

非银金融行业深度报告

财富管理系列报告之一——群雄逐鹿，财富管理新时代

增持（维持）

2025年06月06日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

投资要点

- 美国为全球最大财富聚集地，财富管理市场发展领先。**全球居民财富总规模从2000年的117万亿美元增长至2022年底的454万亿美元，复合增速6%。美国财富管理市场在过去100年间，从萌芽走向成熟。从美国领先的财富管理机构发展来看，不仅得益于美国成熟的金融体系，同时各机构通过以客户为中心拓展产品线，不断向外并购成长为各个财富管理子行业领先的财富管理机构。形成三类财富管理体系，即以商业银行为代表的全能财富管理机构、以嘉信理财为代表的综合财富管理平台、以及以贝莱德为代表的投资服务平台。
- 中国居民财富快速增长，可投资资产正向金融资产倾斜。**从改革开放至今，中国财富管理市场已走过40余年，从最初的居民储蓄为主的萌芽期到如今多元化的发展局面，中国财富管理市场得到了快速发展，目前中国财富管理行业处于美国20世纪80年代的快速成长期。长期以来由于中国居民风险偏好较低，因此在个人可投资资产中，现金及存款占比最高。但随着利率水平不断降低，现金及存款占比由2012年的53%下滑至2024E的44%。同时随着经济从高速发展过渡到高质量发展，投资房地产和金融资产的性价比天平发生变化，投资性房地产在个人可投资资产中的占比已由2012年的19%下降至2024E的16%。而资本市场产品、银行理财产品、境外投资占比分别由2012年的12%、7%、5%提升至14%、8%、10%，投资方向更为多元化。
- 资管新规引导中国财富管理市场健康发展。**中国财富管理市场主要参与机构包括银行、信托、公募、私募、券商资管、基金及其子公司、保险资管和期货资管这8大资产管理属性机构，以及传统第三方理财机构、互联网财富管理平台这2大财富管理属性机构。截至2024年，资产管理属性机构的资产管理规模总计155万亿元，同比+9.9%，2014年至2024年复合年均增长率为10%。其中保险资管于2023年超过银行理财，成为规模最大的资管机构，公募和私募基金规模发展最快。2017年开始的金融去杠杆和资管新规提出破刚兑，去嵌套，禁资金池等一系列重要举措，大资管市场已度过了短期阵痛，伴随着监管鼓励长期资金入市、居民财富配置需求增强、市场有效性有所提升等，大资管行业长期有望实现良性发展。1)私人银行专注高净值客群，零售银行针对大众客户和大众富裕客户提供存款和银行理财服务，兼具资产管理和财富管理功能；2)多项改革工作同步推进，主动、被动投资齐头并进，推进推动公募基金高质量发展；3)券商在产品供给端，加大主动管理，并涉水公募领域；在销售端，代销股票型产品具有优势，ETF快速增长助保有规模逆市增长。4)互联网财富管理平台飞速发展，助力普惠理财。
- 公募基金投顾试点将成为中国财富管理市场转型重要探索。**已有60家机构取得试点资格，2025年2月监管再次提出推动基金投顾由试点转向常规，有望继续推动基金投顾试点转常规的进程。基金投顾的推出将基金产品的销售，从以规模为中心的“卖方投顾”模式转变为以客户利益为中心“买方投顾”模式，将基金投顾服务机构与投资者资产增值实现更好的绑定，增加客户粘性。该模式下，拥有优秀投顾能力和品牌影响力的机构将拥有更多的客户，更高的定价能力和稳定的ROE，展现出财富管理方面的差异化优势。我国买方投顾模式尚处于初步发展阶段，未来发展空间广阔。
- 风险提示：**宏观经济波动加大，监管政策趋严，资管行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

《2025年6月大类资产配置展望》

2025-06-04

《寿险保费增速回升；非银配置价值凸显》

2025-06-02

内容目录

1. 财富管理：以客户为中心，提供多元化金融服务	5
1.1. 财富管理 vs. 资产管理	5
2. 全球财富管理市场：起源欧洲、发展于美国，未来在亚洲	6
2.1. 全球财富规模与分配	6
2.2. 全球财富管理主要模式	9
2.3. 美国财富管理市场	10
2.3.1. 美国财富管理市场发展回顾	10
2.3.2. 美国财富管理市场领先实践	12
3. 中国财富管理市场：居民财富持续增长	13
3.1. 中国财富管理发展回顾	13
3.2. 中国居民财富规模持续增长，财富配置向金融资产倾斜	14
4. 中国财富管理竞争格局：群雄逐鹿，财富管理大时代	16
4.1. 私人银行规模快速增长	18
4.2. 银行理财逐步进入专业化独立子公司运作时代	20
4.3. 公募基金：被动投资加速发展，费改稳步推进	22
4.4. 券商财富管理转型初见成效	25
4.5. 信托回归财富管理本源	27
4.6. 传统第三方财富管理机构仍在规范成长期	28
4.7. 互联网财富管理平台助力普惠理财	29
5. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索	30
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 财富管理市场产业链.....	5
图 2: 2000 年至 2022 年全球居民总财富额及同比增速.....	6
图 3: 2000 年至 2022 年全球居民人均财富规模及同比增速.....	6
图 4: 2000 年至 2022 年全球各地区总财富规模 (十亿美元)	7
图 5: 2000 年至 2022 年各地区居民总财富规模同比增速%	7
图 6: 2022 年全球各地区人均财富规模 (美元)	8
图 7: 2000-2022 年全球居民人均财富规模及同比增速%	8
图 8: 全球财富金字塔 (2023 年)	8
图 9: 全球百万美元富翁人数占比(% , 2023 年)	9
图 10: 全球财富管理机构基于客户资产水平和产品服务个性化程度划分.....	10
图 11: 中国目前人均 GDP 大概为美国 1980 年水平.....	15
图 12: 中国居民净金融资产/GDP 与美国 1980 年水平相似	15
图 13: 中国国家资产负债表-居民金融资产配置	15
图 14: 美国国家资产负债表-居民金融资产配置	15
图 15: 2012-2024 年个人可投资资产规模 (按资产类别, 万亿元)	16
图 16: 2012-2024 年个人可投资资产中各项资产占比	16
图 17: 中国主要财富管理机构资产管理规模 (万亿元)	17
图 18: 中国主要财富管理机构资产管理规模同比增速 (%)	17
图 19: 中国财富管理业务主体风险与投资资产范围定位.....	17
图 20: 中国私人银行客户资产规模及客户数.....	18
图 21: 中国私人银行未来服务模式展望.....	20
图 22: 2013-2024 年中国银行理财余额 (万亿元)	21
图 23: 2015-2021 年中国同业理财规模 (万亿元)	21
图 24: 31 家银行理财子公司产品情况 (亿元)	22
图 25: 2010-2024 年公募基金市场基金数量及规模	23
图 26: 2010-2024 年各类型公募基金规模 (亿元)	23
图 27: 2019 年以来 ETF 基金数量及规模	24
图 28: 2022 年以来主动权益基金与被动指数基金超额收益.....	24
图 29: 2014-2024 年券商资管规模 (亿元)	26
图 30: 2021 年 Top20 券商主动管理资管规模及占比%	26
图 31: 各渠道基金销售保有规模占比.....	26
图 32: 各渠道股票基金销售保有规模占比情况.....	26
图 33: 2024 年各渠道 ETF 基金保有规模占比	27
图 34: 中国信托资产规模 (百亿元, 按来源划分)	28
图 35: 中国信托资产规模 (百亿元, 按功能划分)	28
图 36: 各渠道基金销售保有规模占比.....	30
图 37: 基金认/申购渠道占比情况	30
图 38: 美国经纪商和理财顾问配置 ETF 的比例不断上升	33
图 39: 机构投顾业务运作模式.....	33

表 1: 中资私人银行客户数及资产管理规模 (2021 年-2022 年)	18
表 2: 公募基金销售机构 (家)	29
表 3: 基金投顾牌照机构名单	31
表 4: 各类型投顾试点机构优劣势比较	31

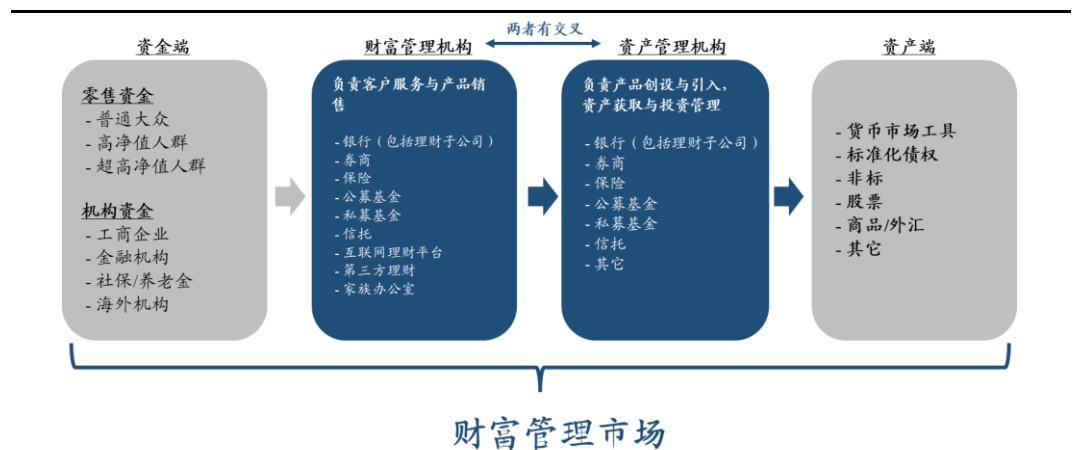
1. 财富管理：以客户为中心，提供多元化金融服务

财富管理主要是指以客户为中心，设计出一套全面的财务规划，通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务，将客户的资产、负债、流动性进行综合管理，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、实现财富保值、增值和传承等目的。其包含的范围很广，包括：现金储蓄及管理、债务管理、个人风险管理、保险计划、投资组合管理、退休计划及遗产安排等等。

财富管理市场的要素主要包括资金端，财富管理机构，资产管理机构和资产端。

资金端，即财富管理客户，包括零售客户和机构客户。根据 BCG 2020 年中国资产管理模型测算数据（剔除信托、券商、基金子公司各类通道之间的套嵌），我国大约 60% 财富管理资金来自零售客户，高于全球平均水平（约 40%）。按国际惯例，零售客户根据个人可投资资产规模可分为大众富裕人群（可投资资产规模在 10 万美元至 100 万美元之间），高净值人群（可投资资产规模超过 100 万美元），超高净值人群（可投资资产规模超过 5000 万美元）三个类别。

图1：财富管理市场产业链



数据来源：小米金融科技研究中心，东吴证券研究所

1.1. 财富管理 vs. 资产管理

财富管理市场中，财富管理机构负责客户服务与产品销售，主要包括银行（包括银行理财子公司）、券商、保险、公募基金、私募基金、信托、互联网理财平台、第三方理财、家族办公室。资产管理机构负责产品创设与引入，资产获取与投资管理，主要包括银行（包括银行理财子公司）、券商、保险、公募基金、私募基金、信托等。

财富管理和资产管理的不同点在于：1) 从管理对象来看，财富管理的主要关注点为客户，负责客户服务和产品销售。资产管理的主要关注点为资产，负责产品创设与引

入，资产获取与投资管理。2) 从投资层面来看，财富管理与客户资金（资金端）更近，资产管理与资产端（资产配置）更近。3) 从服务内容来看，财富管理除了金融服务外，还包括非金融服务，如为客户打理包括家族生意、财富传承、离婚和财产保护、法律、税收、信托、咨询、现代艺术、子女教育等多样化的内容。资产管理通常是金融服务，注重专业深度，通过衡量投资标的的风险与收益、制定投资策略、监测并调整仓位等，实现投资收益。4) 从能力要求来看，财富管理则更强调资产配置能力，资产管理强调投资能力。

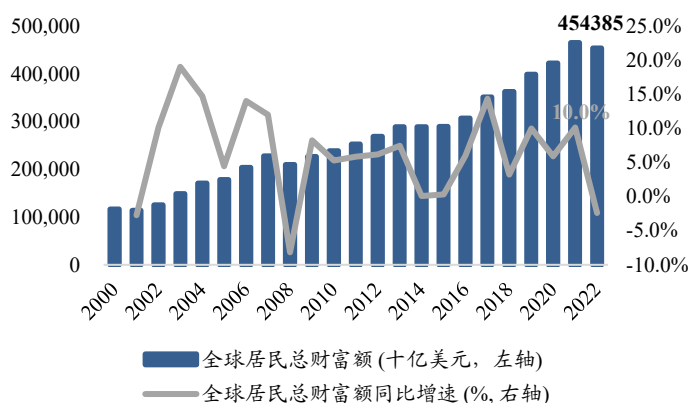
不过，财富管理和资产管理也有一定的交叉之处：有些机构不仅开展财富管理业务，同时也开展资产管理业务。国际上，财富管理业务与资产管理业务的协同主要采用三种模式：1) 财富管理部的客户经理兼顾销售与投资管理职能；2) 财富管理部门内设立专门的资产组合管理团队；3) 在资产管理部内，专人为高净值客户进行资产组合管理。

