



Research and
Development Center

券业破冰产品代销，财富管理始上征途

证券行业策略报告

2021年11月17日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

证券行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王筋朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

王锐 研究助理

联系电话: 010-83326952

邮箱: wangrui@cindasc.com

相关研究:

《探索券商财富管理掘金之路》
2021.05

《券商行情可持续原因及后续演绎推
理》2021.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

券业破冰产品代销，财富管理始上征途

2021年11月17日

本期内容提要:

- **经纪业务贡献弹性渐弱，财富管理转型是行业共识。**佣金率持续走低，经纪业务业绩贡献弹性持续渐弱是证券行业寻找变革直接原因。经纪业务客户粘性差、部均收入和人均效能低，一直压制板块估值。财富管理业务收入由客户数、客均 AUM 和管理费率决定，稳定性更高。财富管理业务收益率高，是传统经纪业务的 60 倍以上，通常可通过协同业务体系带来多元化收入。此外，券商在权益资产方面优势明显，议价能力强，可通过优质产品与服务提升客户粘性，财富管理转型已达成行业共识。
- **财富管理领先的机构在组织架构、战略、产品与服务方面具备共性，已逐步兑现业绩。**财富管理业务的发展是居民基于对财富管理机构专业性的认可与信任，通过金融产品配置和投顾服务获得了良好的投资体验，从而产生 AUM 不断积累的过程。代销是 AUM 积累的必经之路。财富管理业务具有复杂性、综合性，需要承载各项客户需求的整体平台，需要从组织架构到发展战略的系统性变革、从产品到服务的技术支撑，推动公司客户 AUM 不断提升。目前，国内财富管理较为领先的机构具备一定的共性，首先，在组织架构上进行大变革，提升财富管理部门级别，设立财富管理中心、统筹资源；第二，战略支持，无论牛熊均能坚守；第三，围绕长期持有为核心严选产品，对客户资产负责，客户认可与优质资产获取形成正循环；第四，招募与培养高素质投顾，用专业能力把客户需求转化为产品需求，长期陪伴提供客户全生命周期资产配置服务，持续培训提高人员素质，并设置科学合理的 KPI 指标激发投顾的主观能动性，以获得客户长期 AUM 的积累。目前，财富管理转型领先的公司已进入业绩释放期，盈利能力随之提升。
- **美国也经历了从佣金下滑到全面财富管理转型过程，盈利能力稳步提升。**与我国目前财富管理大背景相似，美国也曾经历过利率市场化和佣金自由化改革导致金融机构出现价格战的过程，传统的佣金收入大幅下降迫使金融机构开始思考转型之路。美国财富管理行业在从卖方投顾到买方投顾的发展过程中，主要的商业模式和盈利模式发生了显著的变化，经历了从原先的以产品为导向到以投顾为导向，从赚取交易佣金到赚取投资顾问费的转变，核心是以客户为中心，提供满足客户资产增值及其他全方位需求的综合金融服务。财富管理转型通过提供附加值服务，提升对客户的议价水平，同时也提升客户的粘性，带来存量客户资产的留存，推动收入和盈利的增长以及稳健的 ROE。代表性案例有 1) 围绕客户长期持有，差异化投顾服务保持高费率的爱德华琼斯，2) 折扣券商起家，免佣超市做大 AUM，后发展为零售综合金融服务商的嘉信理财，3) 定位高净值人群，综合金融服务提升议价能力的摩根士丹利。
- **海外财富管理在提升议价能力、高质量扩大规模方面给国内券商启**

示。对比美国财富管理发展史，我们总结出我国财富管理发展的启示有1) 设立开放型平台，有效解决利益冲突，2) 细化客户分层，丰富与多元化客户相适应的产品体系，3) 提升理财师的综合素养。4) 完善投顾激励机制和薪酬体系，5) 拓展差异化投顾服务模式，实现AUM的长期积累，提升议价能力，6) 并购和内生增长并行，拓宽业务边界，实现客户资产的快速突破。

- **投资建议：**依据海外经验，财富管理型券商成长性、盈利能力和估值都高于综合券商，财富管理业务应享有估值溢价。我们认为财富管理业务具备成长性、确定性，其收入随产品保有量和客户资产增长而持续提升，优质服务带给券商较强的议价能力，费率保持稳中有升，财富管理领先的券商盈利能力与估值将随收入及收入占比的提高而不断提升。重估后市值较当前市值仍有 30%-60% 的上涨空间，建议关注：浙商证券、东方证券、中金公司、广发证券。
- **风险因素：**疫苗上市不达预期疫情反复、中美关系恶化、国家经济增长不及预期、人均可支配下降等；股市大幅波动；市场竞争加剧等；财富管理制度建设不及预期，金融监管力度抬升超预期等。

目录

一、我国券业底层逻辑变革进行时.....	6
1.1 券商财富管理转型动力十足.....	6
1.1.1 经纪业务贡献边际降低.....	6
1.1.2 财富管理收入稳定性强、收益率高.....	7
1.2 国内财富管理领先的券商共性.....	8
1.2.1 组织机构大变革，提升级别、统筹资源.....	8
1.2.2 “以客户为中心”服务型业务发展战略，方向清晰、定力十足.....	9
1.2.3 严选产品优化持有体验.....	12
1.2.4 专业投顾是财富管理的“核心资产”.....	16
1.3 财富管理转型已兑现到券商业绩.....	19
二、美国投行财富管理转型启示.....	20
2.1 美国财富管理的发展阶段.....	20
2.2 海外财富管理发展经历了 AUM 扩大，到后续稳费率阶段.....	23
2.2.1 爱德华琼斯——围绕客户长期持有，差异化投顾服务保持高费率.....	24
2.2.2 嘉信理财-折扣券商起家，免佣超市做大 AUM，后发展为综合金融服务商.....	28
2.2.3 摩根士丹利-综合金融服务提升议价能力冲抵交易费率下滑，推动收入增长.....	35
三、海外财富管理发展路径给我国的启示.....	40
投资建议.....	41
风险因素.....	43

表目录

表 1: 东方证券转型以来增设 80 家营业部.....	10
表 2: 满足基本要求的新投顾工资收入结构示意图.....	26
表 3: 爱德华琼斯（美国）投资咨询服务方案介绍.....	27
表 4: UMA Model 与投资组合策略与项目费率对比.....	27
表 5: 嘉信理财主要投顾产品.....	32
表 6: 嘉信理财投顾奖金激励政策.....	34
表 7: 财富管理客户资产（单位：10 亿美元）.....	37
表 8: 公司客户分层及对应的服务方案.....	37
表 9: 摩根士丹利账户管理模式.....	38
表 10: 部分财富管理标的重估后仍有 30%-60%潜在空间.....	43

图目录

图 1: 代理买卖证券佣金率下行.....	6
图 2: 经纪业务占比持续下降.....	6
图 3: 行业部均收入逐年降低.....	7
图 4: 人均效能不断降低.....	7
图 5: 经纪业务与财富管理收入模式对比.....	7
图 6: 财富管理收益率远高于经纪业务.....	8
图 7: 中金财富管理组织架构.....	9
图 8: 财富管理是广发证券重要业务板块.....	9
图 9: 2020 年以来代销金融产品收入高速增长.....	11
图 10: 东方证券股基交易额市占率不降反升.....	11
图 11: 客户数与托管客户资产齐升.....	11
图 12: 中金公司财富管理到中金财富的发展历程.....	12
图 13: 持仓时长与收益率正相关.....	12
图 14: 交易频繁侵蚀投资者利益.....	12
图 15: 较高的波动率影响盈利体验.....	13
图 16: 回撤是影响持仓市场的重要因素.....	13
图 17: 2018 年以来封闭期产品涌现.....	13
图 18: 封闭产品投资者盈利体验更好.....	13
图 19: 中金 50 严选产品体系.....	14
图 20: 以中金 50 为例演示配置型产品服务流程.....	14
图 21: 中金财富管理资产规模保持高速增长.....	14
图 22: 广发证券财富管理研究成果在易淘金 APP 输出.....	15

图 23: 广发证券基金产品销量与保有量大幅提升.....	15
图 24: 不到 1%的投资者从成立至今仍持有明星基金.....	16
图 25: 银行结算权益类公募基金净赎回比例高.....	17
图 26: 券结权益类产品净赎回比例低于银行.....	17
图 27: 近年来中金财富高净值客户数高速增长.....	17
图 28: 2019 年以来中金财富高净值户均资产超 2000 万.....	17
图 29: 中金财富投后管理月度报告范例.....	18
图 30: 代销收入/客户基数.....	19
图 31: 经纪客户转化率更高.....	19
图 32: 1H21 产品化率 TOP10.....	20
图 33: 前三季度 16 家公司归母净利润超过行业平均.....	20
图 34: 美国财富管理发展.....	20
图 35: DC 和 IRA 投资共同基金的占比.....	21
图 36: 美国家庭金融资产(百万美元)及增速.....	21
图 37: 卖方投顾模式.....	22
图 38: 买方投顾模式.....	22
图 39: SEC-RIA 数量.....	23
图 40: RIA 管理总资产规模.....	23
图 41: RIA 客户构成.....	23
图 42: AUM 贡献.....	23
图 43: 美国多层次财富管理机构.....	24
图 44: 爱德华琼斯商业模式.....	24
图 45: 爱德华琼斯产品门类.....	25
图 46: 2019 年爱德华琼斯理财顾问薪酬结构(标准奖励).....	26
图 47: 爱德华琼斯(美国)提供的投资咨询服务方案.....	27
图 48: 母公司琼斯金融公司买方投顾收入占比持续提升.....	28
图 49: 嘉信理财商业模式.....	29
图 50: 嘉信理财财富管理阶段.....	29
图 51: Onesource 平台.....	30
图 52: 外延并购和内生发展.....	30
图 53: 嘉信理财活跃经纪账户户均资产(单位: 美元).....	30
图 54: 嘉信理财顾问服务的资产(单位: 十亿美元)与占比.....	31
图 55: 嘉信理财客户资产构成.....	31
图 56: 嘉信理财商业模式.....	31
图 57: 嘉信理财第三方投资策略.....	33
图 58: 嘉信理财收入结构(百万美元).....	35
图 59: 嘉信通过客户资金流入和市场增值推动 AUM 增长.....	35
图 60: 嘉信理财客户资产规模(单位: 十亿美元)与增速.....	35
图 61: 单客综合费率.....	35
图 62: 嘉信 PE TTM 和收盘价(美元).....	35
图 63: 年化 ROE.....	35
图 64: 摩根士丹利财富管理收入占比(单位: 百万美元).....	36
图 65: 摩根士丹利财富管理净利润(单位: 百万美元).....	36
图 66: 摩根士丹利财富管理发展.....	36
图 67: 随着收购的完成, 公司管理规模大幅增加(十亿美元).....	37
图 68: 摩根士丹利财富管理代表人数(人).....	39
图 69: 摩根士丹利财富管理代表创收能力.....	39
图 70: 摩根士丹利财富管理业务收入结构.....	40
图 71: 摩根士丹利 ROE.....	40
图 72: 摩根士丹利股价.....	40
图 73: 2008 年后稳定的资产管理费率和上升的息差冲抵交易费率的下行.....	40
图 74: 多数年份业绩增速嘉信>大摩>高盛.....	42
图 75: 财富管理收入占比嘉信>大摩>高盛.....	42
图 76: 嘉信 ROE 高于大摩和高盛.....	42
图 77: PE TTM 嘉信>大摩>高盛.....	42

一、我国券业底层逻辑变革进行时

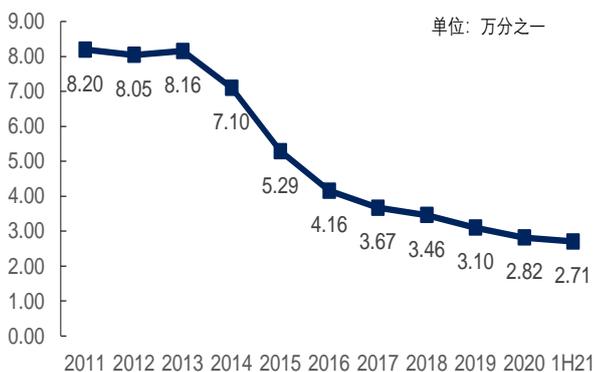
重要观点：本篇报告基于对一批券商财富管理现状调研后思考并结合理论及海外同行发展的理解形成。传统经纪业务曾是券商的第一大收入来源，业绩表现与市场活跃度高度相关，因此市场认为券商具有较强β属性，牛市来临才能驱动板块估值提升，同时商业模式缺乏成长性、稳定性一直被市场诟病。2018 资管新规金融产品净值化管理，房住不炒、居民财富“搬家”背景下，财富管理风口来临，证券行业底层逻辑逐渐发生变化，高收益的财富管理业务为行业带来稳定增长，具备较强客户资产留存能力的券商将走出α行情。

1.1 券商财富管理转型动力十足

1.1.1 经纪业务贡献边际降低

佣金率持续走低，经纪业务业绩贡献弹性持续渐弱是券业寻找变革的直接原因。2015 年前曾占据券商业绩半壁江山的经纪业务由于缺少差异化，价格战导致证券交易佣金率持续下滑，从 2008 年的千分之 1.67 下降至 2021 年上半年的万分之 2.71，经纪业务营收占比也从 2008 年的 71% 下降至 2021 年上半年的 25%。2007 年日均交易额 1243 亿元，带给行业交易手续费佣金收入 1541 亿元，而 2019 年日均交易额 5204 亿元是 2017 年的 4 倍，但行业经纪业务收入仅为 787 亿元，是 2007 年的一半，经纪业务营收贡献弹性持续渐弱，业务已接近盈亏平衡点。

图 1：代理买卖证券佣金率下行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

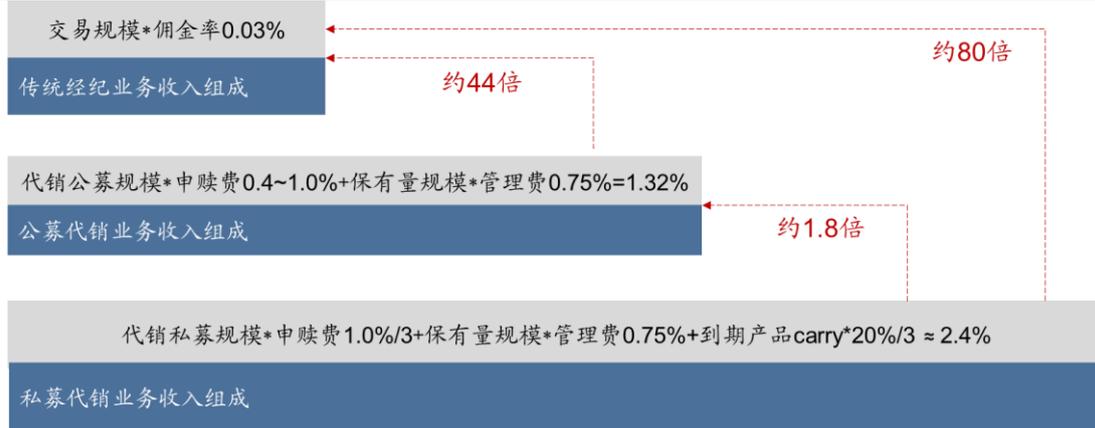
图 2：经纪业务占比持续下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

经纪业务客户粘性差导致经营风险大。传统经纪业务形式单一，主要是提供股票交易通道为主，业务和服务同质、无附加值，部分从业人员综合金融服务能力有限，难以获得客户的满意度，所以客户通常选择佣金费率更低的券商做交易，客户粘性较差。根据艾瑞咨询报告，中国高净值客户每两年更换交易机构的比例约为 30%，券商渴望寻找新的业务模式，降低对交易量的依赖的同时，依靠专业能力提供高附加值的服务，提高佣金率与用户粘性。

经纪业务营业部均收入低、人均效能低，券商估值受影响。2013 年以前，券商获客途径主要为线下营业网点，客户交易服务主要由经纪业务人员提供，但随着业务模式向线上化转型，业务员下单的作用已被互联网终端取代，侧重交易服务功能的 A、B 类营业部成本高、效率低，部均收入持续下滑，截至 2020 年末，证券公司营业部数量近 1.17 万家、经纪业务人员 6.4 万人，部均经纪业务收入从 2015 年的 3293 万元下降至 989 万元，人均经纪收入从 2010 年的 426 万元降至 179 万元，经纪业务营业部及人均效能低是压制板块估值的重要原因之一。

图 6：财富管理收益率远高于经纪业务


资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：代销公募申赎费按照平均0.57%计算，私募产品以三年期封闭期为例

券商财富管理优势在于权益资产，议价能力强，优质产品与服务可提升客户粘性。与银行、信托相比，券商投研优势显著，机构业务主要服务于资产管理机构如公募基金、私募基金等，对管理人、基金经理及其产品理解更深刻，因此在代销权益类产品方面更有优势，议价能力强，因此由券商代销，很多权益类产品不打折。与银行相比，券商在客户规模上虽有劣势，但基于对权益产品和资本市场的深刻理解，通过优质的产品与服务提升客户体验，从而提升客户粘性。

1.2 国内财富管理领先的券商共性

财富管理业务的发展是居民基于对财富管理机构专业性的认可与信任，通过金融产品配置和投顾服务获得了良好的投资体验，从而产生 AUM 不断积累的过程。代销是 AUM 积累的必经之路，以代销业务为代表的财富管理竞争刚拉开帷幕，后续发展路径是基于客户资产的多元化变现。由于财富管理业务具有复杂性、综合性，需要承载各项客户需求的整体平台，需要从组织架构到发展战略的系统性变革、从产品到服务的技术支撑，推动公司客户 AUM 不断提升。目前，国内财富管理较为领先的机构具备一定的共性，首先，在组织架构上进行大变革，提升财富管理部门级别，设立财富管理中心、统筹资源；第二，战略支持、坚定不移；第三，严选产品，对客户资产负责，客户认可与优质资产获取形成正循环；第四，招募与培养高素质投顾，并设置科学合理的 KPI 指标激发投顾的主观能动性，以获得客户长期 AUM 的积累。

1.2.1 组织机构大变革，提升级别、统筹资源

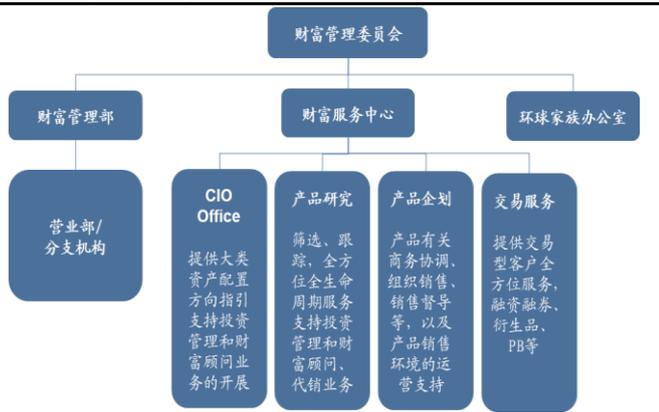
调整组织架构，聚拢资源，推升内部业务推进效率。随着行业对财富管理转型重视程度增加，走在前列的公司较早的从组织架构入手、力推转型。各家财富管理架构改革具有一致性，把财富管理部升级为一级部门，或成立相关委员会、子公司，并配以产品研究、投后管理、客户服务等部门，促进各部门高效合作，支撑财富管理业务高速发展。

中金公司将境内财富管理业务转移给全资子公司，促进双方业务整合。中金公司 2007 成立财富管理部门，开始布局财富管理业务，财富管理委员会下设 3 大部门，财富管理中心、环球家族办公室和财富管理部，分工明确。财富管理部主要负责营业部的日常培训管理工作，财富管理服务中心下辖 CIO Office、产品研究、产品企划、交易服务四个板块，CIO Office 战略和战术资本配置研究，为资产配置组合提供覆盖全资产类别的投资建议，为投顾展业做好充分的产品与技术支撑。2021 年 7 月，中金公司将财富业务转移至子公司，将从事境内财富管理业务相关的客户、业务及合同转移至中金财富，有利于风险隔离以及中金与中金财富（原中投）双方业务的高效整合。

2021 年起实行部落制管理改革以充分释放生产力。今年六月，公司提出进行极具互联网特色的“部落制”组织架构改革，设置客群发展、产品与解决方案、全渠道平台三大部落，以及运营与客服、数字化能力发展两大中心，各部落由拥有不同工作技能与特长的敏捷团队组成，转型完成后将设有 31 个敏捷团队，将由 31 位团队长带领敏捷团队实现目标。充分借鉴互联网企业常用的 OKR 目标和关键成果管理模式，团队长职责围绕“目标”

展开：任务管理、工作目标优先级管理和团队人员管理三大职责，对产品开发和客户经营“端到端”全过程负责。转型完成后，灵活高效的敏捷团队将充分释放生产力。

图 7：中金财富管理组织架构



资料来源：中金公司年报，信达证券研发中心

东方证券事业部制改革，提升管理与业务效率。2015年4月，东方证券将经纪业务部门更名为财富管理部，探索事业部制改革，干部、人事及绩效授权管理，财富管理业务总部直接对全国分支机构与营业网点进行扁平化管理，目前实施公司制运营。与传统管理模式相比，事业部制架构上更扁平，经营决策高效，更贴近与了解市场，可高效响应分支机构需求、提升管理和业务效率；集中管控业务风险、与其他业务风险隔离。

广发证券对财富管理条线施行矩阵式管理。财富管理是公司四大主要业务板块之一，下设零售经纪与财富管理、融资融券、回购交易及融资租赁四个子业务板块。公司对财富管理业务实行“零售业务管理总部-分公司（财富管理或营销管理部）-营业部（拓展营销部）”三级管理体系。总部财富管理中心设有研究部和私人银行部，研究部负责筛选产品、对产品进行持续跟踪，私行部负责私募产品的立项、尽调、评审等。投顾的招募与管理方面，总部对需要对分支机构/营业部推选的投顾候选人进行审核、评估，合格者予以聘用，对投顾团队进行产品与专业技能培训和绩效考核；分公司对辖区业务人员开展协调监督；营业部负责实施招聘、日常培训与业务拓展。

图 8：财富管理是广发证券重要业务板块



资料来源：广发证券年报，信达证券研发中心

1.2.2 “以客户为中心”服务型业务发展战略，方向清晰、定力十足

战略强调“以客户为中心”，AUM 增长是第一要务。财富管理业务本质是为客户资产保值增值提供咨询、购买产品等资产配置服务。客户为资产配置服务付费想摆脱价格战，必须把“卖产品”卖方模式向“卖服务”的买方投顾模式升级。财富管理应该将客户资产增值放在首位，强调以客户为中心，全面提升财富管理资产配置能力，从“重销售”转向“重保有”，真正为客户实现资产保值增值，把 AUM 增长视为财富管理业务发展的第一要务。

顺境、逆境均能坚守，定力十足。自券商提出财富管理转型以来，随市场变化有部分公司选择暂缓财富管理转型步伐，主要由于牛市赚经纪弹性、熊市止损、小券商难以承担转型成本等。财富管理领先的公司无论在牛市还是熊市中，都能坚定财富管理战略执行不动摇，扩大线下服务版图，持续优化产品与服务，彰显其转型的定

力与决心。

东方证券战略清晰，根据市场环境变化分步走，以小博大

东方证券战略方向清晰，随市场变化持续优化升级。东方证券2015年开启财富管理转型，六年战略逐步清晰，2015年公司强调以交易服务为基础，将财富管理作为经纪业务的延伸；2016年财富管理上升至与交易服务同等重要的战略位置，2017以“为客户着想”，沉淀权益类产品核心配置能力为战略；2018年战略为“严选资产、专业配置、买方视角、完整服务，不断为客户创造收益和价值，进一步向行业领先的财富管理机构发展”。目前，东方证券将其财富管理业务定位于“为高净值客户及机构做资产配置服务”。

逆境中坚守财富管理转型路径，增设营业部坚定布局。2015年以前东方证券侧重发展机构业务，全国仅97家营业部，主要集中在上海，零售业务基础薄弱导致公司牛市赚钱效应较弱，公司于2015年4月提出财富管理转型战略，开启增量改革。2015-2020之间，东方证券持续布局新增低成本、高效率的“轻型化”营业网点，营业部的布局主要出于“补短板”的考虑，在原来布局较少的广东、江浙、山东等经济发达地区增设营业部，助推公司财富管理业务在全国范围内快速获客。2015股灾、2016年熔断，一直到2018年下半年，二级市场表现较差，各家金融产品销售尤其是权益类产品均面临困境，为数不多的券商继续保持财富管理转型战略不动摇，而东方证券持续推进2015年8月起推出的“东方万里行”大型投教巡演活动，六年来活动场次超5000场，成为行业投教的标杆型案例。

表 1: 东方证券转型以来增设 80 家营业部

省市自治区	2021/6/30	2014/9/30	增量
上海市	46	44	2
浙江省	14	4	10
广东省	14	6	8
江苏省	14	2	12
辽宁省	11	11	0
山东省	9	2	7
广西	6	4	2
山西省	6	2	4
福建省	5	3	2
湖南省	5	2	3
四川省	5	4	1
安徽省	4	1	3
北京市	4	2	2
河北省	4	0	4
河南省	4	1	3
陕西省	4	1	3
湖北省	3	2	1
其他	19	6	13
合计	177	97	80

资料来源：东方证券招股书/半年报，信达证券研发中心

清晰的战略下，公司代销金融产品市占率远高于其经纪业务市场份额。在东方证券清晰的战略部署下，公司推进经纪业务向财富管理转型战略已见成效，2020年以来代销金融产品收入保持200%以上增长。2020年东方证券代买卖收入为17亿元（协会口径），排名行业20名，市占率1.46%，托管证券市值6278亿元，行业排名21名。但同期，代销金融产品收入为3.89亿元，行业排名11位，市占率2.89%远高于零售经纪业务市占率。

图 9：2020 年以来代销金融产品收入高速增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

东方证券财富管理转型带动经纪市占率稳步提升。有一种观点认为，经纪业务转型财富管理会影响传统交易业务，但实践发现，财富管理客户资产不仅源于原有传统股票交易资产，还源于房产、银行储蓄等增量资金，中国居民金融资产配置需求还远没有被满足，股票经纪业务与财富管理业务不是“此消彼长”关系。东方证券 2015 年财富管理转型以来，原有较薄弱的经纪业务实现稳健增长，股基交易市占率不降反升，内在逻辑是财富管理提升客户粘性后，更多资产被留在券商。在代销金融产品收入高速增长的同时，2015-2020 年东方证券经纪业务客户数、托管资产和市场份额均稳步提升。公司总客户数从 2015 年的 138 万增至 204 万，托管客户资产从 5520 亿元增至 8595 亿元，股基交易额市占率从 1.22% 稳步提升至 1.76%。

图 10：东方证券股基交易额市占率不降反升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：客户数与托管客户资产齐升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

中金公司：财富管理战略超前，理念与商业模式行业领先

中金最早制定财富管理战略，理念先进、品牌化运营持续优化升级。中金公司是行业最早制定财富管理发展战略的公司，得益于公司研究实力业绩领先，公司早在 2007 年便做出经纪佣金费率将下行的预判，参照其创始股东摩根士丹利模式开启财富管理业务，从阳光私募代销做起，后逐步向资产配置转型升级发展。2017 年中金公司与中投证券整合，整合原“中金公司财富管理”和战略重组后的“中投证券”及其旗下财富管理与经纪业务“金中投”“掌中投”等品牌，并于 2019 年战略升级，宣布旗下财富管理业务品牌“中金财富”正式启用，并在行业中率先推出“中金财富规划”、“中金财富中国 50 私享专户服务”以及“中金环球家族办公室”等接近国际成熟市场的财富规划与资产配置落地方案，公司以客户需求为中心，围绕客户整个生命周期，提供“财富规划+资产配置”的综合解决方案，创新型财富管理模式行业领先。

图 12: 中金公司财富管理到中金财富的发展历程


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

浙商证券: 战略性倾注资源, 做大业务规模

浙商证券战略重视财富管理, 倾注资源做大客户资产。公司高度重视发展财富管理转型, 把财富管理业务改革定为 2021 年公司“头号工程”, 在组织架构、资源配备及考核机制方面进行全面改革, 整体提升公司财富管理竞争力。组织架构方面, 成立财富管理事业部, 下设财富管理部、研究配置部和考核督导部; 资源配备方面, 组建专业投顾团队, 定期培训不断提升服务能力; 考核机制方面, 以销量与保有量为 KPI 指标, 大部分申赎费收入用于激励投顾, 支持迅速做大客户资产。

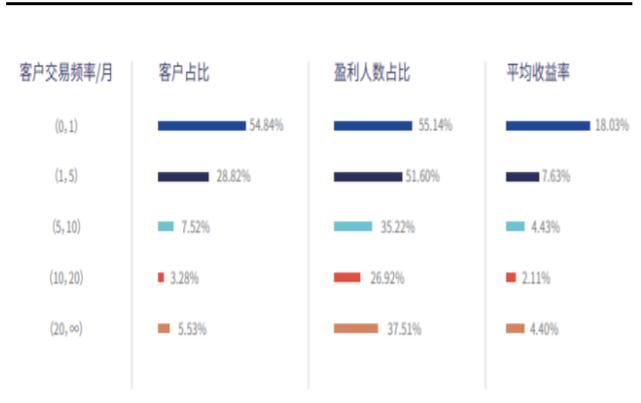
1.2.3 严选产品优化持有体验

我国个人投资者缺乏投资基础知识, 投资行为不理智。由于我国资本市场发展时间较短, 以及 2018 年以前“刚兑时代”的产品供给特性, 我国投资者投资基础知识尚欠缺。刚兑时代, 银行理财有符合多层次投资者的各类刚性兑付产品, 客户只需要根据产品信息筛选符合自己投资门槛即可, 而无需对管理人的投资风格、收益率历史业绩、回撤率等专业指标进行判断, 投资者在刚兑时期养成的惰性短时间内难以克服。目前多数个人投资者自行投资基金时, 通常只能关注到“爆款”基金、追捧明星基金经理等简单指标, 缺乏资产配置意识与择时能力, “追涨杀跌”、频繁交易, 导致“基金赚钱、基民亏钱”的现象。

持有期限短、频繁操作侵蚀投资者利益, 通过产品与服务指引客户长期持有是重中之重。景顺长城、富国、交银施罗德三大基金管理公司联合发布的《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》, 从投资者行为的角度揭示了“基金赚钱、基民不赚钱”的原因, 结论是盈利水平与持仓市场正相关, 持有时间越长, 盈利人数占比越高、投资平均收益率水平则越高。持有时长少于 3 个月的, 盈利人数占比仅 39%, 平均收益率为负; 而持有 10 年以上的投资者, 有超过 98% 的投资者盈利, 平均收益率超过 100%。1 个月内不交易的客户中有 54% 盈利, 平均收益率为 18%; 而每月交易 20 次以上的投资者中仅有 37% 盈利, 平均收益率仅 4%。财富管理突出的公司把“指引客户长期持有”作为选品和服务的核心目标, 真正为客户资产保值增值创造价值, 从而获得 AUM 的积累提升。

图 13: 持仓时长与收益率正相关


资料来源: 《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》, 信达证券研发中心

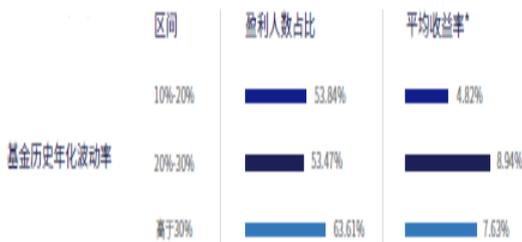
图 14: 交易频繁侵蚀投资者利益


资料来源: 《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》, 信达证券研发中心

建立科学的选品体系, 注重客户长期利益。多家公司设立财富管理产品研究部, 在产品的设计与引入方面, 深入研究客户的投资目标与风险偏好, 通过对全市场金融产品的定性、定量分析, 选择适合公司客户风险偏好、投资需求的产品, 形成投资门槛、风险、收益、流动性、投资范围等指标构建多品种、多层次品种丰富的金融产品体系供客户选择。定性指标方面, 从管理人到基金经理的风格、风险偏好、择时能力、选股能力等方面评

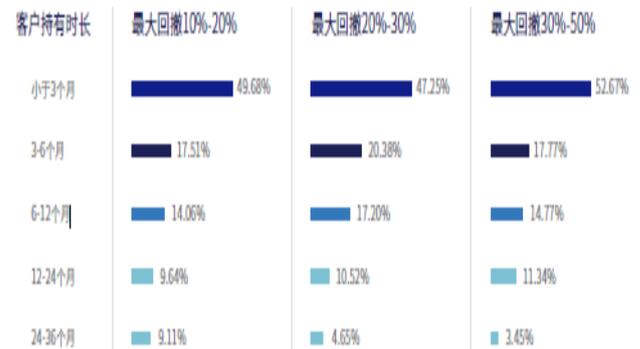
估，定量指标方面，由于波动率过高、较大回撤都会降低投资者的持有体验，券商选品体系将产品的波动率、回撤及历史业绩等多项指标进行综合考虑，把产品风险控制在客户可承受的范围，统一评判、入选产品池的主要原则是否适合客户长期持有。

图 15: 较高的波动率影响盈利体验



资料来源:《公募权益基金投资者盈利洞察报告》，信达证券研发中心，注:数据为三家基金公司成立满三年基金的历史年化波动率与客户收益情况

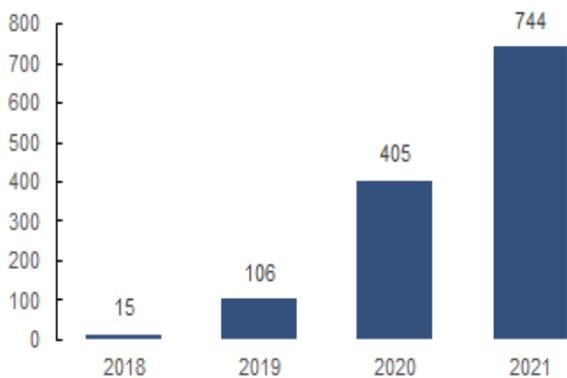
图 16: 回撤是影响持仓市场的重要因素



资料来源:《公募权益基金投资者盈利洞察报告》，信达证券研发中心，数据为三家基金公司成立满三年基金的历史最大回撤与客户收益情况

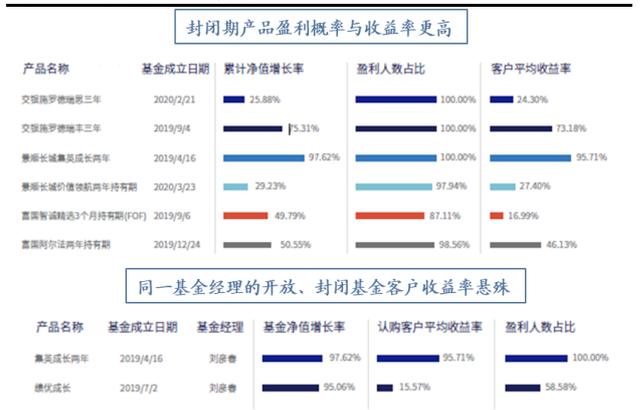
封闭期产品可提升投资者盈利体验。近年来封闭期或持有期产品涌现，2018 年全市场新发公募基金仅有 15 支有 3 个月以上持有期要求，经过 2019 以来迅速发展，截至 2021 年 11 月初，全市场共 800 只公募基金有持有期要求，其中 744 支要求持有 3 个月以上。设定持有期有助于淡化短期市场波动和主动择时带来的影响，避免投资者跟风追涨的决策，强制投资者拉长持有时间，从而更高的概率获得合理收益。以同一基金经理管理和成立时间相近的两只基金为例，有持有期要求的基金与开放式基金净值增长率相近，分别为 97.62%、95.06%，但两只基金认购客户的收益情况却相差悬殊，封闭期产品认购客户 100%实现盈利、平均收益率为 95.71%，而开放式基金仅 58%的认购客户盈利，平均收益率仅 15.57%。

图 17: 2018 年以来封闭期产品涌现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 封闭产品投资者盈利体验更好



资料来源:《公募权益基金投资者盈利洞察报告》，信达证券研发中心，数据为三家基金公司成立满三年基金的历史最大回撤与客户收益情况

中金公司专业产品研究优势明显，买方投顾产品市场领先

产品研究团队经验丰富，构建全谱系产品体系覆盖多层次客户需求。公司设有财富管理服务中心，30 余人组成的产品研究团队以未来三年累计收益处于市场同类产品前列为目标，通过科学的产品筛选体系，产品筛选方面，通过历史收益率、回撤率、同类型基金排名等量化指标进行初筛，然后通过基金访谈环节，对管理人进行访谈评估、尽职调查、超过半年业绩跟踪之后，通过中金产品业务委员会进行决策，最后确认产品池。目前公司已打造了具有中金特色的全光谱财富管理产品体系，既有设标准化产品、也有定制化产品，主要包括固定收益、公募基金、券商资管、证券私募、收益凭证及 FOF 产品等。

优质资产获取能力强，产品持有体验好，“中国 50”复购率高达 50%。公司经过 10 余年产品创设经验，建立量化初筛、管理人访谈、运营交易数据的严谨评估准入体系，累计访谈管理人超过 1000 家，对接顶级资管机构，拥有极强的稀缺基金份额获取能力。2019 年公司首推的“中金财富中国 50 私享专户服务”是与国际成熟市场财富规划与资产配置接轨的落地方案，专业水准领先、具备广阔的国际视野，帮助高净值和超高净值客户指定覆盖全生命周期人生目标的财富规划，截至 2021 年 4 月，累计管理资产超过 260 亿元；截至 2021 年 10 月，持有 6 个月以上客户正收益占比超 99%，“中国 50”复购率（2021 年以前已设立账户、今年追加资金的客户）数量占比超过 50%。

图 19：中金 50 严选产品体系



资料来源：中金财富路演材料，信达证券研发中心

丰富配置型产品体系，渗透资产配置理念，客户 AUM 高增。继中国 50 配置型产品取得成功经验之后，公司持续完善配置类产品品类，陆续上线中金微 50、A+ 基金投顾等。中国微 50 产品延续中国 50 的选品规则及服务模式，定位于富裕及高净值人群，客户可以根据稳健、平衡、进取等不同风险偏好进行定制。A+ 基金投顾主要针对公募基金投资者，包括三大类策略、九种投资场景，覆盖长尾客户需求。截止 2021 年 10 月，中金公司配置类（也称买方投顾类）产品规模达 666 亿。公司屡次尝试创设的买方投顾类产品陆续得到投资者认可，资产配置理念逐步渗透给公司所有投资者，自 2019 年以来始终保持 30% 以上同比增长，截至 2021 年 6 月底，财富管理客户资产规模 2.78 万亿。

图 20：以中金 50 为例演示配置型产品服务流程



资料来源：中金财富路演材料，信达证券研发中心

东方、浙商以封闭期产品为主，提升投资体验

严选产品倾向持有期较长的产品，更关注产品保有量。公司从客户投资需求和风险偏好倾向出发，通过管理人-基金经理-产品的三级筛选体系，通过一系列定性、定量指标筛选，之后进行尽职调查、管理人访谈，层层选拔最后确定进入产品。优质产品中，更倾向引入封闭期/持有期较长的产品，拉长投资时长，减少客户“追涨杀跌”的不理智行为，帮助客户实现理想的投资收益。2020 年公司 475 亿产品保有规模中，封闭型产品保有占比达 67%，保有量最大的前二十只基金中，封闭型基金占比达 72%。

图 21：中金财富管理资产规模保持高速增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

旗下头部资管赋予东方证券封闭期产品销售优势。控股的东方红资管和汇添富基金两大头部资产管理能力受到市场投资者认可，东方红资管走出了王国斌、陈光明等市场知名管理人，最初借助管理人的投资能力吸引客户，投资者希望抢占知名管理人有限的份额，产品逐渐从开放式转到一年期再到三年期。当投资者体验过封闭产品的收益率的确优于自己过往频繁交易的收益率，后续会主动选择封闭产品，客户粘性提升的同时，也可以降低财富管理收入的波动性。

浙商以私募封闭型产品为主，持有体验好驱动保有量增长迅速。公司构建科学的私募产品遴选体系，凭借投顾的专业服务及对客户的深度认知，匹配良好收益率，提升投资者体验，私募产品销量和保有量显著提升。截至2021年6月末，公司400亿金融产品保有量中有70%为私募产品。同时浙商证券优秀的销售能力也被广泛认可，在稀缺产品份额获取上有优势，品牌效应在投资者和资产端两端均已逐渐显现。由于私募产品多为3-5年封闭期，代销渠道较为稳定，公司近两年私募代销业绩优异，与多家优质私募已建立密切合作关系，未来私募产品保有量规模有望继续保持高速增长。

广发证券坚持“研究先行”，打造令投资者信任的产品体系

基于深度研究前瞻判断，选品流程严密。广发证券财富管理部下设金融产品研究所作为二级部门，研究团队以“改善投资者的盈利体验，引导投资行为的长期化”作为基本选品目标，把内部卖方研究以及国内其他友商研究基础上，形成广发证券对各个时段各类资产配置的观点，前瞻性判断大类资产配置趋势、市场风格等，并把观点应用到选品工作流程当中。每季度、半年、每年选下一期主推产品方向时，将选品团地选出的产品纳入评选流程，授予研究人员较高比重投票权，最终通过销委会评选的产品才能入选产品池。无论是首发还是持续营销的产品，均由需要进行专业评估后，才能引入销售。

选品指标科学，细化产品标签便于匹配客户需求。目前广发已覆盖全市场各品类产品的头部管理机构，同时对所有管理人和主要产品独立建档，动态跟踪产品表现。具体来看，定性分析主要包括“大咖”团队用专业研究方法挑选出一批优秀基金经理，持续跟踪市场动态，动态更新严选基金产品库。定量分析包括用大数据系统智能下沉研究员选基方法论，超过100个量化指标从产品、基金经理、基金公司三个维度把控产品质量，拟合五大指标，严控产品引进入口关。经过4年时间积累，财富管理研究团队获得了大量的产品相关数据，把管理人风格、产品表现、风险等级等产品特征标签不断细化，使得后续投顾服务更加便捷，便于投顾为客户做更合理的资产配置。

研究成果输出带动销售，专业能力驱动产品保有量提升。重视客户适当性管理特别是持有体验，在易淘金APP中打造“大咖”严选、指数大师等特色服务区，向客户输出广发证券的投研成果。研究员对其所推选产品质量实名背书，将投研实力展示给投资者，专业能力是投资者信任的基础，已充分体现在产品销量与保有量的大幅提升。

图 22: 广发证券财富管理研究成果在易淘金 APP 输出



资料来源：广发证券APP，信达证券研发中心

图 23: 广发证券基金产品销量与保有量大幅提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2.4 专业投顾是财富管理的“核心资产”

合格投顾是“核心资产”、稀缺资源。财富管理是一项综合型业务，业务范围广，不仅局限于金融产品方案，还包括投资咨询、理财规划等无形的金融服务。尤其是高净值客户对服务质量的要求较高，高素质投顾对获取客户信任、拓展业务范围至关重要，是财富管理行业的“核心资产”。同时，由于当前国内 6.34 万证券投资咨询业务人员的素质各异，专业能力强、客户资产把控能力强的投资顾问是稀缺资源。

专业能力过硬是招募投顾的首要标准。投顾在财富管理业务链条中贯穿始终，包括识别客户需求与获客、资产配置、投后管理服务以及长期陪伴以满足更多客户需求。投顾的专业能力代表着公司财富管理获客、销售与服务及陪伴水平，与 AUM 增长直接相关。财富管理转型领先的公司目前都处于人员扩张阶段，专业能力过硬是从银行、信托及同行引入投顾的第一标准，要求投顾从财务知识到资产配置理念都有较高的认知，其次才是带入客户资源和 AUM。

要求投顾把客户需求转化为产品需求。事实上，很多客户不清楚自己的资产配置需求，这就要求财富管理顾问了解客户家庭“资产负债表”，利用科学的提问方式，帮助客户分析处境、痛点、影响助推、收益等因素，将客户需求转换为产品需求，最终通过财富管理综合解决方案解决客户的个性化需求。财富管理展业需要投顾有良好的沟通能力、亲和力，让客户愿意按照投顾设置的问题脉络逐一回答，也需要投顾对金融知识有深刻理解并能灵活运用，通过自己的专业能力与公司的优质产品资源相结合，将客户的模糊碎片式需求处理整合成专业化、个性化的资产配置建议。

长期陪伴满足客户全生命周期资产配置需求。财富管理机构与客户之间，既存在对产品和客户自身认知的信息不对称，又有金融领域的专业度的不对称。客户往往只关注到业绩表现、收益排名、风险评级、基金公司及基金经理间接等表面信息，而对基金经理风险偏好、基金产品底层持仓资产的风险以及产品可能面对的市场环境及监管环境变化等信息不了解。投顾需要用客户能理解的方式，围绕客户财富增值服务，长期陪伴才能与投资者产生共鸣。客户的个体情况和投资需求是复杂多变的，除了闲钱理财需求，还有家庭资产配置、特殊场景如养老、教育等需求，是贯穿客户全生命周期的金融需求。需要投顾对资本市场、金融产品有深度的理解，在服务客户过程中融入更多的专业元素，对客户的服务需要从售前到售后再到下次销售，形成闭环。

培训体系均聚焦资产配置的产品销售，引导客户长期持有。转型领先的公司非常重视投顾培训、专业能力提升，高频次的进行金融知识、沟通技能、产品相关等培训。设置课程方面，既有认识产品、了解客户需求、了解资产配置基本原理的标准化培训，也有面对不同客群的投顾的个性化培训，培训体系强调以资产配置为核心的产品销售，并希望投顾引导客户长期持有。《公募基金类基金投资者盈利洞察报告》指出，即便是明星基金，从基金成立时持有至今的客户只有不到 1%，说明明星基金并没有让投资者更长期的持有基金。不能坚定持有是导致客户收益率差强人意的主要原因。各公司通过培训向投顾传达长期持有的理念，希望投顾能够培养客户从基金购买向基金配置的行为转变，从短期转向长期持有，教育、鼓励投资者在回撤时仍坚定持有，为客户创造长期持续的回报。

图 24：不到 1% 的投资者从成立至今仍持有明星基金



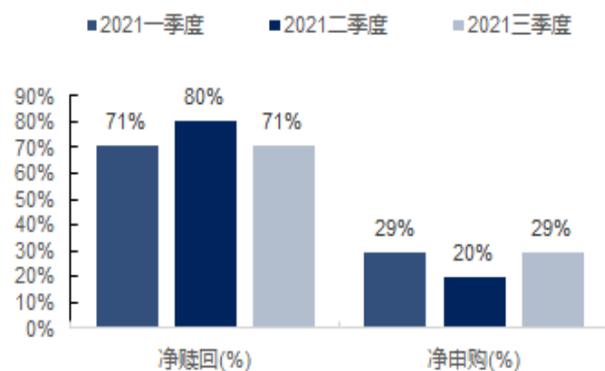
资料来源：《公募基金类基金投资者盈利洞察报告》，信达证券研发中心

优化激励机制，弱化收入指标，强调 AUM 提升。财富管理团队是服务客户的主体，专业服务能力决定客户的流失率和资产迁徙速度，考核和奖励机制是人才去留的关键。经纪业务惯性下，追逐交易规模成了管理和考核的最重要诉求。在追求销量、看重代销收入的绩效任务指标下，短期收入任务使投顾无法完全站在客户的角度做资产配置，建议客户“赎旧换新”，仅保证了销售收入，却容易失去客户信任和后端管理费收入。长期来看，

海外经验财富管理机构收入将来自于客户 AUM 乘以管理费，因强调 AUM 长期提升的 KPI 考核体系，才是做大做强财富管理的根基。例如，中金财富考核体系则以客户 AUM 留存指标为主；广发证券要求投顾销售与客户需求相匹配的资产，通过长期陪伴服务引导客户长期持有，产品销量是考核指标之一，但更重要的是将产品保有量、回报率及客户体验等也纳入考核指标；东方证券对分支机构的考核要包括三个方面，一是产品保有规模，二是产品性收入，三是有效客户数量，考核指标中 80% 围绕着资产配置服务。

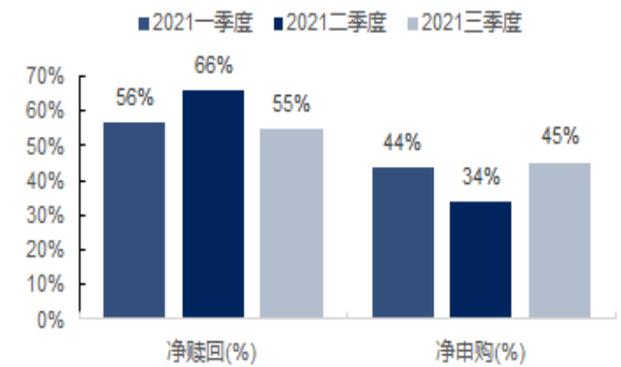
券结模式权益公募净赎回小于银行，体现了券商投顾在客户资产留存方面的突出作用。我们对 2019 年以来新发行的权益类公募基金（普通股票型+混合偏股型）的 2021 年前三季度净申购、净赎回份额数据进行统计，发现券结模式基金在前今年三季度净赎回比例 56%/66%/55%，均远低于同期银行结算基金赎回比例 71%/80%/71%。侧面印证了券商以保有量考核投顾奏效，也说明券商投顾获客和讲解产品时匹配了客户的真实投资需求，对客户资产把控力比银行更强，市场波动时安抚客户焦虑情绪的长期陪伴式服务已见成效。

图 25: 银行结算权益类公募基金净赎回比例高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 数据为银行结算模式的普通股票基金+偏股混合基金期末基金净申购/赎回份额数/期初该基金份额数

图 26: 券结权益类产品净赎回比例低于银行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 数据为券商结算模式的普通股票基金+偏股混合基金期末基金净申购/赎回份额数/期初该基金份额数

中金公司——投顾团队素质高，高净值客户服务优势明显

精英投顾团队高净值客户服务能力强，客均 AUM 行业领先。中金财富是国内首家引入投资咨询模式的券商财富管理机构，拥有近千名优秀投顾，近半数清北复交等知名院校硕士，平均从业经验 9.7 年，与客户建立长期互信关系，以积累更多的长期 AUM 为目标，站在客户视角帮助客户梳理投资目标，深度挖掘客户的需求与偏好，提供定制化的专业投资解决方案，忠实执行并及时跟踪投资计划，长期专业的、陪伴式的服务广受高净值客户认可，截至今年 6 月底，公司共有 2.91 万高净值客户，户均资产 2503 万元领先行业。

图 27: 近年来中金财富高净值客户数高速增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 2019 年以来中金财富高净值户均资产超 2000 万

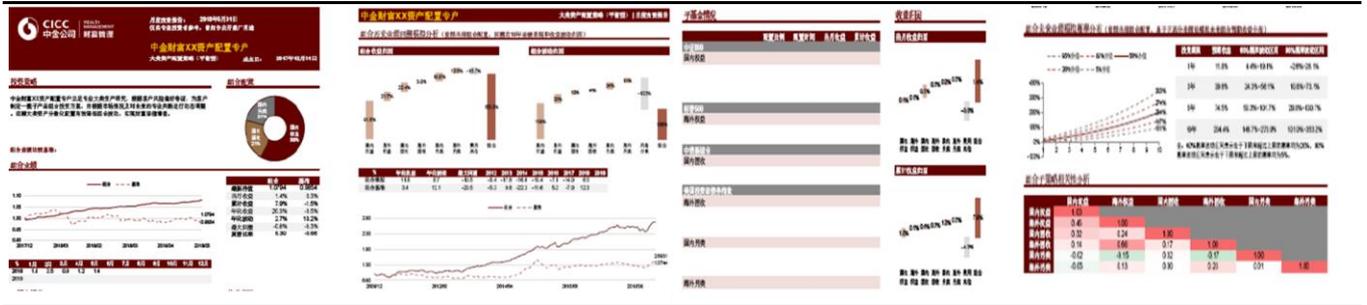


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 财富管理高净值客户门槛: 中金 300 万, 中信 600 万

拥有完善的投后管理体系，获取客户信任推动 AUM 提升。中金财富每月为资产配置类专户投资者总结月度投资报告，内容包括投资策略简述、组合业绩历史回溯模拟分析、组合业绩、收益归因、组合未来业绩模拟概率

分布以及组合子策略相关性分析等，让客户更清晰全面的了解个人月度资产配置健康状况。良好的投资体验配合完善的投后管理体系使得客户对公司的资产配置能力更加信任，追加资金的意愿更强，从而推动客户 AUM 提升。

图 29：中金财富投后管理月度报告范例



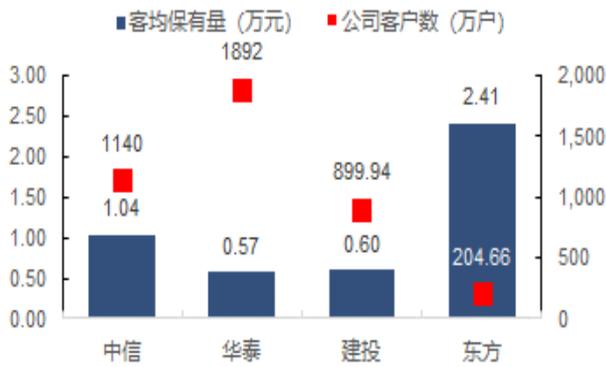
资料来源：中金公司路演材料，信达证券研发中心

战略重组嫁接广泛零售客户与渠道，整合投顾团队开启规模化发展之路。2016 年中金公司与中金财富证券（原中投证券）战略重组，今年 7 月中金公司公告将境内财富管理业务转移给全资子公司中金财富证券，促进中金高端财富业务与零售业务平台进一步整合，嫁接庞大的客户基础及广泛覆盖的营业网点。目前公司逐步推进投顾团队整合，经过专业化培训和选拔，公司将把投顾团队划分为私人财富顾问、富裕财富顾问、综合财富管理投资顾问三个级别，分别负责开发及服务于超高净值/高净值、富裕客户及大众客户群。依托原中投证券庞大的零售客群、广泛覆盖的营业网点，覆盖服务更多层次客户的精英投顾团队，以及中金财富在品牌、研究、产品等方面的先发优势，中金财富有望实现“十年十倍”规模化发展目标。

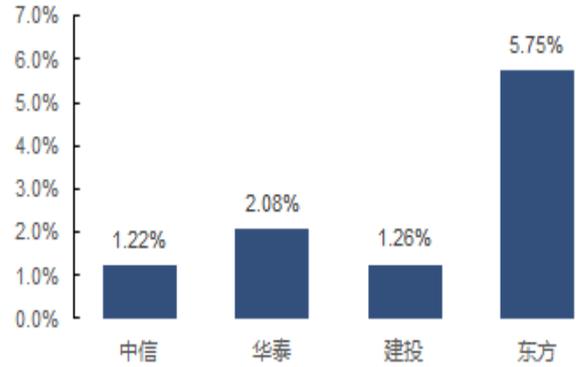
东方证券投顾资产配置理念理解深刻，客户粘性更高

投顾团队熟悉财务知识，资产配置理念理解深刻。东方证券投顾团队坚持“以客户为中心”的服务理念，提供全面的金融规划和服务，帮助实现多元化的财富管理目标，提供投资咨询、资产配置、子女教育/养老等多场景全方位的理财服务。公司 800 名投资顾问主要工作任务都是以代销产品为主的资产配置服务，专业能力强，经过了解和综合考虑客户的资产、负债、流动性等因素后，可以在访谈结束后给到投资者基础配置方案；在市场波动时，耐心陪伴、疏导焦虑情绪，有效减少了客户频繁交易的不理智投资行为，客户获得良好投资体验，投顾的专业能力、长期陪伴式服务模式受到广大投资者认可。

权益产品保有量 TOP5 中，东方证券客户转化率、客户粘性更高。在二季度基金保有量排名中，东方证券以 494 亿元权益基金规模排名中，位列券商渠道第五，位列前五名的其他公司，客户数均远高于东方证券，前五名中东方证券客户数与其他同行不在一个量级，东方证券仅 204 万客户，而中信证券 1140 万、华泰证券 1892 万、中信建投 900 万客户，东方代销收入/客户数这一指标远高于可比同行，客户粘性更高，客户资产转化率（由于公司未披露财富管理客户资产规模不数据，这里采用权益产品保有量/公司经纪客户托管资产作为客户资产转化率指标）远高于其他中信、华泰和建投。

图 30: 代销收入/客户基数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 经纪客户转化率更高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

重视人才培养, 前瞻性布局未来人才储备。东方证券实施“东方之鹰”“东方之光”“东方之星”三大人才战略, 实现分支机构干部队伍的年轻化、专业化、市场化。鹰, 从市场引进具有创新经营理念的专业人才, 累计引进市场化成熟人才 76 人; 光, 基层选拔实战型骨干人才队伍, 累计选拔分支机构优秀人才 50 人; 星, 从高校招聘管培生, 先后开展管培生招聘, 形成 70 余人的管培生后备干部队伍。此外, 11 月 4 日, 公司于上海财经大学签署战略合作协议, 发布《财富管理与基金投资顾问》课程, 推动将基金投资顾问教育纳入教育体系, 长期、稳定地为行业和公司培养和输出投顾专业技术人才。

浙商证券投顾销售能力强, 浙江省内客户认可度高

引入百位专业化投顾, 销售能力与客户粘性强。随着资本市场发展和居民理财需求增加, 除传统股票交易外, 能够为客户提供基金筛选、衍生品设计、信用交易等综合金融服务的专业投顾更能赢得客户信赖。公司财富管理转型以来, 陆续从银行私行引援约 100 位优质投顾, 对金融产品的基本要素、结构、风险内容较熟悉, 并通过财富管理精英培养项目, 对投顾进行多期专业化培训, 提升绩优人员在高净值客户开发、产品销售和资产配置方面的专业能力。精英投顾专业化服务获得省内富裕及高净值客户认可, 对客户资产的把控能力强。

浙商投顾备受当地客户认可私募产品客户认购规模同比猛增。浙商证券产品体系以私募基金为主, 私募基金既不能公开发售, 也不可以公开宣传, 投顾服务的重要性凸显。与同业相比, 由于受到语言壁垒等地域因素影响, 高净值客户对省内投顾具有天然信任感, 并可形成良好的口碑营销氛围, 投顾触达一名高净值客户, 即可打入该客户社交圈层, 产品销量与保有量呈指数级增长。2021 年上半年公司私募产品销售规模 200 亿, 同比增长 150%, 未来高增长有望延续。

1.3 财富管理转型已兑现到券商业绩

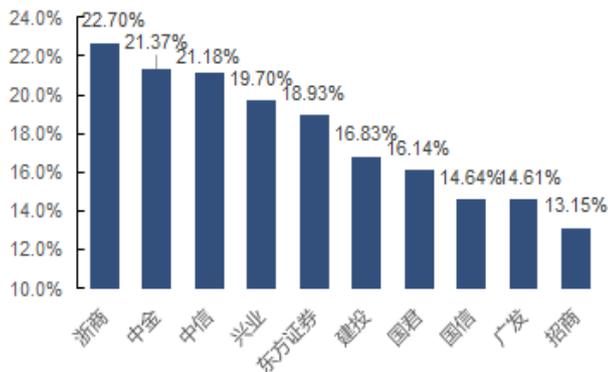
前三季度行业业绩分化, 部分券商总营收、归母净利润已超 2015 全年。2021 年前三季度 41 家上市券商实现营业收入 4719 亿元, 同比增长 22.86%, 5 家上市券商总营收同比负增长, 中信证券、中金公司、东方证券、浙商证券等 10 家公司前三季度总营收已超过 2015 年全年。41 家公司归母净利润合计 1541 亿元, 同比+24.43%。31 家公司实现净利润正增长, 其中净利润增速超过 30% 的有 12 家、10%-30% 的有 6 家、10% 有 3 家, 中金公司、东方财富等 4 家公司前三季度净利润超过 2015 年全年。

分业务看, 41 家券商实现实现资管业务净收入 349.48 亿元, 同比 +24.57%; 经纪业务净收入 1034.88 元, 同比+19.43 %; 实现利息净收入 462.87 亿元, 同比+12.2%; 自营投资业务实现收入 1242.13 亿元, 同比+10.23%; 实现投行收入 406.12 亿元, 同比+0.58%; 其他业务收入 1223.85 亿元, 同比+62.95%。

提前布局财富管理, 产品、服务均有优势的公司进入业绩释放期, 盈利能力随之提升。2021 年上半年两市日均交易额 9090.34 亿元, 同比增长 19.89%, 由于行业佣金率整体仍呈下滑趋势, 多数券商代理买卖证券佣金收入增速不及成交量同比增速。而坚定财富管理转型, 不断提升产品与服务能力的公司已兑现业绩, 共 13 家经纪与财富管理业务收入增速超过交易量增速, 与上半年产品化率靠前的公司高度重合, 说明该增速主要由于各公司

