证券研究报告

行业报告 | 行业深度研究 2021年11月19日

证券 C+F端双向协同,把握高成长性私募赛道机会!— —详解为何看好中金、华泰

作者:

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号: S1110518110003

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号: S1110521060002

分析师 胡 江 SAC执业证书编号: S1110521080007



行业评级:强于大市(维持评级)

上次评级:强于大市

摘要

- 一、券商BCF各条线的业务协同空间广阔,应建立客群经营体系充分挖掘需求
- 1)券商各业务线间存在广阔的合作空间:在满足合规要求的前提下,券商各条线间存在广阔的业务协作空间,客户需求尚待充分挖掘。例如B端投行企业级客户中的高净值客户向C端导流为产品代销创造增量客户;C端引入优质产品,并通过产品代销能力推动F端业务;F端衍生品、融券、IT输出、投研服务、席位租赁等业务的交叉协同等。
- **2)推进协同能力提升需要以客群经营为基础,以组织架构和考核分配为抓手建立制度,构建大客户前台和大业务中台**:业务的协同需要券商改变经营思路,从以业务为导向的经营方式转向以客群为导向的经营模式。这要求券商构建大客户前台和大业务中台,以组织架构和考核分配体系为两大抓手,打通各业务之间的壁垒,实现客户综合需求的深度挖掘,交叉赋能业务线。
- 二、协同案例,私募时代降临,为券商在C端私募代销和F端衍生品及融券业务带来发展机遇
- **1)私募时代降临,私募基金成为资产管理行业中的高景气赛道**:私募基金数量和管理规模高速增长,截至2021年9月,管理规模达55899亿元,年内增速达+48.4%,远超公募基金管理规模增速。
- **2)私募产品需求的迅速增加将为券商C端和F端业务创造机遇**:一方面,私募产品的火热将为券商C端私募产品代销贡献业绩增量;另一方面,券商私募机构AUM的扩容为以满足投资需求为主的衍生品和融券业务需求带来增量。
- 3) 私募时代更为考验券商内部协同能力,券商应建立客群经营体系充分挖掘客户需求:在私募需求迅速增加的背景下,更要求券商各条线间充分展开合作。F端内部私募机构客户的需求更为复杂,衍生品、融券、IT输出、投研服务、席位租赁等业务可以进行充分的交叉协同;C端私募产品代销销量优势与私募机构搭建良好关系,促进F端业务的开发、F端赋能C端提供优质私募产品;B端投行企业级客户中的高净值客户向C端导流为私募代销创造增量。在这一过程中,建立以客群经营为导向的经营思路至关重要,建立大客户前台和大业务中台是关键,组织架构和考核分配上的制度建设是重要抓手。



摘要

三、面向C端的私募代销。高客私募产品配置需求旺盛,券商在投顾团队上的优势最能享受前端销售红利

- 1)高净值客群理财需求高速成长,私募产品能适配高净值客户需求:目前社会K型分化明显,高净值客群资产规模快速扩张。我们认为在房产税落地催化下,预计高净值人群的资产配置将会从投资性地产持续向权益类产品转移。私募基金主要追求绝对收益和风险控制、投资策略更为多元化,且从收费模式角度管理人利益与客户高度绑定,更为适配高净值客户的需求。
- **2)券商私募代销拥有"投顾+投研"这一得天独厚的优势**:对于非标准化私募产品的销售,投顾能力是核心抓手,而券商区别于银行和基金公司很大的优势在于专业的投顾人员及体系+优势的投研能力。因此我们判断,伴随着高客崛起背景下私募产品需求的欣欣向荣,券商将最受益于这一趋势。
- **3) 私募代销将为券商带来高额业绩增量:**我们测算,至2025年,私募证券类基金市场规模有望从目前4.9万亿增长至11.2万亿。假设私募基金的募集费率约1%、管理费率约1.5%;证券公司在私募基金渠道的份额至2025年提升至32%,在悲观、中性、乐观三种假设(即超额收益分别为0%、5%、20%)下,券商代销私募基金综合收入至2025年分别为506亿、573亿、776亿,占整体营业收入的比重分别为6%、7%、10%。

四、面向资金方的F端业务:私募AUM扩张提振资金方投资需求,为衍生品及融券业务带来增量

- **1)市场需求旺盛,将为券商业绩带来增量**:我国衍生品和融券业务在2019年后维持高速发展,私募机构的不断扩容是关键。我们认为未来私募AUM的扩张将进一步助推券商衍生品和融券业务高速增长。根据我们的测算:至2025年,中性、乐观情形下场外衍生品业务收入可分别达到879亿元、1437亿元,占证券行业比重分别为10%、16%;融券业务收入分别可达到195亿、377亿,占证券行业比重分别为2%、4%。
- **2)衍生品及融券业务降低了券商业绩的不稳定性**:对于衍生品业务而言,区别于传统受行情驱动业务(如方向性自营、经纪、两融),场外衍生品业务核心应用场景是为投资提供"保险",券商通过卖波动率和对冲风险盈利,理论上任何行情下都能赚钱,打破了券商盈利的强周期型、提升券商盈利水平的稳定性。服务私募基金的融券业务也多用于量化基金的风险对冲,也将降低券商业绩的波动性。
- **3)衍生品及融券业务头部集中度高,头部券商将更为受益**:这两类业务头部集中度极高,究其原因在于这些业务对券商的牌照、资本金、券源、风控等资质水平要求更高。我们判断未来这种趋势仍将延续,根据我们的测算:至2025年,在中性假设下,预计中金、华泰的场外衍生品及融券业务收入将分别达141亿、170亿。



摘要

五、投资建议:

私募崛起利好券商前端销售+面向私募机构的衍生品/融券业务,核心超预期在于提升业绩稳定性: 1)券商在私募销售中最具优势,衍生品和融券需求大幅提升; 2)这两类业务与市场行情关联度低于传统业务,将大幅提升券商业绩稳定性,估值存在提升空间,这是核心预期差的体现。我们测算,至2025年,中性假设下中金、华泰私募类业务可贡献利润达89.5亿元、128亿元。我们看好同时受益这两条赛道发展的华泰证券,建议关注中金公司H。

