

## 信息技术行业

2017-12-28

## AI 开启智能投顾黄金时代

## 行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 报告要点

## ➤ 智能投顾优势显著，深耕长尾理财需求

智能投顾作为 Fintech 的重要部分，以其低门槛、高效率、低道德风险的显著竞争优势有效覆盖长尾市场，深耕中低净值用户理财需求。根据瑞信数据，预计 2016-2021 年全球中产阶级新增 2 亿人，其中一半来自中国，国内新中产的崛起进一步放大理财需求缺口。据 Statista 测算，未来 5 年国内智能投顾资产管理规模及覆盖人数的年复合增长率均超过 100%，长尾市场空间广阔。

## ➤ 美国经验：传统金融机构后发先至，创新企业拓 B 端混合化转型

智能投顾由 Betterment 等美国创新企业发起，最初直接针对 C 端用户提供线上产品与服务。Betterment 一度被称为“金融界的苹果”，但内部受制于低技术门槛、高获客难度，外部面临传统金融机构由资金实力、品牌认知、客户基础及投资标的等构筑的竞争优势，其 AUM（资产管理规模）增长缓慢。近两年来，Betterment 开始拓展 B 端，向混合化转型，AUM 提升显著。

## ➤ 国内发展：理财类主配公募基金，交易类存智能化空间

中美在投顾需求、市场环境、政策制度等方面迥然不同，同时国内还面临监管等不确定因素。分两类来看：（1）**理财类智能投顾**：短期来看国内以配置公募基金的卖方投顾模式为主，但此时智能投顾公司与投资者的利益明显不一致；中长期来看，我国智能投顾行业有望形成类似美国的大类资产配置形式，实现向用户收费的买方投顾模式。（2）**辅助交易类智能投顾**：通过择时、标的筛选、风险预警等功能辅助投资者做决策，当前技术应用不太复杂，距离真正智能化尚存较大空间，需要技术与数据驱动产品成熟发展。

## ➤ 未来展望：短期在于流量与牌照，中长期在于技术与数据

我国智能投顾产品在数据、技术层面应用尚浅，**短期**来看以卖方投顾模式为主，目的多在于引流，流量与牌照是竞争关键因素。因此短期主要看好牌照齐全或与传统金融机构战略合作广、用户获取快的公司；**中长期**在智能投顾产品有效驱动买方投顾的模式下，技术与数据是竞争关键因素。因此中长期主要看好技术实力（算法、资产组合配置能力）强、数据积累丰富、AUM 领先的公司。

## ➤ 关注标的

C 端业务模式：建议关注持基金代销牌照、技术积累与数据沉淀深厚的 C 端流量巨头**同花顺**；B 端业务模式：建议关注技术实力雄厚的证券 IT 龙头**恒生电子**。

分析师 马先文

☎ (8627) 65799815

✉ maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511060001

分析师 刘慧慧

☎ (8621) 61118750

✉ liuhh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080002

联系人 吴桐

☎ (8621) 61118750

✉ wutong@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《计算机行业：熊市 2 周年，我们该如何选股》  
2017-8-7

《千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金》2017-6-11

**风险提示：**

1. 智能投顾监管风险；
2. 智能投顾技术研发不及预期。

## 目录

投资逻辑.....	5
前景：竞争优势显著，释放长尾空间.....	5
竞争优势：高效率、低门槛、低道德风险.....	6
潜在市场：补中产理财之缺口，掘长尾投顾之蓝海.....	10
美国路径：技术企业开创模式，传统机构后发先至.....	12
从 Betterment 转型看独立平台发展之路.....	15
美国买方投顾居多，卖方投顾独具一格.....	19
中国发展：市场环境迥异，发展逻辑生变.....	21
市场环境内外有异，国内 ETF 模式难成型.....	22
定义未明、牌照分离，监管趋严带来合规风险.....	25
理财类智能投顾：公募基金销售模式为主.....	26
辅助交易类智能投顾：产品种类多样，智能化存空间.....	28
大数据基金：量化投资的智能化探索.....	30
未来展望：短期在于流量与牌照、中长期在于技术与数据.....	33
短期卖方投顾为主，关键在流量与牌照.....	34
中长期买方投顾起航，关键在技术与数据.....	35
推荐标的.....	38
同花顺：兼具流量与数据优势，构建智能投顾生态平台.....	38
恒生电子：金融 IT 之王者，开启 Fintech 新时代.....	40
风险提示.....	41

## 图表目录

图 1：智能投顾行业的投资逻辑.....	5
图 2：智能投顾匹配资金端（特定风险偏好的投资者）和资产端（理财产品），并追踪市场变化形成动态平衡.....	6
图 3：智能投顾的技术基础包括云计算、大数据与人工智能.....	6
图 4：智能投顾的优势体现在技术增效、降低门槛、减少道德风险三个层面.....	7
图 5：国内投资者常因情绪化“追涨杀跌”，作出错误判断.....	8
图 6：智能投顾平台的典型收费模式.....	9

图 7: 中国个人可投资资产规模持续较快速增长	10
图 8: 中国理财手段单一, 储蓄始终占据主导	10
图 9: 2015 年中国中产阶级人数达 1.09 亿人	10
图 10: 40 岁以下人群占据大众富裕群体约 54.5%	10
图 11: 投顾服务长尾市场潜在空间巨大	11
图 12: 2014 年以后, 我国智能投顾市场升温	11
图 13: 2016-2021 年中国智能投顾的 AUM 年复合增速达 134%	12
图 14: 2016-2021 年中国智能投顾覆盖人数年复合增速达 111%	12
图 15: 美国智能投顾行业起步早、发展快	12
图 16: 智能投顾鼻祖 Wealthfront 的 AUM 规模较小	13
图 17: 截至 2017 年 10 月, AUM 排名前 10 的智能投顾公司情况	15
图 18: 传统机构参与竞争, 独立平台获客难度明显提升	16
图 19: Wealthfront 提高收益的五种技术	17
图 20: 未来数年通过传统投顾模式转化的 AUM 占比超过 50%	18
图 21: Betterment 在 to B、混合化转型后, AUM 迅速提升	19
图 22: 嘉信 ETF OneSource 平台智能投顾收费模式	20
图 23: 美国被动投资占比逐年增加	23
图 24: 采用被动型投资方式是 Wealthfront 为客户提高收益的主要途径	23
图 25: 美国 ETF 基金数量较多, 市场发达	24
图 26: 国内 ETF 市场结构较单一 (ETF 数量分布; 截至 2016 年 12 月)	24
图 27: 中国股市波动剧烈, 投资风险较大	24
图 28: 存量基金销售牌照中, 传统金融机构占比较大 (2016 年 9 月)	25
图 29: 我国智能投顾在资产端 (配置公募基金为主) 和资金端的匹配模式	27
图 30: 弥财产品的美元理财宝收益情况	28
图 31: 辅助交易类智能投顾的市场参与者及其竞争优势比较	29
图 32: 部分被动型大数据基金收益率表现情况 (截至 2017 年 11 月 17 日)	32
图 33: 部分主动型大数据基金收益率表现情况 (截至 2017 年 11 月 17 日)	32
图 34: 国内智能投顾发展逻辑与企业竞争优势分析	33
图 35: 2007-2016 年期间, 股票型基金年化收益率远高于上证指数	34
图 36: 2007-2016 年期间, 个人投资者实现的收益率很低	34
图 37: 各人投资者常因情绪化“追涨杀跌”, 具有强烈的“顺周期行为”	34
图 38: 短期内卖方投顾模式下, 智能投顾公司与投资者的利益不一致	35
图 39: 买方投顾服务全面需求	35
图 40: 智能投顾目标区间: 一定风险以内的更多投资回报	35
图 41: 中长期买方投顾模式下, 智能投顾公司与投资者利益一致	36
图 42: 2004 年-2016 年 6 月, Betterment (70%投资股票的投资组合) 的收益率情况	36
图 43: 智能量化投资需要结合海量数据分析和动态调整的深度学习的能力	37
图 44: AIEQ (AI Powered Equity ETF) 成立至 2017 年 12 月 18 日的日线涨跌幅情况	38
图 45: 2017 年 9 月财经类 APP 月独立设备数: 同花顺位居榜首 (万台)	39
图 46: 同花顺炒股 APP 月活人数远超其他同类软件 (2017 年 3 月)	39
图 47: 同花顺研发投入显著高于同类企业	39
图 48: 泰达红利同顺大数据基金累计收益率优于上证综指	40

表 1: Wealthfront 资产配置情况 .....	7
表 2: 美国主流智能投顾费用率均低于 1 % .....	9
表 3: 技术型企业开创智能投顾模式, 服务以被动型 ETF 投资为主 .....	13
表 4: 2015 年以后, 传统金融机构加快智能投顾布局, 并购与合作频繁 .....	14
表 5: 智能投顾的四种发展模式 .....	15
表 6: 智能投顾提高收益的技术原理分析 .....	17
表 7: Betterment 从单纯的 B to C 纯机器投顾平台转变为混合型平台 .....	18
表 8: 美国领先的智能投顾平台对比 .....	20
表 9: 嘉信理财 SIP 平台的收益有三个来源 .....	21
表 10: 中美资本市场环境迥异, 智能投顾发展逻辑不同 .....	21
表 11: 管理养老金账户和避税是智能投顾平台的两大卖点 .....	22
表 12: 截至 2016 年 7 月国内基金市场情况 .....	24
表 13: 智能投顾不同定义下可能需要的牌照不同 .....	25
表 14: 智能投顾监管趋严 .....	26
表 15: 国内理财类智能投顾平台发展情况 .....	27
表 16: 券商纷纷打造智能投顾新蓝海 .....	29
表 17: 互联网公司联合金融企业参与大数据指数编制, 共同推进智能量化发展 .....	30
表 18: 截至 2017 年 11 月 17 日, 被动型大数据基金收益率表现 .....	31
表 19: 截至 2017 年 11 月 17 日, 主动型大数据基金收益率表现 .....	31
表 20: Betterment (70%投资股票的投资组合) 收益率波动较大, 应对风险能力较弱 .....	37
表 21: 同花顺智能投顾 (辅助交易类) 产品种类丰富 .....	39
表 22: 恒生电子推出四大 AI 金融产品 (to B), 包括辅助交易类和理财类智能投顾 .....	40

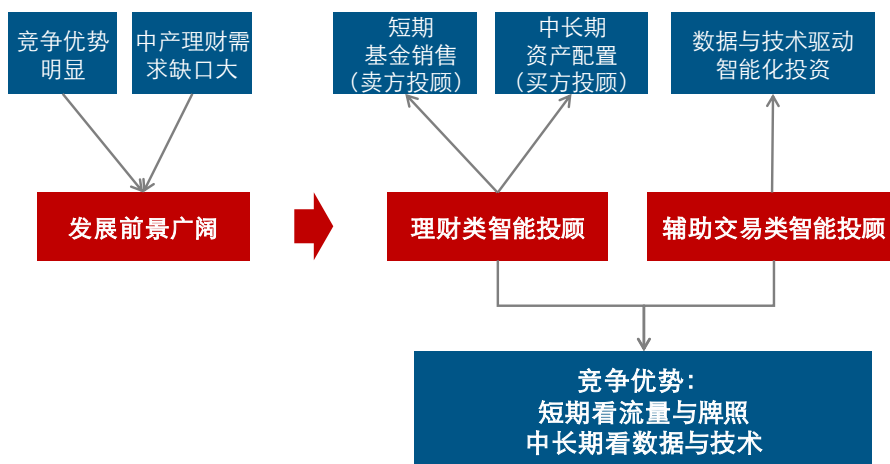
## 投资逻辑

**智能投顾发展前景广阔。**智能投顾作为金融科技的重要部分，日益受到各方重视，互联网公司、传统金融机构、金融 IT 与信息服务商和创业企业均加速布局。智能投顾以其低门槛、低费率、高分散、高效便捷等优势有效覆盖长尾市场。随着国内中产崛起、理财需求快速增长，长期存在的理财缺口进一步显现，智能投顾具有广阔的发展空间。

**市场环境迥异，发展逻辑生变。**中美在投顾需求、市场成熟度、政策制度等方面迥然不同，国内智能投顾产品可分两类来看：**(1) 理财类智能投顾**，短期来看国内以配置公募基金的卖方投顾模式为主，但此时智能投顾公司和投资者的利益明显不一致；中长期来看，我国智能投顾行业有望形成类似美国的资产配置形式，实现向投资者收费的买方投顾模式。**(2) 辅助交易类智能投顾**，当前的产品距离真正智能化尚有较大提升空间，需要技术与数据驱动产品成熟发展。

**从投资价值来看，短期**在卖方投顾占主导的模式下，流量与牌照是竞争关键因素，因此短期主要看好牌照齐全或与传统金融机构战略合作广、用户获取快、资金实力（融资能力等）强的公司；**中长期**在智能投顾产品有效驱动买方投顾的模式下，技术与数据是竞争关键因素，因此中长期主要看好技术实力强（算法、资产组合配置能力）、数据积累丰富（用户行为数据、金融数据）、资产管理规模领先的公司。

图 1：智能投顾行业的投资逻辑

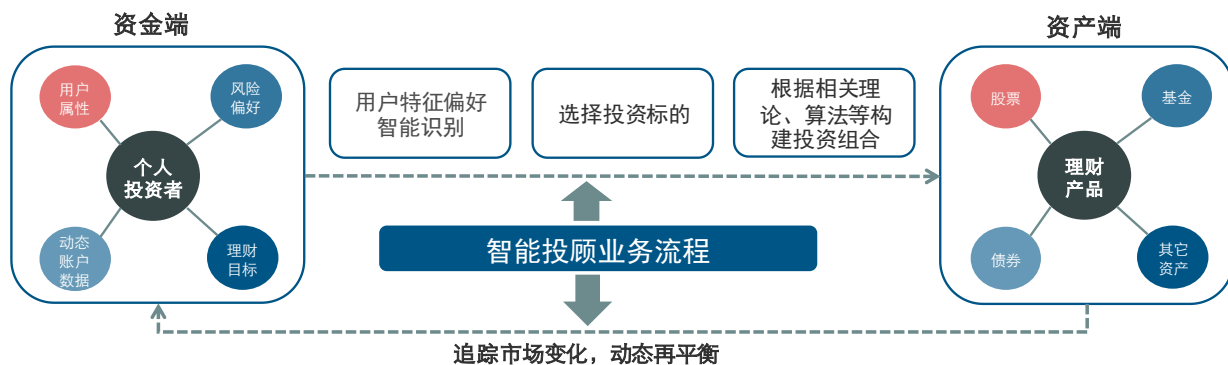


资料来源：长江证券研究所

## 前景：竞争优势显著，释放长尾空间

**智能投顾（Robo-Advisor）**是指根据投资者的风险偏好、预期收益等投资风格，基于马科维茨的资产配置理论模型，运用一系列智能算法(大数据+人工智能)，为用户提供投资参考，并追踪市场，低成本实现专家级动态资产配置的服务。其核心是将理财顾问的“经验判断”模式升级为“算法判断”模式，通过降低成本与资金门槛覆盖更多长尾用户群体。**智能投顾的业务流程主要包括三大核心环节：客户画像（风险偏好识别）、资本市场预期模型（投资标的的选择）、投资组合构建及动态优化等。**

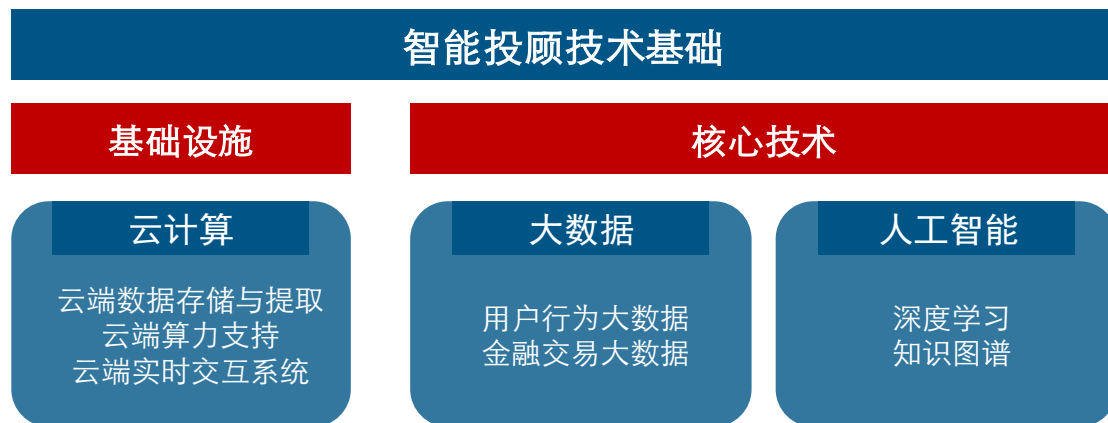
图 2：智能投顾匹配资金端（特定风险偏好的投资者）和资产端（理财产品），并追踪市场变化形成动态平衡



资料来源：长江证券研究所

**“大智云”是智能投顾发展的技术基础。**云计算为智能优化资产配置提供了强大的计算能力，是发展智能投顾的基础设施。大数据和人工智能则是智能投顾的核心技术。基于用户行为数据精准描绘用户画像，基于机器学习等人工智能技术构建资产配置、交易优化等算法，基于金融大数据迭代提升算法有效性，这三方面技术构成了智能投顾平台的核心竞争力。

图 3：智能投顾的技术基础包括云计算、大数据与人工智能



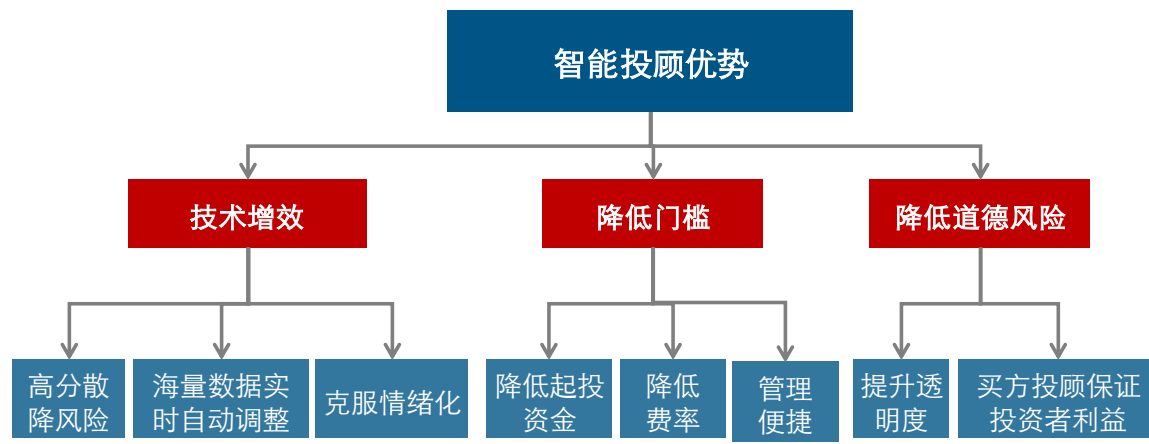
资料来源：长江证券研究所

## 竞争优势：高效率、低门槛、低道德风险

智能投顾相比传统的投资顾问，优势主要体现在三个方面：技术增效、降低门槛、降低道德风险。



图 4：智能投顾的优势体现在技术增效、降低门槛、减少道德风险三个层面



资料来源：长江证券研究所

**1、技术增效：智能投顾专业高效，理性客观。**技术上，智能投顾通过分散化的标的选择降低风险，依托海量数据实时调整策略，提高效率，并克服情绪化交易弊端，最优化投资方案，从而不断提升投资的专业性和有效性。

➤ **技术实现高分散、降风险。**依托人工智能平台，智能投顾在资产选择上，可有效拓宽范围，在实现资产类别分散的同时，还可最大限度追求地域的分散，最大程度增强抗风险能力。以美国代表性智能投顾平台 Wealthfront 为例，其主推 11 类 ETF，包括美国股票、新兴市场股票等权益类产品，美国国债、公司债券、新兴市场债券等债券类产品，以及房地产、自然资源商品等另类资产。诸如此类的高分散投资方法利于降低资产组合的风险。

表 1：Wealthfront 资产配置情况

大类资产	Wealthfront 的资产种类	对应 ETF
股票		VTI
	Developed Market	VEA
	Emerging Market	VWO
	Dividend Growth Stocks	VIG
	US Government Bonds	BND
	US corporate Bonds	LQD
债券	Emerging Market Bonds	EMB
	Municipal Bonds	MUB
	TIPS	SCHP
另类资产	Real Estate	VNQ
	Natural Resources	State Street XLE

资料来源：Wealthfront，长江证券研究所

- **基于海量数据，实时自动调整策略，提升资产管理效率。**相比量化或人工投资，人工智能平台依托高效处理器，可录入全部历史数据，瞬间得到所需相关性分析等结果，在资产配置方面做到高效可靠。智能投顾应用机器学习技术，通过回馈循环（市场-策略-结果-市场的反复循环），依据资产的价格、风险变动等自动调整策略，从而在资产配置偏离目标时实现再平衡，不断提升资产管理效率。
- **克服情绪化交易，增强理性。**国内市场散户居多，投资过程中往往“追涨杀跌”，因情绪化作出错误判断。而智能投顾则是通过机器学习，利用大数据进行理性研判，从而克服情绪化，得到最佳投资方案。

图 5：国内投资者常因情绪化“追涨杀跌”，作出错误判断



资料来源：中国证券基金业协会，中证指数有限公司，理财魔方，长江证券研究所

**2、降低门槛，有效覆盖长尾客户。**智能投顾以其技术上的高效、便捷，有效降低了投顾成本和资金门槛，从而能够有效覆盖中低端长尾客户。

- **降低起投门槛：**从国外发展来看，传统机构投资顾问主要针对高净值客户，资金门槛约为 100 万美元；而智能投顾服务资金门槛大多在 0-10 万美元不等，可有效覆盖以中产为代表的广大中低净值客户。
- **降低费率：**智能投顾依靠互联网优势，无需实体经营场所和线下理财顾问团队，节约了成本，同时，其投资标的往往是低交易成本的 ETF 产品，进一步降低服务费率。目前美国传统的理财顾问一般按小时收费，约 300 美元/时，价格高昂。而主流的智能投顾平台如 Betterment、Wealthfront 等收费均不超过 0.5%，低费率成为智能投顾平台的一大亮点。



表 2：美国主流智能投顾费用率均低于 1 %

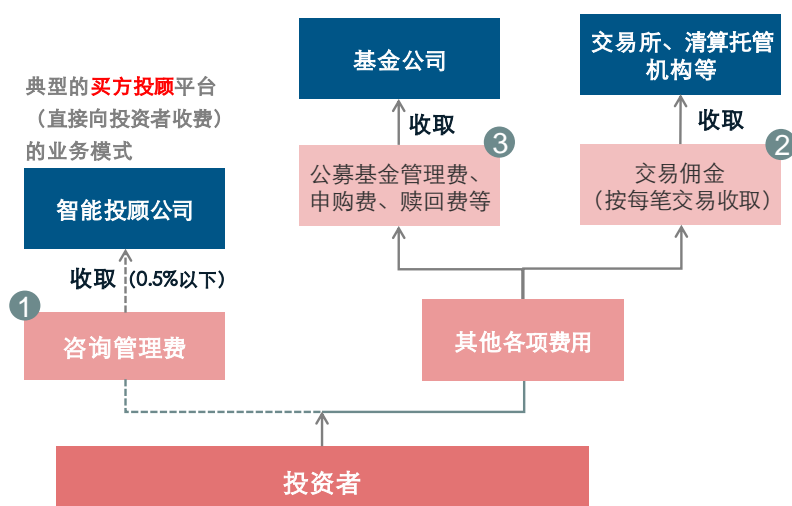
智能投顾机构	咨询管理费用	ETF交易费用	合计费用
	0-1万美元：0.35%；		
Betterment	1-10万美元：0.25%； 10万美元以上：0.15%	约0.14%	不超过0.49%
Wealthfront	1万美元内免费，超过部分费率0.25%	约0.12%	不超过0.37%
嘉信理财SIP	0	0.03%-0.55%	0.03%-0.55%
FutureAdvisor	0.50%	0.10%-0.20%	0.60%-0.70%
先锋基金PAS	0.30%	0.12%-0.35%	0.42%-0.65%

资料来源：公司网站，长江证券研究所

- **管理便捷：**智能投顾平台全流程实现互联网化，7×24 随时响应客户需求，不受传统投顾服务下时间、地点的限制。同时更具备“一键理财类”模式，用户无需具备任何相关知识，只需关注“收益率”这一结果，平台即可根据用户需求，以及以往的社交、行为等数据自动配置金融产品，自动化的体验进一步降低了使用门槛。

**3、增强透明性，降低道德风险。**传统投顾服务往往收费项目繁多且极不透明，以美国为例，传统投顾机构收取咨询费、交易费、充值提现费、投资组合调整费等近十类费用，总费率往往在 1%以上。而智能投顾平台可将投资过程、费用交割等信息实时公开，且采用单一费率模式，平台通常收取 0.5%以下的咨询管理费用，其他各项交易费用客户自行承担，有效增强了服务的透明性。由于收费模式透明，为了保持平台竞争力，通常总费率低于 1%。智能投顾平台为了提高收入（咨询管理费用），有望进一步帮助客户压缩包括交易费用在内的其他费用成本。

图 6：智能投顾平台的典型收费模式

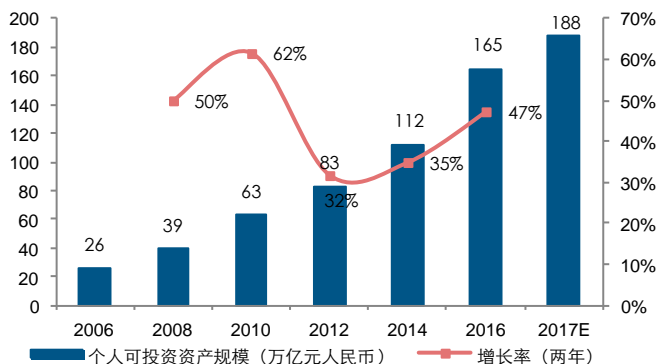


资料来源：智研咨询，长江证券研究所

## 潜在市场：补中产理财之缺口，掘长尾投顾之蓝海

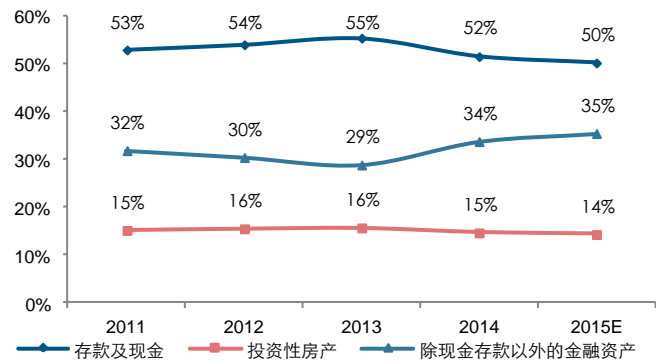
个人可投资资产规模扩张引发理财缺口，智能投顾存在发展基础。据招行和贝恩公司发布的《2017 年中国私人财富报告》，2012-2016 年中国个人持有的可投资资产年复合增长率为 18.7%。与之相矛盾的是，国内理财市场的起步较晚，储蓄一直是主要理财手段，2015 年占比约 50%，而包括股票、债券、基金在内的金融资产占比预计仅为 35%。不断扩张的可投资资产规模与单一的理财手段形成需求缺口，为智能投顾提供发展基础。

图 7：中国个人可投资资产规模持续较快速增长



资料来源：招商银行、贝恩《2017 中国私人财富报告》，长江证券研究所

图 8：中国理财手段单一，储蓄始终占据主导

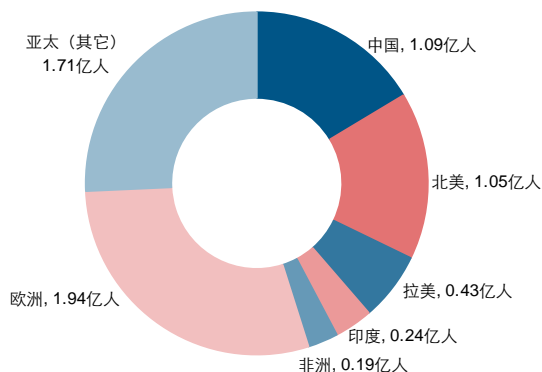


资料来源：2015 高净值人群财富白皮书，长江证券研究所

新中产阶层崛起，低门槛投资需求缺口进一步放大。瑞信 2015 年财富报告中指出，中国的中产人数达 1.09 亿人，超过北美；而瑞信 2016 年报告指出，到 2021 年，全球中产阶级（拥有净资产 1 万-10 万美元）将新增 2 亿人，其中一半将来自中国，新中产阶级的崛起将进一步放大低门槛投资需求的缺口。

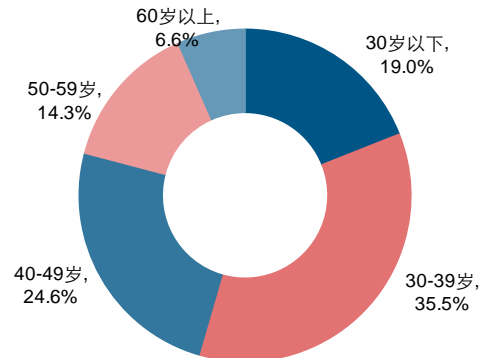
而从新增中产的构成上来看，据福布斯统计，2015 年，在大众富裕阶层（个人可投资资产在 60 万至 600 万人民币之间）中，40 岁以下群体占比达 54.5%，处于主导地位，30 岁以下的群体占到 19%。这表明深受互联网文化影响的 80 后、90 后正在步入社会中坚群体，这些思维灵活、对互联网理财产品接纳程度高的新生中产阶级，为智能投顾注入新鲜的血液，带来了长期的客户群体。

图 9：2015 年中国中产阶级人数达 1.09 亿人



资料来源：瑞信 2015 年度财富报告，长江证券研究所

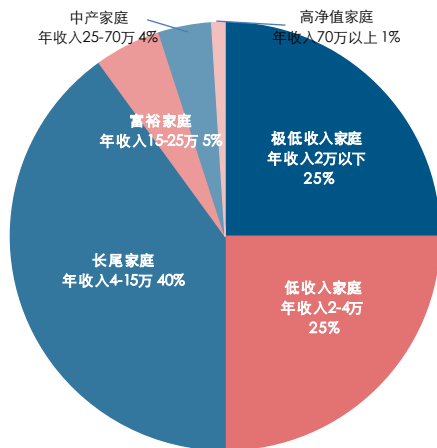
图 10：40 岁以下人群占据大众富裕群体约 54.5%



资料来源：福布斯《2015 中国大众富裕阶层财富白皮书》，长江证券研究所

**长尾客户潜在空间巨大，智能投顾前景良好。**根据央视网统计数据，年收入低于 4 万的家庭占比达到 50%、低于 15 万的家庭占比高达 90%。传统的投顾服务主要针对高净值人群，对于广大中低净值客户覆盖非常有限，长尾市场潜在空间巨大。

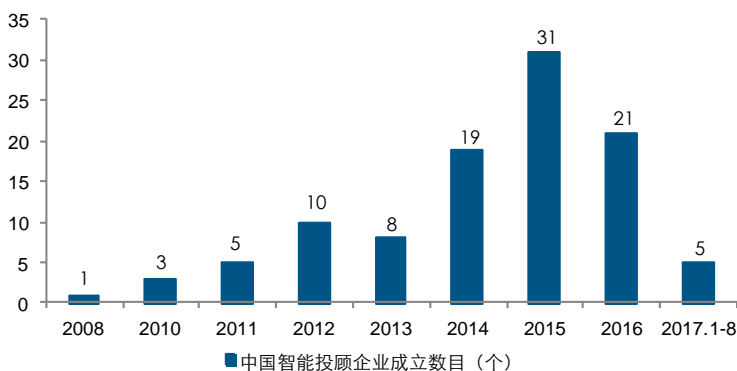
图 11：投顾服务长尾市场潜在空间巨大



资料来源：央视网，长江证券研究所

根据研究机构鲸准的数据显示，我国智能投顾创业企业于 2014-2016 年分别增加 19 家、31 家、21 家，相比之前个位数的增长，智能投顾市场在此期间迅速升温。且截至 2017 年 9 月，超过 78% 的智能投顾创业企业融资还处于 A 轮以前，具备发展潜力。

