

银行

证券研究报告/行业专题报告

2023年06月11日

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
招商银行	33.74	4.69	5.41	5.98	6.52	7.19	6.24	5.64	5.17		增持
平安银行	11.88	1.83	2.30	2.61	2.93	6.49	5.17	4.55	4.05		增持
宁波银行	26.76	2.85	3.38	3.90	4.44	9.39	7.92	6.86	6.03		增持
江苏银行	7.60	1.33	1.72	2.05	2.44	5.71	4.42	3.71	3.11		买入
苏州银行	6.92	0.93	1.07	1.48	1.85	7.44	6.47	4.68	3.74		买入

备注：最新股价对应 2023/6/9 收盘价

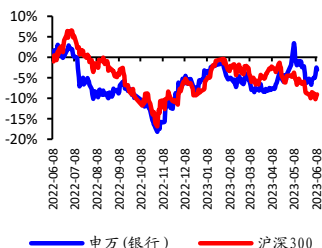
报告摘要

- **核心观点：理财量、价及资产配置情况跟踪。**规模企稳在 25.67 万亿，其中现金类触底反弹。破净率重回 4% 以下，赎回潮下银行希望通过提高业绩预期来吸引投资者、开放式业绩比较基准逐步提升。混合估值法成为新选择，但仍存在流动性缺陷；底层配置上固收类占比仍占主导，但逐季稳步下降，配置上对流动性偏好增强。
- **存续规模方面：理财规模企稳，现金管理类触底反弹，固收类企稳，权益类逐步回落。**整体规模来看，4 月理财规模是自 2022 年 11 月赎回潮以来首次回暖（环比增 5.2%）、单月净增 1.26 万亿至 25.51 万亿，5-6 月环比增速放缓，最新余额在 25.67 万亿。**从理财产品不同类型来看**，年初以来至 6 月初，固收类：存续规模及占比企稳，仍为主要构成；现金管理类：受新规影响，规模逐步下降、在今年 3 月开始触底企稳反弹，占比维持在 30% 以上。权益类 2 月见顶，随后规模逐步回落。
- **净值：破净率重回 4% 以下，开放式业绩比较基准为留客边际有提升。**与存续规模触底反弹并企稳相对应，破净率自 2022 年 12 月达到 29.3% 的峰值后，逐月改善至 5 月末 3.9%。赎回潮下开放式业绩比较基准边际提升。
- **估值方法：赎回负反馈影响下，新发封闭式数量和募集规模占比明显提升，混合估值法成为新选择，但仍存在流动性缺陷，这也是封闭式理财存续规模占比向来较低的核心原因。**
- **资产配置：流动性配置需求提升，逐步向全资产投资延伸。**固收类占比仍占主导，但占比呈稳定的逐季下降趋势，理财产品逐步向全资产投资延伸，流动性偏好增强，底层中货币市场类、权益类占比不断提升，非标下降趋势不可逆转。
- **其他：1、理财子探索股权投资，LP 为主，试探 S 基金和直投：**理财子可通过发行私募参与股权投资，一是直接投资，二是 LP 模式。其中，LP 模式是主流；部分理财子试点 S 基金投资，在 IPO 放缓背景下 S 基金有更加广阔的市场；直投实践较少，但已开始布局。**2、理财子格局：获批速度放缓，多数净利润仍实现正增。**2023 年暂无新增理财子公司。在去年赎回潮承压的背景下，多数理财子公司仍能实现净利润的正增长，但整体净利润对集团贡献普遍较低，个别城商行贡献较大。**3、销售体系：理财子不断拓展母行外代销，自营渠道逐步完善。**大行理财背靠其自身强大的母行销售，外部渠道准入标准较高；股份行理财外部代销渠道较为丰富，在下沉市场攻势较猛。中小银行、民营银行成为代销重要力量，代销其他机构数量最多的前三名为兴业、百信、微众。**4、产品创新：养老理财稳健布局，客户中心理念深化实践。**存续养老理财方面，截至 2023 年 5 月末，全市场共有 54 款养老理财产品存续，

基本状况

上市公司数 42
行业总市值(百万元) 9,741,117
行业流通市值(百万元) 6,792,229

行业-市场走势对比



相关报告

平均收益率多在 2.2%-3.6% 之间，仅有 3 支开放产品。2023 年仅兴银理财新发行 2 支养老理财。各类产品创新方面，招银理财在某产品发行初期就立下“破净”不收费的承诺，实属首例，围绕绝对收益目标来做投资、研究和考核。

- **投资建议：**银行股核心逻辑是宏观经济，坚持修复逻辑和确定性增长逻辑两条主线。银行股的核心逻辑是宏观经济，之前要看政策预期，如今政策预期落地后，下阶段就要看经济的持续性。**第一条选股主线是确定性增长逻辑：**收入端增长确定性最强的仍是优质区域城商行板块，看好宁波、江苏、苏州、南京、成都。**第二条选股主线是修复逻辑：**地产回暖+消费复苏，看好招行、宁波、平安、邮储。
- **风险提示：**经济下滑超预期。国内外疫情反复超预期。金融监管超预期。

内容目录

一、规模：理财规模企稳，5月增速放缓	- 6 -
1.1 赎回潮后4月首次环比正增，5月增速放缓	- 6 -
1.2 年初以来，现金管理类触底反弹，固收类企稳，权益类逐步回落	- 7 -
二、净值：破净率重回4%以下，封闭式业绩比较基准持续走低	- 9 -
2.1 破净率重回4%以下，助力理财规模维持稳定	- 9 -
2.2 理财子公司破净率回落，近半数理财子公司破净率在5%以内	- 9 -
2.3 新发理财业绩比较基准维持下行趋势，5月降幅收窄	- 10 -
2.4 赎回潮下开放式业绩比较基准反超封闭式理财	- 11 -
三、估值方法：摊余成本法和混合估值法发行增多，但预计不会成为主流	- 12 -
3.1 赎回负反馈影响下，封闭式新发占比明显提升，1月达峰值后回落	- 12 -
3.2 混合估值法成为新选择，但仍存在流动性缺陷	- 14 -
四、资产配置：流动性配置需求提升，逐步向全资产投资延伸	- 15 -
4.1 一级资产配置：固收为主但占比持续下降，货币类、权益类占比提升	- 15 -
4.2 二级资产配置：债券占比下行但仍占半壁江山，现金类资产占比提升	- 17 -
4.3 理财子探索股权投资，LP为主，试探S基金和直投	- 18 -
五、理财子格局：获批速度放缓，多数净利润仍实现正增	- 22 -
5.1 理财公司获批速度放缓，2023年暂无新增	- 22 -
5.2 多数理财子净利润仍实现正增	- 22 -
六、销售体系：理财子不断拓展母行外代销，自营渠道逐步完善	- 24 -
6.1 理财公司获批速度放缓，2023年暂无新增	- 24 -
6.2 线上直销渠道不断完善，5家自建APP	- 28 -
七、产品创新：养老理财稳健布局，客户中心理念深化实践	- 29 -
7.1 养老理财稳健布局	- 29 -
7.2 不断深化以客户为中心理念，“破净免费”	- 31 -
八、投资建议	- 34 -

图表目录

图表 1: 理财存续规模及产品数量 (亿元)	- 6 -
图表 2: 新发理财产品数量 (周度, 只)	- 6 -
图表 3: 新发理财初始募集规模 (周度, 亿元)	- 6 -
图表 4: 各类理财产品规模增长情况 (亿元)	- 7 -
图表 5: 现金管理类存续规模及占比	- 8 -
图表 6: 固收类存续规模及占比	- 8 -
图表 7: 混合类存续规模及占比	- 8 -
图表 8: 权益类存续规模及占比	- 8 -
图表 9: 商品及衍生品类存续规模及占比	- 8 -
图表 10: 理财破净数量及破净率 (截至 5 月末)	- 9 -
图表 11: 理财公司破净情况 (截至 5 月末)	- 10 -
图表 12: 新发理财业绩比较基准趋势 (%)	- 10 -
图表 13: 新发理财业绩比较基准 (%)	- 11 -
图表 14: 新发理财业绩比较基准 (按照运作模式, %)	- 11 -
图表 15: 摊余成本法适用理财产品规则	- 13 -
图表 16: 新发理财数量占比 (封闭 vs 开放)	- 13 -
图表 17: 新发募集规模结构 (亿, 封闭 vs 开放)	- 13 -
图表 18: 封闭式新发募集规模及增速 (亿元)	- 13 -
图表 19: 各类运作模式存续规模 (封闭 vs 开放, 截至 2022 年末)	- 14 -
图表 20: 各类运作模式存续规模 (封闭 vs 开放, 截至 5 月末)	- 14 -
图表 21: 理财底层资产配置占比 (% , 一级资产穿透前后合并口径, 3Q22)	- 15 -
图表 22: 理财底层非标资产配置 (2022)	- 16 -
图表 23: 理财底层非标资产配置 (23Q1)	- 16 -
图表 24: 理财底层资产配置 (2022)	- 18 -
图表 25: 工银理财对外权益投资情况 (截至 2023.06.05)	- 19 -
图表 26: 上海乐永投资合伙企业 (有限合伙) 对外投资情况 (截至 2023.06.05)	- 19 -
图表 27: 杭银理财对外权益投资情况 (截至 2023.06.05)	- 20 -
图表 28: 杭州和达药谷创业投资合伙企业 (有限合伙) 对外投资情况 (截至 2023.06.05)	- 20 -
图表 29: 信银理财对外权益投资情况 (截至 2023.06.05)	- 21 -
图表 30: 理财子公司历年批复家数	- 22 -
图表 31: 理财子公司基本信息及经营情况	- 22 -

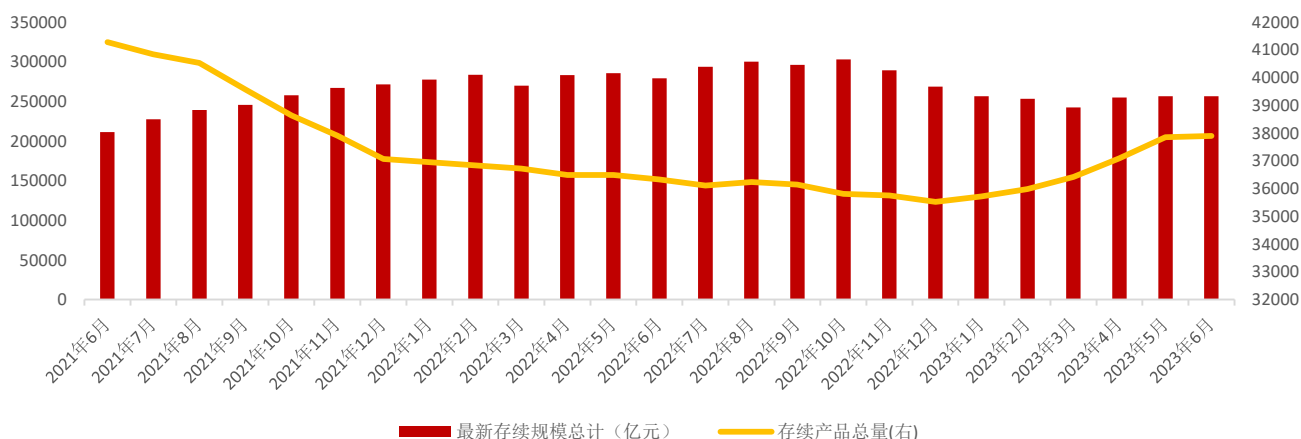
图表 32: 理财子公司规模排名 (亿元)	- 23 -
图表 33: 理财子公司净利润排名及同比增幅 (亿元)	- 24 -
图表 34: 发行机构角度——被代销产品数及代销家数 (截至 5 月末)	- 26 -
图表 35: 代销机构角度——代销产品数及代销家数 (截至 5 月末)	- 27 -
图表 36: 理财子公司线上直销渠道搭建情况.....	- 28 -
图表 37: 养老理财相关政策梳理.....	- 29 -
图表 38: 理财子旗下养老理财产品概况.....	- 30 -
图表 39: 理财子养老理财成立以来平均收益率 (%)	- 31 -
图表 40: 招银理财招卓价值精选权益类理财计划产品说明书.....	- 32 -
图表 41: 近年理财产品创新梳理 (收费)	- 32 -
图表 42: 近年理财产品创新梳理 (投资策略)	- 33 -

一、规模：理财规模企稳，5月增速放缓

1.1 赎回潮后4月首次环比正增，5月增速放缓

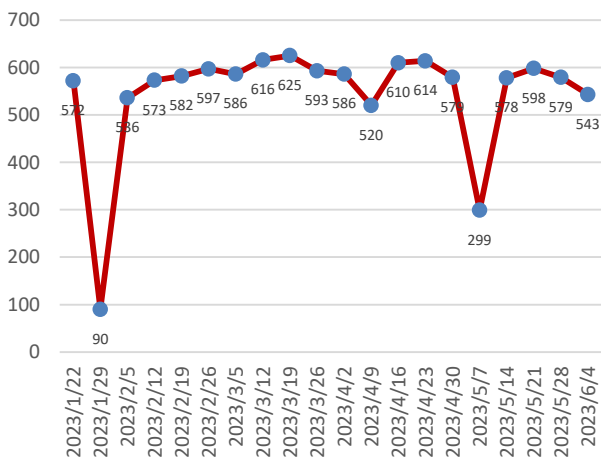
- 4月理财规模开始环比正增，5月增速边际有放缓。截至2023年6月4日，根据普益标准数据显示，全国银行理财（含理财子）产品存续规模为25.67万亿元。3月末理财规模24.25万亿，存续规模为自2021年9月以来的最低位，4月理财规模是自2022年11月赎回潮以来首次回暖，环比增5.2%至25.51万亿、单月净增1.26万亿，5月继续实现环比正增0.56%至25.66万亿、单月净增1440亿，6月第一周环比正增0.1%，理财规模企稳但增速放缓。整体看，一方面是市场对理财产品的需求有所恢复；另一方面，也表明在银行存款利率不断下降的情况下，投资者风险偏好略有回升，在存款和理财之间存在一定的资产搬家。