2. 全球财富管理市场：起源欧洲、发展于美国，未来在亚洲

2.1. 全球财富规模与分配

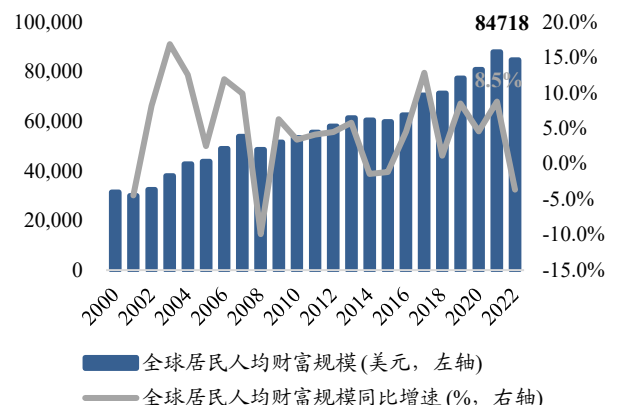
根据 UBS 数据，全球居民财富总规模（即金融资产+非金融资产-负债）从 2000 年的 116.9 万亿美元增长至 2022 年底的 454.4 万亿美元，复合增速 6.4%。人均财富规模（以成人数量为分母计算）从 2000 年的 3.1 万美元增长至 2019 年底的 8.5 万美元，复合增速为 4.6%。全球财富增长在过去 20 年可划分为 3 个阶段：1) 2000 年至 2007 年的黄金期，全球财富规模平均年化增速为 10.3%，人均财富增速为 8.2%；2) 2008 年全球金融危机，全球财富规模在当年下降 7.5%，人均财富下降 9.9%；3) 2008 年至今，全球财富增速缓慢回升至年均 5.8% 的增速，人均财富增速为 4.2%。

图2：2000年至2022年全球居民总财富额及同比增速



数据来源：Global Wealth Databook 2023, Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

图3：2000年至2022年全球居民人均财富规模及同比增速



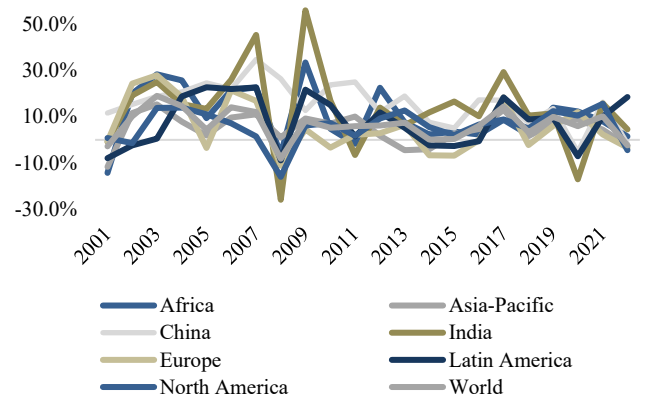
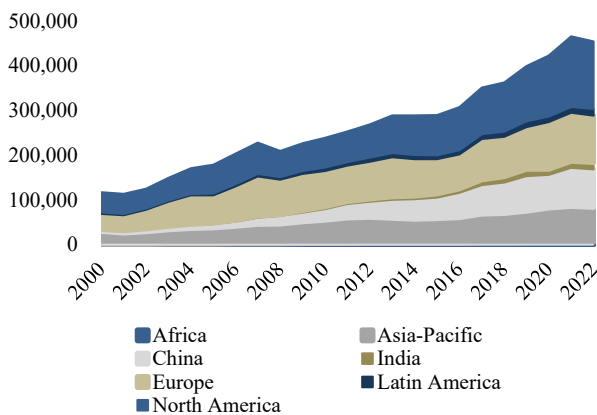
数据来源：Global Wealth Databook 2023, Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

从地域来看，不同区域财富增速以及人均财富规模有着巨大差异。本世纪初，38.4%

的全球居民财富聚集于北美地区（以美国为主），占比最高，其次是欧洲地区，占比为29.3%。亚太地区居民财富占全球比重为29.0%，其中日本占比最高，为16.6%，中国仅占3.2%。2006年，欧洲超过北美，成为居民财富占比最大的地区，占比为36.9%。2008年全球经济危机，全球各地区财富规模下降，中国是少数几个避免了全球金融危机影响的国家之一。在这期间，中国的居民财富增长取代欧洲，成为全球财富增长的主要来源。中国居民总财富规模从2000年的3.7万亿美元增长至2022年的84万亿美元，翻22倍，复合增速15.3%，远超各大区域板块增速，财富占比从2000年的3.2%上升至2022年的18.6%，成为全球第二大财富聚集地，仅次于美国。

图4：2000年至2022年全球各地区总财富规模(十亿美元)

图5：2000年至2022年各地区居民总财富规模同比增速%



数据来源：Global Wealth Databook 2023, Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

数据来源：Global Wealth Databook 2023, Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

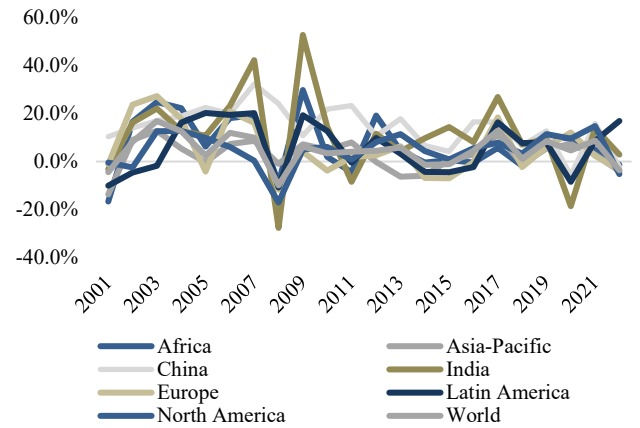
人均财富超过10万美元的国家/地区分布在北美、西欧、东亚、太平洋和中东的较富裕地区。2022年底，瑞士以人均财富68.5万美元再次高居榜首，卢森堡大公国以人均财富58.6万美元位居第二，随后是美国(55.1万美元)、中国香港(55.1万美元)和冰岛(49.8万美元)。中国人均财富从2000年的4293美元增长至2022年的7.6万美元，复合增速13.9%，增长速度远超各区域板块。

图6: 2022 年全球各地区人均财富规模 (美元)



数据来源: Global Wealth Report 2023, 东吴证券研究所

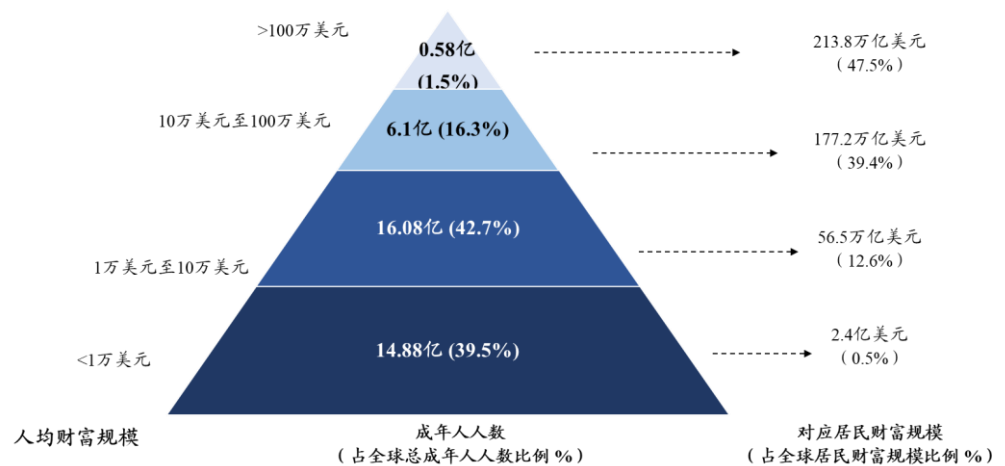
图7: 2000-2022 年全球居民人均财富规模及同比增速%



数据来源: Global Wealth Databook 2023, Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

从财富分配来看, 全球的财富贫富悬殊仍旧很大; 美国富人最多, 其次为中国。2023 年底, 全球人均财富 100 万美元以上的成年人仅占全球总成年人人数的 1.5%, 但是他们拥有的财富规模占全球财富规模的 47.5%。同时全球人均财富在 10 万美元至 100 万美元的成年人人数占比约为 16.3%, 他们拥有 39.4% 的全球财富规模。也就是说, 全球 17.8% 的成年人拥有全球 86.9% 的财富规模。相比之下, 人均财富规模 1 万美元以下的成年人占比高达 39.5%, 但他们拥有的财富规模占全球财富比例仅为 0.5%, 显示出财富分配的极度不均衡。

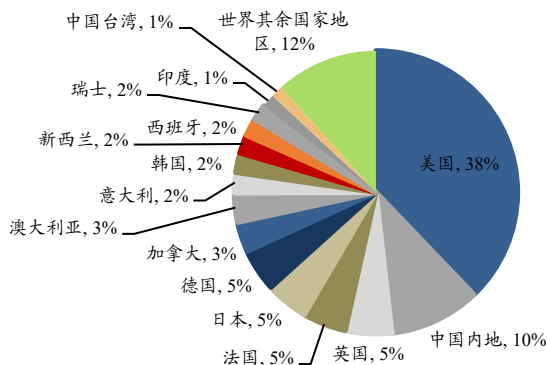
图8: 全球财富金字塔 (2023 年)



数据来源: UBS Global Wealth Report 2024, 东吴证券研究所

截至 2023 年底，全球个人财富超过百万美元的人数约为 5800 万，其中，美国拥有最多的百万美元财富个人，2200 万，占全球总数的 38%。中国位居第二，占全球总数的 10%，余下分别是英国、法国、日本和德国(各 5%)，加拿大和澳大利亚 (各 3%)，意大利、韩国、新西兰、西班牙和瑞士 (各占 2%)。

图9：全球百万美元富翁人数占比(%，2023 年)



数据来源：UBS Global Wealth Report 2024，东吴证券研究所

2.2. 全球财富管理主要模式

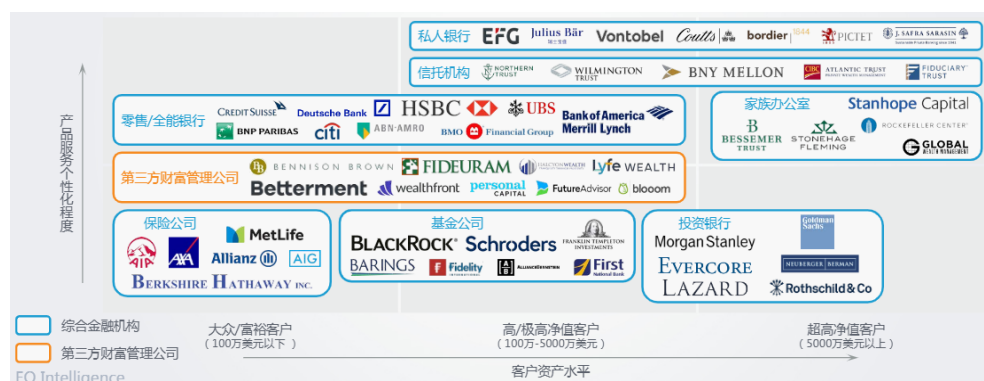
国际上财富管理的主要模式包括私人银行模式、顾问咨询模式、经纪人模式、投资银行模式、家族办公室模式、全能综合模式。

- 私人银行模式起源于 16 世纪的瑞士日内瓦，专门面向高净值人群提供个人财产投资与管理的服务，一般融合了信托，投资，税务咨询等多种金融服务。通常情况下，客户经理是私人银行客户的唯一联系人，并负责处理所有方面的问题。
- 顾问服务模式通常采用 1 对 1 的专属投资顾问来帮助客户做资产配置，配置的产品可以是公司内部的产品，也可以是公司外部的产品，但通常不为客户定制产品，服务门槛也低于私人银行。资产管理公司、第三方理财机构均采用该种业务模式。
- 经纪人模式通常为证券公司财富管理业务模式，是在原有证券公司经纪业务基础上发展起来的，由证券经纪人引导客户进行财富管理。经纪人模式目标客户为自我经营型投资人和交易者，满足他们交易执行和投资方面的日常需要，通常有比较便捷的交易渠道和较低的交易费率，以及广泛的投资研报服务。
- 投资银行模式是大型投资银行机构财富管理的业务模式。主要目标在于面向高净值以上客户群体提供服务。对超高净值客户，投资银行专门提供复杂的机构

级产品，包括联合投资机会等；对高端客户中的企业主，投资银行通常作为公司金融业务的延伸，提供复杂多元化产品；此外，投资银行还充分利用产品设计能力，经常专门为私人银行制作金融产品。

- 综合业务模式是大型商业银行（全能银行）财富管理业务模式，利用其种类齐全的持牌业务和广泛的营销网络，为客户提供银行、保险、基金、证券交易等财富管理服务。
- 家族办公室模式专为超级富有的家庭提供全方位财富管理和家族服务，以使其资产的长期保值增值符合家族的预期和期望，并使其资产能够顺利地进行跨代传承和保值增值的机构。

图10：全球财富管理机构基于客户资产水平和产品服务个性化程度划分



数据来源：亿欧智库, David Maude 《Global Private Banking and Wealth Management》, 东吴证券研究所

注：由于中国财富管理业务主体与全球业务主体的经营方式和业务模式存在差异，故上图未列入中国综合金融机构和第三方财富管理公司

2.3. 美国财富管理市场

2.3.1. 美国财富管理市场发展回顾

美国财富管理市场在过去 100 年间，从萌芽走向成熟。

1) 萌芽期（20 世纪 20 年代-70 年代）：

- **经济发展，共同基金出现，财富管理开始起步：** 上世纪 20 年代，美国成为世界第一大经济体已有 30 年，美国蓬勃发展的金融行业令大量资金流入，美股迎来 20 世纪的第一波牛市，大量的资金流入股票市场，股权投资成为美国公众投资的重要工具，美国出现了共同基金，美国的财富管理行业开始崭露头角。

- **财富管理规则初步确立：**但这一时期的美国金融业由于混业经营和制度缺失，股票市场相当混乱。1929 年美股崩盘，1929 年至 1940 年，美国政府着手对金融市场进行严监管，1933 年，美国出台《格拉斯-斯蒂格尔法》，形成金融业分业经营制度；1940 年，颁布的《投资顾问法》《投资公司法》分别对投资顾问、投资基金两个行业进行规范，意味着美国财富管理规则的确立。
- **财富管理需求上升：**在需求端，股市暴跌引发的经济危机，增加了人们对未来不确定性的担忧，需要在个人生活规划、综合资产运用方面获得一些专业的辅导。同时大众富裕阶层逐渐形成，他们不断寻求财富保值增值的路径。为了争夺更庞大的客群市场，金融机构不再只针对超高净值人群提供私人理财服务，开始面向更广大的中产富裕阶层提供综合理财服务，投资顾问业务由此规模化兴起。但是，由于混业经营的限制，这一时期银行财富管理业务形式相对单一，内容包括财产和税务规划、收益分析、代办手续和遗产继承等，以满足客户的基础需求。此时财富管理业务只是个人业务的一种升级版，辅助商业银行获客，并没有发展为一种成熟的业态。

2) 发展成熟期（20 世纪 70 年代到 21 世纪）：

- **财富积累：**20 世纪 60 年代以来，美国经济开始高速发展，居民财富不断累积，带来理财人口基数和理财需求的大幅上升。
- **养老金入市：**20 世纪 70 年代中后期，美国政府推出个人退休账户和雇主养老金计划，其中企业为员工设立的 401K 账户，交由专业管理人员专门管理，可投资于包括共同基金、债券、股票在内的市场上大多数金融产品。员工在退休后可享受这一资产的投资收益。这种养老金入市的举措，扩充了金融市场的资本存量，带来了大量的机构需求业务，促进了财富管理行业的蓬勃发展。
- **利率自由化带动银行系财富管理发展：**1971 年，美国为应对经济环境的剧变，实施“新经济政策”，逐渐放松金融管制，汇率自由化、利率自由化，允许不同金融业态在业务可以交叉，给了资管行业一系列的政策支持。利率自由化促使银行客户存款向货基转移以寻求更高收益，同时迫使银行调整业务结构，向以中间收入为主的财富管理业务转型。
- **证券佣金自由化推动券商财富管理发展，买方投顾的兴起：**1975 年，美国国会要求股票交易所从单笔交易收费转为对客户存量资产规模收费。这一改变使券商大打佣金价格战来获客，经纪业务收入的降低迫使券商发展多元化业务来提高收入，券商财富管理由此得到发展。同时，基金公司推出指数基金和买方投顾模式，这些发展让投顾、基金公司/券商、投资者三者利益达成统一，推动了财富管理迅速崛起。
- **金融工具创新和金融混业开放：**随着金融工具的不断创业以及 1999 年美国重

新允许商业银行与投资银行业务混业经营，财富管理行业进一步得到了快速发展。

2.3.2. 美国财富管理市场领先实践

从美国领先的财富管理机构的成长来看，不仅得益于美国成熟的金融体系，同时各机构通过以客户为中心拓展产品线，向外并购，成长为各个财富管理子行业领先的财富管理机构。

全能财富管理机构 – 美国银行

美国商业银行在从分业经营向混业经营转变的过程中，通过并购整合，逐步加大财富管理业务规模，并形成了多品类的综合化财富管理业务。美国银行旗下设有“美林财富管理”和“私人银行”两个财富管理子品牌，分别面向大众富裕客户和高净值客户。“美林财富管理”由美国银行在金融危机中收购美林证券演变而来，随后美林证券数万名专业投顾成为支持美国银行财富管理业务的坚实基础；业务横跨存贷款、投行、资管等多板块。

综合财富管理平台 – 嘉信理财

嘉信理财成立于1971年，初期（1973年-1994年）是个折扣经纪商，通过券商低交易佣金吸引客户，同时尝试多元化业务（推出第三方顾问服务平台、自研公募基金产品、取消IRA账户年费）。中期（1995年-2007年）收购竞争对手及客户服务机构从而进一步扩张客群规模。同时拓展资产管理业务，客户基础从中低收入向高收入、企业主、机构客户拓展。从2008年以来，随着被动产品的兴起，公司调整产品组合，并推出智能投顾业务，持续客户服务的升级，打造财富管理竞争优势。

投资服务平台 – 贝莱德

贝莱德成立于1988年，是全球资管规模最大的综合性金融服务集团，2024年资产管理规模高达11.6万亿美元。贝莱德成立初期为黑石集团的资产管理部门，资管规模仅约10亿美元，随着从黑石独立出来、产品线从最初单一的固收类不断拓展。1998年，公司开始增品类、扩规模，合并PNC旗下的权益、现金管理及共同基金业务，资管规模达到约1310亿美元。公司于2005年起开启大规模的并购扩张之路，包括收购道富投资研究与管理公司，合并美林投资管理，收购Quellos集团基金中的基金业务，合并巴克莱国际投资管理等等。

智能投顾平台 – Wealthfront

Wealthfront是美国智能投顾平台，2024年AUM已超过200亿美元，通过算法模型，为客户提供资产投资组合建议，包括股票、债券、房地产资产配置。Wealthfront致力于为客户提供传统理财行业同等质量但进入门槛更低、费用更加低廉的理财咨询服务。传统理财行业的进入门槛都在100万美元以上，费率在1%以上，而在Wealthfront开投资账户的门槛只有500美元，年费只有0.25%。美国智能投顾平台崛起的原因不仅是平台核心技术能力的提升，

还在于美国发达的 ETF 市场。

3. 中国财富管理市场：居民财富持续增长

3.1. 中国财富管理发展回顾

从改革开放至今，中国财富管理市场已走过 40 余年，从最初的居民储蓄为主的萌芽期到如今多元化的发展局面，中国财富管理市场得到了快速发展。

1) 萌芽期（1978 年-1998 年）：

- **改革开放，居民储蓄积累：**改革开放后，随着中国经济体制改革和经济的增长，居民储蓄不断增加，社会资金运作由过去主要依靠中央财政资金配置，逐步转变为依靠居民储蓄提供资金，**开启了中国财富管理的最初形态。**
- **各项金融业务萌芽，资本市场起步，金融监管形成：**各类金融机构恢复营业（1979 年，中国信托和保险业务开始恢复；1981 年，国债恢复发行；1983 年，新中国成立后的第一支股票诞生；1992 年引入第一家外资保险公司友邦；1998 年，中国第一批基金管理公司诞生），资本市场逐步起步（1988-1991 年，国库券、期货、股票等产品二级市场流通机制逐步完善，上交所和证交所成立），国家金融监管开始建立（证监会、保监会分别于 1992 年、1998 年成立），**为财富管理发展奠定基础。**

2) 初步发展（1998 年-2012 年）：

- **基金业务快速发展：**1998 年，中国首批证券投资基金在证交所公开发行，标志着中国财富管理行业的真正起步。自此，基金与股票成为财富管理行业两大重要部分。2012 年，中国证券投资基金业协会成立，私募基金机构进入正规化发展。
- **银行理财、私人银行起步：**1998 年开始，国有商业银行开始探索个人金融理财业务。2004 年，中国光大银行发行了第一只银行理财产品，开启了中国银行理财蓬勃发展之路。2007 年，中国银行率先开创了国内私人银行业务。
- **第三方理财发展：**2005 年，诺亚财富脱离湘财证券独立运作，标志着国内第三方财富管理机构的兴起。
- **信托资产高速扩张：**2008 年金融危机后，市场流动性宽松，地方政府融资平台和企业融资需求催生了银行理财和信托产品的爆发式增长（银行理财借道信托发放贷款）。

3) 快速发展与监管升级（2013 年-至今）：

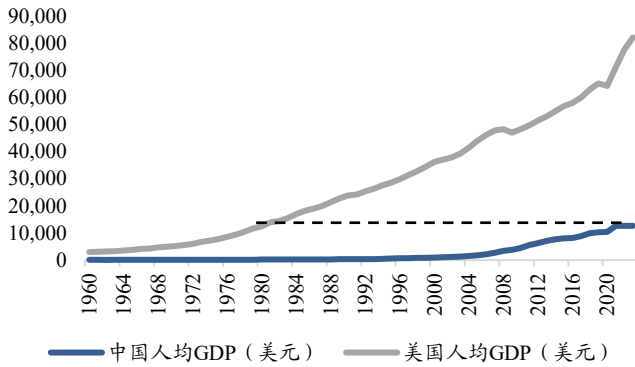
- **互联网金融元年：**2013年，阿里巴巴推出余额宝理财业务，开启了中国互联网财富管理时代。随着第三方独立基金销售快速做大，尤其是蚂蚁基金、天天基金等平台的做大做强，互联网金融机构在财富管理领域地位越来越重要。
- **全新金融监管体系+资管新规：**2012年证监会允许证券公司、基金子公司开展资产管理业务。受益于此，券商和基金子公司资管复制了信托当年通道业务的快速发展路径，实现爆发式增长。2017年中国成立全新的“一委一行两会”金融监管体系，推动传统分业监管向审慎政策和行为监管的协调配合转型。同时，出台《资管新规》，提出了破刚兑、限非标、去嵌套、设立理财子公司、禁资金池、控影子银行等一系列重要举措，为中国财富管理业务的统一建设发展指明了方向。
- **保险、券商积极转型财富管理：**2018年，保险、券商转型财富管理，推出面向家庭和个人的财富管理业务。保险机构开发具有财富管理功能的保险产品，满足家庭和个人在教育金储备、养老金规划、财富传承等方面的需求，并加强对客户的财富规划咨询服务，为家庭和个人制定个性化的财富管理方案。券商大力发展投资顾问业务，为客户提供个性化的投资建议，同时不断丰富金融产品供给，除提供传统的股票、债券、基金等产品外，还积极引入各类创新型金融产品，如量化投资产品、私募股权基金、资产证券化产品等，以满足不同客户的多样化投资需求。

3.2. 中国居民财富规模持续增长，财富配置向金融资产倾斜

历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业仍处在黄金发展周期。在需求端，我国个人可投资资产总量和高净值人群数量保持快速增长。招商银行和贝恩咨询公司共同发布的《2023 中国私人财富报告》数据显示，截至 2022 年末，中国个人总体可投资资产规模为 278 万亿元，并预计 2024 年将达到 327 亿元，2018-2024 年平均复合增长率达 14%。2022 年末，中国高净值人群规模达到 316 万人，2018-2022 年平均复合增长率达到 18%。

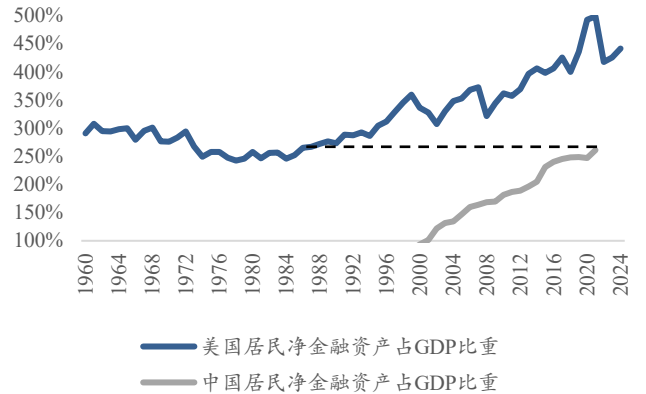
对标美国，目前中国财富管理行业处于美国 20 世纪 80 年代的快速发展期。1) 人均 GDP：随着中国经济的不断发展，2023 年，中国人均 GDP 约为 1.26 万美元，与美国 1980 年的人均 GDP 水平持平。2) 居民净金融资产/GDP：中国 2019 年居民净金融资产/GDP 占比约为 261%，类似于美国 1970-1980 年的水平。3) 居民财富中的存款占比：对比中国和美国居民金融净资产配置比例，居民存款占比不断下降，被其它多元化理财产品所替代。美国居民现金和存款占比从 1970 年-1980 年的 22%左右下降至 2000 年的 10%左右。4) 相似的利率市场化进程。

图11: 中国目前人均 GDP 大概为美国 1980 年水平



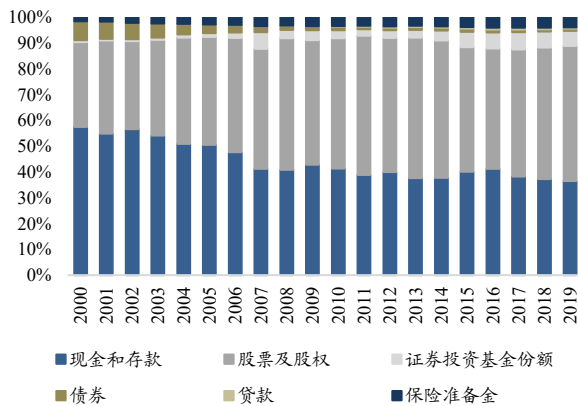
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 中国居民净金融资产/GDP 与美国 1980 年水平相似



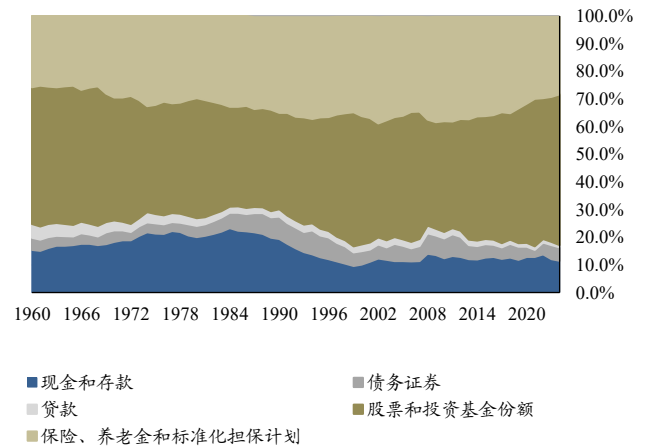
数据来源: Wind, 中国社会科学院, 美国经济分析局, 东吴证券研究所

图13: 中国国家资产负债表-居民金融资产配置



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

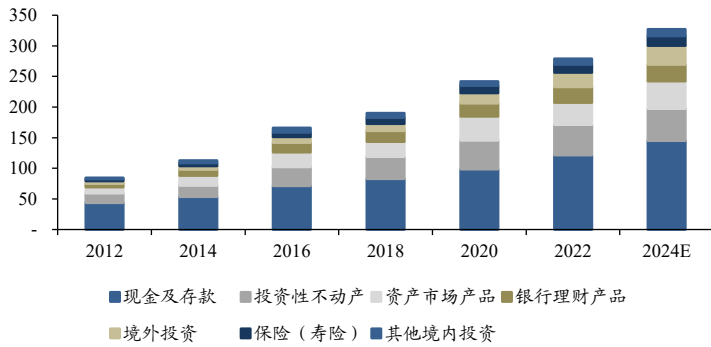
图14: 美国国家资产负债表-居民金融资产配置



数据来源: Wind, 美国经济分析局, 东吴证券研究所

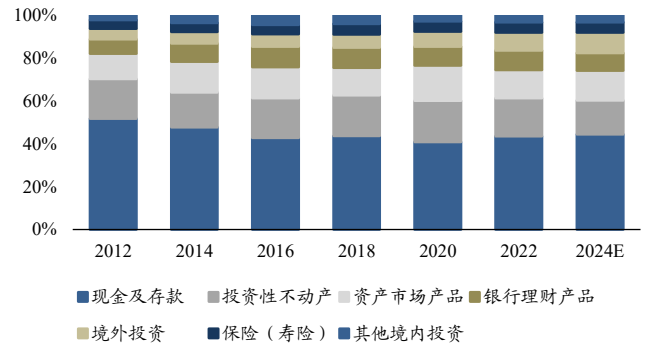
中国居民财富规模持续增长, 财富配置向金融资产倾斜居民可投资资产。长期以来中国居民风险偏好较低, 因此在个人可投资资产中, 现金及存款占比最高。但近些年随着利率水平不断降低, 多元化产品日益丰富, 现金及存款占比总体趋势向下, 由 2012 年的 53% 下滑至 2024E 的 44%。同时随着经济从高速发展过渡到高质量发展, 房地产的收益率从高速增长趋于稳定, 投资房地产和金融资产的性价比天平发生变化, 投资性房地产在个人可投资资产中的占比已由 2012 年的 19% 下降至 2024E 的 16%。而资本市场产品、银行理财产品、境外投资占比分别由 2012 年的 12%、7%、5% 提升至 14%、8%、10%, 投资方向更为多元化。

图15: 2012-2024年个人可投资资产规模(按资产类别, 万亿元)



数据来源: 招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

图16: 2012-2024年个人可投资资产中各项资产占比

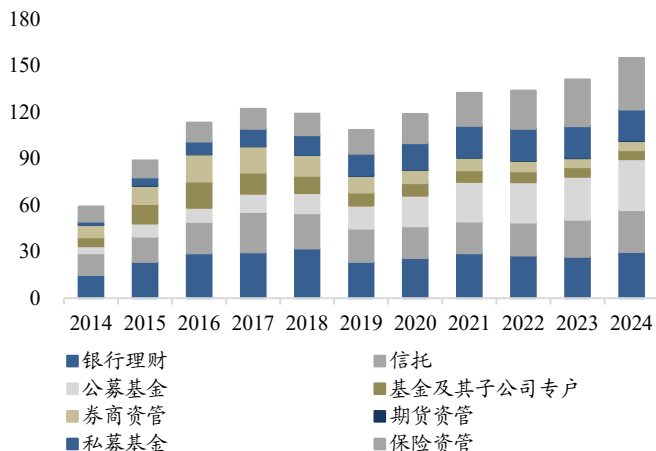


数据来源: 招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

4. 中国财富管理竞争格局: 群雄逐鹿, 财富管理大时代

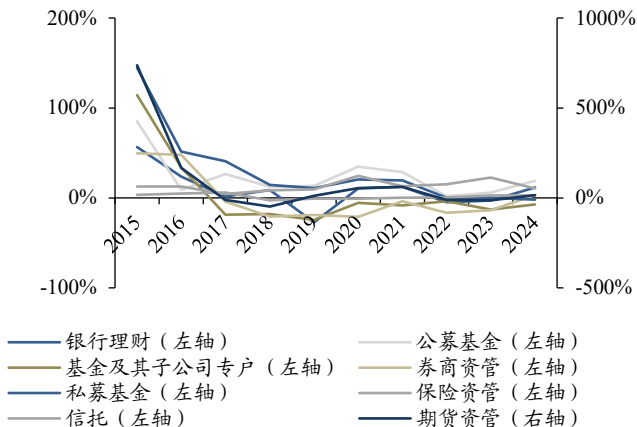
中国财富管理市场主要参与机构包括银行, 信托, 公募基金, 私募基金, 券商资管, 基金及其子公司, 保险资管和期货资管这 8 大资产管理属性机构, 和传统第三方理财机构, 互联网财富管理平台这 2 大财富管理属性机构。截至 2024 年, 资产管理属性机构的资产管理规模总计 155.1 万亿元(未包含银行存款和私人银行规模, 未剔除通道规模), 同比+9.9%, 2014 年至 2024 年复合年均增长率为 10.1%。其中, 保险资管规模 33.26 万亿元, 复合增速 13.1%, 于 2023 年超过银行理财, 成为规模最大的资管机构; 银行理财规模(包含银行理财子公司) 30 万亿元, 复合增速 7.1%; 经历了几年的下滑, 信托资产规模逐步回升, 2024 年上半年末信托资产规模为 27 万亿元, 复合增速 6.8%。近几年发展较为显著的是公募基金和私募基金, 资管规模分别从 2014 年的 4.5 万亿元和 2.1 万亿元, 上升至 2024 年末的 32.8 万亿元和 19.9 万亿元, 年均复合增速分别为 21.9%和 25.1%, 远高于整体增速。

图17: 中国主要财富管理机构资产管理规模(万亿元)



数据来源: 银行业理财登记托管中心, 中国银行业协会, 中国保险资产管理业协会, 中国证券投资基金业协会, 东吴证券研究所 注: 2019年起, 保本理财根据资管新规要求, 被纳入银行表内参照存款管理(等同于结构性存款), 统计角度已不属于理财范畴

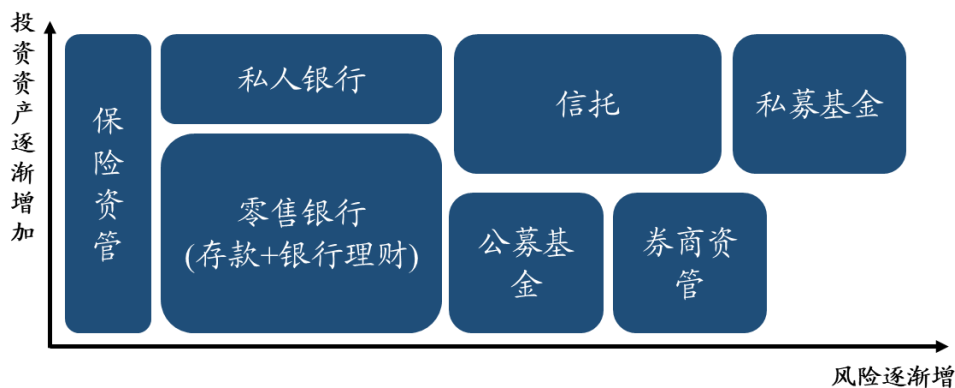
图18: 中国主要财富管理机构资产管理规模同比增速(%)



数据来源: 银行业理财登记托管中心, 中国银行业协会, 中国保险资产管理业协会, 中国证券投资基金业协会东吴证券研究所

各机构在目标客户, 产品, 服务等方面各具特点。 1) 机构属性: 银行和券商兼具财富管理机构 and 资产管理机构属性, 公募基金、私募基金、信托、保险都以资产管理机构属性为主, 传统第三方理财和互联网财富管理平台以财富管理机构属性为主。 2) 目标客群、门槛: 私人银行、家族信托、私募基金、传统第三方财富机构服务于高净值及以上客户; 券商资管主要服务中高端人群; 银行理财、公募基金、保险、互联网财富管理平台定位普惠人群, 门槛较低。 3) 客户需求和产品方面: 服务高净值客群的机构能提供更多样化的产品服务。 4) 各个机构优势不同, 比如银行具有广阔的渠道和雄厚的客户基础, 公募基金和券商投研能力较强、专业度高, 私募基金和第三方理财高收益高风险, 互联网财富管理平台方便透明。

图19: 中国财富管理业务主体风险与投资资产范围定位



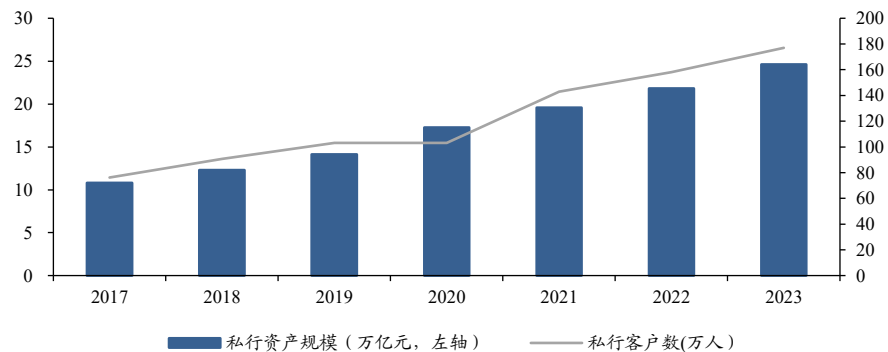
数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所 注: 资产规模以面积表示

4.1. 私人银行规模快速增长

私人银行业务是指向特定客户群体（高净值及以上人群）提供的金融服务与产品。私人银行业务具有定制化特征，通常会基于客户情况做出整体的财富管理与规划，服务范围包括存贷款服务、投资管理、信托服务、遗产管理、税务筹划、保险规划、慈善事业管理、子女发展规划等。对于银行等金融机构而言，私人银行业务具有轻资本、低波动、高价值等特征。

中国私人银行发展态势向上，资产管理规模与客户数量保持两位数的增长。根据中国银行业协会发布的《中国私人银行发展报告》数据，中资私人银行的资产管理规模由2017年的10.8万亿元增长至2023年的24.6万亿元，复合增速14.7%，私人银行客户数从2017年的76.2万人增至2023年的177.0万人，复合增速15.1%，发展态势迅猛。各家银行人均私行资产管理规模普遍在1000万元以上。

图20：中国私人银行客户资产规模及客户数



数据来源：中国银行业协会，东吴证券研究所

具体来看，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、招商银行、平安银行和交通银行AUM均超过1万亿元，构成了引领行业发展的中资私人银行第一梯队。国有商业银行中，工商银行资产规模达2.63万亿元，位列国有商业银行私人银行规模首位。股份制商业银行中，招商银行以4.66万亿元位列全行业榜首；江苏银行表现优秀，2022年私行AUM及客户增速均超过10%。

表1：中资私人银行客户数及资产管理规模（2021年-2022年）

银行名称	开业时间	资产管理规模 (亿元)			私人银行客户数 (人)			人均 AUM (万元)		
		2021	2022	同比增速%	2021	2022	同比增速%	2021	2022	同比增速%
工商银行	2008	23224	26253	13.0%	199501	226043	13.3%	1164	1161	-0.2%
农业银行	2009	18465	22000	19.1%	170000	200000	17.6%	1086	1100	1.3%

