

推荐 (维持)

Wealthfront: 大洋彼岸的Fintech “超新星”

2017 年 09 月 14 日

——巨头启示录系列报告 (二)

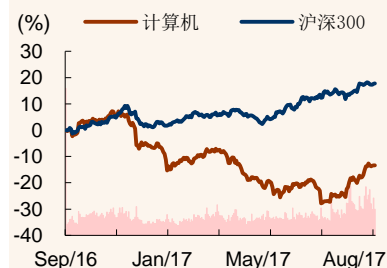
上证指数 3371

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	173	5.2
总市值 (亿元)	18617	3.3
流通市值 (亿元)	12790	2.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	14.9	-5.8	-12.5
相对表现	9.5	-16.9	-30.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《计算机行业周报 2017 年 09 月 10 日—国内 SaaS 拐点将至, 美国立法推进无人驾驶》2017-09-10
- 2、《巨头启示录系列报告 (一) —Salesforce10 年 20 倍的传奇》2017-09-04
- 3、《计算机行业周报 2017 年 09 月 03 日—关注 2017 AI 全球创新峰会+计算机中报业绩》2017-09-04

刘泽晶

010-57601795

liuzejing@cmschina.com.cn

S1090516040001

研究助理

宋兴未

songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn

科技金融势不可挡, 美国智能投顾标杆 Wealthfront 快速崛起的背后是巨大的需求和技术支撑, 反观我国智能投顾还在萌芽, 这一时间差揭示了水面下的“冰山”体量巨大。谁将是中国的 Wealthfront? “流量+数据+技术”将成为决胜因素。

- **Wealthfront 打开智能投顾的“水下冰山”。**“这是最好的时代, 也是最坏的时代”——狄更斯曾这样描述工业革命。如今, 站在 AI 时代的大门前, 科技金融有望成为金融业的新生态。以美国的科技金融市场来看, 智能投顾的发展速度可谓惊人, 市场规模近 3 年增长近 50 倍, 新兴独角兽公司数量快速增加, Wealthfront 成为近几年崛起最快的美国智能投顾标杆企业。虽然我国智能投顾市场还处于萌芽期, 但随着《新一代人工智能发展规划》的出台, 这一体量巨大的“水下冰山”市场即将浮出水面。
- **简约而不简单, “顺势而为+技术投入”铸就成功关键。**Wealthfront 借着美国智能投顾的浪潮, 仅用了 5 年时间资产管理规模达到 70 亿美元, 并始终保持着加速增长。低门槛、低费率、全智能是公司的主要特点。无论收费模式还是产品体系均不复杂, 但其快速扩张的背后是巨大的需求体现和技术支撑。从 Wealthfront 的成功, 我们可以看到中低净值群体的强大力量 (传统的银行信托等金融机构占领了高净值客户, 而美国 25 万美元以下金融资产的中低净值家庭占比高达 85%), 也可以看到“AI+大数据”的技术魅力 (自动买卖及跟踪调仓, 服务流程各环节几乎都涉及了大数据和 AI)。
- **谁将是中国的 Wealthfront?** 中美市场环境存差异, 国内短期虽受诸多制约, 但长远前景广阔, 需要更多耐心。目前国内尚缺乏行业标杆, 三类公司已布局 (独立创业公司、互联网金融公司、传统金融机构)。长期看, 我们认为真正将决定一家智能投顾企业脱颖而出的因素有三: 流量+数据+技术, 能掌握这三个因素的企业将具备强力护城河。此外, 结合 2B+2C 资源的公司将拥有更明显的数据端优势。因此, “互联网公司+金融公司”结合的模式优势明显, 特别是在我国智能投顾发展的早期阶段。
- **投资建议:** 按照“流量+数据+技术”三要素及“互联网公司+金融公司”结合的思路, **重点推荐:** 同花顺, 东方财富, 恒生电子。 **推荐:** 金证股份。
- **风险因素:** 核心技术发展遭遇瓶颈; 政策的不确定性。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	PB	评级
同花顺	60.69	1.78	2.30	2.88	34	26	12	强烈推荐
东方财富	14.57	0.18	0.26	0.35	80	56	5	强烈推荐
恒生电子	52.81	0.82	1.09	1.26	64	48	13	强烈推荐
金证股份	19.18	0.36	0.47	0.64	53	41	11	审慎推荐

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、Wealthfront: 美国智能投顾的标杆.....	5
1.1、2011 年开启转型, 借美国智能投顾浪潮快速崛起	5
1.2、业务构成: 投资管理是核心, 增值服务是特色	8
(一) 核心业务: 投资组合咨询管理服务	8
(二) 特色业务: 税收筹划等增值业务	11
二、四大优势铸就成功关键	13
2.1、采取被动投资策略, 提供全智能化投顾服务	14
2.2、投资标的丰富, 能有效分散风险	16
2.3、特有的税收筹划服务构筑竞争壁垒	18
2.4、低费率、低门槛, 客户定位精准	19
三、智能投顾的两大技术要素: 人工智能+大数据	20
四、谁将是中国的 Wealthfront? ——从中美对比看中国智能投顾的发展	23
4.1、中美对比: 投资习惯和资本市场环境尚面临挑战	23
4.2、中国现状: 三大类公司率先布局, 长远前景广阔	25
4.3、谁将脱颖而出? 流量+数据+技术是核心竞争力	27
投资建议	30

图表目录

图 1: Wealthfront 的发展史	5
图 2: wealthfront 管理资产规模 (亿美元)	6
图 3: 美国智能投顾行业发展历程及管理规模	6
图 4: wealthfront 的收费模式	7
图 5: Wealthfront 的业务构成	8
图 6: Wealthfront 投资组合管理业务核心流程	9
图 7: Wealthfront 的可选资产类别及筛选	9
图 8: 资产组合有效边界的确定	10
图 9: 各类资产之间的相关性假设	10
图 10: 风险水平的确定	11
图 11: 三种税收优化服务的差异	12
图 12: 股票卖出计划的特点	13

图 13: Wealthfront 的竞争优势	14
图 14: 智能投顾更适用 β 收益策略	14
图 15: 主动型、被动型基金收益中值统计	15
图 16: 2005-2016 年被动型基金规模占比	15
图 17: 公司提供全智能化的投顾服务	16
图 18: 美国企业的人力成本不断攀升（假设 2009 年为 100）	16
图 19: Wealthfront 给出的分散化的资产配置建议	17
图 20: 2005-2016 美国 ETF 市场规模及增速	17
图 21: 三种不同税收筹划服务的收益水平	18
图 22: 智能投顾潜在服务对象：美国市场	20
图 23: Wealthfront 中的技术应用	21
图 24: 智能投顾所涉及的主要技术领域	22
图 25: 金融行业大数据产业链	22
图 26: 智能投顾领域的人工智能技术主要包含 3 大类	23
图 27: 中美交易所 ETF 数量对比（个）	25
图 28: 国内智能投顾主要业务模式	27
图 29: 我国智能投顾行业发展的五个驱动因素	27
图 30: 未来我国智能投顾公司脱颖而出的三大要素	28
图 31: 抓住中低净值客户群体是关键	28
图 32: 金融信息服务商有丰富的数据积累	29
图 33: 做好“互联网公司+金融公司”模式结合的企业有望脱颖而出	29
图 34: 计算机行业历史 PEBand	31
图 35: 计算机行业历史 PBBand	31
表 1: 美国主流智能投顾产品对比	6
表 2: Wealthfront 目前投资资产类别及对应 ETF	11
表 3: Wealthfront 的增值服务	12
表 4: 一个 50 万美元账户使用“税收筹划服务”的附加收益（估计值）	18
表 5: wealthfront 与可比公司投资门槛以及收费比较	19

表 6: 中美智能投顾市场对比	23
表 7: 国内智能投顾产品典型代表	25
表 8: 估值对比表.....	30

一、Wealthfront：美国智能投顾的标杆

1.1、2011 年开启转型，借美国智能投顾浪潮快速崛起

2011 年转型为智能投顾公司，2014 年底估值已超过 7 亿美元。公司的前身是一家名叫 Kaching 的美国投资咨询顾问公司，2011 年 12 月更名为 Wealthfront，转型为一家专业的在线财富管理公司，为客户提供智能投顾服务，主要是结合人工智能、大数据、云计算等新兴技术以及现代投资组合理论（MPT）来提供在线投资顾问服务。公司早期的主要客户定位为硅谷的科技公司员工，科技员工对于这种在线理财平台接受度较高。公司目前累计融资 1.29 亿美元，在最新的 D 轮融资（2014 年 11 月）中估值超过 7 亿美元。

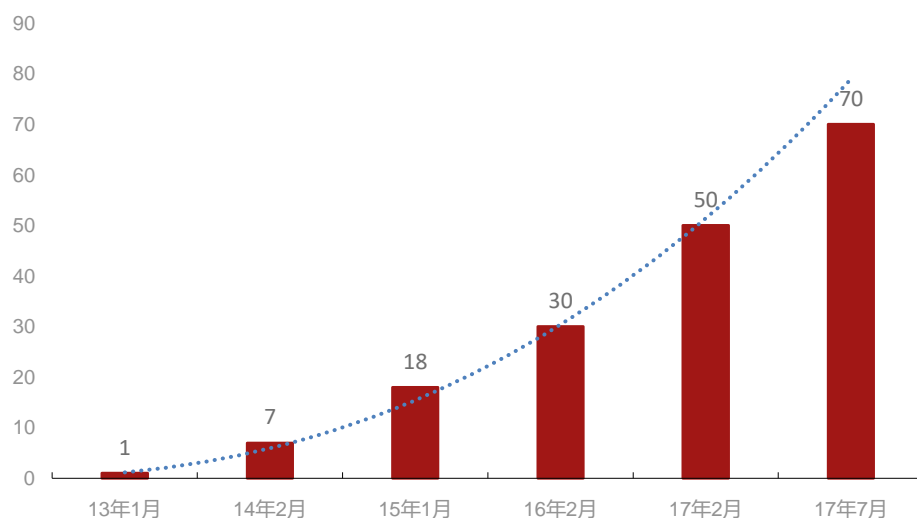
图 1：Wealthfront 的发展史



资料来源：招商证券整理

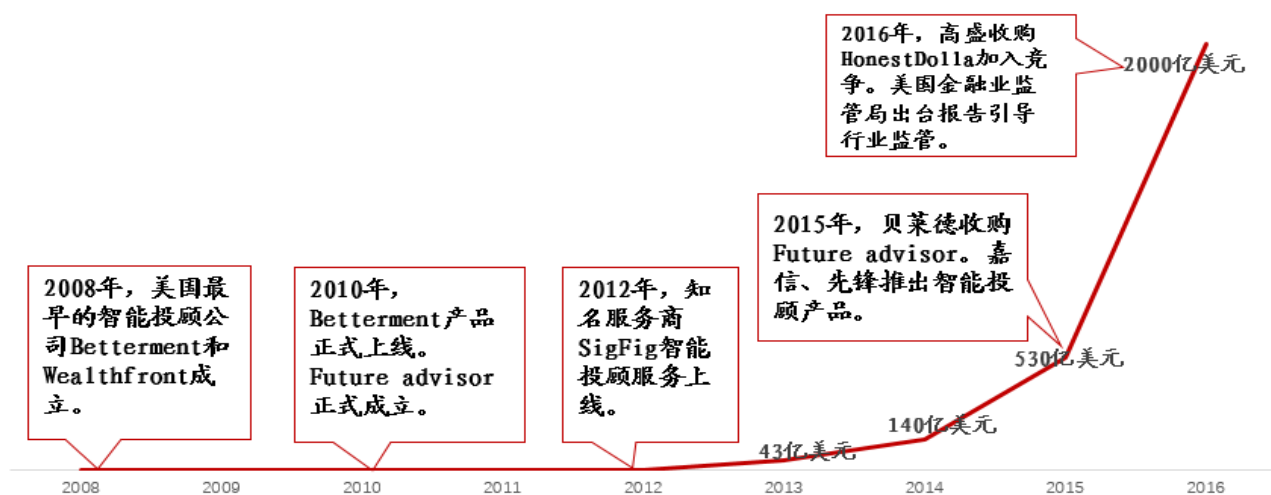
借美国智能投顾浪潮快速崛起，资产管理规模已达 70 亿美元：公司在 2011 年转型成为智能投顾公司后，当时智能投顾还未被广泛关注，公司的客户也主要局限于科技公司员工，因而前两年资产规模发展较为缓慢。2015 年，美国传统金融公司以收购、合作等多种方式相继加入行业，行业迎来了爆发期，资产管理规模迅速攀升。公司借势快速成长，管理资产规模在 2015 年 1 月超过 18 亿美元，此后呈现加速增长的态势，截至 2017 年 7 月，公司管理资产规模已经超过 70 亿美元。

图 2: wealthfront 管理资产规模 (亿美元)



资料来源: Wealthfront, 招商证券

图 3: 美国智能投顾行业发展历程及管理规模



资料来源: 慧辰资讯, 招商证券

竞争格局: “低门槛、低费率、全智能” 是公司主要特点: 美国智能投顾公司可分为传统型公司及创新型公司。传统型公司代表有先锋 (Vanguard)、富达 (Fidelity)、贝莱德(BlackRock)、嘉信理财 (Charles Schwab) 等; 创新型公司代表有 Wealthfront、Betterment 和 SigFig 等。金融危机之后, 2008 年美国首家创新型智能投顾公司 Betterment 成立, Wealthfront、Personal Capital、Future Advisor 等创新型公司也很快相继成立。新兴的智能投顾公司在 2013 年之后发展态势迅猛。我们把 Wealthfront 和其它几家主要的智能投顾企业做了下对比, 发现 wealthfront 的投资门槛以及费率在行业中均处在相对较低的水平, 并且在投顾模式上采用了全智能投顾的形式, 降低了人工成本, 这有利于公司抓住美国庞大的中产阶级群体以及长尾用户。

表 1: 美国主流智能投顾产品对比

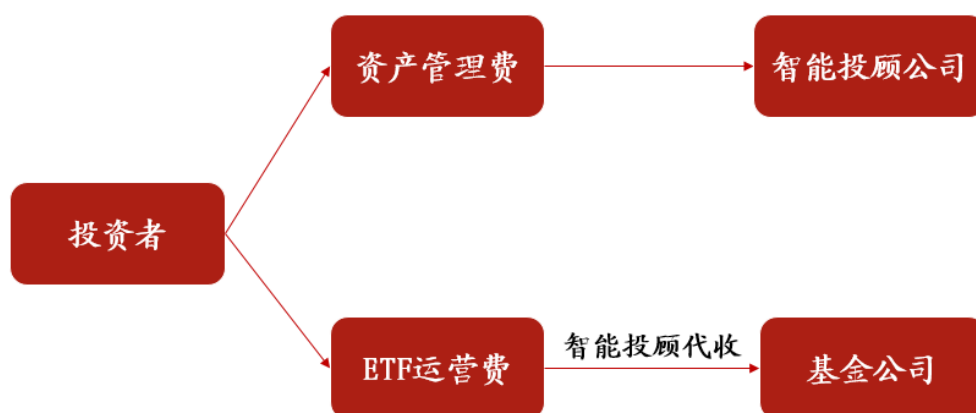
项目	Wealthfront	Betterment	Future Advisor	嘉信理财 SIP	先锋基金 PAS
----	-------------	------------	----------------	----------	----------

上线日期	2011.12	2010.05	2010.08	2015.03	2015.05
投顾模式	全智能投顾	全智能投顾	全智能投顾	半智能投顾	半智能投顾
资产管理规模(截至2017年2月)	50.1 亿美元	73.6 亿美元	8.08 亿美元	102 亿美元	470 亿美元
用户数(截至2016年6月)	8.4 万	18.3 万	1.1 万	/	/
投资门槛	500 美元	0	10000 美元	5000 美元	50000 美元
资产管理费用	1.5 万美元内免费, 超过部分费率 0.25%	0.25%, 超过 200 万美元以上部分不收费	0.50%	0	0.30%
其他费用	ETF 运营费用, 约 0.12%	ETF 运营费用, 约 0.14%	ETF 运营费用, 约 0.10%-0.20%	ETF 运营费用, 约 0.03%-0.55%	ETF 运营费用, 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(一种避税服务)	面向所有用户	面向所有用户	面向所有用户	面向 5 万美元以上用户	仅提供策略性建议
直接指数化、高级指数化(升级版的避税服务)	公司特有(分别面向 10 万、50 万美元以上账户)	无	无	无	无

资料来源: 公司官网, 招商证券

收费模式: 相较传统模式, 费率简单透明。Wealthfront 的收费主要包括两部分: 1) ETF 运营费, 一般平均费率为基于管理规模的 0.12%/年, 这部分收入是归基金公司所有; 2) 资产管理费: 公司为对客户的账户进行管理, 包括下单、实时跟踪和调仓, 通过收取资产管理费获得收入, 基于管理资产规模的收取标准为 1.5 万美元以下部分免费, 1.5 万美元以上部分收取 0.25%/年。除了归属于基金公司的部分, 对于其它增值服务不收取任何费用, 公司采用单一费率模式而且费率较低。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、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。

图 4: wealthfront 的收费模式



资料来源: 招商证券

1.2、业务构成：投资管理是核心，增值服务是特色

公司提供的业务主要分为两部分：1）投资组合咨询管理；2）税收筹划等增值服务。智能投顾主要是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，并可以自动执行交易以及资产再平衡，同时提供税收筹划等极具特色的增值服务。投资组合咨询管理是公司的核心业务，并在此基础上衍生出税收筹划等特色增值服务。

图 5：Wealthfront 的业务构成



资料来源：Wealthfront，招商证券

（一）核心业务：投资组合咨询管理服务

Wealthfront 的投资组合咨询管理业务的核心流程主要包括：

- 1) 基于当前投资环境识别一系列资产类别（即选择投资的资产类别）；
- 2) 根据资产组合理论来寻找有效边界并进行资产重组；
- 3) 选择低成本的 ETF 来代表每个资产类别；
- 4) 通过问卷调查来识别用户的风险水平并提供资产组合建议；
- 5) 进行后续持续跟踪，监督并动态优化投资组合（再平衡）。公司创立了一套投资组合咨询管理的业务模式，目前已成为智能投顾行业的标准模式。

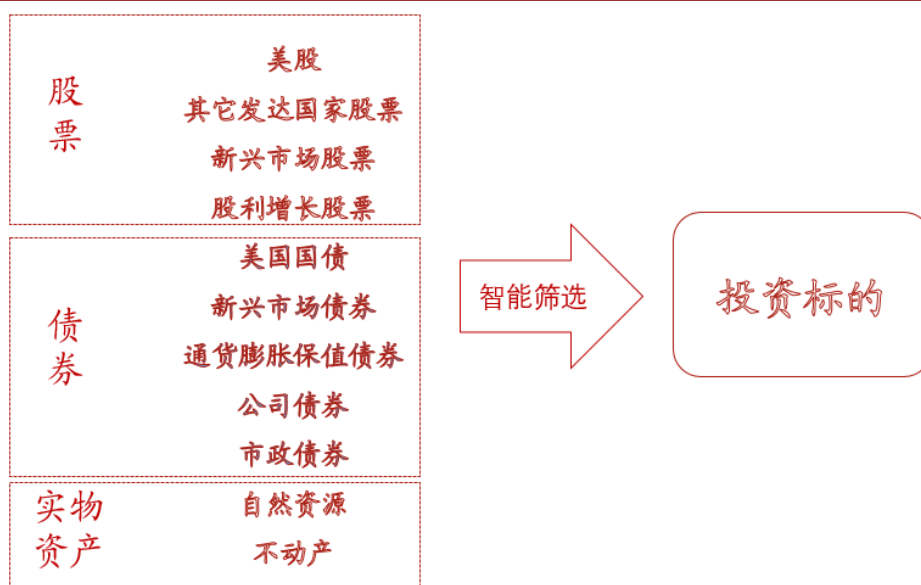
图 6: Wealthfront 投资组合管理业务核心流程



资料来源：wealthfront 官网，招商证券

步骤一：基于当前投资环境挑选出可投资的资产类别。目前公司可选的资产包括 11 类，考虑在不同经济状况下每种资产类别的长期表现，然后基于长期趋势和宏观经济环境进行预测，同时考虑每种资产类别的股本增值及营收潜力、波动率、和其他资产组合的相关性、抗通胀、税收效率等方面，对它们进行评估，从而挑选出可投资的资产类别。

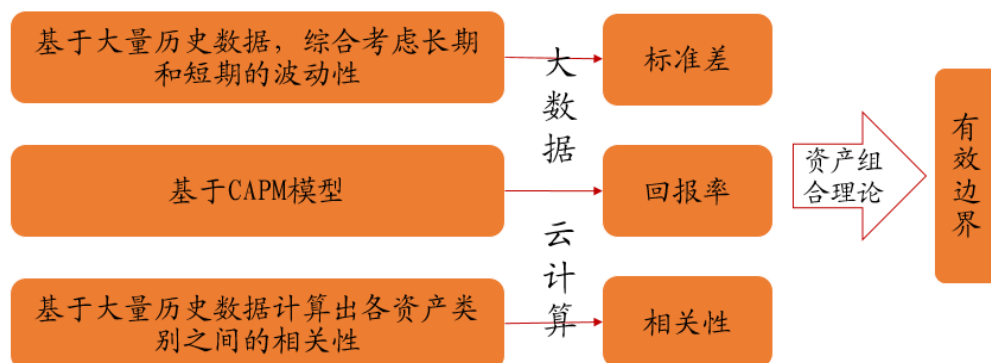
图 7: Wealthfront 的可选资产类别及筛选



资料来源：wealthfront 官网，招商证券

步骤二：根据资产组合理论来寻找有效边界。Wealthfront 主要是利用现代资产组合理论来进行最优资产组合配置，通过用优化均方差来寻找有效边界。公司在进行资产组合时相关假设如下：1) 标准差（波动性）假设——基于大量历史数据，综合考虑长期和短期的波动性；2) 相关性假设——基于大量历史数据计算出各资产类别之间的相关性；3) 回报率假设——基于 CAPM 模型。Wealthfront 会定期会根据投资环境对上述假设进行调整。

图 8：资产组合有效边界的确定



资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

图 9：各类资产之间的相关性假设

	US Stocks	Foreign Stocks	Emerging Markets	Dividend Stocks	Real Estate	Natural Resources	TIPS	Municipal Bonds	Corporate Bonds	Emerging Market Bonds	US Government Bonds
US Stocks	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.0	-0.1	0.1	0.5	-0.2
Foreign Stocks	0.8	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.0	-0.1	0.2	0.5	-0.1
Emerging Markets	0.8	0.9	1.0	0.6	0.6	0.7	0.1	-0.1	0.2	0.6	-0.1
Dividend Stocks	0.8	0.7	0.6	1.0	0.7	0.6	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.1
Real Estate	0.7	0.7	0.6	0.7	1.0	0.6	0.1	0.0	0.3	0.4	0.0
Natural Resources	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	1.0	0.0	-0.3	0.0	0.5	-0.3
TIPS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	1.0	0.5	0.7	0.3	0.7
Municipal Bonds	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.3	0.5	1.0	0.6	0.1	0.7
Corporate Bonds	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3	0.0	0.7	0.6	1.0	0.5	-0.4
Emerging Market Bonds	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.3	0.1	0.5	1.0	0.2
US Government Bonds	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.7	0.7	0.5	0.2	1.0

资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

步骤三：选择低成本的 ETF（跟踪指数）代表每个资产类别。 Wealthfront 通过分析来寻找具有最小的费率和追踪误差，能提供丰富的市场流动性 ETF 来作为投资标的。美国的金融市场较为成熟，金融工具非常丰富，对于每类资产都可以找到相对应的 ETF。公司主要选择的是先锋基金（Vanguard）、嘉信理财（Schwab）等历史悠久的大型金融公司的产品作为投资标的。

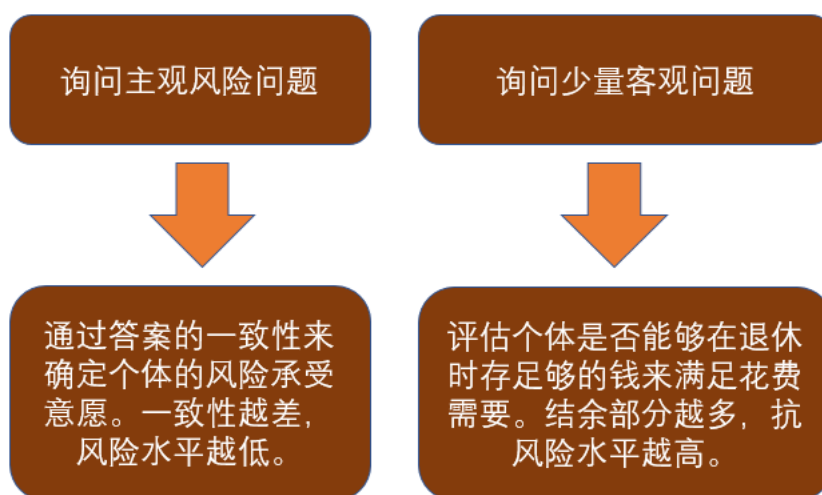
表 2: Wealthfront 目前投资资产类别及对应 ETF

投资类别	ETF 选择
US Stocks	Vanguard (VTI)
Foreign Stocks	Vanguard (VEA)
Emerging Markets	Vanguard (VWO)
Dividend Stocks	Vanguard (VIG)
Natural Resources	State Street (XLE)
TIPs	Schwab (SCHP)
Municipal Bonds	iShares (MUB)

资料来源: Wealthfront 官网, 招商证券

步骤四: 通过问卷调查来识别用户的风险水平, 并确定资产配置方案。Wealthfront 只需通过几个问题就可以识别投资者风险水平。Wealthfront 认为高级的计算方法可以比大多数传统的顾问在评估风险方面做得更好, 因为行为经济学研究指出, 人们通常会夸大他们真实的风险承受力, 尤其是受过教育且过于自信的男性投资者。整体风险度量标准结合了主客观风险承受能力, 哪一部分更愿意规避风险, 就获得更多权重。

图 10: 风险水平的确定



资料来源: Wealthfront 官网, 招商证券

5) 进行后续持续跟踪, 监督并动态优化投资组合 (再平衡)。基于 MPT 理论形成的资产组合并不是每时每刻都能保证最优, 因为资产的风险和收益水平会发生变化, 因而需要对资产组合不断进行跟踪调整, 对资产组合进行动态优化 (再平衡)。

(二) 特色业务: 税收筹划等增值业务

Wealthfront 为投资者提供多种极具特色的增值业务: 1) 税收筹划业务, 主要包括税收损失收割 (Tax-loss Harvesting)、直接指数化 (Direct Indexing) 和高级指数 (Advanced Indexing); 2) 股票卖出计划业务; 3) 借款业务。增值服务是公司的特色,

这些服务能够进一步提高投资者的收益水平，也能够为投资者带来更多便利，为公司构筑了一定的壁垒优势。

表 3: Wealthfront 的增值服务

业务	主要内容
税收损失收割 (Tax-loss Harvesting)	将当期亏损的证券卖出，用已经确认的损失来抵扣所获投资收益的应交税款，投资者就可以节省税款，从而使得投资者税后收入最大化。在卖出相关 ETF 的同时还会买入与该 ETF 高度相关的 ETF 来代替，因而仍然可以保持当前资产组合最优。
直接指数化 (Direct Indexing)	强化版的税收损失收割，主要是利用 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。
高级指数 (Advanced Indexing)	升级版的直接指数化，直接指数化在选取股票时是以市值来作为选取标准，高级指数化在选股时旨在通过多因子模型来提升投资组合的税后收益水平。
借款业务 (Portfolio Line of Credit)	以持有的投资组合作为抵押提供借款服务，可以避免当有资金需求时需要将投资组合套现情况的发生。
股票卖出计划 (Selling Company Plan)	股票卖出计划是将单只股票逐步以无佣金、低税的方式卖出，并且分散投资到多种类型的 ETF 中。

资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

税收筹划业务即通过“合理避税”来提高投资者的收益水平。除了智能投顾平台普遍能够提供的税收损失收割业务之外，Wealthfront 通过对算法的进一步改进，推出了升级版的直接指数化和高级指数化业务，其差异主要体现在美国股票的投资标的选择上。通过更为细致地股票投资，可以更好地挖掘税收损失收割的机会，进一步提升投资者的收益水平。这两项改进业务设置有投资门槛，直接指数化业务要求资产规模在 10 万美元以上，高级指数化业务要求资产规模在 50 万美元以上。

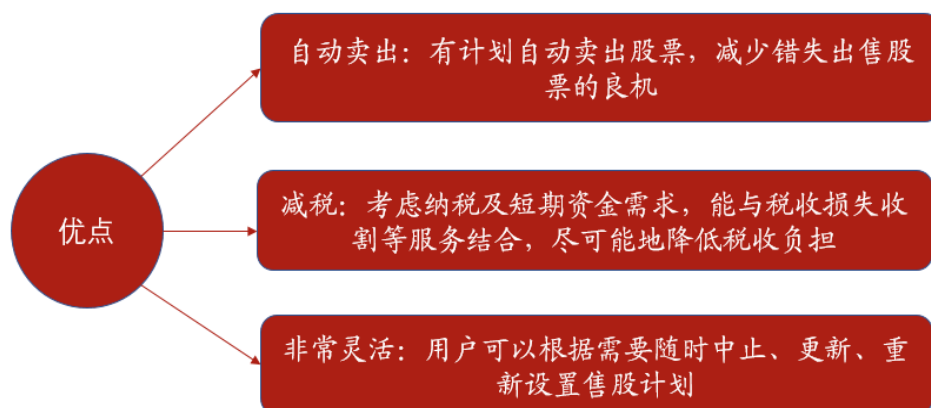
图 11: 三种税收优化服务的差异



资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

股票卖出计划是帮客户将手中的股票逐步以无佣金、低税的方式卖出，并分散投资到多种类型的 ETF 中。当投资者手中持有大量单支股票（主要是原始股）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。该服务免收费用及佣金。

图 12: 股票卖出计划的特点



资料来源: Wealthfront 官网、招商证券

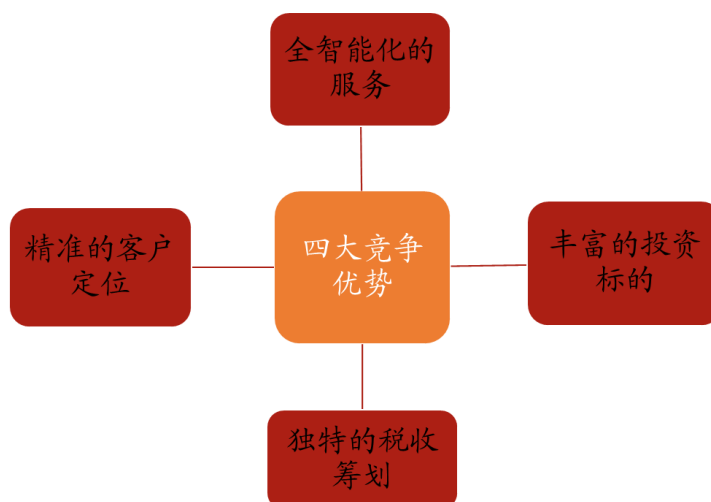
借款业务即以持有的投资组合作为抵押来提供借款。公司该项服务有以下特点: 1) 服务无费用、不需要信用审核, 但要求资产账户上有 10 万美元以上; 2) 由于是以持有资产作为抵押, 因而借款利率较低, 目前利率为 3.50% - 4.75%; 3) 借款额不能超过账户资产的 30%。

二、四大优势铸就成功关键

金融危机之后, 被动投资理念在美国越来越受到青睐, 叠加美国良好的资本市场环境, 新兴的智能投顾公司在 2012-2013 年之后发展态势迅猛, 美国传统的大型金融公司也相继加入竞争, 行业迎来爆发。我们认为 Wealthfront 能在智能投顾行业的浪潮中快速成长, 主要依托四大竞争优势:

- 1) 采取被动投资理念, 全智能化提供投顾服务, 全程无需人工参与;
- 2) 可选投资标的品类丰富, 基本涵盖国内外主要的投资品类, 能够有效进行风险分散;
- 3) 税后筹划服务是核心竞争力之一, 特有服务构筑公司竞争壁垒;
- 4) 低费率、低门槛, 精准定位中低净值客户。

图 13: Wealthfront 的竞争优势

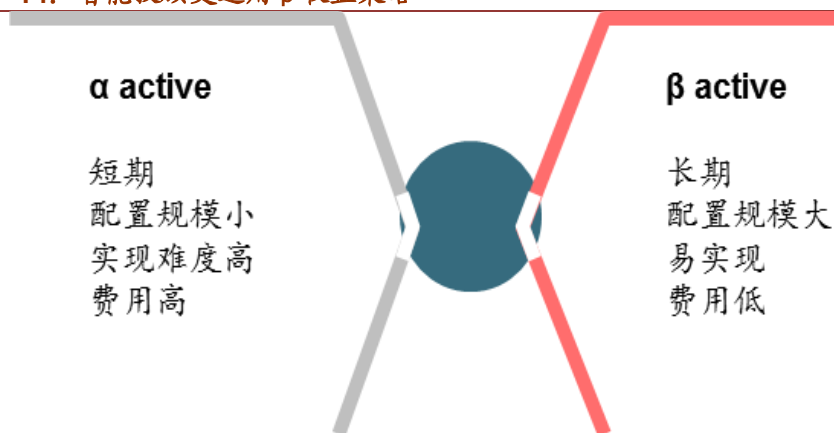


资料来源：招商证券

2.1、采取被动投资策略，提供全智能化投顾服务

公司主要采取的是被动投资策略，以赚取 β 收益为核心。公司的智能投顾主要以指数型基金或 ETF 作为投资标的，以获取 β 收益为主。其主要原因有两点：1）由于被动投资的典型特点，通过人工智能技术更容易实现；2）由于市场变得越来越有效，从长期表现来看，主动型投资想要持续战胜市场很难，被动投资由于更优惠的费率而逐渐受到青睐。

被动投资策略更容易通过人工智能技术实现： 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，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、标的资产规模偏小且费用较高，是择时选股能力的体现。被动投资策略通过人工智能算法更容易实现。

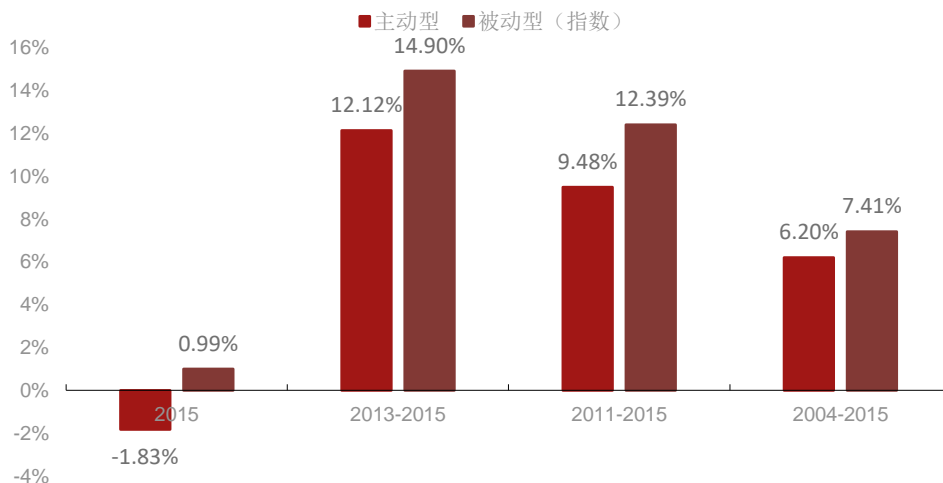
图 14: 智能投顾更适用 β 收益策略

资料来源：招商证券

主动投资长期战胜市场很难，被动投资是长期获得成功的关键。主动型投资在短时间想要战胜市场的可能的，但是由于市场变得越来越有效，长期想获取超额收益变得很难。

此外，交易费用和管理费用影响收益水平，主动型投资的管理费较高，而被动投资费用率相对较低。综合考虑以上因素，人们逐渐意识到，被动投资是长期获得成功的关键。S&P (SPIVA)研究了 2005、2013-2015、2011-2015、2004-2015 三个时间段主动型基金与被动型基金的收益情况，结果表明，主动型基金收益中值都要低于被动型基金。

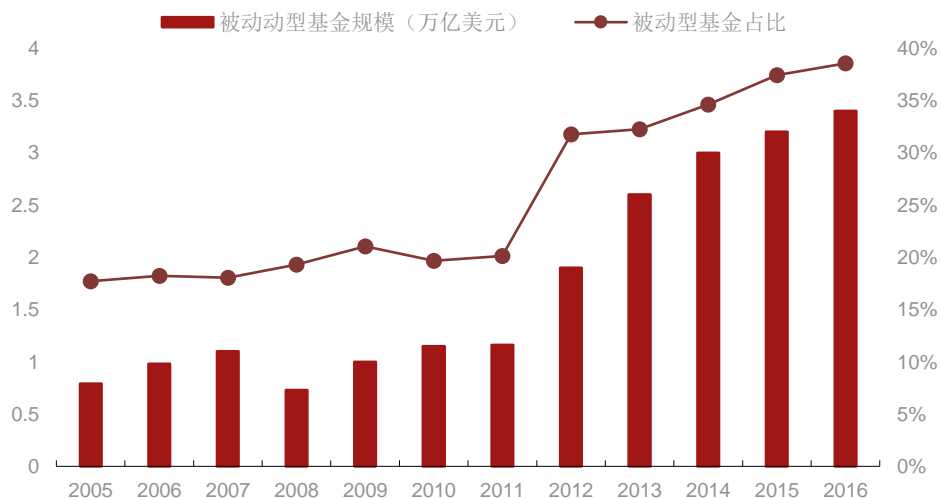
图 15：主动型、被动型基金收益中值统计



资料来源：S&P (SPIVA)，招商证券

资金加速从主动型产品流向被动型产品，侧面反映出投资理念的转变：根据 Morningstar 的数据，2016 年基金中被动投资产品（主要为指数型基金和 ETF）的规模占比大约在 40%，大概是 2005 年的两倍；在 2008 年金融危机之后，尤其是 2011 年之后，资金加速从主动型基金流向被动型基金。这表明，当前美国投资者的投资理念已经逐渐转变，人们对于长期被动投资的接受程度越来越高，希望长期获得市场收益，而不取追求短期的超额收益。

图 16：2005-2016 年被动型基金规模占比

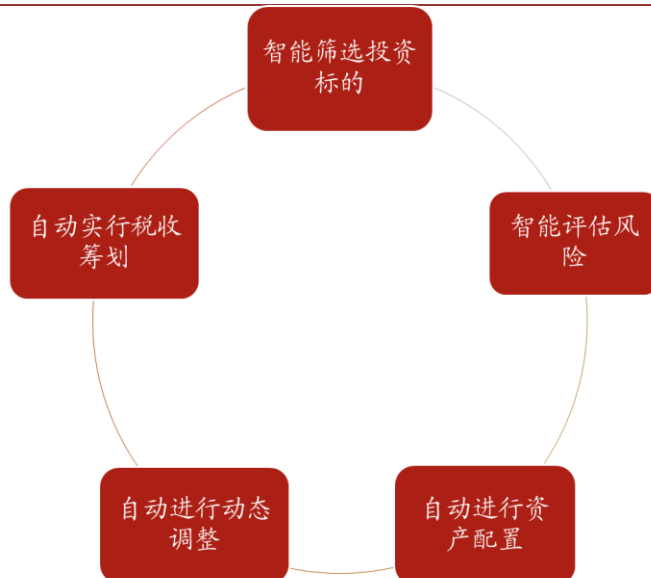


资料来源：Morningstar，招商证券

提供全智能化的投顾服务，全程无需人工参与。智能投顾公司可以分为全智能投顾、半智能投顾。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；后者资产配置计划也由机器人投顾给出，但是还是需要人工参与资产组合的配置。公司是全智能投顾的代表，投资的各个流程均是通过人工智能等计算机技术来实现，全程线上操作，无需人工参与。

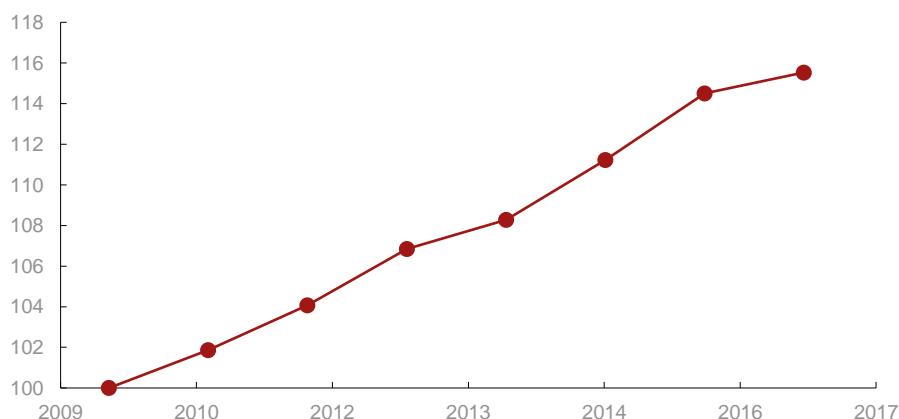
图 17：公司提供全智能化的投顾服务



资料来源：招商证券

全智能化能够大幅降低投顾服务成本。在美国，人力成本以及房屋租金较高，传统投顾需要大量的理财顾问，甚至还需要开设线下营业网点，这些都带来了巨大的成本开支，因而唯有通过向用户收取较高的费率才可能收回成本甚至盈利。而全智能投顾全程无需人工参与，整个服务过程都通过线上完成，公司的成本主要是技术开发以及平台维护运营上的支出，能够极大地节省传统投资理财机构所承担的上述成本。全智能化是低成本的关键，而低成本是投顾能够采取低费用的关键。

图 18：美国企业的人力成本不断攀升（假设 2009 年为 100）



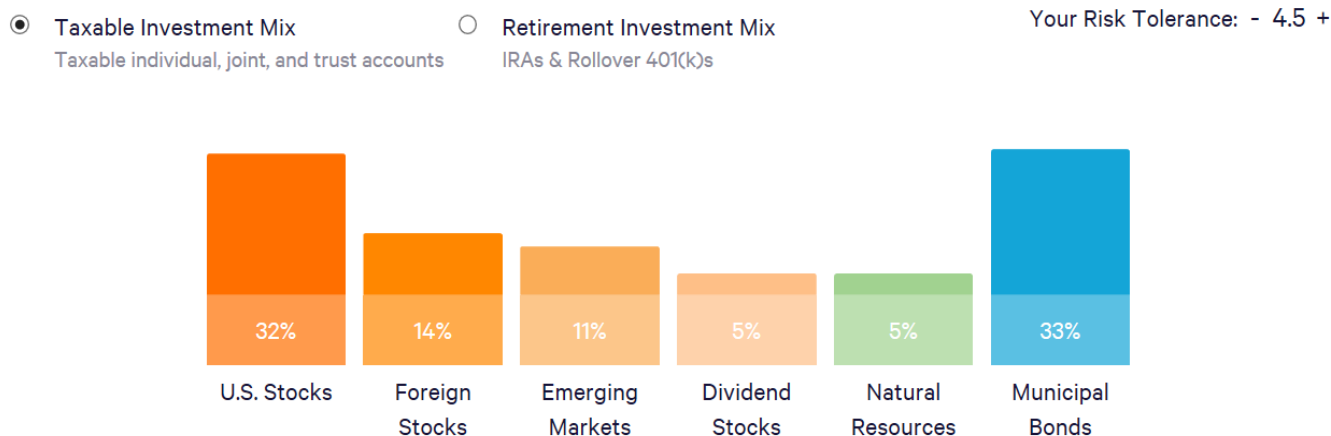
资料来源：Wind、招商证券

2.2、投资标的丰富，能有效分散风险

投资品类丰富，能够有效进行风险分散。公司可选资产类别丰富，目前公司可选的资产

包括 11 类，分为三大类：股票（主要有美股、发达国家股票、新兴市场股票、股息成长型股票）、债券（美国国债、公司债、市政债券、通胀保值债券）以及实物资产（自然资源、不动产），基本涵盖国内外主要的投资类别。丰富的投资品类一方面可以满足投资者的需求，另一方面能够有效进行风险分散，规避单一市场系统性风险带来的巨额损失。

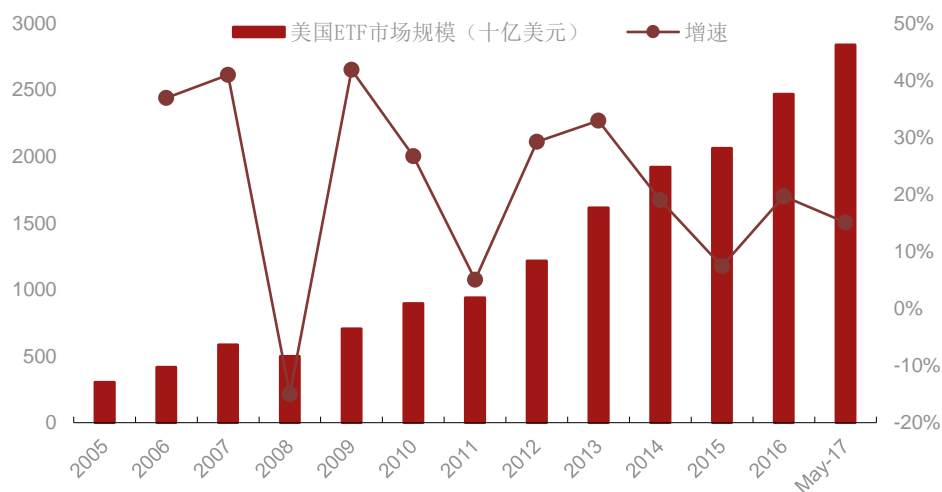
图 19: Wealthfront 给出的分散化的资产配置建议



资料来源: Wealthfront、招商证券

丰富的投资标的是以美国成熟的金融市场环境作为支撑的。美国金融市场非常成熟，主要体现在两个方面：1）金融产品种类丰富，全球化市场，可以进行全球资产配置。在被动投资理念的催生下，指数基金和 ETF 的规模快速增长，种类也越来越丰富，而且基本涵盖国内外主要的资产类别，通过对指数基金或者 ETF 进行资产组合即可达到所想要的风险与收益。2）收益稳定，道琼斯指数 80 年来月均收益为 0.8%，波动率仅为 4.3%。美国成熟的金融市场为公司智能投顾提供了丰富的可供选择的投资标的。

图 20: 2005-2016 美国 ETF 市场规模及增速

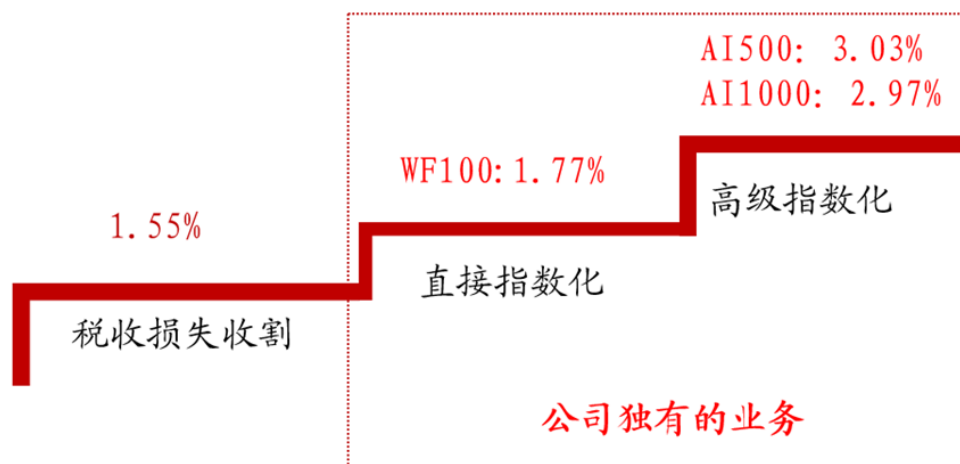


资料来源: ETFGI, 招商证券

2.3、特有的税收筹划服务构筑竞争壁垒

公司特有的直接指数化和高级指数化避税服务能进一步提升收益水平：Wealthfront 除了提供一般的税收损失收割服务，还提供更独特的直接指数化（Direct Indexing）和高级指数化（advanced indexing）税收筹划服务，这两项升级版的税收损失收割业务是其它智能投顾公司无法提供的。公司通过对 2000-2016 年之间的数据研究表明，公司的税收损失收割、直接指数化、高级指数化每年能够分别提高客户 1.55% 左右、2% 左右和 3% 左右的税后收益。

图 21：三种不同税收筹划服务的收益水平



资料来源：招商证券

特有服务构筑公司竞争壁垒。由于美国特殊的资产市场环境和制度，通过计算机算法来进行税收筹划能够合理进行避税，提高投资者的收益水平，这一点是传统的被动投资不可替代的地方。如果不考虑税收筹划带来的收益，投资者可以直接购买 ETF 或者指数基金来进行复制组合，无需通过公司的平台来进行购买，税收筹划服务是公司的核心竞争优势之一。公司通过不断地对算法进行改进，最大程度地挖掘税收损失收割机会来提升税收筹划的收益水平，通过提供技术水平更高的税收筹划服务“直接指数化”和“高级指数化”构筑公司的竞争壁垒。

表 4：一个 50 万美元账户使用“税收筹划服务”的附加收益（估计值）

服务	增加收益
1、若使用“税收损失收割”服务	+\$7750
2、若升级使用“直接指数化”	+\$1000
3、若再升级使用“高级指数化”	+\$6250
扣除咨询费	-\$1250
→ 总计可增加收益：	+\$13750

资料来源：Wealthfront 官网，招商证券

特有的税收筹划服务反映出公司的“技术优势+强大管理团队”：独特的税收筹划服务一方面凸显了公司在智能投顾领域领先的技术优势；另一方面也反映出公司背后强大的

管理和投资团队。公司目前的管理团队有 12 名成员，基本上都是来自于全球顶级的金融机构或互联网公司，比如 Vanguard、Benchmark Capital、Apple、eBay、Facebook、Twitter、EMC、Microsoft 等；投资团队现有 12 名成员，无论是投资顾问还是量化研究人员，基本上都拥有世界一流高校的博士学位，投资经验丰富，在商界、学界、政界均有较丰富的资源。此外，公司还聘用了多位高端的财务顾问。

2.4、低费率、低门槛，客户定位精准

公司早期客户定位于科技公司员工。Wealthfront 诞生于硅谷，早期客户主要是定位于科技型中产，公司的股票卖出计划就是为科技客户量身定制的业务。原因主要有两方面：一是科技公司的员工对于互联网理财有较深的理解，对其的接受程度也更高；二是 Facebook 等著名的科技型公司员工口碑传播力较强，如果能够获得这些客户的认可，有利于公司进行品牌的传播。精准的客户定位是公司早期获得成功的关键。

采取低费率，低门槛的策略，定位中低净值客户群体。1) 费率低：收费既低于传统理财机构的费用，也低于类似的智能投顾平台。与同类型的 Betterment 相比，Wealthfront 为 1.5 万美元以下客户提供免费费率，公司为中低净值客户提供更优惠的费率。与传统金融公司先锋 (Vanguard) 等提供的智能投顾服务相比，公司的费率优势更为显著。2) 门槛低：公司投资门槛为 500 美元，而先锋等传统金融公司投顾业务投资门槛都相对较高。公司采取低费率、低门槛的策略与公司客户定位一致，公司以中低净值用户作为核心客户群体，通过低费率、低门槛的策略来扩大客户基数，然后通过技术上的优势来获得客户的黏性。

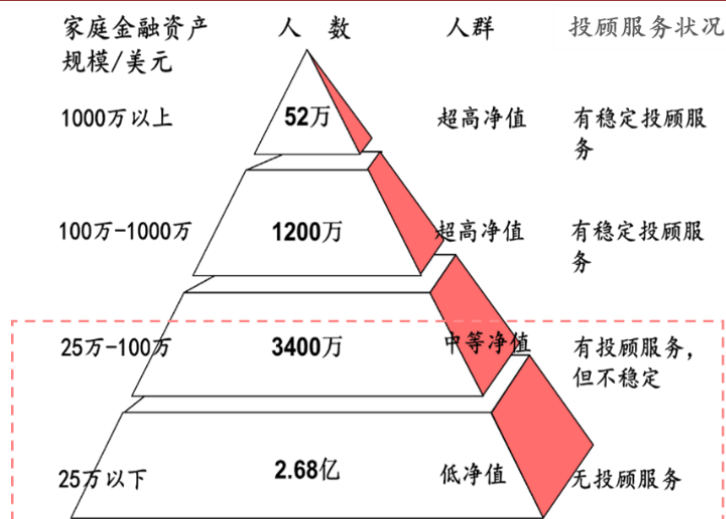
表 5: wealthfront 与可比公司投资门槛以及收费比较

平台	门槛	管理费用
Wealthfront	500 美元	低于 1.5 万美元：不收费 高于 1.5 万美元部分：0.25%
Betterment	无	0.25% (200 万美元以上部分不收费)
Personal Capital	100000 美元	0.49%-0.89%
Vanguard	50000 美元	0.3%
Black rock	10000 美元	0.5%

资料来源：招商证券

中低净值客群基数大，投顾需求强：在财富管理行业，传统的银行信托等金融机构的财富管理业务占领了高净值的客户，而中低净值的群体无法承受传统投顾服务的高额成本。而根据 Accenture 的数据，美国 25 万美元以下金融资产的家庭占比约为 85%，这表明传统投顾模式下，只有极少数人可以获得投顾服务。公司将客户定位于中低净值人群，一方面可以规避与传统金融机构的竞争；另一方面，长尾用户单价值虽然不高，但总需求庞大。这也是公司在 13 年以后能迅速做大的重要原因。

图 22：智能投顾潜在服务对象：美国市场

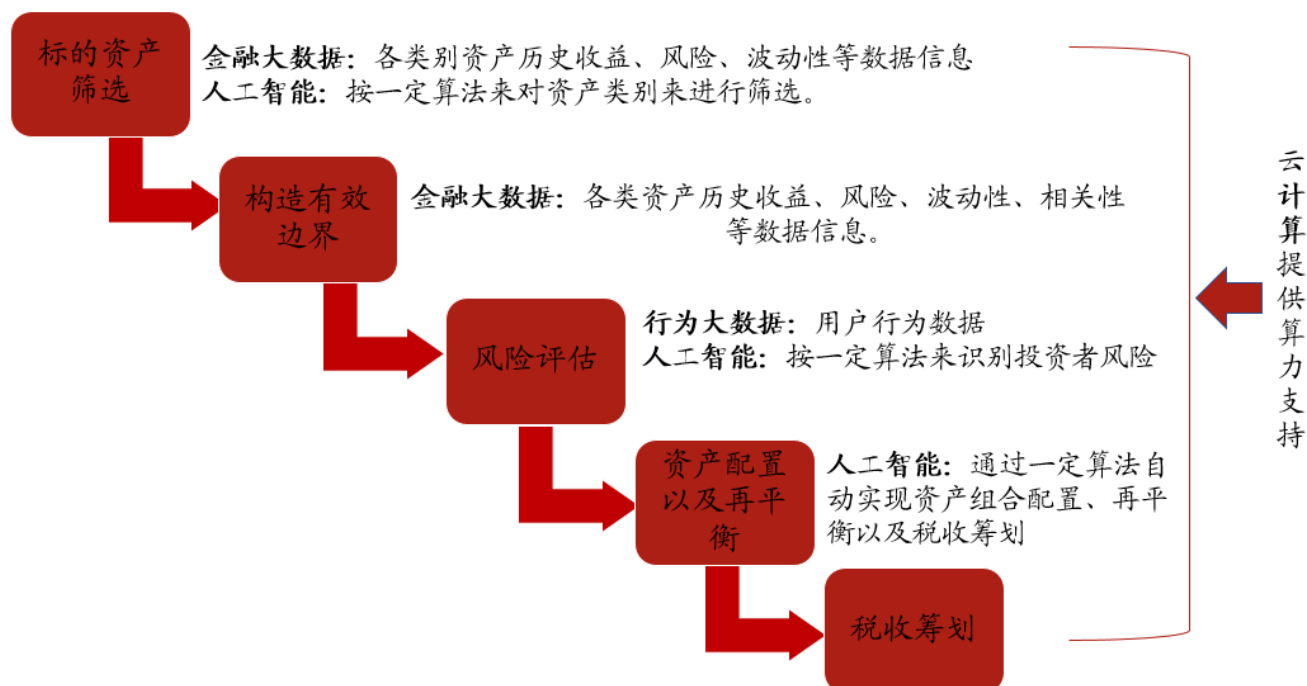


资料来源：Accenture，招商证券

三、智能投顾的两大技术要素：人工智能+大数据

剖析 Wealthfront 中的“技术元素”：梳理一下 Wealthfront 业务流程各个环节中用到的技术，可以看出，“智能”之处主要体现在利用机器算法代替人工完成了大量计算工作并实现自动买卖及跟踪调仓操作。具体体现在：1）基于可选的资产类别，通过一定算法来筛选出投资标的；2）根据客户以在线填写问卷等形式提交的信息，自动识别其风险承受等级；3）根据客户的风险偏好自动给出资产配置方案，并自动进行交易；4）根据环境变化对资产组合进行动态调整，自动进行调仓，保证投资组合最优；5）通过一定算法来实现税收筹划服务以及股票卖出服务等。

