

券商财富管理的细分赛道、竞争格局和价值重估

——财富管理系列跟踪报告之一

要点

受益于权益市场发展加速，券商在财富管理赛道重要性提高：我国居民可投资资产不断增加，财富管理意识不断加强，我们预计未来五年金融机构财富管理市场增速在 15%-18% 之间。从需求端看，一是**资产配置表现出增配金融资产的倾向**。金融资产具有标的资产丰富、流动性强等特点，从 2009 年到 2019 年金融资产在居民总资产中占比从 48.8% 提升至 56.5%。二是**权益类资产更受青睐**。权益类资产具有高风险、高收益的特征，从 2009 年到 2019 年股票及股权在居民总资产中占比从 23.5% 提升至 29.6%。从机构间合作与竞争来看，目前财富管理市场仍是以银行和基金公司为主。但在权益市场大发展的背景下，券商可以更好地发挥从上市、交易到投研价值判断等全流程参与权益市场的优势。

券商在三大细分赛道的竞争优势与发展空间：

投资业务赛道：各类投资机构同台竞争，券商在产品创设和跨市场资产配置方面拥有独特优势。多家券商成立资管子公司聚焦主动管理，或控股、参股基金公司，分享权益市场发展红利。我们认为**投资领域券商的优势更多地**在产品创设、跨市场产品配置方面。以股票期权等衍生品市场为例，头部券商竞争优势明显，截止到 2021 年 7 月末前五家券商合计累计占有市场规模在 75% 以上。展望未来随着资本市场的开放和投资工具的丰富，券商作为最重要参与者，有望在财富管理的产品设计和跨市场配置上获得先发优势。

基金产品代销赛道：截止到 2021 年二季度末，前 100 名基金代销机构中银行在非货币市场公募基金保有规模占比达到 56%，券商在非货币市场公募基金保有规模占比为 15%；在权益型公募基金（股票+混合）保有规模中，银行占比为 49%，券商占比为 11%。得益于与资本市场接近的天然属性，券商在权益基金和私募证券投资基金代销领域具有更大增长空间，随着权益基金的不断扩容，券商发展前景乐观，我们预计未来五年券商代销年均增速在 20%-25% 之间，并且券商头部优势明显，预计 CR10 市场占有率将在 60% 以上。

投资顾问赛道：投顾业务的发展意味着金融机构从卖方向买方的转型，目前市场整体仍在萌芽阶段，但发展空间广阔。参考美国投顾发展历程，随着基金等金融产品的代销费率不断下降，行业逐步转向以托管资产规模为基础的投顾咨询费收入为主。券商在基金投顾、智能投顾等领域扩大布局，发挥在资本市场的投研优势，促进从产品销售向以客户为核心的模式转变。从市场空间看投顾市场空间广阔，从竞争格局看虽然头部券商有一定品牌优势，但由于市场尚处于快速发展期，各家券商均有机会引领投顾市场，取决于客户的认可度和产品配置及服务能力。

投资建议：财富管理是长期赛道，具有占用资本少、发展迅速、业绩贡献稳定等优点，是重要的轻资产业务和转型方向，财富管理或者零售业务占比高的金融机构一般在资本市场享受着高溢价。我们认为作为权益市场从发行、交易和投资全流程参与者的证券行业在财富管理领域的重要性会提升。2021 年证券行业由于权益市场的发展、注册制的推进和分类监管等因素，证券行业的价值有望重估。同时“分化”是行业演绎的关键词，在“分化”过程中龙头券商和部分有差异化竞争力的券商将获得超额收益。关注两条投资主线：（1）券商板块中高业务壁垒的龙头券商的补涨机会，推荐华泰证券（A+H）、中信证券（A+H）；（2）权益市场大发展的背景下，受益于基金代销、基金子公司和资管业务的券商成长空间广阔，推荐东方财富，建议关注广发证券。

风险分析：系统性信用风险；疫情反复经济下行风险；二级市场大幅调整风险。

非银金融 增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

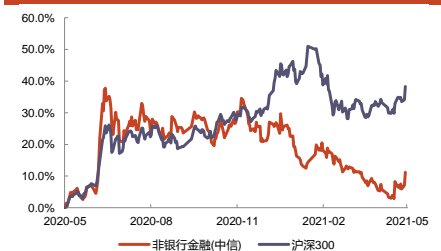
wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、权益市场加速发展，券商重要性提升	5
1.1、需求端：增配金融资产，权益资产吸引力加强	5
1.1.1、居民配置多元化，金融资产占比提升	5
1.1.2、权益类资产吸引力加强，参与热情高涨	5
1.2、资本市场走向成熟，权益市场不断扩容	6
1.2.1、资本市场不断规范，引导发展财富管理	6
1.2.2、财富管理市场扩容，权益市场交投活跃	6
1.2.3、产品标准化与投资机构化	7
1.3、受益权益市场的发展，券商大有可为	8
1.3.1、经纪业务为切入点，加码财富管理业务	8
1.3.2、全流程参与资本市场，发挥综合服务优势	8
2、细分赛道的发展趋势与竞争格局	10
2.1、资产管理业务：独立资管与基金子公司，积极参与权益市场	10
2.1.1、资管：各类投资机构同台竞争，券商受益于资管和基金子公司	10
2.1.2、券商系基金公司扩容，直接受益于权益市场大发展	11
2.2、公募基金代销：以银行为主体，券商占比提升	12
2.2.1、公募基金代销市场：银行占主体地位，券商家数占比最多	12
2.2.2、发展趋势：权益类基金和私募基金快速增长，券商具备独特优势	14
2.2.3、券商代销以龙头为主，竞争格局稳固	15
2.3、投资顾问：客户服务能力为核，小荷才露尖尖角	16
2.3.1、线下增员：打造专业投顾队伍，加速向投顾转型	16
2.3.2、基金投顾：提高客户服务能力，实现“千人千面”	17
2.3.3、智能投顾：有效获客为主，金融科技驱动，实现“千人千面”	18
2.3.4、投资顾问的竞争格局与发展空间	19
3、典型证券公司在财富管理领域的转型与拓客	20
3.1、以“天天基金”为例看互联网券商如何后来居上	20
3.2、传统券商：以华泰证券为例看传统券商在财富管理领域的布局	21
4、投资分析与建议	22
5、风险提示	22

图目录

图 1: 居民金融资产增长率整体快于总资产	5
图 2: 美国 20 世纪 80-90 年代居民金融资产占比迅速提升	5
图 3: 20 世纪末以来美国权益类资产迅速增长	6
图 4: A 股机构投资者数量不断增加	6
图 5: A 股市场成交活跃	7
图 6: 沪深两融余额不断创新高	7
图 7: 非标资产下降造成信托和券商资管规模快速下降	8
图 8: 美国 ETF 资产规模逐步扩大	8
图 9: 行业佣金率呈现下滑趋势	8
图 10: 券商收入来源多元, 经纪业务占比下降	8
图 11: 财富管理市场参与主体与券商优势	9
图 12: 资管行业以银行理财和基金为主 (万亿)	9
图 13: 券商资管占比略有下降	9
图 14: 券商资管投资中股票投资占比上升	10
图 15: 受去通道影响券商资管规模不断下降 (万亿)	10
图 16: 衍生品市场 CR5 集中度在 76% 左右 (2021 年 7 月)	11
图 17: 衍生品市场规模不断提高	11
图 18: 2021 年上半年权益类公募基金保有规模及环比增速	13
图 19: 非货币市场公募基金保有规模及占有率 (2021 年 2 季度)	13
图 20: 各渠道公募基金销售保有规模占比	14
图 21: 剔除基金直销后的代销渠道公募基金销售保有规模占比	14
图 22: 偏股型基金发行规模及占比	15
图 23: 指数型基金保持稳定增长	15
图 24: 20 年头部券商代销金融产品收入快速增长	16
图 25: 券商代销以头部券商为主	16
图 26: 证券公司投资顾问人数 (截至 2020 年末)	16
图 27: 不同金融机构在投顾领域优势对比	18
图 28: 部分券商投顾收入保持快速增长	20
图 29: 投顾业务集中在少数头部券商	20
图 30: 基金代销收入逐年增加, 占比基本保持稳定	21
图 31: 21H1 排名前十机构“混合+公募基金”市占率	21
图 32: 头部券商在财富管理领域具有多资产配置能力	21

表目录

表 1: 与财富管理相关监管政策梳理	6
表 2: 居民各项资产近十年变化情况	7
表 3: 券商资管子公司的公募牌照	11
表 4: 证券公司旗下基金子公司估计贡献利润占比	12
表 5: 权益类公募基金（股票+混合）主要代销机构	13
表 6: 基金产品托管数量：券商托管基金产品数量较多（21 年 6 月末）	15
表 7: 获批基金投顾资格一览表	17
表 8: 国内大部分券商投顾开展方案均包含金融科技的方案	19

