

基金投顾专题研究之二

对比美国机构，国内基金投顾行至何处？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】基金深度报告*投顾大时代将至，基金投顾机构何以突出重围*20230718

【平安证券】行业深度报告*非银行金融*他山之石系列报告（四）：“投行+投资+投研”联动，探索大投行生态圈建设*强于大市 20230707

【平安证券】行业半年度策略报告*非银与金融科技*基本面持续向好，β属性助估值修复*强于大市 20230614

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

韦霁雯 一般证券从业资格编号

S1060122070023

WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- 对比美国各类机构的投顾业务，国内基金投顾仍在发展初期。分证券公司、基金公司、第三方机构三类机构具体来看：
 - 1) 证券公司：摩根士丹利等美国大型投行聚焦高净值客户，充分发挥综合金融服务优势，提供五类管理账户解决方案和覆盖证券、地产、保险等多类资产的综合财富管理服务。国内以中金为代表的头部券商也已初步形成覆盖高净值客户、富裕客户和大众客户的财富管理体系，但服务复杂资产配置需求的能力和投顾队伍的建设相对于摩根士丹利仍较弱。
 - 2) 基金公司：富达基金通过人工与智能、线上与线下并行的方式形成面向全类型客群的投顾服务体系。而国内基金公司目前投资端发展较快，以试点基金公司中业务规模较为领先的南方基金为例，南方基金不断丰富投顾策略、目前自有 APP 共提供 7 大主题的 21 只策略产品，但渠道和服务能力较富达仍有较大距离，多元客户服务体系尚未建成。
 - 3) 第三方机构：美国领先的全托管平台 LPL Financial 不直接服务于投资者，而是通过六大咨询平台支持独立投顾为全类别投资者提供服务，LPL 收取投顾费和交易佣金分成。国内第三方机构也开始尝试 TAMP 商业模式，以盈米为例，作为基金投顾试点机构，且慢平台引入大 V 和外部基金公司服务 C 端投资者；依托自有交易系统，启明和蜂鸟平台为 B 端金融机构提供交易和投研等服务。但与 LPL 相比，盈米平台建设时间较短、仍未形成覆盖全类型客户的成熟生态，收入仍依赖基于流量的基金销售费用。
- 试点将转常规，新规将打开基金投顾发展新篇章。国内基金投顾业务试点已超三年，初步形成证券公司、基金公司、第三方机构差异化竞争格局。2023 年 6 月基金投顾新规征求意见稿发布，将推动基金投顾试点转常规。此外，国内资本市场改革提速，个人养老金制度落地、公募基金费率改革启动，投资者基金投顾需求有望释放，基金投顾业务发展空间广阔。
- 投资建议：建议关注业务能力领先、具备试点先发优势的头部机构及其母公司：1) 高客基础较好、综合服务能力领先的头部券商中金公司、华泰证券和中信证券；2) 旗下基金和资管子公司投资能力更强、品牌优势突出的广发证券、东方证券、兴业证券；3) 旗下第三方销售平台客户流量领先、金融科技储备较好的东方财富。
- 风险提示：1) 权益市场大幅波动、影响市场交投活跃度和投资收益；2) 基金投顾新规等政策落地不及预期；3) 宏观经济下行影响市场基本面及货币政策；4) 资本市场改革力度不及预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B			评级	
		2023-08-11	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E		2025E
中信证券	600030	24.10	1.44	1.54	1.69	1.86	1.5	1.5	1.4	1.4	推荐
中金公司	601995	41.18	1.57	1.81	2.01	2.23	2.4	2.4	2.3	2.3	推荐
东方财富	300059	16.12	0.54	0.63	0.73	0.84	3.9	3.5	3.1	2.8	推荐
华泰证券	601688	17.00	1.22	1.46	1.67	1.91	1.1	0.9	0.9	0.8	未覆盖
广发证券	000776	16.12	1.04	1.36	1.60	1.85	1.1	1.0	0.9	0.9	未覆盖
兴业证券	601377	7.00	0.31	0.48	0.55	0.62	1.2	1.1	1.0	1.0	未覆盖
东方证券	600958	10.78	0.35	0.56	0.65	0.74	1.3	1.2	1.1	1.0	未覆盖

注：EPS 为摊薄值，未覆盖公司采用wind 一致预期。

正文目录

一、	基金投顾试点已三年，行业差异化竞争格局雏形初现	5
二、	证券公司：初步形成财富管理体系，但队伍建设与综合服务不足	6
	2.1 摩根士丹利：聚焦高净值客户，发挥综合金融服务优势	6
	2.2 中金公司：国内私人财富管理转型先驱	11
三、	基金公司：渠道与服务相对较弱，多元客户服务体系尚未建成	12
	3.1 富达基金：投顾服务与客群多元，人工与智能投顾并举	12
	3.2 南方基金：自研策略不断丰富，渠道合作补足流量短板	13
四、	第三方机构：平台建设不足，尚未完成基金经纪向投顾的收入转型	15
	4.1 LPL Financial：定位独立投顾服务的全托资管平台	15
	4.2 盈米基金：三大业务模块共建买方投顾服务	17
五、	试点将转常规，新规将打开基金投顾发展新篇章	19
六、	投资建议和风险提示	22
	6.1 投资建议	22
	6.2 风险提示	22

图表目录

图表 1	基金投顾试点资格获批机构一览	5
图表 2	部分试点机构的基金投顾业务规模对比	6
图表 3	摩根士丹利已形成覆盖全类型客户的投顾体系	7
图表 4	摩根士丹利财富管理部门客户资产结构（据客户资产规模划分）	7
图表 5	摩根士丹利投资咨询账户分类	8
图表 6	摩根士丹利基于资管规模收费的客户资产结构	8
图表 7	摩根士丹利各类投顾产品的平均费率变动	8
图表 8	摩根士丹利围绕客户不同需求提供综合财富管理服务	9
图表 9	摩根士丹利客户资产结构（据渠道划分）	9
图表 10	摩根士丹利自主及企业工作渠道客户资产变动	9
图表 11	摩根士丹利三大业务部门有机协同、实现客户共享	10
图表 12	摩根士丹利投顾人数及人均客户资产变动	10
图表 13	中金公司财富管理产品结构	11
图表 14	中金公司营业网点数量、财富管理客户特征及投顾团队规模变动	12
图表 15	FPWA 旗下投顾品牌一览	13
图表 16	富达主要投顾子公司管理资产结构（基于各类客户资产规模计算，截至 2023/06/27）	13
图表 17	南方基金基金投顾策略一览（截至 2023 年 7 月底）	14
图表 18	LPL Financial 主要商业模式	15
图表 19	LPL 投顾数量、客户投顾和经纪资产变动	16
图表 20	LPL Financial LLC 管理客户资产结构	16
图表 21	LPL Financial 六大咨询平台	16
图表 22	LPL Financial 收入中佣金收入、投顾收入、基于资产的收入占比变动	17
图表 23	且慢平台投顾产品一览	17
图表 24	盈米 TAMP 的服务体系与服务特色	18
图表 25	盈米蜂鸟的主要服务模式与服务内容	18
图表 26	中美三类代表机构基金投顾业务的对比	20

一、基金投顾试点已三年，行业差异化竞争格局雏形初现

全权委托模式的基金投顾试点自 2019 年开始，目前 60 家试点机构中 56 家已展业。此前国内投资顾问业务主要为经纪和代销业务的增值服务，仅允许投资顾问提供投资建议、不允许代客管理，具体投资决策仍需客户自行决断。直至 2019 年 10 月，证监会开启公募基金投资顾问业务试点，全权委托投顾业务开始试点。截至 2023 年 7 月底，共 60 家机构获得基金投顾试点资格，包括证券公司（29 家）、基金及基金子公司（25 家）、第三方销售机构（3 家）、商业银行（3 家）；其中共 56 家试点机构展业，主要集中在券商（29 家）、基金及子公司（24 家）和第三方销售机构（3 家）。

图表1 基金投顾试点资格获批机构一览

批次	获批时间	公司类型	获批数量	公司名称
第一批	2019/10/25	基金及基金子公司	5	易方达基金、南方基金、嘉实基金、中欧基金、华夏基金
	2019/12/13	第三方销售机构	3	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
	2020/2/29	商业银行	3	工商银行（未展业）、招商银行（未展业）、平安银行（未展业）
		证券公司	7	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券
第二批	2021/6/25	基金及基金子公司	10	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金
		证券公司	7	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券
	2021/7/2	基金及基金子公司	7	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
		证券公司	11	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
	2021/7/9	基金及基金子公司	2	国海富兰克林基金、国泰基金
		证券公司	2	华宝证券、华西证券
补充		基金及基金子公司	1	农银汇理基金（未展业）
		证券公司	2	华创证券、渤海证券

资料来源：《投顾业务的全球实践与中国展望》，证监会，Wind，平安证券研究所

差异化竞争的格局初现，机构间合作补足短板。已展业的证券公司、基金公司、第三方销售机构各有所长，特色化布局基金投顾业务：

- 1) 证券公司渠道、服务的综合优势较为明显。券商线下渠道布局较早、线上渠道不断完善，已长期积累专业的一线投顾团队和风险偏好较高的投资者，同时投资研究能力较强，在投、顾两端均具有相对优势。
- 2) 基金及基金子公司具备产品优势，积极寻求渠道合作。基金公司投研能力、风控能力领先，而渠道能力相对较弱，因此试点基金公司积极与第三方销售机构合作，在第三方销售平台中上线多个投顾策略产品。但整体来看，目前基金及基金子公司投顾产品销售渠道、运营模式、服务内容等整体较为同质化。
- 3) 第三方销售机构渠道与技术优势突出。一方面，第三方基金销售机构牢牢把握线上流量入口，易于覆盖大众客户和长尾客户，渠道优势形成护城河，但受制于投研能力、产品能力短板，第三方销售机构多寻求与基金公司、券商、大 V 等合作，引入外部优秀投资策略。另一方面，第三方基金销售机构科技基因浓厚，在交易系统建设、代销产品数量等方面更具优势，C 端 B 端产品代销并行，已开始探索支持投顾机构/理财团队的 B 端服务。