图表 1：理财存续规模及产品数量（亿元）

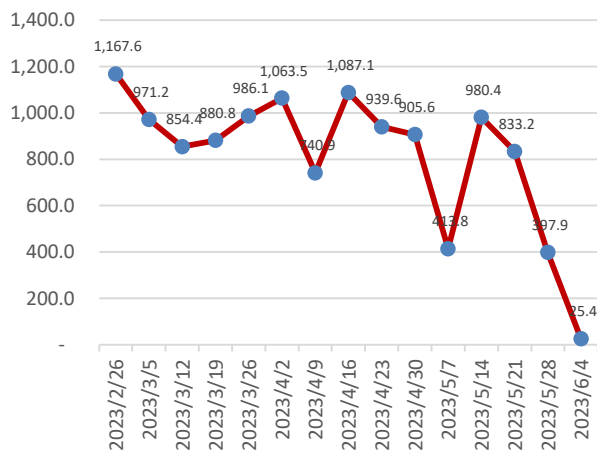


资料来源：普益标准，中泰证券研究所
注：数据截至2023年6月4日

图表 2：新发理财产品数量（周度，只）



图表 3：新发理财初始募集规模（周度，亿元）



资料来源：普益标准，中泰证券研究所
注：数据截至 2023 年 6 月 4 日

1.2 年初以来，现金管理类触底反弹，固收类企稳，权益类逐步回落

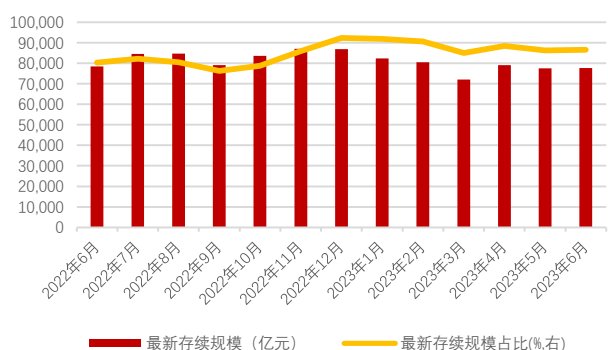
- **从理财产品不同类型来看，年初以来至 6 月初，（1）固收类：存续规模及占比企稳，仍为主要构成。** 存续规模来看，1-3 月跌幅缩小，4 月规模企稳回升，4-5 月连续实现环比正增，6 月第一周规模维持稳定。占比来看，存续规模占比自去年末的 62.5% 回升 2.5 个百分点至 65% 左右，保持稳定。
- **（2）现金管理类：受新规影响，规模不断压降，今年 3 月才触底企稳反弹，占比维持在 30% 以上。** 现金管理类产品以其收益稳定、申赎方便等优势，一度吸引了大批对收益率要求不高的投资者，存续规模从 2019 年底的 4.16 万亿元一路上升至 2021 年年底的 9.29 万亿元。2021 年 6 月，银保监会和央行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，其中对现金管理类产品的投资范围、申赎要求、杠杆水平、集中度、流动性等方面作出过渡期安排，明确过渡期至 2022 年底。随着过渡期的结束，现金管理类产品存续规模自 1 月至 3 月不断压缩，3 月末为 7.2 万亿，但随着 4 月以来资金面持续宽松，资产荒持续，且银行在净息差压力和监管指导下陆续调降存款利率，4 月末现金管理类规模在回升至 7.9 万亿，5 月末回落至 7.75 万亿，6 月初规模为 7.77 万亿，规模趋于稳定，占比自 3 月的 29.7% 也回升到 30% 以上。
- **（3）混合类：存续规模及占比持续下降。** 5 月末存续规模下降至 9000 亿以下，存续规模自 2021 年 10 月达到峰值 1.8 万亿以后，维持连续 20 个月的下降趋势，存续规模下降至 2023 年 6 月初的 8963 亿，占比自 2021 年 10 月的 7.1% 下降至 6 月初的 5% 以下。
- **（4）权益类：存续规模 2 月见顶，随后逐步回落。** 权益类存续规模自 2023 年 2 月见顶，为 533 亿，但由于资本市场不振叠加居民投资偏好持续保守，后续权益类规模连续两月环比下跌至 5 月末的 486 亿，6 月初暂时维持稳定，占比稳定在 0.2%。
- **（5）商品及衍生品类：理财公司对衍生品理财的倚重有所加强。** 商品及衍生品类存续规模自 2023 年 2 月低点以来恢复至此前上涨趋势，5 月末为 336 亿，较年初增加 116 亿，预计主要是随着二级权益市场的走弱以及近两年债牛的终结，理财公司对衍生品理财的倚重有所加强，但该产品设有较高的投资门槛，主要面向的是少部分投资者，整体存量占比较小。

图表 4：各类理财产品规模增长情况（亿元）



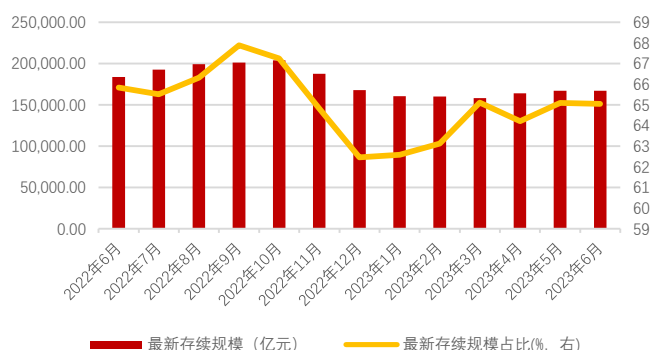
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 5：现金管理类存续规模及占比



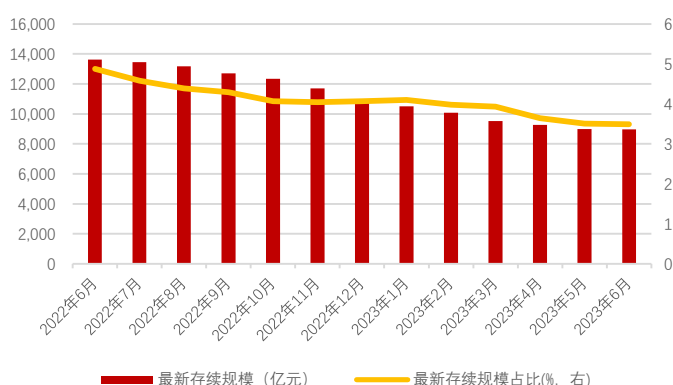
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 6：固收类存续规模及占比



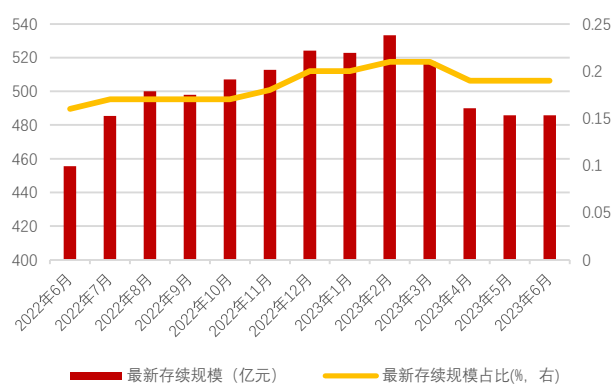
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 7：混合类存续规模及占比



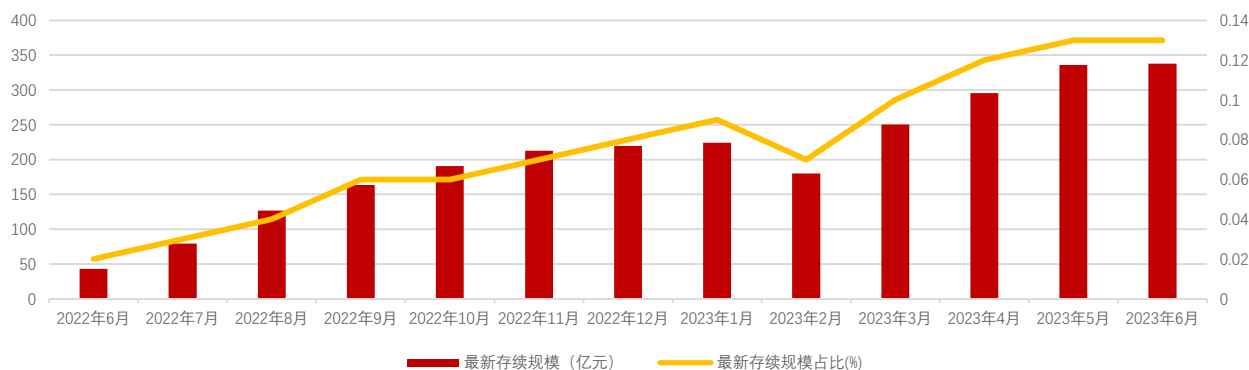
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 8：权益类存续规模及占比



资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 9：商品及衍生品类存续规模及占比



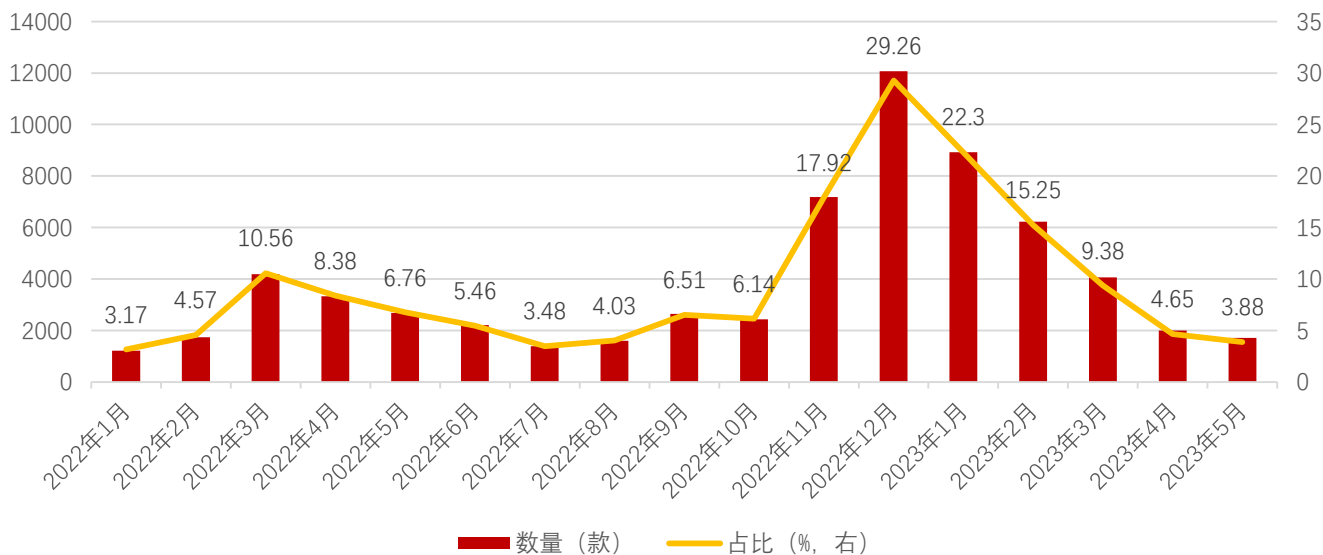
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

二、净值：破净率重回 4% 以下，封闭式业绩比较基准持续走低

2.1 破净率重回 4% 以下，助力理财规模维持稳定

- 与存续规模触底反弹并企稳相对应，破净率自 2022 年 12 月达到 29.3% 的峰值后，逐月改善，根据普益标准 6 月 4 日数据，截至 5 月末全市场理财破净率为 3.9%，重回 4% 以下，接近去年 7 月水平，破净理财的存续产品数量也由 1.2 万+ 下降到 1700 只左右，净值的稳定有助于进一步提振市场信心，助力理财规模维持稳定。

图表 10：理财破净数量及破净率（截至 5 月末）



资料来源：普益标准，中泰证券研究所

2.2 理财子公司破净率回落，近半数理财子公司破净率在 5% 以内

- 截至 5 月末，全市场理财子公司破净率在 5% 以内的有 14 家，占比接近 50%，绝大多数破净率均回归到 10% 以内。在存续产品数量超过 1000 只理财子公司中，破净率在 6% 以内的有 5 家，从低到高依次为华夏理财（破净率 1.23%，存续产品 1142 只）、信银理财（破净率 3.33%，存续产品

2820 只)、中银理财(破净率 4.11%, 存续产品 1532 只)、兴银理财(破净率 4.21%, 存续产品 1876 只)、招银理财(破净率 5.3%, 存续产品 2490 只)。城农商行理财子中,破净率最低的前五家为青银理财、渝农商理财、苏银理财、上银理财以及杭银理财,破净率在 5%以内。

图表 11: 理财公司破净情况 (截至 5 月末)

发行机构	产品总量 (款)	单位净值破净数量 (款)	单位净值破净占比 (%)	累计净值破净数量 (款)	累计净值破净占比 (%)
青银理财	661	0	0	0	0
恒丰理财	329	0	0	0	0
渝农商理财	386	1	0.26	0	0
农银理财	567	5	0.88	5	0.88
华夏理财	1142	14	1.23	14	1.23
苏银理财	753	12	1.59	11	1.46
民生理财	799	13	1.63	13	1.63
上银理财	709	12	1.7	9	1.28
交银理财	999	31	3.1	31	3.1
信银理财	2820	94	3.33	46	1.63
光大理财	690	26	3.77	24	3.61
中银理财	1532	63	4.11	63	4.11
兴银理财	1876	79	4.21	75	4.01
杭银理财	921	42	4.56	42	4.57
北银理财	221	11	5.09	10	4.52
汇华理财	196	10	5.1	10	5.1
宁银理财	816	43	5.27	42	5.96
招银理财	2490	132	5.3	132	5.3
广银理财	313	18	5.75	18	5.75
南银理财	901	52	5.77	51	5.66
平安理财	775	45	5.81	39	5.11
中邮理财	561	33	5.88	33	5.92
浦银理财	1209	78	6.45	78	6.53
贝莱德建信理财	26	2	7.69	2	7.69
徽银理财	663	56	8.45	55	8.3
建信理财	1225	121	9.88	120	9.84
施罗德交银理财	37	4	10.81	4	10.81
渤海理财	45	5	11.11	1	2.22
工银理财	1508	176	11.67	175	11.6
高盛工银理财	1	1	100	1	100

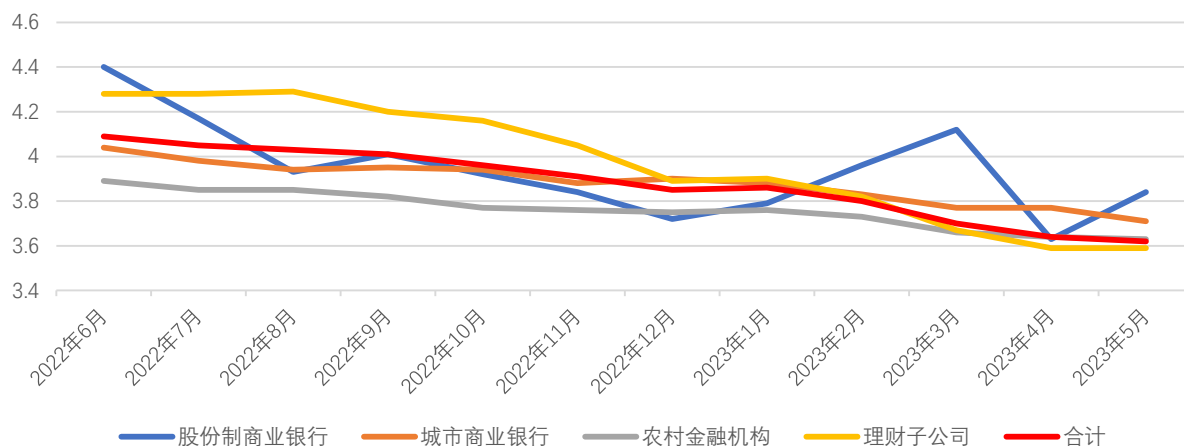
资料来源: 普益标准, 中泰证券研究所

注: 按照单位净值破净率排名

2.3 新发理财业绩比较基准维持下行趋势, 5 月降幅收窄

- 截至 5 月末, 市场新发理财产品业绩比较基准整体维持下行趋势, 5 月降幅收窄, 平均值在 3.62%。其中, 理财子产品比较基准自去年 12 月跌破 4%以来未能再次触及 4%, 较去年年末比较基准下降 30bp, 5 月与 4 月持平在 3.59%; 股份行母行 5 月新发产品比较基准有所回升, 但母行新发产品仅 13 款, 不具有代表性; 外资行母行新发产品比较基准一直以来是各类机构最低, 5 月新发 18 款, 较 4 月新发数量新增 2 只, 比较基准触达 3%, 5 月持平。

图表 12: 新发理财业绩比较基准趋势 (%)



资料来源: 普益标准, 中泰证券研究所

图 13: 新发理财业绩比较基准 (%)

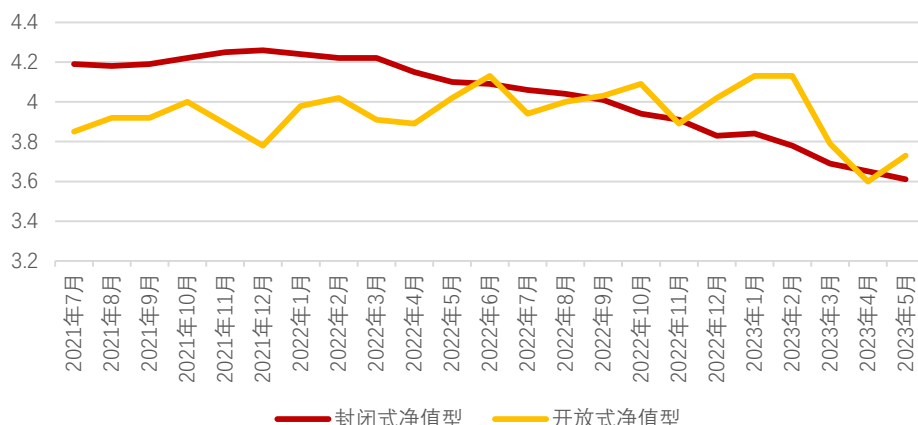
单位: %	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月
国有控股银行	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
股份制商业银行	4.4	4.17	3.93	4.01	3.92	3.84	3.72	3.79	3.96	4.12	3.63	3.84
城市商业银行	4.04	3.98	3.94	3.95	3.94	3.88	3.9	3.88	3.83	3.77	3.77	3.71
农村金融机构	3.89	3.85	3.85	3.82	3.77	3.76	3.75	3.76	3.73	3.66	3.64	3.63
外资银行	3.35	--	--	3.3	3.3	3.44	3.25	3.18	3.06	3.01	3	3
理财子公司	4.28	4.28	4.29	4.2	4.16	4.05	3.89	3.9	3.82	3.67	3.59	3.59
合计	4.09	4.05	4.03	4.01	3.96	3.91	3.85	3.86	3.8	3.7	3.64	3.62

资料来源: 普益标准, 中泰证券研究所

2.4 赎回潮下开放式业绩比较基准反超封闭式理财

- 由于封闭式理财产品的流动性欠佳, 基于流动性补偿, 普遍封闭式理财产品的业绩比较基准一般会略高于开放式理财, 但受赎回潮影响, 该走势出现波动背离。赎回潮中, 开放式理财业绩比较基准一路走高: 在 2022 年下半年以来, 特别是赎回潮之后, 自 2022 年 11 月至 2023 年 2 月, 开放式理财业绩比较基准一路走高, 最高至 2023 年 2 月的 4.13%, 高出同期封闭式理财 35bp, 与之相对的是封闭式理财业绩比较基准一路走低。此现象或由于在赎回潮中, 采用市值法估值的开放式理财波动较大, 发行方有意通过提高业绩预期来吸引投资者, 而采用摊余成本或混合估值法的封闭式理财则估值更稳定。随后随着赎回潮的平息, 开放式理财比较基准回归下降: 4 月其业绩基准回归下降至 3.6% 的低点, 5 月略有回暖。

图 14: 新发理财业绩比较基准 (按照运作模式, %)



资料来源：普益标准，中泰证券研究所

三、估值方法：摊余成本法和混合估值法增多，但预计不会成为主流

3.1 赎回负反馈影响下，封闭式新发占比明显提升，1月达峰值后回落

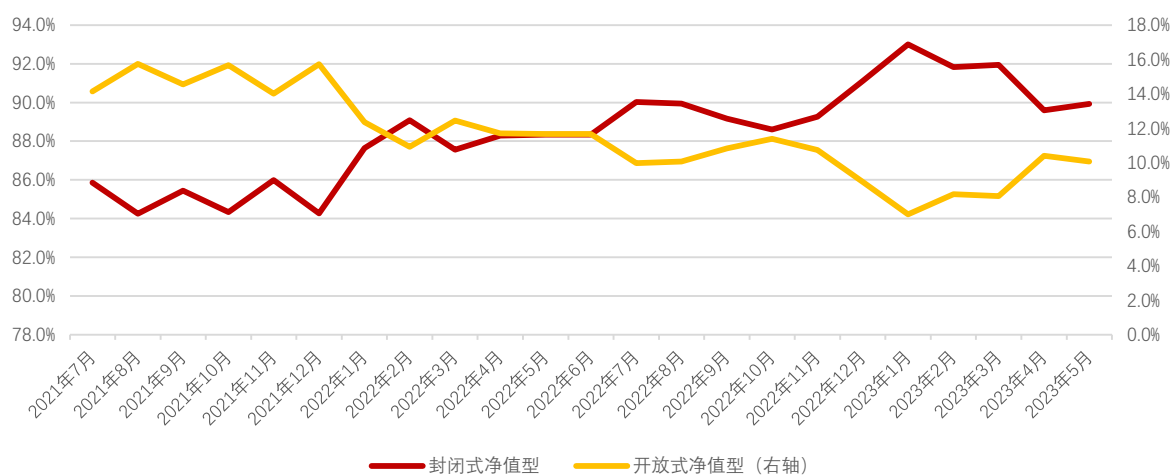
- **监管对市值法更加鼓励，仅有三类理财可使用摊余成本法。**摊余成本法理财估值的主要方法有市值法和摊余成本法等，摊余成本法主要是采用持有到期策略，收益主要来自于票息收益，净值波动较小；而市值法在债市调整下跌时，投资者在刚性兑付传统思维下开始赎回理财，导致发行人卖出债券，导致债市进一步下跌，形成负反馈效应。在2022年11月开始的赎回潮的压力下，财公司开始密集发行估值稳定的摊余成本法估值的理财产品，以此稳定投资者情绪，控制理财规模进一步下探。而资管新规以及《资产管理产品相关会计处理规定》更鼓励使用市值法进行估值，目前仅三类理财产品可以使用摊余成本法估值：两类封闭式理财产品和现金管理类产品，一是所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期，且合同现金流量特征通过SPPI测试的封闭式理财；二是所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值的封闭式理财；三是现金管理类理财产品，但自2023年开始现金管理类理财平均剩余期限不得超过120天，平均剩余存续期限不得超过240天，杠杆水平不得超过120%。
- **因此在去年赎回潮之后，新发净值型理财中封闭式产品数量的占比和募集规模占比明显提升。**产品数量方面：2022年1-10月新发封闭式净值型基金占新发净值型基金的占比平均为88.7%，在赎回潮之后，也就是2022年11月至2023年5月，平均占比提升至91%。从单个月份的具体数据来看，2022年10月新发净值型基金有88.6%为封闭式基金，在2023年1月该占比提升至93%的高点，2月至5月该占比分别为91.8%、91.9%、89.6%、89.9%，发行占比均显著高于赎回潮之前。**募集规模方面：**2022年1-10月新发封闭式净值型基金募集规模平均占比为82.3%，而在赎回潮发生后的2022年11月至2023年5月，该占比为93.1%，平均提升了近11个点，2023年1月达到峰值96.8%，随后逐渐回落至5月的92.5%。

图表 15: 摊余成本法适用理财产品规则

封闭式产品	且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期，合同现金流量特征通过 SPPI 测试：即相关金融资产在特定日期产生的合同现金流量仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付，因此摊余成本法理财产品无法配置的资产包括银行二级资本债、保险公司永续债以及附带特殊条款（如提前偿付选择权等）的非金信用债等。
封闭式产品	且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。
现金管理类 产品	自 2023 年开始，现金管理类理财平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天，杠杆水平不得超过 120%。

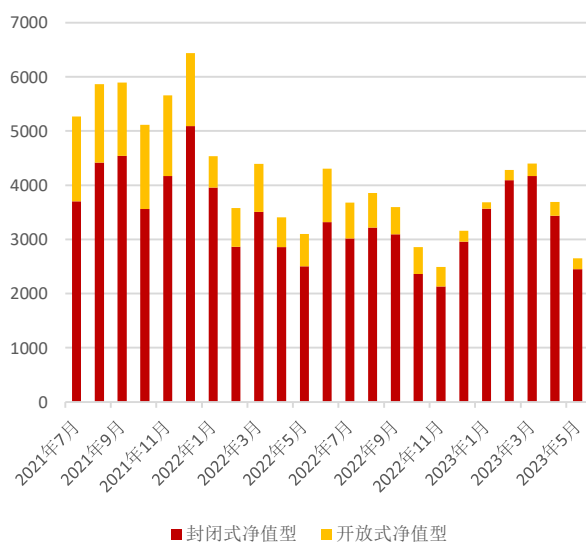
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 16: 新发理财数量占比（封闭 vs 开放）



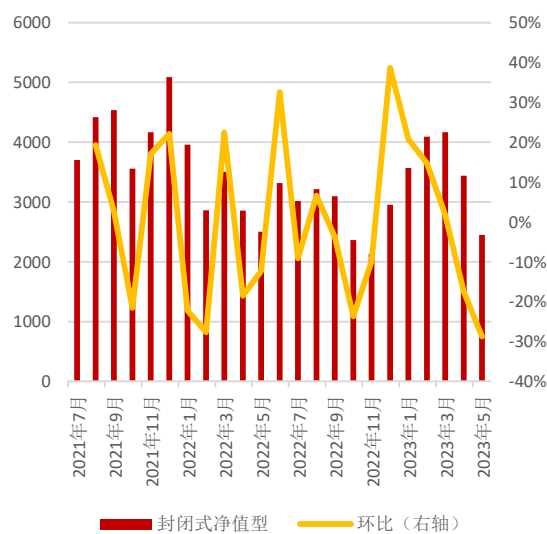
资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 17: 新发募集规模结构（亿，封闭 vs 开放）



资料来源：普益标准，中泰证券研究所

图表 18: 封闭式新发募集规模及增速（亿元）



资料来源：普益标准，中泰证券研究所

3.2 混合估值法成为新选择，但仍存在流动性缺陷

- **混合估值法在低风险和高收益之间调和折中，成为理财新选择。**摊余成本法相较于市值法，虽然有收益固定，净值稳定的优势，但投资者较难进行主动管理，此外，投资者也无法观察到封闭式产品的具体投向，即使投资者发现底层资产出现问题，也无法立刻撤回，并不是最贴合投资者利益的选择。在此情况下，混合估值法横空出世，顾名思义，即同时采用市值法和摊余成本法对理财产品进行估值，两种估值法的使用比例并没有统一的要求。该类产品一般分为两个单元，一是持有到期单元，即以收取稳定的票息收益为目的，这一部分的资产将使用摊余成本法进行估值；二是交易型单元，通过交易来获取买卖价差收益，这一部分资产将使用市值法进行估值。混合估值产品较市值估值产品有较低的净值波动性，较摊余成本法估值产品有较高的收益率，在低风险和高收益之间调和折中。
- **但混合估值法也有三点缺陷，流动性是核心，预计长期看不会成为主流。**一是目前可选的产品还比较少，未来的发展还存在一定的不确定性，监管态度长期看并不明确。二是收益弹性较小，混合估值法产品由于部分使用了摊余成本法，其收益率上限从建仓完毕之时几乎就确定了，债市的波动对于普通开放式债券型产品来说还能成为增厚收益的来源之一，对混合估值法产品来说，则失去了这一弹性收益的来源。三是流动性弱于普通开放式产品，摊余成本法的使用一定是伴随着与持有债券相匹配的封闭期的，一般为1-2年，因此，混合估值法产品基本都是封闭型或定开型的。而流动性问题则是封闭式理财存续规模占比向来较低的核心原因。银行业理财登记托管中心数据显示，截至2022年末，封闭式理财存续规模占理财市场总规模比例仅17%；据普益标准数据，虽然今年开年以来，随着封闭式理财新发行占比的提升，封闭式理财存续规模占比也逐渐提升（截至今年5月末，封闭式净值型理财占净值型理财比重提升至18.9%，较年初提升1.4个百分点），但封闭式理财占比仍显著低于开放式。因此，混合估值在短期内可以适配特殊时期的客户需求，但长期看，混合估值法并没有解决封闭式产品的核心流动性缺陷，所以预计不会成为市场的主流。

图表 19：各类运作模式存续规模（封闭 vs 开放，截至 2022 年末）

产品运作模式	银行		理财公司		合计	
	规模（万亿）	占比	规模（万亿）	占比	规模（万亿）	占比
封闭式产品	1.22	22.57%	3.56	15.99%	4.78	17.28%
开放式产品	4.19	77.43%	18.68	84.01%	22.87	82.71%
其中：现金管理类资产	0.68	16.23%	8.08	43.25%	8.76	38.30%
合计	5.41		22.24		27.65	

资料来源：中国银行业理财市场年度报告，中泰证券研究所

图表 20：各类运作模式存续规模（封闭 vs 开放，截至 5 月末）

存续规模（万亿）	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
封闭式净值型	4.66	4.65	4.62	4.59	4.51	4.52	4.70	4.75	4.87	4.88
开放式净值型	24.68	24.47	25.18	23.84	21.80	20.70	20.37	19.20	20.10	20.30
合计	29.30	29.09	29.80	28.44	26.30	25.22	25.07	23.95	24.97	25.18
存续规模占比	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
封闭式净值型	18.1%	18.0%	17.9%	17.8%	17.5%	17.5%	18.2%	18.4%	18.9%	18.9%
开放式净值型	84.2%	84.1%	84.5%	83.8%	82.9%	82.1%	81.3%	80.2%	80.5%	80.6%

资料来源：普益标准，中泰证券研究所

四、资产配置：流动性配置需求提升，逐步向全资产投资延伸

4.1 一级资产配置：固收为主但占比持续下降，货币类、权益类占比提升

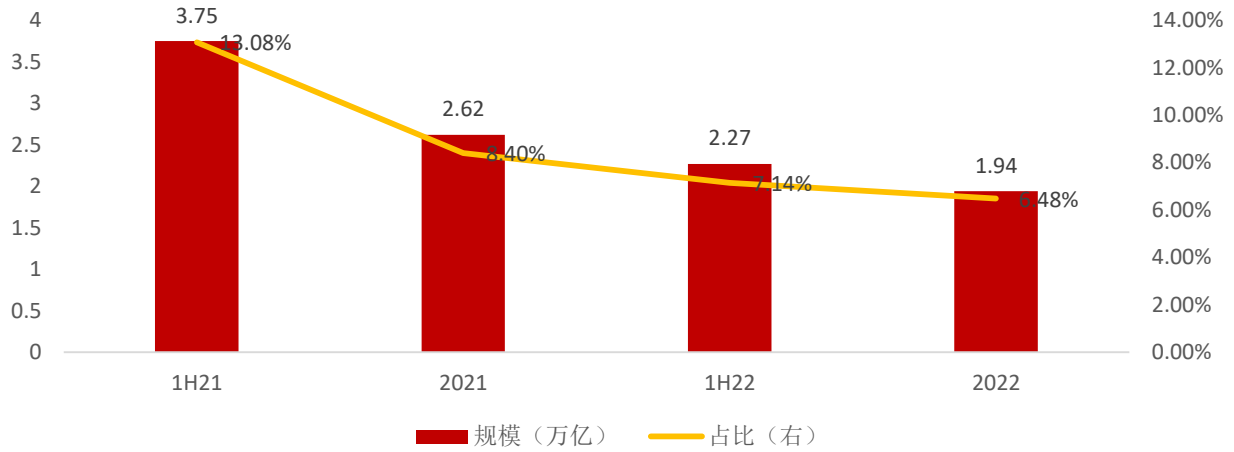
- 一级资产配置角度来看：根据标准普益数据（穿透前后合并口径），截至1Q23，一是固收类占比仍占绝对地位，接近60%，但占比呈稳定的逐季下降趋势，1Q23较年初下降1个百分点至58.4%，较2020年末下降超过17个百分点。二是理财产品逐步向全资产投资延伸，流动性偏好增强，底层中货币市场类、权益类占比不断提升。截至1Q23，货币市场类占比比较年初提升0.49个百分点至32.3%，体现了管理人提升流动性的诉求，固收类+货币市场类共计占比为90.6%，较年初略有下降，但高于去年同期；资管产品占比较年初提升0.22个百分点至3.7%，基金较年初提升0.2个百分点至2.6%。三是对权益类的直接投资占比不断提升，但绝对占比仍较小。由2020年的1.59%提升到1Q23的2.27%，除3Q22有所波动外，基本呈现逐季上行的趋势。四是非标下降趋势不可逆转，根据《中国银行业理财市场年度报告》披露，理财底层非标资产配置规模由1H21的3.75万亿，下降到2022年末的1.94万亿，占比对应从13.1%下降到6.5%。根据标准普益不完全数据统计，1Q23非标配置规模在1.5万亿左右，整体维持呈下行趋势。

图表 21：理财底层资产配置占比（%，一级资产穿透前后合并口径，3Q22）

资产类别	2020	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23
固收类与货币类占比之和	90.93	90.35	89.39	89.29	89.67	91.17	90.62
固定收益类	75.69	67.97	67.33	65.9	65.1	59.4	58.36
货币市场类	15.24	22.38	22.06	23.39	24.57	31.77	32.26
资管产品	3.85	3.79	4.64	4.44	3.92	3.48	3.7
基金	2.05	3.4	3.51	3.61	3.74	2.41	2.6
权益类	1.59	1.73	1.81	1.99	1.88	2.14	2.27
代客境外理财投资qdii	0.92	0.51	0.38	0.31	0.29	0.37	0.44
其他	0.51	0.14	0.19	0.29	0.27	0.29	0.24
金融衍生品类	0.19	0.07	0.09	0.06	0.16	0.08	0.09
委外投资——协议方式	0.01	0	0	0.01	0.08	0.05	0.05
商品类	0	0	0	0.01	0.01	0.01	0
新增可投资产	-0.04	0	--	--	0	--	--
另类资产	--	--	--	--	--	--	--
总计	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：标准普益，中泰证券研究所
注：一级资产穿透前后合并口径

图表 22：理财底层非标资产配置（2022）



资料来源：中国银行业理财市场年度报告，中泰证券研究所

图表 23：理财底层非标资产配置（23Q1）

序号	机构名称	机构类型	持有非标数量	资产规模总计 (亿元)
1	招银理财	股份理财子	388	2,769.4
2	信银理财	股份理财子	635	2,185.4
3	浦银理财	股份理财子	109	1,899.9
4	杭银理财	城商理财子	221	1,609.9
5	华夏理财	股份理财子	91	1,109.9
6	民生理财	股份理财子	152	985.9
7	苏银理财	城商理财子	284	791.4
8	平安理财	股份理财子	433	729.6
9	南银理财	城商理财子	184	556.7
10	工银理财	国有理财子	186	467.9
11	交银理财	国有理财子	81	398.5
12	上银理财	城商理财子	71	334.3
13	光大理财	股份理财子	237	306.6
14	建信理财	国有理财子	245	222.9
15	上海农村商业银行	农村商业银行	86	160.3
16	中邮理财	国有理财子	65	118.9
17	中银理财	国有理财子	61	94.6
18	渤海银行	股份制商业银行	35	84.9
19	中原银行	城市商业银行	75	82.8
20	吉林银行	城市商业银行	13	72.4
21	北银理财	城商理财子	48	65.9
22	青银理财	城商理财子	72	63.8
23	徽银理财	城商理财子	61	59.4
24	渝农商理财	农商理财子	25	48.5
25	杭州联合农村商业银行	农村商业银行	50	38.3
26	晋商银行	城市商业银行	47	29.5
27	广州银行	城市商业银行	39	20.2
28	大连银行	城市商业银行	62	18.4
29	齐鲁银行	城市商业银行	7	17.0
30	天津银行	城市商业银行	11	9.8
31	温州银行	城市商业银行	11	7.0
32	广东南海农村商业银行	农村商业银行	7	5.3
33	上海浦东发展银行	股份制商业银行	3	4.3
34	汉口银行	城市商业银行	2	2.7
35	浙商银行	股份制商业银行	4	1.4
36	重庆银行	城市商业银行	6	1.3
37	广银理财	股份理财子	41	1.3
38	四川银行	城市商业银行	2	1.0
39	恒丰理财	股份理财子	13	0.0
40	成都农村商业银行	农村商业银行	9	
41	郑州银行	城市商业银行	4	
42	广东华兴银行	城市商业银行	4	
43	贵阳银行	城市商业银行	2	
44	长沙银行	城市商业银行	26	
45	成都银行	城市商业银行	13	
46	农银理财	国有理财子	91	

资料来源：标准普益，中泰证券研究所

4.2 二级资产配置：债券占比下行但仍占半壁江山，现金类资产占比提升

- 静态数据看，理财底层以固收为主，债券占全部底层配置的半壁江山。根据《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》数据显示，理财产品投资资产合计 29.96 万亿元，最底层投向债券类（含存单）、非标准化债权类资产、权益类资产规模分别为 19.08 万亿元、1.94 万亿元、0.94

万亿元,分别占总投资资产的 63.68%(剔除存单为 50.4%)、6.48%、3.14%。从配置债券类别来看,截止 2022 年底,理财产品持有信用债 13.68 万亿元,占总投资资产的 45.66%;持有利率债 1.42 万亿元,占总投资资产的 4.74%。动态数据看,债券占比不断将下降,现金类配置逐年提升。从 1H21 的 56.8%下降到 2022 年末的 50.4%;同业存单配置存在波动,现金类配置逐年提升,由 1H21 的 10.5%提升到 2022 年末的 13.3%;非标延续下降趋势,由 1H21 的 13.1%下降到 2022 年末的 6.5%。

图表 24: 理财底层资产配置 (2022)

底层资产	2021H1	2021	2022H1	2022
债券 (含存单)	67.31%	68.40%	67.90%	63.70%
债券 (不含存单)	56.84%	54.50%	53.30%	50.40%
同业存单	10.47%	13.90%	14.60%	13.30%
现金及银行存款	9.67%	11.40%	14.10%	17.50%
非标准化债权类资产	13.08%	8.40%	7.10%	6.50%
拆放同业及债券买入返售	2.62%	3.90%	3.00%	5.70%
权益类资产	4.08%	3.30%	3.20%	3.10%
公募基金	2.58%	4.00%	4.00%	2.70%
代客境外理财投资 QDII	0.66%	0.54%	0.60%	0.60%
金融衍生品及另类资产	0.00%	0.03%	0.10%	0.10%

资料来源:中国银行业理财市场年度报告,中泰证券研究所

4.3 理财子探索股权投资, LP 为主, 试探 S 基金和直投

- **理财子可通过发行私募参与股权投资, 一是直接投资, 二是 LP 模式。**
 根据银保监会 2018 年发布的《商业银行理财子公司管理办法》第二十六条, 银行理财子公司发行公募理财产品的, 应当主要投资于标准化债权类资产以及上市交易的股票, 不得投资于未上市企业股权。但第三十二条规定, 银行理财子公司的理财投资合作机构包括但不限于银行理财子公司理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构以及与管理产品投资管理相关的投资顾问等。意味着: 银行理财子公司可发行私募理财产品参与股权投资, 参与方式即可以是直接投资模式 (即直接投资未上市企业), 也可以是 LP 模式 (即投资股权投资基金)。
- **理财子参与股权投资屡获政策支持。**首先是 2021 年 1 月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》, 在培育资本市场机构投资者方面, 提出要稳步推进银行理财子公司和保险资产管理公司设立, 鼓励银行及银行理财子公司依法依规与符合条件的证券投资基金经营机构和创业投资基金、政府出资产业投资基金合作, 研究完善保险机构投资私募理财产品、私募股权基金、创业投资基金、政府出资产业投资基金和债转股的相关政策, 并提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例, 开展长周期考核。其次是 2021 年 11 月, 银保监

会进一步发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，强调积极支持科技企业直接融资，提出要“在依法合规、风险可控、商业自愿前提下，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资。支持资产管理产品依法投资包括未上市科技企业股权及其受（收）益权在内的权益类资产，实现资管产品期限与其所投资资产期限相匹配、与科技企业成长周期相匹配”。

- **LP 模式是主流：**目前开展股权投资的大部分理财公司选择以 LP 的身份参与，比如工银理财、建银理财、光大理财、杭银理财等。**工银理财：**截至 2023 年 6 月 5 日，对外投资共 9 支基金，参与较早，持有基金较多。早在 2020 年 6 月就推出科创主题的私募股权产品——“博股通利”，该产品的主投方向是未上市且具有发展潜力的科技创新企业，后续主要通过科创板上市退出，管理人是工银集团内公司工银亚投，另外，其他基金管理人中也包括正心谷、星润资产等。以正心谷作为管理人的上海乐永投资合伙企业（有限合伙）为例，存续有 17 家公司，均为科技行业，被投公司主要集中在长三角，另外还包括北京和四川。**杭银理财：**是城商行理财子中较多参与 LP 投资的机构，截至 2023 年 6 月 5 日，对外投资共 10 支基金，基金投向以本地为主。以其投资的杭州和达药谷创业投资合伙企业（有限合伙）为例，旗下投有 7 家公司，基本均为医药、科创行业，注册地均为浙江杭州。**其他 LP 投资：**农银理财主要服务乡村振兴；建信理财主要布局国资和乡村振兴；光大目前存续 7 只，数量也较多，遍布东部沿海和四川；兴银理财在新能源、半导体、新材料有布局；招银理财曾投资国电投股权基金两只，均已到期退出，目前还有君联资本和中交基金。

图表 25：工银理财对外权益投资情况（截至 2023.06.05）

序号	被投资企业名称	法定代表人	注册资本	成立日期	持股比例	关联机构
1	上海乐永投资合伙企业（有限合伙）	上海正心谷投资管理有限公司	72315万元人民币	2015-11-26	13.8284%	正心谷创新资本
2	北京航天国调创业投资基金（有限合伙）	航天科工投资基金管理（北京）有限公司	93400万元人民币	2018-05-03	12.7195%	航天科工投资
3	先进制造产业投资基金二期（有限合伙）	国投招商投资管理有限公司	4982333万元人民币	2019-06-18	-	国投招商
4	广盈博股一号科技创新投资（广州）合伙企业（有限合伙）	工银亚投股权投资管理（深圳）有限公司	6200万元人民币	2019-10-11	96.7742%	-
5	成都天星股权投资基金合伙企业（有限合伙）	深圳星润资产管理有限公司	50000万元人民币	2019-10-30	50%	星润资产
6	杭州浙盈锦蕴股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州锦鑫资产管理有限公司	200100万元人民币	2021-09-29	29.985%	杭州金投资产
7	珠海市铁建亚投股权投资合伙企业（有限合伙）	工银亚投股权投资管理（深圳）有限公司	1400100万元人民币	2021-12-07	25.2958%	-
8	南通苏盈博股一号股权投资合伙企业（有限合伙）	工银亚投股权投资管理（深圳）有限公司	29800万元人民币	2022-02-17	-	-
9	国民养老保险股份有限公司	黄涛	1115000万元人民币	2022-03-22	8.9686%	中国国新
10	珠海市联太亚投股权投资合伙企业（有限合伙）	工银亚投股权投资管理（深圳）有限公司	80100万元人民币	2022-07-12	99.8752%	-
11	高盛工银理财有限责任公司	Xuyang Alex Wang	100000万元人民币	2022-08-01	49%	-

资料来源：企查查，中泰证券研究所

图表 26：上海乐永投资合伙企业（有限合伙）对外投资情况（截至 2023.06.05）

序号	被投资企业名称	注册资本	成立日期	持股比例	所属行业	关联产品/机构
1	百试达（上海）医药科技股份有限公司	3000万元人民币	2010-08-05	3.0769%	科学研究和技术服务业	百试达CRO
2	南京维立志博生物科技有限公司	1701.8344万元人民币	2012-11-27	1.3717%	科学研究和技术服务业	维立志博
3	和元生物技术（上海）股份有限公司	49318.9万元人民币	2013-03-05	2.5305%	科学研究和技术服务业	和元生物
4	上海爱科百发生物医药技术股份有限公司	22977.284万元人民币	2014-04-29	0.43%	科学研究和技术服务业	爱科百发
5	博雅辑因（北京）生物科技有限公司	547.1883万元人民币	2015-05-25	2.0942%	科学研究和技术服务业	博雅辑因
6	南通九诺医疗科技有限公司	393.0602万元人民币	2016-09-18	2.38%	科学研究和技术服务业	九诺医疗
7	普众发现医药科技（上海）有限公司	256.619万元人民币	2016-12-13	7.6895%	科学研究和技术服务业	普众发现
8	怡道生物科技（苏州）有限公司	971.2097万元人民币	2017-03-16	2.1591%	科学研究和技术服务业	怡道生物
9	苏州信诺维医药科技股份有限公司	5498.668万元人民币	2017-05-17	1.8317%	科学研究和技术服务业	信诺维
10	杭州先为达生物科技有限公司	2097.4763万元人民币	2017-08-17	-	科学研究和技术服务业	先为达生物
11	四川至善唯新生物科技有限公司	862.305923万元人民币	2018-06-04	5.7984%	科学研究和技术服务业	至善唯新
12	北京臻知医学科技有限责任公司	7338.196万元人民币	2018-09-19	7.7676%	科学研究和技术服务业	臻知医学
13	上海天泽云泰生物医药有限公司	343.675万元人民币	2020-03-31	3.9314%	科学研究和技术服务业	-
14	上海鼎新基因科技有限公司	707.4167万元人民币	2020-07-07	3.0628%	科学研究和技术服务业	鼎新基因
15	苏州宜联生物医药有限公司	6100.8801万元人民币	2020-07-08	3.41%	科学研究和技术服务业	宜联生物
16	上海船望制药有限公司	3645.5023万元人民币	2021-04-09	2.9122%	科学研究和技术服务业	船望制药
17	苏州百递博远生物科技有限公司	187.5万元人民币	2021-12-24	5%	科学研究和技术服务业	-

资料来源：企查查，中泰证券研究所

图表 27：杭银理财对外权益投资情况（截至 2023.06.05）

序号	被投资企业名称	法定代表人	注册资本	成立日期	持股比例	关联产品/机构
1	祺韬（上海）投资中心（有限合伙）	中金私募股权投资管理有限公司	53522.8767万元人民币	2016-03-29	99.8132%	易方达基金
5	北京中关村发展启航产业投资基金（有限合伙）	北京启航创业投资管理有限公司	50000万元人民币	2016-12-30	47.8%	中关村发展启航基金
8	杭州荷塘创新股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州荷清投资管理有限公司	50000万元人民币	2017-02-20	20%	杭州荷清投资
7	杭州如石文和股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州如石股权投资有限公司	40100万元人民币	2020-08-28	24.9377%	-
3	杭州和达新医药创业投资合伙企业（有限合伙）	杭州和达投资管理有限公司	30000万元人民币	2020-09-16	80%	杭州和达投资
6	杭州富浙国证合创企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	浙江富浙资产股权投资有限公司	100000万元人民币	2020-12-17	20%	浙江国有资本
9	北京清科和嘉二期投资管理合伙企业（有限合伙）	杭州清科投资管理有限公司	120000万元人民币	2020-12-28	6.0358%	清科创投
2	杭州和达药谷创业投资合伙企业（有限合伙）	杭州和达投资管理有限公司	30000万元人民币	2021-01-06	80%	杭州和达投资
4	杭州和达聚芯创业投资合伙企业（有限合伙）	杭州和达投资管理有限公司	30000万元人民币	2021-12-03	80%	杭州和达投资
11	杭州睿沃企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	浙江华睿控股有限公司	8650万元人民币	2022-03-09	28.9017%	华睿投资
10	杭州荷清清领创业投资合伙企业（有限合伙）	杭州荷清投资管理有限公司	12200万元人民币	2022-06-16	50%	杭州荷清投资

资料来源：企查查，中泰证券研究所

图表 28：杭州和达药谷创业投资合伙企业（有限合伙）对外投资情况（截至 2023.06.05）

序号	被投资企业名称	注册资本	成立日期	持股比例	所属地区	所属行业	关联产品/机构
1	康霖生物科技（杭州）有限公司	5781.6087万元人民币	2015-08-07	2.7214%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	康霖生物
2	龙启生物制药（杭州）有限公司	1459.3176万元人民币	2022-01-12	6.7446%	浙江省杭州市	制造业	-
3	健艾仕生物医药科技（杭州）有限公司	2234.7829万元人民币	2018-01-24	2.8777%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	-
4	新视焰医疗科技（杭州）有限公司	457.5662万元人民币	2020-07-10	5%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	新视焰
5	赛普（杭州）过滤科技有限公司	385.3377万元人民币	2021-03-19	4.1521%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	赛普过滤
6	杭州微新生物科技有限公司	117.5万元人民币	2022-06-01	8.5106%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	微新生物
7	杭州金唯生物科技有限公司	300万元人民币	2021-05-07	2.7214%	浙江省杭州市	科学研究和技术服务业	金唯生物

资料来源：企查查，中泰证券研究所

- S 基金：下阶段 S 基金有更加广阔的市场。**以信银理财为例，与包括 IDG 资本、君联资本等机构进行合作，截至 2023 年 6 月 5 日，存续基金投资有 5 支。其中，信银理财在 2021 年 6 月完成了对上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）的股权投资，投资金额 5000 万元，这是理财子对 S 股权基金进行直接投资的首次尝试。**S 基金概念：**S 基金（Secondary Fund）顾名思义，是交易于股权基金的二级市场，是一类专门从投资者手中收购另类资产基金份额、投资组合或出资承诺的基金产品。S 基金与传统私募股权基金的不同之处在于，传统基金直接收购企业股权，交易的对象是企业；而 S 基金是从投资者手中收购企业股权或基金份额，交易对象为其他投资者。**S 基金分类：**根据交易标的类型，可划分为 PE 二级市场基金、房地产投资二级市场基金、基础设施投资二级市场基金、私募债权基金等；根据被投资标的基金成立时间，又可划分为：早期二级市场基金（投资成立时间在 3 年及 3 年以下的基金份额）；成长期二级市场基金（投资成立时间在 3 年以上，6 年以下的基金份额）；成熟期二级市场基金（投资成立时间超过 6 年的基金份额）。**S 基金优势：**在基金存续的早期阶段，基金处于投资期，以投资项目为主，再加上需要支付各类管理费用，因此在这一阶段基金呈现现金净流出。而 S 基金参与投资时，被投子基金通常处于投资期尾声或已进入退出期，投资组合透明度更高，表现优良的资产公允价值更加稳定，表现不佳的资产也暴露无遗，子基金整体的回报状况更加清晰明了，回报周期也更快速，且在引导基金退出需求旺盛、但 IPO 特别是科创板放缓的背景下，S 基金有其独特的承接市场。
- 直投实践较少，但已开始布局。**信银理财在直投模式方面参与度相对较高，信银理财目标打造包括货币、货币+、固收、固收+、混合、权益六大赛道及项目、股权两条新赛道的“6+2”产品体系，在股权投资方面，除去国民养老保险外，目前直投企业有 4 家，包括大数据、新材料、机器人等领域。

图表 29：信银理财对外权益投资情况（截至 2023.06.05）

序号	被投资企业名称	法定代表人	注册资本	成立日期	持股比例	所属地区	所属行业	关联产品/机构
1	国民养老保险股份有限公司	黄涛	1115000万元人民币	2022-03-22	4.4843%	北京市西城区	金融业	中国国新
2	上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）	上海半导体装备材料产业投资管理有限公司	505000万元人民币	2018-01-24	0.9901%	上海市浦东新区	金融业	浦东科技
3	湖州市大数据运营有限公司	李明	11100万元人民币	2018-11-15	0.9009%	浙江省湖州市	科学研究和技术服务业	湖州大数据运营
4	北京六分科技有限公司	程鹏	7873.5万元人民币	2018-03-23	0.884%	北京市海淀区	科学研究和技术服务业	六分科技
5	宁波卢米蓝新材料有限公司	陈志宽	2426.0158万元人民币	2017-02-10	0.9407%	浙江省宁波市	制造业	卢米蓝新材料
6	杭州灵西机器人智能科技有限公司	丁丁	157.584373万元人民币	2018-05-23	5.2881%	浙江省杭州市	制造业	灵西机器人
7	常州和谐港华零碳创新投资合伙企业（有限合伙）	广州净能管理咨询合伙企业（有限合伙）	170000万元人民币	2021-12-21	-	江苏省常州市	金融业	IDG 资本
8	苏州工业园区元禾重元壹号股权投资合伙企业（有限合伙）	苏州工业园区重元壹号股权投资管理合伙企业（有限合伙）	212728万元人民币	2021-11-25	-	江苏省苏州市	租赁和商务服务业	元禾重元
9	江苏建泉君海荣芯投资合伙企业（有限合伙）	无锡君海新芯投资咨询有限公司	164242.43万元人民币	2019-12-26	-	江苏省无锡市	租赁和商务服务业	君联资本
10	国投创合国家新兴产业创业投资引导基金（有限合伙）	国投创合基金管理有限公司	1034340万元人民币	2016-09-13	-	北京市顺义区	租赁和商务服务业	国投创合

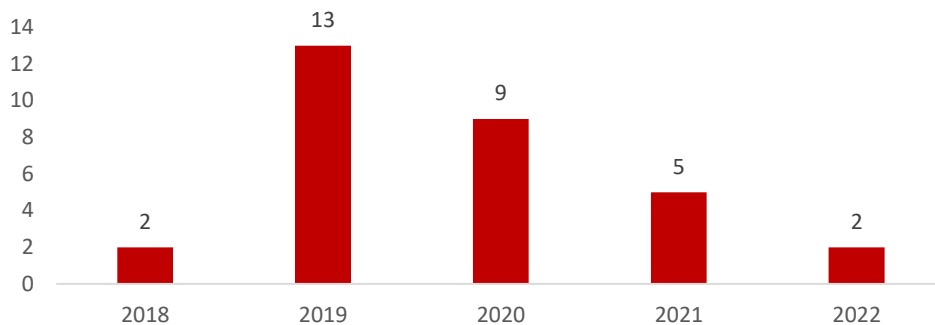
资料来源：企查查，中泰证券研究所

五、理财子格局：获批速度放缓，多数净利润仍实现正增

5.1 理财公司获批速度放缓，2023 年暂无新增

- 2022 年新获批筹建的仅有北银理财、法巴农银理财两家，2023 年暂无新增获批筹建的理财子公司。新理财子获批速度放缓，理财子设立主体呈现多元化局面。截至 2022 年底，银行系理财公司共批筹 31 家，其中 26 家商业银行理财子公司，5 家外方控股的合资理财公司，其中 30 家已获批开业。分板块来看，国有大行理财子均已开业；股份行中除浙商银行外，均已开业，浙商银行 2020 年 11 月曾发公告表示拟出资 20 亿元在杭州设立全资理财公司，不过暂未批复；城商行 8 家开业，主要集中在东部经济发达地区，分别是杭银理财、宁银理财、徽银理财、南银理财、苏银理财、青银理财、上银理财、北银理财；农商行中仅渝农商理财子获批开业，而作为稳坐农商行理财规模第一位的沪农商行，也在积极申请中，但仍未有公开进度。

图表 30：理财子公司历年批复家数



资料来源：公司财报，公司公告，中泰证券研究所

5.2 多数理财子净利润仍实现正增

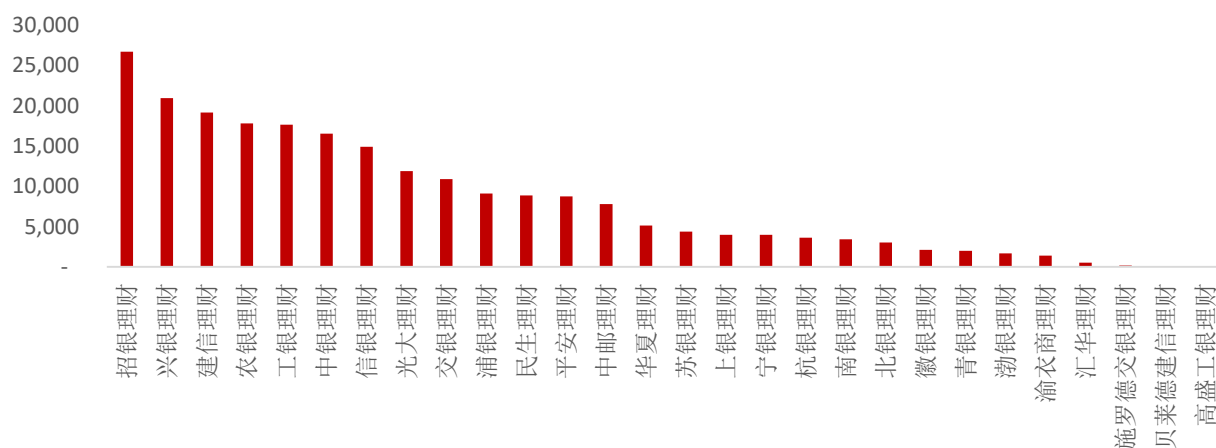
- 在去年赎回潮承压的背景下，多数理财子公司仍能实现净利润的正增长。规模方面，招银理财、兴银理财、建信理财、农银理财、工银理财为前五名，破万亿的有 9 家，破两万亿的仅招银理财和兴银理财。净利润绝对值方面，2022 年盈利能力前五名为招银理财、农银理财、兴银理财、建银理财、信银理财，同比分别变化+12%、+105%、11%、38%、13%，增长稳健。净利润同比增速方面，绝大多数理财公司实现净利润同比正增，其中华夏理财、杭银理财、农银理财增幅超过 100%。华夏理财同比+197%至 8.75 亿，杭银理财同比+123%至 13.62 亿，在城商行中增速最快，宁银理财同比+110.1 至 9.14 亿，同体量中增速也位于前列，农银理财同比+105%至 35.23 亿，在高基数基础上继续实现高增。净利润对集团贡献方面，普遍较低，个别城商行贡献较大：理财子净利润占集团口径净利润平均值为 3.5%，大行为 1.03%，股份行为 3.21%，城商行为 5.8%，大行占比较低。股份行中，平安和光大占比超过 4%，城商行中，杭银理财、青银理财超过 10%，分别为 11.7%和 11.2%。

图表 31：理财子公司基本信息及经营情况

类型	序号	名称	股东	注册资本 (亿元)	获批日期	21年净利润 (亿元)	22年净利润 (亿元)	同比增幅	占母行 净利润	理财公司 规模(亿元)	备注
国有行	1	建信理财	建设银行	150	2018/12/26	20.62	28.40	37.7%	0.88%	19,110	
	2	中银理财	中国银行	100	2018/12/26	26.09	18.54	-28.9%	0.82%	16,506	
	3	农银理财	农业银行	120	2019/1/4	17.21	35.23	104.7%	1.36%	17,757	
	4	交银理财	交通银行	80	2019/1/4	11.55	11.88	2.9%	1.29%	10,854	
	5	工银理财	工商银行	160	2019/2/15	8.92	12.36	38.6%	0.34%	17,623	
	6	中邮理财	邮储银行	80	2019/5/28	12.25	12.71	3.8%	1.49%	7,791	
股份行	7	光大理财	光大银行	50	2019/4/16	15.86	18.79	18.5%	4.19%	11,852	
	8	招银理财	招商银行	50	2019/4/16	32.03	35.93	12.2%	2.60%	26,673	
	9	兴银理财	兴业银行	50	2019/6/6	28.06	31.11	10.9%	3.40%	20,900	
	10	信银理财	中信银行	50	2019/12/4	18.06	20.48	13.4%	3.30%	14,871	
	11	平安理财	平安银行	50	2019/12/27	16.16	18.82	16.5%	4.13%	8,742	
	12	华夏理财	华夏银行	30	2020/4/26	2.95	8.75	196.6%	3.50%	5,134	集团口径
	13	广银理财	广发银行	50	2020/7/13		1.90		1.22%		
	14	浦银理财	浦发银行	50	2020/8/4		18.60		3.63%	9,083	集团口径
	15	民生理财	民生银行	50	2020/12/7		10.38		2.94%	8,840	
	16	渤海理财	渤海银行	20	2021/4/25					1,690	集团口径
	17	恒丰理财	恒丰银行	20	2021/6/16						
城商行	18	杭银理财	杭州银行	10	2019/6/24	6.11	13.62	122.9%	11.66%	3,599	
	19	宁银理财	宁波银行	15	2019/6/26	4.35	9.14	110.1%	3.96%	3,967	
	20	徽银理财	徽商银行	20	2019/8/21	6.90				2,115	
	21	南银理财	南京银行	20	2019/12/9	4.35	8.13	86.9%	4.42%	3,426	集团口径
	22	苏银理财	江苏银行	20	2019/12/19					4,383	集团口径
	23	青银理财	青岛银行	10	2020/2/6	4.08	3.45	-15.4%	11.19%	2,008	
	24	上银理财	上海银行	30	2021/7/22		7.90		3.55%	3,979	集团口径
	25	北银理财	北京银行	20	2022/8/21		0.08		0.03%	3,038	
农商行	26	渝农商理财	重庆农商行	20	2020/2/11	3.56	3.58	0.6%	3.54%	1,391	
中外合资	27	汇华理财	东方汇理(55%), 中银理财(45%)	10	2019/12/20					510	
	28	贝莱德建信理财	贝莱德(50.1%), 建信理财(40%), 富登(9.9%)	10	2020/8/11					67	
	29	施罗德交银理财	施罗德(51%), 交银理财(49%)	10	2021/2/19					181	
	30	高盛工银理财	高盛(51%), 工银理财(49%)	10	2021/5/20					2	
	31	法巴农银理财	法巴资管(51%), 农银理财(49%)	10	2022/10/13						

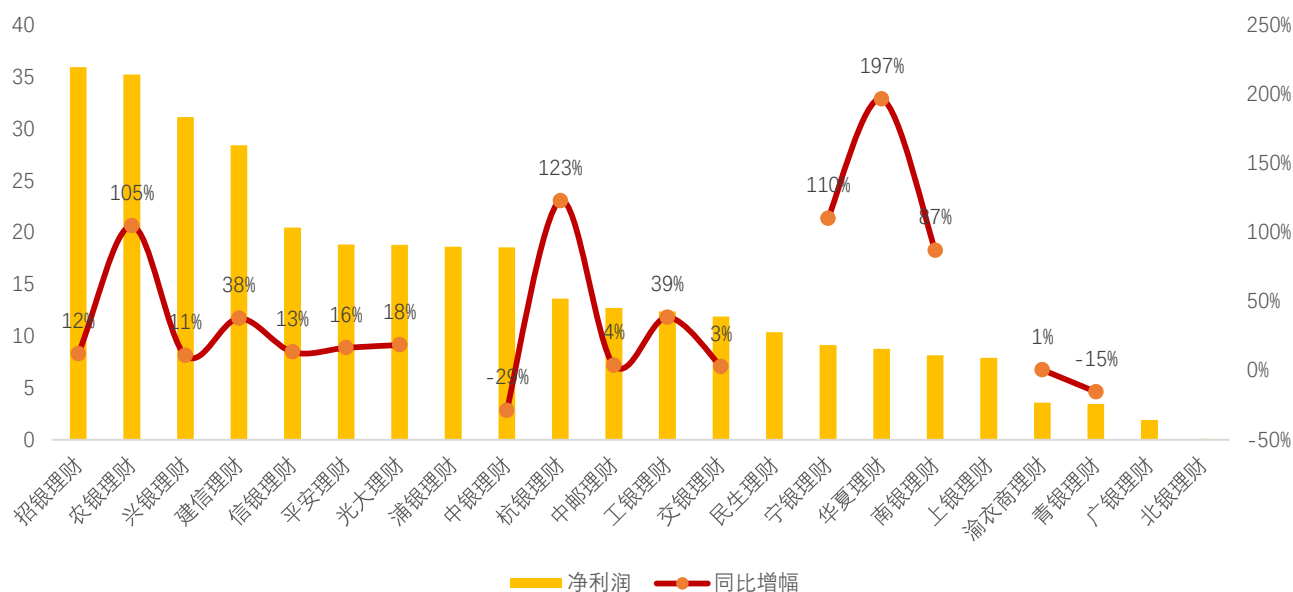
资料来源：公司财报，公司公告，中泰证券研究所

图表 32：理财子公司规模排名（亿元）



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 33: 理财子公司净利润排名及同比增幅 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

六、销售体系: 理财子不断拓展母行外代销, 自营渠道逐步完善

6.1 理财公司获批速度放缓, 2023 年暂无新增

- 一是理财子公司不断拓展母行外代销渠道。**根据《中国银行业理财市场年度报告(2022)》数据显示, 从代销渠道拓展情况来看, 2022 年理财公司理财产品由母行代销金额占比整体呈现下降态势。剔除母行代销的情况, 理财公司合作代销机构数量逐步上升, 截至 2022 年 12 月, 有 328 家机构代销了理财公司发行的理财产品, 较 1 月多出 212 家, 截至 2023 年 5 月, 据标准普益数据统计, 代销机构增至 330 家, 可以看出理财公司正不断拓展母行以外的代销渠道。2022 年, 理财公司发行的理财产品累计代销金额 53.59 万亿元。具体来看, 4 家理财公司的理财产品仅由母行代销, 25 家理财公司的理财产品除母行代销外, 还打通了其他银行的代销渠道。此外, 16 家理财公司开展了直销业务, 2022 年全年累计直销金额 0.26 万亿元。

二是中小银行、民营银行成为代销重要力量。随着理财业务公司制改革的稳步推进, 银行机构在市场引导下回归本源、专注主业, 理财子公司牌照放缓。特别是对于中小银行, 受限于资产管理与投研能力不足, 理财业务发展面临更大的竞争压力, 越来越多的中小银行选择通过代销业务继续参与理财市场, 充分发挥自身在客户资源、销售渠道等方面的独特优势, 打造具备自身特色的理财产品“超市”, 逐渐成为理财产品代销的重要力量。
- 发行机构和代销机构看具体代销格局。**一是从发行机构角度看, 寻找母行外代销机构数最多的前五名是兴银理财、杭银理财、南银理财、平安理财、苏银理财, 分别是 370、123、77、66、66 家外部代销机构, 均是农村金融机构为主, 城商行为辅的代销结构; 被代销产品数最多的前五名为招银理财、信银理财、中银理财、兴银理财、工银理财。

分板块来

看，大行理财的外部代销渠道主要为大行、股份行、城商行，背靠其自身强大的母行销售能力，外部渠道准入标准较高；股份行理财外部代销渠道较为丰富，主要为农村金融机构、城商行、股份行、大行、民营银行、直销银行等，基本全覆盖，在下沉市场攻势较猛；城商行理财外部渠道主要为城商行、农村金融机构、民营银行、直销银行；农商行理财外部渠道主要为农村金融机构（包括村镇银行）、民营银行等。**二是从代销机构角度看**，代销其他机构数量最多的前五名为兴业银行、百信银行、微众银行、江苏银行、中信/交通/苏州（并列第五名），可见民营银行在代销市场参与度较高；大行平均准入门槛较高，交行、中行代销其他机构数较多，分别为 15 家和 10 家，邮储、建行、工行、农行分别为 8/7/6/6 家。

图表 34：发行机构角度——被代销产品数及代销家数（截至 5 月末）

序号	发行机构	代销机构（家） 按此排序	被代销产品（款）	国有控 股银行	股份制 商业银 行	城市商 业银行	农村金 融机构	外资银 行	民营银 行	直销银 行	理财子 公司
1	兴银理财	371	2014	6	12	53	233	3	8	2	0
2	杭银理财	124	1133	1	3	41	66	4	7	2	0
3	南银理财	78	964	0	2	31	36	1	6	2	0
4	平安理财	67	1196	4	6	8	27	3	5	2	0
5	苏银理财	67	773	1	2	12	48	0	2	2	0
6	信银理财	43	2952	3	7	9	19	1	2	2	0
7	华夏理财	38	1234	3	9	14	4	2	4	2	0
8	渝农商理财	34	376	0	1	14	13	0	4	2	0
9	大同农村商业	31	18	0	0	0	31	0	0	0	0
10	宁银理财	28	821	1	3	13	5	3	2	1	0
11	交银理财	27	1097	4	9	9	2	0	2	1	0
12	光大理财	23	689	4	8	7	0	0	2	2	0
13	青银理财	23	655	0	2	12	1	0	6	2	0
14	中银理财	22	2079	4	9	6	0	0	1	2	0
15	浦银理财	22	1351	1	5	5	6	0	3	1	0
16	招银理财	20	3016	6	8	4	0	0	2	0	0
17	广东顺德农村商业	19	62	0	0	0	19	0	0	0	0
18	赣州农村商业	17	1	0	0	0	17	0	0	0	0
19	哈尔滨银行	13	5	0	0	0	13	0	0	0	0
20	农银理财	12	584	2	5	2	0	0	2	1	0
21	徽银理财	11	678	0	1	5	0	0	3	2	0
22	中邮理财	11	617	1	4	3	0	0	1	2	0
23	恒丰理财	11	344	0	3	4	1	1	1	1	0
24	大兴安岭农村商业	11	55	0	0	0	8	0	0	0	0
25	广州农村商业	11	11	0	1	1	9	0	0	0	0
26	广银理财	9	320	1	3	2	1	0	1	1	0
27	民生理财	7	824	0	2	1	0	0	3	1	0
28	工银理财	6	1507	1	4	0	0	0	0	1	0
29	建信理财	6	1189	2	2	2	0	0	0	0	0
30	天津银行	5	136	0	1	4	0	0	0	0	0
31	浙江稠州商业	5	47	0	0	0	5	0	0	0	0
32	青岛农村商业	5	2	0	1	0	4	0	0	0	0
33	浙江绍兴瑞丰农村商业	4	48	0	0	0	4	0	0	0	0
34	龙江银行	4	24	0	0	0	4	0	0	0	0
35	西安银行	3	21	0	1	0	2	0	0	0	0
36	江苏常熟农村商业	3	5	0	1	0	2	0	0	0	0
37	江苏江阴农村商业	3	1	0	0	0	3	0	0	0	0
38	汇华理财	2	196	2	0	0	0	0	0	0	0
39	广西北部湾银行	2	52	0	0	0	2	0	0	0	0
40	施罗德文银理财	2	38	1	0	0	0	0	0	1	0
41	恒丰银行	2	32	0	1	1	0	0	0	0	0
42	陕西秦农农村商业	2	15	0	0	0	2	0	0	0	0
43	广州银行	2	6	1	0	1	0	0	0	0	0
44	昆明官渡农村合作	2	5	0	0	0	1	0	0	0	0
45	上海浦东发展银行	2	4	0	1	1	0	0	0	0	0
46	上银理财	1	762	0	0	1	0	0	0	0	0
47	东莞银行	1	54	0	1	0	0	0	0	0	0
48	贵阳银行	1	49	0	1	0	0	0	0	0	0
49	渤海理财	1	46	0	1	0	0	0	0	0	0
50	北银理财	1	37	0	0	1	0	0	0	0	0
51	贝莱德建信理财	1	33	1	0	0	0	0	0	0	0
52	大连银行	1	28	0	0	1	0	0	0	0	0
53	兰州银行	1	16	0	1	0	0	0	0	0	0
54	四川天府银行	1	14	0	0	1	0	0	0	0	0
55	中原银行	1	11	0	0	0	1	0	0	0	0
56	台州银行	1	8	0	0	0	1	0	0	0	0
57	广东南粤银行	1	3	1	0	0	0	0	0	0	0
58	福建海峡银行	1	3	0	1	0	0	0	0	0	0
59	浙商银行	1	3	0	0	1	0	0	0	0	0
60	重庆银行	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
61	高盛工银理财	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
62	吉林银行	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
63	中信银行	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
64	阜新银行	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0

资料来源：标准普益，中泰证券研究所

图表 35：代销机构角度——代销产品数及代销家数（截至 5 月末）

序号	代销机构	代销产品（款）	发行机构（家） 按此排序
1	兴业银行	1820	28
2	中信百信银行	398	22
3	深圳前海微众银行	566	20
4	江苏银行	1371	17
5	中信银行	2035	15
6	交通银行	940	15
7	苏州银行	787	15
8	宁波银行	1152	14
9	上海浦东发展银行	962	13
10	中邮惠万家银行	443	13
11	浙江网商银行	135	13
12	招商银行	1602	12
13	杭州银行	1105	12
14	厦门银行	930	12
15	浙商银行	558	12
16	平安银行	665	11
17	中国民生银行	555	11
18	上海银行	455	11
19	中国银行	1606	10
20	重庆富民银行	623	10
21	中国光大银行	450	10
22	北京银行	193	9
23	九江银行	630	8
24	中国邮政储蓄银行	524	8
25	吉林亿联银行	360	8
26	中国建设银行	1273	7
27	厦门国际银行	400	7
28	中国工商银行	1381	6
29	齐鲁银行	643	6
30	中国农业银行	579	6
31	嘉兴银行	325	6
32	广东华兴银行	125	6
33	南京银行	469	5
34	秦皇岛银行	442	5
35	江苏紫金农村商业银行	403	5
36	富邦华一银行	391	5
37	长沙银行	323	5
38	温州银行	257	5
39	江苏苏宁银行	244	5
40	广发银行	231	5
41	浙江永康农村商业银行	223	5
42	中原银行	220	5
43	南洋商业银行	210	5
44	浙江德清农村商业银行	204	5
45	日照银行	534	4
46	华夏银行	529	4
47	东莞银行	399	4
48	江苏常熟农村商业银行	300	4
49	徐州淮海农村商业银行	275	4
50	江苏兴化农村商业银行	267	4
51	江苏盐城农村商业银行	247	4
52	浙江舟山定海海洋农村商业银行	246	4
53	浙江嘉善农村商业银行	226	4
54	云南红塔银行	225	4
55	江苏江南农村商业银行	188	4
56	浙江开化农村商业银行	184	4
57	浙江新昌农村商业银行	182	4
58	浙江衢州衢江农村商业银行	167	4
59	浙江衢州柯城农村商业银行	116	4
60	无锡锡商银行	76	4

资料来源：标准普益，中泰证券研究所

6.2 线上直销渠道不断完善，5 家自建 APP

- 理财子公司在微信公众号、官网、APP 等直销渠道的基础上，积极探索代销渠道，拓展多样化的业务区域范围和客群主体，以此全面提高自身市场份额。理财公司多采取线上渠道与线下渠道共同发展的战略，逐步完善直销渠道建设，但目前线上直销渠道建设仍处于起步阶段。理财公司处于建设初期阶段，业务模式、业务渠道等方面仍不完善，因此需要构建线上、线下多业务渠道，以此拓展客群范围，提高客户黏性。**在线上直销渠道建设方式上**，截至 2023 年 5 月末，多数理财公司已建立微信公众号和网站，但自建 APP 直销渠道的理财公司相对较少，目前仅有青银理财打通了主要的三大线上直销渠道。**微信公众号方面**，29 家理财公司建立了微信公众号，其中，**青银理财可以直接通过公众号链接进行购买，信银理财、建信理财、华夏理财、施罗德交银理财则可跳转至银行 APP 购买。**主要系微信公众号建设相对便利、成本较低，且传播范围和渠道客户黏度较高，因此理财公司积极搭建此类线上平台。**官方网站及 APP 方面**，26 家理财公司建立了专属的官方网站，仅有招银理财、信银理财、华夏理财、宁银理财、青银理财 5 家理财公司自建了 APP。部分理财公司渠道覆盖度低，国有行理财公司可依托于较强的母行渠道资源，因此线上渠道较少；而部分城商行、股份行理财公司，自身成立时间尚短，处于渠道建设初期，同时受限于经费支撑等原因，线上渠道并不发达。

图表 36：理财子公司线上直销渠道搭建情况

序号	名称	微信公众号	有无官网	有无APP
1	建信理财	可直接跳转APP购买	√	-
2	中银理财	仅产品推介	√	-
3	农银理财	仅产品推介	√	-
4	交银理财	仅产品推介	√	-
5	工银理财	仅产品推介	√	-
6	中邮理财	仅产品推介	√	-
7	光大理财	仅产品推介	√	-
8	招银理财	仅产品推介	√	√
9	兴银理财	仅产品推介	√	-
10	信银理财	可直接跳转APP购买	√	√
11	平安理财	仅产品推介	√	-
12	华夏理财	可直接跳转APP购买	√	√
13	广银理财	仅产品推介	√	-
14	浦银理财	仅产品推介	√	-
15	民生理财	仅产品推介	√	-
16	渤海理财	仅公告，无产品推介	√	-
17	恒丰理财	-	-	-
18	杭银理财	仅产品推介	√	-
19	宁银理财	仅产品推介	√	√
20	徽银理财	仅产品推介	√	-
21	南银理财	仅产品推介	√	-
22	苏银理财	仅产品推介	√	-
23	青银理财	可直接购买或跳转APP	√	√
24	上银理财	仅产品推介	-	-
25	北银理财	仅产品推介	-	-
26	渝农商理财	仅产品推介	√	-
27	汇华理财	仅产品推介	√	-
28	贝莱德建信理财	仅产品推介	-	-
29	施罗德交银理财	可直接跳转APP购买	√	-
30	高盛工银理财	可直接跳转APP购买	√	-
31	法巴农银理财	-	-	-

资料来源：标准普益，各理财子公司官网，中泰证券研究所

七、产品创新：养老理财稳健布局，客户中心理念深化实践

7.1 养老理财稳健布局

- 银保监会于 2021 年 9 月 10 日发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，标志着养老理财试点工作的正式开始。随后《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》又于 2022 年 11 月 17 日发布，明确在商业银行开立的个人养老金资金账户“具有唯一性”。与券商、保险等参与机构相比，银行是客户开启个人养老金之旅的“首站”，因此可充分发挥渠道优势，使得养老储蓄、养老理财产品“飞入寻常百姓家”。根据《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》披露，截至 2022 年底，养老理财累计购买金额破千亿元，投资者 46.6 万人次。

图表 37：养老理财相关政策梳理

时间	事件	内容
2021年9月	发布《关于开展养老理财产品试点的通知》	中国银保监会正式启动养老理财产品试点工作，批准工银理财于成都市和武汉市、建信理财和招银理财于深圳市、光大理财于青岛市，选择“四地四家机构”进行试点，试点养老理财产品真正具有“养老”属性，突出稳健性、长期性、普惠性特征，有利于规范现有业务，丰富养老金融产品供给，满足人民群众多样化养老需求，开展为期一年的养老理财产品试点工作。
2021年12月	首批养老理财发行	自 2021 年 12 月 6 日起，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财四家试点机构首批各发行一只养老理财产品，均于 2021 年 12 月完成了产品募集。
2022年2月	银保监会再次发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	在前期试点的基础上，明确养老理财试点城市新增北京、上海、广州、重庆、沈阳、长春六地，将养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩大到“十地十机构”，对构建多层次、多支柱养老保障体系具有重要意义，进一步丰富商业养老金融产品供给。
2022年4月	国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发表的意见》	提出要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金。个人养老账户资金可用于购买符合规定的银行理财等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品。
2022年5月	银保监会发布《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》	明确商业养老金融发展理念，推动更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设
2022年11月	人社部、财政部、银保监会、证监会、税务总局联合印发《个人养老金实施办法》	对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面作出规定。
2022年11月	财政部、税务总局联合印发《关于个人养老金有关所得税政策的公告》	
2022年11月	银保监会发布《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》	支持个人养老金投资银行理财产品业务的顺利开展
2022年11月	证监会发布《个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定》	对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范，稳妥推进个人养老金投资公募基金业务落地，更好服务于居民养老投资需求。

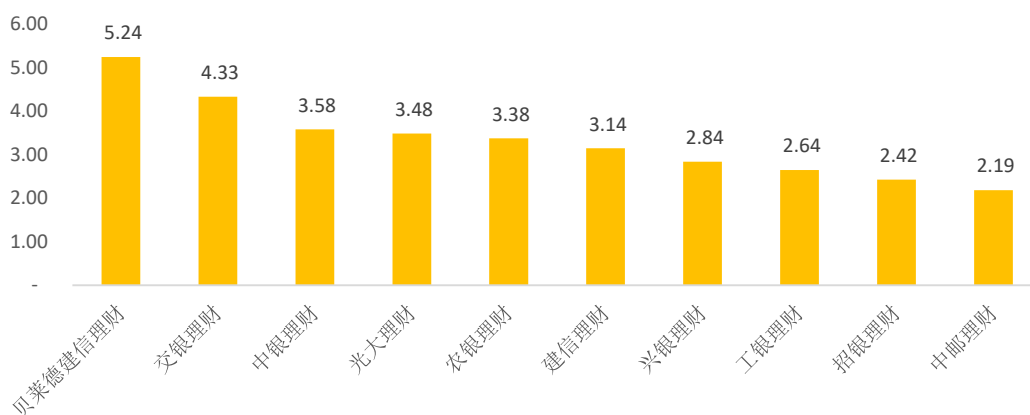
资料来源：中国政府网，中证网，中泰证券研究所

■ **存续情况方面**，截至 2023 年 5 月末，全市场共有 54 款养老理财产品存续。其中工银理财和建信理财存续的养老理财产品数量最多，达 11 款；其次是光大理财，共 10 款养老理财产品。养老理财产品作为一类重要的养老金融产品，兼具“稳健性、长期性、普惠性”三个显著特征，比较符合大众客户的投资偏好，市场接受度相对较高。当前，养老理财产品发行步入常态化阶段，市场运行平稳。随着试点机构和区域范围扩大，未来养老理财产品数量将逐渐增加，有助于进一步完善多层次养老体系建设，满足居民养老需求。**发行情况方面**，54 支养老理财中 48 支在 2022 年发行，2021 年发行 4 支，2023 年截至 5 月末仅兴银理财新发行 2 支养老理财。**运作模式方面**，54 支养老理财中仅有 3 支开放产品，分别由建信、光大、招银发行。**收益率方面**，有所分化，平均收益率多在 2.2%-3.6% 之间。

图表 38：理财子旗下养老理财产品概况

行标签	存续产品数量	2021发行数量	2022发行数量	2023发行数量	平均收益率 (%)	存量运作模式
工银理财	11	1	10	0	2.64	全封闭
建信理财	11	1	10	0	3.14	10封闭1开放
光大理财	10	1	9	0	3.48	9封闭1开放
招银理财	5	1	4	0	2.42	4封闭1开放
中银理财	5	0	5	0	3.58	全封闭
兴银理财	4	0	2	2	2.84	全封闭
交银理财	3	0	3	0	4.33	全封闭
农银理财	2	0	2	0	3.38	全封闭
中邮理财	2	0	2	0	2.19	全封闭
贝莱德建信理财	1	0	1	0	5.24	全封闭
总计	54	4	48	2	3.13	51封闭3开放

资料来源：标准普益，中泰证券研究所

图表 39：理财子养老理财成立以来平均收益率 (%)


资料来源：标准普益，中泰证券研究所

7.2 不断深化以客户为中心理念，“破净免费”

- **首先是招银理财：**5月23日，招银理财发布2023年来首支权益类公募理财产品“招卓价值精选权益”（风险等级为R5级），**一是招银理财在该产品上采取了“净值低于1元不收取管理费用”的创新**，一改传统公募资管产品的固定管理费模式，即产品净值低于1时，产品管理人将从下一个自然日起暂停固定管理费的收取，直至产品净值回升至1或大于1时，管理人才将重新恢复固定管理费收取；**二是投资经理和公司高管跟投**，其中投资经理自购200万元；**三是也规定了单笔大额认购实施巨额优惠**，单笔购买100万元，认购费便降到1000元，而公募的规则一般是得单笔购买500万或1000万才能达到相近水平；**四是不收取超额业绩报酬**，即浮动管理费为0，最大化将超额收益让渡给持有人。**其实此前理财子公司便有诸多探索**，其中，信银理财部分产品计提超额业绩报酬采用高水位法，即产品业绩表现未超过历史业绩表现，则不提取超额业绩报酬。另外，2022年12月，华夏理财就将180天以内所有短期开放产品固定费率阶段性调降为0，本质是因产品“破净”而“免费”。由此可见，因“破净”免收固定管理费并非招银理财首创，但招银理财在产品发行初期就立下“破净”不收费的承诺，实属首例，是理财子真正围绕绝对收益目标来做投资、研究和考核的进一步探索。

图表 40：招银理财招卓价值精选权益类理财计划产品说明书

管理费	固定投资管理费： 如本产品当日累计净值低于 1.00 元(不含)时，管理人将从下一自然日起暂停收取固定投资管理费。直至本产品累计净值高于 1.00 元(含)后，管理人恢复收取理财计划固定投资管理费，固定投资管理费率 1.50%/年。固定管理费精确到小数点后 2 位，小数点 2 位以后舍位。
认购费	认购费： 认购期投资者可以多次认购本理财计划，认购费按每笔认购申请单独计算。认购金额小于 100 万元，需支付 1.20% 的认购费； <u>认购金额大于等于 100 万元，需支付 1000 元的认购费。</u> 认购费不属于理财计划费用，不由理财计划承担，由投资者承担并于认购时单独支付。

资料来源：招银理财招卓价值精选权益类理财计划产品说明书，中泰证券研究所

图表 41：近年理财产品创新梳理（收费）

产品名称	发行机构	产品成立期	创新类型细分	创新点描述
招银理财招卓价值精选权益类理财计划103805	招银理财	2023/5/30	--	普惠型费率创新,若产品累计净值低于1,不计提管理费
金桂花月开开放式净值型理财产品	泸州银行	2021/12/21	浮动管理费	3)超额业绩报酬:单个投资周期结束后产品实际年化收益率超过业绩比较基准时,对于超过部分,泸州银行按照以下标准计提超额业绩报酬: 3.1)单个投资周期结束时,客户持有本产品份额 30 万份(不含)以下的,泸州银行按照 95%的比例一次性计提超额业绩报酬。 3.2)单个投资周期结束时,客户持有本产品份额 30 万份及以上(含)的,泸州银行按照 80%的比例一次性计提超额业绩报酬
招银理财招睿金鼎十八月定开1号固定收益类理财计划(产品代码:107601A)	招银理财	2020/9/10	--	超额业绩报酬收取方式: $\text{Min}(0.1\%, Y \times 365 + N - A\%) A\% \leq Y \times 365 + N < A\% + 0.6\%, \text{Min}(0.2\%, 0.1\% + Y \times 365 + N - A\% - 0.6\%) Y \times 365 + N \geq A\% + 0.6\%$
红棉理财鑫选9个月定开1号(200105A零售)	广州银行	2020/3/5	费用返还	管理人以计提的管理费为限对投资者进行回拨,不超过业绩比较基准下限。
兴睿优选进取混合类净值型理财产品	兴业银行	2020/2/25	--	本理财产品为混合型产品,收取认购费,不收取超额业绩报酬。
鲲鹏理财连盈宝定期开放式(182天)净值型理财产品	大连银行	2019/11/27	浮动管理费	超额收益 \leq 中国人民银行公布的半年期定期存款利率+2.7%,产品管理人收取浮动业绩报酬; 中国人民银行公布的半年期定期存款利率+2.7% < 超额收益 \leq 中国人民银行公布的半年期定期存款利率+3.7%,产品管理人按照50%收取浮动业绩报酬; 超额收益 > 中国人民银行公布的半年期定期存款利率+3.7%,产品管理人按照100%收取浮动业绩报酬。
"丰收·信福"第1913期封闭净值型理财产品	宁波慈溪农村商业银行	2019/11/25	阶梯费用	采用浮动投资管理费方式,若超额收益(年化费率)不超过 0.5%,超额部分收取投资管理费;若超额收益(年化费率)超过 0.5%,则超额收益(年化费率)超过 0.5%的部分 80%归存续客户所有,20%作为银行投资管理费。若理财产品实际收益等于或小于业绩比较基准收益、销售管理费和产品托管费之和,不收取投资管理费
吉利财富成长系列2019年第61期	吉林银行	2019/10/15	费用返还	如理财产品到期时扣除销售手续费、托管费、和投资管理费后产品收益未达到业绩比较基准的,则我行减免收取销售手续费和投资管理费,减免收取的金额以产品收益与业绩比较基准的差额为准
交银理财稳享一年定开1号净值型理财产品	交银理财	2019/8/8	浮动管理费	产品管理人将提取20%作为超额业绩报酬
工银理财"全鑫权益"鑫尊利科技创新优选定期开放理财产品2019年第1期HHZB1912	工银理财	2019/6/27	浮动管理费	采用"新高法"计提浮动管理费
中信理财之双赢全球多资产净值型人民币理财产品A181A6153	中信银行	2018/9/25	浮动管理费	按照高水位法计提浮动管理费。
周周发2.0理财计划(产品代码:107115)	招商银行	2018/8/21	阶梯费用	投资者持有期不满90天赎回时,收取赎回费0.1%。满90天赎回时,不收取赎回费
"金石榴惠盈季季鑫4号"1807期	苏州银行	2018/8/17	费用返还	若投资资产组合净值扣除产品托管费等相关费用后,客户实际获得的收益达不到业绩比较基准,则苏州银行有权减免收取相应固定管理费。
常乐私享鑫途7号净值型理财产品	江苏常熟农村商业银行	2018/8/10	费用返还	若本产品最终收益达不到业绩比较基准,则将以银行固定管理费为限向客户进行回拨,直至客户收益达到业绩比较基准。若银行固定管理费全额回拨后,客户收益未达到业绩比较基准,则客户收益以此为限
增利系列2018年第27期	恒丰银行	2018/8/9	--	银行有权调整费率,若投资者并不接受可申请提前赎回
"幸福99"丰裕3号固定收益类(18015)期银行理财计划	杭州银行	2018/8/1	--	按照产品管理费收入的10%计提风险准备金,用于弥补损失
中国工商银行私人银行专属全权委托资产管理人民币理财产品2018年第16期PBZO1811	中国工商银行	2018/4/27	阶梯费用	赎回费率按持有期分档,并采取先进先出法
中国工商银行工银财富系列工银量化理财-恒盛配置 CFLH01	中国工商银行	2012/2/10	--	按照"新高法原则"提取业绩基准以上超额收益的 20%作为产品业绩报酬,每月开放时提取,按季支付。"新高法原则"是指产品运作期间,每次计提业绩报酬时的产品单位累计净值,只有超过历史开放日最高产品单位累计净值时才能收取。产品生效日当日,产品管理费率为0.9%/年,产品管理费按初始本金计提。
同享二号	中国光大银行	2007/10/27	--	申购金额采用比例费率;赎回费率按持有期分档,并采取先进先出法

资料来源:标准普益,中泰证券研究所

图表 42: 近年理财产品创新梳理(投资策略)

产品名称	发行机构	产品成立期	创新类型细分	创新点描述
平安理财灵活策略双债固收类(360天持有)理财产品A	平安理财	2023/5/5	标债+可转债转股策略	双债驱动
平安理财灵活策略双债固收类(360天持有)理财产品-总	平安理财	2023/5/5	标债+可转债转股策略	双债驱动
平安理财灵活策略双债固收类(180天持有)理财产品	平安理财	2022/12/6	标债+可转债转股策略	双债驱动
招银理财招越私人银行泓润Z93102号理财计划Z9312A	招银理财	2022/3/25	定向投资	通过投资于标的基金“天津粤发股权投资基金合伙企业(有限合伙)”实现股权投资
招银理财招越私人银行泓润Z93102号理财计划Z9312B	招银理财	2022/3/25	定向投资	通过投资于标的基金“天津粤发股权投资基金合伙企业(有限合伙)”实现股权投资
招银理财招睿活钱管家(同业存单及存款)1号固定收益类理财计划100901	招银理财	2022/3/25	同业存单	主要投资于同业存单和存款,比例不低于80%
青银理财瑞臻人生成就系列人民币个人理财计划2021年439期(跟踪胶东五市指数)	青银理财	2021/12/16	跟踪胶东五市指数	跟踪胶东五市指数
阳光红基础设施公募REITs优选1号	光大理财	2021/11/4	基础设施公募REITs	基础设施公募REITs
青银理财瑞臻人生成就系列人民币个人理财计划2021年175期(蓝色金融主题)	青银理财	2021/6/16	--	本理财产品实行蓝色金融可持续发展投资理念,优先投资于有利于海洋和水体保护等产业。
招银理财招智无忧目标2035(两年持有)混合类理财计划(产品代码:202035)	招银理财	2021/4/7	--	目标打造银行理财业内首款采用真实下滑曲线(随时间接近目标日期,高风险资产配置比例逐渐降低,管理人定期调整业绩比较基准,从而平衡投资生命周期风险承担能力)的目标日期产品。由于摩根资管在下滑曲线领域具备成熟的模型和经验,由此二者在确定战略合作后进行合作尝试。
中银理财“睿享”(封闭式)2020年03期	中银理财	2020/10/14	定向投资	本理财产品主要投资于华为员工(以下简称“融资产”)合法持有的标的薪酬收益权非标准化债权资产(以下简称“基础资产”),华为员工将其转让基础资产所获得的转让价款用于认购华为员工长期激励计划。到期后,由华为员工按照基础资产相关合同约定的价格、回购日及回购规则进行回购。
龙盈ESG混合GS款1号(两年封闭-偏股)	华夏银行	2020/6/4	--	嵌入敲出机制,管理人可选择择机敲出,本理财产品将提前终止。
“农银安心·一年半开放”(信用策略优选)第2期人民币理财产品	农银理财	2020/5/12	--	本理财产品通过宏观周期研究、行业周期研究、公司研究相结合,通过定量分析增强组合策略操作的方法,确定资产在基础配置、行业配置、公司配置结构上的比例。
公司鼎鼎A款【65121】号理财计划	招商银行	2020/4/29	定向投资	本理财计划将募集资金100%投资于华润信托·润银7号单一资金信托。全部信托资金用于对中铁十六局集团有限公司(简称“融资产”)进行永续债权投资。
天年优享2030理财计划1号	上海浦东发展银行	2020/2/18	--	权益类和固收类资产此消彼长。本理财产品采用目标日期投资策略,设定目标日期为2030年,随着所设定目标日期的临近,将逐步降低权益类资产的配置比例。
爽银财富·基金精选(前沿科技)	贵阳银行	2020/2/18	--	募集资金进行主动管理,按照约定投资范围进行资产配置,由具有证券投资基金托管资格的金融机构进行托管。
工银理财·恒睿平衡封闭净值型理财产品20HH6101	工银理财	2020/1/21	--	本理财产品通过遴选优秀的公募基金,利用量化策略投资固定收益、权益和商品及衍生品市场,构建公募基金组合,通过参与申购科创板和主板新股增强收益。
农银理财“农银进取”科技创新第2期人民币理财产品	农银理财	2020/1/15	--	引入理财投资合作机构
工银理财私募夹层专项产品(2019年-08期)SMJC1922	工银理财	2019/8/9	私募夹层投资	采用私募夹层投资模式
阳光紫11期	中国光大银行	2019/3/26	定向投资	受托管理资金定向用于投资北京金融资产交易所挂牌的委托债权投资项目,融资产人湖北省科技投资集团有限公司
阳光红优享1期	中国光大银行	2019/3/6	定向投资	受托管理资金投资于厦门信托分层型证券投资集合资金信托计划的优先受益权
财富定向-3月	中国光大银行	2017/9/11	FOF	采用FOF投资管理模式

资料来源：标准普益，中泰证券研究所

八、投资建议

- **投资建议：银行股核心逻辑是宏观经济，坚持修复逻辑和确定性增长逻辑两条主线。**银行股的核心逻辑是宏观经济，之前要看政策预期，如今政策预期落地后，下阶段就要看经济的持续性。**第一条选股主线是确定性增长逻辑：**收入端增长确定性最强的仍是优质区域城商行板块，看好宁波、江苏、苏州、南京、成都。**第二条选股主线是修复逻辑：**地产回暖+消费复苏，看好招行、宁波、平安、邮储。
- **风险提示：经济下滑超预期。国内外疫情反复超预期。金融监管超预期。**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。