

证券 II 行业

建设一流投行启示录二：财富管理的角色与实践

核心观点：

- **建设金融强国背景下如何打造一流投行是国内券商的重要命题。** 中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，这对国内头部券商是难得的发展赶超机遇。本篇报告，聚焦业务层面之财富管理，梳理海外顶级投行的财富管理转型发展经验，提供借鉴启示。
- **转型和升级财富管理业务是国际投行近十年的业务重心。** 次贷危机后，国际投行降低经营杠杆、调整经营策略，全面拥抱财富管理业务。2023 年大摩、瑞银和高盛财富管理业务部门净收入分别占其总净收入的 49%、49%以及 30%。财富管理推动整体盈利增长，带动整体 ROE 和估值水平提升，大摩财富管理部门净利润占比由 2015 年的 34%提升至 2023 年的 55%，估值中枢由 0.9xPB 提升至 1.5xPB。
- **获客端：通过明确的自我定位与客群划分，财富管理机构针对不同客群定制财富管理解决方案。** 摩根士丹利面向各层级客群，按照净值高低、职业生涯等，针对性设置产品。强大的客户触达能力及获客渠道对财富管理规模增长、品牌建设至关重要。通过并购，大摩形成了投顾、自主和企业工作三大渠道；从业绩贡献上看，投顾渠道是财富管理业务的重点，而自主及其他渠道为业绩增长注入新动能。渠道搭建仍需结合自身优势及禀赋，2023 年高盛出售旗下个人财务管理部门 PFM 及出售 Greensky，再次聚焦超高净值客群。
- **锁客端：以客户需要为导向，优化产品丰富服务、提升投顾服务能力。** 高盛通过 Ayco 平台为机构客户提供退休金计划、遗产和税务筹划等服务；瑞银的交叉销售策略，为客户提供借贷服务，增加贷款渗透率并提高利息收入，其全球财富管理业务的贷款渗透率从 2014 年的 4.32% 提升至 2023 年的 7.38%。通过有竞争力的正向业绩激励、布局智能投顾、实现投顾服务效率、工作产出的提升。
- **机构留客：构建财富管理业务其与投行、资管业务在渠道、产品上的协同，“一个公司”提升综合服务能力。** 摩根士丹利优异的资管能力使其核心客户留存率达 99%，为下一步向财富管理端转化创造条件；2016-2023 年，瑞银集团财富管理部门可投资资产占机构整体比重从 63% 增长至 71%，集团 AUM 进一步向财富管理部门集中。
- **启示与投资建议：** 建设一流投行需要财富管理的功能优化，降佣降费下国内券商亟需开拓多元渠道以触达多元客群，提供差异化产品服务及强化协同提升综合金融服务能力，短期波动更需要买方配置能力提升。结合投顾

行业评级

买入

能力、数字化转型及估值修复，建议关注：华泰证券（AH）、中信证券（A H）、国泰君安（AH）、东方证券（AH）、招商证券（AH）、财通证券等。

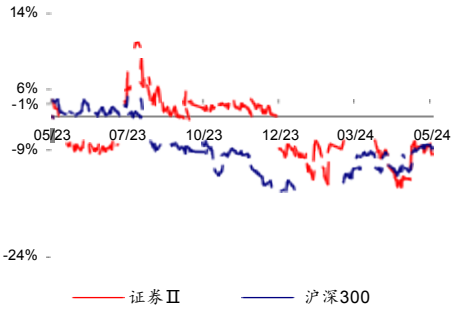
- **风险提示。** 海外借鉴意义有限风险，行业竞争加剧风险，政策变动等。

-16% -



前次评级 买入
报告日期 2024-05-19

相对市场表现



分析师: 陈福
SAC 执证号: S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

相关研究:

- 证券 II 行业:新发基金债基占比攀高, 政策密集出台推动行业发展 2024-05-12
- 证券行业 2024 年一季报总结:坚守本源扩表暂缓, 高基数下业绩承压 2024-05-06
- 证券 II 行业:佣金新规正式落地, 推动研究生态优化 2024-04-20

联系人: 严漪澜 0755-88286912
yanyilan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国银河	601881.SH	CNY	12.23	20240430	买入	17.26	0.86	0.94	14.22	13.01	0.99	0.95	7.00%	7.30%
华泰证券	601688.SH	CNY	13.98	20240430	买入	24.96	1.62	1.64	8.63	8.52	0.67	0.64	6.70%	7.60%
中信证券	600030.SH	CNY	19.19	20240426	买入	25.00	1.37	1.59	14.01	12.07	1.00	0.93	9.10%	9.80%
东方证券	600958.SH	CNY	8.44	20240430	买入	11.37	0.37	0.47	22.81	17.96	2.16	1.72	5.50%	5.90%
国泰君安	601211.SH	CNY	13.93	20240430	买入	22.50	1.19	1.37	11.71	10.17	0.74	0.70	6.60%	7.00%
东方财富	300059.SZ	CNY	13.07	20240315	增持	16.46	0.55	0.6	23.76	21.78	2.20	1.81	10.45%	10.22%
招商证券	600999.SH	CNY	14.71	20240428	买入	19.40	1.09	1.21	13.50	12.16	0.99	0.92	8.00%	8.80%
东吴证券	601555.SH	CNY	6.69	20240430	买入	10.47	0.41	0.42	16.32	15.93	0.77	0.70	5.20%	5.60%
财通证券	601108.SH	CNY	7.57	20240426	买入	9.35	0.5	0.55	15.14	13.76	0.97	0.93	6.60%	8.30%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.57	20240428	买入	7.78	0.3	0.33	18.57	16.88	0.86	0.81	4.33%	4.35%
越秀资本	000987.SZ	CNY	5.80	20240430	增持	6.70	0.48	0.49	12.08	11.84	0.94	0.87	7.80%	7.30%
同花顺	300033.SZ	CNY	120.82	20240424	买入	147.75	2.96	3.62	40.82	33.38	7.75	6.13	20.70%	24.20%
江苏金租	600901.SH	CNY	5.44	20240428	增持	5.80	0.67	0.74	8.12	7.35	1.31	1.22	15.60%	16.20%
南华期货	603093.SH	CNY	10.78	20240422	增持	14.40	0.8	0.87	13.48	12.39	1.58	1.41	11.60%	11.30%
HTSC	06886.HK	HKD	10.06	20240430	买入	15.89	1.62	1.64	5.74	5.67	0.45	0.42	6.70%	7.60%
中信证券	06030.HK	HKD	13.78	20240426	买入	16.89	1.37	1.59	9.30	8.02	0.66	0.62	9.10%	9.80%
东方证券	03958.HK	HKD	3.63	20240430	买入	4.44	0.37	0.47	9.07	7.14	0.86	0.69	5.50%	5.90%
国泰君安	02611.HK	HKD	9.10	20240430	买入	13.62	1.19	1.37	7.07	6.14	0.45	0.42	6.60%	7.00%
中金公司	03908.HK	HKD	11.24	20240430	买入	14.85	1.62	1.64	6.42	6.34	0.54	0.51	4.80%	5.40%
招商证券	06099.HK	HKD	7.18	20240428	买入	8.40	1.09	1.21	6.09	5.49	0.44	0.41	8.00%	8.80%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	61.00	20240315	买入	78.94	1.31	1.07	43.07	52.73	6.66	6.18	15.70%	11.30%
香港交易所	00388.HK	HKD	295.00	20240425	增持	343.00	10.41	11.85	3.63	3.19	0.87	0.82	25.10%	27.30%
拉卡拉	300773.SZ	CNY	14.43	20240424	增持	17.70	0.9	1.12	14.83	11.92	3.27	2.65	16.20%	16.80%

注：可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。EPS 中中银航空租赁的货币为美元，而其余为人民币。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