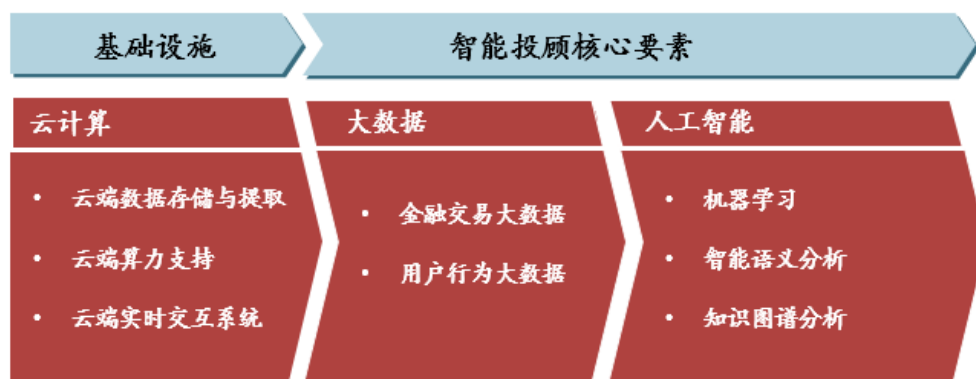
图 23: Wealthfront 中的技术应用



资料来源：招商证券

技术核心可归结为“AI+大数据”两大要素，云计算提供算力支持：从我们上图中对 Wealthfront 业务流程各环节涉及的技术梳理，可以总结出两大关键要素：AI+大数据。大数据方面主要涉及了金融交易大数据和用户行为大数据，而 AI 方面主要涉及了机器学习、语义分析、和知识图谱分析。马科维茨的现代投资组合理论（MPT）已诞生半个多世纪，但并未得到全面的实际应用，计算工作量偏大以及实际调仓过程中可操作性较低是主要原因之一。而人工智能、云计算、大数据等新兴技术日趋成熟则能有效解决这一问题。理想的智能投顾是借助越来越发达的云计算能力、越来越丰富的金融数据，将投资组合理论的原理自动应用起来，低成本、大批量地向普通投资者。智能投顾的核心技术涵盖了云计算这一基础设施以及包括金融、用户行为等大数据的支撑，在此之上构建基于人工智能的资产配置、数据处理、交易优化等一系列算法，并确保面向海量用户同时提供服务的能力，从而打造出高效优质的智能投顾产品。

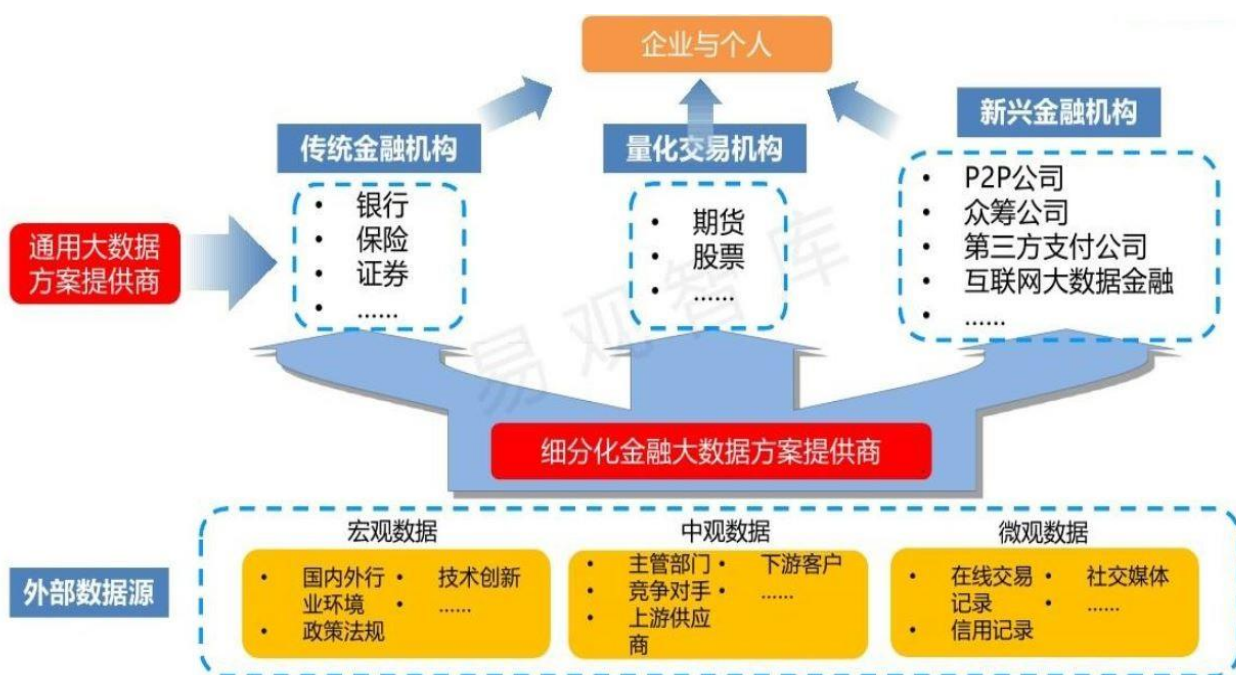
图 24: 智能投顾所涉及的主要技术领域



资料来源: 招商证券

- **核心要素一：大数据。**任何智能的发展，都需要一个学习的过程，海量的数据是训练成为某个领域“智能”的前提。智能投顾所涉及的大数据主要包括客户行为大数据与金融大数据两大类，二者均是智能投顾得以运转的“血液”。一方面，资产配置决策都是建立在用户行为数据的基础之上，以实现个性化、精准化匹配用户风险偏好的目的；另一方面，投资组合的构建以及再平衡的过程都是对金融大数据等市场信息处理和解析的结果，数据质量将直接决定策略的优劣。除了上述之外，经济数据、社会数据、上市公司等数据也是智能决策时所必须的。大数据是智能投顾业务开展的基础，是开展智能投顾所必需的核心技术之一。

图 25: 金融行业大数据产业链



资料来源: 易观智库, 招商证券

- **核心要素二：人工智能。**在获取相应的数据和信息后，智能投顾将借助人工智能技术对这些数据进行系统化的筛选、处理与解析，最终得出资产配置和再平衡的决策。

就智能投顾领域人工智能技术而言，目前主要分为三大类：1) **机器学习**：通常是在对财务、交易数据建模后，利用回归分析等传统机器学习算法预测交易策略，代表公司有 Alpaca、AIDYIA、CASTILLIUM 等；2) **智能语义分析**：在数理回归模型基础上，引入新闻、公告、社交媒体中的文本信息，并运用自然语义处理技术将其解析为结构化数据，作为建立投资决策重要参考信息源，代表公司有 KENSHO、CommEq 等；3) **知识图谱分析**：本质上属于语义图谱网络，加入相关专家设计的规则，将投资标的相关因子的逻辑关系以知识图谱的形式表现出来，从而能进行更深入推演处理，代表公司有 garlik 以及国内公司文因互联等。

图 26：智能投顾领域的人工智能技术主要包含 3 大类

机器
学习

依据历史经验和新的市场信息，不断修正分析模型，预测信息与资产价格之间的相关性。

自然
语言
处理

在数据的基础上，引入文本。分析新闻、政策及社交媒体中的信息，结构化信息与数据，进而寻找市场波动的原因。

知识
图谱

人为设置规则，帮助机器排除无经济关联事件及黑天鹅事件的影响，进一步修正变量、关系与规则之间的关联性。

资料来源：招商证券

四、谁将是中国的 Wealthfront？——从中美对比看中国智能投顾的发展

4.1、中美对比：投资习惯和资本市场环境尚面临挑战

我国在投资习惯和资本市场环境方面依旧面临挑战：国内的投资习惯和资本市场环境与美国相比均存在很大差异，成为智能投顾发展的主要挑战，主要体现在以下几个方面：1) 从投资者角度来看：居民理财观念匮乏，资本市场投资者缺乏长期被动投资理念；2) 从投资标的上看：国内适宜智能投顾的投资标的偏少，且海外配置受限制；3) 从监管的角度来看：投顾业务和资管业务分开经营和监管；4) 从基础数据角度来看：金融数据不开源，智能投顾缺乏数据支撑。

表 6：中美智能投顾市场对比

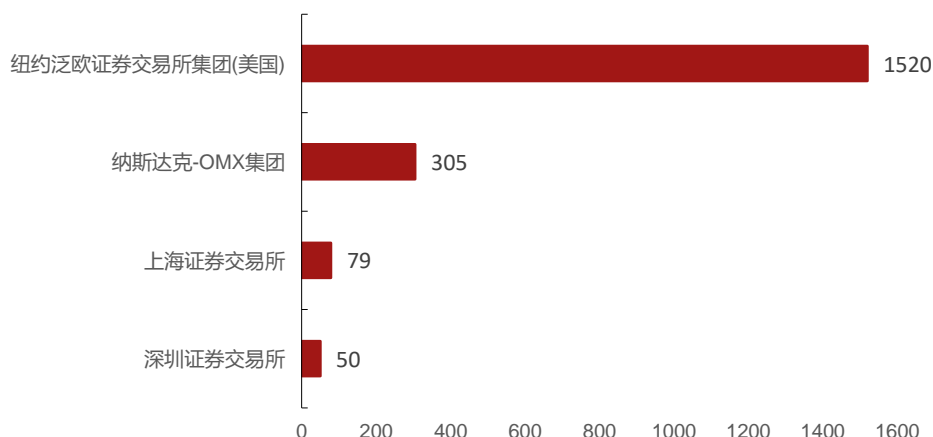
国家	投资者	资本市场	政策环境
----	-----	------	------