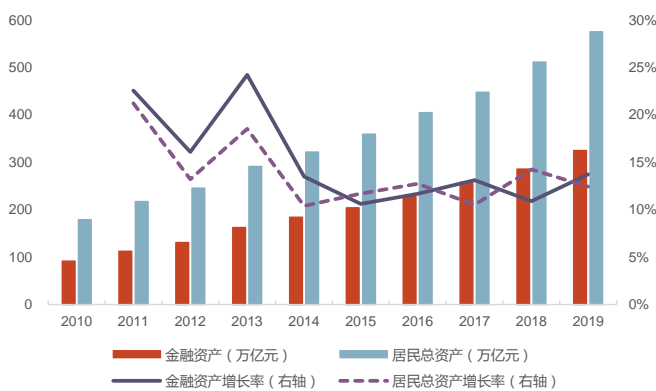
1、权益市场加速发展，券商重要性提升

1.1、需求端：增配金融资产，权益资产吸引力加强

1.1.1、居民配置多元化，金融资产占比提升

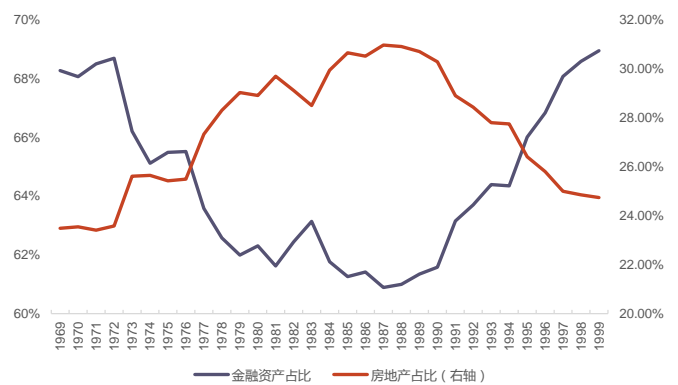
金融资产具有流动性强、底层资产配置类型多样的优点，居民金融资产占比提升。根据社科院公布的《中国国家资产负债表 2020》报告，截止 2019 年中国居民总资产 575 万亿，2009 年到 2019 年复合增长率为 14%。从我国居民资产配置比例来看，居民金融资产 2009 年到 2019 年复合增长率为 15.7% 左右，快于总体资产增长，金融资产在居民总资产中占比从 48.8% 提升至 56.5%，表现出资产配置转向金融资产的倾向。以美国 20 世纪 80-90 年代为参考，在鼓励金融创新的背景下，居民资产的配置中金融资产占比上升明显，到 20 世纪末占比已达到 69%，发达国家成熟的资本市场为个人持有金融资产提供了便利条件。金融资产本身具有涉及领域多样、种类丰富和流动性强等特点，更符合多类型配置资产的理念，财富管理需求有望迎来快速提升期。

图 1：居民金融资产增长率整体快于总资产



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：美国 20 世纪 80-90 年代居民金融资产占比迅速提升

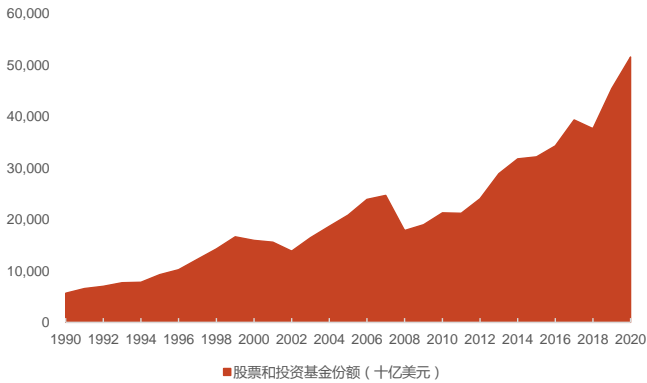


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1.2、权益类资产吸引力加强，参与热情高涨

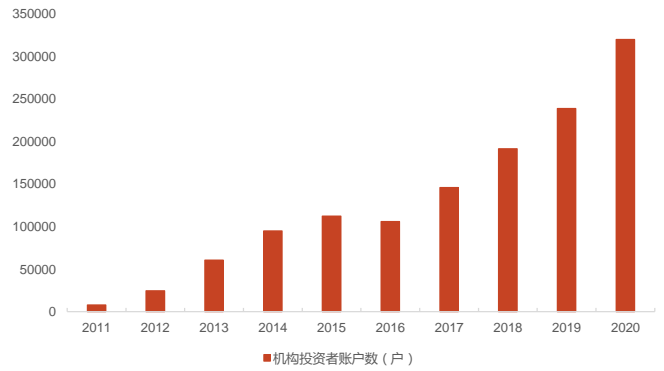
资产配置中权益类资产吸引力强，预计成重点配置方向。借鉴美国 20 世纪末以来的资产配置偏好，权益类资产在居民有关金融资产需求方面具有较强吸引力。当前国内也表现出相似特征，2009-2019 年我国居民资产配置中证券投资基金份额总体呈上升趋势，权益类资产管理规模也逐步扩大。以股票及股权为例，2009 年到 2019 年复合增长率为 16.7% 左右，在居民总资产中占比从 23.5% 提升至 29.6%。权益类资产更受青睐，一是由于权益类资产配置种类更多，二是由于收益率相对更高。随着资本市场深化改革和产品的丰富，居民对基金、股票等产品的认可度进一步提高，A 股机构投资者数量也不断增加，权益类资产或可成为我国财富管理行业资产配置的重要方向。

图 3：20 世纪末以来美国权益类资产迅速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：A 股机构投资者数量不断增加



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、 资本市场走向成熟，权益市场不断扩容

1.2.1 、 资本市场不断规范，引导发展财富管理

资本市场利好政策不断出台，监管发力加强引导，市场愈加成熟规范。监管部门出台多项政策进一步规范资本市场运行，同时也为券商发展财富管理提供了良好制度环境。一方面基金投顾试点的落地加快券商从卖方向买方投顾转型的步伐，为券商提供了在经纪费率下滑的大背景下新的利润增长点。另一方面，2020 年 7 月证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，明确对投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入行业排名靠前的券商实行加分制，进一步从制度及绩效考核上引导券商向财富管理业务转型。

表 1：与财富管理相关监管政策梳理

时间	机构	政策/事件	主要内容
2019-10-25	证监会	《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》	明确开展基金投顾业务的要求资质，标志着公募基金投资顾问业务试点正式落地，5 家基金公司及其子公司首批获得资质。
2020-2-29	证监会	首批 7 家券商获批基金投顾业务试点资格	银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券等 7 家券商获批基金投顾业务试点资格。
2020-7-10	证监会	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》	引导券商将财富管理作为重要发展方向，明确对投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入位于行业前 10 和 20 名，分别加 1 分和 0.5 分，二者按孰高记分。
2021-1-18	证监会	关于加强私募投资基金监管的若干规定》	优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣，明确私募基金财产投资要求，强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易。同时明确法律责任和过渡期安排。
2021-6-26	证监会	7 家券商获批基金投顾业务试点资格	中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券等 7 家券商获批基金投顾试点资格
2021-7-2	证监会	10 家券商获批基金投顾业务试点资格	国金证券、平安证券、光大证券、中银证券、东兴证券、山西证券、中泰证券、华安证券、南京证券、东方财富等 10 家券商获批基金投顾试点资格

资料来源：证监会官网，光大证券研究所

1.2.2 、 财富管理市场扩容，权益市场交投活跃

根据社科院《中国国家资产负债表 2020》，截至 19 年末我国居民总金融资产 325 万亿元，2009 年-2019 年复合增速 15.7% 左右。据此，我们认为未来居民财富管理市场规模增速大于收入增速、居民总资产及净资产增速。综合近十年历史数据，我们预测未来五年居民财富管理市场的规模复合增速约在 15%-18% 间。

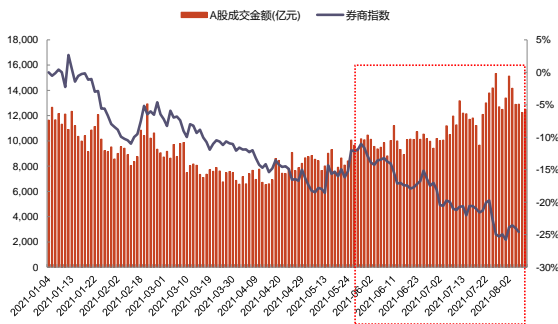
表 2：居民各项资产近十年变化情况

居民财富(单位: 万亿)	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12	2019-12	近五年复合增速	近十年复合增速
居民总资产	154.5	179.1	217.1	245.7	291.3	321.6	359.2	405.0	447.6	511.4	575.0	12.32%	14.04%
居民净资产	145.3	166.5	201.8	227.4	268.4	294.8	327.6	365.9	400.5	456.7	512.6	11.70%	13.43%
居民总金融资产	75.3	91.9	112.6	130.8	162.5	184.4	204.0	227.8	257.7	285.8	325.0	12.01%	15.74%
其中: 存款	29.1	34.3	39.6	47.7	56.2	64.5	76.7	88.3	92.5	100.3	112.1	11.69%	14.44%
证券投资基金	2.9	2.9	2.8	3.9	4.7	7.1	12.1	14.1	17.2	17.9	19.2	21.96%	20.74%
股票及股权	36.4	46.4	60.7	68.0	88.6	98.3	98.4	106.2	127.1	145.7	170.2	11.62%	16.69%
保险准备金	2.6	3.2	3.8	4.6	5.4	6.5	7.8	9.4	10.4	11.5	13.0	14.70%	17.62%

资料来源：中国社科院《国家资产负债表 2020》，wind,光大证券研究所整理

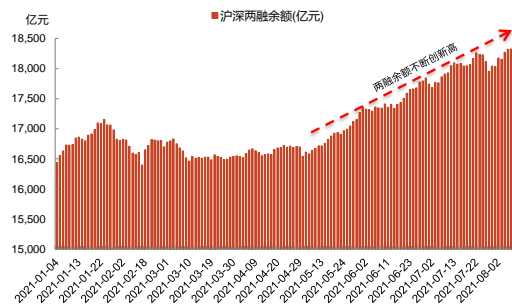
全球权益市场快速扩容，市场交易活跃。一方面得益于流动性宽松下风险偏好提升，另一方面各主要国家加快股票的上市与审批，试图通过激活资本市场对冲经济下滑风险。截至 2021 年 6 月末，A 股总市值 86 万亿元，流通市值 70 万亿元，上市总家数 4428 家，较疫情前明显扩容。2021 年上半年股基成交额达 115.73 万亿元，同比增长 22.21%，市场成交量向好。21 年上半年一级市场 IPO 募集资金规模 1925 亿，同比增加 34.04%，再融资募集资金规模 5083 亿，同比增加 5.4%。

