：申购赎回费率

- 统计38家披露了相关信息的上市券商，上市券商2020年代销金融产品费率约是3.6%。
- 销售规模排名靠前的券商分别为：招商证券、中信证券、广发证券、华泰证券、海通证券；2020年全年销售规模分别为11251, 9447, 7088, 7053, 5016亿元，费率为0.52%，2.08%，0.83%，0.71%，0.25%，除中信证券的费率水平较高，一般费率都不超过千分之一。
- 根据券商的历年统计数据来看个别券商下调了部分产品的费率，但总体基本保持稳定，费率变化幅度较小。未来预计也不会有较大幅度的变动。

图：券商代销金融产品规模Top20费率（2020年）



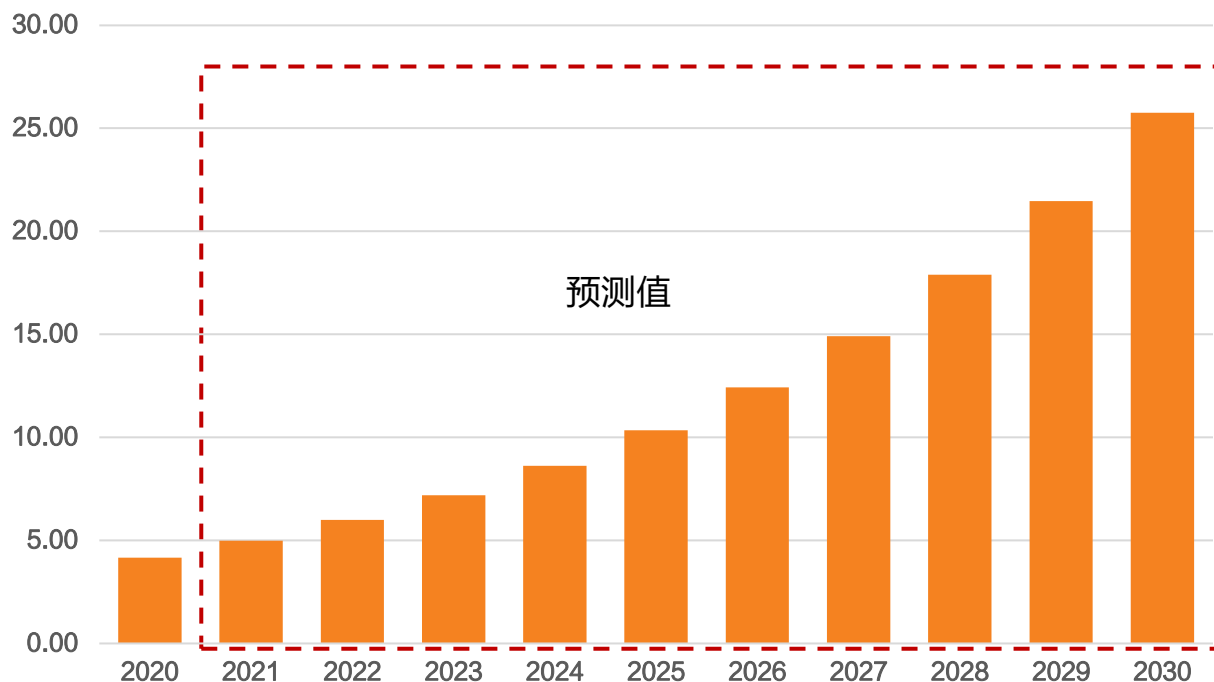
资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2.3 对未来的展望和总结

### ■ 3 投顾行业竞争终将回归投资能力竞争

- 短期来看，各投顾业务试点机构在客户基础、销售渠道、投研能力、服务能力、产品丰富程度等方面都有一定差距，但随着各机构的不断发展，未来差距会慢慢缩小。未来哪方投顾机构能吸引更多客户，便抢占市场份额，而这取决各机构的投研团队在资产配置和策略产品构建上的能力。
- 我们粗略预测未来十年券商系公募基金管理规模，假设未来10年的复合增速为20%，粗略算得2030年末主要券商系公募基金管理规模将达到26万亿元。

图：券商系公募基金管理规模预测（万亿元）



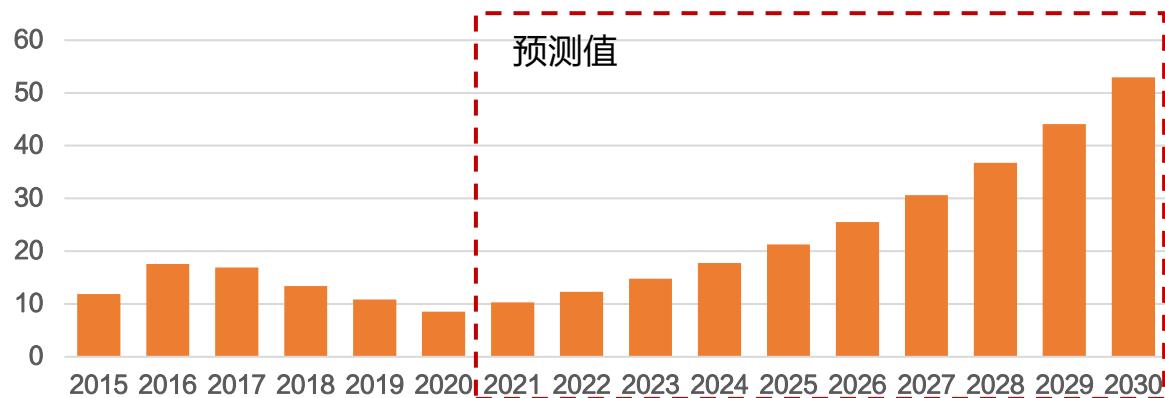
资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

## 2.3 对未来的展望和总结

### ■ 4 资管公司发展路径：从债券投资向组合、权益投资进阶 名品一名牌一明星

- **牌照特点：**以私人银行高净值客户、机构客户为目标。第一，公募基金享有税收优惠，在与银行自营等机构客户的委外合作中独具牌照优势；第二，私募牌照偏个性化、定制化的调性，适合为高净值和大型机构客户进行目标定制。
- **资源禀赋：**具备多资产、多策略、多工具的组合投资能力。第一，权益行业通用做法：事业部制、收入分成等高激励；第二，尊重资管公司历史形成的人力资源配置和激励考核文化，不搞颠覆式。
- **行业趋势：**布局低波动低回撤的绝对收益赛道。第一，大众财富管理进入平权化时代，产品选择高度品牌化、明星化；第二，大众财富管理开始选择用公募FOF实现对固定收益理财的替代；第三，私人银行领域急需用差异化工具进阶，实现对非标信托的替代。
- 我们粗略预测未来十年券商资管规模，假设未来10年券商资管规模的复合增速为20%，粗略算得2030年末券商资管规模将达到52.9万亿元。

图：券商资管规模预测（万亿元）



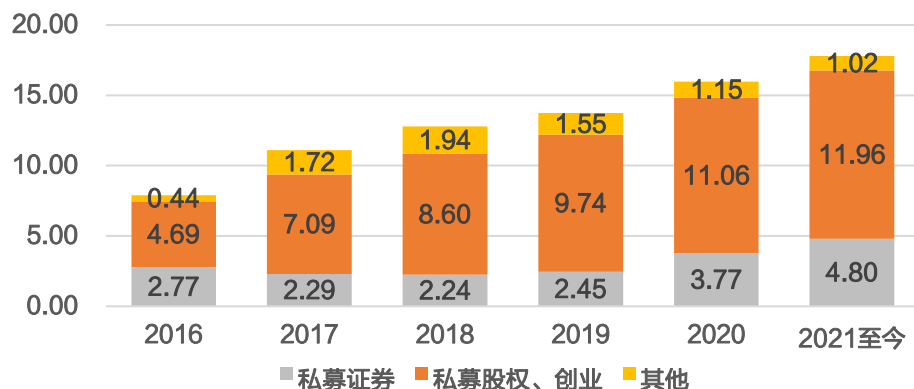
资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

## 2.3 对未来的展望和总结

### ■ 5 私募基金大发展利好券商财富管理业务增长转型

- 券商是私募基金销售的重要渠道，私募基金大发展充分利好券商代销业务。券商财富管理转型加速，代销能力受私募基金青睐。据《证券时报》数据显示，2020年中信证券私募代销规模接近800亿，保有量超过千亿；银河证券私募产品代销规模突破300亿元，保有规模约500亿元。
- 信托、第三方财富管理机构向私募基金转型。金融严监管背景下，信托机构、第三方财富管理机构传统主营的通道型被动管理业务严重受限，提升主动管理能力、向私募基金模式转型成为创新转型的重要途径。中基协数据显示截止2021年6月2日，共有25家信托机构获得私募基金管理人资质，合计管理基金数量123只。随着2021年资管新规逐步落地，信托、第三方财富管理机构私募基金的快速转型将不断提振私募基金发展势头，为券商私募基金代销业务持续注入活力。
- 互联网金融客户需求与私募基金产品存在错配，券商有望抢占市场先机。互联网金融平台大众客户比例较高，与私募产品瞄准高净值客户的思路不兼容，券商在私募代销中存在天然优势。

图： 私募基金市场规模统计（万亿）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

表：2020年代表券商私募基金代销规模与保有量

|         | 中信证券   | 银河证券  |
|---------|--------|-------|
| 代销规模（亿） | 800左右  | 300左右 |
| 保有量（亿）  | 超过1000 | 500左右 |

资料来源：《证券时报》，天风证券研究所

# 目录

**第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容**

**第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量**

2.1 发展现状

2.2 三大能力

**2.3 未来展望**

2.4 推荐标的

**第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值**

**第四节 展望：三分天下，各有所长**

## 2.4 推荐标的 ■ 广发证券：财富管理与投资管理双重驱动龙头券商

➤ **战略聚焦财富管理，代销金融产品能力显著提升。**广发证券持续以财富管理、机构经纪、科技金融和综合化为四轮驱动，着力提升代销金融产品能力，2020年财富管理板块实现营业利润63亿元，同比+60%，主要业务板块中增速最高。广发证券代销金融产品筛选流程形成完整闭环，涵盖后台产品中心、中台财富管理平台、前台机器人投顾与专业人工投顾相结合的分层管理体系，旗下控股广发基金、参股易方达基金保障优质产品源头，21Q1公募基金保有规模证券行业排名第二。

➤ **投资管理领先同业，发力布局主动管理赛道。**公募双子星引领投资管理业务增长，截至2021年一季度，易方达基金、广发基金的非货币理财公募基金月均规模分别为0.93万亿元和0.57万亿元，行业分列第一、第三。广发资管整合三大优势，着力布局主动管理与资产配置赛道，2020年底资产管理规模自资管新规后实现正增长达到3000亿，主动管理资产月均规模排名第六。

➤ **公开发行公司债传递积极信号，衍生品业务成为重资本业务发展重点。**风险事件受限后广发证券首次申请500亿额度公募公司债，我们认为这是向市场释放积极信号，以及置换高成本私募债降低公司用资成本。对于需要扩充资本规模的重资本业务而言，衍生品业务的发展有望拉动券商资金需求并且推动杠杆提升。

➤ **我们预计广发证券2021年-2023年的归母净利润为121.4亿元、145.9亿元、169.2亿元，同比增长21.0%、20.1%、16.0%，ROE分别为11.5%、12.7%、13.5%，维持“增持”评级。**

## 2.4 推荐标的 ■ 中金公司：兼具价值与成长属性的投行龙头

- **中金公司的 $\beta$ 更小：**中金公司拥有持续稳健的盈利能力，尤其是能够穿越牛熊，在市场弱势阶段依然能够保持盈利的稳定性。2017-2019年间，公司加权ROE水平分别超过行业2.34/5.27/3.35pct。中金收入构成中来自于投资收益、投行业务的比例高于其他头部券商，这类业务的增长相对稳定。股票业务因在地域上实现海内外跨境结合，在产品上运用公司资产负债表为专业投资者提供主经纪商、金融衍生品以及做市等多种创新产品服务，在收入来源上基本实现了海内外多产品收入并举的布局。
- **中金公司的 $\alpha$ 更大：**中金公司拥有领先的业务能力，优质的客户群体。我们判断行业的业绩增长大概率是依靠机构业务，包括衍生品、私募股权投资、融券和投行业务等，机构业务集中化趋势渐显（场外衍生品新增交易的集中度高于75%）。券商的业务军备竞赛日趋激烈，包括补充资本金、争夺核心人才（投行、研究所）、加码信息技术投入等。中金抓住资本市场发展的机遇，强化自身在机构业务的竞争优势。中金已与腾讯数码合资设立金融科技子公司——金腾科技信息（深圳）有限公司，旨在融合中金的金融业务优势和腾讯在用户群体、科技生态的优势，探索数字化财富管理新模式。2020年9月，中金推出“A+基金投顾”服务，将财富配置业务推广到广泛的客群。
- **我们认为中金公司相对于其他证券公司具有较明显的差异，公司正经历新一轮资产扩张周期，盈利增速和经营效率均有望领跑同业。**我们预计中金公司2021年-2023年的归母净利润为97.7亿元、121.3亿元、145.1亿元，同比增长35.6%、24.1%、19.6%，ROE分别为13.2%、14.5%、15.2%，维持“买入”评级，同时建议关注中金H股。