六、风险提示:资本市场大幅波动;测算具有主观性,可能存在偏差;监管政策的影响;券商各业务条线协作存在监管限制,应在合规前提下进行。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P	Æ		
代码	名称	2021-11-16	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601688.SH	华泰证券	15.74	买入	1.19	1.42	1.67	1.87	13.23	11.08	9.43	8.42

资料来源: Wind, 天风证券研究所

目录

- 一、券商BCF各业务线协同空间广阔,客群经营的理念是协同关键
- 二、协同案例之私募基金:规模高增为C端与F端带来重大发展机遇
- 三、C端:投顾能力是券商尽享私募代销红利的核心优势,增厚券商业绩
- 四、F端:私募AUM扩张提振机构投资需求,衍生品及融券业务更为受益
- 五、投资建议
- 六、风险提示



1.1 客户视角下,券商BCF三端之间存在广阔的业务合作空间,内部协同潜力大



从客群的角度思考,核心是抓住F端客户需求的多样性。各业务线在共享客户的基础上,满足同一类客户裂变的不同需求。

1.1 客户视角下,券商BCF三端之间存在广阔的业务合作空间,内部协同潜力大

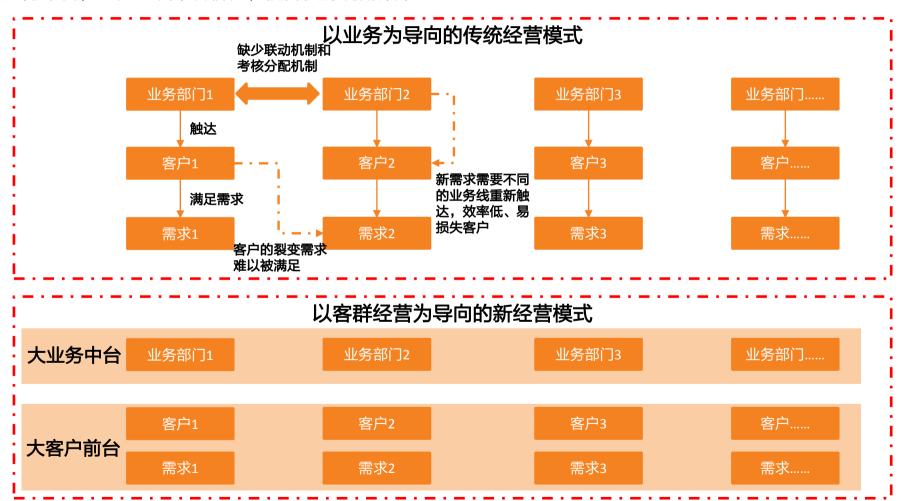
在私募崛起的大背景下,券商业务存在大量协同赋能的空间。

- ▶ B端投行业务与C端财富管理业务的协同: 两者之间的协同主要体现在B端向C端导流高净值优质客户上, 投行的B端业务在触达企业级客户的同时也在为公司积累大量的企业管理层资源,这些拥有大量个人资产 的客户为公司的C端财富管理业务储备了大量高净值客户,助推C端销售私募产品。
- ➤ **F端业务与C端财富管理业务的协同**:两者之间存在互相促进的协同关系。一方面,F端与资金方合作形成的产品储备是开展C端产品代销业务的基础,优质的产品储备将赋能C端产品代销业务的发展;另一方面,C端的产品销售能力又可以推动F端私募客户的开发,C端的销售能力使得F端客户更为愿意与公司开展更为广泛的合作,实现与F端业务的协同。
- ▶ F端基于交易型资本中介业务之间的协同:对于F端各业务线而言,其面对的客群具有一致性,而其需求存在多样性。对于同一客户而言,其需求难以通过单一业务得到充分满足,不同业务线之间可以通过共享客户的方式提升单客价值,在进一步加深客户粘性的同时提升资源利用效率,实现客户需求的裂变和充分开发。



1.2 以客群为导向的经营思路是业务协同关键,需建立大客户前台和大业务中台

协同的关键从以业务为导向的传统经营模式转向以客群经营为导向的新模式,重中之重是建立大业务中台和大客户前台。 我们发现,目前券商的经营模式下,各条线各自为战,客户的综合需求难以得到充分的满足。亟需券商建立大客户前台 和大业务中台,充分挖掘单客价值,提升资源利用效率。



1.3 制度建立是协同的保障,应从组织架构和考核分配两方面建立规则

大客户前台和大业务中台的建立亟需以制度建立为抓手,从组织架构和考核分配两方面建立规则

目前,实现协同的主要阻力来自于两点:一是各业务部门之间缺少协调统一的制度安排,部门层面难以自发实现联动;二是利益分配机制不明确,各业务部门之间缺少联动的动力。

因此,券商需要以制度建立为抓手,从组织架构和考核分配两方面建立规则:以高于业务线的客群从面入手,建立相 应的制度安排促进业务条线的协同;从资源整体调配的角度入手,建立相应的考核和利益分配机制,增强协同动力



目录

- 一、券商BCF各业务线协同空间广阔,客群经营的理念是协同关键
- 二、协同案例之私募基金:规模高增为C端与F端带来重大发展机遇
- 三、C端: 投顾能力是券商尽享私募代销红利的核心优势, 增厚券商业绩
- 四、F端:私募AUM扩张提振机构投资需求,衍生品及融券业务更为受益
- 五、投资建议
- 六、风险提示



2.1 私募时代降临,私募基金成为资产管理产业中具备高成长性的赛道

私募时代降临,私募基金成长性凸显。

- ✓ 私募基金在2020Q3后迎来高速发展:近一年来,私募基金数量高速增长,管理资产规模从2020年9月的31803亿元增长至2021年9月的55899亿元,区间内增幅达+76%。
- ✓ 私募基金增速超公募基金,成为最具成长性的赛道:同期公募基金规模从17.8万亿增长至23.9万亿,区间内增幅仅为34%。私募基金成长性凸显,已经成为资产管理端最具成长性的子赛道。