图 5：A 股市场成交活跃



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 8 月 9 日）

图 6：沪深两融余额不断创新高



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 8 月 9 日）

1.2.3、金融产品标准化与投资机构化趋势

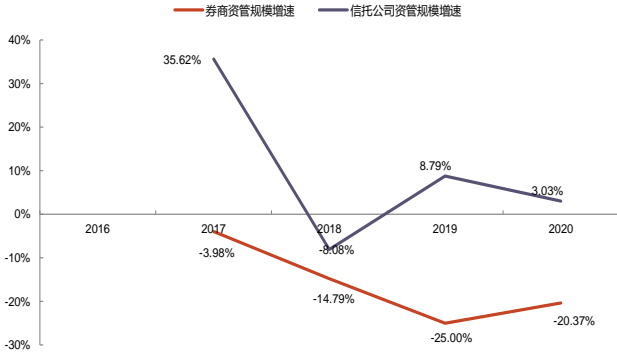
机构投资占比上升，以指数基金为主的被动投资获得青睐

随着资本市场改革持续推进，相关监管政策不断出台，标准化产品种类增多。非标准化产品占比不断下降，其中一部分由于与市场监管要求相背离而完全退出市场，另外一部分则在监管的指导下逐渐向标准化产品转型。以 2018 年 4 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》为标志，理财、公募基金、信托、保险等监管细则相继下发，资本市场的募/投资基础制度陆续完善，监管套利逐渐消除，非标资产转标更加迫切。

随着市场有效性的提高，机构投资者的价值投资理念和规模优势逐渐开始体现，投资者机构化趋势明显。居民投资模式发生渐变，由个人投资转向购买机构产品，扩大了机构产品的需求规模，尤其是被动指数基金。参考海外市场，在市场有效性程度较高的背景下，以指数基金为主的低费率被动投资产品更易获得青睐。以美国市场为例，截至 2020 年，美国指数基金及 ETF 基金占比达到 40%

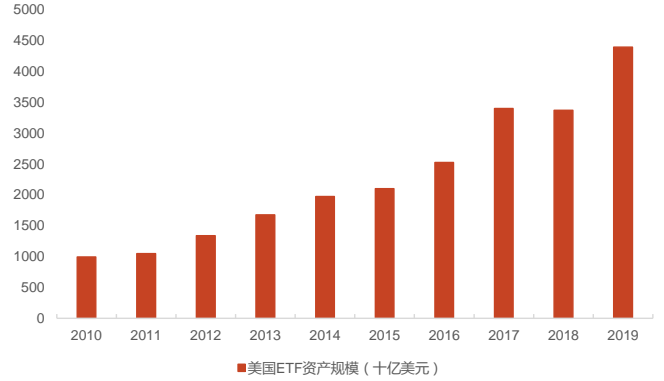
以上，ETF 资产规模扩大趋势明显。当前我国 ETF 市场在权益类基金占比约为 20%，仍有较大发展空间。

图 7：非标资产下降造成信托和券商资管规模快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：美国 ETF 资产规模逐步扩大



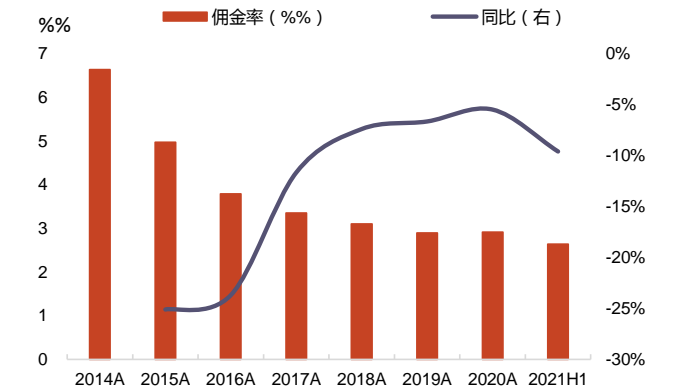
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、受益权益市场的发展，券商大有可为

1.3.1 经纪业务为切入点，加码财富管理业务

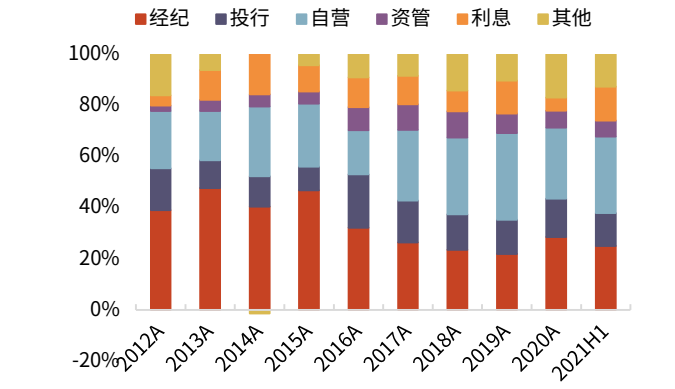
券商以往以经纪业务收入为主，佣金下滑倒逼行业转型。一方面经纪业务佣金率不断下滑对经纪业务收入冲击明显，近五年来证券行业平均佣金率从万五下降至不到万分之二点五。另一方面随着客户需求的多样化与可投资资产的多样，券商除了提供传统的证券交易服务，还需要提供跨市场交易、融资业务、投资咨询等各项产品和服务，以经纪业务为切入点，券商一直在加码财富管理业务。

图 9：行业佣金率呈现下滑趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：券商收入来源多元，经纪业务占比下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

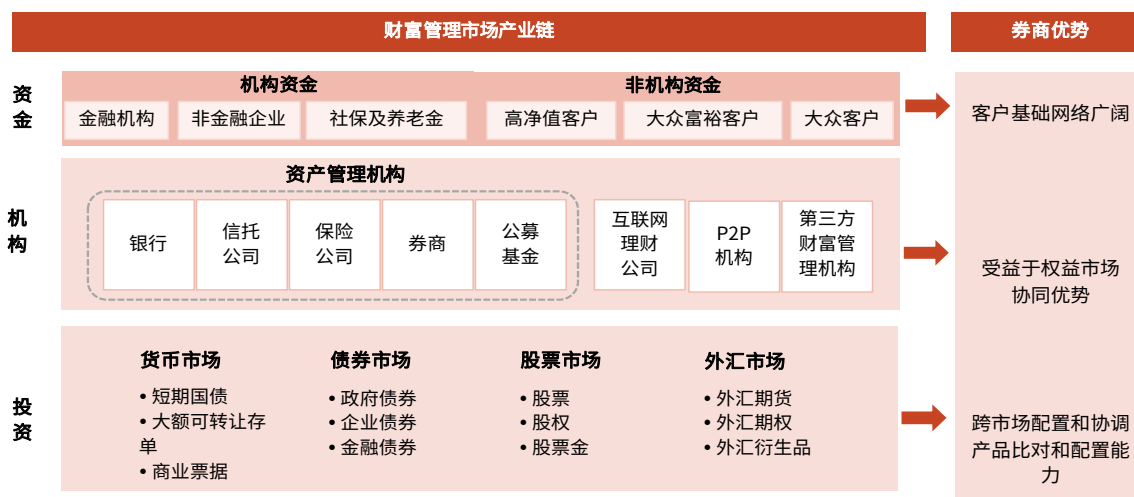
1.3.2 全流程参与资本市场，发挥综合服务优势

银行、保险、券商、资管机构和第三方机构是财富管理市场的主要参与者。目前财富管理市场仍然以银行和基金公司为主，以资管数据为例，截至 20 年末银行理财子和基金公司合计资管规模占比在 50%左右。券商作为后起之秀发展空间广阔，主要原因在于券商可以发挥投资、投行与财富管理联动等综合金融服务优势，并且拥有独特的牌照、投研能力、产品开发和投资管理等能力。

服务端来看，券商可以提供全流程综合金融服务。财富管理不是简单的资产业务或者是通常意义上的混业业务，而应把个人的资产、负债、收入和家庭作为

一个整体来研究。财富管理所涵盖的领域,不仅包括零售银行、二级市场、保险、基金、个人信用服务、信托等金融产品,还包括客户的医疗以及子女教育等。因此具有多金融产品协同的金融机构,在财富管理的赛道上更具有优势。

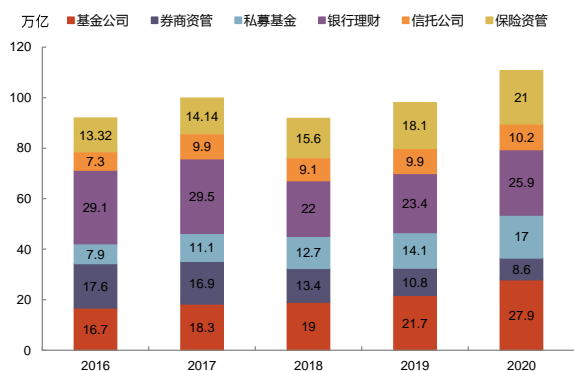
图 11: 财富管理市场参与主体与券商优势



资料来源: 易观千帆, 光大证券研究所整理

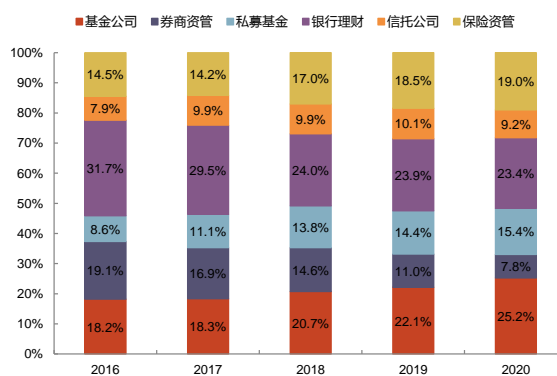
投资端来看, 财富管理为投资机构的标准化产品, 各家机构开始同台竞争。基金公司发行规模逐年提升, 并且指数型基金获得青睐。银行理财子公司加快转型, 配置以固定收益为主。信托回归代客理财的本源, 加快产品从非标向标准化转型。券商资管新规后培育主动管理能力, 依靠券商在投研/衍生品方面的优势发展资产管理业务。

