

证券 II

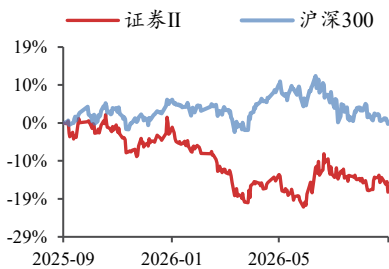
2026 年 09 月 12 日

财富管理奏响时代强音，买方投顾进入加速期

——券商财富管理深度研究

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《券商中报预告超预期，高增背后的成长性尚未定价——行业点评报告》

-2026.7.16

《预计中报全业务线增长，科创直投跟投放大弹性——上市券商中报前瞻》

-2026.7.8

《头部券商业绩超预期，业务全面向好支撑 ROE 新高——上市券商 2026 一季报综述》-2026.5.6

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

印梓铭（联系人）

yinziming@kysec.cn

证书编号：S0790126070027

● 供需共振，财富管理奏响时代强音，券商具备差异化优势

（1）需求端：我国居民可支配收入仍较快增长，富裕人群数量较多，财富管理需求旺盛。然而，伴随房地产财富效应弱化、长端利率中枢下行、刚兑预期打破，居民在净值化时代下能够获得的高胜率资产回报下降，资产配置难度显著提升，财富管理的价值进一步提升。**（2）供给端：**随着利率持续下降，代销费率有所调降，券商传统零售业务收入持续承压，财富管理尤其是买方投顾模式转型动力充足，从组织架构到业务模式逐渐理顺，业务转型成效明显。“新国九条”以来资本市场更加重视投资者回报、可投资性显著改善，制度成熟支持资本市场更好承接居民财富。**（3）市场空间：**我们测算了中国居民的资产配置状况并与海外对比。至 2025 年末，美国/德国/日本/中国居民持有地产+通货与存款比重为 35%/72%/66%/82%，考虑收入增长，假设渗透率提升 4 个百分点，则 2030 年全口径财富管理市场空间近 150 万亿，5 年 CAGR 约 12%，新增财富/存款迁移/机构化分别贡献约 62%/31%/7%。**（4）与其他金融机构对比：**券商在资本市场投研专业能力、证券账户资源、买方投顾转型方面体现优势，并连接上市公司股东、企业家等财富入口，充分受益于新质生产力企业上市带来的财富效应。

● 从交易通道到财富管理平台，券商商业模式有望重塑

券商零售业务经历传统经纪、卖方财富管理、买方财富管理三个阶段，财富管理具有平台化、规模经济特征，成长空间大，资本占用较少，盈利波动相对低，生意模式更优，应当给予更高估值水平。客户需求差异要求买方财富管理对客户分层：**（1）大众富裕：**基金投顾降低投资者行为损耗，有望改善投资体验，投顾策略适用多种身份场景，费率与含权量正相关；**（2）高净值：**重在场景化、服务全生命周期，中信证券变革组织架构为客户调用集团资源，中金公司依托 50 产品池提供定制化方案，通过 GFO 深度服务企业。

● 代销收入占比持续提升，买方卖方模式财富管理创收占比有望超 10%

（1）券商财富管理转型深入，经营成效显著，客户数、资金规模增长，买方财富管理规模快速扩张，部分券商逐渐打造出自身财富管理品牌。**（2）基金销售保有规模同比增长，头部优势明显，前 20 券商整体权益、非货、指数保有规模同比+25%、+39%、+37%。****（3）代销收入占比持续修复，头部占比高于行业平均，预计 4 家头部券商财富管理收入（买方+卖方模式）占比 2028 年有望达到 11%。**

● 资产再配置打开财富管理空间，财富管理转型驱动 ROE 和估值中枢提升

低利率、净值化、房地产新周期背景下，居民资产配置由房地产、存款向其他金融资产迁移的趋势仍在延续，叠加资本市场可投性改善，财富管理市场迎来黄金发展周期，未来 5 年全口径财富管理市场空间 CAGR 有望达到 12%。券商财富管理业务有望充分受益，买方投顾模式转型进入加速拐点阶段，买方卖方财富管理收入占比有望持续提升。财富管理以 AUM 为核心驱动，机构与客户利益相对一致，客户资金具备较强沉淀属性，盈利稳定性提升，利于券商 ROE 和估值中枢提升。头部券商在客群体量质量、跨境资产配置、信息技术投入方面具备较强优势，而中小券商通过区域深耕、灵活机制和资源聚焦亦有望在财富管理业务上的打造差异化优势。券商板块当前估值和机构持仓均在历史低位，财富管理、海外业务转型有望驱动 ROE 中枢提升，看好券商板块投资机会，推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通，同时看好互联网财富管理龙头东方财富。

● **风险提示：**资本市场大幅波动风险；宏观经济增速下降风险；财富管理转型不及预期风险；行业竞争加剧风险；监管政策不确定性风险。

目 录

1、 供需共振，财富管理奏响时代强音，券商具备差异化优势.....	4
1.1、 需求端：传统财富配置均衡打破，居民资产寻求再配置.....	4
1.2、 供给端：制度条件成熟，传统经纪业务亟待转型.....	5
1.3、 市场空间：受益于居民资产金融化、机构化.....	7
1.4、 竞争优势：权益能力突出，资本市场中介掌握企业入口.....	12
2、 从交易通道到财富管理平台，券商商业模式有望重塑.....	13
2.1、 买方财富管理转型加速，成长性、稳定性驱动估值提升.....	13
2.2、 大众富裕客群：基金投顾“七分顾、三分投”，有望改善投资体验.....	17
2.3、 高净值客群：场景化定制，打造全生命周期解决方案.....	19
2.3.1、 中信证券——组织架构深刻变革，“1+1+N”充分调用公司资源.....	19
2.3.2、 中金公司——中国 50 专户定制，环球家办助力基业长青.....	21
3、 财富管理转型成效显著，代销收入占比持续提高.....	23
4、 投资建议.....	27
5、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 70 城房价同比下行，地产逐渐回归住宅属性.....	4
图 2： 商品房销售同比下降，居民购房意愿下降.....	4
图 3： 银行定存利率持续下行.....	5
图 4： 10Y 国债收益率持续下行.....	5
图 5： 住户存款增速有所放缓.....	5
图 6： 住户存款定期化率增速放缓.....	5
图 7： 截至 2026Q1，综合佣金率已降至 0.015%.....	6
图 8： 传统经纪业务收入占比持续下降.....	6
图 9： 我国居民持有金融资产仍以通货与存款为主.....	8
图 10： 美国/德国/日本/中国居民持有地产+通货与存款比重为 35%/72%/67%/82%.....	9
图 11： 居民可支配收入增速有所放缓.....	10
图 12： 居民部门储蓄率长期中枢在 35%附近.....	10
图 13： 居民部门新增储蓄形成金融资产比重上升.....	10
图 14： 居民新增金融资产中，通货与存款比重回落.....	10
图 15： 财富管理资金稳定性较强，市场下行期间 Morgan Stanley 收费型客户资产仍保持净流入.....	16
图 16： 市场下行期间，偏股基金份额仍相对稳定.....	16
图 17： 财富管理中台集中化生产，一线投顾围绕客户个性化交付.....	17
图 18： 60 家机构取得试点资格，以券商、基金为主.....	19
图 19： 中信证券财富管理已形成“1+1+N”的专业协同模式.....	20
图 20： 中信证券推出“信 100”品牌.....	21
图 21： “中国 50”定制专户为客户提供定制化解决方案.....	22
图 22： 中金 GFO 服务企业家族“九宫格”.....	22
图 23： 头部券商代销收入占比高于行业整体.....	26
图 24： 4 家头部财富管理合计收入占比有望达到近 11%.....	26
表 1： 资本市场可投资性提高，改革红利有望充分释放.....	6

表 2: 截至 2025 年末, 我们测算中国居民资产规模 769 万亿元, 其中房地产占比 55.3%.....	7
表 3: 假设渗透率累计提高 4 个百分点, 则 5 年后市场空间有望达到近 150 万亿.....	11
表 4: 新增财富/存款/直接投资金融资产分别贡献增量约 62%/31%/7%	11
表 5: 券商相关财富管理市场空间未来 10 年 CAGR 有望达到 15%左右	12
表 6: 银证保各有优势, 券商作为资本市场中介掌握上市公司链条财富入口	13
表 7: 买方财富管理以客户的财富目标为导向, 业务上更接近客户, 双方利益一致	13
表 8: 制度持续完善, 政策引导行业重视投资者回报, 由卖方模式向买方模式转变, 培育壮大买方中介队伍	14
表 9: 2023 年文件对比 2019 年文件在业务规范的基础上预留部分创新空间	15
表 10: 商业模式的优化有望降低行业盈利波动, 提升估值水平	16
表 11: 投顾策略包含多风险等级、多场景, 通过丰富标准化策略实现个性化选择	18
表 12: 券商、基金、三方各有竞争力, 券商自由客户转化、线下服务能力更具优势	19
表 13: 中信证券买方财富管理起步较早, 转型深入.....	20
表 14: 财富管理经营成效显著, 买方规模持续扩张.....	23
表 15: 前 20 券商整体权益、非货、指数保有规模同比+25%、+39%、+37%.....	25
表 16: 代销收入占比随市场景气修复, 头部券商优势突出.....	26
表 17: 投资咨询业务收入占比变化不明显, 中金公司、长江证券相对较高	27
表 18: 资产管理业务收入占比分化	27
表 19: 受益标的估值表	28

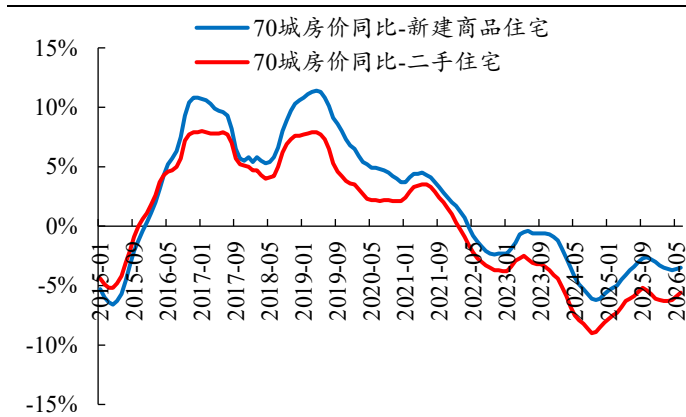
1、供需共振，财富管理奏响时代强音，券商具备差异化优势

1.1、需求端：传统财富配置均衡打破，居民资产寻求再配置

过去，城镇化、人口迁移与经济增长共同支撑房地产需求，居民对房价上涨形成较强预期，房地产在满足居住需求之外，也一定程度承担了财富保值、增值与传承功能。同时，较高的增长和利率中枢使存款、理财及部分非标资产也能够提供相对稳定且可观的收益。因此，居民过去的资产配置结果相对清晰且决策简单。然而，当增长动能转换，房地产财富效应逐步弱化，长端利率中枢下行，刚兑预期被打破，居民能够获得的高胜率资产回报中枢下移。居民新增财富的边际配置方向，或将不再以房地产和存款作为“标准答案”。基于此，我们认为，居民对财富保值增值的需求并未消失，而是资产配置的决策难度显著提升，未来居民需要在收益、风险与期限之间进行权衡与匹配，这一变化使财富管理的边际价值显著提升。

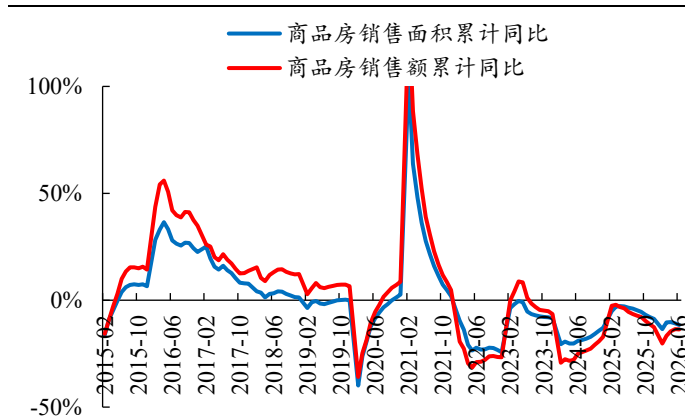
房地产投资属性弱化，为居民财富向金融资产配置创造空间。一方面，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格同比持续负增长，其中二手住宅价格调整更明显，房地产的增值预期削弱。另一方面，商品房销售面积和销售额持续承压，房地产市场交易活跃度及资产流动性下降，居民配置地产的资金占用成本和变现难度增加。

图1：70城房价同比下行，地产逐渐回归住宅属性



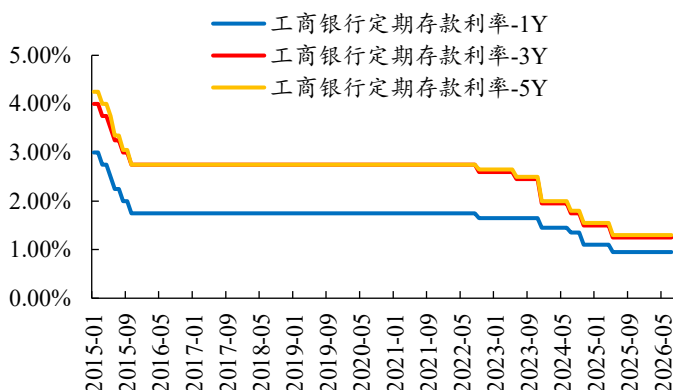
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：商品房销售同比下降，居民购房意愿下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

长端利率持续下行，存款、理财收益中枢下降。近年来，银行存款利率持续下调，工商银行1年期、3年期和5年期定期存款利率已分别降至0.95%、1.25%和1.30%，居民新增存款及到期存款续作收益明显下降。10年期国债收益率持续回落至约1.7%，并进一步向理财产品、债券基金等低风险资产的收益率传导。随着无风险及低风险资产的回报中枢下移，居民财富有望转向多元金融资产配置。

图3：银行定存利率持续下行


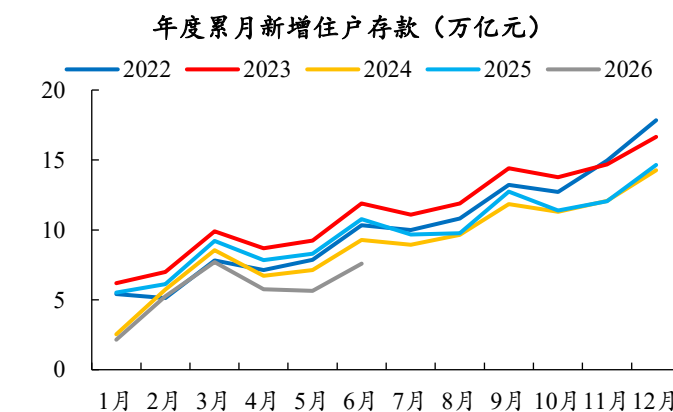
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：10Y 国债收益率持续下行

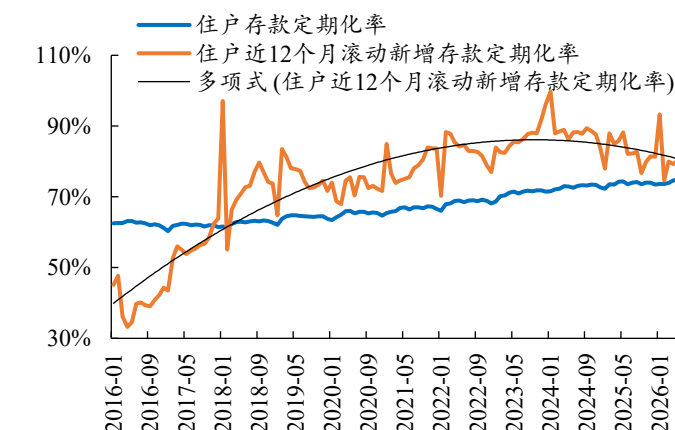

数据来源：Wind、开源证券研究所

富裕人群数量较多，养老需求旺盛。（1）中国百万美元财富人群数量位于全球第2，高净值客户具有较大的资产保值增值需求，以及多资产配置、风险隔离、代际传承等财富管理需求。（2）截至2025年末，我国65岁及以上人口占比约为16%，人口老龄化持续加深，养老人口规模扩大，居民退休后预期生活期限延长，资产配置和现金流管理需求增加，为财富管理业务创造中长期需求。

资本市场景气度提升对居民资产再配置形成一定催化。2026年以来，资本市场赚钱效应明显，在股市明显改善的情况下，居民累计新增存款明显低于2022—2025年同期水平，过去12个月新增存款定期化率亦由前期高点回落，趋势上升阶段出现拐点，表明居民通过定期存款锁定收益的意愿边际减弱。在存款利率下行、资本市场赚钱效应改善的共同催化下，财富管理需求有望加速释放。

图5：住户存款增速有所放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：住户存款定期化率增速放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、供给端：制度条件成熟，传统经纪业务亟待转型

资本市场更加重视投资者回报，从重融资逐步转向投融资协调发展。新“国九条”从发行上市、持续监管、现金分红、退市出清和投资者保护等环节完善资本市场基础制度，现金分红制度改革提高了上市公司股东回报的稳定性和可预期性，通过扩大保险、养老金和公募基金权益投资、建立长周期考核机制引导中长期资金入市，

持续改善市场资金结构。随着相关制度逐步落地，中国资本市场可投资性逐渐提高，改革红利有望充分释放。

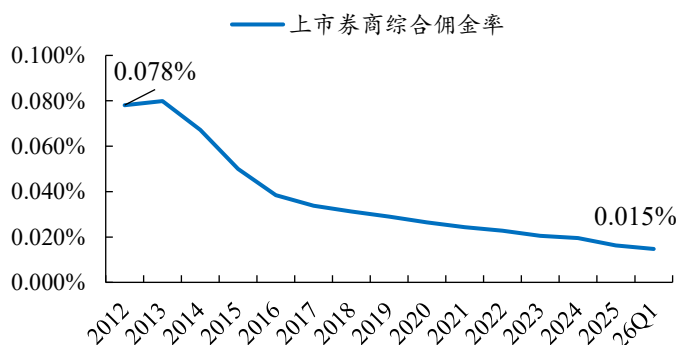
表1：资本市场可投资性提高，改革红利有望充分释放

时间	事件	影响
2023 年 12 月	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》	强化不分红公司的披露与约束，鼓励中期分红和一年多次分红， 提高分红的稳定性、持续性和可预期性。
2024 年 4 月	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	从严把控发行上市、强化上市公司持续监管和分红约束、严厉打击财务造假、完善退市制度及投资者保护，推动行业回归本源、做优做强，加强交易监管，增强内在稳定性等。
2024 年 4 月	《关于严格执行退市制度的意见》	加大重大违法和缺乏持续经营能力公司的出清力度，削弱“壳价值”，推动资金向优质上市公司集中。
2024 年 9 月	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	推动保险、社保、养老金、公募基金等长期资金扩大权益投资，建立三年以上长周期考核机制，减少机构对短期排名和短期波动的依赖， 改善市场资金结构和稳定性。
2025 年 1 月	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	将长期资金入市进一步量化： 未来三年公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%；大型国有保险公司自 2025 年起力争将每年新增保费的 30% 用于投资 A 股。
2025 年 5 月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	推动公募基金从“重规模、重短期排名”转向“重投资者回报”， 强化业绩比较基准、长期业绩考核和浮动管理费机制，并把投资者盈亏、持有期限纳入销售评价，改善专业机构的激励约束和资本定价功能。

资料来源：证监会、开源证券研究所

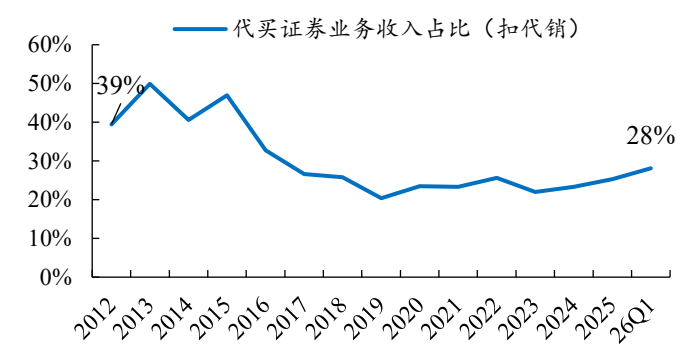
交易佣金率持续下行，传统经纪业务同质化竞争。近年来，券商经纪业务同质化程度提高，行业竞争加剧，佣金率、两融利率持续承压，上市券商佣金率已由 2012 年的 0.078% 降至 2026Q1 的 0.015%，累计降幅 81%。扣代销金融产品业务收入后，经纪业务收入占营业收入的比重持续下滑，依赖交易佣金与销售的传统零售模式回报下降。

图7：截至 2026Q1，综合佣金率已降至 0.015%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：传统经纪业务收入占比持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、市场空间：受益于居民资产金融化、机构化

我们自上而下统计各官方口径披露的个人持有各类资产规模，测算 2025 年中国居民财富规模及结构。当前官方认可的最新的中国居民资产负债结构研究报告主要为社科院出版的《中国国家资产负债表 1978-2022》中居民资产负债表，我们借鉴其中的研究方法，通过各官方口径披露的资产规模和个人持有占比，结合部分假设测算居民持有各类资产规模，测算结果大致可以体现我国居民目前各类资产配置的状况及所占比重，后文所使用的中国居民资产相关指标均基于我们的测算结果。

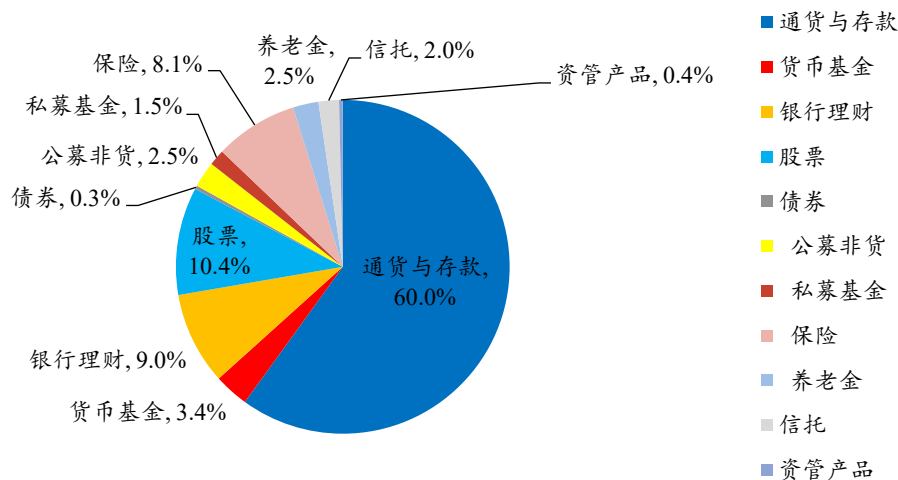
表2：截至 2025 年末，我们测算中国居民资产规模 769 万亿元，其中房地产占比 55.3%