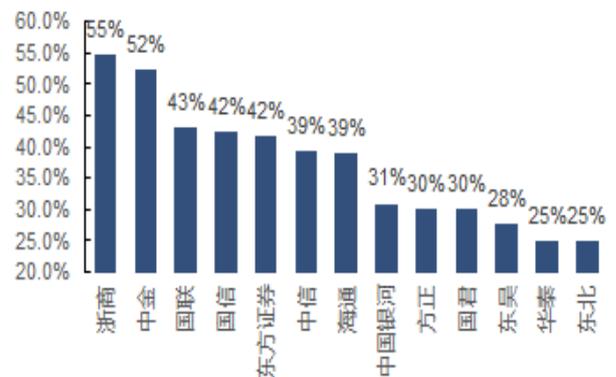
代销金融产品收入的高速增长，其中浙商证券、东吴证券、东方证券、兴业证券、中金公司增速超 30%，财富管理业务对公司盈利能力改善作用已体现在各公司净利润增速中。

图 32: 1H21 产品化率 TOP10



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 产品化率= 代销金融产品收入/代理买卖证券业务收入

图 33: 前三季度 16 家公司归母净利润超过行业平均



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

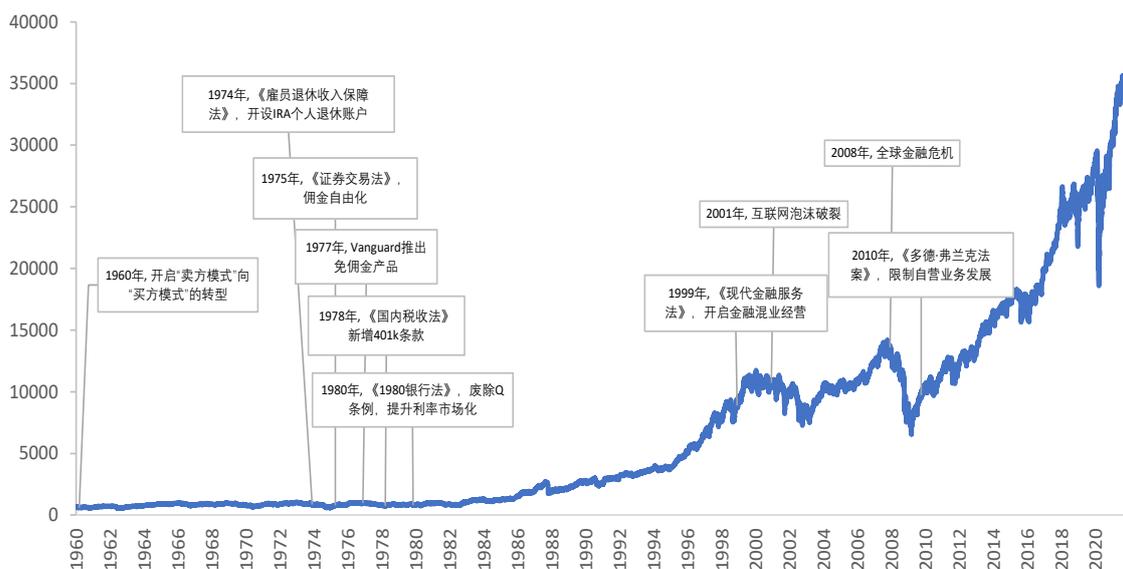
以上内容，我们论述了券商财富管理变革驱动力，以及领先券商的共性和已有成绩，但基金代销是不是有技术含量？扩大存量规模是不是财富管理转型的必经之路？我们尝试从海外先进投行发展经验中找到答案。

二、美国投行财富管理转型启示

2.1 美国财富管理的发展阶段

美国财富管理行业的快速发展开始于上世纪 70 年代，并在 2000 年前后发生了重大变革，经过 2008 年金融危机则进一步强化了金融机构尤其是大型投行的轻资产和财富管理战略转型。上世纪 70 年代后期美国开始的养老金制度改革，促进了大量养老金资金向资本市场的转移，由此推动了共同基金等资管行业的兴盛和居民财富管理需求的提高。此外，利率市场化和佣金自由化改革使银行、投行等金融机构进入步入价格战，传统的佣金收入大幅下降，迫使金融机构开始思考转型之路（与我国目前财富管理大背景类似）。发展至本世纪初，个人投资者和相关金融机构都形成了较为稳定的投资理念和市场局面。目前，美国财富管理行业形成了以大型基金公司与大投行为主导、折扣券商与中小投行及私人银行为辅，智能投顾公司蓬勃兴起的整体格局。

图 34: 美国财富管理发展



资料来源: 信达证券研发中心

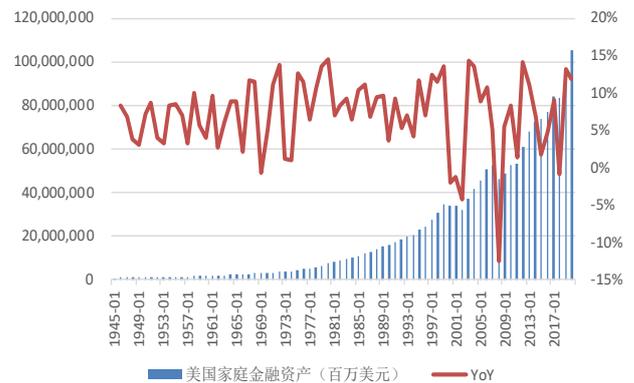
供需两端均催生了财富管理业务的快速发展。供给端：利率市场化和佣金自由化背景下涌现了大量新的投资品种。美国于 1980 年出台《银行法》，正式废除 Q 条例，极大推动了利率市场化进程，叠加 80 年代以来直接融资兴起以及养老金大规模入市，权益型基金迎来繁盛时代。80-90 年代折扣经纪商诞生后，大众富裕人群（家庭流动资产低于 25 万美元）获得金融产品和服务的便捷性提升，财富管理从高净值客户逐渐渗透到了大众富裕客户。需求端：养老金改革和居民财富积累推动财富管理需求。上世纪 70 年代美国养老金制度的改革，形成了以企业年金（DC 和 DB 计划）和个人储蓄养老保险为主的三支柱养老保险体系，其中 DC 账户和 IRA 账户因具有税收优惠的政策优势，养老金账户余额得以快速增长（从 1975 年的 0.5 万亿美元提升至 1990 年的 3.9 万亿美元，年复合增长为 15%），并推动大量的居民资金进入资本市场（2020 年 DC 和 IRA 计划配置于共同基金的比例提升至 50.9%，占全市场共同基金的比例为 47%）。另一方面，60 年代起美国经济进入稳定快速增长时期，叠加“婴儿潮”一代步入中年阶段，居民财富得到积累，理财需求得到迅速提升。1980 年，美国家庭金融资产为 7.27 万亿美元，年复合增速达 9.5%。

图 35: DC 和 IRA 投资共同基金的占比



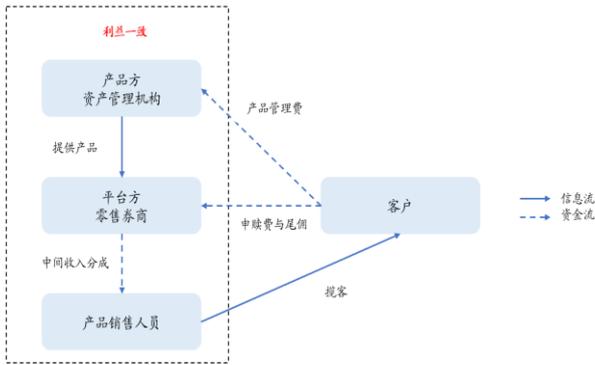
资料来源: ICI、信达证券研发中心

图 36: 美国家庭金融资产（百万美元）及增速

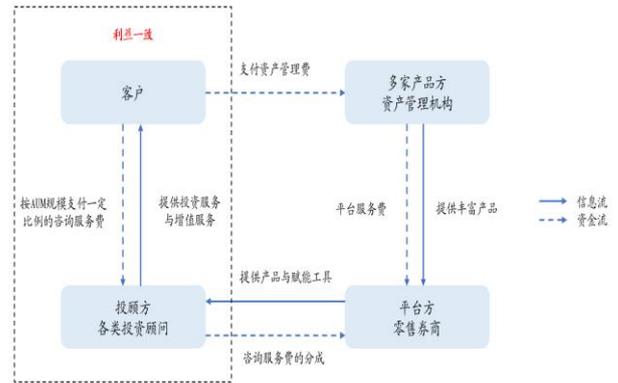


资料来源: Wind、信达证券研发中心

从产品销售为主导的卖方模式到以客户需求为主的买方模式的转变。20 世纪 80 年代以前，卖方模式为主要投顾模式，而 80 年代以后开始逐步发展为买方模式。1975 年美国修订《证券交易法》废除了证券交易固定佣金制，使得佣金可以自由协商决定，开启了佣金自由化进程。1977 年 Vanguard 最先推出了免佣金产品，对认购费和赎回费等交易费用进行了大幅压缩，并宣布不再对合作渠道进行返佣。此后涌现了大量折扣经纪商，佣金价格战加剧，大幅压缩前端交易费用，销售渠道的佣金收入也受到不断压缩，投顾人员只有寻找新的经营模式才能突破困境。于是过去以收取交易流量佣金收入的卖方模式开始向以服务客户为导向的买方模式转变。买方投顾模式下，客户将资产全权委托给投顾，并支付投资顾问费，投资顾问费基于管理资产 AUM 收费。因投顾酬劳直接来自于客户，能够避免销售额驱动模式（收取申赎费和尾随佣金，只注重销售而忽视客户服务）下的利益冲突，使得财富管理公司、投资顾问和投资者利益统一，更好地以客户为中心，提供满足客户需求的金融产品和资产配置服务来提升 AUM，实现增值保值。另外，也可通过提供个性化增值服务，例如提供教育、养老、医疗健康等服务提升服务深度。此外，401k 和 IRA 计划的推出使得美国居民产生了对投资咨询、税收、养老等多样化需求，逐渐推动卖方投顾向买方投顾转变。

图 37: 卖方投顾模式


资料来源：信达证券研发中心

图 38: 买方投顾模式


资料来源：信达证券研发中心

机构分化：“以量取胜” VS “以质取胜”。在财富管理转型时期，不同的金融机构采取了不同的应对策略。以嘉信理财为代表的机构采取了“以量取胜”的策略，通过销售低费率产品和将高成本的咨询服务外包等方式，专注于提供客户、资管机构和投资顾问的平台服务，吸引了大量的客户资源，嘉信理财也发展成为了财富管理市场份额最大的金融机构之一。而以摩根士丹利为代表的综合型金融机构采取了“以质取胜”的策略，通过提供在一般金融产品之上的专业资产配置服务，吸引了大多数对资产有更高保值增值需求的客户，同时进行有效的成本管理，发挥财富管理业务与投行、资管等业务之间的协同效应，最大化压低业务成本。

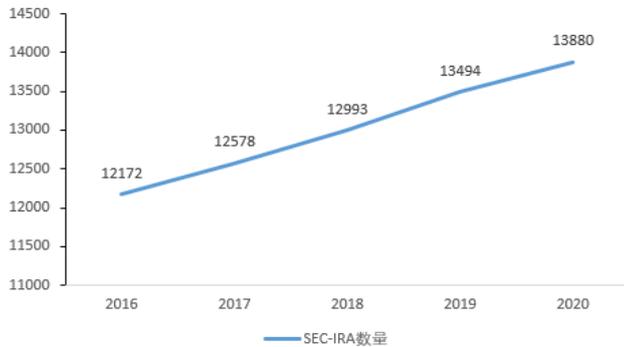
客户分层：客群从高端客户延伸至大众富裕客户。在机构转型分化的同时，目标客户群体也出现了分层。最初美国财富管理行业服务于高净值人群以及超高净值人群，随着经济和资本市场的发展，居民财富逐步积累后，普通大众的财富管理意识和需求得到了快速提升。这部分人群特征是价格敏感性强，追求标准化的产品，不需要定制化投顾服务，且客均 AUM 贡献较低，但其庞大的人群数量推动了财富管理业务的快速增长。包括嘉信理财在内的美国折扣券商通低费率标准化产品（主要包括货币基金、债券、共同基金等）正契合此类价格敏感型大众富裕客户。而摩根士丹利等机构的目标客户主要以高净值及超高净值客户（资产为 1000 万美元以上）为主，他们不满足于标准化的金融产品也对资产增值具有更高的需求，所以需要更加专业的投资顾问提供资产配置服务，除了在产品上的选择范围更加广泛之外，还可以提供遗产规划、税务规划等特殊服务。但随着折扣经纪商对综合型券商部分份额的冲击，大型券商也开始下沉服务层级，开始服务资产定位为 100-1000 万美元的客户群体。

自有产品销售到开放财富管理平台转型。美国以买方投顾引领的财富管理，不只是销售自家产品，而是协同集团内其他部门的金融业务，并与外部机构共同打造开放式的产品货架以及财富管理生态圈，提供以客户为中心的一站式综合财富管理。例如，富达基金以主动管理型基金为主，通过提供投顾平台，一方面销售自有的主动管理型基金，另一方面为其客户进行买方投顾业务咨询和全市场的产品配置与推荐，产品包括其并没有拓展的被动型基金，大大丰富了产品线。截止 2021 年 9 月 30 日，富达基金管理规模 (AUM) 4.2 万亿美元，服务资产总规模 (Asset under administration) 达到 11.1 万亿美金。不同于一般财富管理机构，嘉信理财通过开放生态接入独立第三方独立投顾向客户提供投顾服务，对于不同规模的客户和投资偏好设置了全自动化，人工和智能结合，和人工投顾等服务类型。

注册投顾的发展伴随着买方投顾模式的兴起。我们看到由卖方投顾模式转变买方投顾模式最核心的因素之一就是投顾的独立与专业化、投顾体系的完善与多层次化，其中 RIAs (注册投资顾问) 发挥了不可替代的作用。RIAs 充分发挥专业第三方咨询的作用，通过按管理资产规模收费的方式与投资者达成利益一致，完成了对卖方投顾模式下销售人员主要以销售产品业绩作为重要收入来源的替换。RIAs 的涌现使平台方不得不注重投资者的需求，并不断丰富平台上的产品以及健全平台的投顾体系，平台方逐渐转变为产品与赋能工具的提供方，收入不再依赖产品的交易收入而是更多依赖客户资产的开拓与积累。截至 2020 年，SEC-RIA 组织数量已达到 13880 家，管理的总资产数超过 110 万亿美元。在 RIA 的客户构成中，2020 年除了非全权委托的账户，个人客户（非高净值）占比最高，保持在八成以上。但在 AUM 贡献中，机构贡献占比将近 90%，机构中投资公司和联合机

构的贡献最大。据美国投资公司协会（ICI）统计，2019年，除35%的美国家庭投资者仅通过退休账户投资基金外，在剩余的65%中，有77%的家庭投资者通过接受投资顾问咨询服务把资金投资到基金。从投顾收费模式来看，基于管理资产的一定比例收费和固定费用收费为最主要两大模式，占比为62%，跟我国类似的收取佣金模式占比仅不到1.5%。

图 39: SEC-RIA 数量



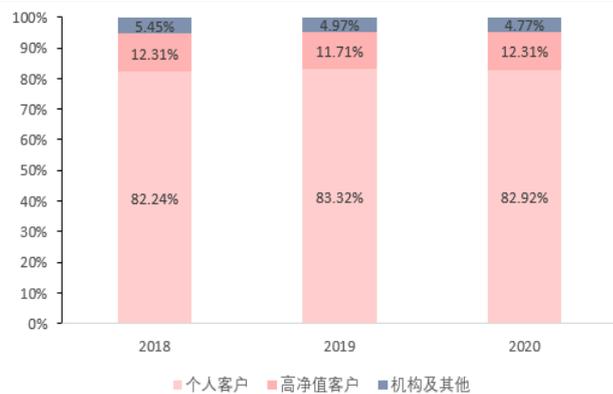
资料来源: IAA 官网, 信达证券研发中心

图 40: RIA 管理总资产规模



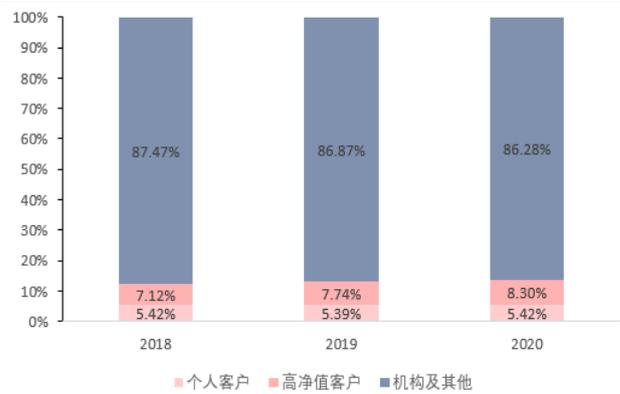
资料来源: IAA 官网, 信达证券研发中心

图 41: RIA 客户构成



资料来源: IAA 官网, 信达证券研发中心

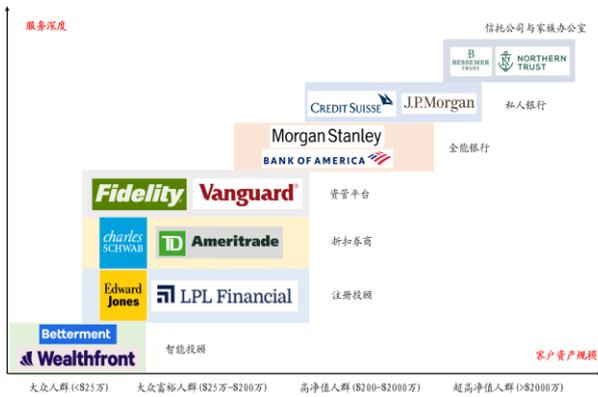
图 42: AUM 贡献



资料来源: IAA 官网, 信达证券研发中心

2.2 海外财富管理发展经历了 AUM 扩大，到后续稳费率阶段

美国财富管理发展较为成熟，已从卖方投顾进入到买方投顾阶段，目前已形成了风格各异、多类型经纪商共存的行业竞争格局，不同经纪商根据自身的资源禀赋以及客群定位打造差异化发展道路，主要有 1、**社区投顾**：局限于某些区域，规模较小，不提供综合型服务，在客户定位、区域布局、投顾招募和薪酬方面采取差异化定位，典型代表如爱德华琼斯。2、**第三方理财服务商**：特点是比较独立，连接资产端和资金端，主要向低端高净值客户和大众富裕人群提供经纪业务、产品代销以及独立咨询顾问服务，业务主要通过互联网渠道开展。咨询业务上主要与第三方投顾合作，并收取投顾费用分成。代表机构为嘉信理财。3、**综合型券商**：该类公司具备多元化业务（经纪、资管、银行等）和较高的品牌效应，向客户提供综合型财富管理解决方案，和资产传承等规划类服务。其主要定位于富裕人群和超高净值人群，他们对价格不敏感同时追求个性化定制化服务。这类公司投顾招聘具备较高的选拔标准以及完善的培训体系，投顾的收费标准也相对较高。典型代表如摩根士丹利、美银美林和瑞银。

图 43: 美国多层次财富管理机构


资料来源：信达证券研发中心

美国财富管理行业在从卖方投顾到买方投顾的发展过程中，主要的商业模式和盈利模式发生了显著的变化，经历了从原先的以产品为导向到以投顾为导向，从赚取交易佣金到赚取投资顾问费的转变，核心是以客户为中心，提供满足客户资产增值及其他全方位需求的综合金融服务。财富管理转型通过提供附加值服务，提升对客户的议价水平，同时也提升客户的粘性，带来存量客户资产的留存，推动收入和盈利的增长以及稳健的 ROE。

2.2.1 爱德华琼斯——围绕客户长期持有，差异化投顾服务保持高费率

爱德华琼斯成立于 1941 年 2 月，是一家扎根社区的零售经纪商，主要在美国，并通过其子公司在加拿大开展业务，目标定位为被大型投行所忽视的中小城镇客户。爱德华琼斯以传统的实体网店为渠道，深入社区了解客户的投资偏好，并且面对面设计定制化服务。爱德华琼斯致力于与客户建立长期关系，采取保守和长期的投顾策略，其优质服务贯穿客户终身甚至下一代。投顾收入主要来自为客户提供投资咨询和账户服务。截止 2021 年 8 月，爱德华琼斯管理约 5198 亿美元客户资产。

爱德华琼斯拥有遍布全美的分支机构，截至 2020 年底，拥有 15,361 个分支机构，美国 14,667 家、加拿大 694 家，每个事务所由一名理财顾问和一名分支机构管理人员组成。庞大的事务所布局便利了个人客户进行面对面投资咨询，又因为理财顾问与客户一般都生活在同一社区，会更容易产生近距离的信任感，从而为进一步开展理财咨询服务提供了便利条件。另一方面，专注社区营销的理念也使每位理财顾问能够更深入地进行客户开发，为客户提供更好的服务，做好客户的终身陪伴。差异化投顾服务避免了与全能型投行高净值人群竞争，同时也在互联网财富管理持续降费获客的背景下，始终维持合理的费率水平。