图 12: 资管行业以银行理财和基金为主 (万亿)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 13: 券商资管占比略有下降



资料来源: wind, 光大证券研究所

2、细分赛道的发展趋势与竞争格局

2.1、资产管理业务：独立资管与基金子公司，积极参与权益市场

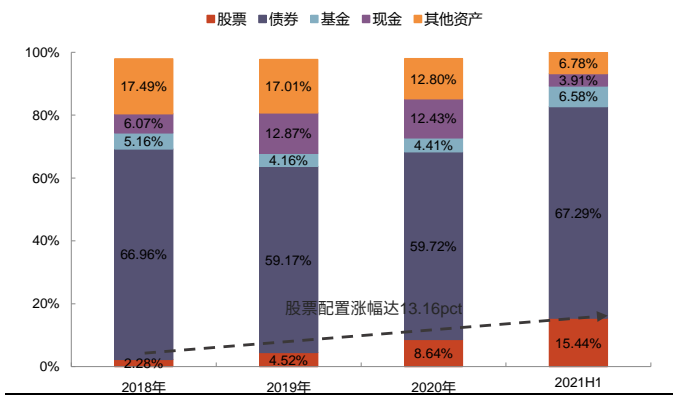
2.1.1、资管：各类投资机构同台竞争，券商受益于资管和基金子公司

券商资管规模企稳，向主动管理转型

自 2017 年资管新规出台后，券商资管行业作为银行和保险等金融机构的通道业务规模缩减，证券资管总规模从 2017 年一季度的近 18 万亿高点下降至 2021 年一季度的 8.5 万亿低点，**虽然目前整体资管规模仍未出现向上拐点，但整体规模逐渐趋稳。**随着大集合产品的公募化改造加速进行，我们认为行业将进入更加规范运行的状态，在优秀的主动投资业绩支撑下券商也有优异产品。集合资管规模占比持续提升，在券商资管中占比由 19 年的 18% 提升至 20 年底的 24.4%。从结构上看，债券类产品仍是资管配置的主要产品，2021 上半年在资管配置中占比超过 60% 且有上升趋势。股票类产品配置比重大幅提升，从 2018 年的 2.28% 上升至 2021H1 的 15.44%，增长 13.16pct。

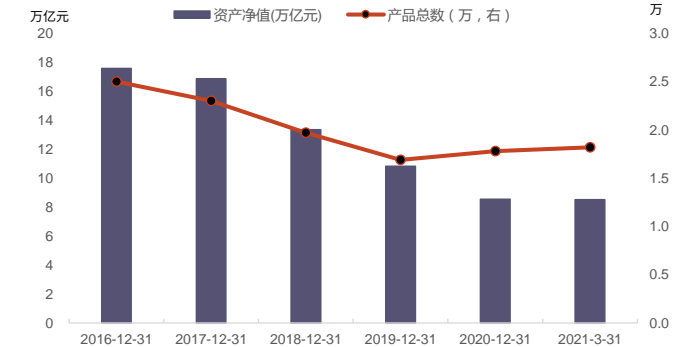
得益于全产业链布局，券商有出色的产品创设能力，能够匹配客户差异化风险收益偏好特征，通过产品层次的丰富性拓展客户。券商具有跨市场产品创设能力，一是可以实现全球市场的资产配置，二是具有衍生品等方面的竞争优势。券商具有多种类做市业务（商品、期货、基金、股指期货、ETF 等）、场外衍生品等多类型资本市场业务，随着资本市场的进一步开放，预计我国资本市场的产品将更加丰富。在投资产品创设方面，龙头券商具有典型的牌照优势和客户优势。以衍生品市场为例，截止到 7 月末证券行业 CR5 集中度为 75% 左右，龙头优势显著。

图 14：券商资管投资中股票投资占比上升



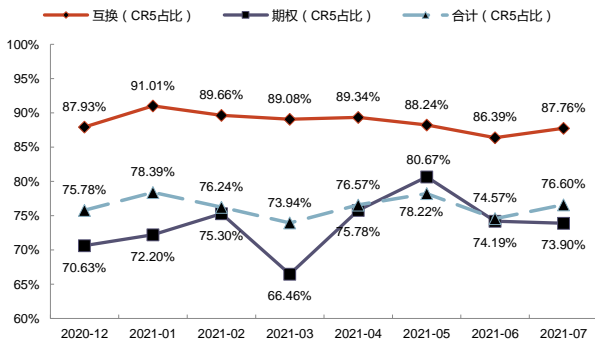
资料来源：wind，光大证券研究所

图 15：受去通道影响券商资管规模不断下降（万亿）



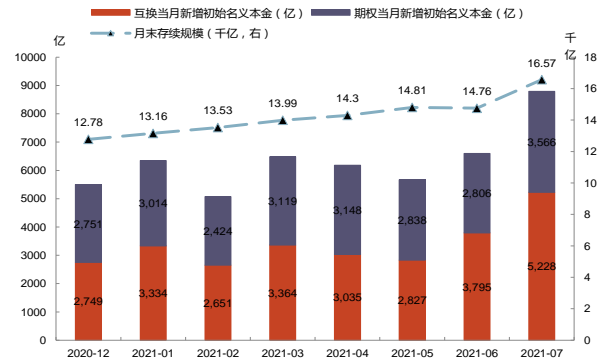
资料来源：wind，光大证券研究所

图 16: 衍生品市场 CR5 集中度在 76%左右 (2021 年 7 月)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 17: 衍生品市场规模不断提高



资料来源: wind, 光大证券研究所

成立资管子公司, 利于聚焦主动管理

自《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布后, 券商资管去通道、净值化消除监管套利的进程持续推进, 各券商都在探求新的发展方向, 同时行业规模下滑的挑战仍然存在。券商的资管部门成立资管子公司, 其主要原因有: 1、有利于聚焦主动管理, 发挥资管业务的协同优势, 拓宽业务的深度和广度, 提升市场竞争力。2、资管子公司有助于申请公募牌照, 应对转型挑战。

表 3: 券商资管子公司的公募牌照

序号	券商	资管子公司	公募牌照
1	国泰君安	国泰君安资管	有
2	广发证券	广发资管	无
3	华泰证券	华泰资管	有
4	中泰证券	中泰资管	有
5	招商证券	招商资管	有
6	海通证券	海通资管	无
7	财通证券	财通资管	无
8	浙商证券	浙商资管	有
9	长江证券	长江资管	有
10	银河证券	银河资管	无
11	渤海证券	渤海汇金	有
12	东北证券	东证融汇	无
13	光大证券	光大资管	无
14	兴业证券	兴证资管	无
15	东方证券	东证资管	有
16	安信证券	安信资管	无
17	天风证券	天风资管	无
18	德邦证券	德邦资管	无

资料来源: 各上市公司公告, 光大证券研究所整理

2.1.2、券商系基金公司扩容, 直接受益于权益市场大发展

权益市场规模快速发展, 公募基金占比提升。从 A 股市场的投资者结构来看, 以产业资本为主的大股东及其关联方长期都是 A 股市场持股规模最大的投资者, 不过其持股在 A 股总市值的占比呈现稳中有降的趋势。经测算 2021 年 2 季度公募基金持有流通股市值同比增长 87.71%, 公募基金不断扩容。

券商系基金公司扩容，共享权益市场发展红利。对于券商成立或参股基金公司，监管有规定“一参一控一持牌”的政策，也就是券商可以参股一家基金公司、控股一家基金公司以及持有一家资管子公司公募牌照。据统计目前市场上145家基金公司，其中券商直接控股或参股的基金有66家，占比达到45%左右。以2021年上半年为例，东方证券、华泰证券和广发证券等资管子公司（基金子、资管子和直投公司等）的利润贡献占比在20%以上。

表4：证券公司旗下基金子公司估计贡献利润占比

券商名称	2021年上半年净利润(亿元)	2021年上半年旗下基金公司利润合计(亿元)	持股利润(亿元)	占比	旗下资管公司	持股比例	2021年上半年净利润(亿元)	子公司净利润*持股比例	2021年上半年管理资产规模(亿)	较年初增幅
东方证券	27	25	14	51.7%	东证资管	100.0%	8	8	2582	29.4%
					汇添富基金	35.4%	16	6	9491	14.6%
					长城基金	17.7%	2	0	1791	3.9%
兴业证券	31	23	8	24.9%	兴证全球基金	51.0%	14	7	5280	16.1%
					南方基金	9.2%	9	1	9834	25.4%
广发证券	65	34	14	21.6%	易方达基金	22.7%	18	4	15269	27.1%
					广发资管	100.0%	3	3	-	-
					广发基金	54.5%	13	7	10471	40.0%
招商证券	58	16	7	13.0%	博时基金	49.0%	8	4	8951	25.7%
					招商基金	45.0%	8	4	5753	14.4%
华泰证券	79	17	10	12.8%	华泰柏瑞	49.0%	3	1	2141	41.9%
					华泰资管	100.0%	5	5	5244	-
					南方基金	41.2%	9	4	9834	25.4%
光大证券	23	5	2	7.3%	大成基金	25.0%	3	1	2139	7.7%
					光大保德信基金	55.0%	2	1	961	-10.1%
国信证券	48	6	3	6.1%	鹏华基金	50.0%	6	3	6912	23.9%
海通证券	89	16	5	6.0%	海富通基金	51.0%	4	2	1295	3.7%
					富国基金	27.8%	12	3	7898	34.0%
中信证券	126	10	7	5.2%	华夏基金	62.2%	10	7	9372	21.8%
国元证券	8	1	0	3.5%	长盛基金	41.0%	1	0	488	7.2%
中国银河	43	3	1	1.9%	大成基金	25.0%	3	1	2139	7.7%
国泰君安	83	7	1	1.7%	华安基金	20.0%	7	1	5163	11.9%

