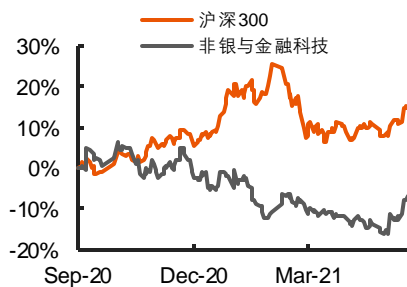


行业深度报告

产品+渠道+服务，财富管理发展的三大制胜点

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*非银与金融科技* 电商行业 21Q2 业绩综述：传统电商竞争加剧，社区团购、直播电商等新业态保持高速增长》 2021-09-06

《行业周报*金融&金融科技*证监会整顿“抱团报价”，拟修改创业板发行规则》 2021-08-08

《行业深度报告*非银与金融科技*强于获客，胜在运营，变现尚浅——互联网视角看互联网券商》 2021-08-05

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬 一般从业资格编号
S1060120010015
haobotao973@pingan.com.cn

陈相合 一般从业资格编号
S1060121020034
chenxianghe935@pingan.com.cn

- **财富管理：产品+渠道+服务的有机结合。**复盘财富管理市场发展，我们发现产品、渠道和综合服务能力是影响财富管理业务最重要的三大因素；其中，产品和渠道为基础，综合服务尚有待提升。近年来，财富管理商业模式逐步从产品超市迈向定制化服务；产品也从预期收益向净值化管理演变、公募基金市场扩容明显。
- **渠道制胜：各具优势，第三方流量为王。**客群差异较大，三大参与者各有所长。银行和券商在高净值客户方面具备比较优势，券商对富裕客户有一定服务优势。互联网券商和第三方线上机构能够快速低成本覆盖大众客户、长尾客户。其中，蚂蚁基金背靠互联网巨头、天然具备流量规模优势；天天基金来自东财系垂直平台，流量转化效率更高。传统券商以线下营业部为抓手，积极发展线上渠道。基金销售和基金保有渠道中，第三方机构市场份额明显提升，券商在权益类基金具备先发优势。
- **服务至上：从促成交易向买方投顾转型。**2019年10月25日，公募基金投资顾问业务试点落地，买方投顾业务模式自此拉开帷幕，截至2021年7月9日，共有56家机构获得基金投顾牌照。我国基金投顾业务试点不足2年，各家试点机构主要集中于线上智能投顾的探索建设；从头部试点机构来看，投顾业务主要在自有APP和第三方机构APP的“投顾管家”投放运作。试点机构在开展基金投顾业务中各有优劣：基金公司强于产品、第三方强于渠道、券商强于服务、银行较为均衡。
- **财富管理机构各有所长，发挥券商权益类优势。**基金公司产品优势明显；第三方基金销售机构的线上渠道优势形成护城河；券商渠道能力有限，但权益类产品服务能力最强；银行兼具产品、渠道优势，擅长固收类产品服务。券商应当充分发挥在权益类资产配置服务上的比较优势，为客户提供优质的线上线下投顾服务、提高权益型基金的保有规模。
- **投资建议：从产品、渠道和服务三大要素来看，财富管理机构基本呈现三分天下之势，建议关注在三大要素中具备竞争壁垒的公司。**1) 产品为基础，建议关注以财富管理为主线的、旗下拥有头部基金子公司和资管公司的券商，如广发证券、兴业证券、东方证券。2) 渠道为核心，建议关注旗下天天基金蓬勃发展的东方财富和零售业务实力强劲的招商银行。3) 服务至上，头部券商具备高客基础、服务能力，建议关注中金公司、中信证券和华泰证券。
- **风险提示：1) 宏观经济下行风险：宏观经济增速放缓，影响居民财富积累；2) 权益市场大幅波动，影响个人客户投资意愿；3) 监管政策超预期，其他资产价格波动，分流个人客户资产配置。**

正文目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 一、 财富管理：产品+渠道+服务的有机结合 | 4 |
| 1.1 产品+渠道+服务：三大要素形成财富管理三角稳定结构 | 4 |
| 1.2 业务模式：从产品超市迈向定制化服务 | 4 |
| 1.3 产品演变：从预期收益到净值化管理 | 5 |
| 二、 渠道制胜：各具优势，第三方流量为王 | 8 |
| 2.1 客群差异较大，三大参与者各有所长 | 8 |
| 2.2 崛起之道：跑马圈地，流量为王 | 10 |
| 2.3 渠道变迁：第三方份额提升，券商在权益类基金具备先发优势 | 12 |
| 三、 服务至上：从促成交易向买方投顾转型 | 13 |
| 3.1 制度松绑，投顾起步 | 13 |
| 3.2 运作模式：目前以线上智能投顾为主，基金公司在第三方平台投放较多 | 14 |
| 3.3 试点机构发展：线上为主、开放程度各异 | 15 |
| 四、 财富管理机构各有所长，发挥券商权益类优势 | 17 |
| 4.1 不同财富管理机构的核心竞争力各异 | 17 |
| 4.2 充分发挥券商在权益类资产配置服务上的比较优势 | 18 |
| 五、 投资建议及风险提示 | 18 |
| 5.1 投资建议 | 18 |
| 5.2 风险提示 | 19 |

图表目录

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 图表 1 | 财富管理商业模式更迭：从产品超市迈向定制化服务..... | 4 |
| 图表 2 | 各机构资管规模拆分（单位：亿元）..... | 5 |
| 图表 3 | 各机构资管规模占比..... | 5 |
| 图表 4 | 公募基金产品分类占比..... | 6 |
| 图表 5 | 中信证券金融产品体系..... | 7 |
| 图表 6 | 基金销售收入拆分..... | 7 |
| 图表 7 | 不同客群需求不同，不同渠道各有所长..... | 8 |
| 图表 8 | 招商银行与中信证券的客户分层情况..... | 8 |
| 图表 9 | 2021 中国高净值客户分机构资产分配比例..... | 9 |
| 图表 10 | 高净值客户年龄分布..... | 9 |
| 图表 11 | 中信证券个人客户服务体系..... | 9 |
| 图表 12 | 蚂蚁基金互联网理财用户数量..... | 10 |
| 图表 13 | 蚂蚁基金互联网理财用户年龄分布..... | 10 |
| 图表 14 | 天天基金权益基金投资者的年龄分布..... | 11 |
| 图表 15 | 天天基金权益基金投资者的投资经验分布..... | 11 |
| 图表 16 | 基金销售认购申购分渠道占比变动..... | 12 |
| 图表 17 | 2019 年各类型基金认购申购分渠道占比..... | 12 |
| 图表 18 | 基金保有量分渠道占比变动..... | 12 |
| 图表 19 | 2019 年权益型基金保有量分渠道占比..... | 12 |
| 图表 20 | 21Q2 前 100 分渠道公募基金销售保有规模占比..... | 13 |
| 图表 21 | 21Q2 分渠道前 5 公募基金保有规模（亿元）..... | 13 |
| 图表 22 | 基金投顾牌照发放情况..... | 14 |
| 图表 23 | 基金投顾业务运作模式..... | 15 |
| 图表 24 | 蚂蚁基金“帮你投”概况..... | 15 |
| 图表 25 | 头部试点机构的基金投顾业务开展概况..... | 16 |
| 图表 26 | 不同财富管理机构的核心竞争力各异..... | 18 |
| 图表 27 | 买方投顾将打破通道，促使券商向买方服务转型..... | 18 |
| 图表 28 | 头部券商旗下基金子公司发展概况..... | 19 |

一、财富管理：产品+渠道+服务的有机结合

1.1 产品+渠道+服务：三大要素形成财富管理三角稳定结构

复盘财富管理市场发展，我们发现产品、渠道和综合服务能力是影响财富管理业务最重要的三大因素；其中，产品和渠道为基础，综合服务尚有待提升。不同客群对产品的需求不同，对于非高净值客户而言，平台能否提供全面、收益率和风险匹配的产品尤为重要。而客户触达方式和能力的差异，则决定了不同渠道天然具备不同客户属性。早期以线下购买为主、交易费率偏高，客户痛点在于购买产品的便捷程度和交易费率的压降，也因此，抓住产品和渠道两大要素即可得财富管理的天下。但随着线上化业务的发展和互联网巨头的加入，流量加持下，渠道和产品已不构成门槛、投资者教育已基本成型；综合服务能力则成为财富管理的必争之地。早期，客户服务的要求比较基础，基础服务能力主要体现在交易流程简洁、合规等方面，此后不断增加选品、产品评价和实时监控等进阶服务。但随着权益市场扩容、投资者财富管理意识的提升，客户对定制化服务、产品实时预警、多渠道沟通等需求增加。也因此，在产品和渠道两大要素已充分发展的基础上，综合服务能力成为重中之重，三大要素在财富管理业务的发展中缺一不可。

1.2 业务模式：从产品超市迈向定制化服务

商业银行早期单一的依靠“客群规模”+“银行理财定存”模式已不符合实际客户需求，财富管理的商业模式逐步转型。居民财富日益积累、资管新规逐步推进、公募基金收益率靓丽，居民关注度和资产配置侧重点均向权益类资产倾斜、需求呈现出多元化特征。2020年以来，权益类资产相对收益明显，公募基金销售火爆。

图表1 财富管理商业模式更迭：从产品超市迈向定制化服务

| | 业务模式 | 特征对比 | 典型案例 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p>第三方平台以流量和产品“弯道超车”</p> | <p>全品类产品超市 产品齐全、多样化</p> | <p>主要面向大众客户 低费率获客，主要赚取基金申购费、赎回费、销售服务费</p> | <ul style="list-style-type: none"> 早期第三方平台：蚂蚁基金、天天基金等 当前银行、券商、第三方平台 |
|  <p>标准化产品与组合推荐</p> | <p>产品超市+标准化服务 基金排名、优选基金、客户和产品分级适配</p> | <p>主要面向大众客户 根据监管要求，不同风险等级对应的产品及产品组合一致</p> | <ul style="list-style-type: none"> 蚂蚁基金：金选好基+3大精选组合（稳健/均衡/高收益策略） 天天基金：天天严选+4大组合（稳健理财/追求回报/牛人组合/活钱管理） |
|  <p>更高阶的客户财富管理</p> | <p>定制化服务 根据投资计划等，代客户直接进行投资等</p> | <p>主要面向高净值客户 大众客户定制化服务刚起步</p> | <ul style="list-style-type: none"> 私人银行、基金专户、券商定向资管计划 |

资料来源：平安证券研究所

1) 产品超市：核心是产品数量和客群规模。证监会 2012 年 2 月核准独立基金销售机构以来，以“蚂蚁基金”、“天天基金”为代表的一批第三方基金代销机构（以下简称“第三方机构”或“第三方”）兴起。商业银行和证券公司的线下零售网点众多、渠道下沉、客群广阔，品牌信任度高（尤其是商业银行），自有产品储备充足（银行存款/理财产品，券商资管产品）；全面多样的产品则成

为第三方机构打入市场的关键。而产品数量与客群规模相辅相成，尤其是对于头部基金公司、明星基金经理管理的产品而言，投放渠道需充分考虑基金销售实力。也因此，总体来看，第三方机构在完成流量积累后，通过线上平台便捷的操作和更低的交易费率进行流量转化，进而实现快速扩张。当流量和转化率达到一定量后，产品的数量和质量将随之增长，第三方机构反之以更全面的产品增强客户粘性。

2) 标准化服务：对产品进行多维度客观评价，根据投资者风险承受能力提供相应资产配置建议。商业银行和证券公司加快推进线上化和数字化平台建设，各大代销机构的线上平台在早期“交易平台”的基础上，从业绩、销量、回撤等多角度进行基金排名，为投资者进行决策支持。此后，也逐步推出适配客户风险承担能力的金融产品，根据客户风险级别（C1-C5）推出相应的金融产品或金融产品组合（R1-R5），总体属于标准化服务。

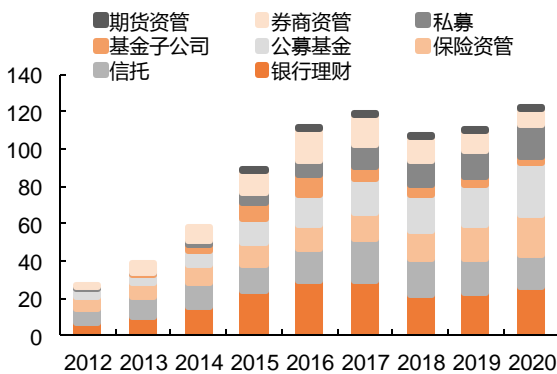
3) 定制化服务：千人千面的资产配置。财富管理的定制化服务是在了解客户需求、风险偏好的基础上，为客户提供一对一的理财服务。目前，监管并未放开“代客理财”，私人银行、基金专户、券商定向资管计划等可代理客户进行有关投资和资产管理操作，因此目前我国财富管理的定制化服务仍主要集中于高净值客户。

1.3 产品演变：从预期收益到净值化管理

1.3.1 产品准入门槛各异、投资能力要求更高，公募基金大放异彩

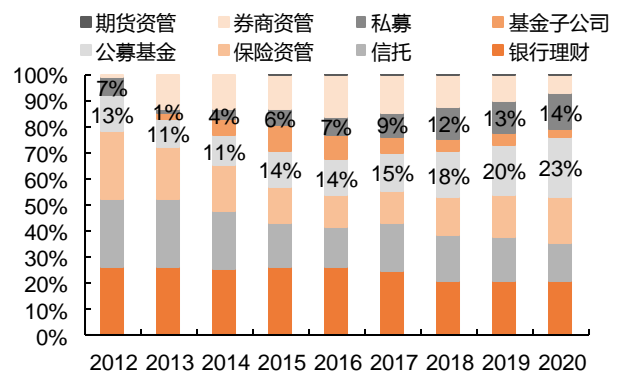
从供给端来看，我国目前资产管理机构包括银行理财子公司、基金管理公司及其子公司、私募机构、证券公司及其子公司、信托公司、保险公司。从监管机构来看，银行理财子公司、信托公司和保险公司受银保监会监管；基金管理公司及其子公司、证券公司及其子公司和私募机构受证监会监管。从资产管理规模来看，基金管理公司及其子公司>银行理财子公司>信托公司>保险公司>私募机构>证券公司及其子公司。

图表2 各机构资管规模拆分（单位：亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 各机构资管规模占比



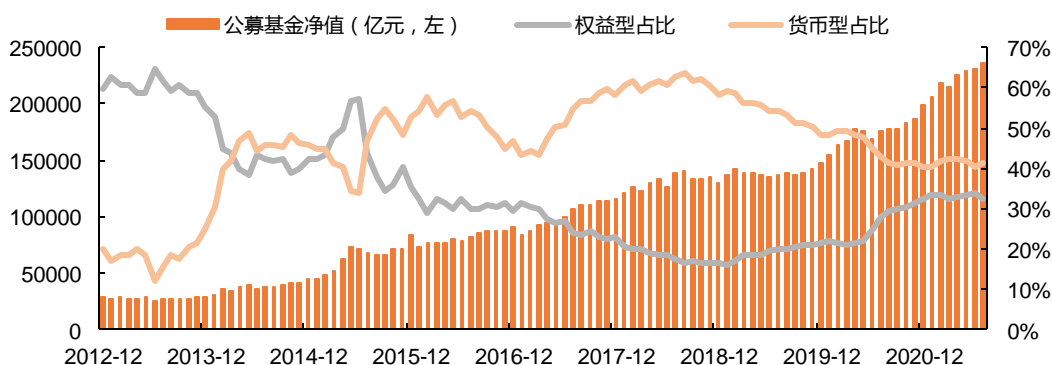
资料来源: Wind, 平安证券研究所

低门槛、强渠道、高收益，近年公募基金市场扩容明显。截至 2021 年 6 月末，公募基金规模达 23.03 万亿元，其中货基占比从 2018 年的 60%+降至 40%、股票型和混合型基金占比从不足 20% 提升至 34%。具体来看：

1) 公募产品发行限制严格, 但投资者门槛更低, 为公募基金市场奠定客群基础。截至目前, 只有银行及其理财子公司、136 家基金管理公司、6 家持牌券商及 8 家证券资管子公司、2 家保险资管公司可以发行公募产品。资管新规将投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。合格投资者需要具有 2 年以上投资经历, 且满足以下条件之一: 家庭金融资产不低于 300 万元, 家庭金融资产不低于 500 万元, 或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。公募产品面向不特定社会公众, 起投金额较低, 其中商业银行 1 万元、一般代销渠道的公募基金 1000 元、银行理财产品不设限; 私募产品起头金额较高, 一般在 30 至 50 万元不等, 主要取决于产品类别。

2) 货基加速投资者教育、近年基金收益率亮眼, 促进权益类资产配置需求释放。投资者早期需求以保本保收为主, 基于此, 银行理财提供的简单、标准化的产品, 充分满足客户需求, 并凭借渠道优势快速建立规模优势。近 10 年间, 公募基金总规模持续增长, 开放式公募基金内部结构不断调整, 权益型基金(股票型+混合型)与货币基金资产净值的占比此消彼长。2015 年起, 余额宝和理财通等借助支付宝和微信的天然流量入口, 凭借稳健、且较银行理财收益率更高的货币型基金打开大众市场, 完成客户教育。2018 年 6 月以来, 投资者理财意识提高、基金投资收益率较高, 助权益型公募基金市场快速扩容。其中, 基金公司平均投资能力较强, 以产品发行和管理为主; 银行、券商和第三方机构在渠道方面更具优势, 以代销为主。

图表4 公募基金产品分类占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3.2 不同渠道产品定位存在差异

从产品品类的丰富程度来看, 银行>券商>第三方。具体来看:

- 1) 银行产品齐全, 但总体以现金类、债权类以及非标债权等稳健配置型产品为主。在基金代销方面, 由于债券型基金与银行理财、债券等固有产品定位重合, 银行对代销债券型基金的关注度有限。
- 2) 券商金融产品品类齐全, 但由于股票交易账户本身具有保证金理财功能及客户理财偏好, 券商总体以权益投资类产品销售为主, 如权益型基金和高收益非标产品等。
- 3) 第三方机构不可代销银行存款和银行理财, 除此之外, 其他资管机构的标准化产品基本均有上架销售, 如各类公募基金、券商集合资管计划、净值型个人养老保障管理产品等。公募基金代销中, 尤以货币型基金和债券型基金具备比较优势。

图表5 中信证券金融产品体系



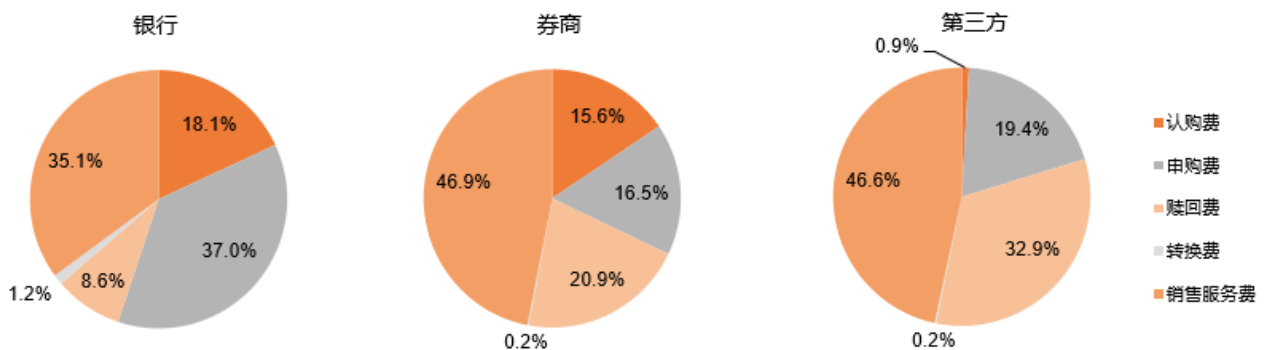
资料来源: 中信证券官网, 平安证券研究所

1.3.3 第三方线上基金代销机构的产品齐全、费率偏低

第三方机构的基金代销产品齐全、数量较多，头部效应明显。截至 2021 年 9 月 7 日，代销产品数量前五大的第三方机构平均代销 6000 只产品、银行平均代销 3400 只产品、券商平均代销 5300 只产品；第三方机构中，天天基金、蚂蚁基金分别代销 159 家公司的 6447 只产品和 140 家公司的 5822 只产品；银行和券商中，零售业务发展强劲的招商银行和华泰证券仅分别代销 103 家公司的 3799 只产品和 110 家公司的 3788 只产品。

银行费率明显偏高，第三方机构和券商申购费一折、部分产品认购费一折，第三方机构在存量产品交易方面的优势突出。除申购费率和认购费率外，各机构在基金其他费率方面基本保持一致。第三方机构和券商绝大多数基金申购费率均为 1 折、银行无优惠；认购费率方面，银行无优惠，券商部分产品 1 折、第三方机构认购费率 1 折的产品占比更高。第三方机构通过降低基金投资成本，形成产品和获客优势。在基金销售行业的营收中，销售服务费贡献主要收入，券商认购费、申购费、赎回费占比分布较均衡，银行以认购费和申购费为主，第三方以申购费和赎回费为主。从认购费来看，银行≈券商>第三方；从申购费来看，银行>第三方≈券商；从赎回费来看，第三方>券商>银行。

图表6 基金销售收入拆分



资料来源: 基金业协会, 平安证券研究所

二、渠道制胜：各具优势，第三方流量为王

2.1 客群差异较大，三大参与者各有所长

银行线下经营网点多、渠道下沉充分，早期借助众多网点实现客户触达，在大众市场占据先发优势。从线下网点数来看，银行>券商>第三方；从线上化程度来看，第三方>券商≈银行。银行业务众多，在财富管理方面对大众客户的标准化服务创新有限，第三方机构借流量和服务创新异军突起。但高净值客户和富裕客户的需求较为多元、复杂，目前仍以银行和券商的定制化服务为主。

图表7 不同客群需求不同，不同渠道各有所长



资料来源：平安证券研究所

1) 高净值客户：银行独占鳌头，头部券商具备比较优势。一方面，高净值客户需要构建完整的资产负债表，需求更为多元化和复杂，涵盖企业服务、股权资产服务、大类资产配置等，银行和头部券商的综合服务能力和业务能力可与之相匹配，为客户提供一站式专业服务；另一方面，头部银行和投行的业务能够深入触达企业家和高管层，发现并匹配超高净值人群的财富管理需求。

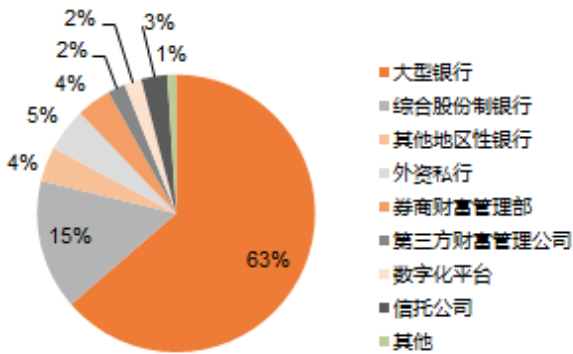
根据招商银行和贝恩公司联合发布的《2021年中国私人财富报告》，2020年中国高净值客户（可投资资产规模1000万元以上）达262万人。总体来看，银行的高净值客户资产要求高于券商，私人银行行为高净值人群的配置首选，资产配置比例达87%；大型银行更为突出、占比63%。非银机构占比12%，其中头部券商、公募和私募基金公司等机构则因权益类资产配置能力更专业，在高净值客户的资产配置中占据一席之地，分别占比4%和2%。此外，头部券商在投行业务中与上市公司核心管理团队建立信任关系，并可以持续提供市值管理、股权质押、股票减持等股权资产服务，与上市公司核心管理团队关系密切、易于向财务规划和大类资产配置转化财富客户转化。

图表8 招商银行与中信证券的客户分层情况

| | 招商银行 | 中信证券 |
|---------------|-------------------|------------------|
| 大众客户 | 1.58亿人 | 1090万人 |
| 富裕客户：金葵花/财富客户 | 310.2万人，总资产50万元+ | 12.6万人，总资产200万元+ |
| 高净值客户：私行客户 | 10.0万人，总资产1000万元+ | 2.6万人，总资产600万元+ |

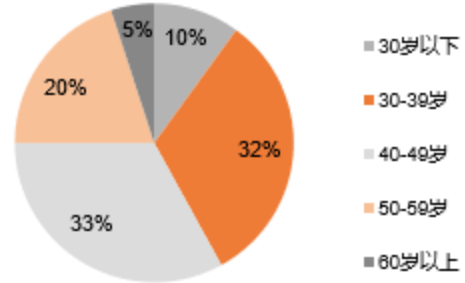
资料来源：中信证券，招商银行，平安证券研究所

图表9 2021 中国高净值客户分机构资产分配比例



资料来源：招商银行，贝恩咨询，平安证券研究所

图表10 高净值客户年龄分布



资料来源：招商银行，贝恩咨询，平安证券研究所

2) 富裕客户：可投资资产快速增长，但尚不足以享受私行服务，财富管理的**服务需求缺口较大**。富裕客户对个性化服务有一定诉求，但尚无法享受定制化服务。券商富裕客户主要来自部分股票交易客户和上市公司股权激励对象的转化，而券商的财富管理业务和投顾服务能力较强，可为这类客户提供区别于大众客户的差异化升级服务。

图表11 中信证券个人客户服务体系



资料来源：中信证券官网，平安证券研究所

3) 大众客户：资产有限、年龄偏低，互联网券商和第三方线上机构能够依靠低边际成本和线上流量运营的优势，快速、低成本覆盖长尾客户。合格投资者的限制，公募产品是大众客户的主要配置方向。同时，大众客户普遍风险中性、金融知识水平和理财能力有待提高，需求相对简单，总体来看，客群特征决定了以蚂蚁基金、天天基金和腾安基金为代表的第三方线上机构在货币型基金和债券型基金的代销商更具优势，产品超市+标准化产品+标准化线上服务能够快速低成本覆盖长尾客户。

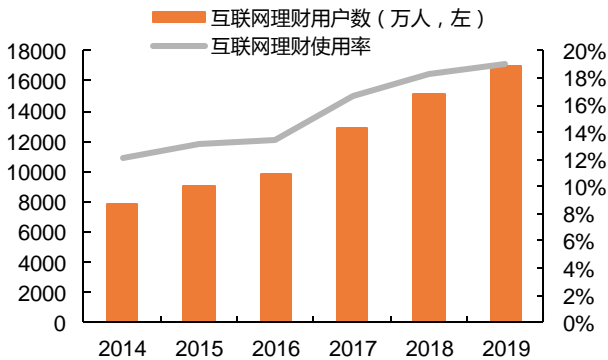
2.2 崛起之道：跑马圈地，流量为王

2.2.1 蚂蚁基金：互联网巨头天然具备流量规模优势

蚂蚁财富依托于支付宝，以支付入口作为流量来源，涵盖各类商业和生活消费支付场景，属于综合型平台。截至 2021 年 7 月，支付宝 APP 月活约 7.38 亿人，具备较强的流量规模优势，但大众流量需要经过客户转化和二次开发，符合漏斗模型。

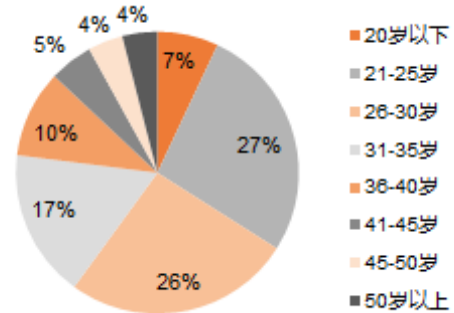
年轻化的长尾用户和平台化的流量客户需经过客户教育转化为财富客户。蚂蚁基金互联网理财用户中，30 岁及以下用户占比 60%、40 岁及以下用户占比高达 87%，客群呈现出年轻化、尾部化的特征。支付宝 2013 年推出“余额宝”，逐步开启对线上年轻客群的客户教育；同时产品品类不断丰富，逐步从单一的现金管理产品向集固收类、权益类、贵金属等产品和理财资讯的综合财富管理平台过渡，将支付场景下的零售客户转化为财富管理客户。随着客户教育的逐步完成，大规模流量客户转化为财富客户，蚂蚁基金的销售规模也快速跃居行业前列。

图表 12 蚂蚁基金互联网理财用户数量



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

图表 13 蚂蚁基金互联网理财用户年龄分布



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

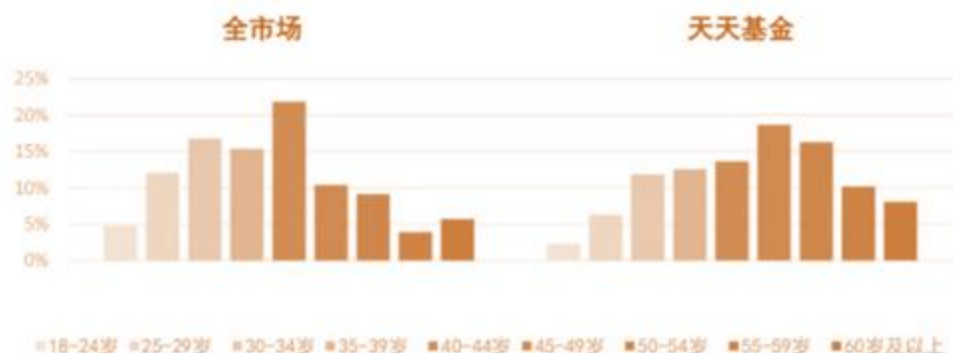
2.2.2 天天基金：东财系垂直平台的流量转化效率更高

财经资讯垂直平台的流量精准、转化率高。上市公司“东方财富”的互联网基因强大，天天基金和东方财富证券均为其全资子公司，是东方财富最主要的收入和利润来源。东方财富网主要提供财经资讯，实时资讯产出高效，用户粘性强；2006 年推出“股吧”作为普通投资者的互动讨论社区，用户活跃度高。

天天基金是最早获取牌照的基金销售机构之一，具备较强的先发优势。2007 年“天天基金网”上线，早期主要提供基金产品资讯，2012 年获批基金销售牌照。天天基金初始用户大多是东方财富的老用户迁移而来。此后，紧抓 2014-2015 年“牛市”、聚拢第一批互联网基民，迅速打上“互联网基金超市”的标签。2021 年 7 月天天基金 APP 月活约 2334 万人，21H1 日均活跃访问用户 338 万人，其中交易日 425 万人、非交易日 176 万人。

天天基金投资者的投资经验更丰富、风险偏好较高、基金认知水平更清晰；与蚂蚁基金的客户重叠度有限。充分说明财经社区生态下，将直接获取对财经内容有兴趣的用户，这类用户对平台已建立一定的信任，易于向财富管理客户转化；转化后，由于垂直平台的生态属性极具吸引力，客户粘性更强、活跃度更高。

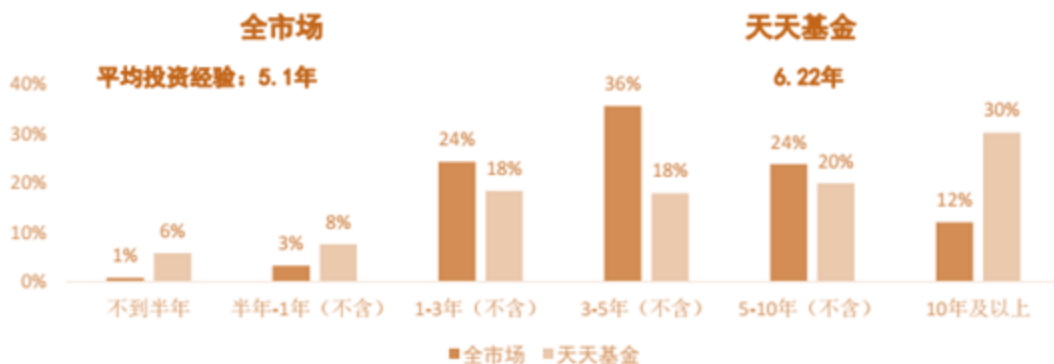
图表14 天天基金权益基金投资者的年龄分布



资料来源：尼尔森、天天基金、银华基金、华宝证券，平安证券研究所

- 1) 从投资者年龄分布来看，与蚂蚁基金相比，天天基金客户年龄分布相对分散，但总体集中在 40 岁-54 岁，40 岁以上的投资者占比远高于蚂蚁基金。
- 2) 从投资经验来看，天天基金投资者的平均投资经验约 6.2 年，高于市场水平（5.1 年），且 10 年及以上投资经验的投资者占比高达 30%。

图表15 天天基金权益基金投资者的投资经验分布



资料来源：尼尔森、天天基金、银华基金、华宝证券，平安证券研究所

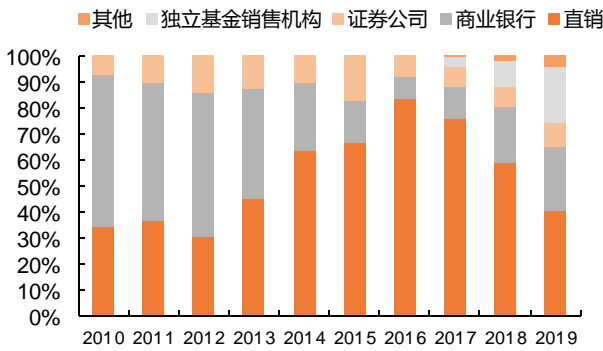
2.2.3 传统券商：以线下营业部为抓手，积极发展线上渠道

线下网点是传统券商服务个人客户、增强客户粘性的重要渠道；但加强线上渠道获客也至关重要。近年来，各头部券商不断加大金融科技及广告宣传投入，进行业务的线上化转型。总体来看，主要通过直播、视频录播、文字等方式传播各类金融资讯、增强用户粘性。与第三方线上机构相比，券商线上渠道的发展尚处于初级阶段。由于流量红利已基本消耗，当前进入存量用户竞争阶段，传统券商应当发挥在权益类资产配置和客户服务方面的专业优势，加大相关投入，加强存量竞争。

2.3 渠道变迁：第三方份额提升，券商在权益类基金具备先发优势

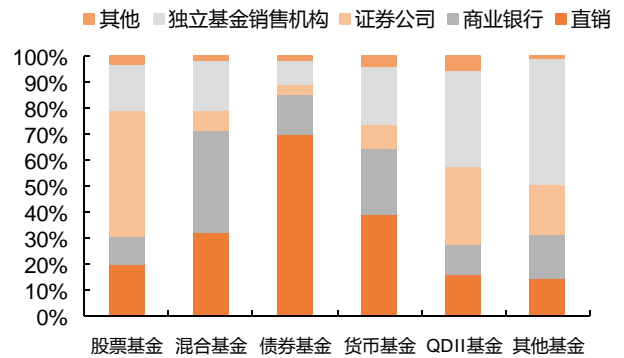
基金公司直销是基金销售和基金保有最主要的渠道，主要由于基金公司直销的客户大多为机构客户，相对较为稳定、交易频率较个人客户更低，其中债券型基金和货币型基金的占比尤为突出。2017年以来，随着线上化业务的发展，独立基金销售机构的销售规模市场份额快速提升至 20%+，与银行平分秋色；保有规模也提升至 10%+。聚焦权益型基金来看，混合型基金方面，银行占据主导地位、券商和独立基金销售机构尽管在总量上仍较银行有差距，但是其份额提升。**股票型基金方面，券商具有绝对优势，基金销售和保有规模占比均为市场最高，分别达 48.55%、43.94%。**主要由于：**1) ETF 的发行和交易必须通过证券公司。2) 券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化，客户风险偏好本身偏高、对高收益的需求较强；此外，券商机构业务主要服务于二级市场公募和私募基金，对公司和基金经理的管理风格、投资能力等专业认知更为深入，对权益类基金的推介更为独到，助力提升客户资产配置效率，使得证券公司天然具备优势。**

图表 16 基金销售认购申购分渠道占比变动



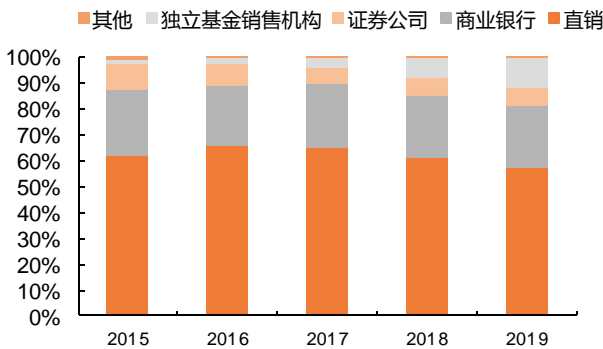
资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表 17 2019 年各类型基金认购申购分渠道占比



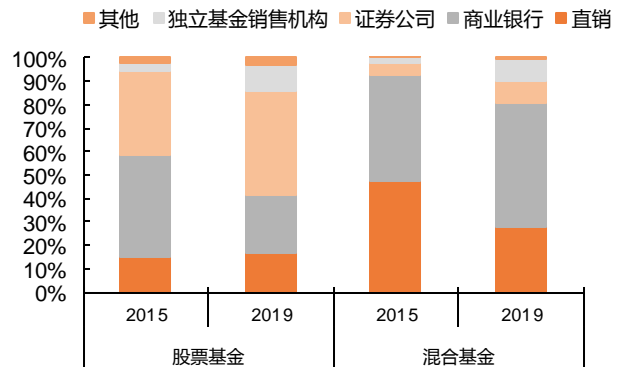
资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表 18 基金保有量分渠道占比变动



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表 19 2019 年权益型基金保有量分渠道占比



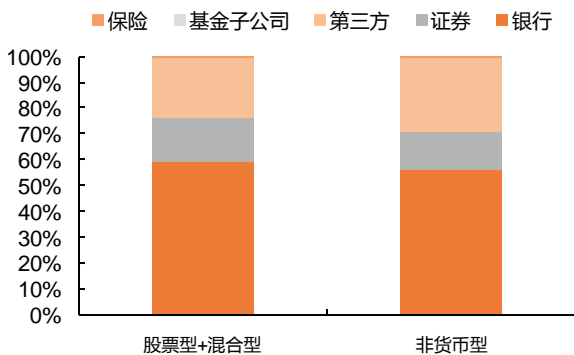
资料来源：基金业协会，平安证券研究所

从 21Q2 公募基金销售保有规模来看，银行和头部代销机构的市场份额较高、集中度较高，券商（尤其是互联网券商）的增量或将来自于存量交易的持续转化。排名前 100 的机构中，券商入围数量最多，但规模最小。51 家证券公司的权益型基金和非货币型基金保有规模的市场份额均不足 20%；29 家银行的市场份额均约达 60%；第三方机构的市场份额分别 23%、28%，亦远高于券商。权益型基金和非货币型基金保有规模 1000 亿元以上的机构分别 15 家、18 家，其中银行/券商/第三方分别 11/2/2 家、13/2/3 家，保有量规模排名前 10 的机构中并无券商。由于券商客户来源相对有限，头部券商与银行和头部第三方机构的规模差距较大、总体份额偏低。

1) 从 21Q2 权益型基金保有规模在非货基保有规模的占比来看，银行、券商、第三方机构分别占比 88%、95%、68%，券商天然在权益型基金销售上的优势体现明显、第三方机构则在债券型基金销售上更具竞争力。总体来看，基金尾佣占比普遍约 50%，未来券商应需发挥权益型基金销售的优势，大力增加存量业务转化方面的服务和投入。

2) 从 21Q2 权益型基金保有规模市场集中度来看，银行、券商、第三方机构的 CR5 分别 63%、39%、89%。其中，券商集中度最低，头部券商的规模差距不明显；第三方机构集中度最高，CR2 高达 78%，头部效应显著。我们认为，主要由于头部第三方线上机构早期占据流量入口和消费惯性后，紧握大众客群的消费特征，持续进行标准化服务升级，大众客群向第三方线上机构集中明显。

图表 20 21Q2 前 100 分渠道公募基金销售保有规模占比



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表 21 21Q2 分渠道前 5 公募基金保有规模 (亿元)

| 证券公司 | 权益型基金 | 商业银行 | 权益型基金 | 第三方机构 | 权益型基金 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 中信证券 | 1184 | 招商银行 | 7535 | 蚂蚁基金 | 6584 |
| 华泰证券 | 1079 | 工商银行 | 5471 | 天天基金 | 4415 |
| 广发证券 | 785 | 建设银行 | 4113 | 腾安基金 | 800 |
| 中信建投 | 543 | 中国银行 | 3334 | 盈米基金 | 409 |
| 东方证券 | 494 | 交通银行 | 2435 | 同花顺 | 336 |
| CR5 | 39% | CR5 | 63% | CR5 | 89% |
| 证券公司 | 非货基 | 商业银行 | 非货基 | 第三方机构 | 非货基 |
| 中信证券 | 1221 | 招商银行 | 7961 | 蚂蚁基金 | 10594 |
| 华泰证券 | 1126 | 工商银行 | 5875 | 天天基金 | 5075 |
| 广发证券 | 841 | 中国银行 | 4851 | 腾安基金 | 1358 |
| 中信建投 | 585 | 建设银行 | 4445 | 基煜基金 | 738 |
| 招商证券 | 534 | 农业银行 | 2751 | 盈米基金 | 676 |
| CR5 | 39% | CR5 | 62% | CR5 | 89% |

资料来源：基金业协会，平安证券研究所

三、 服务至上：从促成交易向买方投顾转型

3.1 制度松绑，投顾起步

2019 年 10 月以前，受制于监管的制度限制，以及传统银行和券商的考核体系影响，传统客户经理在基金销售中实际仅承担“卖方销售”的角色，以产品销售为导向，并非全生命周期关注客户需求、形成客户决策陪伴。因此，个人投资者实际对财富管理公司的忠诚度并不高，需要持续获取增量客户和增量业务，来赚取认购费、申购费、赎回费和与保有量挂钩的管理费。

2019 年 10 月 25 日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点落地。非产品销售为导向、与客户利益一致的买方投顾业务模式自此拉开帷幕。总体来看，“买方投顾”以客户为中心，了解客户需求、了解产品，专业的投资顾问辅助

投资者做出基金产品投资决策，帮助客户完成需求和产品的匹配、提高组合收益率；同时，将收费模式从收取申购赎回等交易型费用调整为按保有规模收取的方式，机构赚取服务费率、与投资者利益一致，实际属于存量业务管理、真正实现为客户进行资产的有效配置。

截至 2021 年 7 月 9 日，共计有 56 家机构获得基金投顾牌照，其中券商 27 家、公募及子公司 23 家、银行 3 家、第三方基金销售机构 3 家。根据基金业协会发布的《2019 年基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》，60.6%的投资者需要投顾服务，基金投顾业务未来可期。

图表22 基金投顾牌照发放情况

| 时间 | 机构数 | 机构类型 | 机构简称 |
|------------|-----|-----------|----------------------------------------------------------------|
| 2019.10.25 | 5 | 公募基金及其子公司 | 易方达基金、南方基金、嘉实财富、华夏财富、中欧财富 |
| 2019.12.13 | 3 | 第三方基金销售机构 | 蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金 |
| 2020.02.29 | 3 | 银行 | 工商银行、招商银行、平安银行 |
| | 7 | 券商 | 国泰君安、华泰证券、申万宏源、中信建投、银河证券、中金公司、国联证券 |
| 2021.06.25 | 11 | 公募基金及其子公司 | 博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、招商基金、工银瑞信基金、交银施罗德基金、华安基金、富国基金、鹏华基金 |
| | 7 | 券商 | 兴业证券、招商证券、中信证券、国信证券、东方证券、安信证券、浙商证券 |
| 2021.07.02 | 5 | 公募基金及其子公司 | 华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金 |
| | 11 | 券商 | 光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券、财通证券 |
| 2021.07.09 | 2 | 公募基金及其子公司 | 国泰基金、国海富兰克林基金 |
| | 2 | 券商 | 华西证券、华宝证券 |

资料来源：证监会，平安证券研究所

3.2 运作模式：目前以线上智能投顾为主，基金公司在第三方平台投放较多

基金投顾业务在投顾专业能力、产品多样性和客群特征等方面有一定门槛。买方投顾需要在充分了解客户和了解产品的基础上，为客户进行产品适配和动态平衡。市场瞬息万变，初期的产品匹配仅是第一步。买方投顾与传统卖方客户经理最大的区别点在于客户全生命周期的服务，也就意味着在市场环境和市场风格变化、客户投资需求变化之时，动态调整产品组合、快速满足客户需求。具体来看：买方投顾需要在初期对进行全方位、多角度的客户画像，并于客户建立信任关系：通过交流、历史投资数据分析等方式，来明确客户的投资目标和风险承受能力。在拥有多元化的产品体系 and 了解客户需求的基础上，为客户进行产品适配和动态平衡。

我国基金投顾业务试点开启不足 2 年，从各家试点机构的运作来看，主要集中于线上智能投顾的探索建设；从头部试点机构来看，投顾业务主要在自有 APP 和第三方机构 APP 的“投顾管家”投放运作。目前，线上智能投顾在客户风险测试结果的基础上，根据客户风险偏好和风险级别，推出相应的金融产品或金融产品组合；总体仍属于标准化服务。以蚂蚁基金的“帮你投”为例，作为一站式基金投顾，为投资者提供选基、配置和调仓等全委托资管服务；按照客户的 5 类风险级别共计推出 10 种投资策略，根据客户风险级别自动推荐相应投资策略（客户也可以自行调整投资策略）；10 种投资策略的底层基金组合一致，但在配置侧重点上有分化。

图表23 基金投顾业务运作模式

| | 传统“投顾” | 智能投顾（线上） | 线上平台提供综合服务 |
|--------------|-----------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------------|
| 服务方式 | 营业部客户经理 • 线下人工服务 • 线上展示方案组合 | 线上智能投顾，AI无人工 | 智能投顾 + 线上人工服务 |
| 需求匹配 | 根据客户需求提供个性化资产配置方案 | 根据客户风险偏好来匹配该类客户适合的产品组合 | • 智能投顾根据客户风险偏好匹配适当产品组合 • 人工坐席提供个性化服务（存在一定实操挑战） |
| 代表性机构 | 以银行、券商等为主 | 以基金公司、第三方机构和券商等为主，银行进展相对较慢 | 据悉，南方基金正在尝试推进 |

资料来源：平安证券研究所

图表24 蚂蚁基金“帮你投”概况



资料来源：支付宝，平安证券研究所

3.3 试点机构发展：线上为主、开放程度各异

基金投顾服务收费：根据策略组合风险的不同，收取不同投顾服务费率，不同机构同类产品的费率基本一致，第三方机构费率和起投点均为最低。当前基金投顾服务主要按照账户资产总额的一定比例向投资者收取投顾服务费率，一般约 0.2%-1%/年。根据策略组合风险的不同，低风险策略以货基等现金管理类产品为主，费率 0.2%/年；中风险策略以债基等固收类产品为主，费率 0.4%-0.5%/年；中高风险策略以权益型基金等产品为主，费率约 0.5%-1.0%/年不等。目前基金公司、券商和第三方机构的产品组合起投点普遍为 1000 元，由于招商银行智能投顾“摩羯智投”的客群定位为有权益类产品（如股票型基金等）投资经验的客户，起投点高达 2 万元，远高于其他试点机构。

试点机构在开展基金投顾业务中各有优劣：基金公司强于产品、第三方强于渠道、券商强于服务、银行较为均衡。

图表25 头部试点机构的基金投顾业务开展概况

| 类型 | 财富管理机构 | 智能投顾 | 策略种类 | 投资门槛 | 费率(不同风险) | 运作平台 |
|-----------|--------------|----------------|------|--------------------------|--------------------|--------------------------------|
| 基金公司及其子公司 | 易方达 | 易方达投顾 | 5 | 1000 元 | 0.2%-0.8%/年 | 第三方 APP (天天基金、蚂蚁基金) |
| | 南方基金 | 司南智投 | 7 | 1000 元-10 万元 | 0.2%-0.6%/年 | 自有 APP+ 第三方 APP (天天基金、蚂蚁基金) |
| | 华夏基金 (华夏财富) | 查理智投 | 7 | | 0.2%-0.5%/年 | |
| | 嘉实基金 (嘉实财富) | 嘉实投顾、嘉贝智投、智盈慧投 | 7 | 1000 元 | 0.2%-1.0%/年 | |
| | 中欧基金 (中欧钱滚滚) | 水滴智投 | 11 | | 0.25%-0.75%/年 | |
| 券商 | 国联证券 | 基智投 | 5 | 1000 元 | 0.2%-0.8%/年 | 天天基金 蚂蚁基金 |
| | 中国银河 | 财富星-基金管家 | 4 | | 0.3%-1.0%/年 | 自有 APP+ 天天基金 |
| | 中金公司 | A+基金投顾 | 2 | 1000 元 | 0.25%-0.5%/年 | 第三方 APP |
| | 中信建投 | 蜻蜓管家 | 2 | 1000 元 | 0.8%/年 | 蚂蚁基金 |
| | 申万宏源 | 星基汇 | 3 | 1000 元 | 0.25%-0.5%/年 | |
| | 国泰君安 | 君享投 | | | | 自有 APP |
| | 华泰证券 | 涨乐星投 | | | | |
| 银行 | 招商银行 | 摩羯智投 | 3 | 首次申购 2 万元+, 追加投资 5000 元+ | 投顾服务不收费 申购费 1 折 | 自有 APP |
| 第三方基金销售机构 | 蚂蚁基金 | 帮你投 | 10 | 首次起购 800 元, 单次追加 100 元 | 0.25%-0.5%/年 | 自有 APP |
| | 腾安基金 | 一起投 | | | | |
| | 盈米基金 | 且慢 | | | | |

资料来源：天天基金，蚂蚁基金，平安证券研究所

注：上表中有关于智能投顾策略种类、投资门槛和费率的统计仅来自于在第三方 APP 上展示的产品，为不完整统计。

具体来看：

- 1) 基金公司：产品丰富、投研能力强，但零售客户渠道能力弱、线下投顾服务能力有限，因此大力发展线上智能投顾，并主要依托于第三方基金销售机构 APP 代销。
- 2) 券商：客群稳定、风险程度较高，线上线下结合的“投”+“顾”服务，客户信任度高。头部平台的投研能力和线下投顾服务能力较强，对第三方 APP 的依赖度较低；中小券商具有先发牌照优

势，通过加强与第三方 APP 的合作引流，实现 AUM 增长。根据券商中国 5 月报道，国联证券基金投顾服务 AUM 近 90 亿，签约客户数突破 9 万人，签约客户户均资产 10 万元，平均接受服务时长 212 天。

3) 第三方基金销售机构：产品齐全，零售客户规模大、长尾客户众多，紧握 to C 优势，当前在基金投顾业务中占据有利竞争地位。但自身投研能力偏弱，总体仍以其他机构的产品代销为主。以天天基金和蚂蚁基金为代表的第三方机构 APP 对其他机构投顾的开放力度不同，其他机构产品和第三方主业主要入驻在“投顾管家”中。蚂蚁基金本身和先锋领航持有投顾牌照，推出“帮你投”；在“投顾管家”内仅上线部分机构经过筛选的部分产品。而天天基金则由于早期并无基金投顾试点资格，相较于蚂蚁基金的开放程度更高——2019 年末即迅速与南方基金达成合作，以开放的基金投顾平台来向实现自身向买方投顾转型的第一步。目前天天基金“投顾管家”已全面上线中国银河、中欧财富、南方基金、华夏才付、易方达基金、国联证券和嘉实财富的全部投顾策略组合。2021 年 7 月，东方财富证券取得第二批基金投顾试点资格，未来有望在天天基金推出自有投顾产品。

4) 银行：客群庞大、下沉，投顾服务经验充足，产品丰富而齐全，权益类投研能力偏弱。

四、 财富管理机构各有所长，发挥券商权益类优势

4.1 不同财富管理机构的核心竞争力各异

近年来，公募基金市场扩容明显，to C 业务重在渠道。而财富管理业务发展呈现出明显的线上化特征。也因此，我们从产品、渠道（客群）、服务三大要素来分析不同财富管理机构的权益类财富管理业务发展的核心竞争力。总体来看，不同财富管理机构的竞争力差异较大：

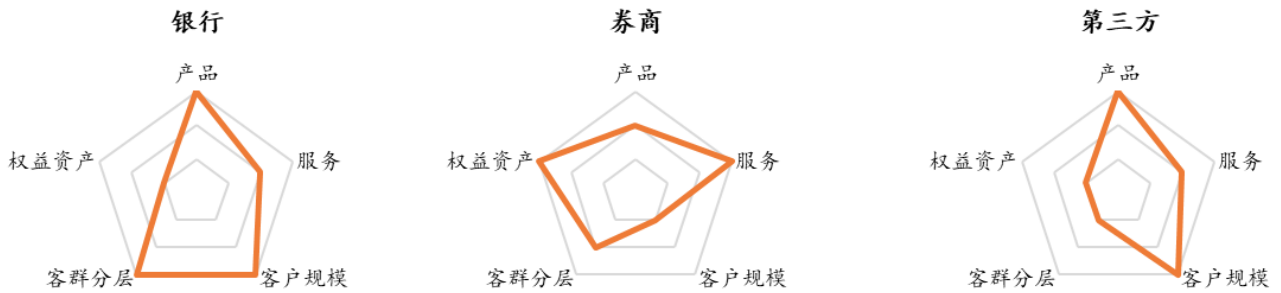
1) 基金公司：产品优势明显。基金公司以产品发行、投资为核心，在权益类基金的投研实力最强。但长久以来主要聚焦于机构客户基金销售，个人客户基金销售依赖于代销渠道、未得到充分重视，因此在个人客户向权益类财富管理转型的窗口期，渠道能力不足，仍需以来代销渠道。主要通过明星基金经理和爆款产品等形成品牌效应，增强客户粘性。

2) 第三方基金销售机构：线上渠道优势形成护城河。第三方机构以产品超市为主要商业模式，普遍缺乏投研能力；但牢牢把握线上流量入口、客户规模大，易于覆盖大众客户和长尾客户，渠道优势已充分形成护城河。

3) 券商：渠道能力有限，但权益类产品服务能力最强。券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化，引流入口有限，线下渠道弱于银行、线上渠道弱于第三方。但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验，对高收益的需求较强、对产品的接受度较高。同时，券商对公司和基金经理的管理风格、投资能力等专业认知更深入，对权益类基金的推介更为独到，助力提升客户资产配置效率。同时，投顾服务可以线上线下同步进行，通过全生命周期的“顾”服务，增强客户粘性，使得证券公司天然具备权益类产品服务优势。

4) 银行：兼具产品、渠道优势，擅长固收类产品服务。银行网点众多、渠道下沉、客群广阔，品牌信任度高；同时私行业务高净值客户集中。尽管银行产品品类齐全，大众客户风险偏好低、银行总体以稳健配置型产品为主，因此更擅长固收类产品的服务，权益类产品服务能力偏弱。

图表26 不同财富管理机构的核心竞争力各异



资料来源：平安证券研究所

4.2 充分发挥券商在权益类资产配置服务上的比较优势

一手抓服务、一手抓客户，充分发挥券商在权益类资产配置服务上的比较优势、加强存量客户运营。由于券商流量入口有限，增量客户基本依靠第三方机构。根据海外市场经验，佣金率、申购费等将随着市场竞争的加剧而有所下滑，因此下一阶段的竞争主要围绕存量业务开展，将更加考验财富管理机构的服务能力。券商在权益类产品的设计、经营、销售等方面具有较强优势。随着财富管理业务转型进程的加快，券商通过设立资管子公司、参股公募基金公司等方式，加强产品研发优势，形成产品联动；同时，券商投顾人数较多，充分借助研究所的投研能力，为客户提供优质的线上线下投顾服务、提高权益型基金的保有规模。

图表27 买方投顾将打破通道，促使券商向买方服务转型



资料来源：平安证券研究所

五、 投资建议及风险提示

5.1 投资建议

从产品、渠道和服务三大要素来看，财富管理机构基本呈现三分天下之势，建议关注在三大要素中具备竞争壁垒的公司。

- 1) 产品为基础：关注产品发行、投资能力强劲的基金公司。稳定的收益率是增强客户粘性、经营存量客户的要素之一，基金公司较其他机构的投资能力更强，但目前尚无上市公司。建议关注以财富管理为主线的、旗下拥有头部基金子公司和资管公司的券商，如广发证券、兴业证券、东方证券。
- 2) 渠道为核心：关注掌握流量入口的第三方机构。第三方边际获客成本低，覆盖大众客户、年轻客户和长尾客户，银行网点广、渠道下沉、客户基础好。建议关注旗下天天基金蓬勃发展的东方财富和零售业务实力强劲的招商银行。
- 3) 服务至上：关注机构的综合服务能力。总体来看，对于富裕客户和高净值客户的经营，围绕综合服务展开。头部券商具备高客基础、服务能力，建议关注中金公司、中信证券和华泰证券。

图表28 头部券商旗下基金子公司发展概况

| 上市券商 | 基金公司 | 持股比例 | 21H1 非货基规模 (亿元) | 21H1 规模排名 | 21H1 基金公司 对券商利润的贡献 | 2018-2020 平均利润贡献率 | 21H1 基金公司 对券商营收的贡献 | 2018-2020 平均营收贡献率 |
|------|--------|------|-----------------|-----------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 中信证券 | 华夏基金 | 62% | 5869 | 4 | | 10.4% | | 9.8% |
| 海通证券 | 海富通基金 | 51% | 820 | 41 | | 2.7% | | 2.9% |
| 国泰君安 | 富国基金 | 28% | 5509 | 5 | 14.0% | 11.1% | 17.0% | 10.9% |
| 华泰证券 | 华安基金 | 20% | 2885 | 16 | | 5.7% | | 7.1% |
| | 华泰柏瑞 | 49% | 1441 | 26 | | 2.5% | | 3.6% |
| | 南方基金 | 41% | 5325 | 6 | | 12.8% | | 18.0% |
| 招商证券 | 博时基金 | 49% | 4268 | 9 | | 14.4% | | 20.0% |
| | 招商基金 | 45% | 4276 | 8 | | 12.2% | | 15.5% |
| 广发证券 | 广发基金 | 55% | 6042 | 3 | 19.6% | 14.7% | 24.9% | 17.6% |
| | 易方达基金 | 23% | 10328 | 1 | 28.4% | 24.8% | 37.6% | 30.8% |
| 申万宏源 | 申万菱信 | 67% | 539 | 56 | 1.6% | 1.4% | 2.0% | 1.8% |
| | 富国基金 | 28% | 5509 | 5 | 27.2% | 17.6% | 24.9% | 15.2% |
| 中信建投 | 中信建投基金 | 55% | 218 | 88 | | 0.7% | | 1.5% |
| 东方证券 | 汇添富 | 35% | 6121 | 2 | | 74.7% | | 27.2% |
| 国信证券 | 鹏华基金 | 50% | 3403 | 12 | | 10.7% | | 17.1% |
| 光大证券 | 光大保德信 | 55% | 735 | 47 | 3.7% | 14.2% | 4.1% | 5.4% |
| | 大成基金 | 25% | 1423 | 27 | 7.7% | 23.6% | 9.7% | 10.4% |
| 兴业证券 | 兴证全球基金 | 51% | 3053 | 14 | | 43.0% | | 24.9% |
| | 南方基金 | 9% | 5325 | 6 | | 45.5% | | 34.1% |
| 长城证券 | 景顺长城 | 49% | 3054 | 13 | 84.1% | 47.8% | 58.2% | 39.0% |
| | 长城基金 | 47% | 793 | 42 | 9.5% | 12.1% | 13.8% | 15.3% |
| 长江证券 | 长信基金 | 45% | 585 | 53 | 7.2% | 12.9% | 9.7% | 9.2% |

资料来源：Wind，平安证券研究所

5.2 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险：宏观经济增速放缓，影响居民财富积累；
- 2) 权益市场大幅波动，影响个人客户投资意愿；
- 3) 监管政策超预期，其他资产价格波动，分流个人客户资产配置。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023
号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033