### 3 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管， 未来在于深耕高净值

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

## 3.1 发展现状

### 3.2 三大能力

### 3.3 未来展望

### 3.4 推荐标的

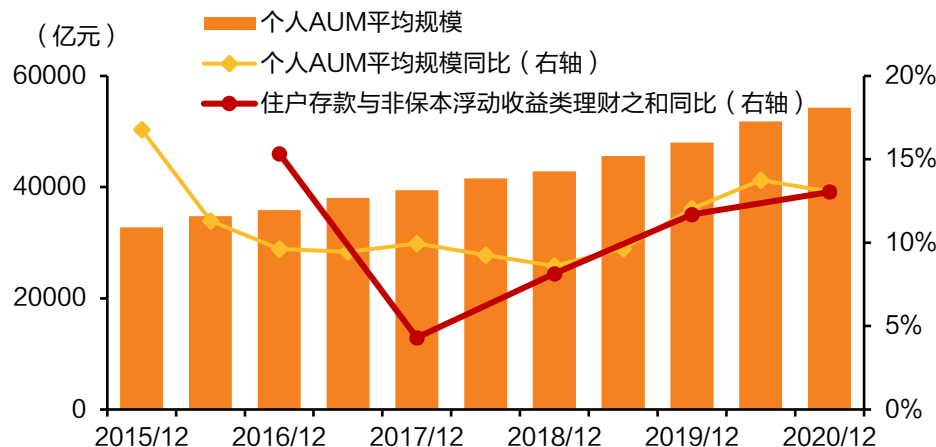
第四节 展望：三分天下，各有所长

## 3.1 银行财富管理业务的发展现状

### ■ 1 规模分析：个人客户AUM和财富管理收入扩张

- 银行的个人客户AUM包括表内个人存款和表外代销理财、基金、保险、贵金属等。根据后文测算，2020年底规模约为172万亿元。考虑到数据可得性和连续性，我们以存款类金融机构住户存款+非保本浮动收益类银行理财产品资金余额近似代表整体行业规模走势。
- 2019年以来，随着监管态度趋于缓和，上市银行乃至整体银行业个人AUM增速均有所回升。
- 银行财富管理收入同比增速改善。考虑到数据可得性，我们以披露相关数据的招商银行为例。随着资管新规影响减弱、代销费率企稳，招商银行财富管理手续费收入同比增速于2020年由负转正。

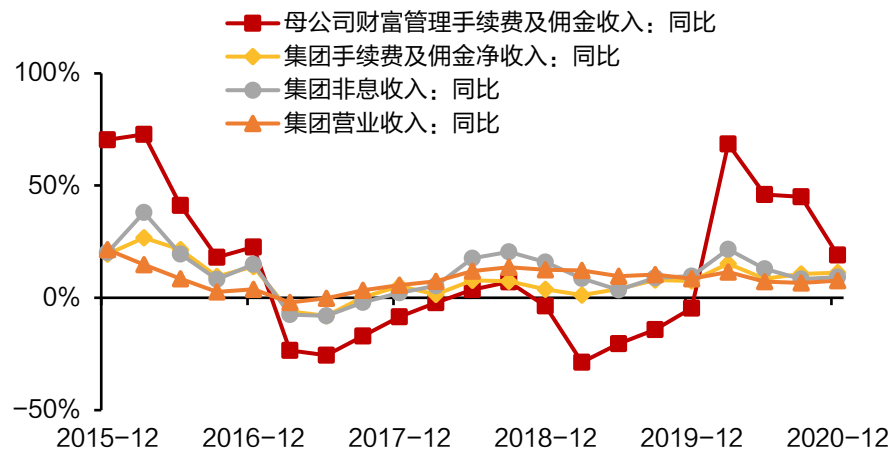
图：个人AUM规模增速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：样本采用数据完整性较高的工商/交通/招商/中信/兴业/民生/平安银行

图：招商银行财富管理收入增速改善



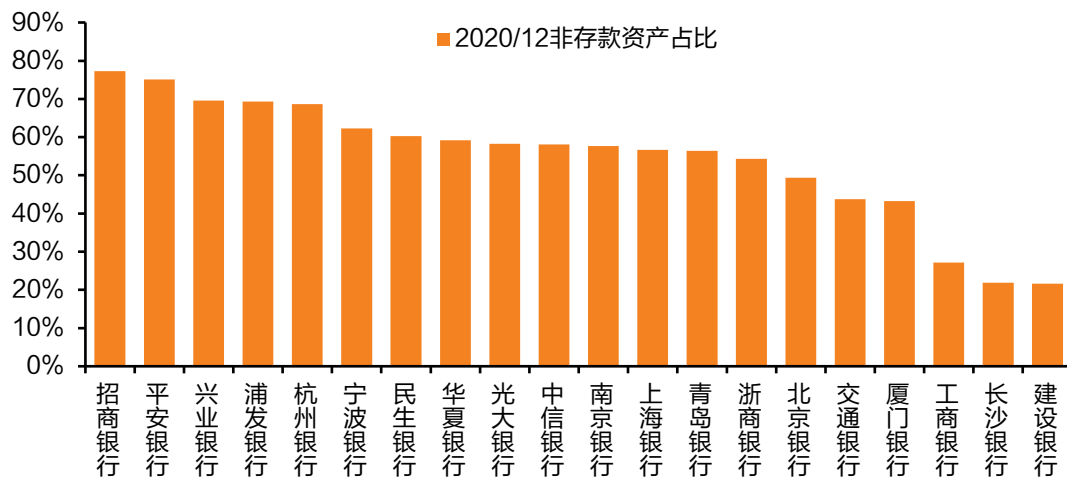
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.1 银行财富管理业务的发展现状

### ■ 2 结构分析：股份行和城商行积极拓展表外财富管理业务

- 银行的个人AUM中表外非存款资产（如代销理财、基金、保险、贵金属等）占比较高，意味着公司积极拓展表外资产管理规模，在财富管理业务方面表现较好。
- 大多数上市银行个人AUM中的非存款资产占比超过50%。截至2020年末，大型银行的个人AUM多以存款为主，而股份制银行和城商行则多以非存款资产为主。在样本银行中，招商银行的表外非存款资产占比最高，为77.27%，建设银行最低，为21.65%。

图：上市银行个人AUM中非存款类资产占比普遍较高



资料来源：公司年报，天风证券研究所

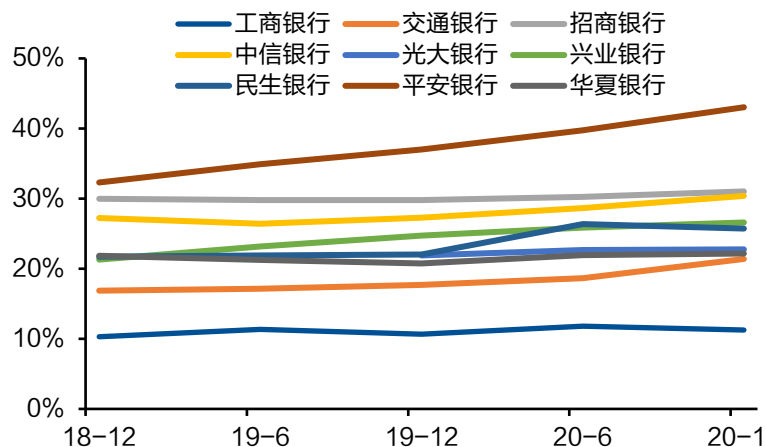
注：考虑到数据可得性，选取披露完善的20家上市银行作为分析样本

# 3.1 银行财富管理业务的发展现状

## ■ 2 结构分析：客户经营向高净值的私人银行倾斜

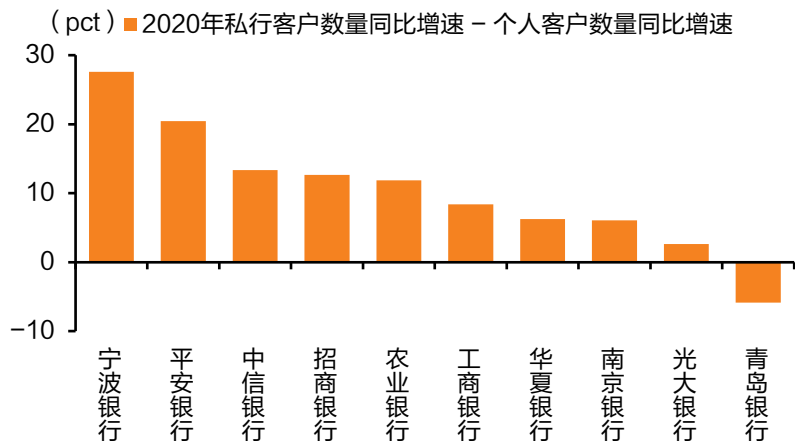
- 私行AUM占个人客户AUM的比例处于上升态势。近年来，上市银行的私人银行AUM长期保持双位数较快增长，占个人AUM的比例普遍提升。以数据较为完整的2018-2020年为例，平安银行、兴业银行、交通银行的私行AUM占比分别提升了10.70pct、5.30pct和4.56pct。
- 私人银行客户数量增速相对较快。截至2020年末，在数据披露相对完整的10家上市银行中，有9家银行的私人银行客户数量同比增速高于零售客户同比增速。私行已成为多数银行客户布局中的重要发力点。

图：私人银行AUM / 个人客户AUM



资料来源：公司年报，天风证券研究所  
注：考虑到数据可得性，选取数据较为完善的9家上市银行进行分析

图：客户布局向私人银行倾斜



资料来源：公司年报，天风证券研究所  
注：部分上市银行未披露2020年私行客户或个人客户数据，另有部分银行因统计口径变化而不可比

# 目录

**第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容**

**第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量**

**第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值**

3.1 发展现状

**3.2 三大能力**

3.3 未来展望

3.4 推荐标的

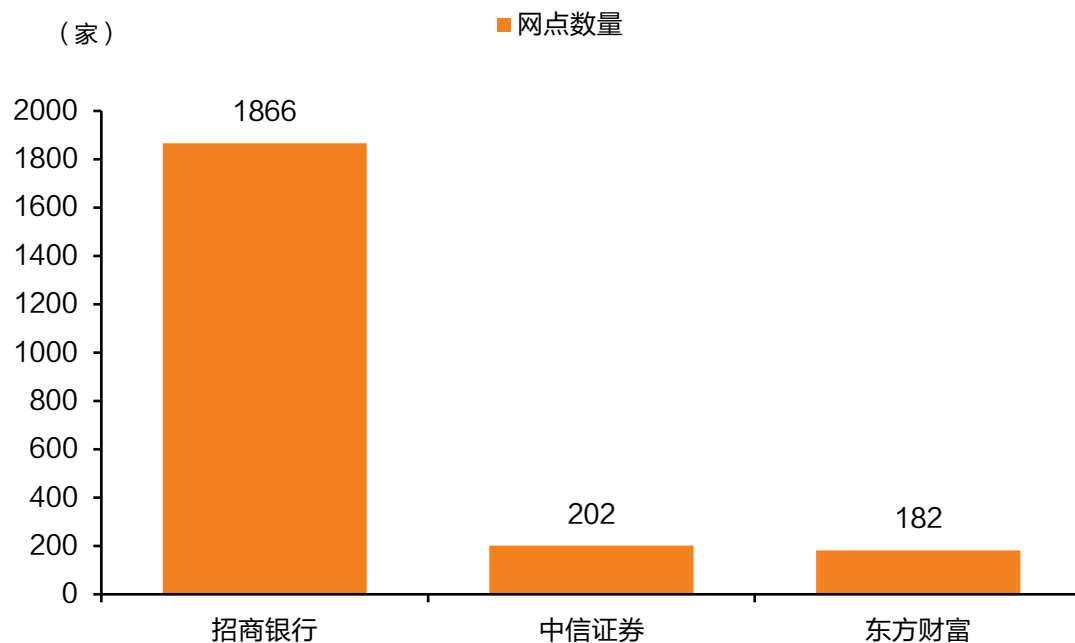
**第四节 展望：三分天下，各有所长**

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 1 流量能力：渠道优势显著

- **银行渠道优势显著。**从网点数量来看，银行的网点数量远高于其他行业。例如，截至2020年末，招商银行的网点数量1866家，相当于中信证券的9倍和东方财富的10倍左右。银行丰富的线下网点为给客户提供面对面的个性化服务打下了坚实的基础。