资料来源：上市公司公告，光大证券研究所整理（注：净利润贡献计算方式为子公司净利润*持股比例，未考虑并表因素、税费调整 and 实际情况调整等）

2.2、公募基金代销：以银行为主体，券商占比提升

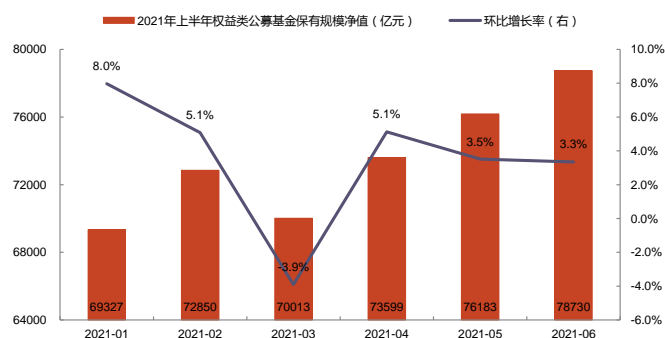
2.2.1、公募基金代销市场：银行占主体地位，券商家数占比最多

公募基金保有量：银行规模领先，券商增长迅速。根据中国证券基金业协会数据，截至2021年6月底市场存量权益型公募基金（股票+混合）规模7.87万亿元，环比5月提升3.3%，较20年底的6.42万亿提升22.6%，权益基金的市场规模快速增长。从基金产品代销规模来看，截至2021年二季度末，前100名代销机构中银行在非货币市场公募基金保有规模占比过半达到56%，券商在非货币市场公募基金保有规模占比为15%；在权益型公募基金（股票+混合）保有规模中，银行占比为49%，券商占比为11%。相较于券商，银行在保有量规模方面占据主体地位，这得益于银行广泛的客户群体。

头部竞争格局保持稳定，互联网渠道优势显著。从头部竞争格局来看，截至21年6月末非货币型公募基金保有量前五为蚂蚁（10594亿）/招行（7961亿）/工行（5875亿）/天天基金（5075亿）/中行（4851亿），在TOP前100合计金额占比为14.3%/10.8%/7.9%/6.9%。21年6月末权益公募基金（股票+混

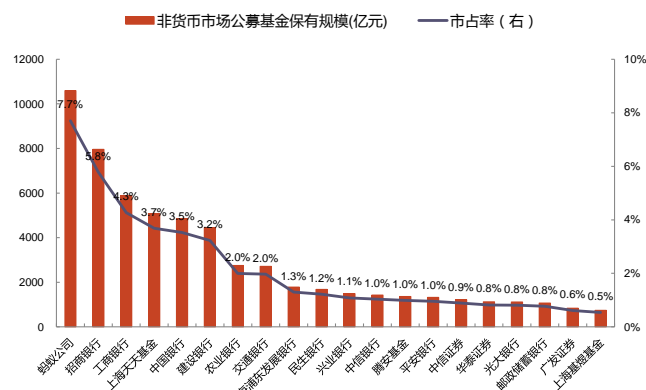
合) 中招行 (7535 亿) /蚂蚁 (6584 亿) /工行 (5471 亿) /天天基金 (4415 亿) /建行 (4113 亿) 保有量排名前五, 全市场市占率分别为 9.6%/8.4%/7%/5.6%/5.2%。从渠道来看, 以互联网渠道为主的蚂蚁和天天基金, 环比增速在 15%以上, 互联网渠道受益于低费用和客户基础广阔, 显示出强劲的增长态势。券商和银行竞争格局相对分散但头部较为稳定, 权益类基金保有量 CR3 分别为 28.9%/46.8%, CR5 分别为 38.7%/62.7%。

图 18: 2021 年上半年权益类公募基金保有规模及环比增速



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所

图 19: 非货币市场公募基金保有规模及占有率 (2021 年 2 季度)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所

表 5: 权益类公募基金 (股票+混合) 主要代销机构

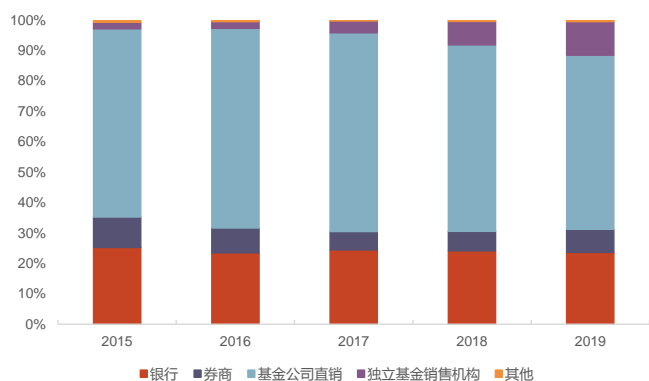
序号	机构名称	机构类型	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)			2021Q2 市占率	
			2021Q1	2021Q2	环比变动	市占率	环比变动 (pct)
1	招商银行股份有限公司	银行	6711	7535	12.28%	9.57%	-0.01
2	蚂蚁 (杭州) 基金销售有限公司	独立基金销售机构	5719	6584	15.13%	8.36%	0.19
3	中国工商银行股份有限公司	银行	4992	5471	9.60%	6.95%	-0.18
4	上海天天基金销售有限公司	独立基金销售机构	3750	4415	17.73%	5.61%	0.25
5	中国建设银行股份有限公司	银行	3794	4113	8.41%	5.22%	-0.19
6	中国银行股份有限公司	银行	3048	3334	9.38%	4.23%	-0.12
7	中国农业银行股份有限公司	银行	2268	2467	8.77%	3.13%	-0.11
8	交通银行股份有限公司	银行	2381	2435	2.27%	3.09%	-0.31
9	上海浦东发展银行股份有限公司	银行	1656	1738	4.95%	2.21%	-0.16
10	中国民生银行股份有限公司	银行	1512	1630	7.80%	2.07%	-0.09
11	兴业银行股份有限公司	银行	1380	1396	1.16%	1.77%	-0.20
12	中信银行股份有限公司	银行	1030	1195	16.02%	1.52%	0.05
13	中信证券股份有限公司	券商	1298	1184	-8.78%	1.50%	-0.35
14	平安银行股份有限公司	银行	910	1100	20.88%	1.40%	0.10
15	华泰证券股份有限公司	券商	545	1079	97.98%	1.37%	0.59
16	中国光大银行股份有限公司	银行	793	953	20.18%	1.21%	0.08
17	腾安基金销售 (深圳) 有限公司	独立基金销售机构	633	800	26.38%	1.02%	0.11
18	广发证券股份有限公司	券商	741	785	5.94%	1.00%	-0.06
19	中国邮政储蓄银行股份有限公司	银行	703	785	11.66%	1.00%	-0.01
20	宁波银行股份有限公司	银行	562	602	7.12%	0.76%	-0.04

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所

从代销渠道看, 在头部代销机构中券商更多且占比有所提升。从各渠道公募基金销售保有规模占比来看, 基金公司直销仍为主要渠道, 基金代销渠道占比接近 50%。基金代销各渠道中以银行为主, 2021 年 6 月末在 top100 家代销机构

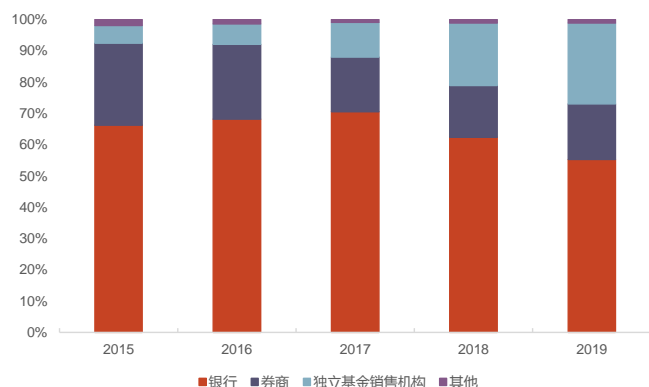
中规模占比达 59%，券商 2015-2017 年占比下降较大，但自 2017 年以来已实现占比回升，2021 年 6 月末在 top100 家代销机构中规模占比为 17%。券商市场份额逐步提升。截至 21 年 6 月末通过券商代销的基金量环比提升 60%，券商代销保有规模份额也从 20 年末的 16% 提升至 17%。我们认为券商有着与资本市场接近的天然优势，在权益基金代销领域有更大的增长空间。其它代销机构主要为蚂蚁和天天基金网，占比分别为 11% 和 9%。另外从入围数量来看，前 100 名机构中券商入围 51 家，银行入围 29 家，券商入围数量最多且超过一半，增长前景乐观。

图 20：各渠道公募基金销售保有规模占比



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所

图 21：剔除基金直销后的代销渠道公募基金销售保有规模占比



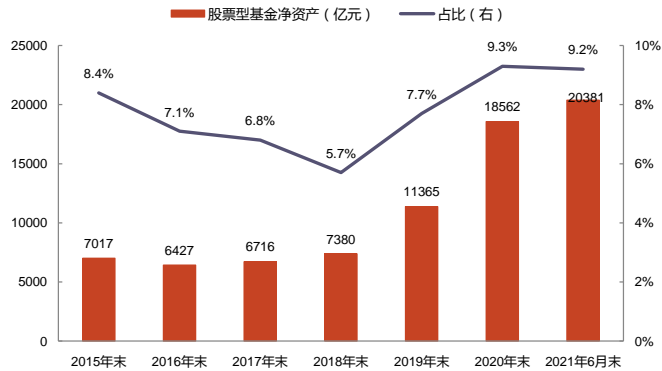
资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所