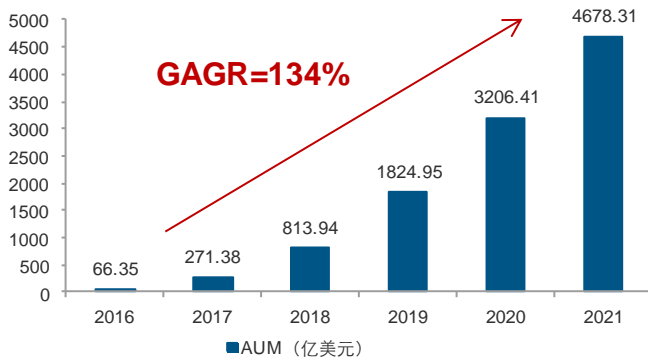
图 12：2014 年以后，我国智能投顾市场升温



资料来源：鲸准，36 氪，长江证券研究所

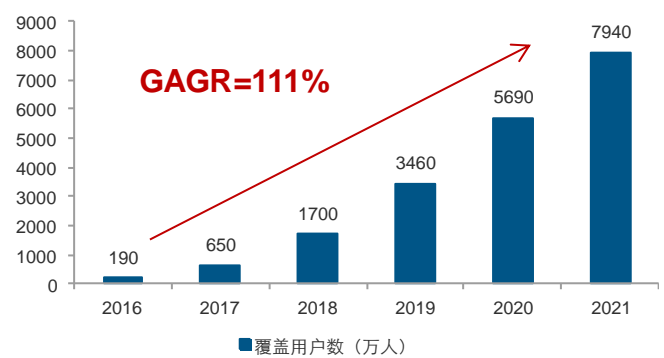
智能投顾的出现，使长尾客户巨大的蓝海市场的挖掘成为可能，弥补了传统投顾下流失的客群和商机。同时对于互联网产品接受程度较高的年轻一代正处于财富快速积累阶段，据 Statista 测算，2016-2021 年中国智能投顾的 AUM(Asset Under Management, 资产管理规模)和覆盖人数将分别实现 134% 和 111% 的年复合增长，发展前景良好。

图 13: 2016-2021 年中国智能投顾的 AUM 年复合增速达 134%



资料来源: Statista, 长江证券研究所

图 14: 2016-2021 年中国智能投顾覆盖人数年复合增速达 111%

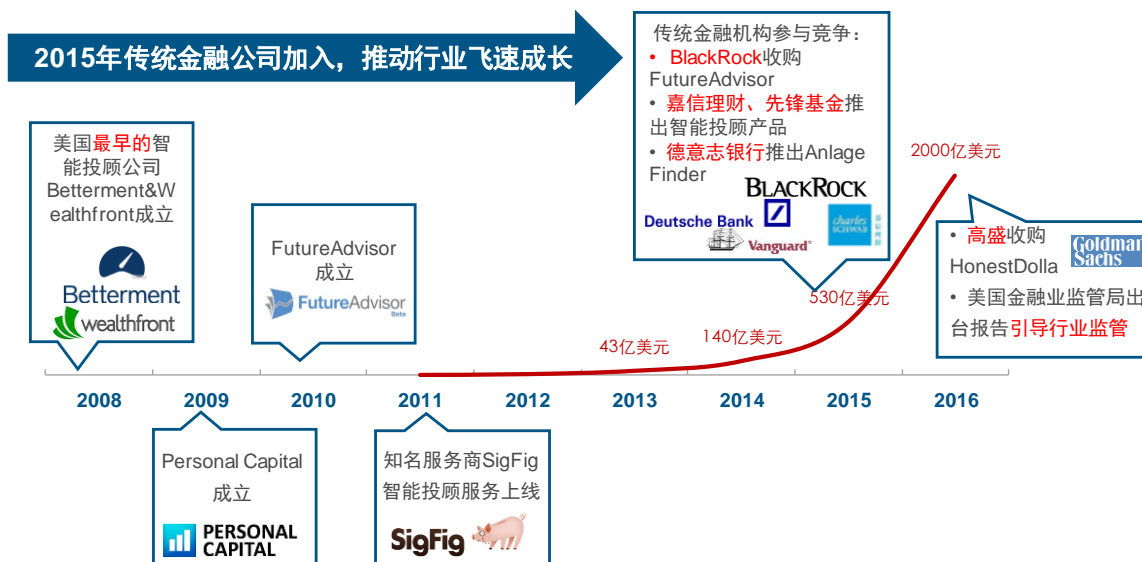


资料来源: Statista, 长江证券研究所

## 美国路径: 技术企业开创模式, 传统机构后发先至

美国智能投顾行业起步早、发展快。智能投顾于 2008 年左右兴起于美国。根据宜信财富的研究, 2016 年美国已有 200 多家公司从事相关服务。根据慧辰资讯数据, 美国智能投顾资产管理规模在 2012 年几乎为零, 到 2015 年增至 530 亿美元, 而到 2016 年更是达到 2000 亿美元, 行业发展迅速。

图 15: 美国智能投顾行业起步早、发展快



资料来源: 慧辰资讯, 长江证券研究所

美国智能投顾服务的发展历程可以大致分为两个阶段：

➤ **2015 年前：技术企业占据主导，模式单一，规模较小。**

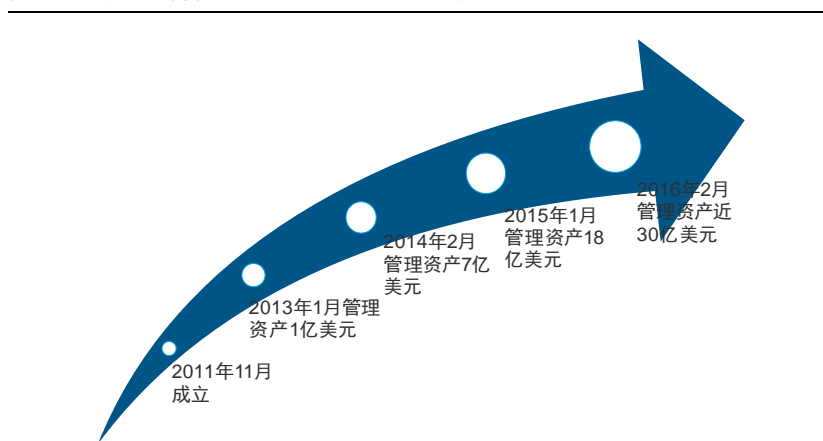
这一阶段智能投顾的模式以面对 C 端客户的纯机器人独立理财顾问为主，代表性企业有 Betterment 和 Wealthfront，投资标的主要为低成本的 ETF，除投资顾问服务外，还提供税收规划、养老金计划等增值服务。根据 BCG 数据，2015 年，全球管理资产总额约达到 71 万亿美元。而据花旗数据，同期智能投顾管理的资产规模为 187 亿美元，占比不到 0.03%，智能投顾尚未形成规模。

表 3：技术型企业开创智能投顾模式，服务以被动型 ETF 投资为主

智能投顾企业	上线时间	主要服务	融资情况
Betterment	2010.5	投资12支ETF，被动型投资顾问型，增值服务包括 <b>税收规划、退休金计划等</b> ，最早是 <b>纯机器人</b> 投顾，2017年新增机器-人工混合的服务产品	2016年3月获得1亿美元E轮融资 2017年7月再获得7000万美元E轮融资
Wealthfront	2011.2	<b>纯机器人投顾，被动型投资顾问型，投资11支ETF，税收规划很强</b>	2014年11月获得6400万美元D轮融资
FutureAdvisor	2010.8	<b>被动型投资资产管理平台，投资ETF，免费管理养老金计划</b>	2014年获得1550万美元B轮融资 2015年被BlackRock收购
SigFig	2012	基于 <b>ETF的被动型投顾平台，纯机器人投顾模式</b> ，整合管理客户所有投资账户和 <b>养老金账户等</b>	2016年5月获得3300万美元D轮融资
Personal Capital	2009	针对中高净值人群提供服务，采用机器-人工混合模式， <b>税收规划强</b>	2014年10月获得5000万美元D轮融资

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 16：智能投顾鼻祖 Wealthfront 的 AUM 规模较小



资料来源：投资界，麻袋理财，长江证券研究所

➤ **2015 年后：传统机构后发先至，市场规模快速提升，发展模式走向多元。**

**传统机构后发先至，市场规模迅速提升：**传统金融机构纷纷入局，通过自有产品或收购独立平台公司，规模迅速扩张，开始占据主导地位。嘉信理财 2015 年 5 月份上线智能投顾产品 SIP，三个月内吸引了 33000 个账户和 24 亿美元资产。同样的成绩则分别耗费了独立平台公司 Wealthfront 和 Betterment 约 3.5 年和 4 年的时间。根据 Statista 数据，2016 年美国智能投顾市场规模突破 1117 亿美元，呈现爆发增长态势。

表 4：2015 年以后，传统金融机构加快智能投顾布局，并购与合作频繁

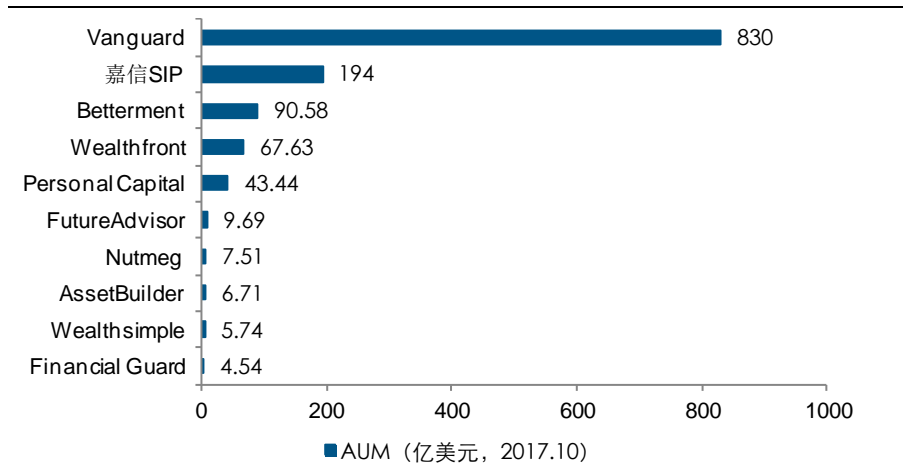
传统机构	时间	发展智能投顾情况
嘉信理财 (大型券商)	2015.3	推出Schwab Intelligent Portfolios，投资标的主要为嘉信自有产品,包括54个ETF，4个Schwab，8个One Source
先锋集团 (Vanguard)	2015.5	推出Personal Advisor Service，投资标的为自有的ETF
贝莱德 (大型资管)	2015.8	收购FutureAdvisor
Invesco (投资管理)	2016.1	收购Jemstep，来帮助其投资顾问更加高效进行投资咨询工作
United Capital (大型资管)	2016.2	收购FlexScore
高盛	2016.3	收购管理IRA账户的资产管理平台Honest Dollar
花旗集团	2016.3	通过旗下风投部门投资了Betterment
Legg Mason (大型资管)	2016.7	收购Financial Guard
瑞银集团	2016.10	推出数字服务SmartWealth
美国富国银行	2016	与SigFig合作，于2017年创建数字平台 推出Intuitive Investor内测版平台
摩根大通	2016	和高盛一起投资Motif
安联保险	2016	购买了机器顾问MoneyFarm约700万美元的股份
美国合众银行	2016	与Future Advisor合作，为其客户提供数字理财建议
巴克莱银行	2016	创立自有品牌在线投资平台
Fidelity (大型券商)	2016	上线Fidelity Go，与Betterment合作
美林银行	2017.2	推出Merrill Edge Guided Investing的智能投顾平台

资料来源：新浪科技，36 氪，金融界，长江证券研究所

截至 2017 年 10 月份，从管理的资金规模来看，传统机构旗下的智能投顾平台遥遥领先，Vanguard 排在首位，资产管理规模达 830 亿美元，嘉信理财旗下的 SIP 资管规模也高达 194 亿美元，两者管理资产总规模是包括 Wealthfront 和 Betterment 在内的 3-10 家公司总和的 4 倍多。



图 17: 截至 2017 年 10 月, AUM 排名前 10 的智能投顾公司情况



资料来源: Wikipedia, 长江证券研究所

**发展模式日趋多元化, 混合模式占据主导。**随着传统机构的加入, 智能投顾的发展模式也日趋多元化, 在最初被动型理财平台模式基础上, 拓展到针对中等收入客户的主动型组合投资平台, 针对高净值客户、以线下引流为主的 O2O 混合投顾模式, 以及服务机构的互联网资产管理平台等。

表 5: 智能投顾的四种发展模式

类型	针对客户	业务形式	代表企业
被动型智能理财平台	中低净值客户	通过计算机算法向投资者推荐由ETF构成的投资组合	Betterment、Wealthfront
主动型组合投资平台	中等收入客户	围绕某一主题构建投资组合以获取超额收益的投资方式; 投资标的为股票、主动型基金或ETF	Motif investing (高盛投资)、Covestor (盈透证券收购)
O2O资产管理平台	高净值客户	提供线上的免费资产诊断服务和线下的收费人工咨询服务; 通过线上服务引流、线下服务盈利	Personal Capital, Vanguard, Smart401K, Financial Engines
服务机构的互联网资产管理平台	独立投资客户	为投资顾问提供各类智能化管理服务, 如客户账户聚合管理、投资组合算法、税收优化、自动生成报告等, 使得投资顾问能够规模化扩展用户	Trizic、Jemstep Advisor Pro Upside Advisor、Motif Advisor

资料来源: 果乐财经, 长江证券研究所

## 从 Betterment 转型看独立平台发展之路

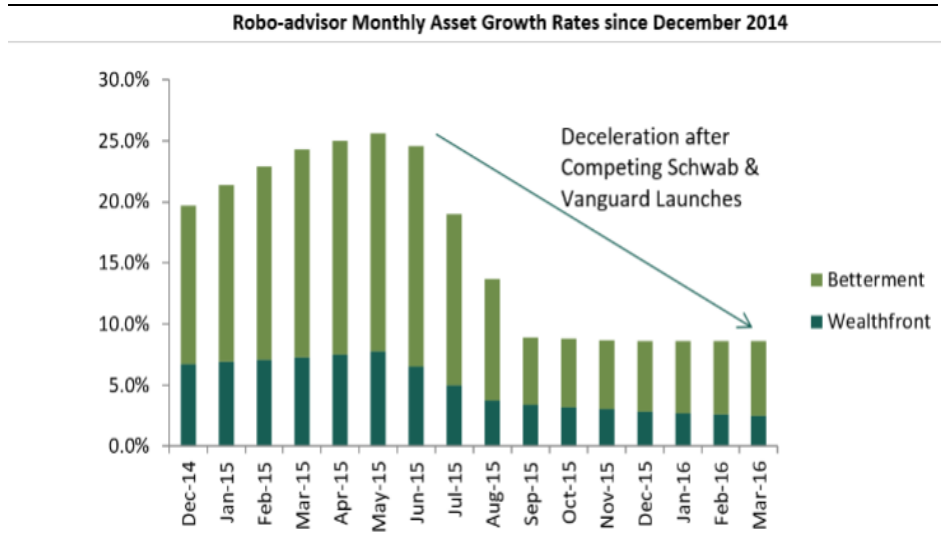
Betterment 是智能投顾模式开创者, 曾被称为“金融界的苹果”, 早期通过集客式营销 (Inbound Marketing) 成功建立了品牌认知, 积累了一定的用户规模, 资产管理规模快速提升。