目前基金投顾尚未形成成熟的商业模式，仍主要依赖存量基金客户的转换，渠道优势成为决定性因素，第三方销售机构和券商业务规模相对领先。例如，盈米基金 2023Q1 末基金投顾规模超 200 亿元；东方证券、华泰证券、中信证券 2022 年底基金投顾规模均突破百亿；基金公司及其子公司中，南方基金投顾规模相对领先，2022 年 6 月累计规模超 130 亿元。

图表2 部分试点机构的基金投顾业务规模对比

机构类型	机构名称	投顾名称	统计时间	基金投顾业务规模 (亿元)	基金投顾客户数量 (万户)
第三方销售 机构	盈米基金	且慢	2023年3月	超200	-
	先锋领航投顾(蚂蚁集团)	帮你投	2021年6月	-	超200
证券公司	东方证券	“悦”/“钉”系列	2022年12月	149	-
	华泰证券	涨乐星投	2022年12月	139.13	61.76
	中信证券	中信证券基金投顾	2022年12月	累计超100	累计近14
	国信证券	国信鑫智投	2022年12月	近100	-
	招商证券	e招投	2022年12月	累计96.52	累计4.02
	国联证券	基智投、大方向	2022年12月	68.8	24.03
	国泰君安	君享投	2022年12月	57.22	-
	财通证券	财管家	2022年12月	21	-
基金及基金 子公司	申万宏源	星基会	2022年12月	-	累计超6
	南方基金	司南投顾	2022年6月	累计超130	累计超50
	中欧基金	水滴投顾	2022年8月	-	累计超30
	易方达基金	易方达基金投顾	2022年12月	-	累计超10
	兴证全球基金	兴证全球投顾	2022年6月	超10	超6

资料来源：公司年报，中国基金报，中国证券报，证券时报，新华财经，蚂蚁财富，平安证券研究所

美国财富管理行业自20世纪70年代开始买方投顾的转型，已积累了投行/银行、基金公司、财富管理平台机构、全托资产管理平台等多类参与者。各类机构依据自身资源禀赋、客群特征的差异，形成差异化的投顾业务模式。因此我们选取中美证券公司、基金公司、第三方机构三类代表机构并进行对比，判断国内各类机构投顾业务的发展进程与方向。

二、证券公司：初步形成财富管理体系，但队伍建设与综合服务不足

2.1 摩根士丹利：聚焦高净值客户，发挥综合金融服务优势

摩根士丹利已形成覆盖全类型客户、分层经营的投顾体系。对于高净值及超高净值客户，摩根士丹利致力于提供更为复杂和个性化的投资解决方案，并联合商业银行、保险等业务部门提供综合财富管理服务。除个人客户外，摩根士丹利也为企业客户提供股票激励、退休服务等。摩根士丹利精细化区分客户群体，可匹配各类客户不同的投资需求，有助于提升客户体验、进一步提升客户黏性、助力投顾产品的销售。

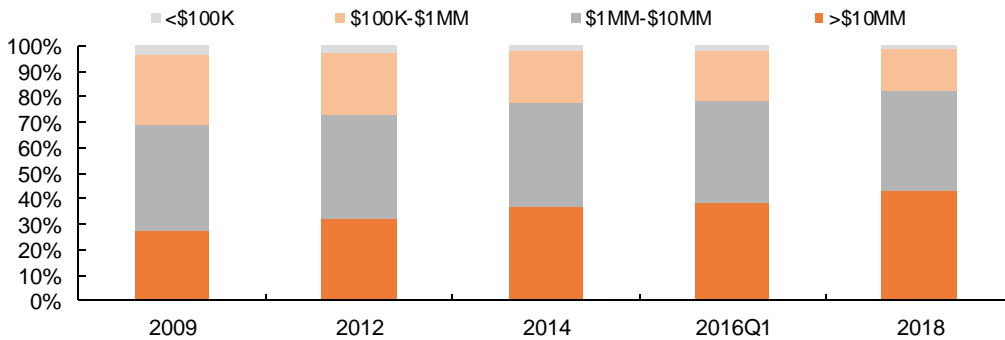
图表3 摩根士丹利已形成覆盖全类型客户的投顾体系

企业客户	<100万美元个人客户	100-1000万美元个人客户	>1000万美元个人客户
<ul style="list-style-type: none"> 股票计划管理和执行金融服务 退休服务 财务规划和访问财务规划中心 资本市场解决方案 Graystone Consulting 其他机构咨询服务（信托资产管理，全球投资解决方案） 战略管理 	<ul style="list-style-type: none"> 领先的管理账户解决方案：联合管理账户、独立管理账户、共同基金咨询 资本市场解决方案：跨越多种资产的高质量执行和新产品 最好基金经理的多元化投资产品，如共同基金，529计划，ETFs等 财富规划 灵活的融券和保证金借贷 	<ul style="list-style-type: none"> 领先的管理账户解决方案：信托资产管理、投资组合管理、联合管理账户 资本市场解决方案：个性化的投资组合和挂钩股票的衍生品解决方案 独家另类投资产品：期货、单一管理人对冲基金 财务和退休计划、人寿保险等 核心高净值贷款产品 美国运通发行的专属信用卡 	<ul style="list-style-type: none"> Wealth Strategic Group致力于复杂的投资组合构建 领先的管理账户解决方案：信托资产管理、投资组合管理、联合管理账户 独家另类投资产品：私募股权、房地产、定制产品 家庭财富咨询服务：家庭治理、慈善事业管理、财富规划等 与私人银行家和贷款顾问协同提供量身定制的贷款产品

资料来源：公司官网，平安证券研究所

摩根士丹利的传统优势为高净值客户投顾服务。摩根士丹利早在2004年就确定了“成为大众富裕客户与高净值客户的第一选择”的战略目标，在高净值客户服务中建立领先优势。尽管近年来摩根士丹利不断丰富服务内容、将客户覆盖面逐渐拓宽至零售客户，但仍是高净值与超高净值客户资产增长较快。2018年末摩根士丹利客户资产中，资产规模超1000万美元以上、100万-1000万美元间的客户资产分别占比43%、39%，合计占比较2009年末增长13pct。

图表4 摩根士丹利财富管理部门客户资产结构（据客户资产规模划分）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据已更新至已披露的最新值

产品端：为满足高净值客户的复杂投资需求，摩根士丹利提供全类别的投资产品和丰富的管理账户。从产品底层资产来看，摩根士丹利可提供全球股票、债券、货币、另类、多资产等全品类金融资产的投资顾问服务。从产品形式来看，摩根士丹利已建立丰富的管理账户解决方案体系。摩根士丹利早在1973年就推出了第一个独立管理账户产品，经过近50年的发展，目前摩根士丹利已推出联合管理账户、独立管理账户、顾问账户、投资组合管理、现金管理五类产品，可由自有顾问或经筛选后的第三方顾问提供全委托、非全委托的投顾服务。

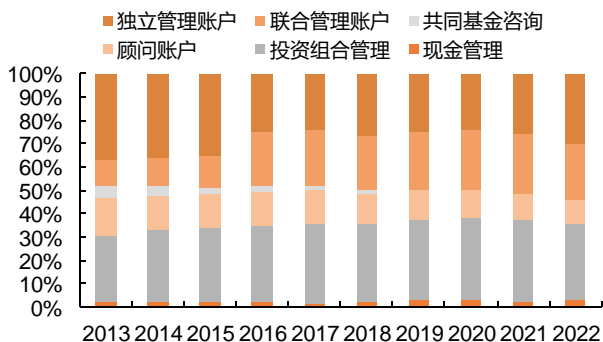
图表5 摩根士丹利投资咨询账户分类

账户名称	账户管理权限	账户服务	2022年平均费率
独立管理账户	第三方或自有管理人	投资决策由资产管理人做出，每个账户只有一个第三方资产管理人	0.12%
联合管理账户	客户、投资顾问和组合管理人	客户可将独立管理账户、共同基金、ETF基金账户汇总至该账户中，客户、投资顾问、投资经理可共同决策投资，也可由客户决定如何分配投资	0.94%
顾问账户	投资顾问(需客户批准)	每次账户或投资进行调整时，投资顾问必须获得客户批准	0.81%
投资组合管理	投资顾问	投资顾问可在未经客户批准的情况下对账户进行持续的投资决策	0.92%
现金管理	投资顾问	投资顾问向机构客户提供全权委托的现金管理服务账户；一般情况下，投资组合可投资于短期固定收益和现金等价物	0.06%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

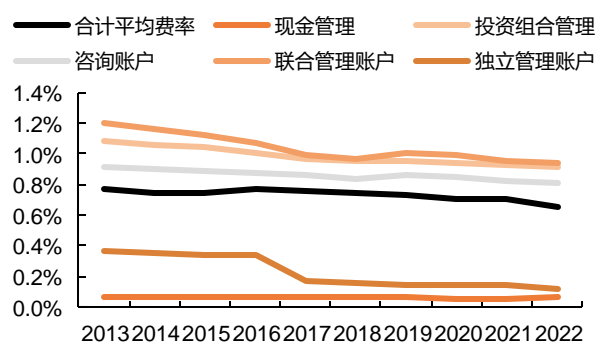
高费率账户占比的提升放缓投顾费率下滑趋势。各类管理账户产品中，联合管理账户、投资组合管理、顾问账户可提供更复杂的投资建议，因此费率相对较高。尽管近十年来，受市场竞争加剧、规模效应凸显等因素影响，摩根士丹利整体费率有所下降，但联合管理账户、投资组合管理等高费率产品规模占比的提升，也放缓整体费率下滑速度。2022年摩根士丹利基于资管规模收费的客户资产平均费率为0.65%，较2013年下降12bps；其中，联合管理账户、投资组合管理的规模分别占比24%、33%，较2013年分别提升13pct、4pct。

