

## 财富管理系列研究之四

证券行业财富管理专题：打造权益资产服务综合能力，发挥产品端和服务端比较优势

## 强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】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 20211126

【平安证券】财富管理系列研究之二：从海外经验看传统金融机构的守成之路 20210226

【平安证券】财富管理系列研究之一：从嘉信理财看大众财富管理突围之路 20210202

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号

S1060520040001

BQC673

WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号

S1060520040002

LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号

S1060121020034

CHENXIANGHE935@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **券商 To C 业务：从交易通道到综合财富管理服务。**传统经纪业务收入弹性下降，随着资本市场改革深化、居民理财需求升级，对券商 To C 业务提出更高要求，服务维度不断拓宽。大财富管理雏形已现，直接或间接带动多项业务联动。券商 To C 服务维度从早期的证券交易 1.0 版本扩张至融资融券服务和代销金融产品的 2.0 版本，未来挖掘和匹配 C 端客户的综合财富管理需求迈向 3.0 版本，需要券商的资产管理或公募基金产品能力、多元化产品设计专业能力、投顾服务能力不断提升。
- **深耕资本市场，券商在产品端和服务端具有比较优势。**从财富管理三要素来看：**1) 产品：**券商深耕资本市场，聚焦权益类产品。代销产品方面，拥有更广的产品选择范围和筛选能力，能为客户提供更广和更好的选择；自有产品方面，拥有较强的投资能力和产品设计能力，能为客户提供更符合其需求的定制化产品。**2) 服务：**提升服务专业性与长期性，券商财富管理从“卖方销售”到“买方投顾”模式转换。券商各类资产和各种资管产品较为丰富，可以一站式实现客户的大类资产配置需求，并且具有一二级市场联动的权益类资产的综合服务能力。近年来积极建设投顾队伍，投顾数量持续增加，但优秀投顾仍是稀缺资源。**3) 渠道：**券商客户体量不占优势，但拥有较为均衡的线上线下渠道。线上，券商 APP 用户体量小，但活跃度更高，更容易实现流量多次变现。线下，在高线城市的网点能更好的满足富裕客群更深的服务需求。线上线下结合，实现全客群触达与服务。
- **权益时代来临，券商财富管理大有可为。**1) 过去财富管理的发展可谓渠道为王，但未来产品和服务的重要性逐步提升，券商可以发挥在产品端和服务端的比较优势。2) 财富管理业务作为券商 To C 门户业务，可以联动券商其他所有业务条线，还需前台客户资源、中台各个业务条线能力、后台数据和科技底层支持实现协同，打造综合能力，最终实现综合财富管理能力建设。3) 加大科技投入，布局未来。科技是财富管理业务底层能力，不仅能更精准识别用户画像，还能赋能投顾和业务人员。未来还将在用户拉新与运营、智能投顾等方面实现更广泛的运用。
- **投资建议：**财富管理时代已经来临，权益资产需求的快速增加为券商带来历史性发展机遇，提供充分发挥产品和服务端比较优势的土壤，建议关注三类公司：**1) 头部券商，**拥有更强的综合业务能力以及高净值客户储备，建议关注中信证券、中金公司等；**2) 互联网券商，**线上流量基础较好，在标准化产品第三方代销卡位具有明显优势，建议关注东方财富；**3) 财富管理特色券商：**投资能力较强、拥有更强产品能力的公司，建议关注东方证券、广发证券、兴业证券等。
- **风险提示：**疫情超预期蔓延及宏观经济下行风险、股票交易市场和基金销售市场降温风险、金融监管趋严。

# 正文目录

<b>一、 券商 To C 业务：从交易通道到财富管理</b>	<b>4</b>
1.1 政策推动+能力升级，券商 To C 业务不断转型升级	4
1.2 财富管理转型升级需要券商的综合业务能力有机打通	5
1.3 券商财富管理覆盖从长尾到高净值全客群	7
<b>二、 深耕资本市场，券商在渠道、产品、服务三大要素中具备比较优势</b>	<b>9</b>
2.1 渠道：券商线上线下渠道能力均衡发展	9
2.2 产品：券商深耕资本市场，聚焦权益类产品	11
2.3 服务：“买方投顾”模式兴起，服务注重专业性和长期性	14
<b>三、 权益时代来临，券商财富管理大有可为</b>	<b>16</b>
3.1 财富管理供需全面升级，权益类资产需求旺盛	16
3.2 充分发挥产品端和服务端具有比较优势，券商大有可为	17
<b>四、 投资建议：关注三条主线，把握财富管理历史性机遇</b>	<b>20</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>20</b>

# 图表目录

图表 1	资本市场改革不断推进，促进财富管理业务转型升级	4
图表 2	证券经纪业务佣金率不断下降	4
图表 3	券商代理买卖证券净收入占营收比重不断下降	4
图表 4	财富管理与券商其他业务有机打通，促进券商转型升级	5
图表 5	部分券商大财富管理收入占比不断提升	6
图表 6	2020 年代销金融产品 Top5 券商	6
图表 7	头部券商代销金融产品占经纪业务收入比重提升	6
图表 8	中金财富组织架构	7
图表 9	不同金融机构客均 AUM 对比	8
图表 10	不同金融机构客户数、AUM、客均 AUM 对比	8
图表 11	招商银行大众、金葵花、私人银行客群历年 AUM 份额比例	9
图表 12	券商营业网点数量低于银行网点	9
图表 13	2021 年 2 月支付宝与券商 APP 用户规模对比	9
图表 14	2021 年 2 月证券公司与银行 APP 用户规模与活跃度对比	10
图表 15	券商营业网点布局在一二线城市，符合其客户定位	11
图表 16	券商、银行、第三方机构股票+混合/非货币基金保有量占比	11
图表 17	各类机构代销金融产品种类比较	12
图表 18	中金“中国 50”产品	12
图表 19	中金“中国 50”严选产品体系	12
图表 20	中信证券财富管理产品体系	13
图表 21	东方红旗下资管产品长期业绩优异	13
图表 22	东方红规模不断提升	13
图表 23	收益凭证产品结构图	14
图表 24	中金公司交易性金融资产中股票资产以场外衍生品交易对冲持仓为主	14
图表 25	基金投资者在投资时开始更多关注风险	14
图表 26	基金投资者在投资时选择自行投资的比例减少	14
图表 27	证券经纪人数量下降而投顾数量提升	15
图表 28	持仓时长与收益率正相关	15
图表 29	从“卖方销售”到“买方投顾”关键是商业模式的转换	15
图表 30	获得基金投顾业务试点资格机构的名单	16
图表 31	公募+私募基金发展迅速	17
图表 32	近年新成立股票+混合公募基金高速增长	17
图表 33	国内各类资管产品份额变化	17
图表 34	中美金融资产配置比较-2019 年	17
图表 35	高净值客群可投资资产占比不断提升，增速快于行业整体	18
图表 36	高净值客群人数快速增长	18
图表 37	财富管理转型考验券商的综合能力	18
图表 38	2020 年各证券公司均加大信息技术投入规模	19
图表 39	华泰证券将金融科技应用于各个业务领域	19

# 一、券商 To C 业务：从交易通道到财富管理

## 1.1 政策推动+能力升级，券商 To C 业务不断转型升级

政策放开、居民理财需求增加，对券商 To C 业务提出更高要求。近年来，资本市场改革不断深化，资管新规打破刚兑预期，保本保收益产品逐步清退，居民财富意识觉醒，资产配置愈发多元化，风险资产配置需求不断提升，权益类资产管理产品发展迅猛。政策推动和居民理财需求升级，对券商 To C 业务提出了更高的要求，从过去的交易通道向综合财富管理转型升级。

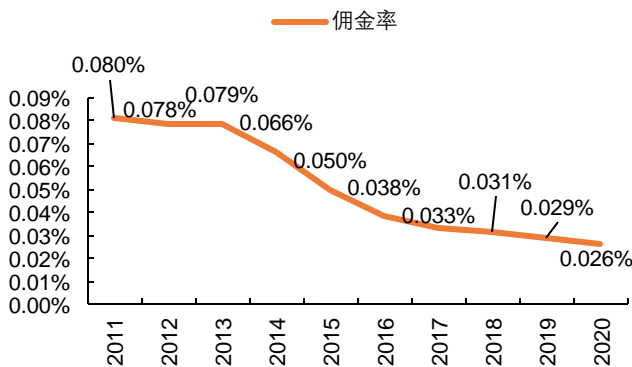
图表1 资本市场改革不断推进，促进财富管理业务转型升级



资料来源：政策文件，平安证券研究所

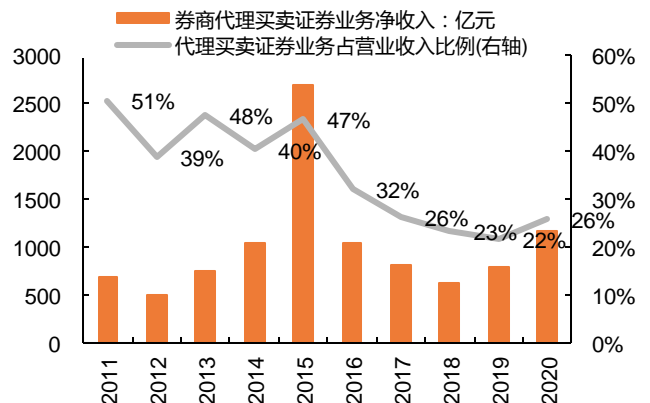
经纪业务从交易通道转型为流量入口。传统的券商 To C 业务主要是以证券交易为代表的经纪业务，随着业务同质化和竞争的加剧，经纪业务佣金率不断下降，从十年前的万分之 8 下降到 2020 年的万分之 3，交易佣金收入弹性大幅下降。根据证券业协会数据，全行业代理买卖证券业务净收入占营收比重从 2011 年的 51% 降至 2020 年的 26%。但是，经纪业务收入弹性下降并不意味着经纪业务重要性下降，经纪业务是线上和线下触达 C 端客户的窗口业务，有望成为连通用户及券商各项服务的场景化平台。