2.2.2、发展趋势：权益类基金和私募基金快速增长，券商具备独特优势

公募基金延续高增长，ETF 基金占比不断提高

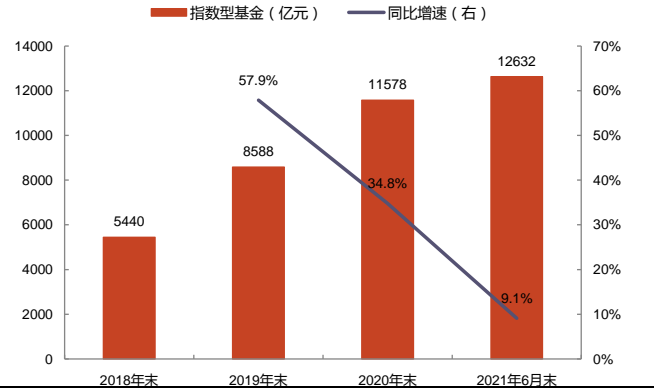
偏股型基金发行量大增，券商代销规模范围广，自身客户可迁移至基金业务。 2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，全面放开券商代销各类金融机构的资管产品，目前券商代销的主流产品包括券商资管、公募基金、私募基金、信托产品等。同时基金代销业务是重要的轻资产业务，可以更好地发挥券商在资本市场的独特优势。且证券公司客户对股票交易市场较为熟悉，未来向更高风险的私募基金市场和较低风险的公募基金市场迁移相对容易。2021 年偏股型公募基金发行规模延续高增长势头，前 6 月偏股型公募基金发行规模高达 1.31 万亿元，同比增长 83%，占公募基金新发行规模的 81%。公募基金存量规模方面，截至 2021 年 6 月底公募基金资产净值为 22.9 万亿元，较年初增长 3 万亿元；其中偏股型基金资产净值为 7.6 万亿元，较年初增长 1.2 万亿元，均创历史新高。券商的客户群体天然对权益市场有较高接受度，偏股型基金的发行量增长利好券商代销份额的提升。

图 22：偏股型基金发行规模及占比



资料来源：wind,光大证券研究所

图 23：指数型基金保持稳定增长



资料来源：wind,光大证券研究所

私募基金：券商托管规模最大，券商综合服务优势显著

私募基金数量和规模增长加快，新发偏股型私募证券投资基金大增，居民持有私募证券投资基金规模大幅增长。从 2020 年开始，私募基金增长加速。截至 2021 年 6 月末，私募基金数量和规模分别同比上升 26.4% 和 24.7%，达 10.9 万只和 17.9 万亿元。其中私募证券投资基金规模增速加快，同比上升 83.5% 至 4.9 万亿元，规模占比从 2019 年底的 17.8% 上升至 2021 年 6 月末的 27.2%。2020 年新备案私募证券投资基金 20079 只（含 FOF），同比增长 53.9%；备案规模 4289.97 亿元，同比增长 146.0%，创过去三年新高。

私募证券投资基金代销方面，券商可发挥综合服务优势。私募基金以证券投资基金为主，占比达到 85% 以上。在私募基金的代销方面，券商可以充分发挥接近资本市场及投研优势，并且作为托管机构，提供中后台管理、代销等一揽子服务方案，券商在私募基金领域代销优势显著。截至 21 年 6 月末，券商在私募证券投资领域占比达到 92% 以上，显示其在代销方面有明显优势。从收益上来看，私募基金的代销一般会有收益分成，分成比例 20%-40% 不等。

表 6：基金产品托管数量：券商托管基金产品数量较多（21 年 6 月末）

基金类型 \ 托管机构类型	银行 (亿元)	券商 (亿元)	其他金融机构 (亿元)
私募投资基金	22239	38897	25
其中:私募证券投资基金	2143	33516	6
其中:私募股权投资基金	13773	3858	3
其中:创业投资基金	4074	713	0
其中:私募资产配置类基金	0	5	0
其中:其他类私募投资基金	2249	805	16

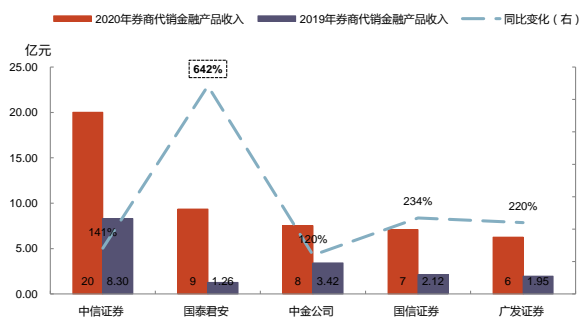
资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所

2.2.3、券商代销以龙头为主，竞争格局稳固

代销市场格局以龙头券商为主，并且相对稳定。根据证券业协会公布的行业数据，2020 年全行业代销金融产品总收入 126 亿，相比 2019 年增幅高达 189%。其中龙头集聚，排名前三/前五券商代销收入分别占全行业代销收入的

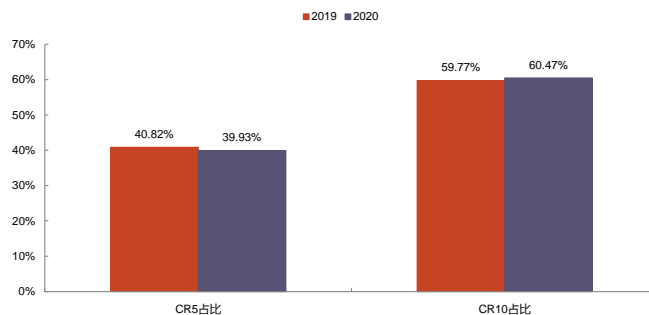
39.9%/60.5%,同比分别-0.89pct/+0.7pct, 依旧延续较高的行业集中度。同时, 在龙头券商中, 中信证券表现十分亮眼, 其 2020 年代销收入突破 20 亿, 同比大增 114%。

图 24: 20 年头部券商代销金融产品收入快速增长



资料来源: wind,光大证券研究所

图 25: 券商代销以头部券商为主



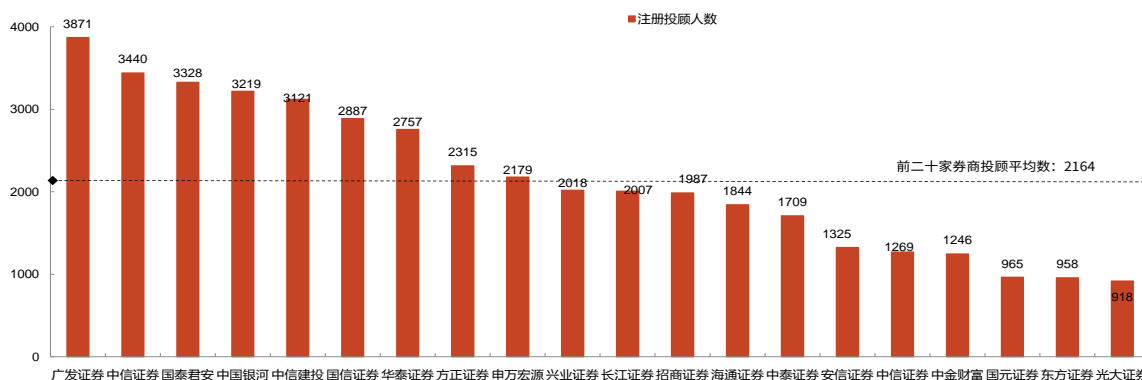
资料来源: wind,光大证券研究所

2.3、投资顾问：客户服务能力为核，小荷才露尖尖角

2.3.1、线下增员：打造专业投顾队伍，加速向投顾转型

对于证券行业而言投资顾问的价值正在不断凸显，随着向经纪业务的转型，各家券商对于投顾业务的布局也逐渐清晰。投顾业务的发展意味着从传统的渠道竞争到产品配置竞争、从卖方推销向买方服务的转变。证券公司一是加大投顾业务布局，从基金投顾、智能投顾等各方面入手。二是快速扩充投顾人员，截至 2021 年 7 月末证券投顾人数达到 6.5 万人，投顾成为券商从业人数最多岗位，其背后折射的是证券行业从经纪业务向财富管理赛道转型的时代背景。

图 26: 证券公司投资顾问人数（截至 2020 年末）



资料来源: 中国证券业协会, 光大证券研究所

2.3.2、基金投顾：提高客户服务能力，实现“千人千面”

基金投顾是指以公募基金作为基本投资工具，通过专业资产配置技术与信息技术相结合，帮助投资者更好地进行基金投资的投资顾问服务。自 2019 年基金投顾试点以来，基金投顾的投资咨询服务进入买方投资顾问服务。基金投顾的收费模式是“投顾服务费”，即按照产品规模*服务费（0.25%-1%不等）。

投顾试点队伍继续壮大，券商占比提升

7 月 2 日，最新一批获批基金投顾业务试点资格的机构被披露，包括 7 家基金公司与 10 家券商。自 2019 年 10 月 25 日证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》以来，截至当前，包括最新获批基金投顾业务试点资格在内的 7 家基金公司和 10 家券商，已有 50 家机构先后获得了基金投顾业务试点资格，其中公募基金 21 家、第三方独立销售机构 3 家、银行 3 家、证券公司 23 家，证券公司占比将近 50%。

