

转型效果明显，积极进军公募

——大资管行业系列专题报告四

行业评级：看好

2023年1月5日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

研究助理 洪希柠
邮箱 hongxining@stocke.com.cn
研究助理 胡强
邮箱 huqiang@stocke.com.cn

1、背景介绍

- 我国券商资管行业经历了萌芽、探索、发展、转型四个阶段，资管新规后整体规模大幅萎缩，但经历了几年的转型整改后，券商资管规模已经有企稳趋势，且通道业务压缩效果显著、资管结构明显优化。

2、行业概况

- 负债端：**券商资管资金来源以外部资金为主，自有资金占比较低，根据部分头部券商披露的数据，自有资金占比仅约1%。外部资金中，机构客户的资金占比高于个人客户，机构客户资金占比约90%，个人客户资金占比约10%。其中，集合资管计划的个人投资者资金占比要远高于定向资管计划。
- 产品端：**券商资管产品新发规模受发展阶段及政策影响，政策积极的周期规模增速高。券商资管产品以债券型为主，但结构会随着市场表现而变化，权益市场景气度高、投资者风险偏好上行时股票型产品占比会提高；市场赚钱效应较差、投资者风险偏好下行时债券型产品占比提高。
- 投资端：**主动管理产品的资金投向以债券、股票、基金、现金等标准化资产为主，债券类资产占比最高（约60%-70%）。通道类业务的资金主要投向是非标资产，信托贷款、委托贷款、资产收益权、票据等资产占比较高。

3、变化趋势

- 收入稳步增长：**受资管规模下降影响，2018年证券行业受托管理资产收入下滑11%，2019年后资管规模继续下降但资管收入开始稳步增长，判断系结构优化导致平均资管费率提升所致，测算可得券商资管平均费率从2017年的0.18%增长至2021年的0.38%。受托管理资产收入方面，我们测算2026年行业资管收入将达到490亿元，复合增速为9%。
- 头部集中度高：**在30家于2016-2021年间都披露了受托资产规模的公司中，CR5从50%提升至57%；在25家于2016-2021年间都披露了受托管理资产收入的公司中，CR5从56%提升至67%。
- 转型效果明显：**资管新规倒逼券商压缩通道业务、转型主动管理。21Q4末中信证券、中金公司主动管理规模分别为10,463和8,575亿元，排名第1/2，较2019年增长132%/656%；中金公司、广发证券主动管理规模占比分别为99%/95%，排名第1/2。
- 积极进军公募：**“一参一控一牌”正式落地，即同一主体在参股一家基金、控股一家基金的基础上，允许同一集团下证券资管子公司等专业资管机构申请公募牌照，利好券商加速进军公募领域，吸引更多个人投资者，为券商带来业绩增量。

4、投资建议

- 券商资管部门可与经纪、研究、投行等部门产生协同联动，资管业务领先、部门之间协同能力较强的大平台更具备优势。综合资管业务优势和协同能力来看，我们推荐中信证券、东方证券、华泰证券。

风险提示

- 1、宏观经济大幅下行
- 2、资本市场景气度大幅下滑
- 3、行业监管力度加强

目录

CONTENTS

01 背景介绍

02 行业概况

03 变化趋势

04 投资建议

01

背景介绍

我国券商资管经历了萌芽期、探索期、发展期、转型期四个阶段。

- **萌芽期（2000年前）**：1995年中国人民银行开始批准证券公司从事资产管理业务，我国证券资产管理业务开始萌芽。
- **探索期（2000-2011年）**：2003年底证监会公布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》，确立了定向资管、集合资管、专项资管三种业务模式。2008年7月鼓励发展实施《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》和《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》，为业务创新扫清障碍，各项制度不断完善。



数据来源：Wind，央行，银保监会，证监会，基金业协会，浙商证券研究所。

我国券商资管经历了萌芽期、探索期、发展期、转型期四个阶段。

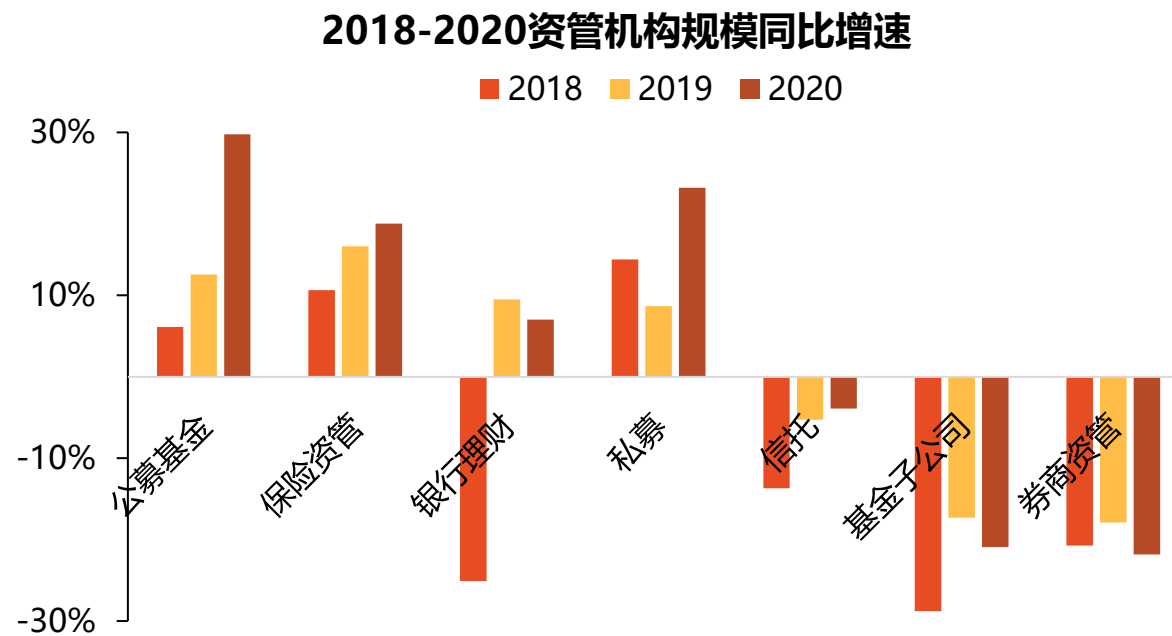
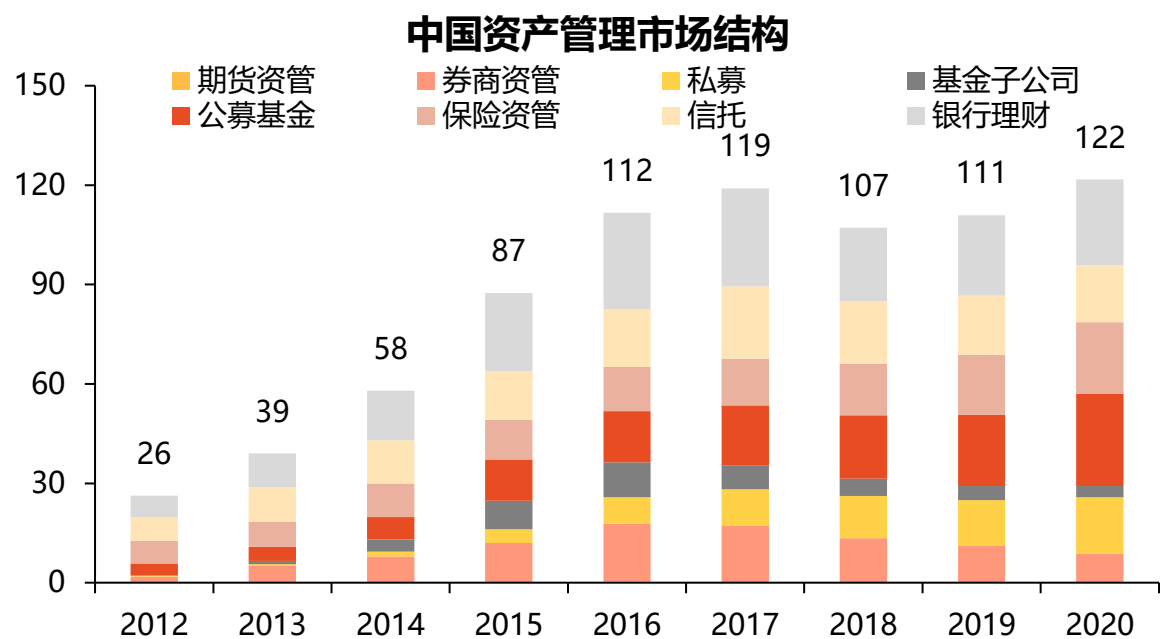
- **发展期（2012-2016年）**：2012年后，《证券公司定向资产管理业务实施细则》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》等多项文件相继发布，拓宽了券商资管的投资范围，通道业务兴起，券商资管进入快速发展阶段。
- **转型期（2017年至今）**：2017年证监会例会上，发言人张晓军首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。2018年4月，央行、银保监会、证监会、国家外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”），标志着我国资管行业迈向转型发展的新阶段，资管业务回归本源，新规颁布后资管行业去通道和去嵌套效果显著。

颁布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2003年12月18日	中国证券监督管理委员会	《证券公司客户资产管理业务试行办法》	是对证券公司客户资产管理业务的首个制度性规范。首次明确规定证券公司可以从事集合、定向和专项三类资产管理业务。
2004年10月21日	中国证券监督管理委员会	《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》	提出了开展集合资产管理业务的试点原则以及备案或批准程序，明确了开展集合资产管理业务的基本规范，指出集合资管业务应建立独立的账户、核算、报告、审计和档案管理制度。
2008年5月31日	中国证券监督管理委员会	《证券公司集合资产管理业务实施细则（试行）》	券商集合资产管理业务投资范围从基础金融资产扩展到衍生金融资产。证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，应当设立集合资产管理计划并担任计划管理人，与客户签订集合资产管理合同，通过专门账户为客户提供资产管理服务
2008年5月31日	中国证券监督管理委员会	《证券公司定向资产管理业务实施细则（试行）》	证券公司办理定向资产管理业务，应当与客户签订定向资产管理合同，接受单一客户委托，通过该客户的账户，为客户提供资产管理服务。
2012年10月18日	中国证券监督管理委员会	《证券公司集合资产管理业务实施细则》	券商资产管理产品由原来的行政审批改为事后向证券业协会备案管理；允许集合计划进行分级设计和转让等。
2012年10月18日	中国证券监督管理委员会	《证券公司客户资产管理业务管理办法》	证券公司办理定向资产管理业务，应当与客户签订定向资产管理合同，接受单一客户委托，通过该客户的账户，为客户提供资产管理服务。
2012年10月18日	中国证券监督管理委员会	《证券公司定向资产管理业务实施细则》	给出证券公司集合资产管理合同范本、集合计划说明书范本以及证券公司资产管理合同、集合计划说明书、风险揭示书必备条款。
2012年10月19日	中国证券业协会	《证券公司客户资产管理业务规范》	明确证券公司可以开展公开募集证券投资基金管理业务。
2013年2月18日	中国证券监督管理委员会	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	将集合资产管理计划定位为公募基金产品。
2013年6月26日	中国证券监督管理委员会	《关于修改〈证券公司集合资产管理业务实施细则〉的决定》	提高为券商集合资管提供投资策略、研究咨询和投资建议的第三方机构的资质要求，并要求券商加强对第三方机构的尽职调查和风控监测。对分级集合资管的杠杆率提出要求，权益类产品初始杠杆倍数应不超过5倍；其他产品初始杠杆倍数应不超过10倍。
2014年2月12日	中国证券业协会	《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》	明确规定基金子公司以及券商开展资产证券化业务必须以专项资产管理计划为载体，并把资产证券化由审批制改为备案制，较大程度减少了项目发行的时间。
2014年11月19日	中国证券监督管理委员会	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	加强对证券期货经营机构私募资产管理业务的自律管理，提出分级资产管理计划的杠杆倍数不得超过10倍。
2015年3月5日	中国证券投资基金业协会	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(2015年3月版)》	重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等问题的规范。
2016年7月14日	中国证券监督管理委员会	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。明确资产管理业务不得承诺保本保收益。严格非标准化债权类资产投资要求。
2018年4月27日	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，作为《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》配套实施细则统一法律关系，明确基本原则。依法明确各类私募资管产品均依据信托法律关系设立。系统界定业务形式、产品类型，以及标准化、非标准化资产。
2018年10月22日	中国证券监督管理委员会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	对大集合产品进一步对标公募基金、实现规范发展的标准与程序进行细化明确。
2018年10月22日	中国证券监督管理委员会	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	明确私募资管业务的具体备案要求，对证券公司、基金管理公司、期货公司等机构及其子公司的私募资管业务进行规定，加强对“类资金池产品”、多层嵌套产品的限制。
2018年11月28日	中国证券监督管理委员会	《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》	在继续坚持基金管理公司“一参一控”政策前提下，将放宽公募持牌数量限制。
2019年6月3日	中国证券投资基金业协会	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》	
2022年5月20日	中国证券监督管理委员会	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	

数据来源：Wind，央行，银保监会，证监会，基金业协会，浙商证券研究所。

券商资管规模在资管市场中占比较小，受资管新规影响，规模降幅大于其他资管市场主体。

- **从规模来看：**管理规模靠前的是公募基金（含基金子公司）、银行（含银行理财子）、保险资管，2020年前三者提供了市场上64%的资管产品，券商资管占整体资管市场规模的比重仅为7%。
- **从增速来看：**增速较快的是公募基金、保险资管、私募基金，三年复合增长率均在15%以上；银行理财、信托、基金子公司、券商资管受资管新规影响较大，规模负增长，其中券商资管通道业务持续萎缩，连续三年压降幅度较大。

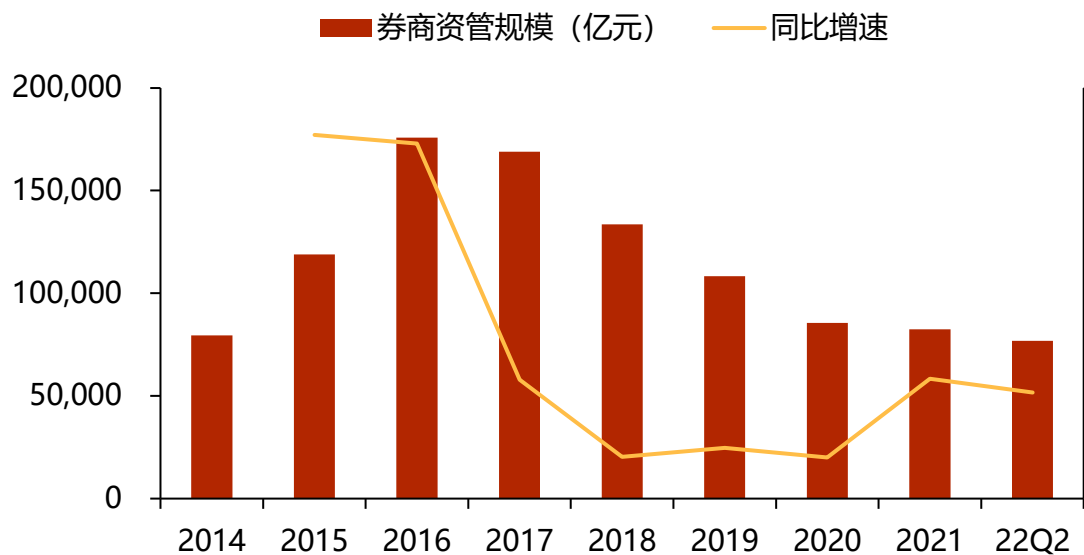


数据来源：《中国资产管理市场2020》中国光大银行与波士顿咨询公司联合研究，浙商证券研究所。单位：万亿元。从2018年起，银行理财规模不再包含保本理财；从2019年起，银行理财规模中包含理财子公司存续规模；公募基金包含基金和专户业务。

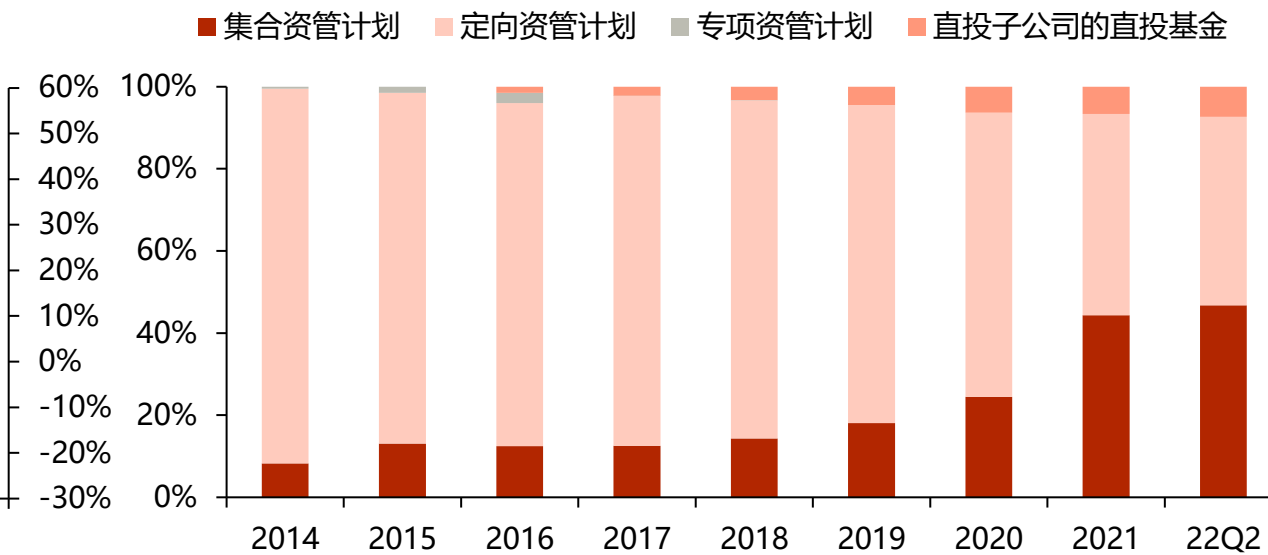
随着资管新规过渡期平稳收官，券商资管规模开始企稳，结构明显优化。

- **从规模来看：**2014年我国多家券商资管公司成立，新发产品数量大幅上升，股票市场也进入牛市，因此2014-2016年券商资管规模快速增长。我国券商资管产品数量从2014年末的12,485只增长至2016年的高点24,782只后开始下滑，2021年企稳至17,872只；券商资管净值从2014年的79,463亿增长至2016年的175,782亿元，2017年起规模持续下滑，2021年末券商资管净值为82,352亿元，资管新规过渡期平稳收官。
- **从结构来看：**券商资管结构持续优化，集合资管计划规模占比从2014年的8%提升至22Q2的47%，其中资管新规后提高了32pct；定向资管计划规模占比从2014年的91%大幅压降至22Q2的46%，通道业务压缩效果明显。

我国券商资管规模及增速



我国券商资管结构持续优化

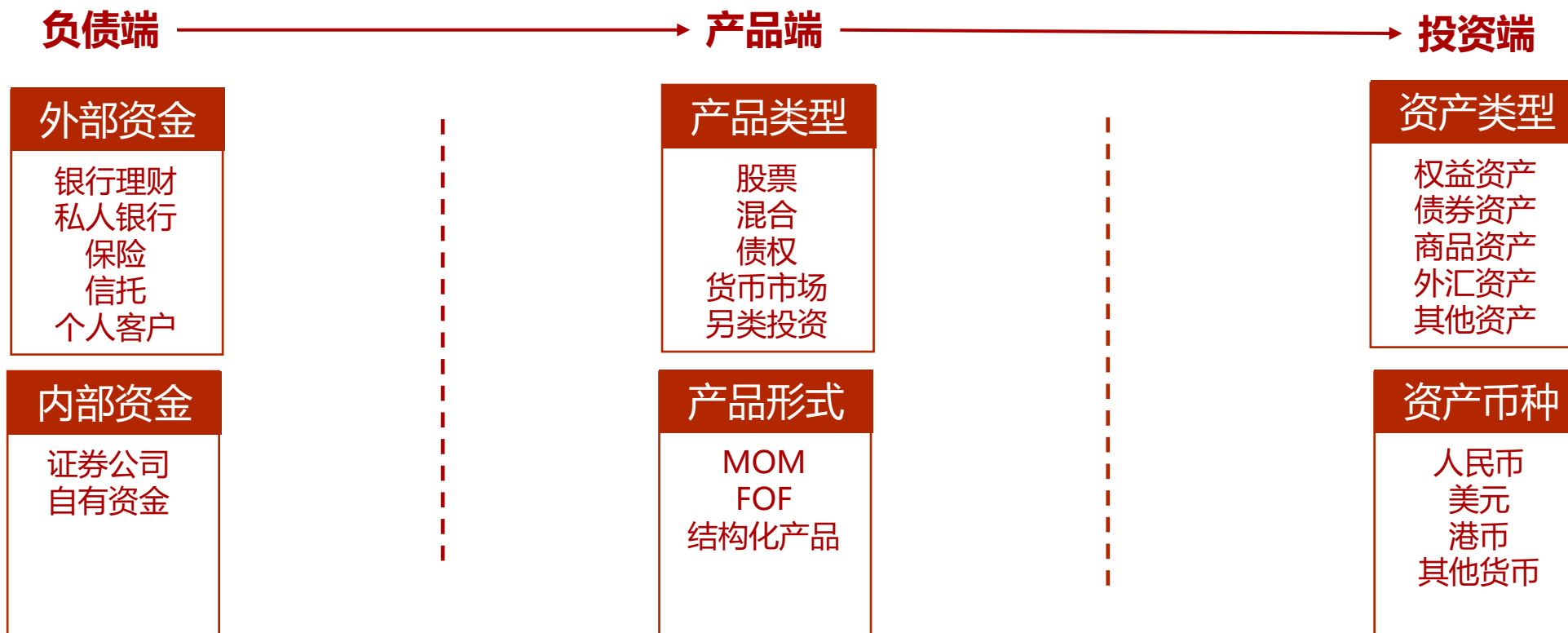


数据来源：Wind，浙商证券研究所。

02

行业概况

券商资管业务链条主要包括负债端、产品端、投资端：负债端的资金主要来源于机构客户资金、个人客户资金、自有资金等，产品端发行的产品类型主要包括股票型、混合型、债券型、货币市场型、另类投资型等等，投资端资金的去向主要包括现金类、股票、债券、ABS、黄金、另类、不动产等资产。



数据来源：Wind，年报，中国资产管理行业发展报告，浙商证券研究所。

投资者结构以外部资金为主，自有资金占比较小。外部资金中，以机构客户资金为主。

- **外部资金为主，自有资金为辅：**从证券资管的资金来源来看，以外部资金为主，自有资金仅占据一小部分。根据部分头部券商年报披露的数据可以看出，券商资管受托资金中自有资金投入占比约1%，其余均为机构客户和个人客户投入的外部资金。

广发证券		2017	2018	2019	2020	2021	22H1
集合	自有资金投入占比	1%	1%	1%	1%	0%	0%
	个人客户资金占比	54%	64%	57%	44%	12%	12%
	机构客户资金占比	45%	35%	41%	54%	88%	88%
定向	自有资金投入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	个人客户资金占比	3%	3%	4%	6%	8%	8%
	机构客户资金占比	97%	97%	96%	94%	92%	92%
专项	自有资金投入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	个人客户资金占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	机构客户资金占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
招商证券		2017	2018	2019	2020	2021	22H1
集合	自有资金投入占比	2%	1%	1%	1%	1%	1%
	个人客户资金占比	59%	22%	33%	34%	21%	21%
	机构客户资金占比	39%	78%	67%	65%	79%	79%
定向	自有资金投入占比	0%	0%	0%	0%	2%	2%
	个人客户资金占比	0%	0%	0%	1%	1%	1%
	机构客户资金占比	100%	100%	100%	99%	97%	97%
专项	自有资金投入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	个人客户资金占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	机构客户资金占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%

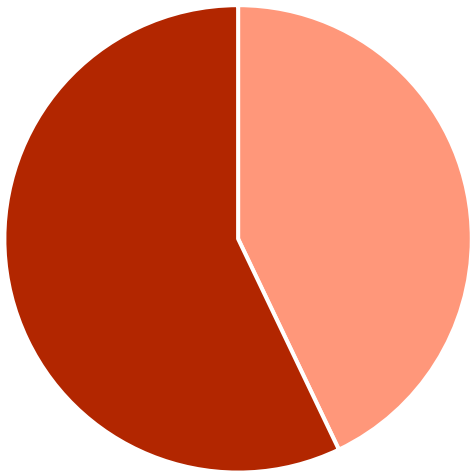
数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

投资者结构以外部资金为主，自有资金占比较小。外部资金中，以机构客户资金为主。

- **机构客户为主，个人客户为辅**：头部券商披露的资管数据中，机构投资者的资金占比高于个人投资者的资金占比。其中，集合资管计划的个人投资者资金占比要高于定向资管计划，但占比也呈下降趋势。基金业协会披露的数据中，行业投资者结构与部分头部券商资管计划的投资者结构具有一致的特征，集合资管产品中个人客户资金占比接近一半，但定向资管产品中几乎全部是机构客户资金。

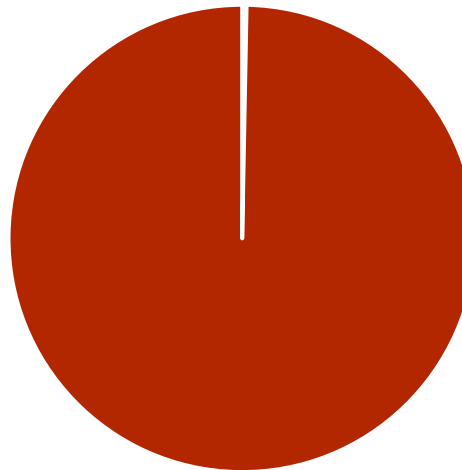
2016年集合资管产品投资者结构

■ 个人客户资金占比 ■ 机构客户资金占比



2016年定向资管产品投资者结构

■ 个人客户资金占比 ■ 机构客户资金占比



数据来源：Wind，基金业协会，浙商证券研究所。

券商资管产品可按集合资管计划、定向资管计划、专项资管计划划分，三者有不同的投资门槛和限制。

- 券商资管产品按业务形式可分为集合资管计划、定向资管计划、专项资管计划三大类，三者有不同的投资门槛和投资限制，一般集合资管产品以主动管理业务为主，定向资管产品以通道类业务为主。

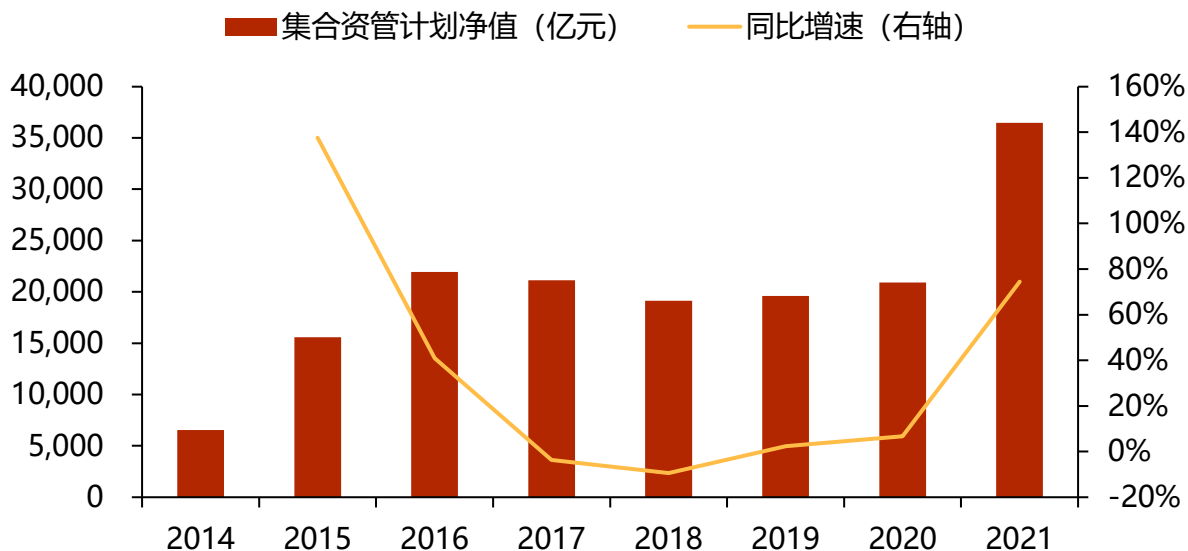
类别	集合资产管理计划	定向资产管理计划	专项资产管理计划
委托人	多个客户	单一客户	单一或者多个客户，只能是机构投资者
投资门槛	<p>《集合资产》第五条集合计划应当符合下列条件：</p> <p>(一) 募集资金规模在50亿元人民币以下；</p> <p>(二) 单个客户参与金额不低于100万元人民币；</p> <p>(三) 客户人数在200人以下。</p> <p>《客户资产》集合：资产管理计划应当面向合格投资者推广，合格投资者累计不得超过200人。合格投资者是指具备相应风险识别能力和承担所投资集合资产管理计划风险能力且符合下列条件之一的单位和个人：</p> <p>(一) 个人或者家庭金融资产合计不低于100万元人民币；</p> <p>(二) 公司、企业等机构净资产不低于1000万元人民币。</p>	<p>《客户资产》：第二十一条证券公司办理定向资产管理业务接受单个客户的资产净值不得低于人民币100万元。</p>	<p>《证券公司及基金管理公司资产证券化业务管理规定》第二十九条：资产支持证券应当面向合格投资者发行，发行对象不得超过二百人，单笔认购不少于100万元人民币发行面值或等值份额。合格投资者应当符合《私募投资基金监督管理暂行办法》规定的条件，依法设立并受国务院金融监督管理机构监管，并由相关金融机构实施主动管理的投资计划不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。</p>
委托资产类型	《证券公司客户资管》第22条：货币资金	《证券公司定向》十四条：是客户合法持有的现金、股票、债券、证券投资基金份额、集合资产管理计划份额、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品或者中国证监会允许的其他金融资产。	
投资范围	《证券公司集合》第十四条：集合计划募集的资金可以投资中国境内依法发行的股票、债券、股指期货、商品期货等证券期货交易所交易的投资品种；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品；以及中国证监会认可的其他投资品种。	《证券公司定向》第二十五条定向资产管理业务的投资范围由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定，并且应当与客户的风险认知与承受能力，以及证券公司的投资经验、管理能力和风险控制水平相匹配。定向资产管理业务可以参与融资融券交易，也可以将其持有的证券作为融券标的证券出借给证券公司。	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第九条(二)未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；(三)中国证监会认可的其他资产。

数据来源：Wind，证监会，浙商证券研究所。

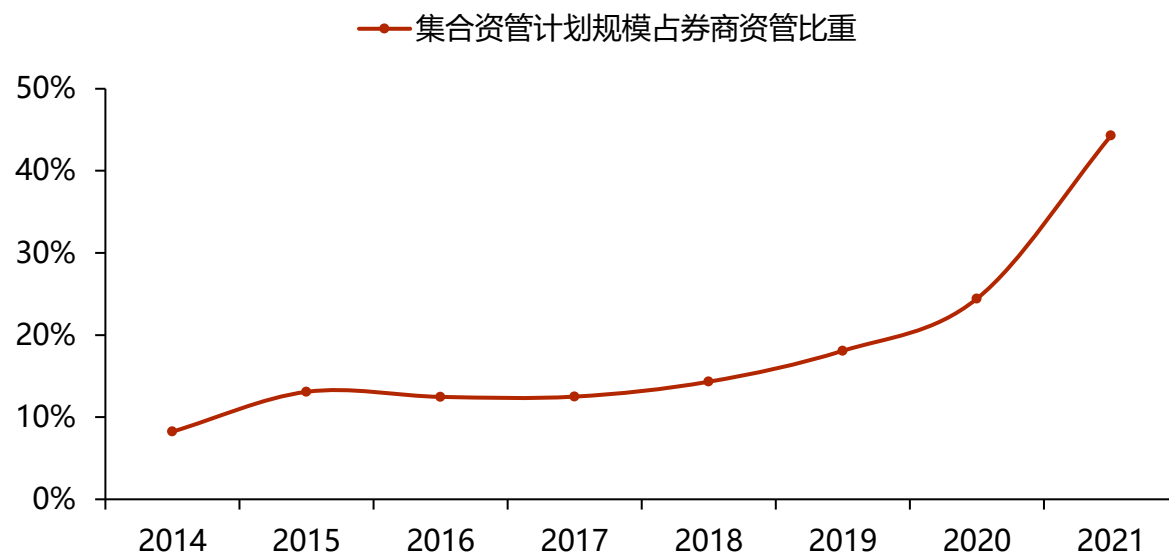
集合资管计划规模受新规影响较小，占券商资管规模比重大幅提高。

- 集合资管计划是为多个客户办理集合资产管理业务，将客户资产交由取得基金托管业务资格的资产托管机构托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。2013年证券投资基金法规定投资者超过200人的集合资管计划被定性为公募基金，2018年资管新规要求对大集合资管产品进行公募化改造，截至2022年12月31日，券商资管公募化改造产品的数量已有370只。
- 资管新规后集合资管净值小幅下滑，自2019年开始企稳回升，2021年资本市场赚钱效应强、投资者情绪高涨且资管新规进入收官阶段，2021年末集合资管计划共6,185只，同比增长14%；以主动管理为代表的集合资管计划净值达36,480亿元，同比增长75%；集合资管规模占券商资管的比重大幅提高20pct至44%。

集合资管计划净值自2019年企稳回升



集合资管计划规模占券商资管规模比重提高

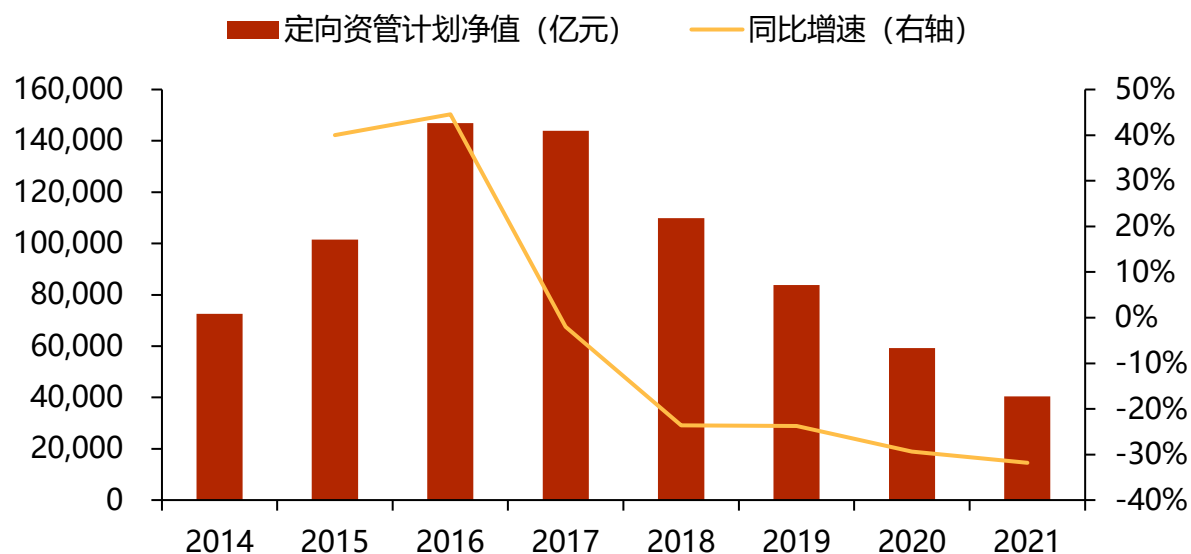


数据来源：Wind，基金业协会，浙商证券研究所。

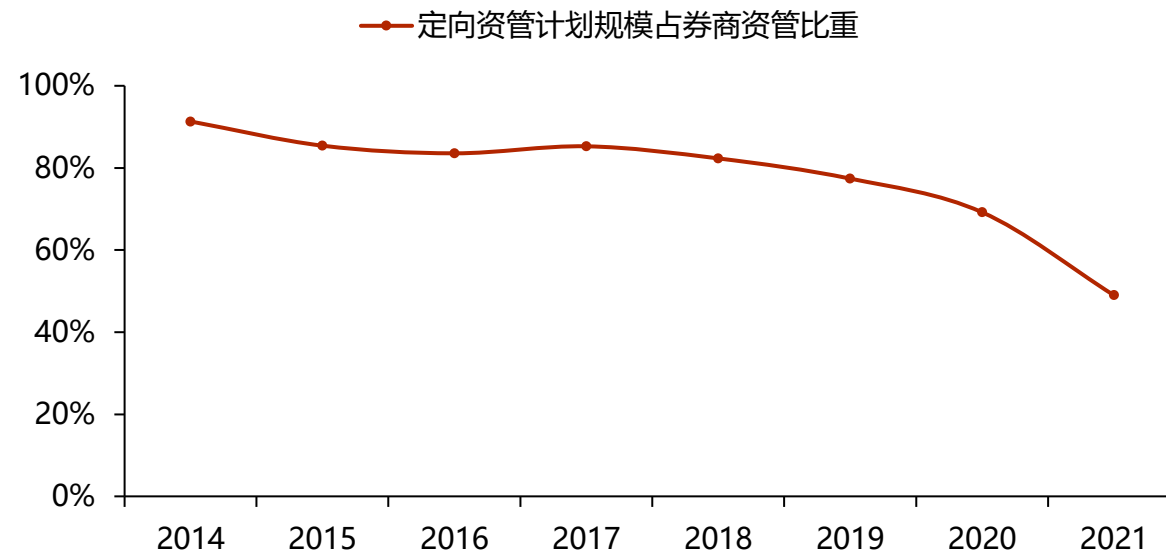
定向资管计划是券商资管规模最主要的来源，但新规后规模压缩明显，占券商资管规模比重显著下滑。

- 定向资管计划针对多个或单个客户的特殊要求和基础资产的具体情况，设定特定投资目标，通过专门账户为客户提供资产管理服务。主要是企业资产证券化业务，是进行其他业务类型的一个通道和平台。
- 定向资管计划是券商资管规模最主要的来源，2014年规模占比为91%。资管新规后，依赖通道业务的定向资管计划净值持续大幅萎缩，2021年末定向资管计划10,633只，较2017年下滑42%；定向资管规模40,373亿元，较2017年减少72%；定向资管规模占比下降至49%，资管新规对于去通道的监管有显著成效。

定向资管计划净值大幅萎缩



定向资管计划规模占券商资管规模比重显著下滑

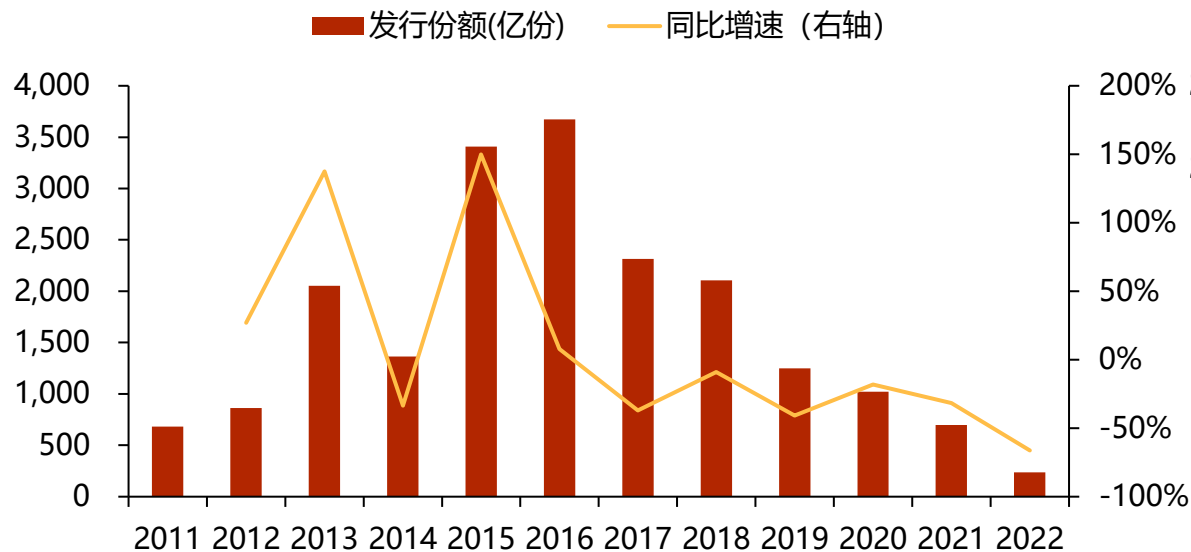


数据来源：Wind，基金业协会，浙商证券研究所。

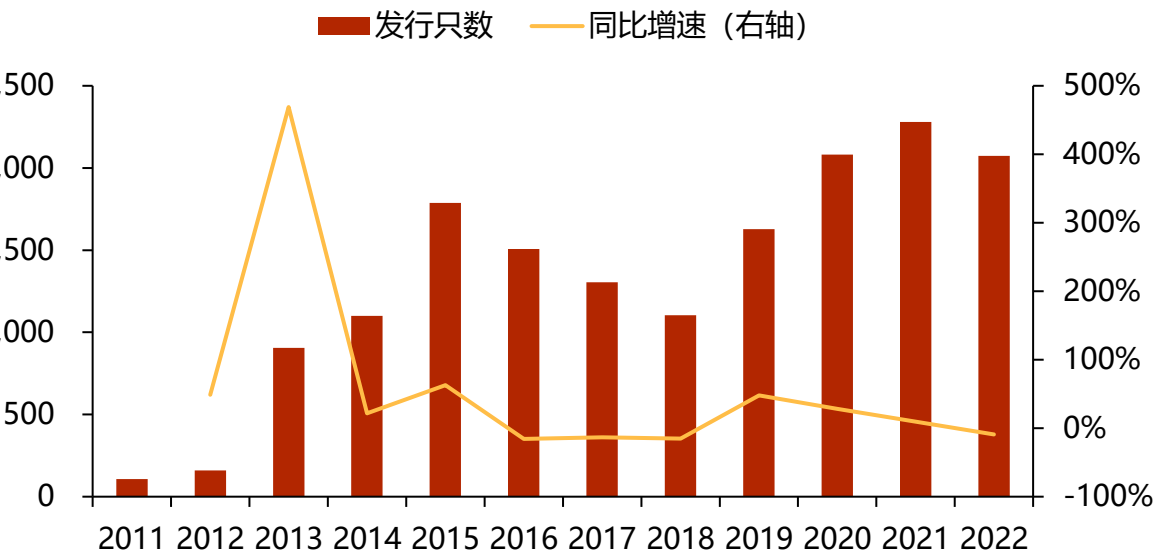
券商资管产品新发规模受发展阶段及政策影响，政策积极的周期规模增速高。新发产品结构受到市场投资表现影响，权益市场景气度高、投资者风险偏好上行时股票型产品占比提高；权益市场低迷、投资者风险偏好下行时债券型产品占比提高。

- **发行规模受发展阶段及政策影响：**2012年创新大会后颁布了一系列鼓励政策，券商资管迎来飞速发展，2012-2016年产品发行只数及份额复合增速分别为75%和44%。在资管新规及配套政策影响下，券商集合资管产品发行份额自2017年起持续回落，2022年市场环境波动、赚钱效应较差，投资者风险偏好下降，券商资管产品发行也受到影响，发行只数为2,073只，同比下降9%；份额为235亿，同比下滑66%。

券商资管产品发行份额及增速



券商资管产品发行只数及增速

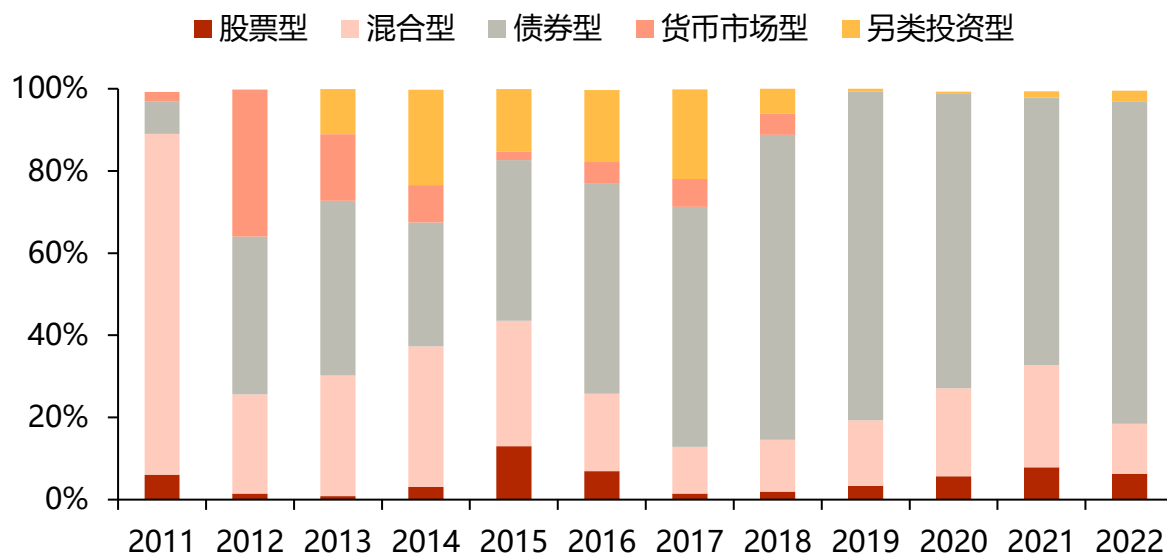


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：根据wind收录的券商资管产品数据汇总统计。

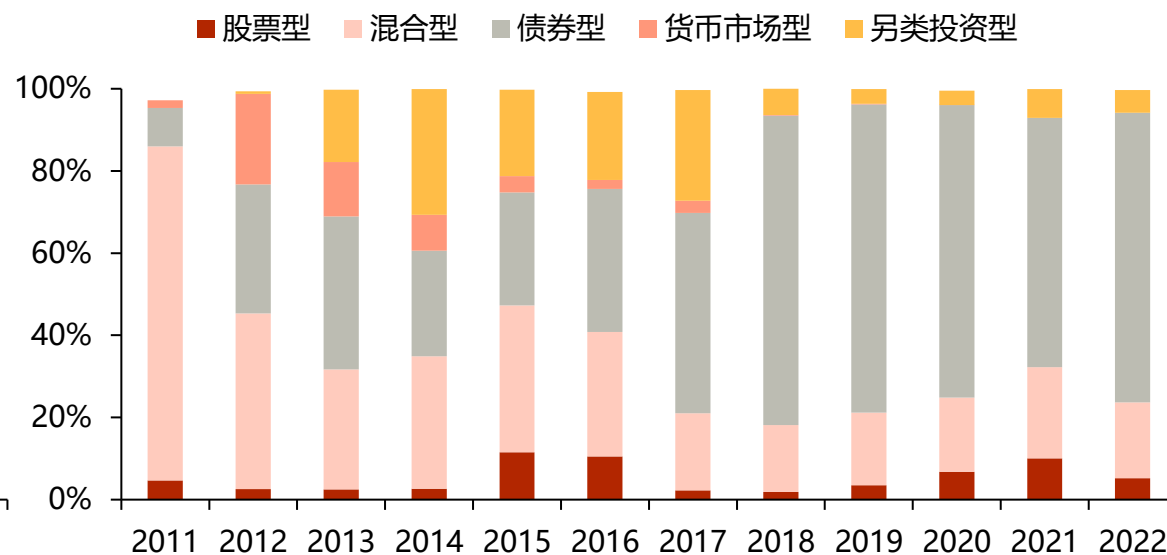
券商资管产品新发规模受发展阶段及政策影响，政策积极的周期规模增速高。新发产品结构受到市场投资表现影响，权益市场景气度高、投资者风险偏好上行时股票型产品占比提高；权益市场低迷、投资者风险偏好下行时债券型产品占比提高。

- **新发产品结构受市场表现影响：**从历年新发产品数据来看，券商资管产品以债券型为主，但会随着市场表现而变化。权益市场表现好时，投资者风险偏好提升，2015年新发产品中股票型的发行份额及数量占比均达到高点，分别为13%和12%。由于股灾后投资者风险偏好降低，2016年后债券型产品发行份额占比提升。

券商资管新发产品结构（按份额）



券商资管新发产品结构（按产品数）

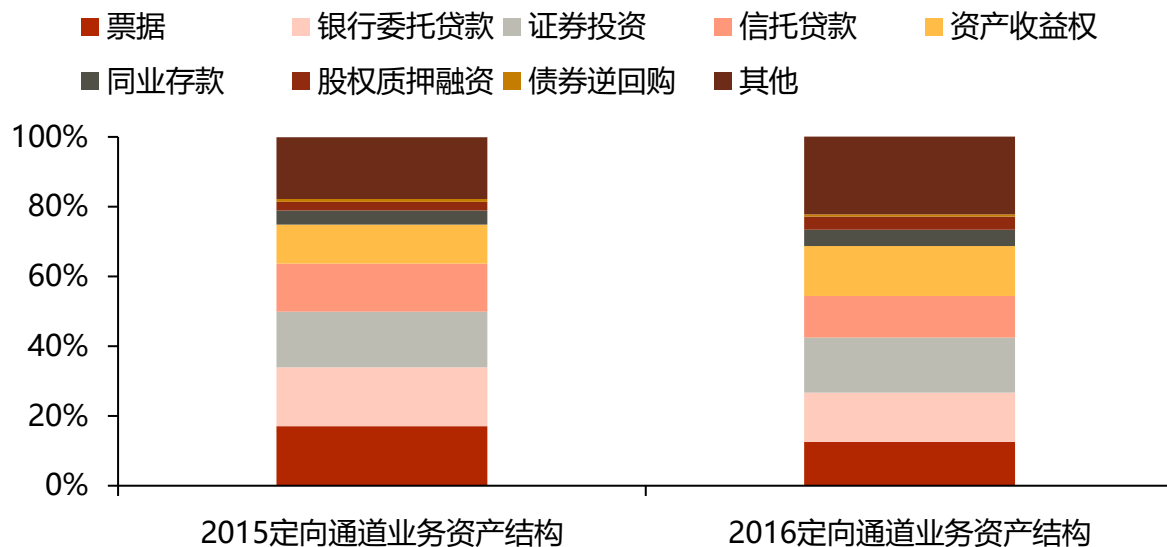


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：根据wind收录的券商资管产品数据汇总统计；2022年数据截至12月28日。

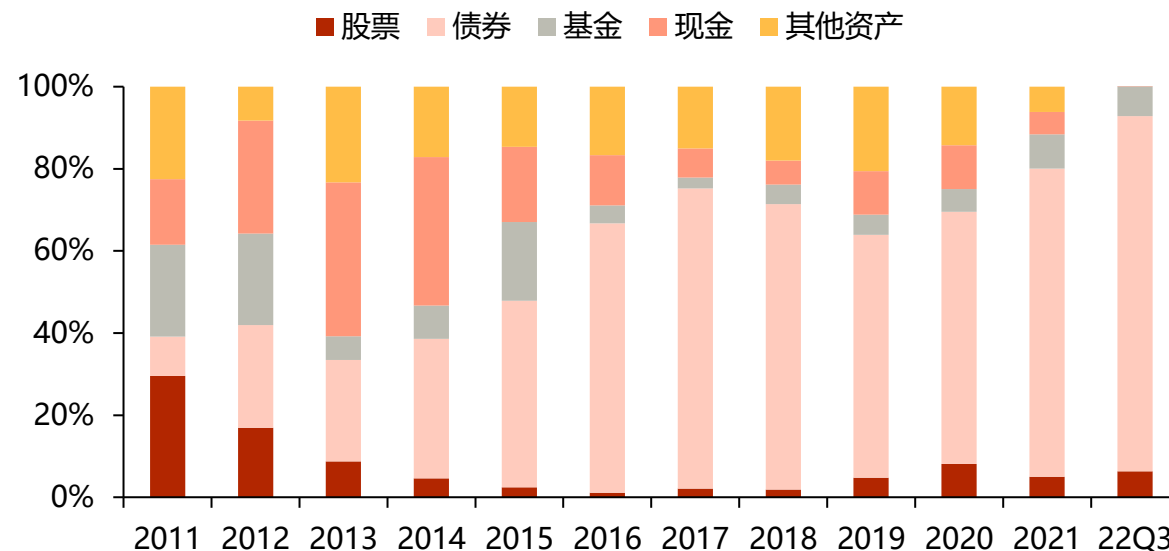
资产配置以债券、股票、现金类为主，主动管理业务投向以标准化资产为主，通道类业务投向以非标为主。

- 根据Wind披露的集合理财资产配置数据来看，资金主要投向债券类资产，占比约60%-70%，股票、基金、现金等资产的分配较为均衡。根据中国证券投资基金业协会年报披露的2015及2016年数据来看，主动管理的资金投向以债券、信托、股票等资产为主，而通道类业务的资金投向以非标资产为主，信托贷款、委托贷款、资产收益权、票据等资产占比较高。

定向通道业务资产配置情况



集合理财资产配置情况



数据来源：Wind，基金业协会，浙商证券研究所。

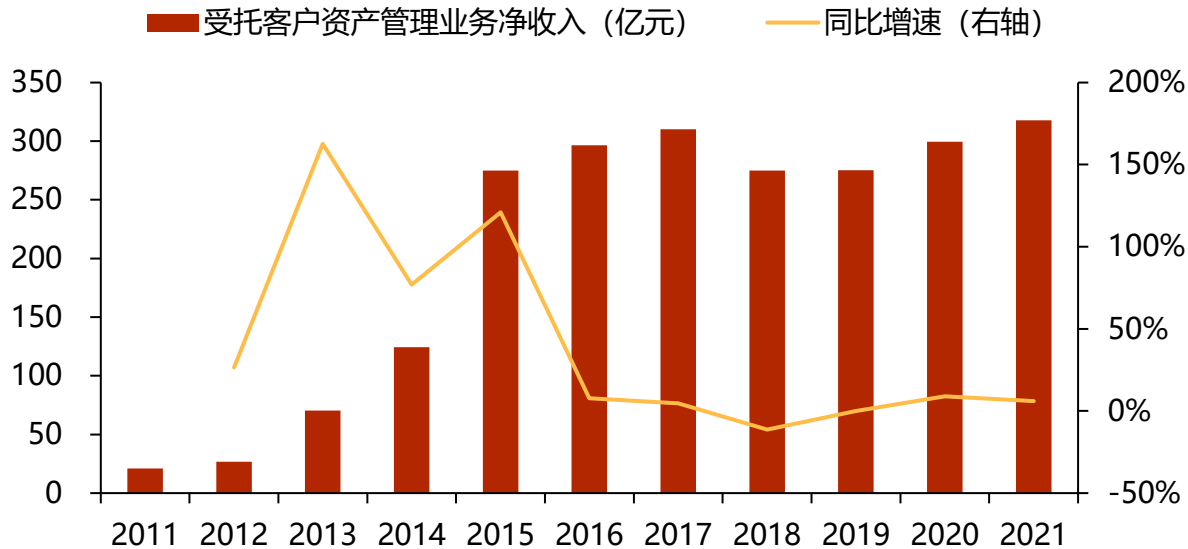
03

变化趋势

行业资管业务收入稳步增长，券商纷纷设立资管子公司进行专业化运作。

- 资管收入稳步增长：**受资管规模下降影响，2018年证券行业受托管理资产收入下滑11%，2019年后资管规模继续下降但资管收入开始稳步增长，判断系费率较低的通道业务压缩而费率较高的主动管理规模提升所致。根据协会披露的资管收入与规模数据测算，券商资管平均费率从2017年的0.18%增长至2021年的0.38%。
- 纷纷设立资管子公司：**目前已有20家券商设立资管子公司（登记在案），进行资管业务专业化运作。近两年还有山西证券、国金证券、申万宏源、万联证券等多家券商的资管子公司获批，未来有望把握资管行业发展机遇，做大做强资管业务。

证券行业受托资产管理业务净收入



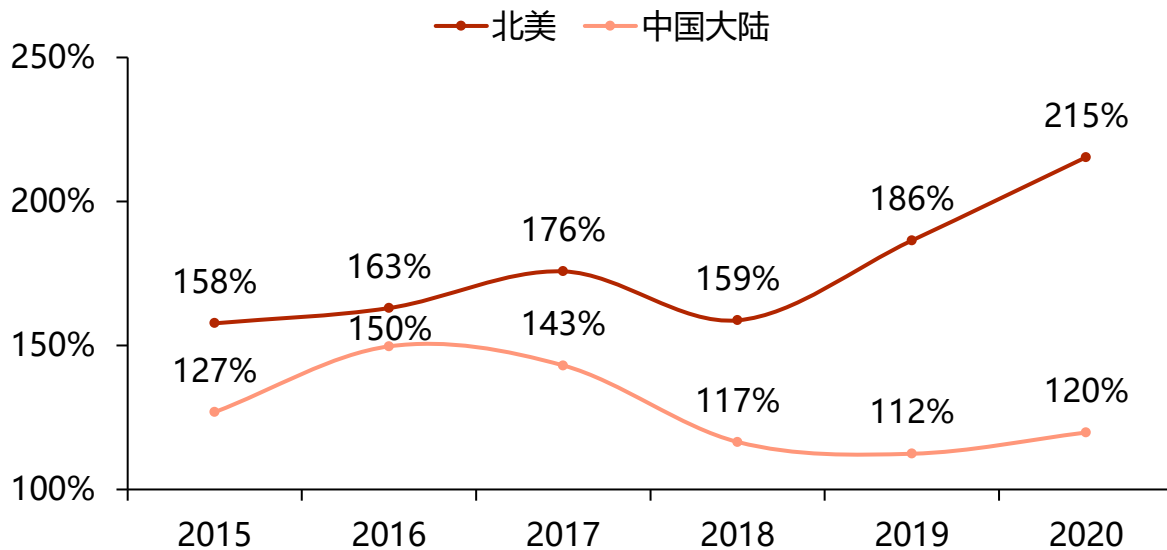
数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

券商名称	资管子公司名称	成立时间	券商名称	资管子公司名称	成立时间
东方证券	上海东方证券资产管理有限公司	2010.06	华泰证券	华泰证券（上海）资产管理有限公司	2014.10
国泰君安	上海国泰君安证券资产管理有限公司	2010.08	财通证券	财通证券资产管理有限公司	2014.12
光大证券	上海光大证券资产管理有限公司	2012.02	德邦证券	德邦证券资产管理有限公司	2015.03
海通证券	上海海通证券资产管理有限公司	2012.06	招商证券	招商证券资产管理有限公司	2015.04
浙商证券	浙江浙商证券资产管理有限公司	2013.04	国盛证券	国盛证券资产管理有限公司	2015.05
广发证券	广发证券资产管理（广东）有限公司	2014.01	东北证券	东证融汇证券资产管理有限公司	2015.12
银河证券	银河金汇资产管理有限公司	2014.04	渤海证券	渤海汇金证券资产管理有限公司	2016.05
兴业证券	兴证证券资产管理有限公司	2014.06	安信证券	安信证券资产管理有限公司	2020.01
中泰证券	中泰证券（上海）资产管理有限公司	2014.08	甬兴证券	上海甬兴证券资产管理有限公司	2020.04
长江证券	长江证券（上海）资产管理有限公司	2014.09	天风证券	天风（上海）资产管理有限公司	2020.08

预计券商受托资产管理业务收入将保持9%的复合增速。

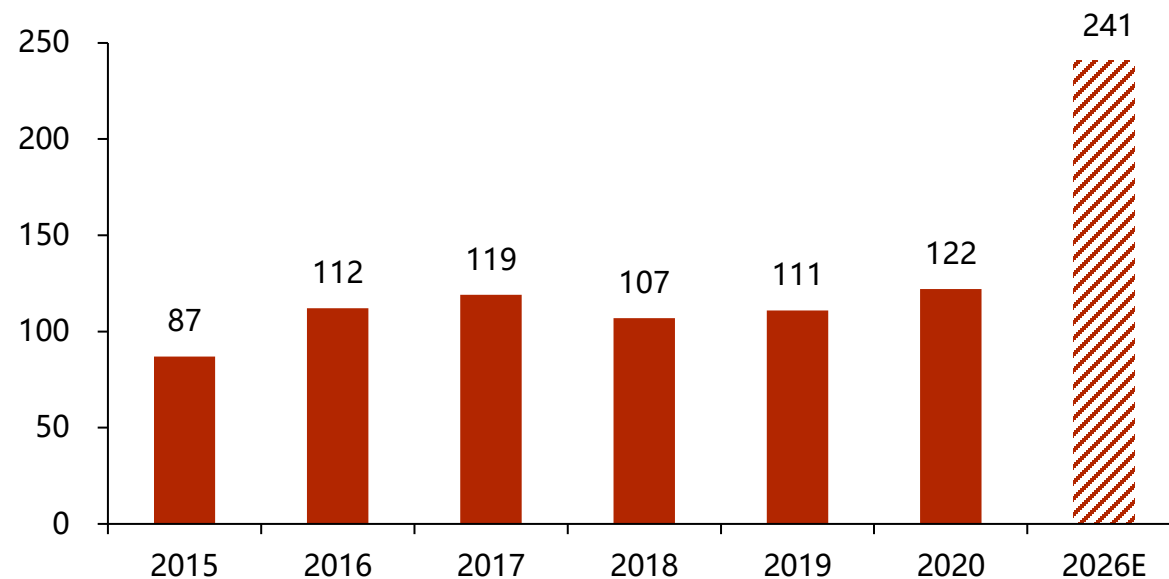
- 资管规模：**截至2020年底，中国资管深度（AUM/GDP）约120%，低于海外市场。展望未来，受益于居民财富增长、养老需求增加等因素，中国资管市场有望继续保持快速增长。随着资管产品净值化转型的提速，2026年中国资管深度有望恢复到150%。假设名义GDP每年增长7%，测算到2026年底，中国资产管理规模将达到241万亿。受资管新规影响，券商资管规模占资管市场规模的比重从2017年的14%下降到2020年的7%，考虑公募等其他资管机构的规模增速会超过行业增速，预计券商资管规模占比将继续小幅下滑，假设到2026年底券商资管规模占比为5%，则测算可得2026年底券商资管规模为12万亿元。
- 资管收入：**考虑到费率随着资管结构的进一步优化而继续提高，但是增长幅度会边际递减，我们假设2026年券商资管平均费率达到0.42%，测算得2026年证券行业受托资管业务收入为490亿元，较2021年复合增速为9%。

AUM/GDP深度



数据来源：wind，根据历年BCG全球资管报告整理，浙商证券研究所。

中国资管市场规模 (万亿元)

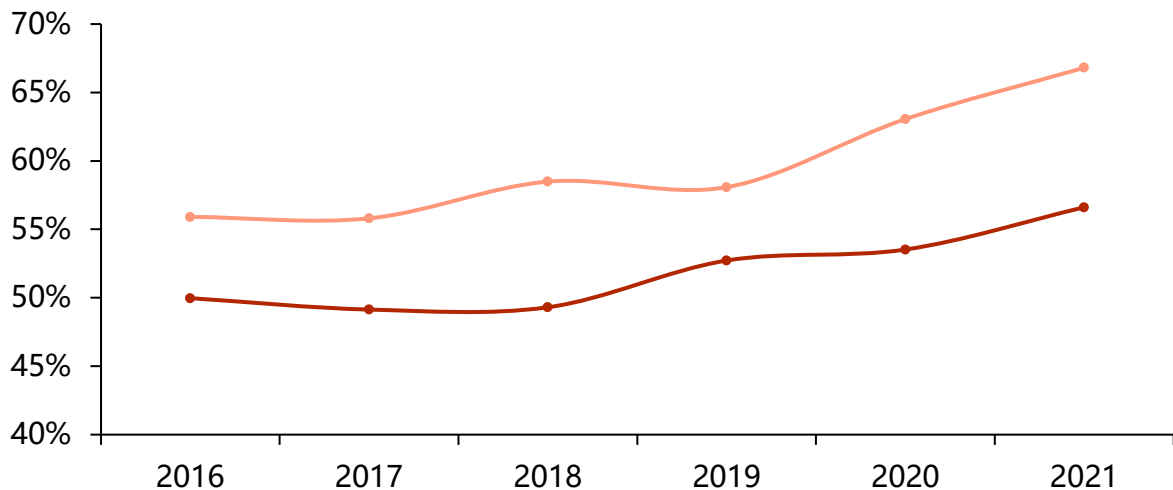


券商资管业务集中度持续提高，资管子公司对券商净利润产生正向贡献。

- 集中度持续提高：**券商资管业务集中度较高，在30家于2016-2021年间都披露了受托资产规模数据的公司中，CR5从50%提升至57%；在25家于2016-2021年间都披露了受托管理资产收入数据的公司中，CR5从56%提升至67%。
- 子公司贡献利润：**根据公司年报披露，资管子公司均对券商净利润产生正向贡献，其中天风资管、东证资管的利润贡献较高。

券商资管规模及收入集中度

— 资管规模CR5 — 资管收入CR5



券商	资管子公司	22H1净利润 (亿元)	22H1资管子公司对券商净利润贡献度	2021净利润 (亿元)	2021资管子公司对券商净利润贡献度
天风证券	天风资管	2	448%	4	69%
东方证券	东证资管	5	77%	14	27%
东北证券	东证融汇	1	44%	1	5%
财通证券	财通资管	2	28%	5	18%
华泰证券	华泰资管	6	10%	13	10%
中泰证券	中泰资管	1	9%	1	2%
光大证券	光大资管	2	7%	7	19%
长江证券	长江资管	1	7%	3	11%
浙商证券	浙商资管	0	6%	1	4%
招商证券	招商资管	2	6%	7	6%
兴业证券	兴证资管	1	5%	1	2%
海通证券	海通资管	3	5%	7	5%
国泰君安	国泰君安资管	2	4%	6	4%
中国银河	银河金汇	0	0%	0	0%
广发证券	广发资管	0	0%	2	2%

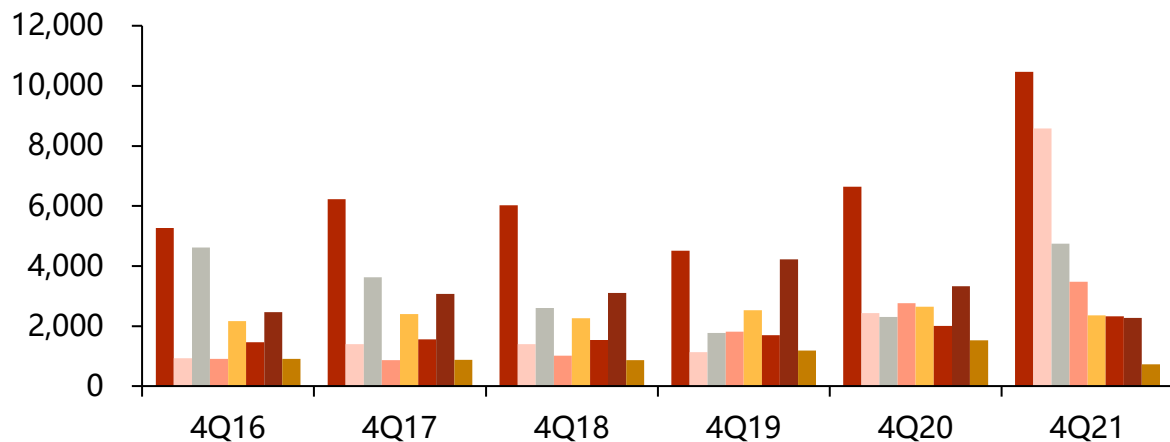
数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。注：此处受托资管收入不包括基金业务收入。

资管新规倒逼券商进行主动管理转型，中信证券、中金公司、广发证券领先。

- 主动管理转型效果明显：**资管新规倒逼券商大幅压缩通道业务、进行主动管理转型，根据中基协披露的数据，头部券商主动管理规模在资管新规后出现短暂下滑，但随即自2019年起逐年提升，2021年末中信证券、中金公司主动管理规模分别为10,463/8,575亿元，排名第1/2，较2019年增长132%/656%。头部券商主动管理规模占资管规模比重均较2018年大幅提升，转型速度较快，21Q4末中金公司、广发证券主动管理规模占比分别为99%/95%，排名第1/2。

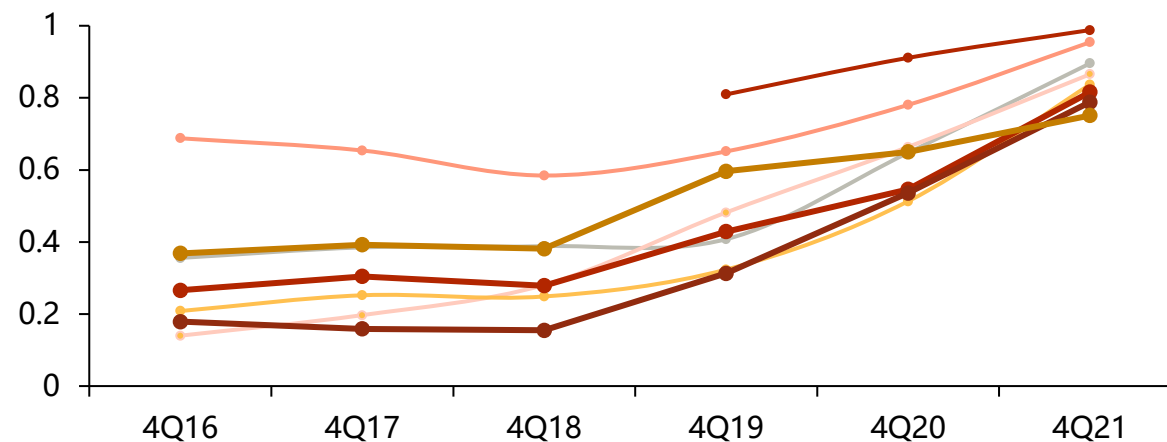
头部券商主动管理规模变化情况

■ 中信证券 ■ 中金公司 ■ 广发证券 ■ 招商证券
 ■ 华泰证券 ■ 中信建投 ■ 国泰君安 ■ 海通证券



头部券商主动管理占比变化情况

— 中金公司 — 广发证券 — 中信证券 — 海通证券
 — 中信建投 — 华泰证券 — 招商证券 — 国泰君安



数据来源：Wind，基金业协会，浙商证券研究所。

深耕高净值客户的券商销售私募产品更有利，券商资管进军公募赛道有益于吸引更多个人投资者，带来业绩增量。

- **利好深耕高净值客户的公司：**券商资管产品大部分是私募产品，对资金门槛与风险偏好的要求高于公募产品，券商高净值客户的资金实力与风险偏好与私募产品较匹配，高净值客户占比较高的券商具备优势。截至2021年末，中金公司高净值客户（资产超300万）3.49万户，资产规模达8,204亿元；中信证券高净值客户（资产超600万）3.5万户，资产规模1.5万亿元。
- **券商资管积极进军公募赛道：**5月20日证监会正式发布了《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则，标志着业界期待已久的“一参一控一牌”正式落地，即同一主体在参股一家基金、控股一家基金的基础上，允许同一集团下证券资管子公司等专业资管机构申请公募牌照，利于券商布局公募领域，吸引更多个人投资者，为券商带来业绩增量。目前共14家券商或券商资管子公司有公募牌照，“一参一控一牌”正式落地后券商申请公募牌照有望提速。

公司名称	获得公募牌照时间	机构类型	管理规模 (亿元)
上海东方证券资产管理有限公司	2013年8月	证券资产管理公司	2,135
华融证券股份有限公司	2013年12月	证券公司	N/A
山西证券股份有限公司	2014年3月	证券公司	216
浙江浙商证券资产管理有限公司	2014年8月	证券资产管理公司	242
国都证券股份有限公司	2014年8月	证券公司	0.6
渤海汇金证券资产管理有限公司	2014年11月	证券资产管理公司	132
长江证券(上海)资产管理有限公司	2015年1月	证券资产管理公司	159
东兴证券股份有限公司	2015年1月	证券公司	N/A
中银国际证券股份有限公司	2015年8月	证券公司	1,291
北京高华证券有限责任公司	2015年8月	证券公司	N/A
财通证券资产管理有限公司	2015年12月	证券资产管理公司	1,559
华泰证券(上海)资产管理有限公司	2016年7月	证券资产管理公司	847
中泰证券(上海)资产管理有限公司	2017年12月	证券资产管理公司	391
上海国泰君安证券资产管理有限公司	2020年12月	证券资产管理公司	418

数据来源：Wind，证监会，浙商证券研究所。注：管理规模截至2022年11月25日；华融证券已变更为国新证券；东兴证券设立东兴基金后，基金业务由原来的持牌运作转为独立的基金公司运营。

04

投资建议

资管部门可与其他各业务部门产生协同联动，资管业务领先、部门之间协同能力较强的大平台更具备优势。

- **协同联动：**（1）研究所能够为资管部门提供深度研究方面的支持，在资管产品上加强合作，进行投研联动；（2）经纪、投行等部门能够将高净值客户、企业客户导流至券商资管业务；（3）投行部门可以与资管部门进行合作，为其提供资产证券化的项目来源。

综上所述，多业务条线均衡发展、协同能力较强的综合型券商更具备优势。

- **个股推荐：**综合资管业务优势和协同能力来看，我们推荐中信证券、东方证券、华泰证券。

股票代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	BPS (2022E)	BPS (2023E)	BPS (2024E)	PB (2022E)	PB (2023E)	PB (2024E)
600030.SH	中信证券	25.94	3,134	16.97	18.27	19.73	1.53	1.42	1.31
600958.SH	东方证券	14.86	941	9.48	10.28	11.24	1.57	1.45	1.32
601688.SH	华泰证券	17.42	1,462	17.23	18.65	20.48	1.01	0.93	0.85

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：股价为2023年1月5日收盘价。

风险提示

- 1、宏观经济大幅下行
- 2、资本市场景气度大幅下滑
- 3、行业监管力度加强

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>