- **初期扩张策略: 烧钱跑流量, 欲后期借规模效应, 提升 ARPU 值获利。**Betterment 初期欲通过流量增长、规模效应、ARPU 值提升来增加管理资产 (AUM), 从而获取利润。Fina Metrica 估算, 独立智能投顾平台的单位获客成本为 312 美元, Morningstar 估计若考虑客户流失问题, 单位获客成本高达 1000 美元。

Betterment 的客户平均账户约为 27,000 美元,据此推算,平均每客回报(ARPU)将小于 100 美元/年。单位客户收入远不能覆盖获客成本。

- **后期：传统机构入局压缩费率、抢夺客户，初期模式难以为继。**Morningstar 估计智能投顾的盈亏平衡点在 160-400 亿美元之间，然而截至 2017 年 10 月，Betterment 管理的资金规模仅为 90.58 亿美元，两者相差较远。最近几年，新参与者，尤其是传统财富管理机构加入市场加剧了竞争，进一步压缩已经很低的管理费。同时，由于传统机构与独立平台抢夺客户，提升了后者的获客难度，初期烧钱跑流量的模式难以为继。

图 18：传统机构参与竞争，独立平台获客难度明显提升

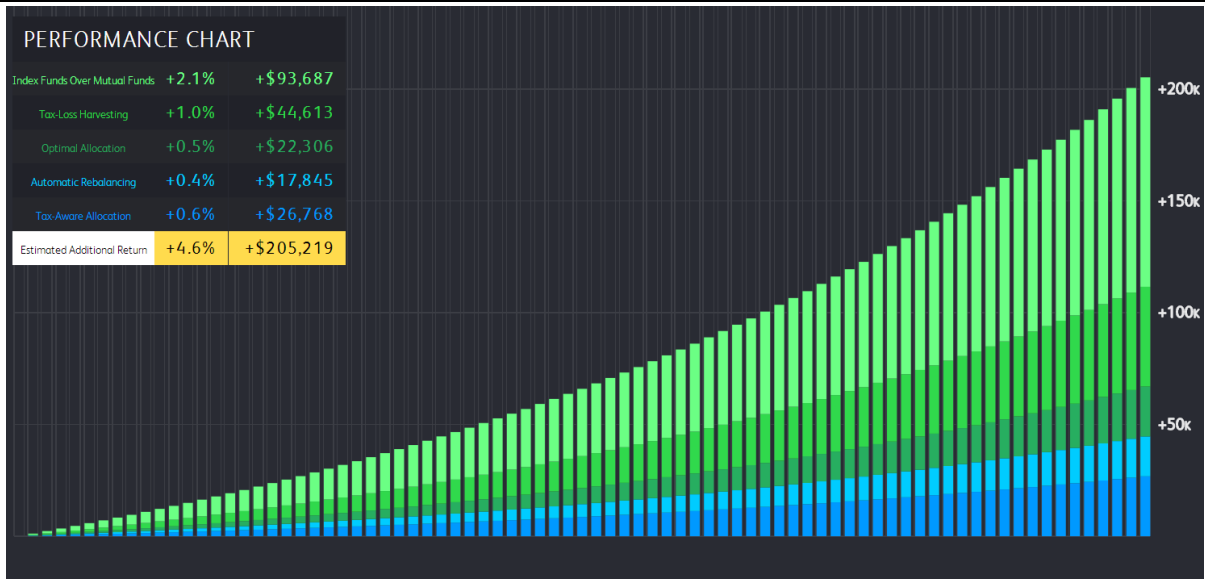


资料来源: KIFCES, 长江证券研究所

**Betterment 面对发展瓶颈的原因可分为两个方面：**

**（一）内因：技术应用仍处于初期，壁垒有限。**美国智能投顾的收益更多来自成本节约而非高回报率。Wealthfront 官网显示每年可为客户提高 4.6% 的收益。提高收益的技术主要有五种，其中收益最高的分别是使用指数基金 (+2.1%) 和避税 (+1.6%)。在使用指数基金方面，传统资管机构作为指数基金的缔造者，优势得天独厚；而避税、自动资产再平衡等途径背后的技术壁垒有限，传统资管公司容易模仿。

图 19: Wealthfront 提高收益的五种技术



资料来源：Wealthfront, 长江证券研究所

表 6: 智能投顾提高收益的技术原理分析

技术	收益	技术壁垒	技术原理
Index Funds Over Mutual Funds (投资指数基金而非共同基金)	2.1%	低	用 ETF 代替主动型基金，节省管理费，美国基金业高度竞争，主动基金很难实现超额收益，而高昂的管理费就成为劣势。
Automatic Rebalancing (自动资产再平衡)	0.4%	低	定期将投资者的资产组合回归至初始比例，避免在大涨的资产上暴露过多的风险。
Tax-Loss Harvesting (税收损失收割)	1.6%	较高	节省税收：美国的资本利得税按实现原则来收取。股票增值在持有时不收税，卖出后才征税。利用这一规定，平台在市场低点卖出其 ETF，买进同类其他公司的 ETF，实际仓位不变，却形成了账面亏损，因而可抵减当期盈利，延后税收。
Tax-Aware Allocation (税收配置优化)			
Optimal Allocation (资产配置优化)	0.5%	高	根据客户风险承受能力等，通过算法最优化资产配置，是最为核心的技术。

资料来源：Wealthfront, 长江证券研究所

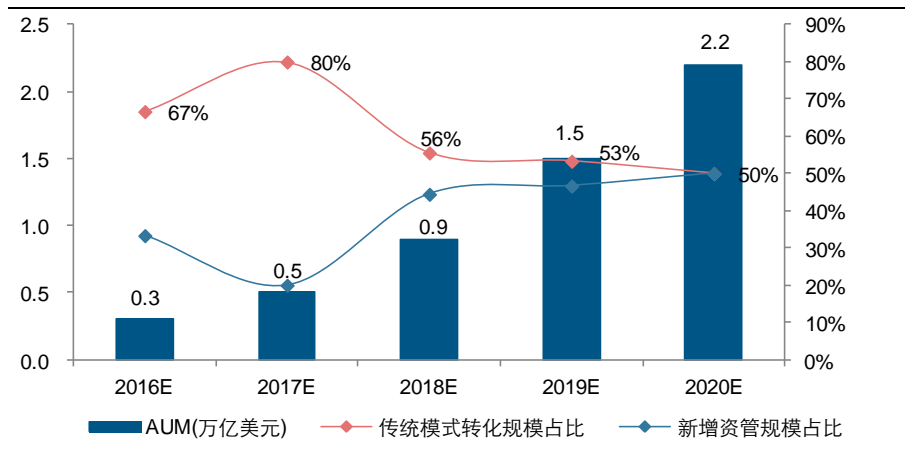
**“黑箱算法”引发担忧，较难获取稳定流量。**智能投顾的核心竞争力在于其投资能力和长期业绩的可持续性。其核心技术是通过算法最优化资产配置从而获取较高收益。由于人工智能所依赖的深度学习技术是一个“黑箱”，算法开发者本人都无法预知机器人的下一个决定。因此在投资业绩表现不佳的情况下，智能投顾的不确定性更易引发信任危机，投资者将更倾向人工顾问。

**(二) 外因：独立平台在与传统机构的竞争中处于劣势地位。**传统金融机构在资金实力、品牌认知、客户基础以及投资标的选择上具有压倒性的优势。

**(1) 资金实力：**由于目前智能投顾平台普遍无法盈利，背靠传统金融机构的投顾平台资金实力强，更易存活。

**(2) 品牌认知和客户基础：**获客成本居高不下是制约独立平台企业的重要因素。**新增智能投顾流量方面：**传统金融机构品牌认可度高，营销及获客能力显著高于独立平台；**传统智能投顾转化流量方面：**传统机构通过传统资管业务已积累了庞大的客户基础。根据 A.T. Kearney 预测，未来数年智能投顾管理的资产规模中，50%以上将依旧来源于传统投顾模式转化。与传统业务的有效协同促使机构快速占领智能投顾市场，在竞争中占据主导。

图 20：未来数年通过传统投顾模式转化的 AUM 占比超过 50%



资料来源：A.T. Kearney, 长江证券研究所

**(3) 投资标的选择：**在投资标的（如指数基金）和资产配置策略方面，专业资管企业与独立平台的实力不在一个量级。以目前智能投顾的龙头先锋基金为例，其原本就是指数基金的缔造者。截至 2016 年 8 月底，先锋基金本身拥有 355 只基金，横跨共同基金、ETF、FOF 和养老投资产品等多个领域；而独立平台通过与基金公司合作的方式筛选和获取投资标的，传统机构在资产类别丰富度、配置策略、经验等方面得天独厚。

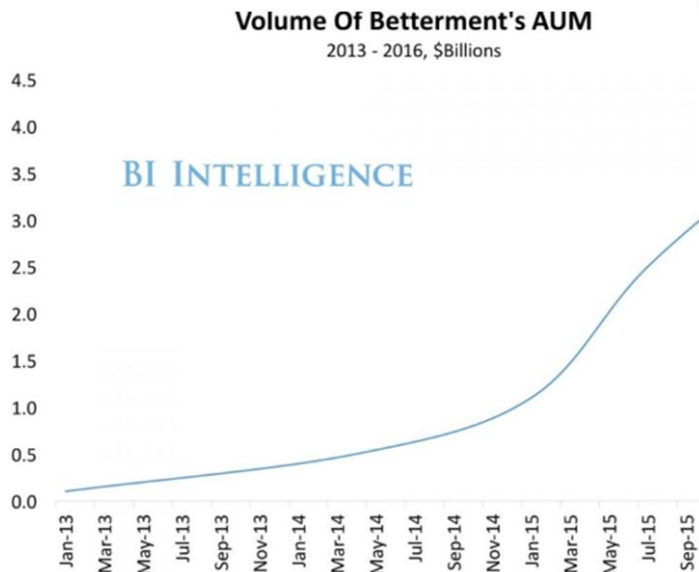
- **转型：混合化转型带来生机。**为应对竞争及财务压力，Betterment 开始从单纯的 B to C 纯机器投顾平台转变为混合型平台。转型主要体现在三个方面：拓展机构养老规划业务（B to B），推出机构客户服务业务（B to B to C），推出机器-人工混合产品。2015 年以后，其 AUM 迅速增长，2017 年 Betterment 的市场份额更是超过 Future Advisor 和 Wealthfront，位居全球第三，表明其混合化转型成效显著。

表 7：Betterment 从单纯的 B to C 纯机器投顾平台转变为混合型平台

转型方向	具体情况
拓展 to B 业务	与 Uber 合作获客，为 Uber 平台上司机提供退休账户管理服务，为企业提供 401(k) 计划管理服务等。
拓展 to B to C 业务	2015 年推出 Betterment Institutional，与资产管理人进行贴牌合作，通过合作伙伴获取用户，自身则专注技术与产品。
推出机器-人工混合产品	2017 年推出 2 项机器-人工混合型服务 Betterment Plus 和 Betterment Premium。

资料来源：KITCES, 长江证券研究所

图 21: Betterment 在 to B、混合化转型后, AUM 迅速提升



资料来源: TechCrunch, Forbes, Betterment, 长江证券研究所

通过独立平台陷入困境与转型的分析,我们可以得出结论:尽管智能投顾为财富管理行业提供了一种长期有效的技术与产品,但受制于现阶段技术水平,独立智能投顾平台在与传统机构的直接竞争中处于劣势。短期内,排除被收购选项,像 Betterment 一样从 to C 模式转变为 to C、to B、to B to C 的混合模式,与传统机构合作将是独立平台发展的重要路径。

## 美国买方投顾居多,卖方投顾独具一格

根据智能投顾产品的收费方式,可分为买方投顾和卖方投顾两种。买方投顾是指产品直接向买方收取咨询管理费用;卖方投顾是指产品不向用户收取咨询管理费,多为代销基金公司产品而获得相应的佣金收入,具有销售基金的性质。在美国,智能投顾平台大多是买方投顾模式,比较特殊的是,嘉信理财智能投顾平台 SIP 采取卖方投顾模式,并不向用户收取咨询管理费。

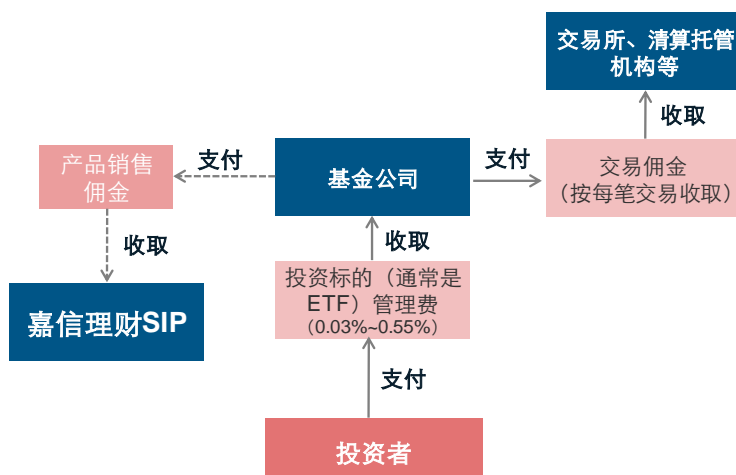
表 8：美国领先的智能投顾平台对比

项目	Wealthfront	Betterment	FutureAdvisor (贝莱德收购)	嘉信理财SIP	先锋基金PAS
上线日期	2011.12	2010.05	2010.08	2015.03	2015.05
类型	纯智能投顾	混合智能投顾	纯智能投顾	混合智能投顾	混合智能投顾
资产管理规模 (2017.10)	67.6亿美元	90.6亿美元	9.7亿美元	194亿美元	830亿美元
资产门槛	500美元	0	1万美元	5000美元	5万美元
咨询管理费用	1万美元内免费； 超过部分费率 0.25%	0-1万美元：0.35% 1-10万美元：0.25% 10万美元以上：0.15%	0.50%	0 (卖方投顾)	0.30%
ETF交易费率	约0.12%	约0.14%	0.10~0.20%	0.03~0.55%	0.12~0.35%
投资范围	11大类ETF	12大类ETF	ETF为主	54支嘉信及其他公司 ETF	先锋旗下股票型及债券 型ETF
税收亏损收割	面向所有用户	税收优化直接指数化面 向10万美元以上用户	面向所有用户	面向5万美元以上用户	提供策略性建议 并非自动节税
资产再平衡	自动进行，与税收 收割有机结合	自动进行， 与税收收割有机结合	自动进行，与税收 收割有机结合	偏离预设投资目标5%以 上时触发	面向5000美元以上用户

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

**嘉信理财的卖方投顾模式基于品牌与渠道的历史积累。**嘉信理财于 1992 年建立 OneSource 平台——全美首个免附加费和交易费的共同基金超市；2013 年嘉信推出 ETF OneSource，提供无佣金 ETF 交易；2015 年在 OneSource 基础上嘉信引入智能投顾平台 SIP，为基金超市提供智能化资产配置与动态管理服务。基金公司利用嘉信的品牌与渠道销售产品，省去了自身的宣传费用等开销，原先由投资者承担的交易费用改为由基金公司承担。

图 22：嘉信 ETF OneSource 平台智能投顾收费模式



资料来源：嘉信理财，长江证券研究所



除了 OneSource 平台的销售佣金收入之外,嘉信理财 SIP 平台收入还包括销售自有 ETF 产品收取的基金管理费等收入。另外,嘉信在资产组合中会配置一定比例的现金,该部分现金沉淀也会产生一部分收益。

表 9: 嘉信理财 SIP 平台的收益有三个来源

收益来源	说明
嘉信ETF OneSource投资平台 (共同基金超市)	向基金公司等资管机构收取销售佣金
嘉信理财自身ETF产品	向用户收取ETF管理费等
投资组合中的现金	银行账户沉淀的现金收益

资料来源: 嘉信理财, 长江证券研究所

## 中国发展: 市场环境迥异, 发展逻辑生变

综合来看,我国和美国在资本市场环境、投资者风格、风险偏好、政策以及财富管理需求等层面均存在诸多不同。美国智能投顾的发展逻辑在于通过被动投资、智能管理、税收优化等方式降低成本,进而提升投资收益;而我国智能投顾的发展短期内更偏重于收益端,且受政策监管的影响较大。

表 10: 中美资本市场环境迥异, 智能投顾发展逻辑不同

因素	美国	国内
智能投顾发展背景	人工投顾行业发展成熟, 费率和门槛高昂	买方投顾服务几乎处于空白状态
投资者	以机构投资者为主	以散户投资者为主
风险偏好	稳健投资、长期持有; 接受资产配置理念	短期投资、追涨杀跌
投资目标	分散配置, 提高效率, 降低成本 税收优化投资	控制回撤, 获取相对稳定的正回报
财富管理需求	避税、养老金管理刚需	可投资资产增长和中产阶级财富的推动
投资标的	ETF为主; 发展成熟, 数量众多, 提供多种组合方式; 资本市场长期回报较稳定	以公募基金(主动型产品配置)为主; ETF数量少、种类单一; 资本市场波动剧烈, 收益极不稳定, 被动型投资风险较大
资本市场成熟度	较成熟, 赚 $\beta$ 收益(降低成本逻辑)	欠成熟, 赚 $\alpha$ 收益(增加收益逻辑)
政策制度	智能投顾明确受到SEC监管, 使用投资顾问牌照	投资顾问与资产管理业务分开管理; 个人账户全权托管存在障碍, 难以实现智能的高效配置和 调整; 数据共享方面有限制

资料来源: 合晶睿智, 长江证券研究所






## 市场环境内外有异，国内 ETF 模式难成型

与美国相比，国内智能投顾的市场环境迥然不同，主要体现在投资者需求与市场成熟度两个方面。

### 1、投资者需求：缺乏避税及养老金管理刚需，吸引力减弱

一方面，美国投资顾问服务兴起的社会根源是其分散的养老金管理模式。在美国每个工作的人必须把至少收入的 3% 放进退休账户，且不能提现、不能转移，被“逼”着存养老金。但政府鼓励个人自主、灵活地配置养老金账户资产，由此催生了账户管理需求。以美国的 401 (K) 为例，401 (K) 计划赋予个人投资选择权，并提供丰富的投资选择。对于广大工薪阶层，传统投顾服务费用高昂，而智能投顾则有效满足了这部分刚需；另一方面，美国的税收制度下，通过合理规划使得避税成为可能，最小化税费也成为各大智能投顾平台的主要卖点之一。

表 11：管理养老金账户和避税是智能投顾平台的两大卖点

智能投顾平台	擅长方向	亮点
 wealthfront	整体筹划 最小化税费	税收优化直接指数化
 Betterment	整体规划 IRAs	匹配用户目标，帮助储蓄及配置资产
 FutureAdvisor	401(k)s	免费管理 Fidelity 401(k)s
 PERSONAL CAPITAL	最小化税费	混合化服务；部分服务免费； 个人证券 (20 万美元以上账户)
 Fidelity Go™	IRAs	退休金计划；所有免费

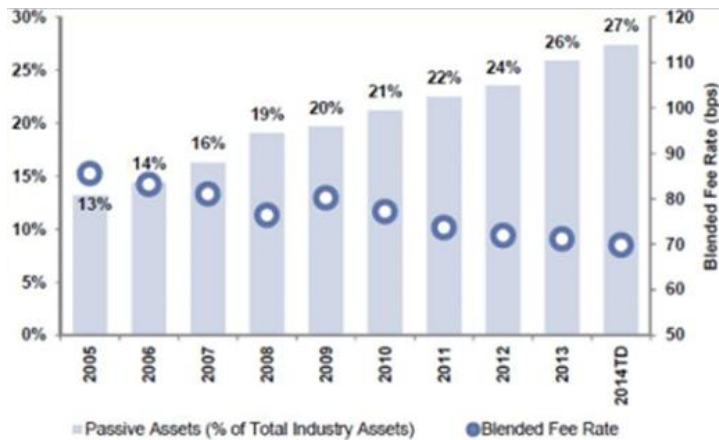
资料来源：Nerdwallet，长江证券研究所

智能投顾在国内缺乏刚需，吸引力大大减弱。中国的 IRA (Individual Retirement Account, 个人退休账户) 建设仍处于倡议期，能否实行充满不确定性；在税收方面，中国的税制消除了通过个人的合理规划减免税收的可能性。这使得智能投顾在美国发展的重要基石在国内并不存在，智能投顾平台对投资者的吸引力大大减弱。

### 2、市场成熟度：ETF 产品缺乏，股市波动剧烈，被动型投资环境欠成熟

被动型投资理念贯穿美国智能投顾发展始终，原因是在美国成熟的市场机制下，长期来看投资者很难主动跑赢市场。被动型投资可以赚取市场增长的收益，而主动型投资既难以跑赢市场，还要支付高额的基金管理费，因此被动型投资以其低风险和低成本可获取较高收益。

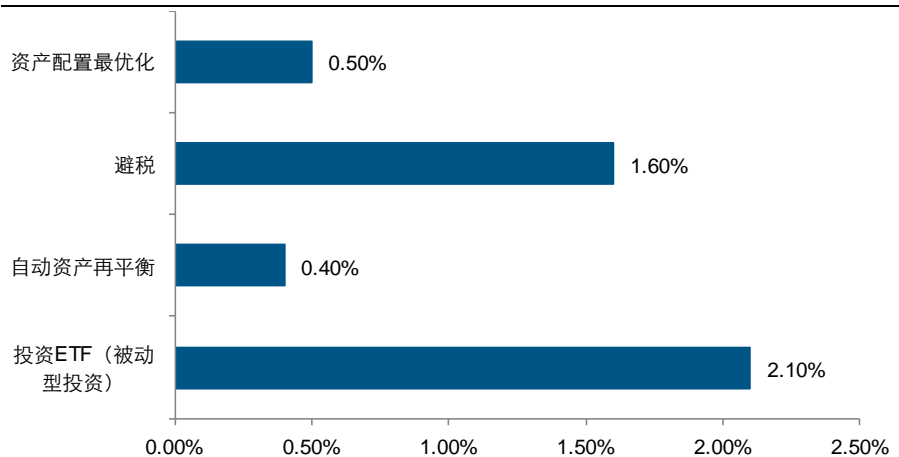
图 23：美国被动投资占比逐年增加



资料来源：Goldman Sachs，长江证券研究所

**ETF 满足低风险、被动投资要求，成为美国智能投顾的主要投资标的。**智能投顾在标的选择上以稳定的、跟随市场发展脚步的资产为主，因为一旦波动较大，将造成频繁调仓，从而影响投资组合模型的有效性，这类标的主要就是 ETF。而从 Wealthfront 创造投资收益的途径来看，投资 ETF 能创造出 2.1% 的超额收益，远远高于其他途径。这也说明以 ETF 为主的被动型投资方案是智能投顾的核心。

图 24：采用被动型投资方式是 Wealthfront 为客户提高收益的主要途径



资料来源：Wealthfront，长江证券研究所

而在国内，由于 ETF 标的缺乏、股市波动剧烈、市场主体以散户为主等特征，被动型投资在国内欠缺发展环境。

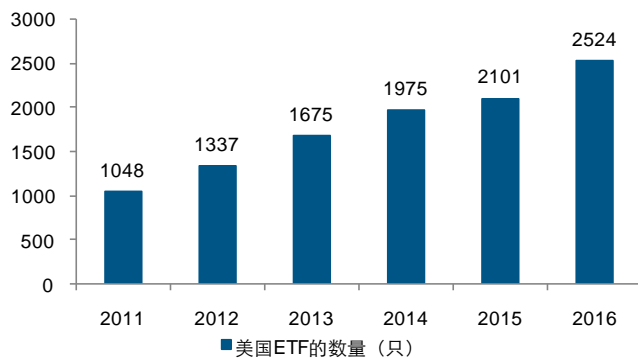
- **国内主动投资型基金占主导，ETF 规模小、种类单一。**截至 2016 年 7 月，国内主动投资型基金份额占比达 94.29%，而 ETF 份额占比仅为 4.47%。同时，国内 ETF 数量只有美国的 5.3%，且以股票型 ETF 为主，债券型 ETF、商品型 ETF 较少，丰富度不足，限制了智能投顾模型策略的设定和收益的提升。

表 12: 截至 2016 年 7 月国内基金市场情况

基金类型	数量 (只)	占比 (%)	份额 (亿份)	占比 (%)
主动投资型基金	2601	84.26	72253.82	94.29
被动投资型基金	486	15.74	4376.39	5.71
其中, ETF	134	4.34	3426.92	4.47

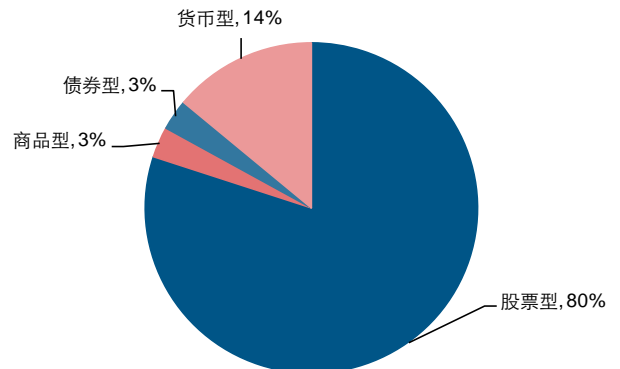
资料来源: 苏宁金融研究院, 长江证券研究所

图 25: 美国 ETF 基金数量较多, 市场发达



资料来源: Woodsford Capital, 长江证券研究所

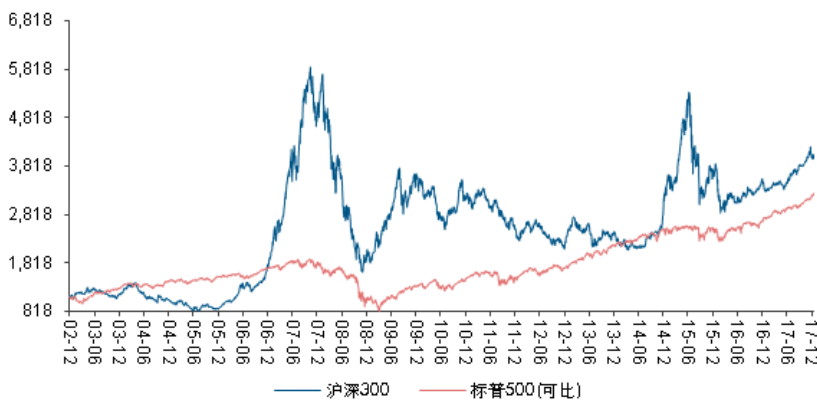
图 26: 国内 ETF 市场结构较单一 (ETF 数量分布; 截至 2016 年 12 月)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

- **中国股市波动剧烈, 被动型投资风险较大。**在美国资本市场较为成熟, 长期来看, 股票、债券等基础资产的表现及相关性趋于稳定, 使得被动型资产配置拥有相对较强的依据; 而国内, 股市波动剧烈, 采取追踪市场的被动型投资策略风险很大。

图 27: 中国股市波动剧烈, 投资风险较大



资料来源: Wind, 长江证券研究所

- **国内投资主体以散户为主, 长期投资理念尚未形成。**美国投资者大多是机构和大户, 长期投资的理念成熟, 同时资本市场的有效性、税收制度及复杂的交易机制更凸显了机构投资者的专业价值; 而在国内的投资市场, 散户占到绝大多数, 投机性强, 追求短期收益大于长期稳定理财, 智能投顾的发展不具备成熟的环境。

## 定义未明、牌照分离，监管趋严带来合规风险

**国内智能投顾定义未明，监管不确定性强。**在美国，智能投顾明确受到 SEC 监管，使用投资顾问牌照。而国内没有贴合业务情况的投资咨询牌照。监管部门对智能投顾服务的定义尚未明确，根据其定义不同而可能受到多种牌照限制。

另外，由于国内的投顾牌照与资管牌照分开管理，而智能投顾存在混合推荐等因素，其业务开展可能需要同时具备多个牌照，这是绝大多数互联网企业不具备的。独立智能投顾平台面临较强的监管不确定性。

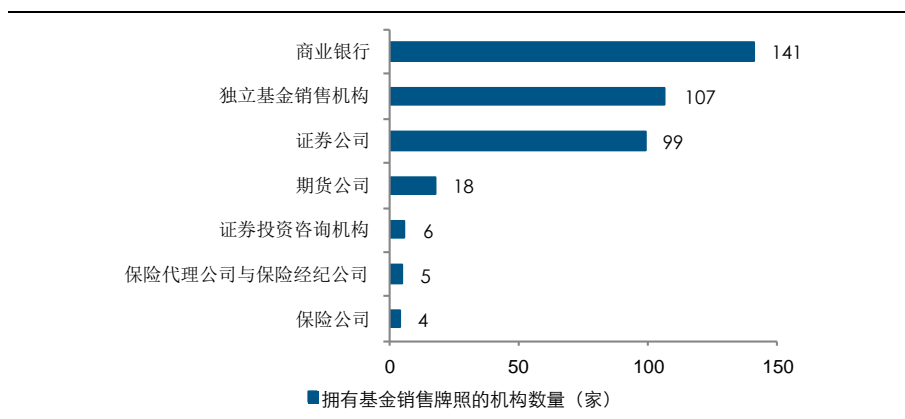
表 13：智能投顾不同定义下可能需要的牌照不同

定义类别	业务方向	所需牌照
投资顾问	提供完整的投资规划建议、资产管理等完整投顾服务	券商牌照
投资顾问	提供投资规划、资产配置建议	证券投资咨询牌照
销售辅助	为客户推荐投资产品，完成销售	基金销售牌照
资产管理	完成投资组合管理、交易执行，为客户管理资产	资产管理牌照

资料来源：慧辰资讯，长江证券研究所

当前国内的智能投顾平台性质以基金销售辅助为主。从基金销售牌照发放情况来看，2016 年 10 月份以来，第三方独立基金销售牌照已极少再发放。2017 年 2 月，各地证监局已叫停“直销代办业务”。而银行、综合性券商等本身具有开展投资咨询业务资质的机构则能规避智能投顾业务的政策风险。

图 28：存量基金销售牌照中，传统金融机构占比较大（2016 年 9 月）



资料来源：证监会网站，长江证券研究所

**监管趋严，政策不确定性加大。**随着监管层对第三方销售机构在销售、推广、结算、风控等层面的要求趋严，独立智能投顾平台的发展面临较高的政策风险。2017 年 4 月，山西证监局网站曾明确指出智能投顾平台“理财魔方”在交易系统接入了盈米财富基金的购买端口，其销售基金的行为涉嫌违规，独立平台存在被叫停的风险。

表 14：智能投顾监管趋严

时间	部门	文件	内容
2016.8	银监会、工信部等四部委	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	从政策层面彻底阻断了P2P转型智能投顾的道路。
2016.8	证监会	——	明确表示， <b>互联网平台未经注册、以智能投顾等名义擅自开展公募证券投资基金销售活动的</b> ，证监会将依法查处。
2016.10	国务院	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	强调要实施“ <b>穿透式监管</b> ”，亦即监管和整治工作会以平台从事的具体业务性质来定性；指出互联网企业未取得 <b>相关金融业务资质</b> 不得依托互联网开展相应业务，开展业务的实质应符合取得的业务资质。
2017.4	山西证监局	——	发布文章“智能投顾销售基金涉嫌违规，证监会严查！”，其中 <b>明确指出“理财魔方”和“拿铁财经”产品涉嫌违规</b> 。
2017.6	中国人民银行等17个部门	《关于进一步做好互联网金融风险专项整治清理整顿工作的通知》	清理整顿工作进行了详细的进度安排，要求做好严格准入或备案管理，要 <b>实现互金从业机构数量及业务规模双降</b> 。
2017.7	互联网金融风险专项整治工作领导小组	《关于对互联网平台与各类交易场所合作从事违法违规业务开展清理整顿的通知》	监管部门透露，针对智能投顾产业的监管细则正在起草，可能包括 <b>智能投顾将按照金融信息服务中介平台进行管理</b> 等等条例；截至7月14日，多家智能投顾平台 <b>从地方金交所下架了相关产品</b> 。
2017.11	央行、银监会、证监会、保监会、外管局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	金融机构运用人工智能技术、采用机器人投资顾问开展资产管理业务 <b>应当经金融监督管理部门许可</b> ，取得相应的投资顾问资质，充分披露信息， <b>报备智能投顾模型的主要参数以及资产配置的主要逻辑</b> 。

资料来源：政府网站，长江证券研究所

## 理财类智能投顾：公募基金销售模式为主

国内智能投顾概念兴起于 2015 年，由创业公司、互联网公司、传统金融机构与金融 IT 企业共同推动发展。大致经历了三个阶段：

- **第一阶段：创业公司引进 Wealthfront 模式。**蓝海智投、弥财等创业公司从国外引进经典的智能投顾模式，即 to C 的被动型纯机器投顾模式，面对国内 ETF 标的匮乏的情况，通过与国外金融机构合作的模式投资全球的 ETF。
- **第二阶段：互联网公司推出智能投顾产品。**京东等互联网公司凭借其用户流量优势纷纷布局智能投顾；P2P 互金公司为规避监管风险，开始向智能投顾业务转型。
- **第三阶段：传统金融机构、金融 IT 企业推出智能投顾产品。**招行发布智能投顾产品“摩羯智投”，各大银行、券商、资管等机构纷纷效仿，传统机构开始在智能投顾领域占据主导地位。



表 15：国内理财类智能投顾平台发展情况

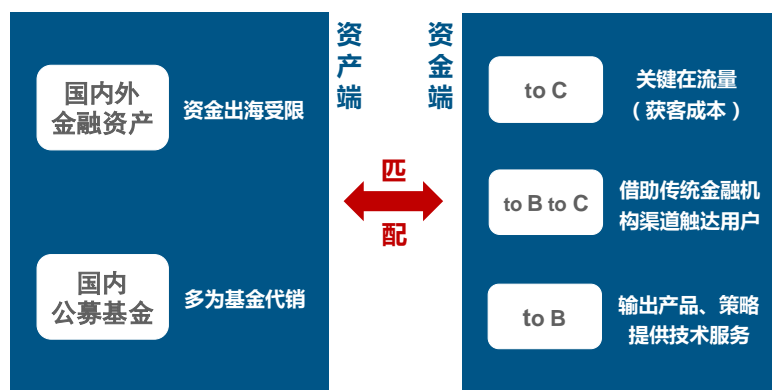
平台	创立时间	背景	发展情况
理财魔方	2015.5	创业公司	2017年4月完成Pre-A融资，金额2000万人民币，以“千人千面”和动态调仓功能为重点
弥财	2015.10	创业公司	2017年3月获得Pre-A融资，打造“中国版Wealthfront”，提供“自动化投资理财服务”
京东智投	2015.8	互联网公司	2016年1月京东金融完成66.5亿元融资
宜信财富 投米RA	2016.5	互联网公司	对接美国嘉维证券，直接投资海外ETF，应对国内ETF数量稀少情况；2017年5月发布上线1周年业绩报告，年收益率达2.55%~11.48%
雪球蛋卷基金	2016.5	互联网公司	“蛋卷斗牛二八轮动”，上线仅50天，销售额破亿；“蛋卷安睡二八平衡”，上线50天销量近5000万；“蛋卷安睡全天候（海外）”，上线3天销量近2000万
金融界	2016.10	互联网公司 (纳斯达克上市)	2017年3月，正式上线“智能优化”功能，5月8日上线智能定投组合
广发基金	2016.8	基金	在App中推出智能基金组合服务“基智理财”，截至2017年2月28日，组合销量已达5亿元
摩羯智投	2016.12	银行	2017年5月，保有用户申购规模突破20亿元，户均购买金额3.69万元
恒生电子	2017.6	金融IT企业	推出智能投顾BiRobot 3.0，提供客户需求探索、资产优化模型、智能择市（量化投资策略）和资产智能管理四大服务

资料来源：36 氪，新浪财经，搜狐网，企业官网，公司公告，长江证券研究所

我国智能投顾以公募基金销售模式为主，独立平台可通过输出技术（to B）或与金融机构合作（to B to C）的模式弥补流量短板。

- 当前我国智能投顾公司在资产端的配置主要分为两类：一部分创业公司效仿美国模式投资海外 ETF 产品，但受到资金出海等问题的制约，短期来看发展瓶颈较大；其他更多的智能投顾平台以配置国内公募基金的形式为主，业务实质为基金销售。
- 从资金端或流量来源层面来看，主要分为 to C（直接获客）、to B to C（与金融机构合作）与 to B（提供技术服务）。借鉴 Betterment 的发展经验，to C 模式的关键在于流量，以避免高昂的获客成本。缺少流量的智能投顾平台可借助金融机构渠道间接获取用户（to B to C），也可直接为机构端提供技术支持，输出产品与策略（to B）。

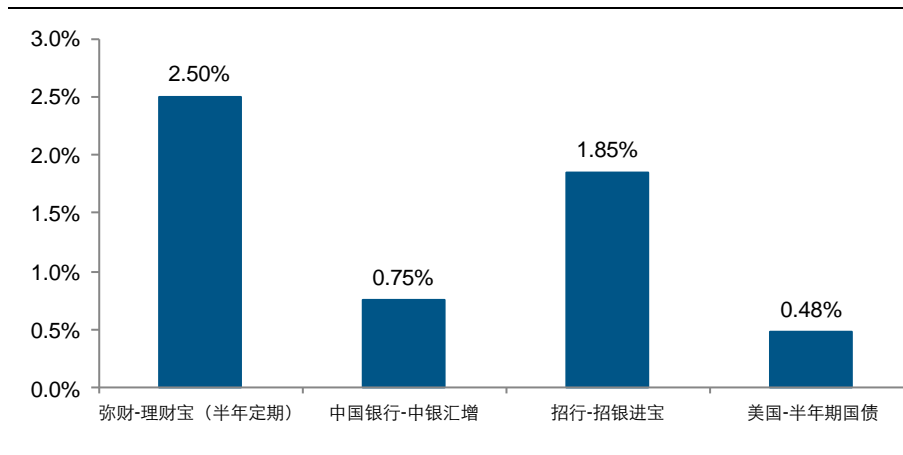
图 29：我国智能投顾在资产端（配置公募基金为主）和资金端的匹配模式



资料来源：长江证券研究所

**模仿美国模式的智能投顾平台主要满足细分领域需求。**由于国内欠缺被动型投资环境，被动型智能投顾平台较少，以弥财、投米等创业公司为主，主要通过对海外金融机构投资全球 ETF 标的。这类公司的发展除了面临 Betterment 同样的发展困境外，还需面对国内特殊的问题：产品端，缺乏税收规划及养老金管理两大卖点；制度端：面临监管不确定性、外汇管制等问题。短期内，ETF 配置型平台较难发展壮大，但在某些细分领域占有一定优势，比如满足投资者配置海外资产需求等。

图 30：弥财产品的美元理财宝收益情况



资料来源：弥财官网，长江证券研究所

**公募基金销售是当前国内智能投顾的主要模式，且多为卖方投顾。**在中国，ETF 资产数量少、结构单一。而能够经常买入赎回，又具备多样性收益特征的品种，主要是各类公募基金，因而其成为国内主流智能投顾平台的首选标的。同时，由于国内买方投顾发展不足，传统线下投顾服务作用多在于辅助销售。而当传统投顾发展为智能投顾时，以销售公募基金为主的卖方投顾模式即在国内占有主导地位。

## 辅助交易类智能投顾：产品种类多样，智能化存空间

除了缘起于财富管理的理财类智能投顾之外，还有辅助交易类的智能投顾，其通过择时、量化、标的筛选、风险预警等功能辅助投资者进行交易决策。辅助交易类智能投顾行业的市场参与者主要有三类：（1）以券商为代表的传统金融机构；（2）以同花顺、恒生电子为代表的金融信息服务企业与金融 IT 企业；（3）专注细分领域的创业公司。

图 31：辅助交易类智能投顾的市场参与者及其竞争优势比较



资料来源：长江证券研究所

2016 年以来，众多券商纷纷推出智能投顾产品，多数集成在自身 APP 上。这股在券商行业中掀起的“智能潮”主要源于三个驱动因素：（1）在经纪业务佣金费率下滑的背景下，行业需要探索以谋求变局；（2）80 后、90 后正成为社会财富的主要承载人，在线投资理财方式更能适应新生代需求；（3）智能投顾产品利于提高用户粘性、降低运营成本。

表 16：券商纷纷打造智能投顾新蓝海

券商	APP	时间	推出产品/功能
国泰君安证券	君弘	2016.1	账户分析和智能客服
		2016.11	智能打新
		2016.12	策略交易
		2017.6	历史分时嘉信宝
		2017.8	相似K线
		2017.9	数据解盘、筹码分布
平安证券		2016.6	智能选股
		2017.9	AI慧炒股：智能资讯、智能选股、智能诊断以及智能投顾（持仓诊断、个股换仓建议、新股推荐等）
广发证券	广发易淘金	2016.6	智能投顾“贝塔牛”
		2017.5	诊股
海通证券	e海通财	2016.7	智能选股和智能客服
		2016.12	智能搜索
		2017.4	智能舆情
华泰证券	涨乐财富通	2016.10	账户分析
		2017.6	相似K线，智能识别股票的K线形态
		2017.8	成本神器
长江证券	长江e号	2017.1	相似K线
		2017.4	iVatargo智能选股
		2017.8	iVatarGo新增四大功能；机器人“长江小智”：实时盯盘监控市场动态，撰写消息0.1秒触达客户

华创证券	华创e智通	2017.4	智能投顾“智能小e”
中信证券	信e投	2017.6	手势密码
		2017.7	股票大师智能基金
中泰证券	中泰齐富通	2017.9	中泰智投：账户诊断、个股诊断、因子选股和资产配置
光大证券		2017.9	智投魔方：智能理财、金融社区、智能资讯、大数据精准营销
华林证券		2017.9	智能投顾Andy：通过语音识别和语义分析技术快速匹配客户提出的问题，解决选股、诊股、账户分析、客户服务等
东兴证券	东兴198	2017.9	智能选股、智能投顾、智能热股、智能账单、相似K线
东北证券	融e通	2017.9	金牛智投：智能K线、智能测股、多维度选股
民生证券	民生财富汇	2017.9	AI投：提供以场外基金为资产标的的组合配置服务

资料来源：券商中国，长江证券研究所

从行业现状来看，目前辅助交易类智能投顾的技术壁垒不高，尚未实现全机器人分析交易，技术应用与实现功能不太复杂。比如诸多券商 APP 推出的“相似 K 线”功能，采用的是有关图形相似度的算法，其原理是根据个股的 K 线走势，在所有 A 股的历史 K 线走势中寻找与之形态相似的股票及对应时间段，通过展示其之后一段时间的 K 线走势为投资者作参考。

## 大数据基金：量化投资的智能化探索

2014 年以来，大数据成为我国基金市场的热门概念之一，利用数据辅助量化投资成为智能投顾产品的另一细分。“大数据基金”以互联网大数据作为信息源，通过挖掘其中的信息作为选股的参考标准。目前我国大数据基金多以人工选股或调参为主，数据往往作为辅助作用，严格意义上还不是智能化的量化投资产品。

表 17：互联网公司联合金融企业参与大数据指数编制，共同推进智能量化发展

跟踪指数	指数编制特点
中证腾安价值100指数	腾讯和济安金信进行资信评估、审计稽查与实地调研，提供存在风险或不确定性的上市公司的名单与书面报告，供评审委员会参考。由济安金信的软件系统根据“济安估值”完成股票初选
百度百发策略100指数	指数编制方法中加入了百度搜索因子
大数据100指数	大数据包括：用户在新浪财经对行情的访问热度、股票搜索热度、对股票相关新闻的浏览热度、相关微博的多空分析数据
中证淘金大数据100指数	蚂蚁金服旗下支付宝金融信息服务平台提供的网上消费类统计型趋势特征数据，经由恒生聚源加工得到行业研报指标
中证360互联网+大数据100指数	依托360集团所拥有的大数据，深度挖掘互联网主题相关股票的访问量、搜索量等数据，进行统计对比分析
中证银联智惠大数据100指数	基于银联智惠提供的消费领域总体趋势统计数据进行分析，并结合博时基金的量化选股模型综合开发

资料来源：天天基金网，长江证券研究所

从截至目前的累计收益情况来看，大部分基金表现不佳。无论是被动型还是主动型大数据基金，成立至今的收益情况少有基金跑赢同期沪深 300 指数。绝大多数基金在 2017 年中都出现较大回撤，可能由于小盘因子失效、而人为对因子的调整落后于市场风格变化造成的。

表 18：截至 2017 年 11 月 17 日，被动型大数据基金收益率表现

基金名称	成立时间	跟踪指数	规模 (亿元)	成立至今 净值增长率%	成立至今 沪深 300 增长率%	2017 年初至今 净值超越基准 收益率%
银河定投宝腾讯证指数	2014-03-14	中证腾安价值100指数	6.43	78.00	92.53	(0.88)
广发百发100指数A	2014-10-30	百度百发策略100指数	3.19	32.90	68.10	(1.95)
南方大数据100A	2015-04-24	大数据100指数	57.26	(14.34)	(13.08)	(3.33)
博时中证淘金大数据100A	2015-05-04	中证淘金大数据100指数	13.33	(1.86)	(13.24)	(4.61)
博时中证淘金大数据100I	2015-05-04	中证淘金大数据100指数	2.71	(1.83)	(13.24)	(3.33)
南方大数据300A	2015-06-24	大数据100指数	7.97	17.79	(13.90)	1.06
南方大数据300C	2015-06-24	大数据100指数	1.09	16.92	(13.90)	0.70
大成中证360互联网+大数据100指数A	2016-02-03	中证360互联网+大数据100指数	1.10	9.50	39.16	(1.73)
博时银智大数据100	2016-05-20	中证银联智惠大数据100指数	0.54	39.17	34.56	(1.38)
大成中证360互联网+大数据100指数C	2017-01-18	中证360互联网+大数据100指数	0.05	(2.68)	23.88	2.95
南方大数据100C	2017-02-23	大数据100指数	0.02	(5.02)	18.08	(3.67)