图表2 证券经纪业务佣金率不断下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 券商代理买卖证券净收入占营收比重不断下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

**To C服务维度不断拓宽，大财富管理雏形已现，直接或间接带动多项业务联动。**与财富管理直接相关的业务包括代理买卖证券交易、融资融券、代销金融产品，间接相关的还有资产管理、公募基金、甚至来自于投行的高净值客户导流等多维度业务协同。伴随着融资融券门槛降低，沪、深港开通，资管新规净值化要求，场内衍生品品种增加，公募基金投顾牌照试点开启等一系列投资端政策放开，券商 To C 服务维度从早期的证券交易 1.0 版本扩张至融资融券服务和代销金融产品的 2.0 版本，未来挖掘和匹配 C 端客户的综合财富管理需求迈向 3.0 版本，需要券商的资产管理或公募基金产品能力、投顾服务能力、多元化产品设计专业能力不断提升。

## 1.2 财富管理转型升级需要券商的综合业务能力有机打通

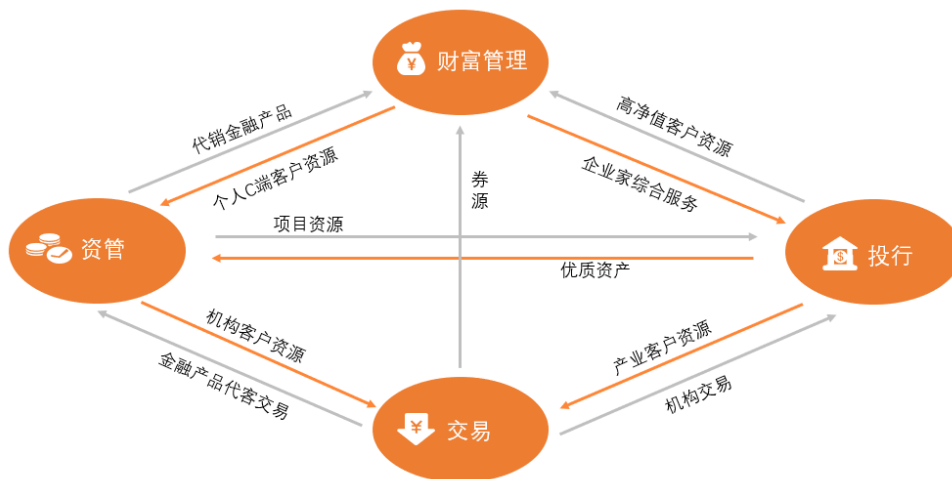
财富管理转型需要券商的各项业务有机结合，对综合能力提出更高要求。随着居民理财意识觉醒和财富管理需求升级，单一的经纪业务难以打造持续竞争优势，更需要全方位的业务协同服务 C 端客户：

**1) 渠道：**一方面，**经纪业务**是连接 C 端客户与券商其他业务的直接窗口，既需要通过经纪业务初步触达和积累客户，进而向其他业务导流，提升客户价值，也需要集合公司综合能力，通过经纪业务输出给客户；另一方面，以**股权承销**为代表的**投行业务**是接触企业客户最深入的一项业务，在 IPO、增发等业务过程中能够充分了解企业全方位的投融资需求，以及企业家和高管等高净值客户的个人金融需要。因此，股权承销是基础业务，可以持续为企业提供股、债类融资服务，带动机构客户的资源，同时也积累了顶尖的高净值客户，提供针对企业家家族的综合财富管理服务。

**2) 产品：**证券公司旗下**资管及公募基金**的投资能力有助于打造差异化的财富管理竞争力，树立财富管理市场口碑。随着权益类产品的快速发展，公募、私募基金已经涌现一批具有市场品牌力的头部机构和明星基金经理，明星产品本身对于客户的吸引力提升，渠道的作用相对减弱。以东证资管公募“东方红”和中金财富 FOF“中国 50”、“微 50”为代表，部分券商及其旗下的资管和公募基金为财富管理业务提供稀缺性、差异化的产品，提升财富管理核心能力和竞争门槛。

**3) 服务：**前端服务通过打造**投顾队伍和科技赋能**，提供高效、专业的理财服务；后端通过**自营交易业务**，一方面可以为 C 端客户提供融券券源，另一方面，针对部分结构化、嵌入衍生品的资管产品，券商为了保持整体低风险敞口，需要通过自营盘进行以对冲风险为目的的持仓和交易，不以获得投资收益为目的，仅赚取稳定息差和佣金。

图表4 财富管理与券商其他业务有机打通，促进券商转型升级



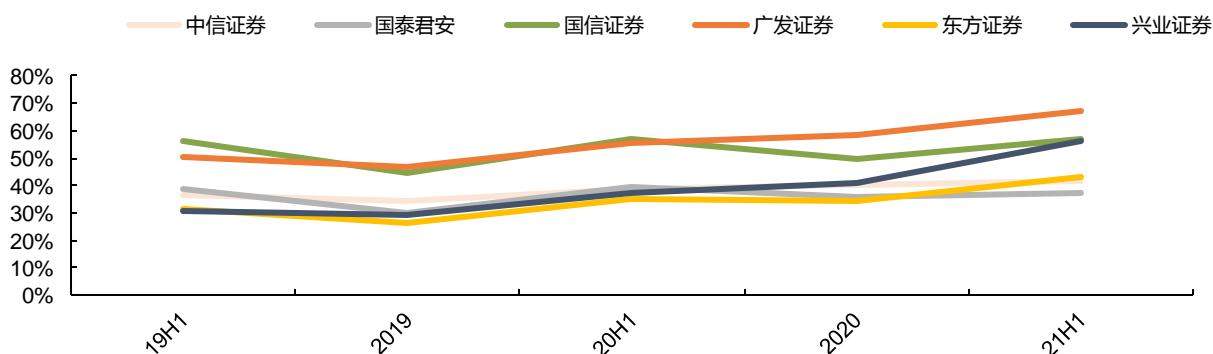
资料来源：平安证券研究所

**大财富管理收入占比提升，代销金融产品率先发力。**随着券商综合能力的提升、逐步打通各相关业务，大财富管理业务在近年迎来快速发展，最直接的体现就是券商大财富管理收入占总收入比例不断提升。大财富管理包括券商的经纪、两融、



资管、旗下公募基金子公司等，以中信证券为例，大财富管理收入占总收入比例从 19H1 的 36% 提升至 21H1 的 41%。此外，旗下拥有/参股大型公募基金的券商大财富管理收入占比更高、提升速度更快。广发证券的大财富管理收入占比从 19H1 的 50% 提升至 21H1 的 67%，提升 17pcts，东方证券的大财富管理收入占比从 19H1 的 31% 提升至 21H1 的 43%，提升 12pcts。

图表5 部分券商大财富管理收入占比不断提升

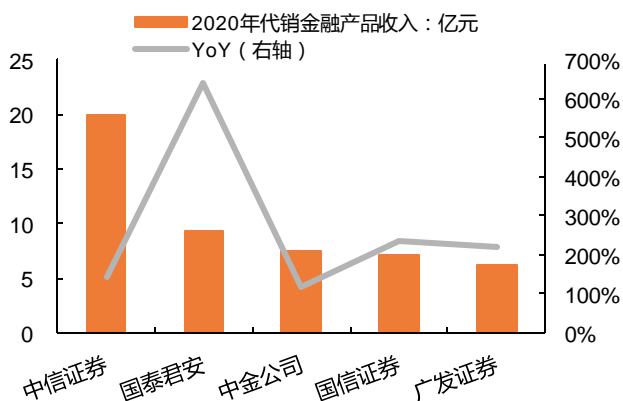


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：大财富管理收入占比=（经纪业务手续费及佣金净收入+两融利息净收入+资管手续费及佣金净收入+参股基金公司收入\*持股比例）/营业收入，其中两融净收入根据两融余额估算