图：2020年末的网点数量对比



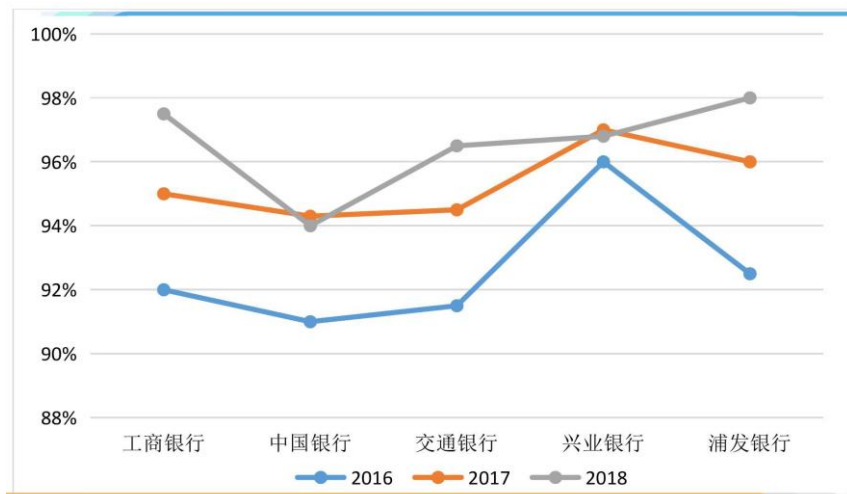
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 1 流量能力：一体化建设推进，月活相对较高

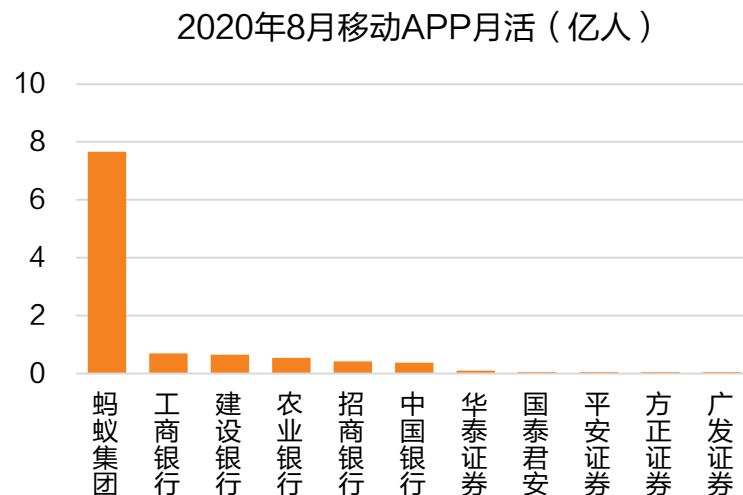
- **线上线下一体化体系建设。**由于线上渠道具有突出的便捷化特点。随着数字化转型持续推进，银行在巩固线下优势的同时，也顺应时代潮流，加强线上布局。近年来，大部分银行的网络金融渠道替代率呈逐年上升态势。
- **月活相对较高。**在易观咨询的统计口径下，2020年8月，蚂蚁集团的月活客户数量一马当先，传统商业银行由于客户数量较大，月活相对较高，领先于券商和第三方平台。

图：网络金融渠道替代率稳步提高



资料来源：中国银行业协会《2020中国银行业理财业务发展报告》

图：除蚂蚁集团外，银行月活相对较高



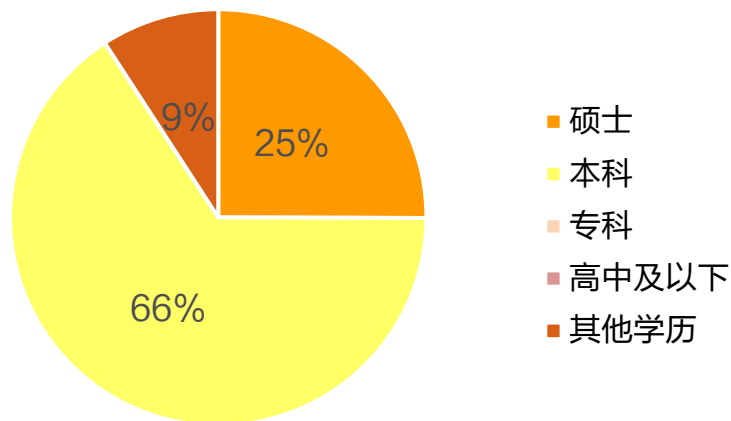
资料来源：蚂蚁集团2020招股书、易观咨询《2020年8月份移动APPTOP1000榜单》，天风证券研究所

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 2 顾问与陪伴能力：员工数量领先，专业水平有提升空间

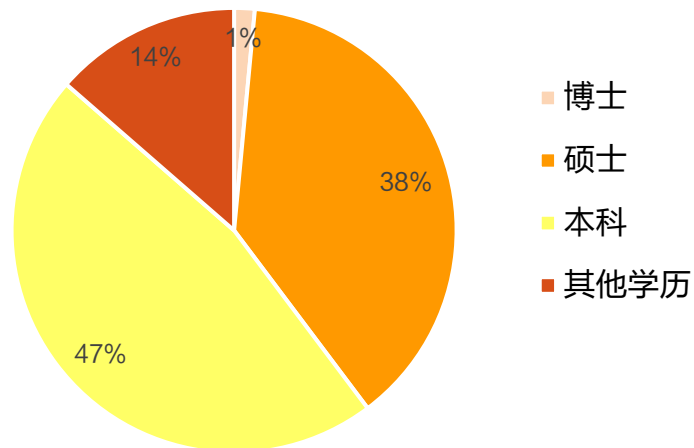
- **员工数量领先。**截至2019年末，证券公司已注册从业人员数量合计33.87万人，历史上长期不足同期银行业金融机构从业人数的10%。银行人员数量遥遥领先，以个体为例，截至2020年末，招商银行员工总数超过9万，而同期中信证券和东方财富员工数量分别不足2万和5千。
- **银行员工的专业水平具有提升空间。**从学历角度出发，证券公司的硕士及以上高学历从业人员占比高于银行，具备更强的专业性，高水平的人才队伍为其投研能力的提升提供助力。

图：2020年招商银行学历构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：2020年中信证券学历构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

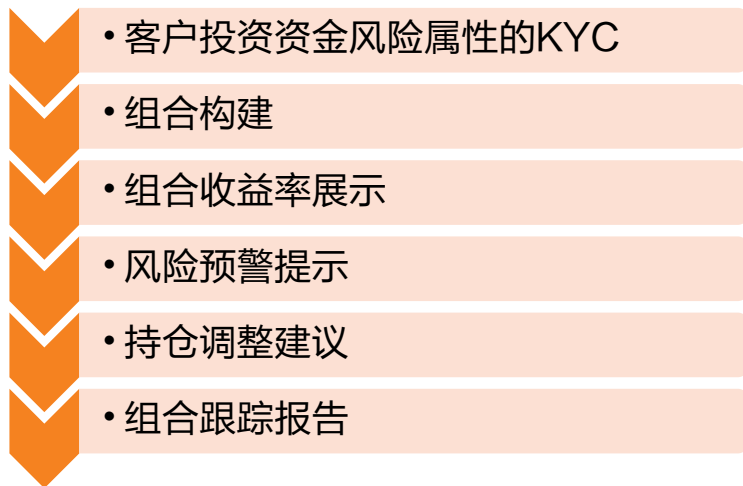


## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 2 顾问与陪伴能力：推出智能投顾，升级金融产品销售平台

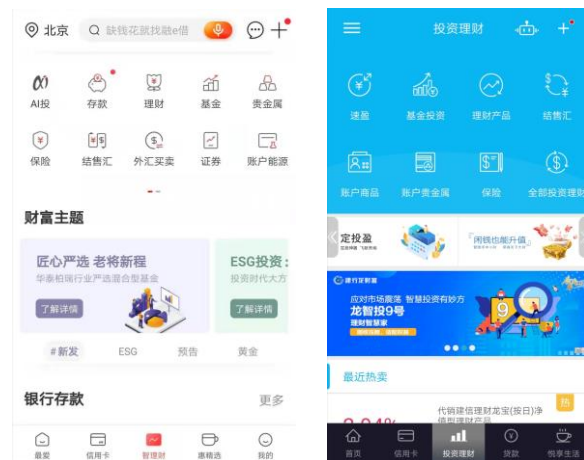
- 推出智能投顾。工商银行、建设银行、招商银行等银行纷纷推出智能投顾，以人工智能技术分析客户的收益与风险偏好，配备专业的财富顾问团队，为投资者提供全程陪伴和最优投资组合。
- 升级金融产品销售平台。银行APP是涵盖产品类型广泛、功能开放的产品服务平台，可以针对不同风险偏好、生命周期以及个性化资金需求，为客户提供包括现金货币类、固定收益类、股票类、保障类、另类投资在内的一站式、全方面的产品服务。在丰富产品和服务类型的同时，各家银行纷纷打造金融“生活圈”，增强客户粘性。

图：摩羯智投营运流程



资料来源：招商银行APP，天风证券研究所

图：工商银行和建设银行APP界面



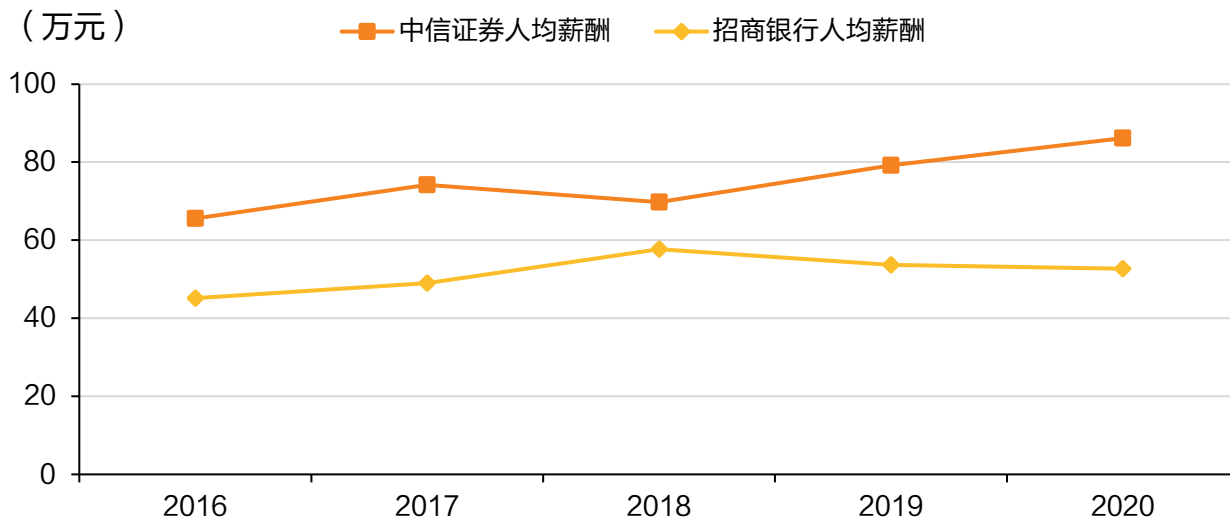
资料来源：工商银行APP，建设银行APP，天风证券研究所

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 2 顾问与陪伴能力：银行激励机制不足，理财子增添活力

- **银行的激励机制不足。**过去受银行整体经营管理的限制，银行理财部门激励机制存在不足。例如2020年招商银行人均薪酬52.66万，低于中信证券81.16万元的人均薪酬水平。
- **理财子公司相继成立，有望同时提升专业化程度和市场化水平。**截至2020年底，共有24家银行理财子公司获批筹建，其中20家已获批营业。由于理财子公司可以采取更加市场化的薪酬体系和激励制度，在产品和服务创新等方面也更具有活力，未来有望促进银行市场化发展和产品服务创新。

图：中信证券和招商银行人均薪酬对比



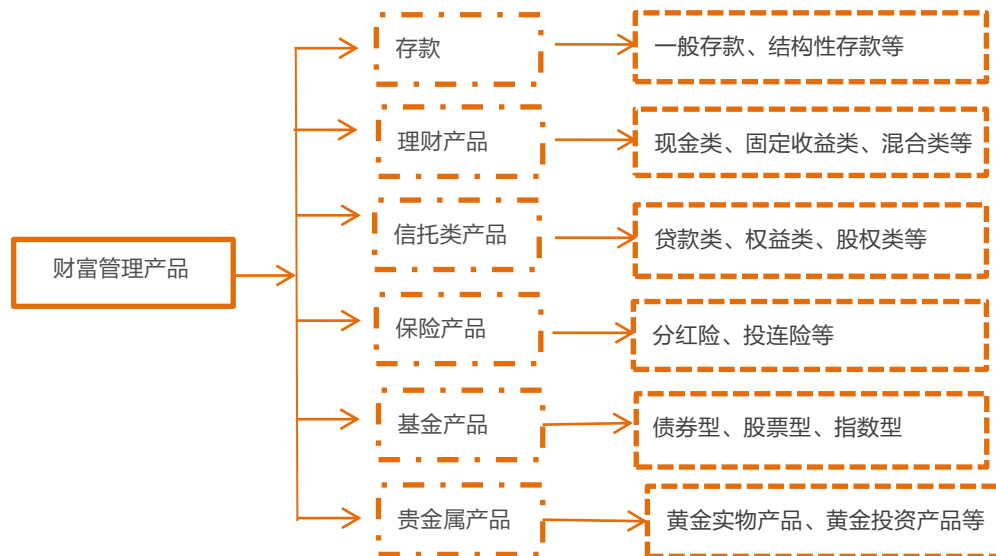
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