图: 进入2021年后, 私募基金高速发展, 增速超公募基金

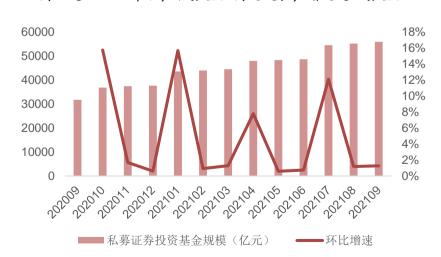
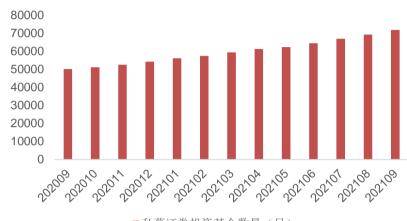


图: 我国私募基金数量高速增长



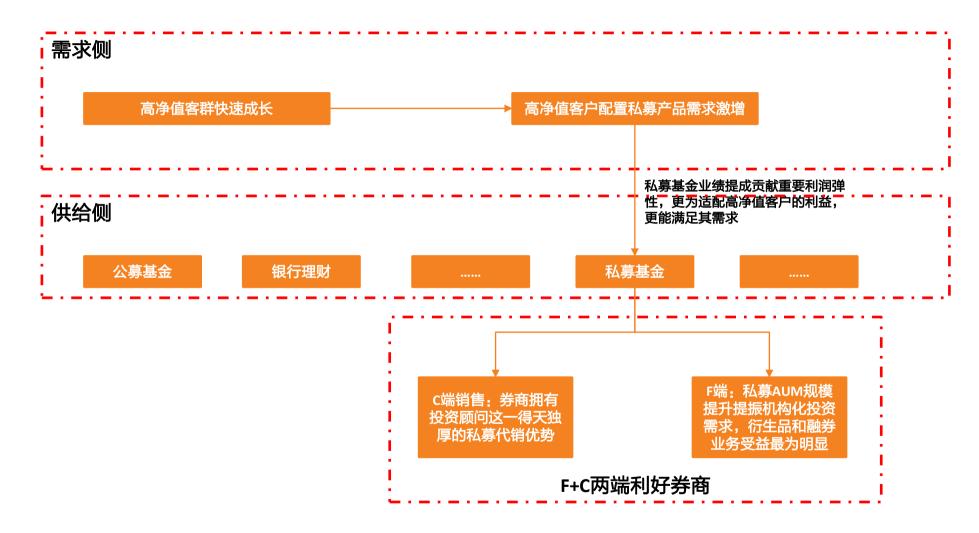
■私募证券投资基金数量(只)

图:进入2021年后,公募基金规模增速不及私募基金





2.2 私募基金规模高速增长,或将给券商C+F两端业务带来重大机遇



目录

- 一、券商BCF各业务线协同空间广阔,客群经营的理念是协同关键
- 二、协同案例之私募基金:规模高增为C端与F端带来重大发展机遇
- 三、C端: 投顾能力是券商尽享私募代销红利的核心优势,增厚券商业绩
- 四、F端:私募AUM扩张提振机构投资需求,衍生品及融券业务更为受益
- 五、投资建议
- 六、风险提示



3.1 高净值群体扩容,面向高净值客群的理财市场潜力凸显

从2000年以来中国前10%人群的财富份额和中间40%以及后50%的人群呈现"K型"走势。2020年,中国个人持有的可投资资产总体规模达241万亿人民币,2018-2020年CAGR为13%。其中,高净值人群资产规模共84万亿,年均CAGR从2016-2018的12%提升至2018-2020的15%。

阶层分化带来新市场空间。过往千人一面的财富管理客群随着阶层的分化,逐步被切割为高净值客户和大众客户两个相对独立的客群。两者在财富管理规模、投资理念和风险偏好上有显著差异,为财富管理机构的差异化发展创造了新的市场空间。

图: 2006-2020年, 高净值人群资产持续扩容



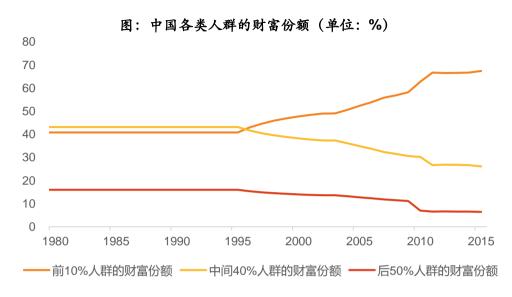


图: 2008-2020年, 高净值人群规模持续增长

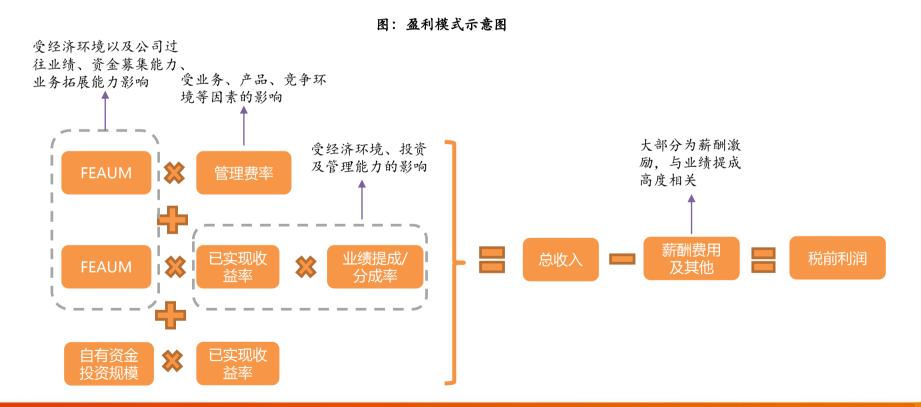




3.2 私募产品更适配高净值客户的理财需求:业绩提成绑定投资人和管理人利益(1/2)

