



证券研究报告 Research Report

2019年8月13日

券商经纪业务转型财富管理的思考及借鉴

王小军 金融行业分析师

执业编号: S1500512040003

联系电话: +86 10 83326865

邮箱: wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师

执业编号: S1500517090001

联系电话: +86 10 83326871

邮箱: guanzhu@cindasc.com

摘要

■ 我们的亮点：

- 1、本篇报告突破行业限制，观察境外券商、金融资产管理公司、银行等金融机构在财富管理业务上的发展路径，并对高盛、Blackrock和瑞银的转型路径进行了详细分析。
- 2、对于智能投顾的发展及我国券商转型财富管理业务面临的机遇和挑战进行了分析。
- 3、结合中国市场的特点，以及高净值客户的特征，提出券商在财富管理业务的下一步方向。

■ 我们的核心观点：

1、我国券商的财富管理业务仍处在初期摸索阶段。智能投顾主要用于辅助券商经纪业务，由于我国券商发展智能投顾的时期，恰逢一些第三方财富管理平台承诺给予投资者较高“保本”收益的时期，这些导致智能投顾在券商财富管理转型中发挥作用有限。我们认为券商转型财富管理核心在于对于高净值客户需求的挖掘和满足，同时财富管理服务并不是服务的终点。随着金融服务综合化加深以及投资者机构化的演变，券商的财富管理业务将作为信用交易、投行等其他业务发展的入口。

2、从海外金融机构的发展路径来看，根据公司的不同发展阶段有三种选择，其实公司很难依靠其中之一崛起，而是在不同的阶段选择适合自己的发展方式：

- 一是Betterment为代表的单一智能投顾的崛起。
- 二是富达、Blackrock为代表的拥有自己的产品和智能投顾的基金公司和资产管理公司。
- 三是高盛为代表的收购已经成熟平台，补齐大众客户财富管理短板的证券公司；
- 四是瑞银为代表的致力于服务高端客户的私人银行

3、国内券商财富管理转型方向可主要概括为三类：

- 一是互联网基因优势明显，利用流量创收。代表公司：东方财富；
- 二是通过数字化平台，深度挖掘存量客户需求。代表公司：华泰证券；
- 三是针对高净值客户，提供高端定制服务。代表公司：国泰君安。

以上三个方向逐层递进，但由于各家券商先天禀赋不同，所以转型的发力点亦不相同。财富管理业务目前的需求在于大类资产配置，券商行业的普遍短板是境外产品的缺乏，目前在这一块能做好的券商非常少。从业务资格来看，国泰君安和华泰拥有明显的优势。中小券商亦可寻求合作。

目录

■ 一、财富管理市场快速崛起

- 1、我国财富管理市场迅速崛起，对资本市场的偏好在提升
- 2、我国的高净值客户掌握在银行手中，但门槛限制了潜在客户
- 3、券商的竞争对手不仅是传统金融机构，还有泛理财平台
- 4、券商发展理财业务面临着什么客户？

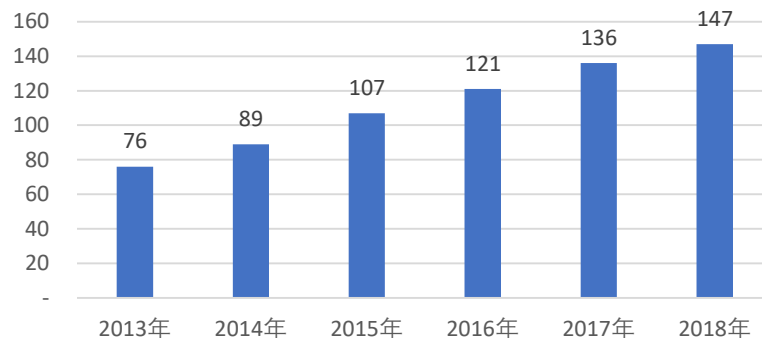
■ 二、海外金融机构在财富管理业务的发展路径分析

■ 三、国内券商经纪业务转型财富管理的路径分析

1、我国财富管理市场迅速崛起，对于资本市场的需求提升

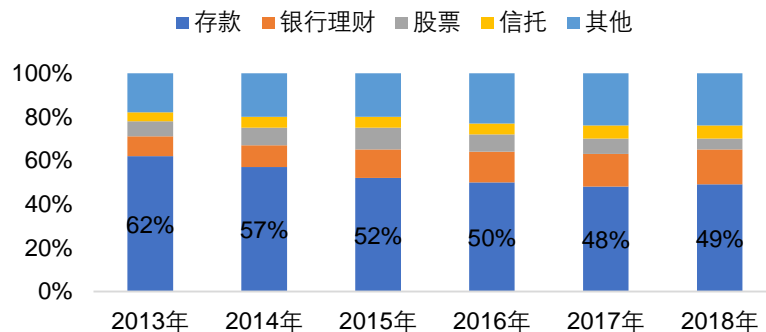
- 我国财富管理市场增长迅猛，高净值人群稳居全球第二。根据BCG统计，目前我国已经成为全球第二大财富管理市场。截至2018年底，国内居民可投资金融资产总额达到147万亿元人民币，从增速来看，个人可投资金融资产同比增长8%，涨幅虽然较前些年有所下降，但仍带来巨大的财富管理需求，财富管理将成为金融发展的主旋律，为资本市场的发展提供了广阔空间。从高净值客户群体来看，2018年，国内个人可投资金融资产600万元人民币以上的高净值人士数量达到167万，位居全球第二。
- 股票、信托等资产配置比重提升，政策和市场完成对投资者教育。从我国个人可投资金融资产的配置来看，大部分集中在银行、基金、信托等机构发布的理财产品。近五年来，存款的配置明显降低，股票、信托以及公募基金的配置比重则明显提升。随着资管新规的颁布以及经历股市债市的波动，投资者风险接收程度得到提升，未来不排除进一步加大对资本市场配置的可能。
- 楼市的吸引力下降后，对于资本市场的需求提升。随着政府对房地产市场的限制调控以及房产税的相应出台，高净值客户在楼市的配置有所降低，同时经过2018年资管新规以及市场波动的教育，投资者对于资本市场的配置需求有所提升。

我国个人可投资金融资产规模（万亿，人民币）



Source: BCG中国私人银行报告2019《守正创新 匠心致远》，信达证券研发中心

我国个人可投资金融资产构成



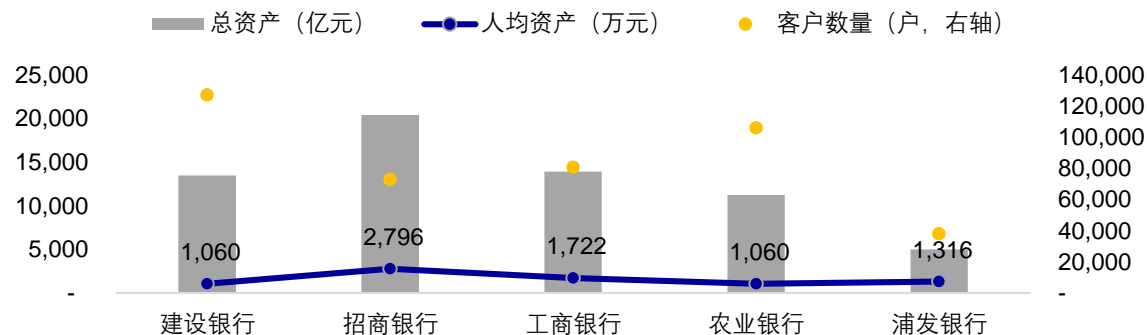
Source: BCG中国私人银行报告2019《守正创新 匠心致远》，信达证券研发中心

2、我国的高净值客户掌握在银行手中，但门槛限制了潜在客户

- 由于我国目前仍处于分业经营和分业监管的体制下，某种程度上限制了财富管理业务的发展。一方面，商业银行由于发放贷款、社保医保等因素，掌握了大量高净值客户的资料。另一方面，随着私人财富的增长，客户对财富管理的需求不断增强。我国商业银行凭借多层次的理财产品，服务于高净值客户，在财富管理业务市场中占有绝对的主导地位。

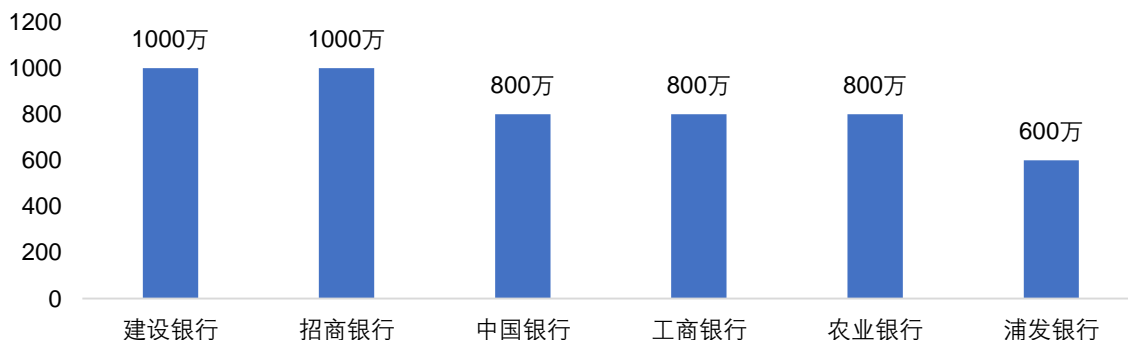
- 但是，商业银行服务的高净值客户门槛较高，所以有部分潜在客户尚未能进入银行的私人银行名单。因此这部分客户的财富管理属于蓝海。

国内部分银行私人银行业务总资产、人均资产及客户数量



Source: Wind, 信达证券研发中心

目前国内部分银行私人银行客户门槛

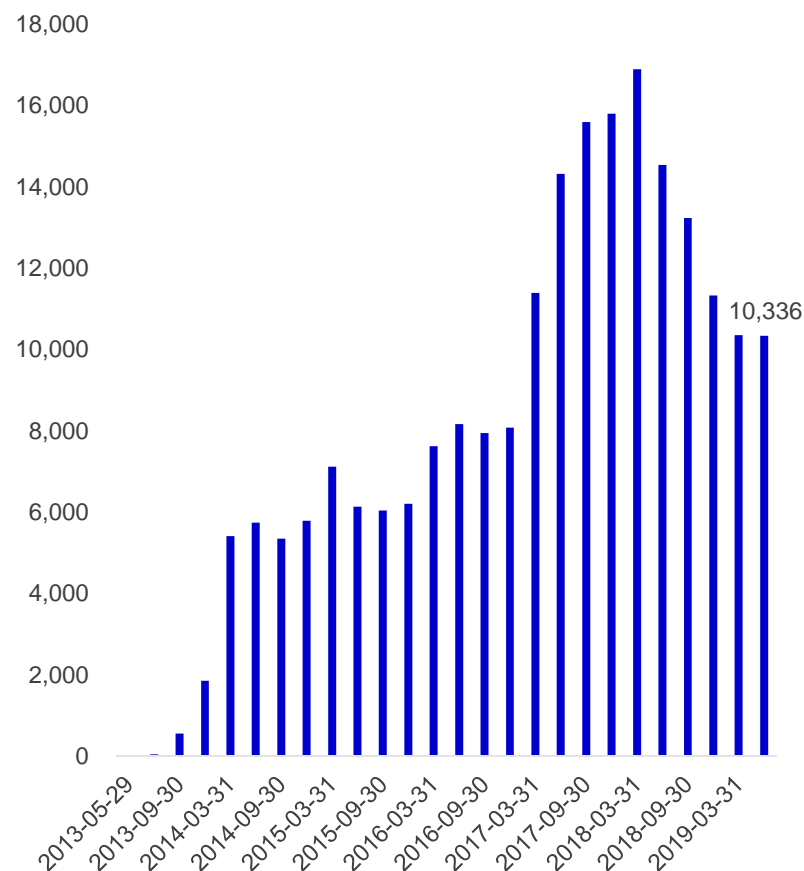


Source: 信达证券研发中心整理

3、券商的竞争对手不仅是传统金融机构，还有泛理财平台

- **线上支付场景下，年轻一代的财富管理需求被快速捕捉。**聚焦到年轻一代的理财市场，竞争也并非一片蓝海。从第三方财富公司到互联网巨头旗下的金融平台，各家公司都试图从这块崛起的增量蛋糕中分一杯羹。
- **线上理财的快速发展。**线上财富管理公司的快速发展加剧了行业竞争。以陆金所、蚂蚁金服为代表的线上财富管理机构快速发展，打破了以往人们对于财富管理高大上的认知。利用低门槛、低费率来满足年轻一代的理财需求。同时为了增强其信用程度，线上财富管理机构会背靠大型金融集团或大型互联网公司，实现线上理财规模的快速增长。
- **首家万亿货币基金公募：天弘基金。**从天弘基金成立以来历年各季度的规模变化来看，余额宝改变了这家公司命运的说法并不为过。数据显示，自2005年四季度起，该公司成立以来连续8个季度总规模不足3亿元。2013年6月13日，阿里巴巴与天弘基金合作推出余额宝，2017年一季度末，该公司的总规模达到了1.2万亿元，成为国内首家公募规模超过万亿的基金公司。截至2018年底，天弘余额宝规模为1.13万亿元，持有人户数为5.88亿户。

余额宝天弘基金规模（亿元）



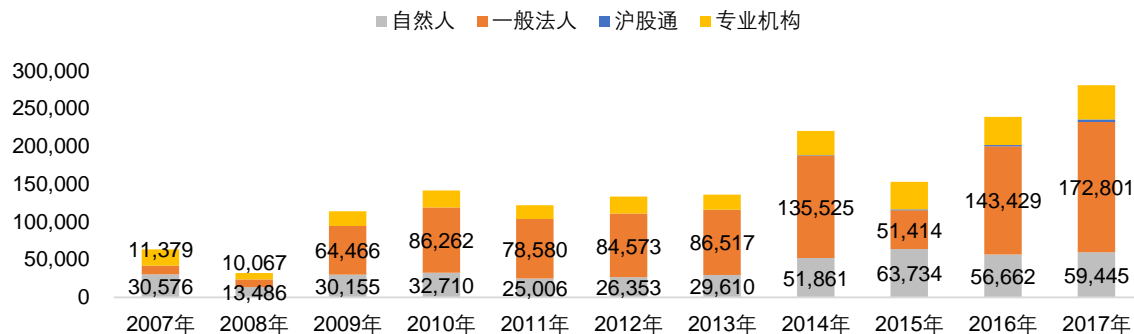
Source: Wind, 信达证券研发中心

4、券商面临着什么客户：逐步机构化的个人投资者

- 按照上交所对沪市投资者的分类，划分为个人投资者、一般法人、专业机构及沪股通四大类，从各类投资者的持股市值来看：个人投资者持股总市值占比下降：近三年，一般法人、专业机构及沪股通持股总市值整体呈上升趋势，个人投资者持股市值下降。

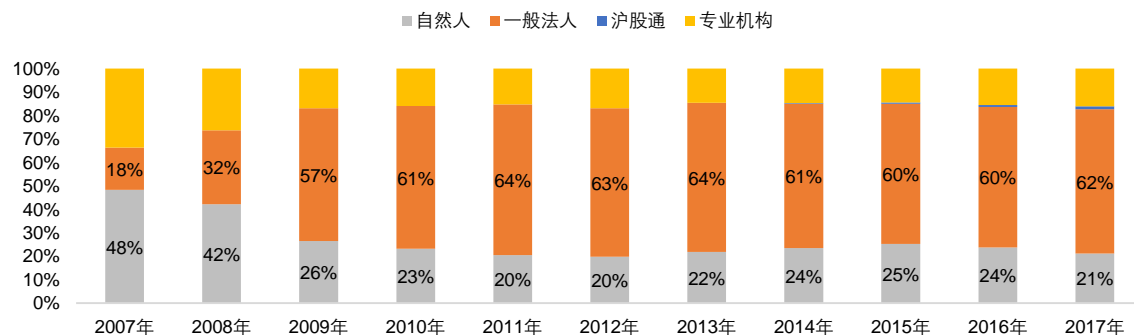
- 2007年至2017年间，沪市一般法人持股市值从1.14万亿上升至17.28万亿，占比从17.97%上升至61.53%；专业机构持股市值从2.13万亿上升至4.53万亿，占比从33.74%下降至16.13%；个人投资者持股市值从3.06万亿上升至5.94万亿，占比从48.29%下降至21.17%。

各类投资者持股市值规模（亿元）



Source: Wind, 信达证券研发中心

各类投资者持股市值比重

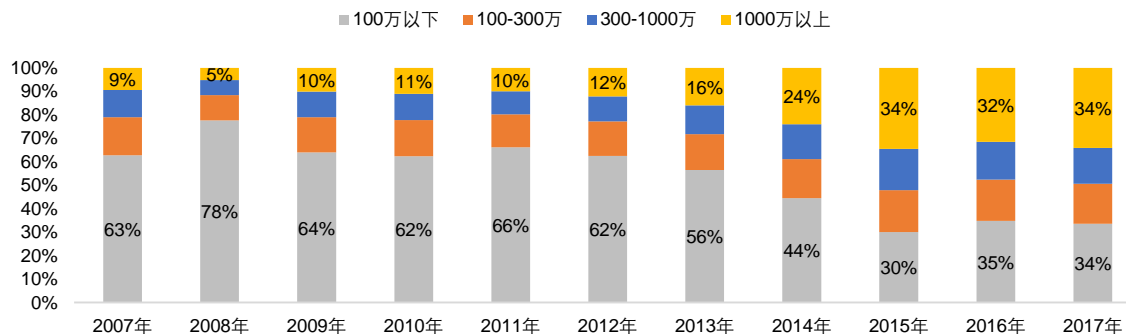


Source: Wind, 信达证券研发中心

4、券商面临着什么客户：1000万规模以上个人投资者的快速崛起

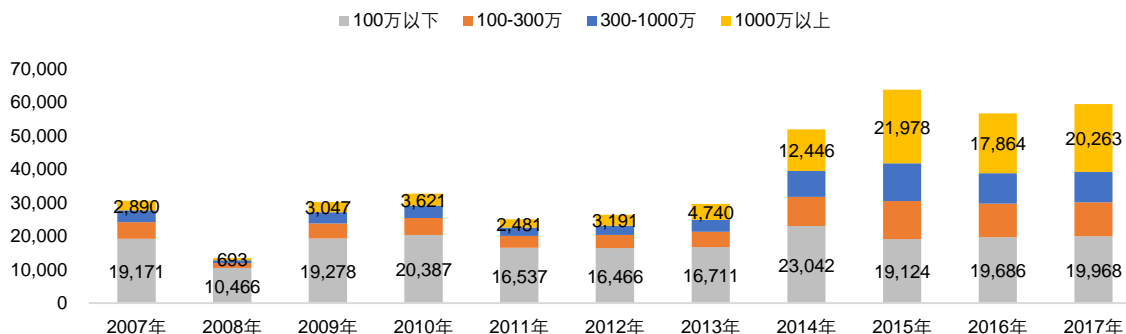
- 个人投资者结构来看，1000万规模以上的投资者快速崛起，100万以下的投资者开始收缩。2007年至2017年，1000万规模以上的投资者持股市值从2,890亿元增长至2.03万亿，占全部个人投资者持股市值比重从9%上升至34%；而100万以下的个人投资者持股市值从1.91万亿增长至2万亿，但占全部个人投资者持股市值比重从63%下降至34%。
- 我们认为，1000万规模以上个人投资者的快速崛起，一方面是因为资本市场加快发展后，上市企业的中小股东受市场红利带动；另一方面是高净值客户对股市的配置予以重视。

不同类别个人投资者持股市值占全部个人投资者持股市值比重



Source: Wind, 信达证券研发中心

不同类别个人投资者持股市值规模（亿元）

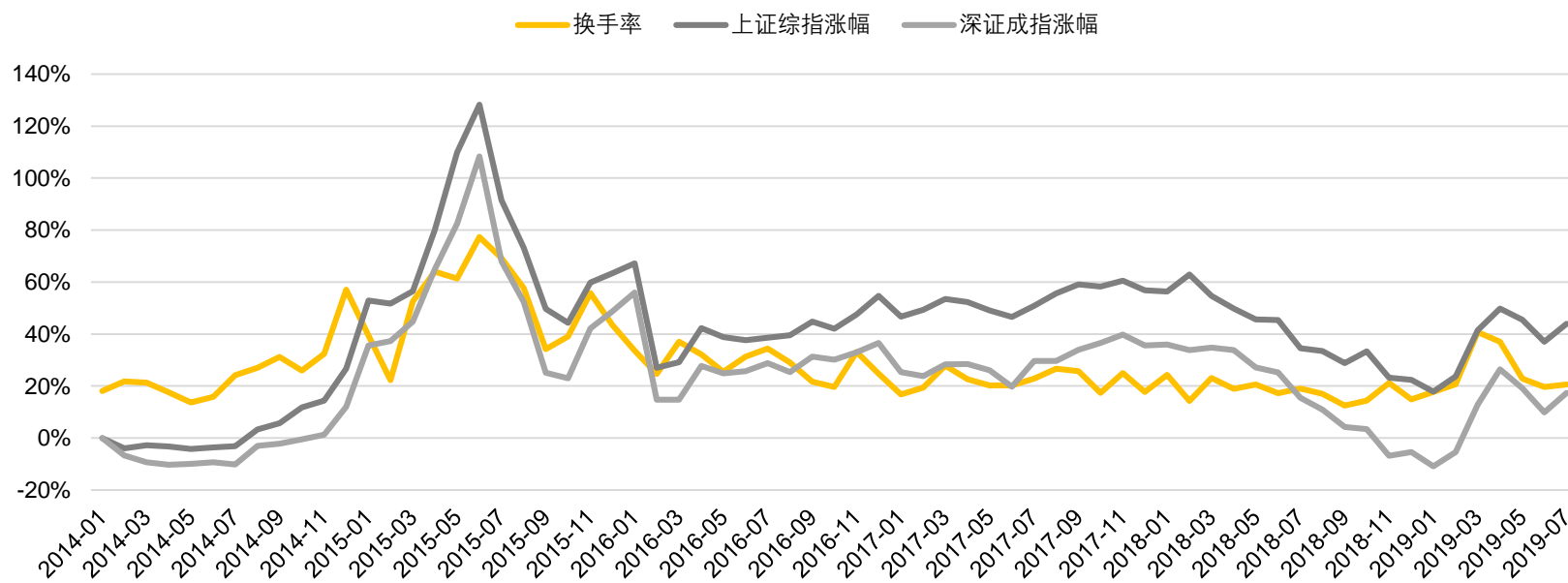


Source: Wind, 信达证券研发中心

4、券商面临着什么客户：市场情绪扰动下换手率偏高

- 我国投资者结构虽然在持续调整，但个人投资者仍然是市场中有影响的一部分力量。
- 个人投资者受市场情绪的影响较大，在市场情绪扰动下换手率会与行情呈现明显的正相关性。可以看到，在市场行情较好的时候，券商通过实施低佣金战略来争夺客户，但是佣金率并非周期产品价格，虽有波动，但是下降趋势难以避免，因此券商在转型财富管理业务的关键是提升服务费率。

2014年至今两市月换手率及其涨幅



Source: Wind, 信达证券研发中心

目录

■ 一、财富管理市场快速崛起

■ 二、海外金融机构在财富管理业务的发展路径分析

1、全球财富管理规模增长强劲，资产配置多元

2、全球财富管理竞争格局：核心仍在传统机构手中，智能投顾服务的是年轻一代理财需求

3、各类财富管理机构如何盈利

4、海外金融机构在财富管理业务的发展路径分析

➤ 高盛：收购金融公司实现财富管理业务全覆盖

➤ 瑞银：智能投顾浅尝辄止后，专心服务高端客户

➤ Blackrock：阿拉丁系统及多元化产品成就的天方夜谭

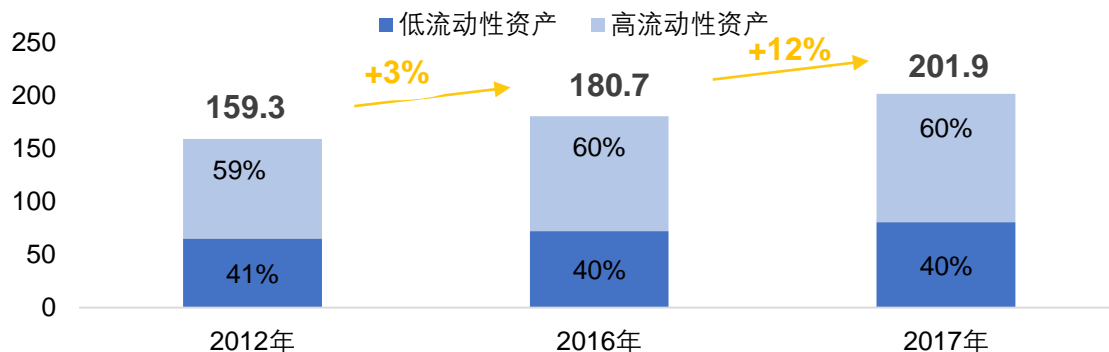
5、海外金融机构转型财富管理的启示

■ 三、国内券商经纪业务转型财富管理的路径分析

1、全球财富管理规模增长强劲，资产配置多元

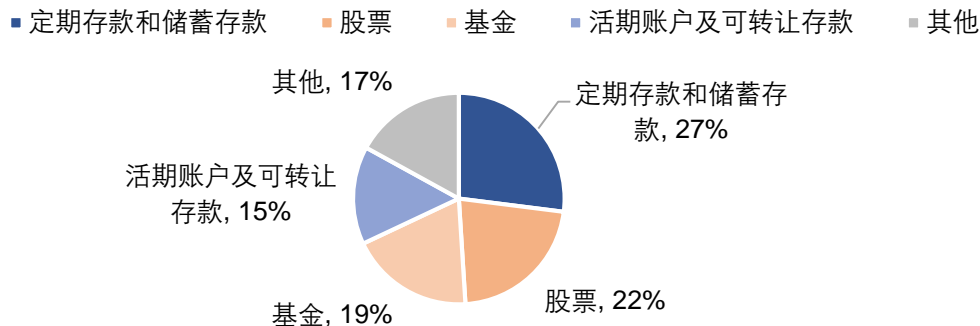
- 截至2017年，全球个人金融财富增速为12%，达到201.9万亿美元。其中，121.6万亿美元(60%)以可投资资产的形式存在，主要是股票、投资基金、货币和存款以及债券，其余80.3万亿美元(40%)以不可投资或低流动性资产的形式存在，如人寿保险、养老基金和未上市公司的股票。

全球财富管理规模（万亿美元）



- 从资产配置来看，定期存款和储蓄存款规模约32万亿美元(占比27%)；紧随其后的是股票，规模26万亿美元(22%)；23万亿美元的投资基金(19%)和19万亿美元的活期账户及可转让存款(15%)；以及其他资产（货币、直接交易债券和其他较小的资产类别）占比17%。在过去的五年里，个人投资者更多地转向投资基金和直接交易股票。

2017年全球财富管理对资产配置



2、全球财富管理竞争格局：核心仍在传统机构手中，智能投顾服务的是年轻一代理财需求

- 服务于不同客户的机构：按照海外金融机构对客户的资产规模划分，财富管理服务客户可分为五类：零售（低于250000美元）、富人（25万至100万美元）、低净值人士（100万至2000万美元）、高净值人士（2000万至1亿美元）和超高净值人士（超过1亿美元）
- 金融科技飞速发展，服务大众客户的智能投顾崛起：从智能投顾的发展历程来看，美国智能投顾的是以Betterment和Wealth-front提供投顾服务为开端，2013年前后贝莱德、高盛等传统资产管理公司和券商引入智能投顾。2017年全球智能投顾管理资产达2,264亿美元，同比增速78%。但，智能投顾是财富管理业务转型中的一种手段，其作用在于对客户进行画像分层和加速中后台业务一体化，从而提升财富管理的客户体验。
- 高净值客户依然掌握在传统机构手中。截至2017年底，据Statista数据显示，2017年全球智能投顾管理资产达2,264亿美元，而同期全球财富管理资产整体规模为201.9万亿美元。可以看出尽管智能投顾发展势头迅猛，但它仍然没有动摇多年来的资产管理根基。智能投顾只是以场景切入年轻一代，抓住其理财需求。对于存量的高净值客户的财富的决定权仍在传统的财富管理机构手中。

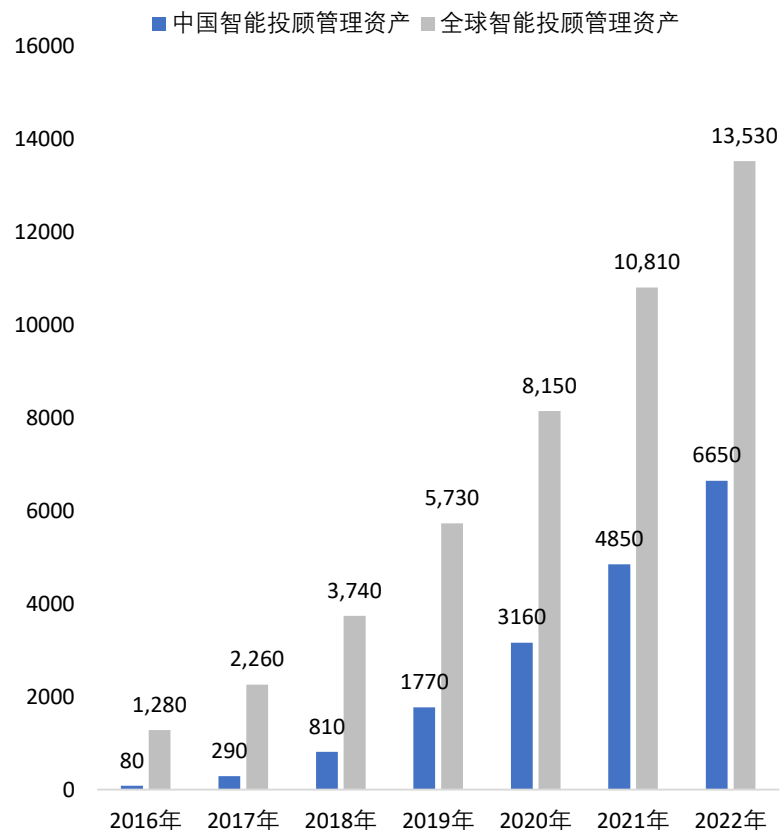
财富管理客户分类及相应服务客户

客户	财富衡量标准	服务机构	服务机构中的代表者
零售	低于250000美元	单一智能投顾	Betterment/Wealthfront
富人	25万至100万美元	券商/资产管理公司	富达/高盛/黑岩
低净值人士	100万至2000万美元	券商/资产管理公司	富达/高盛/黑岩
高净值人士	2000万至1亿美元	全能银行	瑞银
超高净值人士	超过1亿美元	全能银行	瑞银

Source:BCG报告《Global Wealth 2018》，信达证券研发中心整理

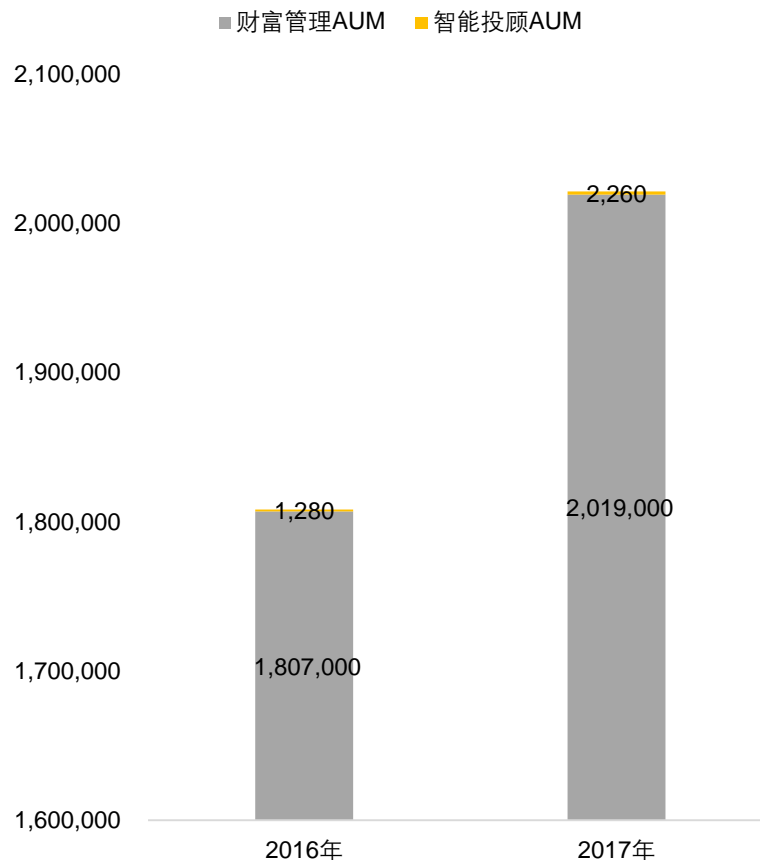
2、全球财富管理竞争格局：核心仍在传统机构手中，智能投顾服务的是年轻一代理财需求

中国及全球智能投顾服务AUM（亿美元）



Source: 埃森哲报告《智能投顾在中国：直面挑战、把握机遇、决胜未来》，信达证券研发中心

智能投顾覆盖的资产规模VS传统资产管理业务规模（亿美元）



Source: 埃森哲报告《智能投顾在中国：直面挑战、把握机遇、决胜未来》，信达证券研发中心

3、各类财富管理机构如何盈利——Betterment和富达投资

- 美国智能投顾市场成立的逻辑可以大致总结为：智能投顾是平价版的投资顾问，是传统投资顾问业态的替代。所以，在美国投顾服务从“人工”到“智能”基本实现了平稳过度。智能投顾根据资产管理规模（AuM）收取管理费的模式因此也较容易被投资者接受。
- 海外纯智能投顾公司的优势是低廉的管理费率。相比于传统的人工投顾，管理费非常的低廉。海外机构投资基金管理费一般在总资产的1%到4%不等，而Wealthfront和Betterment则都为0.25%。Wealthfront还额外提供\$10,000以下额度免手续费。值得一提的是，Betterment也提供human advisor服务，不过这个手续费是0.4%。
- 传统财富管理公司也积极引入智能投顾。但是其智能投顾仅仅作作为服务于低端客户的手段，其核心盈利仍是在于利用人工提供服务高净值客户，赚取高服务费率。
- 以富达公司投顾产品线为例，收费费率与策略复杂性以及是否有人工参与相关，其智能投顾产品仅服务于低佣金率的大众化客户（Fidelity Go 及Fidelity Personalized Planning & Advice）：

➤ 第一档：Fidelity Go

Fidelity Go 类似我们常见的智能投顾，主要依据投资者的风险偏好，进行资产配置。整个过程都是自动化的，输入年龄、收入、风险偏好等基本信息便可以构建一个投资组合。

最低投资额为0美元，总费率0.35%年。

➤ 第二档：Fidelity Personalized Planning & Advice

富达个性化投资组合&顾问

投顾和人工综合提供服务，构建投资组合帮助投资者实现养老或者其他投资目标，根据投资者的风险承受能力、投资期限与投资目标，为其提供分散化的投资组合。最低投资额为2.5万美元，总费率0.5%年

3、各类财富管理机构如何盈利——Betterment和富达投资

➤ 第三档：Wealth Management

财富管理账户，完全由人工顾问服务，根据投资者的财务状况提供规划或根据目前的投资进行管理。包括投资者的资产偏好、税务筹划以及退休计划和遗产计划等。

最低投资额为25美元，总费率0.50% – 1.5%年

➤ 第四档：Private Wealth Management Advisor

个人财富管理，为客户提供高度个性化的财富解决方案，比如就遗产及信托服务的好处及复杂程度提供意见，建立一个长期的遗产保护、遗产继承等规划。

最低投资额为200万美元，总费率0.50% – 1.05%年

富达公司依据不同阶层差异定价手续费率

Fidelity Go*

Our affordable robo advisor

Who it's for

Investors who want a digital investing solution and the benefits of professional money management

What you get

- A digital experience to help you pursue a single financial goal
- An investment strategy recommendation that aligns to your goal
- Professional investment management by a team that works to keep your investment strategy on track

How it works

Answer a few questions online, then we'll suggest an investment strategy and manage your money to the strategy you select, making adjustments as needed to keep you on track.

General eligibility

\$0 to open an account; once your account reaches \$10, we'll start investing

Gross advisory fee

0.35%

Wealth Management

Your advisor will provide access to planning and ongoing investment management based on your financial picture.

- ✓ Specific planning recommendations around your priorities and preferences
- ✓ Tax strategies that can help reduce taxes on your portfolio
- ✓ Access to comprehensive planning sessions around things like retirement and legacy planning that can help you manage risks and identify opportunities

Minimum investment: \$250,000 managed through Fidelity* Wealth Services¹

Annual investment advisory fee: 0.50% – 1.50%²

Fidelity* Personalized Planning & Advice

Our affordable hybrid robo advisor with coaching

Who it's for

Investors who want the benefits of digital investment management and planning with advisors when needed*

What you get

- Digitally led personalized planning for multiple goals, helping to bring your financial picture into focus
- Personal, ongoing digital advice and tools to help you identify and take your next best action
- Access to a team of advisors to review your financial plan, plus 1-on-1 coaching on a variety of financial topics

How it works

Answer a few questions online, then we'll suggest an investment strategy and manage your money to that strategy. You'll also get access to online tools and a personalized financial roadmap to help you toward your financial goals.

General eligibility

\$25,000 total minimum investment across all accounts enrolled in the service

Gross advisory fee

0.50%

Private Wealth Management

You'll have your own wealth management team, led by your advisor, and comprehensive financial planning and investment management.

- ✓ Your team will create a tailored plan designed around your financial picture
- ✓ Direct access to your own Fidelity investment manager, who will create a personalized investment strategy for you
- ✓ Receive ongoing guidance around charitable giving, estate planning, and legacy building to help you meet the needs of your family for generations to come
- ✓ If you work with outside financial professionals, such as attorneys or accountants, your team can work with them to help ensure a more seamless approach

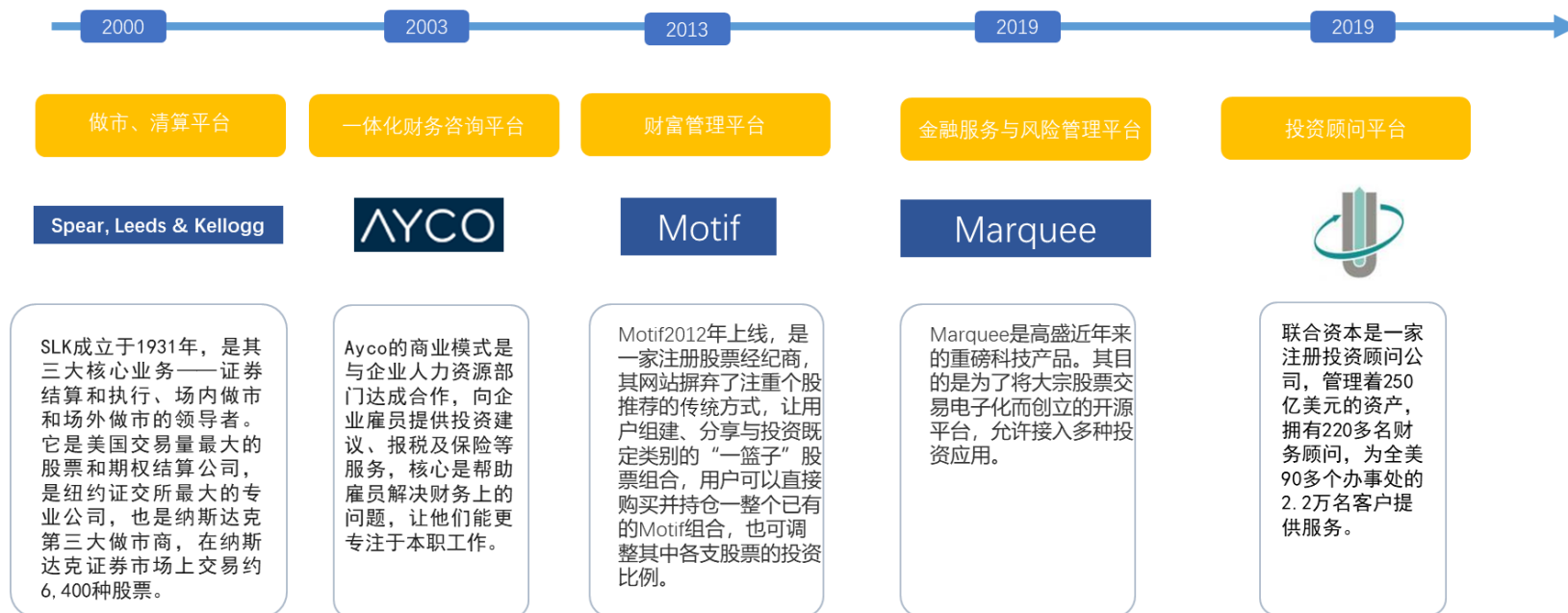
Minimum investment and general eligibility: \$2 million managed through Fidelity* Wealth Services,¹ and \$10 million or more in total investable assets³

Annual investment advisory fee: 0.50% – 1.05%²

4、高盛：收购金融公司实现财富管理业务全覆盖

- 作为美国的老牌金融巨头，高盛的核心业务由四部分构成：投资银行、机构客户服务业务、投资与借贷业务及投资管理业务。然而，2008年全球金融危机爆发后，金融服务市场结构发生改变，高盛不断受到市场冲击，机构服务收入在营业收入中的占比也从2012年起逐步减小。
- 高盛的发展战略可概括为：通过收购基础的公司，然后逐步创建或收购各种业务，最终利用这些存款金融上述各类投资服务并为储户、投资者和集团带来收益。

高盛收购多家金融公司完善财富管理



Source:高盛年报，信达证券研发中心整理

4、Blackrock：阿拉丁系统及多元化产品成就的天方夜谭

- Blackrock的阿拉丁（Aladdin）是资产（Asset）、负债（Liability）、债务（Debt）、衍生品（Derivative）、投资网络（Investment Network）的缩写，它是贝莱德风险管理部的解决方案，是基金行业最著名的科技产品之一。
- 贝莱德在收费的基础上提供投资管理技术系统、风险管理服务、财富管理和数字分销工具。当前公司已形成阿拉丁（风控及综合业务平台）+Future Advisor（ETF分销）+i-shares（ETF发行）的商业模式。
- **在技术端：**对于大型企业，阿拉丁提供风险分析和投资会计管理。对于零售分销商提供数字建议、投资组合构建功能和风险分析的管理技术工具。此外，贝莱德还对数字分销公司Scalable Capital和微型投资公司i-Capital进行了少数股权投资工具。
- **在产品端：**贝莱德为机构投资者和散户投资者提供跨资产类别和跨地区的资产管理投资策略，包括i-shares ETF的投资者，维持差异化的客户关系，并关注受托人的风险偏好，提供相应的产品。

Blackrock业务布局

BlackRock

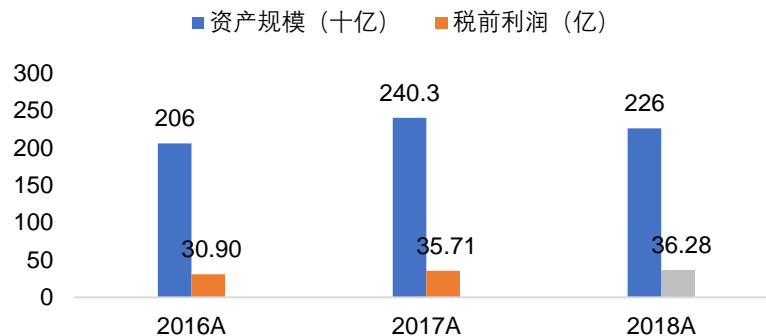


Source: Wind, Blackrock年报, 信达证券研发中心整理

4、瑞银：智能投顾浅尝辄止后，专心服务高端客户

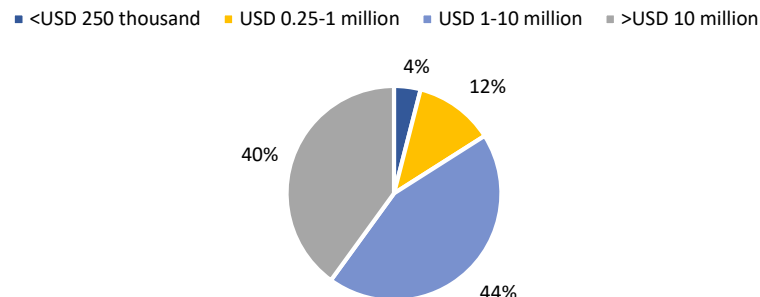
- 随着 Wealth-front、Betterment等智能投顾公司借助金融科技手段在普通大众财富管理领域的快速发展，瑞银于2016年10月份，推出面向大众富裕人群的智能投顾平台Smart-Wealth建设项目；2017年3月，Smart-Wealth上线，并在英国开始试点。
- 但是瑞银忽略了一个关键问题：他手中的客户平均资产规模约在10亿美元，智能投顾虽然利用一系列算法代替昂贵的基金经理、管理费用来降低成本，但是其收益率并不能大幅超过平均水平，因此对于高净值客户来说这样的平均收益率是难以满足的。同时，Smart-Wealth是所有机器人投顾中报价最贵的一家，向投资者收取的费用一度高达1.95%，而同期市场同类平台的收费标准在1%-1.7%之间。这样高昂的佣金比例和过高的最低投资限额，限制了更多潜在用户选择这一服务。因此，2018年8月，瑞银决定将SmartWealth出售给美国金融科技公司Sig-Fig，瑞银在智能投顾领域的尝试终止。
- 此后，瑞银专注于服务高管客户，截至2018年公司业务架构分为：全球财富管理部门、商业银行部门、资产管理部门、投资银行部门。其中全球财富管理部门在收入贡献上占比稳步提升。截至2018年底，全球财富管理部门收入占公司全部收入56.1%，较2017年上升1.1个百分点。

瑞银全球财富管理板块资产规模



Source: Wind, 瑞银年报, 信达证券研发中心整理

瑞银全球财富管理客户资产分布



Source: Wind, 瑞银年报, 信达证券研发中心整理

5、海外金融机构转型财富管理的启示

- 从海外金融机构的发展路径来看，根据公司的不同发展阶段有两种选择，其实公司很难依靠其中之一崛起，一定是在不同的阶段选择适合自己的发展方式。
- 一是收购已经成熟的公司或平台，补齐财富管理短板的高盛。
- 二是创建自己的智能系统并不断完善——Blackrock的阿拉丁系统。
- 另外，我们对国外的单一智能投顾公司也进行了研究，在此简要描述下其未来发展。
- 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，但是作为独立运营业务需要找到持久的低成本获客方式才能持续盈利。财富管理类金融机构拥有现成的客户基础，产品扩展空间、品牌认知和财务力量在市场份额上超越独立运营智能投顾平台。我们认为我国券商的财富管理将走向中后台数字化，智能投顾只是转型过程中的产物，单一的智能投顾公司最终的路线是B2B转为B2C或者贴牌或者被收购。

目录

- 一、财富管理市场快速崛起
- 二、海外金融机构在财富管理业务的发展路径分析
- 三、国内券商经纪业务转型财富管理的路径分析

1、我国券商转型财富管理业务现状

2、国内券商经纪业务转型财富管理的路径分类

3、国内券商案例分析

- 互联网基因券商的逆袭——东方财富
- 拥有一体化中后台的财富管理券商——华泰证券
- 拥有多项创新资格的财富管理券商——国泰君安

4、券商转型下一步如何做？

- 提前布局潜在客户，协同投行、融资等业务条线挖掘需求
- 运用专业优势，打造品牌效应
- 围绕客户需求，加大产品创新

1、我国券商转型财富管理业务现状：仍处在一个初期摸索阶段

- 从我国券商的财富管理业务的特征来看，目前该业务还处在初期摸索阶段：

- **1、财富管理业务转型停留在战略转型层面，服务客户定位不清晰。**我国证券公司在财富管理业务上起步较晚，虽然明确了传统的经纪业务向财富管理转型，但对于目标客户的定位尚未明确，部分券商仅仅是将传统手续费通道业务移至线上，尚未见到实质性的转型动作。因此，短期内难以与商业银行、信托在财富管理行业进行抗衡。
- **2、产品创新不足，同质化严重。**我国财富管理市场起步时间不长，受到市场发展阶段和客户财富管理观念的限制，目前多数财富管理机构主要采用的是产品驱动的销售模式，对于客户在资产配置上并未提供相应的产品。证券公司开展财富管理业务主要依托于其基础设施如运营后台的建设情况与业务创新能力如产品开发等。
- **3、业务协同不够，影响用户体验。**在分业经营的基础背景下，我国券商各部门是按照业务条线设立，彼此之间协同不够，对于客户的一体化需求，难以快速精准服务。虽然证券公司虽然已经在战略发展上明确转型，并在组织架构上设立财富管理中心，但目前可提供的服务更多是基于二级市场投资顾问式服务和产品销售服务，对于客户在资产配置、负债管理、风险规避等方面的需求，难以突破原有组织架构提供一体化服务，财富管理客户体验并不好。

截至2018年年底 券商财富管理业务进程梳理

公司	时间	转型具体动作
广发证券	2012年	2012年制定五年战略，提出“在确保稳定收入增长的基础上，实现传统通道业务向财富管理的转型”，自此集团的主要业务分为四个板块：投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务以及投资管理业务。
平安证券	2014年	并未将经纪业务事业部更名，业务包括证券经纪、期货经纪、证券融资、金融产品销售及投资咨询和境外业务
招商证券	2014年	2014年成立了京、沪、深三地区域财富管理中心，建立区域性财管中心服务团队，服务高净值客户。2018年将零售经纪总部改名为财富管理 & 机构业务总部
国金证券	2015年	推出佣金宝，区分普通投资者和专业投资者，前者采用线上服务，后者主推线下服务
方正证券	2015年	在经纪业务管理部之外新设立财富管理部，为一级部门
东方证券	2015年5月	设立财富管理业务总部，公司所从事的主要业务为财富管理、投资管理、证券销售及交易、投资银行等
国泰君安	2016年	依托于君弘一户通和君弘理财规划系统，挖掘个人金融客户的资产配置需要，建立高粘度的客户关系；实现“五星四标签”客户分类分级服务
长江证券	2017年	iVatarGo通过分析客户的投资行为数据、交易数据，形成用户“画像”，是长江证券为每位用户提供精准的个性化投资资讯、理财产品以及投资顾问服务等。
华泰证券	2017年	2016年公司收购Asset Market资产管理平台，2017年公司组织机构中的经纪业务总部更名为经纪及财富管理部
海通证券	2018年6月	公司组织架构中仍成为经纪业务委员会，但自2018年半年报，公司主要业务有财富管理、投资银行、资产管理、交易及机构、融资租赁等。此前都成为经纪业务
中信证券	2018年12月	董事会同意公司经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，并进行相应组织架构调整
银河证券	2019年1月	经纪业务总部变更为财富管理总部，银河证券还同宜信财富签订战略合作协议，双方表示将重点在财富管理领域展开合作。
兴业证券	2019年1月	将经纪业务总部更名为财富管理总部
中原证券	2019年1月	撤销经纪业务转型与发展管理委员会、经纪业务总部等7个部门，设立了财富管理委员会、经纪运营管理总部等8个部门
山西证券	2019年3月	董事会同意公司新设财富中心，为公司一级部门，专注为高端客户提供优质金融服务，探索 and 固化超高净值客户服务内容和标准

Source: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心整理

1、我国券商转型财富管理业务现状：对比美国，我国智能投顾发挥作用有限

- 从智能投顾的发展历程来看，美国智能投顾的是以Betterment和Wealth-front提供投顾服务为开端，2013年前后贝莱德、高盛等传统资产管理公司和券商引入智能投顾。我国券商大多是从2015年前后开始引入智能投顾的。但是由于两国投资者结构和监管制度的不同，因此其盈利模式也不同。
- 美国智能投顾的盈利模式：智能投顾是平价版的投资顾问，是传统投资顾问业态的替代。所以，在美国投顾服务从“人工”到“智能”基本实现了平稳过度。智能投顾根据为客户提供相应的金融产品来收取资产管理费用。
- 中国智能投顾的盈利模式：智能投顾主要用于辅助券商经纪业务，服务于散户，很少根据资产管理规模来收费，而是依据对客户“精准画像”，提供相关的组合或者金融产品，赚取交易佣金或销售金融产品手续费。因为我国券商存量客户具有“低资产、投资自主性高、频繁交易”的特点，依靠智能投顾为客户提供相应的组合并依据相应的资产管理规模收费的模式并不可观。同时，由于我国券商发展智能投顾的时期，恰逢一些第三方财富管理平台承诺给予投资者较高“保本”收益的时期，这些导致智能投顾在券商财富管理转型中发挥作用有限。

智能投顾发展历程



Source:信达证券研发中心整理

我国券商智能投顾发展现状

- 我国券商的智能投顾画像精准度有限。我国券商在转型财富管理业务的过程中，多家券商创立了自己的智能投顾产品，其基本形式表现为通过一些问题对客户的风险偏好和收益要求进行分类，然后向其推荐相应的产品或股票组合。但智能投顾在经纪业务的创收上，并未明显带来收入的增长。
- 我国券商智能投顾用来提升存量用户体验。我们认为，一方面原因是，智能投顾的建设前期投入大量的资金，而券商针对的仅仅是存量客户进行画像分类，用户处于体验模式较多，并未按照智能投顾所推荐的产品进行资产配置。另一方面原因是，我国投资者口头上表现为低风险偏好，但实际行为上普遍表现出高风险偏好。智能投顾产品在对客户进行风险承受度检测时，很可能低估了部分投资者的风险承受水平，使投资收益与其愿意接受的风险水平不对等。因此，智能投顾的应用未能像海外智能投顾一样带来明显收入。

国内券商智能投顾产品梳理

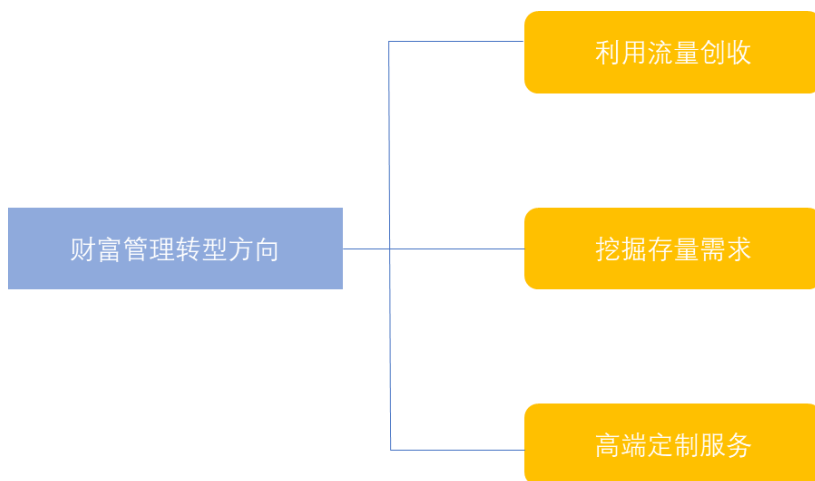
公司	零售客户与互联网金融产品
东方证券	东方赢家财富版 APP、东方天玑
广发证券	易淘金、GF-SMART
海通证券	e 海通财APP
华泰证券	“涨乐财富通” APP
中信证券	天天利财、信金宝
银河证券	中国银河APP 4.0 版本“日内交易助手”板块
兴业证券	优理宝
中原证券	财升宝
国泰君安	君弘一户通
国金证券	佣金宝
方正证券	移动 APP “小方”
招商证券	向资产量低的中小客户推广基金定投业务；开发上线移动营销服务平台 APP
长江证券	IVARTA GO

Source: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心整理

2、国内券商经纪业务转型财富管理的路径分类

- 国内券商在转型财富管理的过程中，分别从战略、平台、组织架构等方面做了积极的调整，一些券商主动拥抱互联网，引进智能投顾，一些券商筹备设立专门的财富管理中心，吸纳优秀人才推进转型。在这场转型大战中，证券公司各显神通，试图从经纪业务的红海中开辟出新型业务增长点。国内券商财富管理转型方向可主要概括为三类：
- **1、互联网基因优势明显，利用流量创收。**不具备网点优势的中小券商或新进券商，通过互联网采取低佣金策略，突破实体营业部的限制，吸引新增客户开户交易。利用互联网的平台效应，提升客户流量，通过代销产品或提供B2C的平台赚取收入。
- **2、通过数字化平台，深度挖掘存量客户需求。**与通过互联网突破实体网点不足的券商不同，此类券商是已经拥有大规模的存量客户，但对于客户的需求相对模糊，分层并不明晰，通过引入智能投顾等方式对客户进行划分，快速精准地提供相应的产品，实现对存量客户需求的满足。
- **3、针对高净值客户，提供高端定制服务。**券商目前服务的客户中，有一部分高净值客户，其需求相对复杂，例如对海外资产配置、衍生品避险等，虽然对券商的服务提出了更高的要求，但也对券商转型财富管理提供了另一条思路。拥有相应业务资格和已进行前期资源投入的券商，在满足高净值客户的需求上更有优势。
- 以上三个方向逐层递进，但由于各家券商先天禀赋不同，所以转型的发力点亦不相同，我们选择了三具有代表性的券商分别进行比较，借以分析我国券商在财富管理业务的转型路径。

我国券商转型财富管理的三种路径

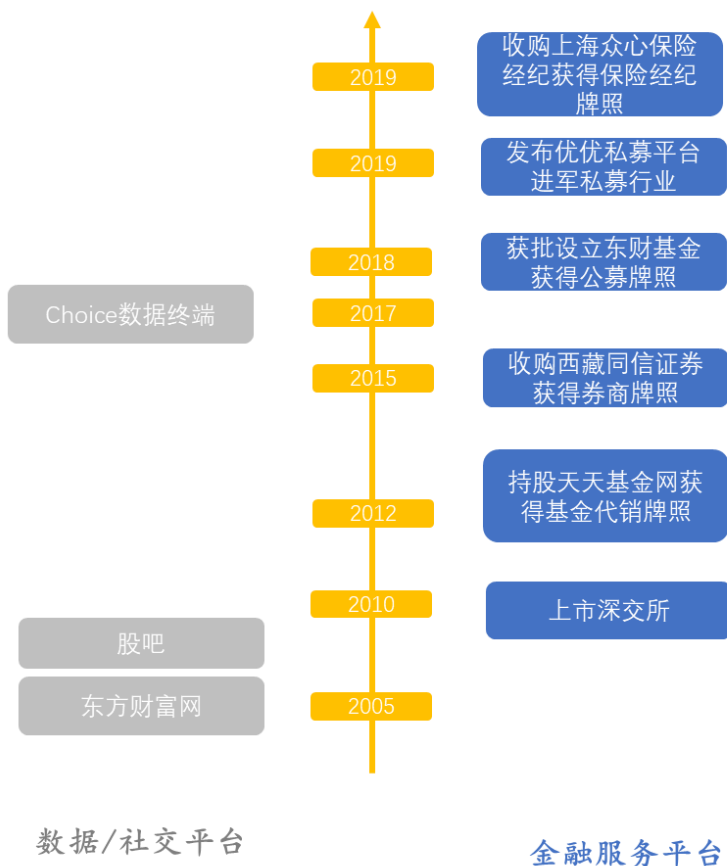


Source: 信达证券研发中心整理

3、案例分析：互联网基因券商的逆袭——东方财富

- 东方财富是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，与传统券商不同，公司在涉足证券业务时并不具备券商牌照，而是通过东方财富网这一财经资讯网站，抓住互联网蓬勃发展机遇，利用线上优势弥补线下不足。公司通过以“东方财富网”为核心，集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台，通过为中小投资者提供免费的线上服务以及低佣金率，稳定了轻资产、高换手率、大流量的价格敏感的中小投资者。
- 公司旗下拥有“东方财富”网站、天天基金网、金融数据终端和移动终端及“股吧”互动社区，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，具有市场领先地位，形成了公司的核心竞争力。2015年，公司收购西藏同信证券后，从一家提供财经资讯的网站正式成为一家拥有全牌照业务资格的券商。近几年，公司致力于将传统经纪业务客户需求转换，发展其他业务，逐步实现流量变现。

东方财富业务生态圈



Source: Wind, 东方财富年报, 信达证券研发中心整理

3、案例分析：拥有一体化中后台的财富管理券商——华泰证券

- 与东方财富不同，华泰证券的经纪业务多年来坐拥行业首位，拥有众多营业部和广泛的客户，其转型财富管理的核心在于行业低佣金冲击下，提升存量客户的黏性，维持住行业地位。因此华泰的策略是，针对存量客户的需求深度挖掘，将大规模的人力和资源投资于前台服务，将冗杂的中后台服务集中于数字化平台处理。
- 具体来看，2016年华泰证券斥资7.68亿美元收购Asset Market Financial Holdings, Inc.全部股份，与其他券商转型的主流选择不同的是，Asset Market并非传统意义上的智能投顾，而是一家可提供综合资产管理的平台，让投资顾问专注于在前台服务客户，中后台的服务包括产品尽调和研究、投资组合搭建及调整、客户资产分析、定期报告的发送等交由平台处理，从而使得投顾可以深入理解客户的金融需求并提供更有针对性的服务。

华泰证券财富管理业务构成



Source: Wind, 华泰证券年报, 信达证券研发中心整理

3、案例分析：拥有多项创新资格的财富管理券商——国泰君安

- 区别于华泰证券，国泰君安的经纪业务虽然位于行业前列，但并不是行业龙头。公司虽然拥有一定的存量客户，但是对存量客户的覆盖不足。这意味着转型财富管理的过程中，公司既要完成对存量客户需求的覆盖，同时又要借助自身优势争取更多的新增客户。
- 国泰君安是行业内首批取得跨境业务、场外期权一级交易商、信用衍生品等业务资格的券商，同时在沪深交易所发行了首单信用保护工具，外汇、大宗商品及贵金属业务方面拥有领先优势。公司具有突出的创新能力，近年来稳步推动零售客户和企业机构客户服务体系建设，着力推进财富管理、衍生品及FICC、PB、私募股权基金等业务领域的创新发展，巩固了在这些业务领域的领先优势。在财富管理方面，公司着力打造智能化APP，优化金融产品体系，客户服务能力稳步提升。

国泰君安财富管理业务

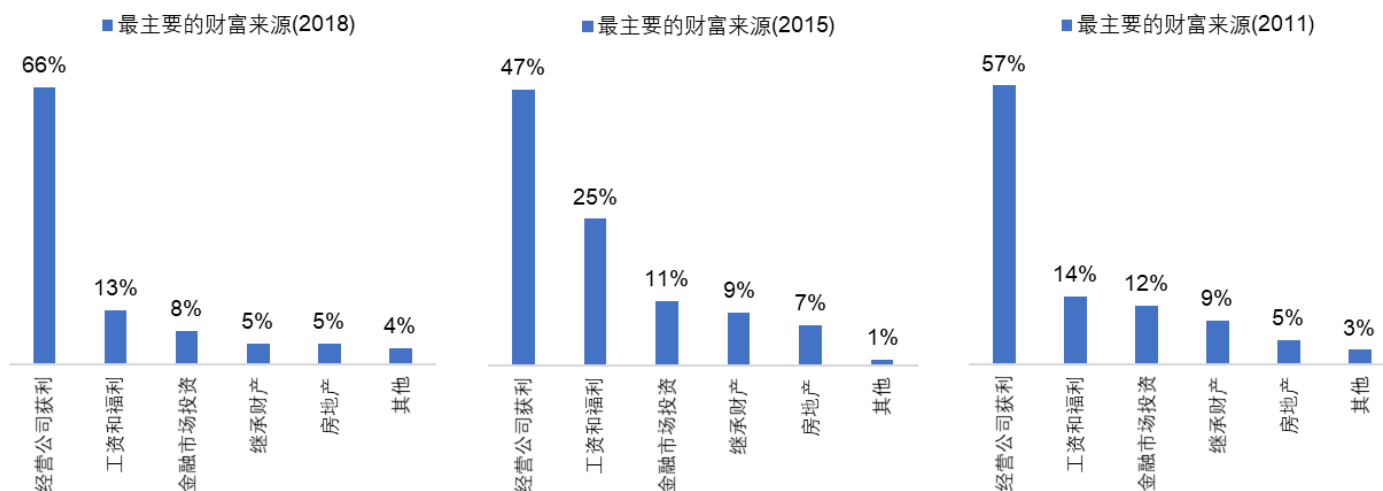


Source: Wind, 国泰君安年报, 信达证券研发中心整理

4、下一步如何做：提前布局潜在客户，协同投行、融资等业务条线挖掘需求

- 据BCG调研数据显示，“中国高净值人群的主体是一代企业家，通过经营企业获得分红或通过企业股权变现一直是高净值客户个人金融资产增长的主要来源。地产投资和金融投资对于高净值人士财富的贡献和外部市场环境高度相关，波动性也较强。在经历了过去几年国内股市牛熊变幻、房市起落之后，实业创富作为高净值客户主要财富来源的地位愈发巩固。面向未来，企业家仍将是高净值客户群体的中坚力量，新一代企业家在崛起，老一辈企业家对资产结构的调整，尤其是金融资产的多元分散配置，都将给财富管理行业带来巨大的机会。”
- 现阶段证券公司财富管理业务仍然以经纪业务条线为主，即围绕二级市场的投资来提供综合服务。但从长远角度看，高净值个人客户及机构客户在发展生命周期中的战略投资者引入、财务顾问、上市融资、产业咨询、和市值管理都是财富管理服务的切入点。相对商业银行、保险、信托等金融机构，券商可充分发挥其投行、资产管理等业务和财富管理之间的协同作用，开辟利润增长点。

经营企业一直是国内高净值人士最主要的财富来源；金融市场投资和地产投资对财富影响波动大，实业创富重要性在提升

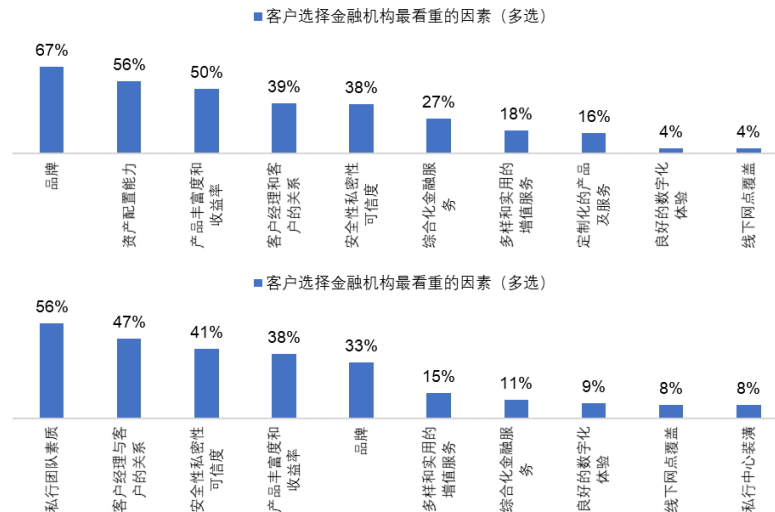


Source: BCG中国私人银行报告2019《守正创新 匠心致远》，信达证券研发中心

4、下一步如何做：运用专业优势，打造品牌效应

- **高净值客户更关注金融机构的资产配置能力。**在全球的财富管理行业，证券公司通过专业优势服务于超高净值客户，位于行业顶端。根据波士顿咨询在2019年中国私人银行调查报告中调查显示，选择金融机构最看重的能力时，有67%的客户选择了“品牌”，位列所有金融机构能力的第1位。所谓“品牌”是客户对于金融机构整体能力的综合性评价，是服务流程、投资能力和风险管理能力的全面体现；“资产配置能力”突出体现了机构专业投研能力；而“产品的丰富性收益率”则体现了机构的外部产品遴选和内部资产管理能力。
- **运用专业优势，打造品牌效应。**在国内，商业银行等金融机构由于吸储能力以及客户基础，在现金及固收类产品上具有天然的优势。尽管随着资管新规的发布，这一优势有所减弱，但相较于券商，优势仍十分明显。所以券商很难在全产品线上与银行进行正面较量，而依靠专业化的定位来吸引客户，有助于券商在财富管理行业形成品牌效应。

资产配置能力已成为私行客户挑选金融机构时最看重的因素之一，对于机构能力的看重程度超越了对客户经理个人能力的看重



Source: BCG中国私人银行报告2019《守正创新 匠心致远》，信达证券研发中心

4、下一步如何做：围绕客户需求，加大产品创新

- 随着经济增速放缓，房地产市场走向稳定和金融市场的成熟，财富呈现几何增长机会较低，存量财富的保值增值需求大幅提升。因此对于存量客户的分层以及对其需求的挖掘十分关键。从高净值个人客户群体来看，资管新规的实施以及近年来市场波动对投资者的教育驱使高净值投资者对于长期稳健收益的追求更加强烈。对于机构投资者来说，财富管理的需求不仅仅停留在资产的保值增值，还有融资、股权的管理等定制化需求。
- 从产品方面来看，券商应当为客户提供开放的产品平台，不仅仅停留在产品销售阶段，而是通过自身的研究能力为投资者配置合适的产品，并根据投资者的需求来定制专属产品。过去券商在财富管理方面产品过于单一的原因一方面是政策对于行业创新较为严格，另一方面是产品的高度定制化加大了产品设计的成本，性价比偏低。随着监管环境边际改善，证券公司在创新上迎来发展机遇，大数据与金融科技的应用为券商在产品设计上降低了成本投入，有助于券商通过产品创新在财富管理业务转型中形成差异化优势。

各家券商零售客户产品及高端产品简要梳理

公司	零售客户与互联网金融产品	高端客户财富管理产品
东方证券	东方赢家财富版 APP、东方天玑	加强与基金公司、各类资管公司、私募基金管理人的合作，拓展种子基金培育业务。
广发证券	易淘金、GF-SMART	
海通证券	e 海通财APP	“通聚荟萃”、“财安稳富”、“海盈”等品牌
华泰证券	“涨乐财富通”APP	
银河证券	中国银河APP 4.0 版本“日内交易助手”板块	
兴业证券	优理宝	
中原证券	财升宝	
山西证券		建设财富管理中心，推出财智慧产品，按照AUM考核投顾
国泰君安	君弘一户通	君弘财富俱乐部
国金证券	佣金宝	
平安证券	平安证券APP	公司在线下通过对全国战略性中心区域营业部进行轻型互联网化转型，向高净值客户提供更高效、附加值更高的财富管理服务。
方正证券	移动 APP “小方”	
招商证券	向资产量低的中小客户推广基金定投业务；开发上线移动营销服务平台 APP	为高净值客户提供定增类产品的定制服务
长江证券	IVARTA GO	

Source: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心整理

研究团队简介、机构销售联系人

王小军：行业分析师。

金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹：行业分析师。

金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

华北

袁 泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

张 华：010-83252088 13691304086 zhanghuac@cindasc.com

巩婷婷：010-83252069 13811821399 gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本：021-61678580 18121125183 wangliben@cindasc.com

文襄琳：021-61678586 13681810356 wenxianglin@cindasc.com

洪 辰：021-61678568 13818525553 hongchen@cindasc.com

华南

袁 泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

国际

唐 蕾：010-83252046 18610350427 tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。