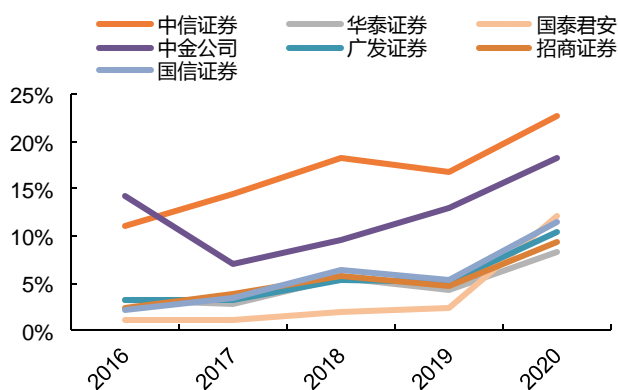
头部公司率先发力代销金融产品业务，收入占比不断提升。财富管理细分业务中，代销金融产品业务保持高速增长，占经纪业务收入比重也不断提升。根据证券业协会数据，2020 年证券行业代理销售金融产品净收入 134.4 亿元，同比增长 148.8%。头部券商代销金融产品收入均大幅增长，其中中信证券以 20 亿位居第一，国泰君安同比增幅高达 642%，是代销金融产品收入前 5 券商中增速最快的。同时，代销金融产品收入占经纪业务收入比重不断提升，以中信证券为例，代销金融产品收入占经纪业务比重从 2016 年的 11.1% 提升到 2020 年的 22.8%。

图表6 2020 年代销金融产品 Top5 券商



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

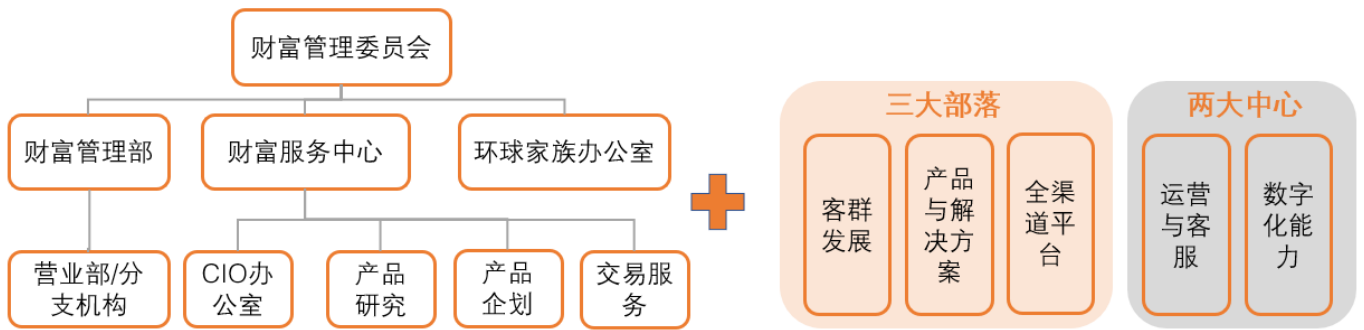
图表7 头部券商代销金融产品占经纪业务收入比重提升



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

实现大财富管理业务链条有机打通，还需要调整组织架构和激励机制。业务转型往往需要组织架构调整来支持，近些年各家券商纷纷将经纪业务部转型为财富管理部，相应调整组织架构和激励机制，但是从实现效果来看差异较大。以高端财富管理突出的中金公司为例，其搭建了以客户为导向的组织架构：除了保持原先财富管理委员会下设的财富管理中心、环球家族办公室和财富管理部等 3 大部门外，新增“部落制”改革，即将总部从按职能设立的部门架构，转型为“以客户为中心”的跨职能、扁平化、灵活型的全敏捷组织形式。中金财富计划新设**客群发展、产品与解决方案、全渠道平台** 3 大部落，以及运营与客服、数字化能力发展 2 大中心，共 31 个敏捷团队，以实现针对目标客户从产品开发到客户经营的“端到端”全流程经营。

图表8 中金财富组织架构



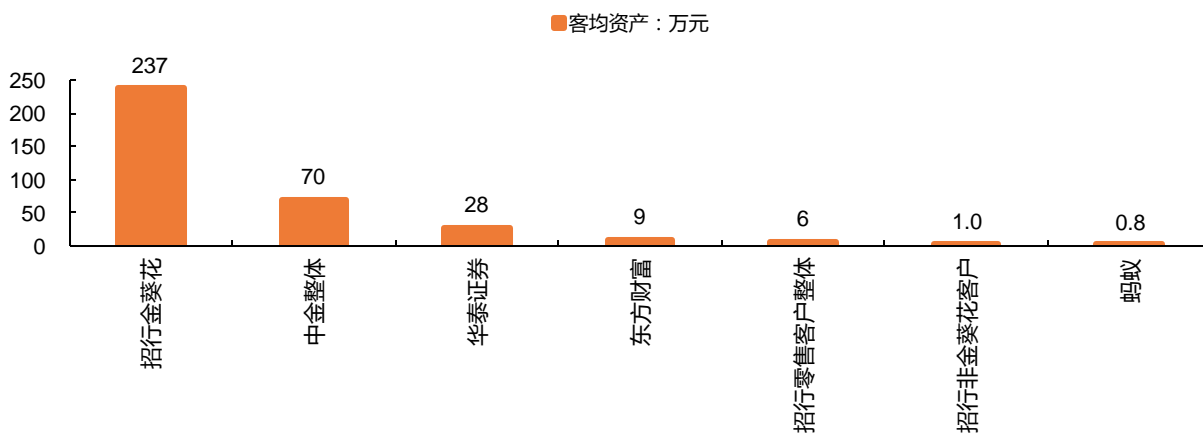
资料来源：WEALTH 财富管理公众号、中金公司CICC 公众号、平安证券研究所

### 1.3 券商财富管理覆盖从长尾到高净值全客群

财富管理的核心是以客户为中心，为客户匹配相适应的资产配置方案。综合各上市公司和行业客户分类标准，根据客均资产不同，将客户分为大众（50 万以下）、富裕（50-1000 万）、高净值（1000 万以上）三类：1) 大众客群用户规模最广，比如蚂蚁拥有理财客户约 5 亿，招行非金葵花客户规模在 1.5 亿左右。2) 富裕客群规模介于大众和高净值之间，但占据最高 AUM 比例，比如招行富裕客群（金葵花客户，即在招行月日均人民币总资产在 50 至 1,000 万元的客户）AUM 占比达到 51%。3) 高净值客群规模较小但拥有超高 AUM，比如招行高净值客户（私人银行客户，即在招行月日均人民币总资产在 1,000 万元以上的客户）规模仅 10 万人，但拥有 2.77 万亿 AUM，占招行零售客户 AUM 的 31%。综合来看，富裕、高净值客群的资产规模更大，而财富管理需求并没有完全满足，仍有挖掘潜力。

券商具备全客群服务能力，并在服务富裕和高净值客群方面具有比较优势。大众客户更看重便捷性和资产增值，富裕客群对财富管理机构的需求不仅局限在购买金融产品、下单交易上，其财富管理需求已由追求财富快速增长转向追求财富的稳健、保值和长期收益，而高净值客户更是有对于财富传承、税务法务咨询、长期财务规划等专业服务的需求。1) 大众客户需求较为单一，主要以购买标准化、公开市场的财富管理产品或证券交易为主。券商的大众客户体量虽不如互联网平台和银行渠道，但是券商的大众客户投资者教育更为充分、风险偏好整体更高。2) 富裕客群会倾向于相对丰富的产品配置，并且需要专业的财富管理咨询和服务，随着我国经济发展，富裕客群的人数和资产规模快速扩张，而这部分客群尚未满足银行私行的资产门槛，其真正的财富管理需求尚待满足、甚至尚待挖掘，证券公司能够兼顾专业能力和服务质量，在权益类资产大发展的机遇下，在经营富裕客群方面具备比较优势。3) 高净值客户更看重资产保值、传承和高品质服务质量，商业银行和头部券商拥有长时间的高净值客群服务经验，且擅长整合各方面资源。综合来看，券商具备全客群服务能力，在产品和服务方面的优势使得其在服务富裕和高净值客群方面具备比较优势。

图表9 不同金融机构客均 AUM 对比



资料来源：招商银行、中金公司、华泰证券、东方财富年报，蚂蚁集团招股书，平安证券研究所

注：招商银行、中金公司、华泰证券、东方财富数据为 2020 年，蚂蚁集团为 20H1 数据

图表10 不同金融机构客户数、AUM、客均 AUM 对比

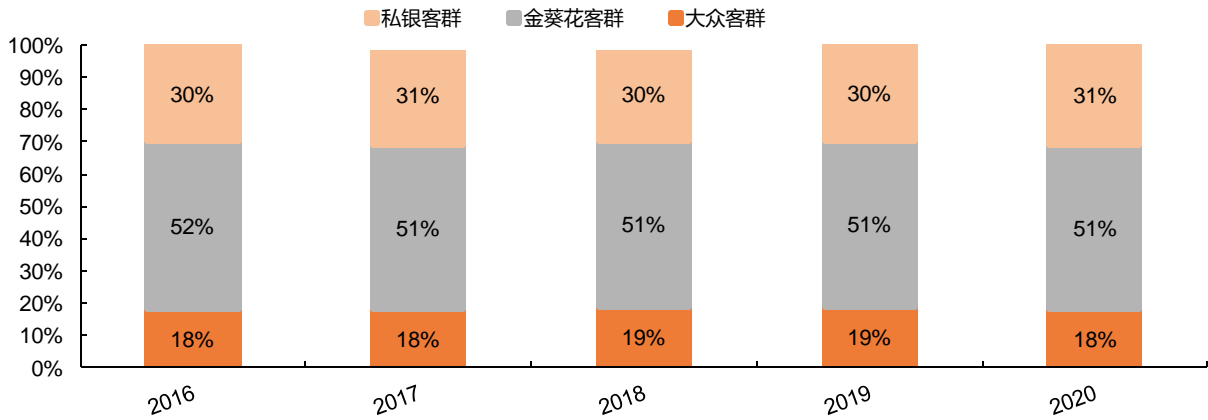
	客均资产：万元	客户规模：万	AUM：亿	收入：亿	ARPU：元
蚂蚁	0.8	50000	40,986	210	42
招行非金葵花客户	1.0	15490	15962		
招行零售客户整体	6	15800	89,418	522	331
东方财富	9.4	1400	13,169	82	588
华泰证券	28	1700	47,400		
中金整体	70	369	25,783		
招行金葵花	237	310	73,456		
中金高净值	2624	2.6	6,725		
招行私行	2775	10	27,746		

资料来源：招商银行、中金公司、华泰证券、东方财富年报，蚂蚁集团招股书，平安证券研究所

注：招商银行、中金公司、华泰证券、东方财富数据为 2020 年，蚂蚁集团为 20H1 数据；中金高净值客群定义为客户资产超过（含）人民币 300 万元



图表11 招商银行大众、金葵花、私人银行客群历年 AUM 份额比例



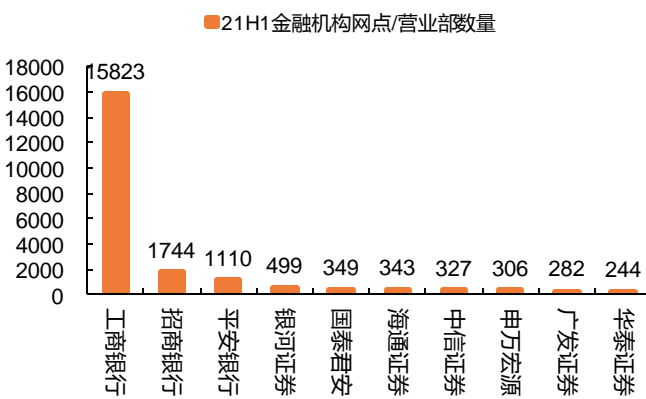
资料来源：招商银行历年年报，平安证券研究所

## 二、深耕资本市场，券商在渠道、产品、服务三大要素中具备比较优势

### 2.1 渠道：券商线上线下渠道能力均衡发展

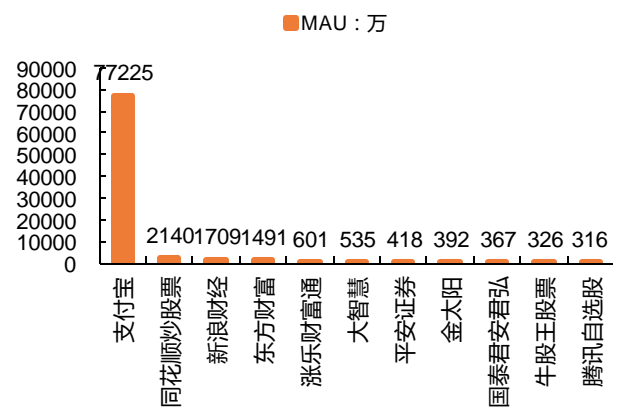
券商客户体量不占优势，但拥有较为均衡的线上线下渠道。相比于银行和互联网巨头，券商线上线下渠道发展更为均衡，既能通过线上 APP 和科技手段高效服务大众客群，也能通过线下营业网点和投顾服务富裕和高净值客户。虽然与银行相比线下的网点数量较少、相比互联网平台用户规模也不大，但是券商长期深耕资本市场，拥有一批经受过更完善投资者教育、对投资理财（尤其是权益类）的知识储备相对更丰富、风险偏好更高的财富管理存量客户。

图表12 券商营业网点数量低于银行网点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 2021年2月支付宝与券商APP用户规模对比



资料来源：Questmobile，平安证券研究所

线上：券商 APP 用户体量小，但活跃度更高，更容易实现流量多次变现。与银行、支付宝等互联网头部平台相比，券商 APP 月活用户（MAU）规模较低，比如支付宝 APP 月活用户高达 7.7 亿人，工商银行 APP 月活用户 8546 万，而券商 APP 中月活最高的东方财富只有 1491 万。但是由于拥有更高的用户活跃度（DAU/MAU），券商 APP 日活用户相比于银行

差距较少。证券交易属于高频行为，券商 APP 用户活跃度较高，Top 券商 APP 的 DAU/MAU 比例位于 20%至 40%之间，比支付宝的 41.7%的 DAU/MAU 稍低，而 Top 银行 APP 的 DAU/MAU 比例均在 20%以下。较高的用户活跃度亦是券商实现二次销售的良好基础，券商通过构建一站式财富管理 APP，将经纪客户不断转化为买卖金融产品、两融客户，提升单客收入。由于存量“炒股”客户受过充分的投资者教育并拥有较高的风险偏好，券商客户转化为两融、“买基”客户具备一定基础，相比银行和互联网平台，更容易实现流量多次变现。

图表 14 2021 年 2 月证券公司与银行 APP 用户规模与活跃度对比

Top 券商 APP	DAU: 万	MAU: 万	DAU/MAU	Top 银行 APP	DAU: 万	MAU: 万	DAU/MAU
东方财富	405	1,491	27.2%	中国工商银行	1,589	8,546	18.6%
涨乐财富通 (华泰证券)	227	601	37.8%	中国建设银行	1,230	8,625	14.3%
平安证券	109	418	26.1%	中国银行	1,043	5,471	19.1%
金太阳 (国信证券)	82	392	21.0%	农行掌上银行	1,014	7,779	13.0%
国泰君安君弘	88	367	23.9%	招商银行	935	6,482	14.4%
中信证券	72	297	24.3%	邮储银行	478	3,960	12.1%
广发易淘金	96	280	34.3%	掌上生活	470	3,401	13.8%
中国银河证券	59	262	22.4%	工银融 e 联	384	2,404	16.0%
智远一户通 (招商证券)	88	228	38.6%	平安口袋银行	347	2,360	14.7%
e 海通财 (海通证券)	62	219	28.1%	交通银行	320	1,865	17.1%

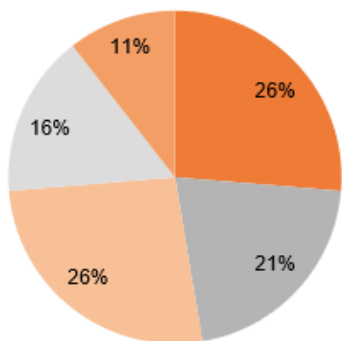
资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

**线下:**近年来券商线下网点数量增速放缓，但网点布局模式转变为深耕一线及新一线城市。根据证券业协会数据，2015 年证券行业共新增营业部 971 个，而 2020 年仅新增 28 个，新增数量大幅下降。以海通证券为例，从数量看，2015 年新增营业部 19 家，而 2020 年仅增加 6 家；而从结构看，2015 年新增营业部分布在一至五线城市，而 2020 年新增城市有 83% 在新一线及以上城市。新一线及以上城市的富裕或高净值客户较多，而他们需要更复杂和深入的金融服务，线下渠道面对面的沟通能够提升信任感，并能提供更丰富的服务。券商在高线城市的网点与其富裕、高净值客户的地理位置相匹配，能更好的满足客户面对面的服务需求。