图表6 摩根士丹利基于资管规模收费的客户资产结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表7 摩根士丹利各类投顾产品的平均费率变动

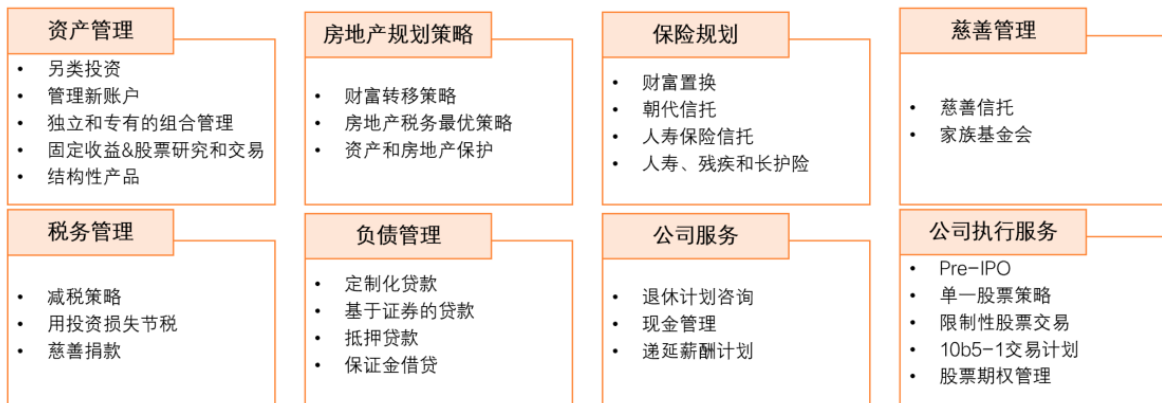


资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：2019年后共同基金咨询账户纳入联合管理账户中统计

此外，依托大型综合金融机构的优势，摩根士丹利可提供综合财富管理服务，进一步深化客户关系。除传统的资产配置与管理外，摩根士丹利依托自身投资银行、商业银行、证券交易等业务的积累，为高净值客户提供负债管理、企业高管服务、慈善管理、保险管理等综合服务，涉及证券、基金、信托、保险、地产等多类资产的咨询与管理。

图表8 摩根士丹利围绕客户不同需求提供综合财富管理服务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

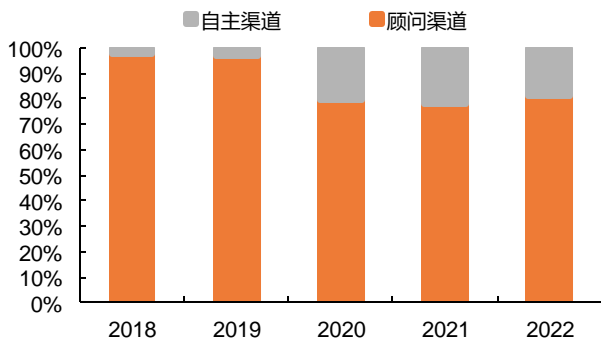
渠道端：自建与收购并举，摩根士丹利逐步拓展三大获客渠道。摩根士丹利将财富管理获客渠道分为顾问渠道(advisor-led)、自主渠道(self-directed)、企业工作渠道(workplace) 三类。其中，

①顾问渠道通过自有或经筛选的第三方投资顾问为客户提供服务，是公司多年经营的传统优势渠道，据摩根士丹利 2020Q4 战略更新材料显示，摩根士丹利顾问渠道客户资产规模在同业中排名第一。目前摩根士丹利获客仍以传统的顾问渠道为主，2022 年末顾问渠道客户资产达 3.4 万亿美元，在公司财富管理部门客户资产中的占比为 81%。

②自主渠道由客户独立完成交易，主要依赖公司的经纪服务。2020 年摩根士丹利收购在线交易经纪商 E*TRADE，获得其超 520 万个客户账户及超 3600 亿美元的零售客户资产，有力地补充了摩根士丹利的自主渠道获客能力。2020 年末摩根士丹利自主渠道客户资产约 8320 亿美元，较收购 E*TRADE 前的 2019 年末提升约 981%。

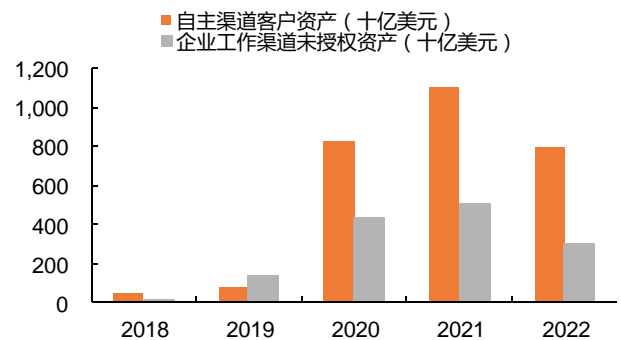
③企业工作渠道主要是对公司高管、员工的股权薪酬解决方案，企业工作渠道的客户未授权资产不计入财富管理部门的客户资产中，但可增强企业客户粘性，助力将企业员工转化为财富管理客户。2019 年摩根士丹利收购企业股权计划服务提供商 Solium Capital，2020 年收购 E*TRADE，均带来大量股权计划的参与者，拓宽摩根士丹利的企业客户基础。2019 年末企业工作渠道未授权资产 1330 亿美元 (YoY+923%)，2020 年末进一步提升至 4350 亿美元 (YoY+227%)。

图表9 摩根士丹利客户资产结构 (据渠道划分)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表10 摩根士丹利自主及企业工作渠道客户资产变动

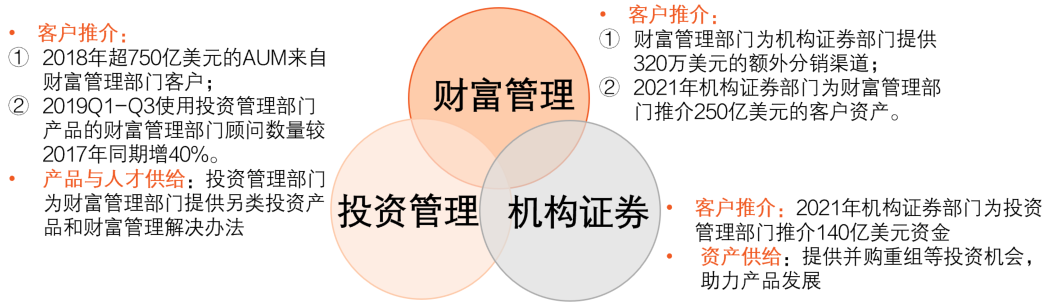


资料来源：公司年报，平安证券研究所

内部业务协同赋能财富管理获客。作为综合型金融机构，摩根士丹利财富管理、投资管理、机构证券三大部门有机协同，实

现客户的有效推介，例如 2021 年机构证券部门为财富管理部门推介约 250 亿美元的客户资产。摩根士丹利注重各个业务部门之间的客户整合，例如摩根士丹利早在 2012 年就明确深化财富管理和机构证券之间的合作关系，并提出 35 项举措，包括建设跨越全公司的高级客户关系管理等。

图表 11 摩根士丹利三大业务部门有机协同、实现客户共享



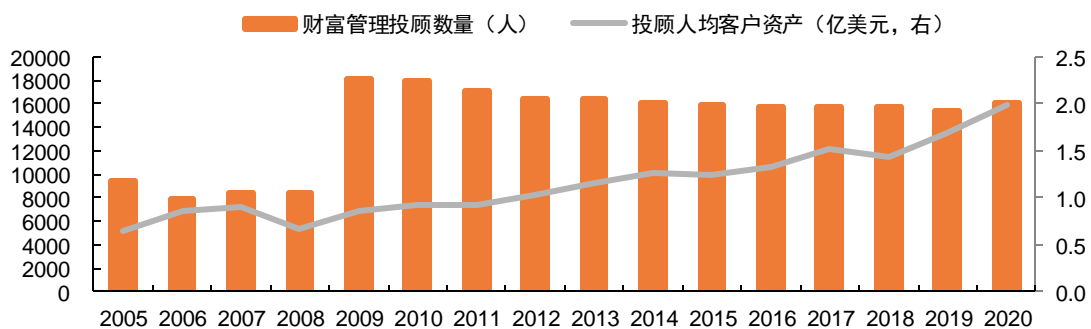
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

服务端: 打造高质量投顾团队, 金融科技建设支撑投顾效率提升。

1) 摩根士丹利注重投顾团队的专业性。投资顾问候选人需持有商科、金融等领域的学士学位，并通过为期 36 个月的财富顾问助理计划 (Financial Advisor Associate Program) 才可成为投资顾问。此外，摩根士丹利也细分每位投资顾问的服务客群和服务领域，打造投资顾问的专长细分领域。因此摩根士丹利的投顾团队质量领先同业，据 2023 年巴伦周刊 Top 100 投顾评选结果显示，前 10 名投顾中有 7 名属于摩根士丹利，前 10 名投顾团队中也有 6 只团队属于摩根士丹利。

2) 从团队扩容转向产能提升。业务发展初期，为支撑业务发展、快速争取市场份额，摩根士丹利投顾团队不断扩容，2009 年摩根士丹利合并花旗美邦，投顾团队人数大幅增长、达到高点约 1.8 万人。2009 年后，新客增速放缓、投顾的专业化服务成为重点，摩根士丹利投顾人数开始缩减，至 2020 年末投顾人数约 1.6 万人。但投顾服务效率明显提升，投顾人均产能持续增长，至 2020 年末人均客户资产约 2.0 亿美元，较 2009 年增长 130%。