私募公司的收入一般来自于三个方面: 1)管理费收入; 2)业绩提成收入; 3)自有资金投资收益。

- ✓ 管理费收入主要取决于资产管理规模,由于管理费率相对固定,是私募公司能够穿越经济周期、稳定的收入来源; 但管理规模又与业绩相关。
- ✓ 业绩提成收入和自有资金投资收益将直接与基金投资业绩挂钩,是贡献弹性的重要来源。



3.2 私募产品更适配高净值客户的理财需求:业绩提成绑定投资人和管理人利益(2/2)

业绩提成收入是私募公司第二大收入来源,与投资业绩直接挂钩。公司的投资业绩受经济环境、退出周期以及公司自身投资能力、投后管理能力等多种因素的影响。公司业绩提成收入与基金业绩直接挂钩,并与最低要求回报率、提成费率等有关。从黑石集团和凯雷集团各业务的投资回报率来看,私募股权业务的投资回报率最高。

私募基金认购门槛高、募集方式非公开、信息披露保密性 强,最重要的是,管理人收入与业绩直接相关,从机制上 决定了与客户利益更强相关,更适配高净值客户利益。

图:代表公司各业务线成立至2020年投资回报率

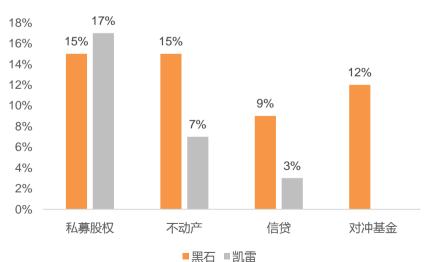


图: 2020年、黑石集团、凯雷投资和KKR收入规模结构

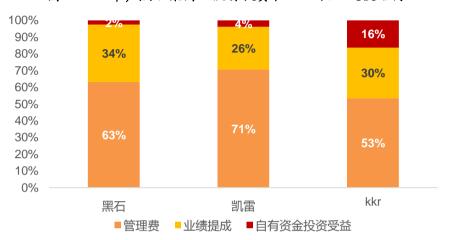
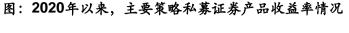


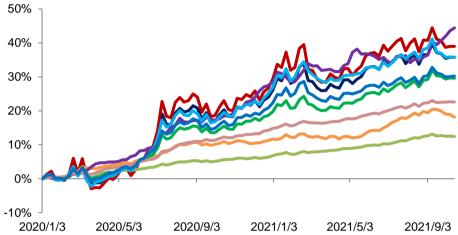
图:代表公司的业绩提成收入(单位:亿美元)



3.2 私募产品更适配高净值客户的理财需求: 风险控制、绝对收益和多元策略具备优势

私募基金在风险控制、绝对收益和多元化策略方面 具备优势。私募基金在风险控制和个性化需求上的 机制更为适配高净值人群配置需求。一方面私募在 收费模式上决定了其主要追求绝对收益和风险控制, 另一方面目前私募基金的投资策略更为多元化,可 以满足高净值客户对于个性化产品的需求。从近 5 年历史数据来看,私募基金在极端市场中收益率略 逊于公募基金,但是回撤显著低于公募基金。





管理期货, 44.43% 股票策略, 38.97% 宏观策略, 35.75% 私募综合, 35.79% 多策略, 29.59% FoF/MoM, 30.25% 套利策略, 22.61% 市场中性, 18.12% 债券策略, 12.44%

图: 公募基金与私募基金的收益率对比

	收益率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021上半年
	股票策略精选指数	46.79%	-9.20%	19.10%	-19.33%	30.97%	50.90%	10.17%
私募基金	股票策略精选指数超额	41.21%	2.08%	-2.68%	5.98%	-5.10%	23.69%	9.93%
1435-25-32	股票中性策略精选指数	21.53%	1.73%	-2.47%	0.20%	10.74%	14.70%	2.26%
	股票中性策略精选指数超额	15.95%	13.01%	-24.25%	25.51%	-25.33%	-12.51%	2.02%
	中证股票基金指数	35.49%	-10.94%	10.86%	-23.67%	42.09%	45.86%	7.75%
公募基金	中证股票基金指数超额	29.91%	0.34%	-10.92%	1.64%	6.02%	18.65%	7.51%
口势全亚	中证混合基金	47.67%	-8.39%	11.21%	-18.75%	36.96%	48.24%	7.03%
	中证混合基金超额	42.09%	2.89%	-10.57%	6.56%	0.89%	21.03%	6.79%
	沪深300收益率	5.58%	-11.28%	21.78%	-25.31%	36.07%	27.21%	0.24%
	期间最大回撤	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021上半年
私募基金	股票策略精选指数	31.71%	16.65%	3.93%	22.69%	10.83%	11.36%	11.23%
1435-25-32	股票中性策略精选指数	5.36%	1.74%	3.04%	2.94%	0.70%	1.69%	2.69%
公募基金	中证股票基金指数	20.69%	43.12%	7.10%	27.03%	12.43%	15.49%	17.19%
□ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □	中证混合基金	14.23%	29.63%	4.51%	21.12%	9.55%	13.33%	15.54%

3.3 我们判断,高净值客户资产配置将加速涌入私募基金,行业高景气度延续

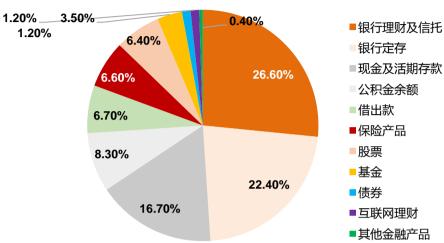
我们判断,未来私募基金行业仍将维持极高的景气度,高净值客户的资产配置将加速流向私募基金:

- ✓ 房产稅催化高净值客户减配投资性地产: 预计房地产税落地会引发部分持有人对未来收益率的不确定性担忧, 利好推动资产配置向私募基金迁移:
- ✓ 目前权益类基金的配置比例仍处于较低水平:2019年我国居民家庭资产配置中金融资产仅占20.4%,基金资产仅占金融资产的3.5%,仍处于较低水平;
- ✓ 银行理财净值化转型导致相对吸引力有所下降: 资管新规推动银行理财产品向净值化转型,收益率一路下行导致相对吸引力下降,叠加2019年起权益基金市场的"赚钱效应", 推动基金资金配置需求增加。

推动基金资产配置需求增加。图: 2019年,中国与海外发达国家的居民资产配置结构

	中国	美国	日本	德国	英国
金融资产	20.4%	70.0%	62.1%	42.7%	52.9%
通货和存款	8.0%	8.3%	33.2%	17.0%	13.3%
贷款	1.4%	0.9%	-	-	0.1%
债券	0.2%	3.5%			
证券投资基金份额	0.7%	9.1%	8.6%	10.5%	8.8%
股票及股权	1.3%	24.8%			
保险准备金	1.3%	23.3%	17.5%		29.0%
其他金融资产	7.4%	0.2%	2.8%		1.7%
非金融资产	79.6%	30.0%	37.9%	57.3%	47.1%
住房资产	59.1%	25.2%	37.5%	33.7%	40.7%





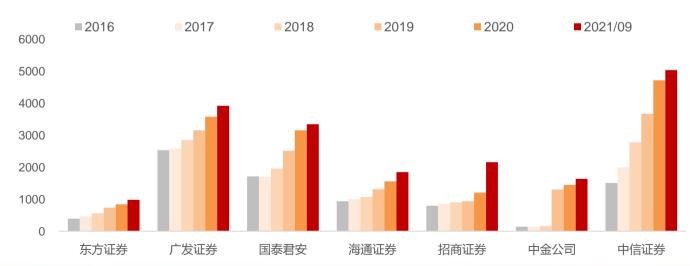
3.4 销售非标私募的核心抓手是优质的投资顾问

财富管理的三大能力分别为"触达客户的流量能力"、 "顾问与陪伴能力"、"产品与投资能力",即"触、 顾、投"。我们判断,未来"得顾问能力者得天下"。

对于销售非标准化的私募产品,专业的投顾人员是核心抓手。截止2021年9月,证券行业的经纪人58844 人同比-14%;投资顾问66927人,同比+14%。头部券商的投资顾问增速均超15%,东方、广发、国君、海通、招商、中金、中信同比增速分别为+18.5%、+12.6%、+12.9%、+26.6%、+90.4%、+16.9%、+8.2%。



图: 2016年至今, 各家券商的投顾人员数量(人)



3.4 与其他渠道相比,券商代销私募在投顾能力上具有核心竞争优势

券商区别于银行和基金公司很大的优势在于:专业的投顾人员及体系+优势的投研能力。在服务水平方面,券商常年为高净值客群提供一对一服务,投顾服务经验较丰富,众多的线下网点及成熟的理财顾问团队,也为券商发展线下投顾占得先机,可逐步向成熟市场的线下人工投顾+线上智能投顾混合模式迈进,在不大幅提高成本的前提下,满足高中低客户对服务水平的需求。为客户介绍优秀产品的同时,给客户提供资产全面配置的服务。

表: 券商投顾产品类型

类型	产品特点	代表产品
股票交易型	利用公开信息建模,利用智能算 法生产股票组合,为投资者提供 辅助投资信息。	
独立建议型	通过调查问卷分析客户,为其提 供满足其风险和收益要求的一系 列不同配比的金融产品。	广发证券贝塔牛理财、 招商证券招财智投
混合推荐型	同样分析用户信息,但推荐组合 中,部分产品是平台参与开发的	华泰证券泰牛智投

表: 各类型机构投顾专业能力比较

类型	自身投研能力	投顾服务经验
基金公司	强:资产管理经验丰富,多拥有 FOF产品管理经验,投研团队能 力强	较弱:新建体系,投顾团队人数相 对较少,前期以智能投顾为主。
证券公司	强:拥有财富管理经验,自身投码 能力较强	肝强:多年证券投顾服务经验,有相 对专业的团队
银行	较强:擅长固收类投资,权益投资	_受 强:多年理财顾问服务经验,团队 构建成熟
第三方销 售机构	较弱: 销售机构,自身投研能力弱	。 较强:智能投顾为主,主要通过IT 技术来实现服务

内容

模式

	邀请各行业资深研究	专家分		华泰证券、	方正证券、
视频直播	享各行业深度知识,	行业知	更好帮助投资者	平安证券、	中信建投、
	识介绍。			海通证券、	国泰君安

表: 券商线上产品类型

优势

平安证券、招商证券、 **录播视频** 投资者教育、行情解读等。 合规性更有保证中信建投、国泰君安、 东北证券

代表券商

3.5 私募代销业务为券商带来广阔的业绩增长空间

假设: 1)居民可投资资产保持6.5%左右增速; 2)高净值人群可投资资产占比维持36%水平; 3)但高净值人群资产中配置私募基金的比例从2020年3.5%提升至2025年8%(主要基于房产税试点落地后,对于投资性房地产的配置减少),由此测算出私募证券类基金市场规模至2025年达11.2万亿。

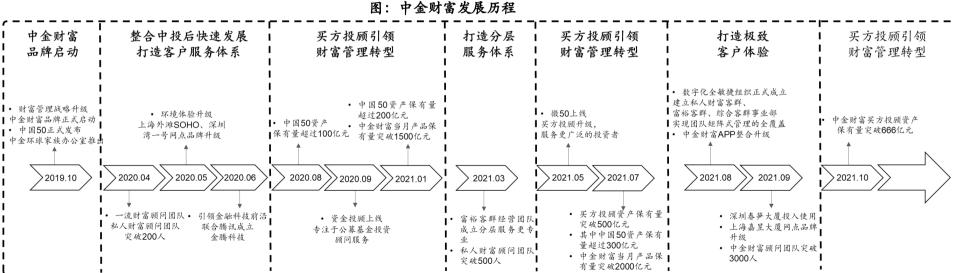
由于目前私募基金的募集费率约1%、管理费率约1.5%,假设销售量/保有量比约75%;证券公司在私募基金渠道的份额至2025年提升至32%,在悲观、中性、乐观三种假设(即超额收益分别为0%、5%、20%)下,券商代销私募基金综合收入至2025年分别为506亿、573亿、776亿,占整体营业收入的比重分别为6%、7%、10%。

表: 私募基金销售的未来收入增量测算

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国居民可投资资产	1,900,000	2,000,000	2,410,000	2,573,880	2,746,330	2,927,588	3,117,881	3,317,425
yoy		5.3%	20.5%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%
其中:高净值人群资产占比	32%	35%	35%	36%	36%	36%	36%	36%
高净值人群可投资资产	610,000	700,000	840,000	926,597	988,679	1,053,932	1,122,437	1,194,273
其中:私募基金占比		2.5%	3.5%	4.3%	5.8%	7.0%	7.5%	8.0%
高净值人群投资私募基金规模估算		17,500.0	29,400	39,844	57,343	73,775	84,183	95,542
其余机构投资私募基金规模估算		7,003	8,262	9,502	10,927	12,566	14,451	16,618
yoy			18.0%	15%	15%	15%	15%	15%
私募证券类基金市场规模	22,391	24,503	37,662	49,345	68,270	86,341	98,634	112,160
yoy		9.4%	53.7%	31.0%	38.4%	26.5%	14.2%	13.7%
募集费率		0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
管理费率		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其中:渠道收入(募集费率+尾佣分成)		1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
渠道收入(募集费+尾佣分成)		352	466	653	882	1,160	1,387	1,581
私募超额收益(悲观/中性/乐观)		0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%
其中:渠道超额收益提成		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
渠道超额收益收入(悲观/中性/乐观)		0/47/188	0/62/249	0/87/348	0/117/470	0/155/618	0/185/740	0/210/843
渠道整体收入(悲观/中性/乐观)	<u> </u>	352/399/539	466/528/715	653/740/1001	882/1000/1353	1160/1314/1778	1387/1572/2127	1581/1792/2424
证券公司份额	<u> </u>			20%	23%	26%	30%	32%
证券公司私募基金综合代销收入(悲观/中性/	乐观)			131/148/200	203/230/311	301/342/462	416/472/638	506/573/776
收入占比(悲观/中性/乐观)				3%/3%/4%	4%/4%/6%	5%/6%/8%	6%/7%/9%	6%/7%/10%

3.6 代表券商案例——中金:专注于资产配置,客户资源优势持续强化

持续、专注,强调资产配置。2021H,中金财富管理客户资产约2.79万亿元,同比+8%;其中高净值个人客户资产约7284亿元,同比增长8%;上半年产品保有量突破2000亿元。截至10月18日,"中国50""微50""A+基金投顾"以及中金环球家族办公室协调设立的家族信托等买方投顾类产品保有量超过666亿元。



3.7 代表券商业绩测算

我们估算至2025年:在悲观/中性/乐观假设下,中金公司买方投顾类资产综合收入分别为67亿、77亿、108亿,相较于目前增长空间高于10倍,利润在中性假设下达39亿。

中金公司(单位:亿元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
买方投顾类资产保有规模 (亿元)	800	1600	2880	4320	5832
yoy	167%	100%	80%	50%	35%
募集费率	0%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
销售规模/保有规模	75%	60%	50%	50%	50%
前端收入	0.0	4.8	14.4	21.6	29.2
管理费率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
尾佣分成收入	4.1	9.0	16.8	27.0	38.1
超额收益(悲观/中性/乐观)	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%	0%/5%/20%
渠道超额收益收入(悲观/中性/乐观)	0.0/1.1/4.4	0.0/2.4/9.6	0.0/4.5/17.9	0.0/7.2/28.8	0.0/10.2/40.6
私募代销综合收入(悲观/中性/乐观)	4.1/5.2/8.5	13.8/16.2/23.4	31.2/35.7/49.1	48.6/55.8/77.4	67.2/77.4/107.8
私募代销利润率	0%	20%	49%	60%	60%
私募代销利润(中性)	0	3.2	17.5	33.5	46.4

目录

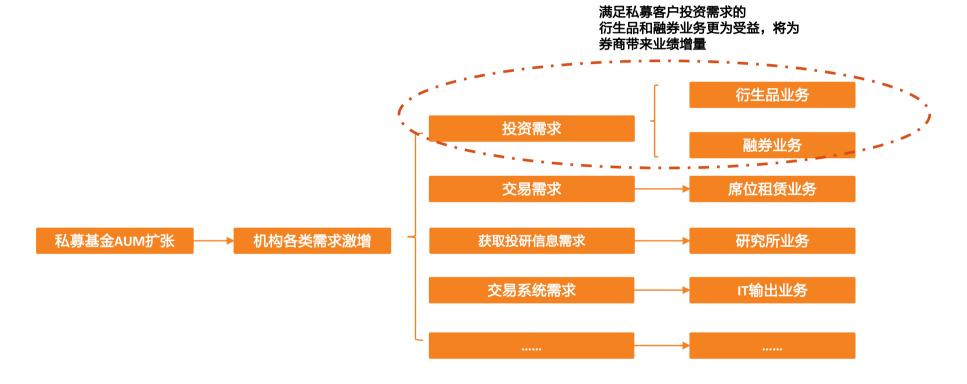
- 一、券商BCF各业务线协同空间广阔,客群经营的理念是协同关键
- 二、协同案例之私募基金:规模高增为C端与F端带来重大发展机遇
- 三、C端: 投顾能力是券商尽享私募代销红利的核心优势,增厚券商业绩
- 四、F端:私募AUM扩张提振机构投资需求,衍生品及融券业务更为受益
- 五、投资建议
- 六、风险提示



4 私募AUM扩张带来私募投资需求扩张,衍生品和融券业务增量更为可观

私募AUM扩张将带来机构投资需求迅速扩张,直接满足投资需求的衍生品和融券业务更为受益:

我们认为,随着需求侧高净值人群财富管理需求的崛起,私募基金更能满足这些高净值客户的需求。因此私募AUM 将持续扩张,这将带来私募机构的各类业务需求的持续增加,直接满足投资需求的衍生品和融券业务更为受益,在为 券商带来大量业绩增量的同时,也将提升券商业绩的稳定性。



4.1 衍生品和融券业务近年来高速发展,以私募为代表的机构化投资需求高增是主因

2019年后,场外衍生品市场和融券余额均呈现出迅速增长的趋势,私募机构的参与是增长的主要因素。可以看到,证券公司新增互换合约的名义本金中,私募基金占比超60%; 融券余额则或与量化私募的高速发展较为相关。

图:证券公司新增互换合约名义本金交易对手占比

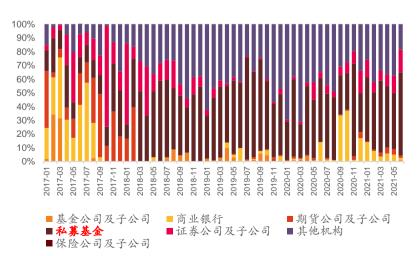


图: 融券余额2019年后迅速增长(亿元)

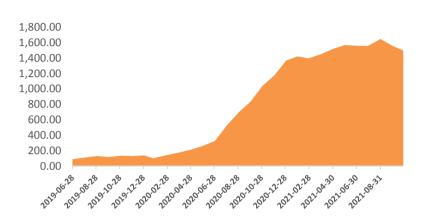


图: 2019年以来SAC体系场外衍生品市场迅速增长(亿元)





4.2 衍生品和融券业务在为券商带来业绩增量的同时,也将提升券商盈利的稳定性

衍生品业务和融券业务需求迅速增长的前提下,券商的盈利水平和盈利稳定性将显著提升:

- 1)提升券商的盈利水平:我们预计未来高净值客群理财需求的崛起将为私募基金的发展奠定基础,私募AUM规模的提升将助推其投资需求的崛起,券商的衍生品业务和融券业务将迎来广阔的发展空间,为券商行业带来业绩增量。
- 2) 提升券商业绩的稳定性: 衍生品业务和融券业务改变了券商行业"看天吃饭"的特性,由于参与者可以从市场的 双向波动中盈利,降低了券商业绩与市场行情的相关性,使得券商的盈利稳定性得到提升。



4.2.1 衍生品和融券业务在为券商带来的业绩增量可观

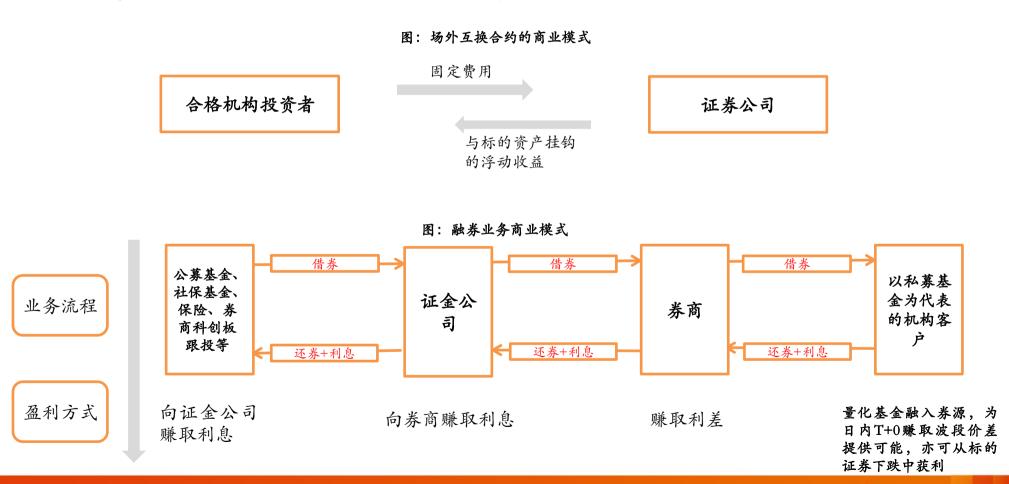
私募AUM扩张将带来机构投资需求迅速增加,直接满足投资需求的衍生品和融券业务将为券商贡献业绩增量。在我们的测算下:至2025年,中性、乐观情形下场外衍生品业务收入可分别达到879亿元、1437亿元,占证券行业比重分别为10%、16%;融券业务收入分别可达到195亿、377亿,占证券行业比重分别为2%、4%。

证券	K公·	司场外衍	生品业	务收入测	川算:	
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
权益场外衍生品累计 新增交易规模(万亿 元)	2.9	5.3/4.7	9.6/7.6	17.3/12.1	25.9/17.0	38.9/23.8
yoy (乐观/中性)		80%/60%	80%/60%	80%/60%	50%/40%	50%/40%
1.收益互换(股指+ 个股+境外标的)规 模(万亿元)	1.7	3.1/2.7	5.5/4.4	9.9/7.0	14.9/9.8	22.3/13.7
利差	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
平均期限 (年)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
文益互换收入 (亿元)	34	61/55	110/87	199/140	298/195	447/273
2.场外期权(股指+ 个股)规模(万亿元)	1.3	2.3/2.0	4.1/3.2	7.3/5.2	11.0/7.2	16.5/10.1
期权费-对冲成本	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
平均期限 (年)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
汤外期权收入 (亿元)	75	136/121	245/193	440/309	660/433	990/606
场外衍生品业务收入 合计(亿元)	110	197/175	355/280	639/449	958/628	1437/879
正券行业收入 (亿元)	4,485	5,158	5,931	6,821	7,844	9,021
yoy (假设)		15%	15%	15%	15%	15%
占证券业收入比重	2%	4%/3%	6%/5%	9%/7%	12%/8%	16%/10%

证券公司融券业务收入测算							
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
融券余额 (亿元)	1,369.8	2,456.7/2,191. 7	4191.7/3,28 7.6	6,706.7/4,60 2.7	10,060.1/5,9 83.5	15,090.2/7.77 8.5	
yoy (乐观 /中性)		80%/60%	70%/50%	60%/40%	50%/30%	50%/30%	
利差	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
融券业务 收入(亿 元)	34.2	61.6/54.8	104.8/82.2	167.7/115.1	251.5/149.6	377.3/194.5	
证券行业 收入	4,485	5,158	5,931	6,821	7,844	9,021	
Yoy (假设)		15%	15%	15%	15%	15%	
占证券业 收入比重	1%	1%/1%	2%/1%	2%/2%	3%/2%	4%/2%	

4.2.2 衍生品和融券业务将提升券商盈利的稳定性

随着衍生品和融券业务贡献占比的提升,券商业绩的稳定性将得到有效提升。衍生品业务和融券业务改变了券商行业 "看天吃饭"的特性,由于参与者可以从市场的双向波动中盈利,降低了券商业绩与市场行情的相关性,使得券商的 盈利稳定性得到提升。以场外互换合约和融券业务的商业模式为例,投资者参与交易的过程中,均可以从市场的双向 波动中获益,这种商业模式能够显著的降低券商业绩对于市场行情的依赖度。



4.3 头部机构在衍生品和融券业务的迅速增加过程中将更为受益

衍生品业务头部集中度高,未来这一趋势仍将延续:我们认为造成衍生品业务高集中度原因主要为牌照壁垒、资本实力和规模效应,这三点原因短期内难有变化,因此头部券商将更为受益于衍生品业务红利



融券业务头部集中度同样较高,头部机构优势难以撼动: 开展机构融券业务的过程中,供给侧的券源和需求侧的 客户均十分重要。从供给侧来看,头部券商拥有更多的 投行跟投项目,券源更为丰富;从需求侧来看,头部券 商私募客户覆盖更为广泛,同其他条线的业务协同能力 成为融券业务发展的重要助力。

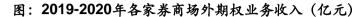
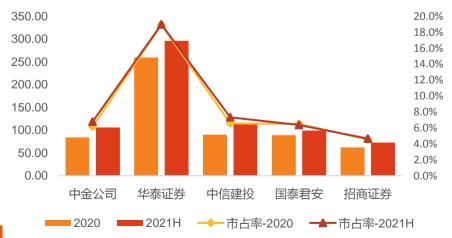




图: 2019-2020年各家券商融券业务收入(亿元)



目录

- 一、券商BCF各业务线协同空间广阔,客群经营的理念是协同关键
- 二、协同案例之私募基金:规模高增为C端与F端带来重大发展机遇
- 三、C端: 投顾能力是券商尽享私募代销红利的核心优势,增厚券商业绩
- 四、F端:私募AUM扩张提振机构投资需求,衍生品及融券业务更为受益

五、投资建议

六、风险提示



5 投资建议

私募崛起利好券商前端销售+面向私募机构的衍生品/融券业务,核心超预期在于提升业绩稳定性: 1)券商在私募销售中最具优势,衍生品和融券需求大幅提升。2)这两类业务与市场行情关联度低于传统业务,将大幅提升券商业绩稳定性,估值存在提升空间,这是核心预期差的体现。

我们看好同时受益这两条赛道发展的华泰证券,建议关注中金公司H。我们测算,至2025年,中性假设下中金、 华泰私募类业务可贡献利润达89.5亿元、128亿元。

表: 2021E-2025E, 中金、华泰私募类业务收入及利润测算

单位:亿元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中金公司						
场外衍生品及融券业务净收入(悲观/中性/乐观)	20	28/32/36	38/51/64	52/80/114	62/111/171	74/154/256
其中:场外衍生品业务净收入	18	25/28/32	34/45/57	48/72/103	58/101/154	69/141/231
其中:融券业务净收入	2	3/4/4	4/6/7	4/8/11	4/10/17	5/13/26
净利润率	55%	56%	57%	57%	58%	58%
场外衍生品及融券业务净利润(中性)	11.2	17.8	28.8	45.5	64.4	89.5
yoy		60%	62%	58%	41%	39%
华泰证券						
场外衍生品及融券业务净收入(悲观/中性/乐观)	28	38/44/50	52/70/88	69/108/155	82/150/233	97/207/349
其中:场外衍生品业务收入	21	30/34/38	41/54/68	58/87/123	70/121/185	83/170/277
其中:融券业务收入	7	8/10/12	10/16/20	11/22/32	12/28/48	13/37/72
净利润率	59%	60%	61%	61%	62%	62%
场外衍生品及融券业务净利润(中性)	16	27	43	66	93	128
yoy		63%	60%	56%	40%	38%

6 风险提示

- 1) 资本市场大幅波动: 私募及融券业务的持续发展受到市场环境影响,若市场持续低迷,则会减缓进程;
- 2) 测算具备主观性,可能存在偏差: 业绩预测基于主观假设,可能会与未来实际有所偏差;
- **3)监管政策的影响**:监管部门引导行业稳定有序发展,可能在行业过热时进行干预,如对收益互换业务的规范等:
- **4)券商各业务条线协作存在监管限制,应在合规前提下进行**:处于风险传导等考虑,券商各业务部门间的协作存在监管限制,需要坚守合规底线。



分析师声明

本报告署名分析师在此声明:我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定,本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司(已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)及其附属机构(以下统称"天风证券")。未 经天风证券事先书面授权,不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的,仅供我们的客户使用,天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期,天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下,天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
		买入	预期股价相对收益20%以上
股票投资评级		增持	预期股价相对收益10%-20%
	深300指数的涨跌幅	持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
	自报告日后的6个月内,相对同期沪	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
行业投资评级	深300指数的涨跌幅	中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS