

我国财富管理行业已形成以银行、公募、券商、私募、保险资管及第三方机构为核心的竞争格局。在与金融同业的竞争中，券商财富管理业务存在账户功能不完善、客户流量不稳定和主动管理能力弱三大痛点。构建综合产品体系和专业服务能力是券商财富管理业务发展的破局点。在此基础上通过多渠道扩容客户资产，多业务推进价值实现，证券公司财富管理业务有望走向长效稳健发展道路。随着财富管理业绩稳定器作用的发挥，证券公司估值体系有望重构。

### 家庭财富规模稳定增长，竞合关系下券商财富业务存在痛点。

截至2021年末，全球家庭财富规模达到464万亿美元，其中金融资产约占61%，近十年金融资产CAGR为7.1%。国内层面，2021年中国家庭财富规模达85.1万亿美元，仅次于美国，金融资产占比呈现上升趋势。行业层面，同业机构各有所长，交叉领域激烈竞争，互补领域协作共赢，我国财富管理行业已形成以银行、公募、券商、私募、保险资管及第三方机构为核心的竞争格局。在此格局下，证券公司财富管理业务的发展存在账户功能不完善、客户流量不稳定和主动管理能力弱三大痛点。

### 扬长避短，依托资源禀赋构筑差异化竞争优势。

资产端，全面的产品体系是证券公司核心竞争力。证券公司财富管理产品不再局限于二级市场多头产品，逐渐向多方向多品类和全生命周期过渡。从保本保收益的券商收益凭证到高风险与高收益并存的一级产品和结构化衍生品，证券公司产品体系具备响应不同风险偏好投资者需求的独特竞争力。资金端，依托专业服务能力匹配市场资金需求变化为证券公司核心竞争力。银行理财转移配置、大众客户投顾支持和高净值客户财富传承是券商在资金端须重点把握的三个方面。

### 多渠道扩容客户资产，铸实长效发展基础

1) 以战略性并购扩大客户覆盖。随着互联网产业的高速发展，证券公司传统模式已无法高效扩大覆盖规模。美国头部证券公司摩根士丹利和嘉信理财在基础客群增速放缓后，均选择了以并购零售经纪商的形式继续扩容基础客户规模。通过2019年的同业并购，摩根士丹利和嘉信理财客户规模从250万和1233万跃升至1300万和2963万。

2) 完善雇员服务场景资产获取。基于投行业务的雇员服务是证券公司的财富管理专属获客场景。摩根士丹利将财富管理服务深度融入投行业务的各个链条，实现投行业务相关资产向财富管理客户资产的转化。截至2022年，以雇员服务场景为入口，摩根士丹利获得了500万股票计划客户和200万财务规划客户，落地资产12.52亿人民币，占公司总客户资产的25%。

3) 以高质量投顾服务推动存量客户资产转入。投顾业务是券商财富管理最为长坡厚雪的赛道。截至2022年，摩根士丹利顾问服务资产占总客户资产的30%。但我国头部证券公司买方投顾AUM占客户资产的比重尚不足1%。随着资本市场产品种类的持续丰富与机构化水平的持续提升，投顾服务需求有望迎来爆发，成功打造财富管理品牌的证券公司有望成为客户核心的大类资产配置平台，持续吸引存量客户外部资产转入。

### 多业务推进深度变现，构建稳健增长模式

1) 以金融生态保持基础客群活跃度。高质量的金融生态体系是推动客户深度变现的基础。富途证券通过平台生态将六大群体链接，每日UGC内容近10万条，有效提升了客户的资本市场参与度。2021年，富途证券客户平均换手率达1496%，显著高于国内头部券商350%左右的换手率水平。同时，高粘性的金融生态有助于客户增强对资本市场的深入了解与比较，长期向投顾客户转化。

2) 培育买方投顾业务市场，完善Fee-base业务模式构建。根据美国市场过往40年经验，基金管理费率下行可能成为市场长期趋势。在此趋势下，推动买方投顾业务发展，建立基于资产规模和投顾服务的收费模式，将有效补足券商收费空间同时绑定证券公司与投资者的长期利益。截至2022Q3，摩根士丹利和嘉信理财收费客户资产占比分别为49%和51%，占管理费收入的比重达59%和44%。

3) 在协同服务场景中深度变现客户价值。高净值客户是证券公司财富管理体系中最具有变现潜力的客群。2019年，高盛1.3万资产规模超3.8亿人民币的超高净值客户贡献了243亿人民币的收入。长期来看，以客户为中心打造定制化服务，在家办、资管、投行、交易等业务场景中深度变现，是提升证券公司财富管理变现能力的必然选择。

### 以商业模式变革推动估值模式转型，探索财富管理PE估值模式。

作为财富管理业务发展的成功案例，摩根士丹利2009年以来财富管理板块日均收入由418亿人民币提升至696亿人民币；税前利润年均增长率达22%。财富管理业务蓬勃发展使其具备了拆分估值的可能性，基于客户资产的稳健增长模式也使其具备了坚实的估值支撑。参考财富管理机构及网络经纪商的估值方式，证券公司财富管理板块具备PE估值的潜在可行性，证券公司财富管理业务估值体系有望得到重构。

### 风险因素：

A股市场成交额下滑风险；财富管理市场发展低于预期；投资业务亏损风险；信用业务风险暴露；行业过度再融资。

## 投资策略：

资本市场回暖、行业ROE稳步提升以及资本市场改革的持续推进是推动证券行业业绩提升和估值修复的核心驱动因素。在行业供给侧改革持续推动行业集中度提升的过程中，具备多渠道做大客户资产和多业务推进深度变现能力的证券公司有望脱颖而出。在此逻辑下，关注两条投资主线：

1) 受益于行业供给侧改革的综合券商。我们看好买方投顾业务带动客户资产规模持续增长，投行家办业务出色具备深度变现能力的公司。

2) 资产管理赛道优质公司。卓越的公募基金产品是财富管理业务发展过程不可或缺的底层资产，关注公募子公司具备竞争优势的企业。

文 | 中信证券 田良 陆昊 邵子钦 童成墩 薛姣 张文峰

本文源自券商研报精选