



从海外视角看我国财富管理发展路径

姓名：高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名：龚思匀（联系人）

证书编号：S0790120110033

邮箱：gongsiyun@kysec.cn

2021年5月11日

海外财富管理如何发展历程及竞争格局：

海外财富管理受供需端共同推动，于 70 年代开始快速发展，2000 年后进入成熟阶段，实现从通道业务向买方投顾转型。头部投行及银行抓住富裕客户及高净值客户，通过并购扩大客户规模，市场份额较高。折扣经纪商前期靠降佣获取大量大众客户，实现 AUM 快速增长。对标海外，我国正处于大时代起点，财富管理供需端发力，同时互联网发展速度较快，未来从卖方模式向买方模式转型是趋势，但仍需要契机，目前获客为国内金融机构主要任务，同时跨牌照协作利于公司发展。

国内财富管理现状和未来竞争格局：

我国目前银行占据大量市场份额，银行在客户数量、产品销售规模上均有优势，三方机构利用互联网获客优势明显，券商在权益类产品和客户质量上较好，未来资本市场进入大时代，券商不断发力财富管理，抢占企业主客户，互联网三方抓住年轻用户，两者将不断抢占银行市场份额，但银行仍占主导优势，互联网三方第二，券商整体排名第三，三类金融机构头部公司均可能获得较高的市场份额。

投资结论：目前头部券商估值已回到匹配位置，ROE/PB 比率升至 8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动 ROE 持续上行，头部券商表现将更强。目前行业估值低于历史中枢，头部券商估值已到底部，维持行业“看好”评级。三条主线选择受益标的。第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H 股)有所受益。

风险提示：（1）行业竞争加剧；（2）股市剧烈波动对盈利带来不确定性。

目录

CONTENTS

1

海外财富管理竞争格局

2

供需端推动下，财富管理迎来机遇期

3

国内财富管理竞争格局

4

投资建议

概览：**1970-2000**年美国居民金融资产规模快速增长

图 1：1970-2000 年美国居民金融资产规模快速增长



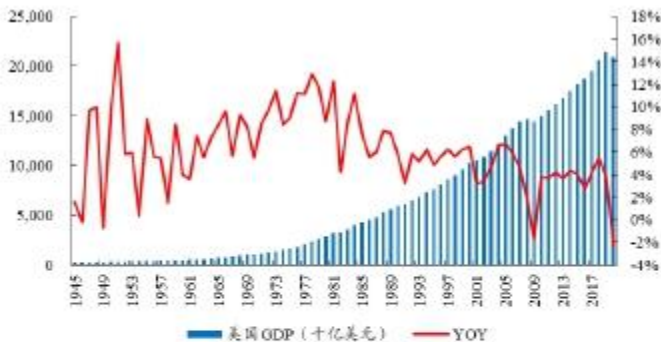
数据来源：美联储、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

溯源：经济发展促进财富管理需求增加

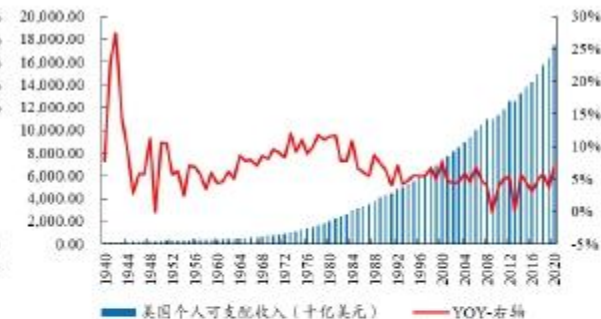
- ★ 美国 GDP 及个人可支配收入快速增长驱动居民财富管理需求增加。60 年代后，美国经济进入了高度现代化的发展阶段，70 年代起美国 GDP 快速增长，1970-1980，美国 GDP 保持 10% 左右的增速，同时居民可支配收入快速增长，1970 年个人可支配收入约 7620 亿美元，2000 年增至 7.4 万亿美元，年均复合增速约 8%。
- ★ 股市长牛驱动财富管理进一步发展。从 1980-2000 年，标普 500 指数从 136 点增长至 1320 点，年均复合增速达 12%，权益市场繁荣提升了居民风险偏好水平，驱动财富管理进一步发展。

图 2：70 年代起美国 GDP 快速增长



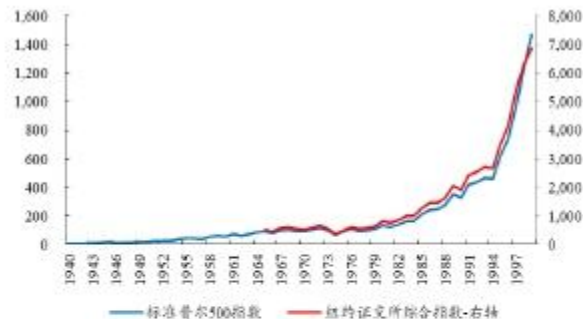
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 3：70 年代后美国个人可支配收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 4：80 年代之后美国股市迎来长牛



数据来源：Wind、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

溯源：财富管理供给端改善

- ★ 利率自由化推动银行转型。70年代，随着美国利率自由化不断发展，银行利差收窄，美国银行需要通过综合化经营，减少对利息收入依赖，提高中间业务收入占比，推动银行财富管理发展。
- ★ 佣金自由化及免佣基金催生买方投顾。1975年，监管禁止固定佣金，各机构不断降低佣金率，券商利润空间不断挤压，代销金融产品成为券商的盈利点。1977年，Vanguard推出免佣基金，用户购买Vanguard基金不支付申购费、销售服务费以及管理费中尾佣部分，免佣基金改变了产业内利益链条，催生了投顾的需求，以产品为中心的销售系统开始以投顾为中心转移。
- ★ 养老金制度扩大财富管理规模。1974年美国建立个人养老金账户（IRA），养老金制度下，雇主或个人可选择管理机构，将养老金投资于金融产品包括股票、共同基金、债券等，财富管理规模大幅增加。

表1：美国养老金扩大财富管理规模

类型	第二支柱		第三支柱（IRA）	
	确定给付型（DB）	确定缴费型（DC）	传统型 IRA	Roth IRA
介绍	雇主保证雇员退休后领取的养老金数目按照实现约定发放。DB账户由雇主为雇员设立统一账户，一旦雇员离职后转换账户流程较为繁琐	参与者每月上缴确定金额，退休后领取的金额视投资收益而定，DC计划建立个人缴费账户，工作的变动不影响日后养老金提取。包括401(K)、403(B)等，401(K)是合格的雇主赞助的退休计划，403(B)是向政府、机构或非营利组织的员工提供计划，401(K)占主要	可由个人单独设立，也可由企业设立，但由个人委托符合条件的第三方金融机构管理账户	个人缴费，在金融机构建立个人退休账户
管理机构	雇主选择专业的账户受托人		自行选择金融机构，包括银行、券商、基金、保险公司等	
资金投向	主要投资于共同基金，权益类资产比重较大		可投股票、债券、基金等，主要投资于共同基金	
税收优惠	雇主为雇员缴纳养老金时，缴费能够在税前扣除；雇员注入的资金以及投资收益可以选择延迟缴税		在存入时一定额度内个人可以享受在当年纳税收入计算时税前扣除，存入账户内进行投资的资金也可以享受延期纳税，最后当个人到达法定年龄支取资金时才需要缴纳所得税	存入时不能享受当期税前扣除优惠，账户内投资收益免税，但提取本金收益之时可以无需缴纳收入税

资料来源：ICI、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

溯源：财富管理供给端改善

★ 美国 IRA 账户主要由专业投资人管理，主要资产投向为共同基金。

表2：美国IRA账户主要由专业投资人管理

类型	代表机构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
传统 IRA 账户分布											
专业投资人		78%	75%	76%	74%	80%	77%	77%	70%	75%	73%
其中：全服务经纪商（摩根士丹利、高盛等）		34%	33%	33%	32%	57%	32%	31%	30%	29%	29%
独立财富管理公司		28%	24%	26%	27%	18%	22%	24%	22%	25%	27%
商业银行（摩根大通、花旗银行、富国银行等）		29%	29%	28%	27%	22%	27%	27%	25%	25%	24%
保险公司（安联等）		10%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	7%
直销渠道		32%	33%	29%	34%	33%	29%	30%	31%	31%	31%
其中：共同基金公司（富达、先锋领航、贝莱德等）		25%	26%	22%	24%	13%	19%	20%	21%	20%	21%
折扣经纪商（盈透证券、嘉信理财、德美利证券等）		9%	11%	10%	14%	23%	12%	13%	13%	13%	13%
Roth IRA 账户分布											
专业投资人		74%	74%	75%	71%	77%	70%	72%			66%
其中：全服务经纪商		33%	37%	32%	29%	60%	29%	29%			27%
独立财富管理公司		29%	26%	25%	29%	14%	23%	23%			27%
商业银行		19%	21%	22%	19%	16%	19%	22%			15%
保险公司		9%	7%	6%	6%	5%	7%	5%			4%
直销渠道		32%	31%	30%	31%	27%	34%	30%			34%
其中：共同基金公司		24%	25%	22%	21%	9%	21%	18%			19%
折扣经纪商		11%	11%	10%	13%	20%	16%	14%			16%

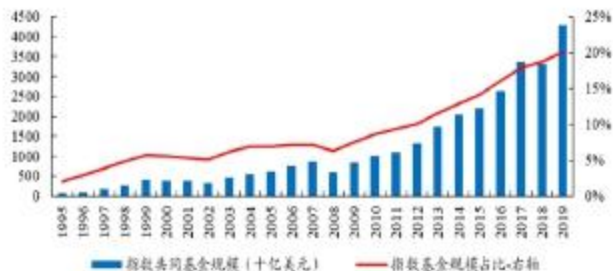
数据来源：ICI、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

业务模式发生转变

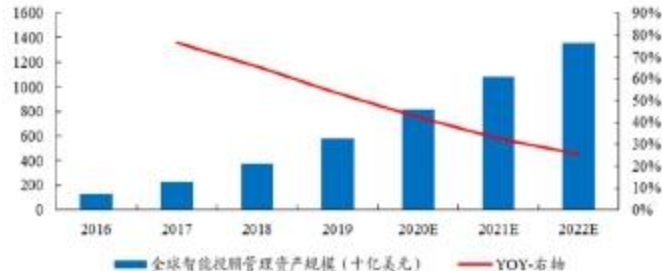
- ★ 经纪人掌握客户资源，溢价能力变高。经纪人的内涵不断丰富，从最初的代理股票买卖拓展至客户服务、投资咨询、资产管理等，随着经纪人掌握更多客户资源，部分经纪人在银行、投行等之间频繁跳槽，溢价能力不断提升。
- ★ 卖方模式向买方模式转型。早期传统经纪业务为主要盈利模式，佣金自由化下，压缩券商的利润空间不断压缩，传统通道业务向代销金融产品转型，随着免佣基金改变了产业内利益链条，用户投顾需求产生，以产品为中心的销售系统开始向以投资顾问为中心转移，基于 AUM 收费的商业模式逐渐成为主流，卖方模式逐步向买方投顾转型。
- ★ 指数基金快速发展。随着机构资金大量入市，资本市场有效性有所提升，主动管理基金难以跑赢指数，同时指数基金兼具低费率优点，吸引了大多数养老金资本进入了指数基金，进一步促进了指数基金的快速发展。
- ★ 金融科技崛起，智能投顾不断发展。2010 年后，Betterment 和 Wealthfront 等金融科技公司快速崛起，为大众富裕人群提供低费率、低门槛和自动化投资管理组合。随着互联网及智能投顾市场的发展壮大，2015 年开始，传统金融机构开始以自行研发或收购的方式开展智能投顾，以获取广大年轻用户。

图 5：美国指数基金规模快速增长



数据来源：ICI、开源证券研究所

图 6：预计全球智能投顾 AUM 快速增长



数据来源：Statista、开源证券研究所

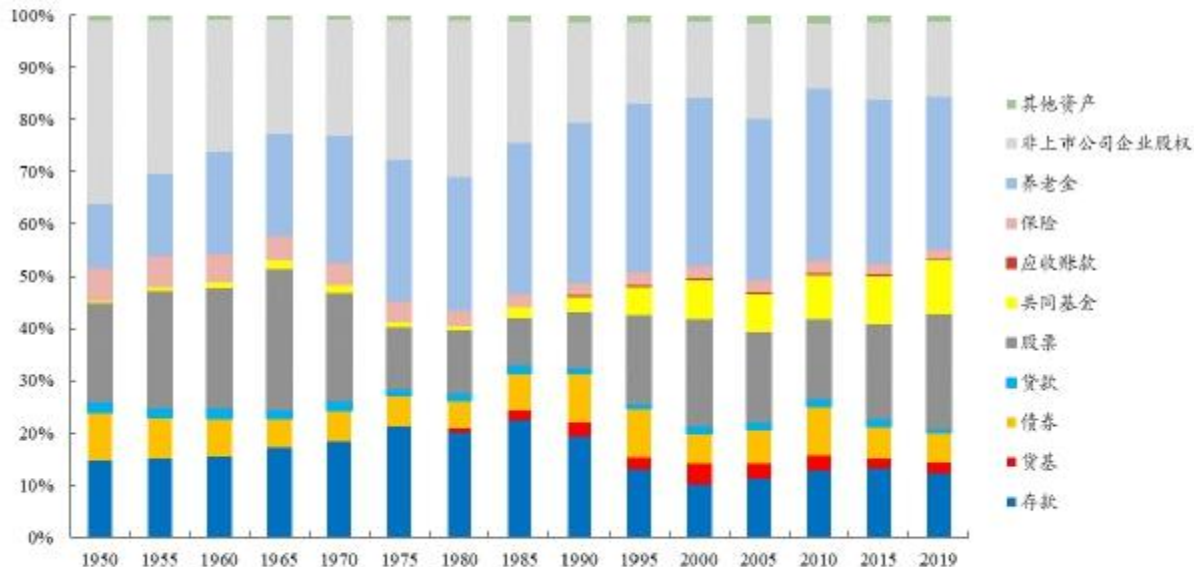
1 海外财富管理竞争格局

竞争格局：产品端——共同基金规模明显扩张

★ 在养老金入市、指数基金以及 ETF 发展下，美国居民金融资产结构中，共同基金占比不断提升，从 1970 占比 1% 提升至 10% 左右。

★ 2019 年，养老金占比约 25%，养老金中 50% 左右资金投向共同基金，基金规模明显扩张。

图 7：共同基金和养老金占比提升较快



数据来源：美联储、开源证券研究所

竞争格局：产品端——养老金主要投向为共同基金

★ 美国养老金主要包括 IRA、DC 计划和 DB 计划，DC 计划中 401（K）占主要部分。

★ IRA 和 401(K)资产中共同基金为主要资产投向，2020 年 IRA 资产中约 45%投向共同基金，401（K）资产中约 66%为共同基金。

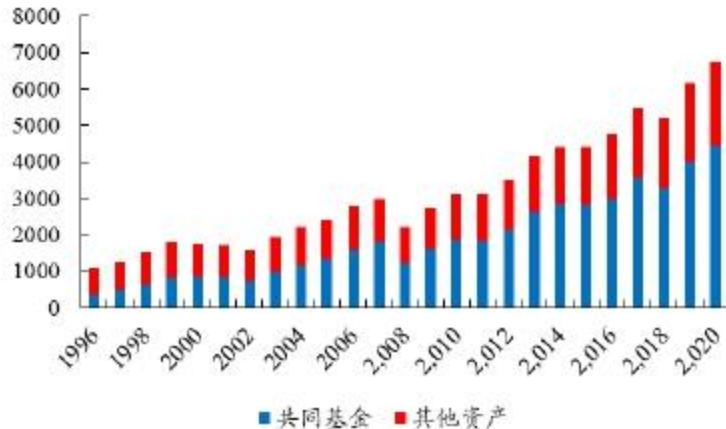
图 8：IRA 账户资产主要投向为共同基金（单位：十亿美元）



数据来源：ICI、开源证券研究所

注：其他资产指通过经纪账户持有的股票、债券、ETF 等

图 9：401(K)账户主要资产投向为共同基金（单位：十亿美元）



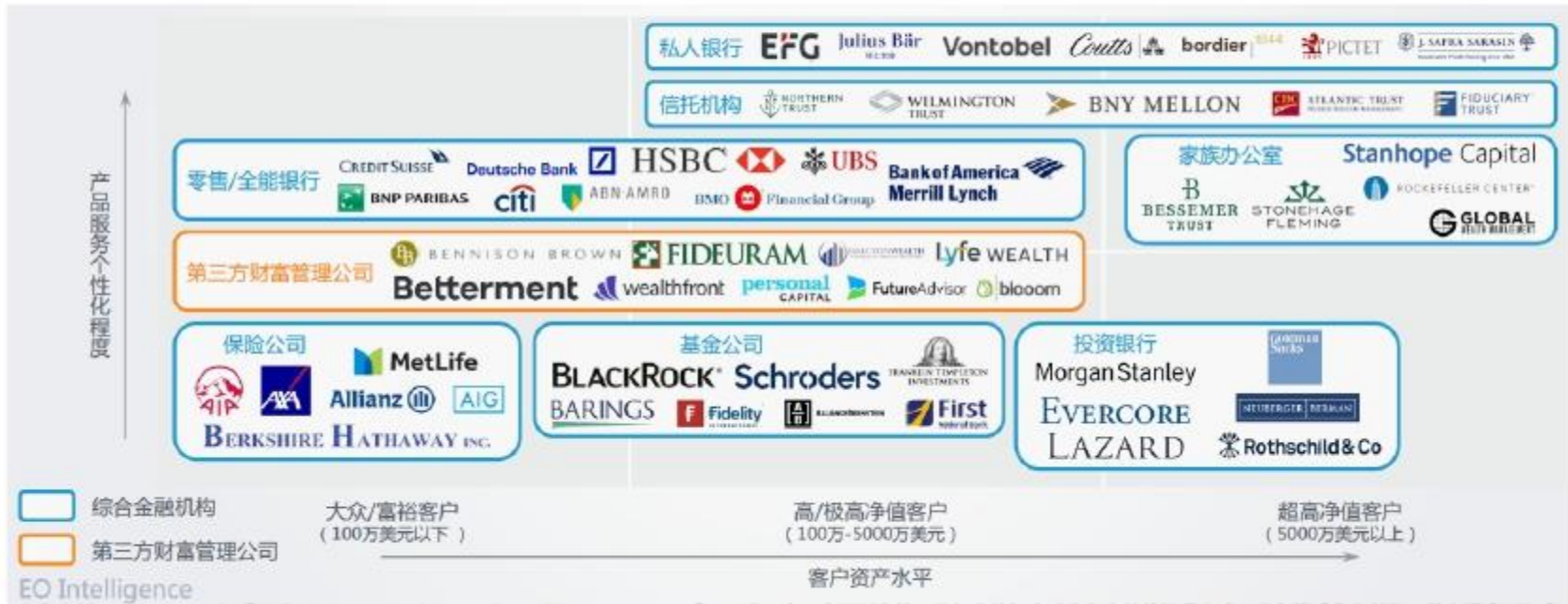
数据来源：ICI、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

竞争格局：渠道端——金融机构分层竞争

★ 海外财富管理机构包括银行、信托、第三方财富管理公司、基金公司及投资银行等，其中私人银行、信托机构、投资银行和家族办公室主要客群为高净值客户，零售银行、第三方财富管理公司和保险公司服务大众客户。

图 10：金融机构分层竞争



资料来源：亿欧智库

1 海外财富管理竞争格局

竞争格局：折扣经纪商崛起，传统机构受到挑战

- ★ 金融危机前，银行和基金公司资管规模较高，金融危机后，投行发力财富管理业务，依赖品牌度以及通过并购等方式，快速扩大 AUM，头部全服务经纪商市场份额占比较高。
- ★ 折扣经纪商：前期靠降佣获取大量大众客户，财富管理转型下，折扣经纪商抓住大众客户，实现 AUM 快速增长，头部折扣经纪商逐渐挑战传统金融机构地位。

表3：2006年银行和基金公司资管规模较高

排序	公司	资管规模（十亿美元）	类型
1	Barclays Global（巴克莱全球）	1513	银行
2	State Street Global（道富全球）	1439	银行
3	Fidelity Investments（富达投资）	1422	基金公司
4	Vanguard Group（先锋集团）	958	基金公司
5	Legg Mason（美盛集团）	864	基金公司
6	Capital Research（资本集团）	858	基金公司
7	JPMorgan Asset Mgmt.（摩根大通）	842	银行
8	Mellon Financial（梅隆财团）	781	金控公司
9	Deutsche Asset Mgmt.（德意志资管）	633	基金公司
10	Northern Trust Global（北美信托）	613	信托
11	Morgan Stanley（摩根士丹利）	599	投行
12	PIMCO（太平洋投资管理）	594	基金公司
13	UBS Global Asset Mgmt.（瑞银全球）	581	银行
14	AllianceBernstein Inst'l（联博资管）	579	基金公司
15	AIG Global Investment（美国国际集团）	572	保险
16	Merrill Lynch（美林证券）	537	投行
17	Prudential Financial（保德信金融集团）	531	金控公司
18	ING（荷兰国际集团）	523	金控公司
19	Wellington Mgmt.（威灵顿资管公司）	521	基金公司
20	Goldman Sachs Asset（高盛）	496	投行

数据来源：摩根士丹利公告、开源证券研究所

表4：折扣经纪商崛起，传统机构受到挑战

单位：万亿美元	2020 年末	类型	市场份额（占美国）	财富管理部门人数	2001-2020 年均复合增速
贝莱德	8.7	基金公司	17%	16500	20.8%
嘉信理财	6.7	折扣经纪商	13%	32000（公司人数）	11.5%
先锋集团	6.2	基金公司	12%	17600（公司人数）	
摩根士丹利	4.0	投资银行	8%	16000	12.3%
摩根大通	3.7	银行	7%	20683	8.6%
富达	3.7	基金公司	7%	-	
道富银行	3.5	银行	7%	39000（公司人数）	8.2%
美国银行	3.5	银行+投行	7%	21213	11.0%
UBS	3.2	银行+投行	6%	9575（投顾人数）	
安联集团	2.7	保险	5%	-	
其他	4.1	-	8%		

数据来源：摩根士丹利公告、开源证券研究所

注：仅包含资管规模

KYSEC

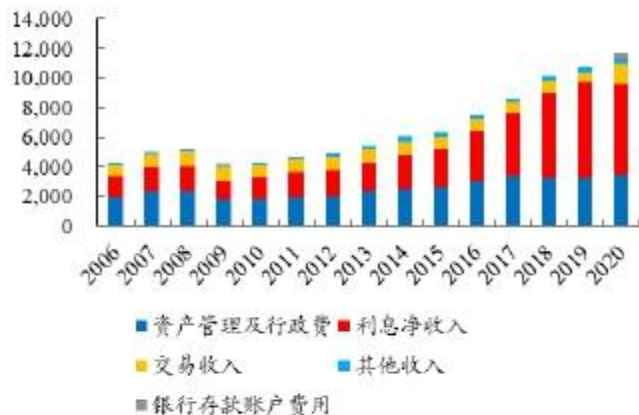
注：以上为 2020 年美国财富管理及资产管理规模

1 海外财富管理竞争格局

嘉信理财：利息净收入及资管业务收入贡献较高

- ★ 嘉信理财利息净收入受利差影响较大，随着美国利差不断扩大，利息净收入逐渐成为公司第一大收入，2020年占比达52%，资产管理业务为第二大业务，2020年收入占比30%，交易收入占比不断下滑，从2006年占比18%下降至2020年的12%。
- ★ 资产管理业务中，投资咨询费占比较高，2020年为42%。

图 11：利息净收入为公司第一大业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：资管业务中投资咨询收入占比较高

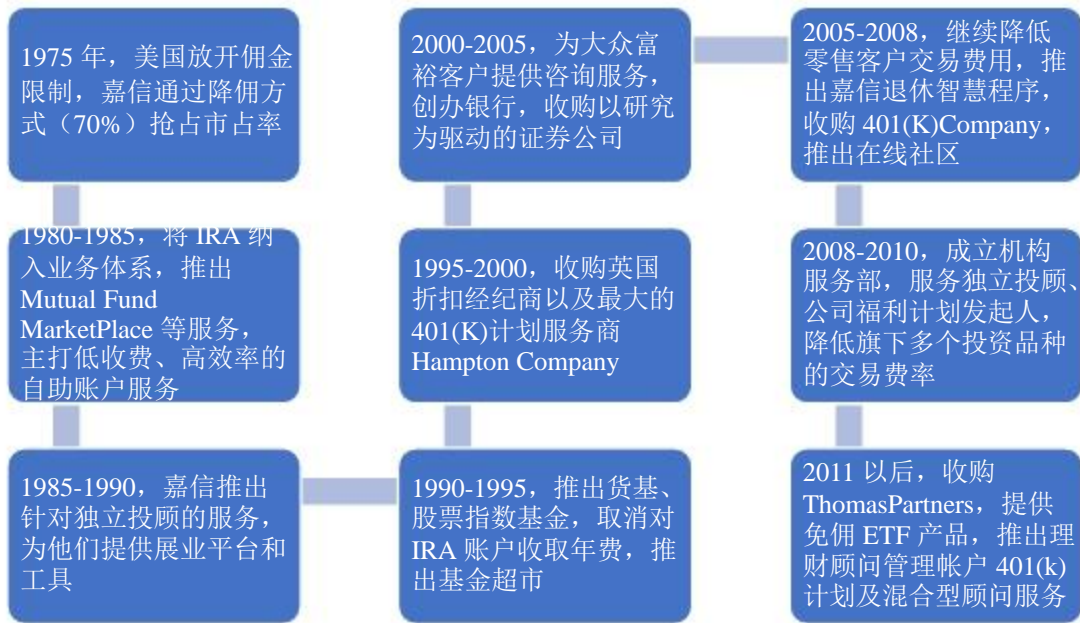
资管业务收入拆分	2019年				2020年			
	客户平均资产规模	资管业务收入	平均管理费率	收入占比	客户平均资产规模	资管业务收入	平均管理费率	收入占比
货币市场基金	173,558	525	0.30%	17%	200,119	478	0.24%	14%
权益、债券和ETF基金	267,213	298	0.11%	9%	301,598	300	0.10%	9%
共同基金（One source）	191,552	606	0.32%	19%	192,464	599	0.31%	17%
其他第三方共同基金和ETF	478,037	318	0.07%	10%	525,379	393	0.07%	11%
投资咨询服务	317,079	1,198	0.38%	38%	379,171	1,443	0.38%	42%
其他资产管理费(托管、清算等)	432,613	216	0.05%	7%	451,350	262	0.05%	8%
资管业务合计	1,860,052	3,161	0.17%	100%	2,050,081	3,475	0.17%	100%

数据来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

嘉信理财：从折扣经纪商向综合理财转型

- ★ 公司通过降佣获取市场份额，抓住互联网实现线上+线下多渠道展业，完善银行、资管多支柱收入体系，通过不断推出养老金服务、丰富产品线、降低费率扩大 AUM。

图 12：嘉信理财从折扣经纪商向综合理财转型



资料来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

嘉信理财：低价+服务吸引大量客户

- ★ 目前公司佣金率处于行业最低水平，同时公司服务水平高于同业，低价+优质服务下，吸引大量客户，从2006年至今，公司AUM不断提升，2020年达6.7万亿。
- ★ 作为互联网券商，公司获客成本不断下降，2020年平均每单位资产获客成本占比仅0.16%。

表6：嘉信理财价格和服务优于同业

	嘉信理财	E*Trade	Fidelity	Vanguard
标准在线股票和期权佣金	0	0	0	0
标准期权费用	0.65	0.65	0.65	1
期货	1.5	1.5		
在线ETF佣金	0	0	0	0
服务				
满意保证	是	否	否	否
300多个分支机构	是	否	否	否
24/7全天候客户服务	是	否	否	是

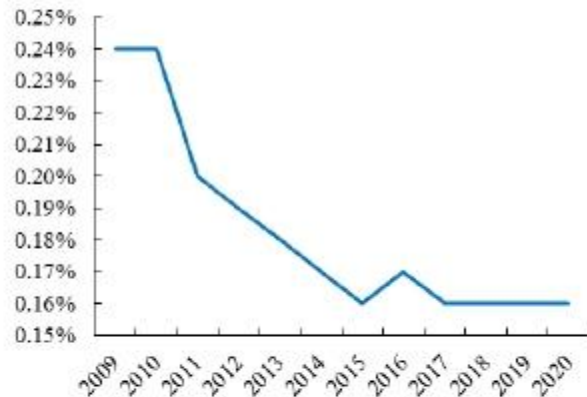
数据来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

图13：嘉信理财AUM不断提升



数据来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

图14：嘉信理财获客成本不断下降



数据来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

嘉信理财：财富管理提供多种模式

★ 公司财富管理业务提供多种模式，包括自动化投顾、标准化投顾以及专业财务顾问，准入门槛在 5000-500000 万之间，整体客群偏中下。

表7：嘉信理财财富管理提供多种模式

类型	投资管理工具	简介	最低投资额（美元）	收费
自动化投顾	智能化投资组合	主要投资 ETF，投资组合通常包括多达 20 种资产类别，涉及股票，固定收益，房地产和大宗商品 ETF	5000	无顾问费、无佣金
	智能投顾+专业人士	主要投资 ETF，投资组合通常包括多达 20 种资产类别，涉及股票，固定收益，房地产和大宗商品 ETF，结合一对一财务顾问	25000	一次性服务费 300 美元，之后每月支付 30 美元
标准化投顾	共同基金	提供专业管理、广泛多元化的基金或 ETF 组合，投资标的包括全球股票、房地产和商品、债券	25000	年费 0.9%起
	嘉信理财投资组合 ETF		25000	年费 0.9%起
	Windhaven 策略	为客户提供三种广泛多元的策略，主要包括 ETF	100000	年费 0.95%起
	账户管理	专业资产管理公司直接管理账户内股票、债券及投资组合等	100000	年费 1%起
	ThomasPartners 投资策略	提供股息增长和平衡收益策略	500000	年费 0.9%起
专业财务顾问	嘉信私人客户	定制产品，投资标的包括全球股票、债券、REITS、大宗商品等	1000000	年费 0.08%起
	嘉信顾问网络	专业投顾提供财富管理服务	500000	根据投顾资质收费

数据来源：嘉信理财公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

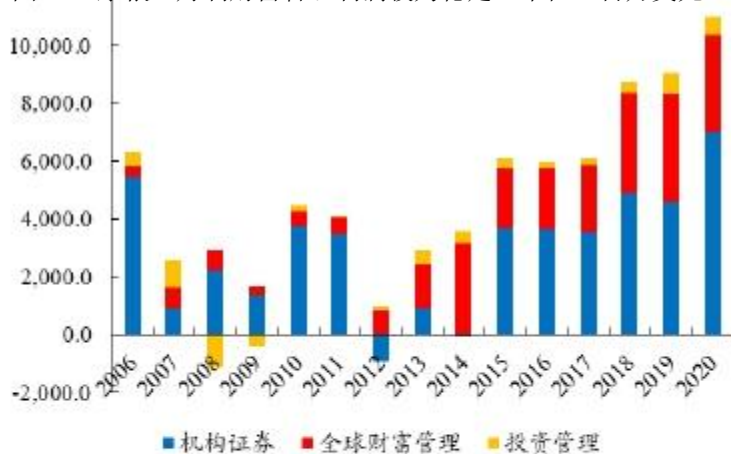
摩根士丹利：财富管理收入和利润贡献加大

- ★ 机构证券和财富管理为公司主要营收来源，2020年机构证券业务收入和利润贡献分别为53%/64%。
- ★ 财富管理业务自发展以来收入和利润贡献不断加大，收入贡献从2004年的23%提升至2020年的39%，利润贡献从2006年的5%提升至31%，且利润贡献较稳定，2008年投资管理和2012年机构证券业务出现亏损，财富管理业务受市场波动影响较小。

图15：摩根士丹利机构证券和财富管理为主要收入来源（单位：百万美元）



图16：摩根士丹利财富管理利润较为稳定（单位：百万美元）



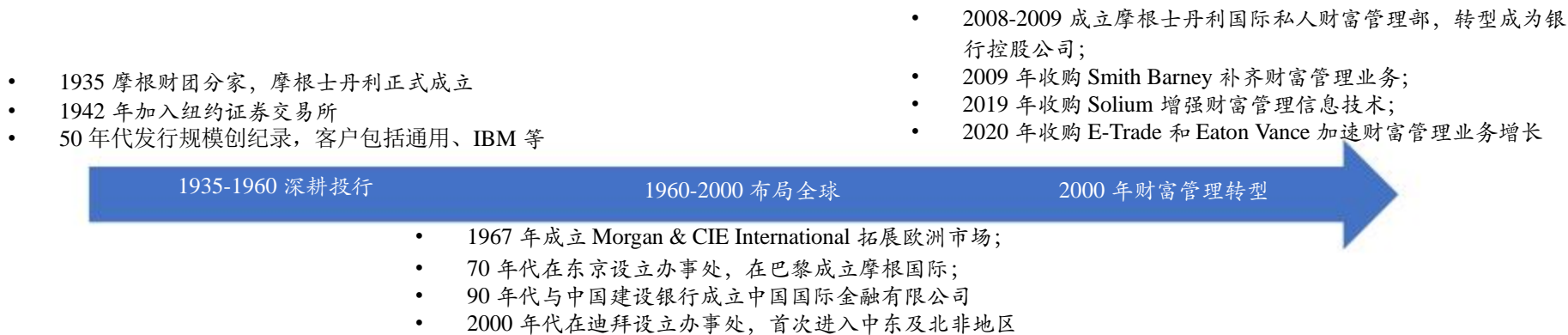
数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

摩根士丹利：经历三个发展阶段

- ★ 摩根士丹利发展历程经历三大阶段：在 50 年代美国经济逐渐发展的浪潮中，公司凭借与大型企业客户的良好关系和独家主承销商的制度，在传统的投资银行业务上做大做强。
- ★ 60 年代起摩根士丹利向欧洲、日本、亚洲等地拓展，盈利和收入逐渐多元化。
- ★ 2000 年以来公司通过成立私人财富管理部、转型银行控股公司、收购 Smith Barney 以及 E-Trade 从机构业务向财富管理、投资管理为主的资管类业务转移。

图 17：摩根士丹利发展经历三个发展阶段



资料来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

摩根士丹利：通过并购补齐财富管理业务客户链

★ 2009 年之前投行资管业务竞争力较弱，早期主要通过线下渠道获客，次贷危机后，投行将战略从以交易和投行为主的机构业务向财富管理转移。公司凭借两次并购在短期内获得大量客户，完善产品能力，提高获客能力，叠加自身投研能力挖掘客户深度。

表8：摩根士丹利通过并购补齐财富管理业务客户链

项目	Smith Barney	E-Trade	Eaton Vance
收购时间	2009	2020	2020
收购估值	2009 年摩根 27 亿买下花旗美邦 51% 股权，成立摩根士丹利美邦；2012 年摩根士丹利美邦估值 135 亿，摩根 2015 年完成收购	130 亿美元，对应 2019 年 PE 14 倍	70 亿美元，对应 2019 年 PE 18 倍
机构类型	花旗集团旗下财富管理公司	折扣经纪商	资产管理公司
客户数	-	520 万零售客户及 190 万机构客户	-
客户资产	1.05 万亿客户资产	3900 亿零售客户资产及 3000 亿机构客户资产	-
收购优势	拓展财富管理业务，直接获得客户及客户资产	E-TRADE 具有高获客率，完善财富管理客户链，补齐零售经纪短板，获得银行牌照	美国排名第一的个人独立账户服务商；提供资产解决方案及定制化产品；强化区位优势；补齐公司固收类产品劣势

资料来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

图 18：收购后摩根士丹利 AUM 快速增长



数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

摩根士丹利：产品及管理模式多样化

- ★ 产品范围广泛。公司产品包括基金、ETF、对冲基金、FOF 等各类产品，除提供自主设计产品外，还包括各类第三方理财产品，产品线丰富。
- ★ 多层次账户管理模式。公司财富管理提供多种业务模式，包括单独管理、联合管理、顾问以及资产组合四种模式。

表9：摩根士丹利多种财富管理业务模式

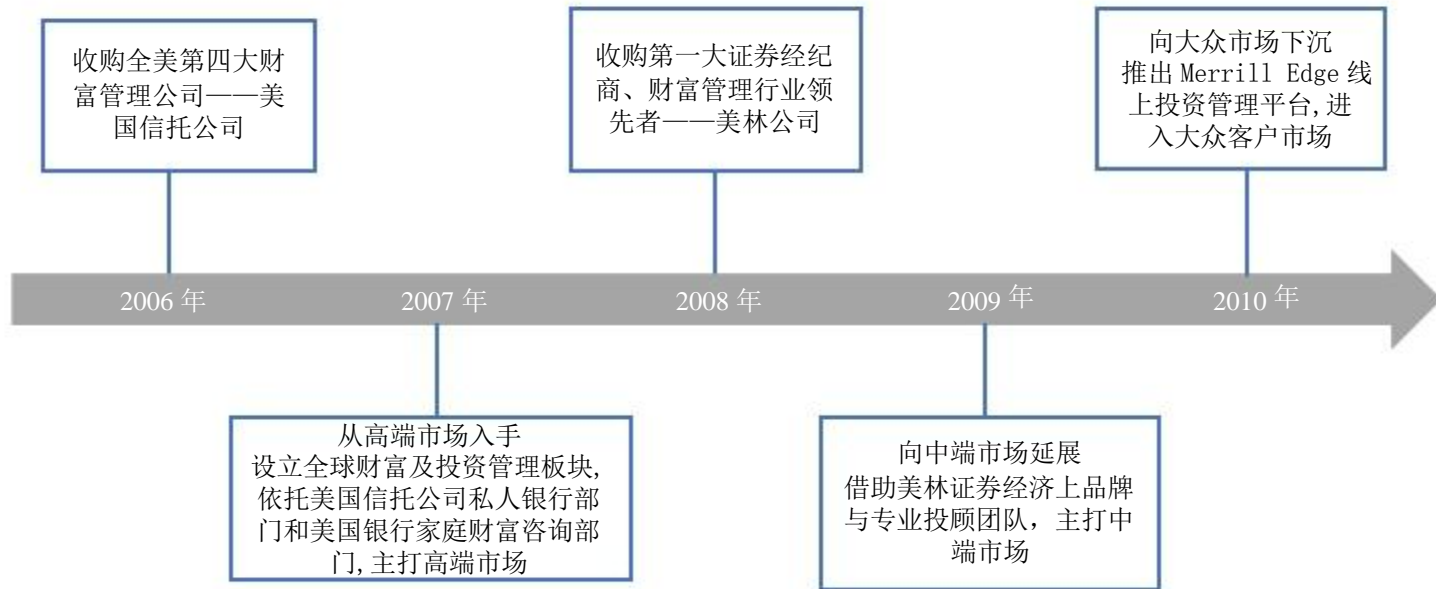
模式	简介	客户资产规模（十亿美元）			平均费率		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
单独管理模式	第三方和附属资产管理人管理客户资产，资产管理人做出决定	279	322	359	0.16%	0.15%	0.14%
联合管理模式	客户能将单独的账户、基金及ETF合并到一个账户进行管理。投资决策可由客户、财务顾问或投资组合经理行使。	257	313	379	0.99%	1.00%	0.99%
顾问模式	决策由客户做出，账户或资产变动须经客户同意	137	155	177	0.84%	0.86%	0.85%
资产组合模式	理财顾问管理投资组合	353	435	509	0.95%	0.95%	0.94%
	以上合计	1026	1225	1424	0.76%	0.74%	0.73%
现金管理	财务顾问向机构客户提供现金管理服务的账户，根据客户的投资标准投资和再投资，投资组合通常投资于短期固定收益和现金等价物投资	20	42	48	0.06%	0.06%	0.05%
	总计	1046	1267	1472	0.74%	0.73%	0.70%

资料来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

美国银行：财富管理由高端市场向大众市场下沉

★ 美国银行财富管理业务开始于外部收购：2006 年收购美国信托公司，2008 年收购美林证券，2010 年推出 Merrill Edge 线上投资管理平台，由高端市场逐步下沉至大众市场。

图 19：美国银行财富管理由高端市场向大众市场下沉



资料来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

美国银行：美林财富管理+私人银行

- ★ 美国银行旗下有美林财富管理和私人银行两个子品牌，分别面向大众客户和高净值客户，美林财富管理由公司收购的美林证券演变而来，私人银行由美国信托演变而来。
- ★ 美林财富管理聚焦客户的投资，但客户同时可享受银行提供的一系列存贷款服务。

图 20：美国银行包括美林财富管理和私人银行

美林全球财富管理	美国银行私人银行
客群：大众客户	高净值和超高净值客户
<ul style="list-style-type: none"> 自主投资式（Merrill edge） 产品：股票、ETF、期权、基金、债券； 服务：移动投资工具、美国银行研究、交易平台； 准入：无； 价格：股票、ETF 零佣金，期权合约收费 	服务：投资管理、银行服务、信托与遗产、战略慈善与捐赠、家族办公室、财富规划、另类投资、信贷解决方案、艺术服务等
<ul style="list-style-type: none"> 美林引导投资： 智能顾问：经纪业务、相关研究、投资组合及投资策略 顾问+人工：经纪业务、相关研究、投资组合及投资策略、投顾团队 准入：顾问：5000 美元、顾问+人工：20000 美元 价格：顾问：0.45%、顾问+人工：0.85% 	
<ul style="list-style-type: none"> 美林财富管理： 服务：移动投资工具、美国银行研究、投资策略、投顾团队、自定义计划 准入：250000 美元 	

资料来源：美国银行公司官网、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

美林证券：通过线下及收购等方式实现客户资产快速增长

★ 美林证券早期通过在全球增设办公室、扩充投顾人数等方式实现客户数量和资产规模快速增长，后期基于资产规模收费，服务包括证券无限交易、美林研究、资产计划等，吸引资产的速度是以前产品模式的 20 倍以上。

表10: 美林证券促进客户资产规模持续增长

时间	举措
1997 年	收购 401(K)服务商 Masterwork 扩大客户基础，直接获得 170 亿美元客户资产
1997 年	收购 Mercury，其客户包括全球十大养老基金中的五家
1998 年	在日本开设 33 家办公室
1999 年	创建 Unlimited Advantage, Unlimited Advantage 基于资产规模收费，每年最低收费 1500 美元，服务包括证券无限交易、美林研究、资产计划等，吸引资产的速度是以前产品模式的 20 倍以上，将收入从佣金收入向资产管理和服务费转变
1999 年	推出自我指导式投资
2003 年	推出 Total Merrill,一套完全集成的财富管理服务，包括消费者贷款、抵押贷款、银行及现金管理等

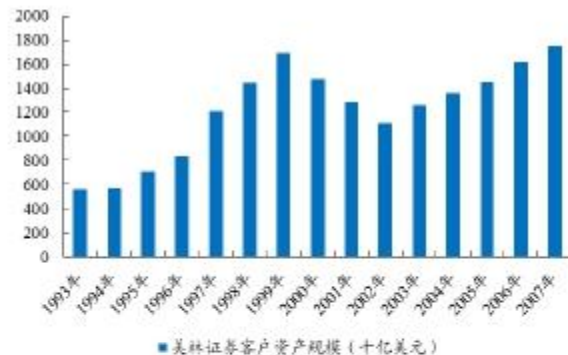
资料来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

图21: 美林证券投顾人数增加



数据来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

图 22: 美林证券客户资产规模呈上升趋势



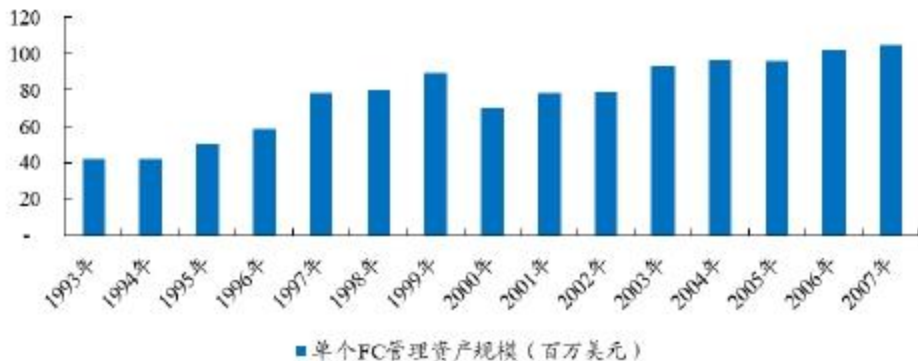
数据来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

美林证券：以理财顾问为核心的业务模式

- ★ 公司采用全面服务型金融顾问（Financial Consultants）模式，为富裕阶层提供全面的产品和服务，公司对 FC 招聘要求较高，通常需要大学及以上学历，新人要成为合格的 FC，必须通过长达三年培训期考验，考核非常严格，第一年通常淘汰率达 75%。除了通过从业资格考试等要求，三年内开发的客户资产量要达到 3000 万美元才能最后取得 FC 资格，公司率先成立理财顾问培训学校。
- ★ FC 激励较强，正式 FC 没有底薪，其收入全部来源于他所管理的客户资产为公司带来的利润提成，提成比例约 32-50%，单个 FC 管理上百万美元资产。

图 23：美林证券单个 FC 管理上百万美元资产



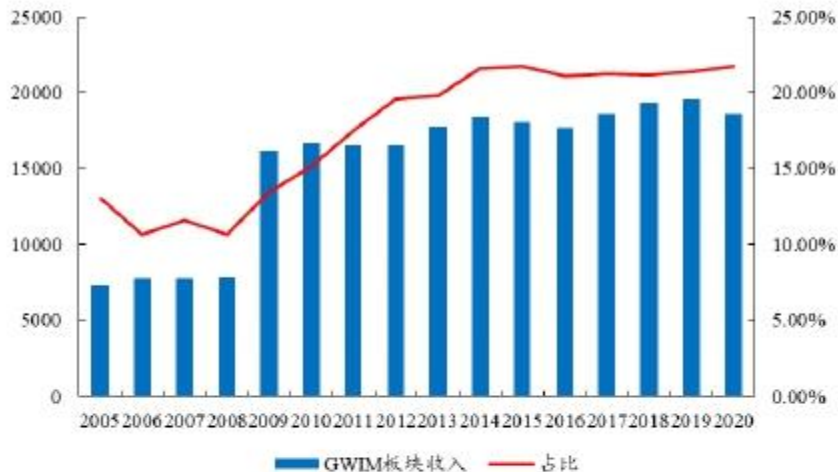
数据来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

美国银行：收购促进财富管理阶梯式增长

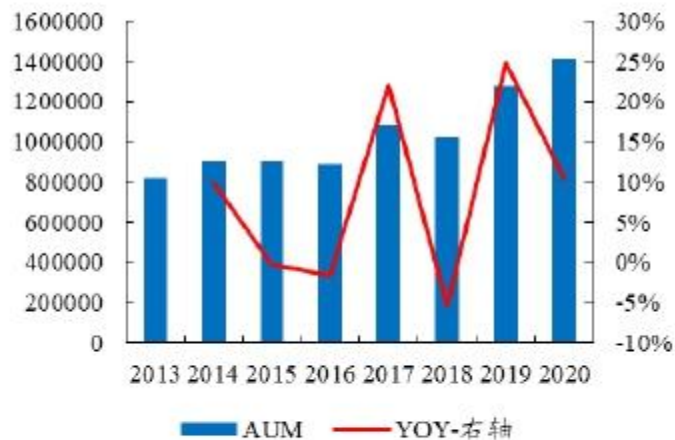
- ★ 收购美林公司后，财富管理板块收入实现了阶段式提升，从2008年的78亿美元上升至161亿美元，接近翻倍，之后财富管理业务板块收入保持稳定增长态势。
- ★ 从AUM看，公司稳定增长，2020年达1.4万亿，同比+16%。

图 24：收购美林公司后，财富管理板块收入大幅提升（单位：百万美元）



数据来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

图 25：美国银行 AUM 保持增长态势（单位：百万美元）



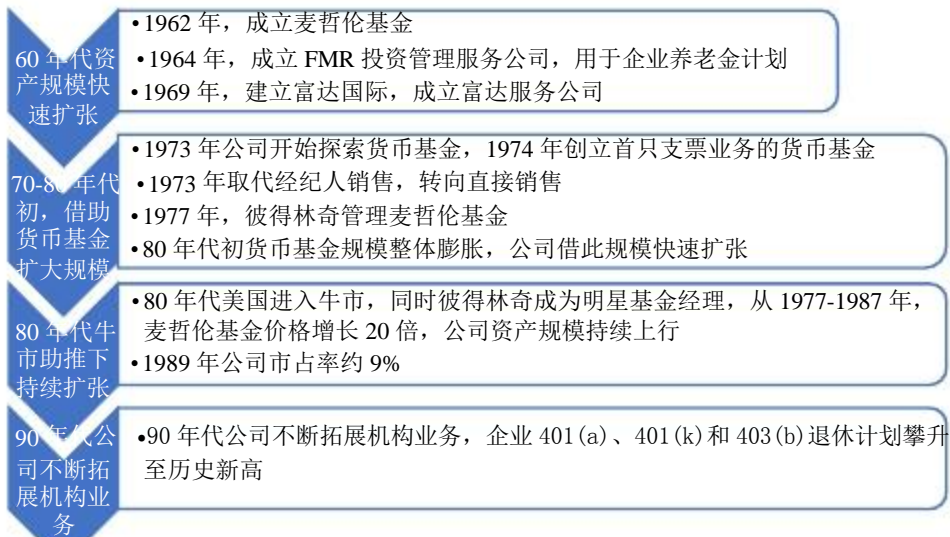
数据来源：美国银行公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

富达：早期抓住市场机遇，后期通过机构业务不断扩大规模，拥有线上+线下渠道

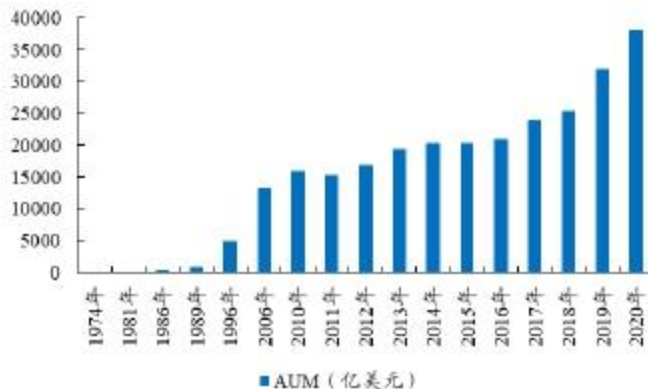
- ★ 公司早期借助货币基金、美国牛市、明星基金经理、机构业务等不断扩大规模，2000年之后，公司产品线布局齐全，加大对养老金管理投入，逐渐向综合资产管理公司发展，规模保持行业领先地位。
- ★ 公司主要分销渠道包括银行和保险等中介机构、开放式基金销售平台、机构投资者等，其中，中介销售机构和机构投资者为主要渠道，公司约60%左右的资产来自养老金。

图 26：富达投资早期抓住市场机遇快速发展



资料来源：富达公司公告、开源证券研究所

图 27：富达投资规模不断增加



数据来源：富达公司公告、开源证券研究所

1 海外财富管理竞争格局

富达：多元化发展路径，发展为综合资产管理公司

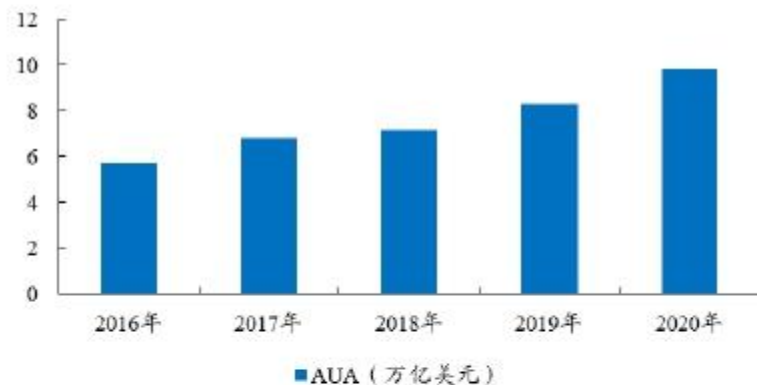
★ 公司为众多金融中介公司提供清算、托管、投资产品、经纪和交易服务，截至 2020 年 Q2 末，公司为 1.35 万家金融机构提供服务，参与 2.2 万个企业福利计划，AUA（受托管理资产，公司为客户提供行政服务的总资产，包括基金会会计、税收报告等）达 8.3 万亿，其中，养老金占比约 55%。

表11：富达为各用户类型提供多种服务

用户类型	业务模式	产品
个人	提供财务计划和建议，包括退休计划，财富管理，经纪服务大学储蓄等。	富达 Go：智能投顾
		富达个性化计划与建议：智能投顾+财务顾问
		富达财富管理：财务顾问
		私人财富管理：财务顾问团队提供建议
企业	为企业创建动态的福利计划，包括雇员退休储蓄，健康和福利，股票计划服务等	退休、股票计划、慈善
		捐款和学生债务解决方案
		福利管理及储蓄解决方案
金融机构	提供投资和技术产品与解决方案，清算与托管服务以及机构交易产品，服务和执行	薪资、人力资源和时间管理解决方案

资料来源：富达公司公告、开源证券研究所

图 28：富达 AUA 不断增加



数据来源：富达公司公告、开源证券研究所

总结：前期扩展用户群，后期以客户为中心服务

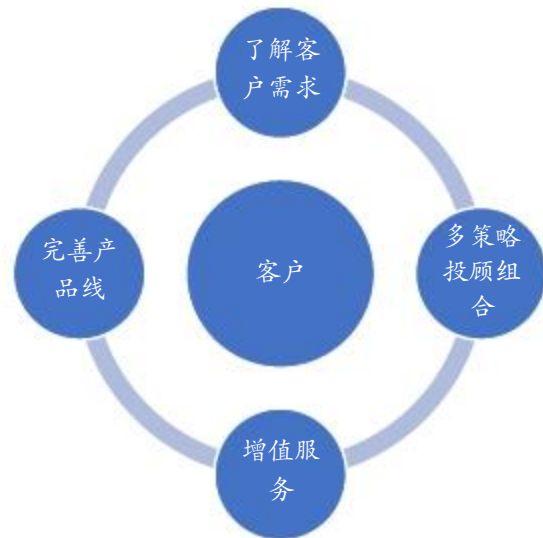
- ★ 前期各金融机构通过降价、线下网点铺设、收购等方式进行获客，拓展用户广度。
- ★ 后期各财富管理机构着力于提升客户粘性，挖掘客户深度，以客户为中心，基于 AUM 收费，统一公司利益与平台利益，从深入了解客户需求着手，以产品、投研能力、增值服务等强化客户粘性，增强与客户的交互。

表12： 美国机构通过各种方式获客

机构类型	获客方式
折扣经纪商	降低佣金及费率吸引客户； 优化产品及服务
投行	利用投行业务发掘高净值客户； 通过线下办公室获客，在全球增设办事处； 收购折扣经纪商及财富管理公司； 利用品牌优势； 挖掘经纪体系中客户
银行	挖掘账户体系中客户； 收购财富管理公司； 通过线下办公室获客，在全球增设办事处； 利用品牌优势
基金公司	早期通过电话、上门、线下网点等地推模式，后期通过 线上基金超市，客户分享

资料来源：开源证券研究所

图 29： 美国各机构以客户为中心进行服务



资料来源：开源证券研究所

总结：打造财富管理生态圈，实现全链条客户服务

- ★ 美国优质财富管理公司大多实现跨业务板块联动，财富管理公司业务横跨存贷、投行、资管等多板块，积极协同各方资源，为财富线的产品设计提供了优厚的条件，支持客户跨板块迁徙，同时为客户提供涵盖规划、融资、投资为一体的综合服务，打造财富管理生态圈。
- ★ 补齐客户链条，摩根士丹利和美国银行最初主要客群均为高净值和超高净值客户，公司通过收购实现全链条客群服务，优势在于获客来源更加广泛，强化服务深度，加深客户粘性。
- ★ 并购补齐业务短板，完善客户链条。美国财富管理公司主要通过并购扩充业务范围以及规模，嘉信理财通过收购海外多家公司拓展海外业务，在投研能力、资管业务、期权期货等业务扩展方面，公司均采用收购方式。

表13：美国财富公司打造跨业务板块联动

公司	财富管理生态圈	客群
嘉信理财	嘉信理财=折扣经纪商+财富管理平台+银行	大众客户+大众富裕客户
摩根士丹利	摩根士丹利=投行+财富管理平台+银行	大众客户+高净值用户+超高净值客户
美国银行	美国银行=银行+财富管理平台+投行	大众客户+高净值用户+超高净值客户

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

启示：我国正处于大时代起点，从卖方向买方模式转型是趋势，但仍需要契机

- ★ 启示一：我国正处于财富管理大时代起点。我国目前与美国财富管理发展初期较为相似，经济快速发展，居民可投资资产不断增加，居民理财意识及需求快速提升，从供给端看，利率自由化使得银行利差收入不断降低，证券行业佣金率不断下滑迫使经纪从通道型业务不断向财富管理转型，同时房地产吸引力下降、资管新规打破刚兑、资本市场深改下权益市场吸引力不断提升，我们目前正处于财富管理大时代起点。
- ★ 启示二：我国从卖方向买方模式转型是趋势，但仍需要契机。1975年美国废除固定佣金制，90年代后共同基金占比明显提升，1998年美林证券开始从佣金收入向管理费收入转变，2000年后指数基金快速发展，美国从卖方模式向买方模式转型经历了长时间的变化，佣金自由化、养老金制度等成为重要推动因素。目前我国处于财富管理发展的大时代，基金投顾试点开启，从卖方向买方模式转型是大势所趋，但仍需要契机，我国还处于产品代销阶段，向买方模式转型时机尚未成熟，仍可能是先从股票向基金等产品转型，再向资产配置转型。
- ★ 启示三：国内金融机构目前获客为重要任务，跨牌照协作更具优势。目前国内虽有基金投顾试点，但整体利润贡献较小，现阶段，各金融机构的重要任务是拓展客户，先将客户规模做大，再实现差异化服务加深用户粘性、拓展客户深度。国外金融机构发展中，跨行业并购为补充牌照及短板的快速方式，但国内金融牌照相对稀缺，客户资源集中，跨牌照并购难度较大，因此对于国内金融机构而言，跨牌照协作更有意义，有金控背景的公司相对更有优势，可实现业务协同；对于无金控背景的金融机构而言，公司需要增强产品能力，实现平台化发展。
- ★ 启示四：相较美国发展历程，我国互联网发展更快，三方机构优势明显。与美国财富管理发展不同之处在于，我国现阶段互联网发展速度更快，互联网三方机构快速抢占大量年轻及长尾用户，未来随着年轻用户可投资资产不断增加，互联网三方机构市占率提升下，竞争优势不断增强。

目录

CONTENTS

1

海外财富管理竞争格局

2

供需端推动下，财富管理迎来机遇期

3

国内财富管理竞争格局

4

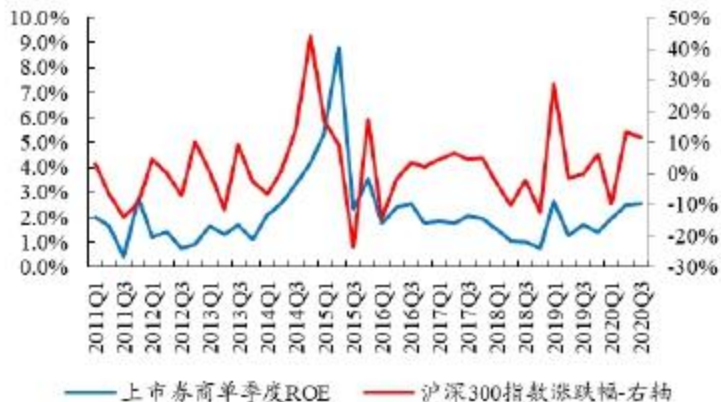
投资建议

2 供需端推动下，财富管理迎来机遇期

供给端：券商行业弹性下降，财富管理为 ROE 上行压舱石

- ★ 券商行业弹性下降：2011-2015 年，沪深 300 指数涨跌幅与行业 ROE 相关性明显，券商板块整体弹性较高，行业 ROE 随沪深 300 指数波动较大。2016 年起，在沪深 300 指数大波动下，券商 ROE 波动幅度下降，行业弹性有所下降。
- ★ 三大原因造成弹性下降：（1）券商业务结构调整，经纪业务占比下降；（2）投资业务多元化发展叠加股票方向性自营敞口额度下降，纯自营业务占比下降；（3）减值扰动下，券商板块弹性下滑。

图 30：2016 年之后券商行业弹性有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 31：2010 年之后证券行业经纪业务占比下降



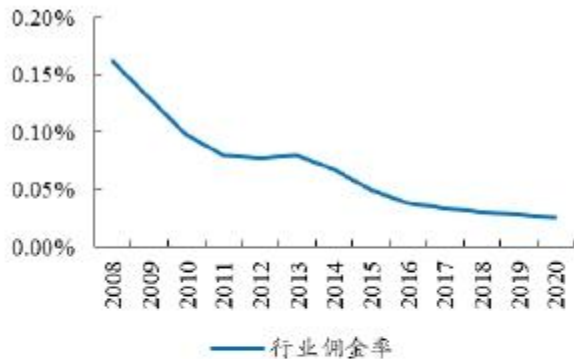
数据来源：中证协、开源证券研究所

2 供需端推动下，财富管理迎来机遇期

供给端：券商行业弹性下降，财富管理为 ROE 上行压舱石

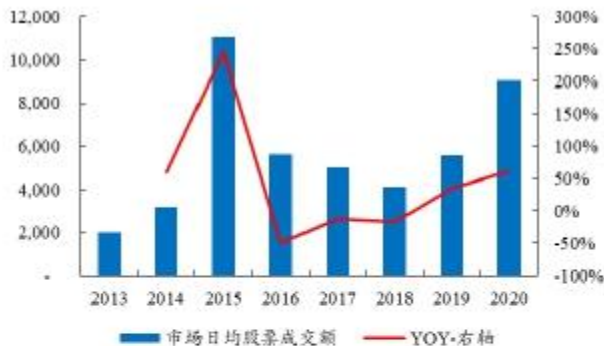
- ★ 佣金下行驱动券商转型，财富管理业务模式更优。传统经纪业务模式下，券商代理买卖证券业务收入=股票成交额*佣金率，股票成交额受市场波动影响较大，造成盈利高波动性。财富管理模式下，券商财富管理收入=AUM*费率，AUM 相对股票成交额更加稳定，以国泰君安为例，2015-2020H1，公司代销金融产品月均保有规模保持稳定增长。
- ★ 权益类基金代销费率显著高于佣金率。2016-2017 年个人投资者换手率在 15-20 倍之间，假设未来个人投资者换手率为 20 倍，2019 年券商佣金率约为 0.58%，远低于权益类基金产品代销费率。

图 32：行业佣金率持续下行



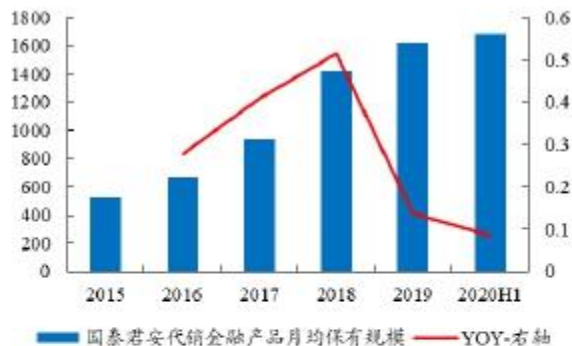
数据来源：中证协、开源证券研究所

图 33：股票成交额波动较大（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 34：国泰君安 AUM 稳定增长（单位：亿元）



数据来源：国泰君安公司公告、开源证券研究所

2 供需端推动下，财富管理迎来机遇期

供给端：券商行业弹性下降，财富管理为 ROE 上行压舱石

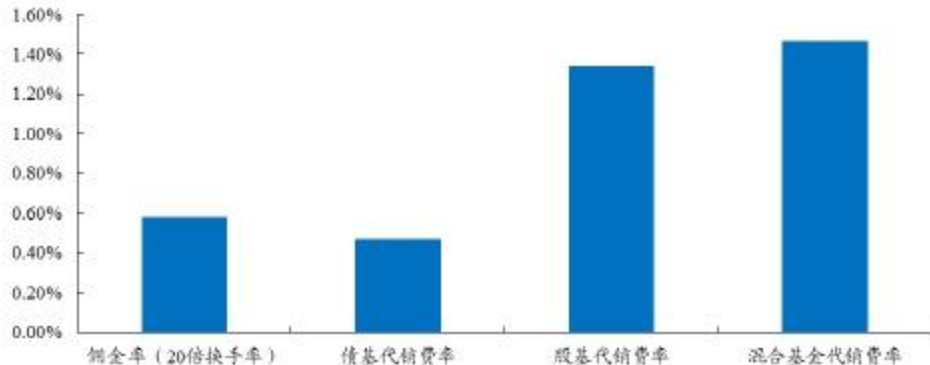
- ★ 佣金下行驱动券商转型，财富管理业务模式更优。传统经纪业务模式下，券商代理买卖证券业务收入=股票成交额*佣金率，股票成交额受市场波动影响较大，造成盈利高波动性。财富管理模式下，券商财富管理收入=AUM*费率，AUM 相对股票成交额更加稳定，以国泰君安为例，2015-2020H1，公司代销金融产品月均保有规模保持稳定增长。
- ★ 权益类基金代销费率显著高于佣金率。2016-2017 年个人投资者换手率在 15-20 倍之间，假设未来个人投资者换手率为 20 倍，2019 年券商佣金率约为 0.58%，远低于权益类基金产品代销费率。

表14：2016-2017年个人投资者换手率约在15-20倍之间

换手率	2013	2014	2015	2016	2017
自然人投资者	1366%	1545%	3814%	1801%	1580%
一般法人	13%	20%	36%	12%	14%
沪股通			1344%	642%	578%
专业机构	335%	329%	770%	418%	400%

数据来源：上交所、开源证券研究所

图 35：20 倍换手率下净佣金率低于权益类基金产品代销费率



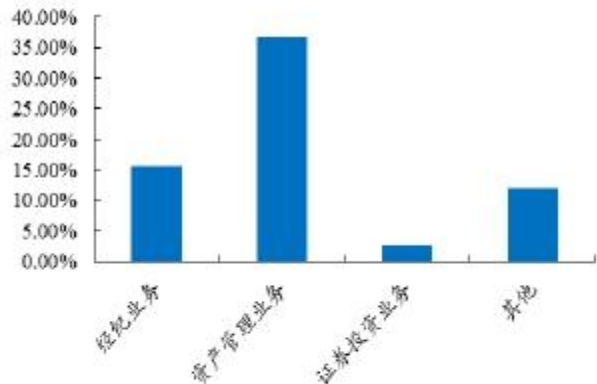
数据来源：Wind、开源证券研究所

供给端：券商行业弹性下降，财富管理为 ROE 上行压舱石

★ 财富管理驱动 ROE 上行：将券商 ROE 拆分为权益乘数、净利率、净息差、手续费收入占比，手续费收入占比越高，ROE 将越高。

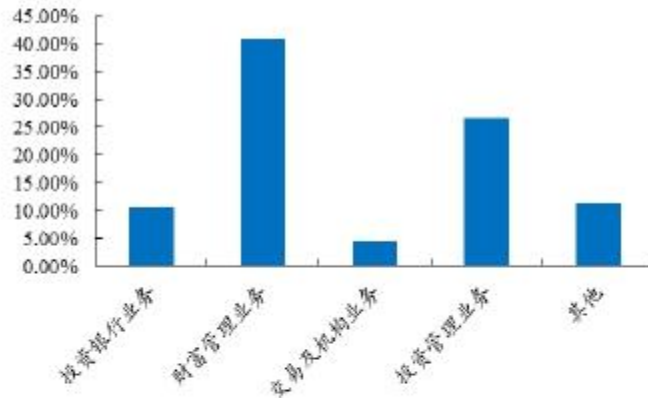
★ 从业务分部数据看，财富管理及资产管理业务 ROE 高于其他业务。 $ROE = \text{权益乘数} \times \text{净利率} \times \frac{\text{资金型业务收入}}{\text{营业收入}}$

图 36：2020 年中信证券资产管理业务 ROE 高于其他业务



数据来源：中信证券公司公告、开源证券研究所

图 37：2020 年广发证券财富管理业务 ROE 最高

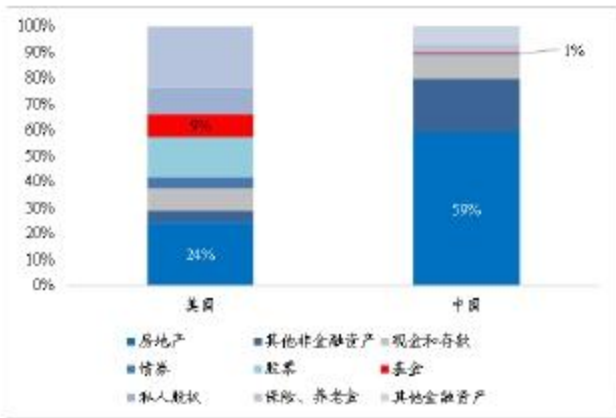


数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

需求端：财富管理需求大幅提升

- ★ 房地产配置或已见顶。我国居民家庭资产以房地产等非金融资产为主，中央经济工作会议中多次提出“房住不炒”，未来，随着房价趋缓，加杠杆趋难，房地产的相对吸引力降低，居民资产配置或向金融资产转移。
- ★ 资管新规打破刚兑，原有高收益产品供给下降，无风险利率回落。
- ★ 注册制为代表的资本市场深改政策落地，权益市场吸引力不断提升。

图 38：2019 年我国居民家庭资产以房地产为主



数据来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、开源证券研究所

图 39：资管新规下银行理财、信托和券商资管持续压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 40：固收型产品收益率持续承压（%）

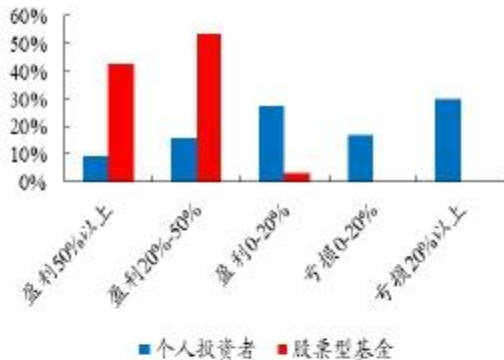


数据来源：Wind、开源证券研究所

需求端：财富管理需求大幅提升

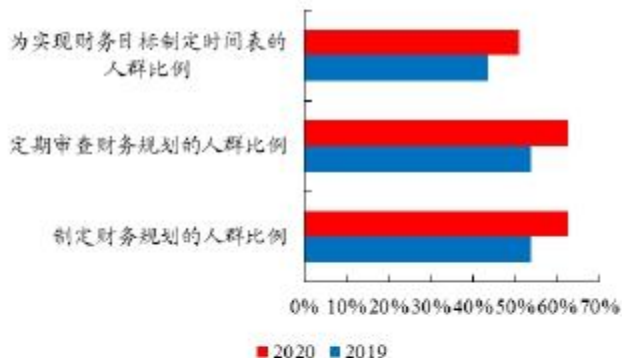
- ★ 股市分化下，个人投资者投资能力低于股票型基金。
- ★ 新富人群财富管理意愿提升，对金融产品青睐度提升。2020年，制定财务规划的新富人群比例较2019年提升8.8%。同时在资产配置上，新富人群对房地产配置意愿显著下降，2020年青睐金融产品配置的新富人群比重较2019年提升20.7%。

图 41：2019 年股票型基金整体表现优于个人投资者



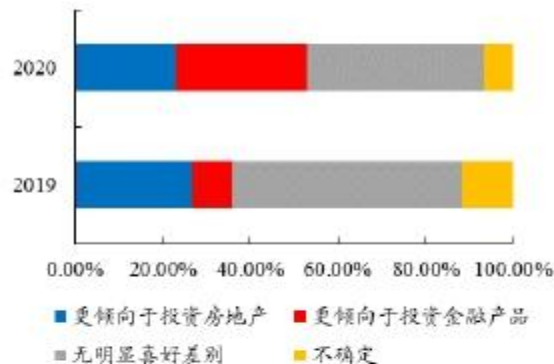
数据来源：基金业协会、开源证券研究所

图 42：2020 年制定财务规划的新富人群占比提升 8.8%



数据来源：《2020 年中国新富人群财富健康指数》、开源证券研究所

图 43：新富人群对金融产品的青睐显著提升

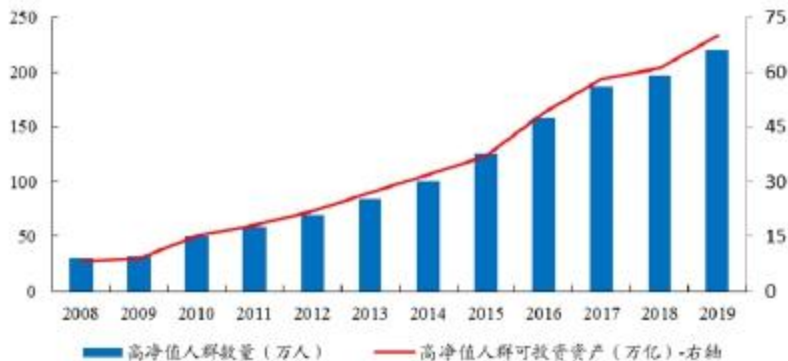


数据来源：《2020 年中国新富人群财富健康指数》、开源证券研究所

需求端：财富管理需求大幅提升

- ★ 高净值客户人群不断增长。高净值人群可投资资产整体规模从 2008 年的 8 万亿增长至 2019 年的 70 万亿。
- ★ 高净值人群机构理财需求增加。2019 年约 58% 高净值人群通过专业机构进行理财，随着高净值人群机构理财需求增加，金融机构迎来财富管理机遇期。

图 44：高净值客户资产及人群不断增长



数据来源：《中国私人财富报告》、开源证券研究所

图 45：高净值人群通过机构理财占比显著提升



数据来源：《中国私人财富报告》、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

海外财富管理竞争格局

2

供需端推动下，财富管理迎来机遇期

3

国内财富管理竞争格局

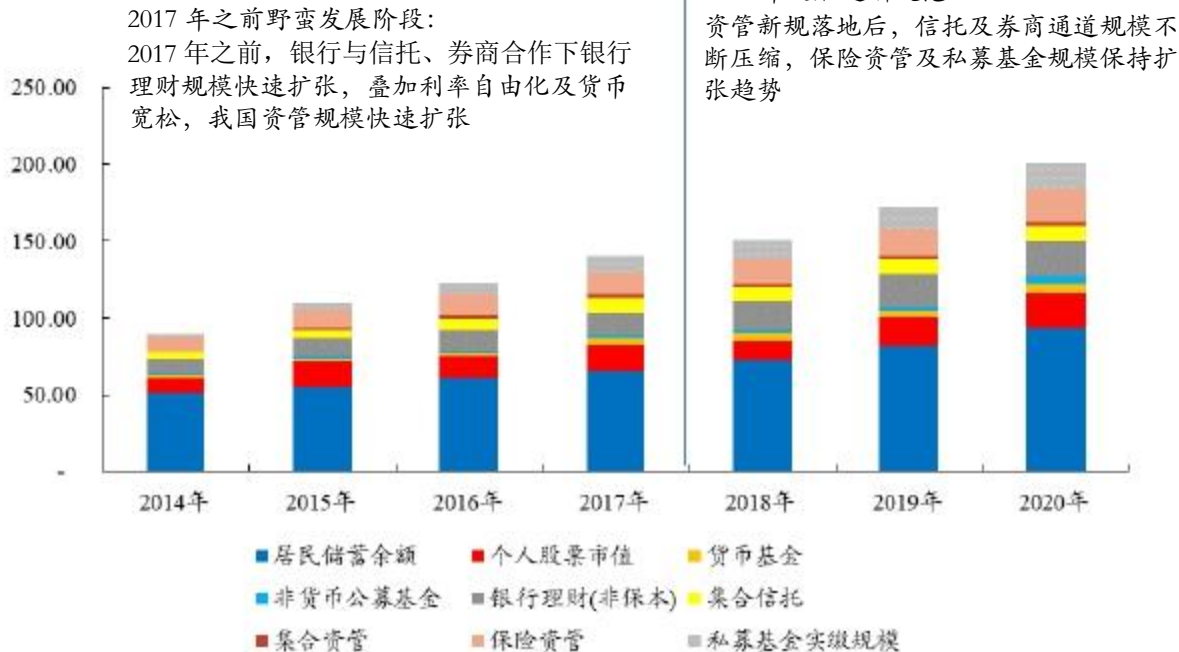
4

投资建议

居民金融资产：居民金融资产高速增长

★ 2020年居民金融资产规模约201万亿，其中储蓄规模占比较高，从2014-2020年，居民金融资产年均复合增速约14%。

图 46：资管新规后国内资管非标资产不断压缩



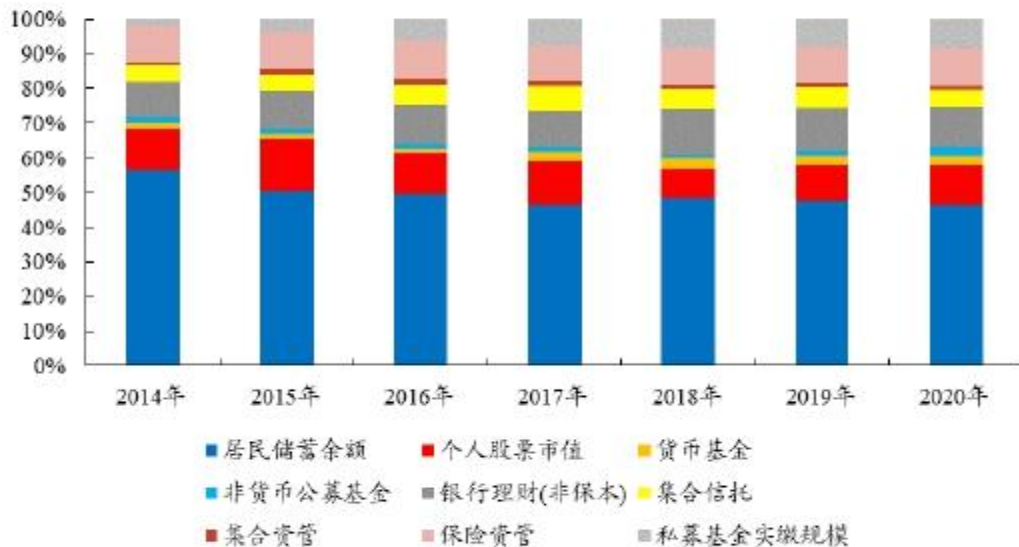
数据来源：基金业协会、银行理财登记托管中心、开源证券研究所

居民金融资产结构：储蓄占比较高

★ 2014-2020年，储蓄规模占比最高，但占比有所下降，从57%下降至48%，私募基金占比增长较多，从2%增长至8%。

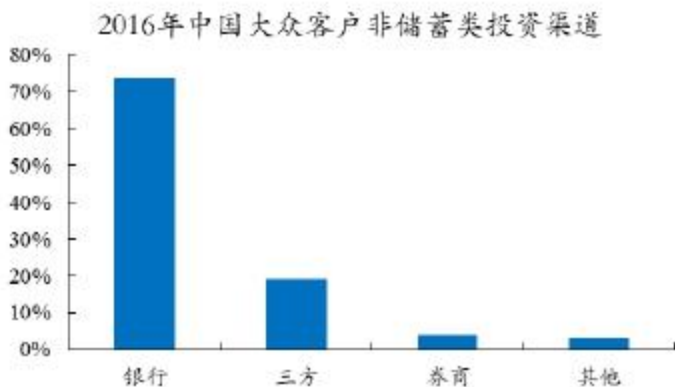
★ 资管新规后，股票、非货基占比有所提升，2020年分别提升1.1/1.2pct；银行理财、集合信托、货币基金规模占比均有所下降。

图 47：国内居民金融资产规模中储蓄占比较高



数据来源：基金业协会、银行理财登记托管中心、Wind、开源证券研究所

★ 根据艾瑞咨询数据，2016年中国大众客户非储蓄类投资



竞争格局：银行占据主导优势

表15：2020年头部银行整体AUM市占率较高

单位：亿元	2015AUM	AUM 占全市场比重	2018AUM	AUM 占全市场比重	2020AUM	AUM 占全市场比重	口径
招商银行	47,496	4.34%	68,021	4.53%	89,418	4.46%	零售客户总资产
平安银行	6,600	0.60%	14,168	0.94%	26,248	1.31%	
邮储银行					112,500	5.61%	
工商银行	115,900	10.60%	135,100	8.99%	160,000	7.98%	
建设银行					130,000	6.48%	
农业银行	90,819	8.31%			130,040	6.48%	
宁波银行			3,540	0.24%	5,340	0.27%	
交通银行					38,956	1.94%	
银行小计					692,502	34.52%	
蚂蚁财富			27,093	1.80%	47,134	2.35%	
东方财富	1,000	0.09%	1,100	0.07%	4,700	0.23%	
同花顺					330	0.02%	
诺亚财富	867	0.08%	1,692	0.11%	1,528	0.08%	
三方小计					53,692	2.68%	客户托管资产规模
中信证券	39,000	3.57%	41,000	2.73%	85,000	4.24%	
中金公司					25,783	1.29%	
华泰证券					39,200	1.95%	
招商证券					13,700	0.68%	
券商小计					163,683	8.16%	总投资资产
中国平安	17,316	1.58%	27,946	1.86%	37,406	1.86%	
中国太保	8,545	0.78%	12,332	0.82%	16,480	0.82%	
新华保险	6,357	0.58%	6,998	0.47%	9,657	0.48%	
中国人寿	22,878	2.09%	31,057	2.07%	40,964	2.04%	
中国人保	7,428	0.68%	8,955	0.60%	10,889	0.54%	
保险小计	62,524	5.72%	87,288	5.81%	115,396	5.75%	

渠道中，银行占74%，三方占19%，券商占4%。

高于其他机构，头部银行 AUM 市场份额最高。

图 48：2016 年银行为主要投资渠道

★ 从单个机构AUM市场份额看，银行AUM市场份额整体

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

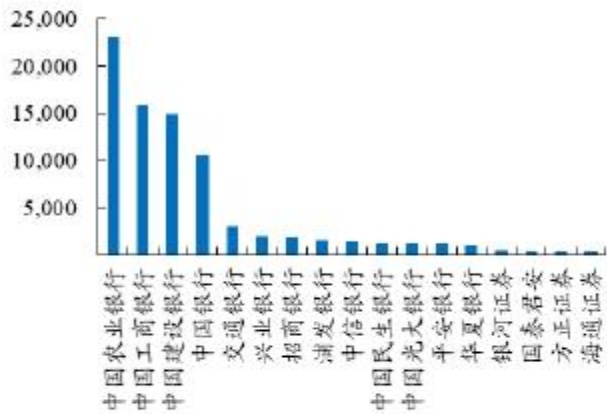
注：（1）蚂蚁集团 2020 年为估计数，东方财富为估计数；（2）全市场 AUM 含储蓄

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

获客对比：银行依托账户体系及分支机构掌握客户信息，实现前段销售

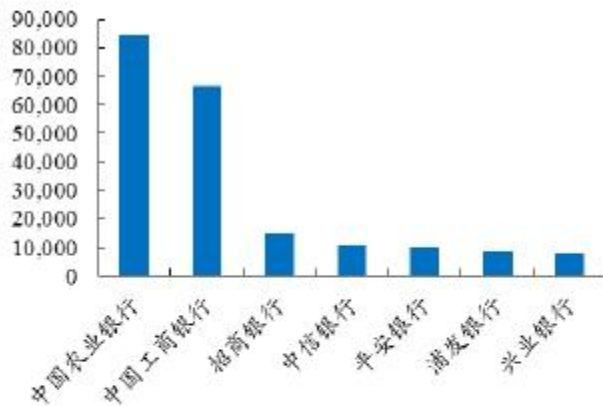
- ★ 根据招行与贝恩联合发布的《2019 中国私人财富报告》，41%高净值人群提及以日常结算往来最多为标准选择财富管理机构。
- ★ 2020H1，农业银行网点数量约 2.3 万个，多家银行网点数量突破 1000 个，券商营业部数量均未超过 500 个，银行渠道优势明显，此外，银行个人金融业务客户数量较多，2020H1 农业银行客户达 8.47 亿人，依托强大的账户体系，客户分层下利于高净值客户获取。银行通过庞大的零售分支网络及个人基础金融业务充分掌握客户的信息及需求，其核心优势体现在经过长期服务关系当中所建立的客户信任。

图 49：银行分支机构数量远多于券商



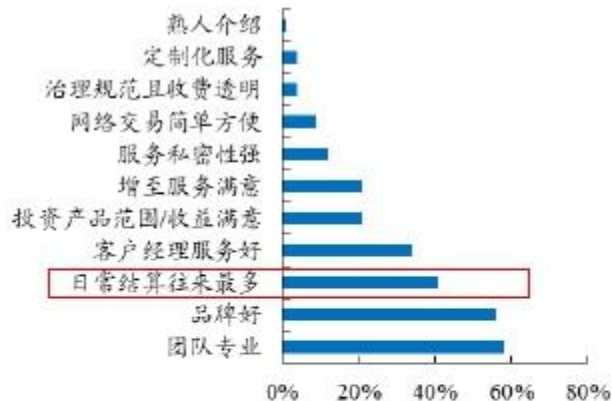
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 50：银行客户数较多，账户体系强大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 51：41%高净值人群提及以日常结算往来最多为标准选择财富管理机构



数据来源：《2019 中国私人财富报告》、开源证券研究所

获客对比：券商通过现有客户分层及线下营业部获取

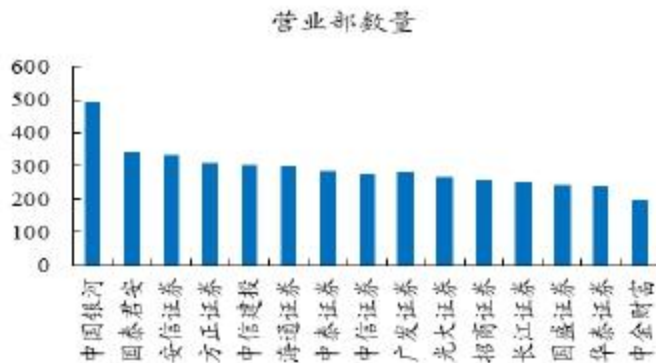
- ★ 在获客渠道上，由于券商的零售业务过去仅以提供交易通道和场所，基于分支机构的零售销售能力相对薄弱，其前线销售人员对于客户关系及需求的理解与银行有所差距，主要获客渠道为证券交易用户以及通过线下营业部获取。
- ★ 一方面对自有客户进行客户分层，梳理出高净值客户进行转化；另一方面，券商通过线下营业部以及建立财富中心获取高净值客户。

图 52：中信证券进行客户分层



资料来源：中信证券公司公告

图 53：营业部数量多的券商在高净值客户获取方面更有优势

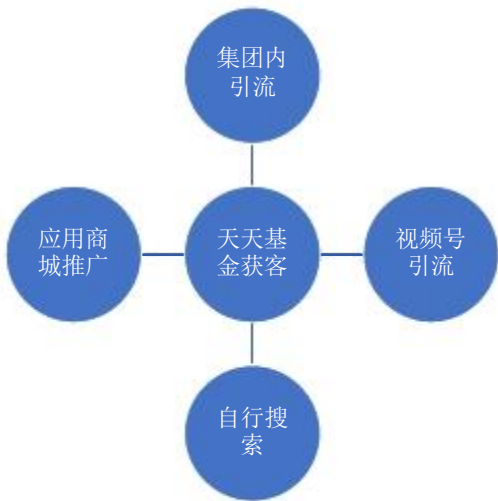


数据来源：Wind、开源证券研究所

获客对比：三方机构通过线上引流

- ★ 目前互联网三方机构以线上代销为主，主要获客渠道包括同一生态内引流、外部广告投放、视频号推荐等。
- ★ 天天基金目前主要获客方式包括东方财富 APP 导入、应用商城推荐、外部广告等，蚂蚁财富主要通过支付宝进行引流，陆金所约 45% 用户资产来自平安生态系统，40% 左右用户资产来自线上营销，其余来自用户推荐，目前主要互联网三方机构以同生态内平台引流为主要获客途径，此外为各类线上及线下营销。

图 54：天天基金通过多种方式获客



资料来源：开源证券研究所

图 55：陆金所以平安生态系统及线上营销为主要获客途径

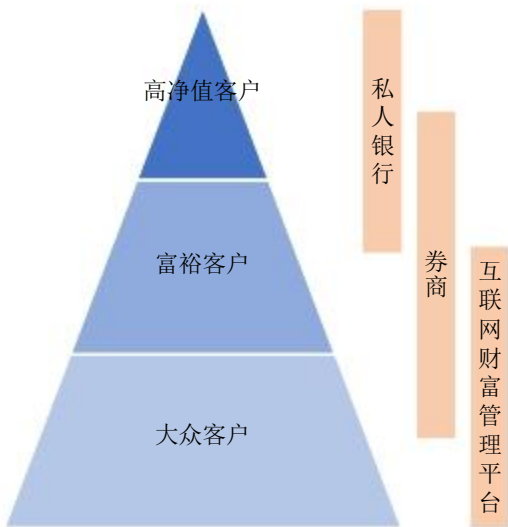


数据来源：陆金所公司公告、开源证券研究所

客户对比：三类机构切入差异化客群

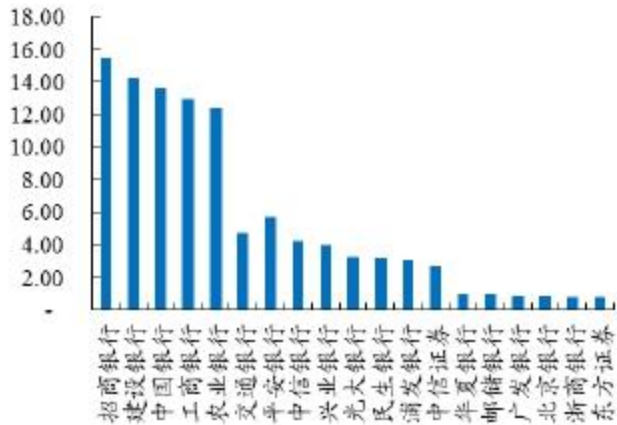
- ★ 国内银行深耕高净值客户，券商集中于富裕客户，互联网财富管理平台聚焦长尾用户。
- ★ 从高净值客户数量上看，2019年第一梯队银行高净值客户在10万人以上，第二梯队银行高净值客户在1-5万人之间，中信证券2020年高净值客户2.7万人，位于银行中第二梯队。

图 56：三类平台切入差异化客群



资料来源：开源证券研究所

图 57：2019 年银行 600 万以上高净值用户多于券商



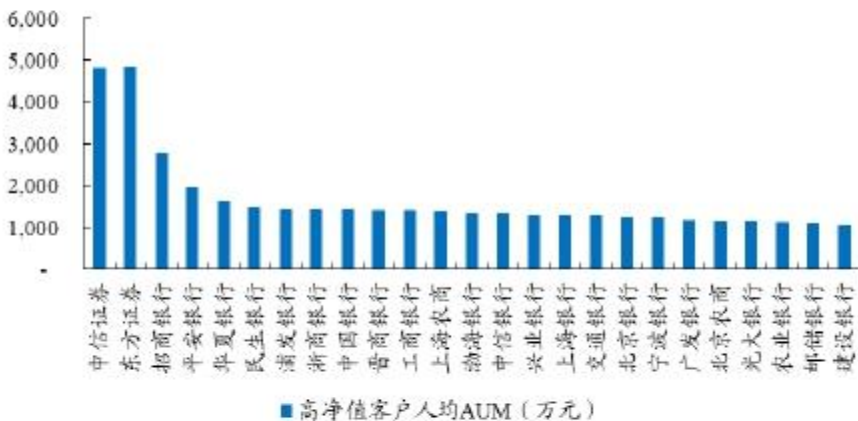
数据来源：银行业协会、开源证券研究所

注：中信证券和平安银行为 2020 年数据，其余均为 2019 年数据

客户对比：部分券商客户质量较高

★ 部分券商客户质量较高，可与头部银行竞争。多数银行高净值客户人均 AUM 超 1000 万，其中招商银行 2020 年 1000 万以上高净值用户人均 AUM 约 2775 万；2020 年中信证券 600 万以上高净值客户客均 AUM 约 4815 万元，2020H1 东方证券高净值客户客均 AUM 4853 万。

图 58：部分券商高净值客户客均 AUM 较高



数据来源：各公司公告、银行业协会、开源证券研究所

注：（1）中信证券、招商银行和平安银行为 2020 年数据，东方证券为 2020H1 数据，其余为 2019 年数据；

（2）招商银行高净值客户为 1000 万资产以上，其余为 600 万资产以上

渠道对比：银行理财仅通过银行渠道销售，银行基金保有量占比较高

- ★ 除银行理财外，其他资管产品各类符合条件的金融机构均可代销。
- ★ 基金保有规模中，银行占比较高，独立销售机构份额提升较快。

表16：除银行理财外，其他产品符合条件的金融机构均可代销

产品类型	代销机构
银行理财	银行
信托产品	信托、银行、保险、保险资管、券商、基金公司
非货基	银行、基金公司、券商、保险、证券投资咨询机构、独立基金销售机构
货币基金	银行、基金公司、券商、保险、证券投资咨询机构、独立基金销售机构
资管计划	银行、基金公司、券商、保险、证券投资咨询机构、独立基金销售机构
保险资管	信托、银行、保险、保险资管、券商、基金公司
私募基金	银行、基金公司、券商、保险、证券投资咨询机构、独立基金销售机构

资料来源：银保监会、证监会、开源证券研究所

表17：权益类保有中，银行基金保有量占比较高

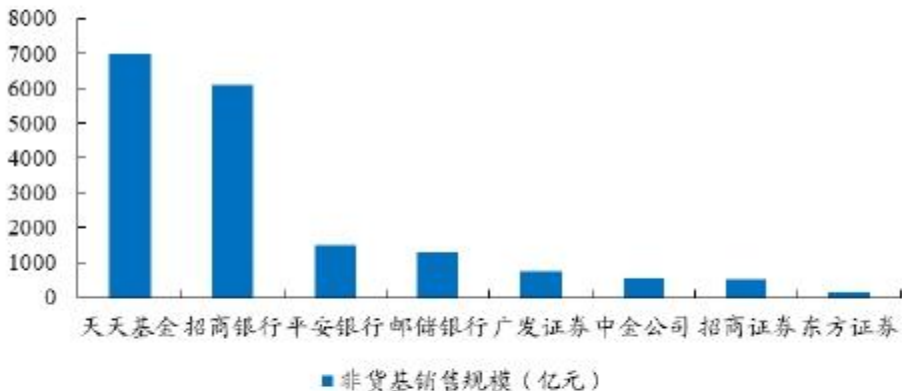
股+混保有占比	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
商业银行	45%	46%	47%	45%	42%
证券公司	13%	14%	14%	22%	24%
独立基金销售机构	3%	3%	6%	8%	10.2%
其他	1%	1%	1%	1%	1%
直销	39%	35%	33%	24%	23%
全市场基金规模增速	85%	9%	27%	12%	13%

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

渠道对比：银行和头部互联网三方代销基金及客户资产规模较高

★ 2020年，天天基金代销非货基规模约6991亿，招商银行代销非货基规模6107亿，整体处于第一梯队；券商代销规模相对较小，头部券商中广发代销规模为734亿。

图 59：银行和头部互联网三方代销非货基规模较高

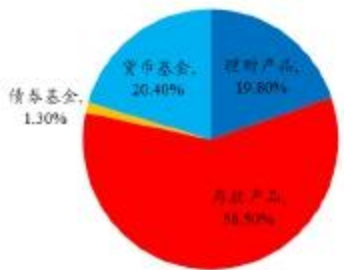


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

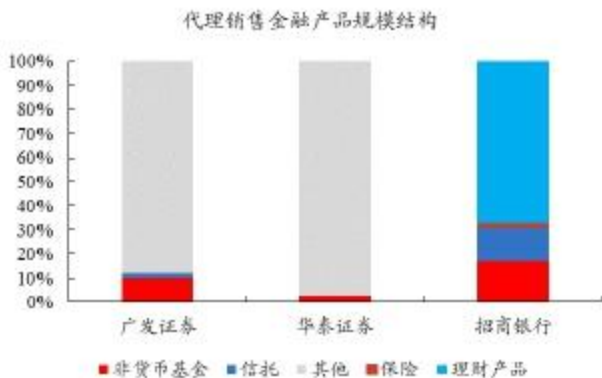
产品对比：产品代销下各机构有所差异

- ★ 国内金融机构在财富管理上目前以产品代销为主，代销模式下，在用户群体和自身产品创设差异下，各金融机构产品代销结构有所区别。
- ★ 代销收入上，券商和互联网三方机构代销收入主要来自非货基，银行代销收入多元化。

图 60：开放银行销售产品中存款产品占比最高 图61：各机构产品代销有所差异

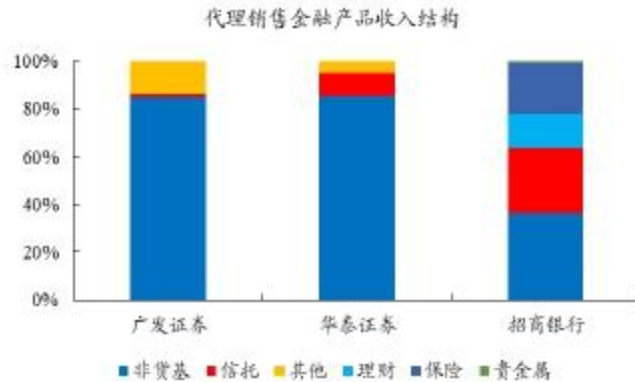


数据来源：亿欧智库、开源证券研究所
注：数据统计时间为2019年1月1日-2019年11月20日



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：华泰证券为2018年数据，其余为2020年数据

图 62：各机构代销收入结构有所差异

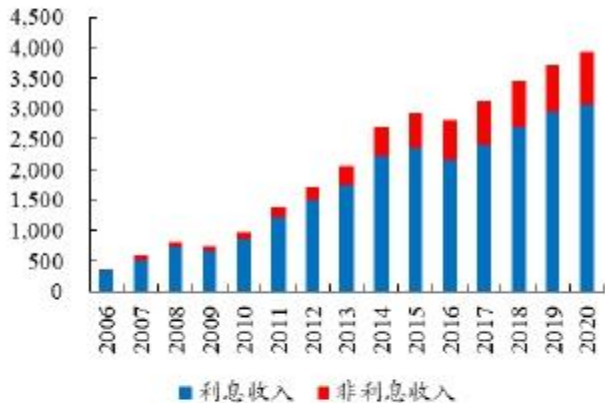


数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：华泰证券为2018年数据，其余为2020年数据

招商银行：代销收入多元化

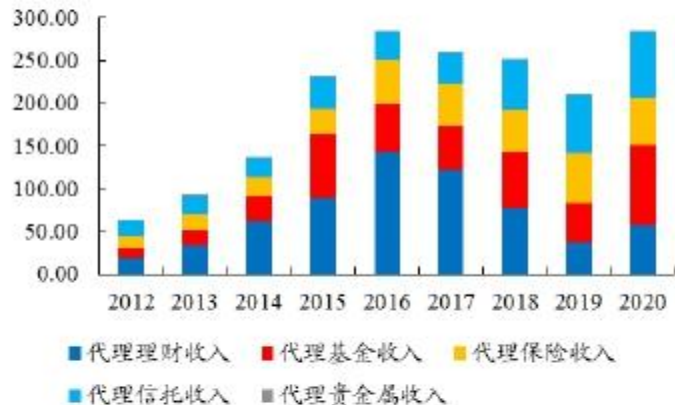
- ★ 非利息收入占比不断提升，从 2006 年的 8% 提升至 2020 年的 22%。
- ★ 代销收入来源包括理财、基金、保险、信托等产品，近几年代理理财收入占比下滑，代销基金收入占比增加，代销收入多元化。

图 63：招商银行非利息收入占比不断提升



数据来源：招商银行公司公告、开源证券研究所

图 64：招商银行非利息收入占比不断提升

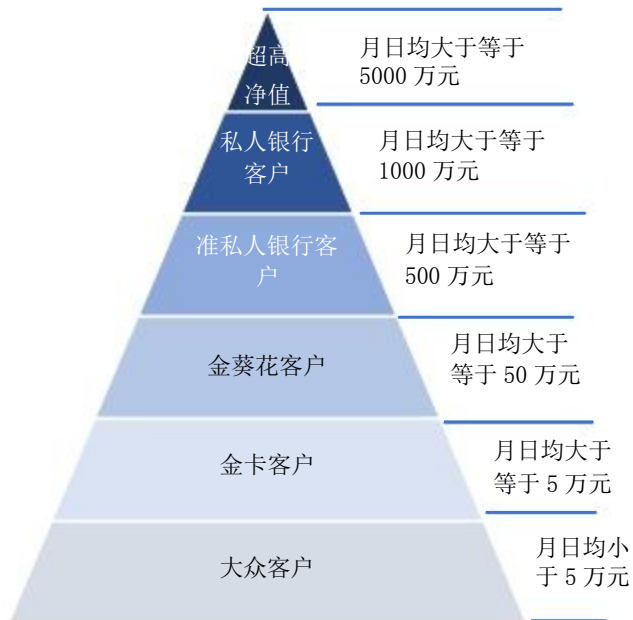


数据来源：招商银行公司公告、开源证券研究所
注：2020 年起代理理财收入不含招银理财受公司委托管理产品获得的管理费收入，同时调整 2019 年数据，该类业务以前计入代理理财收入

招商银行：打造客户分层

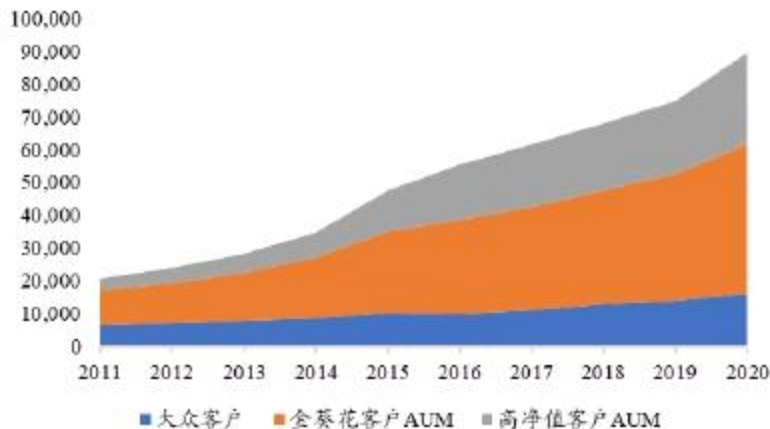
- ★ 招商银行自 2002 年推出“金葵花”进行客户分层，2007 年推出私人银行业务，至今招行共将客户分成 6 个等级，不同等级对应相应权益，实行精细化服务。
- ★ 从 2008 年至今，公司金葵花、高净值用户及 AUM 快速增长，经营效果显著。

图 65：招商银行打造客户分层



资料来源：招商银行公司公告、开源证券研究所

图 66：招商银行客户分层效果显著



数据来源：招商银行公司公告、开源证券研究所

招商银行：多层次产品类型+大众客户智能投顾

★ 招行提供多层次产品类型，主要产品包括存款、理财产品、基金、信托、保险，含自有和代销两种，共 5000 多只产品。针对大众客户，招行以摩羯智投实现财富管理，在三种风险策略下为客户提供理财建议。

表18：招商银行提供多类产品

产品类型	简介	涉及产品	产品来源	产品数量
现金管理类	主要投资于银行间和交易所各类货币市场工具，具有流动性好、风险低、收益稳定的特点	结构性存款	自有产品	38 只
固定收益类	主要投资于银行间、交易所各类固定收益类工具，收益较稳定	理财产品	自有产品、代销产品	自有 40 只 代销 94 只
权益类	主要投资于权益类证券和工具，包括股票和主要以股票为投资对象的证券类金融工具。风险高但或有收益较高	基金及信托、理财产品	基金及信托： 代销	共 5443 只
另类投资	主要投资于一级市场、非公开市场交易的项目，包含房地产、私募股权等领域。	基金及信托	代销	私募 1322 只

资料来源：招商银行公司公告、开源证券研究所

注：产品数量为开放中产品数量

表19：招商银行针对大众客户推出摩羯智投

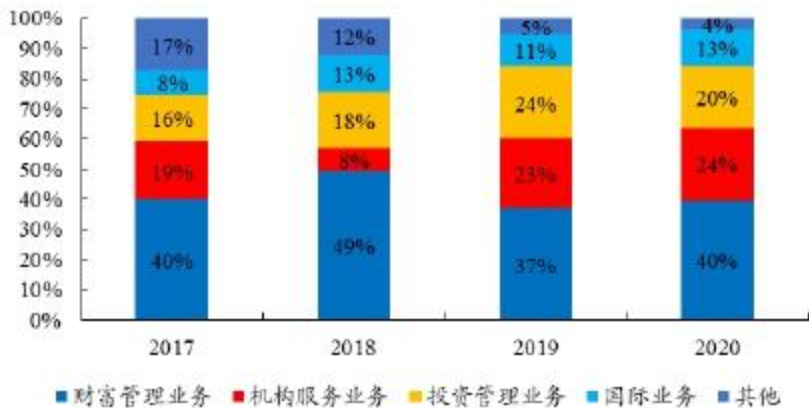
智能投顾：摩羯智投	
业务模式	为理财用户提供建议，并代销其他机构的金融产品，平台自身并不开发金融产品，最终决定由用户做出
策略类型	稳健回报组合：权益中枢 10%； 灵活配置组合：权益中枢 30%； 穿越牛熊组合：权益中枢 60%
投资门槛	首次申购 2 万元起，追加投资 5000 元起
投资产品	公募基金为主
费用	投顾服务不收取费用 申购费 1 折

资料来源：招商银行公司公告、开源证券研究所

华泰证券：财富管理以股票交易为主

- ★ 公司主要包括财富管理、机构服务、投资管理和国际业务四大板块，财富管理为公司主要收入来源，2020年占比40%。
- ★ 公司财富管理业务仍以交易型业务为主，2020年母公司代理买卖业务收入占比为70%，相较海外管理费用为主的财富管理业务，公司代销金融产品收入占比仅8%。

图 67：财富管理为华泰证券主要收入来源



数据来源：华泰证券公司公告、开源证券研究所

图 68：华泰证券经纪业务以代理买卖业务为主



数据来源：华泰证券公司公告、开源证券研究所

华泰证券：代销收入以基金为主

- ★ 华泰证券针对个人客户包含基础配置和特色化两类产品，从产品形态上主要包括资管计划、公募基金、私募基金和信托产品等。
- ★ 从产品代销规模上看，以资管计划为主的产品销售规模较高，基金产品代销收入较高，2018年占比约86%。

表20：华泰证券两类产品配置

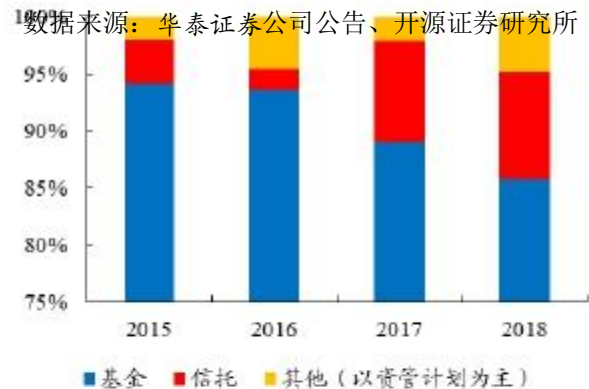
配置类型	产品类型
基础配置	报价产品、现金管理、基础债券、权益量化、固收+系列
特色化产品	FOF系列、GAMA等跨境产品、股票质押零售系列、机构化产品、股权投资

资料来源：华泰证券公司公告、开源

图69：华泰证券销售资管计划占比较高



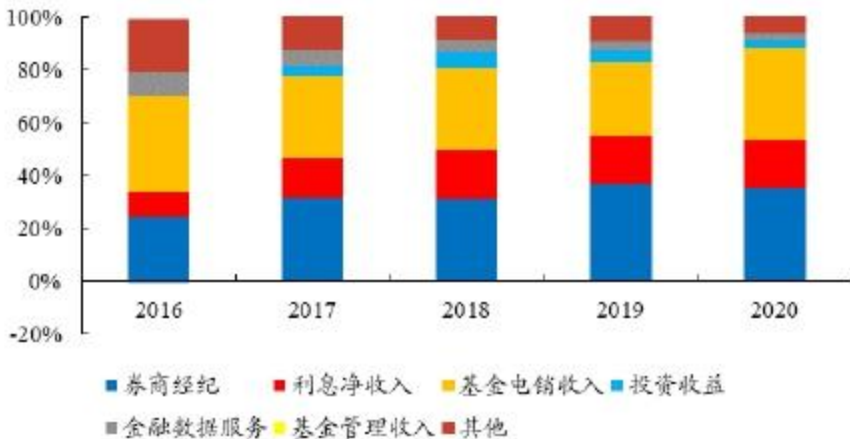
图70：华泰证券代销收入中基金占比较高



东方财富：证券经纪和基金代销为两大业务板块

- ★ 公司主要包括证券经纪、两融、基金代销、金融数据以及基金管理几大类业务，证券经纪和两融业务由东方财富证券开展，基金销售业务主体为天天基金。
- ★ 证券经纪和基金代销为两大主要业务，2020年证券经纪和基金代销收入占比分别为35.4%/34.6%。

图 71：东方财富以证券经纪和基金代销为两大业务板块

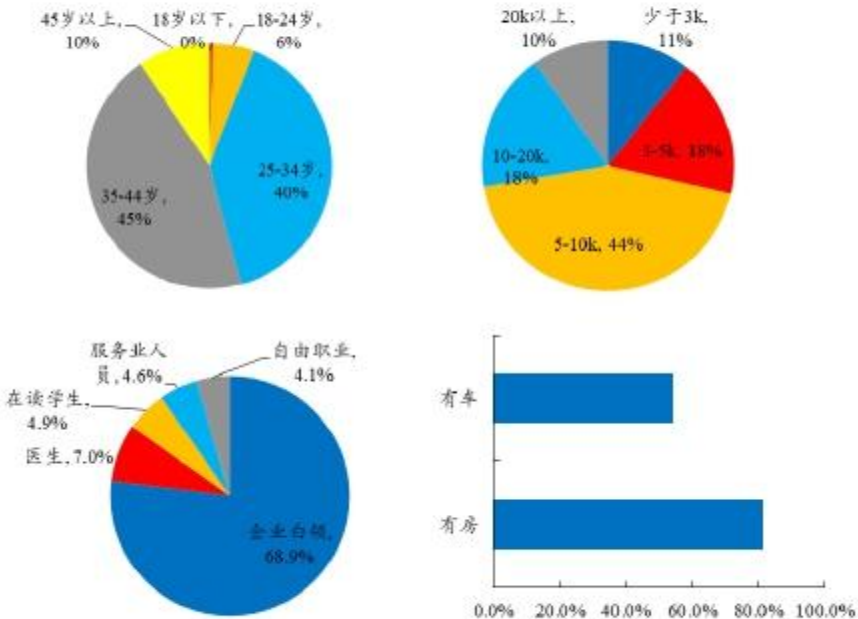


数据来源：东方财富公司公告、开源证券研究所

东方财富：用户体验丰富，客单价较高

- ★ 天天基金用户以 35-44 岁人群为主，大部分用户群体有车有房，相比于互联网财富管理机构，用户年龄偏大，理财经验相对丰富，客均资产较高。

图 72：天天基金用户年龄偏大

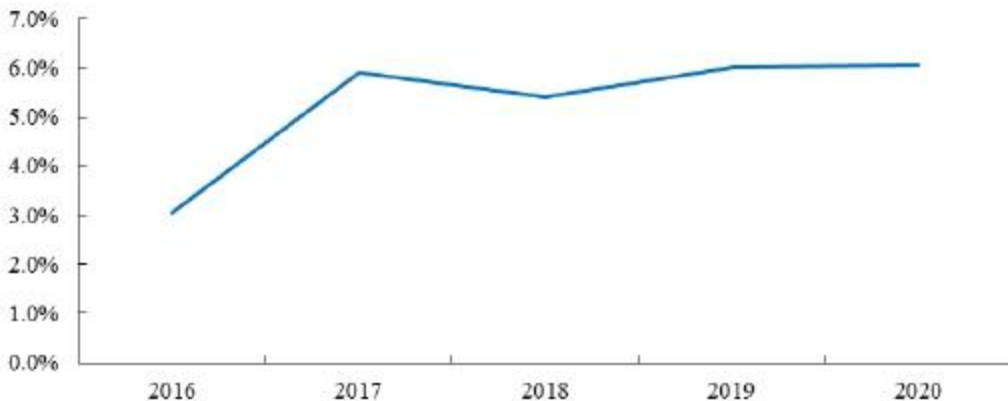


数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

东方财富：公募产品代销为主，市占率不断提升

- ★ 天天基金以代销公募产品为主，目前代销 6000 多只，合作基金公司数量 156 家，代销产品中，约 85% 非货基为权益类基金；
- ★ 公司非货基销量快速增长，2020 年末非货基销量约 6.1%。

图 73：天天基金非货基销量市占率快速增长



数据来源：东方财富公司公告、开源证券研究所

对标海外：国内竞争格局展望

相同之处：

- ★ 经济快速发展，居民可投资资产不断增加，居民理财意识及需求快速提升；
- ★ 美国 70 年代金融管制放松、金融工具不断创新下供给侧快速提升，我国正处于产品净值化转移、公募市场扩张期，供给侧不断改善；
- ★ 目前我国处于财富管理业务正起步，重点在于获客，将银行储蓄、股票投资转变成资管产品配置，最终实现账户管理

我国财富管理未来格局

- ★ 互联网三方和券商不断抢占银行市场份额；
- ★ 未来预计银行仍占主导优势，头部银行优势明显，互联网三方切入大众客户，有望排名第二，券商整体排名第三；
- ★ 部分头部券商掌握企业主客户和高净值客户群体，市场份额将有提升

我国正处于美国快速发展的初期

70 年代之前
美国财富管理发展初期



70 年代-90 年代
美国财富管理发展机遇期

2000 后
美国财富管理发展成熟期

不同之处：

我国目前互联网发展程度更快，互联网三方快速崛起，快速抢占市场份额

对标海外：国内竞争格局展望

★ 我国财富管理处于产品代销阶段。相比国外以账户为主的财富管理业务，我国目前仍以产品代销为主，未来改变产品收费模式，向采用以基于 AUM 收费的买方投顾转型是财富管理发展之路。

表21：我国各类机构转型路径

机构	优势	劣势	转型路径	预计未来竞争格局
银行	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：具备账户体系及客户基础，同时私人银行掌握高净值客户； ★ 产品：固收类产品较强 ★ 服务：服务全面，增值服务较好 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：客户风险偏好较低； ★ 产品：权益类产品较弱 ★ 投研能力弱于券商 	发展大众客户，深挖客户需求，实现各业务联动，提升投研能力，开放平台增加各类产品数量及种类	银行掌握客户端，整体市场份额第一，头部银行占据主导优势
券商	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：通过 PE、投行、大宗等业务抓住企业主客户，同时产品客户质量较高； ★ 产品：产品创设、衍生品等复杂金融产品供给较强； ★ 服务：提供交易、投研等各类资本市场相关服务 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：用户数量较少，缺乏资产入口； ★ 产品：代销产品数量和种类相对较少 	加强复杂金融产品供给，为企业家客户提供集投融资、企业管理等一体化服务，与投行、机构业务联动挖掘超高净值客户。深耕大众富裕阶产品客户	随着财富向直接融资转移，券商与银行差距缩小，不断抢占银行客户，头部券商优势明显市场份额有望较高
互联网三方	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：客户数量较多； ★ 服务：用户体验感较好； ★ 产品：开放式平台，代销产品种类和数量较多 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 客户：长尾客户，缺乏高净值客户； ★ 产品：投研能力不足，偏向平台而资产配置较弱 	加强投研能力，强化买方模式，拓展高净值用户	互联网机构不断抢占银行用户，整体市场份额有望排名第二，头部机构市场份额有望排名前列

资料来源：开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

海外财富管理竞争格局

2

供需端推动下，财富管理迎来机遇期

3

国内财富管理竞争格局

4

投资建议

财富管理相关收入占比较高的券商更具优势

表22：广发证券财富管理相关收入占比较高

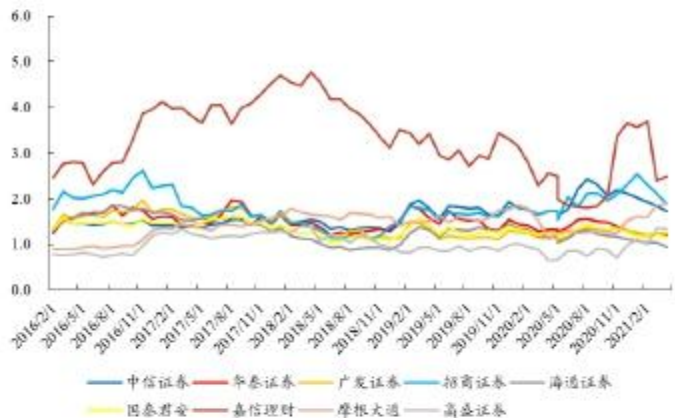
2020H1	代销收入贡献	交易佣金分仓收入贡献	资管业务收入贡献	参控股基金公司收入贡献	合计
第一创业	0.4%	1.0%	22.9%	30.1%	54.4%
西南证券	0.6%	3.7%	1.0%	38.3%	43.5%
长城证券	1.8%	2.4%	3.3%	36.0%	43.5%
东方证券	1.9%	3.2%	18.0%	18.7%	41.7%
广发证券	1.4%	1.9%	20.3%	15.8%	39.4%
太平洋	3.4%	10.1%	18.2%		31.7%
中银证券	2.1%	1.6%	26.1%		29.8%
天风证券	0.4%	7.4%	20.5%		28.3%
财通证券	2.1%	0.2%	22.6%	0.0%	25.0%
东北证券	0.1%	3.9%	4.1%	16.4%	24.6%
兴业证券	2.9%	3.7%	1.2%	16.3%	24.0%
中信证券	2.4%	1.7%	13.6%	6.1%	23.9%
长江证券	3.5%	9.2%	5.0%	5.1%	22.8%
华泰证券	2.0%	1.2%	10.4%	8.1%	21.8%
招商证券	2.1%	2.8%	5.5%	6.6%	17.0%
中泰证券	1.1%	6.0%	3.5%	6.2%	16.8%
光大证券	1.0%	3.1%	10.3%	0.0%	14.4%
海通证券	0.7%	1.4%	10.5%	1.6%	14.2%
申万宏源	0.6%	1.9%	6.2%	5.0%	13.7%
国海证券	0.1%	0.6%	7.3%	4.8%	12.8%
国信证券	0.3%	1.7%	1.7%	8.8%	12.5%
方正证券	2.5%	4.9%	4.5%	0.0%	11.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

财富管理业务驱动估值提升

- ★ 财富管理业务作为轻资本模式，有利于驱动估值提升。
- ★ 从 PB 和 PE 上看，嘉信理财轻资本业务下，PE 和 PB 均高于同业。

图 74: 嘉信理财 PB 高于同业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图 75: 嘉信理财 PE 高于同业



数据来源: Wind、开源证券研究所

投资建议：左侧布局时点已至，直接融资趋势不改，ROE 有望持续上行，维持行业“看好”评级。

- 目前头部券商估值已回到匹配位置，ROE/PB 比率升至 8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动 ROE 持续上行，头部券商表现将更强。目前行业估值低于历史中枢，头部券商估值已到底部，维持行业“看好”评级。
- 三条主线选择受益标的。第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有所受益。

图 76：目前券商板块 PE 估值低于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

表 23：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2021/05/10	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	29.99	0.58	0.80	1.07	51.81	37.49	买入
3908.HK	中金公司	18.84	1.60	1.80	2.14	11.79	10.47	未评级
601377.SH	兴业证券	8.11	0.60	0.68	0.79	13.57	11.88	未评级
600030.SH	中信证券	23.77	1.16	1.44	1.67	20.49	16.54	未评级
601211.SH	国泰君安	16.49	1.20	1.48	1.67	13.74	11.17	未评级
600958.SH	东方证券	8.67	0.38	0.59	0.72	22.82	14.79	未评级
000776.SZ	广发证券	14.63	1.32	1.56	1.76	11.08	9.38	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：

- (1) 除东方财富，上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期；
- (2) 中金公司 H 股价格为港币，2021 年 5 月 10 日汇率（1 港币=0.83 人民币）；

- 行业竞争加剧；
- 股市剧烈波动对盈利带来不确定性。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映了分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收

益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。感谢您的理解与配合。

	评级	说明	
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；	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、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。
	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。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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，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”）的机构或个人客户（以下简称“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，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号楼 10 层
邮箱：research@kysec.cn

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

北京：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 C2 座 16 层
邮箱：research@kysec.cn

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券