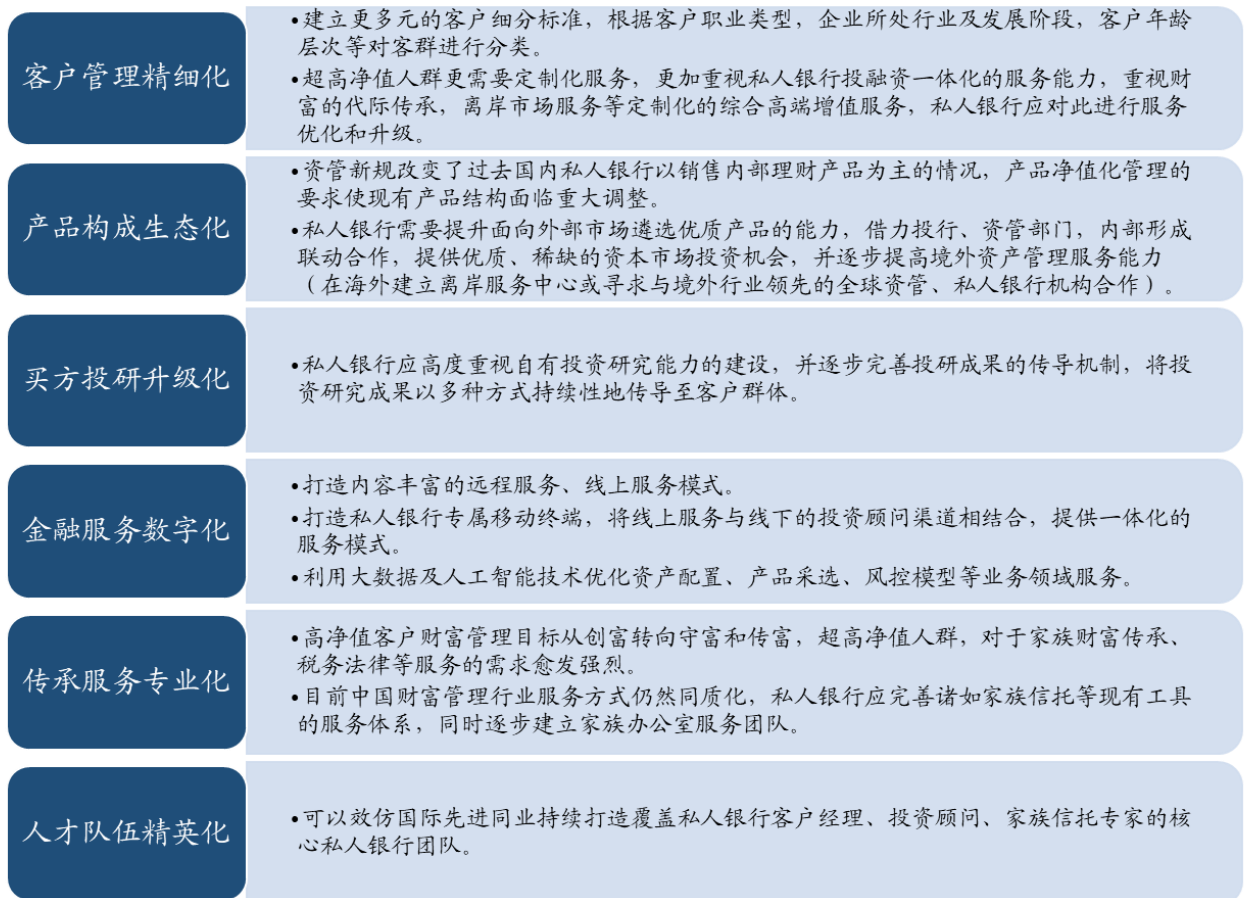
中国银行	2007	21639	24195	11.8%	147262	159649	8.4%	1469	1516	3.1%
建设银行	2008	20221	22388	10.7%	177186	193703	9.3%	1141	1156	1.3%
交通银行	2008	9952	10844	9.0%	70416	76986	9.3%	1413	1409	-0.3%
邮储银行	尚未设立私人 银行部	1697	2012	18.6%	15302	18414	20.3%	1109	1093	-1.5%
中信银行	2007	8392	9486	13.0%	60269	66800	10.8%	1392	1420	2.0%
光大银行	2011	5011	5682	13.4%	50021	56526	13.0%	1002	1005	0.3%
招商银行	2007	41453	46553	12.3%	229079	253313	10.6%	1810	1838	1.6%
浦发银行	2011	5970	6292	5.4%	39200	41916	6.9%	1523	1501	-1.4%
民生银行	2008	5322	5701	7.1%	38545	42194	9.5%	1381	1351	-2.1%
华夏银行	2013	2211	2209	-0.1%	13557	13698	1.0%	1631	1613	-1.1%
平安银行	2013	14601	16208	11.0%	69743	80500	15.4%	2094	2013	-3.8%
兴业银行	2011	7406	7969	7.6%	58315	63012	8.1%	1270	1265	-0.4%
广发银行	2013	1491	1616	8.4%	12163	13470	10.7%	1226	1200	-2.1%
渤海银行	2015	499	560	12.2%	5327	6037	13.3%	937	928	-1.0%
浙商银行	2015	1559	1640	5.2%	10400	10933	5.1%	1499	1500	0.1%
恒丰银行		337	385	14.2%	1927	2351	22.0%	1749	1638	-6.4%
北京银行	2011	1408	1673	18.8%	11209	12915	15.2%	1256	1295	3.1%
河北银行		-	127		-	946			1342	
哈尔滨银行		-	204		-	1751			1165	
上海银行	2012	1220	1195	-2.0%	9808	9924	1.2%	1244	1204	-3.2%
江苏银行	2015	1018	1158	13.8%	10445	10405	-0.4%	975	1113	14.2%
南京银行	2016	868	990	14.1%	9349	10782	15.3%	928	918	-1.1%
宁波通商银行		-	25		-	182			1374	
东亚银行		-	99		-	560			1768	
渣打银行		-	141		-	1067			1321	
富邦华一银行		138	146	5.8%	975	988	1.3%	1415	1478	4.4%
北京农商银行	尚未设立私人 银行部	224	241	7.6%	1942	2115	8.9%	1153	1139	-1.2%
上海农商银行	2020	386	449	16.3%	2971	3334	12.2%	1299	1347	3.7%
总计		194172	218441	12.5%	1414957	1580514	11.7%	1,372	1,382	0.7%

数据来源：中国银行业协会，东吴证券研究所

注：根据中国银行业监督管理委员会发布的《商业银行理财产品销售管理办法》，私人银行客户是指金融资产达到 600 万元人民币及以上的商业银行客户。在本次统计中，各私人银行将客户资产规模统计口径统一为 600 万元人民币。

中国私人银行发展空间仍广阔。虽然中国私人银行业务在过去开展的 18 年来取得了良好的发展，但是从市场容量来说，根据 UBS Global Wealth Report (2024)，2023 年国内个人可投资金融资产 100 万美元以上的高净值人数超过 600 万人，稳居世界第二。同时，中国超高净值人群的增长遥遥领先，十亿美元富豪人数及财富规模在近几年中稳定递增，显示出财富管理需求端空间仍然巨大。另外，我们认为，和国际领先的私人银行对比，中国私人银行在服务质量上仍有显著的提升潜力。中国私人银行应真正秉持以客户为中心的思想，在客户管理能力、产品构建能力、投研顾问能力、数字服务能力、传承规划能力、人才队伍建设等方面继续升级。

图21：中国私人银行未来服务模式展望



数据来源：中国银行业协会，东吴证券研究所

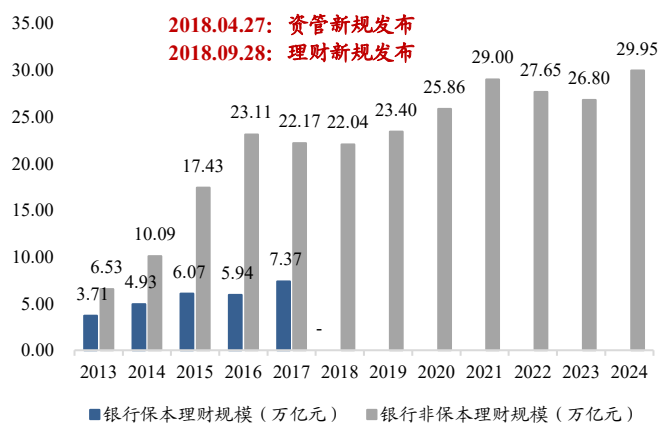
4.2. 银行理财逐步进入专业化独立子公司运作时代

零售银行提供的财富管理业务主要是针对大众客户和大众富裕客户提供的存款和银行理财服务（主要为净值型、低风险、短期限的理财产品，这部分讲银行自管理理财产品，不包括代销其它非银机构的理财产品），本身兼具资产管理和财富管理属性。银行理财分为保本理财与非保本理财，保本理财弥补了中国金融市场发展初期投资工具的缺口，通过银行刚性兑付背书和广泛的客户基础获得了快速增长。非保本理财是商业银行

表外业务，商业银行接受投资者委托，对受托财产进行投资及管理，不纳入表内范围，相关收入计入手续费。其规模在 2010-2016 年间，在刚性兑付+影子银行+同业套利的需求背景下大规模发展，同时也埋下了可能引发的系统性风险。2017 年以来，“金融去杠杆”加速，银行同业业务受到冲击，2018 年资管新规和理财新规落地，着力打破刚兑、穿透嵌套、禁止资金池。非保本理财规模在 2017 年和 2018 年小幅下降，主要是由于其中带有同业套利性质的同业理财规模的大幅压降，从 2016 年的 5.99 万亿元压降至 2018 年的 1.22 万亿元。若剔除这个因素，非保本个人理财规模仍稳步增长，银行理财需求仍然旺盛。据中国理财网数据，截至 2024 年底，银行非保本理财规模（包含银行理财子公司）为 29.95 万亿元，同比+12%，2016 年以来复合增速 3%。在资管新规和理财新规的要求下，银行理财业务转型稳步推进，银行理财净值化产品余额占比 98.5%。

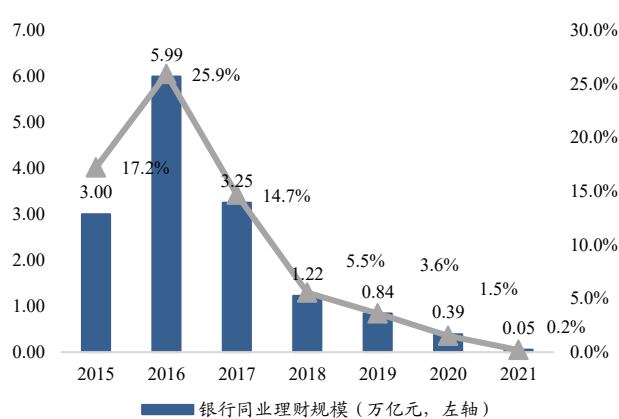
个人投资者是银行理财市场绝对主力，数量快速增长。截至 2024 年底，我国银行理财市场持有理财产品的投资者数量为 1.25 亿个，约为 2020 年的 3 倍，其中个人投资者 1.24 亿个，占比高达 98.7%。投资者数量快速增长一方面是由于新产品的发行，另一方面是得益于理财新规后产品起售金额的大幅下降，让更多普通投资者进入了银行理财市场。目前公募理财产品是银行理财的绝对主力，存续余额占比 94.92%。债券为银行理财主要配置资产，占比达 43.5%，其次为现金及银行存款（23.9%），同业存单（14.4%），同业拆借（6.4%）、非标资产（5.4%）、公募基金（2.9%）、权益类资产（2.6%），以及少量金融衍生品、另类资产等。银行理财产品收益率平稳，波动与 10 年期国债收益率同步。2024 年，理财产品平均收益率为 2.65%，比 10 年期国债收益率高 34bps。

图22：2013-2024 年中国银行理财余额（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心，东吴证券研究所
注：2019 年起，保本理财根据资管新规要求，被纳入银行表内参照存款管理（等同于结构性存款），统计角度不属于理财范畴。

图23：2015-2021 年中国同业理财规模（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心，中国银行业协会，中国保险资产管理业协会，中国证券投资基金业协会，东吴证券研究所

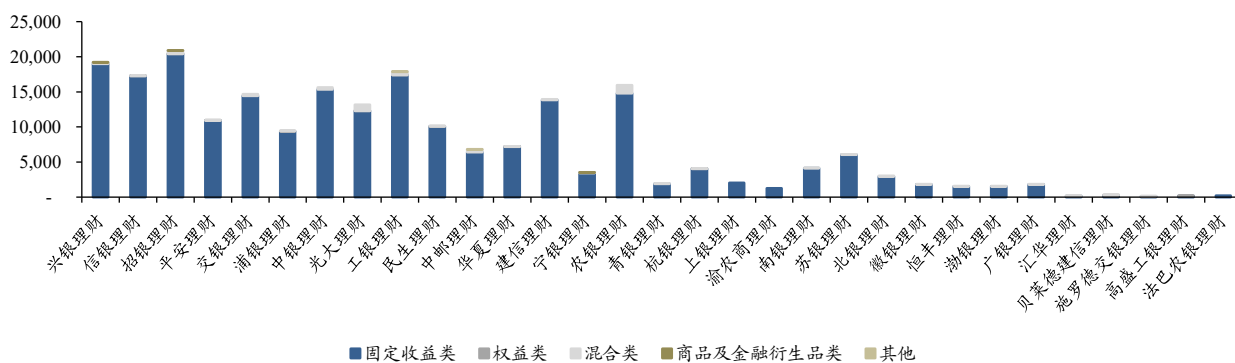
银行理财进入专业化独立子公司运作，理财子管理规模数及产品规模迅速增长。2018 年《商业银行理财业务监督管理办法》提出“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务”，同年《商业银行理财子公司管理办法》出台。截至 2024 年底，

已有 31 家银行理财子成立并承接母行理财业务,其中国有行下属银行理财子公司 6 家,股份制银行下属理财子公司 11 家,城商行下属理财子公司 8 家,农商行下属理财子公司 1 家,外资机构下属理财子公司 5 家。据中国银行业理财市场年度报告数据,截至 2024 年底,31 家银行理财子公司存续产品数量 2.4 万只,存续余额为 26.31 万亿元,占全市场的比例达 87.8; 218 家银行机构存续理财产品 1.6 万只, 存续余额 3.64 万亿元, 占全市场比例为 12.2%。

相对于母行, 银行子公司开展银行理财业务具有诸多优势。1) 理财子公司公募理财不设销售起点, 门槛低于母行理财 1 万元的销售起点, 大大提升了个人客户的覆盖面。2) 理财子公司首次购买理财产品无须面签。3) 理财子公司可发行分级产品, 母行不可。4) 理财子公司代销渠道相比母行理财更宽。5) 理财子公司投资范围相比母行理财更广, 投资非标限制明显放松。

截至 2024 年底, 按运作模式划分, 理财子公司产品以开放式产品为主, 规模占比 81.2%; 现金管理类产品占比 32.3%。按投资性质分, 以固定收益类产品为主, 规模占比 97.9%, 其次为混合类产品 (1.98%), 权益类产品仅占 0.11%。根据《商业银行理财业务监督管理办法》和《商业银行理财子公司管理办法》, 理财子公司可发行多种产品, 投资范围广泛, 可投资标准化和非标债权类资产、股票、商品及衍生品、未上市股权等。目前来看, 与公募基金和私募基金相比, 我国理财子公司权益类的投研实力和经验较为匮乏, 权益类理财产品占比较少, 但多家理财子公司表示未来将增加权益投资, 为客户创造高回报。多家公司已通过“FOF/MOM”的模式投资二级市场, 部分投资实力较强的公司已开始发行直接交易股票的权益类产品及私募股权类产品。

图24: 31家银行理财子公司产品情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

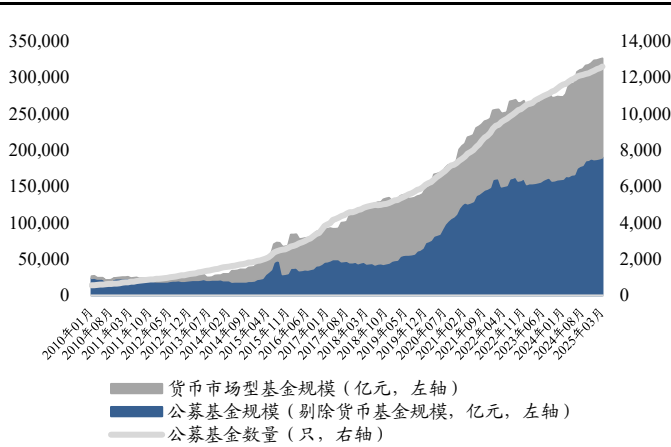
4.3. 公募基金: 被动投资加速发展, 费改稳步推进

中国公募基金市场在过去 15 年得到了高速发展, 资产规模从 2010 年末的 2.5 万亿元扩大 12 倍至 2024 年末的 32.3 万亿元。目前, 国内个人投资者购买基金主要渠道为银

行、第三方代销平台、券商机构的代销，以及基金公司直销。公募基金由于具有投资门槛低、透明度高的特点，已成为重要的理财工具之一，而基金公司在财富管理市场中的定位主要以提供资产管理产品为主。

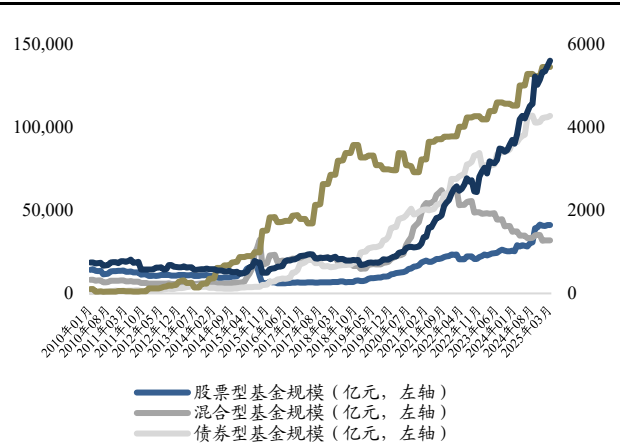
公募基金市场的扩容在不同阶段主导因素不同，主要分拆成货币基金和非货币基金两大部分来看。货币基金的快速发展主要在 2013 年-2015 年，以及 2017 年-2018 年。2013 年互联网金融兴起，余额宝（天弘增利宝货币基金）的推出，让越来越多投资者开始了解货币基金。同时互联网货币基金的“T+0 赎回提现”带来的流动性便利，货币政策偏紧下货币基金利率较存款更具优势，以及 2015 年股市大跌后的投资者避险情绪，推动了货币基金的扩张。2017-2018 年，货币基金规模迎来了又一次的快速扩张，主要原因是 MPA 监管趋严下资金面紧张而带来的短端收益率上升，从而带动货币基金收益率不断走高；同时货币基金具有免税优势，其获得了大量银行委外投资的布局。为了防范货币基金因规模膨胀暗藏的流动性风险，证监会在 2017 年 8 月公布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，通过流动性和风险准备金的要求来约束摊余成本法核算的货基规模，限制货币基金规模无序扩张。同时 2018 年 6 月，证监会发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，对货币基金互联网“T+0 赎回提现”实施限额管理。自此，货币基金规模进入平稳化阶段。

图25：2010-2024 年公募基金市场基金数量及规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：2010-2024 年各类型公募基金规模（亿元）



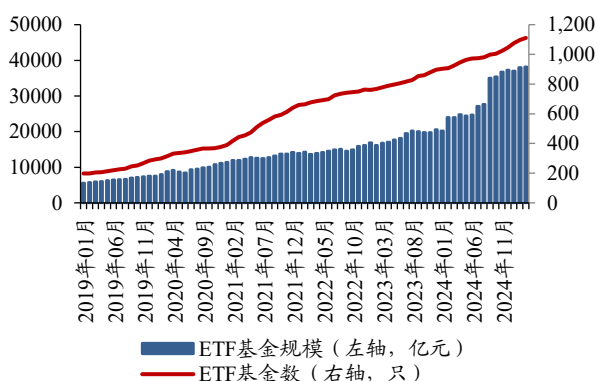
数据来源：Wind，东吴证券研究所

从 2019 年开始，公募基金规模的快速上升主要来源于非货币基金规模的增长。2019 年开始资本市场改革政策不断落地，如并购重组有所松绑，两融机制提升、创业板注册制、再融资新规、公募产品注册提速等，使权益市场吸引力大大增加。同时，2019-2021 年资本市场出现结构性行情，股市收益分化明显，对投资者投资能力的要求提高，主动股混型基金相对股市赚钱效应更明显，基金极端回撤风险控制较好，这让越来越多的投资者逐渐意识到“炒股不如买基金”，选择将资金交给专业的投资机构，另外在互联网代销平台的助推下，公募基金市场规模快速扩张。

2024 年，以 ETF 为代表的被动指数投资兴起。被动投资的兴起一方面源于政策的

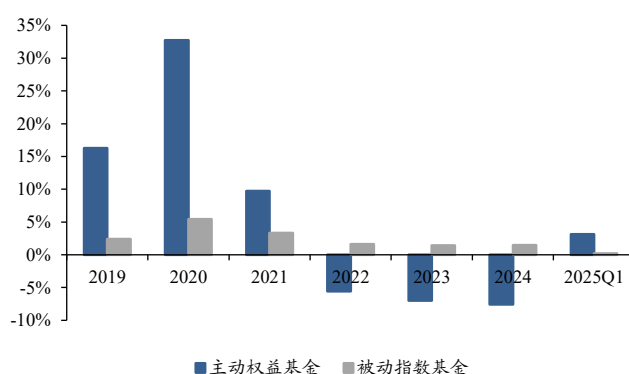
有力引导和支持。2024年4月发布的新“国九条”提出，大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。2024年9月24日，证监会主席在国新办发布会上表示，将进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF在内的基金产品。2025年以来发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》、《推动公募基金高质量发展行动方案》进一步细化及深化了被动投资的发展框架。另一方面是由于受市场波动等影响，近几年主动权益类基金“赚钱效应”较差，很难跑出相对收益，而被动指数型基金基本跑赢业绩基准。据Wind数据，2022-2024年主动权益基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）平均超额回报分别为-5.6%、-7.0%、-7.6%，而被动指数型基金平均超额回报分别为1.6%、1.4%、1.5%。相比国外市场，我国被动指数投资规模仍较小，我们认为随着被动指数基金产品种类日益丰富、中长期资金持续入市、投资者对指数基金认识的加深，我国的指数产品规模有望持续扩大，被动投资时代已经来临。

图27：2019年以来ETF基金数量及规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：2022年以来主动权益基金与被动指数基金超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：超额收益=基金净值增长-业绩基准

公募基金费改稳步推进，让利于民，更好的服务居民财富管理。2023年7月证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，正式启动基金行业费率改革。此次费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径分三个阶段推进。1) 第一阶段有序降低主动权益类产品的管理费率、托管费率，该项工作已于2023年10月底前完成。据Wind数据，2024年公募基金管理费合计1247亿元，同比下滑8%；2) 第二阶段降低交易佣金费率，已于2024年7月1日实施，被动股票型基金交易佣金费率不得超过2.62‰，其他类型基金不得超过5.24‰。据Wind数据，2024年券商分仓佣金110亿元，同比下滑35%；3) 第三阶段规范基金销售环节收费及其他配套改革措施正在稳步推进中。

2024年11月19日，吴清主席在第三届国际金融领袖投资峰会致辞中表示，稳步推进公募基金行业费率等改革，大力发展权益类基金特别是指数化投资。华夏基金、易方达基金、嘉实基金等多家基金的管理人当日宣布，将调降旗下大型宽基ETF费率，管理费率统一调降至0.15%，托管费率统一调降至0.05%。调降大型宽基股票ETF费率，不

仅有利于降低投资者成本，还可以更好吸引中长期资金通过指数基金加大对权益类资产的配置。

费率改革通过优化管理费、托管费等，使投资者的收益空间增加，提升了投资者的获得感。也促使基金公司进一步提质增效，加强创新，搭建更丰富的产品体系，更好地满足投资者多样化的投资需求。

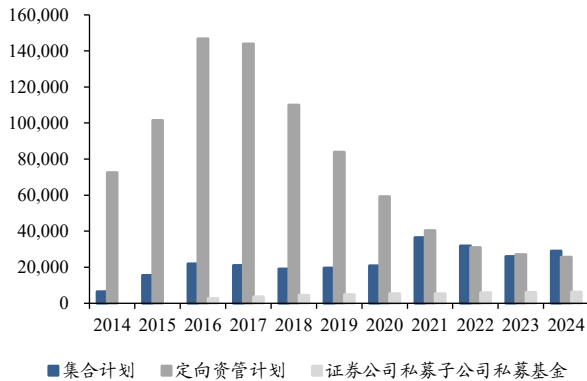
4.4. 券商财富管理转型初见成效

自 2002 年实行佣金费率浮动制以来，证券行业佣金率下滑，同业竞争加剧，使券商传统证券经纪业务收入占比不断下滑，促使券商开始寻求业务转型。从 2017 年开始，券商开始发力财富管理业务，广发证券、华泰证券、中信证券、银河证券、兴业证券、中原证券等多家券商将经纪业务部改名或新设立了财富管理总部。虽然券商在产品和服务供给丰富度，渠道优势和客户基础（缺乏高端客户服务能力）方面不如银行，但在投资能力，资产获取和研究能力方面实力较强，因此在发展财富管理方面有一定优势。

在财富管理转型时期，产品平台的构建是转型的突破口，只有将产品的供给和销售渠道理顺，才能真正实现财富管理业务的转型。在产品供给端，包括外部引入（公募，私募，信托）和内部创设（资管，基金，期货，投行）。在销售端，将客户分层，建立完整的客户服务体系。目前国内券商财富管理转型初见成效。

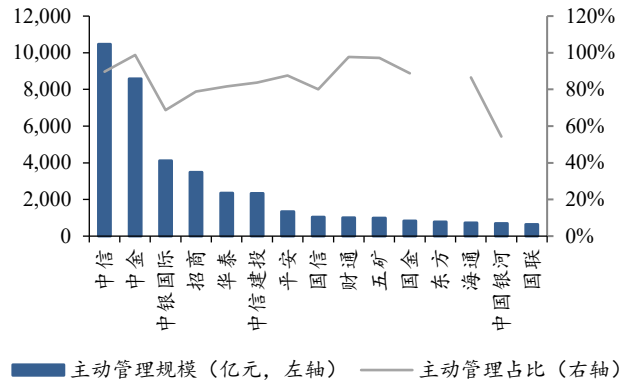
在产品供给端，券商资管加大主动管理，涉水公募领域。券商私募资产管理业务方面，随着 2017 年金融去杠杆和 2018 年资管新规的出台，意在破除同业套利和多层杠杆，大大封锁了原来券商资管蓬勃发展的通道业务。券商资管规模逐渐萎缩，主要是以通道业务为主的定向资管计划规模大幅缩减，规模从 2016 年末的 14.7 万亿元，下降 82% 至 2024 年末的 2.6 万亿，去通道效果显著。集合计划 2021 年同比增长 75%，此后规模保持平稳。券商资管发挥自身优势向主动管理转型，主动管理占比显著提升。同时券商积极参与大集合公募化改造和申请公募牌照，目前具备公募牌照的券商共有 11 家。我们认为，加速公募化改造将有利于原本致力于高净值客户的券商资管打开普惠金融市场，服务更加广泛的大众群体，为不同风险偏好的客户提供财富管理服务。

图29: 2014-2024 年券商资管规模 (亿元)



数据来源: WIND, 基金业协会, 东吴证券研究所

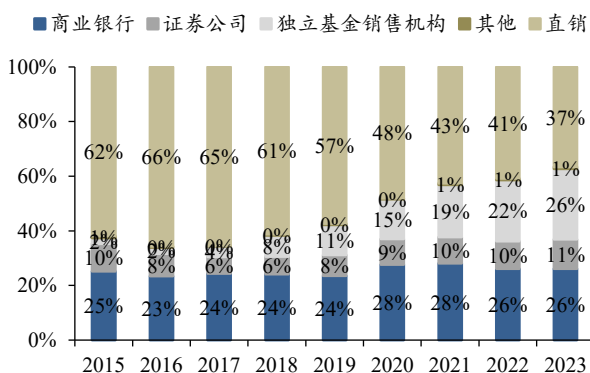
图30: 2021 年 Top20 券商主动管理资管规模及占比%



数据来源: iChoice, 东吴证券研究所

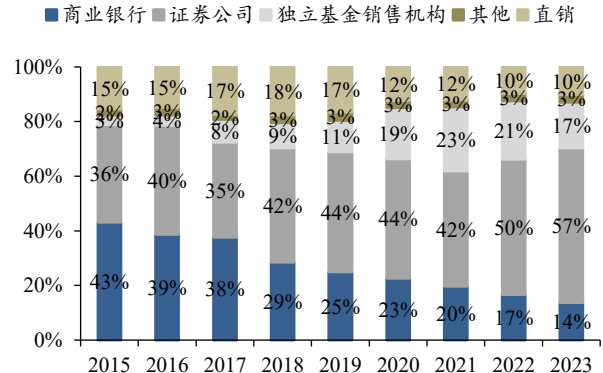
在销售端，券商发力金融产品代销，在股票型产品具有优势，ETF 快速增长助保有规模逆市增长。据基金业协会数据，2023 年剔除直销渠道后的基金销售保有规模中，券商渠道仅占 17%，大幅低于银行与独立基金销售机构。而券商用户画像多为风险偏好较高的股民，且券商也是场内交易的唯一渠道，因此券商在以 ETF 为主的股票基金中的优势显著。2023 年末，股票型保有规模中券商占比 57%，QDII 中券商占比 62%。2022 年以来随着权益市场整体行情承压，前 100 代销机构合计保有的权益型基金规模由 2021 年末的 6.46 万亿元下降至 2024 年末的 4.85 亿元，其中券商渠道保有规模由 9392 亿元增至 1.3 万亿元，占比由 15%提升至 27%，保有规模逆势增长主要是来自于 ETF 的快速增长。

图31: 各渠道基金销售保有规模占比



数据来源: 基金业协会, 东吴证券研究所

图32: 各渠道股票基金销售保有规模占比情况

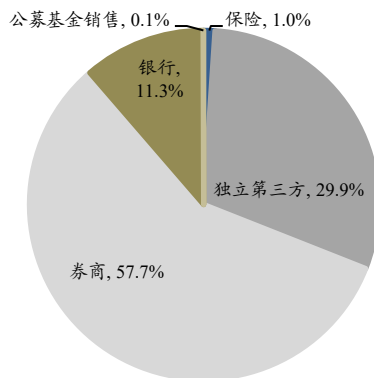


数据来源: 基金业协会, 东吴证券研究所

随着我国权益市场有效性逐步提升，指数基金和主动权益基金的收益差距也在逐步收窄，基金格局有向美欧等发达资本市场靠拢的趋势，ETF 迅速增长。受益于 ETF 的蓬勃发展和年轻投资者群体的壮大，券商和独立销售机构逐渐占据优势。截至 2024 年末，

百强合计 ETF 基金保有规模 1.7 万亿元，券商合计保有规模 9827 亿元，在百强中占比 58%，显著高于券商权益类基金保有规模的占比（27%）。

图33：2024 年各渠道 ETF 基金保有规模占比



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

券结模式正加速改变公募基金销售格局。随着 ETF 的快速发展，券商渠道的重要性日益凸显，不少基金已开始转向券商结算模式。券结模式有利于基金公司与券商深度绑定合作。基金公司层面，通过券结产品绑定券商渠道，有利于资源的有效投放、产品的长期保有和规模增长，同时亦可通过调整交易结算模式，为部分适应券商客户需求、叫好不叫座的绩优迷你基金拓展券商渠道支持；券商层面，既可通过提升基金销量并持续做大保有规模来获取佣金收入，并有望获得公募基金的托管资源；也可在券商财富转型背景下，通过同优质公募机构的深度合作来应对日益激烈的渠道竞争。券结基金正加速改变公募基金销售格局，券商渠道凭借 ETF 优势和佣金激励崛起为重要力量，未来渠道竞争将更依赖综合服务能力、技术创新及投资者陪伴体系的完善，行业整体将向更专业化、多元化的方向发展。

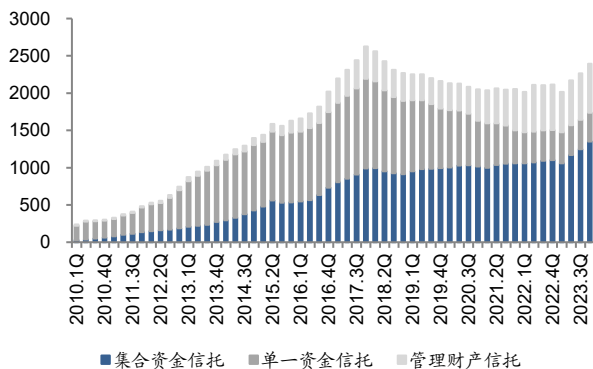
4.5. 信托回归财富管理本源

从 1979 年中国信托业务开展以来，信托业经历过三次大整顿。1979 年-2007 年是信托投资时代，“类银行”和“类证券”业务均有涉及。其间历经 6 次大整顿，初步建立信托业基础监管体系框架。2008 年-2016 年，随着“四万亿”刺激经济计划出台，银信合作时代拉开序幕，成为银行的通道，信托资产规模增长近 10 倍。2017 年开始，在金融严监管、资管新规明确要求去嵌套、去杠杆、去通道和去刚兑，同时支持家族信托、财产权信托以及符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托的发展。目前，信托行业开始专注主业，回归信托本源，积极开展创新型主动管理业务。

截至 2024 年上半年末，信托业受托管理信托资产余额 23.9 万亿元，较 2017 年的 26.2 万亿元下滑 9%。从信托功能来看，事务管理类较 2017 年下降 43%至 2023 年的 8.9 万亿元，信托业回归主业、服务实体经济转型趋势明显，投资类较 2017 年增长 87%至 2023 年的 11.6 万亿元。从资金来源来看，单一资金信托占比由 2017 年的 46.7%下滑至

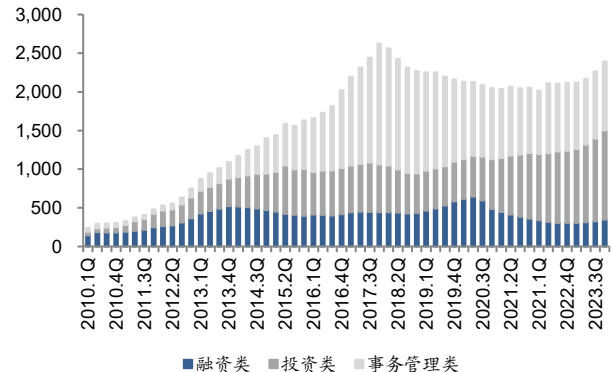
2023 年的 16.1%，信托行业由传统通道向主动管理转型继续深入。

图34: 中国信托资产规模(百亿元,按来源划分)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 中国信托资产规模(百亿元,按功能划分)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

家族信托是信托公司的本源业务,为高净值人群提供财富管理服务。家族信托作为信托机构有别于其他财富管理机构特色业务品种,在制度设计、资产安排、需求满足等多方面具有天然优势,是信托公司与券商、银行等其他财富管理机构形成错位竞争的**最有效手段**。根据中国信托登记数据,以家族信托为代表的服务信托业务成为信托业加速转型的新发力点。家族信托的规模从2013年的6亿增长到2023年的9000亿,连年超过50%的增速,处于高速发展阶段。

4.6. 传统第三方财富管理机构仍在规范成长期

中国传统第三方财富管理市场渗透率较国际低,市场集中度高。第三方财富管理的概念起源于美国、加拿大等西方国家,在中国香港90年代起步。**第三方财富管理机构类型众多,包含券商系、互联网金融系、信托系、保险系、地产系等九大类别**,如券商系走出的诺亚财富、平安集团旗下的陆金所、主要经营基金代销的蚂蚁基金,脱胎于中融信托的恒天财富等机构,其业务模式主要以资产配置为手段,销售各类金融产品为支撑,代销手续费收入是其主要收入来源。中国内地首次出现第三方财富管理行业是在2005年,由湘财证券私人金融部团队自立门户,成立了中国内地最早的独立财富管理机构诺亚财富。2010年后第三方财富管理行业快速发展。**我国中资银行仍然是财富管理市场的主导,第三方财富管理机构份额较小**。根据《2023中国私人财富报告》,私人财富管理服务机构资产配置中,中资银行、外资银行、券商财富管理部、保险公司管理资产占比分别为77%、4%、5%和3%,其他包含基金、信托、第三方财富管理等机构占比11%。远低于美国的60%。

中国第三方理财机构独立性弱,风险较高;与国际成熟模式存在一定差距。中国第三方财富管理机构业务主要包括四大类:金融产品代销,持牌资产管理,咨询业务(税务筹划、海外资产配置、子女教育、移民等)和普惠信用(融资租赁,农商贷等)。其中代销模式为主要业务模式,同时部分头部机构开辟持牌资产管理业务来丰富收入结构。

作为第三方财富管理公司，主打的是独立客观地分析客户财务状况和增值需求，包括资产构成、投资方向、投资偏好等内容，由此判断所需投资工具，并为其提供综合性的理财规划及财富管理服务。但是以代销模式为主的业务结构又主要依赖于代销产品获得的一次性佣金及经常性服务费，业务开展以获得更多的销售佣金为驱动，独立客观性难以衡量。同时，转型持牌资产管理业务的第三方财富管理机构由于在社会信用分层下持有更多的是高风险的非标、另类资产，加上自身公司风控体系不够成熟，在经济下行期，面临更大的信用风险。近几年，第三方财富管理机构资产管理业务踩雷事件频发。目前，我国第三方理财市场在行业监管、金融体系成熟度、业务模式、投资者教育、投顾专业度方面与国际成熟模式都存在不少差距。

4.7. 互联网财富管理平台助力普惠理财

2013年，余额宝的诞生开启了中国互联网财富管理市场。互联网财富管理不仅是线上化导流和获客，同时通过数字化或智能化手段为用户的理财行为提供决策支持及增值服务。相较于传统金融机构财富管理，互联网财富管理具有交易门槛更低，透明度更高，交易操作更便捷等优势，满足了普通大众的理财需求，互联网理财市场规模和用户数量得到了快速提升。

互联网财富管理主要以基金代销为主，主要是货币基金，权益类净值型产品在逐渐增多。互联网财富管理平台主要可以分为四类，分别为互联网一站式财富服务平台、传统金融机构线上平台、独立财富管理平台和互联网金融平台。其中互联网一站式财富服务平台、互联网金融平台和独立财富管理平台（均为独立基金销售机构）基金代销品类更为丰富，对传统金融机构基金销售形成竞争。对比银行，独立基金销售机构强调基金超市模式，代销产品数量丰富；对比券商，独立基金销售机构平均代销费率更低。

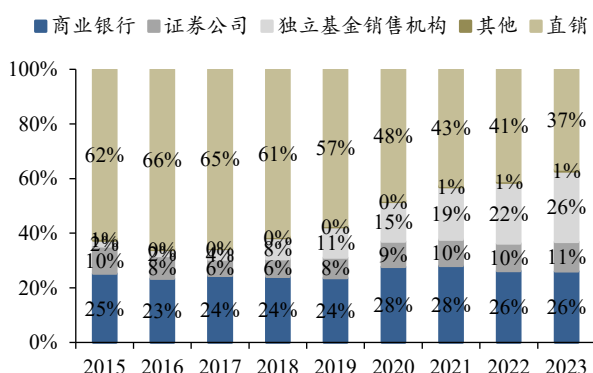
表2：公募基金销售机构（家）

大类	机构类型	数量	合计
银行	全国性商业银行	19	164
	城市商业银行	82	
	农村商业银行	44	
	在华外资法人银行	11	
	其他银行	8	
证券	证券公司	122	131
	证券投资咨询机构	9	
期货	期货公司	32	32
保险	保险公司	11	11
独立销售	独立基金销售机构	124	124
其他	其他	14	14
合计			476

数据来源：Wind，东吴证券研究所

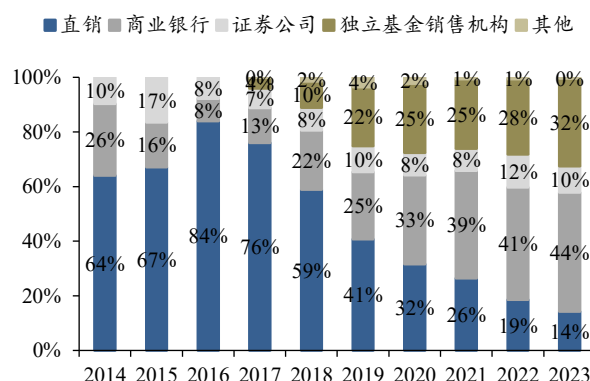
独立基金销售机构的代销规模快速提升。独立基金销售机构的基金销售认（申）购市场份额由 2017 年的 4% 提升到 2023 年的 32%，接近商业银行销售份额（44%）。按基金保有量看，独立基金销售机构的基金销售保有量市场份额由 2017 年的 4% 提升至 2023 年的 26%，与商业银行基本持平。按基金代销数量排名，独立基金销售机构遥遥领先，截至 2024 年末，排名前三位的基金代销机构为天天基金、盈米基金和中信建投，前两位均是独立基金销售机构，其中天天基金与 190 家基金公司合作代销 10548 只基金产品。非传统金融机构互联网财富管理市场集中度高，蚂蚁、天天基金、腾安三家合计保有规模占独立基金销售的 60% 以上。

图36: 各渠道基金销售保有规模占比



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

图37: 基金认/申购渠道占比情况



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

5. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索

国内最早于 1997 年开展投顾业务，2010 年发布的《证券投资顾问业务暂行规定》明确了投资顾问业务的定义是“接受委托、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活**动**”，**但不允许代替客户执行账户投资或交易管理**。后面几年由于股市波动较大，代理客户执行账户投资或交易管理一直没有推出。

基金投顾业务未来可期，由试点转向常规有望加速发展。2019 年 10 月，证监会发布《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正式落地。三年多来，基金投顾业务从三批 18 家试点机构，截至 2023 年 3 月，已有 60 家机构取得试点资格，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户。证监会表示，基金投资顾问业务运行平稳，业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持，试点达到了预期目的，已基本具备转常规条件。2025 年 2 月，证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，再次提到“推动基金投顾业务试点转常规，探索构建行业执业标准，培育壮大人才队伍，有序扩大可投产品范围”，有望

继续推动基金投顾试点转常规的进程。推动基金投资顾问业务转向常规，极大地有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。

表3: 基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、申万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、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、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金(先锋领航)、腾安基金、盈米基金	3

数据来源: 新浪财经, 东吴证券研究所

各类试点机构在开展基金投顾业务方面各有优势和劣势。基金公司有非常强的自身投研能力,但是在投顾服务能力、产品丰富度、客户基础方面比较薄弱。基金销售子公司主要依附于基金公司,所以各方面都比较一般。独立基金销售机构具有较广的基金产品覆盖度和丰富的长尾客户资源,但是在自身投研能力方面是明显的短板。券商可代销全市场公私募产品,同时投研能力、投顾服务能力、客户基础均有不错的积累。银行在庞大的客户基础和多年的投顾服务经验以及丰富的全市场公私募以及自身固收为主的理财产品线方面优势非常突出,但是自身权益类投研能力较弱。

表4: 各类型投顾试点机构优劣势比较

类型	自身投研能力	投顾服务能力	产品丰富程度	客户基础
基金公司	资产管理机构,自身投研能力强 ★★★★	新建体系,投顾团队人数少,前期以智能投顾为主 ★★	主要涉及全市场公募基金产品 ★★	直销渠道自身客户积累少,客户基础相对薄弱 ★★
基金公司销售子公司	与母公司投研独立,自身投研能力一般 ★★	新建体系,投顾团队人数少,前期以智能投顾为主 ★★	主要涉及全市场公募基金产品 ★★	前期主要依赖于外部机构的客户,自身客户积累少,客户基础相对薄弱 ★★
第三方基金销售机构	销售机构,自身投研能力弱 ★	智能投顾为主,主要通过金融IT技术来实现投顾业务 ★★	销售端覆盖了全市场的公募基金产品(部分销售私募产品、券商资管产品等),涉及产品广泛 ★★★★	客户数量庞大,以长尾客群为主 ★★★★

券商	多元化的财富管理机构，自身投研能力较强	★★★	多年证券投顾服务经验，有相对专业的团队	★★★	可代销全市场公私募产品，自有产品涵盖期权类、OTC 等多条线，产品线丰富	★★★★	客户数量较多，以权益类投资客群为主，客户的风险偏好承受能力相对较高	★★★
银行	固收投研能力强，权益投研能力弱	★★	多年理财顾问服务经验，团队构建成熟	★★★★	自有产品优势集中在固收或类固收的理财产品上，可代销全市场公私募产品，产品线丰富	★★★★	客户数量庞大，且有不少高净值客户群体，但多数客户的风险承受能力较低	★★★★

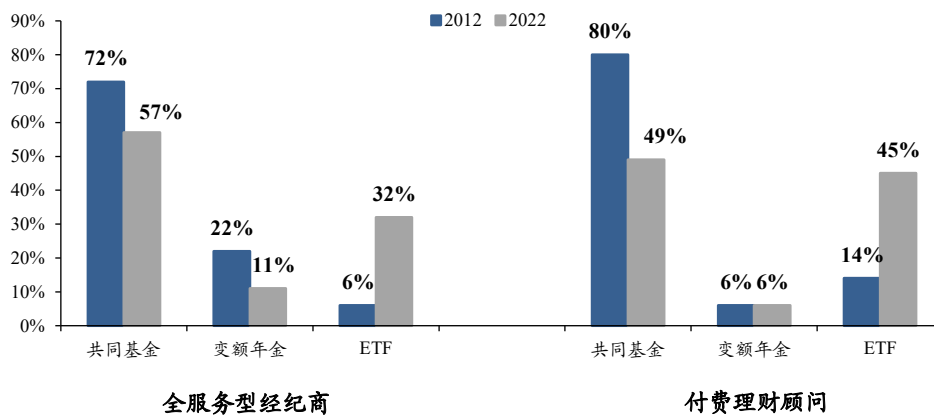
数据来源：东吴证券研究所

买方投顾模式具有高附加值和稳定 ROE，是财富管理转型的重要探索。在基金投顾推出之前，基金代销市场属于“卖方投顾”模式，各个代销机构以争夺销量为主，面临激烈的同质化竞争、费率下行压力大且盈利受市场波动影响大。“卖方投顾”模式下机构与客户利益不一致，机构更倾向销售返佣比例高的基金产品，客户自身可能出现追涨杀跌的操作，容易出现亏损。尽管个别代销机构通过推出“一键买入”的基金组合产品来展开差异化服务，但是后续基金调仓，需要根据提示自己手动操作，调仓的及时性和调仓率都很难保障，并没有改变运作本质。

基金投顾的推出将基金产品的销售，从以规模为中心的“卖方投顾”模式转变为以客户利益为中心“买方投顾”模式。基金投顾服务费率是按照投资者所开设投顾账户的资产规模按日计提，将基金投顾服务机构与投资者资产增值实现更好的绑定，增加客户粘性。该模式下，拥有优秀投顾能力和品牌影响力的机构将拥有更多的客户以及更高的定价能力，具有更高的附加值和稳定的 ROE，展示出财富管理方面的差异化优势，并真正做到“以客户为中心的财富管理”，促进整个财富管理行业健康发展。

ETF 崛起有望为投顾业务提供新机遇，将成为财富管理转型的重要抓手。1) ETF 产品的各项特征能较好匹配投顾的配置需求。首先，ETF 持仓每日披露，满足买方投顾对投资组合穿透式管理要求；其次，ETF 支持日内交易，便于动态再平衡操作，有助于提升买方投顾的调仓效率；另外，ETF 底层资产涵盖股票、债券、商品等大类资产，跨境 ETF 甚至能够覆盖多个市场，有助于丰富投顾配置策略的多样性。2) ETF 与投顾有望实现商业生态的协同进化。在费率方面，买方投顾服务费与 ETF 管理费能够形成“双低”结构。在服务范围方面，ETF 能够使得投顾服务突破场内外限制，拓宽服务半径。在服务模式方面，ETF 标准化特征便于算法模型处理，便于智能投顾赋能。3) 从海外市场来看，ETF 与投顾业务的发展相辅相成。在美国买方投顾格局逐步形成的过程中，买方投顾模式以资产配置和风险收益偏好的匹配为导向，更加注重基金的长期业绩和清晰的投资风格，因此以 ETF 为代表的被动投资工具愈发受到美国投顾的青睐。据 ICI 统计，2022 年美国全服务型经纪商和付费理财顾问分别将所管理的 32%/45% 的客户资产投向 ETF，相较于 2012 年的 6%/14% 大幅提升。

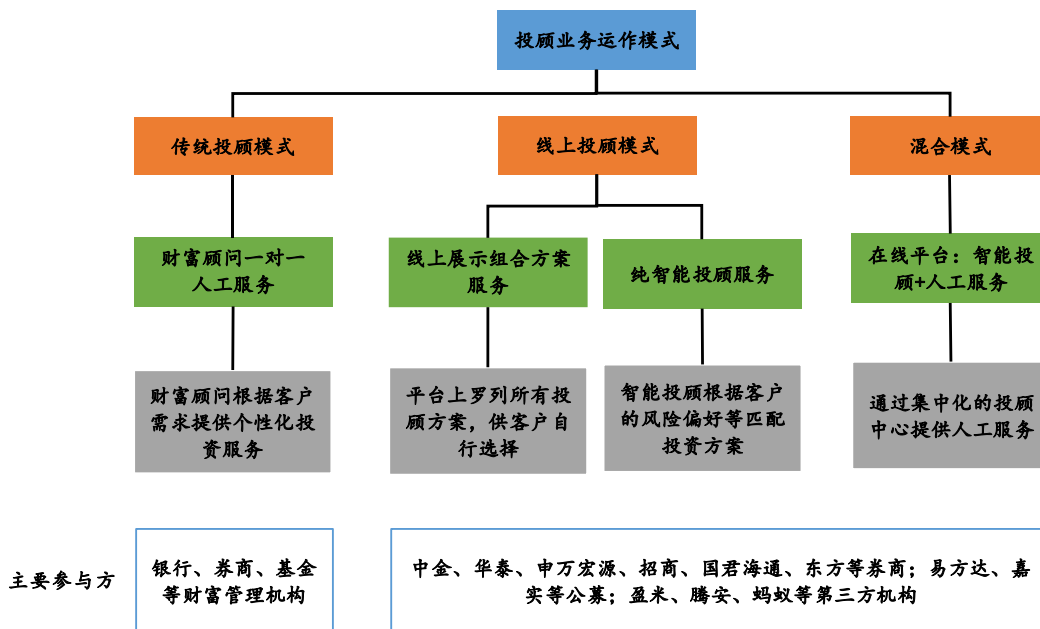
图38: 美国经纪商和理财顾问配置 ETF 的比例不断上升



数据来源: ICI, 东吴证券研究所

AI 正加速赋能投顾业务。随着科技的飞速发展,尤其是 Deepseek 的出现, AI 大模型正加速赋能投顾业务。AI 在数据检索、信息分析、模型搭建等多个环节可以为基金投顾赋能,显著提升了服务质量和效率。智能投顾助手目前可以实现: ①客户画像与需求匹配; ②辅助投顾高效完成市场热点分析和大盘解读,快速生成方案; ③提升投顾效率,将更多精力集中在客户服务和配置决策上等方面。

图39: 机构投顾业务运作模式



数据来源: 东吴证券研究所

我国买方投顾模式尚处于初步发展阶段,未来发展空间大。相比海外较为成熟的买方投顾模式,国内投顾仍存在“重投轻顾”的问题,投资者往往投资体验不佳,同时投

资服务顾问人才队伍也相对不足。随着居民财富的不断积累，投资者对资产配置和财富管理的需求日益增长，为基金投顾业务提供了广阔的市场空间。此外政策的持续支持，也为行业的健康发展提供了有力保障。有以下几个方面可以加强布局：**1) 投资产品扩充。**我国基金投顾目前仅限于公募基金；海外机构产品线丰富，覆盖多类型和多地区的资产。**2) 收费方式多样化。**目前我国基金投顾试点机构在收费模式上还较为单一，主要按管理规模的固定或浮动比例计提费用。美国收费模式更为丰富，除了该模式，还包括固定收付费、业绩报酬计提等多种收费模式。**3) 做好客户细分、精准匹配客户需求，并加强投后管理。****4) 加强专业投顾团队人才建设。**近年来，随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，据中证协数据，截至 2023 年末，证券行业共计有从业人员 35 万人，其中投资顾问数量为 7.7 万名，2014 年以来，投顾人数复合增速达 11%。投顾人员扩充的同时，客户资产规模亦快速增长，截至 2023 年，客户交易结算资金规模(含信用交易)达 1.8 万亿元。面对体量庞大的客户群体，专业化的投顾团队仍不足。

6. 风险提示

- 1) 宏观经济波动加大，可能造成资本市场波动加大，影响财富管理需求端；
- 2) 监管政策趋严，可能拖累行业财富管理转型进程；
- 3) 资管行业竞争加剧，可能造成行业利润率下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>