图表 12 摩根士丹利投顾人数及人均客户资产变动



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

注: 投顾人均客户资产=投顾渠道客户资产/财富管理投顾人数; 2018 年前未披露投顾渠道客户资产, 考虑到当时自主渠道和企业工作渠道发展较弱, 故采用客户总资产计算

3) 金融科技成为提升投顾产能的重要支柱。2018 年摩根士丹利推出财富管理核心平台 Next Best Action (NBA), 既可接入客户、为客户智能生成投资建议, 也可作为投资顾问的主要工作平台、利用 AI 和机器学习等功能帮助投资顾问提升服务能力。基于 NBA 平台, 摩根士丹利推出 Goal Planning System (GPS), 通过模型支持投资顾问为客户提供交易、养老、节税等不同目标的组合配置管理服务。

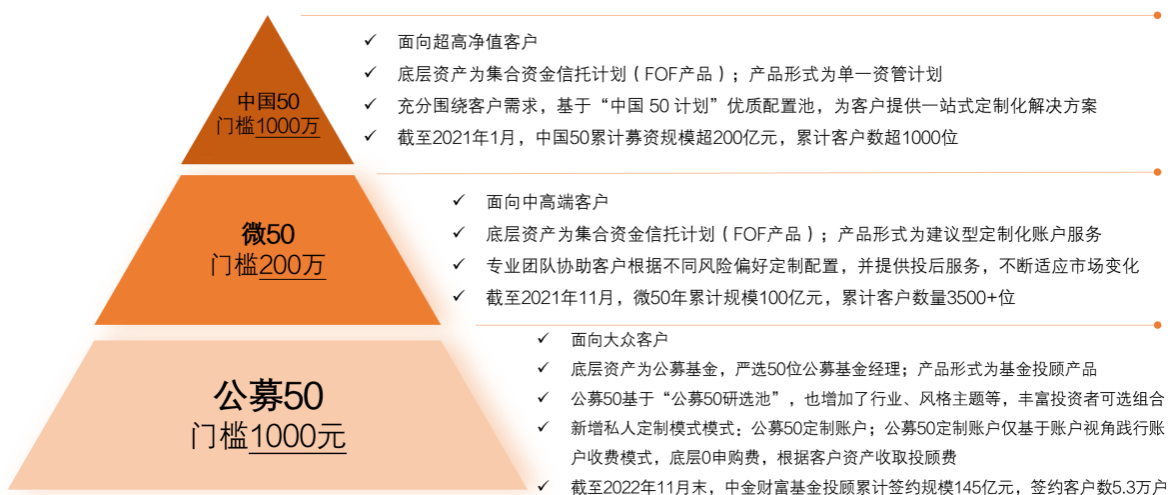
2.2 中金公司：国内私人财富管理转型先驱

中金公司财富管理业务始于 2007 年, 最初致力于为国内高端个人及企业投资者提供专业投资服务。2017 年中金公司收购中投证券, 补齐中低端客户短板; 2019 年中投证券改名为中金财富证券; 2021 年中金公司将境内财富管理业务转至全资子公司中金财富证券, 此后逐步建立多层次买方投顾服务体系。

产品端：以高净值客户财富管理为主, 逐步向零售客户投顾延伸。中金公司依托高净值客户基础, 2019 年率先推出了专注于高净值客户、投资门槛需 1000 万元的“中金 50”定制专户服务。2020 年中金公司推出“微 50”定制账户服务, 针对高净值和富裕客户、投资门槛需 200 万元。同年, 中金公司推出针对大众客户、投资门槛 1000 元的基金投顾产品“A+基金投顾”, 2022 年进一步升级为“公募 50”。至此中金公司已初步建成覆盖各类客户、提供差异化服务的买方投顾体系。截至 2022 年底中金公司买方投顾产品保有量近 800 亿元。

对比摩根士丹利, 中金公司投顾客群同样以高净客群为主, 但目前投顾服务主要集中在 FOF 和公募基金产品配置, 对于高净值客群更复杂的财富规划、实体资产管理等服务不足。目前国内财富管理行业仍处于发展初期, 服务内容主要限于证券类金融资产, 中金公司主要通过配置 FOF 类产品和公募基金实现大类资产配置和风险分散, 投资目的也主要为资产的保值增值, 难以满足高净值客户全生命周期的财富规划、节税等更复杂的投顾需求。同时, 由于目前仅公募基金可试点管理型投顾业务, “中金 50”实质为单一资管计划、“微 50”为建议型投资账户服务, 所以在投资策略丰富度、账户运作透明度、调仓灵活性上相对较差, 难以在短期内形成类似于摩根士丹利的多元账户体系。此外, 国内采用金融分业经营模式, 券商难以直接管理客户的存贷款, 券商账户距离海外集交易、理财、投资、融资、支付于一体的全能型综合金融账户仍有一定距离。

图表 13 中金公司财富管理产品结构



资料来源：公司官网, 中金财富市场活动公众号, 财联社, 平安证券研究所

渠道端：收购中投证券补足线下投顾渠道短板, 第三方销售机构合作补足线上大众零售渠道短板。2017 年中金公司收购中投证券, 迅速补齐线下网点和中低端客户缺口, 公司营业部数量从 2016 年末的 20 个迅速扩张至 2017 年末的 200 多个, 财富管理客户数由 2016 年末的 3 万户迅速扩张至 2017 年末的 293 万户, 也使得户均资产由 2016 年末的 2065 万元下降

至 2020 年末的 70 万元。同时，中金公司也选择与蚂蚁财富、腾讯理财通等平台渠道合作，补足线上渠道短板。例如，中金公司在腾讯理财通平台中上线中金财富专区，可导流至中金财富尊享版公众号，为客户提供 1V1 专属顾问服务。

服务端：大力扩张投顾团队规模，金融科技赋能投顾团队。2017 年以来中金高速扩张投顾团队，截至 2022 年末，中金财富投顾人数超 3800 人，较 2017 年末增长约 160%，明显高于中证协注册的投资顾问整体增速（约 72%）。为支持大规模的投顾团队提升服务质效，2022 年中金财富推出投资顾问一站式展业与成长平台 E-Space，投资顾问可通过该平台连接至中金研究、投研投管等研究部门，也可连接至财富规划专家、家族信托专家，帮助客户配置资产。

对比摩根士丹利，中金公司仍处在投顾团队建设的发展初期，其他渠道已在布局、但仍未形成成熟的业务模式。

- 1) 投顾渠道建设方面：以高净值客户为主的客群定位使得投顾团队的重要性凸显，目前中金公司投顾团队数量高速扩张，仍处于争取市场份额的业务发展初期，一线投顾员工的专业能力和人均产能较摩根士丹利仍有较大距离。
- 2) 其他渠道建设方面：摩根士丹利除投顾渠道外，通过并购强化自主渠道和企业渠道。而中金公司投顾业务线上渠道流量较小、主要依赖第三方销售平台，同时也缺失低门槛、低费率、客户自主参与的智能投顾渠道，大众客户难以享受精细化服务。企业渠道则主要依赖内部协同，2020 年中金公司提出“中金一家”战略，各业务部门共同服务战略客户，投行、交易等业务部门也可作为投顾推介客户，但考虑到金融分业经营背景下国内券商缺乏存贷款等商业银行业务资质、难以像美国大型投行一样提供全方位的综合金融服务，且中金公司各项业务发展和协同布局时间尚短，因此企业渠道建设也同样处于初期。

图表 14 中金公司营业网点数量、财富管理客户特征及投顾团队规模变动

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业网点数量	20	超 200	超 200	超 200	219	231	223
财富管理客户数量（万户）	3	293	301	327	369	454	582
财富管理客户资产（亿元）	6188	-	-	-	25783	约 30000	约 27600
财富管理客户户均资产（万元）	2065	-	-	-	70	约 66	约 47
财富管理投顾人数（人）	-	1460	1706	1941	-	超 3000	超 3800

资料来源：公司年报，公司招股说明书，平安证券研究所

三、基金公司：渠道与服务相对较弱，多元客户服务体系尚未建成

3.1 富达基金：投顾服务与客群多元，人工与智能投顾并举

从基金管理走向多元化经营，从折扣经纪商走向财富管理平台。富达基金于 1946 年成立，最初以资产管理为主业，20 世纪 60 年代后开始切入养老金管理市场，并开始为客户提供账户服务。70 年代后，富达不断丰富业务条线，由共同基金管理转向更多元的金融服务，提供企业管理服务、机构客户服务等，1978 年富达成立经纪服务公司，成为美国第一家提供折扣经纪服务的大型金融机构，为日后财富管理客户的积累奠定基础。1989 年富达推出投资组合咨询服务部门，开始向投资者提供投顾服务。2008 年富达又推出在线财富管理平台 Wealth Central，为投资者提供投资组合管理、财务规划等综合服务。2016 年富达推出智能投顾 Fidelity Go，有效拓展长尾零售客群。

产品端：目前富达已形成多层次、不同费率的投顾服务。富达通过旗下多个子公司开展投顾业务，其中 Fidelity Personal and Workplace Advisors LLC (FPWA) 是富达最主要的零售和高净值客户服务平台，目前 FPWA 旗下主要有面向不同个人客户的 8 个投顾品牌，服务与费率选择多元。Fidelity Institutional Asset Management (FIAM) 和 Fidelity Institutional Wealth Adviser LLC (FIWA) 主要服务机构客户，其中 FIAM 是富达服务机构客户的主要平台，可为机构投资者提供定制化投资解决方案；FIWA 是服务金融机构客户的财富管理平台，可通过平台化科技工具、富达共同基金等工具帮助金融机构更好服务其客户。此外，Fidelity Management & Research Company LLC (FMR Co)、Strategic Advisers (SAI) 则主要作为富达旗下基金、投顾账户的副顾问，支持集团内部工作。

图表15 FPWA 旗下投顾品牌一览

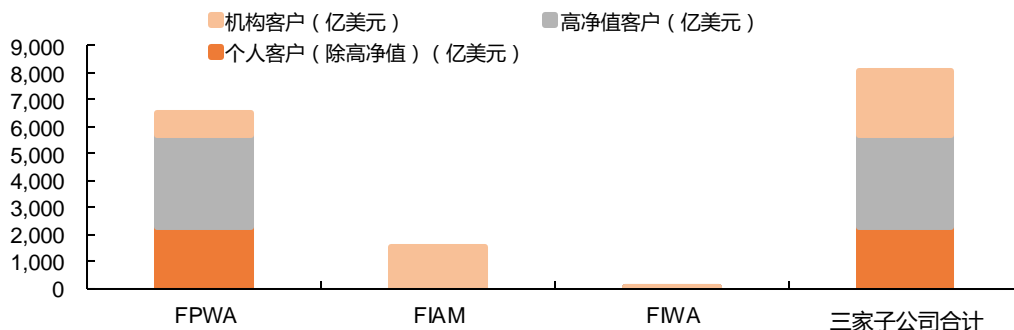
服务名称	面向客户及特色	服务内容	费率及最低投资门槛
Fidelity Go	大众零售客户、在线寻求投顾服务	由智能投顾提供策略定制、组合平衡；底层资产为 Fidelity Flex 系列共同基金，费率为 0	无投资门槛；费率：\$0（投资额在 2.5 万美元以下）、0.35%（投资额在 2.5 万美元以上）
Fidelity Managed FidFolios	大众零售客户、在线寻求投顾服务	由一支经验丰富的专业团队针对客户选择的投资偏好、节税目标、个性化策略来处理日常投资决策；所有服务均在线进行；不配备专属顾问	门槛：5000 美元；费率：0.40%或 0.70%
Fidelity Wealth Service	大众及富裕客户、提供电话和 1v1 服务	构建包含股票、债券基金的分散化组合，并提供节税等服务	门槛：5 万美元；费率 1.10%
Fidelity Strategic Disciplines	高净值客户	由专属投顾提供个性化投资组合，底层资产为股票和债券；可接触地产、信托、投资规划专家	门槛：50 万美元；费率：0.20%-1.50%
Fidelity Private Wealth Management	高净值和超高净值客户	在 Fidelity Wealth Service 和 Fidelity Private Wealth Management 基础上，由专家团队提供更复杂的投资管理服务。	门槛：200 万美元的管理资产或 1 千万美元的可投资资产；费率：0.20%-1.04%
Fidelity Wealth Advisor Solution	高净值和超高净值客户	由第三方独立顾问提供服务	门槛及费率不等
Alternative Investments Program	高净值和超高净值客户	为合格客户提供另类资产投资方案，底层资产包括房地产、私募股权、信用等	门槛及费率不等
Personalized Planning & Advice at Work	企业的退休计划参与客户	为企业退休计划设计多元化、退休目的的基金投资组合	无门槛；费率：最高 0.85%

资料来源：公司官网，平安证券研究所

渠道与服务端：人工与智能合作，线上与线下并举。富达通过不断完善投顾体系，形成了线上、线下并举的渠道布局与人工、智能投顾合作的服务模式。线上主要依赖 Fidelity Go 智能投顾和较为标准化的 Fidelity Wealth Service 账户服务，线下则依赖服务网点和自有及独立第三方投顾。据富达官网披露，目前富达在全球有 13 个区域站点和超过 200 个投资者中心；据 SEC 披露，截至 2023 年 6 月，子公司 FPWA 共有约 1.35 万投顾人员。

基于多层次投顾体系，富达投顾客户结构相对多元、均衡。据 SEC 截至 2023 年 6 月的最新数据 ADV 表格披露，FPWA 管理资产共计 6525 亿美元，其中个人客户（除高净值）、高净值客户、机构客户分别占比 35%、52%、13%；FIWA 和 FIAM 管理资产共计 1550 亿美元，其中个人客户（除高净值）、高净值客户、机构客户分别占比 0%、1%、99%。

图表16 富达主要投顾子公司管理资产结构（基于各类客户资产规模计算，截至 2023/06/27）



资料来源：SEC，平安证券研究所

3.2 南方基金：自研策略不断丰富，渠道合作补足流量短板

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

南方基金成立于 1998 年，是国内首批规范的基金公司，通过多年积累，已成为国内产品种类丰富、业务领域全面、资产管理规模位居前列的基金公司之一。据 Wind 统计，截至 2023H1 末，南方基金管理公募基金资产净值 1.11 万亿元，排名行业第四。南方基金也是国内基金投顾的第一批试点机构，旗下基金投顾品牌“司南投顾”于 2019 年 10 月发布。据中国基金报，截至 2022 年上半年，司南投顾累计签约金额超 130 亿元，累计签约客户数超 50 万人，在基金公司中保持领先。

产品端：基于投研优势，南方基金不断丰富投顾策略，打造特色投顾场景。南方基金投研实力和主动管理能力较强，司南投顾投资经理团队来自南方基金 FOF 投资部，投资经验丰富。自推出后，司南投顾不断丰富投顾策略与投顾场景，截至 2023 年 7 月，南方基金自有 APP 上，司南投顾共提供“稳健理财”、“跑赢通胀”、“追求增值”、“追求高收益”、“储蓄养老金”、“灵活取现”、“目标止盈”7 大主题的 21 只策略。此外司南投顾也推出面向高净值客户的定制服务“司南定制”和专户理财，起投门槛为 10 万元以上，费率采用阶梯式模式，整体费率水平与其他策略差异不大。

图表 17 南方基金基金投顾策略一览（截至 2023 年 7 月底）

主题	产品名称	投资门槛	投顾服务费率
稳健理财	司南月利宝组合、司南双月宝组合	500 元	0.2%
跑赢通胀	司南绝对收益稳健组合、司南绝对收益组合	500 元	0.4%
追求增值	司南股债稳健组合、司南股债稳健蓝筹组合、司南股债积极组合、司南股债进取成长组合、司南股债积极蓝筹组合、司南股债进取蓝筹组合、司南股债灵活组合、司南股债平衡组合、司南股债灵活蓝筹组合、司南股债平衡蓝筹组合	500 元	0.5%
追求高收益	司南多因子蓝筹指数组合、司南多因子蓝筹组合、司南多因子成长指数组合、司南多因子成长组合	500 元	0.5%
储蓄养老金	司南悦享人生 2035	500 元	0.5%
灵活取现	超级现金+	500 元	0.2%
目标止盈	幸福小目标	500 元	0.4%
司南定制	司南锐进组合	10 万元	10 万元以下：0.60%；10 万-50 万：0.50%；50 万-100 万：0.45%；100 万以上：0.40%
	司南安鑫组合	10 万元	10 万元以下：0.50%；10 万-50 万：0.40%；50 万-100 万：0.35%；100 万以上：0.30%
专户理财	南方鹏程 1 号等多个产品	起投金额不等，多数起投金额在 30 万元以上	费率不等

资料来源：南方基金 APP，平安证券研究所

渠道端：依赖线上渠道合作。目前国内基金公司仍主要以投资管理业务为主，渠道能力天然较弱，自有平台多以网站和 APP 为主、流量相对较小。因此司南投顾积极寻求渠道合作，上线蚂蚁财富、天天基金等第三方互联网销售平台，以及广发证券、万联证券、交通银行等证券与银行 APP。互联网线上渠道为主的渠道模式也使得司南投顾目前仍以大众零售客户为主，截至 2022 年上半年，司南投顾客户均资产约 2.6 万元，与行业平均客户均资产相似（据证监会新闻稿，截至 2023Q1 末，基金投顾试点机构服务客户约 524 万人、服务资产约 1464 亿元，测算客户均资产约 2.79 万元）。

服务端：顾问服务目前主要集中在客户画像。司南投顾获客依赖线上渠道合作，网点及投顾人员数量较少，使得司南投顾的服务能力相对较弱。目前司南投顾的顾问服务主要集中于客户画像阶段，通过关于客户资产、投资习惯、投资知识储备等内容的问卷调查和内部算法，将客户信息转化为风险承受能力指标；在此基础上，客户可进一步选择投资期望、预期收益、计划持有时间、资产偏好等，由系统自动推荐匹配策略产品。但除客户画像外，投资者教育主要通过公众号、公司自媒体文章，调仓说明等也主要通过官网文章、短信等方式通知客户，顾问服务仍相对不足。

对比富达基金，南方基金在渠道和服务方面相对缺失，高净值与机构客户服务不足。富达基金通过线上和线下、智能和投顾并举的方式实现客户全覆盖的多层次投顾体系。而南方基金基金投顾业务仍处于发展初期，业务重心主要在产品组合的打造上，顾问端服务主要依赖线上合作渠道和系统智能化推荐。线下渠道和投顾团队的缺失也使得南方基金高净值客户服务相对

不足，多层次的投顾服务仍未形成。此外，富达基金也为机构投资者设计个性化投顾方案，而国内基金公司基金投顾业务主要针对个人客户，机构客户的特色化基金投顾业务仍待进一步发展。