资料来源：Wind，长江证券研究所

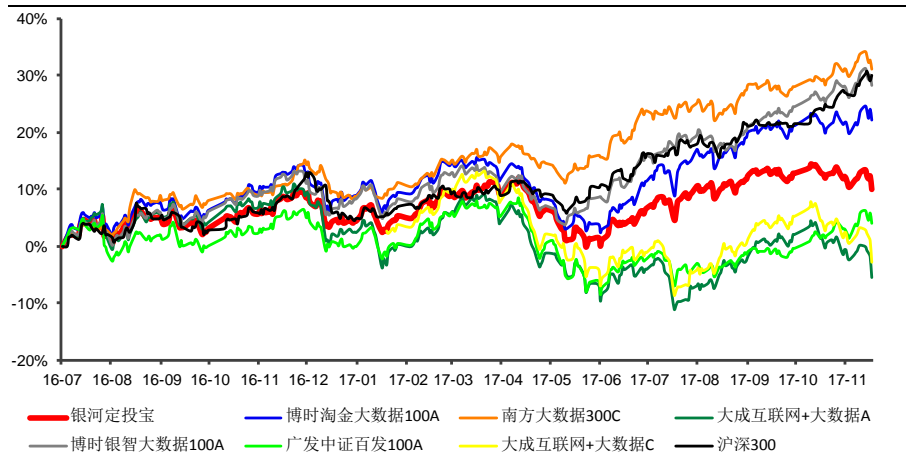
表 19：截至 2017 年 11 月 17 日，主动型大数据基金收益率表现

基金名称	数据处理来源	成立时间	规模 (亿元)	成立至今 净值增长率%	成立至今 沪深 300 增长率%	2017 年初至今 净值增长率%
天弘云端生活优选	大消费行业数据（电商、上市公司、权威机构、第三方数据）	2015-03-17	3.74	(17.12)	11.20	13.91
博时招财一号保本		2015-04-29	13.92	2.90	(13.10)	0.98
东方红京东大数据混合	京东电商的销量、浏览量、点击量、客户评价、客户收藏等	2015-07-31	31.17	46.80	8.01	24.30
广发百发大数据精选混合A	百度白发100指数成分股二次优化	2015-09-14	0.34	11.50	23.11	12.06
广发百发大数据精选混合E		2015-09-14	0.73	11.50	23.11	12.06
广发百发大数据成长混合A	百度公司互联网行为大数据，挖掘并分析上市公司相关数据	2015-11-18	2.55	0.00	9.64	1.83
广发百发大数据成长混合E		2015-11-18	0.37	0.10	9.64	1.83
嘉实腾讯自选股大数据策略股票	腾讯财经和自选股上的用户行为数据	2015-12-07	5.10	11.90	12.05	4.00
海富通东财大数据混合	按照投资时钟理论，根据宏观预期环境判断经济周期所处阶段	2016-01-29	0.46	4.20	44.40	0.58
泰达宏利大数据混合A	互联网大数据所反映的投资者行为	2016-02-23	1.45	25.82	32.13	7.26

银华大数据灵活配置定开混合	证券相关数据	2016-04-07	0.72	(4.10)	26.50	1.59
博时招财二号保本		2016-08-09	8.12	1.90	27.42	3.14
招商财经大数据股票	东方财富网大数据（包括股票关注度、点击量等投资者行为数据）	2016-11-02	0.37	(13.36)	22.68	(11.86)
浙商大数据智选消费混合	支付、电商、论坛、新闻、舆情等	2017-01-11	3.03	7.80	22.71	7.80
泰达宏利大数据混合C		2017-02-09	0.03	6.97	21.80	6.97
广发百发大数据混合A	百度互联网行为大数据	2017-06-16	1.11	7.00	16.78	7.00
广发百发大数据混合E	百度互联网行为大数据	2017-06-16	0.14	8.20	16.78	8.20

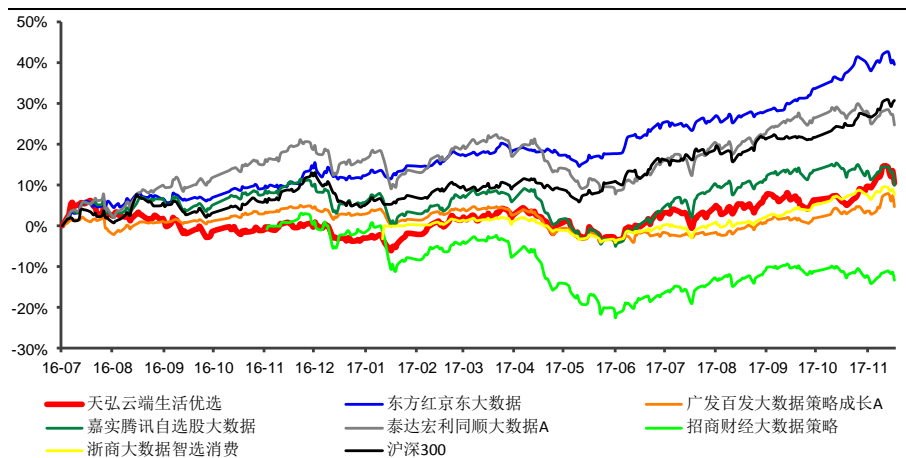
资料来源：Wind，天天基金网，长江证券研究所

图 32：部分被动型大数据基金收益率表现情况（截至 2017 年 11 月 17 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：部分主动型大数据基金收益率表现情况（截至 2017 年 11 月 17 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所



综合来看，大数据在基金行业的应用广度与深度都还不够，实现真正的智能辅助量化投资仍有较大空间。分三个层面来看：

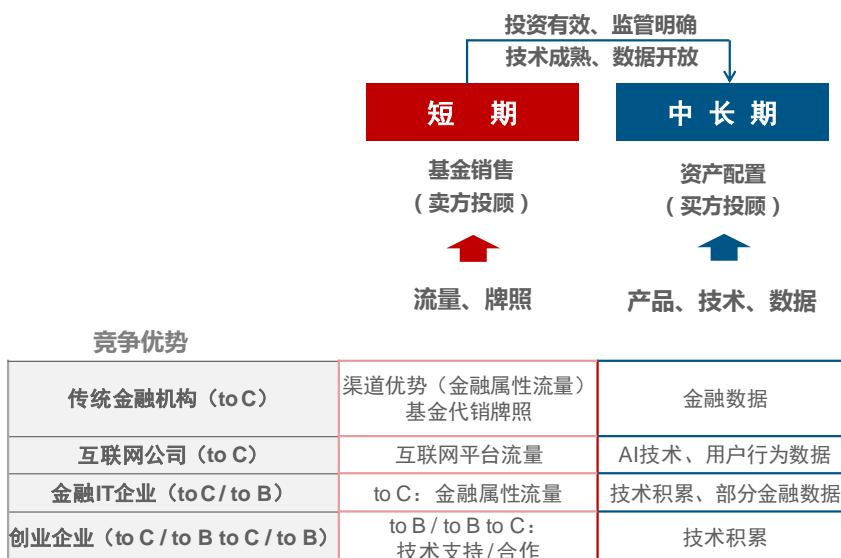
- **互联网大数据作为信息来源的使用比例不明确，可能部分源自于普通量化策略模型。**基金公开信息说明中，很少提及具体的大数据使用情况；
- **数据与资本市场之间的传导路径不够短，影响数据对股票价格的预见力。**大数据基金中涉及的财经媒体、互联网搜索、电商等大数据与资本市场的关联不算太近，且数据中存在噪音，需要有效信息的提炼；
- **数据体量不够广泛。**由于数据来源于有限几个层面，且数据之间难以打通，数据体量的限制会影响对股价波动的解释力，需要基金管理者自身的判断，收益情况实则跟基金管理人的能力更相关。

## 未来展望：短期在于流量与牌照、中长期在于技术与数据

我国智能投顾行业的未来发展，可以从两个阶段来看：

- **短期阶段，智能投顾产品以基金销售为主，且多为卖方投顾。**由于短期内我国基金行业个人投资者难以获得平均回报，智能投顾产品很难向买方收费，大多以销售基金的卖方投顾模式为主。面临政策监管风险及初期获客问题，牌照与流量是短期内的竞争关键因素；
- **中长期阶段，伴随内部技术水平提升、外部监管落地以及金融市场成熟，智能投顾产品或发展为资产配置模式，实现向投资者收取管理服务费用，形成买方投顾。**此时利用大数据与技术使得智能投顾产品为用户实现有效的资产配置及理财管理成为关键。

图 34：国内智能投顾发展逻辑与企业竞争优势分析

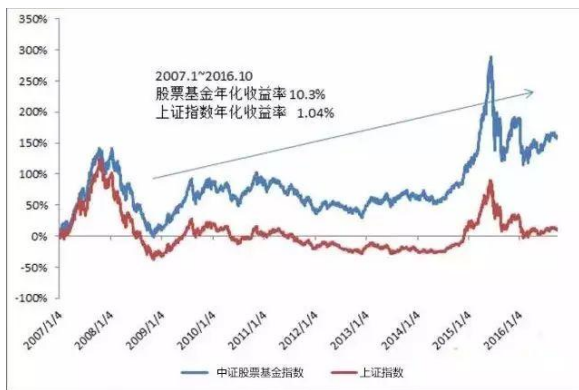


资料来源：长江证券研究所

## 短期卖方投顾为主，关键在流量与牌照

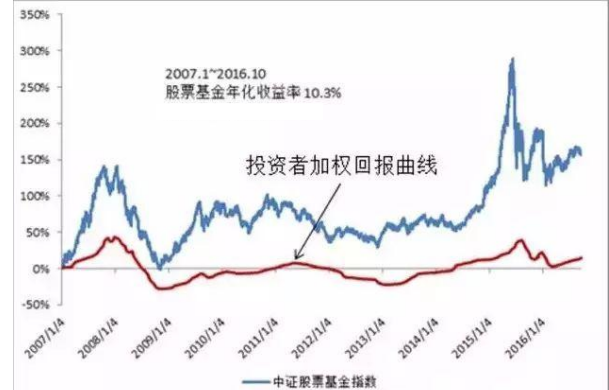
买方投顾缺失是我国理财行业痛点，个人投资者较难获取基金投资收益。当前行业现状是缺乏能为投资者有效管理资产的买方服务模式，传统线下投顾服务也多以卖方模式为主，主要目的在于销售理财产品。根据德圣基金研究中心的研究成果，我国基金行业在过去十年间存在明显的“投资者回报悖论”：股票型基金年化收益率远高于市场平均收益率，但个人投资者回报却很低，即基金投资并未给个人投资者带来盈利。

图 35：2007-2016 年期间，股票型基金年化收益率远高于上证指数



资料来源：德圣基金研究中心，长江证券研究所

图 36：2007-2016 年期间，个人投资者实现的收益率很低



资料来源：德圣基金研究中心，长江证券研究所

“投资者回报悖论”的主要原因在于个人投资者强烈顺周期行为导致的投资无效。由于个人投资者没有专业经验，缺少有效的投资顾问服务，对投资风险的管理不足，常因情绪化“追涨杀跌”，其基金大额申购的行为往往伴随市场的下跌，而市场上涨前反而容易出现基金净赎回的情况。

图 37：各人投资者常因情绪化“追涨杀跌”，具有强烈的“顺周期行为”

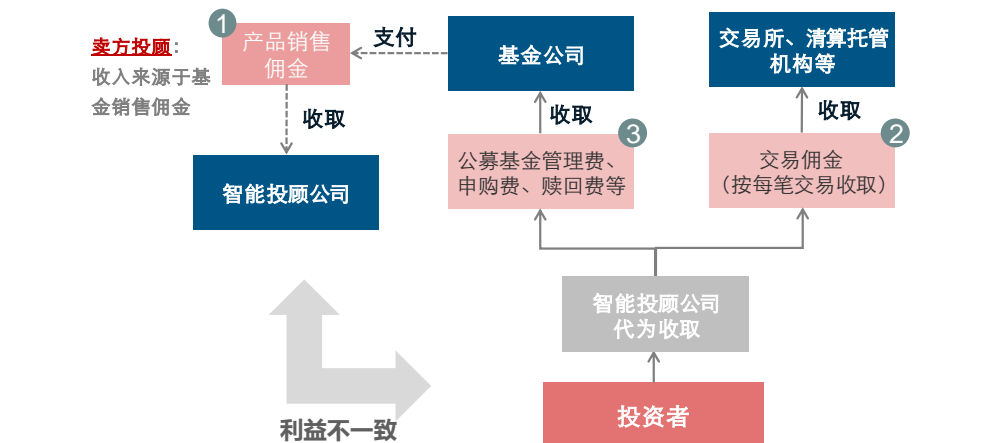


资料来源：中国证券基金业协会，中证指数有限公司，长江证券研究所

在个人回报难以实现的情况下，投资者大多没有意愿为智能投顾产品买单，因此短期阶段以卖方投顾模式为主，目的为销售基金。在监管趋严的背景下，具有牌照资源的公司可以规避政策风险。同时，考虑前期的获客成本问题，流量因素也是智能投顾平台的运营关键。

卖方投顾下，投资者与智能投顾公司的利益不一致：智能投顾公司的收入主要来自基金发行方的佣金提成，投资顾问在标的选择上更倾向于选择销售佣金高的产品，而非投资价值高的产品，与投资者目标相悖。中长期来看，买方投顾的发展十分必要。

图 38：短期内卖方投顾模式下，智能投顾公司与投资者的利益不一致

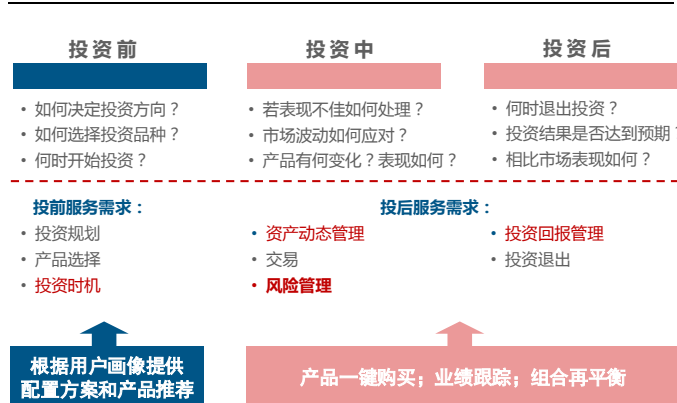


资料来源：长江证券研究所

## 中长期买方投顾起航，关键在技术与数据

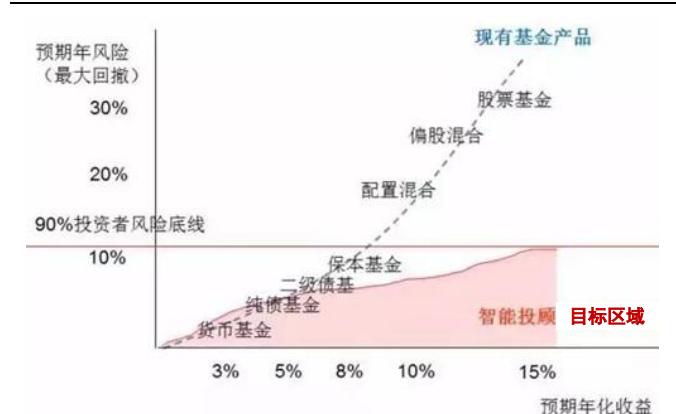
中长期来看，智能投顾实现向买方收费需要产品与服务有效，即能够帮助投资者管理风险、赚取更多的投资回报。这便需要利用智能投顾管理市场风险与客户风险，并将有效的投资策略转化为投资者的行动。通过大数据、用户行为分析，把握客户偏好与风险管理需求的基础上，将智能投顾服务贯穿于投资始终，最终实现多数客户在多数时间获取有效收益。

图 39：买方投顾服务全面需求



资料来源：长江证券研究所

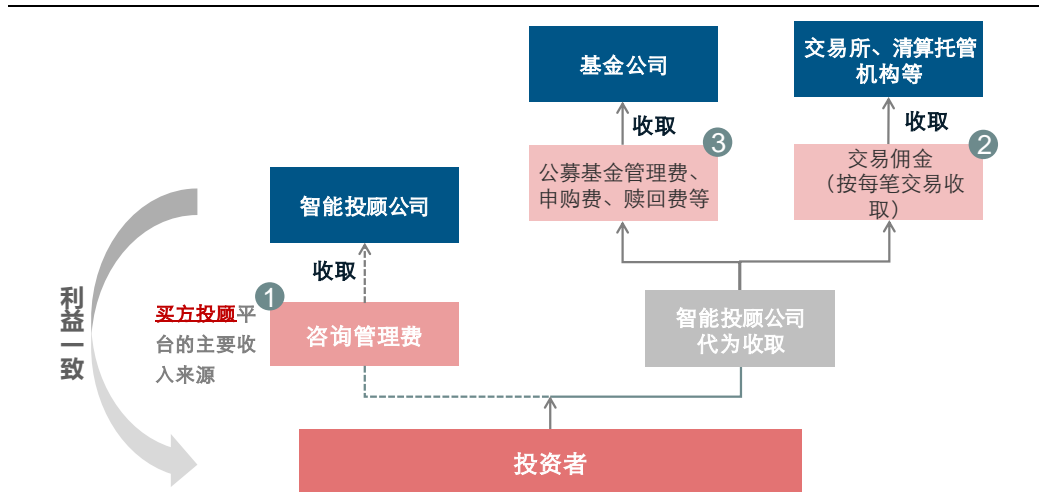
图 40：智能投顾目标区间：一定风险以内的更多投资回报



资料来源：德圣基金研究中心，长江证券研究所

买方投顾下，投资者与智能投顾公司的利益一致，能够有效降低道德风险：智能投顾公司直接向投资者收取咨询管理费用，为了吸引更多的流量，有动力提升智能投顾产品的有效性，帮助投资者管理风险与相对回报。此时只有智能投顾产品能够有效帮助投资者获取相对收益，投资者才肯为产品买单。因此若实现买方投顾模式，**数据与技术**可能是智能投顾公司的核心竞争因素。

图 41：中长期买方投顾模式下，智能投顾公司与投资者利益一致



资料来源：长江证券研究所

当前全球智能投顾技术尚存在较大提升空间。以美国领先的智能投顾创业企业 Betterment 为例，根据官方公布数据，2016 年上半年 Betterment 的组合收益率为 7.8%，高于市场平均个人投资者的期间回报率（4.4%），而同期标普 500 指数的收益率仅为 1.72%。但是智能投顾在应对风险时表现不佳，主要在于两方面：

- 当面对系统性风险时，在市场的暴跌中及时止损的机制并没有很大成效。比如 2008 年 Betterment 的投资收益率出现较大幅度回撤，跌幅甚至超过市场平均；
- 机器学习的主动学习能力对风险的管控尚未突破人类管理局限，应变能力不强。跟踪 Betterment 长期收益率情况，可以发现其投资回报涨跌趋势与个人平均投资趋势几近相同，对风险的控制能力有较大提升空间。

图 42：2004 年-2016 年 6 月，Betterment（70%投资股票的投资组合）的收益率情况



资料来源：Betterment，长江证券研究所

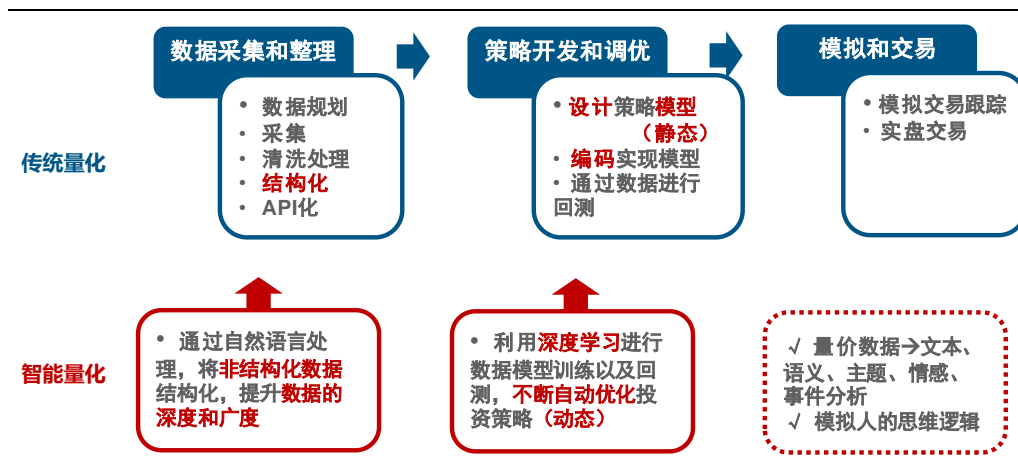
表 20: Betterment (70%投资股票的投资组合) 收益率波动较大, 应对风险能力较弱

时间	Betterment (70%股票) 期间收益率	平均个人投资者期间回报率
2016.1-6	7.8% (年化19.6%)	4.4%
	标普500-1.72% (年化3.47%)	
2006.1-12	12.2%	9.5%
2007.1-12	5.7%	8.9%
<b>2008.1-12</b>	<b>-26.1%</b>	<b>-23.7%</b>
2009.1-12	37.0%	24.6%
2010.1-6	-2.2%	-3.1%
2016.5-6	0.7%	-0.6%

资料来源: Betterment, 长江证券研究所

当前大数据基金的收益表现也反映出数据与技术的发展成熟度还不够。相比于传统量化投资, 真正的智能量化投资需要利用非结构化数据和深度学习算法, 通过海量数据分析, 针对市场的变化不断对模型进行自动优化调整, 从传统的量价数据深挖至文本、语义、主题、情感、事件等数据, 从传统的量化策略算法升级至模拟人类思维逻辑。

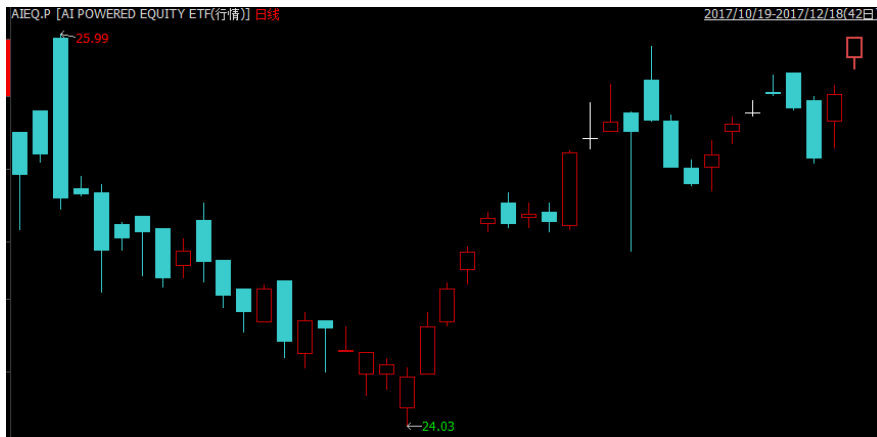
图 43: 智能量化投资需要结合海量数据分析和动态调整的深度学习能力



资料来源: 长江证券研究所

纯人工智能主动型证券投资表现不佳。2017 年 10 月 18 日, 全球首支人工智能 ETF (AIEQ) 上市交易, 一个多月内先跑赢大盘再大幅下挫, 跌破净值后大幅反弹, 2017 年 12 月 18 日报收于 25.97 美元。其基金管理规模为 700 万美元, 管理费率为 0.75%, 介于被动 ETF 平均 0.58%和主动 ETF 平均 0.85%的费率之间。AIEQ 由美国 EquBot 公司推出, 采用 IBM Watson 认知计算系统识别并处理大数据, 不断地分析美国 6000 多只上市公司股票相关信息, 比如市场情绪、监管文件、财务报表、公司新闻、社交媒体等, 从中筛选出 30-70 只股票。

图 44: AIEQ (AI Powered Equity ETF) 成立至 2017 年 12 月 18 日的日线涨跌幅情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

目前来看人工智能最终也难以完全取代投资经理。AI 的长项在于理性的独立决策能力和快速的响应速度，通过大数据分析帮助作决策；但 AI 很难具有对市场的前瞻性和洞察力，尤其资本市场是瞬息万变的，或有很多看不见的因素影响股票价格。AI 在主动型证券投资领域将更多扮演辅助决策作用。

## 推荐标的

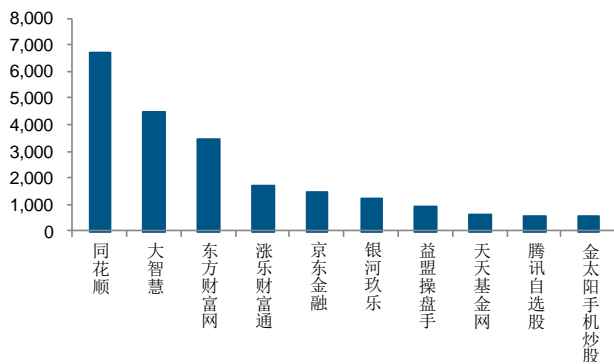
### 同花顺：兼具流量与数据优势，构建智能投顾生态平台

**B、C 端协同发展，生态构建助推业绩增长。**同花顺产品线布局完善，客户涵盖个人投资者（to C）和机构投资者（to B）。同时，公司通过其他业务与券商、基金等传统金融机构形成良好的战略合作关系，有助于发挥协同作用，推动业绩增长。

**移动端流量龙头，有效增强获客能力。**高昂的获客成本是智能投顾平台发展的主要障碍之一，同花顺是金融信息服务领域龙头。根据艾瑞数据，2017 年 9 月同花顺 APP 月独立设备数为 6735 万台；易观千帆数据显示，2017 年 3 月同花顺炒股票 APP 月活人数约 3595 万人，远远超过国内同类软件，是移动端流量的龙头。强大的流量优势有效增强了获客能力，提升了其智能投顾产品的竞争力。

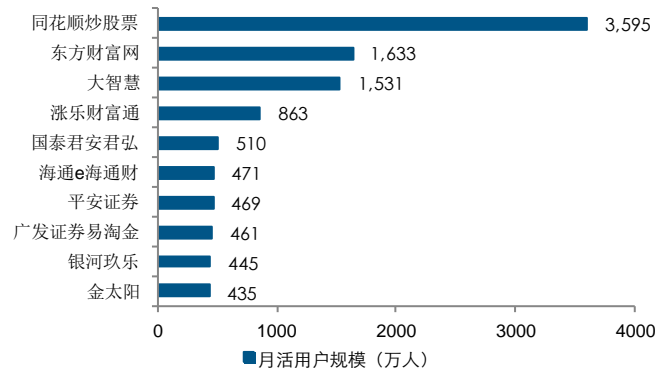


图 45: 2017 年 9 月财经类 APP 月独立设备数: 同花顺位居榜首(万台)



资料来源: 艾瑞数据, 长江证券研究所

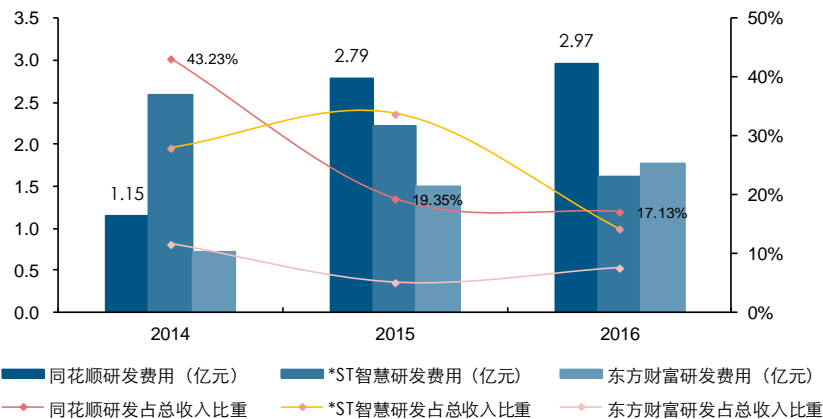
图 46: 同花顺炒股票 APP 月活人数远超其他同类软件(2017 年 3 月)



资料来源: 易观千帆, 长江证券研究所

持续研发铸就核心竞争力, 技术优势奠定领先地位。同花顺在 2009 年就开始布局人工智能, 2016 年公司研发投入近 3 亿元, 远超东方财富和大智慧等同类企业。

图 47: 同花顺研发投入显著高于同类企业



资料来源: Wind, 长江证券研究所

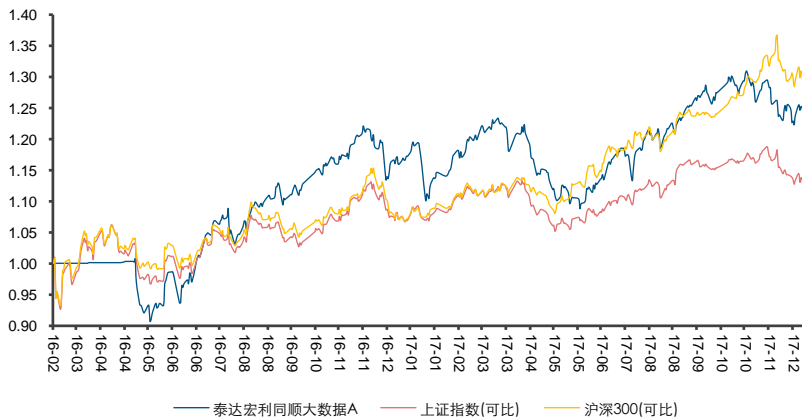
表 21: 同花顺智能投顾(辅助交易类)产品种类丰富

产品	核心功能	价格
Level-2	精准主力系统、千档极速盘口、主力决策引擎	基础版: 2880元/年 云端版: 280元/年
短线宝	极速决策系统、买卖操作系统、选股系统、大盘分析系统、level-2	2800元/年
财富先锋	股票池系统、买卖点系统、拓赢数据分析系统、拓赢风险控制系统、智能交易系统、主力雷达系统、盘中决策系统、智能决策系统	至尊版: 32800元/年 主力版: 16800元/年
大战略	投资理念9维分类体系、经典个性化高端股票池、大战略分析系统、仓位诊股系统、7*24金融管家、iFinD金融数据终端	78000元/年
金融大师	智能大数据系统、多维智能分析系统、九维理念高端股票池系统、板块热点题材挖掘系统、专业投顾服务	80000元/年

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

大数据和人工智能是智能投顾的核心技术，公司在两方面均有着强大的技术储备。(1) **大数据方面**，公司在金融大数据领域深耕不辍，已面向行业、政府输出技术。2016 年，公司与泰达宏利基金合作共同发起大数据基金，其 2016 年的净值增长率高达 17%，彰显了卓越的大数据应用开发能力；(2) **人工智能方面**，2015 年公司成立人工智能资管子公司。公司的 i 问财、iFinD 智能投顾等“智能+”产品市场表现不俗，其技术优势有望为公司智能投顾的长远发展奠定基础。

图 48：泰达红利同顺大数据基金累计收益率优于上证综指



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 恒生电子：金融 IT 之王者，开启 Fintech 新时代

恒生电子是金融 IT 软件龙头，主要向机构（B 端）输出产品。2017 年 6 月 6 日，公司发布四大人工智能产品，助力金融机构开启 AI 新时代。其中，辅助交易类智能投顾产品 iSee 机器人是子公司云纪网络推出的，根据用户画像辅助决策；理财类智能投顾 BiRobot3.0 由北京商智推出，根据用户需求进行资产优化配置。

表 22：恒生电子推出四大 AI 金融产品（to B），包括辅助交易类和理财类智能投顾

产品	主要功能
iSee 机器人	采用机器学习的方法并利用大数据的高效处理能力，使证券公司在新一轮的智能金融布局中，为每位证券公司的用户提供千人千面的服务，让用户决策更理性，让交易更明白。未来随着用户的扩大，累积的数据量越多，为用户提供的服务也会越精准。
智能小梵 (智能资讯 FAIS)	自然语言搜索个股资讯
智能投顾 BiRobot3.0	分为客户需求探索、资产优化模型、智能择市（量化投资策略）和资产智能管理四个环节，不仅能满足投资人财务规划的需求，而且拥有多投资目标管理与定期的检视再平衡机制。
智能客服	语音识别、智能语义

资料来源：公司官网，长江证券研究所

2017 年 3 月公司公告董事会预案，披露恒生电子、云汉投资和云飞富隆分别向北京商智出资约 1216 万元、784 万元和 196 万元，投资完成后分别持有北京商智 31%、20% 和 5% 的股份。北京商智主营私人银行的财富管理与资产配置 IT 解决方案，在此基础上推出的智能投顾产品可以拆解原有财富管理业务，具有实用性高、用户体验佳等优势。

## 风险提示

- 1、智能投顾监管风险；
- 2、智能投顾技术研发不及预期。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。