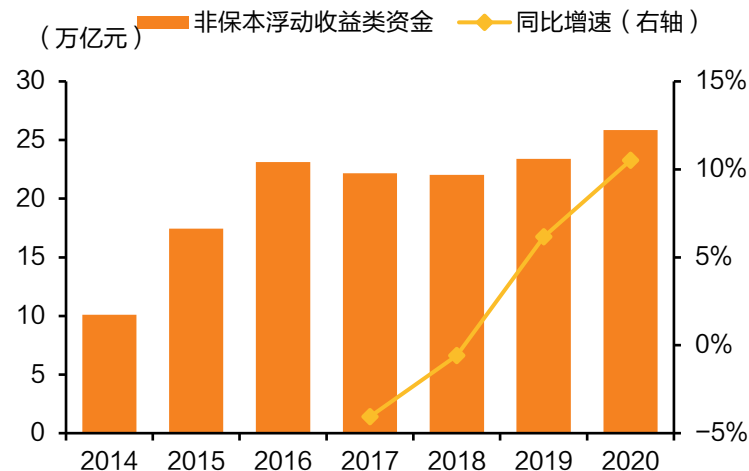
### ■ 3 产品与投资能力：财富管理产品类型丰富，规模稳步提升

- **财富管理产品类型丰富。**银行通过自营和代理等多种形式，为客户提供包括存款、理财产品、信托类产品、保险、基金、贵金属在内的财富管理产品和服务。产品体系多元化，投资范围广泛，能满足客户多样化的财富管理需求。
- **理财产品规模稳步提升。**2017年至今，银行非保本浮动收益类理财产品资金余额呈现上升态势，2020年末资金余额较2019年提升2.46万亿元至25.86万亿元。

图：银行财富管理产品分类



图：银行非保本理财规模和同比增速



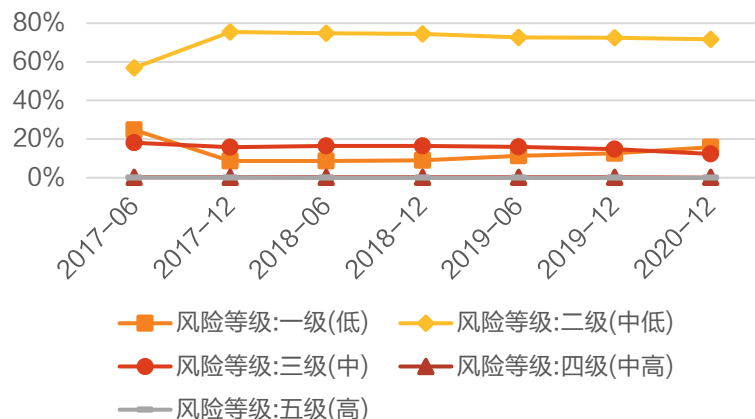
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 3 产品与投资能力：擅长风险较低的债券类投资

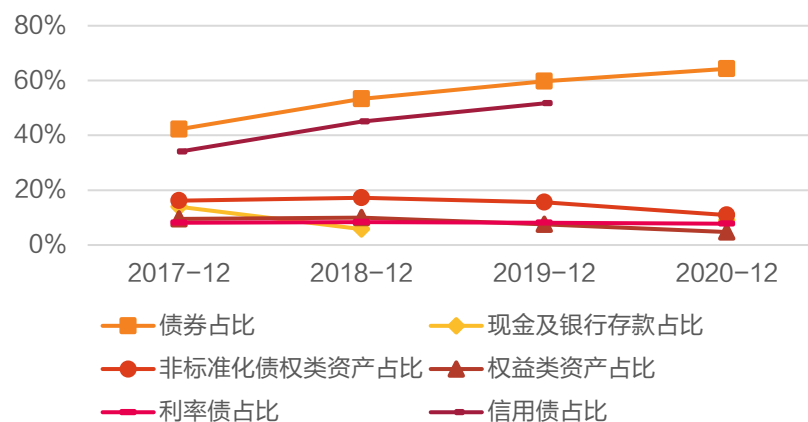
- ▶ **从风险等级来看：**银行非保本理财产品募集资金以中低风险（R2）为主，2020年占比高达71.71%，这也是银行理财业务的传统优势所在，而中高风险占比仅为0.12%。变化趋势方面，近几年理财产品资金向流动性更高、风险更低的品类（R1）倾斜。
- ▶ **从资产投向来看：**银行非保本理财产品主要投向债券资产（2020年占比64.26%）且占比逐年上升。其中，信用债占债券资产的比例超过80%。此外，银行理财资金还可以投向非标准化债券类资产，2020年占非保本募集资金的10.89%。

图：理财产品风险等级



资料来源：Wind，天风证券研究所  
注：2016年及之前统计口径：全部银行理财产品，2017年及之后统计口径：非保本银行理财产品

图：理财产品投资资产分布



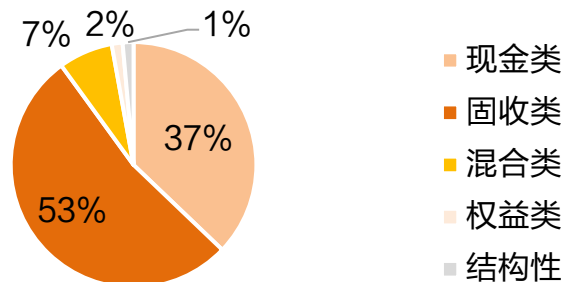
资料来源：Wind，天风证券研究所  
注：2016年及之前统计口径：全部银行理财产品，2017年及之后统计口径：非保本银行理财产品

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 3 产品与投资能力：招行为例—理财产品以低风险的现金和固收类为主

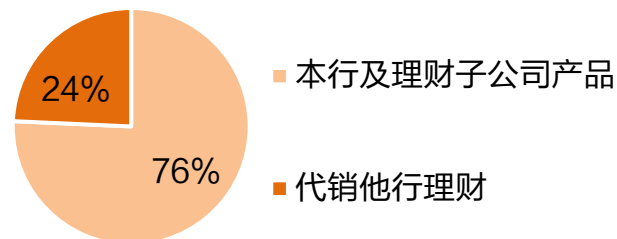
- 理财产品构成：以现金类与固收类为主
- 理财产品来源：以本行及理财子公司产品为主，代销他行理财产品为辅

图：招商银行自营与代销的理财产品类型分布



资料来源：招商银行APP，天风证券研究所  
注：数据统计日期为2021年5月18日

图：代销他行产品与自营及招银理财产品的占比



资料来源：招商银行APP，天风证券研究所  
注：数据统计日期为2021年5月18日

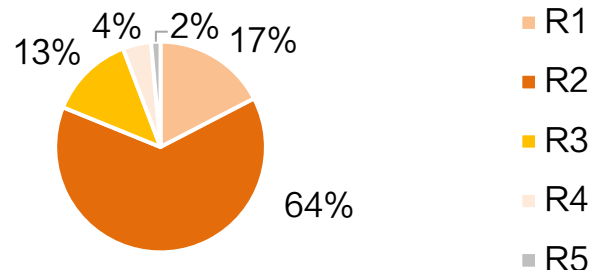
- 理财产品收益率：现金类理财收益率大致在3%上下，每周可赎的固收类理财收益率可达到4%以上
- 理财产品风险等级：主要集中于R2（中低风险）

表：招行及理财子公司固收类理财收益（披露近六月年化收益的产品）

| 投资期限       | 随时申赎  | 随时申赎  | 每周二可赎 | 每周二可赎 | 每周二可赎 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收益率（近6月年化） | 3.16% | 3.16% | 4.25% | 4.17% | 3.92% |
| 风险等级       | R2    | R3    | R3    | R2    | R2    |

资料来源：招商银行APP，天风证券研究所  
注：数据统计日期为2021年5月18日，R1-R5分别对应低风险、中低风险、中风险、中高风险、高风险

图：招商银行自营与代销理财产品的风险等级分布



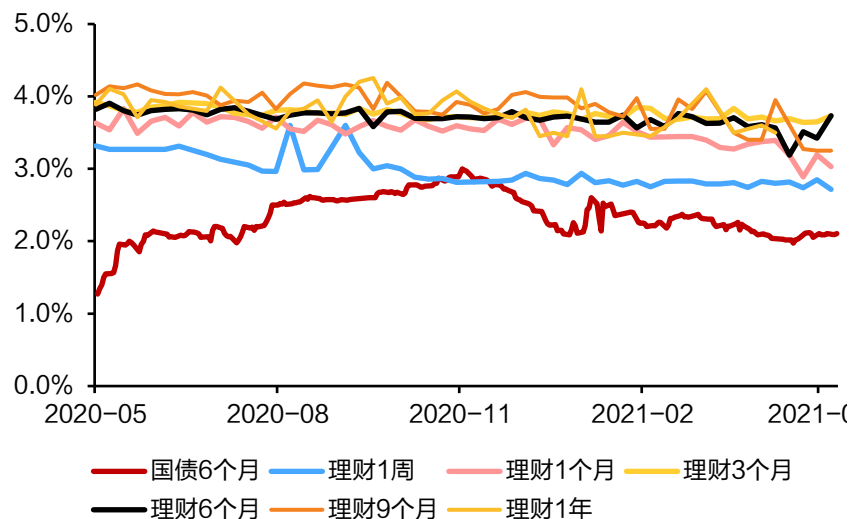
资料来源：招商银行APP，天风证券研究所  
注：数据统计日期为2021年5月18日，R1-R5分别对应低风险、中低风险、中风险、中高风险、高风险

## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

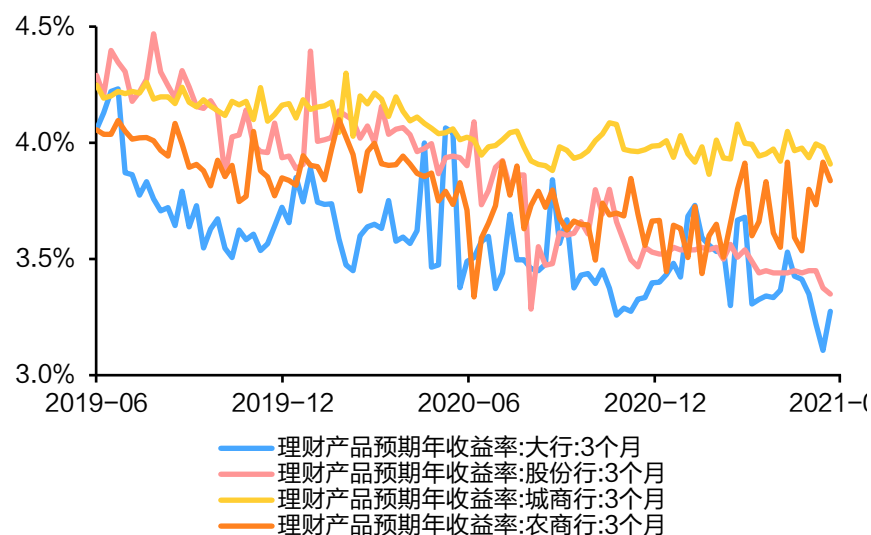
### ■ 3 产品与投资能力：理财产品收益率较为稳健，城农商行相对较高

- ▶ 分期限来看：截至2021年5月末，全市场理财产品1周至6个月预期年收益率区间为2.72%–3.73%。
- ▶ 收益率较为稳健：受利率市场化和资管新规净值化推进的影响，理财产品年收益率呈现下降趋势，但走势相较于同期限的国债收益率更为平稳，符合中低风险偏好的客户需求。
- ▶ 分类型来看：城商行和农商行的理财产品预期收益率相对较高，而大行的理财产品预期收益率则一直处于相对较低的水平。近两年，股份行3个月理财产品预期收益率降幅最大。

图：近一年不同期限理财产品预期年收益率



图：城农商行的理财产品预期收益率相对较高

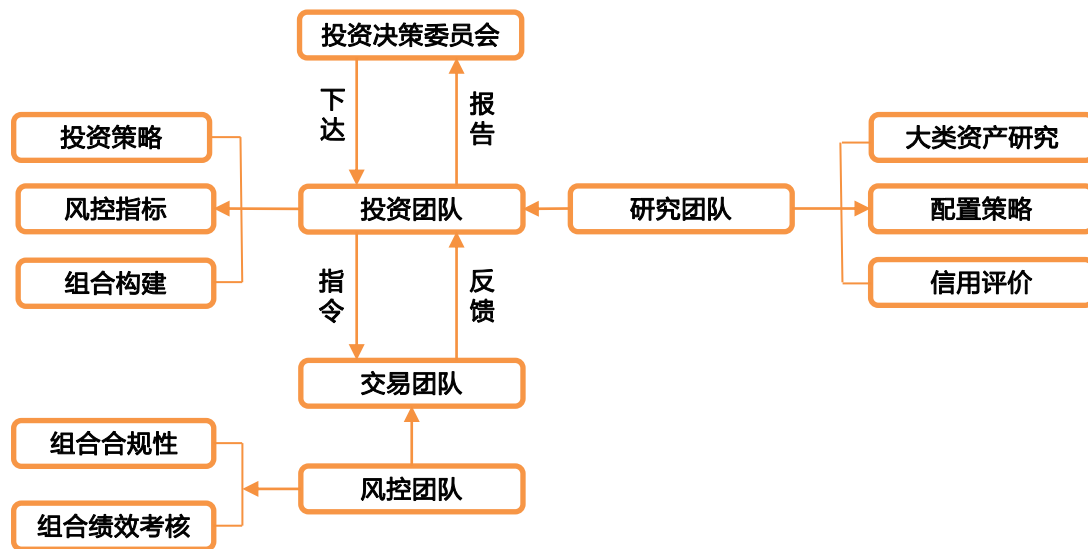


## 3.2 银行财富管理业务的三大能力

### ■ 3 产品与投资能力：银行投研体系尚不完善

- 银行投研体系尚不完善。从投研团队来看，目前仅部分银行配备了独立研究团队和专业的研究员，而大部分证券公司都设有研究院，投研人才储备充足。
- 银行开始构建研究体系，个别银行的研究能力已实现对外输出。比如兴业银行于2015年成立了国内首家独立的银行系研究公司“兴业研究公司”，按照市场化机制独立运作，于近两年内发布了逾400篇研报，通过为客户提供研报、行业解析等咨询服务，大幅度提高了兴业银行的理财服务质量。

图：银行理财投研体系构建思考



资料来源：普益标准，天风证券研究所

## 3.1 银行财富管理业务的发展现状

### ■ 3 产品与投资能力：代销费率比较稳定

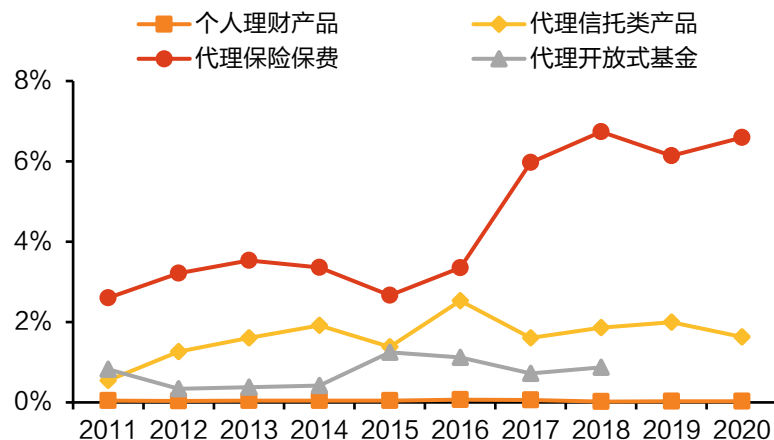
- 银行代销业务的收费方式主要包括申购和赎回费、投资管理费、销售服务费、托管费（通常为上一自然日理财计划净资产\*费率）、超额业绩回报、其他（如投后管理费、交易费、验资费、审计费、律师费、信息披露费、清算费、执行费用等，以实际发生为准）。
- 以招商银行为例，各类代销产品的整体代销费率大多呈现出先升后降的走势，近几年基本保持稳定。分产品类型来看，截至2020年末，代理保险保费的费率最高，在6.6%左右；而代理个人理财的费率长期保持最低水平，目前仅为0.03%左右。值得注意的是，代理销售额和据此测算的代销费率受资金周转次数影响。

表：招商银行代销产品收费标准示例

| 产品名称     | 招赢日日盈       | 青葵一年定开6号 | 招商国证生物医药指数基金   |
|----------|-------------|----------|--|
| 类型       | 现金理财        | 固收类理财    | 股票型基金  |
| 申购费率/年   | 0           | 0        | ①申购金额大于100万，每笔1000元；②50万-100万，0.05%；③小于50万，0.1%        |
| 赎回费率/年   | 0           | 0        | 持有期限：①<7日，1.5%；②7-365日，0.5%；③365-730日，0.25%；④>=730日，0% |
| 投资管理费率/年 | 0.30%       | 0.30%    | 1%   |
| 销售服务费率/年 | 0.10%-0.20% | 0.30%    | 0.00%  |
| 托管费率/年   | 0.02%       | 0.10%    | 0.22%  |

数据来源：招商银行APP，天风证券研究所

图：招商银行代销的各类财富管理产品的代销费率



数据来源：Wind，天风证券研究所

注：代销费率=代销收入/代理销售额，受资金周转次数影响较大



# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

3.1 发展现状

3.2 三大能力

**3.3 未来展望**

3.4 推荐标的

第四节 展望：三分天下，各有所长

### 3.3 对未来的展望

#### ■ 1 银行业财富管理的未来发展方向

## 银行财富管理业务的未来

1、根据自身资源禀赋选择合适战略定位：主要包括资管分销商模式、全能管理者模式、精品店三种模式

2、重点提升五种能力：大类资产配置能力；产品创设能力；客户触达能力；全面风险管理能力；金融科技能力

3、加强人才队伍建设：搭建系统化的培训、资质认证、晋升和外部引进机制

4、完善客户关系管理：以客户为中心 建立清晰的客户分层分类管理体系，精准满足客户差异化需求

5、布局特色产品线：主要包括养老型产品、ESG主题类产品、指数型产品和FOF及多资产配置型产品等

6、建设境内外一体化的服务体系：满足日益提升的跨境配置需求，充分发挥语言、文化优势

7、发力理财业务：相比于代销市场，银行对理财业务具有更高的自主性，可缓解来自其他财富管理机构的竞争压力

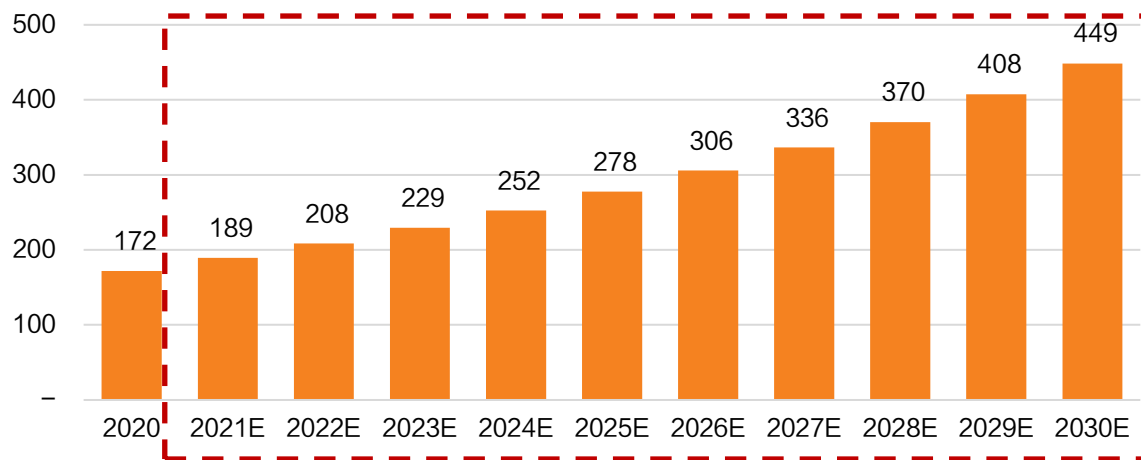
8、实现产品全生命周期管理

... ..

### 3.3 对未来的展望 ■ 2 银行业未来10年财富管理规模测算

- **初始值：**根据我们测算，截至2020年末，上市银行个人存款占个人AUM的比例约为54%，由于存款类金融机构本外币住户存款（主要为银行个人存款）约为93.44万亿元，我们粗略估计银行业个人AUM（财富管理规模）约为172万亿元。
- **年均复合增速：**我们假设未来10年银行业财富管理规模的年均复合增速与财富管理市场整体增速保持一致（根据后文测算约为10.06%），则2030年末银行财富管理规模将提升至449万亿元。
- **值得注意的是：**由于不同银行资源禀赋不同，我们预计未来银行业内部将呈现结构分化，具有零售先发优势的头部银行有望获得更高增速。

图：银行财富管理规模预测（万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

# 目录

**第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容**

**第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量**

**第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值**

**3.1 发展现状**

**3.2 三大能力**

**3.3 未来展望**

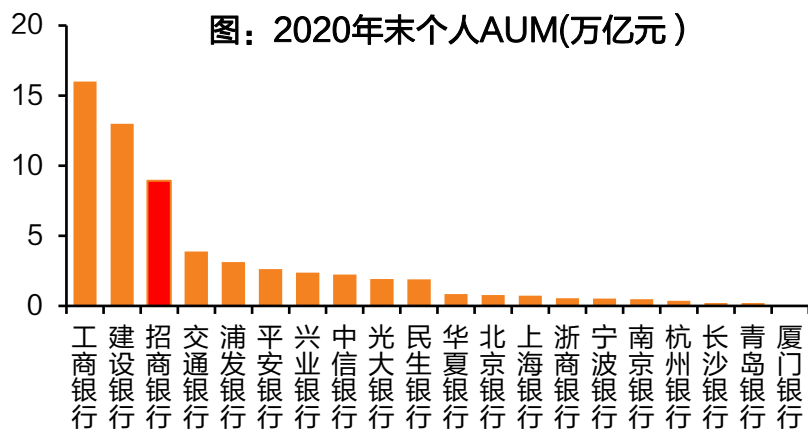
**3.4 推荐标的**

**第四节 展望：三分天下，各有所长**

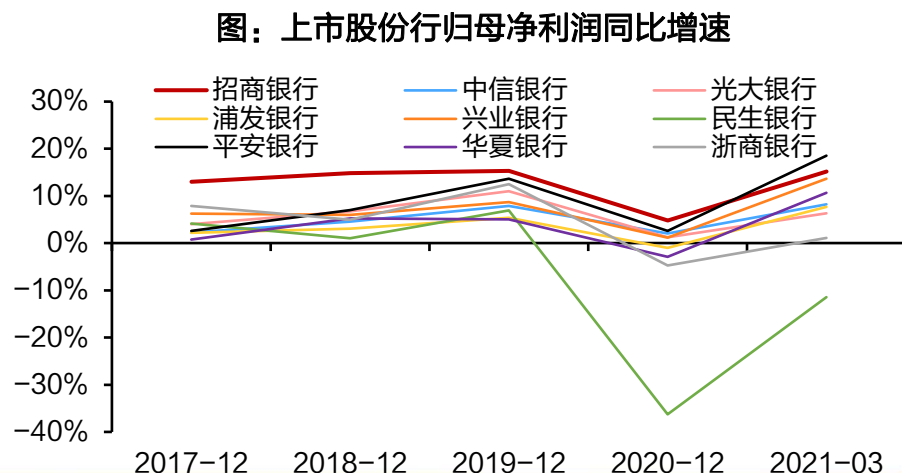
### 3.4 推荐标的

#### ■ 招商银行：业绩增速领先的私行龙头

- **客户基础优秀，私行龙头地位稳固。** 2020年末个人客户 AUM 在已披露数据的上市银行中位居前三，私行 AUM 位居同业之首，率先抢占财富管理的竞争高地。
- **战略聚焦财富管理，加快推进科技赋能。** 公司聚焦财富管理、金融科技、风险管理三个核心能力，围绕“打造大财富管理体系”的工作主线，加大科技赋能、产品创新、人才培养与引进，2020年信息科技投入同比增长27.25%，占营收的4.45%。
- **以理财子公司为市场化和创新的重要抓手。** 子公司招引理财于2019年成立，2020年底表外理财余额排名市场第二。公司拟为其引入摩根资产管理作为战略投资者，增强其在金融科技、投资研究、风险管理等方面的能力。
- **业绩增速领先同业，量价质全面改善。** 2021Q1财富管理业务表现亮眼，归母净利润同比增速位居上市股份行第二，贷款规模扩张提速，净息差大幅提升，资产质量领先且全面改善，资本充裕且拨备反哺利润空间较大。我们预测公司2021年到2023年的归母净利润增速分别为15.2%、13.2%、11.7%，对应2021年BVPS为28.33元/股，静态PB 1.99倍，维持“买入”评级。



资料来源：Wind，天风证券研究所

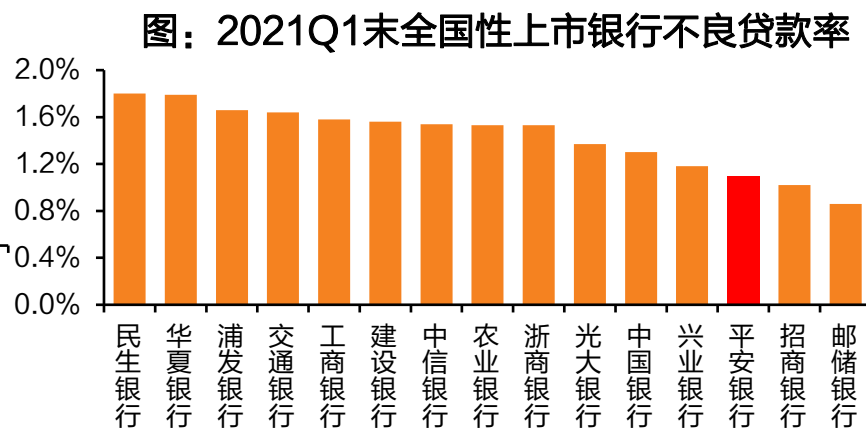
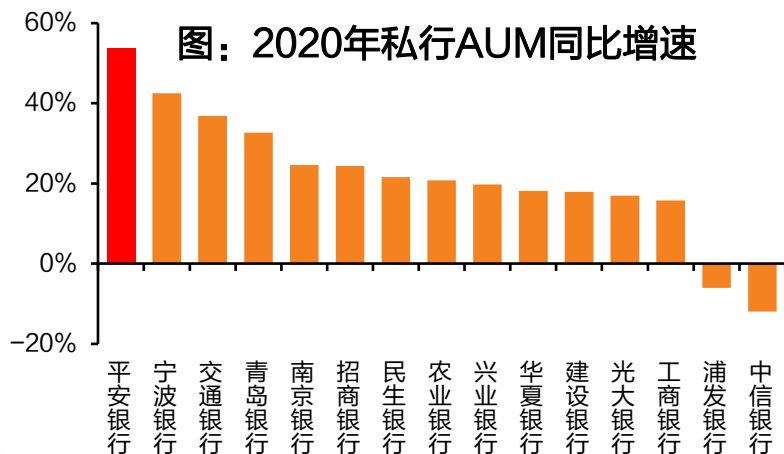


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.4 推荐标的

### ■ 平安银行：集团和科技赋能效果显著的高成长标的

- ▶ **集团合作再升级，多方面主力银行发展。**公司背靠平安集团，在客户引流、技术支持、人员和业务板块协同等多方面优势显著。2018年升级综合金融 MGM（客户介绍客户）模式后，从集团获得大量优质客户。随着集团资源深度整合，MGM 模式仍有较大发展空间。
- ▶ **私行占比高且增速快，有助于财富管理业务突围。**平安银行以私行为突破口，私行AUM增速已连续三年位居上市银行之首。2020年末私行 AUM占比高达 43.01%，较 2019 年末提升 5.99pct。由于私行客户风险偏好更高、理财意识更强，更有利于实现财富管理收入突围。
- ▶ **夯实科技基础，推进数字化经营。**公司以科技赋能客户、销售、风险和管理，积极推动零售成本管理向“数字化驱动”进阶，财富管理业务产能及效率得到大幅提升，2020年零售网均AUM 营收 1465.44 万元，同比增长 41.5%，成效已有目共睹。
- ▶ **利润增速创近6年新高，风险包袱基本出清。**2021Q1公司业绩增速居股份行之首，净息差企稳，不良率/关注率/逾期率全面下降，处于行业优势水平，拨备覆盖率环比大幅提升43.76pct，拨备反哺利润空间增厚。我们预测公司2021-2023年业绩增速分别为16.9%、15.2%、14.8%，对应2021年BVPS为16.72元/股，静态PB 1.47倍，维持“买入”评级。



# 4

## 展望：三分天下，各有所长

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

第四节 展望：三分天下，各有所长

4.1 拥抱财富管理的大机遇

4.2 科技革命带来的新业态

4.3 银行、券商、互金三大能力分析

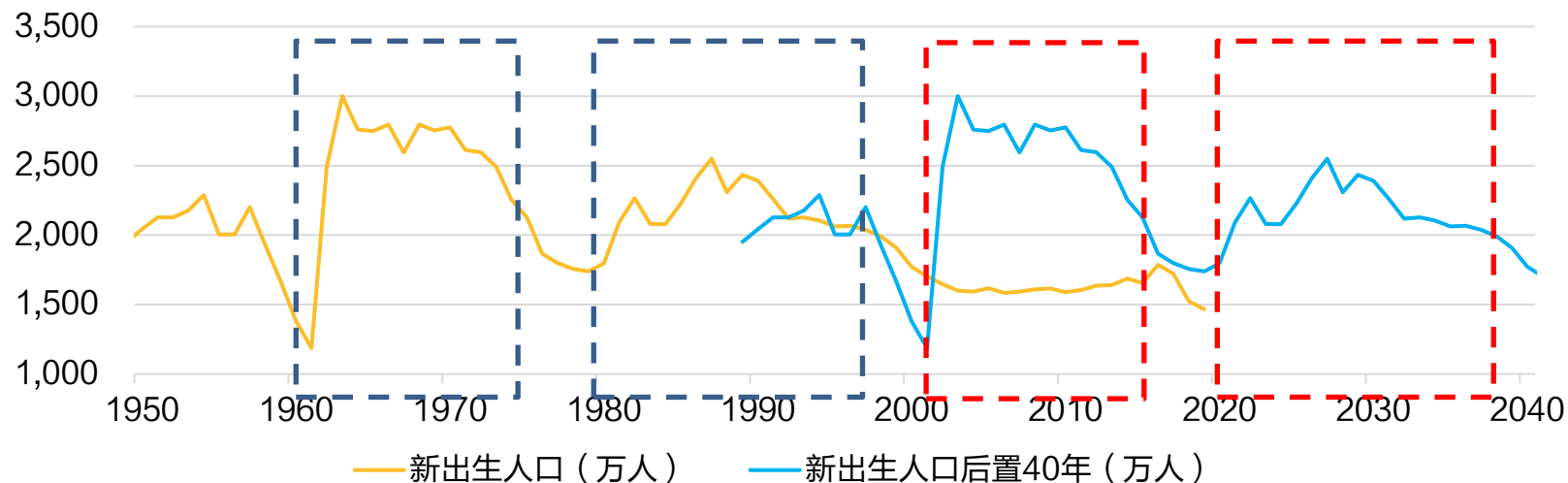
4.4 财富管理规模长期预测



## 4.1 拥抱财富管理的大机遇 ■ 1 财富管理的需求快速增长

- 虽然我国的总人口红利已经褪去，但是财富管理的大时代只是刚刚开始。居民的财富管理需求往往出现在40岁以后。一般来说，居民30岁以前初涉职场，30岁到40岁成家购房、生儿育女。40岁以后事业生活步入稳定期，开始重视财富管理。
- 在改革开放以后，中国在1981到1997年出现了第二代“婴儿潮”，每年新出生的人口都在2000万以上。这期间的人口将在2021年以后陆续跨入40岁门槛，也就是说财富管理的客群增长即将迎来又一次“春天”。
- 在第一代“婴儿潮”1962-1975年出生的人口，在2002到2015年进入40岁，恰好也对应我国进入WTO以后资管业务的快速扩张期。

图：从2021年起第二代“婴儿潮”进入40岁

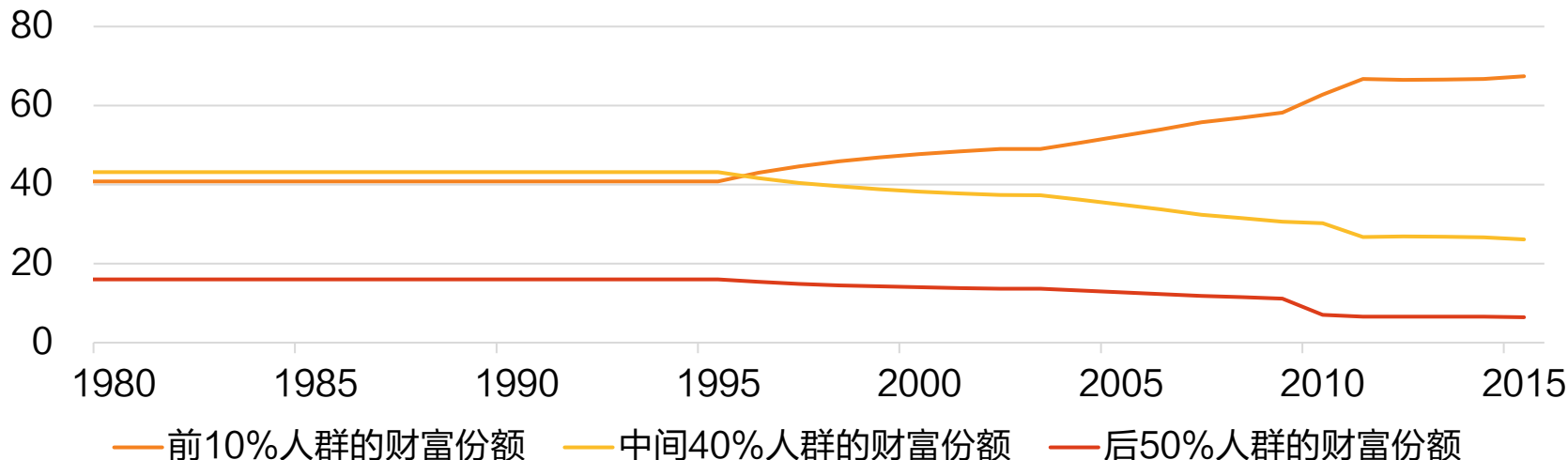


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.1 拥抱财富管理的大机遇 ■ 2 阶层分化带来的新市场空间

- 根据联合国的世界不平等数据库，从2000年以来中国前10%人群的财富份额和中间40%以及后50%的人群呈现“K型”走势。截至2015年前10%人群的财富份额达到67.41%，中间40%和后50%的人群的财富份额分别降到26.15%和6.44%。
- 过往千人一面的财富管理客群随着阶层的分化，逐步被切割为高净值客户和大众客户两个相对独立的客群。两者在财富管理规模、投资理念和风险偏好上的差异，也使竞争白热化的财富管理市场分割为高端和低端两个细分领域。这给财富管理机构的差异化发展创造了新的发展空间。
- 在新的细分赛道中找到具备市场竞争力的商业模式，将成为财富管理机构实现跨越式发展的关键要素。

图：中国各类人群的财富份额 %



资料来源：Wind，天风证券研究所

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

第四节 展望：三分天下，各有所长

4.1 拥抱财富管理的大机遇

4.2 科技革命带来的新业态

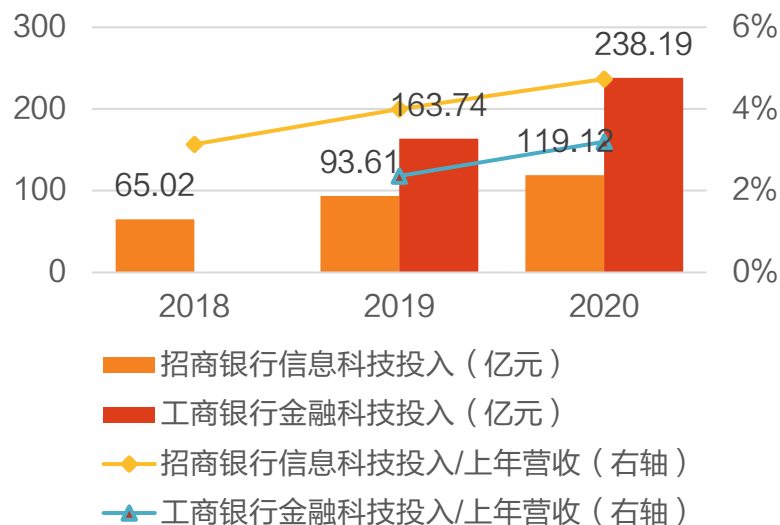
4.3 银行、券商、互金三大能力分析

4.4 财富管理规模长期预测

## 4.2 科技革命带来的新业态 ■ 1 金融科技的“军备竞赛”如火如荼

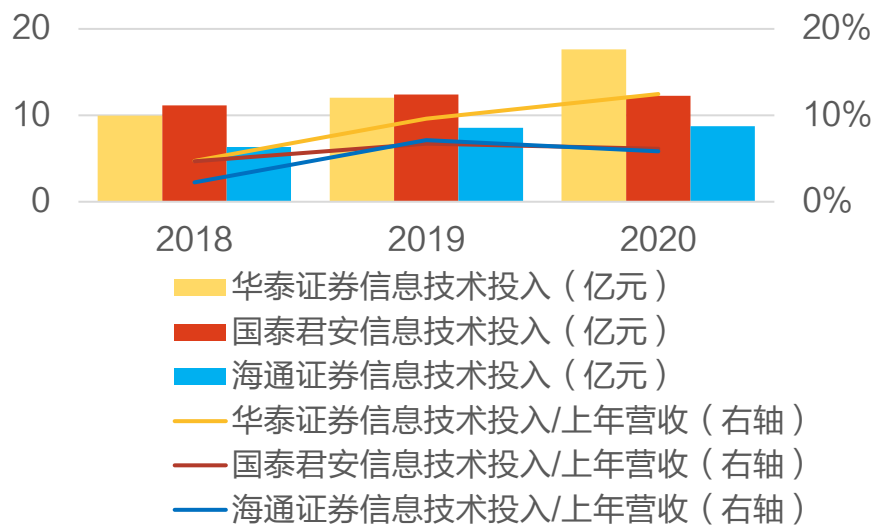
- 金融行业的科技革命方兴未艾。从业机构纷纷加大对科技的投入力度，用科技武装甚至重塑商业模式。若能拉开科技上的代际差距，或许意味着赢者通吃的可能性。
- 银行和券商针对金融科技的投入逐年提升。以金融科技投入/上年营收作为指标，2020年招商银行该指标为4.74%、工商银行为3.20%，华泰证券为12.45%，国泰君安为6.12%。
- 科技发展也在推动金融业商业模式的迭代。金融科技的重心也从最早的远程服务，进化到“移动优先”，再发展到场景化、智能化的生态圈构筑。而每一步战略的突破都代表着底层技术能力更新换代。科技和金融的发展已经紧密联系在一起。

图：招行和工行的金融科技投入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图：代表性券商的信息技术投入

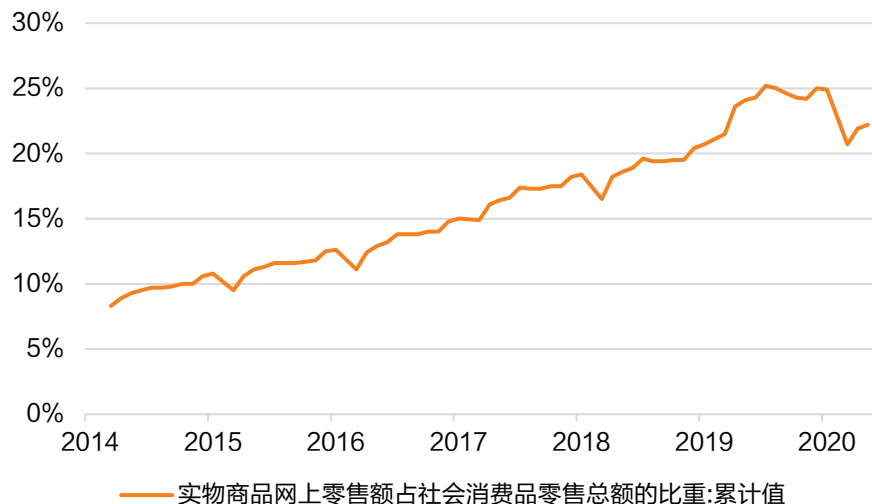


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2 科技革命带来的新业态 ■ 2 大众客户的财富管理市场日益互联网化

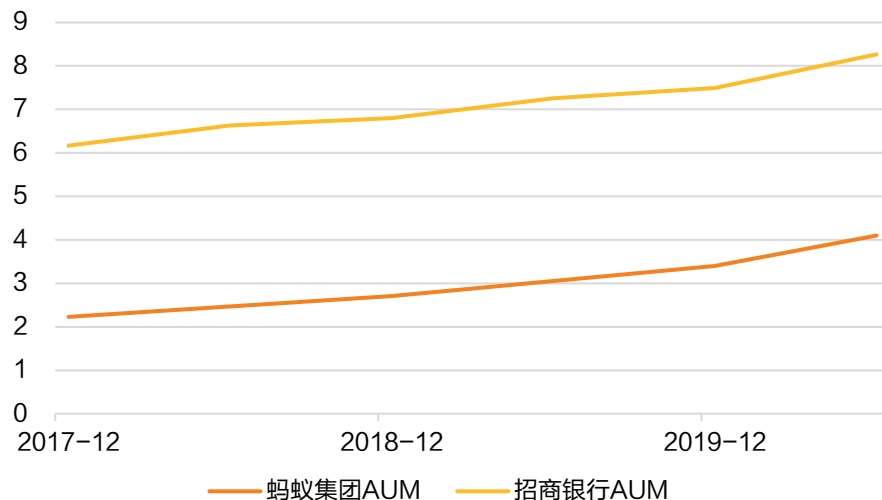
- 对大众客户的线下服务性价比正在下降。大众客户的财富份额下降以及线下交易活动频次降低，使线下渠道的客均营收贡献减弱。而另一方面，劳动力人口红利的消失，使线下用工成本持续上升。传统财富管理机构需要加快往线上化转型，建立批量化、集中化的客户服务模式，同时要对臃肿的线下分销网络进行“瘦身”。
- 新兴的互联网金融机构凭借轻资产的天然优势，正在加快对大众客户的财富管理市场进行渗透。科技水平高，固定成本低，还拥有具备差异化的金融消费场景。线上客户活跃度远远领先于传统金融机构。因此更容易受到注重交易便捷性的大众客户所青睐。截至2020年半年末，蚂蚁集团的零售AUM高达约4万亿元，达到股份行的量级。

图：网络活动兴起



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：互联网金融的AUM快速增长（万亿元）

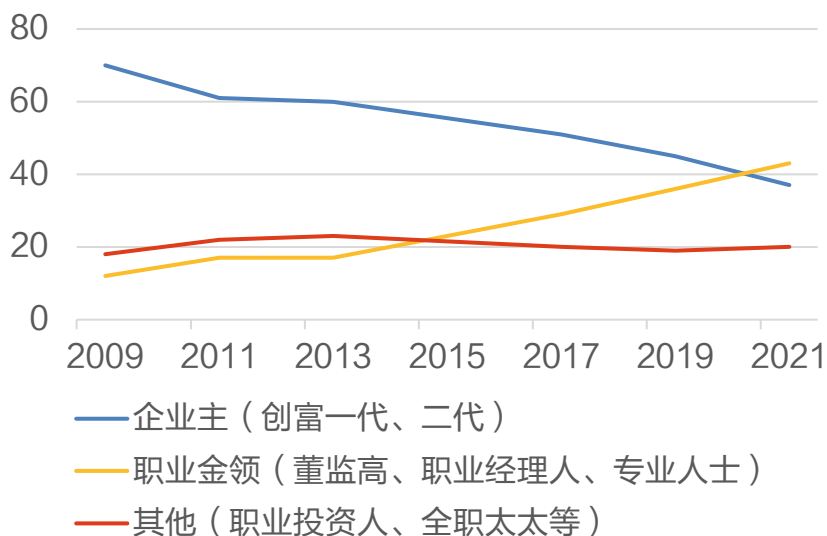


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2 科技革命带来的新业态 ■ 3 “新经济” 人群进入高净值客户市场

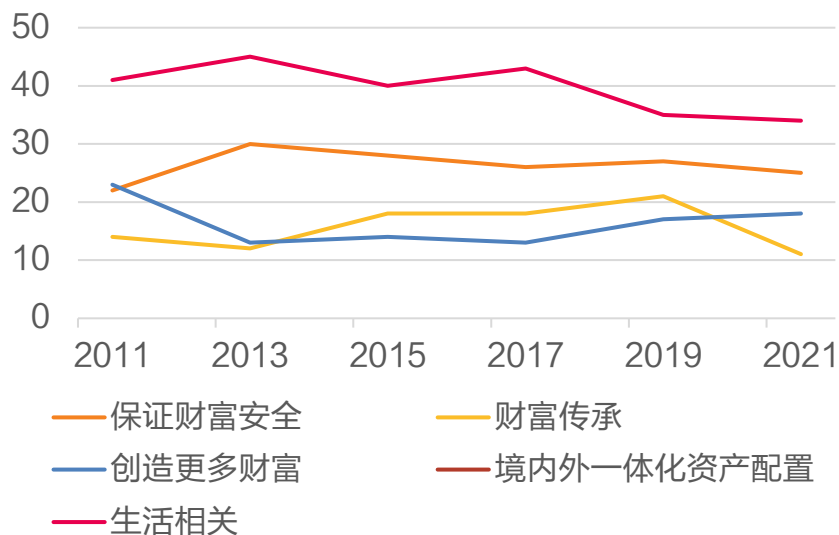
- 根据招商银行和贝恩资本发布的《2021中国私人财富报告》，在高净值客户中来自“新经济”行业的人群开始崭露头角。新经济行业更强调团体创业，因此使职业金领的财富规模出现较快增长。2021年职业金领占高净值客户的人数比例首次超过了企业主，跃居第一位。
- 随着中国经济动能切换，在高新技术行业中的造富效应，将使新经济人群在高净值客户市场中的份额不断提升。该人群更年轻（多为40岁以下）更专业，对财富创造的需求更高。在低利率环境中，要满足这批更加挑剔、更热衷于财富增值的新客户需求，财富管理机构需要创新服务思路。

图：高净值客户中各职业人群占比%



资料来源：招商银行《2021中国私人财富报告》，天风证券研究所

图：高净值人群投资需求占比%



资料来源：招商银行《2021中国私人财富报告》，天风证券研究所

# 目录

第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容

第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量

第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值

第四节 展望：三分天下，各有所长

4.1 拥抱财富管理的大机遇

4.2 科技革命带来的新业态

4.3 银行、券商、互金三大能力分析

4.4 财富管理规模长期预测

## 4.3 银行、券商、互金三大能力分析

### ■ 1 流量能力：互联网金融占优，客户规模和活跃度领先

- 流量能力反映财富管理机构获客和营销的水平。流量能力的建设需要从基本问题出发思考。如何接触客户？如何吸引客户？互联网金融兼具金融和生活场景，银行和券商则以金融场景为主。
- 银行账户因为具有天生的资金沉淀能力，因此拥有庞大的客户规模。但是论客户挖掘和活跃度不及互联网金融。互联网金融凭借非金融场景以及第三方支付账户功能，获得了仅次于银行的资金沉淀效果，而且因为满足客户多种交易和结算需求，客户粘性最强。券商的账户功能受限，但是在营销上线上和线下渠道并重，在高净值客群中有较高的品牌辨识度。

表：流量能力分析

|            | 银行   | 券商                          | 互联网金融                               |
|------------|--|-----------------------------|-------------------------------------|
| 模式         | 自销模式以线下营销为主，线上营销为辅；代销模式中主要是与其他商业银行合作，理财子公司产品还可通过其他金融机构进行代销 | 自销模式中线上线下并重；与银行和第三方理财公司合作代销 | 具备强大的自销能力，不依赖于代销。缺少线下渠道，因此以线上销售为核心。 |
| 场景建设       | 金融场景为主，生活场景为辅  | 金融场景为主                      | 生活场景为主，金融场景为辅。                      |
| 账户资金沉淀能力   | 强  | 弱                           | 强                                   |
| 客户总数       | 高  | 低                           | 中                                   |
| 活跃客户规模     | 中  | 低                           | 高                                   |
| 线下渠道       | 线下渠道丰富，基本覆盖所有业务经营范围  | 在核心重点城市布点，满足跨区域经营需求         | 极少线下渠道                              |
| 高净值客户品牌信任度 | 高  | 中                           | 低                                   |

资料来源：天风证券研究所



## 4.3 银行、券商、互金三大能力分析

### ■ 2 顾问与陪伴能力：券商占优，市场化机制+牌照优势

- 顾问与陪伴能力反映的是财富管理机构辨识客户需求，协助客户统合配置资产的能力。客户服务从过往的千人一面，发展到现在定制化、个性化服务。服务模式正在从卖方投顾模式向买方投顾模式转型，从佣金模式向管理费、服务费模式转变。
- 互联网金融主要满足线上客群的统一需求。但是复杂、大额产品销售仍然需要线下专业投资顾问的协助。所以银行和券商在中高端客户上的服务积淀，给予这两类机构较强的市场竞争力。
- 相比于银行，券商拥有市场化的薪酬和激励机制，加上传统金融牌照的合规优势，让券商在财富管理上有较大的发展潜力。监管环境对于券商也更为友好。券商监管正在逐步规范化、市场化，鼓励业务创新和龙头企业加快业务试点突破。

表：专业能力分析

|         | 银行  | 券商                                     | 互联网金融                       |
|---------|---|--|-----------------------------|
| 销售模式    | 管理费及佣金模式  | 管理费及佣金模式，较早探索管理费模式。                    | 主要为佣金模式                     |
| 人才队伍    | 薪酬机制不够市场化。具备固收领域的投资人才和风控相关人才，缺乏权益投资、净值运作方面的估值、运营等人才 | 市场化薪酬。投研人才优势明显，并不断巩固，分析师、金融科技等领域人才持续扩充 | 市场化薪酬。但主要以IT人才为主，投资和分析队伍较少。 |
| 擅长投资的领域 | 固收  | 权益                                     | 无                           |
| 监管重心    | 守住风险底线，解决影子银行和区域风险问题。                               | 鼓励业务创新，发展龙头企业                          | 纳入到传统金融监管框架中                |
| 定制化服务能力 | 中   | 高                                      | 低                           |
| 智能投顾能力  | 中   | 高                                      | 低                           |
| IT化水平   | 低   | 中                                      | 高                           |

资料来源：天风证券研究所

## 4.3 银行、券商、互金三大能力分析

### ■ 3 产品与投资能力：券商深耕权益类资产，具备公私联动能力

- 产品与投资能力反映的是财富管理机构的产品池的广度和深度，这决定了财富管理机构满足客户需求、创设优质资产的能力。
- 在产品池上，银行、互联网金融销售的产品序列最为丰富，包含银证保等多种产品。券商受制于牌照限制，销售的主要是权益类产品，相当于精品店模式。
- 在产品创设和投资上，银行和券商占优。两者都具备公私联动的能力，可以通过对公业务线挖掘优质资产。而且券商在产品创新、投资研判、跨市场配置以及权益市场上具备天然的牌照优势，更契合财富管理向权益投资、直接融资发展的大方向。

表：产品能力分析

|           | 银行                        | 券商                              | 互联网金融                   |
|-----------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|
| 产品按目标客群分类 | 高中低端客户全覆盖，以高净值客户为主。       | 高中低端客户全覆盖，以高净值客户为主。             | 以中低端客群为主。               |
| 产品风格      | 银证保等多种产品。以中低风险为主，集中在固收类产品 | 基金、券商资管等。涉及多个领域。以中高风险为主。主打权益类产品 | 银证保等多种产品。涉及多个领域，以中低风险为主 |
| 资产创设能力    | 高                         | 高                               | 低                       |
| 风险承受能力    | 高                         | 中                               | 低                       |
| 跨市场配置能力   | 中                         | 高                               | 低                       |
| 公私联动能力    | 高                         | 中                               | 低                       |
| 产品创新能力    | 中                         | 高                               | 低                       |

资料来源：天风证券研究所

# 目录

**第一节 互联网金融：强于线上触达与便捷工具，未来在于专业化投顾内容**

**第二节 券商：强于权益资管与机制优势，未来在于将B端专业力赋能C端流量**

**第三节 银行：强于线下触达、综合金融与债权资管，未来在于深耕高净值**

**第四节 展望：三分天下，各有所长**

**4.1 拥抱财富管理的大机遇**

**4.2 科技革命带来的新业态**

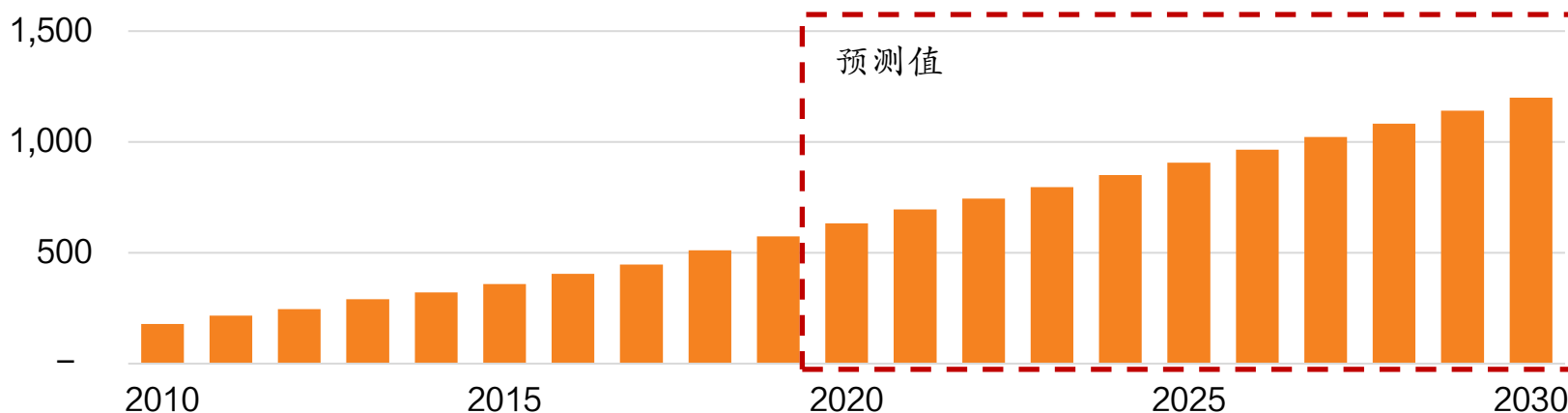
**4.3 银行、券商、互金三大能力分析**

**4.4 财富管理规模长期预测**

## 4.4 财富管理规模长期预测—估算居民资产量

- 简单预测未来十年财富管理市场的规模。第一步，我们先估算10年后居民部门的资产规模。
- 首先估算居民资产的增速。根据IMF的预测，中国的实际GDP增速到2026年将下降到4.86%。我们线性假设从2027到2030年实际GDP增速每年下降0.3个百分点。那么到2030年GDP增速会降到3.66%。假设GDP平减指数同比增速为1.5%，那么名义GDP近似为实际GDP增速加1.5%。因为政策目标希望将M2和社融增速和名义GDP增速保持一致，由此可以得到M2增速，这也相当于社会总财富规模增速。暂且不考虑居民部门和其他部门的资产比例发生变化的情况，那么居民资产增长应该和M2增速以及名义GDP增速看齐。
- 其次确定居民部门初值和终值。结合社科院的居民部门资产负债表数据，我们估算2020年居民部门资产为633万亿元。利用上述增速和初值，可以得到2030年末居民部门的资产将达到1200万亿元。

图：居民部门总资产预测（万亿元）



资料来源：Wind，招商银行《2021中国私人财富报告》，天风证券研究所

## 4.4 财富管理规模长期预测—从居民部门资产负债表看增长潜力

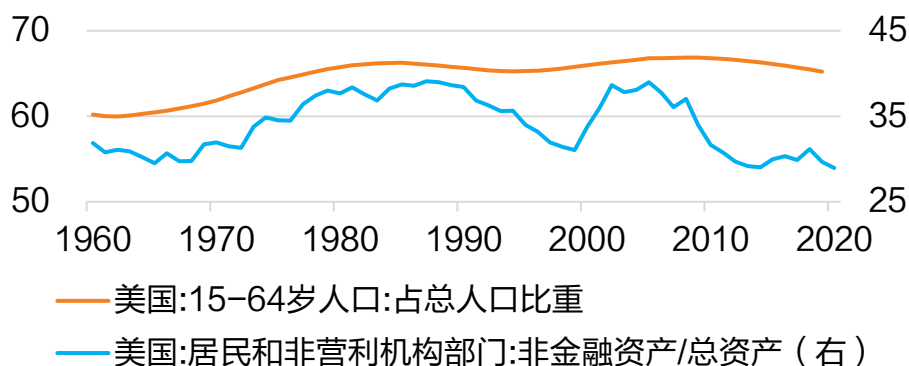
- 根据社科院的居民部分资产负债表，我们可以概括性地将居民部门总资产分成三类。第一类是非金融资产，主要是住房。第二类是现金和存款。第三类是金融产品类资产，其中包括居民持有的股票、股权、证券投资基金、保险准备金、债券、贷款等等。金融产品类资产就是我们财富管理市场的主要资金来源。2019年中国非金融资产、现金存款和金融产品类资产三者分别占总资产的43%、21%和36%。相比于美国居民部门，我国为“两高一低”，非金融资产和现金存款占比高，金融产品类资产占比过低。居民财富管理的增长潜力可观。
- 财富管理市场的新增资金来源之一是居民的非金融资产。居民部门资产中的非金融资产占比和劳动力人口的比例相关。未来随着中国人口增长率降低，逐步进入老龄化社会，居民的购房需求下降，将推动非金融资产占比走低。同时房住不炒的政策方向，也会打击对住房的交易性需求。我们假设未来十年居民部门中的非金融资产占比会从现在的43%下降10个百分点到33%。

表：2019年中美居民部门资产负债表

| 资产分类    | 中国     | 美国     |
|---------|--------|--------|
| 非金融资产   | 43.47% | 29.65% |
| 现金和存款   | 20.60% | 8.53%  |
| 金融产品类资产 | 35.93% | 61.62% |
| 股权类和基金  | 32.95% | 33.80% |
| 保险相关    | 2.26%  | 22.85% |
| 债券      | 0.48%  | 4.28%  |
| 贷款      | 0.25%  | 0.68%  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

图：美国非金融资产占比与劳动力人口占比（%）

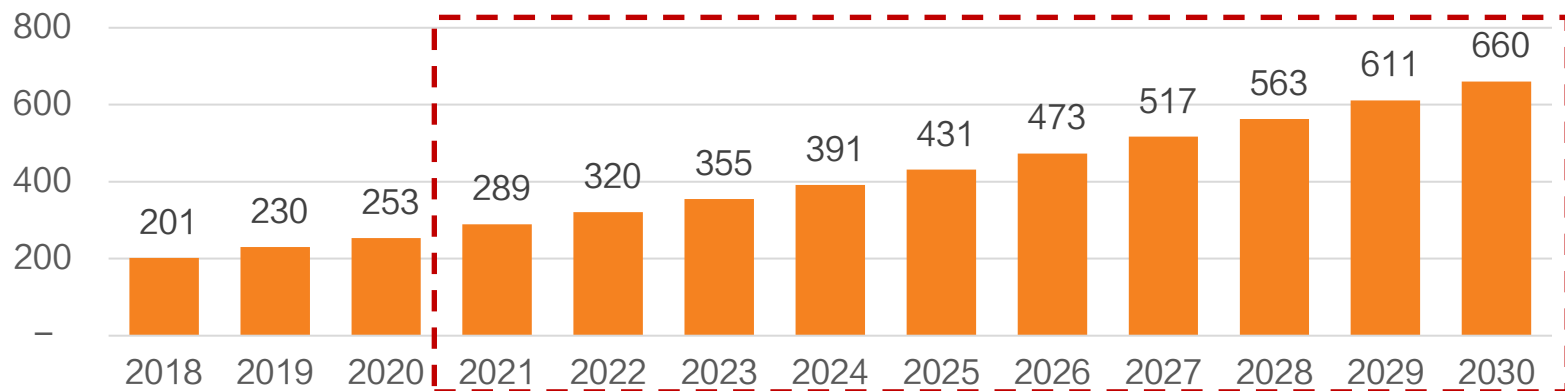


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.4 未来十年财富管理市场规模将达到660万亿元

- ▶ 财富管理市场的新增资金来源之二是居民部门的现金存款类资产。中国居民部门的现金存款占比比较高。原因一方面是口径问题，社科院统计的存款口径包括了理财产品。如果扣除23.4万亿元的理财产品（绝大部分为个人理财），那么现金存款占比为16.53%。另一方面是因为国内财富管理市场只是刚刚起步，居民财富管理的意识较低。随着金融科技的普及以及金融机构加快对下沉市场的渗透，我们预计现金存款的占比会进一步下降。我们假设未来十年现金存款占比（不含理财）会下降5个百分点左右到11.53%。
- ▶ 综上所述我们可以估算出财富管理市场的规模变化。2020年财富管理市场约为253万亿元，**到2030年将达到660万亿元**，占居民总资产的比例会从2020年的40%提高到2030年的55%，年化复合增速为10.06%，年均增量40.7万亿元。按照期初期末的结构比例测算，在未来407万亿元的增量中，其中120万亿元将来自于非金融资产占比下降，60万亿元来自于现金存款类资产占比下降，227万亿元来自于资管市场的自然增长。

图：中国财富管理市场规模预测（万亿元）

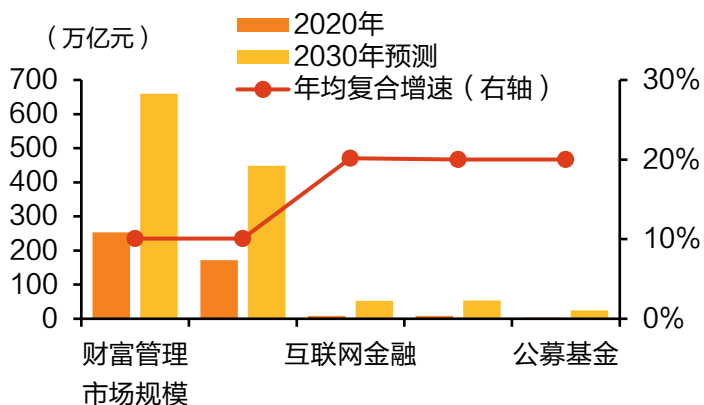


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.4 结语：迎接大财富管理时代

- 十年前的2010年，还处于初生期的中国财富管理市场刚刚经历了金融危机的阵痛，抖擞精神再次出发。当时的市场参与者可能不曾想到，从那以后不过十年时间，中国财富管理市场就跨过了百万亿元的门槛，形成银行与非银、内资和外资、金融与Fintech百花齐放的壮丽格局。从现在的2020年看接下来的10年时间，我们相信中国的财富管理市场一定会取得更多激动人心的新突破。
- 可以预见到，未来十年财富管理市场会从以银行为首的“一超多强”的现状发展到券商、银行、互金的“群雄争霸”的新格局。科技和金融进一步融合，金融服务从有形化为无形，融入到线上线下的居民场景之中。权益市场内外打通、蓬勃发展，吸引大量优秀企业和投资机构参与其中。
- 我们看好券商成为中国财富管理市场的新龙头。更轻的历史包袱、牌照赋予的竞争优势、市场化的内在基因，将让券商在财富管理的市场竞争中脱颖而出。互联网金融和银行也将在大众客户和高净值客户市场中取得长足的进步。证券方面，我们推荐**广发证券、中金公司**；互联网金融方面，建议关注**东方财富**；银行方面，推荐**招商银行、平安银行**。

图：财富管理市场规模预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

表：前100名代销机构保有规模及占比（2021Q1末）

| 渠道 | 数量 (家) | 股票+混合公募   |         | 非货公募      |         |
|----|--------|-----------|---------|-----------|---------|
|    |        | 保有规模 (亿元) | 占比      | 保有规模 (亿元) | 占比      |
| 银行 | 31     | 33,183    | 61.1%   | 37,708    | 57.9%   |
| 三方 | 21     | 12,236    | 22.5%   | 17,664    | 27.1%   |
| 券商 | 47     | 8,750     | 16.1%   | 9,650     | 14.8%   |
| 保险 | 1      | 126       | 0.2%    | 126       | 0.2%    |
| 合计 | 100    | 54,295    | 100.00% | 65,138    | 100.00% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |



THANKS