图 44: 爱德华琼斯商业模式

合伙制企业组织形式

- 组织结构扁平，每个事务所独立经营
- 员工拥有更强的自我驱动力与责任意识
- 普通合伙人 586 人，有限合伙人 23,839 人，服务合伙人 2975 人，次级有限合伙人 570 人

长期投资理念

- 寻找高质量投资并通过分散化管理风险
- 共同基金和 ETF 等被动型产品是主要投资方向
- 四种投资咨询方案



以大众富裕人群为目标

- 退休前客户：递延税款，减少生活负担；
- 已退休客户：稳定的经济保证，并顺利转移遗产
- 小企业主：在个人理财的基础上为自营企业预留资金。

多网点的社区营销

- 15,361 个办事处
- 由一名理财顾问和一名管理人员组成
- 容易与客户产生一对一的信任感

资料来源：爱德华琼斯官网、信达证券研发中心

2.2.1.1 围绕客户长期持有，设计产品、展开投顾服务

客群以稳健而长期的个人客户为主。因为专注于社区营销，爱德华琼斯的主要客户是分支机构所在社区内的居民，主要为中低净值投资者提供理财服务，避免与大型综合型机构的正面竞争。由于便捷的投资方案，许多投资者在建立投资组合后便很少会进行日常操作，同时理财顾问也会教育投资者养成长期投资的理念，长期陪伴服务，爱德华琼斯的客户拥有比其他金融机构更长的金融产品持有期。爱德华琼斯还提供了多种的退休账户选择，包括 401(K)、Roth IRAs、traditional IRAs、403(b) plans 和 457 plans，对于退休前客户，他们的主要需求是期望通过退休账户递延税款从而减少生活负担；而对于已经退休的客户，他们的主要需求是拥有稳定的经济保证并顺利转移遗产，这些需求都能在爱德华琼斯与理财顾问咨询解决。

制定长期投资策略，拉长服务周期，保持客户粘性。 投资策略委员会（Invest Policy Committee）遵循高质量、分散和长期投资原则制定投资策略，引导投资顾问帮助客户实现个性化财富目标，包括构建个性化投资组合，识别和分析市场环境的变化对投资策略的影响，建立多个财富目标，包括退休计划、教育计划和财产传承等。目前公司已形成多层次产品与服务布局，可以满足不同客户全生命周期的投资需求，包括年金、退休计划、教育、ETF、固定收益、共同基金等综合化产品和投顾服务（Advisory Solutions and Guided Solutions），通过拉长为客户提供服务的年限，保持较高的客户粘性。

研究部门遵循长期买入并持有的选品策略以辅助投顾。 公司研究部门遵循严格的方法来推荐投资资产，推荐能穿越市场周期的股票、债券和共同基金。在推荐股票时，公司根据地理位置，过往业绩，公司规模，负债和现金流来筛选，然后缩窄范围至具备可持续竞争力的标的，同时通过估值分析来决定股票价格是否符合当前价值。公司秉持本金和收益原则推荐固收类资产，固收分析师会审视信用风险，利率和再投资风险。公司始终坚持长期买入并持有和保守的理念，帮助客户实现长期可持续增值。

图 45: 爱德华琼斯产品门类

Annuities	Insurance
Variable	Life Insurance
Fixed	Long-term Care Insurance (LTC)
Immediate	Hybrid Life/LTC Insurance
	Disability Income Insurance
Employer Retirement Plans	Money Market Funds
Defined Contribution	
Defined Benefit	Mutual Funds
Profit-sharing	
SEP IRAs	Tools
SIMPLE IRAs	Estate Considerations
	Financial Calculators
Education Savings	Investor Education Programs
529 Plans	Online Account Access
	Plan Reviews
Equity Investments	Portfolio and Retirement Research
Common Stocks	<ul style="list-style-type: none"> Equities Exchange-traded Funds Fixed Income Mutual Funds
Exchange-traded Funds	Retirement Plans
	Rollovers and Consolidation
Fixed-income Investments	Saving, Spending and Borrowing Solutions
Bonds	Systematic Investing
<ul style="list-style-type: none"> Corporate Debt Securities US Treasury Securities US Agencies Securities Municipal Bonds 	Services
Certificates of Deposit (CDs)	Client Consultation Group (CCG)
Unit Investment Trusts	Edward Jones Advisory Solutions®
	Edward Jones Guided Solutions®
Individual Retirement Accounts (IRAs)	Trust and Asset Management Services.
Roth IRAs	
Traditional IRAs	

资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

2.2.1.2 具有市场竞争力的激励机制吸引并留住优秀投顾

以专业能力和社区服务能力为核心招募投顾，持续培训提升顾问综合素质。爱德华琼斯招募投顾时既注重理财顾问的专业能力，也对投顾对社区的了解程度有较高的要求，希望投顾对该社区有良好的人际关系、具备较强的业务推广能力。专业能力方面，公司招募投顾时，要求其通过证券业基础考试（SIE, Securities Industry Essentials）和美国证券执业执照考试系列 7（Series 7 考试）、法律资格 Seires 66 考试以及保险资格考试，其中 SIE+Series 7 专业难度大，官方统计需要累计学习时长 360 个小时以上才能通过，另外，CFP/AAMS/CRPC/ChFC 等专业投资相关资格证书是加分项。持续培训方面，投顾入职前需要进行集体培训，内容包括 KYC 规则，以及介绍顾问技巧和客户发展技巧等，入职后需要持续参与公司提供远程行业与投资相关

的培训，保持投顾综合素质的持续提升。

高比例分配佣金、提高投顾收入，吸引并留住专业投顾。爱德华投顾薪酬主要由佣金、利润分享和盈利奖金构成，成熟的理财顾问提成比例在 36%~40% 不等，在同业中处于领先水平，加上旅行奖励等其他非现金收入后，佣金派发比例可以达到约 50%，投顾的收入与为新入资产、累计 AUM 和佣金收入高度挂钩，可充分激发其主观能动性，为公司管理客户资产持续提升蓄力。对于新入行的理财顾问（经验不足三年或管理资产低于 3000 万美元），企业会提供最多四年的基本工资、新资产支持、佣金和其他标准奖励（季度奖金、旅游奖励、利润分享等）；对于有一定经验的理财顾问（拥有超过三年的经验，管理资产超过 3000 万美元，并且过去 12 个月盈利超过 250,000 美元），薪酬（包括佣金、新资产支持）会依据加入公司后的资产积累来派发。2020 年，爱德华琼斯获得了“最值得工作的 100 家公司”、“父母的最佳工作”、“女性最佳工作”等奖项，员工在这里工作拥有更高的工作满意度与幸福感，在爱德华的工作年限较长。

图 46：2019 年爱德华琼斯理财顾问薪酬结构（标准奖励）

For \$400,000 in Gross Commissions		% of Gross	For \$600,000 in Gross Commissions		% of Gross
Core Compensation Total	\$166,000	42%	Core Compensation Total	\$298,000	50%
Commissions	\$149,000	37%	Commissions	\$230,000	38%
Profit Sharing	\$8,000	2%	Profit Sharing [†]	\$14,000	2%
Profitability Bonus [†]	\$10,000	3%	Profitability Bonus [†]	\$54,000	9%
Travel Award Program [†]	\$17,000	4%	Travel Award Program [†]	\$17,000	3%
TOTAL RETURN:	\$184,000	46%	TOTAL RETURN:	\$315,000	53%

For \$1,000,000 in Gross Commissions		% of Gross	For \$2,000,000 in Gross Commissions		% of Gross
Core Compensation Total	\$558,000	56%	Core Compensation Total	\$1,213,000	61%
Commissions	\$396,000	40%	Commissions	\$800,000	40%
Profit Sharing [†]	\$26,000	3%	Profit Sharing [†]	\$56,000	3%
Profitability Bonus [†]	\$136,000	14%	Profitability Bonus [†]	\$357,000	18%
Travel Award Program [†]	\$18,000	2%	Travel Award Program [†]	\$18,000	1%
TOTAL RETURN:	\$576,000	58%	TOTAL RETURN:	\$1,213,000	62%

资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

表 2：满足基本要求的新投顾工资收入结构示意图

年份	基本工资	新资产流入奖励	佣金	总收入
第一年	\$51,625	\$11,200	\$3,500	\$66,325
第二年	\$44,625	\$18,200	\$8,400	\$71,225
第三年	\$36,750	\$21,800	\$21,000	\$79,550
第四年	\$28,875	\$24,800	\$42,500	\$96,175
第五年	\$0	\$13,700	\$93,000	\$106,700

资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

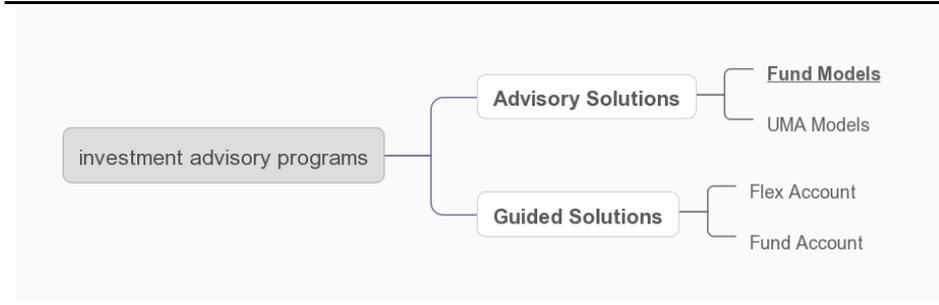
合伙制企业助力投顾与企业一同成长。爱德华琼斯采用的是合伙制企业组织形式，没有董事会和太多的管理层级，组织结构扁平，每个事务所也是由理财顾问自己运营与管理，拥有很大的自主性，因此员工会拥有更强的自我驱动力与责任意识。一些符合一定任期和业绩要求的财务顾问有机会对爱德华·琼斯的母公司 The Jones Financial Companies, L.L.P. (JFC) 进行有限合伙投资。截至 2020 年 1 月 1 日，超过 24000 名 Edward Jones 合伙人，包括财务顾问、分支机构管理人员和家庭办公室助理是 JFC 的有限合伙人。

2.2.1.3 提供丰富的投资咨询服务方案，高费率免受互联网降费冲击

针对客户需求提供定制化的投资咨询服务方案，费率较高且保持稳定。公司提供基于资产收取管理费收入的 Advisory Solutions 和 Guided Solutions 两项投资咨询服务。两者区别在于投资者是否具有自主决策权，它们各自又根据不同的资产投资组合范围分为两种方案，分别是 Fund Model 和 UMA model, Flex Account 和 Fund Account。顾客可以根据自己的偏好选择方案，其中 Fund Models 是使用人数最多的方案。Fund Models 方案中，投资者将根据自己的风险承受能力、时间安排和投资目标等要素，在理财顾问的帮助下设定整体投资组合目标，之后所有的日常投资决策就将交给爱德华琼斯的专业投资团队，投资团队会确保与投资者投资目标的一致性并持续跟踪。投资者可以查看自己的账户报表并在每个季末收到绩效报告。Fund Models 资金门槛最低 2.5 万美金，可投资共同基金和 ETF。UMA Models 因增加税收管理和独立管理账户，门槛更高，起步为 50 万美金。Fund Account 中投顾只是起到辅导作用，最终决策源于投资者，同时投资种类较为简单，门槛最低，仅为 5000 美金。此外，当面对高净值人群复杂的需求的同时，投顾可以与位于总部的客户咨询团队（CCG）合作，

解决关于客户的收入和现金流需求、企业继承、高管薪酬等问题，同时在某些领域也可借助例如 CPAs 和律师等专业人士的帮助。爱德华琼斯投顾还可以通过总部财富和信托管理服务（Wealth & Trust Management Services）团队，为长期投资者提供持续高质量服务，包括特殊需求信托、生前信托、遗嘱信托等。

图 47: 爱德华琼斯（美国）提供的投资咨询服务方案



资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

表 3: 爱德华琼斯（美国）投资咨询服务方案介绍

投资方案	特征	资产组合	资金要求	费用
Advisory Solutions® Fund Models	日常决策由研究分析师团队完成	共同基金和 ETF	最低 25,000 美元	方案费 1.35%起，加组合策略费 0.09%起
Advisory Solutions® UMA Models	日常投资决策由研究分析师完成，同时包括专业的税收管理服务	共同基金、ETF 和独立管理账户 SMA（专业管理的股票和债券组合）	最低 500,000 美元	方案费 1.35%起，加组合策略费 0.19%起
Guided Solutions® Flex Account	投资者拥有最终决定权	投资范围广泛，包括股票、共同基金、ETF、债券、CD 适用于账户金额超过\$50000	最低 25,000 美元	方案费 1.35%起
Guided Solutions® Fund Account	投资者拥有最终决定权，	共同基金和 ETF	最低 5,000 美元	方案费 1.35%起

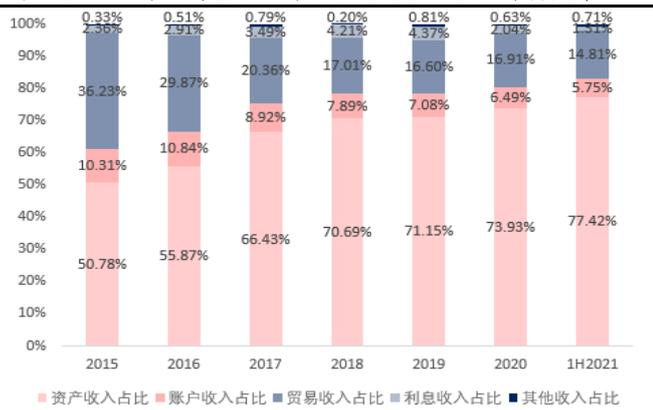
资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

基于资产的收费模式为主，管理费收入占比逐年升高。爱德华琼斯主要根据账户资产金额收取年费，以 UMA Model 为例，收费主要包括了项目收费、投资组合收费和独立管理账户费，费用计算是按上月日均账户余额乘以三种费率加总计算。项目和投资组合费率都按资产规模增加而下降，初次年费分别为 1.35%和 0.9%。独立管理账户费率介于 20-40 bp，具体费率依据不同投资策略决定，且不适用于共同基金和 ETF。根据母公司琼斯金融的年报，企业收入中最主要的是手续费收入，包括基于资产的收入和账户及活动收入，而基于资产的收入占比近年均在 70%以上且连年提升。

表 4: UMA Model 与投资组合策略与项目费率对比

	资产管理金额	UMA Model 投资组合策略年费	UMA Model 年费
First	\$250,000	0.19%	1.35%
Next	\$250,000	0.19%	1.30%
Next	\$500,000	0.18%	1.25%
Next	\$1,500,000	0.17%	1.00%
Next	\$2,500,000	0.12%	0.80%
Next	\$5,000,000	0.09%	0.60%
Over	\$10,000,000	0.09%	0.50%

资料来源：爱德华琼斯官网，信达证券研发中心

图 48：母公司琼斯金融公司买方投顾收入占比持续提升


资料来源：爱德华琼斯年报，信达证券研发中心

2.2.2 嘉信理财-折扣券商起家，免佣超市做大 AUM，后发展为综合金融服务商

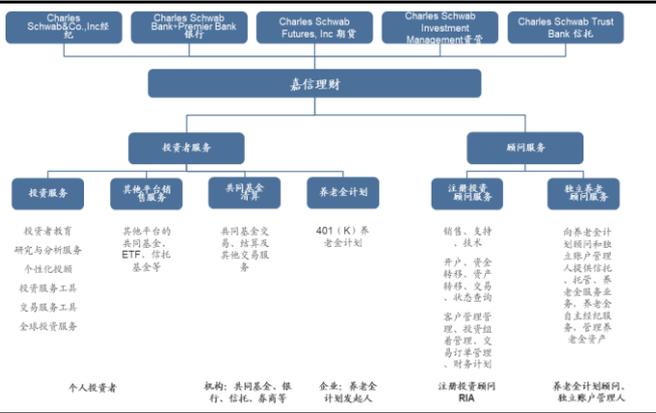
嘉信理财成立于 1971 年，并于 1987 年在纽交所上市，为美国领先的个人金融服务服务商之一。目标客群为低端高净值客户和大众富裕人群，主要从事财富管理、证券经纪、银行、资产管理、托管和财务咨询服务。成立之初定位于折扣券商，通过低佣、免佣和灵活交易账户等形式积累了众多的客户，2000 年后打造独特的理财顾问模式同时通过内生和外延扩充产品线，使其转型成为综合金融服务商。收入结构上逐渐摆脱了对交易佣金的依赖，演变成以资产管理和手续费以及类信贷业务为主，交易佣金收入逐步萎缩。截至 2021 年三季度，公司实现营业收入 138 亿美元，净利润 42.7 亿美元，年化平均 ROE 为 10.63%，客户总资产 7.6 万亿美元，拥有 3267.5 万个活跃经纪账户，户均资产为 23.3 万美元。

2.2.2.1 佣金自由化下公司主动转型折扣券商

行业佣金费率不断下降的背景下财富管理转型既是嘉信理财主动选择亦是形势所迫。嘉信理财在近十年里成功实现了由经纪业务向财富管理业务的转型，成为美国零售金融服务的领先者。自 1975 年佣金自由化以来，嘉信理财凭借极具竞争力的佣金率迅速成为头部的折扣券商。近年来佣金率继续下行，目前嘉信理财经纪业务主要产品的交易费率基本为 0，并且免佣金产品（ETF 与共同基金）的产品数量也在行业处于领先地位。收入结构演变成以基于 AUM 的资产管理和手续费以及类信贷业务为主，交易佣金占比持续下滑，从 1992 年的 71% 降至 2019 年的 6%。凭借低佣金积累的众多客户优势和庞大 AUM，2000 年开始，公司将业务重心转移至财富管理业务，并通过外延并购和内生增长打造综合服务平台，在提供丰富的金融产品的同时对庞大客群进行分层，根据客户需求通过人工或智能的方式筛选合适的产品和一揽子的解决方案，以实现精准服务，进一步提升盈利能力。

2.2.2.2 构建连接投资者和外部顾问的平台

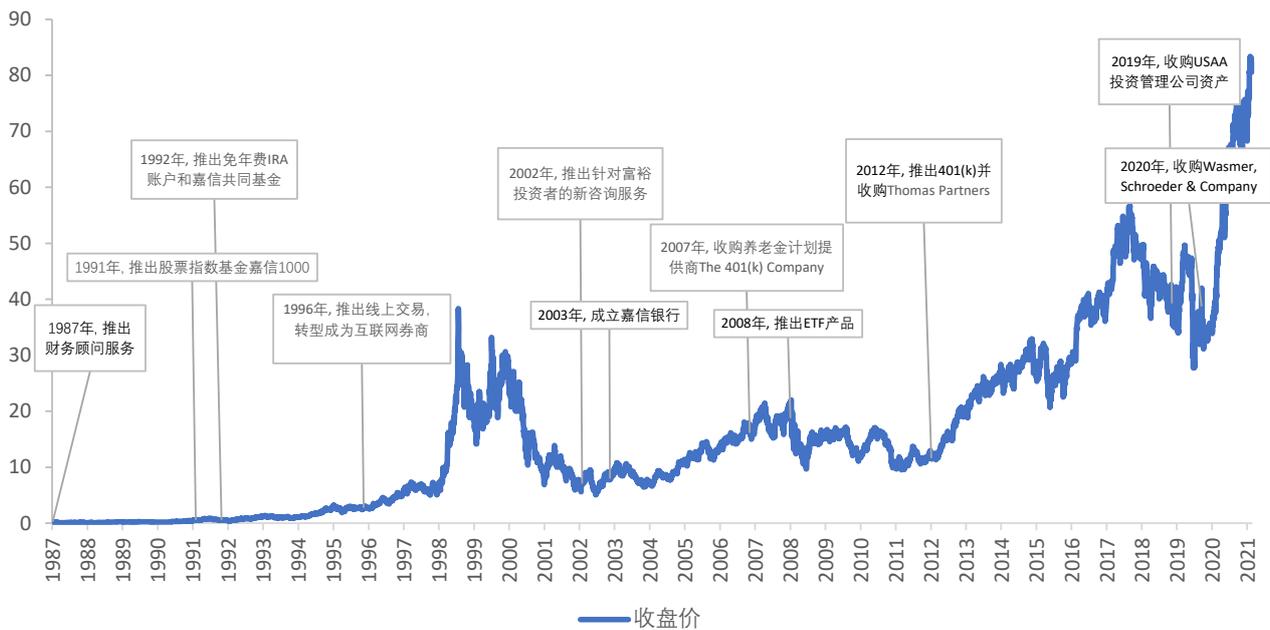
构建投资者服务和投顾服务平台。嘉信理财商业模式包括投资者服务和投资顾问服务。投资者服务部门为个人投资者提供零售经纪和银行服务，为企业及其员工提供退休计划服务以及其他企业经纪服务；顾问服务部门则专门为独立注册投资顾问 (RIAs) 以及独立退休顾问提供托管、交易、银行以及退休业务服务。嘉信理财开放的平台连接顾问服务 RIAs（包括嘉信理财自有及外部的投顾）和客户，客户可以通过投顾解决方案，获取一站式的财富管理服务，包括个人证券、共同基金、ETF、固定收益产品、管理账户、现金产品、银行贷款和信托服务等。嘉信理财投顾服务对客户资产规模的贡献持续提升，占比从 2002 年的 36% 提升至 2019 年的 47%。

图 49: 嘉信理财商业模式


资料来源：嘉信理财年报，信达证券研发中心

2.2.2.3 低佣金产品做大 AUM，再通过内生和外延并购成为综合金融服务商

嘉信理财的财富管理转型主要经历了三个阶段：1) 70 年代，美国取消证券交易固定佣金制度，嘉信率先降低了所有客户的佣金费率，打造折扣券商，2) 80 年代-90 年代初，美国 401(k) 改革推动共同基金大发展，股市迎来长牛，嘉信推出 Onesource 平台，并且取消 IRA 年费，成为基金产品集合商，3) 2000 年以后，嘉信转型成为综合金融服务商，并且通过外延并购和数字化转型，实现客均资产的大幅增长。

图 50: 嘉信理财财富管理阶段


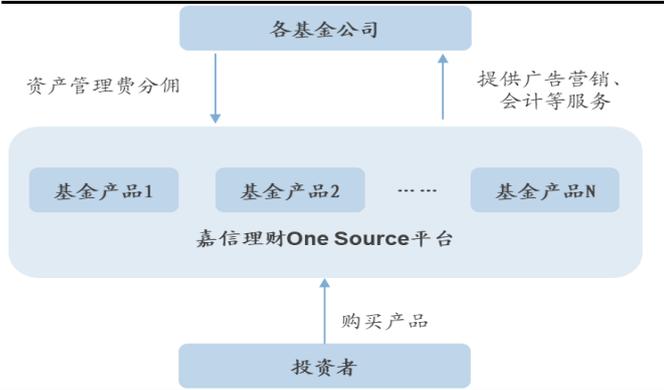
资料来源：信达证券研发中心

转型折扣券商，吸引大量长尾零售客户。1975 年，固定佣金制度取消，此后佣金率出现明显下降。起初，不同于大多数券商仅降低交易量较大的机构客户佣金费率，而对个人投资者费率保持不变，嘉信则一视同仁，降低所有投资者的费率，因此吸引了大量风险偏好较低，规模较小的大众零售客户，打造成为折扣券商。考虑到长尾客户对费率较为敏感，不需要咨询业务，嘉信不提供任何推介服务，规避与客户利益冲突，赢得了客户的信任。

推出 Onesource 免佣平台，实现收费模式从交易佣金向 AUM 模式转变。70-80 年代，随着 IRA 和 401(k)带来养老金入市，共同基金迎来大发展，投资者对共同基金投资的需求大幅提升，但仍需要在多渠道购买，且花费较高的佣金费率。嘉信开始从交易经纪向金融产品交易平台扩张，并开始免除交易佣金。1984 年嘉信推出 Mutual Fund Market Place 共同基金平台，但仅有 140 只基金免交易费。1992 年，嘉信正式推出无交易费用的

一站式共同基金超市 Onesource 平台，成为基金产品集合商（截至 1993 年末，投资者可在 Onesource 中免费购买超过 25 只知名基金公司的 200 多种共同基金产品）。投资者可以在平台上挑选适合自己的产品，而不需要支付交易费，同时降低了在不同基金公司之间的转换成本，较好地解决了投资者的痛点，提升了用户粘性。2013 年，公司推出了嘉信 ETF Onesource 平台，其产品品类扩张至 ETF。我们认为，Onesource 平台为嘉信理财收费模式从交易佣金向 AUM 转变的重要推动力。嘉信免去投资者交易手续费，而收取基金公司的资产管理费分佣，作为提供广告营销、上架空间及会计等服务的报酬。

图 51: Onesource 平台

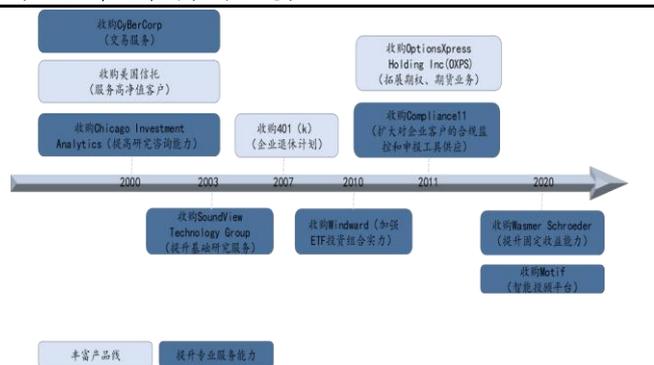


资料来源：信达证券研发中心

推出免费的 IRA 账户，扩大客户资产。在美国 1980 年代个人养老金制度快速发展的背景下，1992 年嘉信理财推出免费个人退休账户吸引了大批个人退休金客户。这些客户作为长期投资者，每月工资的固定部分都会进入个人退休账户购买基金，为嘉信养老金业务带来了较大的增量，取消年费当年公司活跃 IRA 账户数及客户数分别上涨 31% 和 53% 至 76 万户和 261 亿美元，并在之后几年保持高速增长。

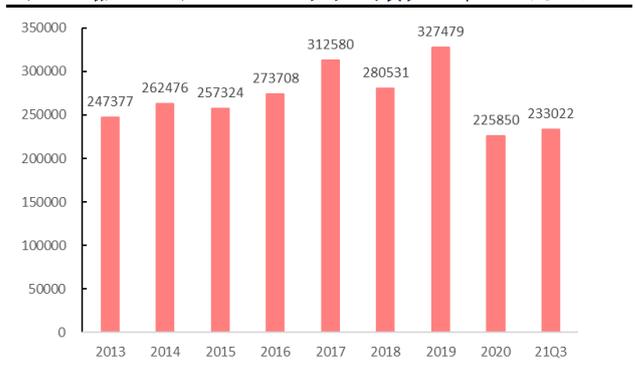
内生和外延并举持续扩大业务范围，转型综合金融服务商。2000 年以后，随着美国互联网泡沫破裂，美股结束了长达 20 年的牛市，此后几年股市表现低迷。自嘉信后，多家折扣券商纷纷兴起，TD Ameritrade、E-trade 甚至打出比嘉信更低的佣金费率，叠加产品更加同质化，以低佣金扩张的获取长尾客户的业务模式难以持续高增。投资者的需求也不再局限于资产的保值增值，而是对能够提供专业理财建议和配置需求的金融机构依赖度提升。面对市场环境变化和更加多元化的客户需求，嘉信理财从 2000 年开启全面财富管理转型，通过收购和内生发展并举拓宽产品与服务范围、提高专业服务能力，转型综合金融服务商。外延式并购方面，2000 年公司收购美国信托公司服务高净值人群，2007 年收购养老金计划提供商 The 401(k) Company，2011 年收购 Options Xpress 拓展期权、期货业务；内生发展方面，2003 年成立嘉信银行向中产客户提供按揭贷款、股票质押等金融服务，被动型基金投资浪潮下，2008 年推出 ETF 产品提升资产管理服务能力，2013 年启动 Schwab ETF OneSource 平台为投资者提供免佣 ETF 交易服务。客户也从原先的长尾零售客户逐渐转化为大众富裕客户，客均 AUM 从 2010 年的 19.69 万美金提升至 2019 年的 33 万美金，年复合增速达 5.8%，远高于同为折扣券商的 TD Ameritrade（11.1 万美元）和 E-trade（8.36 万美元）。

图 52: 外延并购和内生发展



资料来源：信达证券研发中心

图 53: 嘉信理财活跃经纪账户户均资产（单位：美元）



资料来源：嘉信理财年报，信达证券研发中心

2.2.2.4 与素质较高的独立第三方投顾合作，进一步留存客户资产

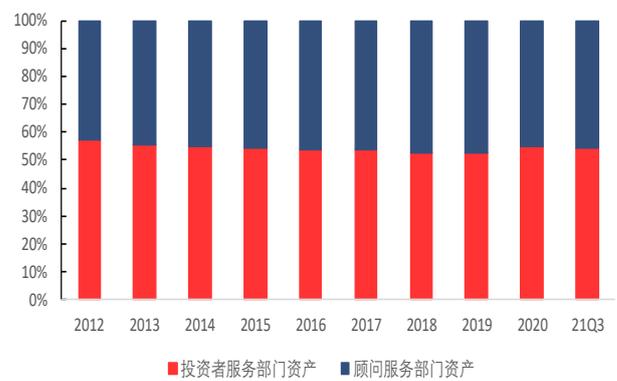
除了基金产品服务之外，嘉信还推出了投顾服务。随着客户资产规模的提升，客户对咨询服务需求与日俱增，嘉信一改此前不提供咨询服务的理念，1995年推出“顾问资源 Advisor Source”项目，建立了资质审核系统筛选符合条件的投顾，为他们提供客户共享，以及开发系统支持独立投顾进行下单、清算和账户管理等服务，并收取咨询服务费提成，同时为投资者提供更加丰富的投顾选择。截至 2021Q3，嘉信理财接受持续顾问服务的客户资产约 3.8 亿元，占比约 50%；2013-2020 年接受持续顾问服务的客户资产 CAGR 为 17%。

图 54: 嘉信理财顾问服务的资产(单位: 十亿美元)与占比



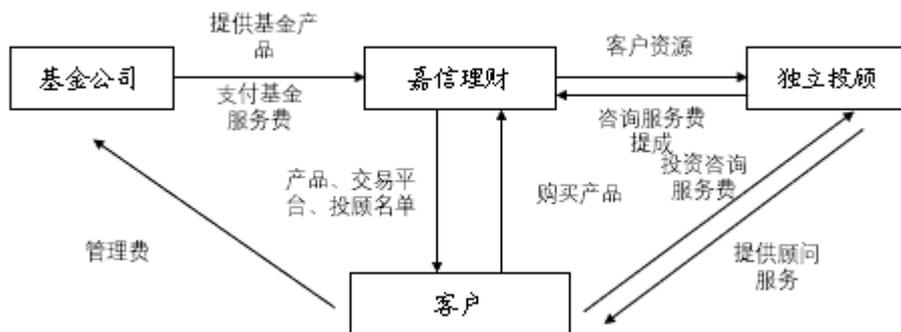
资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 55: 嘉信理财客户资产构成



资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 56: 嘉信理财商业模式



资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

投顾人才的严格筛选与培养确保较高的服务质量。投顾由独立第三方和内部理财师组成。1) 独立第三方投顾方面，嘉信通过 Schwab Advisor Network 与约 200 家独立第三方投顾公司的开展合作。嘉信根据投资管理经验、管理资产规模以及专业教育等标准筛选出符合条件的投顾公司。投资顾问具备较强的专业技能，具备约 12 年的工作经验，同时也拥有例如 CFP、CFA 和 CPA 等资格认证。此外，这些投顾也覆盖了包括财务规划、投资管理、税务等咨询领域。2) 内部投顾由超过 600 人的具备专业理财经验的团队成员组成，95%在其专业领域具备资质。另外嘉信也重视对投顾的培训。以嘉信理财金融顾问学院 (The Schwab Financial Consultant Academy) 项目为例，该项目培训周期为两年，第一年主要学习专业证书相关的知识、了解基础性的财富管理、销售与客户关系，以及处理客服电话和交易沟通并学习如何服务客户；第二年除继续财富管理与销售培训之外，受训人会接受客户外拓培训并学习如何识别和达成客户的投资目标。

丰富的投顾产品体系满足不同人群。嘉信理财的投顾服务涵盖了智能投顾、智能投顾兼人工服务以及纯人工服务三类，并且不仅有嘉信理财自有投顾，也引入独立第三方投顾。以智能投顾和人机结合的投顾服务模式主要解决投资者基础的资产配置需求，而人工投顾服务模式则帮助投资者进行复杂或更加个性化的资产配置。服务

成本较高的人工服务也相应设置了更高的客户资产门槛，在主要的投顾项目中客户资产超过 100 万美元就将达到绝对优质客户的范畴，投顾服务费率随着资产规模上升会有明显下降。嘉信理财的人工投顾不管是自有平台上的，还是外部的独立第三方投顾，主要是持有注册金融规划师证书（CFP）的专业人士，能够在较大程度上保证人工投顾的服务质量。截至 2019 年底，嘉信与超过 7500 家独立投顾合作。

表 5: 嘉信理财主要投顾产品

类型	投顾产品	定位	模式	投资门槛	费率	提供商
自动化投顾	Schwab Intelligent Portfolios	智能投顾	由子公司 CSIA (Charles Schwab Investment Advisory, Inc) 构建实时监控自动化的投资组合	\$5,000	\$0	Charles Schwab Investment Advisory (CSIA)
	Schwab Intelligent Portfolios Premium*	智能+人工	结合一对一咨询服务, 提供自动化投资组合	\$25,000	一次性规划费用 \$300 以及咨询费 \$30/月	Charles Schwab Investment Advisory (CSIA)
专业财务顾问	Schwab Private Client*	人工投顾	由 SPCIA (Schwab Private Client Investment Advisory, Inc) 提供咨询服务	\$1,000,000	随资产规模增加而降低: 最高 0.8%, 最低 0.3% (资产超 500 万美元)	Schwab Private Client Investment Advisory
	Schwab Advisor Network	人工投顾	由外部独立投顾提供一对一咨询服务, 同时提供专业化辅导	\$500,000	不同顾问不同费率	独立第三方顾问
委托管理	Schwab Managed Portfolios*	人工投顾	由 CSIM 管理账户, 提供多元化共同基金或 ETF 组合	\$25,000	分层收费: 最高 0.9% (前 10 万美元), 共同基金服务最低 0.2%、ETF 服务最低 0.5% (超 100 万美元后)	Charles Schwab Investment Management (CSIM)
	Managed Account Select	人工投顾	由第三方公司管理账户	权益策略 \$10,000, 固收策略及均衡策略 \$25,000	分层按规模收费: 权益策略起点 1%, 固收策略起点 0.65%, 均衡策略起点 0.95%	独立第三方顾问、Charles Schwab Investment Advisory (CSIA)
	Windheaven 策略	人工投顾	由 CSIA 旗下的 Windheaven 管理账户, 为客户提供三种广泛多元策略, 主要为 ETF	\$100,000	最高 1%	Charles Schwab Investment Advisory (CSIA)
	Thomas Partner 策略	人工投顾	由 CSIA 旗下的 Thomas Partner 管理, 提供股息增长和平衡收益策略	\$100,000	最高 0.9%	Charles Schwab Investment Advisory (CSIA)

资料来源: 嘉信理财官网, 信达证券研发中心

注: 带*项目代表嘉信理财提供满意保障服务

图 57：嘉信理财第三方投资策略



Managed Account Select®

Managed Account Select® provides access to an expansive range of third-party asset managers and focused investment strategies for you to create a portfolio tailored to your needs. All asset managers and investment strategies undergo thorough evaluation and are regularly monitored by Charles Schwab Investment Advisory, Inc.

Fixed Income

Municipal Bond Ladder

- Parametric TABS 1-3 Yr Municipal Ladder
- Parametric TABS 1-8 Yr Municipal Ladder--CA
- Parametric TABS 1-14 Yr Municipal Ladder
- Parametric TABS 1-14 Yr Municipal Ladder--CA
- Parametric TABS 3-12 Yr Municipal Ladder
- Parametric TABS 3-12 Yr Municipal Ladder--CA
- Parametric TABS 5-15 Yr Municipal Ladder
- Parametric TABS 5-15 Yr Municipal Ladder--CA
- PIMCO 1-6 Year California Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-6 Year Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-6 Year New York Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-12 Year California Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-12 Year Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-12 Year New York Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-18 Year California Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-18 Year Municipal Bond Ladder
- PIMCO 1-18 Year New York Municipal Bond Ladder

Corporate Bond Ladder

- Chandler 0-6 Yr Corporate Bond Ladder
- Chandler 0-12 Yr Corporate Bond Ladder
- Parametric 1-5 Yr Corporate Bond Ladder
- Parametric 1-10 Yr Corporate Bond Ladder
- Parametric 3-7 Yr Corporate Bond Ladder
- Parametric 5-10 Yr Corporate Bond Ladder

Short-Term Municipals

- Invesco Short-Intermediate Municipal Impact SMA
- Neuberger Berman Municipal Short Core
- Nuveen Limited-Maturity Municipal Bond
- Western Asset Current Market Muni

Intermediate-Term Bond

- Eagle Asset Management High Quality Taxable
- Madison Intermediate Fixed Income
- PIMCO Real Return
- ✓ Sage Advisory ESG Intermediate Fixed Income

Core Bond

- BlackRock Core Bond-SMA
- ✓ Brown Advisory Sustainable Core Bond
- Natixis/Loomis Sayles Core Total Return
- PIMCO Total Return

Corporate Bond

- Cincinnati Investment Grade Corporate Bonds
- Eagle Vertical Income Portfolio
- NWQ Flexible Income
- Principal Investment Grade Corporate Bond SMA

Convertibles

- MacKay Shields Convertibles SMA

Preferreds

- Spectrum Preferred Securities SMA
- Spectrum Preferred Tax Advantaged SMA
- Stonebridge Advisors Preferred SMA
- Stonebridge Advisors Preferred Tax Advantaged SMA

Multi-Asset

Balanced

- Eagle Asset Management Strategic Income Portfolio
- Eagle Asset Management Strategic Income Portfolio with Municipals
- GW&K Balanced Income Strategy with Municipals
- DNF (Santitas) Balanced Growth with Dividend Income

资料来源：嘉信理财官网，信达证券研发中心

满意保证成为嘉信理财的独特标识。为赢得用户对公司服务与产品的信任，嘉信理财向用户承诺进行满意保证，即嘉信理财承诺对于客户的任何不满均进行相关费用或佣金的退返（退款请求同意后 45 天内）。该项承诺覆盖嘉信理财的个人投资者服务以及银行存款服务。除不属于嘉信理财的外部投顾服务以及纯智能投顾服务之外，嘉信理财的投顾服务均适用于满意保证的范围，具体包括：Schwab Managed Portfolios、Schwab Private Client、Windhaven Strategied、ThomasPartners Strategies、Wasmer Schroeder Strategies、Schwab Intelligent Portfolios Premium。满意保证目前是嘉信理财特有的服务承诺，成为嘉信理财区别于同业的重要标签。

客户支付投资咨询服务费于投顾，体现了以客户为中心理念。与其他财富管理机构不同，嘉信理财不将 RIA 当作竞争对手，而是合作关系。嘉信理财通过“顾问资源”平台，一方面连接投资者，为其提供经筛选的投资顾问名单，一方面连接独立投顾 RIA，为其提供客户引流和技术支持。客户接受独立投顾服务不需要支付共同基金服务费，而是需要以年费形式向 RIA 支付投资咨询费（投资资产 AUM*咨询费率），嘉信从中抽取咨询服务费分成，作为提供客户和技术支持的报酬。此类收费不收取客户买卖佣金，而是注重客户资产的留存，同时引入第三方独立投顾在内的投顾服务和产品，投资理念中立，帮助客户做出更适合的投资决策，最大程度减少与客户利益冲突，体现了嘉信理财以客户为中心的理念。

