

## 财富管理系列研究之三

## 中国财富管理市场解构：变革时代，百家争鸣

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业深度报告\*银行\*从海外经验看传统金融机构的守成之路》2021-02-26

《行业深度报告\*银行\*从嘉信理财看大众财富管理突围之路》2021-02-02

## 证券分析师

**袁喆奇** 投资咨询资格编号  
S1060517060001  
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

## 研究助理

**武凯祥** 一般证券从业资格编号  
S1060120090065  
WUKAIXIANG261@pingan.com.cn



- 监管引变革，国内财富管理行业格局重塑。**纵观近十多年国内财富管理行业的发展，过去的 2-3 年是行业变革最快的阶段。2018 年资管新规的出台重新规范了行业秩序，在打破刚兑的政策导向下，整个财富管理产品供给端迎来调整，大量高收益保本产品退出市场，与此同时，居民的财富管理观念也随之发生变化，配置需求从原先单一的比价模式向兼顾风险与收益的多元配置模式转变，权益类产品真正站上历史舞台。在此背景下，国内财富管理机构的竞争格局重塑：1) 以银行理财和信托为代表的保本型产品主要供给方迎来调整与转型，与之形成鲜明对比的则是公私募等权益产品供给方的份额快速提升；2) 整个行业分工进一步细化，银行、券商、互联网平台在内的财富管理机构凭借自身更贴近用户的先天优势，发力渠道侧，专注于客户服务。展望未来，我们认为在机构间竞争加剧的同时，同业之间的合作也会增多，对于任何一家财富管理机构而言，如何明确自身定位并找到核心竞争力成为了每家机构都需要思考的问题。
- 渠道力竞争关键：开放获客，精耕细作。**现阶段国内财富管理仍是增量市场，对财富管理机构而言，打造渠道竞争力的重要性不言而喻。我们将渠道力拆解为两个方面：1) **获客能力**，目前来看互联网平台凭借开放、高效的线上获客渠道处于领先。以蚂蚁为例，凭借开放的生态布局打造的流量优势和低价策略打造了国内领先的线上财富管理平台，截至 21Q3 末该平台非货币基金保有规模达到 1.2 万亿，位列国内所有机构第一。2) **服务能力**，权益类产品对聚焦渠道侧的机构提出了更高的服务要求，目前来看，头部传统金融机构在持续服务、精细化服务和综合服务等多个方面优势显著。以招行为例，公司在财富管理条线上配备了更多、更专业的服务团队，截至 2020 年末，公司零售金融条线 3.6 万人，此外，招行早在 2007 年便建立了“金葵花”理财品牌并尝试通过分层结构服务不同需求的客户。截至 Q3 末公司 AUM 达到 10.4 万亿，多年来始终保持高速增长。
- 产品力竞争关键；差异化和长期稳定的业绩表现。**资管新规后，伴随着理财、信托等各类型产品监管要求的统一，不同资管产品间的收益率、投资门槛等要素差异明显减小，行业同质化现象显著。在这样的背景下，对于如何打造产品能力，我们认为一方面建立差异化的品牌优势是未来破局的关键，以海外的领先资管机构贝莱德为例，在美国财富管理行业快速发展阶段，聚焦养老金等机构客户需求，通过提供低成本的被动型产品快速抢占市场，截至 2020 年末其管理资产规模达到了 8.7 万亿美元。此外，产品的投资能力仍是财富管理产品端发展的基石，长期稳定的投资业绩能够打造财富管理品牌。我们看到近几年头部基金公司的市场份额快速提升，背后反映的更是长期稳定的投资运作，而非短期的业绩表现。
- 风险提示：**1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 金融监管力度抬升超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

# 正文目录

<b>一、 监管引变革，财富管理行业格局重塑</b>	<b>5</b>
1.1 财富管理 1.0 时代：刚兑下的野蛮生长，保本型固收产品主导市场	5
1.2 财富管理 2.0 时代：资管新规打破刚兑，居民财富配置走向多元时代	6
1.3 多元配置时代渠道侧机构扮演更重要角色	9
1.4 小结：市场分工细化，竞争与合作共存	12
<b>二、 渠道力竞争关键：开放获客，精耕细作</b>	<b>13</b>
2.1 增量市场下，如何触达客户和经营客户是财富管理机构需要关注的重点	13
2.2 开放的生态构建高质量渠道，助力获客能力的提升	14
2.3 服务能力将会是净值化产品时代构建渠道品牌优势的关键	19
<b>三、 产品力竞争关键：差异化和长期稳定的业绩表现</b>	<b>23</b>
3.1 各类机构被拉回到同一起跑线，行业竞争加剧	24
3.2 打造特色标签，是未来的破局关键	25
3.3 长期稳定的业绩表现，能够打造财富管理产品侧的品牌优势	26
<b>四、 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

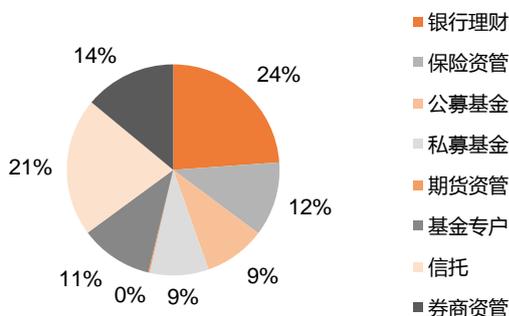
图表 1	资产管理行业竞争格局（2017 年）	5
图表 2	资产管理行业竞争格局（2020 年）	5
图表 3	固收类产品收益率已接近权益类产品（2014-2017）	5
图表 4	银行理财产品结构-2017 年，万亿	5
图表 5	2017 年资产管理行业 AUM 规模情况（万亿）	6
图表 6	通道类机构业务规模快速增长	6
图表 7	公募基金规模增长主要源自货币基金	6
图表 8	2018 年资管新规内容	7
图表 9	银行理财收益率回归无风险利率	7
图表 10	18 年后理财、券商资管、信托规模快速压降	7
图表 11	资本市场改革持续推进	8
图表 12	权益型公募快速发展	8
图表 13	证券私募快速发展-亿元	8
图表 14	2018-2020 资管机构规模变化	9
图表 15	基金投资者在投资时开始更多关注风险	10
图表 16	基金投资者在投资时选择自行投资的比例减少	10
图表 17	基金保有量份额	10
图表 18	高净值资产占比情况	10
图表 19	非货基保有规模 top10（亿）	11
图表 20	权益基金保有规模 top10（亿）	11
图表 21	头部券商权益型基金保有量（亿）	11
图表 22	头部券商代销金融产品业务收入实现高增长	11
图表 23	基金销量市场份额情况	12
图表 24	蚂蚁非存款类 AUM 领先金融机构-亿元	12
图表 25	国内财富管理市场图谱	12
图表 26	1970-2000 美国居民资产结构变化	13
图表 27	国内金融资产比例低-2019	14
图表 28	国内权益资产比例低-2019	14
图表 29	互联网理财用户数量高速增长	14
图表 30	互联网理财用户年龄分布	14
图表 31	嘉信理财始终实行低佣策略	15
图表 32	嘉信理财 AUM 快速提升	15
图表 33	嘉信理财 Onesource 平台提供基金销售服务	15

图表 34	嘉信理财共同基金超市获客效果显著.....	15
图表 35	嘉信理财自始至终重视数字化发展.....	16
图表 36	阿里巴巴强大的生态为蚂蚁财富管理提供了流量优势.....	17
图表 37	蚂蚁相比其他财富管理机构流量优势显著.....	17
图表 38	蚂蚁理财科技平台 AUM 快速增长.....	17
图表 39	东方财富发展历程：从咨询服务商到财富管理变现.....	18
图表 40	东财、天天基金月活与其他财富管理机构对比.....	18
图表 41	天天基金非货销售额实现快速增长.....	18
图表 42	头部金融机构月活快速增长（万人）.....	19
图表 43	传统金融机构服务人数领先（2020，千人）.....	20
图表 44	头部金融机构在人均薪酬方面更具优势.....	20
图表 45	招商银行 2008 年开始便开始针对 50 万以上客户提供贴身服务.....	20
图表 46	招商银行金葵花服务体系.....	21
图表 47	渠道侧机构客户 AUM 结构分层（万亿，2020）.....	21
图表 48	招商银行零售 AUM 增速.....	21
图表 49	招商银行金葵花以上 AUM 增速.....	21
图表 50	平安全牌照布局提供可以覆盖富裕客户全周期的金融需求.....	22
图表 51	平安银行私人银行客户数量保持快速增长.....	23
图表 52	平安银行私人银行 AUM 增速-21Q3.....	23
图表 53	以招行、平安为代表的传统机构也在使用低价策略吸引增量客户.....	23
图表 54	资管新规后，理财和公募基金的监管要求趋同.....	24
图表 55	资管机构数量（个）.....	24
图表 56	资管机构产品数量（只）.....	24
图表 57	贝莱德资产规模国际领先.....	25
图表 58	养老金入市，共同基金规模快速增长.....	25
图表 59	机构投资者占比快速提升.....	25
图表 60	贝莱德 AUM 结构拆分（百万美元）.....	26
图表 61	2021 年 1-8 月公募基金发行 TOP10 管理人规模占比（单位：亿元）.....	26
图表 62	管理规模在 100 亿以上的主动管理基金的基金经理统计.....	27

## 一、 监管引变革，财富管理行业格局重塑

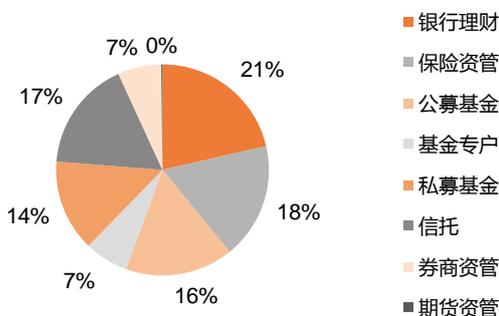
纵观近十多年国内财富管理行业的发展，过去的 2-3 年是行业变革最快的阶段，而监管则是引领此轮变革的核心因素。2018 年资管新规的出台重新规范了行业秩序，在打破刚兑的政策导向下，整个财富管理产品供给端迎来调整，大量高收益保本产品退出市场，与此同时，居民的财富管理观念也随之发生变化，配置需求从原先单一的比价模式向兼顾风险与收益的多元配置模式转变，权益类产品真正站上历史舞台。在此背景下，国内财富管理机构的竞争格局重塑：1) 以银行理财和信托为代表的保本型产品主要供给方迎来调整与转型，与之形成鲜明对比的则是公私募等权益产品供给方的份额快速提升；2) 整个行业分工进一步细化，银行、券商、互联网平台在内的财富管理机构凭借自身更贴近用户的先天优势，发力渠道侧，专注于客户服务。展望未来，我们认为在机构间竞争加剧的同时，同业之间的合作也会增多，对于任何一家财富管理机构而言，如何明确自身定位并找到核心竞争力成为了每家机构都需要思考的问题。

图表1 资产管理行业竞争格局（2017年）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 资产管理行业竞争格局（2020年）

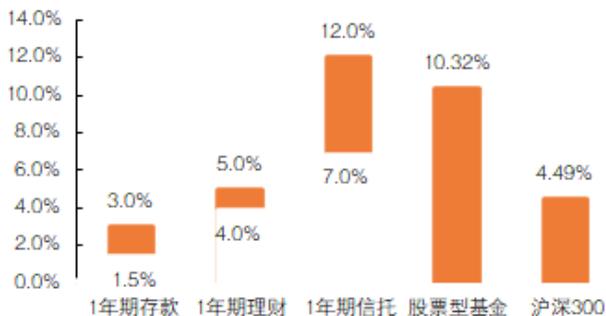


资料来源：Wind，平安证券研究所

### 1.1 财富管理 1.0 时代：刚兑下的野蛮生长，保本型固收产品主导市场

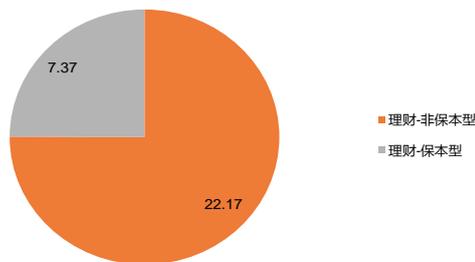
在资管新规出台之前，由于刚性兑付的存在，市场上诞生了大量以银行理财和信托为代表的高收益“保本”型产品，这类产品的收益率明显高于同期限的存款，部分产品甚至能够超过同期股票市场的收益表现，而在风险端又能够做到保本，很好地匹配了我国居民长期以来低风险的财富配置偏好以及对收益率的需求，成为了居民金融资产配置的首选。