表 7：获批基金投顾资格一览表

获批时间	机构类型	机构名称
2019-10-25	基金	华夏(华夏财富)、嘉实(嘉实财富)、易方达基金、南方基金、中欧(中欧钱滚滚)
2019-12-24	独立基金销售机构	腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金
2020-3-2	券商	中金公司、中信建投、银河证券、国泰君安、申万宏源、华泰证券
	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2021-6-25	基金	工银瑞信、博时基金、兴证全球、广发基金、招商基金、汇添富、华安基金、银华基金、交银施罗德
	券商	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券
2021-7-2	基金	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
	券商	国金证券、平安证券、光大证券、中银证券、东兴证券、山西证券、中泰证券、华安证券、南京证券、东方财富

资料来源：wind，光大证券研究所

券商开展投顾业务的优势

目前，已获批基金投顾资格的机构主要覆盖以下四类：基金公司、券商、银行以及独立的基金销售机构，不排除未来还会有更多类型的金融机构获得开展投顾业务资格，在投顾业务竞争日渐加剧的环境下，更需要机构最大程度整合其优势资源，发挥自身优势。整体来看，相比于其他三类机构，券商开展基金投顾业务有着相对突出的比较优势：

人才优势：券商积累了大量的资本市场研究经验，具备专业的投资顾问团队，因此对资本市场动向有着高度敏感性，能够为客户提供顾问式服务。另外，相比于卖方投顾模式下以产品销量为核心竞争力的模式，买方投顾模式下则更加注重券商的投研能力、大类资产配置能力、资本市场的洞察能力等等，这也是券商相比于互联网平台和银行的优势所在。

较小的利益冲突，更加客观公正。基金投顾试点的放开使券商不再受制于传统单一的卖方代销模式，而是转向“代客理财”的买方投顾模式，从而打开财富管理的突破口，而券商传统的金融产品代销业务也为其提供了丰富的基金挑选经验。另外，券商在开展业务时与客户产生的利益冲突更小，因此在产品选择方面更加客观中立。

客户优势：相对较高的风险偏好。券商拥有庞大的线下网点和高质量的客户基础，另外，相比于银行通过存款业务来积累客户，券商的客户资源则更多来自其经纪业务，这也就决定了其客户有着相对较高的风险承受能力，成为基金投顾业务客户的转化率预计更高。

图 27：不同金融机构在投顾领域优势对比

	证券公司	银行	基金公司	三方销售
投研能力	<ul style="list-style-type: none"> √ 投研经验积累多 √ 资产配置能力强 √ 权益产品管理有优势 	<ul style="list-style-type: none"> √ 固收投研经验积累较多 √ 资产配置能力较强 	<ul style="list-style-type: none"> √ 投研经验积累多 √ 资产配置能力全面 √ 基金组合/权益产品优势 	<ul style="list-style-type: none"> √ 相关投研经验积累少 √ 团队销售能力强
理财顾问	<ul style="list-style-type: none"> • 理财顾问数量多 • 权益类投资经验丰富 	<ul style="list-style-type: none"> • 理财顾问数量多 • 投资经验丰富 	<ul style="list-style-type: none"> • 理财顾问数量少 • 投资经验丰富 	<ul style="list-style-type: none"> • 互联网金融平台无理财顾问 • 少数三方公司有理财顾问，但数量较少
渠道	<ul style="list-style-type: none"> √ 线下网点数量较多 √ 大力发展线上平台 	<ul style="list-style-type: none"> √ 线下网点数量最多 √ 大力发展线上平台 	<ul style="list-style-type: none"> √ 线下网点极少且主要服务对象为高净值客户 √ 线上平台进一步发展 	<ul style="list-style-type: none"> √ 主要以线上平台为主 √ 互联网金融平台无线下网点 √ 少数三方公司有线下网点
客户	<ul style="list-style-type: none"> • 长尾客户数量中等 • 高净值客户数量较多 	<ul style="list-style-type: none"> • 长尾客户数量多 • 高净值客户数量最多 	<ul style="list-style-type: none"> • 长尾客户数量较少 • 高净值客户数量少 	<ul style="list-style-type: none"> • 部分互联网金融平台长尾 • 客户数量非常多 • 高净值客户数量少

资料来源：光大证券研究所整理

2.3.3、智能投顾：有效获客为主，金融科技驱动，实现“千人千面”

金融科技降低了交易成本，并且以更低的价格实现量身定制的投资建议，这是建立在有效利用数据和分析工具的基础上。智能投顾(Robo-Advisor)又称智能投资顾问,指运用大数据、云计算、人工智能等先进信息技术,根据投资者的风险偏好,利用资产配置模型匹配出最优的投资组合,供投资者选择和决策。同时在对市场数据及时高效分析处理的基础上,对投资组合实现跟踪和自动调整,实现用简单明晰的用户界面来展示原本复杂的投资决策,使不具备金融专业知识的普通投资者能自行完成个性化的投资。通过大数据、人工智能和机器决策,可以利用各种数据增加股票投资分析的维度,提供决策依据。

根据不同客户偏好提供定制化服务的能力越来越受到重视。基于大数据和人工智能分析的智能投顾,可实现对来自新闻、金融市场等多种来源的复杂信息的抓取和分析,并通过对不同市场变化事件下客户反应的持续跟踪,把握客户的投资偏好,提高投资顾问所获信息的数量和质量,优化投资顾问对市场未来形势的判断,使其能够快速响应多个客户投资需求的变化,并提供有针对性的定制化服务。

智能投顾发展历程

我国智能投顾发展始于 2015 年,在互联网金融公司的探索下开始本土化。2016 年 12 月,招商银行正式上线“摩羯智投”,成为首家使用该技术的商业银行。自此智能投顾在我国发展速度越来越快。2018 年 4 月中国人民银行同中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,明确金融机构要打破刚性兑付需求,极大利好我国智能投顾行业。2019 年 10 月,我国证监会正式下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》,明确试点机构可以代客户做出投资决策,试点资格范围已经覆盖了基金公司、基金销售子公司、三方基金销售机构、证券公司、商业银行等。这也标志着我国智能投顾业务真正进入了实战阶段。

投顾费率低+准入门槛低, 扩大券商财富管理客户服务客户范围

当前,随着大资管时代的到来,财富管理转型成为了券商的新趋势。为客户提供全面有效的个性化财富管理与资产配置服务也成为券商未来主要竞争领域。然而,随着资管市场扩大,客户投资需求快速增加,客群下沉,客户的风险偏好、投资目的与期限管理目标将越发多样。人工投顾无法针对复杂多样的案例持续提

供及时、广泛的服务。这一大背景下，智能投顾以其低成本，自动化的特点，迎来快速发展。以海外为例，海外 Wealthfront、Betterment 等智能投顾的投顾费用在 0.25%-0.4% 之间，并且准入门槛基本上都是在象征性的 200 美元以上，远低于传统投顾机构的准入门槛。

传统投顾服务针对高净值客户，通过一对一沟通为其提供资产保值、增值、传承等定制化服务。但这种定制化服务往往成本较高，因此有着较高的费用，且对客户资金规模设置一定门槛，天然排除了资金规模相对较小的长尾客户。相比之下，智能投顾利用互联网及大数据技术，可使用调查问卷在线收集客户基础信息、客户资产和负债水平等，并结合互联网社交数据等第三方数据，利用人工智能技术对客户进行真实、准确的客户画像，并且根据客户画像，智能投顾可计算出满足条件的资产配置方案，极大地降低客户信息搜寻成本与相关服务成本，从而更高效、低成本地服务于中低净值客户，帮助各机构发现长尾客户，拓宽市场。

当前我国现有智能投顾服务有以下特点：1、投资门槛低，投资起点金额小。2、服务人群广，可覆盖长尾客户。3、服务人性化、个性化。例如浦发银行推出的财智机器人可与线下理财经理配合，为客户推荐跨品类的投资组合；借助用户画像，实现符合“千人千面”的投资策略，但同时也存在投资标的单一、原创能力低下、客户画像失真等问题。智能投顾服务未来应朝着更加分散化投资、打造差异化平台及完善客户画像等方向发力。

表 8：国内大部分券商投顾开展方案均包含金融科技的方案

券商	投顾业务展业方案
申万宏源	接入蚂蚁基金投顾管家，分批上线 3 个基金投顾策略组合，为长尾客户提供普惠金融的服务。
国联证券	接入支付宝，提供三大策略，同时在支付宝开通了官方财富号，供投资者查看国联证券基金投顾内容。
华泰证券	构建专业团队，将基金投顾业务“涨乐星投”定位为公司财富管理转型的战略型业务，打通了公司投顾工作云平台 AORTA 与客户移动服务平台涨乐财富通。
招商证券	兼顾“投”跟“顾”在“投”方面，推出涵盖客户关注度最高的几个风险偏好等级的投资策略，在“顾”的方面，大力发展服务能力
国泰君安	与第三方机构合作，同时开发独立 IT 系统，实现技术赋能投资顾问
东方证券	通过金融科技实现服务线上化和运营科技化，同时建立客户投后服务体系，持续了解客户需求。
光大证券	品牌+策略+服务+渠道四方向发力，坚持基金投顾业务 3 分投+7 分顾，同时积极探索与银行和互联网渠道的合作，一起培育与发展基金投顾业务。
兴业证券	坚持服务质量优先的原则，先内部后外部，先线上后线下，分批次推开。
平安证券	坚定落实“以客户为中心”的理念，同时关注 B 端与 C 端，在 C 端向投顾业务线上化运营提供普惠化、差异化和增值化的内容；在 B 端为机构客户提供深度研究及专业化、多样化、个性化的服务。
安信证券	业务上，采取分阶段、广布局、深推广“三步走”推进，在提升客户体验上，做到全过程、全链条的陪伴式服务。
中泰证券	以试点基金投顾业务为契机，坚持金融科技赋能，践行“三分投，七分顾”的理念，坚持长期陪伴式投后服务。
国信证券	对于建议型基金投顾业务，推出“基智魔方”产品，同时上线了“目标理财”服务，为客户提供基金的投资建议与跟投服务
中信建投	登陆京东金融，同时“蜻蜓管家”增至七种策略，新增投资全市场优秀基金的“全明星均衡策略”。
中金财富	推出了主要投向于香港权益市场的组合策略，以满足投资者获取海外上市优质中国公司长期成长性机会的需求，同时在系统上进行持续升级，在服务自有平台客户基础上，积极和外部平台建立合作关系。

资料来源：wind，光大证券研究所

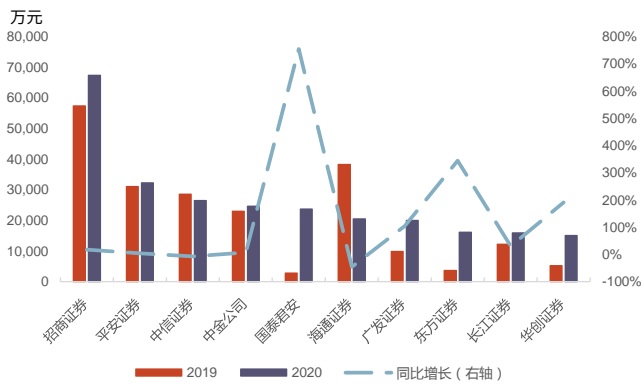
2.3.4、投资顾问的竞争格局与发展空间

中国投资顾问市场的现状与发展

投资顾问业务目前尚处于萌芽期，长期市场空间广阔。目前证券行业投资咨询业务净收入仍然比较小，据中证协公布数据，2020 年证券行业投资咨询业

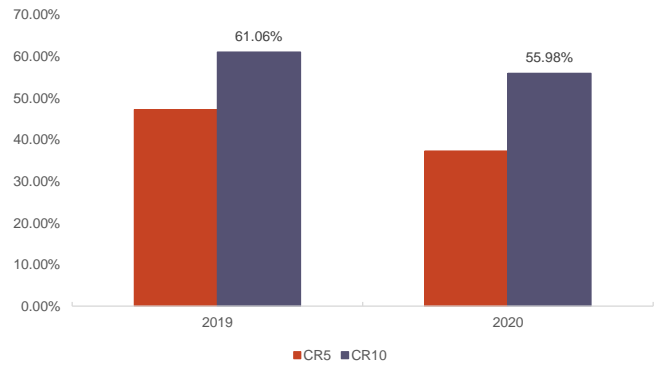
务净收入为 48.03 亿元,同比增长 26.93%。排名前三的分别是招商证券(6.88 亿元)、中金公司(4.59 亿元)和中信证券(2.73 亿元)。投顾业务仍处于初级阶段,目前的收费模式以会员费或者“管理规模*投资顾问费”为主,我们认为随着券商投资顾问能力的加强与客户认识度的提升,投资顾问赛道具有十分广阔的成长空间。

图 28: 部分券商投顾收入保持快速增长



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 29: 投顾业务集中在少数头部券商



资料来源: wind, 光大证券研究所

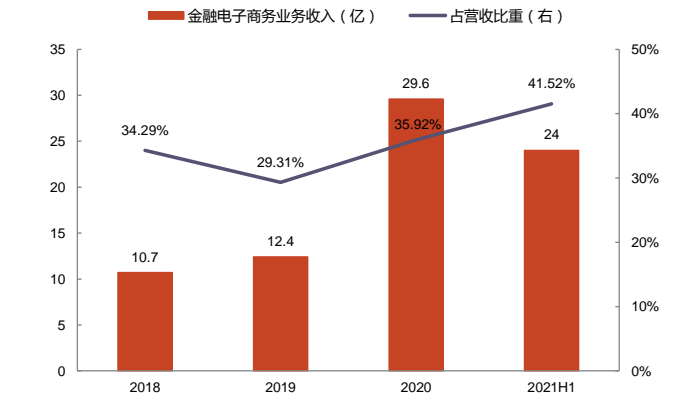
3、典型证券公司在财富管理领域的转型与拓客

3.1、以“天天基金”为例看互联网券商如何后来居上

受益于市场景气度提升,东方财富基金代销业务再创新高。东方财富最早是金融信息资讯类网站,2012 年开始经营基金代销业务,经过多年发展在基金代销领域迅速成长为市场前五。2021 年上半年,东财证券的证券经纪业务净收入达到 19.08 亿元,同比+50.53%,其增速远高于两市交易额增速,主要是由于市占率提升所致。基金销售方面,上半年基金销售额达到 9753.04 亿元,同比+71.60%;其中,非货币型基金销售额 5336.26 亿元,同比+84.03%;基金销售业务实现收入 23.97 亿元,同比+109.77%。公司基金第三方销售服务业务基金交易额及代销基金的保有规模同比大幅增加,金融电子商务服务业务实现收入 23.97 亿元,同比增长 109.77%。

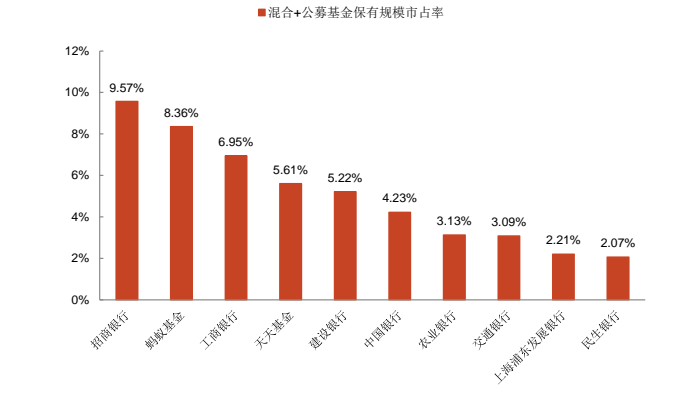
从保有量来看,基金业协会披露了 2021 年上半年各机构公募基金保有规模。“股票+混合公募基金”保有规模排名前十的机构,仍以大型银行为主。天天基金市占率排名第四。天天基金的“股票+混合公募基金”保有规模 4415 亿元左右,市占率为 6.95%。

图 30: 基金代销收入逐年增加, 占比基本保持稳定



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 31: 21H1 排名前十机构“混合+公募基金”市占率



资料来源: 中国基金业协会官网, 光大证券研究所

公司构建以“东方财富网”为核心的互联网财富管理生态圈，聚集了海量用户资源和用户黏性优势，在垂直财经领域始终保持绝对领先地位，同时加强研发投入，实现线上线下一体化的财富管理模式。同时加大前沿技术应用，提升产品交易功能及用户交易体验。21 年上半年，天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 338 万，较 2020 年+43.18%。

3.2、传统券商：以华泰证券为例看传统券商在财富管理领域的布局

华泰证券在财富管理领域布局很早，具有跨市场、多资产的配置能力。华泰证券作为传统财富管理领域的领头券商，多年来在财富管理领域加强布局，除了传统的证券期权期货和经纪业务，还搭配有各项金融服务和增值服务，并且近年来逐步加大全球资产配置能力，拓宽客户投资渠道。

图 32: 头部券商在财富管理领域具有多资产配置能力

机构	证券期权期货经纪业务					证券金融			增值服务		高端理财	投顾服务		全球资产配置		保险代销	
	股票	基金	债券	期货	期权	融券	融资	股票质押式回购	投资咨询	资产配置	高端理财	人工投顾	智能投顾	港股	美股	寿险	财险
华泰证券	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
招商证券	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
中信证券	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
东方财富	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√				

资料来源: 易观千帆, 光大证券研究所整理

公司常年来加大科技投入，在财富管理领域深耕细作。公司信息技术投入增速较快，由 2017 年 4.3 亿元增长至 2020 年 19.5 亿元（2017 年以来复合增长率+65%），投入增速在头部券商中位居第一。在财富管理领域，一是公司“涨乐财富通”截至 2020 年末月活数为 911 万，月活数位居证券公司类 APP 第一名，同时集团上线推广“涨乐全球通”，积极探索全球交易服务模式，开拓全球交易平台和华人客户。二是公司建立数字化投顾平台，弱化传统组织架构管理，通过从平台到点的方式，集中公司力量为投顾人员提供服务。三是公司建立

自身的基金评价体系，匹配不同客户风险偏好，为客户基金产品配置和推荐提供量化模型。

在资管业务方面，公司建立系统的投资平台，其中华泰紫金投资为其全资控股公司，截至 2020 年末总资产 940 亿，投资基金合计 22 只，合计实缴规模人民币 403.73 亿元，20 年实现净利润 2.2 亿。根据中国证券投资基金业协会截至 2020 年四季度的统计，华泰紫金投资私募基金月均规模行业排名第二。

4、投资分析与建议

财富管理是长期赛道，具有占用资本少、发展迅速、业绩贡献稳定等优点，是重要的轻资产业务和转型方向，财富管理或者零售业务占比高的金融机构一般在资本市场享受着高溢价。我们认为作为权益市场从发行、交易和投资全流程参与者的证券行业在财富管理领域的重要性会提升。2021 年证券行业由于权益市场的发展、注册制的推进和分类监管等因素，证券行业的价值有望重估。同时“分化”是行业演绎的关键词，在“分化”过程中龙头券商和部分有差异化竞争力的券商将获得超额收益。关注两条投资主线：（1）券商板块中高业务壁垒的龙头券商的补涨机会，推荐华泰证券（A+H）、中信证券（A+H）；（2）权益市场大发展的背景下，受益于基金代销、基金子公司和资管业务的券商成长空间广阔，推荐东方财富，建议关注广发证券。

5、风险提示

系统性金融市场信用风险；疫情反复爆发带来经济下行风险；二级市场大幅调整风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE