

国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

展业模式多元化发展，个性化服务能力仍需提升

——证券行业投资顾问业务专题报告

2023 年 12 月 27 日

分析师：

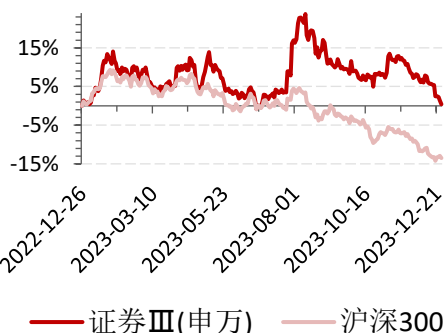
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

证券指数与沪深 300 指数涨跌幅走势图



资料来源：，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、2024 年度证券行业策略 - 改革加速推进，业态持续革新
- 2、深化改革提升枢纽能效，券商将差异化发展-中央金融工作会议点评

内容提要：

目前在我国，投资顾问业务被分为证券投顾、资管投顾、基金投顾业务三大类，涉及投资咨询、资产管理、债券交易行为等多个业务条线。

居民资产持续迁移。1) 随着我国经济的快速发展，居民财富规模不断增加，居民持续提高金融资产占比，权益类资产增持速度高于其他资产；2) 与成熟市场相比，我国居民现金和存款占比水平明显较高，未来居民的资本市场资产持有比例仍有较大提升空间；3) 整体来看，我国个人投资理念仍不成熟，呈现高投机性、高换手率、高散户占比等特点，多数个人投资者亦缺乏对信息的分析能力；4) 注册制进一步提高投资难度，散户委托专业机构理财成为趋势。

展业模式多元化，人员快速增长。展业形式方面，多数券商设立一级部门主导投资顾问业务进行展业，将投顾业务与产品销售落地相关联，促进财富管理体系化发展。盈利模式方面，券商投顾业务的创收模式持续多元化，资产规模门槛收费、差别佣金模式及服务费用模式为主流收费模式，“买方投顾”觉醒。从业人员情况，投顾人数快速增长，已超越经纪人数量，人员素质持续提升。

个性化服务能力需提升。1) “投资顾问”三个业务方向较为独立，券商难以把握投资顾问业务发展管理方向，加大监管难度，且现行投顾管理办法仍有优化空间；2) 从业人员仍难支撑业务精细化发展，一方面，我国投资顾问数量相对庞大的客户基数仍显单薄，另一方面，我国投资顾问专业能力仍需提升。3) 业务生态圈仍未建立，业务支持上，协同支持仍需丰富，综合服务上，还未实现通过投顾业务串联整个财富管理业务。

业务发展建议：第一，从顶层设计上提升投顾业务的战略地位，配备多方位的研究内容开发支持；第二，聚焦细分市场，形成差异化竞争，券商应更细致的刻画客户画像，且根据自身资源禀赋及业务特色，在现有客户中深度挖掘投资顾问业务条线客户；第三，丰富产品矩阵，提高客户粘性，资本市场产品上增加策略种类，布局大类资产配置领域，搭建多元化财富管理产品矩阵，在其他一揽子金融产品服务

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

上，券商应加强与银行、保险等机构的合作，搭建财富管理综合金融平台。第四，科技赋能，探索智能投顾新模式，进一步加强与科技研发公司的合作。

投资建议：部分券商投顾已经在探索专业化、智能化及买方化。建议关注运营理念先进、财富管理业务体量领先的中信证券、中金公司、国泰君安；在公募、资管产品条线研发能力突出的广发证券、东方证券、财通证券以及兼具互联网及财富管理基因的东方财富。

风险提示：国内外疫情超预期影响业务开展及市场情绪；流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

目录

1、投顾业务政策：大力推进规范化展业.....	4
1.1 总览.....	4
1.2 政策现状.....	5
2、投顾业务发展情况：需求提升，模式多元化.....	9
2.1 宏观环境：居民资产持续迁移.....	9
2.2 投顾业务现阶段情况：展业模式多元化，人员快速增长	11
3、行业发展趋势：个性化服务能力需提升.....	15
3.1 业务发展问题.....	15
3.2 投顾业务发展建议.....	17
4、投资建议	20
5、风险提示	21

图表目录

图 1：上市券商收入结构变化	4
图 2：我国城镇居民可支配收入及收入结构	9
图 3：我国城镇居民资产性收入及工资收入占比	9
图 4：沪深 300 指数收益率	9
图 5：中证综合债指数收益率	9
图 6：中国百城样本住宅平均价格（元/平方米）	10
图 7：部分经济体居民现金和存款占金融类资产比重	10
图 8：中国股市换手率	11
图 9：我国投资者持有基金时长统计	11
图 10：投资顾问业务在券商中的运营模式	12
图 11：经纪业务各条线净收入占比变动情况（亿元）	12
图 12：2010 年-2023 年 10 月 19 日证券经纪人与投资顾问数量变化（人）	14
图 13：2017-2022 年头部券商注册投资顾问增加情况（人）	14
图 14：一名投资顾问服务客户数量	15
图 15：投资顾问学历情况	15
图 16：投资顾问工作年限	15
表 1：投资顾问业务及发布证券研究报告业务规定对比	5
表 2：资管投顾监管要求	7
表 3：公募基金试点机构名单	8
表 4：市场投顾业务主流收费模式	13
表 5：重点公司估值情况（收盘价日期为 2023 年 12 月 26 日）	21

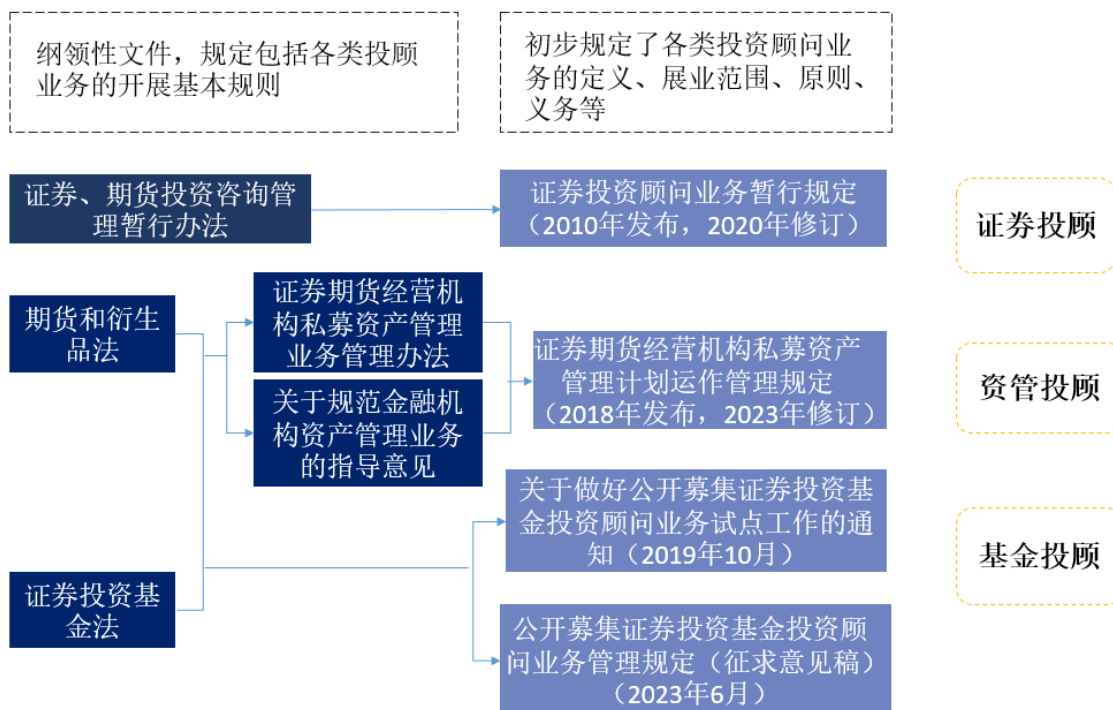
1、投顾业务政策：大力推进规范化展业

1.1 总览

我国对于投顾业务的监管可以追溯到1997年。1997年国务院证券委颁布《证券、期货投资咨询管理暂行办法》，正式开始监管投资咨询。2010年发布的《证券投资顾问业务暂行规定》将证券投资业务主体制顾问进一步设定为证券公司和证券投资咨询机构，要求投顾服务人员注册登记。2018年发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》对限定开展资产管理计划的投资顾问资格提出执业规范。2019年，我国在基金法框架下开始探索公开募集证券投资基金投资顾问业务监管。

由此可见，目前我国，投资顾问业务被分为证券投顾、资管投顾、基金投顾业务三大类，涉及投资咨询、资产管理、债券交易行为等多个业务条线。

图 1：投资顾问业务监管框架



资料来源：，国开证券研究与发展部

1.2 政策现状

1.2.1 投资咨询投资顾问业务

券商最早的“投资顾问”业务源自投资咨询。证券投资顾问业务是证券投资咨询业务的一种基本形式，而投资咨询业务是券商的一项传统业务项目。

投资咨询业务的立法时间为1997年。目前，1997年发布的《证券、期货投资咨询管理暂行办法》仍是对于投资咨询业务现行有效的主要监管规定。投资咨询业务主要被分为两个业务分支，分别为向投资者提供证券投资顾问服务和发布证券研究报告业务。2010年，证监会发布《证券投资顾问业务暂行规定》，首次提出“投资顾问业务”的概念，即“指证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托，按照约定，向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务，辅助客户作出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的经营行为。投资建议服务内容包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等”。暂行规定还鼓励证券公司大力发展投资顾问业务，明确该业务可以按照资产规模、差别佣金和服务期限等形式收取服务费，多元化券商收入结构。

表 1：投资顾问业务及发布证券研究报告业务规定对比

	证券投资顾问	发布证券研究报告
现行法规	证券投资顾问业务暂行规定(2020第二次修正)	发布证券研究报告暂行规定(征求意见稿)(规范性文件)
服务内容	接受客户委托，按照约定，向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务，包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。 证券公司开展证券经纪业务，附带向客户提供证券及证券相关产品投资建议服务，未就该项服务与客户约定收取费用，其提供投资建议行为也适用。	对证券及证券相关产品的价值或者影响其市场价格的因素进行分析，制作证券研究报告，并向客户发布。 证券研究报告，是指含有对具体证券及证券相关产品的价值分析、投资评级意见等内容的文件，主要包括涉及具体证券及证券相关产品的上市公司价值分析报告、行业研究报告、投资策略报告等。
业务原则	诚实、信用、适配	独立、客观、公平
执业人员	应当取得证券投资咨询执业资格，在中国证券业协会注册登记为证券投资顾问，不得同时注册为证券分析师。	应当取得证券投资咨询执业资格，在证券业协会注册登记为证券分析师，不得同时从事自营、资产管理等存在利益冲突的证券业务。

展业规范	除本公司的证券研究报告外，鼓励外购其他证券公司、证券投资咨询机构发布的证券研究报告作为服务支持。	报告要注明证券研究报告依据的信息来源；说明证券研究报告分析方法、依据和研究结论的局限性。
	证券投资顾问不得通过广播、电视、网络、报刊等公众媒体，做出买入、卖出或者持有具体证券的投资建议。	防止证券分析师利用非公开信息发布证券研究报告。

资料来源：证监会，国开证券研究与发展部

随着资本市场的快速发展，2011-2020年间，证券投顾业务的规模大幅增长，2019年证监会出台新《证券法》，2020年，证监会对《证券投资顾问业务暂行规定》进行了修订，明确职业资格。此外，2019年6月，中国证券业协会出台《证券投资咨询机构执业规范（试行）》，主要为规范自媒体介质等新业务模式并满足合规自律管理要求。

上述文件要求投顾业务展业时坚守“诚信、信用、适配”的原则。投资咨询机构和人员应满足投资咨询业务在内部管理制度建设、人员资质、投资建议管理、合同必备条款、风险提示、投资者适当性管理方面的特别性要求，由于面对客户结构较为多元化，我们认为证券投顾业务中投资者适当性工作是核心和重要风险点。

1.2.2 资产管理投资顾问业务

2018年4月，央行、银保监会、证监会、国家外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，首次明确提出“资产管理投资顾问”业务名称，规定金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。其后的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》等细则进一步对资产管理业务投资顾问的资质、行为规范等进行了细化，并于2018年出台更具有针对性的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，于2023年进行修订。

资产管理投资顾问业务的监管规定建立在《中华人民共和国证券投资基金法》与《中华人民共和国期货和衍生品法》框架下，也就是说，券商资管投顾业务与资管业务保持一致，是依据信托法律关系而设立。实操来看，在目前的监管规定下，资管投顾对管理人的限制更为宽松。

依据现行政策，资产管理业务条线的投资顾问服务于资管客户，主要为

管理资产的投资组合提供投资建议，是资产管理业务主要形式的补充。也就是说，投资顾问是资产管理业务的辅助性服务，权力及责任在资产管理计划管理人之下。制度规定，资产管理计划管理人依法应当承担的责任不因聘请投资顾问而免除。与此同时，资管投顾业务也应遵循资产管理业务关于业务隔离规定，应执行信息隔离墙制度管理规范，防范与自营、投行等业务的利益冲突。

表 2：资管投顾监管要求

要点	内容
资质要求	1、从事资产管理业务的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构。
	2、同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人：(一)在证券投资基金业协会登记满 1 年、无重大违法违规记录的会员；(二)具备 3 年以上连续可追溯证券期货投资管理业绩且无不良从业记录的投资管理人员不少于 3 人；(三)中国证监会规定的其他条件。
展业规范	1、开展投资顾问业务提供投资建议，应当参照资产管理业务实施内部管理，由特定的部门实施统一运营管理，不得由分支机构独立开展。对随金融科技发展的智能投顾业务，也应具备投资顾问资质并遵循投资顾问行为规范。
	2、聘请投资顾问的，应制定相应利益冲突防范机制。资产管理计划管理人依法应当承担的责任不因聘请投资顾问而免除。
	3、不得聘请个人或者不符合条件的机构提供投资顾问服务。

资料来源：证监会，国开证券研究与发展部

1.2.3 公募基金投资顾问业务

公募基金投资顾问的监管框架在2019年正式诞生，主要为避免公募基金行业按“前端销售加佣金”可能导致的为追求机构自身利益最大化损害投资者利益。2023年6月《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》正式发布，主要包括以下三个方面内容：

一是规定沿用并优化了试点期间对“投资”的规范和限制。其中对投资分散度的限制要求，单一基金投资顾问机构所有管理型基金投顾业务客户持有单只基金份额合计不得超过该基金总份额的50%（试点期间限制要求为20%），单个客户持有单只基金不超过其委托资产的20%。

二是规则进一步优化了对“顾问”的引导和监管。要求在了解客户情况前，不得展示基金组合策略，在实施匹配前，不得展示历史业绩，匹配

后展示业绩要求同时以显著方式披露风险指标。政策还要求基金组合策略年度单边换手率超过1倍的,应当以基金交易费用抵扣基金投资顾问服务费等方式规避利益冲突。

三是规则建立了同业合作展业、养老金投顾的执业规则。同业展业方面,规则要求有效区分和隔离基金投资顾问业务与合作机构的业务,基金销售机构不得分取基金投资顾问服务费。关于服务居民养老金融需求,规则要求投顾机构提供专业服务满足客户多元化养老需求,同时拟待将来个人养老金制度相对成熟定型后适时引入基金投资顾问。

此次公募基金投顾管理规定公开征求意见,意味着基金投顾业务从试点转向常规,这有望加速推动财富管理向买方投顾服务模式的转型。截至2023年上半年,共有60家机构纳入试点,服务资产规模达1464亿元,占公募基金总规模的比例仅为0.55%左右,未来在居民理财需求扩张、财富从房地产转向理财产品过程中发展空间广阔。

表 3: 公募基金试点机构名单

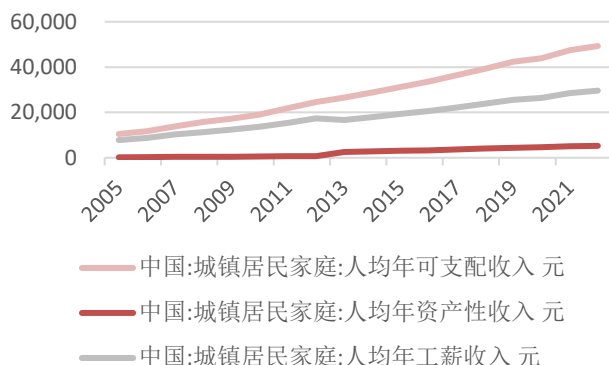
批次	获批时间	机构类型	机构家数 (家)	机构名单
第一批	2019 年 10 月	基金公司	5	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富
	2019 年 12 月	三方平台	3	先锋领航投顾, 腾安基金, 盈米基金
	2020 年 2 月	银行	3	工商银行、招商银行、平安银行
		证券公司	7	国泰君安, 华泰证券, 申万宏源, 中信建投, 中金公司, 银河证券, 国联证券
第二批	2021 年 6 月	基金公司	9	工银瑞信基金, 博时基金, 广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金, 交银施罗德基金
		证券公司	7	兴业证券、招商证券、国信证办、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券
	2021 年 7 月	基金公司	9	华泰柏瑞基金, 景顺长城基金, 民生加银基金、富国基金, 中万菱信基金, 万家基金、建信基金、国海富兰克林基金, 国泰基金
		证券公司	13	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、财通证券、华宝证券、华西证券
	2021 年 8 月-11 月	基金公司	2	鹏华基金、农银汇理基金
		证券公司	1	渤海证券

资料来源: 证监会, 国开证券研究与发展部

2、投顾业务发展情况：需求提升，模式多元化

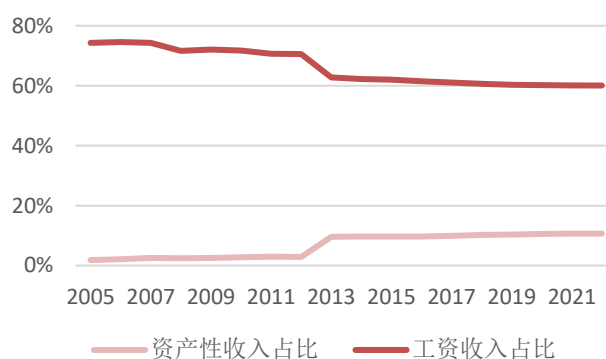
2.1 宏观环境：居民资产持续迁移

图 2：我国城镇居民可支配收入及收入结构



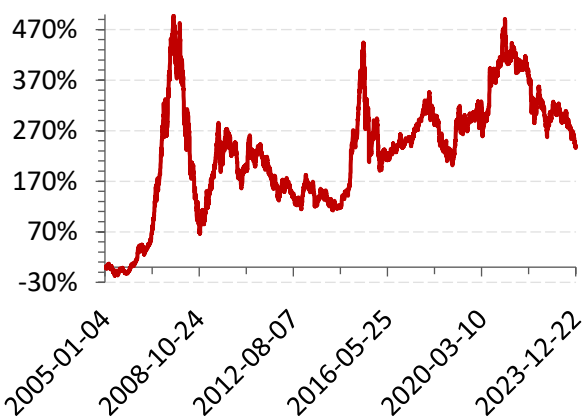
资料来源：，国开证券研究与发展部

图 3：我国城镇居民资产性收入及工资收入占比



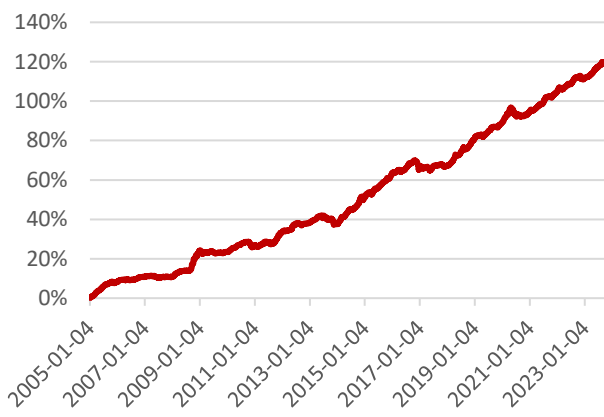
资料来源：，国开证券研究与发展部

图 4：沪深 300 指数收益率



资料来源：，国开证券研究与发展部

图 5：中证综合债指数收益率

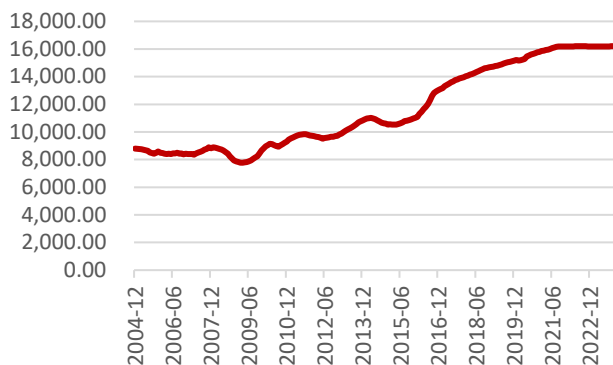


资料来源：，国开证券研究与发展部

随着我国经济的快速发展，居民财富规模不断增加，财富结构也发生持续且深远的变化，财富管理和资产管理的市场发展潜力巨大。自2005年以来，我国城镇居民人均可支配收入持续增长，动力不仅来自于工资水平的提升，也来自于资产性收入的增长。2005-2022年间，我国人均可支配收入的年复合增速为9.53%，工薪收入复合增速为8.16%，略低于收入水平的增长，而资产性收入的年复合增速则高达21.34%。我们认为，这一方面由于2005年1月1日-2022年12月31日，金融资产价格震荡上涨，其中全 A 指数年化收益率达10.20%，中证综合指数年化收益率

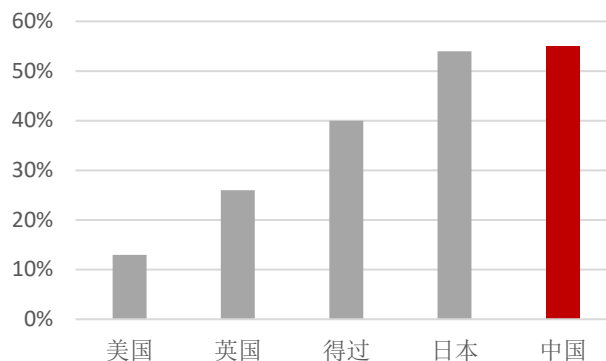
4.25%，房地产百城样本住宅平均价格年复合增速为3.65%；另一方面，居民持续提高金融资产占比，而根据上述资产价格增速，居民权益类资产增持速度高于其他资产。

图 6：中国百城样本住宅平均价格（元/平方米）



资料来源：，国开证券研究与发展部
注：2004年12月-2010年5月数据为作者估算值

图 7：部分经济体居民现金和存款占金融类资产比重



资料来源：，国开证券研究与发展部

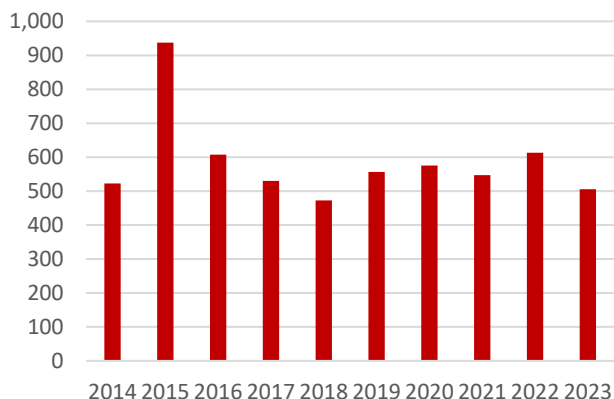
财富管理市场扩容仍有空间。目前中国居民的可投资资产中，存款及货币占比仍然较高。居民收入结构中财产性收入比例低，但上升速度快于总收入增速。我国居民的金融资产配置持续多元化，但现金及存款占比仍在50%以上。2005年，我国现金和存款占金融资产比重超75%，随着资本市场、理财及信托等金融市场的发展，2017年居民持有现金和存款占比下降至56%。2018年以来，“资管新规”打破银行理财刚性兑付，资本市场开启注册制，股票、债券、公募基金等资本市场金融资产占比快速提高至近20%，现金和存款占比在55%附近。与成熟市场相比，除日本居民相对保守外，我国居民现金和存款占比水平明显较高，未来我国居民资本市场资产持有比例仍有较大提升空间。

我国投资者仍需成长。目前，我国投资者与成熟市场投资者相比，具有换手频繁、持有标的分散度低、个人投资占比高等特点。换手率方面，我国个人投资者交易较为频繁，近5年换手率约为559.49%，是美国的近5倍，日本的10倍，且较高的换手率水平并未见到下降趋势。这说明，我国个人投资者持股时间较短，更关注于短期股票价格的波动，而非长期公司成长趋势。持股数量方面，根据风险分散化程度低。个人投资者持有股票数量来看，据统计，美国个人投资者持平均有4家公司股票，而我国个人投资者平均持有股票数为2.1家公司，风险分散理念低于成熟市场投资者。散户与机构投资者占比方面，截至2022年底，公募基金中的机

机构投资者占比降至47.12%，个人持有比例为52.88%，个人持有基金份额持续超过机构。而美国资本市场上，机构投资者自50年代快速崛起，近5年个人投资者占比平均在三成以下。因此，整体来看，我国个人投资理念仍不成熟，呈现高投机性、高换手率、高散户占比等特点，多数个人投资者亦缺乏对信息的分析能力。

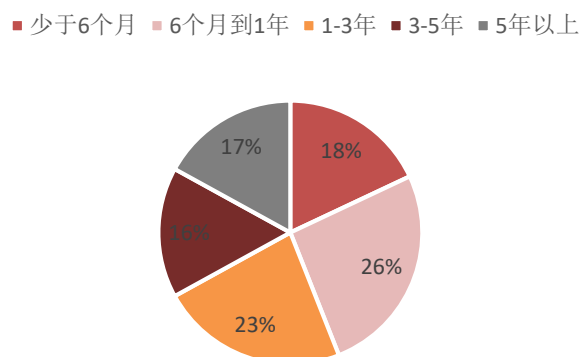
注册制进一步提高投资难度，散户委托专业机构理财成为趋势。我国注册制于2023年一季度正式落地。对于投资端来说，注册制一方面将为投资者带来更加丰富且充裕的企业类型和选择，提供多元化的风险偏好和收益预期匹配可能；另一方面，定价市场化将使一二级市场简单套利模式消失，上市包容性增强也意味着公司会两极分化，叠加上市、退市渠道将更加通畅，对投资者的标的鉴别能力提出了更高要求。因此，我们推断，散户委托专业机构理财的进程将加速。

图 8：中国股市换手率



资料来源：，国开证券研究与发展部
注：2004 年 12 月-2010 年 5 月数据为作者估算值

图 9：我国投资者持有基金时长统计



资料来源：，国开证券研究与发展部

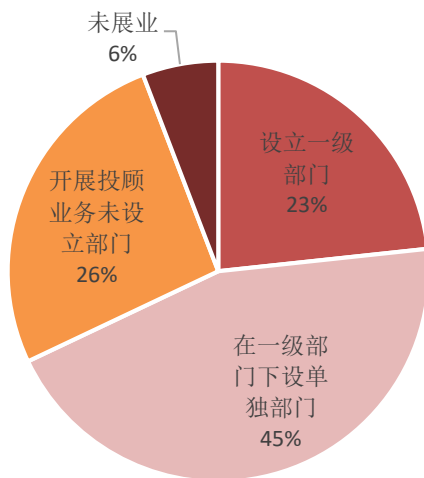
2.2 投顾业务现阶段情况：展业模式多元化，人员快速增长

2.1.1 展业形式

机构对财务顾问业务重视程度持续提升。根据中证协专项调查，截至2021年底，参与调研的103家券商中，共97家开展投顾业务，其中24家成立一级部门，较2020年增加1家，更多券商选择在经纪业务部、研究发展部、零售业务部或财富管理部等一级部门下开展业务。2023年，根据券商中国调研结果，近70%的券商设立一级部门主导投资顾问业务开展展业，其中，超过85%的一级部门除开展投顾业务外，还同时负责财富

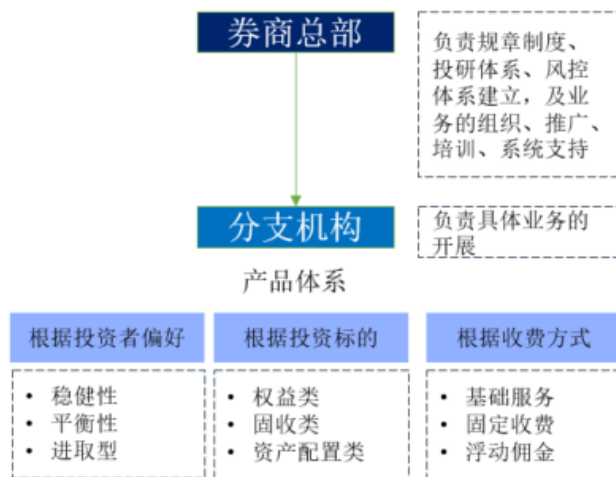
管理或产品代销。更多券商将投顾业务与产品销售落地相关联，促进财富管理体系化发展，有意识打造以投顾为抓手、以“产品+服务”为模式的“财富管理服务商”形象。

图 10: 券商投资顾问业务管理方式



资料来源: , 国开证券研究与发展部

图 11: 投资顾问业务展业形式



资料来源: , 国开证券研究与发展部

从展业的组织形式来看，我国券商投顾业务的组织形式以总部和分支机构分工协作为主。根据券商中国2023年的调研结果，有55.6%的券商投顾业务在运营中采取总部与分布协同工作的模式。整体来看，总-分投顾展业可以分为两种路径：部分券商总部分部均配置投资顾问，提供的产品与服务无明显产品，总部同时参与任务分配与考核管理工作；另一部分券商总部负责规章制度、投研体系、风控体系的建立及运营，并负责业务的组织、推广、培训及数字化平台搭建工作，分支结构负责具体投顾服务的开展。

2.1.2 盈利模式

《证券投资顾问业务暂行规定》对投顾业务收费模式进行了明确的规定：证券公司、证券投资咨询机构应当按照公平、合理、自愿的原则，与客户协商并书面约定收取证券投资顾问服务费用的安排，可以按照服务期限、客户资产规模收取服务费用，也可以采用差别佣金等其他方式收取服务费用。

资管投顾及基金投顾的相关管理办法则对投顾业务设置了限制性规定：

《证券投资顾问业务暂行规定》要求投资顾问业务不得与投资者分享收益；《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》要求不得向未提供实质服务的投资顾问支付费用或者支付与其提供的服务不相匹配的费用；《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》则规定投资顾问人员考核激励措施不得存在与基金销售费用挂钩等可能存在利益冲突的安排。以预收方式收取的基金投资顾问服务费在确认为投资顾问收入前，不得用于人员激励。限制性规定主要为了避免行业为实现自身利益最大化做出短视行为，以及避免服务人员为获取分成收益向投资者提供不适当的、高风险的投资建议，在客户亏损时发生纠纷。

目前，依据资产规模门槛收费、差别佣金模式及服务费用模式是行业内投资顾问业务展业中最主流的三种收费模式。资产门槛模式中，券商根据管理客户资产的不同规模向顾客提供不同内容的增值服务，部分券商设置价格梯度，部分设置内容梯度，提供免费附加服务。资产门槛模式是最为典型的“买方投顾”模式，有利于提升客户黏性，长期来看也能更好的引导投资顾问的执业规范。差别佣金模式中，券商主要通过设计模块化服务或不同服务形式，根据投资者的交易量或交易金额收取佣金，实现差异化佣金的收取。一些券商投资顾问通过提供一对一服务将佣金率提升至2.5‰-3‰。在差别佣金模式下，券商能为需求较高的客户提供更为专业化、个性化的服务，提升优质客户体量。此外，部分券商先于行业试水服务费用收费模式，即投顾独立收费模式。在此模式下，投资者为专业的顾问服务支付额外的费用，并不与“保有量”进行捆绑。这种模式更适用于研究实力强、产品丰富的券商。整体来看，券商投顾业务的创收模式持续多元化，“买方投顾”觉醒，根据调研，2021年有90家公司的投资顾问业务创收，创收能力在不断增强。

表 4：市场投顾业务主流收费模式

	费用	服务内容	优点	适用情景	代表券商
资产规模门槛式	根据资产规模梯度收费或提供服务，规模越大，费率越低或服务内容约丰富	一般通过投顾服务为客户实现保值增值	提升客户粘性	适用于客户资源丰富的券商	招商证券
差别佣金模式	投顾费率约为2‰-2.5‰，部分达3‰	差异化增值服务	盘活存量客户	适用于人力充沛的券商	中金公司、国金证券

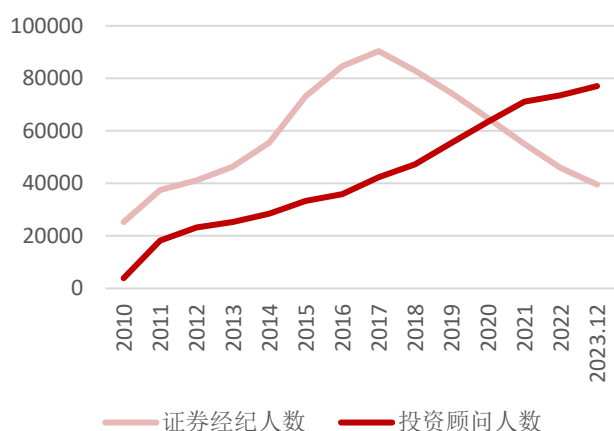
服务费用模式	根据服务内容按梯度独立收费	提供内容更为丰富全面的咨询服务	摆脱捆绑佣金收费模式	适用于研究所实力强、产品丰富的券商	中信证券、天风证券
--------	---------------	-----------------	------------	-------------------	-----------

资料来源：证监会，公司公告，国开证券研究与发展部

2.1.3 从业人员情况

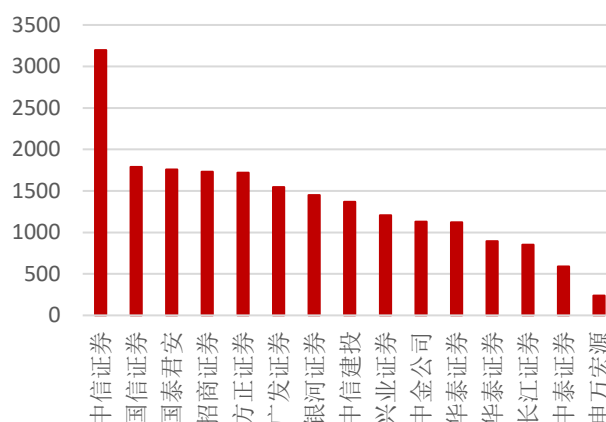
投顾人数快速增长，已超越经纪人数量。自2018年行业开启财富管理转型以来，行业证券经纪人数量不断下降，投资顾问数量则大幅提升。具体来看，证券经纪人数量由2017年的9.04万人骤降至目前的3.9万人，投资顾问则由2017年的4.02万人增加到目前的7.6万人，行业人员结构在2021年发生逆转。从投资顾问数量排名来看，截至2022年末，中信证券、广发证券、银河证券、国泰君安、中信建投投资顾问数量排在行业前五；从2017年以来投资顾问增量来看，中信证券投资顾问增加3000余人，国信证券、国泰君安、招商证券、方正证券的投资顾问均增加超过1700人。

图 12：2010 年-2023 年 10 月 19 日证券经纪人与投资顾问数量变化（人）



资料来源：，国开证券研究与发展部

图 13：2017-2022 年头部券商注册投资顾问增加情况（人）



资料来源：，国开证券研究与发展部

投顾人员素质持续提升。值得注意的是，随着投资顾问业务重要性及价值的提升，投资顾问从业人员的素质正在快速提升。参与调研的投资顾问中，大学本科学历及以上的从业人员占比高达95.75%，其中大学本科学历占比近80%。我们认为，从事投资顾问群体的学历快速提升，主要由于券商更加重视投顾业务，正在加速打造高学历团队。同时，投资顾问的从业经历也较为资深。受访者中，四成投资顾问工作年限超10年，三成工作年限在5-10年之间，我们认为部分因为此前兼具能力与经验的

经纪人转换身份，加入投顾大军。

图 14: 一名投资顾问服务客户数量

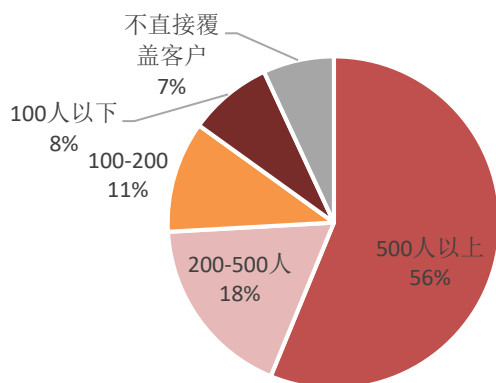
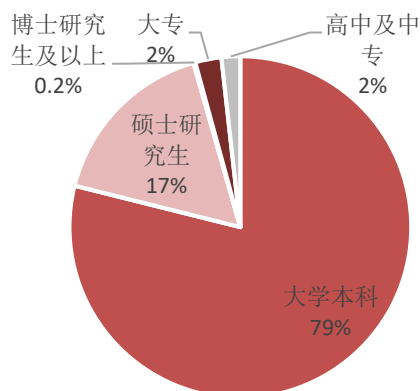


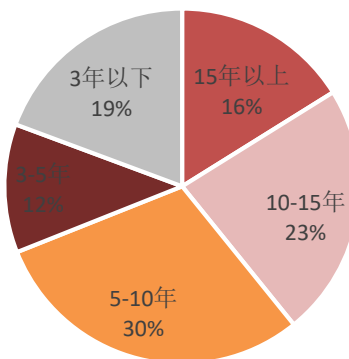
图 15: 投资顾问学历情况



资料来源: , 国开证券研究与发展部

资料来源: , 国开证券研究与发展部

图 16: 投资顾问工作年限



资料来源: , 国开证券研究与发展部

3、行业发展问题及建议：个性化服务能力需提升

3.1 行业发展面临的问题

3.1.1 业务制度尚需整合完善

“投资顾问”三个业务方向较为独立。整体来看，目前投资顾问涉及的投资咨询、资产管理及基金投顾互相独立，多个法规均出现“投资顾问”

定义，虽然实质工作与思路相近，但没有统一的业务定义、准入标准、业务规范，甚至顶层法律法规也不尽相同。这种制度上的独立一方面导致券商难以把握投资顾问业务发展管理方向，部分券商由专门部门管理，另一部分则分散在不同条线，业务发展较为混乱且加大监管复杂度及难度；另一方面，投资者对投资顾问业务或将产生困惑，对自身与券商权利、义务及责任较难准确掌握。

我国现行投顾管理办法仍有优化空间。与成熟市场投顾监管框架相比，我国现行的三大投顾管理办法，即《证券投资顾问业务暂行规定》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》及《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》，借鉴并涵盖了成熟市场投顾框架的大部分内容，在定义、信义义务等方面较为明确，但是对尽职调查、专业执业规范、收费规范等方面规定的较为简单。同时，我国证券投顾管理框架主要涉及建议型投顾，但实际上国际头部投行的投顾业务利润来源主要为以全委托形式为主的管理型投顾业务，因此我国全投顾政策未来仍有进一步放开的空间。

3.1.2 从业人员仍难支撑业务精细化发展

我国投资顾问数量相对庞大的客户基数，仍显单薄。截至2023年12月21日，我国券商投资顾问群体数量已达77060人，而根据中国结算数据，截至8月，A股投资者人数为22141.6万人。进行简单平均，目前，我国一位投资顾问对应2873位A股投资者。虽然该数据随着投资顾问人数的快速上涨，持续改善，但仍然难以支撑投资顾问业务的精细化、个性化发展。根据券商中国的调研，服务于200人以上投资者的投资顾问占比74%，其中56%的投资顾问人员同时覆盖500名以上的投资者，而同时为100名以下投资者提供投资顾问服务的投顾仅占8%。随着未来投顾业务的扩容，预计投顾人才的需求供给缺口将长期存在。

我国投资顾问专业能力仍需提升。一方面，我国投顾增加人员多为之前证券经纪人转型而来，部分人员能力不足以胜任对多元化、复杂化产品的分析推荐能力，难以全面支撑买方投顾模式。国际顶级投行投顾团队在人员要求上明显更为严格，如美林对投顾人员的要求为学士学位以上

且具有12年以上的私人银行业务或复杂的金融服务经验；摩根士丹利要求持有商科或其他商业相关领域的学士学位或同等学历五年的专业经验。另一方面，由于买方思维投顾业务仍处于萌芽期，大多数券商重视程度不足，因此对人才的培训及资源支持力度不足。

3.1.3 业务生态圈仍未建立

在业务支持方面，我国投顾团队背后的协同支持仍需丰富。目前，我国投资顾问团队主要靠研究团队、信息技术团队提供内容与科技支持，协同形式及内容均较为单一。以美林为例，该公司投顾团队背靠五个中后台团队，分别为银行、市场、金融团队（包括研究团队、全球市场团队、Global Wholesale Credit（负责综合承保、监控和产品管理）、消费者与小企业银行团队、全球企业与投资银行团队（全球财富与投资管理），业务支持功能团队（包括首席行政团队、首席财务团队、首席运营团队、公司审计、人力资源、营销和公司事务团队），技术与运营团队，对其发展战略、产品矩阵、投顾内容、运营综合及科技等多方位需求提供业务支持，提升专业能力及核心竞争力。

在公司综合服务方面，与成熟市场相比，我国投顾业务生态圈仍需建设。我国投顾业务主要以公司产品及数字化平台为核心，通过对客户基础信息进行简单分类，最终对应了较为粗放的、广谱性的投资策略，缺少与客户的沟通，个性化服务难以体现。相比之下，成熟资本市场的投顾展业则真正落实了“以客户为中心”，依托于较为丰富的产品矩阵，国际头部投行将收集客户信息这一步骤前置，对客户进行更加全面的分析，进而精准地匹配或定制投资组合，并对重点客服配备专人服务。对客户信息掌握不全面、分析不深入，一方面导致投顾业务个性化不足，客户粘性不高；另一方面，难以实现通过投顾业务串联整个零售业务，甚至是对公业务，形成以投顾业务为核心的生态圈，提升公司综合作战能力。

3.2 投顾业务发展建议

第一，提升全局意识，提升研究能力

财富管理业务包含经纪、资管、两融等多业务条线，更加强调全方位的综合作战能力，而投资顾问团队是财富管理业务最直接接触客户的“门

面担当”。未来，投顾业务应以客户为中心，以专业的资产配置能力为出发点，根据客户的风险承受能力帮助其完成大类资产的配置，达到客户所需求的风险收益规划目标，并同时满足客户在养老规划、税务规划、子女教育规划及慈善事业等方面的综合财富管理需求。

要想完成上述具有复杂性及系统性的任务，一方面，应从顶层设计上提升投顾业务的战略地位，为其配备多方位的研究内容开发支持，另一方面，应提升投顾人员专业能力，更好的实现各条线产品落地。研究部门应该全力支持投资顾问团队，包括提供研究报告等支持、与投顾部门联合举办具有针对性的策略会或沙龙等方式丰富服务内容，并通过人员定期培训，提升财务顾问团队的分析能力及专业素养。

第二，聚焦细分市场，形成差异化竞争

目前，绝大多数的投资顾问同时服务于超过100个客户，提供的服务具有较高的重复性和一致性。这样不具针对性的投资顾问服务难以取得良好效果。

券商应更细致的刻画客户画像。目前我国投顾业务的客户分类主要是通过问卷调查或系统匹配的形式完成。大部分的机构采用了较为传统的问卷调查的模式，以风险分类为框架，设计五至二十个较为简单的问题后，完成对客户划分。对于客户投资风格及风险偏好的分析，现有的问卷涉及内容显得过于简单，选项过于宽泛，且判定维度主要包括风险承受能力、投资目标、投资期限等角度，但实际上我国个人投资者投资理念尚需改善，对自己的投资需求未必明确，可能无法准确判断自己的真实风险偏好及投资目标。我们认为，在分析客户画像方面，可借鉴发达市场投行的经验。以美国Vanguard集团开发的智能与人工投顾相结合的VPAS模式为例，客户需要填写风险调查表，并与人工投顾进行45分钟以上的电话沟通，并通过授权了解客户在各金融机构的实际资产情况，对客户进行全方位的定义。

