

推荐 (维持)

智能投顾，开启万亿级理财新纪元

2016年07月20日

IT宿命系列之：Fintech专题（一）

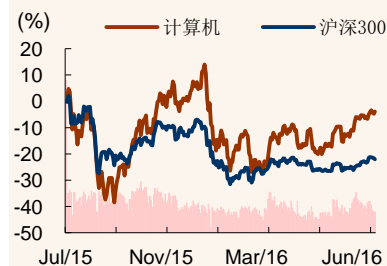
上证指数 3028

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	142	4.9
总市值 (亿元)	22804	4.8
流通市值 (亿元)	13956	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.9	12.1	6.0
相对表现	6.5	11.3	27.8



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《云计算跟踪点评—银行业 IT 十三五规划撬动金融云杠杆》2016-07-18
- 2、《从家里到户外——AR 创造新模式—Pokemon GO》2016-07-12
- 3、《网络安全跟踪点评之二—需求端拉动大幅提升行业景气度》2016-07-11

刘泽晶

liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

徐文杰

010-57601853

xuwenjie@cmschina.com.cn

研究助理

黄斐玉

huangfeiuyu@cmschina.com.cn

随着人工智能等新技术的兴起，投顾服务正迈向智能时代，趋势不可逆转，并已成为 Fintech 最重要方向之一。海外智能投顾公司呈现出雨后春笋之势，而我国的本土化创新也与时俱进。重点推荐同花顺、科大讯飞、恒生电子、大智慧等

- **高效便捷+低费率低门槛，投顾服务迈向智能时代：**智能投顾是一种结合了人工智能、大数据、云计算等技术及现代投资组合理论（MPT）的在线投顾服务模式，为用户提供个性化、智能化、自动化的资产配置建议及其他增值服务。采取赚取主动 β 收益策略的智能投顾解决了传统投顾模式的痛点，具有高效便捷、费率低、门槛低、投资分散度高等显著优点。服务模式方面，短期内半智能投顾模式仍将主导市场，但全智能投顾则代表了行业的未来。目前中低净值客户投顾服务市场处于空白状态，未来智能投顾行业万亿管理规模可期，行业集中度高+市场空间广阔，足以孕育出大型龙头企业。
- **星火正燎原，海外智能投顾公司呈现雨后春笋之势：**在美国以 Wealthfront、Betterment、FutureAdvisor 与嘉信 SIP 为代表的智能投顾公司如雨后春笋般层出不穷，在具体运营上也各具特色：根据人工参与程度高低，可分为全智能投顾和半智能投顾；从目标客户类型来看，分为定向和通用两大类；盈利模式方面，全智能投顾公司主要依靠咨询管理费用作为收入主要来源，而半智能投顾公司则通过推荐购买自身旗下的 ETF 等产品实现盈利。
- **本土化创新进行时，国内智能投顾行业机遇与挑战并存：**高速成长下的我国资管行业突破百万亿规模大关，居民的财富配置日趋多元化，金融资产占比持续提升，发展水平由初级步入进阶时代。粗略测算 2020 年我国智能投顾资产管理规模有望逼近 6 万亿，行业年收入超百亿。互联网金融信息服务公司、互联网巨头、传统金融机构等三大类型公司纷纷抢跑卡位。我国智能投顾行业的核心驱动因素包括以下五大方面：1) 互联网等新技术红利；2) 监管规则的积极转向；3) 刚性兑付的逐步打破；4) 客户资产管理意识不断加强；5) 资本市场结构日趋合理。但同时也存在诸如独立客观性难以保证、外汇管制受限等一些列问题。国内智能投顾行业前景向好，机遇与挑战并存！
- **重点推荐：**1) 互联网投顾服务商：同花顺、祥云信息（新三板）；2) 具备人工智能、Fintech 相关储备的厂商：科大讯飞、恒生电子、大智慧、分众传媒（传媒组覆盖）、天音控股（通信组覆盖）
- **风险提示：**1) 业务进度低于预期；2) 相关法律法规修订进度低于预期

重点公司主要财务指标

	股价	16EPS	17EPS	18EPS	16PE	17PE	PB	评级
同花顺	80.27	2.26	2.83	3.64	36	29	23	强烈推荐-A
科大讯飞	31.64	0.42	0.57	0.75	69	51	7	强烈推荐-A
恒生电子	62.10	0.94	1.26	1.71	66	49	17	强烈推荐-A
大智慧	9.21	-0.11	-0.04	-0.04	/	/	7	暂无

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、低费、高效、泛在：投顾服务迈向智能时代	4
1. 人工智能+云计算+大数据+MPT，智能投顾应运而生	4
1.1 从 1.0 到 3.0，投顾服务模式迈向智能时代	4
1.2 解决行业痛点，智能投顾具备明显优势	7
1.3 全智能投顾将代表行业未来	8
2. 万亿管理规模可期，足以孕育大型龙头企业	10
二、星火正燎原：海外智能投顾业态剖析	12
1. 智能投顾行业蓬勃向上，呈现雨后春笋之势	12
2. 海外智能投顾标杆面面观：Wealthfront、Betterment、FutureAdvisor 与嘉信 SIP	13
三、本土化创新：国内智能投顾行业机遇与挑战并存	18
1. 国内资管市场正待原力觉醒	18
2. 百舸争流：国内智能投顾行业高歌猛进	20
3. 机遇与挑战并存，国内智能投顾市场前景无限	27
四、投资建议	30
附录	32
监管释放积极信号，有限授权或成为选择	32

图表目录

图 1：人工智能+云计算+大数据+MPT，催生智能投顾产业	4
图 2：智能投顾的核心技术流程	5
图 3：智能投顾更适用 β 收益策略	5
图 4：智能投顾盈利模式拆解	6
图 5：投顾服务从 1.0 迈向 3.0 智能时代	6
图 6：智能投顾价值链	7
图 7：智能投顾主要优势	8
图 8：投资顾问模式分类	9
图 9：美国智能投顾市场市占率排名情况	9
图 10：智能投顾潜在服务对象：美国市场	10
图 11：智能投顾潜在服务对象：中国市场	10

图 12: 美国智能投顾市场渗透率预测	11
图 13: 美国智能投顾市场规模预测	11
图 14: 海外智能投顾公司层出不穷	12
图 15: 传统金融机构抢滩智能投顾	13
图 16: Wealthfront 员工人数与资产管理规模	13
图 17: Wealthfront 投资组合构建界面	14
图 18: Betterment 投资组合构建界面	15
图 19: FutureAdvisor 投资组合构建界面	16
图 20: 嘉信 SIP 投资组合构建界面	16
图 21: 中国资管市场规模预测	18
图 22: 中美 ETF 数量对比	18
图 23: 中美 ETF 总规模对比	18
图 24: 美国家庭财富配置相对分散	19
图 25: 中国家庭财富配置产品种类少且集中度高	19
图 26: 近年来我国居民财富配置趋于分散多元	19
图 27: 2008-2015 年我国居民可投资资产总体规模及结构演变	20
图 28: 同花顺 iFinD 智能投顾界面	22
图 29: 弥财 APP 相关功能	23
图 30: 广发证券贝塔牛 APP 界面	24
图 31: 胜算在握钻石会员主要服务内容	25
图 32: 我国智能投顾市场六大特点	27
图 33: 我国智能投顾市场五大驱动因素	28
图 34: 我国智能投顾行业面临的挑战	29
图 35: 计算机行业历史 PE Band	30
图 36: 计算机行业历史 PB Band	30
表 1: 海外主流智能投顾产品对比	17
表 2: 国内主要智能投顾产品对比	25
表 3: 智能投顾行业相关标的估值对比	30
表 4: 投顾与资管业务监管实践国际对比	32

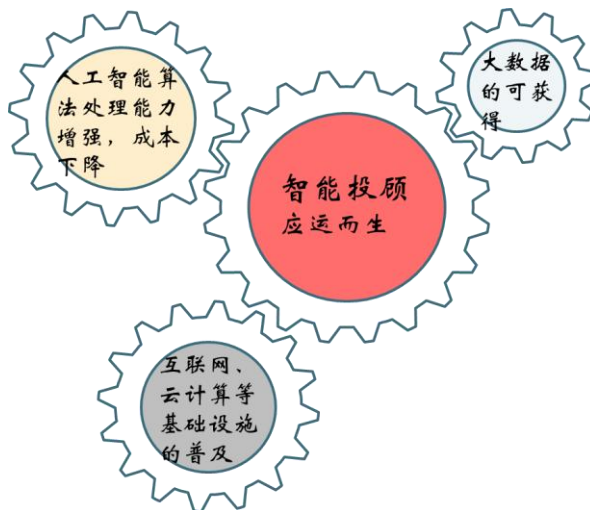
一、低费、高效、泛在：投顾服务迈向智能时代

1. 人工智能+云计算+大数据+MPT，智能投顾应运而生

1.1 从 1.0 到 3.0，投顾服务模式迈向智能时代

人工智能+云计算+大数据，催生智能投顾行业：智能投顾（Robo-Advisor），又称机器人投顾，是一种结合人工智能、大数据、云计算等新兴技术以及现代投资组合理论（MPT）的在线投资顾问服务模式。智能投顾借助投资理论搭建量化交易决策模型，再将投资者风险偏好、财务状况及理财规划等变量输入模型，为用户生成自动化、智能化、个性化的资产配置建议，并提供交易执行、资产再平衡、税收筹划、房贷偿还、税收申报等增值服务。目前智能投顾以 ETF 作为主要投资标的，并通过不同类别 ETF 的动态配置来提高投资组合分散程度。

图 1：人工智能+云计算+大数据+MPT，催生智能投顾产业



资料来源：招商证券

前沿技术交叉融合，助力投顾服务智能化蜕变：智能投顾的核心技术流程体现在现代投资组合理论，投资策略生成（ISM），量化投资策略以及智能代理（IA）四个维度，通过人工智能以及大数据技术将后三个维度有效衔接，使之成为一个有效的投资决策系统，在为投资者提供高度个性化匹配的投资组合配置的同时，还能对组合进行动态优化调整。与传统意义上的量化交易不同的是，由于机器学习辅助的介入，智能投顾的投资模型参数可以做到实时变化从而达到自动优化的效果。

图 2：智能投顾的核心技术流程

现代投资组合理论 (MPT)

马科维茨均值-方差模型通过分散的投资组合在降低风险的同时不会降低预期收益率，投资者能够在同样的风险水平上获得更高的收益率，或者在同样收益率水平上承受更低的风险。



生成投资策略模板 (ISM)