图表15 券商营业网点布局在一二线城市，符合其客户定位

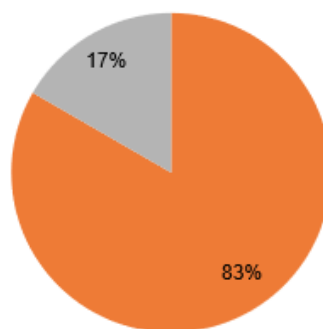
2015年海通新增营业部城市分布

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市 ■ 四线城市 ■ 五线城市



2020年海通新增营业部城市分布

■ 新一线城市 ■ 四线城市



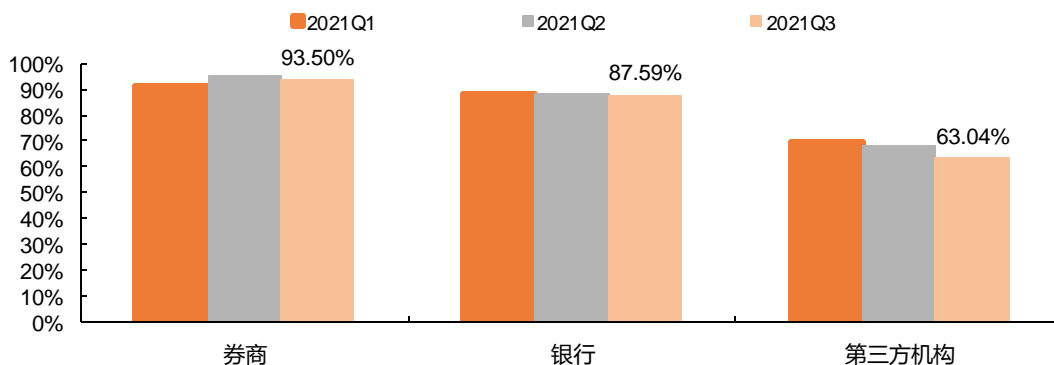
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：城市线级分布根据2020年第一财经新一线城市研究所制作《城市商业魅力排行榜》划分

## 2.2 产品：券商深耕资本市场，聚焦权益类产品

券商的财富管理产品具有比较优势，更为聚焦权益类产品。在产品供给端，券商兼具筛选第三方产品和自有产品的能力。代销产品方面，拥有更广的产品选择范围和筛选能力，能为客户提供更广和更好的选择；自有产品方面，拥有较强的投资能力和产品设计能力，并且能为客户提供更符合其需求的定制化产品或资产配置组合。此外，券商长期聚焦于权益类资产的经营，券商基金保有量中权益类基金占比相比银行和第三方机构更高，21Q3 券商权益类基金占比达 93.50%，而银行和第三方机构的占比分别为 87.59%和 63.04%。

图表16 券商、银行、第三方机构股票+混合/非货币基金保有量占比



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

代销产品：券商拥有更广的产品选择范围和筛选能力。券商产品选择种类更丰富，相比互联网公司，除了可以公开发售的公募基金之外，券商还可以代销私募、信托、资管计划等产品，能够满足更多元化和专业化的财富管理需求。其次，券商

与公募、私募等资产管理机构业务往来密切，更了解相关机构资产管理能力，具有更高的产品筛选能力。以中金财富为例，公司拥有一支组建超过 10 年的专业产品研究团队，累计投入研究时长达 100 万小时，对 1000 余家管理人的资产能力进行评估，为客户提供专业深度的资产配置策略研究。中金推出的“中国 50”产品，通过精选 50 家优秀管理人作为底层资产，根据客户的个体情况拥有 5 类标准化配置方案和多种定制化配置方案，获得广泛认可，截止 2021 年 7 月中金“中国 50”产品保有量超 300 亿。此外，券商产品体系更全，能对应服务各种类型的客户。以中信证券为例，根据持有期限、风险和收益不同，可以提供包括现金管理类、类固定收益类、挂钩浮动收益类、权益投资类、另类投资类等多种金融产品。

图表 17 各类机构代销金融产品种类比较

	公募基金	私募基金	保险	信托	券商资管	银行理财
银行	√	√	√	√		√
券商	√	√		√	√	
互联网平台	√		√			
其他第三方	√	√		√		

资料来源：平安证券研究所

图表 18 中金“中国 50”产品



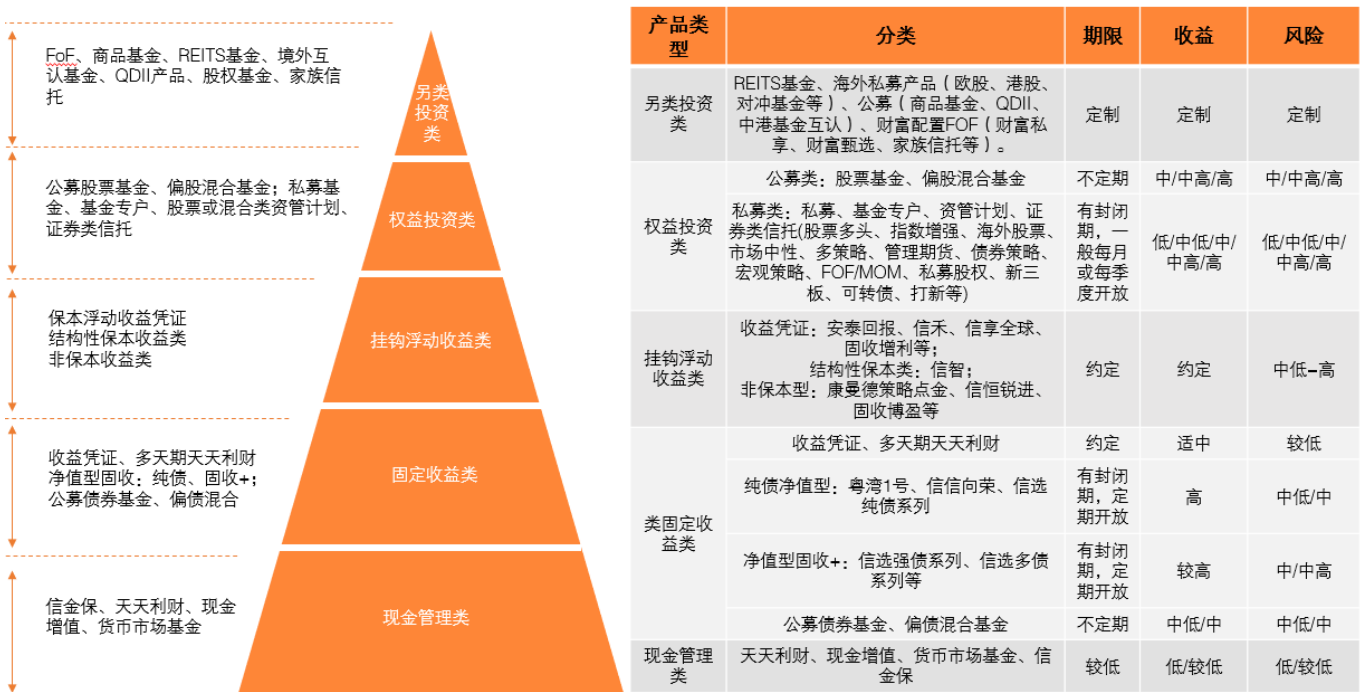
资料来源：中金财富公众号，平安证券研究所

图表 19 中金“中国 50”严选产品体系



资料来源：中金财富官网，平安证券研究所

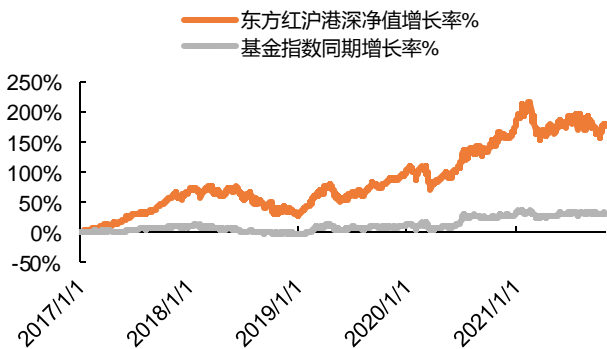
图表20 中信证券财富管理产品体系



资料来源：中信证券官网，平安证券研究所

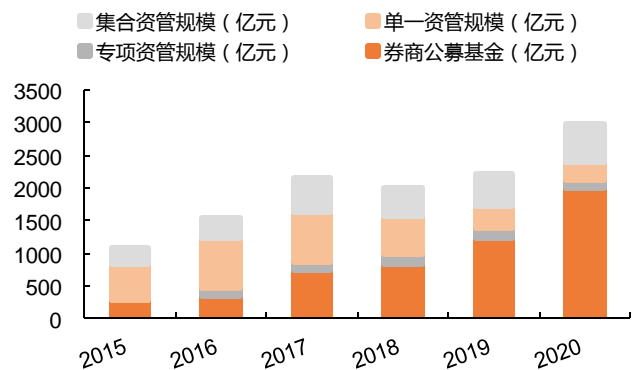
**自有产品：券商拥有较强的投资能力和产品设计能力。1) 投资能力：**券商旗下资管、公募基金均具有较强投资能力。随着资管产品头部化，明星产品和管理人的品牌效应逐步显现，以东方证券旗下资管品牌东方红产品为例，凭借着旗下多款产品长期跑赢基准业绩，不断受到投资者追捧管理规模也不断提升，从2015年的1075亿增长到2020年的2985亿。**2) 产品设计能力：**券商深耕资本市场，对于各类资产、尤其是权益类资产的经营具有经验优势。能够利用自身的专业能力，为目标客户设计出更符合其需求的产品。比如券商可以通过资管计划嵌入衍生品协议，满足诸如对相对确定性收益、高净值客户复杂投融资等财富管理升级需求。以中金公司为例，通过与客户签订挂钩金融资产的浮动收益凭证或收益互换等衍生品并进行对冲，不仅能满足客户对配资或通道等业务的需求，还能管理好自身风险敞口，2017年至20H1中金公司股票类交易性金融资产中90%左右为对冲持仓。

图表21 东方红旗下资管产品长期业绩优异



资料来源：WIND，平安证券研究所

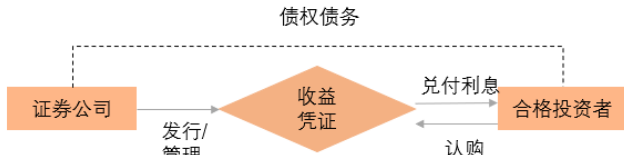
图表22 东方红规模不断提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

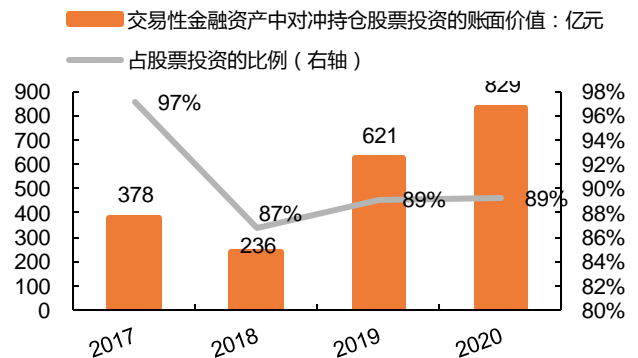


图表23 收益凭证产品结构图



资料来源：平安证券研究所

图表24 中金公司交易性金融资产中股票资产以场外衍生品交易对冲持仓为主

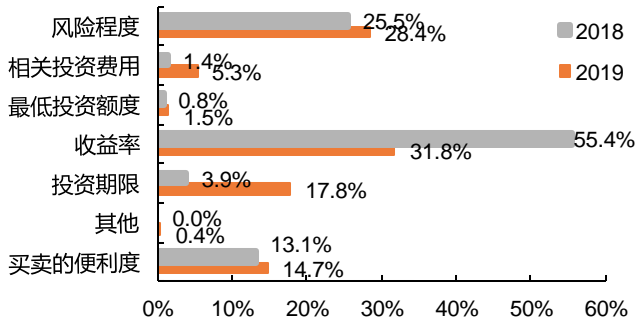


资料来源：中金公司招股书，平安证券研究所

### 2.3 服务：“买方投顾”模式兴起，服务注重专业性和长期性

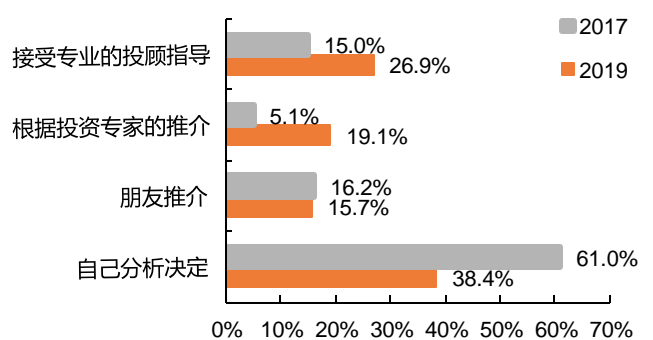
投资者对于财富管理专业化和长期性服务需求提升。**专业化：**随着资管新规打破刚兑，居民财富管理意识逐步提升，开始树立风险和收益理念。根据基金业协会 2019 年的调查统计数据，国内基金投资者在选择投资品种时，更关注风险的比重达到了 28.4%，较 2017 年大幅提升 11.7%，而与之相对的，更关注收益率的占比为 31.8%，较 2017 年大幅下降 18.6%。**长期性：**《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》数据显示，激进投资者中持有时长少于 3 个月的，盈利人数占比仅 39%，平均收益率为负；而持有 10 年以上的投资者，有超过 98% 的投资者盈利，平均收益率超过 100%。即盈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。

图表25 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《全国公募基金投资者状况调查报告》，平安证券研究所

图表26 基金投资者在投资时选择自行投资的比例减少

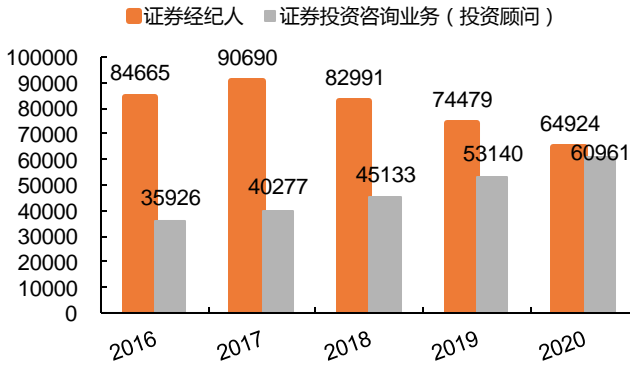


资料来源：基金业协会《全国公募基金投资者状况调查报告》，平安证券研究所

提升服务专业性与长期性，券商财富管理从“卖方销售”到“买方投顾”模式转换。**专业性：**居民财富管理需求升级，对财富管理服务的专业性提出更高的要求。券商各类资产和各种资管产品较为丰富，可以一站式实现客户的大类资产配置需求，并且具有一二级市场联动的权益类资产的综合服务能力。近年来积极建设投顾队伍，投顾数量持续增加。**长期性：**财富管理不是一次性销售的过程，而是长期资产的保值增值。以往，财富管理模式主要是“卖方销售”，即投顾/经纪人主要以完成产品销售为目的，收入与产品销售规模成正比，这就导致投顾并不为客户收益率考虑，而是鼓励客户多次买卖基金，出现“基金赚钱但基民不赚钱”的问题。随着政策的鼓励、基金申购费率的降低，“卖方销售”模式逐步转换为“买方投顾”模式，即投顾/经纪人主要作为客户顾问按客户资产收取顾问服务费，投顾/经纪人收入与客户 AUM 规模成正比。随

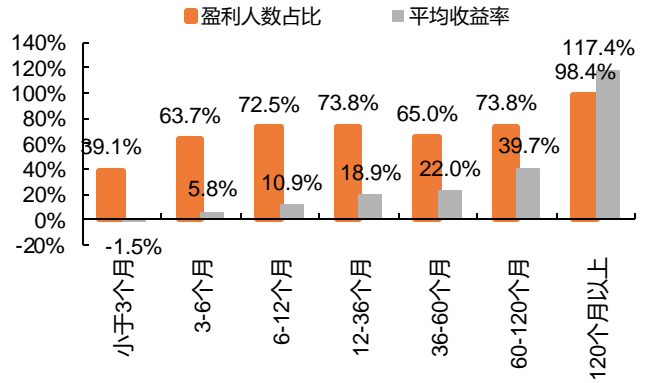
着“买方投顾”模式的兴起，服务的重要性陡然提升，因为只有提升客户长期收益率才能留住住客户的 AUM。随着券商财富管理商业模式从“卖方销售”向“买方投顾”转换，多家券商对投资顾问考核向 AUM 规模倾斜，投顾从以往专注“卖产品”转为提供长期性资产配置服务，帮助客户实现长期的资产保值增值，以长期留住住客户的资产。