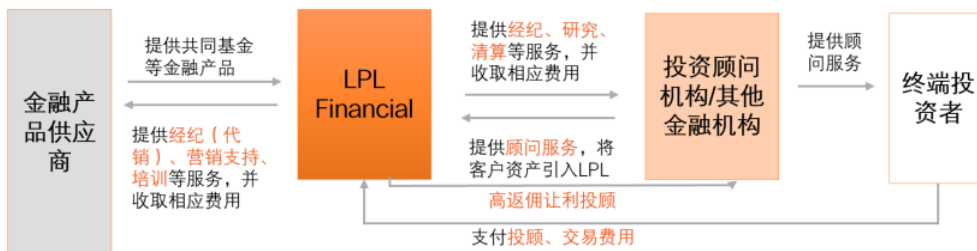
四、 第三方机构：平台建设不足，尚未完成基金经纪向投顾的收入转型

4.1 LPL Financial：定位独立投顾服务的全托管平台

LPL Financial 是美国领先的全托管平台 (Turnkey Asset Management Platform, TAMP), 与摩根士丹利、富达基金等机构不同, LPL 不直接为个人/机构投资者提供投顾服务, 而是通过独立的投资顾问机构服务投资者, 主要服务对象为投顾机构和其他金融机构。凭借 RIA (注册投资顾问, 需在 SEC 或州证券管理机构注册) 和 broker-dealer (经纪交易商, 需在金融业监管局 FINRA 注册) 的双重身份, LPL 可以连接金融产品供应商与投顾机构, 为金融产品供应商的共同基金、ETF 等产品提供销售平台, 也为投顾机构提供经纪、清算、托管等服务。由于 LPL 自身不从事共同基金管理、投资银行等业务, 仅提供来自第三方资管机构的理财产品, 同时也不干预顾问服务、不直接向客户销售理财产品, 因此在投资者、资管机构、投顾机构间保持相对独立性, 避免卖方销售与买方投顾间的利益冲突。

LPL 的商业模式在于和投顾机构的互惠互利, LPL 帮助投顾提升服务效率, 投顾为 LPL 带来客户资产、交易需求和投顾费分成。LPL 通过多个咨询平台为投顾提供客户管理、账户监控等工具, 也提供研究、清算、经纪等服务, 有效改善投顾的服务效率。而投顾为 LPL 带来客户资产, LPL 根据客户账户的资产规模收取投顾费用, 以及收取客户账户内现金余额、为客户提供保证金贷款等的利息收入。投顾为客户管理资产时产生的金融产品交易佣金也是 LPL 的重要收入来源。

图表 18 LPL Financial 主要商业模式

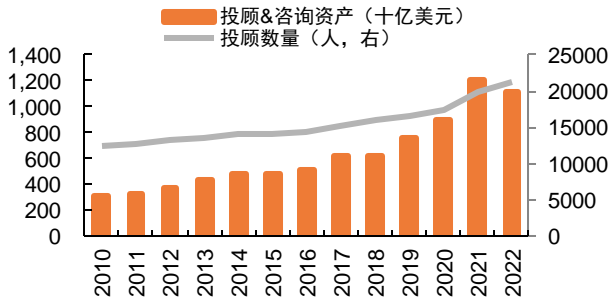


资料来源：平安证券研究所

渠道端：1) LPL 通过折扣经纪商完成初始投顾和客户流量的积累。LPL 的前身为两家折扣经纪商 Private Ledger 和 Linsco, 1973 年 Private Ledger 成立, 并走上折扣经纪商道路, 为独立投资顾问和个人投资者提供低费率的经纪服务和理财产品代销服务, 积累原始客户流量, 为后期 LPL 向 TAMP 的转型奠定基础。

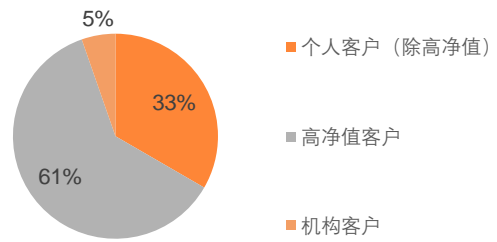
2) 投顾平台功能的完善和高返佣实现 AUM 的持续增长。1989 年 Private Ledger 和 Linsco 合并, 成立 LPL。1991 年 LPL 推出 Strategic Asset Management (SAM) 平台, 可以将客户的共同基金打包, 并基于资产规模收费, 成为行业第一批基于资管规模收费的基金销售项目。此后, LPL 建立研究部、为 SAM 平台提供研究支持。21 世纪后 LPL 陆续推出剩余的 5 个咨询平台, 包括结合智能投顾的 Guided Wealth Portfolios (GWP) 平台, 逐渐实现不同资本实力、不同需求的客群全覆盖。此外, LPL 具有较高的返佣比例, 可更好地吸引和留存顾问及其管理的客户资产。LPL 投顾费用对投顾的分成比例基本在 90%-100%。至 2022 年末, LPL 共有投资顾问 2.1 万人、客户投顾和经纪资产 1.1 万亿美元, 近 10 年 CAGR 分别为 4.8%、11.5%。客户投顾资产主要来自零售客户, 据 SEC 数据披露, 截至 2023 年 5 月 17 日, LPL Financial LLC 管理客户投顾资产 3680 亿美元, 其中个人客户 (除高净值)、高净值客户、机构客户分别占比 33%、61%、5%。

图表19 LPL 投顾数量、客户投顾和经纪资产变动



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表20 LPL Financial LLC 管理客户资产结构



资料来源：SEC，平安证券研究所

产品与服务端：LPL 通过六大咨询平台覆盖全类别投资者，帮助投顾为客户选择合适的平台与账户。目前 LPL 共有 6 个服务平台，可分为集中管理（Centrally Managed）和顾问驱动（Advisor-driven）两大类。集中管理平台可以为投顾机构提供全承包解决方案，包括投资管理、账户管理、组合监控和调仓，客户账户的最低投资额自 1000 美元-25 万美元不等。顾问驱动平台提供灵活的定制解决方案，目前最低投资金额在 2.5 万美元。此外，LPL 通过子公司 LPL Insurance Associates 提供寿险等保险产品的配置，通过 AW Subsidiary 为投顾和其他客户提供投资组合建模、投资组合分析等技术产品。

图表21 LPL Financial 六大咨询平台

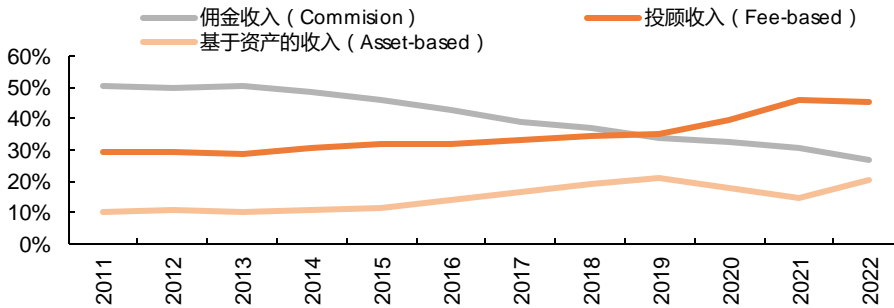
平台名称	Centrally managed platforms				Advisor-driven platforms	
	Model Wealth Portfolios (MWP)	Personal Wealth Portfolios (PWP)	Optimum Market Portfolios (OMP)	Guided Wealth Portfolios (GWP)	Strategic Asset Management (SAM)	Manager Select (MS)
服务内容	使用基于主题的策略，投顾可为客户提供共同基金和交易所交易产品的投资组合	由 LPL Financial Research 构建资产配置模型，挑选优质管理人，提供持续的尽职调查和监控；投资组合包括独立管理、共同基金、ETF	投资组合由 LPL Research 设计的资产配置模型选择；一个投资组合中最多可包括 6 只 Optimum 基金	智能投资平台，可实现智能与人工投顾的结合，底层资产为 ETF	为客户提供高度定制的投顾服务，投资资产包括共同基金、ETF、股票、债券、另类投资、结构性产品和年金	为高净值客户提供各类投资组合和投资风格，包括传统股票、固定收益、共同基金、ETF 策略
最低投资额	10000 美元	250000 美元	1000 美元，但 10000 美元以下会收取额外费用	5000 美元	25000 美元	25000 美元
费率	投顾费率最高 2.35%，管理人费率 0%-0.6%	投顾费率最高 2.35%，管理人费率 0.15%-0.60%	最高 2.50%	最高 1.0%	最高 2.50%	投顾费率最高 2.35%，管理人费率最高 0.60%
返佣比例	投顾费中，LPL 最多保留资产价值 0.35%，剩余部分 90%-100% 分配给投顾；管理人费中，LPL 最多保留某些模型资产 0.03%、0.05%，其余分配给投顾	投顾费将分配 90%-100% 给投顾	投顾费中将分配 90%-100% 给投顾	投顾费中将分配 90%-100% 给投顾	LPL 最多保留 0.20% 账户费，剩余部分将分配 90%-100% 给投顾	LPL 最多保留资产价值的 0.35%，用于托管、清算等费用，投顾费中剩余部分的 90%-100% 分配给投顾

资料来源：公司官网，平安证券研究所

随着交易佣金下滑、LPL 各咨询平台逐渐成熟，LPL 逐渐实现从基于流量的经纪收入向基于资产规模的投顾收入转变。2022 年 LPL 收入中，基于经纪交易服务的佣金收入（Commision）占比 27%，较 2011 年下降 23pct；而基于咨询平台客户规模

的投顾收入 (Fee-based) 占比 45%，较 2011 年提升 16pct，基于公司托管资产和客户现金的托管、利息等收入 (Asset-based) 占比 20%，较 2011 年提升 10pct。

图表22 LPL Financial 收入中佣金收入、投顾收入、基于资产的收入占比变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 盈米基金：三大业务模块共建买方投顾服务

产品与服务端：盈米基金通过且慢、启明、蜂鸟三个核心投顾服务平台，实现 2B2C 双管齐下。

1) 且慢：通过自研+大 V+外部试点机构，打造 toC 端“四笔钱”投顾服务。且慢是盈米基金旗下专注于个人理财的服务平台，2019 年盈米基金成为第一批基金投顾试点机构之一，2020 年 10 月且慢推出“四笔钱”基金投顾，将零售客户投资分为短期管理、短期稳健、长期投资、保险保障四大类，推荐不同投资风格的投顾产品和保险产品。从投顾产品管理者来看，目前且慢平台提供盈米基金自研策略、外部试点机构专属策略和入职且慢的基金“大 V”主理人策略，其中自研策略和主理人策略采用固定年费模式，同时投顾组合中基金交易产生的交易手续费可抵扣投顾服务费，第三方试点机构的策略则主要采用资产规模比例收费模式，收费比例在 0.30%-0.6%。