资产大类	明细科目	2025 年规模 (万亿元)	占比	测算方法	数据来源
非金融资产					
房地产	-	425.3	55.3%	参考社科院测算方法，分别计算城镇和农村房产价值。 (1) 城镇房产价值=城镇人口*人均住宅建筑面积*住房销售价格，其中住房销售价格采用百城二手住宅销售平均价格，考虑中国房价的区域性差异及集体住房等价格拉低整体房产价值，因此在百城二手住宅均价基础上*80%折算。 (2) 农村采用成本法，即农村房产价值=农村人口*人均住宅建筑面积*竣工住宅造价，2025 年住宅造价根据 2021-2024 年复合增速外推，限于数据可得性，人均住宅建筑面积根据 2016-2021 年增速外推。	国家统计局、中指控股、住房和城乡建设部、中国农村统计年鉴
其他非金融资产	-	20.4	2.7%	参考社科院测算方法，将非金融资产主要分为汽车及农村生产性固定资产。(1) 汽车价值=居民汽车保有数量*二手车交易均价。(2) 考虑到农村生产性固定资产占比较低，我们以社科院 2022 年测算值为基准，加入后续年度农村非住宅固定资产新增投资，并假设存量资产年折旧率 10%。	国家统计局、汽车流通协会、中国农村统计年鉴
金融资产					
现金与存款	通货与存款	193.7	25.2%	以人行 2024 年资金存量表住户部门数据为基准测算 2025 年规模。其中，(1) 通货：参考 2025 年 M0 净增加额及 2024 年新增通货中住户部门的占比估算。(2) 存款：以中国人民银行 2024 年资金流量表为基数，参考货币政策执行报告披露数据外推。	中国人民银行
	货币基金（个人）	10.8	1.4%	根据基金业协会披露数据，测算个人持有货币市场型公募比重。	中国基金业协会
股票	个人持有股票流通市值	33.7	4.4%	参考人行资金存量表数据测算 2025 年规模，2021—2024 年居民股票资产占 A 股总市值比重分别为 30.9%、30.3%、30.9%和 31%。	中国人民银行、中国结算
	公募非货币基金（个人）	8.1	1.1%	根据基金业协会披露，个人投资者持有非货公募比重占比相对稳定，2025 年使用 2024 年比重测算。	中国基金业协会
基金	私募基金（个人）	5.0	0.7%	参考基金业协会 2021-2024 年年报披露个人投资者持有私募基金占比，其中 2025 年私募证券投资基金假设个人投资者占比略有提升，私募股权投资、创投基金占比根据 2021-2024 年外推。	中国基金业协会

保险	居民持有的保险准备金	26.0	3.4%	参考社科院估算方法，以金融监管局披露的保险公司总资产乘以 90%和 70%，得出居民持有保险准备金规模。	中国金融监督管理总局
理财	银行理财（个人）	28.9	3.8%	参考中国理财网公布的 2018 年个人持有银行理财占比估算 2025 年个人持有规模。	中国理财网
养老金	企业年金、职业年金	8.0	1.0%	人力资源和社会保障部披露历年企业年金、职业年金规模。	人力资源和社会保障部
信托	集合类信托	6.4	0.8%	(1) 根据信托资产总规模和中信登披露 2019-2021 年自然人持有信托资产比重分别为 15%、17.71%、25.58%测算 2019-2021 年个人持有规模；(2) 考虑单一信托和财产权信托主要为机构持有，集合信托中自然人占比较高，因此通过理念集合信托口径数据推算个人信托规模。	中信登、用益信托网
资管	私募资管产品（个人）	1.1	0.1%	参考基金业协会年报披露数据测算。	中国基金业协会
债券	柜台市场和交易所的个人持有规模	1.1	0.1%	(1) 个人持有债券主要通过柜台市场； (2) 上交所和深交所披露的自然人投资者持有债券市值。	中债登、上交所、深交所
中国居民合计资产规模		768.7	100%		

数据来源：《中国国家资产负债表 1978-2022》、国家统计局、中指控股、住建部、《中国农村统计年鉴》、汽车流通协会、中国人民银行、中国理财网、中国基金业协会、中国金融监督管理总局、中信登、用益信托网、中债登、上交所、深交所、Wind、开源证券研究所

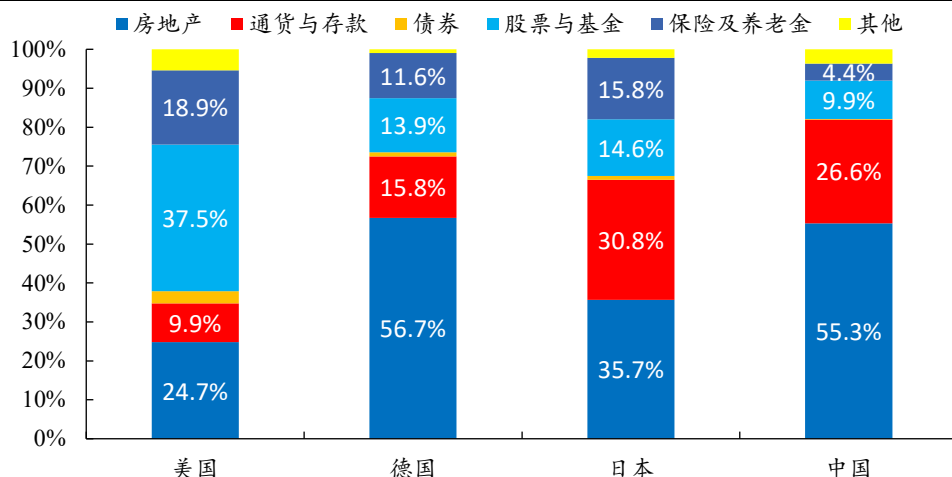
图9：我国居民持有金融资产仍以通货与存款为主



数据来源：开源证券研究所

注：数据来自前文测算结果

我国居民持有房地产和存款比重较高。我们对中美德日四国的居民资产负债表进行估算，横向比较看，美国/德国/日本/中国居民持有房地产及存款总占比分别为 35%/72%/66%/81%，我国居民房地产、存款在资产占比中明显高于其他国家。金融资产占总资产比重约 41%，显著低于美、日，与德国接近，但结构上以存款为主，机构化程度显著低于其他国家。

图10：美国/德国/日本/中国居民持有地产+通货与存款比重为 35%/72%/67%/82%


数据来源：美联储、德国联邦统计局、德国央行、日本银行、日本国土交通省、日本投资信托协会、Wind、开源证券研究所

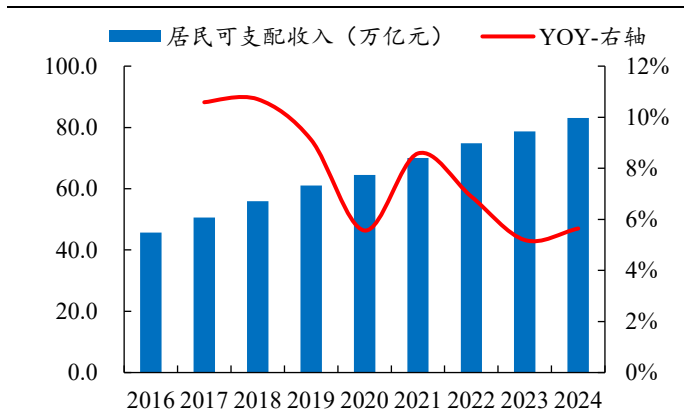
注：为保证可比，美国、德国的 MMF（货币市场基金）以及日本的 MRF（货币储备基金）均计入通货与存款；其他包含其他金融及非金融资产

我们认为，德国、日本对我国居民资产配置的参考意义更强。德国长期通胀预期相对稳定，住房租赁市场较发达，房地产更多为居住和相对稳定的资产配置属性，因此德国居民资产中房地产仍占有较高比重，此外德国形成了较为完备的多层次养老体系，金融资产内部结构相对均衡。日本经历了 90 年代房地产泡沫破裂，此后人口老龄化、房地产长期调整等因素持续弱化居民对房地产预期，居民持有金融资产比例较高，长期低利率使持有现金和存款的机会成本较低，叠加居民风险偏好较低，日本居民持有存款比例较高。

远期看，中国居民资产配置结构或介于德国和日本之间。一方面，我国并未经历日本式长期通缩及负利率环境，居民风险偏好未必降至日本水平，因此金融资产未必高度存款化；另一方面，相较于德国，我国房地产经历过一轮快速上行期，在过去较长时期承担了较强的财富增值功能，随着房地产逐渐回归居住属性，居民对其增值预期弱化，新增财富配置有望减少对房地产的倾斜，增加对金融资产的配置。

我国居民储蓄率长期维持较高水平，居民财富持续积累，财富管理有望长期受益。伴随宏观经济增速放缓，居民收入增速有所下降，但居民储蓄倾向较高且稳定，新增财富是市场空间长期增长的基础。房地产财富效应弱化，新增储蓄中金融资产配置比例逐步提升，居民财富配置金融资产占比有望进一步提升。从结构看，存款仍是我国居民金融资产的重要组成部分，2022 年以来，疫情叠加宏观预期减弱，居民存款占新增金融资产比重大幅上升，形成超额储蓄，但存款倾向已出现边际回落，财富管理有望收益。

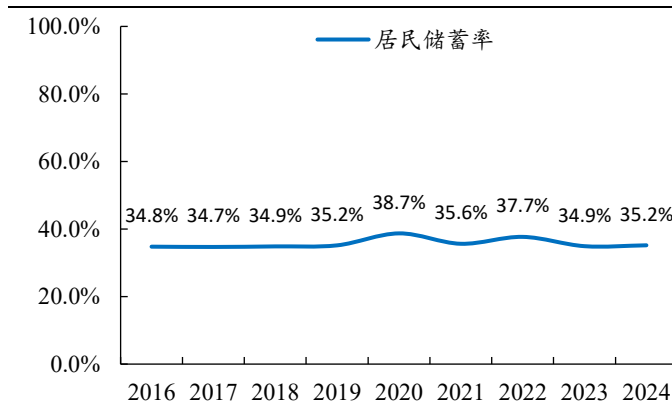
图11：居民可支配收入增速有所放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：居民可支配收入使用住户部门非金融交易资金来源可支配总收入

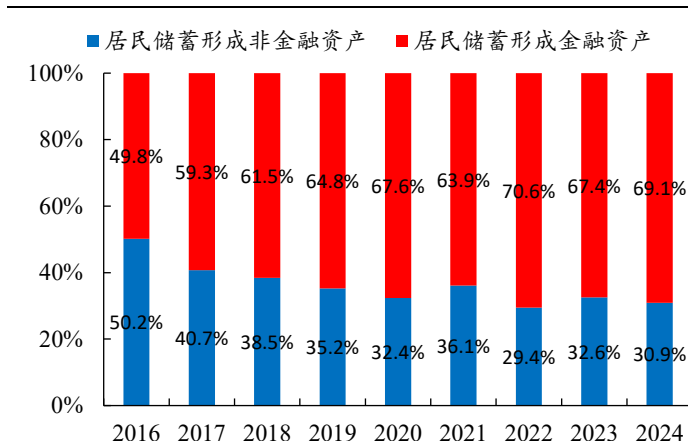
图12：居民部门储蓄率长期中枢在 35%附近



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：居民储蓄率=住户部门非金融交易资金来源总储蓄/住户部门非金融交易资金来源可支配总收入

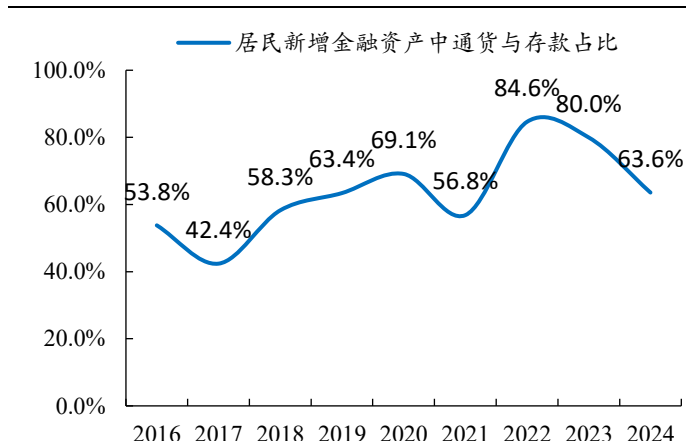
图13：居民部门新增储蓄形成金融资产比重上升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：居民储蓄形成金融资产=住户部门非金融交易资金运用净金融投资；居民储蓄形成非金融资产=住户部门非金融交易资金运用资本形成总额+住户部门非金融交易资金运用其他非金融资产获得减处置

图14：居民新增金融资产中，通货与存款比重回落



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：居民新增金融资产中通货与存款占比=（住户部门金融交易资金运用通货+住户部门金融交易资金运用存款）/住户部门金融交易资金运用资金运用

由于财富管理实际市场空间较难量化及比较，因此我们将居民委托机构管理的各类金融资产规模作为财富管理整体市场空间的代理指标，即未来财富管理可承接资产池的规模。居民财富持续积累，专业管理渗透率有望提升，2025 年居民委托机构管理 83.6 万亿元，假设未来居民可支配收入保持约 5% 的年均增长，同时渗透率由约 10.9% 提升至 15.0% 左右，则粗略估计至 2030 年市场空间有望达到 150 万亿级别，对应 2025—2030 年复合增速约 12%。

表3：假设渗透率累计提高4个百分点，则5年后市场空间有望达到近150万亿

单位：万亿元	2025	2030E	5年CAGR
居民资产总规模	768.7	981.1	
资产增速假设		每年5%	
居民委托机构管理规模 (万亿元)	83.6	147.2	12.0%
居民委托机构管理 渗透率	10.9%	15.0%	
平均管理费率假设		0.2%-0.5%/年	
收费空间		每年约3000-7000亿	

数据来源：开源证券研究所

注：居民委托机构管理规模=基金+保险+理财+养老金+信托+资管，规模来自前文测算结果。

我们对其中的隐含假设进一步拆解，市场空间的增长可以解释为居民新增财富多元配置、存量存款搬家、直接投资转向委托机构三条路径。（1）新增财富：居民财富持续积累带来的新增财富配置，居民可支配收入增长及储蓄形成创造新的可配置资产，未来金融资产在新增财富中的边际配置比例有望提升，其中又有部分通过财富管理机构实现配置。（2）存款搬家：此处的存款搬家指存量存款不续作，低利率环境下，伴随定期存款逐步到期，部分存量资金有向财富管理机构迁移的潜在空间。（3）机构化：指居民当前直接持有的股票、债券等资产亦可能逐步转向基金、保险及其他机构管理。由此进一步验证，居民财富管理市场空间5年内有望达到近150万亿，5年复合增速11.2%，其中来自新增财富/存款/直接投资金融资产分别贡献约62%/31%/7%的增量。

表4：新增财富/存款/直接投资金融资产分别贡献增量约62%/31%/7%

单位：万亿元	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
来自新增财富						
居民可支配收入	87.3	91.6	96.2	101.0	106.1	111.4
YOY	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
储蓄率		35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
新增储蓄形成金融资产比例		70.0%	71.3%	72.5%	73.8%	75.0%
新增金融资产中存款比例		65.0%	62.5%	60.0%	57.5%	55.0%
新增非存款金融资产委托机构管理比例		70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
【新增财富创造市场空间】		5.5	6.3	7.2	8.2	9.2
来自存款						
居民现金与存款余额	204.5	199.4	194.4	189.5	184.8	180.2
现金与存款迁移率		2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
存款迁移委托机构管理比例		75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
【存款迁移创造市场空间】		3.7	3.6	3.6	3.5	3.4
来自直接投资金融资产						
居民直接投资金融资产余额	34.8	33.9	33.1	32.3	31.5	30.7
直接投资金融资产迁移率		2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
【直接投资金融资产迁移创造市场空间】		0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
【居民委托机构管理的金融资产总规模】	83.6	93.7	104.5	116.1	128.5	141.9

单位：万亿元	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
YOY		12.1%	11.5%	11.1%	10.7%	10.4%

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：表中居民现金与存款余额、居民直接持有非存款金融资产余额仅考虑存量

我们参考德国、日本，进一步估算与券商更相关的财富管理市场空间。基于前文测算结果,2025年末中国居民持有的非货公募及私募证券投资基金占居民资产比重约1.70%，显著低于德国、日本。我们沿用居民可支配收入年均增长5%的假设，居民财富增长与收入增长大体同步，则居民资产规模增速为5%。假设未来10年，我国该比重分别向德国、日本当前水平逐步收敛，叠加5%的居民资产规模增速，与券商相关的财富管理市场空间10年CAGR分别约为17.06%和14.50%。

表5：券商相关财富管理市场空间未来10年CAGR有望达到15%左右

指标		数值	
中国当前渗透率		1.70%	
德国当前渗透率		5.05%	
日本当前渗透率		4.05%	
居民资产增速假设		5.00%	
【券商财富管理CAGR估算】		目标德国	目标日本
10年收敛	渗透率CAGR	11.48%	9.05%
	券商财富管理规模	17.06%	14.50%
	CAGR		

数据来源：开源证券研究所

注：（1）中国渗透率=（非货公募基金+私募证券投资基金）/总资产，德国渗透率=非货投资基金/总资产，日本渗透率=（投资信托基金+NPF）/总资产；（2）为防止各类资产重复计算，测算均为居民直接持有口径，未考虑穿透，如果考虑德、日居民通过养老金、保险账户间接配置的资产，则实际的渗透率可能更高，同时我国个人养老金及保险等长期资金体系仍有发展空间。

1.4、竞争优势：权益能力突出，资本市场中介掌握企业入口

券商权益、多资产配置能力突出，买方投顾转型深入，有望形成一定先发优势。一方面，居民财富有望向多元化配置转变，相较于其他金融机构，券商在权益投资、资产配置和资本市场服务方面具备差异化优势。另一方面，券商业务体系、组织架构和战略调整相对灵活，财富管理转型深入，相较于其他金融机构亦有望形成一定先发优势。

券商作为资本市场中介，连接上市公司股东、企业家财富入口。高新技术、战略新兴产业相较于传统行业更依赖直接融资，而券商作为连接企业与资本市场的中介机构，处于财富形成链条的重要环节。企业上市、股权融资以及员工股权激励等资本市场活动将持续创造以股权为核心的新型财富，上市后的股权资产往往成为企业创始人、高管及员工的主要财富来源，券商可以围绕股权托管、减持规划、融资服务、资产配置以及综合财富规划为其提供全生命周期服务，形成企业资本服务与个人财富管理相结合。近年来，伴随代表新质生产力的科技企业上市，券商有望充分受益。

表6：银证保各有优势，券商作为资本市场中介掌握上市公司链条财富入口

	银行	券商	保险
核心优势	客户资源、账户体系、渠道网络、资金沉淀能力	资本市场连接能力、权益投研能力、资产配置能力	长期资金属性、风险保障能力、养老服务能力
财富入口	存款账户、支付结算、信贷关系	股票账户、资本市场服务、企业上市链条	保障需求、养老需求
擅长资产类型	固收、现金管理、理财产品	权益、公募基金、ETF、多资产配置	固收类、长期保障型资产
客户优势	客户覆盖广，低风险偏好 客户资源丰富	高净值客户、资本市场参与者、企业家群体	长周期客户关系
转型方向	从产品销售向综合财富管理转型	从交易服务向买方投顾转型	从保障产品向养老财富管理延伸

资料来源：开源证券研究所

2、从交易通道到财富管理平台，券商商业模式有望重塑

2.1、买方财富管理转型加速，成长性、稳定性驱动估值提升

券商零售业务经历传统经纪、卖方财富管理、买方财富管理三个阶段。传统经纪业务和卖方财富管理以交易、产品发行等收入为主，收入主要在客户交易或购买产品时发生，业务上更接近卖方；买方财富管理是围绕客户的整体财富目标，对其资产、负债、现金流与风险长期综合管理，并对其资产进行持续配置、管理及提供陪伴，实现资产的保值、增值、传承。客户不交易、不申购新产品，公司仍然可以通过持续服务获得相对稳定的收入，业务上更接近买方，双方目标函数更一致。我们认为买方财富管理是指站在买方立场的商业模式和服务理念，具体体现为与客户利益一致、围绕客户组织资源、持续服务等。

表7：买方财富管理以客户的财富目标为导向，业务上更接近客户，双方利益一致

维度	传统经纪	卖方财富管理	买方财富管理
服务逻辑	以交易为中心	以产品为中心	以客户资产、账户为中心
考核指标	交易量、新增开户数、两融规模等	产品销量、代销、新增客户数、销售完成率等	客户体验、组合收益回撤、留存率、AUM等
客户关系	弱陪伴	销售驱动、阶段性服务	包括诊断、配置、执行、监控、再平衡的长期服务
收入特征	波动大、高度顺周期	顺周期、受产品发行等影响	相对稳定、可持续、可积累
利益关系	鼓励频繁交易	存在“赎旧买新”的销量激励	收入与 AUM 挂钩，利益相对一致

资料来源：开源证券研究所

传统交易佣金下降+资管新规推动刚兑退出和产品净值化，驱动券商零售业务由卖方转向买方模式。券商零售业务的转型，一边面对着传统经纪业务竞争激烈，交易佣金持续下滑的现状，另一边则是资管新规打破刚兑、压缩非标并推动资管产品净值化转型。过去银行理财、信托等资管产品多采用预期收益率模式，资金池期限错配及隐性刚兑不能将底层资产的风险完整地向投资者传导。资管新规明确“金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益”，并要求“产品应当实行净值化管理”、“及时反映基础金融资产的收益和风险”。因此，过去兼具较高收益和确定性的资产供给

减少，产品净值化使账户直接体现净值波动，推动风险收益重新回归投资者本身，资产配置、投后陪伴的需求及重要性显著提升。

基金投顾制度持续完善，为财富管理由卖方向买方转型提供重要的制度基础。基金投顾是目前国内制度相对清晰、标准化、适合大众财富规模化的买方财富管理模式，其在制度上实现了机构对客户账户的直接管理。(1) 2019年10月，证监会正式启动公募基金投资顾问业务试点，允许试点机构“根据与客户协议约定的投资组合策略”“代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策”“代客户执行基金产品申购、赎回和转换等交易申请”。(2) 2023年，证监会“为健全资本市场财富管理功能，深化资本市场投资端改革，发展买方中介队伍，推动基金投资顾问业务试点转常规”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）》，进一步强调规范客户关系、持续顾问责任、弱化业绩营销和交易激励等方面要求，推动业务试点进一步走向买方模式，协调利益一致。

表8：制度持续完善，政策引导行业重视投资者回报，由卖方模式向买方模式转变，培育壮大买方中介队伍

时间	政策	内容
2018-04	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	统一各类资管产品监管标准，要求 净值化管理，禁止承诺保本和刚性兑付 ，限制多层嵌套、期限错配与监管套利，并强化适当性和信息披露，居民理财由预期收益转向承担净值波动。
2018-07	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	补充通知坚持资管新规总体方向不变，允许适度投资非标、老产品有限续接新资产等，缓释过渡期整改压力。
2019-10	证监会启动基金投资顾问业务试点	试点 允许符合条件的机构根据与客户约定，为客户提供基金组合策略建议，并在授权范围内代客户办理基金申购、赎回、转换等 ，收费基础由单只产品销售转向投顾服务及顾问资产。
2019-2021	试点机构分批获批并扩容	基金公司、证券公司和独立基金销售机构分批取得试点资格，完成制度建设、系统建设、现场检查及展业验收后正式开展业务。 到2021年，基金投顾试点机构由最初5家扩展至60家。
2020-08	《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》	强化基金销售持牌准入和互联网平台边界，完善准入退出、销售行为、内部控制与投资者保护； 明确推动销售机构建立以投资者利益为核心、促进长期理性投资的考核体系，并通过资产配置等服务引导长期投资。
2023-06	《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）》公开征求意见	提出“健全财富管理功能、培育资本市场买方中介队伍”， 拟推动基金投顾试点转常规 ；强化管理型业务监管、投资分散度、适当性和服务匹配、信义义务、利益冲突及合作展业规范。
2024-04	《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	调降公募基金股票交易佣金费率，降低交易佣金分配比例上限，并强化基金管理人及证券公司的合规内控与披露。
2025-05	《推动公募基金高质量发展行动方案》	提出“以投资者最佳利益为核心、从重规模向重投资者回报转型”，对基金销售机构拟建立分类评价： 纳入权益基金保有、首发保有、投资者盈亏与持有期限、定投规模，并加大保有客户盈亏考核 ；同时明确出台证券基金投资咨询和基金投顾规则、提升综合财富管理能力。
2025-06	《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》	将科创板ETF纳入基金投顾配置范围
2025-12	修订并更名为《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》	削弱首发、短期申赎和高尾佣激励，鼓励长期持有。调降认申购费和销售服务费；简化赎回费且全部计入基金财产；除货币基金外，持有超过一年不再收取销售服务费；设置差异化尾佣上限； 基金销售机构同时开展基金投顾业务的，应坚持投资者利益优先和最优价格执行，明确“对基金投顾业务形成

时间	政策	内容
		的保有量，不得收取客户维护费”。
2026-04	《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》	将创业板 ETF 纳入基金投顾配置范围

资料来源：证监会、开源证券研究所

表9：2023 年文件对比 2019 年文件在业务规范的基础上预留部分创新空间

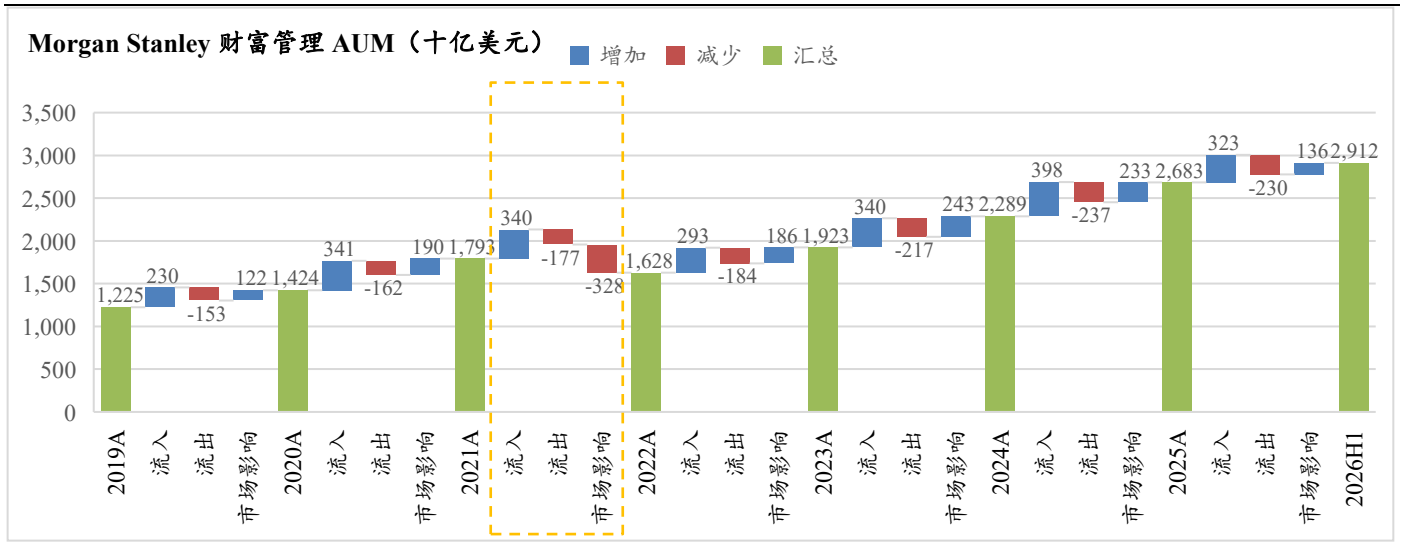
性质	内容
创新	2023 年征求意见稿明确提出推动基金投顾业务由试点转为常规监管，试点未来有望继续扩容或转常规监管。
	2019 年主要围绕公募基金开展；2023 年拟允许在满足客户资格、比例、流动性和透明度要求的前提下，为客户配置私募证券投资基金，并为其其他获认可产品预留空间。
	2019 年更侧重基金组合建议和代客调仓；2023 年进一步强调资金规划、大类资产配置、投资目标管理和多策略匹配。
规范	在单只基金比例限制基础上，进一步增加机构整体持有单只基金、配置私募基金比例及流动性等限制。
	强化客户适当性、业绩展示、账户交易、投资决策和利益冲突管理，限制基金投顾产品化、销售化等。

资料来源：证监会、开源证券研究所

以投顾和账户管理为核心的财富管理业务本身具有轻资本、平台型特征，具有较强的规模效应，随着客户资产规模提升，边际成本逐步下降，对资本金占用相对较低。

盈利波动降低、收入质量更优、成长空间广阔，应当给予更高估值水平。（1）从量来看：财富管理业务主要由客户资产规模增长驱动，收费基础稳定、空间大、可复利增长，受益于新增财富多元配置、存款搬家、机构化趋势，而传统经纪业务主要依赖开户、市场交易活跃度，天花板有限且受市场影响较大。相比之下，AUM 具有较强的可持续性，受市场波动影响相对小，收入稳定性较强，Beta 降低，估值水平应当提升。（2）从价来看：经纪业务同质化程度高、客户迁移成本低，佣金率下降明显，而财富管理围绕客户长期资产配置需求展开服务，投研能力、配置能力、定制化服务可形成差异化服务内容，有助于提升客户粘性，形成议价能力，面对竞争时价更稳。

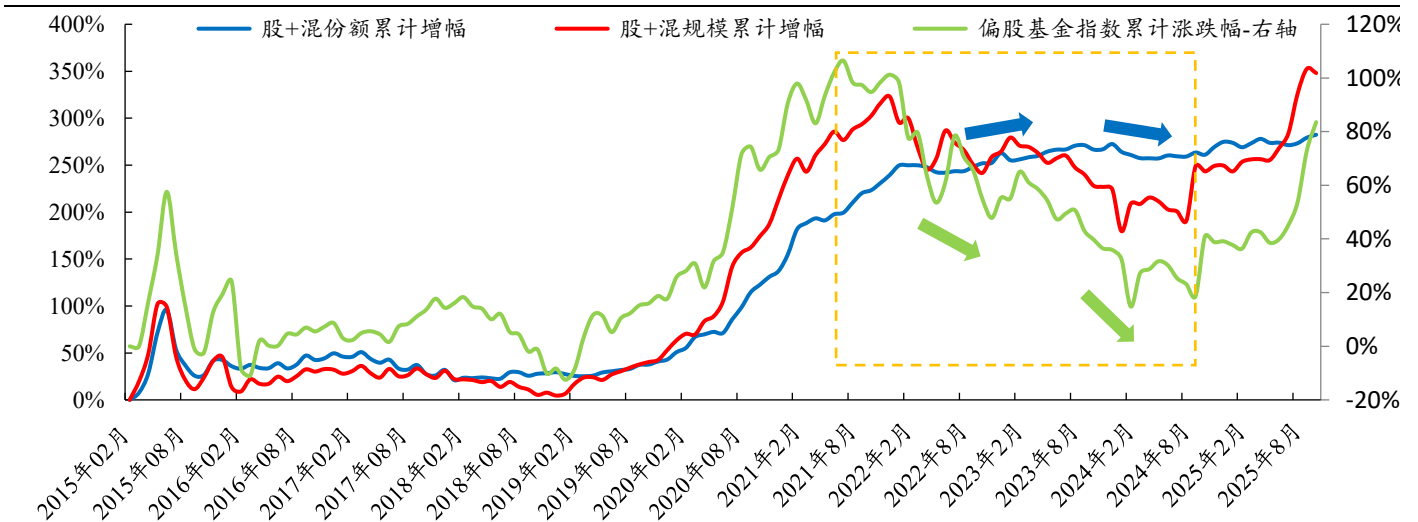
图15: 财富管理资金稳定性较强, 市场下行期间 Morgan Stanley 收费型客户资产仍保持净流入



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 客户财富管理 AUM 已剔除现金管理

图16: 市场下行期间, 偏股基金份额仍相对稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 股+混已剔除华泰柏瑞、易方达、华夏、嘉实四大沪深 300ETF

表10: 商业模式的优化有望降低行业盈利波动, 提升估值水平

维度	财富管理业务	传统经纪业务
业务属性	轻资本	轻资本
收入模式	AUM×管理费	交易额×佣金率
核心驱动	收入增长、财富配置多元化、机构化	市场活跃度、投资者数量、交易频率
竞争模式	投研能力、配置能力、长期投顾、专业定制等	以价格为主, 叠加投顾服务、APP 体验等
盈利稳定性	较强, 资金具备一定持续性	较弱, 受市场波动影响较大

资料来源: 开源证券研究所

基金投顾的核心是“顾”，可概括为“七分顾、三分投”。由于个人投资者的非理性行为（追涨杀跌、频繁交易等）等因素，使得产品收益率并不总是能体现在个人投资者账户中，因此我们认为基金投顾主要作用不是创造超额收益，更重要的是规范投资者行为，降低其行为损耗。具体服务内容包括：（1）“顾”：KYC（Know Your Customer）、了解客户风险承受能力、财富目标、投资期限及现金流，根据客户信息提出资产配置建议；投资过程中持续提供服务，包括投资者教育、市场沟通、投后陪伴等，帮助客户降低追涨杀跌、频繁交易等行为损耗，并根据市场变化进行一定的再平衡。（2）“投”：主要包括投资研究、大类资产配置、产品研究、组合策略构建和风险监控等。

基金投顾从制度设计上削弱机构顺周期销售对投资者追涨杀跌行为的传导。2023 年基金投顾征求意见稿明确提出，在了解客户情况前不得展示基金组合策略、完成服务匹配前不得展示历史业绩；匹配后展示业绩亦须覆盖 1 年以上并同步披露波动率、最大回撤等风险指标，同时要求坚持长期投资、控制组合换手率，并禁止投顾人员考核与基金销售及交易佣金收入挂钩。

财富管理中台拓展服务边界，强化规模效应。财富管理具有深度服务属性，单纯依赖一线投顾无法同时承担客户理解、资产配置等多重环节。随着转型深入，顾问的核心职能进一步集中于客户关系经营，如 KYC、行为规范和长期陪伴，而产品研究、资产配置、组合策略、再平衡方案等由总部财富管理中台集中生产，并通过数字化平台向一线标准化输出。随着 AUM 扩大，固定成本持续摊薄，规模经济和经营杠杆有望进一步增强。

图17: 财富管理中台集中化生产, 一线投顾围绕客户个性化交付



请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

客户分层区分买方财富管理交付形式，大众富裕客群线上投顾，高净值客群定制化、场景化。基金投顾通过总部中台输出标准化策略，通过一对多的服务模式线上完成投教、行为规范及陪伴等投顾服务，适合针对大众富裕客群实现规模化覆盖。对于高净值客群，基金投顾可通过专业投顾定制策略或线下一对一服务，但高净值客户的财富管理需求往往更复杂，买方财富管理的交付形式也更偏向定制化、场景化。

策略组合丰富，费率与权益占比正相关。从策略组合来看，“投”已经包含现金管理、稳健配置、平衡配置到进取配置等不同的风险预算等级，养老、教育、全球投资等个性化场景。从费率来看，当前各投顾策略费率差异较大，费率大体上与含权量正相关，现金管理类费率较低，权益占比较高的组合策略费率较高，投顾费率不包含底层基金产品的管理费和申赎费，但基金销售机构在收取投顾费用后将禁止收取尾随佣金防范利益冲突。此外，多家机构对客户的问卷测评有次数限制，日内/年内限制测评上限，一定程度上避免客户重复测评而间接导致策略匹配失效的情况。

表11：投顾策略包含多风险等级、多场景，通过丰富标准化策略实现个性化选择

机构	策略	主要投向	策略定位/投资目标	投顾费率
易方达财富	易投平衡系列	权益/商品占比 30-50%	承担适度波动，中等偏低权益、商品仓位	0.32%/年
易方达财富	易投进取系列	权益/商品占比 60-80%	中等偏高权益、商品仓位	0.512%/年
兴业证券	知己目标盈投资组合策略	债基为主，权益/商品分别占比 0-10%	策略风险等级为 R2（相对保守型）	0.3%/年
华夏财富	70 后智赢人生组合	偏股（股+混）为主+QDII，随着临近退休日期根据下滑轨道降低组合中权益资产占比	以养老金储备为目标的中长期投资者，适合年龄区间在 1970-1979 的客户	0.50%/年
华夏财富	常青藤教育金组合	股+债+混均衡配置	为子女规划海外留学储备资金，力争获取财务稳健回报的中长期投资者	0.40%/年
盈米基金	全球丰收	穿透底层以固收为主+20%股票+10%商品，全球配置	可承受 6%以上的回撤、海外资产账户比例相对低，可持仓 3 年以上	0.35%/年
盈米基金	花好月圆	货基为主，债基增强	闲置资金 3 个月，可承受小幅波动	0.15%/年
蚂蚁投顾	全球精选	全球股+债+商品，权益占比 50%	追求高收益，控制波动，偏好全球投资	0.40%/年
东方证券	螺丝钉金钉宝指数增强	指数、指数增强基金为主	长期投资，追求高收益，承受较大风险	0.40%/年

资料来源：各公司官网、公告、公众号、APP、开源证券研究所

投顾试点以券商、基金、三方为主，主体间各有优势。根据资本市场标准网及公开信息，截至 2026 年 8 月末 60 家机构取得基金投顾试点资格，其中以券商和基金公司为主，另有三方机构及 3 家银行参与试点，3 家试点银行暂未找到相关展业信息。不同机构各具优势，(1) 券商自身具有客户基础及 APP 自有流量可协同转化，投研、风控能力强，线上运营的同时可通过营业部提供线下服务；(2) 基金公司自身投研、风控、资产配置能力强，品牌优势突出增强客户信任，但自有流量较少，可通过与三方平台合作输出投研能力；(3) 三方机构尤其是互联网平台型机构，在流量获取、客户数据沉淀和内容运营方面更具优势，可基于客户基金交易信息更精准匹配策略。

图18：60家机构取得试点资格，以券商、基金为主



资料来源：资本市场标准网、各公司官网、开源证券研究所

注：仅展示部分试点机构，非完整名单

表12：券商、基金、三方各有竞争力，券商自有客户转化、线下服务能力更具优势

维度	券商	基金	三方
获客方式	经纪客户转化、APP、营业部	直营 APP、品牌、渠道导流	公域流量、平台流量、内容、社群
投顾服务	线上财富顾问+线下营业部，服务体系、线下服务能力成熟	以线上为主，线下顾问队伍和客户基础较弱	线上投顾、内容生产运营
核心竞争力	自有客群、顾问、资本市场能力	品牌形象、投研、产品管理能力	流量、数据、运营

资料来源：开源证券研究所

2.3、高净值客群：场景化定制，打造全生命周期解决方案

2.3.1、中信证券——组织架构深刻变革，“1+1+N”充分调用公司资源

中信证券较早推动组织架构改革，向买方财富管理转型。2017年，中信证券在原本单一金融产品引入的基础上，设立专业团队针对公司的企业家等高净值客户提供一对一的服务，满足企业家客户在投资、隔离、传承等个性化需求，并于当年落地证券行业内首单家族信托业务。2018年，中信证券将“经纪业务发展与管理委员会”更名为“财富管理委员会”，明确财富管理转型的战略。2020年，财富管理转型进一步深化，截至2020年末签约客户1.3万户、签约资产超1700亿元。2021年，中信证券财富管理委员会成立企业家办公室，服务内容覆盖股权激励、战略配售、综合减持、流动性管理、衍生品投资、股权投资咨询、境外服务咨询等等。

公司形成“1+1+N”的专业协同模式，财富顾问成为客户与公司的接口。当前中信证券已形成“1个客户经理+1个业务专家+N个总部业务线及全平台资源支持”的团队服务模式，由客户经理负责客户关系与需求识别，业务专家提供解决方案，并根据需求调用研究、投行、资管以及集团内资源，为单一客户组成多对一的服务。企

业家办公室进一步通过总部与区域团队联动，围绕企业及其背后的股东、企业家和高净值员工打通大投行、大资管、大财富业务。

表13：中信证券买方财富管理起步较早，转型深入

时间	举措
2017 年	设立专业团队针对公司的企业家等超高净值客户提供一对一的服务,满足企业家客户在投资、隔离、传承等个性化需求,并于当年落地证券行业内首单家族信托业务。
2018 年	委员会更名为财富管理委员会;设立专业团队,面向超高净值客户提供一对一服务,并以配置型 FOF 服务普通高净值客户。
2019 年	财富管理委员会与信息技术中心联合上线财富管理平台,形成 KYC、KYP、KYE 三类画像与匹配机制。
2021 年	设立企业家办公室,承接 IPO、再融资等投行业务形成的企业家与股东客群。
2023 年	设立中信证券企业家办公室(香港)服务品牌,正式推出新加坡财富管理平台。
2024 年	进一步完善多层次买方投顾体系,形成涵盖低起点公募基金投顾、中起点配置型 FOF、高起点配置专户等服务,并深化“1+1+N”专业协同模式。
2025 年	发布“信 100”品牌,覆盖个人和家庭全生命周期;买方投顾规模取得新突破,境内外财富管理和数智化平台继续扩展。

资料来源：公司公告、公司官网、财联社、开源证券研究所

“1+1+N”的协同模式是基于总部研究能力，根据客户需求选择适合的工具。公司财富管理工具箱已包含家族信托、定制专户、家庭信托、配置型 FOF 及基金投顾等多种交付方式，分别承接财富传承与风险隔离、个性化账户管理、多资产配置及标准化投顾等不同需求。产品和策略由资产配置、公募、私募、定量等专业研究团队筛选和跟踪，策略范围覆盖主观权益、债券等多类资产与策略。

图19：中信证券财富管理已形成“1+1+N”的专业协同模式



资料来源：公司官网、开源证券研究所

改革人员组织和考核机制，确保各方利益与客户利益一致。中信证券构建了买方投顾与卖方团队的“双分离”机制：（1）资产端：团队专注产品筛选和策略研究，不背负短期销量指标；（2）市场端：团队独立考核客户资产增长与满意度，而非单只产品的销售任务。

服务客户全生命周期，搭建一站式财富管理服务体系。2025 年 12 月，中信证券正式推出“信 100”品牌，下设“信聚、信盈、信佑、信福”四个子品牌，分别对应零钱管理、投资增值、保险及养老保障、财富传承，将过去按照基金、保险、资管、信托等产品类别区分的服务转变为按照客户需求区分的解决方案，表明公司财富管理已形成了覆盖全生命周期的一站式服务体系。

图20：中信证券推出“信 100”品牌



资料来源：公司公众号

2.3.2、中金公司——中国 50 专户定制，环球家办助力基业长青

中金财富建立“中国 50”产品池，根据客户需求进行定制组合配置，通过专户持续管理和再平衡。“中国 50”是中金财富搭建的买方管理人及产品筛选体系，其核心是从全市场出发，通过定量筛选、管理人访谈、持续跟踪等方式，自下而上筛选优质管理人和产品，形成可供配置的底层资产池，当客户提出具体需求时，再自上而下地从配置池中选择相应资产。“中国 50”定制专户以资管计划为交付形式，围绕客户账户配置一篮子产品。组合建立后，公司对配置池中的管理人、产品表现和组合风险进行跟踪、动态调整。目前公司已经形成了包括“中国 50”、“公募 50”、“微 50”等在内的买方投顾矩阵。

图21：“中国 50”定制专户为客户提供定制化解决方案



资料来源：公司公众号、开源证券研究所

环球家族办公室（GFO）为家族设计综合解决方案。GFO 除了满足客户个性化投资需求外，还可以通过设计家族信托等形式，整合全公司资源，围绕民营企业及其家族、企业全生命周期的发展需求，提供全面化、定制化、机构化的家族治理、投资管理、咨询顾问及公益慈善等综合解决方案。GFO 将企业家族服务中常见的问题分为九宫格，横轴代表过去、现在、未来，纵轴代表家族内部、家族和企业、家族和社会。

图22：中金 GFO 服务企业家族“九宫格”



资料来源：公司公众号

组织管理与考核机制更重视客户资产长期价值，确保员工与客户利益一致。公司在“2023 中金财富 1018 发布会”上便提出“公司力求以投资者的资产保有量作为目标和核心考核，而非传统意义上的销量”，2025 年公司也曾公开表示“更关注客户存续资产规模以及客户资产的长期表现”。

3、财富管理转型成效显著，代销收入占比持续提高

买方规模持续扩张，财富管理转型深入。我们对部分券商财富管理经营状况及转型成效进行跟踪梳理，整体来看，2024 年至 2026 年上半年，券商客户数量普遍增长，客户资产、产品保有规模、买方投顾规模、基金投顾规模增速较快，头部券商具有规模优势，部分券商开始打造财富管理品牌，产品体系持续丰富。

表14：财富管理经营成效显著，买方规模持续扩张

券商	2024	2025	2026H1
中信证券	客户数量累计超 1580 万户，较上年末 +12%；托管客户资产规模突破 12 万亿，较上年末+18%	客户数量累计超 1700 万户，较上年末 +10%；托管客户资产规模超 15 万亿，较上年末+24%	客户数量累计超 1800 万户，较上年末 +7%；托管客户资产规模超 17 万亿，较上年末+14%
中金公司	总客户数近 850 万户，客户账户资产总值 3.18 万亿；50 系列买方投顾体系，规模增长至近 870 亿；“股票 50”“ETF50”等创新交易服务累计覆盖客户超 35 万人次，签约客户资产超 2500 亿元	总客户数近 1000 万户，客户账户资产总值 4.28 万亿；买方投顾产品保有规模增长至超 1300 亿元；“股票 50”“ETF50”等创新交易服务累计覆盖客户超 45 万人次，签约客户资产超 4000 亿元	总客户数增长至近 1100 万户，客户账户资产总值 5.39 万亿；买方投顾保有规模突破 1700 亿元；产品保有规模突破 5300 亿
华泰证券	金融产品保有数量(除现金管理产品“天天发”外) 16760 只，金融产品销售规模(除现金管理产品“天天发”外) 5039.91 亿；基金投顾业务规模 180.79 亿	金融产品保有数量(除现金管理产品“天天发”外) 17095 只，金融产品销售规模(除现金管理产品“天天发”外) 6732.56 亿；基金投顾业务规模 305.92 亿	金融产品保有数量(除现金管理产品“天天发”外) 17304 只，金融产品销售规模(除现金管理产品“天天发”外) 3512.64 亿；公募、私募销售及保有均显著增长
国泰海通	个人资金账户数 1931.94 万户、较上年末+8.3%，其中，富裕客户及高净值客户数较上年末+17.9%；“君享投”投顾业务客户资产保有规模 264.16 亿，较上年末+107.5%。	境内客户数 3933 万户，较上年末+6.6%，托管账户资产规模较上年末+23.8%，其中，富裕客户及高净值客户数较上年末+23.1%；买方资产配置规模 794 亿元，较上年末+148.4%；产品保有规模 6573 亿，较上年末+26.7%	境内客户数 4089 万户，较上年末+4.0%，其中，富裕及高净值客户数较上年末+7.1%；托管账户资产规模较上年末+12.1%。
中信建投	证券经纪业务新开发客户 199.02 万户，同比+62.73%，高净值客户数量创近 5 年新高；金融产品保有规模接近 2400 亿	证券经纪业务全年新增开户 173.25 万户，客户总量 1712.31 万户；买方业务规模 110.39 亿，同比+189.81%；金融产品时点规模突破 4100 亿，同比+60.27%；投顾服务覆盖 108.52 万人，同比+71.95%	证券经纪业务新开发客户 202.65 万户，同比+143.92%；累计客户总数突破 1900 万户；金融产品全口径保有规模突破 4770 亿，买方定制业务保有规模同比+266.94%
中国银河	客户总数超过 1730 万户；金融产品保有规模 2111.17 亿，较上年末+7.8%，“银河金熠”累计签约客户超过 7400 人，“金·耀”资产配置系列产品规模突破 10 亿元；个人养老金累计开户超过 10 万	客户总数超过 1930 万户；金融产品保有规模 2519.48 亿，较上年末+19.3%；“银河金耀”资产配置规模突破 65 亿，较上年末增长超 5 倍；个人养老金累计开户超 23 万户；“银河星安养”综合养	客户总数突破 2050 万户；买方投顾服务客户超 70 万人；金融产品保有规模超 2870 亿，较上年末+13.9%；“金·耀”资产配置品牌规模超 120 亿，较上年末+88%；个人养老金累计开户超 23 万户，

券商	2024	2025	2026H1
	户	老服务品牌规模突破 6 亿元	“银河星安养”综合养老服务品牌规模突破 8.7 亿
广发证券	代销金融产品保有规模超 2600 亿，较上年末+22%；共有超 4600 名投资顾问，行业排名第一（母公司口径）	代销金融产品保有规模超过 3700 亿，较上年末+42.65%；共有超 4800 名投资顾问，行业排名第三（母公司口径）	代销金融产品保有规模超过 4500 亿，较上年末+22.07%；共有超 4900 名投资顾问
东方证券	客户资金账户总数 291.98 万户；零售高净值客户 8012 户，总资产规模 1833.40 亿；基金投顾合计规模约 153.71 亿，较年初+7.05%；存量账户数 19.28 万户，客户留存率 58.18%，复投率 76.80%	客户资金账户总数为 329.01 万户；零售高净值客户 21835 户，总资产规模为人民币 2978.71 亿；基金投顾保有规模 171.95 亿，复投率 76.28%，位居行业前列	客户资金账户总数 348.56 万户；300 万及以上零售高净值客户 2.50 万户，总资产规模 3345.66 亿；基金投顾保有规模 158 亿，复投率 76.8%，位居行业前列
招商证券	客户数约 1929.83 万户，同比+8.68%，托管客户资产 4.27 万亿，同比+14.78%；基金投顾“e 招投”累计签约客户数 8.02 万户，产品保有规模 51.12 亿元，同比+9.79%	客户数约 2097.22 万户，同比+8.67%，托管客户资产 5.29 万亿元，同比+23.89%	客户数 2206.84 万户，同比+10%，托管客户资产 5.78 万亿，较 2025 年末+9.26%；“e 招投”基金投顾累计签约客户 10.13 万户，产品保有规模 85.92 亿元，较上年末+84.73%
兴业证券	零售客群有效户规模取得历史性突破；家族信托客户数及规模创新高	构建“知己享投”“知己优投”“知己智投”三大产品体系；新开户市占率、客户规模、兴业证券 APP（优理宝）月活跃用户数均创历史新高	新开客户数超 150 万户，新开户市占率与活跃户规模创历史新高；“知己享投”整体服务规模峰值突破 440 亿元，“知己优投”累计签约超 6 万户，业务规模超 480 亿元，“知己智投”累计签约超 6 万户，业务规模接近 800 亿元
国联民生	累计总客户数 195.50 万户，同比+12.59%；金融产品销售规模（除现金管理产品“现金添利”外）402.78 亿元，同比+118.87%，期末金融产品保有量 209.56 亿元，同比+8.41%；基金投顾保有规模 92.38 亿元，同比+40.10%	累计总客户数 354.95 万户；金融产品销售规模（除现金管理产品外）1237.14 亿元，期末金融产品保有量 328.78 亿元；基金投顾保有规模 145.11 亿元	总客户数达 369.25 万户，较上年末+4.03%；客户资产规模 9640 亿，较上年末+12.32%；金融产品销售规模（除现金管理产品外）211.97 亿元；期末金融产品保有量 379.61 亿元，较上年末+15%，基金投顾保有规模 174.48 亿元，较上年末+20%
方正证券	客户总数超 1640 万户，客户资产同比+14.29%；净值型固收产品代销规模增长 32 亿元，同比+66.70%；推出“ETF50”品牌，ETF 保有规模峰值超 249 亿，同比+100%；金融产品保有规模峰值首次突破 1000 亿	客户总数近 1700 万户，客户资产突破 1 万亿，同比+32.63%；代销金融产品总规模峰值突破 1100 亿	客户数 1736 万户，客户资产较上年末+16.44%；权益类基金保有规模 384.14 亿元，同比+29.73%，权益私募保有规模突破 200 亿元

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：根据各券商年报整理，披露口径不统一，且部分数据可能受合并、统计范围调整等影响。

基金销售保有规模同比增长，头部券商规模、增速优势明显。2025 年样本券商权益、非货、指数基金保有规模均实现同比增长，非货增速快于指数增速快于权益增速。从权益基金规模同比增速来看，国信证券+51%，招商证券+39%，方正证券+35%；从非货基金规模同比增速来看，中信建投+97%，国信证券+59%、光大证券+56%；从指数基金规模同比增速来看，国信证券+60%，国泰海通+53%、东方证券+52%。整体来看，头部券商增速较快，前 10 名权益、非货、指数同比+27%、+44%、+38%，11-20 名权益、非货、指数同比+18%、+21%、+32%。

表15：前 20 券商整体权益、非货、指数保有规模同比+25%、+39%、+37%

券商	权益基金保有规模(亿元)			非货基金保有规模(亿元)			股票指数基金保有规模(亿元)		
	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY
中信证券	1,357	1,632	20%	2,088	3,144	51%	1,090	1,486	36%
华泰证券	1,202	1,432	19%	1,666	2,099	26%	1,087	1,373	26%
国泰海通	960	1,207	26%	1,471	2,043	39%	778	1,188	53%
广发证券	781	942	21%	1,274	1,736	36%	455	618	36%
中信建投	614	820	34%	876	1,729	97%	387	564	46%
招商证券	699	970	39%	959	1,434	50%	533	732	37%
中国银河	719	928	29%	832	1,072	29%	543	726	34%
国信证券	556	842	51%	670	1,065	59%	394	631	60%
中金公司	417	542	30%	772	1,039	35%	319	452	42%
申万宏源	349	421	21%	479	645	35%	267	331	24%
兴业证券	351	402	15%	528	598	13%	128	165	29%
东方证券	354	449	27%	425	536	26%	157	238	52%
国金证券	231	276	19%	516	532	3%	166	250	51%
中泰证券	265	285	8%	422	499	18%	154	229	49%
光大证券	216	253	17%	290	453	56%	146	172	18%
方正证券	247	333	35%	300	403	34%	170	256	51%
长江证券	251	270	8%	323	377	17%	176	197	12%
中银证券	240	267	11%	270	310	15%	224	256	14%
华西证券	144	168	17%	183	243	33%	86	107	24%
浙商证券	126	149	18%	201	236	17%	87	108	24%
前20合计	10,079	12,588	25%	14,545	20,193	39%	7,347	10,079	37%
券商合计	13,225	16,291	23%	19,055	25,928	36%	9,827	13,150	34%

数据来源：中基协、开源证券研究所

注：按 2025A 非货基金保有规模由高至低排序；国泰海通使用整合后口径，中金公司使用中金财富+中金公司

代销收入占比提升，头部占比较高，财富管理转型有望进一步打开代销增长空间。从过去十年数据来看，代销收入占比在 2020-2021 年快速提升、2022-2024 年随市场景气回落所有调整，2025-2026H1 修复。横向对比来看，整体上头部 4 家券商代销收入占比高于头部 10 家高于行业整体。从头部 4 家来看，中信、中金、广发、华泰 4 家头部券商 2026 上半年代销收入占比 3.68%，创历史新高。我们以 4 家头部券商为样本，假设 2028 年卖方/买方财富管理收入约为 1:1，则财富管理合计收入贡献有望提升至 2028 年的 11%。

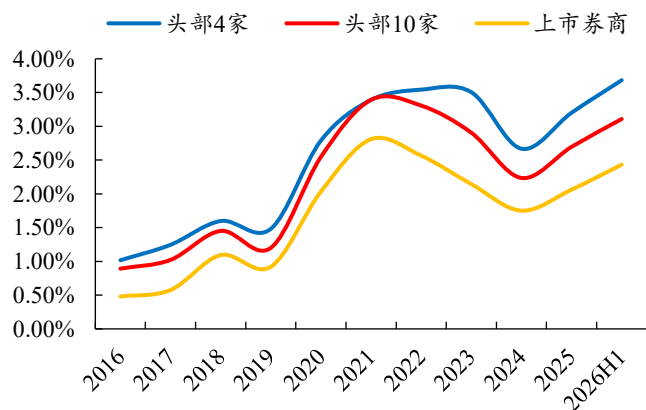
表16：代销收入占比随市场景气修复，头部券商优势突出

代销收入占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
国泰海通	0.34%	0.29%	0.39%	0.52%	1.47%	2.78%	2.82%	2.53%	1.78%	1.83%	1.70%
中信证券	2.08%	2.11%	2.58%	2.14%	4.07%	4.12%	2.92%	3.07%	2.56%	2.72%	3.23%
华泰证券	1.23%	0.67%	1.11%	0.72%	1.65%	2.28%	3.38%	2.05%	1.47%	2.15%	2.65%
广发证券	0.76%	0.57%	1.07%	0.88%	2.16%	3.40%	3.23%	3.44%	2.47%	3.08%	3.43%
中国银河	1.95%	2.08%	2.37%	1.25%	2.36%	4.00%	3.43%	2.50%	1.47%	2.08%	2.74%
招商证券	0.86%	1.02%	1.41%	1.07%	2.76%	3.16%	3.14%	2.32%	2.12%	2.55%	1.94%
中金公司	0.00%	1.63%	1.63%	2.18%	3.28%	3.77%	4.65%	5.46%	4.17%	4.86%	5.42%
国信证券	0.93%	1.18%	1.99%	1.61%	4.13%	4.39%	3.94%	2.67%	1.91%	3.00%	5.01%
中信建投	0.00%	0.00%	1.30%	1.05%	2.44%	4.04%	3.72%	3.89%	3.59%	4.19%	4.00%
申万宏源	0.78%	0.66%	0.65%	0.56%	1.14%	1.99%	1.86%	1.13%	0.81%	0.52%	0.97%
东方证券	1.00%	0.70%	1.52%	1.09%	2.69%	3.53%	2.11%	1.88%	1.38%	1.36%	1.26%
光大证券	0.70%	3.24%	5.22%	5.22%	5.27%	6.71%	5.00%	5.05%	5.59%	6.92%	8.22%
兴业证券	1.30%	1.29%	2.34%	1.78%	3.34%	4.18%	4.78%	3.96%	2.73%	2.69%	3.45%
方正证券	0.28%	0.51%	0.85%	0.87%	3.94%	5.23%	3.08%	3.52%	2.39%	3.22%	3.60%
国联民生	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.56%	2.30%	1.61%	1.11%	1.50%	1.33%	1.57%
中泰证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.95%	3.20%	4.05%	1.99%	1.64%	2.07%	2.51%
东吴证券	0.38%	0.22%	0.14%	0.28%	0.62%	1.51%	1.54%	0.98%	0.70%	0.69%	1.30%
长江证券	0.57%	0.80%	1.95%	1.56%	3.91%	5.13%	3.71%	3.67%	2.71%	2.17%	2.11%
财通证券	0.00%	0.00%	1.55%	1.08%	1.97%	3.60%	3.70%	2.95%	3.07%	3.08%	3.13%
国元证券	0.15%	0.12%	0.91%	0.24%	1.12%	1.64%	1.55%	1.72%	1.50%	1.88%	1.97%
浙商证券	0.00%	1.35%	2.33%	1.98%	4.40%	7.15%	5.88%	4.36%	3.77%	3.58%	4.88%
国金证券	0.97%	1.05%	1.66%	2.56%	3.33%	4.54%	3.29%	2.86%	2.57%	4.46%	4.45%
东兴证券	0.82%	0.39%	0.28%	0.16%	0.93%	1.33%	1.74%	1.37%	1.06%	1.57%	1.51%
长城证券	0.00%	0.00%	0.99%	1.17%	2.23%	2.33%	2.34%	1.39%	1.36%	1.50%	1.76%
西部证券	0.68%	0.06%	0.03%	0.09%	0.48%	0.57%	0.32%	0.54%	0.95%	1.13%	1.59%
信达证券	0.00%	0.93%	0.97%	0.83%	1.56%	2.02%	1.50%	0.64%	0.70%	0.90%	0.44%
天风证券	0.00%	0.00%	0.32%	0.24%	0.49%	0.91%	1.68%	0.67%	0.56%	0.74%	0.76%
华安证券	0.64%	0.47%	0.43%	0.24%	0.61%	1.04%	0.98%	1.85%	1.46%	2.48%	2.71%
西南证券	0.64%	0.54%	0.60%	0.69%	0.88%	2.02%	2.24%	1.27%	0.93%	1.18%	1.04%
华西证券	0.00%	0.32%	0.39%	0.62%	2.12%	4.74%	4.49%	3.45%	1.84%	2.27%	2.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：按 2026H1 归母净资产由高至低排序，下同

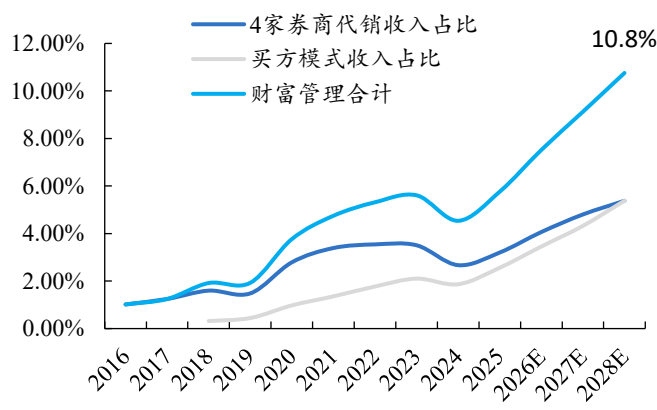
图23：头部券商代销收入占比高于行业整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部 4 家指中信证券、中金公司、华泰证券、广发证券；头部 10 家按 2026H1 归母净资产由高至低选取前 10 名

图24：4 家头部财富管理合计收入占比有望达到近 11%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部 4 家指中信证券、中金公司、华泰证券、广发证券

投顾收入贡献整体仍低，资管收入占比分化明显。从变化趋势上来看，投顾、资管业务收入占比整体变化不明显。横向对比来看，样本券商投顾收入占比整体较低，中金公司、长江证券占比保持稳定、相对较高，国联民生、中信建投近年来占比提

高；资管收入占比分化明显，广发证券、财通证券、中信证券、东方证券占比相对较高，中泰证券近年来占比有所提高。

表17：投资咨询业务收入占比变化不明显，中金公司、长江证券相对较高

投顾收入占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
国泰海通	0.35%	0.18%	0.14%	0.11%	0.80%	1.11%	1.36%	1.21%	0.31%	0.33%	0.45%
中信证券	1.59%	0.71%	0.98%	0.81%	0.57%	0.40%	0.88%	0.85%	0.87%	0.90%	1.34%
华泰证券	0.99%	0.27%	0.28%	0.73%	0.75%	0.47%	0.62%	0.36%	0.20%	0.48%	0.42%
广发证券	0.59%	0.39%	0.58%	0.47%	0.73%	0.45%	0.56%	0.54%	0.48%	0.57%	0.54%
中国银河	0.23%	0.10%	0.18%	0.17%	0.44%	0.41%	0.57%	0.58%	0.64%	0.38%	0.36%
中金公司	0.00%	2.06%	3.14%	2.68%	1.94%	2.17%	2.30%	2.98%	2.59%	2.28%	2.15%
国信证券	0.61%	0.71%	0.89%	0.34%	0.20%	0.31%	0.38%	0.29%	0.36%	0.38%	0.39%
中信建投	0.06%	0.12%	0.08%	0.10%	0.14%	0.52%	1.92%	1.65%	2.22%	2.55%	2.02%
申万宏源	0.59%	0.89%	1.05%	1.01%	0.33%	0.93%	1.29%	1.38%	1.44%	1.34%	0.98%
东方证券	2.54%	0.88%	1.79%	0.86%	1.20%	0.76%	1.52%	0.62%	0.68%	0.55%	0.36%
光大证券	1.82%	1.68%	2.01%	0.94%	0.63%	0.50%	0.36%	0.19%	0.15%	0.19%	0.23%
兴业证券	1.95%	0.36%	0.68%	0.49%	0.88%	0.84%	1.62%	0.78%	1.76%	1.26%	1.62%
方正证券	0.48%	0.09%	0.09%	0.23%	0.43%	0.54%	0.61%	0.37%	1.10%	1.04%	0.99%
国联民生	0.02%	0.03%	0.25%	0.02%	0.35%	3.02%	2.69%	2.56%	2.86%	1.89%	1.97%
中泰证券	0.16%	0.40%	0.64%	0.92%	1.13%	1.53%	1.97%	1.08%	1.40%	1.94%	2.04%
东吴证券	6.00%	1.03%	1.21%	1.08%	0.87%	0.95%	1.55%	1.45%	1.16%	1.09%	0.84%
长江证券	0.71%	1.16%	2.51%	1.67%	2.06%	1.90%	3.03%	3.44%	3.41%	2.90%	2.53%
财通证券	0.49%	0.11%	0.23%	0.20%	0.56%	0.56%	0.93%	0.69%	0.82%	0.68%	0.63%
国元证券	0.83%	0.64%	0.74%	0.09%	0.20%	0.15%	0.48%	0.61%	0.65%	0.78%	1.04%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表18：资产管理业务收入占比分化

资管收入占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
国泰海通	9.26%	7.55%	7.26%	6.59%	5.18%	5.25%	5.95%	14.43%	11.58%	10.26%	7.96%
中信证券	18.81%	16.17%	19.57%	15.24%	16.59%	18.15%	18.97%	17.87%	18.13%	16.32%	14.49%
华泰证券	6.18%	10.98%	15.80%	11.63%	9.87%	10.97%	13.13%	13.49%	12.40%	5.10%	3.94%
广发证券	20.08%	18.46%	26.58%	18.70%	24.08%	30.89%	37.13%	33.68%	26.10%	21.78%	18.06%
中国银河	3.43%	6.11%	8.09%	4.42%	3.35%	2.26%	2.39%	2.43%	2.15%	1.83%	1.03%
招商证券	9.77%	8.58%	10.62%	6.31%	5.38%	4.08%	4.64%	3.89%	3.43%	3.50%	1.85%
中金公司	6.06%	5.44%	4.78%	4.79%	4.80%	5.09%	5.23%	5.28%	5.67%	5.56%	4.33%
国信证券	1.94%	2.08%	2.56%	1.80%	1.61%	1.12%	2.33%	3.34%	4.37%	2.60%	1.87%
中信建投	5.47%	7.42%	6.34%	5.80%	4.00%	4.29%	4.69%	6.26%	7.05%	5.77%	4.72%
申万宏源	0.00%	9.78%	9.26%	8.13%	6.54%	6.09%	8.43%	5.65%	4.28%	3.03%	2.59%
东方证券	12.98%	19.56%	36.46%	18.35%	17.02%	22.57%	21.73%	17.20%	11.04%	8.85%	8.88%
光大证券	9.47%	11.21%	12.19%	12.42%	11.93%	13.11%	15.19%	10.38%	8.29%	8.32%	7.47%
兴业证券	7.36%	4.72%	4.77%	3.11%	1.02%	1.52%	1.63%	1.68%	1.63%	1.32%	19.45%
方正证券	2.21%	4.92%	6.21%	5.20%	3.45%	2.99%	3.08%	2.54%	3.09%	2.00%	1.16%
国联民生	3.32%	4.49%	6.18%	4.01%	3.82%	4.74%	7.39%	14.99%	24.61%	10.21%	9.03%
中泰证券	12.29%	11.38%	7.52%	4.68%	3.45%	4.81%	7.37%	17.70%	21.51%	20.78%	16.71%
东吴证券	5.20%	6.47%	5.09%	4.23%	2.38%	1.99%	3.70%	1.69%	2.39%	2.19%	1.88%
长江证券	10.86%	11.56%	11.19%	5.91%	4.30%	3.14%	3.74%	3.25%	4.37%	2.79%	1.97%
财通证券	18.28%	16.82%	19.69%	21.52%	18.10%	21.62%	30.25%	23.83%	24.62%	19.01%	15.35%
国元证券	2.98%	3.30%	3.85%	3.71%	1.92%	1.96%	2.20%	2.28%	1.54%	1.12%	0.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议

资产再配置打开财富管理空间，买方模式转型驱动券商 ROE 和估值中枢提升。低利率、净值化、房地产新周期背景下，居民资产配置由房地产、存款向其他金融资产迁移的趋势仍在延续，叠加资本市场可投性改善，财富管理市场迎来黄金发展周期，未来 5 年全口径财富管理市场空间 CAGR 有望达到 12%。券商财富管理业务有望充

分受益，买方投顾模式转型进入加速阶段，财富管理收入占比有望持续提升。财富管理以 AUM 为核心驱动，机构与客户利益相对一致，客户资金具备较强沉淀属性，盈利稳定性提升，利于券商 ROE 和估值中枢提升。头部券商在客群体量质量、跨境资产配置、信息技术投入方面具备较强优势，而中小券商通过区域深耕、灵活机制和资源聚焦亦有望在财富管理业务上的打造差异化优势。券商板块当前估值和机构持仓均在历史低位，财富管理、海外业务转型有望驱动盈利中枢提升，看好券商板块投资机会，推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通，同时看好互联网财富管理龙头东方财富。

表19：受益标的估值表

2026/9/9	证券简称	市值（亿人民币）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比		PE		PB（LF）	评级
			2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		
600030.SH	中信证券	4,270.1	301	376	416	25%	11%	11.36	10.26	1.37	买入
601211.SH	国泰海通	3,080.2	278	321	366	15%	14%	9.60	8.42	0.93	买入
601688.SH	华泰证券	1,744.0	164	212	246	29%	16%	8.23	7.09	0.98	买入
000776.SZ	广发证券	1,693.3	137	207	237	51%	14%	8.18	7.14	1.23	买入
3908.HK	中金公司	986.7	98	151	181	55%	20%	6.53	5.45	0.82	买入
300059.SZ	东方财富	2,992.0	121	164	181	35%	10%	18.29	16.57	3.04	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述盈利预测来自开源证券研究所

5、风险提示

- （1）资本市场大幅波动风险：**若股票、债券市场持续调整、成交活跃度明显回落，可能压制客户风险偏好、基金等产品需求，拖累券商财富管理相关收入增长。
- （2）宏观经济增速下降风险：**若宏观经济复苏弱，居民可支配收入和新增财富增速持续下降，可能降低金融资产配置增量，削弱财富管理行业中长期市场空间。
- （3）财富管理转型不及预期风险：**若券商买方转型推进较慢，客户资产向 AUM 和持续性收入的转化效率可能低于预期。
- （4）行业竞争加剧风险：**银行、基金、第三方财富管理机构及券商之间竞争加剧，可能造成获客成本上升和费率下行。
- （5）监管政策不确定性风险：**基金投顾、产品代销等相关监管政策具有不确定性，可能对财富管理业务模式及展业节奏产生影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn