

非银金融行业深度报告

财富管理系列报告之三——权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利

增持（维持）

2025 年 11 月 13 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

投资要点

■ **权益市场回暖，公募偏股型基金发行创新高，带动权益财富管理加速发展。**中国权益市场景气度回升，截至 2025 年 9 月底，股票市场总市值及流通市值分别达 105 万亿元和 96 万亿元，占 GDP 的 78% 和 71%，为 2022 年以来高位。随着 2024 年 9 月监管推出组合政策，包括推出两项金融工具、引导中长期资金入市等，市场活跃度显著提升，投资者开户数量大增。2024Q4 及 2025.1-3Q 日均股基交易量分别达 2 万亿元和 1.9 万亿元，单日交易量一度曾达 3.6 万亿元，创历史新高。A 股两融余额持续攀升至 2.5 万亿元，为 2015 年 6 月以来的新高。权益市场的交投活跃，带动偏股型公募基金发行亦显著回暖。2025 年 1-9 月股票+混合类公募基金发行规模 4187 亿份，同比+175%，占总发行量的 49%。此外，ETF 及被动指数型产品新发也保持高位。长牛预期下，权益财富管理发展加速。

■ **权益财富管理未来可期。**改革开放后我国居民财富水平逐步改善，对财富保值增值需求强烈。过去 20 年居民资产主要配置在房产上，权益依然是低配。展望未来，我们认为在产业结构升级、利率下行、政策扶持机构化、以及机构和权益资产优秀的收益率的大背景下，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场潜力巨大。

■ **券商是权益财富管理的主要参与者，将充分受益于权益财富管理的发展。**证券经纪业务进入存量竞争阶段，转型财富管理势在必行。券商涉及权益财富管理的业务包括经纪业务（包括代销金融产品，证券投顾），信用业务，投资管理（包括资产管理业务，私募股权投资，另类投资）。券商在权益财富管理方面的优势主要体现在市场投资能力、资产获取能力、研究能力以及客户基础方面。三维度协同发力：

■ **①外部产品代销：代销保有规模占比持续提升，ETF 成主要推动力。**券商基金代销保有规模市占从 2017 年的 6% 提升至 2023 年的 11%，但仍低于商业银行和独立基金销售机构。而券商用户画像多为风险偏好较高的股民，且券商也是场内交易的唯一渠道，因此券商在以 ETF 为主的股票基金中的优势显著。在公募基金降费逐步落地以及监管引导中长期资金入市的背景下，权益类产品具有更大的发展潜力。考虑到近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，我们看好券商在权益类基金销售领域的增长空间。

■ **②内部产品供给端：提升主动资产管理能力，加强财富管理投资端及产品端能力。**目前主要包括 4 种主流转型模式：1) 设立资管子公司，申请公募牌照将资管业务从券商剥离，目前持有公募基金牌照的券商系有 15 家。2) 控股、参股公募基金。3) 加强投研能力，丰富产品类型进行差异化竞争。4) 打造综合平台，注重业务协同，利用私募股权基金展开资管等业务。

■ **③销售端，券商积极建立线上平台，完善客户分层服务体系，布局投顾团队，加码基金投顾。**打造专业化的投资顾问队伍已被各大券商作为经纪业务向财富管理转型的关键基础。在此基础上，基金投顾业务在提升客户资产规模和客户粘性方面具有重要作用，为券商财富管理转型的核心突破口。基金投顾试点意味着券商财富管理业务从产品代销的“卖方模式”转向账户管理的“买方模式”，即通过类似于“全权委托”的模式，将投资顾问与客户利益进行绑定。截至目前，共有 29 家券商获批了基金投顾业务试点资格，多数券商已经推出了自己的基金投顾产品，在客户和产品规模上已取得一定进展。

■ **风险提示：**宏观经济波动加大，监管政策趋严，资管行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

《FVOCI 是什么？——险企 FVOCI 投资专题分析》

2025-11-12

《中长期资金入市，券商分享权益财富管理发展红利——证券行业 2026 年年度投资策略》

2025-11-10

内容目录

1. 权益市场景气度回升，偏股公募基金发行显著回暖	4
2. 权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利	6
2.1. 券商传统经纪业务竞争加剧，转型财富管理势在必行	7
2.2. 券商发展权益财富管理具有天然禀赋	7
2.3. 券商财富管理转型：以构建产品平台为基础，以投顾业务为突破口	9
2.3.1. 外部产品代销：代销保有规模占比持续提升，ETF 成主要推动力	9
2.3.2. 内部产品供给端：提升主动资产管理能力，加强财富管理投资端及产品端能力	14
2.3.3. 销售端：积极建立线上平台，完善客户分层服务体系，布局投顾团队，加码基金投顾	18
3. 风险提示	20

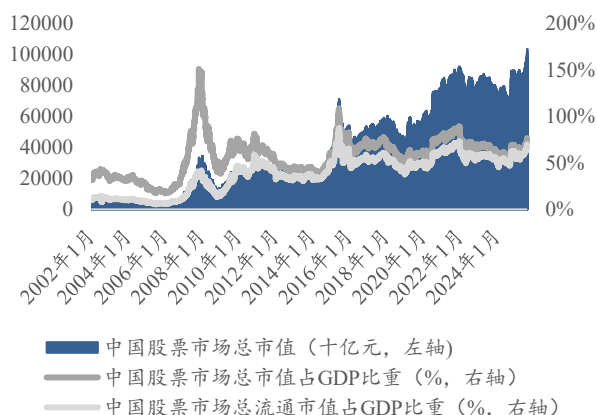
图表目录

图 1:	中国股票市场市值及占 GDP 比重	4
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	4
图 3:	A 股日均股基交易额创历史新高	4
图 4:	A 股两融余额 (十亿元) 持续攀升	4
图 5:	公募基金历年发行规模 (亿元)	5
图 6:	偏股型基金新发规模 (亿元) 及占比 (%)	5
图 7:	公募基金和偏股型基金历年新发行数量 (只)	6
图 8:	2009 年以来股票 ETF 基金新发规模 (亿份)	6
图 9:	权益财富管理市场产业链	6
图 10:	国内证券行业佣金率	7
图 11:	国内证券行业代理买卖证券业务净收入	7
图 12:	2015-2024 年投资者账户数 (万户)	8
图 13:	沪市每月新增开户数 (万户)	8
图 14:	券商基金代销保有量市占持续提升	9
图 15:	各渠道股票基金销售保有规模占比情况	10
图 16:	各渠道 QDII 基金销售保有规模占比情况	10
图 17:	基金代销收入结构示意图	11
图 18:	第三轮费改下, 客户维护费调降对渠道的影响	12
图 19:	2018-2025H1 上市券商合计代销金融产品收入	14
图 20:	上市券商代销收入及占经纪收入比 (Top20)	14
图 21:	2014-2024 年券商资管规模 (亿元)	14
图 22:	2021 年 Top20 券商主动管理资管规模及占比	14
图 23:	券商公募基金管理规模 (亿元) 及增速 (%) -2018 年 VS2025 年	15
图 24:	中金投资管理业务架构	17
图 25:	私募股权投资与其他业务条线协同发力	17
图 26:	券商证券服务 APP 月活 (万人)	18
图 27:	证券投顾人数和证券经纪人人数 (万人)	19
表 1:	券商财富管理业务分类	9
表 2:	2024 年销售机构公募基金销售保有规模百强榜单 (前 30 名, 按偏股型公募基金保有规模排序)	10
表 3:	头部券商持有公募基金股权及盈利情况	16
表 4:	部分券商基金投顾产品及发展情况	20

1. 权益市场景气度回升，偏股公募基金发行显著回暖

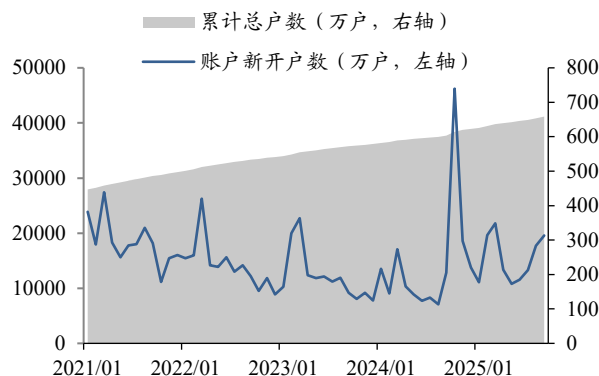
中国权益市场景气度回升。截至 2025 年 9 月末，中国股票市场总市值及流通市值分别达到 105 万亿元和 96 万亿元，处于历史高位，占 GDP 比重分别为 78%和 71%，为 2022 年以来高位。随着 2024 年 9 月监管推出组合政策，包括推出两项金融工具、引导中长期资金入市等，市场活跃度显著提升，投资者开户数量大幅增长。根据上交所统计，2024 年 10 月至 2025 年 9 月平均月新开户数达 290 万户，较 2023 年增长 48%。交易量方面，2024 年第四季度及 2025 年前三季度，日均股基交易量分别达到 20388 亿元和 18723 亿元，单日交易量一度曾达到 3.6 万亿元，创历史新高。A 股两融余额持续攀升至 2.5 万亿元，为 2015 年 6 月以来的新高。资金面方面，A 股资金面自 2019 年以来持续净流入，2021 年北上资金日均净流入创历史新高。

图1：中国股票市场市值及占 GDP 比重



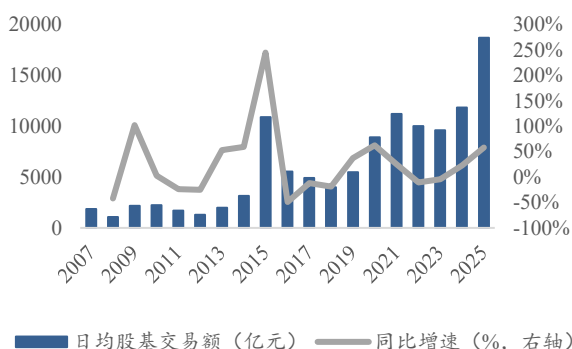
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）



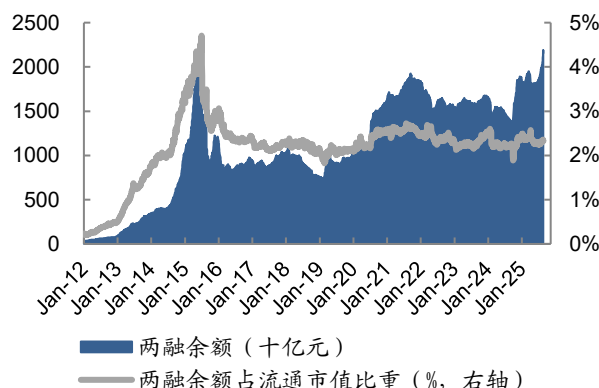
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：A 股日均股基交易额创历史新高



数据来源：Wind，东吴证券研究所，截至 2025 年 9 月 30 日

图4：A 股两融余额（十亿元）持续攀升

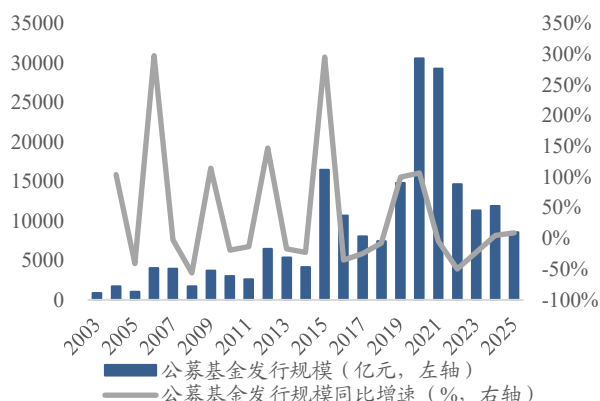


数据来源：Wind，东吴证券研究所

偏股型公募基金发行回暖。2020-2021年，公募基金天量发行，创历史新高，平均年新发基金数量1657只，平均年新发规模3.05万亿元，平均规模较2019年增长116%。其中，发行主力为偏股型基金，平均新发数量1162只，平均新发行规模高达2.06万亿元，规模较2019年大增304%，新发规模超过2016年至2019年发行之和，占公募基金新发行规模的67%。此后随着行情持续走低，偏股公募基金发行遇冷，取而代之的是债券型基金发行占比显著提升，2022-2024年，债券型基金发行规模占比约70%。随着2024年9月24日系列政策的发布，权益市场交投活跃，带动偏股型公募基金发行亦显著回暖。2025年1-9月股票+混合类公募基金发行规模4187亿份，同比+175%，占总发行量的49%。

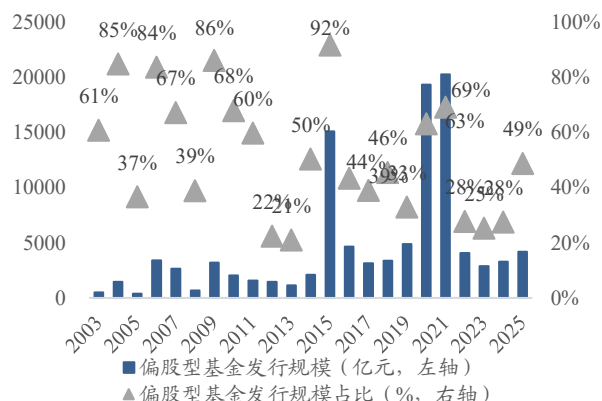
ETF及被动指数型产品新发保持高位。被动投资的兴起一方面源于政策的有力引导和支持。2024年4月发布的新“国九条”提出，大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。2024年9月24日，证监会主席在国新办发布会上表示，将进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF在内的基金产品。2025年以来发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》、《推动公募基金高质量发展行动方案》进一步细化及深化了被动投资的发展框架。另一方面是由于受市场波动等影响，近几年主动权益类基金“赚钱效应”较差，很难跑出相对收益，而被动指数型基金基本跑赢业绩基准。据Wind数据，2022-2024年主动权益基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）平均超额回报分别为-5.6%、-7.0%、-7.6%，而被动指数型基金平均超额回报分别为1.6%、1.4%、1.5%。相比国外市场，我国被动指数投资规模仍较小，我们认为随着被动指数基金产品种类日益丰富、中长期资金持续入市、投资者对指数基金认识的加深，我国的指数产品规模有望持续扩大，被动投资时代已经来临。

图5：公募基金历年发行规模（亿元）



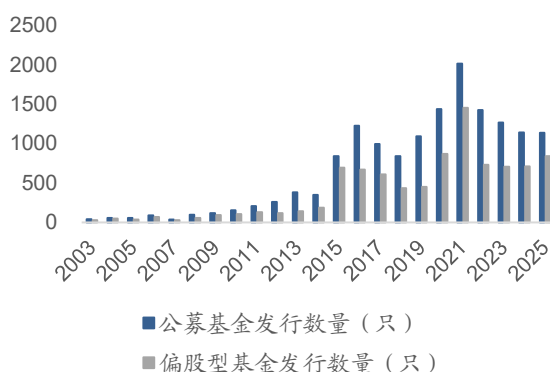
数据来源：Wind，东吴证券研究所，截至2025年9月30日

图6：偏股型基金新发规模（亿元）及占比（%）



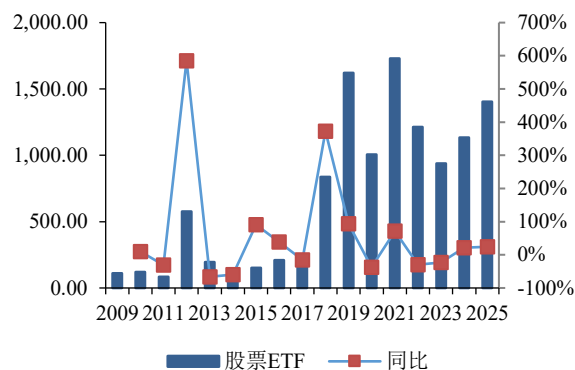
数据来源：Wind，东吴证券研究所，截至2025年9月30日

图7：公募基金和偏股型基金历年新发行数量（只）



数据来源：Wind，东吴证券研究所，截至 2025 年 9 月 30 日

图8：2009 年以来股票 ETF 基金新发规模（亿份）



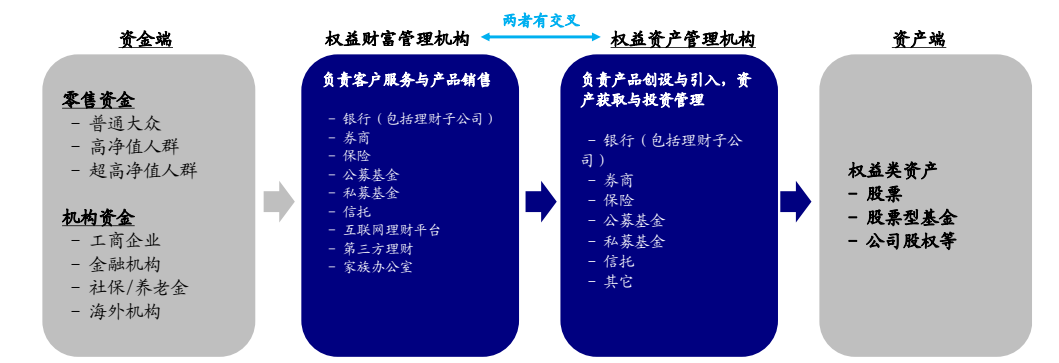
数据来源：Wind，东吴证券研究所，截至 2025 年 9 月 30 日

2. 权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利

改革开放后我国居民财富水平逐步改善，对财富保值增值需求强烈。过去 20 年居民资产主要配置在房产上，当前我国居民的资产配置依然是低配权益。展望未来，我们认为在产业结构升级、利率下行、政策扶持机构化、以及机构和权益资产优秀的收益率的大背景下，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场潜力巨大。

权益财富管理是指以客户为中心，将客户的资产、负债、流动性进行综合管理，投资于权益类资产的金融服务，以帮助客户达到降低风险、实现财富保值、增值和传承等目的。权益财富管理市场包括资金端，权益财富管理机构，权益资产管理机构和资产端。其中，资金端，即财富管理客户，包括零售客户和机构客户。权益财富管理机构负责客户服务与产品销售，主要包括银行（包括银行理财子公司）、券商、保险、公募基金、私募基金、信托、互联网理财平台、第三方理财、家族办公室。权益资产管理机构负责产品创设与引入，资产获取与投资管理，主要参与方包括银行（包括银行理财子公司）、券商、保险、公募基金、私募基金、信托等。资产端为权益类资产，包含股票，股票型基金，公司股权等。

图9：权益财富管理市场产业链



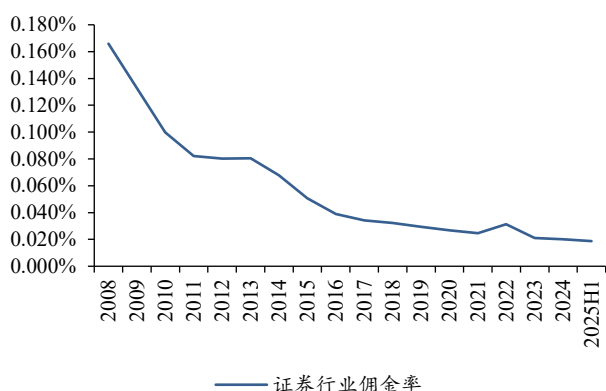
数据来源：东吴证券研究所绘制

券商是权益财富管理的主要参与者，我们认为其将充分受益于权益财富的发展。券商在其中涉及的业务主要包括经纪业务（包括代销金融产品，投顾业务），信用业务，投资管理（包括资产管理业务，私募股权投资，另类投资等）。

2.1. 券商传统经纪业务竞争加剧，转型财富管理势在必行

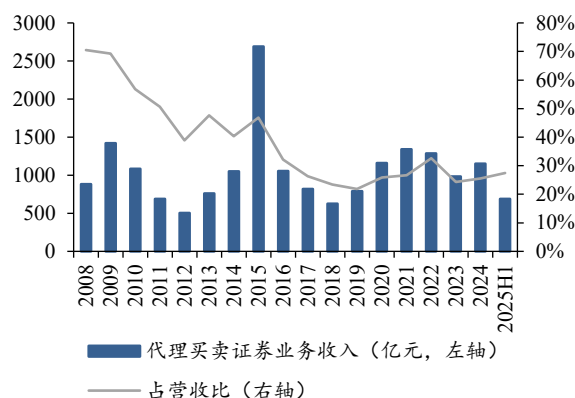
证券经纪业务进入存量竞争阶段，转型财富管理势在必行。证券经纪业务曾是国内券商主要盈利来源之一，但在经过行业保底佣金放开，“一人多户”政策刺激和网上销户的实施，行业佣金率下限不断被打破，佣金率已从 2009 年 0.133% 下滑至 2025 年上半年的 0.019%。与此同时，券商经纪业务收入占比从 2008 年 70.5% 一路降低到 2025 年上半年的 27%，传统经纪业务转型迫在眉睫，经纪业务升级的关键在于突破传统的同质化通道服务，从单纯以获取交易佣金为主的前端收费模式，向以收取管理费为主的后端收费模式转变。从 2017 年开始，券商开始发力财富管理业务，广发证券、华泰证券、中信证券、中国银河、兴业证券、中金公司等多家券商将经纪业务部改名或新设立了财富管理总部，目前上市券商几乎都已完成财富管理部的改造。

图10：国内证券行业佣金率



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

图11：国内证券行业代理买卖证券业务净收入



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

2.2. 券商发展权益财富管理具有天然禀赋

券商在权益财富管理方面的优势主要体现在市场投资能力、资产获取能力、研究能力以及客户基础方面：

1) 出色的资本市场投资能力：投资业务是券商的主营业务，其自营投资、资产管理业务，以及旗下的股权投资业务、期货资管业务都对投资能力有很高的要求。券商在资本市场积累了丰富的投资经验，拥有一大批优秀的投资人员，具备了为客户提供优质权

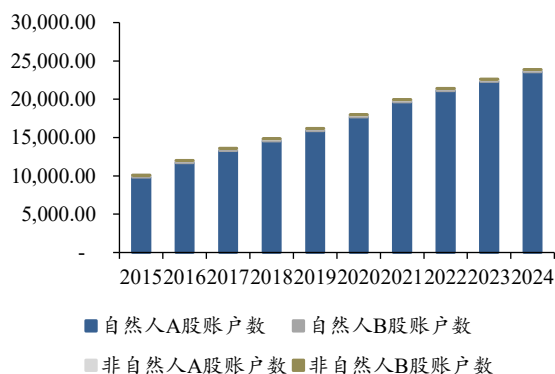
益财富管理服务的先决条件。

2) 权益类服务全面，具备较强的资产获取能力，并实现业务线高度协同：券商利用资本市场全牌照优势可以为客户提供交易、配置、融资等全面的权益类财富管理服务。作为股票市场唯一的发行承销机构以及金融产品买卖的主要中介，券商有跨一、二级市场的业务范围，在权益类资产获取方面相对银行和第三方机构拥有更大的优势；同时，券商旗下的资产管理公司、期货公司、基金公司、股权投资公司都可以为其财富管理业务提供产品，权益类产品供给占比高。另外，券商业务条线之间高度协同，比如投行业务可以为财富管理业务提供投资机会并引流客户资源和提供产品，形成一二级市场业务良性互动。

3) 强大的研究实力：券商拥有全面的宏观、行业和研究体系，可以为零售端客户提供类机构的研究服务，实现定制化的财富管理服务。同时其研究能力结合专业的复杂量化模型的开发能力，可以为产品设计、产品创新以及产品定制提供支持。

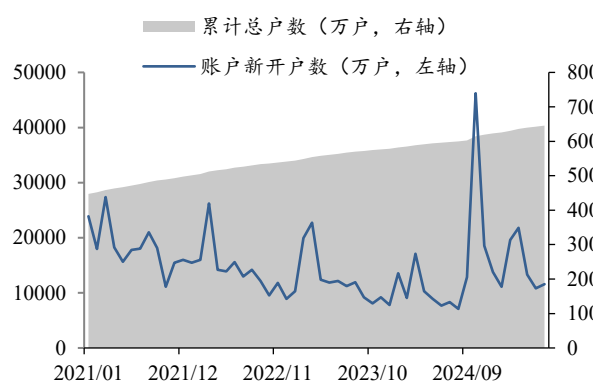
4) 优质的客户基础：尽管券商的客户基础没有银行庞大，但是券商的客户都是有一定权益投资经验且财富规模可观的客户，对财富管理和投资风险的接纳度更高。2015年放开一人三户以后，投资者数量保持稳定持续增长，截至2024年AB股投资者账户数合计2.4亿户，2015年以来复合增速达10%。从新增开户数情况看，2024年9月随着权益市场活跃度回升，券商新开户数显著增长。根据上交所统计，2025年上半年沪市投资者平均每月账户新开户数为235万户，较2024年上半年的178万户增长32%，开户主要集中在2、3月，平均每月新开户数达331万户。不断增长的股民数为券商发展权益财富管理奠定基础。

图12：2015-2024年投资者账户数（万户）



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

图13：沪市每月新增开户数（万户）



数据来源：Wind，上交所，东吴证券研究所

表1：券商财富管理业务分类

业务类别 客户	大众客户	富裕客户	高净值客户（包括机构客户）
交易类	股票经纪	股票经纪 期货及衍生品经纪	股票经纪 期货及衍生品经纪
配置类	公募基金 自有资管产品	公募基金 资管、私募产品 资产证券化 信托 债券 海外配置	综合财富管理方案 资管定制类产品（FOF/MOM） 私募股权投资 境外资产配置 债券 资产证券化产品（REITs）
融资类		融资融券 股票质押融资	融资融券 股票质押融资 公司融资/投行协同业务
其它类			家族办公室

数据来源：《中国证券业 2018 年论文集》，东吴证券研究所

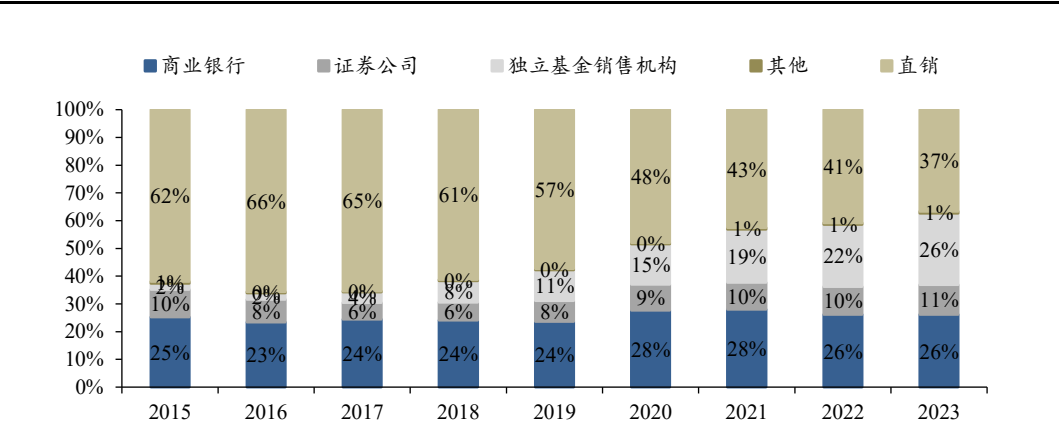
2.3. 券商财富管理转型：以构建产品平台为基础，以投顾业务为突破口

在财富管理转型时期，产品平台的构建是转型的突破口，只有将产品的供给和销售渠道理顺，才能真正实现财富管理业务的转型。目前国内券商财富管理转型初见成效。

2.3.1. 外部产品代销：代销保有规模占比持续提升，ETF 成主要推动力

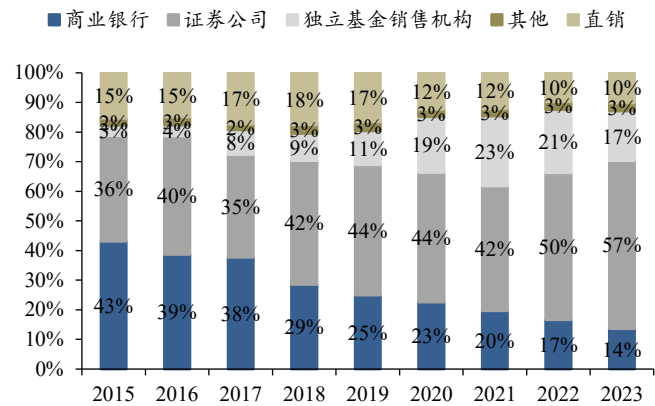
2017 年以来券商公募代销市占持续回升，券商在权益类产品优势更显著。据中国基金业协会数据，券商基金代销保有规模市占从 2017 年的 6%提升至 2023 年的 11%，但仍低于商业银行和独立基金销售机构。而券商用户画像多为风险偏好较高的股民，且券商也是场内交易的唯一渠道，因此券商在以 ETF 为主的股票基金中的优势显著。2023 年末，股票基金保有规模中券商占比 57%，QDII 基金中券商占比 62%。考虑到券商在权益类产品（尤其是 ETF）以及 QDII 产品销售方面优势更为明显，在海外市场及国内权益市场表现均不错的背景下，我们预计券商保有规模市占可能会进一步提升。

图14：券商基金代销保有量市占持续提升



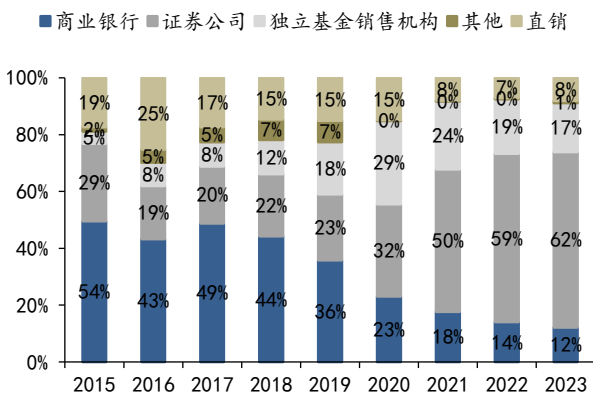
数据来源：中国基金业协会，东吴证券研究所

图15：各渠道股票基金销售保有规模占比情况



数据来源：Wind，中国基金业协会，东吴证券研究所

图16：各渠道QDII基金销售保有规模占比情况



数据来源：Wind，中国基金业协会，东吴证券研究所

从代销机构百强榜单来看，券商各口径保有规模及市占均提升，看好权益类基金销售未来提升空间。尽管从代销保有规模来看，券商的代销规模仍低于银行及独立基金销售机构（尤其在非货口径下），但由于券商在ETF的独有优势，2024年末各口径券商市占均有提升。其中权益类基金方面，2022年以来随着权益市场整体行情承压，前100代销机构合计保有的权益型基金规模由2021年末的6.46万亿元下降至2024年末的4.85万亿元，而券商渠道保有规模由9392亿元逆势增至1.3万亿元，占比由15%提升至27%。ETF基金保有规模口径下，中信证券、华泰证券、中国银河分别位列第2、3、6名。近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，我们看好券商在权益类基金销售领域的增长空间。

表2：2024年销售机构公募基金销售保有规模百强榜单（前30名，按偏股型公募基金保有规模排序）

排名	基金代销机构	机构类型	权益基金		非货币市场基金		ETF基金	
			保有规模 (亿元)	市占	保有规模 (亿元)	市占	保有规模 (亿元)	市占
1	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	独立基金销售机构	7,388	10%	14,529	8%	3,201	8%
2	招商银行股份有限公司	全国性商业银行	4,105	5%	9,504	5%	582	1%
3	上海天天基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,493	5%	5,754	3%	925	2%
4	中国工商银行股份有限公司	全国性商业银行	3,310	4%	4,687	2%	269	1%
5	中国建设银行股份有限公司	全国性商业银行	2,504	3%	3,459	2%	258	1%
6	中国银行股份有限公司	全国性商业银行	1,837	2%	4,024	2%	181	0%
7	交通银行股份有限公司	全国性商业银行	1,537	2%	1,947	1%	155	0%
8	中信证券股份有限公司	证券公司	1,357	2%	2,088	1%	1,090	3%
9	中国农业银行股份有限公司	全国性商业银行	1,300	2%	1,710	1%	75	0%
10	华泰证券股份有限公司	证券公司	1,202	2%	1,666	1%	1,087	3%
11	中国人寿保险股份有限公司	保险公司	951	1%	1,412	1%	168	0%
12	兴业银行股份有限公司	全国性商业银行	798	1%	4,689	2%	47	0%

13	平安银行股份有限公司	全国性商业银行	786	1%	2,707	1%	82	0%
14	广发证券股份有限公司	证券公司	781	1%	1,274	1%	455	1%
15	腾安基金销售(深圳)有限公司	独立基金销售机构	755	1%	2,976	2%	257	1%
16	中国民生银行股份有限公司	全国性商业银行	728	1%	813	0%	21	0%
17	上海浦东发展银行股份有限公司	全国性商业银行	728	1%	981	1%	54	0%
18	中国银河证券股份有限公司	证券公司	719	1%	832	0%	543	1%
19	招商证券股份有限公司	证券公司	699	1%	959	1%	533	1%
20	中信银行股份有限公司	全国性商业银行	685	1%	1,529	1%	68	0%
21	中信建投证券股份有限公司	证券公司	614	1%	876	0%	387	1%
22	国信证券股份有限公司	证券公司	556	1%	670	0%	394	1%
23	国泰君安证券股份有限公司	证券公司	548	1%	906	0%	407	1%
24	平安证券股份有限公司	证券公司	536	1%	780	0%	430	1%
25	东方财富证券股份有限公司	证券公司	499	1%	741	0%	464	1%
26	珠海盈米基金销售有限公司	独立基金销售机构	446	1%	1,034	1%	198	1%
27	中国邮政储蓄银行股份有限公司	全国性商业银行	445	1%	1,987	1%	43	0%
28	海通证券股份有限公司	证券公司	412	1%	565	0%	371	1%
29	中国光大银行股份有限公司	全国性商业银行	385	1%	521	0%	23	0%
30	中国中金财富证券有限公司	证券公司	368	0%	695	0%	274	1%

数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

基金代销收入可以拆分为前端销售收入和尾随佣金分成两个部分。1) 前端销售收入为基金代销平台对客户认购、申购或赎回等交易行为收取的认购费、申购费或赎回费等交易性费用。前端销售费用主要受到客户交易规模、交易频次和手续费率影响，目前随着市场竞争的加剧，代销渠道手续费率大多保持在较低水平，因此影响前端销售收入的主要因素是证券场景气度情况。2) 尾随佣金（简称“尾佣”）又称客户维护费，是基金管理公司为保持基金总量或提高新发基金的销售规模，而支付给销售平台的费用，主要受公司基金保有量规模及费用分成比例影响。3) 对比来看，前端销售收入主要是流量型收入，受新发基金规模和客户交易习惯影响会产生明显波动，一般与市场行情同向变化，而尾佣主要是存量型收入，相对更加稳定，随着代销基金保有量的提升，尾佣在全部收入中占比一般也会随之提升。

图17：基金代销收入结构示意图

$$\begin{aligned}
 \text{基金代销收入} &= \text{销售收入} + \text{尾随佣金} \\
 &= \text{基金代销规模} \times \text{手续费率} + \text{基金保有量} \times \text{服务费分成}
 \end{aligned}$$

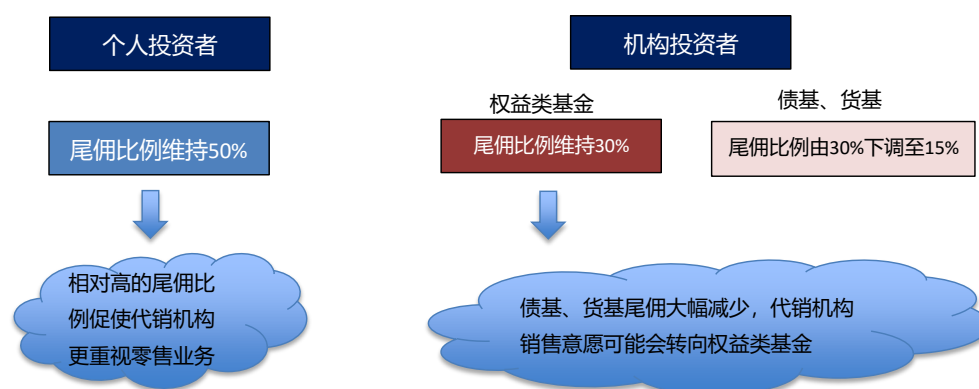
数据来源：东吴证券研究所绘制

代销平台公募基金保有量的增长通常来自于两个方面：1) 现有存量基金产品的净

值增长；2）基金新增销售量，即基金申购量与赎回量的轧差。前者主要受公募基金管理的投资收益情况，与代销平台自身并无关系，属于平台不可控制因素；而后者通过不断引入增量规模来提升存量，是目前各代销机构提升保有量的主要方式。**公募基金费改或将改变代销渠道格局。**公募基金费改稳步推进，2023年7月证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，正式启动基金行业费率改革。此次费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径分三阶段推进。1）第一阶段有序降低主动权益类产品的管理费率、托管费率，该项工作已于2023年10月底前完成。据Wind数据，2024年公募基金管理费合计1247亿元，同比下滑8%；2）第二阶段降低交易佣金费率，已于2024年7月1日实施，被动股票型基金交易佣金费率不得超过2.62‰，其他类型基金不得超过5.24‰。据Wind数据，2024年券商分仓佣金110亿元，同比下滑35%；3）第三阶段规范基金销售环节收费及其他配套改革措施于2025年9月征求意见，针对不同产品在申购/认购费、销售服务费、赎回费、尾佣方面做了调降，或将改变代销渠道格局。

费改对渠道的影响主要在前端的销售费用（包括申/认购费、销售服务费）及客户维护费。前端销售费方面：①第三方销售机构在申/认购费几乎都打1折，因此对第三方机构销售行为影响较小，券商有一定比例的产品有折扣，影响会略高于第三方。由于债券型基金费率降幅高于权益类产品，银行渠道可能会更倾向于销售权益类产品或者银行理财。②指数和债基的销售服务费降幅略高于股票、混合型产品，可能也会影响产品导向。客户维护费方面，零售端继续维持尾佣比例50%，机构端维持权益类尾佣比例（30%），债基、货基的尾佣比例由30%调降至15%。鼓励基金销售机构大力发展零售业务和权益类基金。

图18：第三轮费改下，客户维护费调降对渠道的影响



数据来源：证监会，东吴证券研究所

券商作为公募基金代销的重要渠道，尤其是在权益类产品具有较强优势，在费改逐步落地以及监管引导中长期资金入市的背景下，需进一步深化产品销售策略以保持

销领域的竞争力。

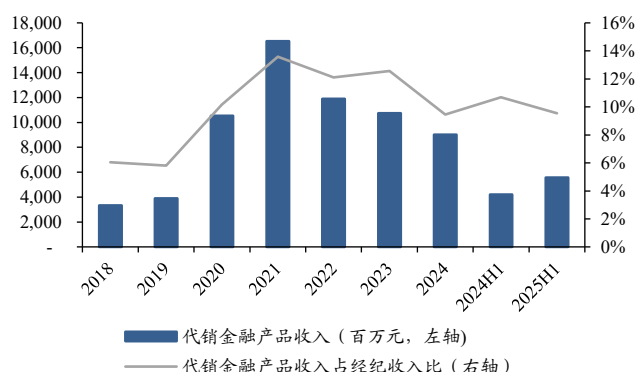
1) 优化产品结构。由于权益基金销售受费率改革影响相对较小，且长期来看有助于提升客户资产收益，券商应继续加大权益类基金或固收+产品的销售比重，ETF 方面券商优势较强，可与资管机构合作丰富产品种类，为客户提供更全面的资产配置选择。

2) 大力打造投顾业务平台。美国共同基金自上世纪 90 年代以来运营费率不断下行，基金销售行业竞争加剧、免佣基金的盛行大幅压缩了简单代销的盈利空间，基金销售渠道开始发展围绕投资者的泛财富管理业务。买方投顾体系逐步建立，渠道费用逐步整合进投顾费，由投资者在基金财产外单独支付，推动收费模式从“产品收费”转向“服务收费”。投顾组合账户平均费率 0.9%-1.1%，虽高于基金运营费率，但通过资产配置创造额外价值，形成“低费率产品+高附加值服务”的新生态。2000 年以来美国投顾管理规模基本连年上升，2024 年投顾管理规模达到 145 万亿美元。券商在投顾业务开展方面已有一些尝试，但总体还处于初步发展阶段，未来发展空间大。相比海外较为成熟的买方投顾模式，国内投顾仍存在“重投轻顾”的问题，投资者往往投资体验不佳，同时投资服务顾问人才队伍也相对不足。有以下几个方面可以加强布局：①投资产品扩充。我国基金投顾目前仅限于公募基金；海外机构产品线丰富，覆盖多类型和多地区的资产。②收费方式多样化。目前我国基金投顾试点机构在收费模式上还较为单一，主要按管理规模的固定或浮动比例计提费用。美国收费模式更为丰富，除了该模式，还包括固定收费、业绩报酬计提等多种收费模式。③做好客户细分、精准匹配客户需求，并加强投后管理。④加强专业投顾团队人才建设。

财富管理转型加速，头部券商高集中度+高增速，部分中小券商表现突出。2019 年以来券商行业持续发力财富管理业务转型，我们统计了披露代销金融产品收入的 42 家上市券商数据，2025 年上半年合计实现代销金融产品收入 55.68 亿元，同比增长 32%，2018-2024 年复合增速为 18%。但总体来看，代销金融产品收入对券商业绩贡献度仍较小，代销收入占经纪收入比由 2018 年的 6%曾一度提升至 2021 年的 14%，随着市场进入回调，代销收入贡献度也小幅下滑，截至 2025 年上半年该比例为 10%，仍偏低。

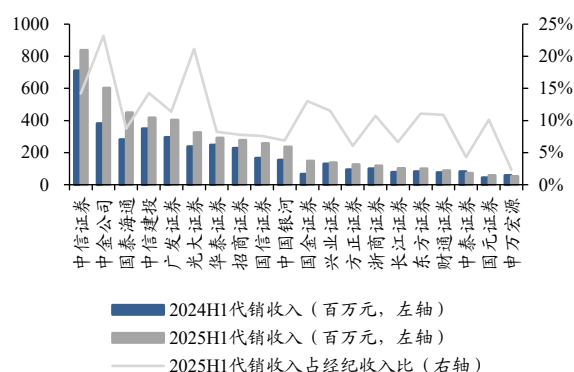
从具体券商来看，大型券商在代理销售金融产品业务、证券投资咨询业务、服务机构客户交易等领域具有较强优势，代销收入排名靠前，代销收入贡献度也高于上市券商平均。例如中信证券 2025 年上半年实现代销金融产品收入 8 亿元，位列上市券商第一，占经纪收入比为 14%；中金公司 2025 年上半年实现代销收入 6 亿元，占经纪收入比为 23%，占比位列上市券商第一。部分中小证券公司表现突出，华林、浙商、国联民生、国海 2024 年代销收入较 2018 年分别增长 207%、157%、144%、126%；国金、兴业、东方、财通、浙商 2025 年上半年的代销金融产品收入占经纪收入比分别达 13%、12%、11%、11%、11%，我们认为行业差异化发展、特色化经营初见成效。

图19: 2018-2025H1 上市券商合计代销金融产品收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 上市券商代销收入及占经纪收入比 (Top20)

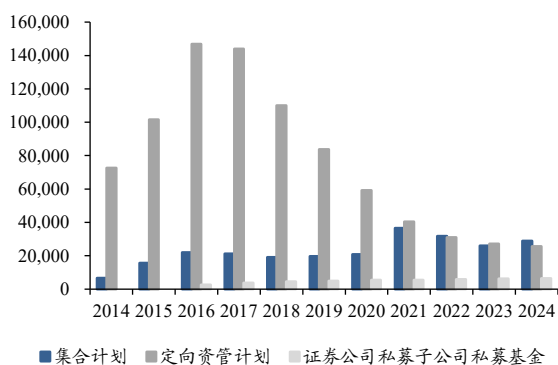


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3.2. 内部产品供给端: 提升主动资产管理能力, 加强财富管理投资端及产品端能力

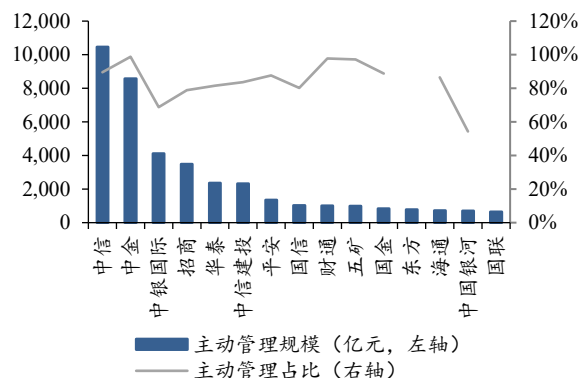
在券商通道业务发展受到监管制约的情况下, 券商纷纷利用投研及人才优势向主动管理转型, 大型券商的主动管理资产规模快速增长。

图21: 2014-2024 年券商资管规模 (亿元)



数据来源: Wind, 基金业协会, 东吴证券研究所

图22: 2021 年 Top20 券商主动管理资管规模及占比



数据来源: iChoice, 东吴证券研究所

目前券商向主动管理转型主要包括4种主流转型模式:

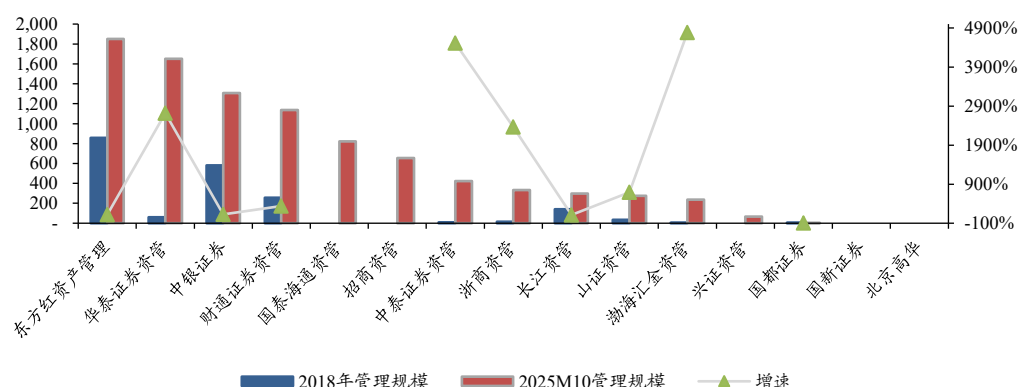
模式一: 设立资管子公司, 申请公募牌照将资管业务从券商剥离。设立资产管理子公司有利于聚焦主动管理, 提升市场竞争力, 有利于进一步提高业务运作效率, 发挥公司资管业务的协同优势, 拓宽业务开展的深度和广度, 提高客户服务能力。目前已有30家券商设立资管子公司, 设立资管子公司可以更好地申请公募牌照。获得公募产品发行资格申报可以极大提高获客能力和收入来源并与券商投研和经纪业务形成协同效应, 并有利于原本致力于高净值客户的券商资管打开普惠金融市场, 服务更加广泛的大众群体,

为不同风险偏好的客户提供财富管理服务。

目前持有公募基金牌照的券商系有 15 家，包括中银证券、国都证券、国新证券、北京高华 4 家券商，以及东证资管、浙商资管、渤海汇金、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管、国泰海通资管、招商资管、山证资管、兴证资管等 11 家券商资管子公司。截至 2025 年 10 月 21 日，多家券商公募基金管理规模较 2018 年大幅提升，其中渤海汇金资管增长 48 倍、中泰资管增长 45 倍、华泰资管增长 27 倍、浙商资管增长 24 倍；东方红、华泰资管、中银证券公募管理规模排名居前，分别为 1850 亿元、1650 亿元、1307 亿元。

另外，根据监管要求，券商资管大集合产品公募化改造须在 2025 年底前完成。这些产品的改造路径主要有三：一是券商或资管子公司拥有公募基金牌照，将大集合产品转为公募基金产品；二是将产品管理人移交给予其参股、控股的公募公司；三是对不符合条件的产品进行清盘或转为私募。券商参公大集合产品划转至公募机构旗下成为券商资管参公大集合产品改造的主流选项，随着这一趋势不断深化，正在显著推动参公大集合产品的改造进程全面提速。

图23：券商公募基金管理规模（亿元）及增速（%）-2018 年 VS2025 年



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 10 月 21 日

模式二：控股、参股公募基金。由于中小券商相对大券商在客户资源、销售渠道、投研能力、风控等方面弱一些，因此我们认为中小券商可能会更倾向于通过并购、控股等方式获得现成的公募牌照，提高产品丰富度和收入来源。从目前券商持有公募基金股权的盈利情况来看，中小券商含基量更大（公募基金净利润对券商净利润贡献比），其中兴业证券、西南证券、长城证券、东方证券旗下通过控股、参股公募基金，对公司净利润贡献较大，2024 年分别为 43%、35%、36%、28%。

表3: 头部券商持有公募基金股权及盈利情况

券商	持股公募基金	2024			2023		2022	
		2024 年 持股比例	基金净利润 (亿元)	对券商净 利润贡献	基金净利润 (亿元)	对券商净 利润贡献	基金净利润 (亿元)	对券商净 利润贡献
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	14.13		13.69		16.83	
	兴证资管	100.00%	0.09	43.2%		44.9%		38.7%
	南方基金	9.15%	23.52		20.11		17.71	
西南证券	银华基金	44.10%	5.58	35.2%	6.36	46.6%	8.17	116.5%
长城证券	长城基金	47.06%	2.31		2.30		1.78	
	景顺长城基金	49.00%	9.51	36.4%	11.75	47.6%	13.68	83.9%
东方证券	汇添富基金	35.41%	15.47		14.15		20.94	
	长城基金	17.65%	2.31	27.5%	2.30	37.5%	1.78	53.2%
	东证资管	100.00%	3.33		4.91		8.28	
财通证券	财通基金	40.00%	1.49		1.72		1.91	
	财通资管	100.00%	5.20	24.8%	4.63	23.6%	4.58	35.2%
中泰证券	万家基金	60.00%	3.27		3.60		3.29	
	中泰资管	60.00%	0.48	24.0%	2.22	19.4%	1.20	45.7%
第一创业	银华基金	26.10%	5.58		6.36		8.17	
	创金合信基金	51.07%	1.22	23.0%	1.06	66.5%	1.56	73.1%
广发证券	广发基金	54.53%	20.00		19.50		21.34	
	易方达基金	22.65%	39.00	20.5%	33.82	26.2%	38.37	25.6%
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	1.57	18.7%	1.76	27.4%	2.45	50.1%
东北证券	银华基金	18.90%	5.58		6.36		8.17	
	东方基金	57.60%	0.84	17.6%	0.78	24.7%	0.77	86.0%
华泰证券	南方基金	41.16%	23.52		20.11		17.71	
	华泰柏瑞基金	49.00%	7.30	14.4%	5.02	15.9%	3.79	18.0%
	华泰资管	100.00%	8.82		9.52		10.74	
招商证券	博时基金	49.00%	15.28		15.11		17.24	
	招商基金	45.00%	16.50	14.4%	17.53	17.5%	18.13	20.6%
国泰君安	华安基金	51.00%	9.10		9.35		10.31	
	国泰君安资管	100.00%	3.37	11.5%	2.84	8.1%	2.33	6.6%
海通证券	海富通基金	51.00%	4.00		4.17		4.57	
	富国基金	27.78%	17.51		18.14	71.1%	20.66	12.3%
申万宏源	申万菱信基金	67.00%	0.77		0.85		1.34	
	富国基金	27.78%	17.51	10.3%	18.14	12.2%	20.66	23.8%
长江证券	长信基金	44.55%	1.11		1.35		1.73	
	长江资管	100.00%	0.67	6.3%	-0.15	2.9%	0.92	11.2%
中信证券	华夏基金	62.20%	21.58	6.2%	20.13	6.3%	21.63	6.3%
国信证券	鹏华基金	50.00%	7.51	4.6%	8.39	6.5%	10.01	8.2%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	0.47		0.89		1.05	
	大成基金	25.00%	4.61	4.6%	4.05	3.5%	4.17	5.1%

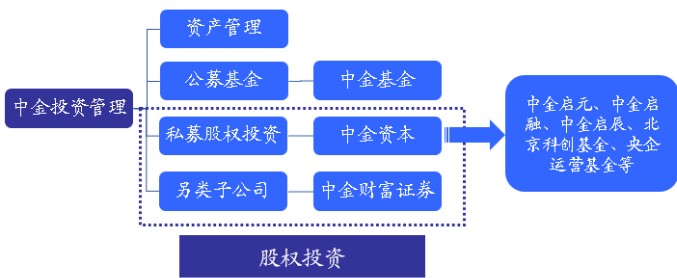
东兴证券	东兴基金	100.00%	0.31	2.0%	0.31	3.7%	0.12	2.3%
浙商证券	浙商基金	25.00%	0.20	1.8%	0.35	3.3%	0.45	5.7%
	浙商资管	100.00%	0.29		1.33		0.84	

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：海通未披露 2024 年年报，考虑到国泰海通于 2025 年一季度并表，因此 2024 年数据国泰君安与海通合并计算，海富通基金净利润为估算

模式三：加强投研能力，丰富产品类型进行差异化竞争。为提高主动管理能力，摆脱同质化竞争，越来越多的券商将重点转向创新产品开发上，力图利用产品差异化更好地满足客户需求。不同券商的业务创新方向不同，例如广发资管在“策略指数”、“跨境投资”、“可交债、可转债”、“量化对冲”、“私募 FOF”等细分产品领域均有所布局。

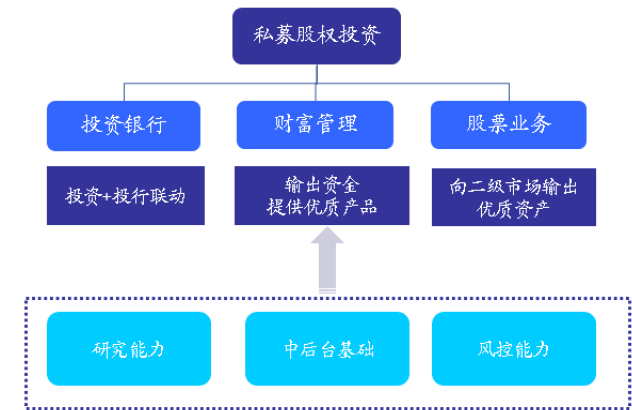
模式四：打造综合平台，注重业务协同，利用私募股权基金展开资管等业务。例如，中金资管业务及私募股权投资业务，持续完善产品布局提高研究能力，持续深化重点区域布局，产业基金、绿色基金、新型专户管理基金等产品取得良好发展，对内实现资源集中及管理协同，对外形成开放性平台生态。中金公司资产管理业务包括券商资管、公募基金及私募股权投资基金，由券商资管部门、中金基金和中金资本等部门或子公司开展业务，其中私募股权业务位居行业龙头地位。截至 2024 年末，公司私募股权业务通过多种方式在管的资产规模达到 4576 亿元，被投企业上市数量领先同业，并连续多年在业内权威榜单中位居前列。公司私募股权业务逆势募集大量直投资基金和母基金，与各级政府、产业集团、金融机构等深度合作，落地具有重大战略意义的中金启元二期科创母基金、四川省先进制造投资引导基金、西部（重庆）科学城基金等，为服务国家战略提供长期风险资本。围绕金融“五篇大文章”深耕战略新兴产业，布局大量高新技术、先进制造、新能源、新材料、医疗健康领域的硬科技企业。

图24：中金投资管理业务架构



数据来源：企查查、北京科创基金官网、中国证券网、投资界，东吴证券研究所

图25：私募股权投资与其他业务条线协同发力



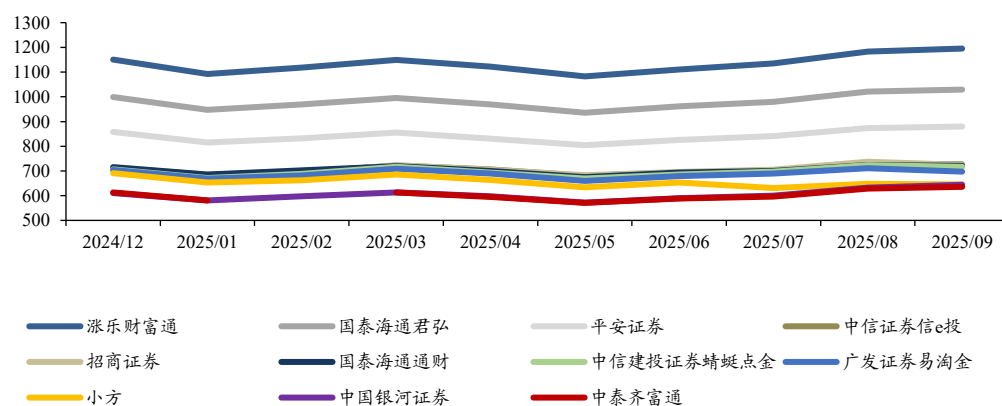
数据来源：企查查、北京科创基金官网、中国证券网、投资界，东吴证券研究所

2.3.3. 销售端：积极建立线上平台，完善客户分层服务体系，布局投顾团队，加码基金投顾

积极建立线上平台，AI 赋能下进一步提升效率。2020 年以来各大券商通过旗下 App 的智能化升级来推动财富管理转型进程，随着金融科技与人工智能的深度融合，线上 App 的服务日趋体系化，在原本的智能咨询、智能理财等功能下，逐步增加升级了智能交易工具、智能投顾等功能。1) **AI 智能客服嵌入股基 APP，助力客户交互率提升。**证券业务进入“一人多户”时代和非现场开户限制开放，券商传统人工客服“一对一”服务效率较低。智能客服通过人工智能技术与传统客服结合，实现智能化业务查询、业务办理、服务投诉等功能。现广发证券、华泰证券、东方财富等均接入智能客服系统，可为投资者提供智能理财助理和理财投顾服务，降低运营成本的同时，提升客户交互率，推动 app 获客能力的提升。2) **AI 支撑分析客户画像，智能营销推动金融产品精准推送。**AI 智能营销从原有的业务导向营销模式转向以客户为中心的服务模式，构建智能化、精细化的互联网客户运营平台，全流程提升客户体验。在开户引流上，通过渠道追踪和数据分析，对线上线下渠道引流效果进行评估，帮助券商选择最优引流组合，降低获客成本。在提升转化上，可分析用户面信息，为券商提供更深入的客户洞察，帮助券商更好地了解客户需求，根据客户需求精准推送金融产品及服务，推动存量业务增长。

根据易观千帆数据,2025 年 9 月证券类 App 活跃人数约 1.75 亿人,环比增长 0.74%,同比增长 9.73%。头部券商格局基本稳定,华泰证券涨乐财富通以 1195 万的月活人数,排名第一;国泰海通君弘月活达 1029 万人,月活连续两个月保持在千万级别;平安证券、中信证券、招商证券月活均突破 700 万人。此外部分中小券商增速较快,兴业证券优理宝 App 月活人数同比增幅达到 35.95%,国金证券国金佣金宝 App、国海证券国海金探号 App、西部证券 App 同比增幅均超两成。

图26：券商证券服务 APP 月活（万人）

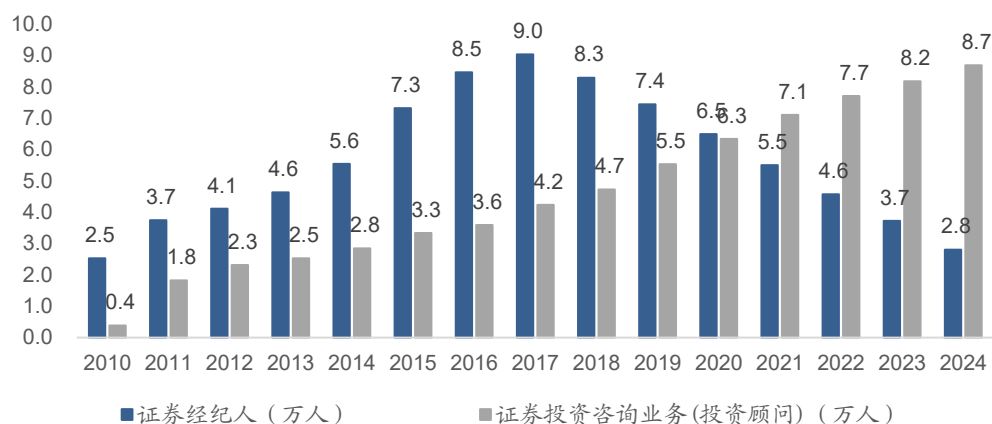


数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

完善客户分层服务体系。券商转型财富管理提出要以“客户为中心”。客户是需求的提出者，但由于券商自身服务资源的有限性，因此针对客户的分类分级管理和服务非常重要。目前，头部券商客户分层服务体系进一步完善：截至 2024 年末，中金公司财富管理总客户数近 850 万户，较 2020 年已翻倍，客户账户资产总值 3.18 万亿元，较 2020 年增长 23%，公司客户由原本以高净值客户为主的结构转向更为多元化的客户结构。2024 年末招商证券财富管理客户数(在公司托管资产 \geq 30 万元的客户)达 63 万户，较 2020 年增长 38%，财富管理客户资产规模达 1.56 万亿元，较 2020 年增长 14%；其中高净值客户数（在公司托管资产 \geq 800 万元的客户）达 3.47 万户，较 2020 年增长 44%。

布局投顾队伍。打造专业化的投资顾问队伍已被各大券商作为经纪业务向财富管理转型的关键基础。投资顾问是客户需求与产品之间的衔接人，他们的职责在于了解客户需求，并把最合适的产品组合配置给最合适的客户，并在此基础上提升和创造客户需求。投资顾问对客户需求的洞察，对客户生命周期的动态追踪，是仅凭技术手段无法实现的。证券投资顾问的人数近几年大幅攀升，与证券经纪人流失的现象截然相反，其中不少为经纪人转型投资顾问。截至 2024 年底，在证券业协会注册的投资顾问人数达 8.7 万人，2017 年以来平均年化复合增速为 11%。与之相反，证券经纪人数量从 2017 年的 9 万人高点，逐年减少至 2024 年的 2.8 万人。

图27：证券投资顾问人数和证券经纪人人数（万人）



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

加码基金投顾。基金投顾试点意味着券商财富管理业务从产品代销的“卖方模式”转向账户管理的“买方模式”，即通过类似于“全权委托”的模式，将投资顾问与客户利益进行绑定，使得投资顾问能够真正站在客户的角度思考问题，从而提升服务的针对性、及时性和丰富性。基金投顾在提升客户资产规模和客户粘性方面具有重要作用，为券商财富管理转型的核心突破口。“买方模式”下，拥有优秀投顾能力和品牌影响力的机构将拥有更多的客户以及更高的定价能力，具有更高的附加值和稳定的 ROE，展示出财富管理方面的差异化优势，并真正做到“以客户为中心的财富管理”，为公司带来新的可持续的利润点。

目前共有 29 家券商获批了基金投顾业务试点资格，大中小券商均有资格入局，包括首批 7 家券商（国泰海通、申万宏源、中金公司、中信建投、银河证券、华泰证券、国联民生）和后续 20 余家券商（中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、国投证券、浙商证券、平安证券、光大证券、山西证券、南京证券、中泰证券、国金证券、中银证券、华安证券、东方财富，财通证券，华西证券，华宝证券、东兴证券、渤海证券等）。试点券商几乎都已经推出了自己的基金投顾产品。其中，国联民生作为首批 7 家取得基金投顾试点资格的券商中唯一的中小券商，于 2020 年 4 月 21 日正式开展基金投顾业务，率先成为首家展业的券商，探索了中小券商差异化发展路径。截至 2025 年上半年末，国联民生基金投顾业务保有规模 92 亿元，同比增长 40%，在券商中处于领先地位，回撤控制能力强，收益远超市场偏股基金平均收益率。

表4：部分券商基金投顾产品及发展情况

券商	投顾品牌	上线时间	发展情况
国联民生	基智投	2020 年 4 月 21 日	2024 年投顾保有规模 92.38 亿元，服务客户超 34 万户，复投率 76.8%。
东方证券	“悦”系列和 “钉”系列	2021 年 11 月 23 日	共 27 个投顾组合策略，2024 年合计规模约 153.71 亿元，较年初增长 7.05%；存量账户数 19.28 万户，客户留存率 58.18%，复投率 76.80%。
国泰海通	君享投	2020 年 8 月 12 日	2024 年保有规模达 165.71 亿元，较上年增长 30.2%。
兴业证券	知己	2022 年 1 月 24 日	截至 2025 年 10 月末，投顾总保有规模较年初增长 526%；其中，非货保有规模 25 亿元，较年初增长 781%。客户盈利占比 93.5%，客服平均使用投顾服务时间 400 天，复投率超 50%。
中金公司	A+基金投顾	2020 年 9 月 9 日	买方投顾累计签约客户资产超 2400 亿元
申万宏源证券	星基汇	2020 年 9 月	截至 2024 年末，公司公募基金投顾累计签约客户超 7 万人，累计复投率超 98%，客户平均使用投资顾问服务时间超 1300 天。
华泰证券	涨乐星投	2020 年 10 月	截至 2025 年上半年末，基金投顾业务规模 210.37 亿元，较年初 180.79 亿元增长 16.36%。

数据来源：各公司 2024 年年报、2025 年半年报，道乐科技，华泰证券 APP，券商中国，财联社，同花顺财经，东方财富网等，东吴证券研究所

3. 风险提示

- 1) 宏观经济波动加大，可能造成资本市场波动加大，影响财富管理需求端；
- 2) 资管行业竞争加剧，可能造成行业利润率下降。
- 3) 监管政策趋严，可能拖累行业财富管理转型进程；

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>