图表3 固收类产品收益率已接近权益类产品（2014-2017）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 银行理财产品结构-2017年，万亿

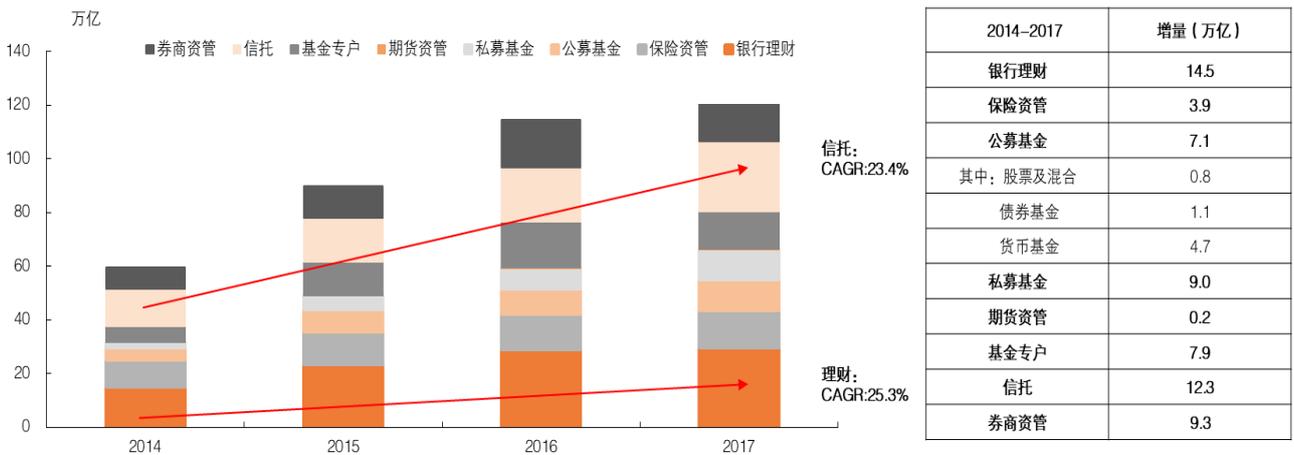


资料来源：Wind，平安证券研究所

从整个财富管理市场发展的情况来看，行业整体的业务规模在这一阶段迎来了飞速增长，国内主流财富管理机构的业务规模从 2014 年的 60 万亿增长至 2017 年的 124 万亿。而从个体竞争格局来看，我们能够观察到两个特点：

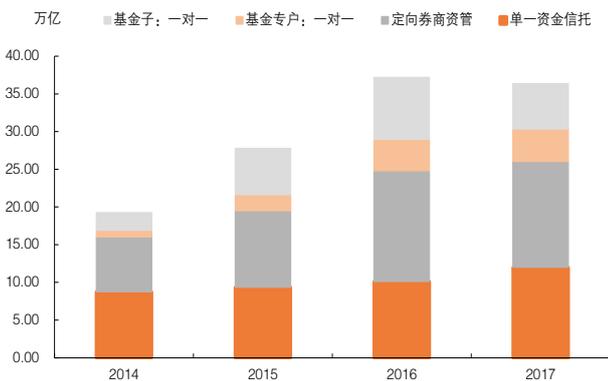
- 1) 受益于保本型产品规模的增长，银行理财和信托的规模增长最为显著，三年间分别增长了 15/12 万亿，扮演了行业龙头的角色。此外，公募基金的规模变化也能够反映这样的趋势，三年间规模增长的主要贡献来自同样低风险稳收益的货币基金，占到了整体公募基金增量规模的 2/3。
- 2) 与保本型产品增长息息相关的非标投资产业链相关机构的业务规模同样迎来了爆发期，包括信托、券商资管、基金子公司在内的通道类机构规模快速增长，截至 2017 年末，各主要通道合计规模接近 40 万亿。

图表5 2017 年资产管理行业 AUM 规模情况 ( 万亿 )



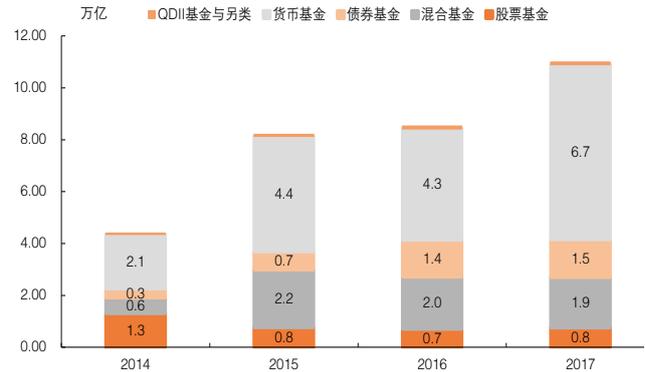
资料来源：Wind，银行业协会，基金业协会，保险业协会，信托协会，证券业协会，平安证券研究所

图表6 通道类机构业务规模快速增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表7 公募基金规模增长主要源自货币基金



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 1.2 财富管理 2.0 时代：资管新规打破刚兑，居民财富配置走向多元时代

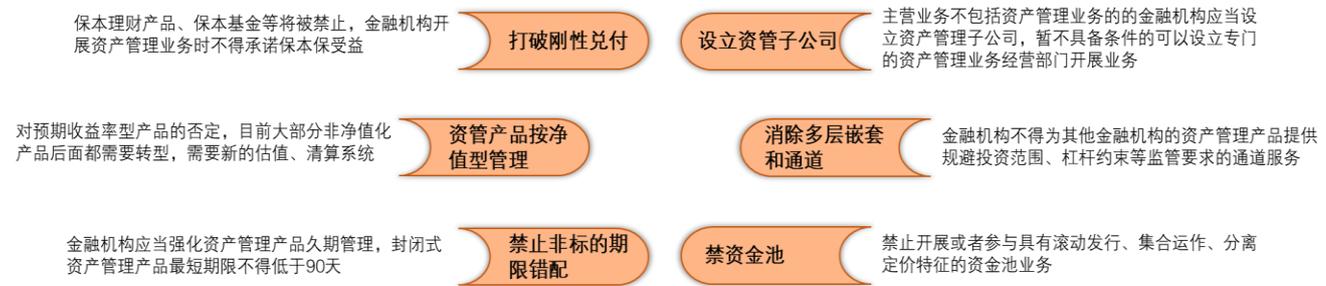
我们认为资管新规的出台对于我国财富管理市场的发展具有里程碑式的意义，也真正意义上开启了居民财富管理多元化配置的时代，随着大量高收益保本产品推出市场，投资者开始重新认识风险和收益的关系，随之而来的是对于以公募基金为代表的权益类产品的关注大幅提升。从这一阶段的财富管理市场的格局来看，受资管新规的影响，包括银行理财、信托在内的机构发展进入调整期，这也导致了原先派生的大量通道业务的萎缩，与之形成鲜明对比的则是公募基金在权益类产品规模放量的带动下快速增长。

■ 资管新规打破刚兑，保本型产品退出历史舞台

2018年出台的资管新规对整个财富管理行业带来深远影响。除了在资管产品的准入门槛、投资标的集中度等方面做了严格限制外，资管新规明确提出打破刚兑，要求银行理财等资管产品实施净值化管理，使得原先大量隐性刚兑的“保本”型产品逐步退出历史舞台。

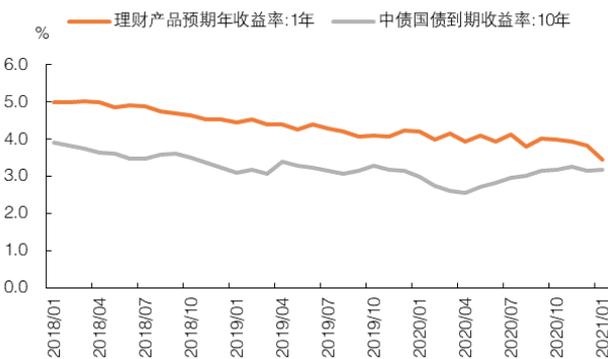
与此同时，投资者偏好开始出现变化，保本保收益的预期被打破，同时由于在资产端投向上受到了严格的限制，巨大的转型压力下，理财产品的收益率不断下滑，逐渐回归无风险收益率水平。此外，资管新规通过禁止多层嵌套、期限错配等约束极大地制约了非标投资，从而对通道类业务带来了冲击，可以看到在17年以前增长迅猛的各类通道机构规模快速回落。

图8 2018年资管新规内容



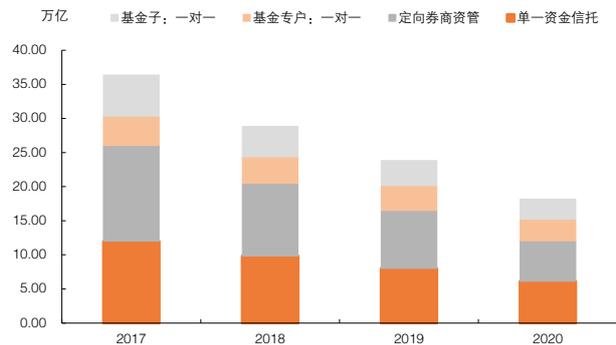
资料来源：Wind，平安证券研究所

图9 银行理财收益率回归无风险利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图10 18年后理财、券商资管、信托规模快速压降



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 政策支持资本市场快速发展，公募、私募的份额快速提升

除了资管新规带来的变革外，政策的引导下资本市场的改革也在深化，监管从 18 年以来大力支持直接融资发展、鼓励居民通过基金等方式积极参与资本市场建设，并持续引导长期资金入市。近年来，社保、养老金、险资等持股比例限制不断提高，鼓励居民通过基金等方式积极参与资本市场建设。机构投资者占比的提升，有利于股市的平稳健康发展，也为居民打造了一个更好的权益类资产投资氛围。

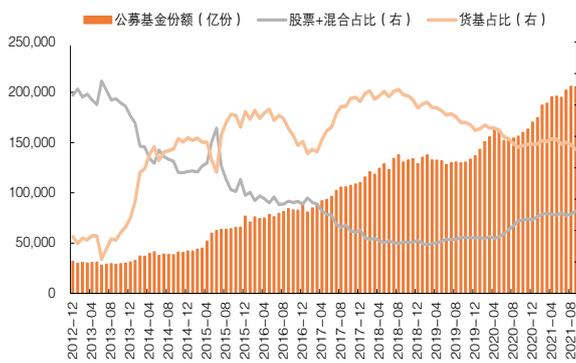
图表 11 资本市场改革持续推进



资料来源: Wind, 平安证券研究所

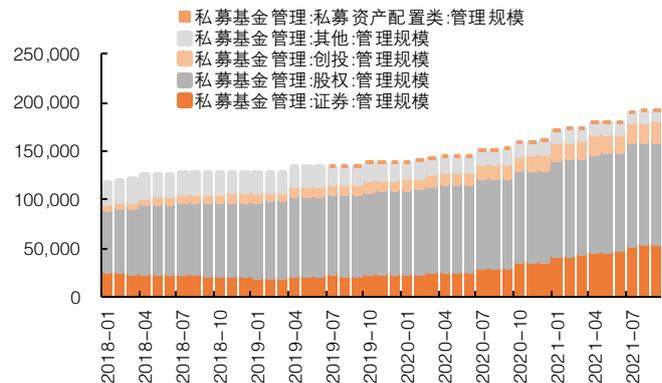
政策的持续引导下，居民配置权益资产的热情也被点燃，该阶段，公募基金、私募基金抓住了时代发展的机遇，凭借领先的主动管理能力，实现快速发展。截至 2020 年末，公募基金、私募基金管理规模分别达到 19.9 万亿/17.0 万亿，分别较 2017 年提升 8.3 万亿/5.9 万亿。值得注意的是，公募基金和私募基金中的权益类产品发展最为迅猛，股票和混合基金在内的权益类产品 2 年内增长了 4.3 万亿，占整个资产管理行业增量的 46%，而证券类私募规模增长了 2.2 万亿，占整个资产管理行业增量的 23%。

图表 12 权益型公募快速发展



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 证券私募快速发展-亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

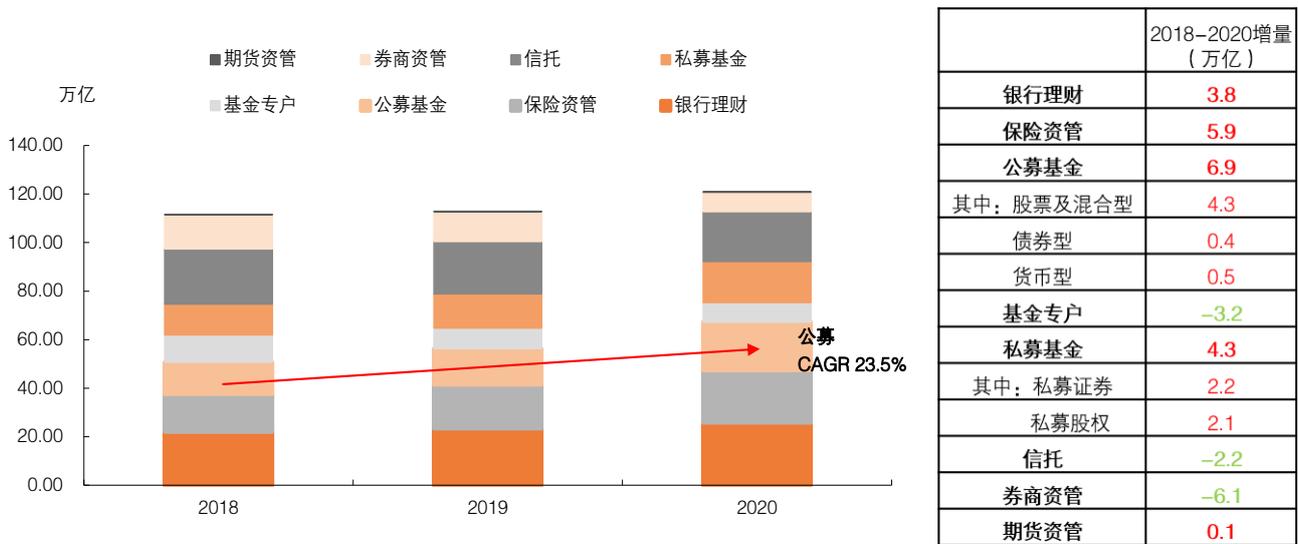
■ 监管引领财富管理市场格局变化

能够看到在后资管新规时代，整个财富管理市场格局正在发生着深刻的变化。从行业整体规模来看，2020 年末行业主要参与主体规模与 17 年变化不大，保持在 120 万亿水平，但个体间的差异明显。具体来看：

- 1) 公募基金的规模增长最为迅猛，在 18 年至 20 年间增长 6.9 万亿至 20 万亿，且不同于以往，权益类基金成为了贡献增长的主要因素，超 60% 的规模增长由权益类产品贡献。

- 2) 信托规模过去几年压降最为显著，截至 2020 年末信托 AUM 为 20.5 万亿，较 18 年下降 2.2 万亿。包括基金子公司、券商资管等其他通道主体的规模均呈现出相同趋势，压降明显。
- 3) 银行理财虽然过去几年规模扩张放缓，但随着净值化转型的不断推进，规模重回正增长，借助在大类资产配置和母行稳固的渠道优势，在资产管理行业中仍然保持份额领先，目前存量规模达到 25.9 万亿，依然是各类财富管理主体中存量规模最大的机构。
- 4) 保险资管受益于居民配置保险资产占比的提升，并逐步开始发挥在另类资产的投资优势，开始大规模承接业外资金，规模保持稳健增长，截至 2020 年末，存量规模达到 21.5 万亿。

图表 14 2018-2020 资管机构规模变化



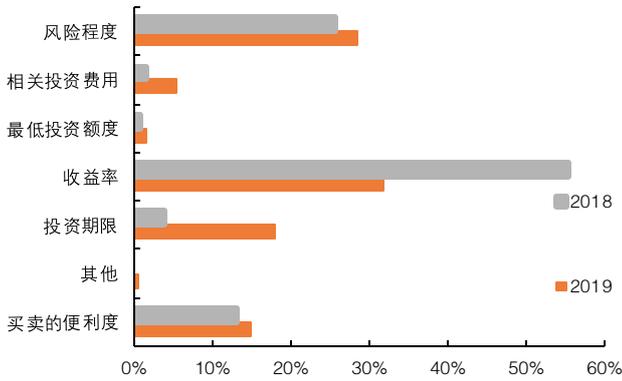
资料来源：Wind，银行业协会，基金业协会，保险业协会，信托协会，证券业协会，平安证券研究所

### 1.3 多元配置时代渠道侧机构扮演更重要角色

我们认为资管新规重塑了居民资产配置的风险收益理念，随着大量高收益刚兑产品退出市场，投资者需要重新审视自身财富配置结构。原先在刚兑情形下，居民更多关注产品背后主体机构的兑付能力，金融机构所提供的收益率也远超实际的无风险利率，使得以权益类资产为代表的风险资产配置吸引力大幅降低，随着刚兑预期的打破，这部分金融产品的收益率逐步向无风险收益率回归，使得居民需要重新考虑各类资产的风险收益率，从而使得风险资产具备了一定吸引力，由此居民的财富配置从原先单一购买保本型产品走向多元，出于逐利的天性，收益弹性更大的权益类资产受到的关注度明显抬升。

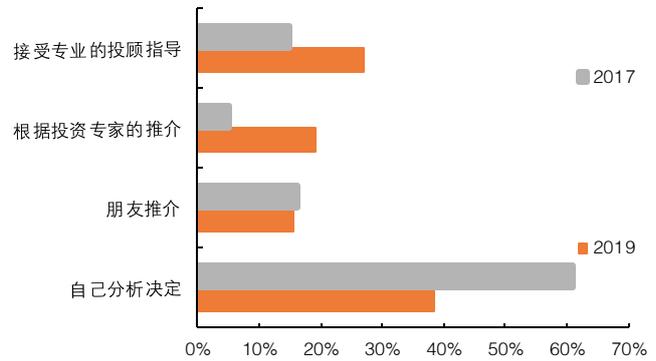
在权益类资产关注度抬升的同时，以银行、券商为代表的渠道侧机构也开始扮演更为重要的角色。相较于资管新规之前的保本型产品，居民在权益类产品投资决策上的难度明显加大，一方面权益类产品具有高波动的特点，净值可能会出现亏损，使得居民在投资过程中对金融资产的关注度明显抬升，另一方面，目前市面上权益类产品种类繁多，且个体间的差异对于普通投资者而言难以识别。以公募基金的投资为例，根据 2019 年基金业协会的调查统计显示，国内基金投资者在选择投资品种时，更关注风险的比重达到了 28.4%，较 2017 年大幅提升 11.7%，与此同时，在购买过程中需要投顾或者专家指导的比例大幅提升，根据基金业协会的调查统计，2019 年两者占比分别较 2017 年提升 11.9/14.0 个百分点。

图表15 基金投资者在投资时开始更多关注风险



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表16 基金投资者在投资时选择自行投资的比例减少



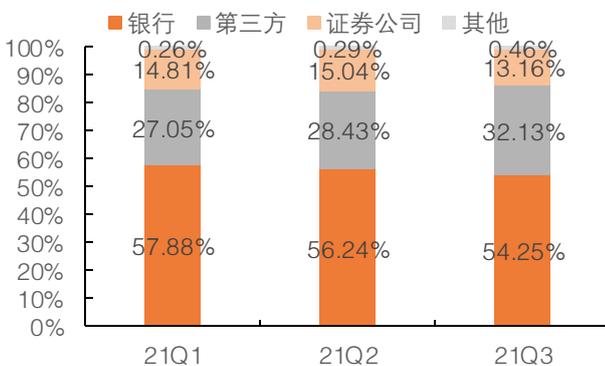
资料来源：基金业协会，平安证券研究所

在这样的背景下，以银行、券商为代表的传统金融机构开始发挥自身资源禀赋优势，在居民资产配置行为中扮演了渠道中介的角色，商业模式更多转变为向居民提供产品销售和投资咨询服务。另一方面，互联网和移动技术的快速发展，使得财富管理机构与居民的交互方式发生了极大的转变，在这一过程中，互联网平台公司凭借场景生态布局，与大众客户更为贴合，因此近几年我们也看到除了传统金融机构转型渠道中介之外，以蚂蚁财富为代表的互联网企业也开始介入到财富管理市场，通过为居民打造开放式的线上产品超市，迅速获取了客户资产，充分发挥了自身的流量优势。

目前从财富管理渠道侧的份额来看，银行、券商、互联网平台三类机构占据了主导。银行线下经营网点多、渠道下沉充分，在大众市场占据先发优势，目前仍处于领先地位。第三方机构则借助流量和服务创新异军突起，目前在渠道影响力方面已超过券商。

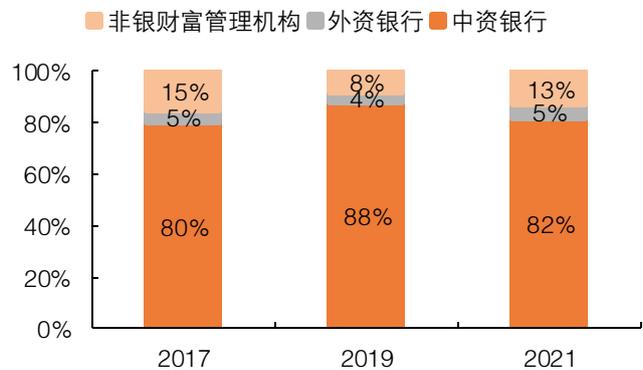
借助居民主账户和线下渠道的优势，银行在渠道侧份额仍然保持领先。我国间接融资体系下，商业银行在居民财富管理行业仍然占据主导地位，首先体现在渠道侧，银行线下经营网点多、渠道下沉充分，早期借助众多网点和居民主账户的优势实现客户触达，在大众市场占据先发优势，虽然近两年以蚂蚁、天天基金为代表的互联网平台借助流量优势实现异军突起，但从基金保有量来看，我们根据 21Q3 末头部公募基金渠道保有量进行估算，目前银行占比超过 50%，第三方平台为 32%，券商为 13%，同时考虑到相比于其他两大渠道机构，银行能够代销信托、保险、理财，且在份额上大幅领先，综合来看，银行在渠道侧仍然占据主导地位。在高净值客群方面，银行更是独占鳌头，根据招行《2021 中国私人财富报告》数据显示，银行占比超过 80%。

图表17 基金保有量份额



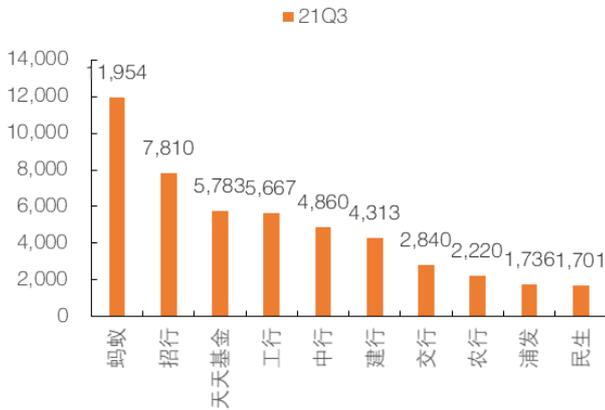
资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表18 高净值资产占比情况



资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所

图表19 非货基保有规模 top10 (亿)



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

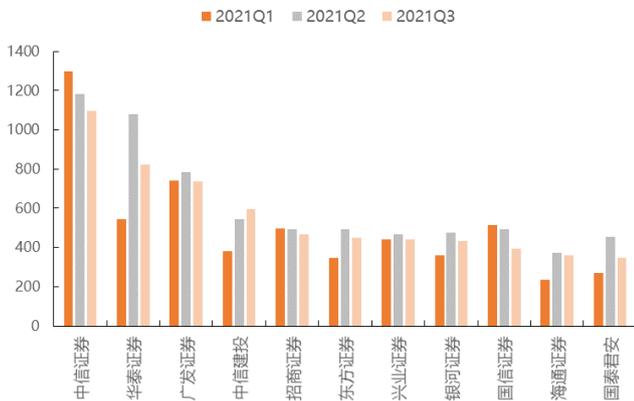
图表20 权益基金保有规模 top10 (亿)



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

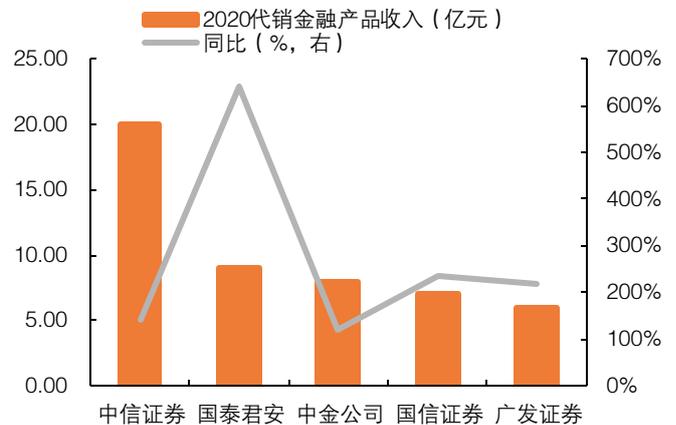
**权益市场加速，券商的参与度有所提升。**对于财富管理渠道机构中另一重要的传统金融机构—券商而言，虽然财富管理业务起步较晚，但资本市场中介的角色，使得券商在权益产品的服务上具有天然的优势。尤其对于头部券商而言，近几年通过财富管理转型战略的实施，已经形成了稳健的打法，在 2018 年以来资本市场行情的驱动下，可以看到在权益产品的渠道影响力有所提升，带动代销金融产品收入实现快速增长。可以看到尤其是从 2018 年开始，多家券商将财富管理转型作为战略重点。