按照一定算法筛选出满足一定收益和风险指标的投资策略组合呈现给客户，保证所有投资策略组合都是符合投资人的风险收益偏好

量化投资策略

机器人投顾的量化策略相对广泛，包含但不限于**量化择时策略、行业轮动策略、多因子 Alpha 体系**以及各类事件驱动选股等策略。

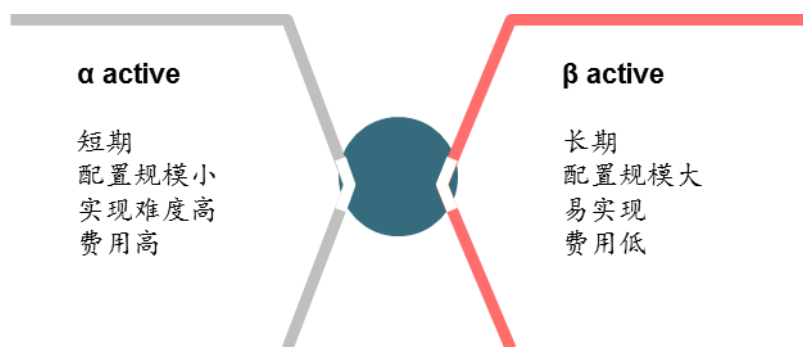


智能代理 (IA)

IA由信号事件监听器、决策系统、学习系统、规则库和智能执行期构成，通过数据监测与分析模块对外界实时数据的分析结果对股票进行相应操作包括建仓、平仓、调仓等

资料来源：贝塔智库，招商证券

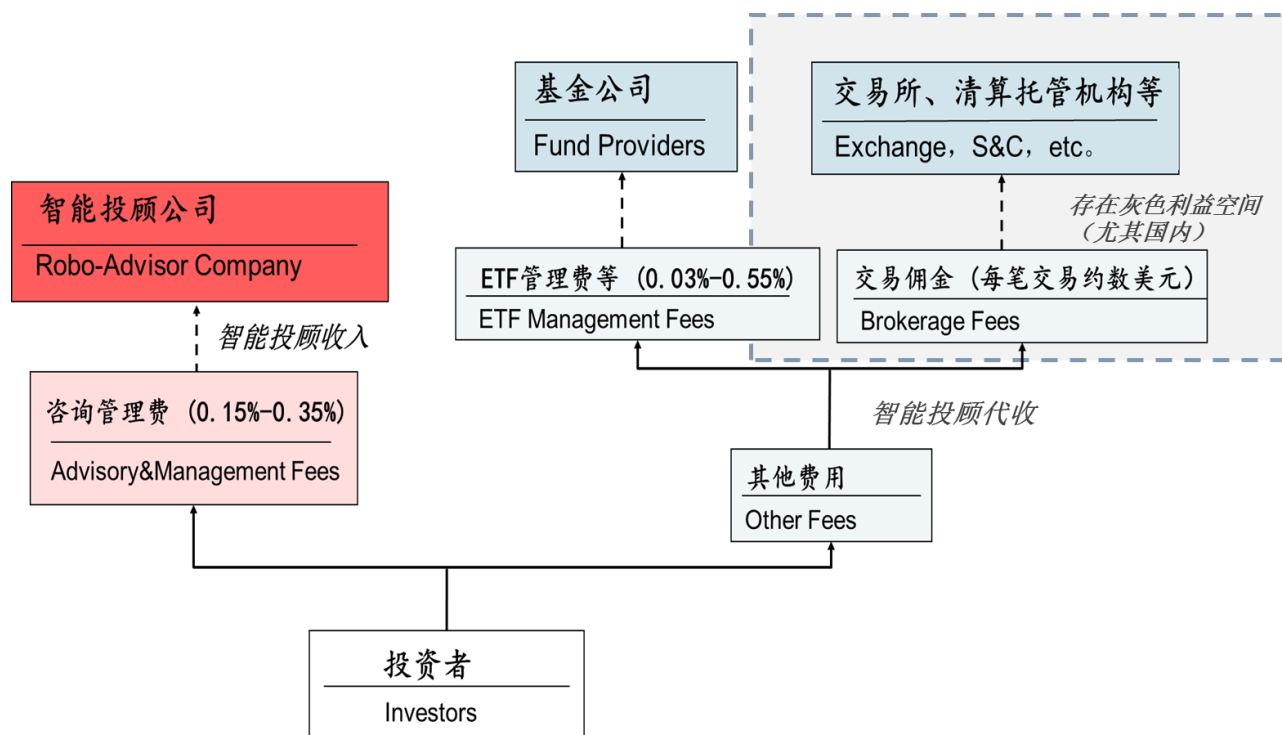
智能投顾投资策略—赚取主动 β 收益： β 收益是市场对系统性风险的收益补偿，通过复制市场组合的产品即可实现，且具有易实现、费用低、标的资产规模大以及偏长期等显著特点。与之相对应的 α 收益实现难度较高、标的资产规模规模偏小且费用较高，是择时选股能力的体现。综合考虑上述两类收益的特点，获取 β 收益的费用相对较低，通过人工智能技术容易实现，可通过各类 ETF 产品实现市场组合的构建从而获得大类资产配置，因此成为智能投顾投资策略不二的选择。

图 3：智能投顾更适用 β 收益策略

资料来源：招商证券

智能投顾盈利模式大拆解，单一费率且费用率低：以美国为例，传统投顾服务收费项目繁多且极不透明，往往会收取咨询费、交易费、充值提现费、投资组合调整费用、隐藏费用、零散费用等近十类费用，总费率高达 1% 以上。而智能投顾则采取完全透明化的单一费率模式，即只收取 0.15%-0.35% 的咨询管理费，不再涉及其他费用。但交易过程中产生的交易费、持有费等中间费用由投资者自行承担，由于目前智能投顾投资标的以 ETF 产品为主，具有费率极低的特点，年总费用率 (Total Expense Ratio) 普遍在 0.03%-0.55% 水平。

图 4：智能投顾盈利模式拆解



资料来源：招商证券

智能投顾—投顾服务迈入 3.0 时代：智能投顾是技术进步推动金融创新的直接产物，使投顾服务在历经传统投顾 1.0 时代、在线投资组合管理 2.0 时代后，正式迈入以智能化、个性化、泛在化为主要特点的 3.0 时代，在提升投顾服务用户体验的同时，极大拓展了投顾服务的边界，让以往因投资门槛等条件而被拒之门外的庞大中低净值客户能享受到更为便捷优质的投资顾问服务。

图 5：投顾服务从 1.0 迈向 3.0 智能时代

	传统投资顾问	折扣型经纪投顾业务	在线投资组合管理	智能投顾
发展层次	投顾1.0	投顾1.0	投顾2.0	投顾3.0
服务主体	一对一人工服务	一对一人工服务	人工服务为主	有限或无人工服务
服务内容	全方位财富管理	资产组合管理+投资建议	交易性投资组合管理+有限投资建议	自动资产组合动态管理+投资建议
目标客户	超高净值人群 (UHNWI)	高净值人群 (HNWI)	中等净值人群 (Market Affluent)	中等、低净值人群 (Market Affluent, Mass Market)
费用	一对一人工服务	一对一人工服务	人工服务为主	有限或无人工服务

资料来源：AT.Kearney，招商证券

1.2 解决行业痛点，智能投顾具备明显优势

智能投顾服务内容丰富多元：智能投顾主要通过用户评估画像和人工智能算法实现个性化投资建议。典型的智能投顾服务过程主要包含以下步骤：1) 客户画像：系统通过问卷调查评价客户的风险承受能力和投资目标；2) 投资组合配置：系统根据用户风险偏好从备选资产池中推荐个性化的投资组合；3) 客户入金托管：客户资金被转入证券经纪公司进行第三方托管；4) 交易执行：系统代理客户发出交易指令，买卖资产；5) 投资组合再平衡：用户定期检测资产组合，平台根据市场情况和用户需求变化实时监测及调仓；6) 平台收取相应管理费。

图 6：智能投顾价值链



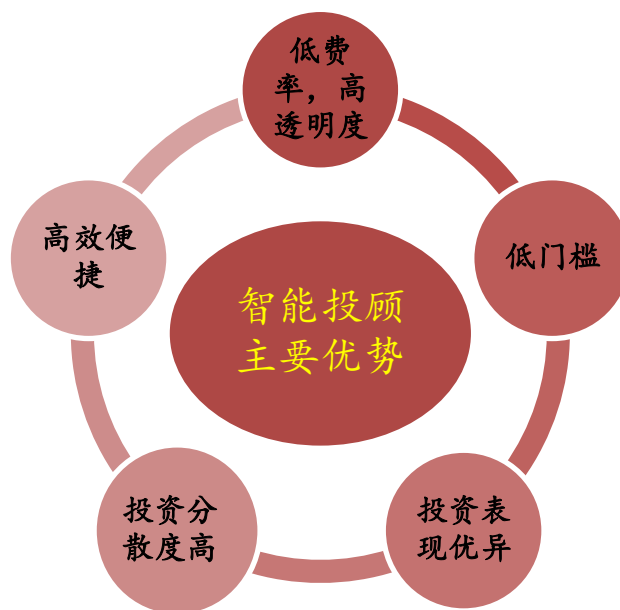
* 可能只面向专业用户，其余面向所有用户

资料来源：FINRA，招商证券

解决传统模式痛点，智能投顾优势明显：随着金融市场的不断发展进化，金融产品层次以及交易策略创新日新月异且层出不穷，普通投资者学习成本越来越高，已经难以跟上市场变化节奏，专业投顾服务的需求凸显，而智能投顾正好提供了一种高效低费的解决方案。作为 FinTech 前沿领域，智能投顾相比传统投资顾问模式拥有以下优势：

- **低费率，高透明度：**智能投顾费率在 0.25% 左右，且交投资过程、费用交割等信息对用户实时公开，完全透明；而传统投顾则高达 1% 以上，定期公布投资表现，且收费项目繁多，透明度低；
- **低投资门槛：**传统投顾门槛一般 10 万美元以上；智能投顾无门槛或低至数百美元；
- **高效便捷：**智能投顾全流程均可以在互联网上实现，不仅能高效、精准匹配用户资产管理目标，还能 7×24 随时响应客户需求；传统投顾服务则以线下面对面服务为主，时间、场地受限，部分还需要提前预约；
- **投资分散度高：**智能投顾的投资决策以及投资组合管理全交由人工智能平台完成，可同时多个投资标的进行投资管理，资产配置范围广，分散程度高；而传统模式受人力限制，只能对有限投资标的进行维护管理；
- **投资表现优异：**智能投顾在复制市场组合博取市场收益同时，辅以税收收割等技术，往往能取得略好于指数的收益；传统模式下，以主动型基金为例，据统计大多难以跑赢指数收益；

图 7：智能投顾主要优势

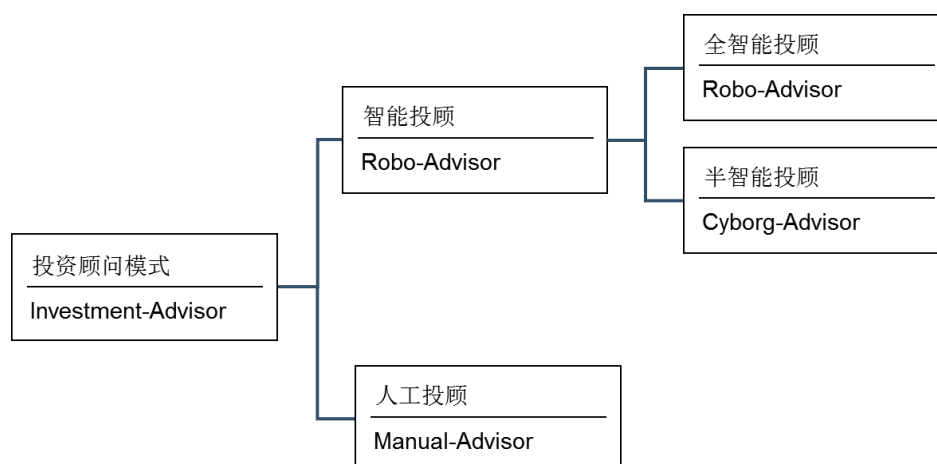


资料来源：招商证券

1.3 全智能投顾将代表行业未来

全智能投顾 vs 半智能投顾—智能投顾的两大模式：按人工介入程度不同，智能投顾进一步细分为全智能投顾（Robo-advisor）、半智能投顾（Cyborg-Advisor），目前行业以半智能投顾模式为主。前者是指资产配置建议完全由机器人投顾的人工智能算法给出，人工只做必要的有限干预甚至完全不予干预，主要应用于投资组合构建与交易执行；后者资产配置计划也由机器人投顾给出，但只是作为一种参考，最终投资建议必须经过人工检视、处理后才能提供用户使用，用户与传统投资顾问有更多的互动，其中可以涉及用户税收筹划、房地产投资、子女教育投资等更广泛的财富管理增值服务。全智能投顾（Robo-advisor）是智能投顾模式的缔造者，公司大多以新兴互联网平台投顾公司起家，如 Betterment、Wealthfront、SIGFIG 等；半智能投顾（Cyborg-Advisor）主要是由传统金融机构自主研发或是吸收兼并全智能投顾公司产生，如先锋基金 PAS、嘉信理财 SIP 等。

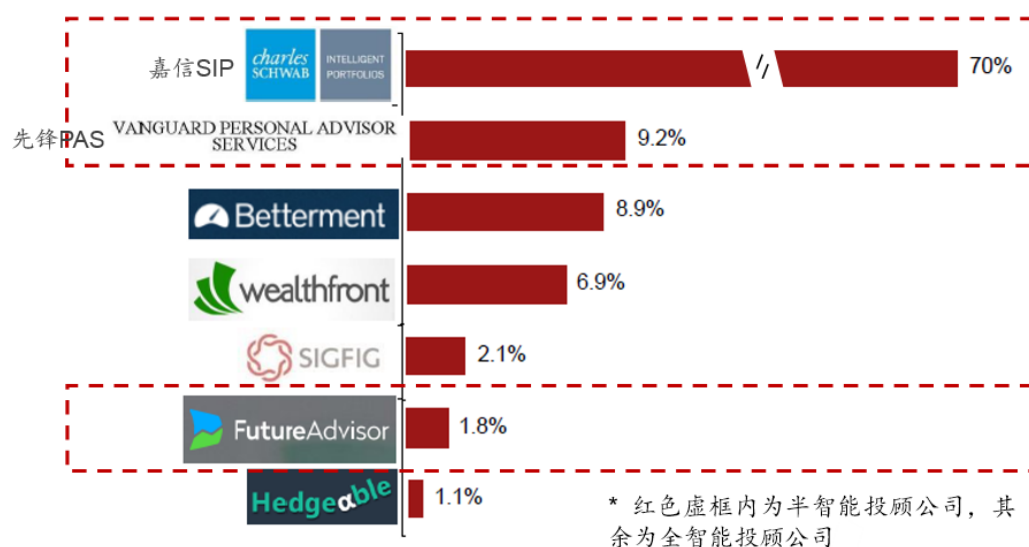
图 8：投资顾问模式分类



资料来源：招商证券

短期内半智能投顾模式主导市场，但全智能投顾代表行业未来：虽然全智能投顾模式完全依赖人工智能进行投资决策，代表智能投顾的终极形态，但我们认为目前最有竞争优势与发展潜力的是半智能投顾模式，主要因素有：1）从技术角度讲，人工智能技术还远未成熟，还无法胜任多维度、复杂化资产管理，导致其应用场景受到一定限制；2）从现实运用来看，即使针对同一用户，不同公司智能投顾给出投资组合配置也是千差万别，这一结果显然与资产管理的“适用性”原则相悖，需要人工检视与管理；3）智能投顾目前还无法与用户动态交流沟通；4）引入传统人工投顾，有利于吸引高净值、超高净值人群用户。从行业发展情况来看，半智能投顾（Cyborg-Advisor）模式由于依托传统金融机构的平台资源和客户渠道，目前处于领先地位。但随着技术进步，更能体现智能投顾优势的全智能投顾模式将成为未来市场主流。

图 9：美国智能投顾市场市占率排名情况

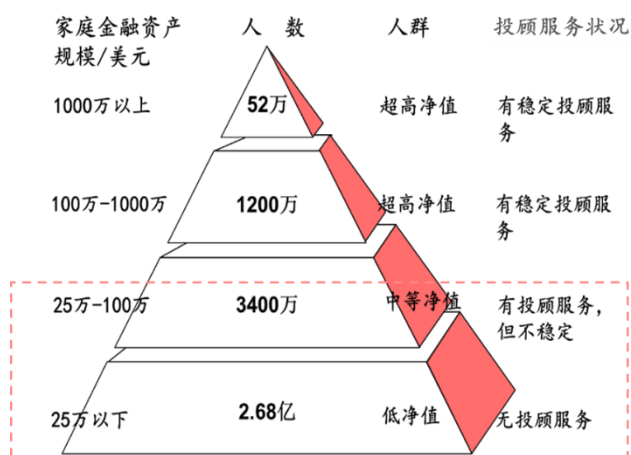


资料来源：AT.Kearney，招商证券

2. 万亿管理规模可期，足以孕育大型龙头企业

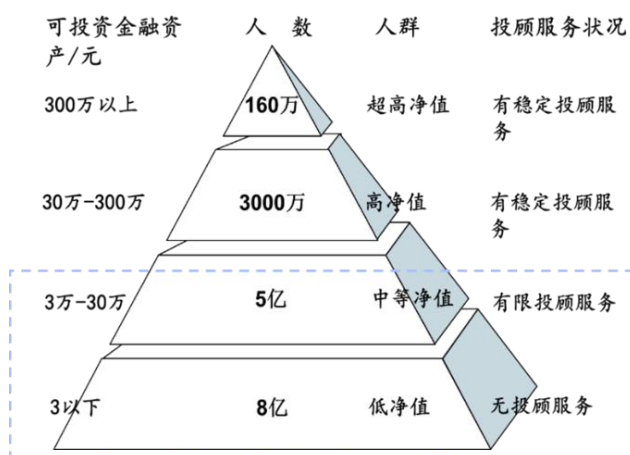
中低净值客户投顾服务市场处于空白状态：从财富规模角度来看，高净值、超高净值人群由于其资产配置更为复杂，需要更丰富多样的投资标的来满足其资产管理需求，往往采用传统投资顾问模式；低净值人群基于费用的考虑以及资产门槛限制，往往不会主动寻求投资顾问模式，而是以自主决策投资为主；而两者之间的中等净值人群，有一定寻求投资顾问的需求，但受限于传统投顾服务费用高昂，因此在现有投顾市场中，这部分人群的投顾服务需求并没有得到很好的满足。因此，智能投顾有望凭借低价高效的服务来切入中低净值客户投顾服务这一庞大空白市场，满足中、低净值人群的投资顾问服务需求。

图 10：智能投顾潜在服务对象：美国市场



资料来源：Accenture，招商证券

图 11：智能投顾潜在服务对象：中国市场

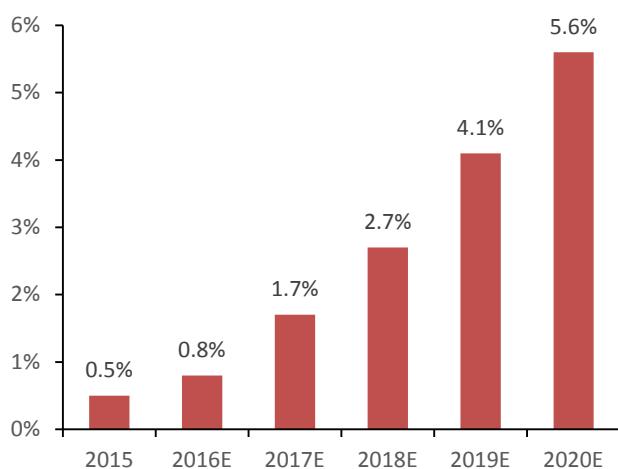


资料来源：积木盒子，招商证券

90后、00后等新生代成为智能投顾首要潜在客户群体：从年龄层次划分来看，作为在互联网时代成长起来的90后、00后等新生代人群，正开始逐步进入有投资理财需求的年龄阶段，成为社会的主流人群。智能投顾所代表的新兴的基于互联网的人工智能、大数据技术，有望更容易获得他们的青睐。另外，其财富规模以中、低净值为主，从年龄分布和财富净值分布两方面考虑，新生代注定将成为智能投顾首要潜在客户群体。

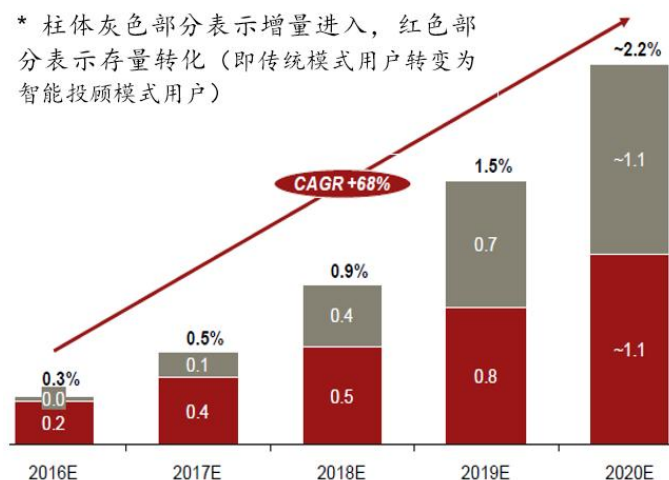
智能投顾市场高速增长，万亿管理规模可期：随着互联网进一步普及以及人工智能在投资决策领域的不断成熟，人们对智能投顾服务模式的认可程度在不断提升，智能投顾服务将惠及更多人群。AT.Kearney公司预测，2016-2020年间美国智能投顾市场年均复合增长率高达68%；2020年整个智能投顾市场的资产管理总额为2.2万亿美元，占当时全球财富管理规模比例超过2.2%，市场渗透率则将从0.5%猛增至5.6%。

图 12: 美国智能投顾市场渗透率预测



资料来源: AT.Kearney, 招商证券

图 13: 美国智能投顾市场规模预测



资料来源: AT.Kearney, 招商证券

行业集中度高，市场空间足以孕育出大型龙头企业：由于半智能投顾大多属于传统金融机构的局部业务创新，占公司整体资产管理规模普遍不足 1%，因此我们重点关注独立全智能投顾公司。作为智力高度密集型行业，智能投顾市场的竞争格局呈现出典型的“赢者通吃”特点。在独立全智能投顾公司中，Betterment 和 Wealthfront 分别以 40 亿、30 亿美元资产管理规模排名前两位，是行业两大巨头，市占率分别高达 32%和 25%。根据公开数据，2015 年美国全智能投顾公司资产管理规模占全市场比率约 19%，由于未来全智能投顾增速将领先于传统投顾，假设 2020 年达到 30%，参考 AT.Kearney 对美国 2020 年智能投顾领域 2.2 万亿美元管理规模的预测，2020 年 Betterment 资产管理规模有望超过 1300 亿美元，而 Wealthfront 资产管理规模也或将迈过 1000 亿美元大关，市场空间足以孕育出大型龙头企业。

二、星火正燎原：海外智能投顾业态剖析

1. 智能投顾行业蓬勃向上，呈现雨后春笋之势

智能投顾公司层出不穷：2010 年，智能投顾公司 Betterment 在纽约成立，同年 Futures Advisor 公司开始为美国 1000 家券商提供自动的投资和退休金账户管理方案，一年后 Wealthfront 公司在硅谷成立，这一系列事件标志着智能投顾正式诞生。继 Betterment 和 Wealthfront 以后，各类智能投顾公司如雨后春笋般层出不穷，已达数十家之多。经过短短几年发展，多家智能投顾公司已经具备了成长为独角兽公司的潜质，Wealthfront、Betterment、Personal Capital 等都已融资过亿，且均来自多家顶级风险投资机构，行业两大巨头 Wealthfront、Betterment 的估值均已达到 10 亿美元水平。

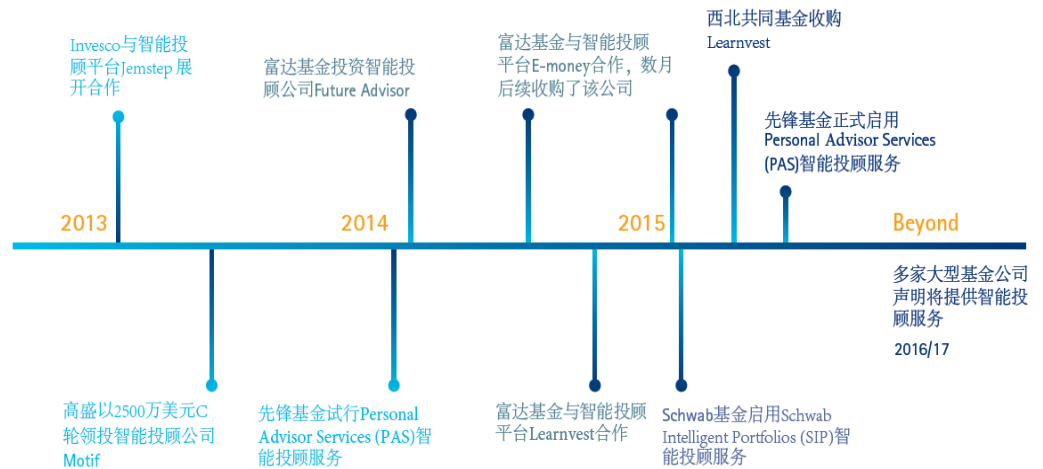
图 14：海外智能投顾公司层出不穷



资料来源：招商证券

传统金融机构受到威胁，抢滩布局智能投顾：随着智能投顾行业的迅速发展，传统投顾公司的市场份额正在被逐步蚕食；而部分与智能投顾目标客户群体高度重合的资产管理公司，将直接面临客户被分流的危险，受到严重冲击；虽然传统大型资产管理公司具有品牌与专业程度上的优势，但随着人工智能技术的不断成熟，也将面临威胁。因此传统势力已经开始争先布局，谋划转型：BlackRock 宣布收购 FutureAdvisor；嘉信理财推出智能投顾产品 SIP，先锋基金推出类似服务 PAS；高盛先后投资 Motif、Kensho 公司涉足智能投资。

图 15: 传统金融机构抢滩智能投顾



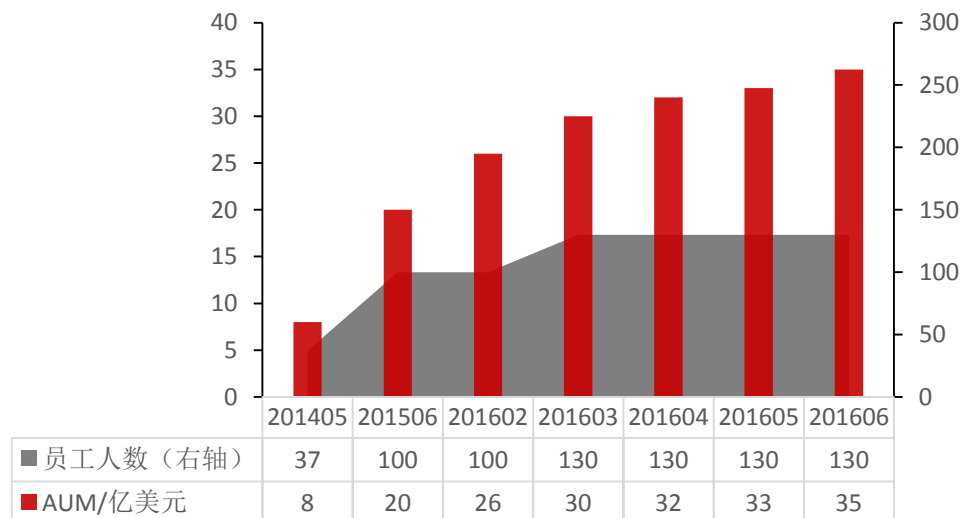
资料来源: Accenture, 招商证券

2. 海外智能投顾标杆面面观: Wealthfront、Betterment、FutureAdvisor 与嘉信 SIP

Wealthfront

Wealthfront 成立于 2011 年 12 月, 注册地位于硅谷, 早期客户以硅谷地区科技公司员工为主, 是美国智能投顾行业的标杆企业。根据 SEC 相关资料, 2016 年 6 月 Wealthfront 的资产管理规模为 35 亿美元, 拥有 8 万多名投资者, 平均每个账户资产约 4.2 万美元。Wealthfront 已经获得 1.29 亿美元风险投资。目前 Wealthfront 业务仅限于美国本土。

图 16: Wealthfront 员工人数与资产管理规模



资料来源: SEC, 招商证券

业务特色: Wealthfront 公司所创立一套智能投顾业务模式, 后来被业界广泛模仿, 已

经成为智能投顾业务的核心流程，该流程如下：1）调查问卷的形式了解用户的风险偏好和风险承受能力；2）根据评估结果为用户量身定制投资计划；3）平台实时监控投资组合的动态；4）实时动态优化调整投资组合，定期对计划进行更新，以便合理控制风险，使之始终落在用户的容忍范围之内。此外，公司收入来源为其向客户收取的咨询管理费，费率固定为 0.25% 水平，且对 1 万美元以下投资完全免费；还独创了口碑甚好的税收优化直接指数化服务（Tax-Optimized Direct Indexing）和单支股票分散化服务（Single-Stock Diversification）。

图 17: Wealthfront 投资组合构建界面



资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

Wealthfront 特色产品与服务详解：Wealthfront 提供的产品和服务种类丰富，包括为投资者评估（Investor Profiling）、资产组合配置（Investment Portfolio Allocation）、交易实现（Autonomous Trade）、税收损益收割（Tax-Loss Harvesting）、账户再平衡（Portfolio Rebalance）等。其中最具特色是税收优化直接指数化服务和单支股票分散化服务。

- **税收优化直接指数化（Tax-Optimized Direct Indexing）：** 税收优化直接指数化，是指 Wealthfront 将用户投资组合中的 ETF 用个股组合代替，构建出来的组合可以模拟不同规模指数 ETF 的表现，在个股层面上实现税收亏损收割功能目的。此服务不向用户收取额外费用，但只对账户规模在 10 万美元及以上的用户开发使用。具体方法是利用 100 至 1000 只大盘股来对美股大、中盘指数 ETF 进行模拟，同时配置 1 只小盘股指数 ETF，实现不同规模指数 ETF 的替代。从而在减少了 ETF 投资成本的同时，实现在个股层面上的税收亏损收割，在不明显提高交易成本的同时为用户实现更多潜在的节税收益；
- **单支股票分散化服务（Single-Stock Diversification）：** 针对持有大量单支公司股票的投资人，为其提供有序卖出、分散化再投资以及税收筹划等服务。当投资者手中只重仓单支股票时，不仅无法获得分散化投资带来的低风险的好处，在卖出时还

往往会造成市场冲击而压低卖出价格。Wealthfront 根据用户短期资金需求和长期投资计划，为用户提供一定时间内逐渐卖出一定数量该公司股票的服务，并将卖出股票获得的现金投资于用户的分散化投资组合，同时对投资者账户进行税收筹划管理。该服务免收费用及佣金。

Betterment

Betterment 成立于 2010 年 5 月，目前管理资产规模已经达到 40 亿美元，用户数逾 18 万，平均每个账户资产约 2.2 万美元，是美国机器人投顾行业巨头之一。截至 2016 年 3 月，Betterment 共进行了 5 轮融资，共计融得资金 1.05 亿美元。

业务特色：Betterment 业务流程与 Wealthfront 类似，但更注重“目标导向-定制理财计划”过程，并开发了以下功能：1) 目标导向，方便客户针对个人生命周期中的每个目标定制个性化的投资策略；2) 目标拆解，将个人长期投资理财目标拆解成一个个短期小目标；3) 收支预算，客户可以设置一个每月花销预算限额；4) 资金归集，每月 Betterment 自动将客户银行资金账户超过此门限的金额转入投资账户中。此外，公司对平均每月资金不足 100 美元的账户将收取 3 美元管理费，公司目前还在尝试和传统人工投顾展开合作。Betterment 诞生于纽约曼哈顿，是硅谷起家的 Wealthfront 最主要竞争对手，其传统金融色彩更浓，目前在业务规模上也暂时略胜一筹。

图 18: Betterment 投资组合构建界面

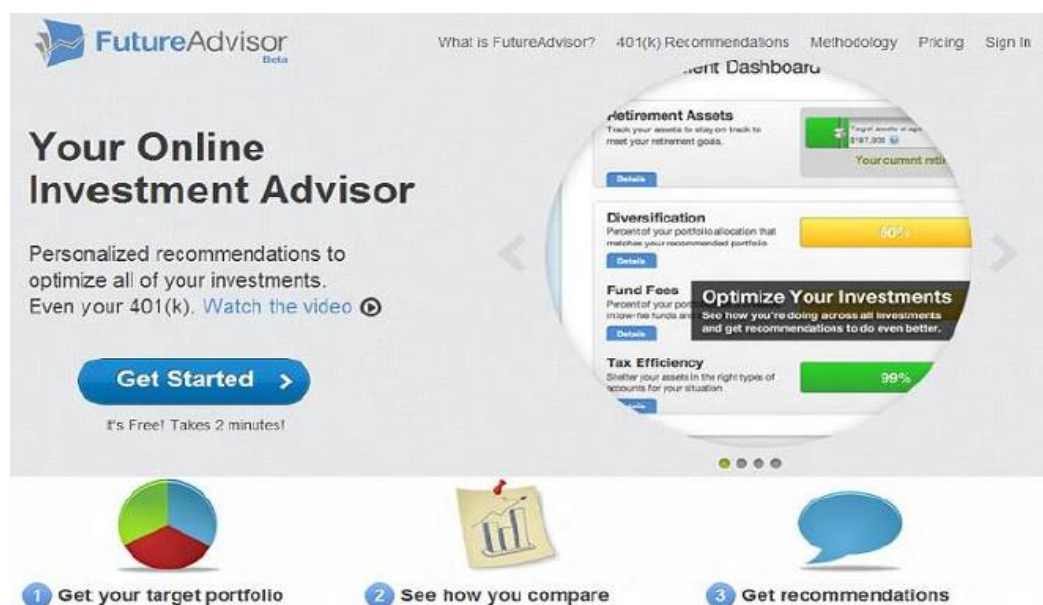


资料来源：Betterment 官网，招商证券

FutureAdvisor

FutureAdvisor 成立于 2010 年，目前管理资产规模约 8 亿美元，用户数逾 1 万，平均每个账户资产约 7.5 万美元。FutureAdvisor 目前已被全球最大资产管理公司贝莱德（BlackRock）收购。FutureAdvisor 的智能投顾理财服务主要针对养老金账户、教育储蓄账户等提供投资组合规划，投资门槛为 1 万美元，年费率为 0.5%。2015 年 8 月，全球最大资产管理公司之一贝莱德（BlackRock）宣布收购 FutureAdvisor，估值接近 2 亿美元。

图 19: FutureAdvisor 投资组合构建界面

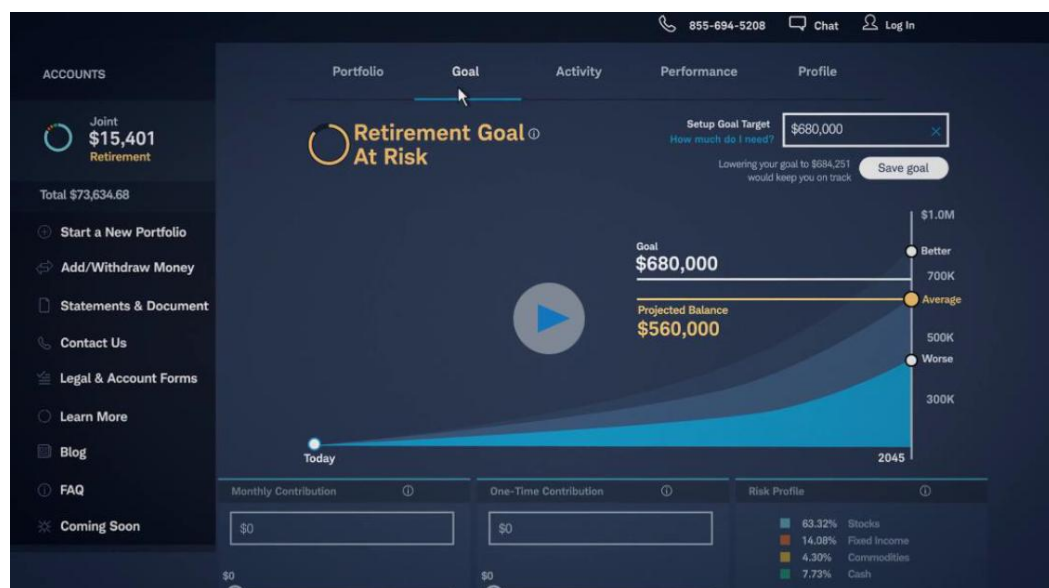


资料来源: FutureAdvisor 官网, 招商证券

嘉信 SIP

2015 年 3 月, 嘉信理财推出旗下智能投顾产品——Schwab Intelligent Portfolios(SIP), 是一款典型的半智能投顾产品。嘉信理财作为传统金融机构, 在客户资源上具有很大优势, 目前 SIP 资产管理规模已经超过 50 亿美元。嘉信 SIP 不收取管理费, 而是收取旗下 ETF 产品交易管理费。

图 20: 嘉信 SIP 投资组合构建界面



资料来源: 嘉信 SIP 官网, 招商证券

对比总结

智能投顾产品各具特色：智能投顾产品层出不穷，在具体的运营实践上也各具特点。除了人工参与程度不同，可分为全智能投顾和半智能投顾外；从目标客户划分看，有些公司专注退休人员的养老金账户；从盈利模式来看，全智能投顾公司主要以咨询管理费用为营收来源，而半智能投顾公司则主要以推荐购买自身旗下的 ETF 等产品实现盈利。

表 1：海外主流智能投顾产品对比

项目	Wealthfront	Betterment	FutureAdvisor	嘉信理财 SIP	先锋基金 PAS
上线日期	2011.12	2010.05	2010.08	2015.03	2015.05
资产管理规模	35 亿美元	40 亿美元	8.1 亿美元	52 亿美元	360 亿美元
用户数量	8.4 万	18.3 万	1.1 万	/	/
户均投资余额	4.2 万美元	2.2 万美元	7.5 万美元	/	/
市场估值	10 亿美元	10 亿美元	2 亿美元	/	/
资产门槛	500 美元	0	10000 美元	5000 美元	50000 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	0.30%
其他费用	ETF 交易费用，费率约 0.12%	ETF 交易费用，费率约 0.14%	ETF 交易费用，费率约 0.10%-0.20%	ETF 交易费用，费率约 0.03%-0.55%	ETF 交易费用，费率约 0.12%-0.35%
投资范围	12 大类 ETF	11 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	仅提供策略性建议
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

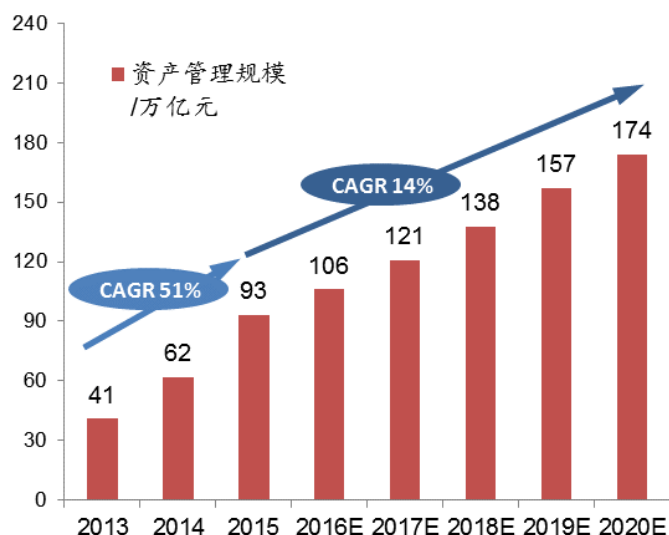
资料来源：公司官网，招商证券

三、本土化创新：国内智能投顾行业机遇与挑战并存

1. 国内资管市场正待原力觉醒

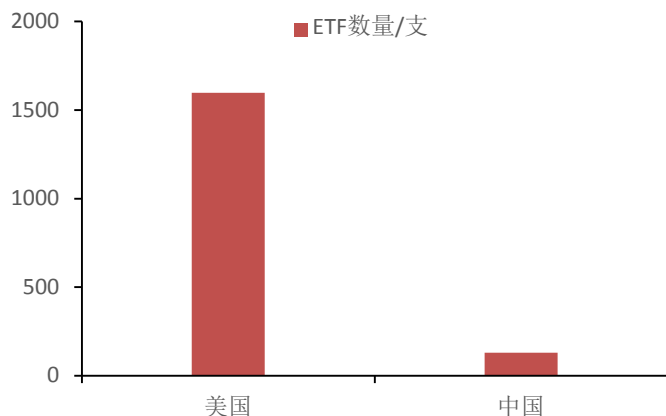
高速增长下的我国资管行业已初具规模，但仍处于发展初级阶段：《2015 年中国资产管理市场报告》显示，截至 2015 年底，我国各类资管机构管理资产总规模达到约 93 万亿元，预计 2020 年总规模将达到 174 万亿元。虽然市场规模已较为可观，但行业整体发展严重滞后，产品种类有限且同质化竞争严重。以智能投顾最主要的投资标的—ETF 产品为例，2016 年 6 月我国上市 ETF 合计 130 支，资产规模累计 4729 亿元，且大多属于传统股票指数型 ETF，而债券型 ETF、商品型 ETF 等合计尚不足 10 支；而同期美国市场有近 1600 支 ETF，管理资产规模累计 2.15 万亿美元，产品种类繁多，涵盖国内市场、国外市场、股指、债券、商品等多个类型。

图 21：中国资管市场规模预测



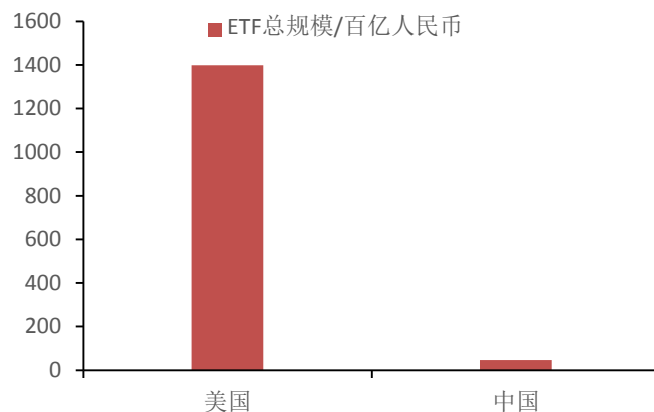
资料来源：《2015 年中国资产管理市场报告》，招商证券

图 22：中美 ETF 数量对比



资料来源：Wind，招商证券

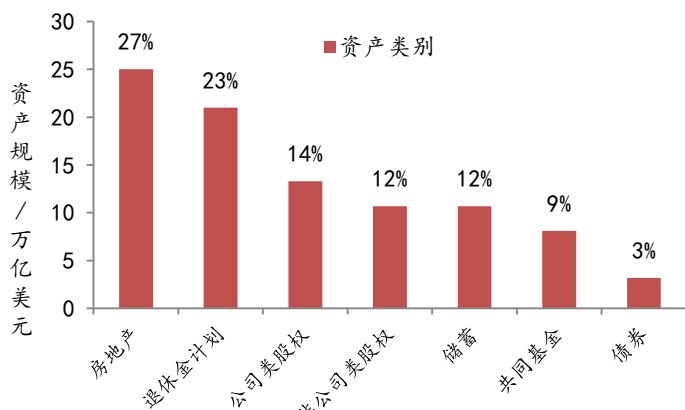
图 23：中美 ETF 总规模对比



资料来源：Wind，招商证券

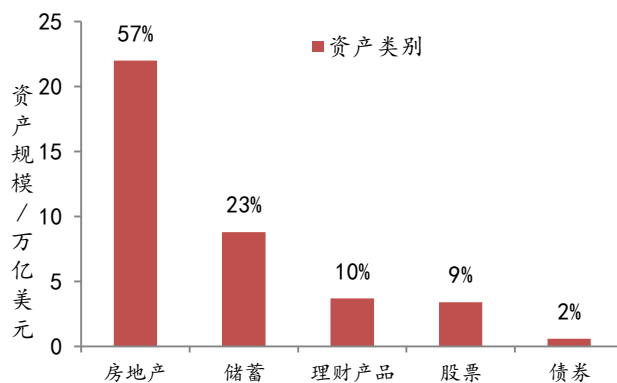
投资品种匮乏，居民资管需求长期被抑制：由于可投资标的匮乏，居民投资需求被长期抑制，导致我国居民长期形成了“重储蓄、轻投资、轻配置”的特点，资产配置以房地产投资和储蓄为主，储蓄率长期处于全球最高水平之一，房地产等非金融类资产占比也一度高达 60%以上；而美国家庭资产配置中房地产占比仅为 27%，家庭财富更为分散的投资到基金、债券、退休金计划等金融投资产品上。房地产及储蓄占比过大的直接结果便是金融产品投资规模偏低，资产管理需求长期受到抑制。

图 24：美国家庭财富配置相对分散



资料来源：BAML，招商证券

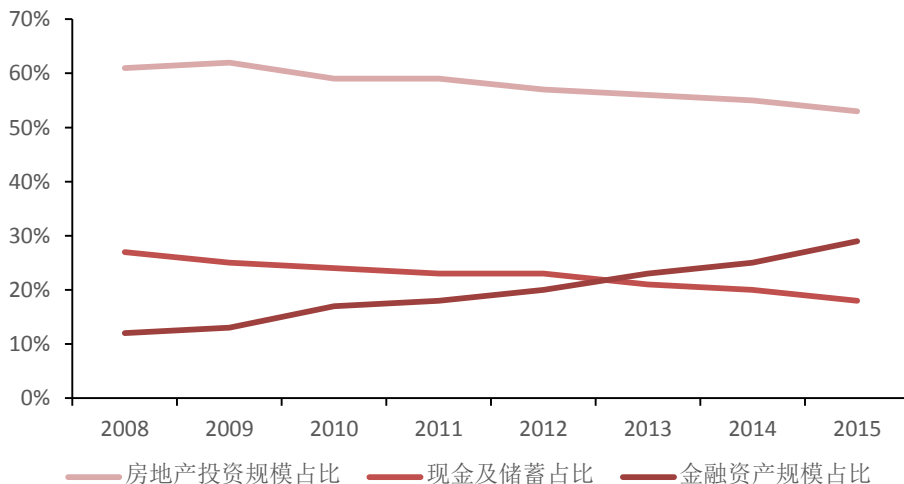
图 25：中国家庭财富配置产品种类少且集中度高



资料来源：BAML，招商证券

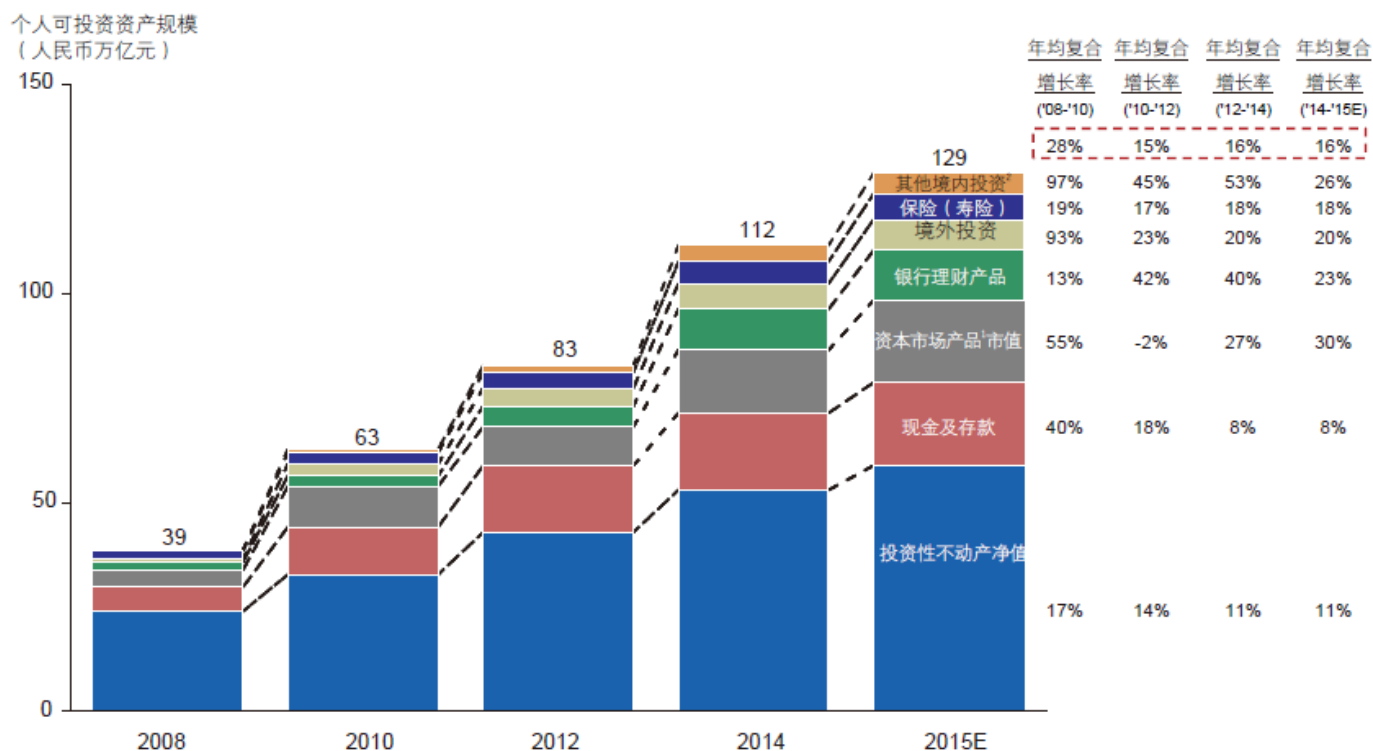
居民财富配置日趋多元，金融资产占比持续提升：近年来，随着三四线城市房地产市场降温以及资产管理行业不断成熟，房产占我国居民资产配置比重已有所下降，2008-2015 年间居民房地产投资增速明显慢于可投资资产总体规模增速；而资本市场产品、银行理财产品、保险以及其他境内投资则出现高速增长，反映出我国居民资产配置正日益趋于多元化和分散化。参照美国等成熟市场，随着我国居民财富的持续增长以及金融市场的不断成熟，家庭资产配置中房地产比重将进一步下降，财富将配置于多元投资标的，居民资产管理需求将逐步释放。

图 26：近年来我国居民财富配置趋于分散多元



资料来源：Wind，招商证券

图 27：2008-2015 年我国居民可投资资产总体规模及结构演变



资料来源：《2015 中国私人财富报告》，招商证券

2. 百舸争流：国内智能投顾行业高歌猛进

我国智能投顾资产管理规模加速迈向万亿级：参照 AT.Kearney 公司对 2020 年美国智能投顾市场渗透率达到 5.6% 的预测，考虑到我国资本市场产品结构单一、投资者尚不成熟，2020 年国内市场渗透率以 3% 计，参照《2015 年中国资产管理市场报告》给出的 174 万亿元的管理资产总规模预测值，则智能投顾市场资产管理规模约为 5.22 万亿元。智能投顾管理费率以平均水平 0.2% 计，则行业年收入规模约 104 亿元。

三大类型公司先行先试、抢跑卡位：国内智能投顾产品集中爆发于 2014、2015 年间，目前尚处于起步阶段；虽然晚于国外市场几年时间，但目前已经有多家公司推出了丰富多样的智能投顾产品，发展态势迅猛。从具体的产品开发模式看，主要分为 3 大类型：

- **率先试水的互联网金融信息服务公司：**如同花顺（iFinD 智能投顾）等互联网金融信息服务公司开始推出智能投顾服务，并取得不错的市场反响；
- **开始染指的互联网巨头、科技公司：**百度金融大举布局智能投顾，试图将百度人工智能与传统资管业务有机结合；阿里巴巴、京东等在财富管理领域早有布局，阿里旗下的蚂蚁聚财、京东的京东智投已具备开展智能投顾服务的基础；分众传媒收购智能投顾平台“拿铁财经”70% 股权；
- **有望进一步跟进的传统证券公司、基金公司：**平安银行推出平安一账通，打造综合

一站式智能投顾平台；华泰证券今年 4 月出资 8 亿美元竞购美国资产管理软件生产商 AssetMark，后者为超过 7.5 万投资顾问和投资者提供服务；光大证券旗下立马理财+与网易深度合作，探索智能投顾业务；申万宏源证券联合股利多和天音通信正式发布新产品“股神+”，提供智能理财解决方案；广发证券推出贝塔牛，提供 A 股及大类资产配置智能投顾服务。

国内智能投顾产品典型代表—同花顺、弥财、贝塔牛、胜算在握：

同花顺 iFinD 智能投顾

2016 年 5 月，同花顺 iFinD 智能投顾正式登陆同花顺 i 策略平台。iFinD 智能投顾主要通过 iFinD 金融数据库、舆情监控系统、i 问财知识库等的深度学习来构建投资决策模型，实时结合市场信息来提供 A 股市场投资建议。iFinD 智能投顾目前针对 iFinD 用户免费开放，iFinD 正式用户在关注智能投顾个人主页后，就能实时收到大盘走势预测与风险提示，未来 iFinD 智能投顾有望效仿 i 策略平台现有的付费打赏模式实现收入变现。同花顺作为国内主要互联网金融信息服务公司之一，自 2009 年便开始布局智能投顾产品，具有技术、客户、数据等相关领域的资源储备和明显的先发优势。

图 28: 同花顺 iFinD 智能投顾界面



资料来源: 同花顺官网, 招商证券

弥财

弥财 2015 年 10 月正式上线, 主打手机端的移动互联网智能投顾, 所有服务及功能均通过弥财 APP 完成, 与美国证券经纪机构盈透证券 (Interactive Brokers) 合作, 投资范围以海外股指 ETF、美国企业债券为主, 能帮助用户个性化海外资产配置, 投资门槛为 5000 美元, 年费率为 0.5%。弥财目前已获得高瓴资本、清流资本等领投的 1000 万元天使投资。

图 29：弥财 APP 相关功能



资料来源：弥财 APP，招商证券

广发证券贝塔牛

广发证券贝塔牛 2016 年 6 月上线，属于国内券商开发的第一款智能投顾产品。该产品嵌入广发证券易淘金 APP 之中，提供持股票智能投顾和大类资产（ETF 为主）配置智能投顾两大类服务，并能对智能投顾所构建的投资组合实现一键批量下单。其中股票智能投顾共提供 4 类策略，包括“短线智能、综合轮动、价值精选、灵活反转”。大类资产配置智能投顾按照用户风险偏好和投资期限不同，量身定制个性化资产配置方案。

图 30: 广发证券贝塔牛 APP 界面



资料来源：贝塔牛 App，招商证券

胜算在握

胜算在握由新三板挂牌公司祥云信息开发，分为面向普通投资者的“胜算在握 APP 版”和面向机构的“胜算在握机构版”两类产品，前者已于 2014 年 7 月上线，后者目前仍处于研发测试阶段。胜算在握 APP 版通过深度学习、增强学习等人工智能的技术与金融大数据相结合，为用户提供针对 A 股市场的懒人炒股、解套专家、个股测评、仓位优化、自建组合、跟随组合等智能投顾服务。依托母公司祥云信息的专业技术实力和客户资源，胜算在握目前与民生证券、国信证券、海通证券等主流券商，以及新浪财经、和讯网、中证资讯等财经媒体展开广泛合作。胜算在握 APP 用户分为普通会员、金牌会员、钻石会员三类，后两者属于付费会员，会员费每月分别为 180 元、660 元，等级越高的用户能享受到更丰富的服务内容。除 APP 付费用户收入外，公司未来还将拓展向合作金融机构收取技术服务费、广告引流费等全新盈利增长点。截至 2015 年底，胜算在握 APP 版累计激活用户人数达 112 万人，与去年同期增长 334%；公司合作机构用户达 11 家，较去年同期增长 450%。

图 31: 胜算在握钻石会员主要服务内容



资料来源：公司官网，招商证券

对比总结

表 2: 国内主要智能投顾产品对比

产品	上线日期	投资门槛	业务模式	费用	投资范围	产品特点
独立第三方智能投顾产品						
理财魔方	2015.03	0	混合推荐型	0	国内上千种基金产品	核心成员来自百度，客户定位中产阶级，产品分为定期宝与活期宝，均以国内基金构建投资组合
蓝海智投	2015.04	5 万美元	独立建议型	0.4%	美元投资组合+人民币 QDII 股票和 QDII 债	定位互联网+私人银行，面向中高端净值用户；“一键配置全球”；投资理念采用耶鲁模式
弥财	2015.10	5000 美元	独立建议型	0.5%	以海外股指 ETF、美国企业债券为主	海外资产配置概念、提供虚拟体验；拥有自动再平衡等功能
钱景	2014.08	0	独立建议型	0	国内公募基金	定位私人理财平台，提供国内基金配置组合
财鲸	2015.08	0	独立建议型	0	以美股、海外股指 ETF 为主	海外主题投资
资配易	2014.06	0	独立建议型	投资收益的 20%	A 股	提供 A 股交易策略，供用户进行跟投
胜算在握 APP 版	2014.07	0	独立建议型	普通会员：免费；金牌会	A 股	提供针对 A 股市场的懒人炒股、解套专家、个股测评、

员：180 元/
月；钻石会
员：660 元/
月

仓位优化、自建组合、跟随
组合等智能投顾服务

传统金融机构智能投顾产品

平安一账通	2016.01	0	混合推荐型	0	平安集团旗下各类理财产品	依托平安集团，具有丰富产品资源和强大获客能力，全面整合平安银行、保险、投资全领域金融服务
嘉实基金金贝塔	2016.04	0	混合推荐型	0	A 股、嘉实基金各类产品	核心团队来自嘉实基金、腾讯、百度等企业，打造专注于国内投资者的社交组合投资平台
申万宏源、天音控股股神+	2015.06	0	独立建议型	0	A 股	提供行情变盘预警、智能分析参谋、金融知识问答、专家股民在线交流、投资与选股策略等资讯和服务
广发证券贝塔牛	2016.06	0	独立建议型	0	A 股，国内 ETF 产品	嵌入广发证券易淘金 APP 上，提供持股票机器人和人类资产（ETF 为主）配置机器人投顾两类服务，并能实现投资组合一键批量下单

互联网金融公司的资产管理产品

同花顺 iFinD 智能投顾	2016.03	0	独立建议型	0	A 股	2009 年开始布局智能投顾产品，目前已上线针对 A 股市场的智能投顾服务
京东智投	2015.08	0	混合推荐型	0	京东金融旗下产品	提供免费个性化智能投资组合，实现京东旗下理财产品整合
蚂蚁聚宝	2015.08	0	混合推荐型	0	各类基金产品，以及蚂蚁金服旗下产品	定位小白理财群体，蚂蚁金服旗下一站式投资管理平台
雪球	2010.04	0	独立建议型	0	A 股、美股、私募基金产品等	社交组合投资平台

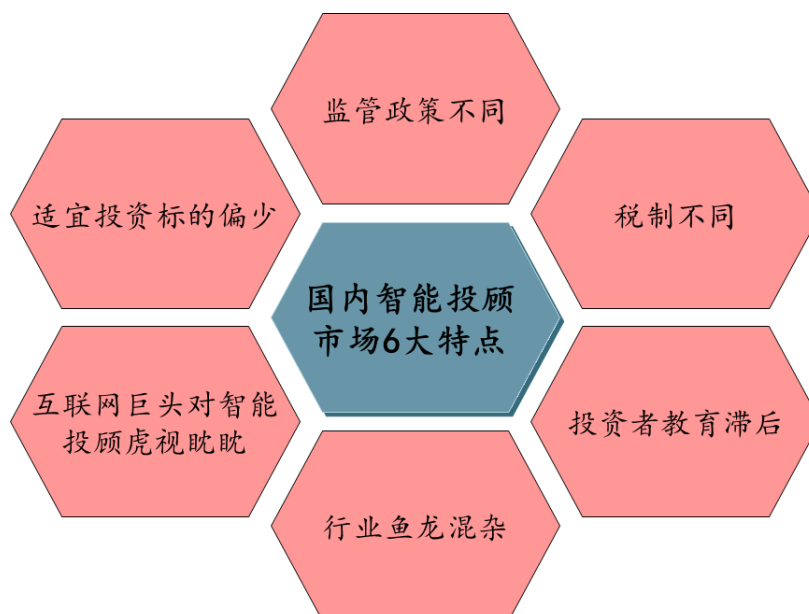
资料来源：公开资料，招商证券

对比海外成熟市场，国内智能投顾市场特点显著：

- 1) 适宜智能投顾的投资标的偏少：尤其体现在缺乏 ETF 等大类资产配置产品上，客观上促成了国内智能投顾投资范围外延的被动扩大，除 ETF 产品外，投资标的还包括个股、信托、保险、甚至 P2P 理财等非标准化产品，部分产品则干脆绕道主打海外资产配置，以海外市场 ETF 产品为主要投资标的；
- 2) 监管政策偏严格：与海外市场普遍允许投资顾问和资产管理业务混合经营不同，我国现行监管政策规定二者分属不同监管条线，需分离经营；
- 3) 税制因素对收益影响较大：无法提供海外智能投顾产品的税收亏损收割服务，而这一服务往往能贡献总收益的 20%-40%。

- 4) **投资者教育滞后**: 目前智能投顾的投资策略是以极低的费用率, 构建分散化投资组合赚取市场长期收益, 而我国投资者对短期收益过于敏感, 缺乏长期分散投资意识;
- 5) **行业鱼龙混杂**: 各类打着智能投顾旗号的创业公司众多, 但技术水平参差不齐, 甚至部分伪智能投顾公司借智能投顾之名行理财产品销售之实, 目前尚无标杆式公司或产品进入视线;
- 6) **互联网巨头虎视眈眈**: 比如 2015 年 8 月 18 号阿里巴巴旗下蚂蚁聚宝和京东旗下京东智投两个平台同时上线, 由于手握强大技术储备和客户沉淀, 预计互联网公司将成为我国智能投顾市场关键角色之一。

图 32: 我国智能投顾市场六大特点



资料来源: 招商证券整理

3. 机遇与挑战并存, 国内智能投顾市场前景无限

受益于居民财富规模不断增长、资本市场持续深化广化、人工智能技术不断进化等向好因素, 我国智能投顾行业有望迎来壮阔的发展前景, 行业的核心驱动因素主要有以下五大方面:

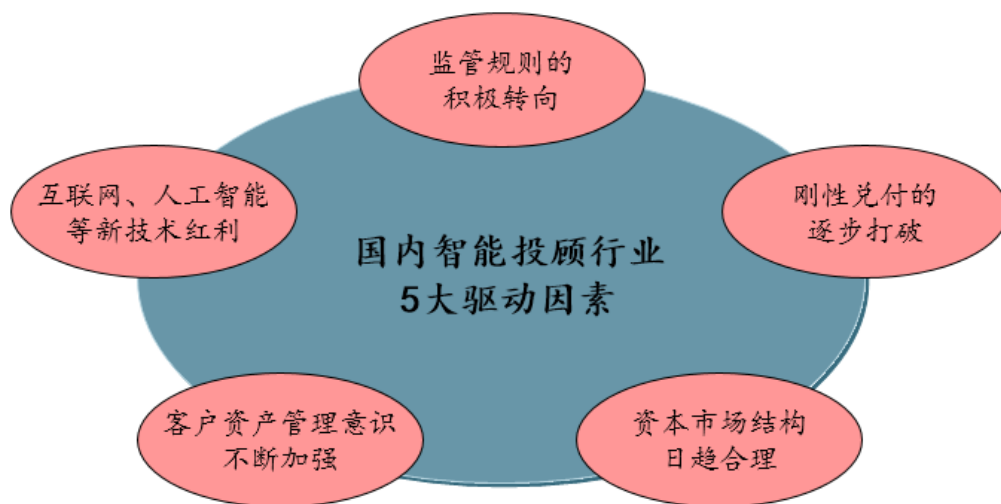
- 1) **互联网、人工智能等新技术红利**: 传统投顾服务除了存在费用率高、覆盖用户有限等明显痛点, 还具有获客成本高的问题。智能投顾借助互联网及人工智能、云计算等新技术, 能向百万级、千万级用户同时提供投顾服务, 能显著提高效率。
- 2) **监管规则的积极转向**: 我国现行投顾业务监管规则主要包括两点: 1) 智能投资顾问业务须持照经营; 2) 投资咨询与资产管理业务必须分离经营。业务分离原则对智能投顾业务的发展将构成巨大障碍。2015 年 3 月, 证监会发布《账户管理业务规则(征求意见稿)》对投顾和资管业务混合释放了积极信号。(详见附件)
- 3) **刚性兑付的逐步打破**: 在我国刚性兑付的环境下, 资产管理长期笼罩在影子银行阴影下, 客户资金成本粘性高, 养成了低风险容忍度与高收益预期的特点。随着破刚性兑

付逐渐打破，资管行业将回归“代客理财”本源，通过非标产品向标准化、净值型产品转型，将大幅提高产品透明度和流动性，为智能投顾良性发展创造环境。

4) 客户资产管理意识不断加强：比起将资金委托专人打理，我国居民更倾向于自己打理资金，财富管理意识淡薄。随着智能投顾在推广过程中对资产管理意识的教育普及，客户资产管理意识不断加强，形成良性循环，反过来提高对智能投顾的关注度。

5) 资本市场结构日趋合理：近年来我国金融市场开放程度及国际化程度持续提高，资本市场结构正加速向海外成熟市场看齐，资管市场中由专业投资机构所主导的长期组合投资将成为市场主流，将为智能投顾的发展壮大提供了丰沃土壤。

图 33：我国智能投顾市场五大驱动因素

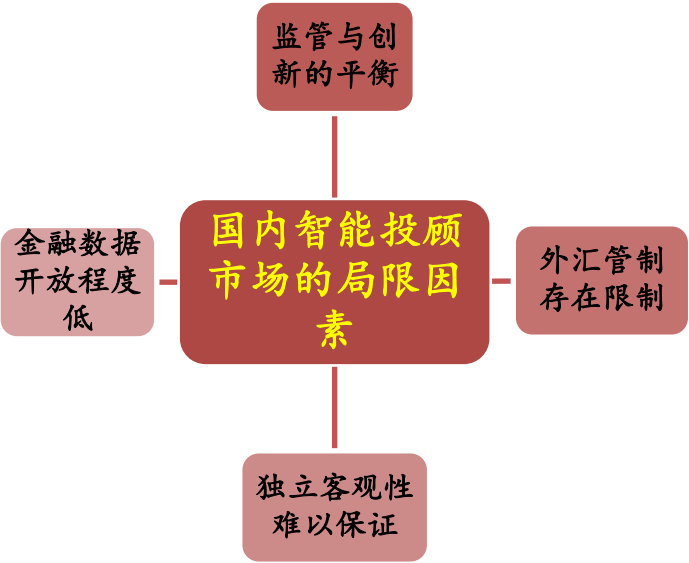


资料来源：招商证券整理

机遇与挑战并存，通往智能投顾广阔前景的道路并非一路坦途，仍存在若干局限因素需要克服：

- ◆ **监管与创新有待平衡：**智能投顾服务本质上属于证券投资顾问业务范畴，虽然所有券商及部分投顾机构持有证监会证券咨询牌照，但仅限于开展投资咨询业务；在官方正式放开投顾和资管混合经营之前，智能投顾平台的资管将处于灰色地带，其业务范围将受到限制；
- ◆ **外汇管制存在限制：**国内智能投顾产品中有相当部分主打海外资产配置，但目前国家外管局规定居民每年 5 万美元的换汇额度将对投资规模产生限制，将降低此类产品的价值；
- ◆ **独立客观性难以保证：**主要针对半智能投顾而言，由于半智能投顾公司的投资标的大多为自身或是母公司的金融产品，并且存在为了赚取 ETF 交易手续费抽佣（灰色利益空间）而进行不必要的频繁交易的情况，甚至成为 P2P 行业“挂羊头卖狗肉”的避风良港，并未实现分散投资，独立客观性难以保证（详见图 4 智能投顾盈利模式拆解）；
- ◆ **金融数据开放程度低：**客户金融大数据是智能投顾的血液，所有资产配置决策都是建立在用户数据的基础之上。国外成熟市场往往只需要用户授权金融机构便能接入用户数据，而国内监管规定要求金融机构数据不得提供给第三方使用，这也为智能投顾业务的正常开展增加了难度。

图 34：我国智能投顾行业面临的挑战



资料来源：招商证券整理

四、投资建议

智能投顾行业前景广阔，处于行业引爆的临界点，从智能投顾行业涉及的产业链上下游以及受益程度，我们重点推荐以下相关标的：

➤ **互联网投资顾问服务商：**

同花顺、祥云信息（新三板）

➤ **具有人工智能、Fintech 相关技术储备的厂商：**

科大讯飞、恒生电子、大智慧、分众传媒（传媒组覆盖）、天音控股（通信组覆盖）

➤ **率先布局智能投顾的金融机构：**

广发证券、中国平安、华泰证券（均为非银组覆盖）

表 3：智能投顾行业相关标的估值对比

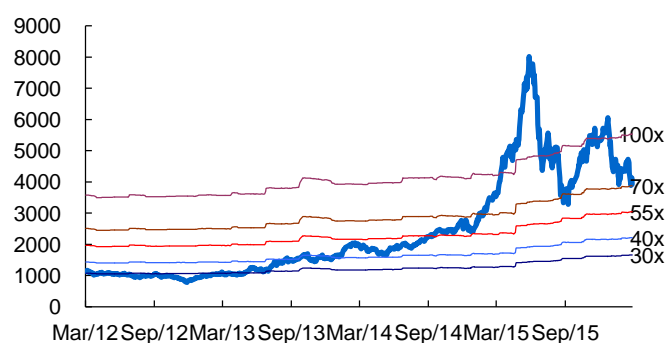
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	PE		EPS			PB
			2016E	2017E	2016E	2017E	2018E	
同花顺	300033.SZ	432	36	29	2.26	2.83	3.64	23
科大讯飞	002230.SZ	409	69	51	0.42	0.57	0.75	7
恒生电子	600570.SH	384	66	49	0.94	1.26	1.71	17
大智慧	601519.SH	183	/	/	-0.11	-0.04	-0.04	7

资料来源：Wind，招商证券

风险提示

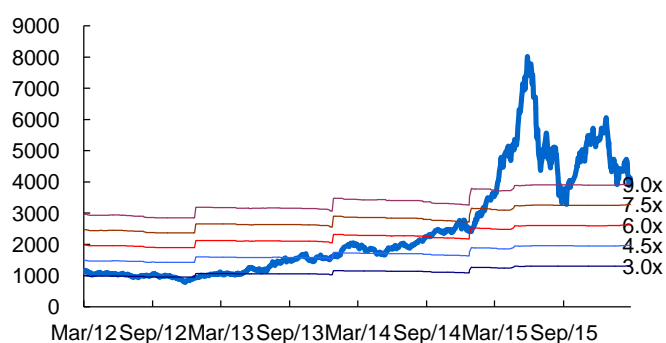
- 1) 智能投顾业务开展进度/效果低于预期；
- 2) 智能投顾领域法律法规修订进度低于预期，监管合规风险；

图 35：计算机行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 36：计算机行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《2016 年中期投资策略：IT 宿命系列之，无人驾驶专题（一），无人驾驶，驶向未来》2016/06
- 2、《人工智能跟踪报告：AI 的二级推进器，“云化+开源”》2016/06

- 3、《IT 宿命系列之，云计算专题（三）：云的盛宴，第八届云计算大会记录》2016/05
- 4、《IT 宿命系列之，云计算专题（二），云定义一切》2016/05
- 5、《同花顺-300033-“网红”当道，平台腾飞》2016/04
- 6、《IT 宿命系列报告之，人工智能专题深度：AI，重构 IT 未来》2016/04
- 7、《IT 宿命系列报告之云计算专题（一）政务云：化云为雨，政务领域打响云计算落地第一枪》2016/03

附录

监管释放积极信号，有限授权或成为选择

现有监管框架下，我国智能投顾行业主要面临两大掣肘：

- **投资咨询业务与资产管理业务分离：**目前我国境内金融机构开展投资顾问业务时，必须与资产管理业务分离。《证券法》第 171 条规定，投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务，不得代理委托人从事证券投资；《证券投资顾问业务暂行规定》也明确规定证券投资顾问不得代客户作出投资决策。投资顾问与资产管理分离将对智能投顾的业务范围产生较大限制。
- **证券投资咨询牌照管理趋严，已基本停止发放新牌照：**我国投资顾问主要由证券公司投资顾问以及证券投资咨询机构构成，券商从业人员必须取得中国证券业协会注册认证的证券投资咨询执业资格，除券商外的证券投资咨询机构须取得证券投资咨询牌照。截至 2016 年 6 月，全国 115 家证券公司所拥有的投资顾问共计 34286 人，取得证券投资咨询牌照的证券投资咨询机构共 84 家。近年来证监会已基本停止发放证券投资咨询新牌照，同时对已持牌机构严加管理，全行业牌照数量不增反减：从 2004 年的 108 张下降到 2016 年的 84 张，10 年间减少了 24 张。国内目前已上线的智能投顾产品中，除同花顺、东方财富等公司拥有证券投资咨询牌照外，绝大部分不具备执业牌照，无牌照产品则将直接面临合规风险。

监管释放积极信号，我国有望采取有限授权模式实现混合经营：

- **监管规则释放混合经营的积极信号：**2015 年 3 月，证监会发布《账户管理业务规则（征求意见稿）》，指出持照投资咨询机构可以接受客户委托，代客执行账户投资和交易管理，对智能投顾公司同时开展投资咨询和资产管理业务释放了积极信号。相信随着混合经营监管规则的逐步完善和落实，新的证券投资咨询牌照申请发放也会逐步放开。
- **有限授权模式成为国际上较为普遍的选择：**美、日、港、台等资本市场，均在不同程度上允许投顾和资管业务混合经营。在欧美等成熟资本市场，投资顾问服务即包含资产管理行为，券商（财富管理和资产管理）、共同基金和对冲基金的管理人均注册为投资顾问。在台湾地区和日本，投资顾问机构符合一般标准的，可以提供投资建议服务；符合较高标准，经核准可以同时从事账户全权委托业务。在香港地区，有大量的投资顾问机构同时取得第 4 类证券投资咨询牌照和第 9 类资产管理牌照，能同时开展投资咨询和资产管理业务。

表 4：投顾与资管业务监管实践国际对比

项目	投顾与资管业务是否分离	投顾与资管业务具体监管要求
欧美市场	否	投资顾问服务指证券市场资产管理服务行为，涵盖共同基金、对冲基金、财富管理（账户全权委托）、投资建议及理财规划服务等
香港地区	有限分离	香港地区 9 类证券业务牌照中，第 4 类牌照是证券投资咨询牌照，第 9 类牌照是资产管理牌照，证券投资咨询与资产管理分牌照管理，可同时申请两类牌照

台湾地区	有限分离	投资顾问机构经许可可以从事证券投资顾问业务（投资建议）、全权委托投资业务（管理委托人的账户）
日本市场	有限分离	与我国台湾地区类似，符合基本条件的投资顾问机构可以提供投资建议服务，符合较高条件的投资顾问机构经核准可以从事账户全权委托业务

资料来源：招商证券

我国存在效仿日本和台湾的有限授权模式的可能：从我国证券投资咨询行业现实情况和长远发展考虑，我们认为探索分类管理，借鉴香港地区、台湾地区和日本的经验，对于符合较高规定条件的证券投资咨询机构，可以逐步授权其从事定向资产管理业务，实现投资咨询和资产管理业务的混合经营。这也是对 2015 年所颁布《账户管理业务规则（征求意见稿）》的积极回应。一旦允许同时开展投资咨询和资产管理业务，智能投顾行业的业务范围将得到极大拓展，为未来长期发展奠定坚实基础。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶，2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

徐文杰，招商证券计算机行业高级分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。