前言： 财富管理是培育一流投行和践行功能性定位的有效抓手	6
一、 获客： 精细划分客群、优化获客渠道	8
(一) 自我定位明晰，客群划分准确	8
(二) 完善客户触达能力，打造多元获客渠道.....	10
二、 锁客： 以客户为导向的产品服务体系	17
(一) 提供差异产品，增强客户粘性	17
(二) 以投顾为核心，提升服务能力	21
三、 留客： 构建业务间协同，助力公司发展	25
(一) 财富管理业务与其他业务协同	26
(二) 开源节流，驱动营收增长	27
四、 总结及投资建议	32
(一) 海外投行财富管理业务经验总结	32
(二) 投顾能力：多层次的客群服务能力	33
(三) 客群覆盖：反映增长潜力	34
(四) 财富管理转型：提供综合解决方案的数字化买方平台.....	35
五、 风险提示	37
(一) 海外经验借鉴意义有限风险	37
(二) 政策变动及政策不及预期风险	37
(三) 经济复苏不及预期风险	37
(四) 行业竞争加剧风险	37

图表索引

图 1: 中美瑞领先财富管理机构业务净收入规模对比 (单位: 百万美元)	6
图 2: 海外机构财富管理业务板块 ROE 及财富管理利润占比 (单位: %)	7
图 3: 摩根士丹利客群划分情况.....	8
图 4: 高盛财富管理所在部门、面向客群及营收情况 (单位: 百万美元)	9
图 5: 瑞士银行和瑞士信贷近一年财富管理业务新增净资产 (单位: 十亿美元)	10
图 6: 瑞士银行和瑞士信贷近一年财富管理业务新增净储蓄 (单位: 十亿美元)	10
图 7: 摩根士丹利各渠道客户资产情况 (单位: 十亿美元, %)	12
图 8: 摩根士丹利投顾渠道付费客户资产及其资产占比 (单位: 十亿美元)	12
图 9: 摩根士丹利自主、企业渠道客户数 (单位: 百万个)	12
图 10: 高盛集团 2003-2023 财富管理业务所在部门业绩表现 (单位: 百万美元)	13
图 11: 2018-2023 年高盛财富管理业务财务表现 (单位: 百万美元, %)	14
图 12: 2022 年高盛业务结构调整情况	14
图 13: 高盛 Platform Solution 部门近 2 年财务表现 (单位: 百万美元)	15
图 14: 摩根士丹利财富管理各渠道业务 AUM 占比对比 (单位: %)	16
图 15: 瑞银集团财富管理业务流程	16
图 16: 摩根士丹利财富管理自主及企业渠道贡献了较大 AUM 增量	17
图 17: 摩根士丹利财富管理产品及服务结构	18
图 18: 高盛集团财富管理产品及服务结构	18
图 19: 摩根士丹利财富管理部门存贷款余额变动情况 (单位: 百万美元, %)	19
图 20: 2014-2023 年摩根士丹利各财富管理账户费率情况 (单位: bps)	19
图 21: 摩根士丹利财富管理各账户 AUM 情况 (单位: 十亿美元)	20
图 22: 摩根士丹利财富管理各账户 AUM 占比情况 (单位: %)	20
图 23: 瑞银集团客户贷款总额及其渗透率变动 (单位: 百万美元, %)	20
图 24: 摩根士丹利投资顾问团队情况	21
图 25: 瑞银财富管理投顾人数与人均激励金情况 (单位: 人, 万美元)	22
图 26: 瑞银财富管理管理总资产与投顾人均管理资产情况 (单位: 万美元) ...	22
图 27: 摩根士丹利财富管理投顾总薪酬和人均薪酬 (单位: 百万美元, 万美元)	22

图 28: 摩根士丹利财富管理部门薪酬费用和非薪酬费用对比 (单位: %)	22
图 29: 摩根士丹利针对投顾的多元激励 (除薪酬激励外)	23
图 30: 摩根士丹利财富管理投顾数及人均创收情况 (单位: 百万美元, 人)	23
图 31: 摩根士丹利财富管理部门非薪酬成本率情况 (单位: 百万美元, %)	25
图 32: 摩根士丹利财富管理部门客户资产非薪酬成本率情况 (单位: %)	25
图 33: 摩根士丹利和瑞银集团财富管理部门客户资产成本率情况 (单位: 百万美元, %)	25
图 34: 财富管理业务与投资银行业务协同	26

图 35: 瑞银集团可投资资产结构变动 (单位: %, 百万美元)	27
图 36: 摩根士丹利各业务部门收入情况 (单位: 百万美元)	28
图 37: 瑞银集团各业务部门收入情况 (单位: 百万美元)	28
图 38: 高盛 2017-2019 各部门营收对比 (单位: 百万美元)	28
图 39: 高盛 2020-2023 各部门营收对比 (单位: 百万美元)	28
图 40: 摩根士丹利各部门净利润占比 (单位: %)	29
图 41: 高盛 2017-2019 各部门净利润对比 (单位: 百万美元)	29
图 42: 高盛 2020-2023 各部门净利润占比 (单位: 百万美元)	29
图 43: 摩根士丹利财富管理非薪酬费用情况 (单位: 百万美元, %)	30
图 44: 摩根士丹利财富管理整体成本情况 (单位: %)	30
图 45: 摩根士丹利财富管理业务部门和机构整体 ROE 情况 (单位: %)	30
图 46: 瑞银集团、高盛整体与财富管理所在部门 ROE 情况 (单位: %)	30
图 47: 摩根士丹利财富管理全球化业务情况	31
图 48: 摩根士丹利各地区营收情况 (单位: 百万美元)	31
图 49: 瑞银集团各地区营收情况 (单位: 百万美元)	32
图 50: 高盛集团各地区营收情况 (单位: 百万美元)	32
图 51: 2023 年券商分仓佣金情况 (亿元, %)	34
图 52: 2024 年 4 月券商投顾人数情况 (单位: 人)	34
图 53: 券商客户资金余额及增长情况 (单位: 亿元人民币, %)	35
图 54: 代表性券商高净值客户数情况 (单位: 万户)	35
图 55: 代表性券商高净值客户资产情况 (单位: 亿元)	35
图 56: 券商信息技术投入增长情况 (单位: 亿元人民币, %)	37
图 57: 2023 年券商信息技术投入占总营收比重 (单位: 亿元, %)	37

表 1: 三家海外机构财富管理业务客户覆盖情况	10
表 2: 摩根士丹利通过收购拓宽其财富管理渠道	11
表 3: 摩根士丹利、高盛和瑞银智能投顾与数字平台情况	24
表 4: 按代销基金保有规模排序, 基金代销机构 (券商+独立机构) Top10	36

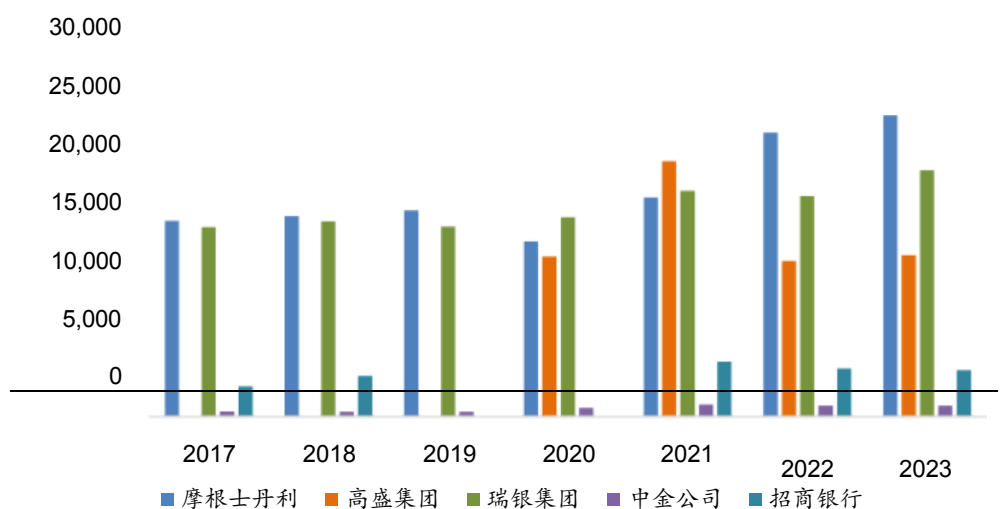
前言：财富管理是培育一流投行和践行功能性定位的有

效抓手

近年来需求端变化驱动着我国财富管理行业发展。随着居民收入的稳步增长、家庭财富逐渐累积，财富管理的需求显著增加；此外，居民资产的转移配置的需求、资产结构调整的要求逐渐旺盛，为财富管理行业的发展提供了更多的机遇。根据麦肯锡的数据，截至2023年末，以个人金融资产规模计算的中国财富管理市场规模达到266万亿元。近年来，随着个人金融资产的攀升以及富裕及以上家庭个人金融资产占比持续提升，以及养老金政策的落地，国内财富管理的需求会更加旺盛。**美国财富管理业务的发展得益于需求、政策和市场环境的推动。**上世纪70-80年代美国婴儿潮的出现，叠加个人退休账户和雇主养老金计划等政策，催生了养老机构的财富管理需求；80-90年代完成信息技术革命后底层资产逐步迁为TMT产业，此后美股市场开启长达20年的牛市，有力驱动了财富管理行业发展。**而瑞士的财富管理发展主要是新贵新富人群的壮大以及宽松的政策环境的驱动。**16世纪，第一代私人银行家在瑞士日内瓦诞生，是全球财富管理的萌芽，此后，得益于安定的政治地位、健全的财务体制和保密制度，瑞士财富管理业务逐渐发展壮大。

但中国财富管理行业发展与发达经济体相比仍有差距。从财富管理业务模式上看，以买方投顾为核心的财富管理模式渗透率较低。从产品上看，中国财富管理产品的多样性相对较低，主要集中在传统的股票、基金、保险上，而发达经济体的财富管理产品更加多样化。从财富管理机构业务规模来看，2023年，中国领先的财富管理机构如中金公司、招商银行的财富管理业务净收入分别为9.71亿美元和40.19亿美元，与同期摩根士丹利、高盛、瑞银财富管理业务的净收入259.44亿美元、138.80亿美元和211.90亿美元相比仍落后较多。

图 1：中美瑞领先财富管理机构业务净收入规模对比（单位：百万美元）



数据来源：Bloomberg，Choice，广发证券发展研究中心

从投资理念上看，中国的个人投资者理财观念不成熟、对专业财富管理服务付费意愿低。从监管和法律环境上看，发达经济体的财富管理行业有更为完善的监管，这有助于保护投资者的权益，提高市场透明度和稳定性。从居民家庭资产配置上看，

根据CHFS的数据，2019年，美国居民家庭资产配置为：房地产24%，保险24%，存款13%，股票11%。中国家庭为：房地产70%，存款15%，保险4%，股票8.84%，中国居民在财富管理上的配置占比较低，发展空间较大。

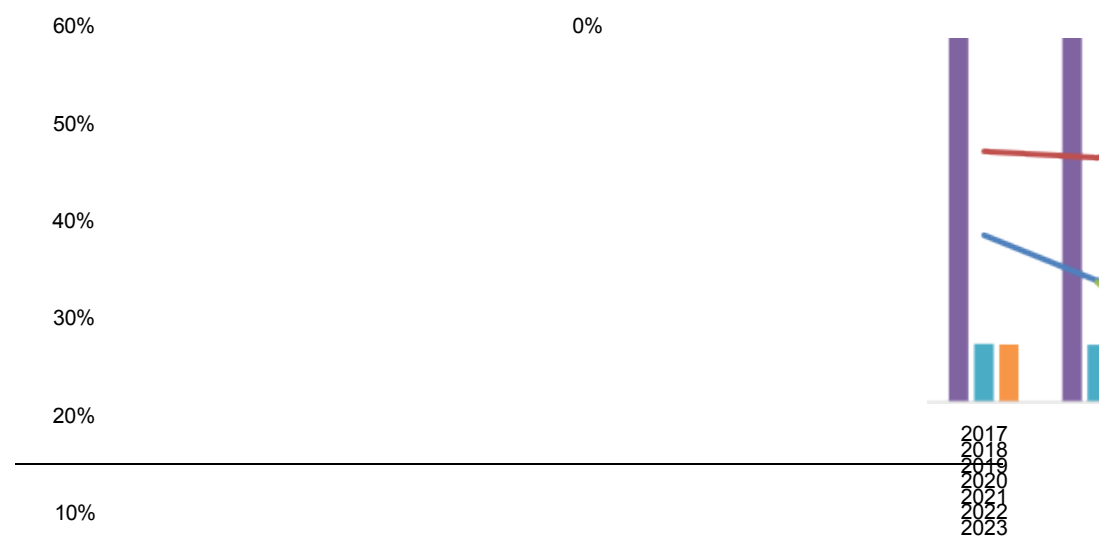
对于金融机构来说，海外投行向财富管理转型顺应居民资产结构转移、财富管理需求增加的趋势，有助于佣金率费率降低的背景下更好地做大轻资产业务收入，提升ROE、熨平业绩波动。

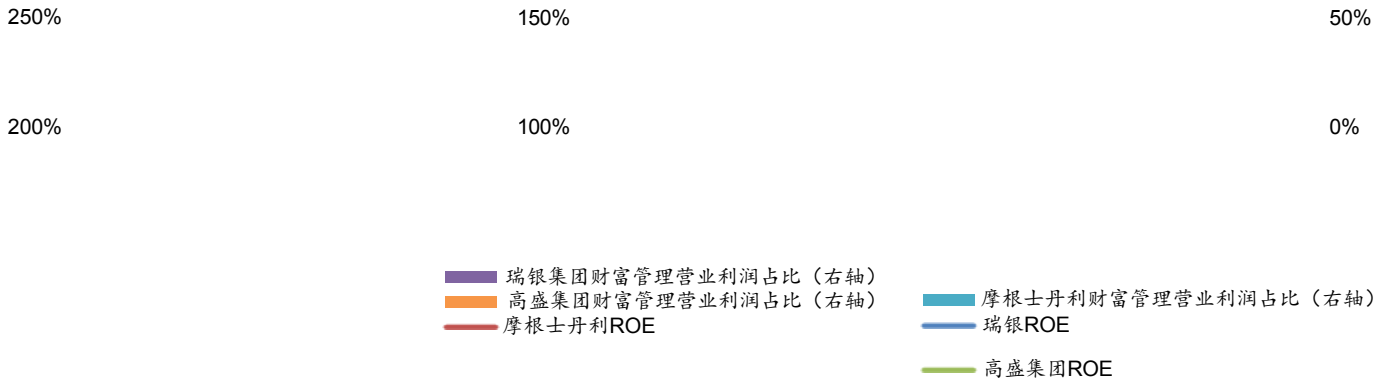
建设一流投资银行和投资机构的背景下，我国证券公司加速财富管理转型更具紧迫性。《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》首次明确短（五年）、中（十年）、长期（二十年）的总体要求：

力争通过5年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，行业机构定位得到校正、功能发挥更加有效、经营理念更加稳健、发展模式更加集约、公司治理更加健全、合规风控更加自觉、行业生态持续优化，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。到2035年，机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能得到更为充分的发挥；形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。

从功能性的角度，建设一流投行需要更好地发挥服务居民财富管理、服务中长期资金与维护市场稳定健康运行的作用，加速财富管理转型有助于形成更加有效的功能发挥、更加集约的发展模式。从盈利规模的角度，建设一流投行离不开轻资产高ROE、稳定盈利增长的财富管理业务；从中国机构表现上，我国财富管理机构财富管理业务的规模较小，收入占比也较低。

图 2：海外机构财富管理业务板块ROE及财富管理利润占比（单位：%）





数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

综上所述, 选取海外领先的财富管理机构摩根士丹利、瑞银集团和高盛集团, 分析其从客群定位、渠道构建, 到产品设置、服务能力, 再到业务协同的成功经验, 为我

国券商财富管理业务发展提供借鉴。

一、获客：精细划分客群、优化获客渠道

通过明确的自我定位与客群划分，财富管理机构可以针对不同客群及其需求定制财富管理解决方案。摩根士丹利面向各层级客群，设置宽谱系产品服务方案；高盛和瑞银集团聚焦高净值、超高净值客群，产品与服务精品化、定制化特点明显。

获客渠道的搭建，是触达机构理想客群的必要条件，决定了机构财富管理业务客户资产的获取乃至业绩表现。通过并购，摩根士丹利形成了投顾渠道、自主渠道和企业工作渠道三大渠道，拓宽客群覆盖。从业绩贡献上看，投顾渠道是有关机构财富管理业务的重点，而自主及其他渠道为业绩增长注入新动能。

（一）自我定位明晰，客群划分准确

1. 摩根士丹利：宽层次客群的财富管理机构

摩根士丹利将自身定位为“聚焦高净值、超高净值客户，并能够为各层级不同类型客户提供宽层次产品”的机构，基于此，公司划分了较为精细地划分了广泛的客户群，涵盖央行、企业客户（包括公共机构客户、养老金计划、家族办公室、主权财富基金等）、机构客户（包括资管机构、保险和银行等）、投顾客户以及个人客户（包括大众富裕人群以及高净值客户），通过分层经营，向不同层级的消费者提供宽层次、差异化的产品与服务。

图3：摩根士丹利客群划分情况



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

对于个人客户，摩根士丹利依据个人净资产进行细分，进一步将其划分为超高净值客户（资产规模>1000万美元）、高净值客户（资产规模100-1000万美元）、富裕客户（资产规模10-100万美元）与一般大众客户（资产规模<10万美元）等类型，为不同类型客户提供不同的财富管理解决方案、辅以金融科技。例如，对于资产规模>1000万美元的超高净值客户，摩根士丹利专门成立了Wealth Strategies Group协助其搭建复杂的投资组合；提供私募股权、房地产和定制产品等特殊产品；并在此类客群上谨慎使用人工智能，仍以人工投顾为主，辅之以数字化工具。此外，摩根还将客户的年龄和其所处的职业生涯阶段进行区分，根据不同类型客户的需求提供财富管理解决方案。

2. 高盛集团：变革下聚焦超高净值人群

近年来，高盛集团的目标客群定位经历了较大变革。2019年以前，高盛的财富管理业务由私人财富管理部门（PWM，Private Wealth Management）和Ayco组成，前者为高净值个人、家庭和捐赠基金提供定制化财富管理咨询，后者则服务于大型企业的高管和员工。

2019年，高盛收购United Capital并借此成立个人财务管理部门（PFM，Personal Financial Management）部门，此举被视为高盛拓展财富管理服务对象的一次转型，试图触及更多投资金额在100万美元至1000万美元之间的财富客群。2020年，高盛推出Marcus Invest智能投顾平台，其投资门槛仅为1000美元。

然而PFM的业绩表现疲软，截止2023年被出售前，其管理资产约250亿美元，远不及服务超高净值客户的PWM（私人财富管理部门）的2200亿美元。伴随疫情以及地缘政治的影响，公司面临着提升盈利能力的压力。2023年8月，高盛集团出售旗下PFM部门，专心于盈利能力更强的超高净值客户，仅保留小部分Marcus平台上普通客户业务。

图 4：高盛财富管理所在部门、面向客群及营收情况（单位：百万美元）

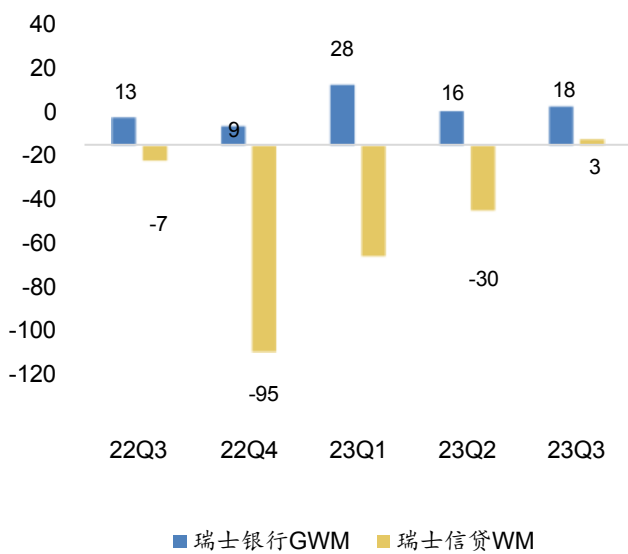


数据来源： 公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

3.瑞银集团：合并瑞士信贷，助推机构客户拓展

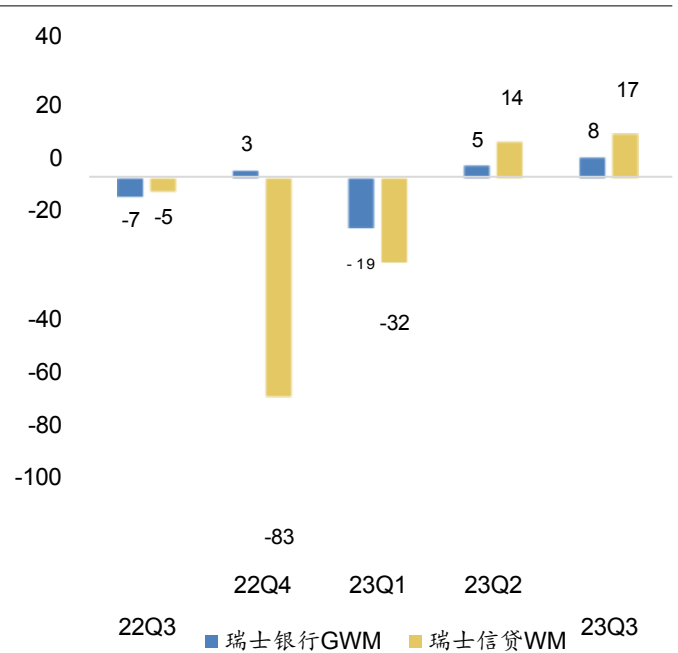
2023年6月12日，瑞银集团完成对瑞士信贷的收购，该笔收购拓宽了瑞银财富管理客群，客观上助推了瑞银集团财富管理业务的发展。收购前，瑞银集团财富管理业务专注与高净值、超高净值个人客群，而瑞士信贷面向客群更广，除了高净值人群，还包含机构客户、投顾客户等。据公司年报，得益于收购的客群引入，23年Q3瑞银集团在新客户获取、新增净资产方面表现突出，财富管理业务净现金流回暖，财富管理业务新增净资产180亿美元，新增净储蓄80亿美元。

图 5：瑞士银行和瑞士信贷近一年财富管理业务新增净资产（单位：十亿美元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：瑞士银行和瑞士信贷近一年财富管理业务新增净储蓄（单位：十亿美元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 1：三家海外机构财富管理业务客户覆盖情况

	央行、企业客户					金融机构			投顾客户	个人客户		
	公共机构客户	养老金计划	央行	主权财富基金	家族办公室	资管机构	保险	银行		家庭客户	财富客群	超高净值个人
Morgan Stanley	√	<	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
Goldman Sachs				√	√	√	√		√	√		√
UBS		<	√					√			√	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）完善客户触达能力，打造多元获客渠道

强大的客户触达能力、完善的获客渠道对财富管理机构的业务增长、品牌建设至关重要。其中投顾渠道为重中之重，而业绩增长与效益边际则倚重自主及其它渠道的表现。头部财富管理机构都尝试通过并购打造多元渠道优势，但只有充分打通新渠道与原有渠道和业务部门间的联系，实现业务间、渠道间协同，才能实现更高效的客群触达。

1. 通过并购拓宽客群覆盖、完善获客渠道

通过并购来扩充客户群体、拓宽获客渠道，进而实现财富管理业务的规模效应是摩根士丹利多次采用的策略。据公司年报披露，2009年，摩根士丹利收购了花旗银行旗下Smith Barney公司51%股权，带动营业净收入增长133%，投顾数量增长142%，客户资产规模增加146%；2019年，摩根士丹利并购股票计划管理软件服务商Solium Capital，获得其3,000个股票计划客户以及100万名计划参与者，进一步提升为全球股权管理、财务报告和合规性提供云服务的能力；2020年，摩根士丹利以130亿美元收购了线上金融零售平台E*TRADE，此次并购为摩根士丹利带来了庞大的消费者渠道和强大的数字化能力。2019年，E*TRADE客户资产总额为6775亿美元，其中来自零售和投顾服务的客户资产为3817亿美元，占比56%，来自企业客户的资产为2958亿美元。

通过以上并购事件，摩根士丹利形成了以投顾渠道为基础，以自主渠道和企业工作渠道为补充的“一体两翼式”获客渠道体系。自主渠道的建立，摩根士丹利形成了直接面向零售端消费者的业务能力，快速吸纳普通消费者；基于Solium Capital的企业工作渠道能够使其形成面向企业中年年轻人的渠道，以上渠道带来的新客户都能够被进一步转化、引导成为投顾渠道的付费客群，实现渠道间协同转化。

表 2：摩根士丹利通过收购拓宽其财富管理渠道

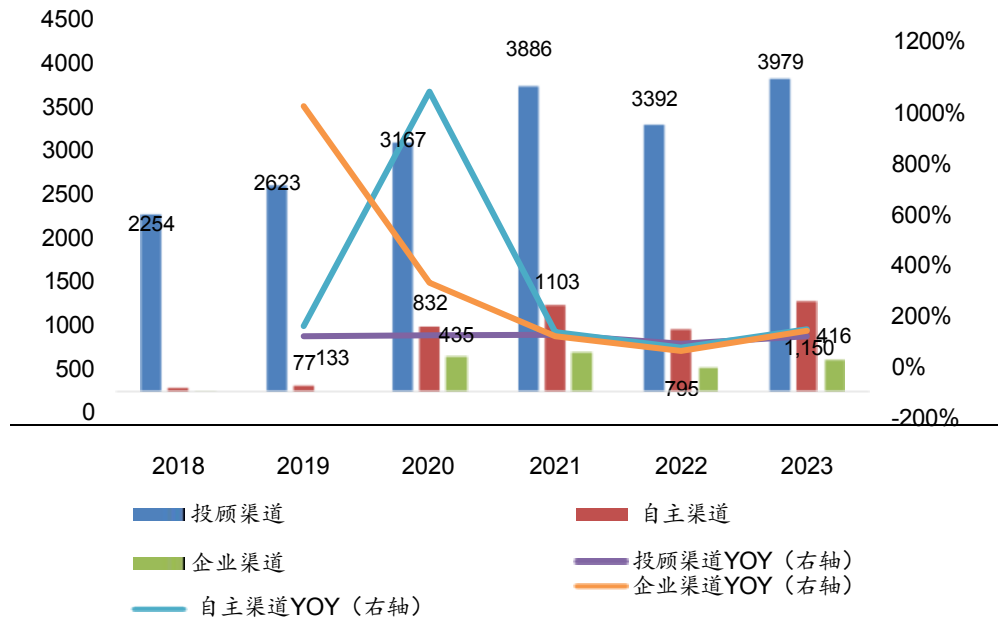
年份	并购事件	影响
2009-	收购了花旗银行旗下	获取其覆盖全球的财富管理网络，带动营业净收入增长 132.81%，税前利润增长
2019 年	以 9 亿美元收购加拿大股票计划管理软件服务商 Solium Capital	获得其 3,000 个股票计划客户以及 100 万名计划参与者。此次并购不仅提升了摩根士丹利股票计划管理服务能力；还有利于其打造面向年轻人的企业获客渠道，拓宽客群覆盖
2020 年	投以 130 亿美元收购了线上金融零售平台 E*TRADE	为摩根带来了 520 多万个客户账户及逾 3,600 亿美元的零售客户资产，更重要的是通过吸收 E*TRADE 庞大的消费者渠道和强大的数字化能力，摩根士丹利形成了直接面向零售端消费者的业务能力，自营业务被大大盘活，成为摩根所说的“新兴财富的渠道”。 并购完成后的摩根士丹利财富管理平台将持有高达 3.1 万亿美元客户资产、管理 820 万个零售客户账户及 460 万名股票计划参与者。

数据来源：公司官网， 公司年报， 广发证券发展研究中心

除渠道协同外，并购为摩根士丹利带来规模效应。从客户资产规模上看，摩根士丹利各渠道中，投顾渠道客户资产最多。2023年达到39790亿美元，在2018-2021年稳定增长后有所下滑，主要原因是股市下跌和美元升值对国际资产价格带来的压力。自主渠道和企业渠道在2018-2023年快速增长，2023年AUM分别为11500和4160亿美元，CAGR分别为88%和100%，这二者的快速增长为摩根士丹利带来了更多的客

户和收益。而自主渠道2019-2020年增长了9.8倍，与企业渠道2018-2019年9.2倍的增长，分别对应公司并购E*TRADE与Solium Capital带来的规模效应。

图 7：摩根士丹利各渠道客户资产情况（单位：十亿美元， %）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从客户数量看，2018-2023年摩根士丹利自主渠道和企业渠道客户数保持稳健增长。截至2023年，自主渠道客户数已达810万户家庭，企业渠道也拥有了660万客户。

图 8：摩根士丹利投顾渠道付费客户资产及其资产占比（单位：十亿美元）

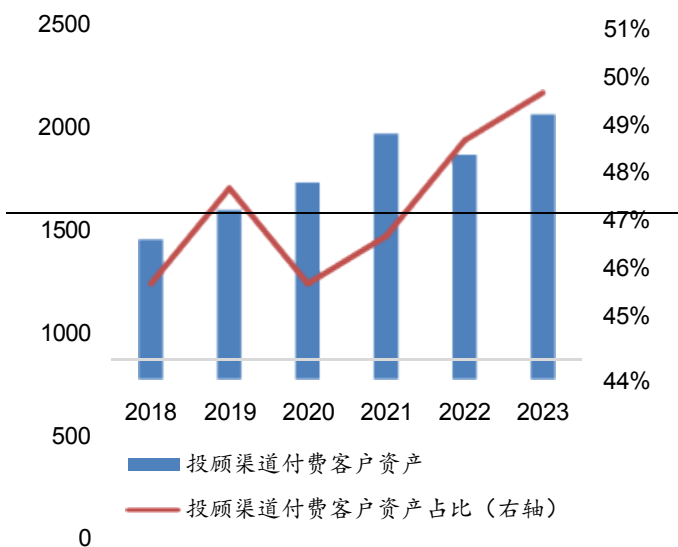
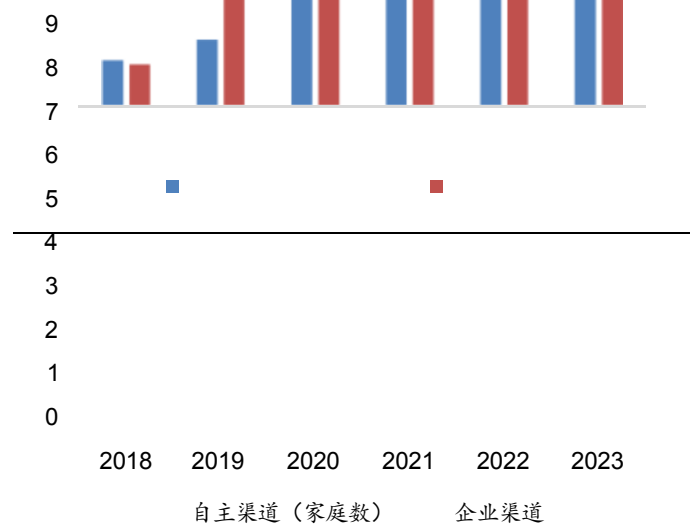


图 9：摩根士丹利自主、企业渠道客户数（单位：百万个）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

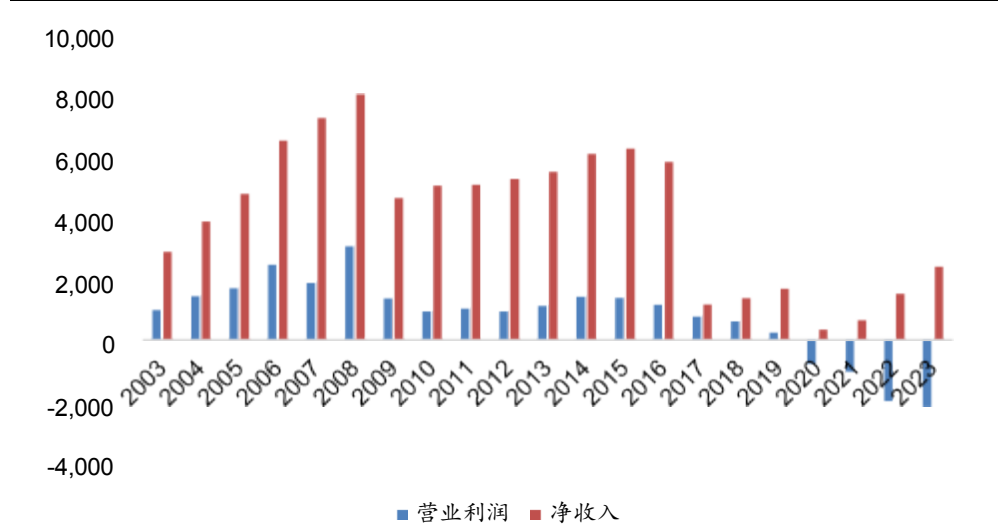
注：自主渠道代表非投资顾问引导下的活跃账户（拥有至少 25 美元的资产的账户称为活跃账户）。

2. 并购之外，构建渠道间互补与协同

2023年8月，高盛集团出售个人财务管理部门 (Personal Financial Management)，业绩承压下，其持续调整财富管理业务。并购其它财富管理平台虽能带来新客群和新渠道，但如果没能在此基础上巩固渠道优势、实现跨部门联动，新的部门仍然可能成为集团负担，这在高盛身上得以印证。

2003-2008年，高盛财富管理业务主要由私人财富管理部门 (Private Wealth Management Group) 负责，PWM专门为超高净值个人和家庭以及特定机构（包括基金会和捐赠基金）制定全面的财富管理计划。2003-2008年，高盛财富管理所在业务部门净收入从28.58亿美元，快速增长至79.74亿。

图 10：高盛集团2003-2023财富管理业务所在部门业绩表现（单位：百万美元）

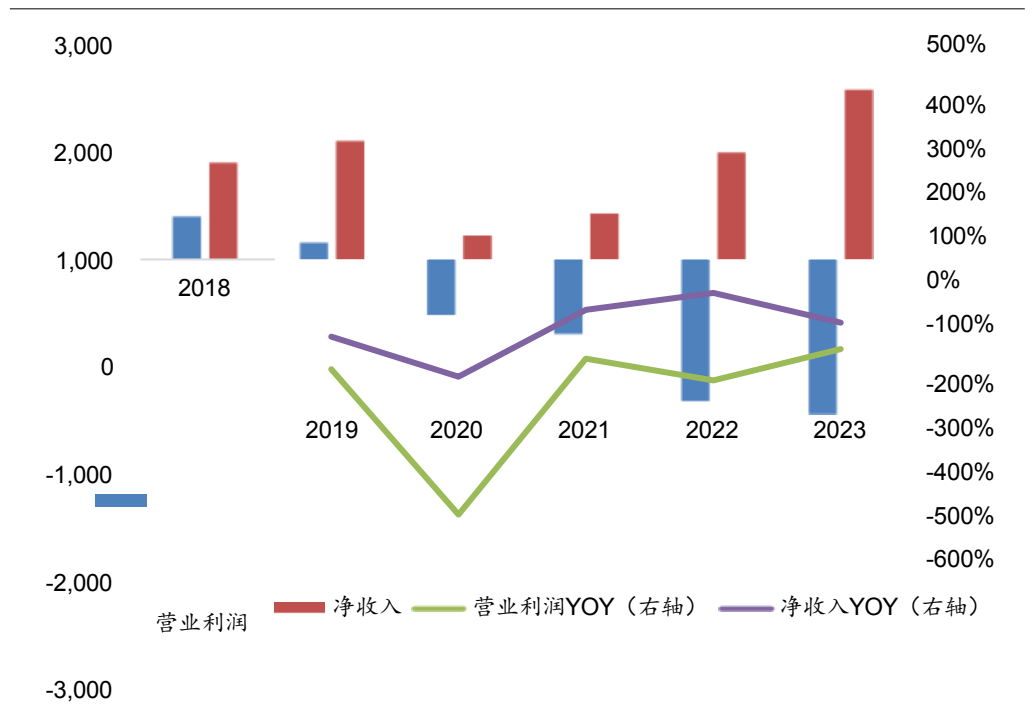


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

私人财富管理部门的积累让高盛愈加重视财富管理业务，2016年，高盛推出Marcus，直接与传统商业银行竞争个人零售客户，该平台通过提供极低利率贷款，吸引大量个人客户，大大拓宽客群触达，获客成本极低，同时，高盛于2017年将旗下GS银行划归Marcus，为其进一步带来了银行业务积累的客群。至此，高盛的自营零售平台兼具低获客成本、宽客群触达的特点，形成了差异化优势。2018年，高盛新的业务结构将零售和财富管理并列为一级部门。2019年，高盛7.5亿美元收购United Capital Financial Partners财富管理平台，在此基础上成立了个人财务管理部门(PFM)，尝试进一步巩固并购带来的零售金融客群。2021年高盛以21亿美元收购成立于2006年的金融科技贷款公司GreenSky，专注于为家庭装修、太阳能、医疗保健等一次性大额消费支出提供贷款服务，希望与Marcus结合，完善消费者银行服务。

但高盛没有在新零售渠道基础上，建立渠道间的互联，并购战略带来的新业务部门没有与其它渠道形成有效的协同。由于高盛传统投顾聚焦超高净值人群，对大众客群服务能力较弱，虽然Marcus带来超过1400万零售端客群，但高盛私人银行业务模块客群仅为1.6万人，它在引导这些客户向投顾业务迁移时力不从心，没能形成客群转化。据高盛内部估计，截止2022年底，Marcus业务平台仍未过盈亏线，预计亏损超12亿美元。2020-2023年，高盛财富管理业务营业利润从-7.83亿美元，下降至-21.75亿美元。2023年初，高盛以亏损4.7亿美元的代价出售Marcus中一个账面价值为10亿美元的贷款组合，通过降低消费者金融规模的方式，来缓解业务压力。

图 11: 2018-2023年高盛财富管理业务财务表现 (单位: 百万美元, %)



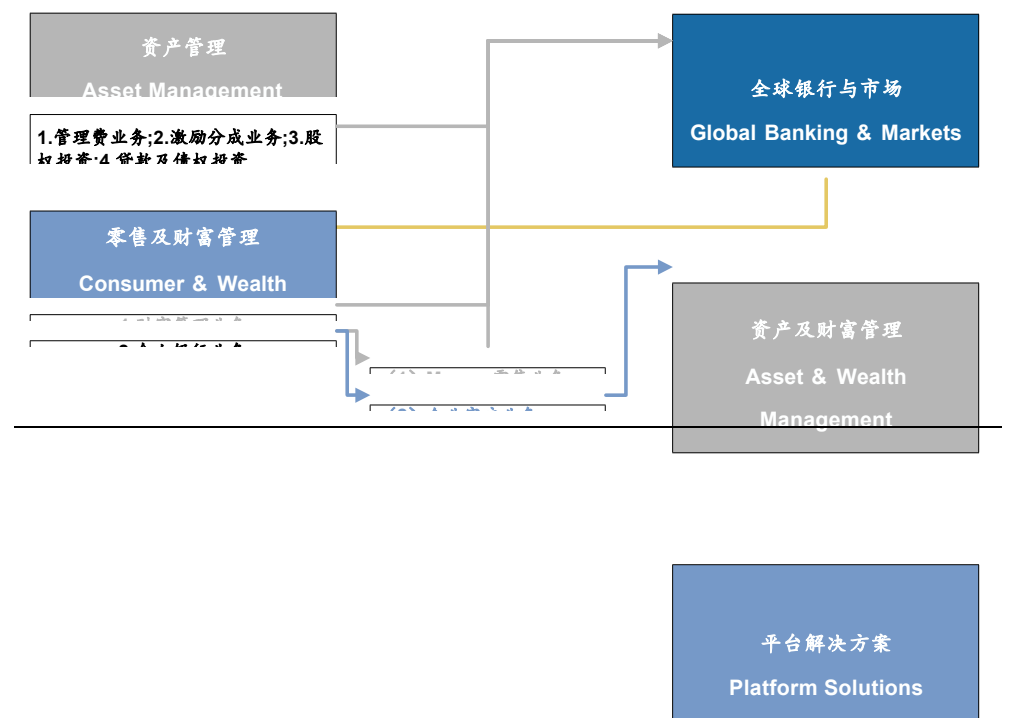
投资银行 券发展研究中心

2022年, 高盛重新调整了业务结构, 新结构明显降低了零售端的财富管理的业务比重, 零售业务被划进了新增的平台解决方案中。

全球市场

图 12: 2022年高盛业务结构调整情况

1. FICC业务 2. 股票业务



+新收购GreenSky;

+信用卡

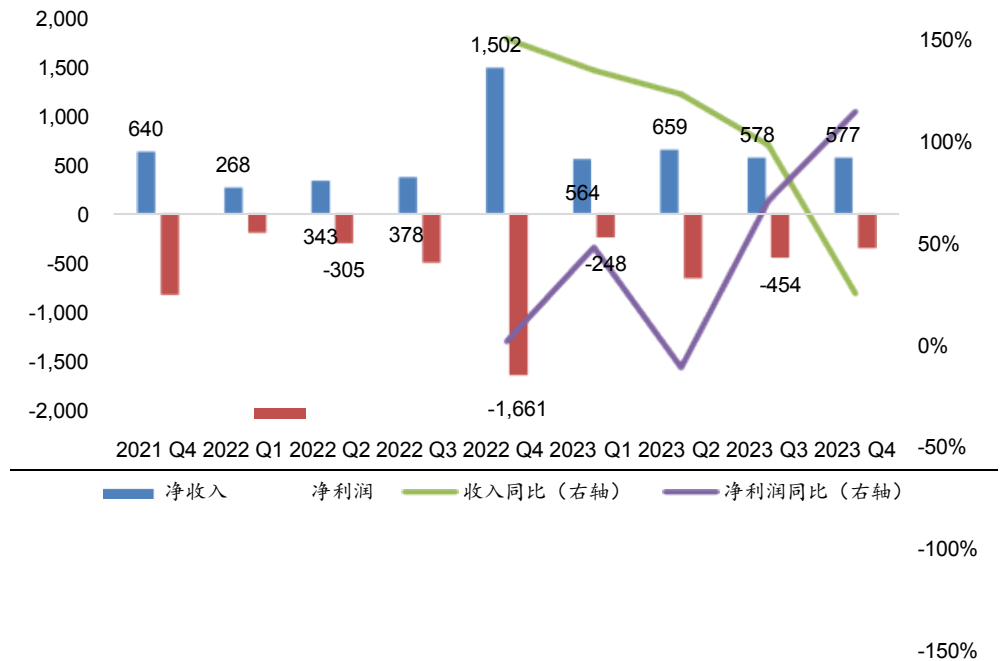
数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

被划进平台解决方案（Platform Solution）后，零售端业务财务表现继续吃紧。个人信用卡是高盛通过并购金融科技贷款公司Greensky建立的自营零售平台，但激进的扩张使其获得的顾客信用水平较低，这些客户不仅难以转化至投顾渠道，还带来了坏账风险。

据公司年报数据，2022年高盛信用卡业务坏账率接近3%，超过摩根大通一倍，其中超过25%的信用卡贷款流向了FICO分数（美国个人消费信用评估）低于660的客户，

这迫使高盛为未来潜在的信贷损失留出更多准备金。受此影响，2022年高盛Platform Solution净亏损为16.61亿美元，比2021年的亏损8.37亿美元进一步扩大，反映出资产质量下滑及营业费用的同步大幅提升。同时，财富管理和全球投行交易板块净收入显著下滑。

图 13：高盛Platform Solution部门近2年财务表现（单位：百万美元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

脱离了零售渠道，在疫情和地缘政治影响下，高盛PFM的业绩仍不尽人意，公司面临着提升盈利能力的压力。**重大业务重组举措与战略改革同步。**2023年8月，高盛集团出售旗下PFM部门。2019年并购United Capital Financial Partners仅为高盛带来了客群及其资产，但后者没有抓住机遇快速建立并完善普通富裕人群的渠道，进而业绩增长缺乏动能，反而拖累了集团财务表现。出售PFM后，高盛进一步调整长期规划：专注投顾渠道的超高净值人群，同时缩减零售业务和其他渠道。对于高净值客群，高盛仅占有该人群财富管理市场1%的份额，对于专注高净值人群服务的Ayco来讲，仍有较大空间。

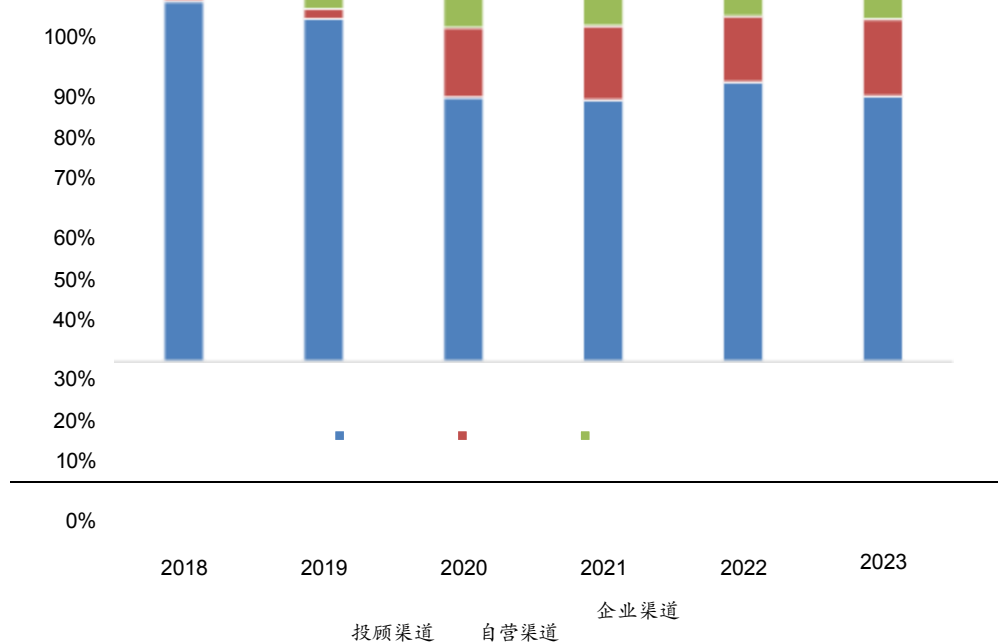
此外，将GreenSky的技术平台和客户群与高盛现有的消费者银行部门Marcus有效融合比预期更为复杂，高盛还寻求在2024年第一季度前完成出售GreenSky，将业务重心重新集中在投资银行和交易的核心优势上，同时减少零售业务。

3. 投顾端是重中之重，自主及其它渠道为业绩增长注入新动能

投顾渠道是财富管理业绩的重中之重。投资顾问是财富管理机构的重要业务伙伴和支撑力量，他们在提高客户满意度、拓展业务渠道、提升机构声誉、风险管理等方面

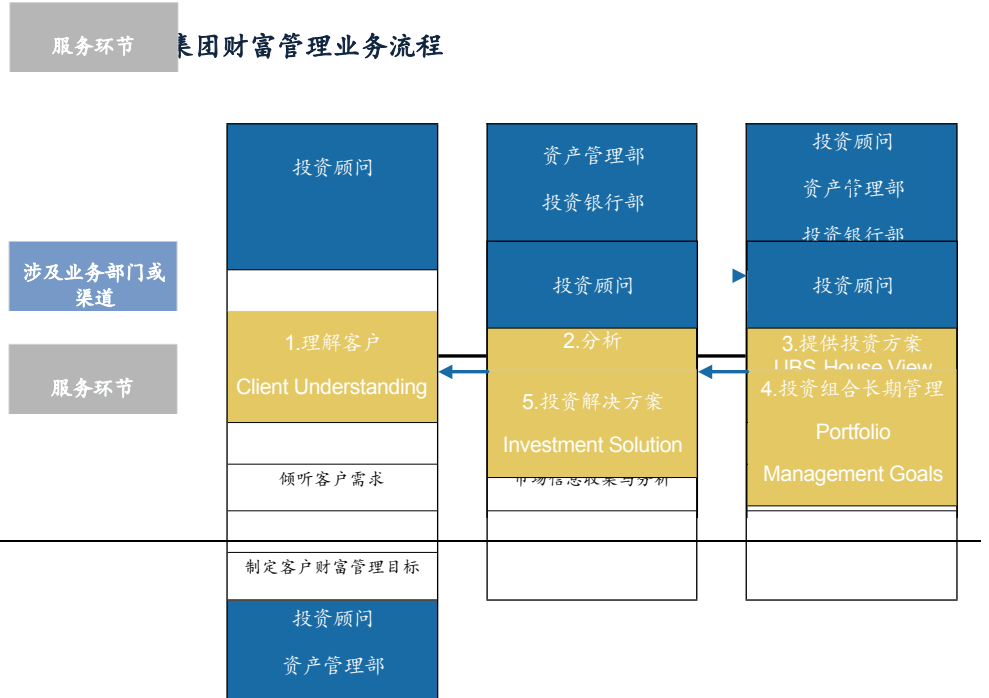
发挥着不可替代的作用，渠道业绩占比也最大。以摩根士丹利为例，2018-2023年，其财富管理业务投顾渠道的客户资产占比始终最大，在70.7%-97.3%之间。

图 14：摩根士丹利财富管理各渠道业务AUM占比对比（单位：%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

投顾服务能够充分了解客户需求，并根据其财富管理目标针对性定制产品，进而高度满足客户的利益关切。瑞银集团高度重视投顾服务渠道建设，通过数字化平台赋能涉及业务部门或渠道的流程中实现了财富管理部门与其他业务部门、投顾渠道与其他业务渠道的联动。

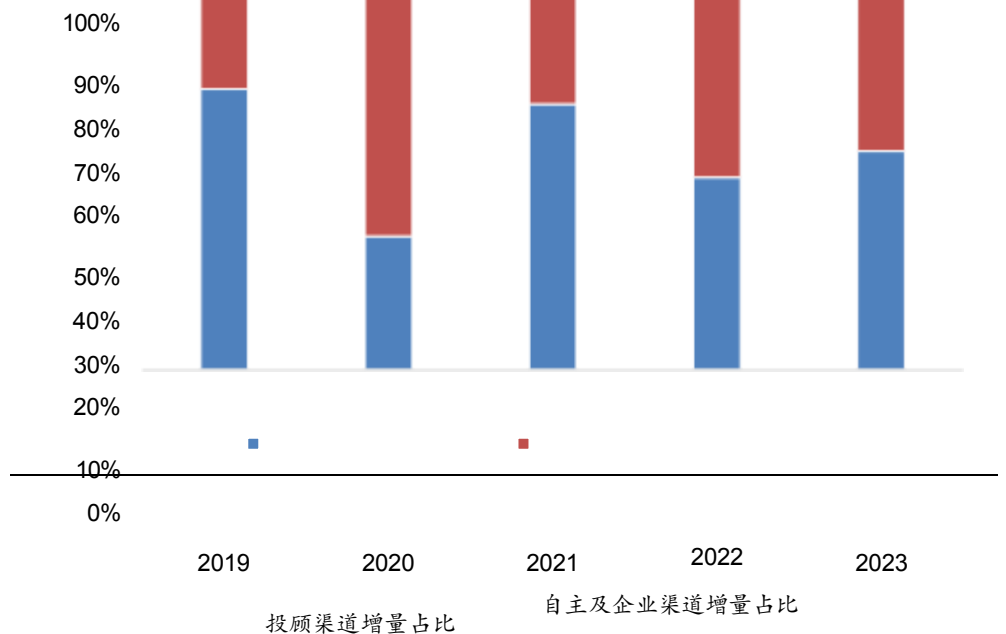




数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

自主及其它业务渠道为财富管理业绩增长注入新动能。以摩根士丹利为例，尽管投顾渠道AUM占总财富管理业务AUM比重超过70%，但从AUM增长贡献程度来看，2019-2023年，自主及企业渠道平均带来了超过44%的AUM增长，为财富管理业务业绩增长带来新动能。

图 16：摩根士丹利财富管理自主及企业渠道贡献了较大 AUM 增量



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、锁客：以客户为导向的产品服务体系

以客户需求为导向，提供差异化、高渗透率的财富管理产品或服务。深耕自身目标客群的需求，相关机构为不同净值水平、不同职业生涯阶段的客户提供针对性财富管理解决方案；结合其它业务板块，提供高渗透率、高附加值的存贷款、账户管理服务。以投顾水平为核心，提升财富管理业务服务能力。秉持人才理念打造投顾团队，通过薪酬激励、业绩激励等方式鼓励投顾创收。

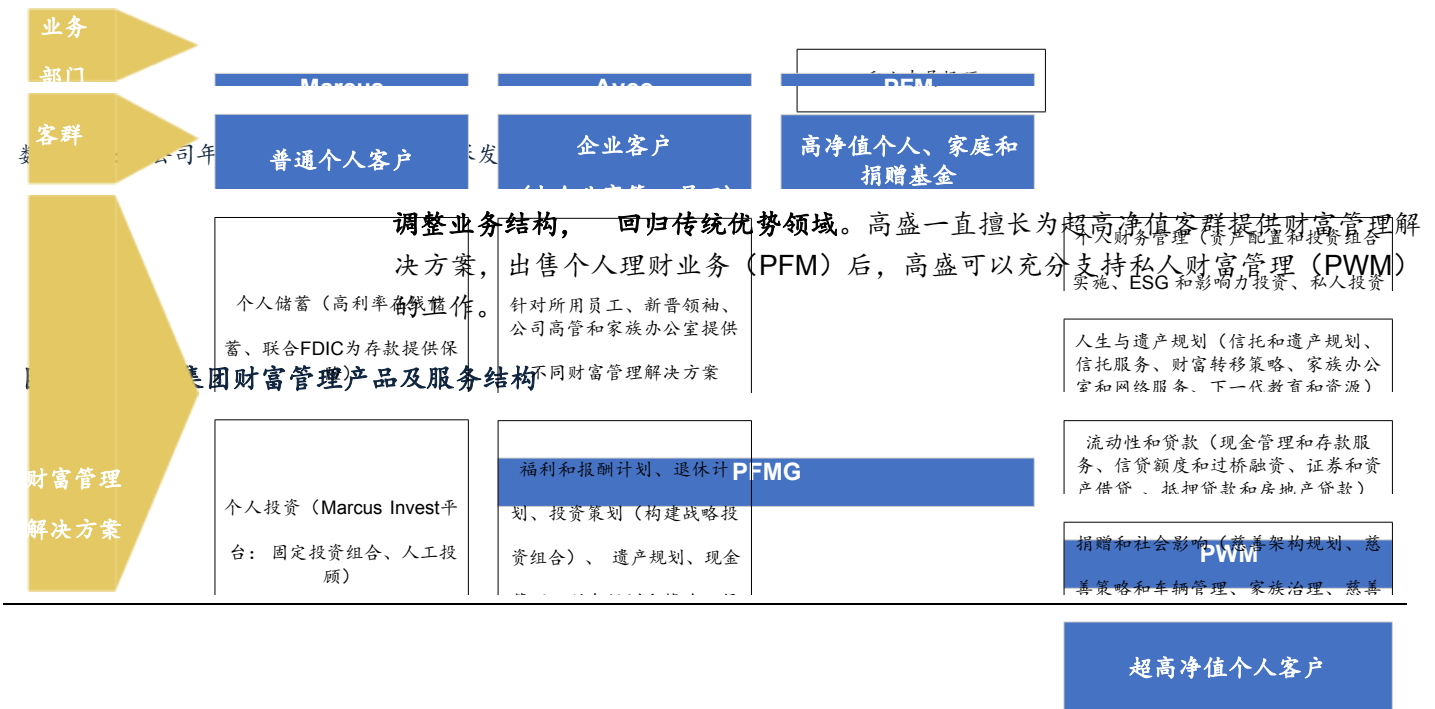
（一）提供差异产品，增强客户粘性

1. 关注客户需求，差异化产品服务模式

结合自身客群定位，深耕客户财富管理需求，针对性设计财富管理产品体系。摩根士丹利实施客户分层策略，为自己的各层级客户提供了丰富的财富管理产品和服务。根据个人和企业、净值的高低、所处职业生涯的阶段，将客群分成了不同层级，针对不同的财富管理需求，提供财富管理解决方案。依托自身强大的资产管理业务和银行业务，提供多元化的投资理财产品。

从门槛较低的200多支共同基金、ETF，到满足高净值人群需求的对冲基金投资，再到迎合超高净值人群的房地产投资，大摩提供自主设计以及与第三方共同打造的理财产品，满足各层级客群需求。产品服务的分层化供给还体现在投顾服务上，例如，摩根为大众富裕客户提供智能投顾平台，而对于超高净值人群，仍以人工投顾为主。

图 17：摩根士丹利财富管理产品及服务结构



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/335123001200011213>