图表23 且慢平台投顾产品一览

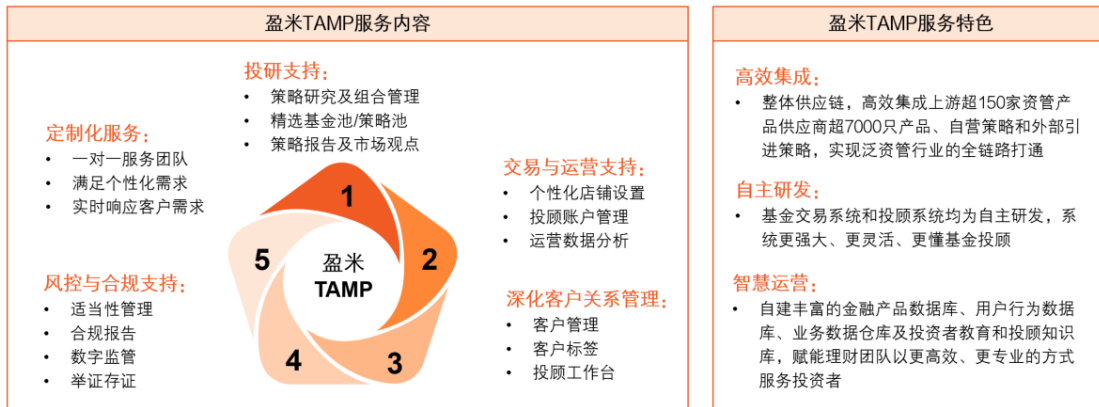
“四笔钱”投资框架	产品管理者	基金公司或其子公司 (持牌基金公司引入)	盈米基金 (平台自研策略)	主理人 (入职且慢并且通过FOF基金经理考试)
三年以上	长期投资	兴证全球：进取派优选	周周同行	ETF拯救世界： • 长赢指数投资计划-150份 • 长赢指数投资计划-S定投 聊聊静吧：春华秋实
半年以上	短期稳健	交银施罗德：我要稳稳的幸福 广发基金：超级理财加	花好月圆	
随存随取	活钱管理		盈米宝 货币三佳	
一年/终身	保险保障		专业保险服务 锁定长期收益计划 家庭保障计划 星辰大海计划 向阳绽放计划 春暖花开计划	

资料来源: 且慢 APP, 平安证券研究所

2) 启明：依托盈米 TAMP，为 B 端投顾机构提供一站式服务平台。盈米基金通过自主研发基金交易系统和投顾系统，推出盈米 TAMP，可为拥有财富管理能力和客户资源的线上 KOL、线上或线下财富管理团队提供一站式投顾服务解决方案，让理

财团队专注于客户开拓和管理。盈米 TAMP 集投研支持、交易与运营支持、客户管理、合规与风控支持、定制化服务于一体，上游连接超 150 家资管机构的超 7000 只产品，下游连接理财团队/金融机构，进而服务终端投资者，实现 B to B to C 的业务模式（盈米-机构-C 端用户）。终端投资者通过盈米基金搭建理财账户、交易基金产品，盈米基金与理财团队/金融机构进行产品代销费用的收入分成。截至 2022 年底，启明服务 74 家合作机构，进而服务 212 万个人投资者，累计执行基金交易总额达 2790 亿元。

图表24 盈米 TAMP 的服务体系与服务特色



资料来源：盈米基金官网，平安证券研究所

3) 蜂鸟：针对 B 端资管机构的全场景数字化服务解决方案。蜂鸟可为资管机构提供集基金交易运营、投研支持、科技赋能、营销赋能于一体的集成服务，通过提供基金交易系统，赚取 B 端资管机构交易基金的产品代销费用。截至 2022 年末，蜂鸟已投产上线专业基金投资机构超 300 家，包括银行及理财子、公募基金、券商资管、保险、信托等各类头部资管机构，服务基金投资经理超 400 名。

图表25 盈米蜂鸟的主要服务模式与服务内容



资料来源：盈米基金官网，平安证券研究所

渠道端：C 端流量来自于线上渠道存量长尾客户及主理人“粉丝”流量，B 端流量依赖行业口碑。

1) C 端：且慢平台自 2016 年设立之初就定位为服务个人投资理财的买方投顾品牌，专注于基金组合策略，对单只基金不做重点推广，因此长期积累下来的客户流量对买方投顾概念认知较深，对基金投顾产品接受度较高。同时，且慢引入大 V、导入其粉丝流量，大 V 粉丝团队对其投资风格认可度较高，因此对投顾业务的粘性也较强。

2) B 端：启明及蜂鸟的机构客户获客更依赖行业口碑，通过为机构投资者提供交易系统服务，赚取投资者基金产品交易的手续费和尾佣。目前盈米基金交易系统功能与天天、基煜等差异不大，代销费率也都均较低，因此行业壁垒不高、竞争激烈，盈米基金主要依赖先发优势。

对比 LPL Financial，目前盈米基金处于投顾平台的建设阶段，仍未实现从经纪收入向投顾收入的转型。盈米基金通过 C 端和 B 端基金代销完成初步的流量积累，目前处于投顾平台建设阶段。一方面，盈米且慢作为基金投顾试点持牌机构，支持自有投顾团队和合作大 V 为 C 端客户提供基金组合构建、监控等服务；另一方面，盈米启明通过盈米 TAMP，为外部投顾试点机构/理财团队提供系统、投研支持。但目前国内整体投顾业务仍在发展初期、规模有限，盈米基金流量转化仍以基金代销收入为主，未来要实现经纪收入向投顾收入的转型，仍需基金投顾业务环境的进一步发展，以及盈米基金投顾品牌和投顾平台的完善。

五、 试点将转常规，新规将打开基金投顾发展新篇章

对比美国各类机构的投顾业务，目前我国基金投顾业务仍在发展初期。美国投顾业务自 20 世纪 60-70 年代起快速增长，目前已形成投行、资管、第三方投顾平台、独立投顾等不同参与者差异化竞争的格局。而国内投资者对买方投顾概念认知有限、投顾策略灵活性受限、投顾人才储备不足、服务模式单一等痛点仍存，各类试点机构还未形成成熟的业务模式。

1) 证券公司：目前以中金为代表的头部券商已初步形成覆盖高净值客户、富裕客户和大众客户的财富管理体系。但相较于美国大型投行，国内券商服务复杂资产配置需求的能力仍有一定差距，同时投顾团队也处于数量高速扩张初期、专业能力与人均产能仍有待提升。

2) 基金公司：国内基金公司投资端发展较快，投资策略不断丰富，但渠道端和服务端的天然劣势使其难以在短期内实现类似于富达基金的多元客户投顾服务体系。

3) 第三方平台：美国领先的全托资管平台 LPL Financial 不直接服务于投资者，而是通过六大咨询平台支持独立投顾为全类别投资者提供服务。目前国内以盈米基金为代表的第三方机构也开始 TAMP 模式的尝试。一方面，作为基金投顾试点机构，盈米旗下且慢平台引入大 V 和外部基金公司服务 C 端投资者；另一方面，依托自有交易系统，盈米旗下启明和蜂鸟平台为 B 端金融机构提供交易和投研等服务。但与 LPL 相比，盈米平台建设时间较短、仍未形成覆盖全类型客户的成熟生态，收入仍依赖基于流量的基金销售费用。

图表26 中美三类代表机构基金投顾业务的对比

证券公司	摩根士丹利	<ul style="list-style-type: none"> 产品端：提供不同费率的五类投资咨询账户，以及更好满足高净值客户的综合财富管理服务。 渠道端：自建与收购并举，逐步拓展为顾问、自主、企业三大渠道；此外，作为综合性金融机构，财富管理、投资管理、机构证券三大部门有机协同、推介客户。客户结构以高净值客户为主，2018年资产规模100万美元以上的客户资产占比82%。 服务端：投顾团队注重专业性，通过金融科技提升投顾效率，投顾团队由扩容转向提产能。
	中金公司	<ul style="list-style-type: none"> 产品端：通过“中国50”“微50”“公募50”实现从高净值客户向零售客户的覆盖延伸，但底层资产仍集中在FOF类产品和公募基金。 渠道端：收购中投证券补足线下渠道短板，联合第三方销售机构补足线上大众零售渠道短板。 服务端：投顾团队仍在快速扩容阶段。
基金公司	富达基金	<ul style="list-style-type: none"> 产品端：通过多个子公司实现多层次、不同费率的投顾服务体系，面向客户从大众零售到高净及机构客户，费率也从0至1.5%。 渠道与服务端：人工与智能投顾合作，线上与线下渠道并举。线上依赖智能投顾和电话服务，线下依赖200多个网点和1.35万投顾人员。客户结构相对多元、均衡，子公司FPWA、FIWA、FIAM合计客户资产中个人、高净值、机构分别占比28%、42%、30%（数据截至2023年6月27日）。
	南方基金	<ul style="list-style-type: none"> 产品端：投顾策略不断丰富，自有APP上已推出7大主题的21只策略，包括养老、高净值客户定制等特色策略。 渠道端：依赖与第三方、券商、银行的线上渠道合作。客户以大中零售客户为主，户均资产较少。 服务端：主要服务集中在客户画像，投资者教育、账户监控与调整等服务相对不足，难以满足高净值和机构客户需求。
第三方机构	LPL Financial	<ul style="list-style-type: none"> 产品与服务端：定位TAMP，通过独立投顾机构服务终端投资者，打造六大咨询平台覆盖全类别投资者，帮助投顾为客户选择合适的平台与账户。 渠道端：20世纪70-80年代通过折扣经纪商完成初始投顾和客户流量积累，此后通过完善投顾平台建设和高返佣吸引并留住顾问，实现AUM的持续增长，并实现从基于流量的交易佣金收入向基于资产规模的投顾收入转型。
	盈米基金	<ul style="list-style-type: none"> 产品与服务端：三大业务板块实现2B2C双管齐下——基金投顾平台且慢、投顾机构一站式服务平台启明、资管机构数字化解决方案提供商蜂鸟。目前仍处于投顾平台的建设阶段，收入结构也依赖投资者和投顾机构使用交易系统的基金代销收入，尚未实现从经纪收入向投顾收入的转型。 渠道端：C端流量来自线上渠道和大V粉丝流量，B端流量依赖行业口碑。

资料来源：SEC，平安证券研究所

基金投顾相关政策加速出台，彰显监管大力发展我国基金投顾业务的决心。2019年10月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，基金投顾业务正式启动。2020年4月，证监会发布《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，明确基金投资顾问业务属于证券基金咨询业务的一种，明确从事基金投资顾问业务的机构可提供管理型投资顾问服务。2021年11月以来，基金业协会陆续发布《公开募集证券投资基金投资顾问服务业绩及客户资产展示指引（征求意见稿）》和《公开募集证券投资基金投资顾问服务协议内容与格式指引》，进一步细化基金投顾业务业绩展示、协议内容等。2023年6月，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》（以下简称“新规”），将推动基金投顾试点转常规，进一步完善国内基金投顾业务的顶层制度设计。

新规从投资端、服务端、费率端多方面进一步优化，具体来看：

- 1) 投资端：投资标的由公募拓展至私募，引入养老场景，优化投资集中度，允许策略设置一定锁定期、要求控制换手率
 - 稳健放宽投资标的，新增私募基金，但规模上限更为严格；CTA、宏观对冲等投资策略更灵活的私募基金纳入标的资产，将有助于进一步降低投资组合的波动性，同时也将有利于展业机构发挥自身专长，高净值客户占比较高、私募产品代销服务更具经验的券商具有相对优势。新规表示，提供私募证券投资基金投资建议的，应当符合：①单一客户持有单只私募基金的市值不得高于该客户委托资产的5%；②单一基金投顾机构为所有客户配置私募基金的总规模不得超过该机构为客户配置公募基金总规模的10%；③客户应当符合组合策略中每只私募基金的适当性管理要求、合格投资者条件以及单笔投资金额限制；④不得将封闭期长于3个月、净值披露周期长于1周的私募基金，不披露底层私募基金具体构成的FOF产品等，按照审慎经营原则不应提供投资建议的私募基金纳入备选库。
 - 新规为“投顾+养老”业务模式预留空间；目前以南方基金为代表的试点机构已开始养老主题投顾产品的布局，新规有望加速投顾场景化的发展，而居民养老投资的旺盛需求也有望成为基金投顾业务做大做强的驱动力。新规表示，基金投顾机构为客户提供养老相关的财富管理规划服务的，应当全面了解客户的养老需求，综合运用资金规划、资产配置、基金研究等能力，提供科学、稳健和长期的专业服务。
 - 新规优化集中度管理，将增大投顾产品策略灵活度。①新规明确限制范围聚焦于管理型基金投顾；②豁免单一客户持

有单只基金市值不得超过该客户委托资产市值 20% 的基金种类进一步扩大至货币基金、宽基指数及宽基指数增强基金、养老目标基金、FOF 基金；③将单一基金组合策略下所有客户持有单只基金份额不得超过该基金总份额的上限由 20% 提升至 50%；④删去不得向客户建议结构复杂的基金，包括分级基金场内份额等；⑤新增对持有份额占比较高的基金做好流动性风险管理等。

- **新规允许基金组合策略设置一定锁定期，可更好匹配客户长期投资需求，一定程度上将降低波动行情中“追涨杀跌”的现象。**新规允许基金组合策略设置一定锁定期，同时明确要求基金投顾机构应坚持长期投资理念，有效控制基金组合策略的换手率。

2) 服务端：明确规定“顾”端服务内容，明确“投”端仍保持集中管理，区分基金销售与投顾、突出服务优势，豁免部分机构客户服务限制

- **新规引导投顾更深入了解客户需求、强调服务与需求的适当性匹配，明确投顾服务内容，有利于基金投顾机构规范服务流程，扭转当前“重投轻顾”、投顾产品化的现象。**新规要求基金投顾机构全面了解客户情况，在了解客户投资目标、投资期限、风险承受能力和偏好等情况前，不得展示基金组合策略。新规明确服务内容包括持续关注客户承受能力变化、监测服务与客户投资目标、风险承受能力的匹配程度、积极开展投资者教育、建立健全客户回访机制、建立健全客户投诉处理机制等。
- **新规明确投资决策主体的职责和权限划分；加强对投资环节的集中统一管理，基金组合策略仍需投资决策委员会集中审议决策，一线顾问对于投资组合个性化的影响力仍相对较小。**新规明确投资决策委员会将审议决策：生成基金组合策略，调整基金组合策略的风险等级、目标资产配置比例、目标风险收益等重要属性，决策基金出、入基金备选库，调整基金组合策略具体基金品种、数量，确定基金组合策略说明书内容等。投资策略委员会可以授权策略经理调整基金组合策略具体基金品种、数量。
- **加强基金投顾业务与基金销售业务的区分、隔离，将突出基金投顾业务的服务优势。**新规要求基金投顾机构与基金销售机构合作时，应明确权责义务，基金销售机构不得分取基金投资顾问服务费。基金销售机构从事基金销售业务中，不得以基金组合等形式向客户提供已改变单只基金风险收益特征的基金投资建议，不得提供持续调整基金品种、数量的投资建议，不得以“投资顾问”等名义提供服务；不得就附带服务单独签订合同或者收取费用。
- **豁免机构客户的部分限制，有利于发展机构客户型投资顾问业务，投研优势更强、渠道能力较弱的基金公司或将更为受益。**新规明确基金投顾机构为其他基金投顾机构、合格境外投资者、社保基金、企业年金、职业年金、证券公司、期货公司、基金管理公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等机构及其子公司等机构客户服务可豁免部分限制，包括不得提前展示基金组合策略和历史业绩、换手率限制、基金组合集中度等。

3) 费率端：删除投顾收费上限，明确换手率过高的机构需以交易费抵扣投顾费

- **新规删除 5% 的费率上限，有望激发基金投顾机构展业积极性。**此前试点通知中，要求基金投顾服务费年化标准不得高于客户账户资产净值的 5%（以年费、会员费等方式收取费用且每年不超过 1000 元的除外）。
- **新规注重利益冲突的处理，要求基金销售机构开展基金投顾业务换手率超过 1 倍的应以基金交易费用抵扣投顾费。**新规明确，基金投顾机构不得采用可能产生利益冲突的收费方式，同时开展基金销售业务的，应当对基金投顾业务相关基金销售费用收取做出合理安排。基金组合策略年度单边换手率超过 1 倍的，应当以基金交易费用抵扣基金投顾服务费等方式规避利益冲突。

新规落地，需求、供给两端改革提速，基金投顾业务有望开启新篇章。此次新规征求意见稿的发布补足基金投顾业务规则供给，引导基金投顾机构调整、纠正试点中存在的“重投轻顾”和“产品化”倾向等问题，同时拓展标的范围、优化费率上限，有望扩大业务发展空间。同时，近年来资本市场改革提速，将释放居民理财需求、基金投顾业务迎来发展黄金期：

1) 需求端：居民金融资产配置需求增长，个人养老金制度落地、有望成为投资公募基金重要渠道，基金投顾重要性将提升。国内居民资产配置长期以房地产为主，但随着居民财富不断积累、房地产投资属性弱化，居民资产配置向金融资产转移，居

民投顾需求旺盛。据 Wind 数据，中国居民资产配置中，金融类资产占总资产的比重从 2000 年的 43.26% 逐步提升到 2019 年的 56.88%。此外，2022 年个人养老金制度落地，个人养老金投资公募基金新规正式出台，也有望进一步促进基金投顾业务的发展。

2) 供给端：公募基金不断扩容，丰富基金投顾选择，公募基金费率改革正式启动、也将加速买方投顾体系建设。据 Wind 统计，截至 2023 年 7 月末，全市场共 11027 只公募基金、合计资产净值 27.43 万亿元，较 2018 年末分别增长 114% 和 112%。同时公募基金产品类型不断丰富，从早期的货币、固收、权益等，逐渐发展至商品、公募 REITs、各类主题基金等多个品种，为基金投顾策略的丰富奠定基础。此外，公募基金费率改革正式启动，2023 年 7 月以来多家基金公司均宣布降低主动权益类基金的管理费率，将倒逼基金公司、销售机构等财富管理产业链参与者重构业务生态、加速买方投顾体系的建设。

六、投资建议和风险提示

6.1 投资建议

对比美国机构，目前我国基金投顾业务仍处于发展初期阶段。但近年来资本市场改革提速，个人养老金制度落地、公募基金费率改革启动，将助力居民资产配置转向金融资产，有利于投资者基金投顾需求的释放。基金投顾新规征求意见稿的发布也意味着国内基金投顾业务将由试点转向常规，将打开各类财富管理机构的投顾业务发展新篇章。

目前国内券商具有渠道和服务的相对优势，基金公司具有产品优势，第三方销售机构具有渠道和技术优势，三类机构各有所长、差异化竞争的行业格局初现，建议关注业务能力领先、具备试点先发优势的头部机构及其母公司：1) 高客基础较好、综合服务能力领先的头部券商中金公司、华泰证券和中信证券；2) 旗下基金和资管子公司投资能力更强、品牌优势突出的广发证券、东方证券、兴业证券；3) 旗下第三方销售平台客户流量领先、金融科技储备较好的东方财富。

6.2 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度和投资收益，进而影响基金投顾机构展业。
- 2) 基金投顾新规等政策落地不及预期，影响各类机构业务资质申请和展业。
- 3) 宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，影响居民财富积累，同时致使投资者风险偏好降低。
- 4) 资本市场改革力度不及预期，投资标的有限。

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 2023 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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层