薪酬与客户资产净流入和管理规模挂钩，激励投顾以客户为中心实现资产留存。激励奖金包括两种：1) 客户维护奖金 (Relationship Pay)，主要考察金融顾问的专业经历与过往表现，即主要取决于客户的账户余额，按年支付；2) 解决方案奖金 (Solution Pay)，主要取决于新增的客户资产，每月一次性支付。具体来说，Relationship Pay 细分为三类，其中类别 1 和类别 2 有不同的资产乘数费率（“补偿因子”）以反映推荐和服务不同账户上的时间、复杂程度与专业程度的差别，而类别 3 主要针对信用产品；Solution Pay 也细分为三类，其中类别 1 以资产合计为计算基础，类别 2 则以细分的投顾服务账户为计算基础并有更高的奖金系数，以评估资产组合管理服务的有效性与质量，类别 3 则主要考察投顾除投资建议之外的服务，主要为转介服务。此外，除了可量化部分外，嘉信还设置了非量化部分，包括客户满意度、团队合作能力、服务客户质量以及为客户提供有效建议的能力等。我们认为，嘉信不以交易量为考核标准，将薪酬与客户资产净流入与管理规模的挂钩，将促进投顾更加注重以客户为中心，提升客户服务质量，吸引更多客户资产，并实现资产留存。

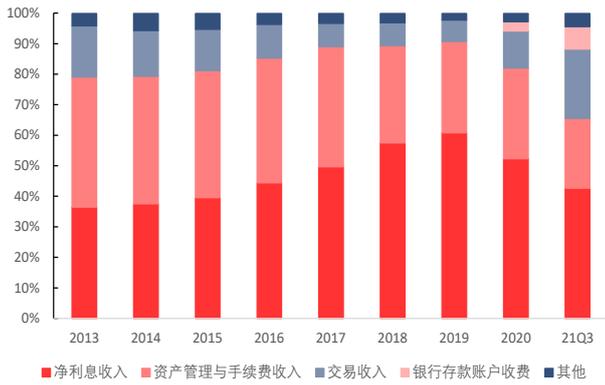
表 6: 嘉信理财投顾奖金激励政策

Relationship Pay (以账户余额为基础年度支付)	
类别 1: 资产组合管理服务 (较多参与后续的服务)	类别 1: Relationship Pay
Schwab Private Client; Schwab Managed Portfolios; Schwab Managed Account Services; USAA Managed Portfolios; Annuities	资产乘数费率 (42bp~52bp) * 投顾各自的支付费率 (7%、8%、9%) * 账户余额
类别 2: 资产组合管理转介和非管理账户 (较少参与后续的服务)	类别 2: Relationship Pay
Schwab Advisor Network; Schwab Intelligent Portfolios; Schwab Intelligent Portfolios Premium; Schwab Personal Trust; Wasmer Schroeder Ultra Short Strategies(注: 自主账户与非管理的账户一视同仁, 不管产品是属于嘉信理财还是第三方)	资产乘数费率 (11bp~14bp) * 投顾各自的支付费率 (7%、8%、9%) * 账户余额
类别 3: 非投资建议的建议与活动	类别 3: Relationship Pay
信用产品: 保证金贷款; Schwab Bank Home Equity Line of Credit(HELOC); Schwab Bank Pledged Asset Line(PAL)	4.4bp*客户贷款余额
Solution Pay (以新增资产为基础按月一次性支付)	
类别 1: 资产合计	类别 1: Solution Pay
净资产流量 (资产流入减资产流出)	8bp*净资产流量
类别 2: 资产组合管理服务	类别 2: Solution Pay
Schwab Private Client; Schwab Intelligent Portfolios; Schwab Intelligent Portfolios Premium; Schwab Advisor Network; Schwab Personal Trust-Full Corporate Trustee; Schwab Managed Portfolios; Schwab Managed Account Services; USAA Managed Portfolios; Annuities	20bp*录入金额
类别 3: 其他产品	类别 3: Solution Pay
各类转介 (如转介 Schwab Advisor Network)	各种转介项目的奖金不同, 如转介到 Schwab Advisor Network 资产超过 300 万美元获 800 美元奖金、资产超过 3000 万美元获 3500 美元奖金

资料来源: 嘉信理财官网, 信达证券研发中心

2.2.2.5 财富管理转型推动 AUM 的持续提升, ROE 平稳增长

公司逐渐转型以资产管理费和利息收入为主的收入结构, 基于 **AUM 收费的模式推动盈利稳步增长**。公司收入结构中, 净利息收入和资产管理手续费收入占比最高, 2019 年分别为 61%和 30%, 合计为 90.8%, 较 2013 年的 79%提升 11.8ppts, 而同期交易佣金占比从 16.8%降至 7%。新客户资产和资产增值推动 AUM 的持续提升和盈利的快速增长。2010-2019 年客户资产年复合增速为 9.5%, 其中新客户资产流入年复合增速 9.8%, 占新增资产的 53%, 市场增值年复合增速 11%, 贡献新增资产的 47%, 推动营收和净利润分别实现年化 10.8%和 26.3%的复合增长。费率方面, 尽管竞争激烈, 但单客费率却能保持稳定且小幅提升, 从 2010 年的 0.27%提升至 2018 年的 0.31%, 主要得益于丰富的产品品类和多样化的增值服务。此外, 2000 年转型财富管理后, ROE 稳步提升, 尽管遭遇 2008 年金融危机, 财富管理较为稳定的盈利能力确保了嘉信理财的 ROE 触底反弹且平稳增长, 从 2010 年的 8.04%提升至 2019 年的 17.9%, 推动股价从 2006 年初的 11.8 美元提升至当前的 82.1 美元, 增长近 7 倍, PE 估值从 2006 年的 30x 提升至 2011 年初的 50x, 至 2017 年底基本维持在 30x 上下波动。

图 58: 嘉信理财收入结构 (百万美元)


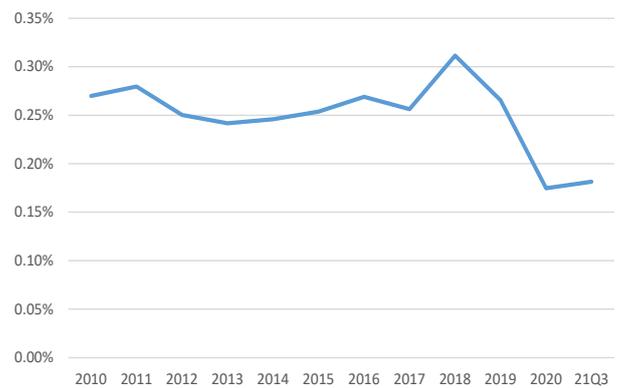
资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 59: 嘉信通过客户资金流入和市场增值推动 AUM 增长


资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 60: 嘉信理财客户资产规模 (单位: 十亿美元) 与增速

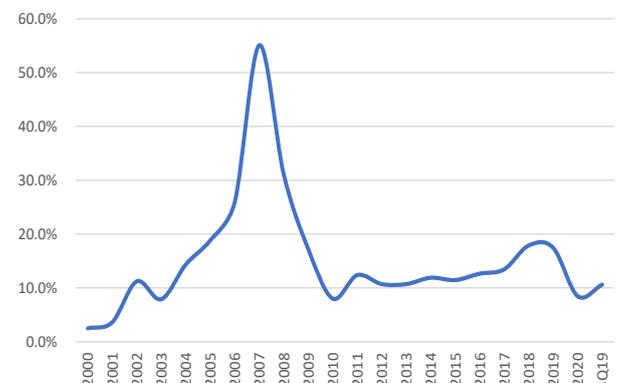

资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 61: 单客综合费率


资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 62: 嘉信 PE TTM 和收盘价 (美元)

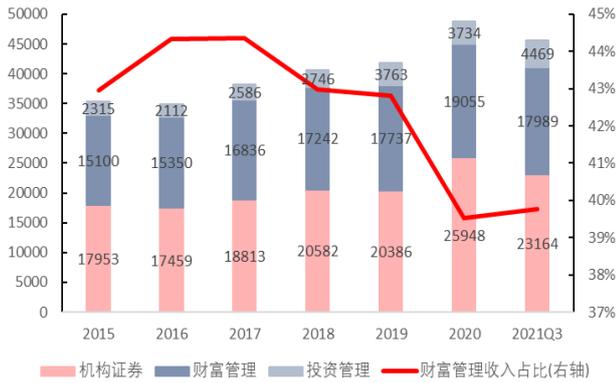

资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

图 63: 年化 ROE


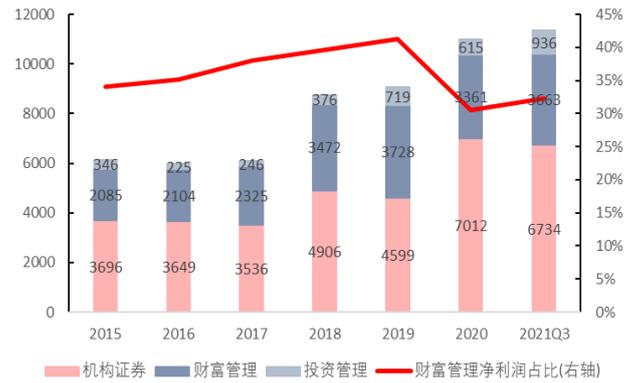
资料来源: 嘉信理财年报, 信达证券研发中心

2.2.3 摩根士丹利-综合金融服务提升议价能力冲抵交易费率下滑, 推动收入增长

作为《格拉斯-斯蒂格尔法》的直接产物, 摩根士丹利自 1935 年从 JP 摩根分离出来便以投资银行业务作为主要发力方向, 经过 86 年的发展现已成为全球领先的综合金融服务公司。经过多次的业务剥离和收购, 摩根士丹利公司结构现在主要可以分为: 机构证券、财富管理和投资管理。财富管理业务已成长为摩根士丹利业务布局中的重要一环, 并逐步成为营业利润的主要来源之一。2019 年财富管理业务的营收占比超过 42%, 净利润占比超过 41%。2021 前三季度, 在疫情趋稳以及去年收购 E*Trade 所带来的资产流量双重推动下, 摩根士丹利财富管理业务营收同比+34%、净利润同比+43%。

图 64: 摩根士丹利财富管理收入占比 (单位: 百万美元)


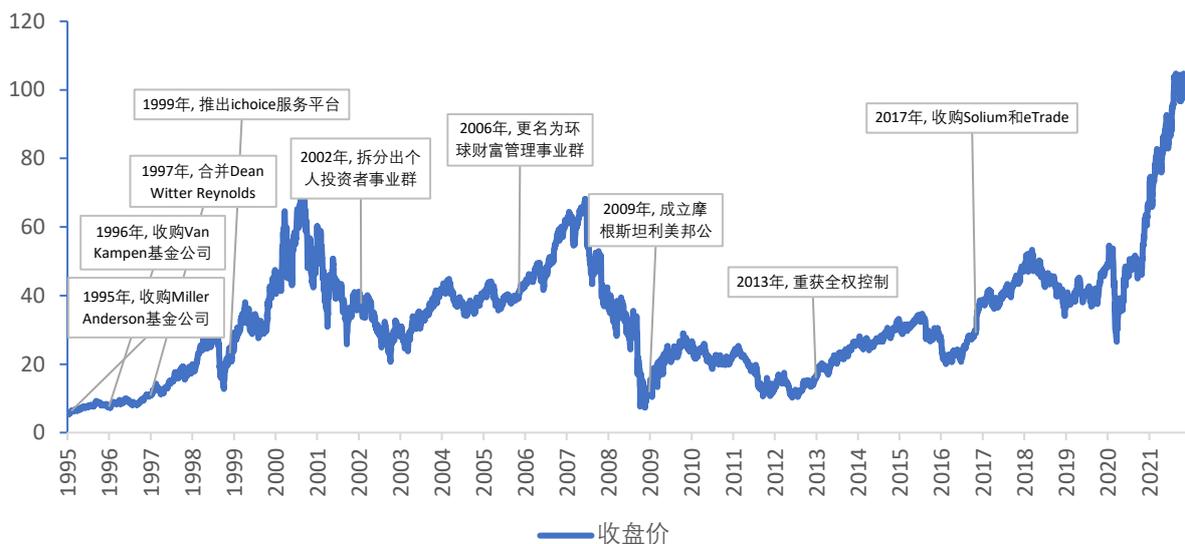
资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

图 65: 摩根士丹利财富管理净利润 (单位: 百万美元)


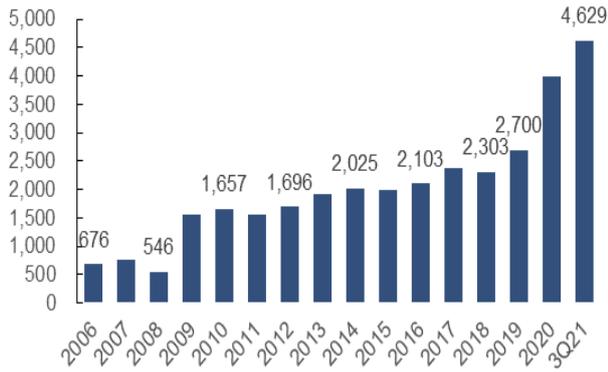
资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

2.2.3.1 金融危机被迫放弃高杠杆业务, 追求稳定性较高的财富管理转型

金融危机迫使管理层收缩高杠杆业务, 并购扩大 AUM, 追求收益率较高且稳定的财富管理业务。早在上个世纪美国大资管行业迅速崛起的背景下, 摩根士丹利就已经开始布局财富管理业务, 收购了 MillerAnderson 和 Van Kampen 两家基金公司发展资管业务, 之后合并零售证券公司 Dean Witter Reynolds, 积累了一定的客户资源。2000 年后, 随着市场有效性提升和资管行业成熟, 被动管理产品崛起, 摩根士丹利开始从卖方模式向买方转型。2008 年全球金融危机后, 摩根士丹利意识到高杠杆业务对公司盈利造成极大影响, 而财富管理业务带来的稳定收入对公司的收入贡献与日俱增, 迫使管理层开始收缩高杠杆的投融资业务, 着重发力开展财富管理业务。2009 年收购了花旗集团旗下财富管理公司花旗美邦, 至 2013 年全部完成收购, AUM 大幅提升, 财富管理业务规模达到全球前列。2011 年战略重新定位, 退出非核心业务, 完成 Discover 信用卡的剥离, 同时出手 MSCI 和风险较高的自营业务, 更加专注核心业务。2019 年, 摩根士丹利收购了股权计划服务提供商 Solium Capital, 扩充产品线同时获得了大量的企业客户资源和年轻新富客群, 并提升了有效服务能力。面对客户资产激烈竞争, 2020 年收购了互联网券商 E-trade, 进军零售理财服务, 为公司带来 520 万客户账户和 3600 亿美元 AUM。十年间, 公司客户资产增长 150%, 从 2010 年的 1.57 万亿提升至 2020 年的 3.99 万亿元, 超过瑞银成为全球资管服务规模排名第一的财富管理公司。

图 66: 摩根士丹利财富管理发展


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 67：随着收购的完成，公司管理规模大幅增加（十亿美元）


资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

2.2.3.2 客户精细化分层，多层次产品和服务提升客户粘性

摩根士丹利财富管理客户以高净值和超高净值客户为主。通过 2018 年可投资资产超过 100 万美金的客户资产占比为 82%，且 2012-2018 年超过 1000 万美金的客户资产年复合增速达到 84%，远高于可投资资产为 10 万元-100 万元美金和小于 10 万美金的客户资产增速，分别为-7.2%和-28.9%。

表 7：财富管理客户资产（单位：10 亿美元）

资产量	2012	2018	%
高于 1000 万美元	\$538	990	84.0%
100 万至 1000 万美元	\$699	897	28.3%
10 万到 100 万美元	\$414	384	-7.2%
小于 10 万美元	\$45	32	-28.9%

资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

精细化客户分层、产品和服务体系。公司坚持客户分层的精细化服务体系，对于客户资产小于 100 万美元的大众富裕人群，公司主要提供联合资产管理、独立管理账户和共同基金咨询等账户管理方案，以及相对标准化的资本市场解决方案；而对于 1000 万美金以上的客户，公司提供一系列更加专业化的综合金融服务，主要提供更加复杂的账户管理解决方案例如信托资产管理和投资组合管理，产品方面提供更多包括私募股权以及定制产品在内的另类投资产品，此外也提供家庭财富咨询服务以及定制贷款服务等。

表 8：公司客户分层及对应的服务方案

客户	服务方案
资产高于 1000 万美元	<ul style="list-style-type: none"> 领先的管理账户解决方案 - 信托资产管理、信托服务、信托服务、投资组合管理 (FA Discretion)，统一管理账户 独家另类投资产品 - 私人股权、房地产和定制产品 家庭财富咨询服务 - 家庭治理和优化，慈善事业管理，财富规划中心和生活方式咨询 与私人银行家和贷款顾问协商提供定制贷款产品
资产为 100 万至 1000 万美元	<ul style="list-style-type: none"> 领先的管理账户解决方案 - 信托资产管理、信托服务、投资组合管理 (FA Discretion)，统一管理账户 资本市场解决方案 - 对个性化股票挂钩衍生品解决方案的审查和设计，跨资产类别的质量执行，以及提供新发行的产品 独家另类投资产品 - 经管理的期货、单一经理人对冲基金和 FOF 财务和退休计划、人寿保险和捐助者建议基金 核心高净值贷款产品，包括抵押贷款、贷款信用、保证金和证券贷款
资产低于 100 万美元	<ul style="list-style-type: none"> 领先的管理账户解决方案 - 统一管理账户、单独管理账户、共同基金咨询 资本市场解决方案 - 对各种资产新发行产品的质量执行和访问 (例如：封闭式基金、企业固定收入、市政债券、股票) 被基金经理管理的多元化投资产品 - 共同基金，529 计划，单位投资信托、ETFs 财务规划、长期关注

机构客户	• 灵活的证券和保证金借贷账户
	• 股票计划管理和执行金融服务
	• 退休服务
	• 财务规划和访问财富规划中心
	• 资本市场解决方案：为中间市场客户提供 MSWM 和摩根士丹利经纪商的完整产品，以及企业现金解决方案
	• 格雷斯特咨询
	• 其他机构咨询计划（信托资产管理，全球投资解决方案）
	• 战略线索管理

资料来源：摩根士丹利 2012 年 PPT，信达证券研发中心

丰富的账户管理模式体系，提供多样化的服务。 摩根士丹利具有突出的客户账户管理能力，从 1973 年设立第一个独立管理账户 SMA 至今已具备近 50 年历史经验。管理账户解决方案旨在提供满足客户复杂多样化、个性化的财富管理需求，每一种账户模式对于投顾的权限、投资策略和方向、手续费等方面均存在差异。对于个人客户，摩根士丹利提供了单独管理模式、统一管理模式、顾问模式和投资组合管理人模式四种选择模式，对于机构客户，提供了现金管理模式，针对不同的管理模式，也有不同的收费标准。此外，摩根士丹利还具备投资专家包括专注于组合构建和管理以及拥有独家数据库的资产管理人研究团队。

表 9：摩根士丹利账户管理模式

模式	介绍	资产规模（百万美元）			平均费率（bps）		
		2020	2019	2018	2020	2019	2018
单独管理模式	第三方和附属资产管理人管理客户资产，并由资产管理人进行投资决策，每个账户只能采用一种第三方资产管理策略。	359	322	279	14	15	16
统一管理模式	客户能够将单独管理账户、共同基金和 ETF 全部合并到一个汇总账户中，投资决策和自由裁量权可由客户、财务顾问或投资组合经理行使，这为投资者提供了能在大量共同基金中配置资产的机会，投资决策由客户做出。	379	313	257	99	100	99
顾问模式	投资决策必须得到客户的批准，投资顾问在进行账户或者投资变动时都需要获得客户的批准。	177	155	137	85	86	84
投资组合管理人模式	在合同规定的范围内，投资顾问有权对进行中的投资决策进行调整，而无需客户的同意。	509	435	353	94	95	95
现金管理模式	向机构客户提供的全权委托现金管理服务，根据客户的投资标准对证券或收益进行投资或再投资，通常是投资于短期固定收益和现金等价物。	48	42	20	5	6	6
总计	-	1472	1267	1046	-	-	-

资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

优异的产品筛选能力和投顾能力有助于吸引客户并实现资产留存。 摩根士丹利财富管理平台较为扁平，部下设产品和服务部以及客户部两个部门。产品和服务部会结合研究部门最新的研究成果，从市场筛选出优质的产品，再加入资产配置观点，传递给客户部。客户部是财富管理部最主要的部门，以理财顾问团队构成。客户部通过对客户需求的深度挖掘，提出个性化的投资建议，优化资产配置。摩根士丹利为这些团队提供了一个集研发到产品到后台信息系统的独立、开放的全球化平台，在全市场范围内筛选产品，而不是拘泥于独家产品，利用平台为投资者提供多元化产品和优质全球资产配置服务。我们认为，专业的产品筛选能力和优秀的理财顾问吸引客户选择摩根士丹利的财富管理服务，同时存量客户的资产增值和全面配置也有助于提升对公司财富管理的依赖。此外，财富管理的收费模式也与客户账户资产挂钩，按 1.5% 收费，得益于综合金融服务带来的客户粘性，长期而持续的顾问费为摩根士丹利稳定的收入来源。2008 年以来，摩根士丹利财富管理业务占营收比重逐年上升，2020 年超过 50%。

投顾精细化管理，提升客户服务能力，人均创收稳步增加。 摩根士丹利定位于精品投行模式，主要通过线下理财顾问团队，同时依靠专业的研究团队和产品团队，通过自上而下的分析来指导大类资产配置，为高净值客户提供高质量高附加值的服务。与重点服务高端客户相对应，摩根士丹利也尤其注重投顾专业能力的培养。在业务发展初期，公司更侧重于市场开拓与客户开发，占领更多的市场份额；而在进一步的发展扩张中，公司业务重点转向为客户服务，于是投顾专业的资产配置与财富管理能力成为了最重要的要求。近年来，摩根士丹利的

投顾团队呈现出提质控量的特点，财富管理代表人数从 2014 年末的 16076 人持续缓慢下降至 2020Q1 季末的 15432 人，降幅 4%。但与此同时，投顾团队的人均创收能力保持了上升势头。财富管理代表人均客户资产从 2014 年的 1.26 亿美元上升至 2019 年的 1.75 亿美元，增幅 39%；财富管理代表人均创收从 2014 年的 94.4 万美元上升至 2019 年的 118.2 万美元，增幅 25%。

图 68：摩根士丹利财富管理代表人数（人）



资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

图 69：摩根士丹利财富管理代表创收能力

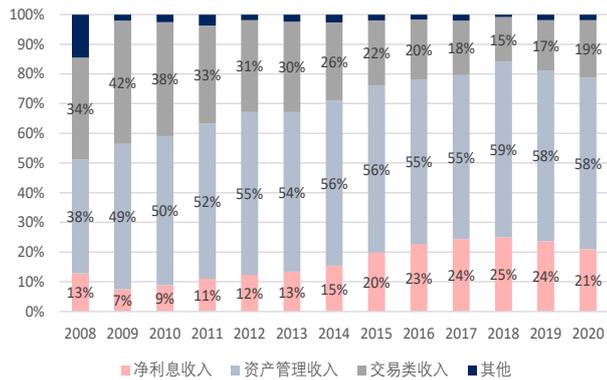


资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

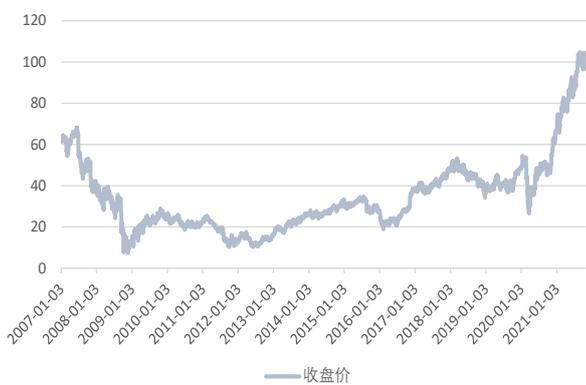
多部门协同，拓宽服务边界。摩根史丹利以客户需求为导向，协同公司投研、商业银行、人工智能团队和第三方顾问团队，为客户提供投资咨询、资产管理、银行贷款等一站式财富管理服务。值得一提的是摩根史丹利强大的投研团队为财富管理提供极大支持，研究团队提供《Foundations》《Insights》《Updates》等行业领先研究产品，公司亚洲研究部连续七年蝉联《机构投资者》全亚洲研究团队排行榜榜首。投研团队与财富管理顾问紧密合作，为客户提供专业的、定制化的研究分析服务。

2.2.3.3 持续增长的 AUM 和稳定的资产端费率确保了财富管理收入的增长

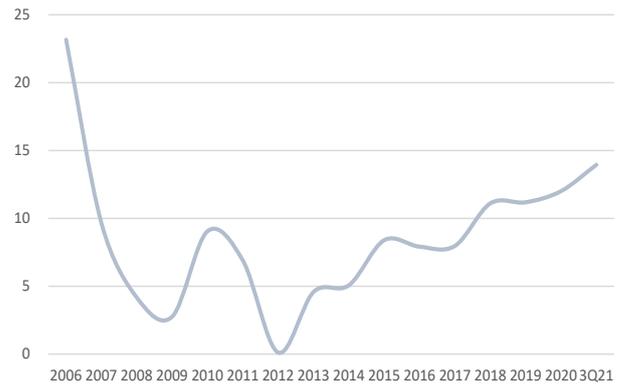
综合金融服务能力保证了较高的资管费率水平同时息差上行推动利息收益率提升，冲抵交易费率下滑，盈利能力稳步提升。2009-2020，平均客户资产规模年复合增速为 8.9%，主要来源于多年正向的市场增值以及持续稳定的净资产流入，其中 2020 年市场增值较期初 AUM 贡献 10%，而净资产流入贡献为 7%。费率方面，稳定的资产管理费率水平和上行的息差较好地冲抵了交易费率，推动了收入和盈利能力稳步提升。2008 年后资产管理费率保持稳定，主要得益于较强的综合金融服务能力，为客户赢得了较高的收益同时也保持了相对较高的议价能力。此外，较好的业绩也有助于吸引更多的客户和留存更多客户资产。2008 年后，公司加大银行战略，优质的资金成本推动息差也持续提升。2009-2020 年，资产管理收入和净利息收入年复合增速分别为 8.2% 和 17.2%。公司收入结构逐步优化，资产管理收入和净利息收入占比分别从 2000 年的 31% 和 11% 上升至 2020 年的 57% 和 21%，而交易类收入从 2000 年的 56% 缩减至 2020 年的 19%，2020 年有所反弹主要是因为公司扩展大众富裕人群。盈利能力方面，由于财富管理收入源于客户资产规模，与市场行情和客户交易不直接挂钩，收益率更高且波动更小，对于公司平滑市场波动和交易量萎缩作用明显，ROE 和盈利稳定性优于其他业务。ROE 自 2012 年触底后企稳回升，从 0.11% 提升至 2020 年的 12%。从股价表现看，截止 2021 年 11 月 16 日，公司股价增长较 2009 年转型前增长 7.4x。

图 70: 摩根士丹利财富管理业务收入结构


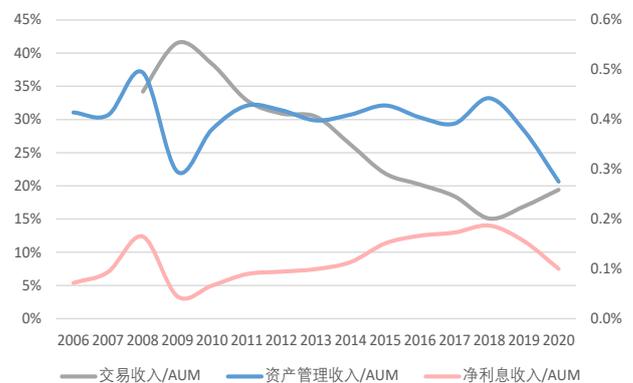
资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

图 72: 摩根士丹利股价


资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

图 71: 摩根士丹利 ROE


资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

图 73: 2008 年后稳定的资产管理费率和上升的息差冲抵交易费率的下行


资料来源: 摩根士丹利年报, 信达证券研发中心

三、海外财富管理发展路径给我国的启示

设立开放型平台, 有效解决利益冲突。 嘉信和大摩投提供了开放型集成化平台, 产品方面, 不仅可以销售自己的产品, 也销售外部第三方产品, 给予客户全方位选择, 同时也集合了优质的第三方投顾资源, 降低了自身的成本, 提升服务的有效性。平台和投顾不仅雇佣关系, 更多是合作关系, 内部和外部投顾都允许投顾使用平台上的工具, 并免费为投顾提供丰富的投顾教育等资源, 充分体现投顾与平台合作双赢的理念。我们认为, 开放型平台有效解决了投顾与消费者的利益冲突, 体现了以客户为中心的理念。

细化客户分层, 丰富与多元化客户需求相对应的产品体系。 目前国内金融机构提供的财富管理服务仍以标准化产品销售为主导, 产品创新能力较弱, 缺少特色和差异化。海外财富管理机构更能充分满足投资者多元化的需求, 在产品的设计和引入中, 更注重产品与细分客群的对应, 基于投资门槛、风险、收益、流动性、投资范围等指标构建多品种、多层次、多系列品种丰富的金融产品体系供客户选择。海外财富管理针对各层次客户的产品更为丰富, 嘉信理财瞄准大众客户及富裕人群推出标准化金融产品, 设计更低费率满足目标人群的投资需求。而摩根士丹利目标客户主要以高净值、超高净值为主, 除标准化产品外, 还提供税务规划、遗产规划等定制化、个性化产品与服务。

面对开放型平台和同质化产品, 真正决定财富管理能力的是理财师的素养。 目前国内投顾人员素质明显低于海外, 包括从业年限, 投顾专业证书, 入行门槛, 培训内容和时长方面远远劣于美国。借鉴美国, 爱德华琼斯的投顾入行前必须通过 SIE、Series7 和 Series 66 等难度较高的专业考试。SIE 和 Series7 难度大, 至少每周学习 45 小时且准备时间为 2 个月。此外, 投顾需经历长期的系统和全面的培训, 历时约 9 个月, 培训讲办法专业的证书, 同时也有成熟的顾问协助试展业。以嘉信为例, 嘉信理财要求与其合作的第三方顾问拥有 20 年的从业经验和 CFP/CPA/CFA 等证书。嘉信理财金融顾问学院 (The Schwab Financial Consultant Academy) 项目开展

为期两年的培训，第一年主要学习专业证书相关的知识、了解基础性的财富管理、销售与客户关系，以及处理客服电话和交易沟通并学习如何服务客户；第二年除继续财富管理与销售培训之外，受训人会接受客户外拓培训并学习如何识别和达成客户的投资目标。我国的投顾只有提高入门门槛，建立系统培训，提升个人素质，才能在同质化产品竞争中更好地服务客户，建立长期稳固关系。

完善投顾激励机制和薪酬体系，更好地服务客户。在国内，卖方模式下，投顾薪酬主要以销售佣金为主。借鉴海外薪酬结构，在未来卖方投顾向买方转型过程中，以收取销售佣金为主的薪酬比例将会降低，反之将净资产流入量和存量客户资产规模纳入考核，同时也考核组合管理的有效性，客户满意度、服务客户能力等。例如嘉信理财旗下投顾除固定工资外，日常工作中拓展与维护的客户资产成为奖金激励的核心，而投顾奖金的激励不仅考虑到新增客户资产的规模、存量客户资产的规模，更考虑到客户新增与存量客户账户资产的构成（以考核组合管理服务的有效性和质量），不同的账户资产对应的投顾拓展维护的付出程度不同，也相应有不同的奖金系数。此外，嘉信理财的投顾奖金激励不仅对客户资产的量赋予不同的奖金系数，也对不同投顾的质（主要考虑资历与水平）赋予不同的奖金系数。此外，在各平台的自己的投顾体系中（如嘉信、富达）都有内部投顾转介外部投顾的服务，并对进行转介的内部投顾也进行相应奖励。富达也明确了理财师不会因为推荐自己平台上的基金而受到较第三方平台更高的奖励。另外，公司也可以提升具备竞争力的投顾佣金分配比例，例如爱德华琼斯给予30-40%的佣金分配比例，独立投顾分配比例或更高，以提升平台或公司对投顾的吸引力，增进长期合作关系。

拓展差异化投顾服务模式，实现 AUM 的长期积累。目前，国内财富管理机构获取客户的渠道基本都是通过个人社交网络及公司业务协同体系获取高净值客户资源，而针对富裕客户、中高净值客群还形成有效覆盖。面对日益激烈的高净值人群投顾服务的竞争，国内证券公司可借鉴爱德华·琼斯经验开展差异化投顾服务，覆盖更广泛人群。依据某社区潜在客户数量和经纪情况，选址设立轻型营业部，方便面对面服务客户。定位富裕及以上个人客户为目标客群，长期教育、陪伴、服务客户，并向其建议其长期投资的策略，把代际间财富传承作为营销和管理的对象，实现 AUM 的长期积累。

并购和内生增长并行，拓宽业务边界，实现客户资产的快速突破。目前我国券商财富管理内生增长模式，通过提高业务能力获得更多客户资产，业务的深度与广度及客户资产规模提升速度相对缓慢。参照海外经验，外延式并购在快速拓宽服务边界、实现客户资产取得突破性提升的重要方式。嘉信理财与摩根士丹利不仅通过横向收购交易服务公司、员工持股计划管理机构、研究咨询服务公司等提升专业服务能力、拓宽业务边界，还通过收购纵向收购同业公司壮大资产管理规模。嘉信理财通过收购活跃经纪账户数从2019年的1233万户快速增长至3Q21的3267万户，客户总资产规模从2019年的4.04万亿增长至7.61万亿美元。摩根士丹利通过09年并购花旗旗下的Smith Barney花旗美邦、2000年收购互联网Etrade，实现管理客户资产规模从2008年546亿美元到2020年3999亿元的快速突破。

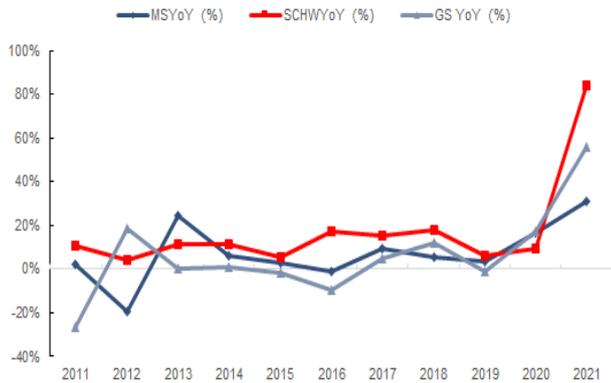
投资建议

财富管理是长坡厚雪的黄金赛道，可以提高证券公司收入的稳定性和收益率，赋予券商业务 α 特性，组织架构调整高效协调资源、战略上高度重视、严选产品体系和拥有稀缺的专业投顾的公司走在券商财富管理转型前列，转型成果已加速兑现到业绩中，未来财富管理收入贡献及盈利能力将随客户资产的积累而持续提升，具备较强客户资产留存能力的公司将走出 α 行情。

海外经验，财富管理型券商成长性、盈利能力和估值都高于综合券商。嘉信财富管理收入占比始终维持在80%左右，2019年占比最高达90.7%，2008年金融危机后加大财富管理转型力度，财富管理收入及税前净利润贡献率始终维持在40%左右，高盛则专注于机构业务，财富管理收入占比始终低于15%。从业绩成长性来看，财富管理收入占比最高的嘉信业绩稳定性和成长性远超高盛；从盈利能力来看，多数年份嘉信ROE高于高盛，随着摩根士丹利财富管理业务AUM逐步积累，AUM-based收入逐渐提升，2015年以来其ROE超过高盛；从估值的角度，一直以来嘉信估值PE和PB均高于摩根士丹利和高盛，2020年大摩财富管理客户AUM翻倍至4万亿超过瑞银居全球第一，持续享有估值溢价，估值高于高盛。由此，我们认为财富管理业务具备成长性、确定

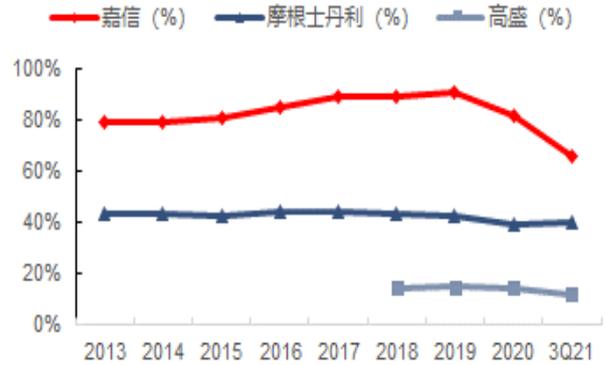
性，其收入随产品保有量和客户资产增长而持续提升，优质服务带给券商较强的议价能力，费率保持稳中有升，财富管理领先的券商盈利能力与估值将随收入及收入占比的提高而不断提升。

图 74: 多数年份业绩增速嘉信>大摩>高盛



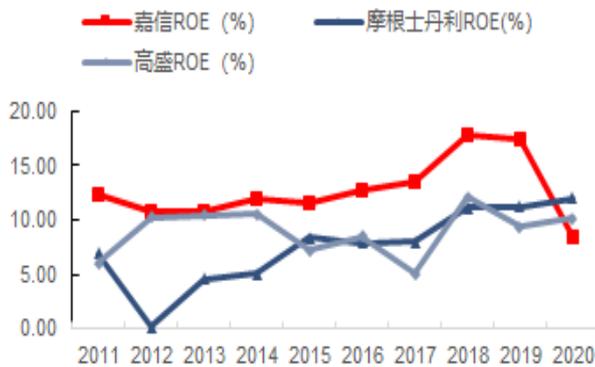
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 75: 财富管理收入占比嘉信>大摩>高盛



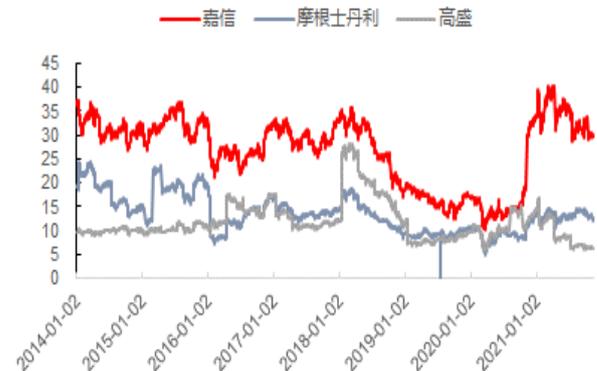
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 高盛自 2018 年开始披露财富管理相关数据

图 76: 嘉信 ROE 高于大摩和高盛



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 77: PE TTM 嘉信>大摩>高盛



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们采用 SOTP 估值法对财富管理标的进行估值，对于广发、东方这类大财富管理利润贡献占比高的公司，我们将券商财富管理业务和其他业务分拆估值，将代销金融产品利润、券商资管和参控股公募基金利润作为券商财富管理利润，给予 PE 估值，而对于其他业务仍通过传统 PB 进行估值，净资产为扣减参控股基金公司净资产后的剩余净资产。参考海外财富管理和资管公司平均 PE（例如嘉信财富管理收入占比超过 80%，PE 估值水平位于 25-30x 区间），我们给予三家财富管理业务 PE 估值 25x。对于券商其他业务，我们采用今年券商行情之前 8 月初的 PB 作为其他业务的 PB 估值倍数。

对于中金、浙商这类产品化率高，代销业务突出的公司，我们对手续费及佣金收入为主的经纪业务、财富管理业务、投行业务及资管业务给予 20 倍 PE 估值，对于重资产业务（信用和投资等业务）给予 1.7 倍（浙商）、2.5 倍（中金，次新股的原因给予稍高估值）PB 估值。

在对券商价值进行重塑之后，我们发现重估后市值较当前市值仍有 30%-60% 的上涨空间，建议关注：浙商证券、东方证券、中金公司、广发证券。

表 10: 部分财富管理标的重估后仍有 30%-60%潜在空间

公司简称	1H21 大财富利润贡献	2021E 大财富利润贡献	PE	重估大财富部分估值	扣减控股基金净资产	扣减参股基金公司部分的净资产	8月初 PB (x)	重资产 PB 估值	重估后市值	1111 市值	潜在空间
600958.SH 东方	13.70	27.41	25	685.22	78.99	531.72	1.39	743.97	1429.20	898.88	59%
000776.SZ 广发	16.58	33.16	25	829.05	111.40	931.48	1.21	1128.83	1957.89	1,472.21	33%
公司简称	1H21 轻资产业务利润贡献	2021E 轻资产利润贡献	PE	轻资产部分估值	扣减轻资产业务净资产	扣减轻资产业务净资产	PB (x)	重资产 PB 估值	重估后市值	1111 市值	潜在空间
601995.SH 中金	26.06	44.34	20	886.80	132.88	655.10	2.50	1637.74	2524.54	1,748.93	44%
601878.SH 浙商	6.57	15.43	20	308.60	17.24	213.03	1.80	383.454	692.05	499.12	39%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2021 年 11 月 11 日收盘价

风险因素

宏观风险: 疫苗上市不达预期疫情反复、中美关系恶化、国家经济增长不及预期、人均可支配下降等;

行业风险: 股市大幅波动; 市场竞争加剧等;

政策风险: 财富管理制度建设不及预期, 金融监管力度抬升超预期等。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。