	成熟稳健型投资者	金融市场成熟，产品丰富	基础监管政策明确
美国	投资者类型：观念成熟、机构为主，决策方法专业 投资风格：长期被动投资为主，注重资产配置	金融产品：全球化市场、产品丰富 市场波动：收益稳定、道琼斯指数80年来月均收益为0.8%，波动率仅为4.3%	监管政策：明确受SEC监管，使用投资顾问牌照 其他政策：不同投资类别随时不同，有税收筹划空间
中国	分散投资型投资者 投资者类型：散户居多，水平参差不齐 投资风格：短线操作，投机居多，看重个股机会	波动性市场，产品数量较少 金融产品：区域型市场、金融产品种类数量均较少 市场波动：市场波动巨大，上交所开市以来，月均收益均值为1%，波动率高达16.48%。	服务受制监管政策 监管政策：监管主体和政策尚未明确，受制于投顾牌照和资管牌照分开管理，完整的智能投顾无法开展
小结	中国的投资者成熟度、投资习惯和理念对于被动投资策略的智能投顾产品的接受度尚待普及	美国金融市场环境和产品适合使用现有智能投顾的被动投资策略，中国金融产品品类还有较大提升空间。	美国智能投顾的政策环境相对成熟，税收筹划能增加吸引力

资料来源：招商证券整理

- 1) 从投资者角度来看：我国居民理财观念相对匮乏，资本市场投资者缺乏长期被动投资理念：国内居民投资需求长期被抑制，导致我国居民资产配置长期形成了“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，居民理财观念相对匮乏。资本市场上的投资者以散户居多，喜欢短线操作，投机者居多，对短期收益较为敏感，缺乏分散投资意识，更缺乏长期被动投资的理念。
- 2) 从投资标的上看：国内适宜智能投顾的投资标的偏少，且海外配置受限制。通过前面对Wealthfront的分析可以看到，其智能投顾标的主要是ETF（最大特点就是成本低），而我国金融体系尚不完善，ETF的数量及规模远不及美国，而且缺乏对冲工具，难以有效分散风险，因而很多国内智能投顾平台推荐的都是主题基金（收费较高）。此外，尽管目前部分平台提供QDII的配置，但其面临的共同问题在于我国国家外管局规定居民每5万美元的换汇额度，同时也对QDII实施限额，在新额度未放出的情况下，伴随着各平台规模的扩大，其海外资产配置业务迎来天花板。

图 27：中美交易所 ETF 数量对比（个）



资料来源：Wind、招商证券

- 3) **从监管的角度来看：投顾业务和资管业务分开经营和监管。**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。智能投顾本质上属于证券投资顾问业务，真正的智能投顾将大数据、人工智能等计算机技术与科学技术引入证券投资顾问业务应当受到《证券投资顾问业务暂行规定》监管，国内仅 84 家证券投资咨询机构获得了执业资格，但尚未发现有智能投顾平台获得了证监会颁发的咨询业务牌照。
- 4) **从基础数据角度来看：金融数据不开源，智能投顾缺乏数据支撑。**数据是智能投顾领域的基础，所有的金融产品分析均建立在此基础上。国内所积累的金融数据较少，国家监管规定，金融监管要求金融机构数据不得给第三方使用，因而数据集中在以银行为代表的传统金融机构手中。新兴的智能投顾企业大多没有数据，甚至连单一金融产品的数据都没有。

4.2、中国现状：三大类公司率先布局，长远前景广阔

目前仍处于起步阶段，三大类型公司率先布局：相比美国而言，中国的智能投顾起步较晚，智能投顾产品集中出现于 2014-2015 年间，目前仍处于起步阶段。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。国内提供智能投顾服务的机构大体可以分为三类：

第一类：是智能投顾的初创型公司，比较知名的有弥财，蓝海智投以及拿铁智投等；

第二类：是现有的互联网金融公司，凭借其掌握的流量和技术优势，进行智能投顾业务线条的扩张，比如京东金融的“智投”以及同花顺的 iFinD；

第三类：则是传统的金融机构提供的智能投顾服务，例如招商银行 APP 里的摩羯智投、华泰证券收购 AssetMark 等。

表 7：国内智能投顾产品典型代表

类型	公司代表	主要布局
----	------	------

传统金融机构	招商银行	2016 年 12 月 6 日，招商银行推出了招商银行 APP 的 5.0 版本，以及其中的智能投顾功能模块“摩羯智投”。摩羯智投适用于全体普通投资人的理财需求，参与门槛 2 万元，依据客户的投资偏好、风险偏好和理财期限等要素，自动筛选并组合成一揽子基金，客户只需要按下手指一键购买即可。
	华泰证券	公司旗下 APP“涨乐财富通”在智能化方向持续突破：推出集智能新股申购提醒、新股中签提醒等为一体的智能打新功能；通过基于大数据分析和自建体征服务系统的智能推送功能，为客户提供相应的个性化服务，推送更适合的产品、服务等等。2016 年，公司成功完成收购美国领先的统包资产管理平台 AssetMark，加速在智能投顾领域的布局。
互联网公司	京东金融	京东金融智投于 2015 年 8 月 18 日正式推出，产品基本流程是先让用户提交包含六个问题的调查问卷，确定用户的风险收益偏好及预期，借助数据建模分析，为用户推荐适合预期的理财产品。推荐的产品包括京东金融平台销售的公募基金产品、定期理财产品、固定收益产品以及京东开发的小金库理财产品等。
	同花顺	同花顺于 2015 年注资 1000 万元成立同花顺人工智能资产管理公司，并在 iFinD 金融数据终端的投研 BBC 板块添加了智能投顾板块；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 智能投顾面向个人用户免费开放，主要通过对 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动态的资本市场知识图谱及其投资决策模型。iFinD 通过对市场实时信息（即“情境”）的抓取和分析，对大盘重大拐点做出判断、筛选高胜率投资机会，为用户提供 A 股市场投资建议。
独立创新型公司	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%。用户在注册弥财 App 时会先做一个问卷调查表明自己的风险承受能力，之后弥财会自动为用户匹配一个投资组合，用户在购买投资组合后弥财会调整组合中资产的配比并实时通知用户组合的变化，组合产生的收益也会被自动用来复投。
	蓝海智投	蓝海智投是一款全球资产配置的智能投资顾问产品，系统会根据用户的风险偏好自动为用户配置资产组合，其配置资产的理论借鉴了“耶鲁模式”，进行高度的分散化，投资于国内与国外股票、债券、对冲基金、私募股权基金以及房地产等资产，从而获取持续稳健的收益。蓝海智投为用户提供的独特价值在于，可以同时管理人民币和美元两个币种的投资（国内的人民币通过 QDII 方式投资海外）。

资料来源：招商证券整理

国内尚缺乏行业标杆：目前国内各类打着智能投顾旗号的初创公司众多，但技术水平参差不齐，有的只是对国外的智能投顾模式进行简单的应用，甚至部分公司实际上是打着“智能投顾”的幌子销售基金产品，没有与 Wealthfront 类似的行业标杆。传统金融机构虽然入局相对较晚，但是凭借其影响力和技术方面的优势有后来居上的态势。根据招商银行的最新数据显示，其智能投顾平台——摩羯智投规模已经突破 50 亿元，已成为国内最大的智能投顾平台。而传统互联网巨头借助特有的互联网数据沉淀以及技术优势，也能在智能投顾领域找到较好的入口。

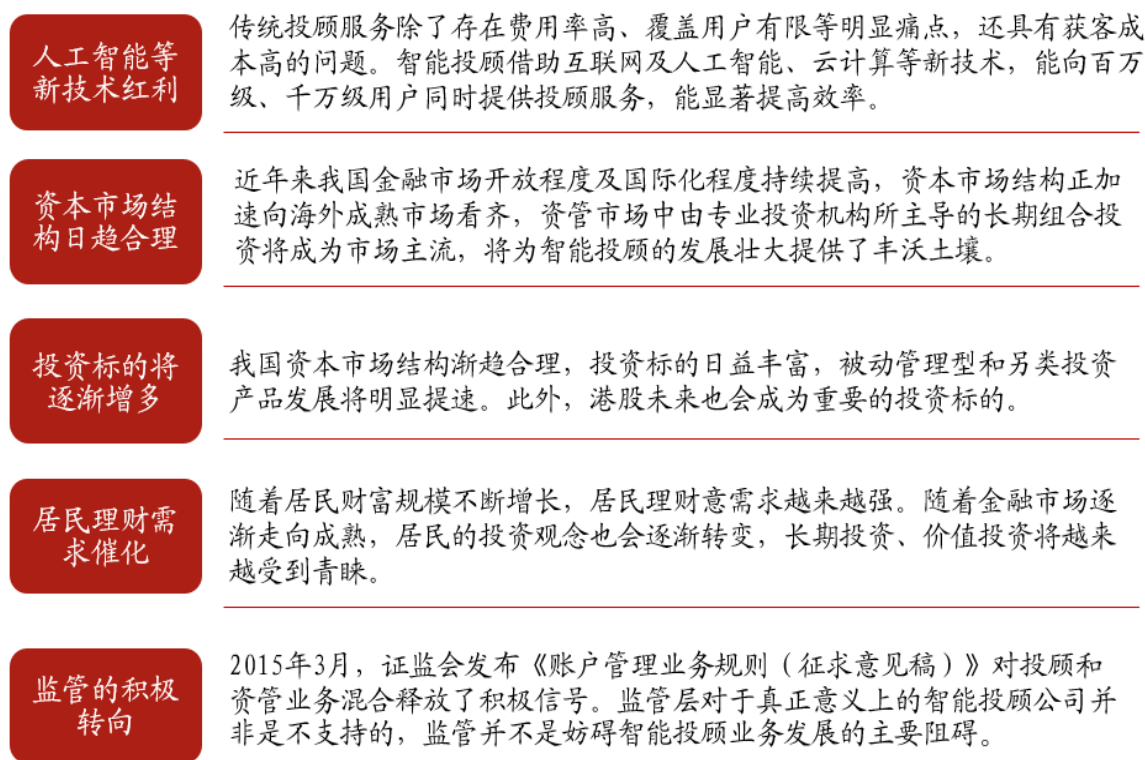
图 28: 国内智能投顾主要业务模式



资料来源：慧辰咨询，招商证券

国内智能投顾短期虽受诸多制约，但长期前景仍然广阔。国内智能投顾行业发展受到投资习惯和投资环境等种种约束，但是受益于人工智能等技术不断进化、居民理财需求不断增强的催化、资本市场环境的不断改善等向好因素，低成本、高效率的智能投顾业务在我国的发展前景仍然广阔。

图 29: 我国智能投顾行业发展的五个驱动因素



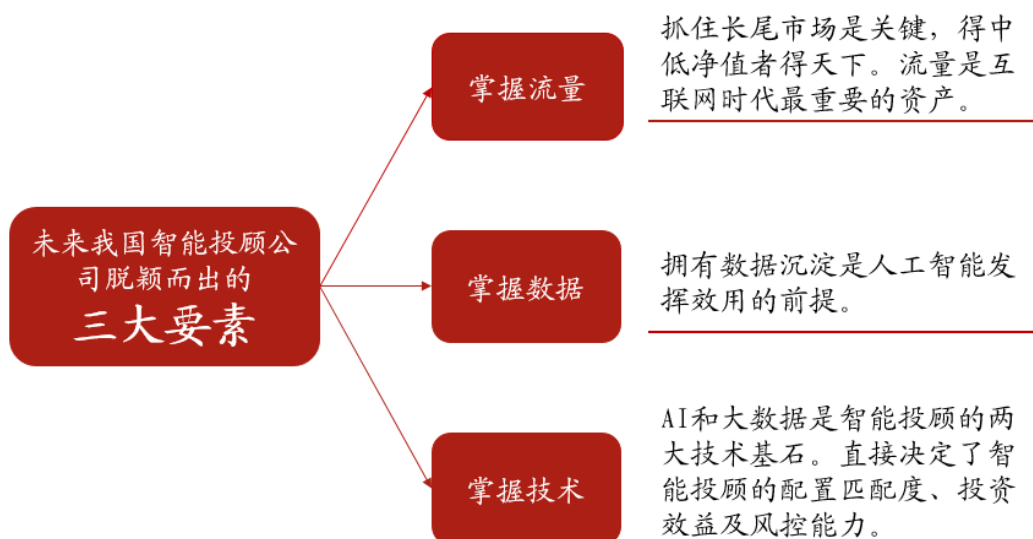
资料来源：招商证券

4.3、谁将脱颖而出？流量+数据+技术是核心竞争力

流量+数据+技术决定了智能投顾公司的核心竞争力。在我国，未来无论从监管环境还是资本市场的成熟度看，大的趋势都是向好的。抛开外部环境看内因，我们认为真正将

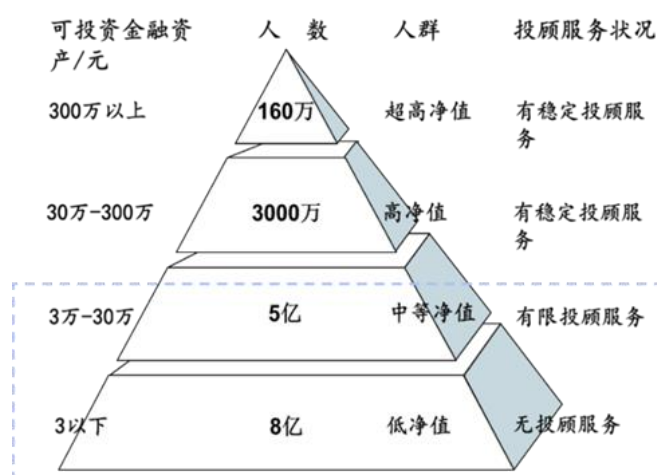
决定一家智能投顾企业能否脱颖而出的因素有三个：流量、数据、技术。掌握流量即掌握了客户资源，从 wealthfront 的成功经验中可以看出，在互联网时代抓住长尾市场的重要性，得中低净值者得天下，流量正是以较低成本获取长尾用户的前提；掌握数据是人工智能发挥效用的基础，只有拥有数据沉淀的企业才能发挥智能投顾的价值；而技术则决定了智能投顾的表现，AI 和大数据是智能投顾的两大技术基石，它们直接决定了智能投顾的资产配置策略的匹配度、投资效益水平以及风控能力。

图 30：未来我国智能投顾公司脱颖而出的三大要素



资料来源：招商证券

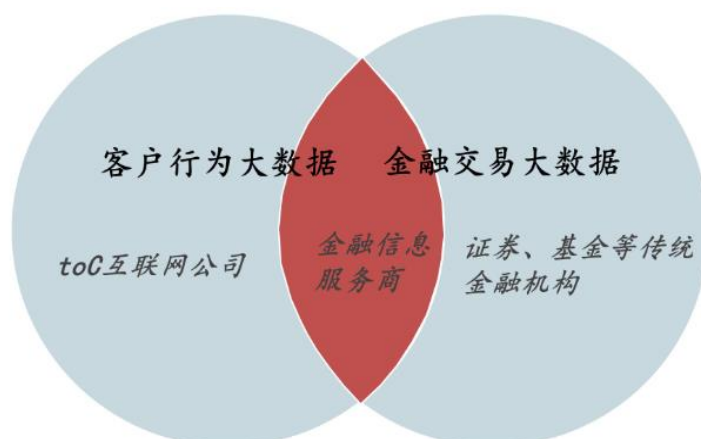
图 31：抓住中低净值客户群体是关键



资料来源：积木盒子、招商证券

结合 2B+2C 资源的公司将拥有更明显的数据端优势。金融数据、用户行为数据等是智能投顾的必要数据支撑，可谓是人工智能算法在构建策略时的舞台，如果一家智能投顾公司没有足够深度的数据储备，其产品将难以经受市场的检验。目前国内拥有金融数据积累的公司主要以证券、基金等传统金融机构为主，拥有客户行为大数据积累的公司主要以 2C 的互联网公司为主，而部分 2B+2C 的金融信息服务商则同时具备两类大数据，比如同花顺等，这类公司在开展智能投顾业务时具备明显的数据端优势。

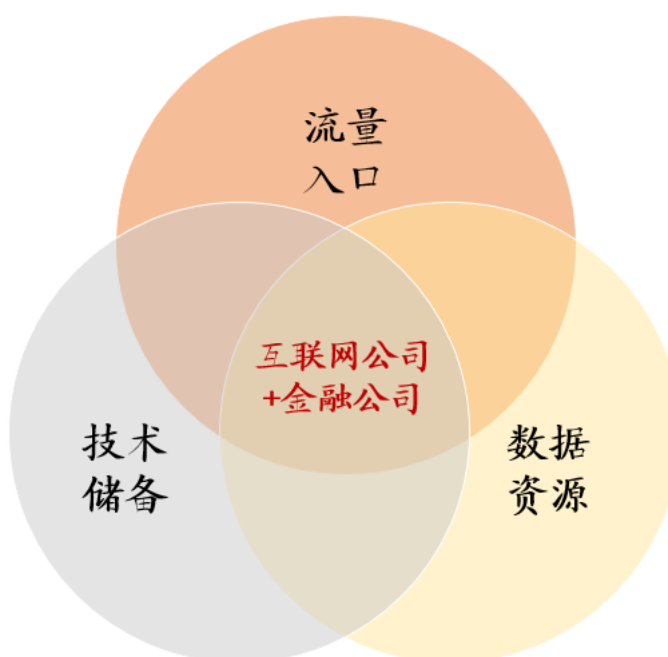
图 32: 金融信息服务商有丰富的数据积累



资料来源: 招商证券

“互联网公司+金融公司”强强联合的模式最有望脱颖而出: 根据以上分析, 流量入口、数据资源、技术储备是开展智能投顾业务的关键要素。互联网公司往往拥有较强的技术功底及部分流量和数据资源, 而证券和基金等传统金融机构往往拥有较强的数据资源和部分流量, 两者既可互相加强, 也可互相补充。因此, 我们认为能做好“互联网公司+金融公司”模式结合的企业将最有望脱颖而出, 特别是在我国智能投顾发展的早期阶段。

图 33: 做好“互联网公司+金融公司”模式结合的企业有望脱颖而出



资料来源: 招商证券

投资建议

Wealthfront 借着美国智能投顾的浪潮，仅用了 5 年时间资产管理规模达到 70 亿美元，并始终保持着加速增长。低门槛、低费率、全智能是公司的主要特点。但其快速扩张的背后是巨大的需求体现和技术支撑。Wealthfront 在智能投顾行业的浪潮中快速成长主要依托了四大竞争优势：1) 采取被动投资理念，全智能化提供投顾服务，全程无需人工参与；2) 可选投资标的品类丰富，基本涵盖国内外主要的投资品类，能够有效进行风险分散；3) 税后筹划服务是核心竞争力之一，特有服务构筑公司竞争壁垒；4) 低费率、低门槛，精准定位中低净值客户。

剖析 Wealthfront 中的“技术元素”，可归结为“AI+大数据”两大要素，云计算提供算力支持。大数据方面主要涉及了金融交易大数据和用户行为大数据，而 AI 方面主要涉及了机器学习、语义分析、和知识图谱分析。

反观我国市场，与美市场环境存差异。相比美国而言，中国的智能投顾起步较晚，智能投顾产品集中出现于 2014-2015 年间，目前仍处于起步阶段，短期虽受诸多制约，但长远前景广阔，需要更多耐心。目前主要有三类机构布局：第一类：是智能投顾的初创型公司，比较知名的有弥财，蓝海智投以及拿铁智投等；第二类：是现有的互联网金融公司，凭借其掌握的流量和技术优势，进行智能投顾业务线条的扩张，比如京东金融的“智投”以及同花顺的 iFinD；第三类：则是传统的金融机构提供的智能投顾服务，例如招商银行 APP 里的摩羯智投、华泰证券收购 AssetMark 等。

总体而言，目前国内尚缺乏行业标杆。长期看，我们认为真正决定一家智能投顾企业脱颖而出的因素有三：流量+数据+技术，能掌握这三个因素的企业将具备强力护城河。此外，结合 2B+2C 资源的公司将拥有更明显的数据端优势。因此，“互联网公司+金融公司”结合的模式优势明显，特别是在我国智能投顾发展的早期阶段。

投资建议：按照“流量+数据+技术”三要素及“互联网公司+金融公司”结合的思路，**重点推荐：**同花顺，东方财富，恒生电子。**推荐：**金证股份。

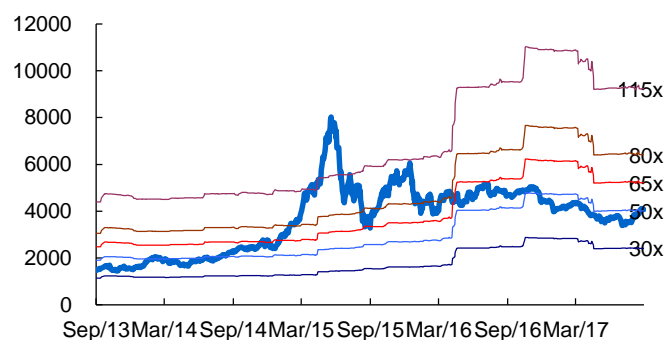
风险因素：核心技术发展遭遇瓶颈；政策的不确定性。

表 8：估值对比表

公司名称	证券代码	股价	EPS			P/E			市值 (亿)
			2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	
同花顺	300033.SZ	60.69	1.78	2.30	2.88	34	26	21	326
东方财富	300059.SZ	14.57	0.18	0.26	0.35	80	56	42	625
恒生电子	600570.SH	52.81	0.82	1.09	1.26	64	48	42	326
金证股份	600446.SH	19.18	0.36	0.47	0.64	53	41	30	160

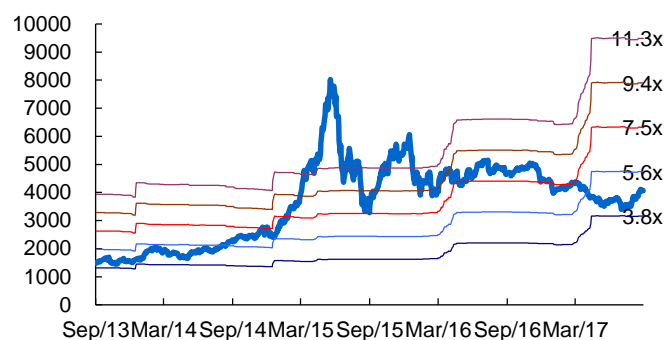
资料来源：Wind（截止 2017 年 9 月 14 日）、招商证券

图 34: 计算机行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 35: 计算机行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《Fintech 专题（一）：智能投顾，开启万亿级理财新纪元》 2016/07
- 2、《Fintech 智能投顾专题（二）：大数据+AI，成就智能投顾的两大核心基石》 2016/08
- 3、《Fintech 智能投顾专题（三）：普惠金融风来袭，智能投顾忙落地》 2016/09
- 4、《Fintech 专题（四）：黄金时代，竞合生态》 2016/10

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。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

感谢实习生孙东升对本报告做出的杰出贡献！

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。