图表27 证券经纪人数量下降而投顾数量提升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

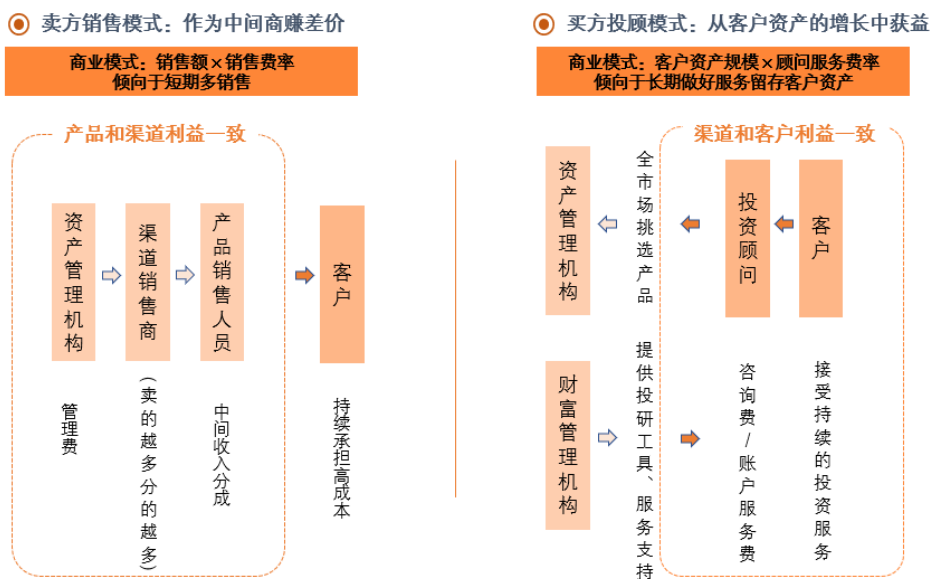
图表28 持仓时长与收益率正相关



资料来源: 基金业协会《全国公募基金投资者状况调查报告》, 平安证券研究所

券商投资顾问规模迅速提升，但优秀投顾仍是稀缺资源。1) 投顾的“量”迅速提升。近年来，证券公司投顾数量不断提升，从 2016 年的 35926 人提升至 2020 年的 60961 人，不断为财富管理积累人才储备。与之对应，证券经纪人数量逐渐下降，从 2016 年的 84665 人降至 2020 年的 64924 人，体现券商逐步从强调销售转为注重服务。2) 投顾的“质”仍是稀缺资源。专业投顾门槛极高，首先需要懂得资产配置，其次需要了解客户的真实需求，并把客户真实需求转换为产品组合，最后还需要长期的陪伴在客户身边，在市场周期波动中仍需保持服务的持续性。因此虽然目前证券行业投顾规模已经超过 6 万人，但真正具备上述能力的投顾还十分稀缺。

图表29 从“卖方销售”到“买方投顾”关键是商业模式的转换



资料来源: 平安证券研究所

基金投顾是券商提升财富管理服务能力的重要机遇。截止 2021 年 11 月底，共有 58 家包括券商/基金公司/银行/第三方基金销售在内的机构获批基金投顾试点资格，其中券商/基金公司/银行/第三方基金销售机构分别有 28/24/3/3 家，券商是获得基金投顾牌照最多的机构。近些年客户在购买基金时愿意接受专业指导的比例明显提升，根据基金业协会 2019 年的调查统计数据显示，国内基金投资者在选择投资品种时，接受专业投顾指导的比例达到了 28.4%，相比 2017 年提升了 11.9pcts。

基金投顾仍处于发展初期，仍需加强“顾”的重视程度。目前我国基金投顾业务是由获得试点资格的机构设计数个公募基金产品组合的投资策略，根据客户投资和风险偏好进行匹配推荐，在接受客户委托后，根据客户授权范围，按照协议约定为客户进行投资基金具体品种、数量和买卖时机的选择，并代替客户进行基金的申购、赎回、转换等交易，与海外全资产品类的投顾还有较大差距。当前我国基金投顾业务还是专注在“投”方面，但对“顾”重视不够。近期监管机构对“大 V 跟投”模式进行了规范，一方面说明持牌经营的重要性，另一方面也能看出投资者对基金“顾问”这种服务的需求很大。证券公司应该加强“顾”的重视程度，持续提升对投资者教育、陪伴、持续性的服务。

图表30 获得基金投顾业务试点资格机构的名单

排名	机构数	机构类型	机构简称
2019.10.25	5	公募基金及其子公司	易方达基金、南方基金、嘉实财富、华夏财富、中欧财富
2019.12.13	3	第三方基金销售机构	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
	3	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2020.02.29	7	券商	国泰君安、华泰证券、申万宏源、中信建投、银河证券、中金公司、国联证券
	11	公募基金及其子公司	博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、招商基金、工银瑞信基金、交银施罗德基金、华安基金、富国基金、鹏华基金
2021.06.25	7	券商	兴业证券、招商证券、中信证券、国信证券、东方证券、安信证券、浙商证券
	6	公募基金及其子公司	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
2021.07.02	11	券商	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券、财通证券
	2	公募基金及其子公司	国泰基金、国海富兰克林基金
2021.07.09	2	券商	华西证券、华宝证券
	1	券商	渤海证券

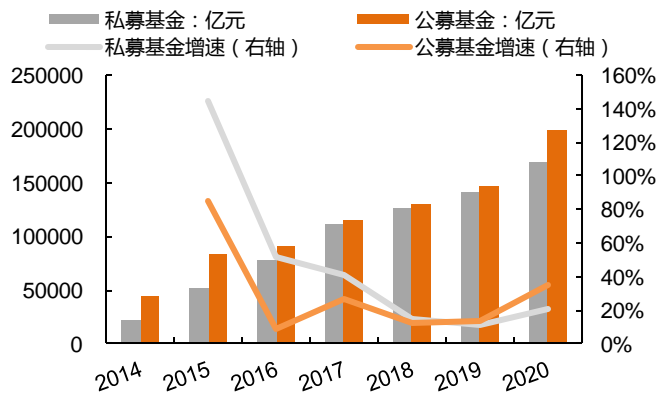
资料来源：资本市场标准网，公司公告，证监会，平安证券研究所

## 三、 权益时代来临，券商财富管理大有可为

### 3.1 财富管理供需全面升级，权益类资产需求旺盛

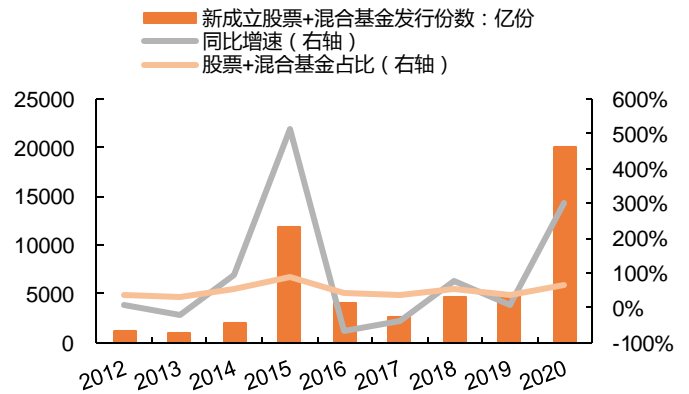
居民资产配置结构转型，权益类资产需求旺盛。随着我国居民财富的积累、“住房不炒”等房地产政策出台，居民理财需求近年来发展迅速，公募基金特别是权益型公募基金产品获得渠道力捧。2018 至 2020 年，新发权益（股票+混合）公募基金从 4648 亿份提升至 20061 亿份，复合增长达 108%。对比美国，其权益类资产在居民总资产中占比约为 30%，而根据央行调查统计司的研究显示，我国这一比例仅 10%左右，我国居民的金融资产配置中存款类金融资产占比仍然超过 6 成（vs.美国 16%），财富配置中权益类资产比重仍有较大抬升空间。

图表31 公募+私募基金发展迅速



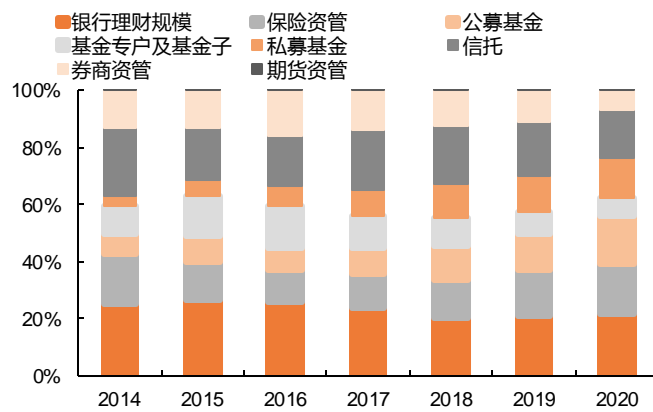
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表32 近年新成立股票+混合公募基金高速增长



资料来源: WIND, 平安证券研究所

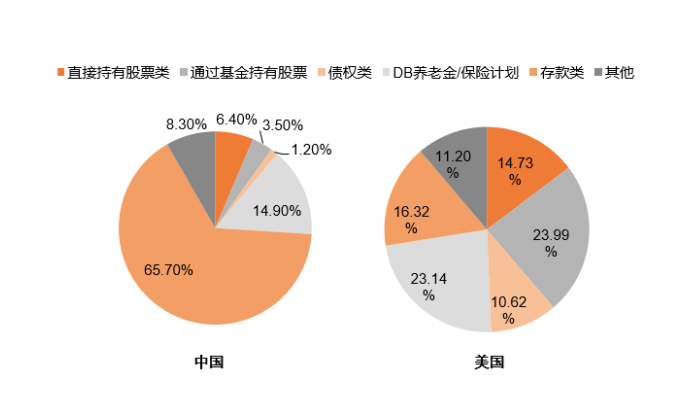
图表33 国内各类资管产品份额变化



资料来源: 基金业协会, 保险资管协会, 银行业协会, WIND, 平安证券研究所

注: 银行理财2018年后口径变为非保本理财

图表34 中美金融资产配置比较-2019年



资料来源: 央行, 美联储, 平安证券研究所

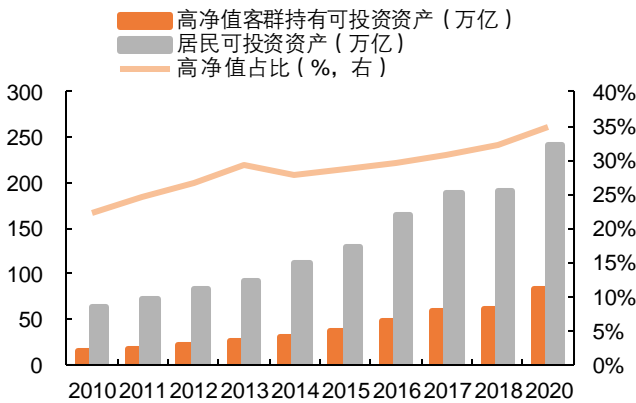
### 3.2 充分发挥产品端和服务端具有比较优势, 券商大有可为

#### 1) 以客户为中心, 发挥券商在产品端和服务端的比较优势。

过去财富管理的发展可谓渠道为王, 但未来产品和服务的重要性逐步提升。在财富管理发展初期, 渠道端是决定性因素, 但过度以销售为导向就容易出现“基金赚钱而基民不赚钱”的现象。随着投资者教育的普及, 居民对财富管理专业度需求增强, 更愿意配置符合自己需求的产品, 未来产品端和服务端重要性增加。

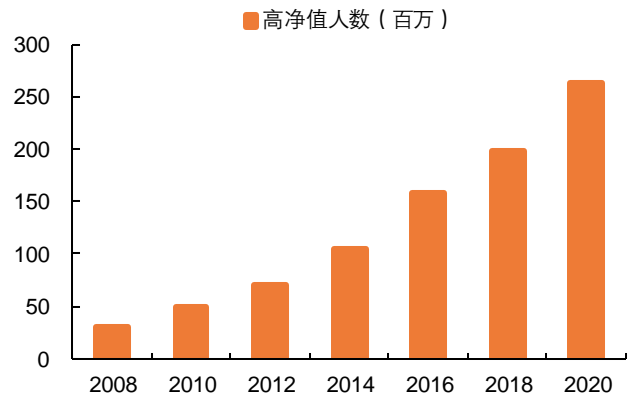
**发挥券商在产品端和服务端比较优势, 更好满足客户需求。**券商服务的客群较广泛, 不论是新增的“买基”客户还是存量的“炒股”客户, 都需要理财产品与客户真实需求相匹配, 提供个性化服务。特别是对于富裕客群和高净值客群, 互联网公司提供的标准化公募基金理财服务难以满足这类客户需求。券商一方面可以发挥自身在产品端的优势, 发挥自有主动投资能力设计产品、更具专业性的筛选代销产品, 匹配客户真实理财需求; 另一方面发挥在服务方面比较优势, 从长期出发, 为客户提供更专业的、全生命周期的服务, 实现共赢。

图表35 高净值客群可投资资产占比不断提升，增速快于行业整体



资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所  
注：高净值人群定义为可投资资产超过1000万元以上

图表36 高净值客群人数快速增长

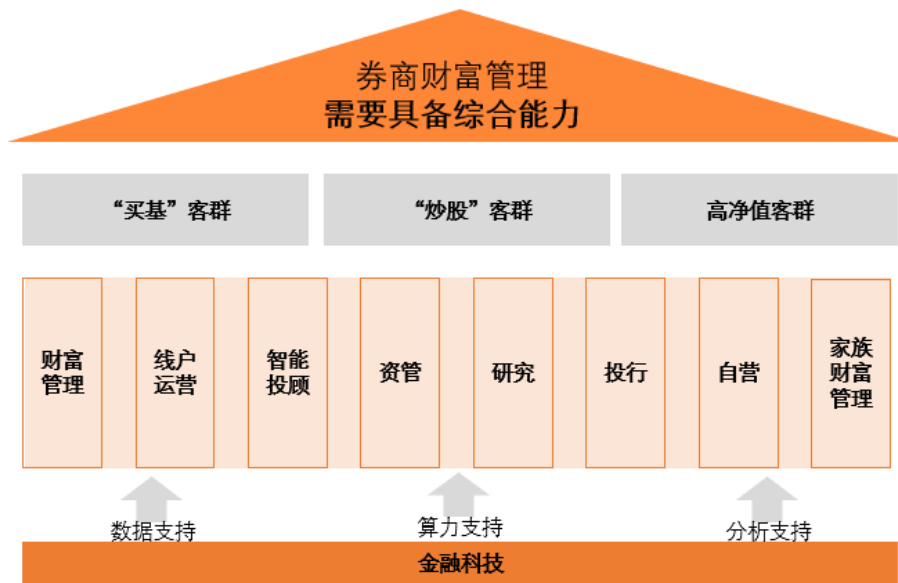


资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所  
注：高净值人群定义为可投资资产超过1000万元以上

2) 财富管理的发展需要券商具备综合能力

加强各业务联动，提升在财富管理业务方面的综合能力。财富管理业务作为券商 To C 门户业务，可以联动券商其他所有业务条线，前台汇聚各业务 C 端及 B2C 端客群，实现交叉销售和分层综合客户运营，包括新增“买基”客户、存量“炒股”客户以及投行等业务带来的高净值客户等。中台需要各个业务部门提供能力支持，比如资管条线可以通过主动投资能力和产品设计能力，打造投资品牌，满足特定客群的理财需求，从产品端的市场影响力与渠道宣传呼应，共同建设财富管理统一的品牌影响力。后台，财富管理底层 IT 技术还需要金融科技能力支持，无论是线上千人千面用户的运营还是对投顾的科技赋能都对提升财富管理综合能力有重要推动作用。最后，还需前、中、后台实现协同，打造综合能力，最终实现综合财富管理能力建设。

图表37 财富管理转型考验券商的综合能力



资料来源：平安证券研究所



### 3) 科技赋能，布局未来

**加大科技投入，构建金融科技底层能力，提升竞争力。**金融科技是底层能力，对券商财富管理业务的提升体现在方方面面。比如通过大数据能更精准识别用户画像，实现更有效用户运营。金融科技还能对传统业务进行赋能，比如将理财知识标准化赋能投顾，将智能分析能力赋能投顾人员等。近年来，券商在金融科技信息技术的投入已经大幅提升，一些效果正在显现。以华泰证券为例，在券商中率先开始科技布局，并确定科技赋能下的财富管理和机构服务双轮驱动战略，2020年信息技术投入19.5亿元，位居行业第一，占营业收入比例9.2%。华泰旗下“涨乐财富通”APP月活跃用户遥遥领先其他传统券商交易APP。展望未来，金融科技还将在用户拉新与运营、智能投顾、券商交易系统效率优化等多方面实现更广泛的运用，进而更有效的匹配资产端和资金端，实现为“千人”的客户匹配“千面”的资产和服务。

图表38 2020年各证券公司均加大信息技术投入规模

券商名称	信息技术投入（亿元）	同比增速	营收占比
华泰证券	19.5	61.9%	9.2%
国泰君安	14.0	12.8%	5.8%
中信证券	13.7	20.7%	4.0%
招商证券	10.3	39.2%	5.4%
海通证券	9.6	12.5%	5.3%
中金公司	9.5	22.5%	6.1%
广发证券	9.4	13.1%	5.2%
中信建投	8.2	28.9%	4.1%
国信证券	8.1	8.0%	5.0%

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

图表39 华泰证券将金融科技应用于各个业务领域



资料来源：华泰证券年报，平安证券研究所

## 四、投资建议：关注三条主线，把握财富管理历史性机遇

财富管理时代已经来临，权益资产需求的快速增加为券商带来历史性发展机遇，提供充分发挥产品和服务端比较优势的土壤，建议关注三类公司：**1) 头部券商**，拥有更强的综合业务能力以及高净值客户储备，建议关注中信证券、中金公司等；**2) 互联网券商**，线上流量基础较好，在标准化产品第三方代销卡位具有明显优势，建议关注东方财富；**3) 财富管理特色券商**：投资能力较强、拥有更强产品能力的公司，建议关注东方证券、广发证券、兴业证券等。

## 五、风险提示

- 1) 疫情超预期蔓延及宏观经济下行风险。证券行业受宏观经济影响较大，若宏观经济增速放缓，可能会影响市场情绪和风险偏好。
- 2) 股票交易市场和基金销售市场降温风险。财富管理业务的各个环节与市场活跃度高度相关，如果股票交易市场和基金销售市场趋冷，则会严重影响证券公司财富管理业务收入。
- 3) 金融监管趋严。券商作为金融系统中重要参与机构，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，可能会对证券公司经营带来挑战。

## 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，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
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