强化差异性竞争力。鉴于我国目前投顾数量与投资者的比值仅为美国的十分之一，我们认为，国内券商可根据自身资源禀赋及业务特色，在现有客户中深度挖掘投资顾问业务条线客户，不追求大而全，在差异化竞争中展现自己的比较优势。实际上，美国部分券商对目标客户进行了细致的定义。如美国爱德华琼斯公司，坚持以社区为基础，以社区潜在客户

户数量及社区居民经济状况为营业网点依据，为个人或家庭客户提供传统投资顾问，对超过73%的客户提供长期深入的服务。通过聚焦客户群，爱德华琼斯可以做到为客户提供更具有针对性、更细致的投顾服务，其用户会长期与同一个投资顾问保持合作。

第三，丰富产品矩阵，提高客户粘性

全面的财富管理体系应该为客户提供包括投资管理、保险规划、资产配置、退休规划、法律风险规划、税务筹划、家族财富传承等内容，高效实现上述功能可极大提升客户粘性，但同时也需要丰富的产品矩阵地多元化的需求。目前，我国券商财富管理业务仍处于起步阶段，产品类型基本涵盖了股权、债券投资、衍生品对冲、资管产品及基金产品，但产品设计较为简单，一方面，大部分产品无论是“股债混合类”、“固收+”多与市场走势高度相关。另一方面，对大类资产配置、金融产品一揽子服务等方面涉及较少。目前，部分基金正在探索推出去方向化产品，通过股票多空、套利、高频交易的模式参与市场等策略，降低市场波动。未来，在资本市场产品方面，预计券商将进一步通过投资顾问业务挖掘客户投资需求，同时强化产品研发设计能力，产品上，固收可开发期现套利交易、衍生品基差交易、利率债量化交易等偏中性策略产品，权益投资可增加低波动、绝对收益、量化交易产品，并布局大类资产配置领域，搭建多元化财富管理产品矩阵；在其他一揽子金融产品服务上，券商应加强与银行、保险等机构的合作，搭建综合服务接口，成为财富管理综合金融平台。

第四，科技赋能，探索智能投顾新模式

随着信息科技日新月异的进步，智能投顾正在快速发展。智能投顾是指利用大数据、机器学习等技术，为客户提供非人工的个性化服务。目前，智能投顾的主要模式是基于互联网综合投资管理平台，通过录取投资者的风险偏好及理财目标，通过算法及产品库，为客户推荐具有针对性的投资建议，如产品推荐、资产配置方案等。大模型的应用一方面能提高投顾服务的精准度和效率，提升客户体验感；另一方面能不断扩充行业底层大数据积累，帮助券商更好地把握客户需求趋势。

美国智能投顾业务兴起于2008年，代表公司包括Betterment、

Wealthfront等；客群方面，多数公司均设定了重点目标客群，从而提升智能平台提供服务的准确性；产品方面，主要通过不同功能的ETF组合形成不同方案，部分公司结合主动管理基金，涉及资产类别丰富，分配方案可达上百种。

我国信息智能行业也在近年来实现了突破性进展，投顾业务自2016年以来开始尝试与第三方科技公司合作，搭建智能化数字平台。但目前面向投顾顾客的智能平台在稳定性、精确度、个性化及方案丰富度上，仍有较大提升空间。我们认为，未来券商应进一步加强与科技研发公司的合作，积极应用自然语言处理、智能聊天机器人、生成式AI等技术，提升投资顾问业务的运营效率及客户的体验。

4、投资建议

财富管理转型仍处于初期，各券商积极寻找突破口。从内在动因来看，财富管理业务增长的驱动力主要来源于居民金融资产配置比例的提升，我国居民资产配置向权益市场迁移趋势不改。从行业发展阶段来看，经纪业务方面，由于同质化竞争特征明显，经纪业务佣金率持续下滑，资管业务方面，资管新规去通道化迫使业务回归“受人之托、代客理财”的本源，以上趋势使行业向以代销金融产品、主动型资管产品及公募基金转型为代表的高附加值业务寻找突破口，进一步加速财富管理转型。

投顾业务成转型抓手。短期来看，政策端正在加速推进投顾业务的规范化发展，并且公募基金、两融等业务正在经历首次政策性降费，投资顾问业务成为提升券商业绩的新路径。长期来看，投资顾问业务能提供全流程陪伴服务，帮助投资者充分分析风险及收益预期，并通过复杂产品组合达成多元化、个性化投资目标，将成为券商财富管理转型的重要抓手，也将持续优化居民的资产配置。

目前，我国“买方”投顾业务刚刚起步，行业“重投轻顾”现象明显，投顾策略多样性及服务质量提升将成为基金代销机构提升竞争力及费率话语权的重要抓手。部分券商投顾已经在探索专业化、智能化及买方化。建议关注运营理念先进、财富管理业务体量领先的中信证券、中金公司、国泰君安；在公募、资管产品条线研发能力突出的广发证券、东方证券、财通证券以及兼具互联网及财富管理基因的东方财富。

表 5：重点公司估值情况（收盘价日期为 2023 年 12 月 26 日）

公司简称	收盘价（元）	EPS		PE		PB	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
中信证券	19.85	1.54	1.76	12.86	11.29	1.12	1.05
东方证券	8.21	0.48	0.57	17.07	14.41	0.90	0.86
东方财富	13.69	0.56	0.65	24.55	20.99	3.02	2.67
财通证券	7.51	0.46	0.55	16.50	13.76	1.02	0.96
中金公司	36.38	1.58	1.92	23.04	18.99	1.74	1.60
国泰君安	14.64	1.42	1.66	10.29	8.81	0.84	0.79
广发证券	13.97	1.19	1.40	11.69	9.98	0.88	0.83

注：上述公司 2023-2024 年 EPS、PE、PB 系一致预期。

资料来源：，国开证券研究与发展部

5、风险提示

国内外疫情超预期影响业务开展及市场情绪；流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层