图表21 头部券商权益型基金保有量 (亿)



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

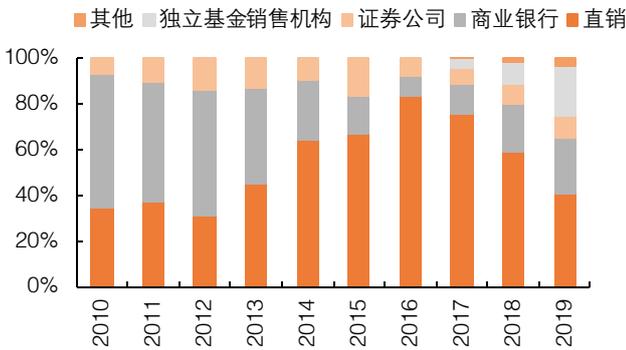
图表22 头部券商代销金融产品业务收入实现高增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**借助流量优势，互联网平台已经成为银行之外的第二大渠道。**在财富管理的渠道端，虽然银行仍占据主导地位，但过去几年我们也看到了以蚂蚁集团为代表的大型互联网平台型公司采取了互联网、智能投顾等差异化发展模式进入到了财富管理市场，依靠流量优势在渠道端份额提升显著，截至 2020 年上半年，其 AUM 已达到 4.1 万亿，如以非存款类 AUM 口径比较，这一规模已经超过了国内绝大部分的传统金融机构。借助流量优势，互联网平台渠道份额在过去几年快速提升，以公募基金销售占比来看，根据 Wind 统计，第三方基金销售的市占率在过去 3 年中增长超过 25 个百分点。

图表23 基金销量市场份额情况



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表24 蚂蚁非存款类 AUM 领先金融机构-亿元



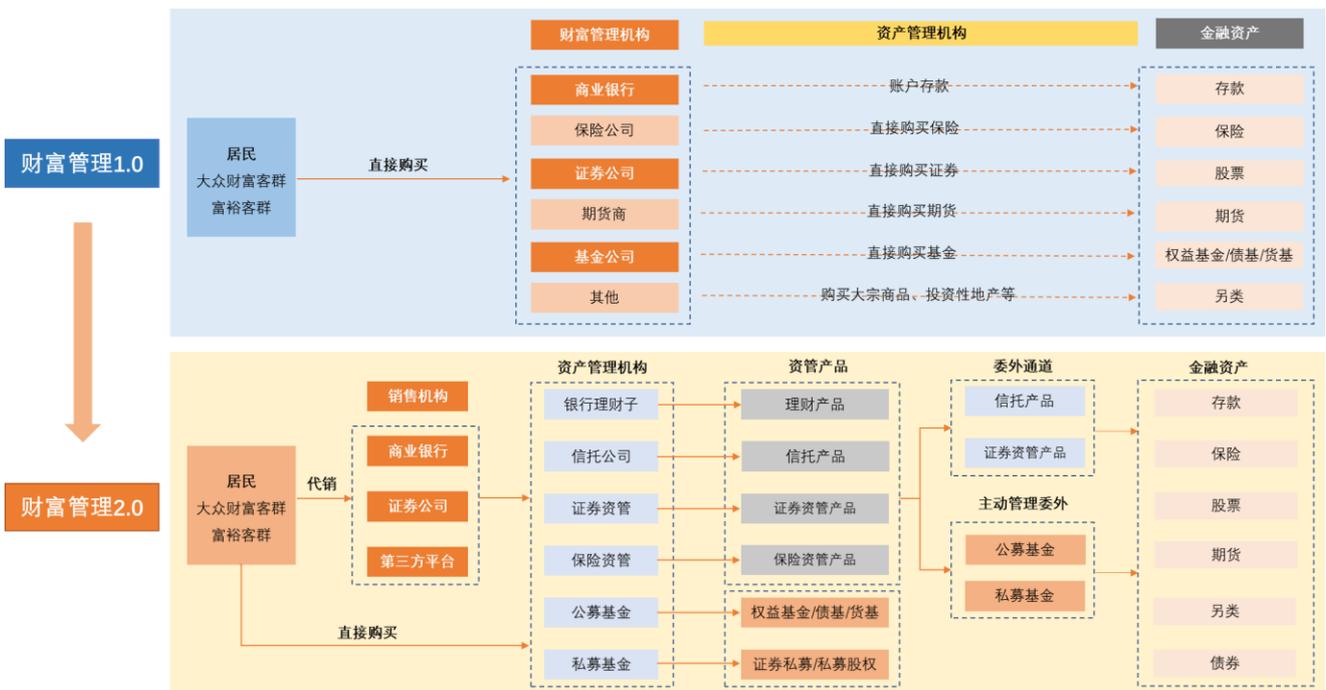
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.4 小结：市场分工细化，竞争与合作共存

展望未来，随着监管的不断完善和居民财富管理观念的成熟，未来整个财富管理行业都将面临全新机遇。随着居民财富管理需求走向多元，站在财富管理机构的视角，行业分工将会进一步细化，在机构间竞争加剧的同时，同业之间的合作也会增多。正如我们在过去几年看到的一样，银行、券商、互联网平台在内的财富管理机构凭借自身更贴近用户的先天优势，发力渠道侧，专注于客户服务，而以公募基金为代表的财富管理机构则更多聚焦产品运作，专注于提升投资回报。

因此，我们认为对于任何一家财富管理机构而言，如何明确自身定位并找到核心竞争力成为了每家机构所需要思考的问题，以下我们将会分别从渠道侧和产品侧两大维度出发，剖析财富管理机构所需提升的关键能力。

图表25 国内财富管理市场图谱



资料来源：平安证券研究所

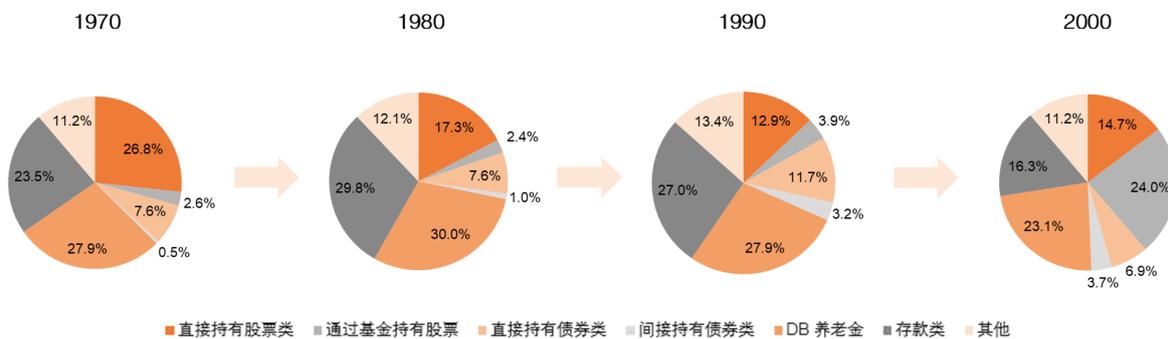
## 二、渠道力竞争关键：开放获客，精耕细作

渠道力竞争格局关键：开放获客，精耕细作。现阶段国内财富管理仍是增量市场，因此对财富管理机构而言，打造渠道竞争力的重要性不言而喻。我们将渠道力进一步地拆解为两个方面：1) 获客能力，目前来看互联网平台凭借开放、高效的线上获客渠道处于领先。以蚂蚁为例，凭借开放的生态布局打造的流量优势和低价策略打造了国内领先的线上财富管理平台，截至 Q3 末，该平台基金保有规模（非货基）达到 1.2 万亿，位列国内所有机构第一。2) 服务能力，权益类产品对聚焦渠道服务的机构提出了更高的服务要求，目前来看，头部传统金融机构在持续服务能力、精细化服务能力和综合服务能力等多个方面优势显著。以招行为例，公司在财富管理条线上配备了更多、更专业的服务团队，截至 2020 年末，公司零售金融条线 3.6 万人，此外，公司早在 2007 年便建立了“金葵花”理财品牌并建立分层结构服务不同资产规模的客户。截至 Q3 末，公司 AUM 达到 10.4 万亿，多年来始终保持高速增长。

### 2.1 增量市场下，如何触达客户和经营客户是财富管理机构需要关注的重点

上世纪 80 年代，政策环境支持下美国财富管理市场迎来黄金发展。从上世纪 80 年代开始，美国财富管理市场在金融自由化的浪潮中迎来了历史性发展机遇，一方面，《美国国内税收法案》中的 401K 条款明确规定贡献确定型养老金享受税收递延或优惠，鼓励居民通过 DC 账户购买共同基金参与股市。另一方面，政府逐步放松金融管制，同期金融创新浪潮翻涌，新的金融工具、产品不断推出，美国全面进入混业经营时代，商业银行开始将财富管理与证券、信托、基金等业务结合起来，另类投资兴起并逐渐成为高端客户财富管理的主流产品，银行为财富管理客户提供的产品线愈发丰富，间接促进了财富管理市场的发展。因此在上世纪 80 年到 21 世纪初这样一个比较长的时间维度里，美国财富管理市场迎来快速扩张，居民金融资产中非存款类占比提升近 15 个百分点，规模提升超过 25 万亿，而其中通过共同基金、DC 养老金、寿险产品等间接持有股票在整个居民金融资产账户占比大幅提升至 20.5%（1980 年仅为 1.7%），规模提升接近 7 万亿美元。

图表 26 1970-2000 美国居民资产结构变化

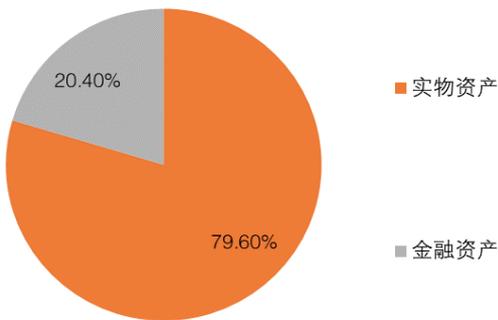


资料来源：Federal Reserve，平安证券研究所

注：间接持有主要通过共同基金、DC 养老金、寿险产品持有该类型资产，存款类包括现金、银行存款、货币基金

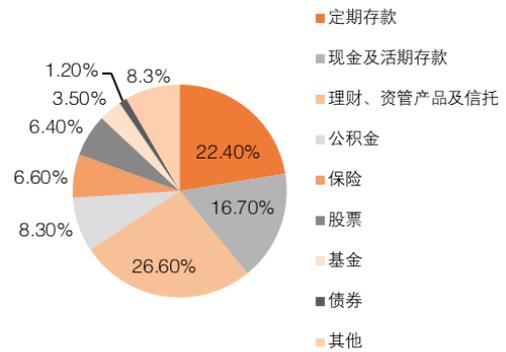
相似的政策环境变化，我国现阶段财富管理仍是增量市场。目前国内居民金融资产仍然更多集中在房地产和以存款、理财为代表的“保本型”金融资产上。根据央行课题组统计，截至 2019 年，居民户均实物资产为 253 万亿，占比接近八成，且绝大多数均为房地产。在近几年房住不炒的监管基调下，可以看到监管从房企贷款、居民贷款等多个方面出台配套政策希望弱化房地产的投资属性，可以预见未来居民增量资产的选择势必会向金融资产倾斜。此外，目前国内居民的金融资产配置中存款类金融资产占比仍然超过 6 成（vs16%，美国），因此相比于海外，仍有较大差距，近几年可以看到监管在持续推进资本市场建设，我们相信在政策持续推进资本市场快速发展的环境下，国内权益类资产仍处于快速增长的时代。

图表27 国内金融资产比例低-2019



资料来源：央行调查报告，平安证券研究所

图表28 国内权益资产比例低-2019



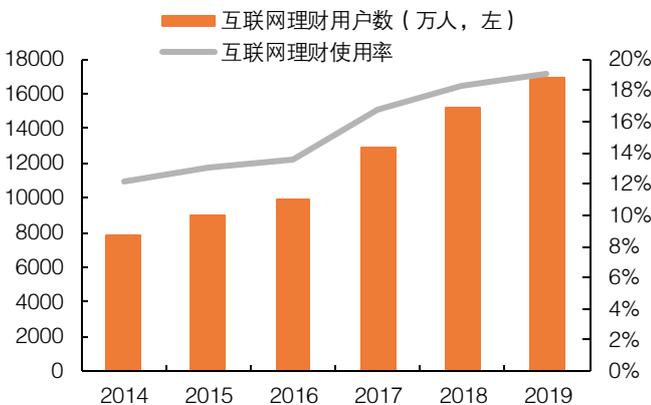
资料来源：央行调查报告，平安证券研究所

现阶段，财富管理机构应从获客能力和服务能力两方面打造渠道端的竞争力。增量市场下，由于财富管理市场的客群和需求都在不断增长，因此对于财富管理机构而言，打造渠道竞争力的重要性不言而喻。进一步的，我们认为渠道竞争力的打造应聚焦以下两个维度：**1) 获客能力，即触达客户的能力**，获客能力的提升能够支撑财富管理机构获取增量客户与金融资产，实现份额的提升；**2) 服务能力，即经营客户的能力**，以权益型产品为代表的复杂金融资产对聚焦渠道服务的机构提成了更高的服务要求，因此需要财富管理机构能够提供更持续、更精细的服务，满足客户多元的服务需求。

## 2.2 开放的生态构建高质量渠道，助力获客能力的提升

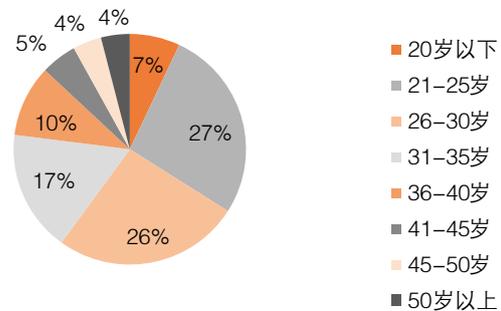
相比于海外，国内财富管理市场仍处在发展初期，相似的政策环境下，我们预计以权益产品为代表的复杂金融产品仍会保持快速增长，因此站在当前的时点，对于财富管理机构而言，如何获取更多客户和增量配置需求至关重要，高效的触达渠道比拼依然是财富管理机构竞争的焦点。考虑到近几年伴随着移动和互联网技术的快速发展，居民理财线上化迁徙加快，线上渠道建设的重要性与日俱增，我们看到过去以支付宝为代表的互联网平台在线上渠道建设处于绝对的领先，凭借开放的生态布局打造的流量优势和低价策略，快速实现了流量的转化，获取了客户的增量配置资产。

图表29 互联网理财用户数量高速增长



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

图表30 互联网理财用户年龄分布



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

■ 嘉信理财：“低价+开放+科技”，实现弯道超车

我们首先将视角放到海外，上世纪末美国财富管理的黄金发展阶段，我们观察到以嘉信理财为代表的新型机构，瞄准零售大众客群，通过低价以及开放平台的差异化策略，在渠道端吸引了大批大众客户，目前该平台 AUM 已经居于全球财富管理机构前列。

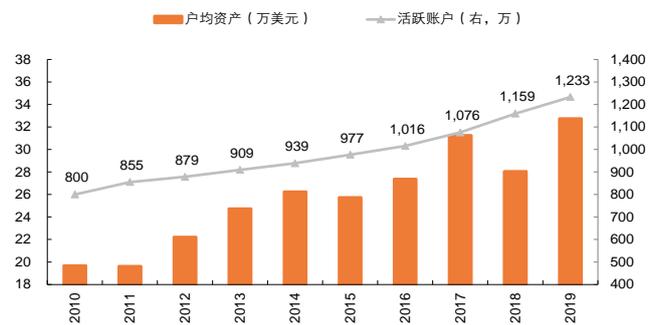
嘉信理财自公司发展初期就把如何获客放在更突出的位置。1975 年 5 月，美国取消了固定经纪佣金制度，当时大多数零售经纪公司纷纷提高一般投资者的佣金率为机构投资者买单。唯有嘉信理财选择低价战略，下调了所有客户的佣金费率，在低价战略的影响下，嘉信理财迅速占领了市场对于价格敏感的大众零售人群，由此换来了客户数与 AUM 的同步增长，过去 10 年 AUM 的复合增速保持在 11%，客户数的增长也依然保持在 5% 以上，为而后的发展奠定了基础。

图表31 嘉信理财始终实行低佣策略



资料来源：公司公告，平安证券研究所

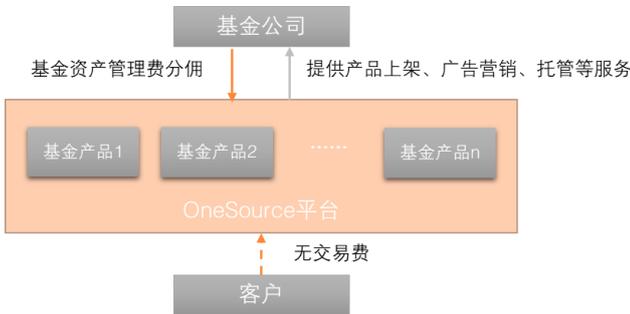
图表32 嘉信理财 AUM 快速提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

打造开放平台，实现价值变现。从上世纪 70 年代后期开始，美国开始进入到新一轮的金融自由化浪潮，其中业务管制逐步放松，尤其是 401K 条款的推出极大推动了以养老金为代表的机构投资者的出现。与此同时，当时国内经济在里根时期改革政策的推动下逐步从石油危机的衰退中走出，股市的长牛行情也推动了个人投资者参与资本市场的进程。在此背景下，嘉信敏锐地把握住了居民财富需求变化的机会，依托其在早期积累的客户资源，通过推出开放式的投顾服务平台和 One source 基金平台等创新将业务，将自身打造成为流量入口，同时为投资者和机构客户提供服务，成功将服务外延扩展至财富管理领域，大幅提升客户金融服务的丰富性，使得客户从量向质的提升。

图表33 嘉信理财 Onesource 平台提供基金销售服务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 嘉信理财共同基金超市获客效果显著



资料来源：公司公告，平安证券研究所

此外，嘉信理财尤其看重创新，在成立初期便将第一笔利润全部投入业内首个经纪操作系统 BETA 的研发，后又顺势积极开拓互联网交易和智能投顾并取得成效。嘉信持续的技术革新和及时的适应转型带来了良好的经营效率，伴随客户的不断增长，较低边际费用将支持嘉信 AUM 有效变现。

图表35 嘉信理财自始至终重视数字化发展



资料来源：公司官网，宁圣企业管理研究院，平安证券研究所

■ 蚂蚁集团：开放生态带来的流量优势，打造国内最大的线上财富管理平台

视角回到国内财富管理市场，结合前文对渠道端竞争格局的分析，我们看到了互联网平台市场份额快速提升，目前在渠道端的影响力已经仅次于银行，以蚂蚁为例，截至 2021Q3，该平台基金保有规模（非货基）达到 1.2 万亿元，位列国内所有机构第一，我们认为一方面与互联网理财用户数量高增长的趋势有关，另一方面，开放的生态布局打造的流量优势和低价策略是平台在财富管理行业领先的关键。

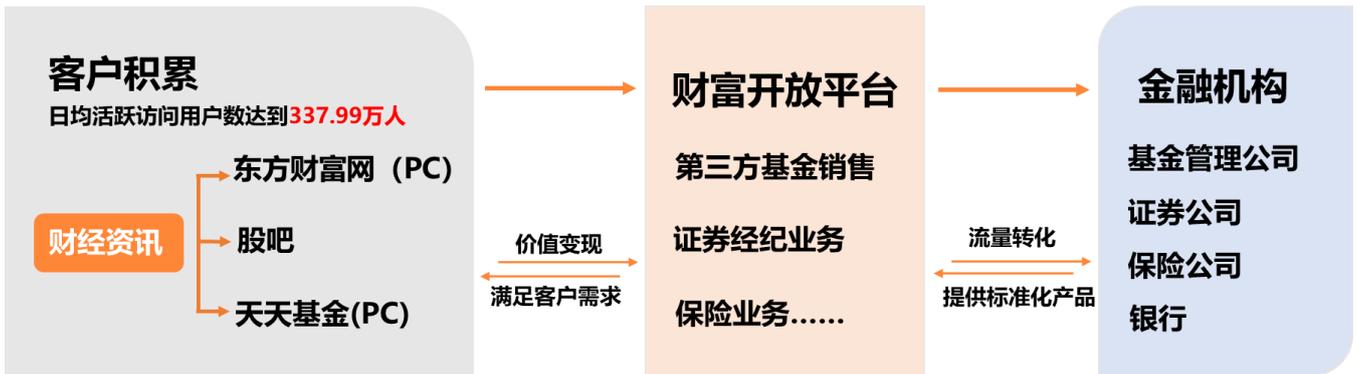
**丰富的场景布局带来的流量优势是互联网平台领先的关键。**我们认为蚂蚁在财富管理市场的成功首先归因于整个阿里系丰富的场景布局带来的流量优势，蚂蚁重要的平台支付宝最早脱胎于阿里巴巴，目前阿里巴巴是全球范围内最大的零售电商平台，龙头地位稳固，过去十多年间，阿里通过不断的外延和并购，建立了覆盖范围广泛的生态体系。从电子商务交易平台逐渐拓展至包括零售商业、批发商业、跨境商贸、数字媒体及娱乐、生活服务等多业务场景，由线上延伸到线下，由电商、零售延伸到本地生活服务。截至 2021 年 3 月末，阿里月活数量仅次于微信，达到 8.91 亿。而蚂蚁集团则深度融合了阿里的服务生态，随着阿里和支付宝应用场景的不断拓展，生态中用户体量不断增长，且用户活跃度提升，2021 年 3 月末，支付宝月活量达到 7.96 亿，不论是活跃用户规模还是平台总交易规模与其他互联网企业以及银行等传统金融机构相比都处于领先地位。

**蚂蚁通过开放财富管理平台的打造，实现财富管理需求的价值变现。**丰富的流量优势为财富管理业务变现奠定了扎实的基础，在通过与阿里的协同后，蚂蚁在财富管理竞争中采取了平台化的战略，2017 年蚂蚁支付宝平台上线“财富号”，作为平台直接对接用户需求和金融机构产品，向银行、基金公司开放平台，合作形式以代销为主，一方面满足生态内用户的财富管理需求，打造闭环，另一方面，帮助合作金融机构实现精准营销，截至 2020 年 6 月末，蚂蚁理财科技平台促成的资产管理规模达到 4.1 万亿元，打造了国内最大的线上财富管理平台，如果以非存口径来看，已经领先于国内所有财富管理机构。



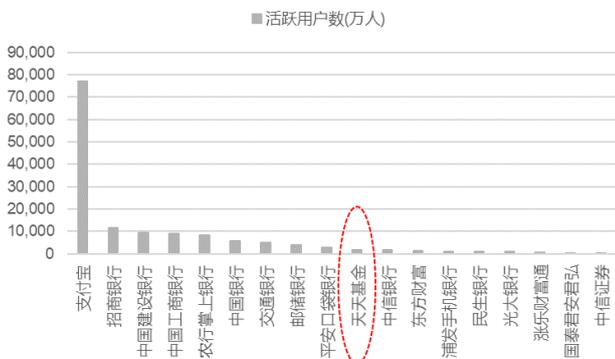
互联网开放的平台化打法，与基金的标准属性更匹配，借助基金的发展浪潮，东方财富快速跻身国内领先财富管理机构。公司在 2012 年拿到第三方基金代销牌照后，基于专业资讯平台积累的用户流量，向传统金融机构开放自身财富管理生态，创设了一站式基金销售平台-天天基金，为财富管理客户提供全品类的标准化公募基金产品销售，乘中国权益投资浪潮高速发展，逐步成为我国财富管理市场渠道测领先机构。截至 2021 年 Q3，公司非货币型基金保有量规模达到了 5,849 亿元，超越工行，在国内所有财富管理机构中位列第三，仅次于蚂蚁、招行。其中权益类保有规模达到了 4,897 亿元，位列第四。

图表39 东方财富发展历程：从咨询服务商到财富管理变现



资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

图表40 东财、天天基金月活与其他财富管理机构对比



资料来源：Questmobile，平安证券研究所

图表41 天天基金非货销售额实现快速增长

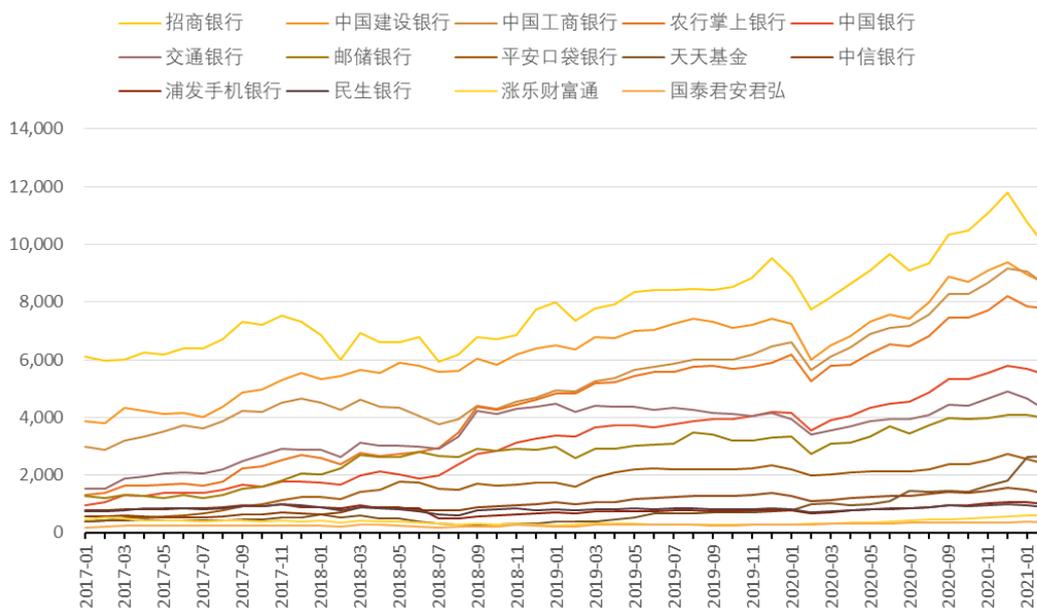


资料来源：公司公告，平安证券研究所

长尾客群理财观念转变显著，流量获取仍然重要，必须采取开放的战略争取客户与增量金融资产。向后看，过去以涉农和三线及以下城市为代表的客群在金融资产配置上更多停留在存款和理财产品上，但近几年借助移动互联网技术的发展以及财富管理下沉，这部分长尾客群的理财观念转变显著，资产配置开始向以货基、债基为代表的低风险金融产品迁移，此外在资本市场的活跃表现下，长尾客群配置权益资产等复杂产品的比例也有所提升。对于这部分客群而言，相比于专业的资产管理能力和综合化的服务能力，金融服务的可获得性和便利性显得更为重要，因此打造高效的获客渠道仍然关键，可以预见以蚂蚁为代表的线上渠道建设领先财富管理平台仍有进一步流量转化的潜能。

传统金融机构近几年也在加大金融科技投入，积极弥补资深在渠道建设方面的劣势。与互联网平台相比，传统金融机构在流量和场景布局上明显处于劣势，因此在获客能力方面相对落后，但我们也观察到以招行、工商、平安等大中型银行为代表的头部金融机构持续加大线上尤其是移动端的渠道建设，比如构建开放式的线上财富管理平台、在自己的移动端平台搭建生活生态等多种方式。

图表42 头部金融机构月活快速增长（万人）



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

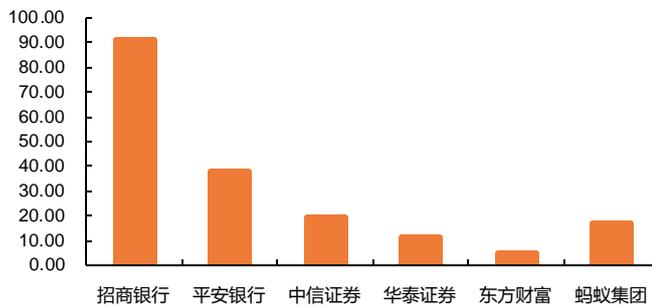
### 2.3 服务能力将会是净值化产品时代构建渠道品牌优势的关键

虽然短期来看，高效的触达渠道仍是财富管理机构在渠道服务方面的竞争焦点，但结合前文所述，财富管理客群的需求随着资产配置结构的变化逐步升级，长期看，居民金融资产结构中权益基金为代表的复杂产品占比提升的趋势仍将持续，而复杂产品对财富管理机构的持续服务能力也提出了更高的要求，需要财富管理机构提供良好的售后服务（投资者教育），提升对于客户的粘度和专业化服务能力，从而更好地经营客户，实现价值转化。因此在未来渠道端的竞争，我们更看好在服务能力上领先的财富管理机构，目前来看，头部传统金融机构在持续服务能力、精细化服务能力和综合服务能力等多个方面优势显著，能够客户需求更好地匹配。

#### ■ 领先的投顾团队、多年的服务经验，传统金融机构在持续服务和精细化服务方面具有优势

**领先的财富管理服务团队，助力传统金融机构在专业化服务能力上保持领先。**风险资产的配置相比于“保本型”产品而言，波动更高，而随着权益资产为代表的复杂资产在居民资产配置中的占比逐步提升，考虑到我国目前市场投资者以散户为主，投资者教育欠缺，因此财富管理业务的开展需要持续跟踪，提供专业的售后服务。而财富管理团队是服务客户的主体，因此专业的投顾团队对于财富管理渠道侧机构展业至关重要，目前银行、券商在内的传统金融机构在投顾团队上明显领先。我们以国内财富管理业务领先的招行为例，截至2020年末，公司员工数达到9.1万人，其中零售金融条线3.6万人，2020年人均薪酬63万/人，在财富管理条线上配备了更多、更专业的服务团队，是公司专业服务能力的有效保障。

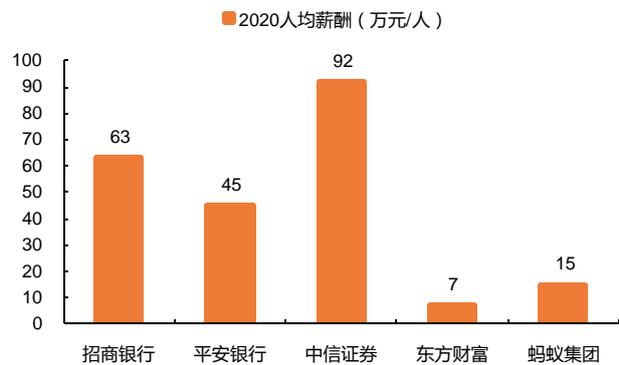
图表43 传统金融机构服务人数领先（2020，千人）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：蚂蚁集团为20H1数据

图表44 头部金融机构在人均薪酬方面更具优势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：蚂蚁集团为20H1数据

**传统金融机构在持续服务和精细化服务方面优势显著。**居民金融资产向权益类为代表的复杂金融产品倾斜，对财富管理服务的要求逐步提高，一方面，需要财富管理机构提供持续性的服务，为客户提供良好的售后体验，另一方面，由于客群在风险、收益等需求的差异化，需要财富管理机构配备有梯度的产品和服务模式。相比于互联网等新型机构，传统金融机构多年的分层服务经验，叠加在投顾团队方面的优势，在持续服务和精细化经营上明显领先。

我们同样以国内财富管理机构的领先者招行为例，公司2002年创建了“金葵花”理财品牌并建立分层结构服务不同资产规模的客户，对金葵花级别以下客户以金融科技服务为主，包括微信、电话、邮件等电子渠道，提供标准化产品和服务，对该级别以上客户专门配备客户经理，提供高品质、个性化的综合财富管理服务。此外，公司在2007年进一步推出私人银行服务（1000万以上客户），并专门设立由的高级客户经理与全球招募的专家投资顾问组成的“1+N”专家团队，协同公司内部其他业务条线资源，提供定制化、多元化的7\*24小时贴身式服务。2009年招行进一步推出了“金葵花”钻石客户（500W+）服务，并在深圳、南京等多地启动钻石会员俱乐部，对符合条件的客户由分行财富管理中心集中管理。领先的服务能力打造了金葵花财富管理品牌，为公司积累了丰富的财富管理客户资源。截至2021年9月末，公司AUM达到10.4万亿，较年初增长16.02%，继续保持高速增长，其中金葵花及以上规模达到8.5万亿，占比达到82%。

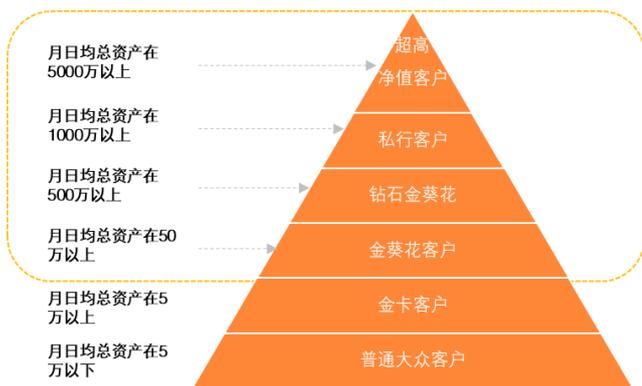
图表45 招商银行2008年开始便开始针对50万以上客户提供贴身服务

服务分类		金葵花服务	金葵花钻石	私人银行服务
客群		AUM在50万以上	AUM在500-1000万	AUM在1000万以上
专项服务空间	专享服务空间	网点金葵花理财中心	以分行级财富管理中心作为投资理财服务专享空间	私人银行服务中心
	漫游服务	全国漫游		
	特别礼遇	无	无	客户经理代为预约支行分管行长全程陪同办理业务
财富规划	内容	标准化的理财规划模板	全面的财富规划，以及定期提供的投资绩效报告	个性化、家族式的财富规划报告，以及定期的财富分析报告

	服务人员	金葵花客户经理理财经理，“1对1”	分行产品经理，钻石客户经理， “1对1”	私人银行客户经理+一组资深“投资顾问”团队提供支持，“1+N”
产品差异化	限量产品优先供应	限量发售的产品优先供应		
	同质产品收益差异策略	针对高端客户群推出专享高收益产品		
	超高端客户专享产品	针对产品结构复杂、风险收益双高产品，仅对超高端客户发售		
	个性化定制产品	无	无	为私人银行客户提供个性化定制产品
专享资讯	资讯内容	金葵花投资资讯、金葵花外汇资讯	共享私人银行的投资研究平台，提供同样的资讯服务	每周、每月、每季的投资市场分析与投资趋势分析
	资讯发送渠道	短信、邮件、微信	客户经理	客户经理
	制作人员	外包给专业机构	私人银行研究人员	私人银行研究人员

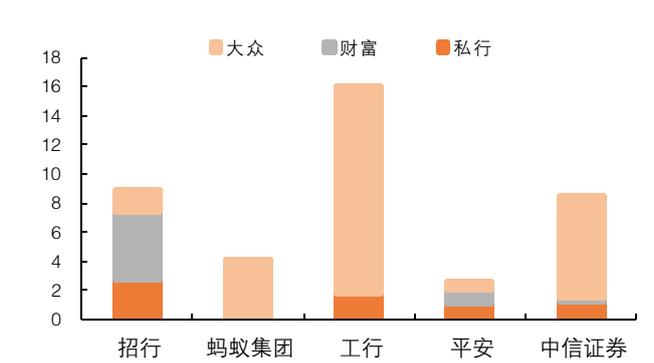
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表46 招商银行金葵花服务体系



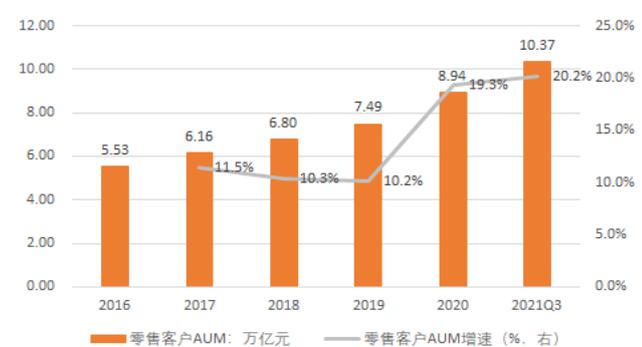
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 渠道侧机构客户 AUM 结构分层（万亿，2020）



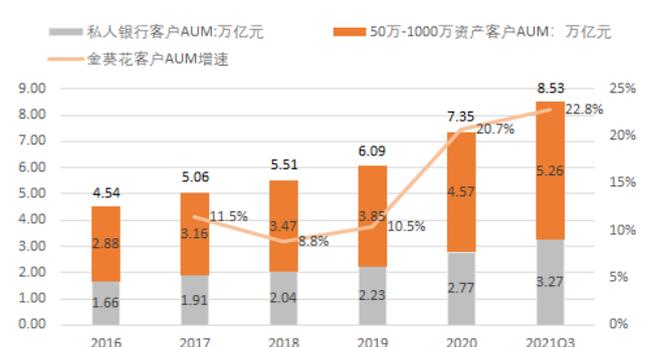
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 招商银行零售 AUM 增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表49 招商银行金葵花以上 AUM 增速

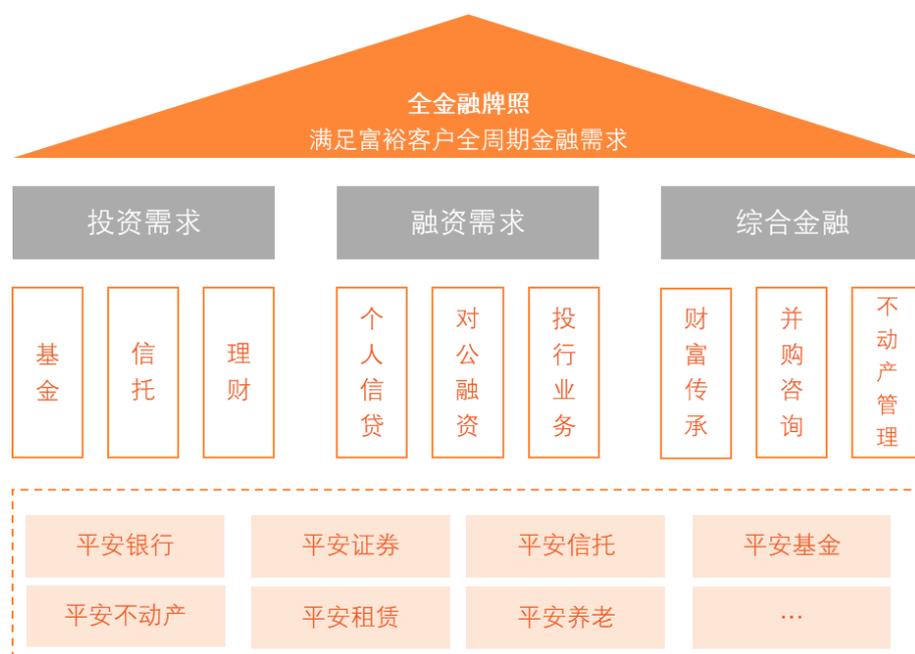


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## ■ 传统金融机构在综合服务能力方面领先

随着财富管理市场的发展，借鉴海外的经验，居民的服务需求还会向非金融业务在内的综合服务延展，以大中型银行为代表的传统金融机构内部具有商行、投行、资产管理等各功能部门，各个部门间协同服务客户，能为客户提供综合方案的解决，优化客户体验，从而带来强大的协同效应，能够更好地贴合客户不断升级的财富管理需求。以平安银行为例，在过去几年中财富管理业务快速发展，私行业务持续突破，与其背后平安集团全金融牌照以及构建的“金融+生活”的四大服务生态所带来的综合服务优势息息相关，平安全牌照的优势能够给平安银行在私人银行客户的服务上提供全周期的金融产品，这也是包括蚂蚁等新型机构不具备的条件。

图50 平安全牌照布局提供可以覆盖富裕客户全周期的金融需求

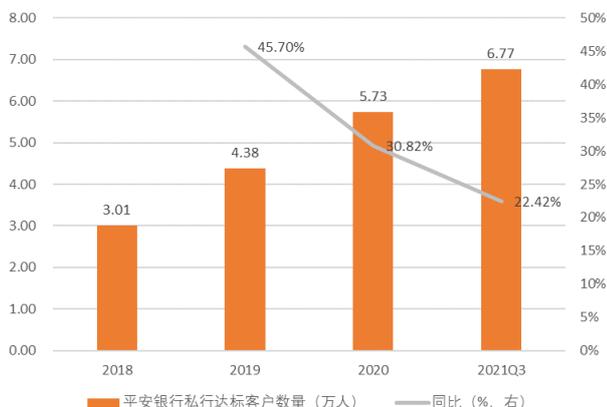


资料来源：公司官网，平安证券研究所

此外，除了金融业务，近几年财富管理客群的需求还向包括医疗、教育、公益等生活方面延展，因此从提升财富管理的产品力的角度需要财富管理机构具备提供综合服务的能力。同样以平安银行为例，背后平安集团打造的四大生态圈，能够为客户提供金融产品外的服务，能够覆盖客户多元的服务需求。以近几年平安集团聚焦打造的大医疗健康生态为例，赋能私行为客户打造了专业的健康管理平台，能够为私行客户提供包括基金检测、海外就医、癌症筛查等专业化服务，优化客户的体验，不断增强客户的粘性。

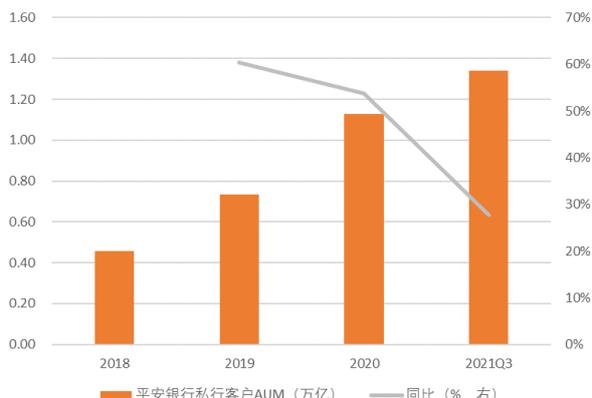
**私行业务持续突破，私行 AUM 保持高增长。**平安银行借助在高净值客群的综合服务优势，近几年在私行服务领域持续聚焦超高净值客户经营，不断提升私行品牌影响力。根据公司 2021 年三季报数据显示，私行 AUM、达标客户数量分别达到 1.3 万亿元、6.77 万户，较年初分别增长 18.7%、18.2%。

图表51 平安银行私人银行客户数量保持快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表52 平安银行私人银行 AUM 增速-21Q3



资料来源：公司公告，平安证券研究所

传统金融机构也在采取低价策略，吸引价格敏感性客户。过去互联网平台型机构在发展初期除了流量优势和平台化打法，蚂蚁通过降低代销手续费获取价格敏感性客户，目前在各类产品，蚂蚁平均申购费率和服务费率与传统金融机构相比优势显著，以股票型基金为里，支付宝 A 类申购费率的中位数在 0.15%，对比之下，工行多为 1.5%。因此我们也看到了近期部分机制更灵活的股份行也在借鉴互联网平台的低价策略，以平安银行为例，公司在推出银基开放平台后，在 7 月宣布线上全面主推 C 类基金份额，并下调 3000+ 只基金的申购费率至 1 折，对于长尾客户的拓展卓有成效，截至 2021 年 3 季度末，公司 AUM 突破 3 万亿，同比增长 22.7%。

图表53 以招行、平安为代表的传统机构也在使用低价策略吸引增量客户

机构		工商银行	招商银行		平安银行		支付宝	天天基金
基金分类	前后端		打折前	打折后	打折前	打折后		
纯债基金	A 类 (申购费)	0.80%	0.80%	0.08%	0.80%	0.08%	0.08%	0.08%
	C 类 (服务费)	0.40%	0.40%		0.40%		0.40%	0.40%
混合基金	A 类 (申购费)	1.50%	1.50%	0.15%	1.50%	0.15%	0.15%	0.15%
	C 类 (服务费)	0.80%	0.80%		0.80%		0.80%	0.80%
股票基金	A 类 (申购费)	1.50%	1.50%	0.15%	1.50%	0.15%	0.15%	0.15%
	C 类 (服务费)	0.80%	0.80%		0.80%		0.80%	0.80%

资料来源：中国工商银行 APP，招商银行 APP，平安口袋银行 APP，支付宝 APP，天天基金 APP，平安证券研究所

注：费率统计通过挑选各平台 top20 基金的众数选取

### 三、产品力竞争关键：差异化和长期稳定的业绩表现

资管新规后，伴随着包括理财、信托等各类型产品监管要求的统一，不同资管产品间的收益率、投资门槛等要素差异明显减小，行业同质化现象显著。在这样的背景下，对于财富管理机构打造产品端竞争力而言，我们认为一方面建立差异化的品牌优势是未来破局的关键，以海外的领先资管机构贝莱德为例，在美国财富管理行业快速发展阶段，聚焦养老金等机构客户需求，通过提供低成本的被动型产品快速抢占市场，截至 2020 年末，其管理资产规模达到了 8.7 万亿美元。此外，产品的运

作能力（投资能力）仍是财富管理产品端发展的基石，长期稳定的投资能力同样能够打造财富管理品牌。我们看到近几年头部基金公司的市场份额快速提升，背后反映的更多是长期稳定的投资运作，而非短期的业绩表现。

### 3.1 各类机构被拉回到同一起跑线，行业竞争加剧

**监管环境趋于完善，各类型机构的监管标准趋于统一。**过去分业经营下，银行/保险/信托/基金公司等不同资管产品所受监管标准不一，借助监管政策的差异，在收益率、准入门槛、投资期限等存在明显差异，如银行理财、信托等，受益于资金池运作、非标投资要求上的优势，在收益率上长期高于无风险利率 2-3 个百分点以上，领先其他资管产品。但可以看到从 2008 年资管新规出台后，伴随着整个资管行业监管框架的逐步完善，同类别资管产品的监管标准逐步趋于统一，主要体现在投资门槛、投资期限、投资集中度、杠杆水平、多层嵌套和通道业务几个方面。我们以现金管理类理财产品为例，过去普遍采用资产端拉长久期、信用下沉和投资非标等方式提高投资收益，因此在收益率上较货币基金更有优势，一度成为后资管新规时代银行理财规模增长的利器。但现金管理理财产品管理新规的出台将现金管理类产品的监管各项管理细则严格对标货币基金同类产品，使得其在投资期限、投资集中度等方面全面看齐货币基金。

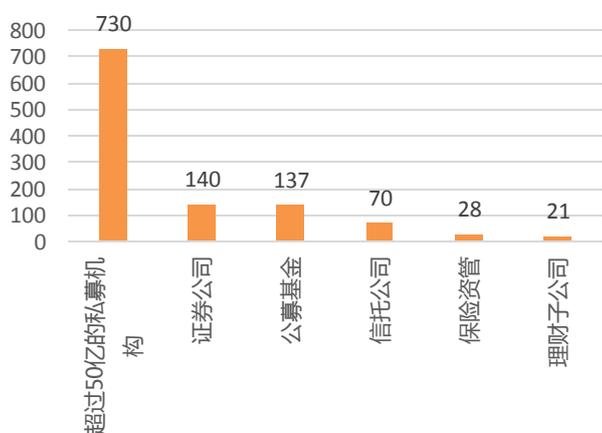
图表54 资管新规后，理财和公募基金的监管要求趋同

要求/资管产品	资管新规前		资管新规后	
	公募理财	公募基金	公募理财	公募基金
投资金额门槛	单一投资者销售起点金额不得低于 5 万元人民币。	1 元	母行理财为不低于 1 万元，理财子为 1 元，公募基金为 1 元。	
可投资范围	债券、银行信贷资产、非标、商品、金融衍生品	债券、股票、商品、金融衍生品	股票、债券、商品、金融衍生品（ <b>银行理财仍可以投资非标，但对非标投资的限制明显增多</b> ）	
估值方法	摊余成本法计量原则	公允价值计量原则（净值化管理）	实行净值化管理（ <b>理财中仅有部分符合条件的定开类产品可以使用摊余成本法</b> ）	

资料来源：央行，银保监会，平安证券研究所

**行业竞争加剧，同质化现象显著。**财富管理产品侧的竞争日趋激烈，伴随着监管标准的统一，产品间的同质化现象严重，目前整个资产管理行业参与者众多，以公募基金为例，截至 2021 年 3 季度末，市场上一共有 137 家基金公司，共有 7,720 只开放式基金产品。

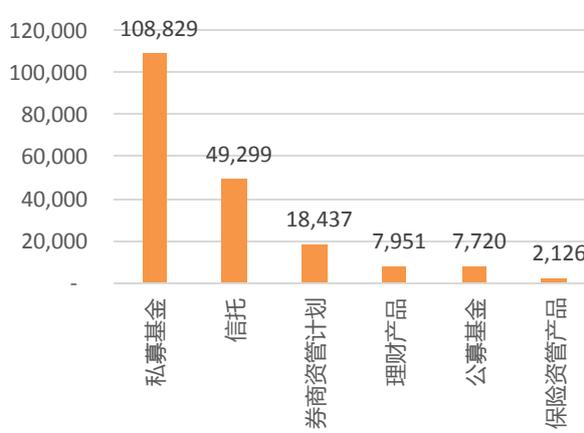
图表55 资管机构数量（个）



资料来源：Wind，私募排排网，基金业协会，证券业协会，信托业协会，银行业协会，平安证券研究所

注：截至 2021 年 9 月 30 日

图表56 资管机构产品数量（只）



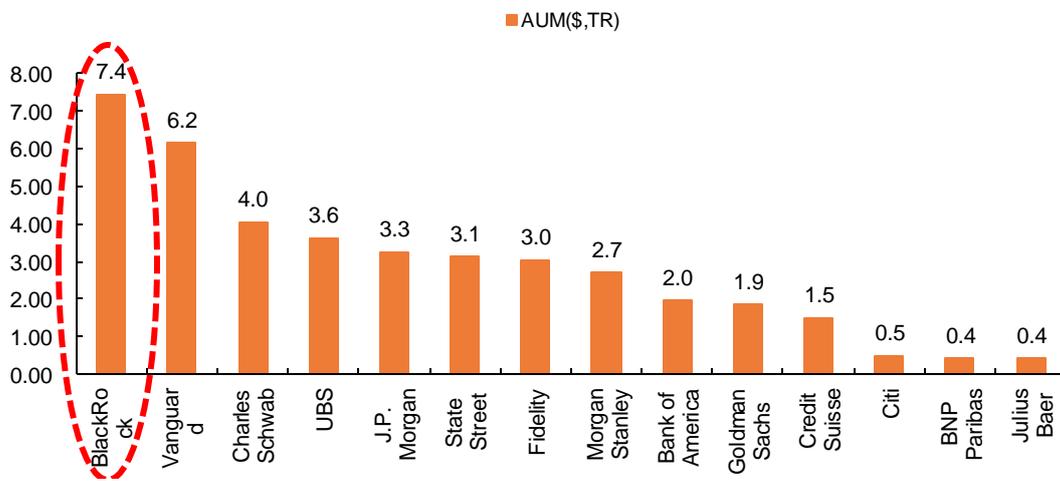
资料来源：Wind，私募排排网，基金业协会，证券业协会，信托业协会，银行业协会，平安证券研究所

注：截至 2021 年 9 月 30 日

### 3.2 打造特色标签，是未来的破局关键

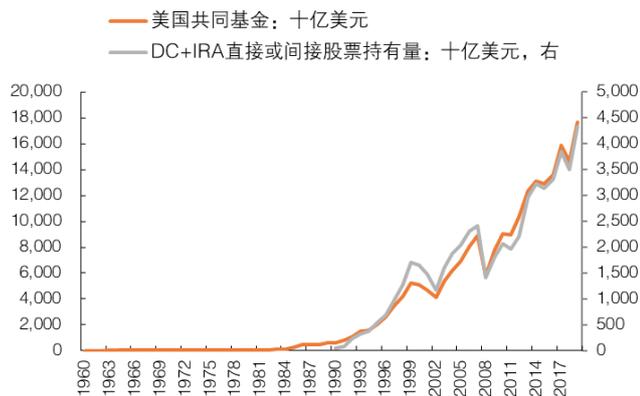
在行业同质化现象显著的背景下，对于财富管理产品的能力建设，如何打造差异化、在某一特定领域构建特色标签将会是未来的破局关键。我们以美国领先的资管机构贝莱德为例，公司在 21 世纪迎来 AUM 的快速扩张，该阶段，美国资本市场机构化趋势明显，养老金的入市使得整个美国资本市场的有效性大幅提高，使得主动投资获取超额收益的难度提升，因此机构投资者开始追求低费率、透明度高的被动投资。公司把握了被动投资的趋势，重点发展 ETF 产品，借助金融创新，打造了 iShares ETF 的标签化产品，为机构投资者提供被动投资工具，该产品依靠低费率、透明度高的特点快速抢占财富管理市场，截至 2020 年末，公司指数基金和 ETF 产品规模合计达 5.74 万亿美元，在公司总 AUM 占比达到 31%，较 2011 年提升了 11 个百分点，是过去二十年公司 AUM 增长的主要驱动力，带动公司整体 AUM 扩张至 8.7 万亿美元。

图表 57 贝莱德资产规模国际领先



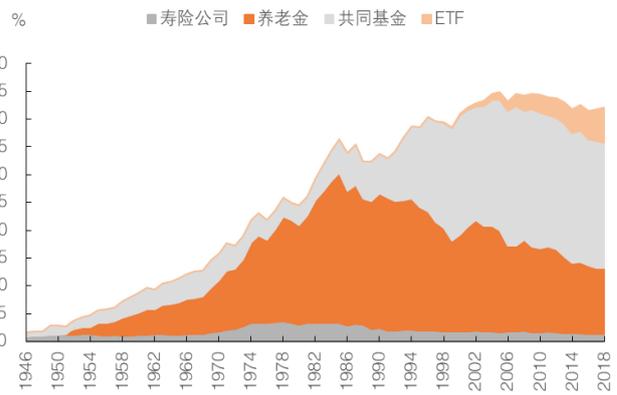
资料来源: ADV Ratings, 平安证券研究所

图表 58 养老金入市，共同基金规模快速增长



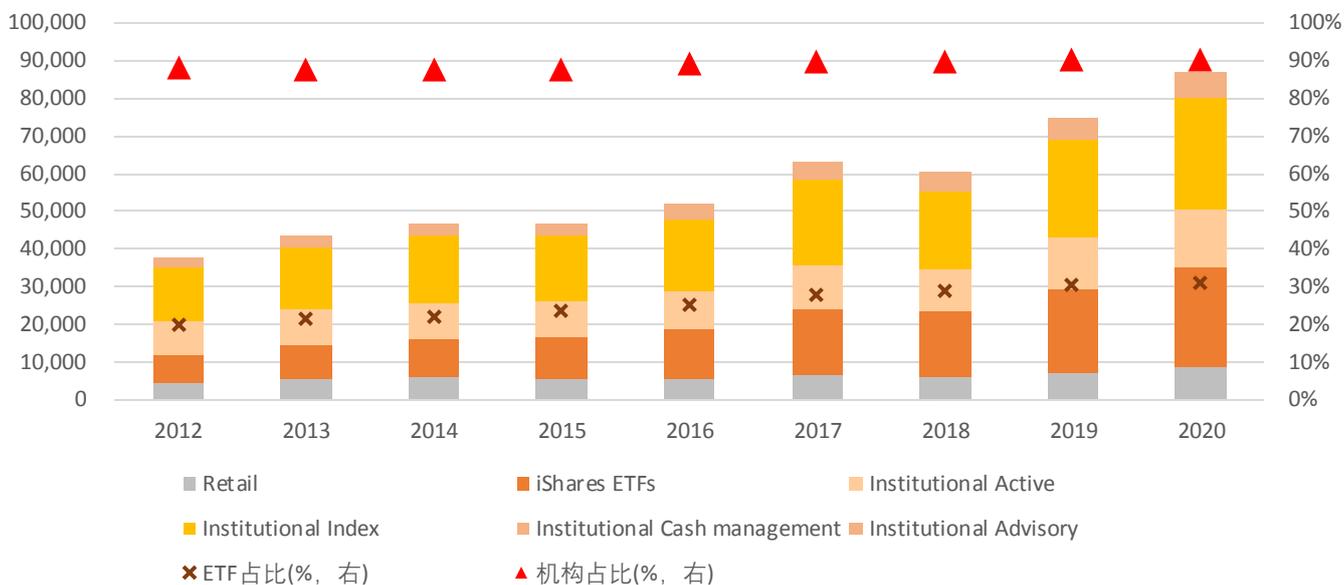
资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所

图表 59 机构投资者占比快速提升



资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所

图表60 贝莱德 AUM 结构拆分 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 3.3 长期稳定的业绩表现, 能够打造财富管理产品侧的品牌优势

除了打造标签产品, 我们认为财富管理产品能力的打造, 稳定的投资能力仍是重要基石, 只有稳定的投资表现才能打造坚实的资产端品牌, 因此长期稳定的业绩表现对于金融资产的获取至关重要。以基金市场为例, 我们看到过去几年整个行业头部化现象非常显著, 2021年 TOP10的基金公司新发非货币基金产品规模占到整个行业的 47%, 较 2017年提升了 7个百分点, 其中权益型基金头部化现象更为明显, 2021年主动权益基金 TOP10 占比达到 51%, 较 2017年提升了 10个百分点。行业集中度的快速提升, 背后反映的是投资者更看重长期稳定的投资运作, 而非短期的业绩表现。

图表61 2021年 1-8月公募基金发行 TOP10 管理人规模占比 (单位: 亿元)

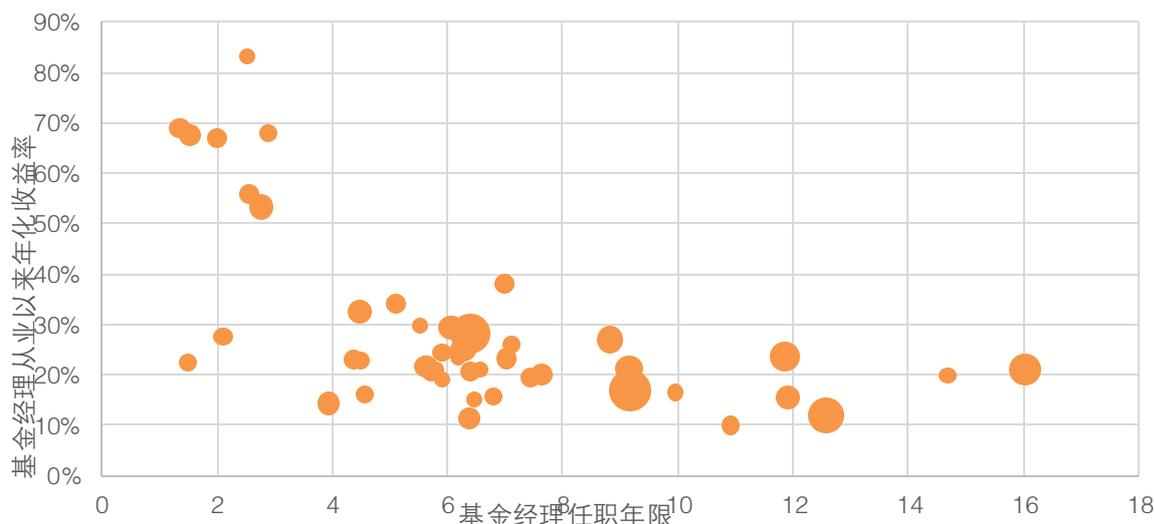
管理人	主动权益	被动权益	混合型	主动债券	被动债券	其他	发行总规模
广发	883	33	450	116	79	148	1709
易方达	642	171	415	152	0	33	1412
南方	566	62	319	85	0	35	1068
华夏	566	197	40	76	0	125	1004
富国	588	100	130	63	0	23	903
汇添富	608	138	104	6	0	42	898
嘉实	670	52	97	10	0	55	884
招商	341	104	123	227	0	0	795
博时	577	20	125	11	0	30	763

华安	259	19	63	272	0	20	634
TOP10 合计	5701	895	1864	1018	79	512	10070
全市场合计	11189	1673	3528	3406	404	1225	21426
TOP10 占比	51%	54%	53%	30%	20%	42%	47%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

此外,我们对百亿以上的股票型和偏股混合型基金产品做了统计,从投资年限来看,59只百亿以上的主动管理基金中,仅有13只基金经理的从业年限少于4年,有31只基金的基金经理从业年限在4-8年的区间,15只在8年以上。而从基金经理从业以来的年化回报来看,59只基金中分别有20只和28只基金的基金经理从业以来的年化回报在10%-20%和20%-30%的区间。站在投资者的角度,我们可以看到短期市场会追逐那些现阶段取得高收益表现的基金产品,但长期来看,市场更认可的是基金经理资本市场多年深耕积累的长期业绩口碑,以及背后稳定的业绩表现。因此对于财富管理机构而言,除了打造差异化、特色鲜明的产品之外,提升产品力的关键还应关注长期稳定的业绩回报,为投资者创造价值,才能在财富管理市场建立口碑,实现份额的突破。

图表62 管理规模在100亿以上的主动管理基金的基金经理统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注:截至2021年9月30日,气泡大小代表基金的管理规模

## 四、风险提示

1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大,宏观经济走势将对企业的经营状况,尤其是偿债能力带来显著影响,从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期,但疫情的发展仍有较大不确定性,如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累,银行业的资产质量也将存在恶化风险,从而影响银行业的盈利能力。

2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构,受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严,可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等,或在资产投向上做出更严格的要求,为银行经营带来挑战。

3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033