

证券研究报告

2021年08月29日

行业报告 | 行业深度研究

非银金融 大风起兮云飞扬 ——权益基金引领财富管理大时代

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



天风证券

【综合金融服务专家】

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

一、2018年后，权益类基金的增长显著有别于大盘波动，成长性特征凸显，原因是什么？

我们对“股基+混基”规模增长的驱动因素进行拆分，发现份额增速高于平均净值增速，说明居民资产配置向权益类转移是核心原因。权益类产品新发市场持续火热，2020年新发规模同比+286%；今年上半年延续增势，同比+82%。

二、1975-2000年是美国共同基金业的黄金发展期，CAGR高达21.8%，彼时的驱动因素有哪些？中国是否也具备相似的发展条件？

我们认为养老体系改革+长牛行情+“买方投顾”兴起共同推动了美国共同基金业该时期的繁荣。而中国亦具备相似的发展条件，养老目标基金等第三支柱建设逐渐完善、资本市场高质量发展持续推进、基金投顾如火如荼，权益类公募正步入高速成长期。此外，财富管理行业可促进“共同富裕”的实现，居民财产性收入应当不断提升。

三、权益类基金的市场空间究竟有多大？

行业空间：1）产品规模：在房地产投资属性弱化+资管行业转型升级+资本市场改革深化多重驱动下，我国权益类基金规模将迅速扩张，预计2030年可达48.5万亿元，对应CAGR+22.4%；

2）收入贡献：预计2030年基金公司和代销机构合计可实现收入6214亿元，CAGR+19.9%，其中：基金公司实现管理费收入3430亿元，手续费及其他收入195亿元；代销机构实现客户维护费及销售服务费收入1968亿元，手续费及其他收入621亿元；此外，银行、券商亦可分别获得托管费、交易佣金等增量收入。

摘要

三、权益类基金的市场空间究竟有多大？

竞争格局：1）基金公司：投研、品牌、渠道为三大竞争要素，公司机制/企业文化为长期核心竞争力，预计行业集中度进一步提升。以易方达、广发、汇添富基金为例，预计2021年净利润同比+80%、75%、48%，2030年净利润达361亿元、255亿元、255亿元；

2）销售渠道：权益时代下财富管理的竞争力在于对于客户的触达能力、顾问与陪伴能力、产品与投资能力，互联网强于线上触达与线上工具，银行强于线下触达与综合金融体系，券商强于权益资管的专业能力，我们认为未来代销渠道方面或呈现银行、券商、第三方机构三分天下的格局，预计2030年渠道占比为40%、30%、30%，对应收入1036、777、777亿元。

投资建议：我们看好权益类公募的持续发展，而深度参与公募基金产业链的机构具备显著优势。建议关注广发证券、东方证券、华泰证券，其大财富管理业务估值占当前市值比例分别达63%、60%、67%；以及第三方代销龙头东方财富、同花顺。

风险提示：市场大幅波动；资本市场改革低于预期；行业竞争加剧；测算具有主观性存在偏差风险；居民金融资产投资比例提升不达预期；头部公募市占率提升不及预期；券商及第三方代销机构渠道市占率提升不及预期。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-08-27	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000776.SZ	广发证券	20.27	买入	1.32	1.59	1.91	2.29	15.20	12.62	10.51	8.76
601688.SH	华泰证券	15.79	买入	1.19	1.42	1.67	1.87	13.41	11.24	9.56	8.53
300033.SZ	同花顺	114.20	买入	3.21	4.19	5.23	6.64	34.94	26.77	21.44	16.89
000935.SZ	四川双马	23.27	买入	1.16	1.32	1.93	2.87	20.20	17.75	12.14	8.16

目录

第一节 “股基+混基” 增长动能的切换：周期性→成长性

第二节 美国共同基金业变迁的启示

第三节 权益类产品未来增长空间几何？

3.1 规模测算：预计未来10年CAGR+22.4%

3.2 产品结构趋势

3.3 基金费用构成及行业收入测算

第四节 权益时代的行业格局

4.1 基金公司竞争格局

4.2 基金公司财务结构及头部公募盈利预测

4.3 案例分析：从贝莱德看海外公募发展

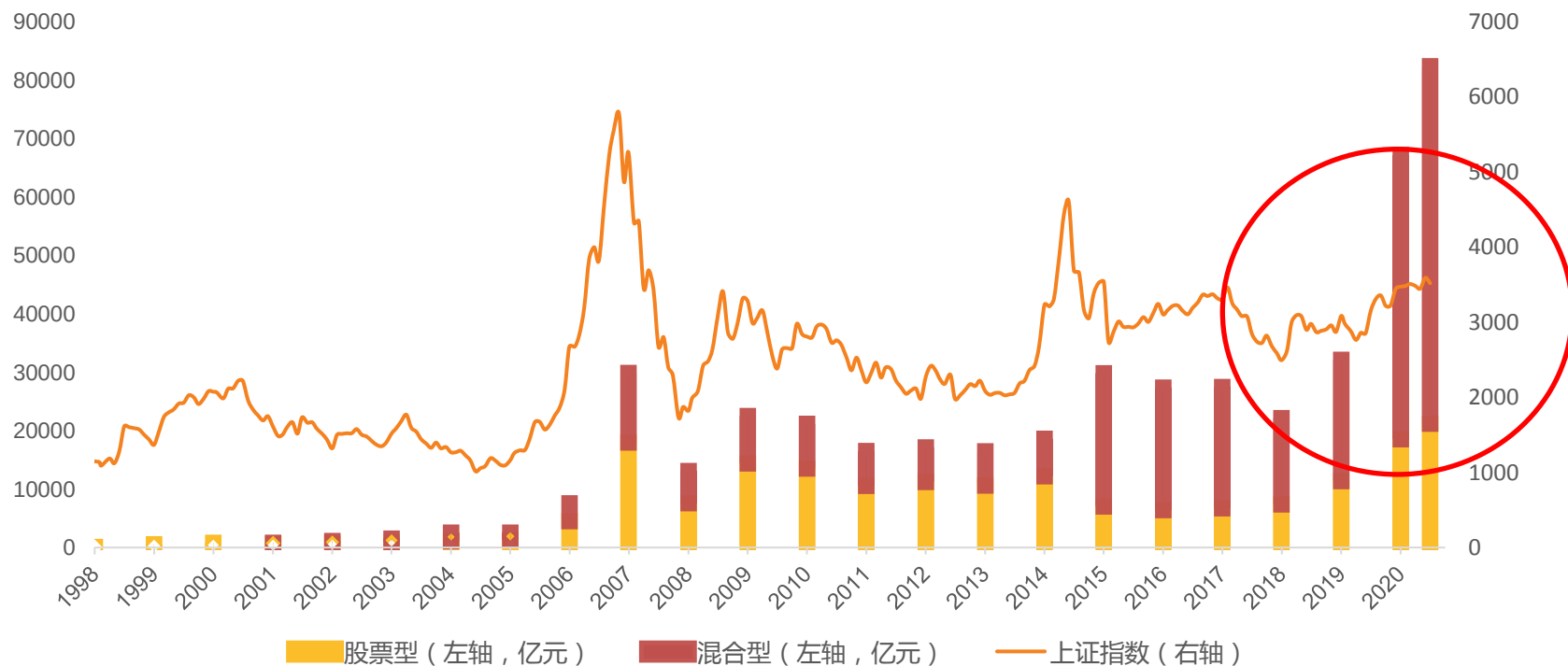
4.4 渠道结构变化：三大能力与三分天下

1.1 权益类产品增长动能切换：周期性→成长性

观察我国公募基金历史发展，2007-2019年，权益类产品（股票型+混合型，下同）周期性明显。其增长与资本市场波动密切联系，净值规模和股票指数呈现高度线性相关。

但2018年后，权益类产品规模增长表现出有别于资本市场波动的成长性。2018年至2021年6月末，权益类产品净值规模从2.2万亿元增长至7.9万亿元，CAGR达66%，而同期上证指数CAGR仅15%、深成指CAGR仅33%。

图：权益类产品净值规模与上证指数变化对比



1.2 成长性凸显源于居民资产配置向权益类转移趋势

权益类产品表现出成长性的原因在于：

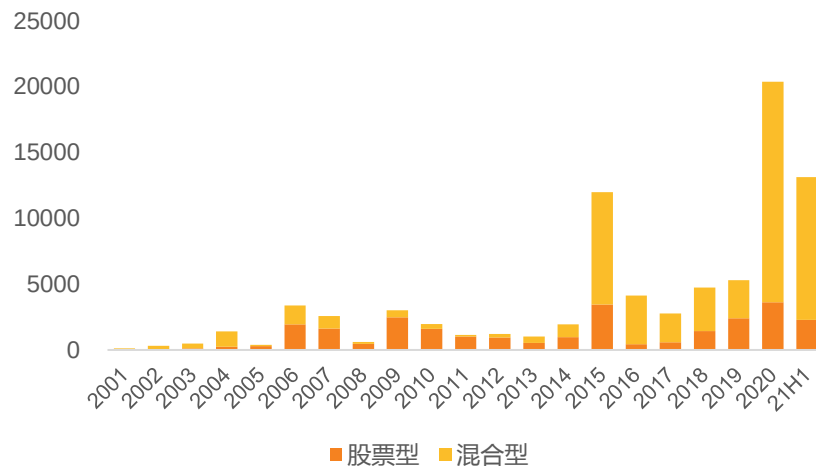
- ✓ **份额提升：居民资产配置向权益类转移。**房地产投资属性弱化，居民资产配置逐渐向金融资产倾斜；而“资管新规”后银行理财等吸引力下降，以净值型产品为主的公募基金业最为受益。
- ✓ **净值增长：资本市场改革持续深化，孕育长期动能。**注册制等资本市场改革孕育优质投资标的；社保资金、保险资金等长期资本入市，或最终形成有利于公募基金发展的长牛、慢牛行情。

居民资产配置向权益类转移是核心原因，资本市场活跃背景下进程加速。对净值规模增长的原因进行拆分，可以看到2018年后权益类产品增长受到份额和净值增长两方面的拉动，但份额增长逐渐贡献更大增量。从新发规模来看，2020年权益类产品新发规模达到2.04万亿元，同比+286%；2021年上半年延续增势，新发1.31万亿元，同比+82%。

图：权益类产品份额及加权平均净值变化



图：权益类基金新发规模变化（亿元）





2

美国共同基金业的启示

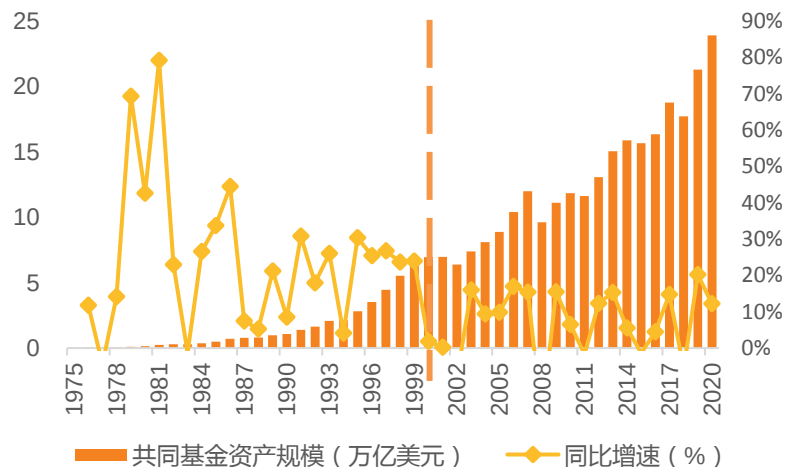
2.1 1975-2000年是美国共同基金业黄金发展期

观察美国共同基金业的历史变迁，我们发现当前中国公募基金业的发展阶段类似于美国1975-2000年，该时期美国共同基金业飞速发展，CAGR高达21.8%，同时共同基金占居民部门金融资产的比例亦迅速提高，从1975年的1%迅速提升至2000年的20%，此后保持相对稳定：

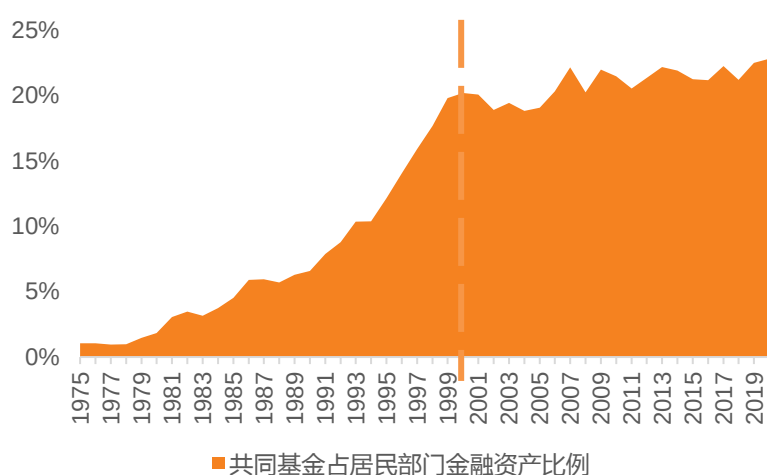
- ✓ **养老体系改革角度：**美国该时期启动养老体系改革，养老金资产投资于共同基金规模迅速提升，2000年贡献共同基金35%的资金来源；而中国亦在积极推动第三支柱建设。
- ✓ **资本市场角度：**美国该时期金融监管体系进一步完善，开启82-99年近20年长牛；中国资本市场高质量发展持续推进，有望步入长牛、慢牛行情。
- ✓ **行业生态角度：**美国该时期基金销售模式向“买方投顾”转型，良性生态带动行业繁荣；中国亦在推动基金投顾发展。

在相似发展背景下，我国权益类公募高速成长期刚刚开始，有望引领资管行业变革。

图：美国共同基金业规模迅速增长（万亿美元）



图：美国共同基金占居民部门金融资产比例



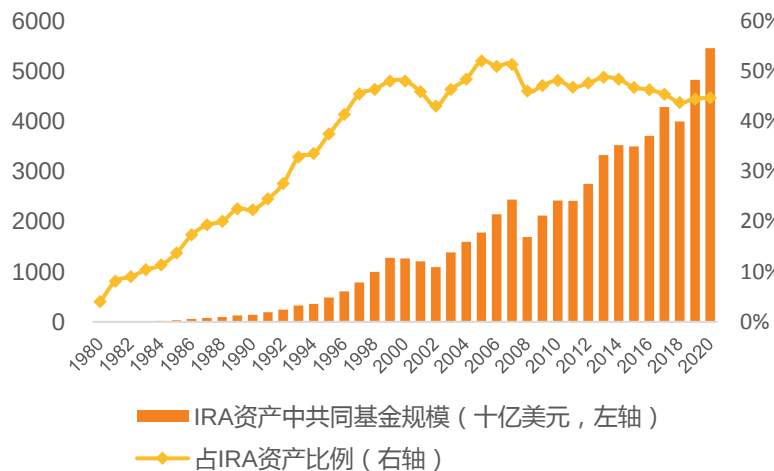
2.2 养老体系改革贡献巨额增量资金

美国养老体系从上世纪70年代开始改革，美国国会分别于1974、1978年颁布《雇员退休收入保障条例》和《国内税收法案》，分别确立了IRAs（个人退休账户）制度和401(K)条款，标志着个人储蓄养老金计划的诞生、以及允许将员工薪酬投入到年金计划中来获取延迟的收入，并可以获得免税待遇，极大推动了美国整个基金业的飞跃式发展。

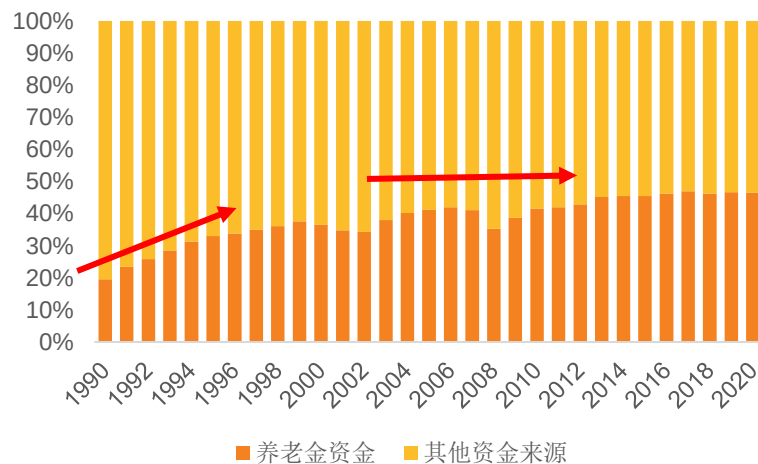
目前，美国养老金最大的组成部分是IRAs以及DC计划。根据ICI数据，截至2020年末，IRAs和DC计划占美国退休市场资产超60%，两者的资产规模分别为12.2万亿美元和9.6万亿美元；而IRAs账户中持有共同基金的比例达到45%，DC计划则达59%，合计持有规模11.2万亿美元，约占共同基金规模47%。

而中国亦在积极推动养老资金入市。中国证监会于2018年2月已发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，养老目标基金成为我国专为养老金市场而设的特殊公募基金产品。目前中国养老金在公募基金中的占比仍然较低，而中国的家庭资产中养老金的占比也相对较小，可以预期，随着未来中国养老金体系的进一步完善，养老金账户规模的不断扩大也将带动整个公募基金行业的繁荣。

图：IRA资产中投资于共同基金的规模及占比



图：养老金资产占共同基金比例

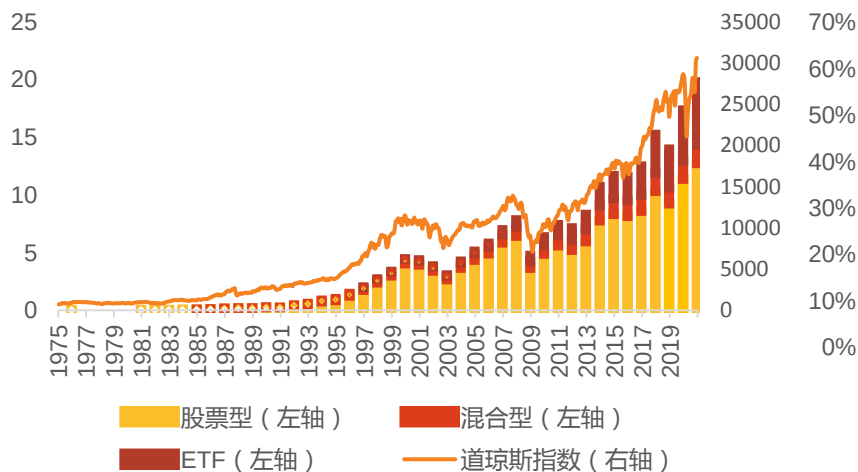


2.3 长牛行情厚植沃土

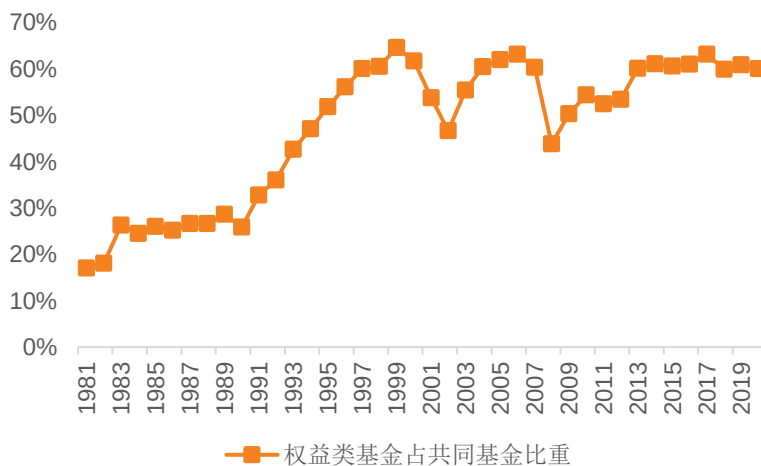
该阶段的长牛行情亦是驱动共同基金规模迅速扩张的重要因素。美股于1982年结束此前长时期的大熊市，开启长达20年的长牛行情，推动社会财富持续向共同基金转移。与此同时，美股机构投资者亦日渐崛起，随着计算机技术的发展，各类复杂的投资工具和衍生工具大量出现，股票投资的专业性不断提升，个人投资者开始转向通过共同基金参与资本市场。此阶段，权益类产品占共同基金的比重从80年代初的约20%逐渐提升至2000年的62%，此后保持相对稳定。

而中国亦在推动资本市场全面转型开放，不断开创资本市场高质量发展新局面，同时股市机构化程度提升，有望为共同基金业持续高速增长提供良好外部环境。

图：长牛行情厚植沃土（万亿美元）



图：权益类基金占共同基金比重



2.4 “买方投顾”模式塑造行业良性生态

美国从上世纪70年代开始基金销售模式向“买方投顾”模式转型，良性循环构建亦带动了共同基金业繁荣。美国基金销售的商业模式早期为“卖方模式”，其后随着上世纪70年代开始的券商佣金自由化、基金收费后端化，众多经纪商选择重点发展投顾业务，由独立基金投顾直接面向客户的“买方投顾”的模式逐渐兴起。

在这种模式中，投资顾问以客户收益而非产品销售费用为核心，直接向投资者收取咨询费，站在投资者的立场为其提供理财规划和服务，使得投资者、投资顾问以及基金公司等资管机构的利益保持一致，从而实现了美国资产管理行业的长期共赢。

中国目前亦在有序推动基金投顾落地。2019年10月份证监会发布《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》，强调让专业的投资顾问辅助投资者做出基金产品投资决策并监督执行，将收费模式从收取申购赎回等交易型费用调整为按保有规模收取的方式，使得中介机构与投资者利益保持一致，逐步培育代表投资者利益的市场买方中介机构。

图：我国基金投顾牌照发放情况

批次	时间	获牌机构
第一批	2019年10月26日	华夏基金、南方基金、嘉实基金、易方达基金、中欧基金
第二批	2019年12月14日	腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金
第三批	2020年2月29日	银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源证券、华泰证券、国联证券、招商银行、平安银行等
第四批	2021年6月-7月	中信证券、东方证券、兴业证券、招商证券、东方财富证券等20家券商



3

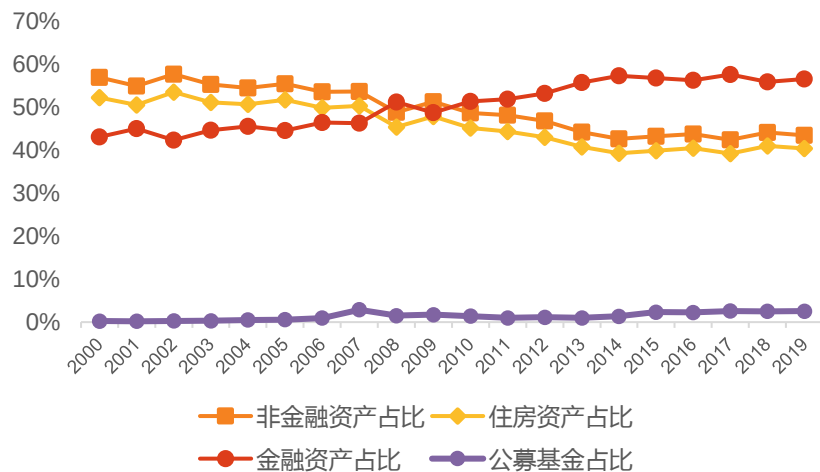
权益类产品未来增长空间几何？

3.1 定性分析：多重因素驱动权益类产品高速增长

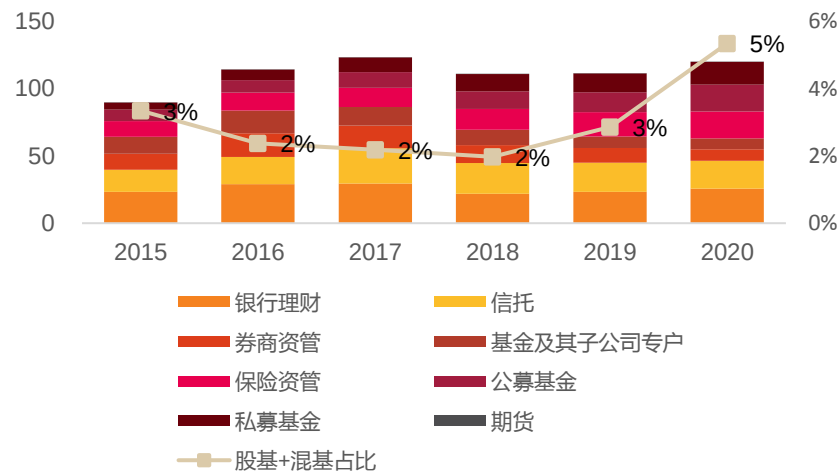
我们判断，未来权益类公募产品将进入高速发展的黄金期。基于：

- 1、随着国家坚持“房住不炒”政策定位，中国人口增长放缓，城镇化基本完成，房地产投资属性弱化，居民资产配置逐渐向金融资产倾斜。根据Wind，近20年来我国居民金融资产配置比例稳步提升并超过非金融资产，截至2019年末达到57%；
- 2、统一监管标准催生行业良性格局，以净值型产品为主的公募基金业最为受益。从大资管行业格局来看，2018年以来公募基金规模，尤其是权益类产品占比持续提升，而银行理财、信托、券商资管占比有所下降。
- 3、资本市场改革持续深化，“赚钱效应”加速资产迁徙。社保资金、保险资金等长期资本入市，有望形成有利于公募基金行业发展的长牛、慢牛行情；注册制、常态化退市等制度优化孕育长期良性发展。

图：居民资产中金融资产占比逐渐提升



图：股基+混基在资管行业占比提升（万亿元）



3.1 定量分析：预计未来10年CAGR达+22.4%

我们对未来权益类基金规模的发展作测算：

- ✓ 基于房地产投资属性弱化，假设2030年住房资产占总资产比重降为30%；
- ✓ 基于资管市场格局变革以及资本市场景气度持续提升，权益类公募基金吸引力增强，假设2030年股基+混基占金融资产比例提升至5%；
- ✓ 假设中国居民总资产增速在2021至2024年为10%，2024到2030年为8%。

- 则预计2030年权益类基金规模达到48.5万亿元，对应CAGR为+22.4%。

表：股基+混基未来成长空间测算（万亿元）

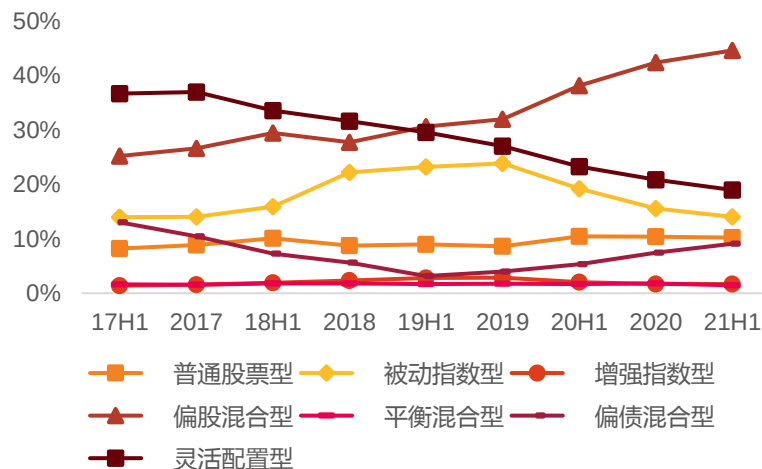
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E		2030E
居民总资产	179	217	246	291	322	359	405	448	511	575	632	...	1469
yoy		21%	13%	19%	10%	12%	13%	11%	14%	12%	10%		
住房资产	81	96	106	119	126	143	164	175	210	232	253		441
占总资产比重	45%	44%	43%	41%	39%	40%	41%	39%	41%	40%	40%		30%
金融资产	92	113	131	162	184	204	228	258	286	325	354		970
占总资产比重	51%	52%	53%	56%	57%	57%	56%	58%	56%	57%	56%		66%
其中：													
股基+混基			1.7	1.7	1.9	3.0	2.7	2.7	2.2	3.2	6.4		48
占金融资产比重			1.3%	1.0%	1.0%	1.5%	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%	1.8%		5%
银行理财			7	10	15	24	29	30	22	23	26		68
占金融资产比重			5%	6%	8%	12%	13%	11%	8%	7%	7%		7%

3.2 产品结构判断：偏股混合型占比攀升，C类份额扩张迅速

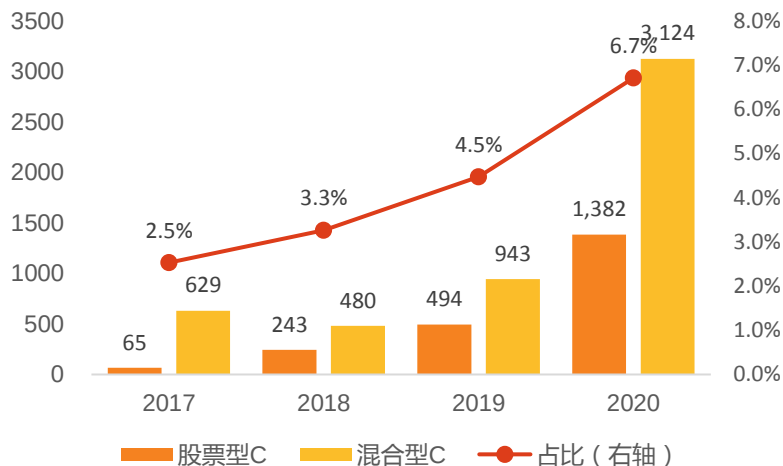
偏股混合型基金最为受益行业趋势，预计占比将持续提升。17H1至21H1，偏股混合型基金在权益类产品中占比由25%提升至45%；而灵活配置型基金由于投资风格不明确、投资者辨识度不高等原因，占比迅速下降，由17H1的37%逐步下降至19%。

此外，我们注意到C类份额在总体规模中亦快速提升。相对于A类份额或普通基金，C类基金不收取前端申购费用，而是收取基于净值规模的年化销售服务费，通常比例在0.1%-0.8%；后端收费的模式对零售投资者吸引力较强，基金公司或代销机构推广动机强烈。此前平安银行等机构在大幅下调基金申购费率的同时，亦在线上全面助推C类基金份额，以抢抓市场。

图：权益类基金内部结构



图：C类份额占比迅速提升（亿元）

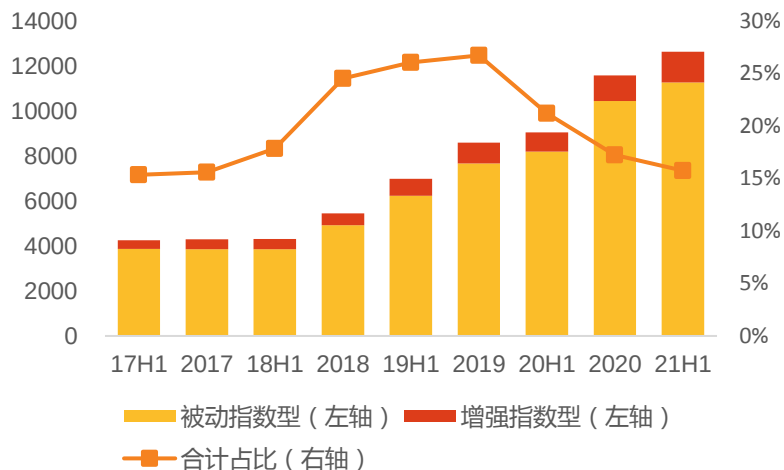


3.2 产品结构判断：被动化或为长期趋势

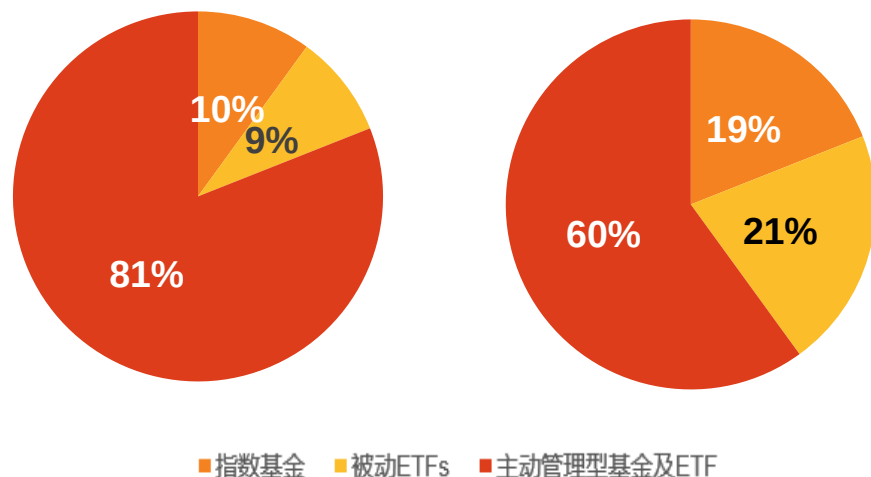
90年代以来，美国被动化产品占比持续提升，2020年指数基金及ETF占比达40%。基于：1) 机构化促进市场有效性，主动管理类产品难以跑赢市场；2) 产品费率优势明显；3) 金融科技加持下指数产品构建难度降低。

而中国目前被动指数产品占权益类基金比重约为15%~25%，2020年受投资者新进影响占比回落，此前呈现上升趋势。未来随着资本市场投资者结构变化，市场有效性提升，被动化产品占比或持续增加。

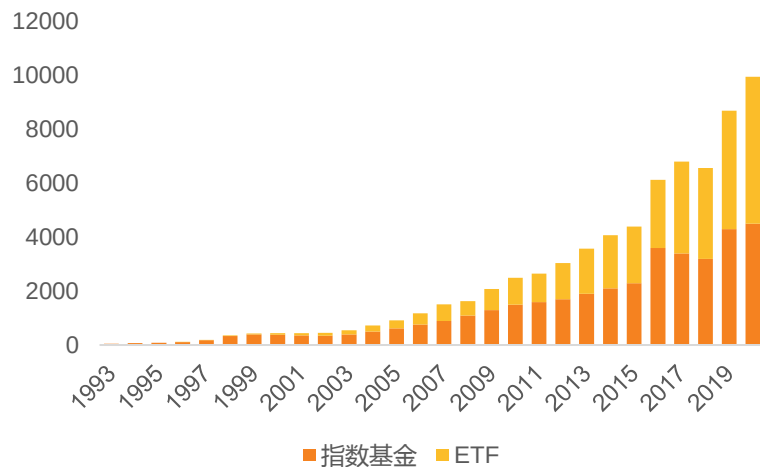
图：指数产品规模及占比（亿元）



图：2010与2020年美国共同基金类型占比变化



图：美国被动产品规模迅速增长（十亿美元）



3.3 基金费用分成模式

我们区分机构主体对基金相关费用进行划分：

- **基金公司：**1) 以管理费为主要收入来源，根据净值规模逐日计提、定期支取，其中普通股票型、偏股混合型费率最高，一般为年化1.5%；
2) 辅以直销的手续费收入，包括认购/申购费用、转换费等；
3) 对于C类份额，直销不收取前端认/申购费，以年化的销售服务费代之。
- ◆ **代销机构：**1) 客户维护费（或尾随佣金），基于保有量分成，一般为基金管理费的30-50%；
2) 手续费收入，包括认购/申购费用、转换费等；
3) 对于C类份额，不收取前端认/申购费，以年化的销售服务费代之。

图：权益类基金主要费用结构（括号内为产品数量，数据截至8/23）

基金费用	收费方	收费方式	普通股票型 (683)	被动指数型 (1318)	指数增强型 (251)	偏股混合型 (2331)	平衡混合型 (52)	偏债混合型 (997)	灵活配置型 (2062)
认/申购费 (除C类份额)	销售渠道	一次性收取	根据认/申购额分级确定，最高1.5%；代销通常打1折，即0.15%以下						
赎回费	销售渠道	一次性收取	根据持有时间分级确定，最高1.5%；部分计入基金财产，其余付给渠道						
管理费	基金公司	年化费率； 逐日计提，定期支付	1.5% (628)	0.5% (785)	1.0% (119)	1.5% (2143)	1.5% (39)	0.6% (314)	1.5% (1077)
	其中：客户维护费	销售渠道分成	基于保有量，渠道分成30%-50%						
托管费	商业银行	年化费率； 逐日计提，定期支付	0.25% (592)	0.1% (1123)	0.2% (83)	0.25% (1991)	0.25% (39)	0.2% (443)	0.25% (1139)

3.3 基金费用分成模式：C类份额

C类份额不收取前端认/申购费，而是额外收取基于净值规模的销售服务费，费率普遍区间为0.1%-0.8%，因而销售渠道的主要收入来源为尾随佣金及销售服务费、以及赎回费等手续费收入。

我们对销售服务费率进行了统计，发现：

- 1) 主动管理类的基金销售服务费率更高，被动指数型（包括ETF联接）基金、指数增强型基金的加权费率仅0.25%、0.34%，明显低于其他品种；
- 2) 权益类资产占比较高的基金费率更高，普通股票型、偏股混合型的加权费率为0.55%、0.57%，明显高于其他主动管理类产品；
- 3) 偏债混合型、偏股混合型和灵活配置型基金C类份额只数占比较高，推测与迎合零售投资者需求有关。

表：C类份额销售服务费统计（数据截至8/23）

	普通股票型	被动指数型	指数增强型	偏股混合型	平衡混合型	偏债混合型	灵活配置型
C类只数/总只数	209/683	359/1318	111/251	703/2331	10/52	441/997	667/2062
加权平均销售服务费率	0.55%	0.25%	0.34%	0.57%	0.38%	0.41%	0.31%

3.3 权益类产品收入空间测算

基于以下假设对权益类产品的收入空间进行测算：

1) 管理费持续下行，逐年递减0.2bp-0.4bp；2) 渠道话语权渐强，客户维护费率上行，逐年递增0.5%-1%。

则预计2030年行业管理费达5313亿元，CAGR+20.81%；客户维护费达1883亿元，CAGR+22.62%。

表：行业权益类产品管理费及客户维护费测算

	2018	2019	2020	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
权益类产品净值规模（万亿元）	2.2	3.2	6.4	12.2	18.9	26.8	36.3	48.5
管理费（亿元）	248	358	802	1451	2202	3061	4061	5313
其中：客户维护费（亿元）	63	94	245	463	721	1029	1402	1883
普通股票型基金	0.19	0.28	0.70	1.22	1.89	2.68	3.63	4.85
管理费率	1.496%	1.492%	1.494%	1.490%	1.486%	1.482%	1.478%	1.474%
客户维护费率	34%	34%	36%	37%	38%	39%	40%	41%
被动指数型基金	0.49	0.77	1.04	1.95	3.59	5.89	9.07	13.58
管理费率	0.556%	0.530%	0.553%	0.549%	0.545%	0.541%	0.537%	0.533%
折算率	97%	89%	82%	81%	80%	79%	78%	77%
客户维护费率	17%	17%	20%	22%	23%	24%	25%	26%
增强指数型基金	0.05	0.09	0.11	0.27	0.49	0.80	1.23	1.84
管理费率	1.053%	1.036%	1.025%	1.021%	1.017%	1.013%	1.009%	1.005%
客户维护费率	20%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
偏股混合型基金	0.61	1.03	2.85	5.49	8.50	12.05	16.33	21.82
管理费率	1.437%	1.439%	1.448%	1.444%	1.440%	1.436%	1.432%	1.428%
客户维护费率	22%	24%	32%	33%	34%	35%	36%	37%
平衡混合型基金	0.04	0.06	0.12	0.24	0.38	0.54	0.73	0.97
管理费率	1.493%	1.487%	1.480%	1.476%	1.472%	1.468%	1.464%	1.460%
客户维护费率	15%	20%	28%	29%	30%	31%	32%	33%
偏债混合型基金	0.12	0.13	0.50	0.95	1.21	1.34	1.31	1.07
管理费率	0.860%	0.932%	0.835%	0.831%	0.827%	0.823%	0.819%	0.815%
客户维护费率	32%	34%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
灵活配置型基金	0.70	0.87	1.40	2.08	2.83	3.48	3.99	4.36
管理费率	1.168%	1.182%	1.192%	1.188%	1.184%	1.180%	1.176%	1.172%
客户维护费率	29%	29%	26%	27%	28%	29%	30%	31%

3.3 权益类产品收入空间测算

同时，我们预计C类份额将显著受益零售投资者投资需求激发，规模及占比持续提升，带来2030年销售服务费规模233亿元，CAGR为+28.49%。

表：行业权益类产品（C类）销售服务费测算

	2018	2019	2020	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
权益类产品净值规模（万亿元）	2.2	3.2	6.4	12.2	18.9	26.8	36.3	48.5
C类净值规模（亿元）	727	1441	4509	9213	15970	25071	37247	54174
销售服务费（亿元）	2	5	19	39	68	108	160	233
普通股票型基金（万亿元）	0.19	0.28	0.70	1.22	1.89	2.68	3.63	4.85
C类份额占比	1.0%	1.9%	4.8%	5.4%	6.0%	6.6%	7.2%	7.8%
销售服务费	0.12	0.35	2.15	4.22	7.25	11.31	16.72	24.21
被动指数型基金（万亿元）	0.49	0.77	1.04	1.95	3.59	5.89	9.07	13.58
C类份额占比	3.9%	4.9%	8.6%	9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%
销售服务费	0.54	1.00	2.40	5.01	10.18	18.30	30.61	49.49
增强指数型基金（万亿元）	0.05	0.09	0.11	0.27	0.49	0.80	1.23	1.84
C类份额占比	7.1%	7.4%	13.7%	14.5%	15.5%	16.5%	17.5%	18.5%
销售服务费	0.12	0.21	0.50	1.25	2.44	4.24	6.91	10.91
偏股混合型基金（万亿元）	0.61	1.03	2.85	5.49	8.50	12.05	16.33	21.82
C类份额占比	0.7%	1.7%	4.2%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
销售服务费	0.29	1.13	7.15	16.48	30.60	50.62	78.37	117.83
平衡混合型基金（万亿元）	0.04	0.06	0.12	0.24	0.38	0.54	0.73	0.97
C类份额占比		0.4%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
销售服务费		0.01	0.38	0.88	1.51	2.36	3.48	5.04
偏债混合型基金（万亿元）	0.12	0.13	0.50	0.95	1.21	1.34	1.31	1.07
C类份额占比	4.9%	12.5%	14.3%	15.5%	16.5%	17.5%	18.5%	19.5%
销售服务费	0.28	0.76	3.00	5.90	7.98	9.37	9.67	8.32
灵活配置型基金（万亿元）	0.70	0.87	1.40	2.08	2.83	3.48	3.99	4.36
C类份额占比	5.4%	6.9%	8.1%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
销售服务费	0.95	1.62	3.46	5.60	8.50	11.49	14.37	17.02

3.3 权益类产品收入空间测算

参考东方财富代销基金的收入构成，对行业整体手续费收入进行估计：

(1) 天天基金代销收入主要来源于尾随佣金及销售服务费，2017年-2019年尾随佣金及销售服务费的收入占代销收入比例保持在65-70%。根据公司2021年的可转债发行文件，2020年1-9月，公司的尾随佣金占比下降至54.75%，判断主要源于市场交投活跃导致申购占比上升所致。

(2) 认、申购费收入与认、申购份额相关，市场充分竞争下，前端申购费率普遍降到一折水平；而赎回费则一般基于持有时间确定赎回费率，且部分资产归于基金财产之中。

(3) 预计新发基金激增以及资本市场活跃下，尾随佣金和销售服务费占比短期有所下降，未来随着行业增长进入常态，该比例将逐步回升。

表：东方财富基金代销收入结构（万元）

收入类型	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	发生额	占比	发生额	占比	发生额	占比	发生额	占比
认购、申购、赎回等费用	95471	45.25%	36134	29.24%	31439	29.51%	28829	34.15%
尾随佣金和销售服务费	115515	54.75%	87436	70.76%	75103	70.49%	55591	65.85%
合计	210986	100%	123570	100%	106542	100%	84420	100%

3.3 权益类产品收入空间测算

基于前述假设，我们预计权益类公募基金将在**2030年贡献6214亿元收入，CAGR+19.9%**，其中：

- ✓ 基金公司实现管理费收入**3430亿元**，手续费及其他收入**195亿元**，**2021-2030E**的**CAGR为19.8%**；
- ✓ 代销机构实现客户维护费及销售服务费收入**1968亿元**，手续费及其他收入**621亿元**，**2021-2030E**的**CAGR为20.1%**。

表：基金公司收入及代销机构收入测算（亿元）

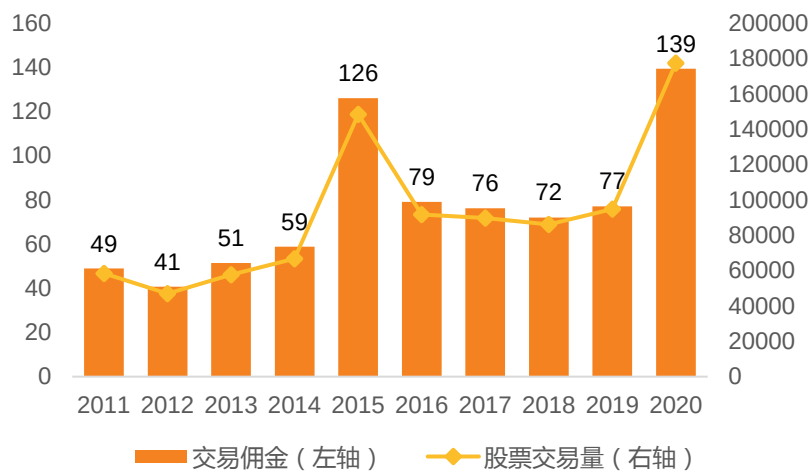
	2018	2019	2020	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
管理费	248	358	802	1451	2202	3061	4061	5313
YOY/CAGR		44%	124%			CAGR+20.8%		
其中：客户维护费	63	94	245	463	721	1029	1402	1883
销售服务费	2	5	19	39	68	108	160	233
客户维护费+销售服务费	65	99	264	502	790	1137	1562	2116
占渠道总体收入比例	70%	71%	58%	60%	65%	70%	73%	76%
销售渠道收入	93	139	455	837	1215	1624	2140	2784
其中：代销占比	90%	91%	91%	93%	93%	93%	93%	93%
基金公司收入	194	277	598	1047	1566	2145	2809	3625
YOY/CAGR		42%	116%			CAGR+19.8%		
代销机构收入	83	127	414	778	1130	1510	1990	2589
YOY/CAGR		52%	226%			CAGR+20.1%		

3.3 券商交易佣金情况

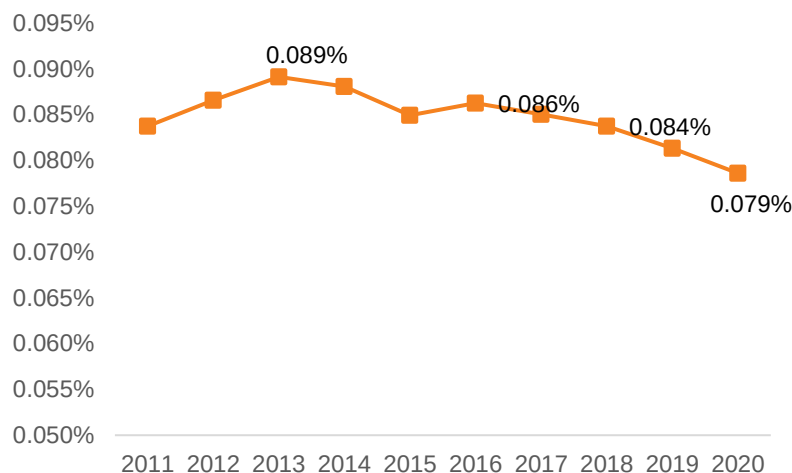
交易佣金亦是券商从基金获取的重要收入构成。我国交易所采用会员制，基金公司股票交易需租用会员券商交易单元，交易佣金（交易单元席位租赁收入）成为券商除基金代销外另一重要收入来源。2020年，41家上市公司实现代销金融产品收入101亿元，而席位租赁收入达144亿元。

权益类基金高速增长将显著提升席位租赁收入。基金公司付给券商的交易佣金费率约为万分之八；整体交易佣金规模与市场波动、权益类基金规模增长密切相关，2020年在权益类基金规模大幅扩容、市场交投活跃因素影响下，交易佣金规模创历史新高，达到139亿元，同比+81%。未来随着权益类基金规模持续扩容，预计席位租赁收入将显著提升。

表：交易佣金规模及基金股票交易量（亿元）



表：平均交易佣金费率





4

权益时代的市场格局

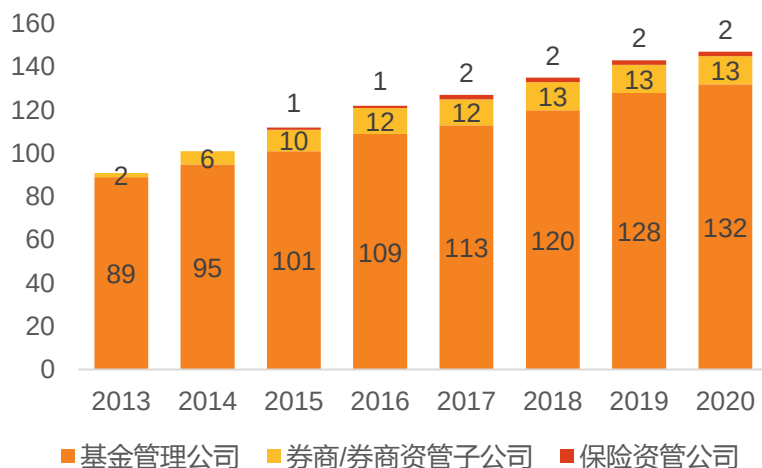
4.1 行业概况：权益赛道下马太效应加剧

公募牌照数量持续增加，行业竞争愈加激烈。我国基金管理公司数量持续增多，从2013年的89家逐步增加到2020年的132家；并且逐步向其他资管机构放开，券商/券商资管子公司以及保险资管公司积极申请公募牌照。截至2021年6月底，我国共有公募基金管理公司136家，取得公募牌照的券商或券商资管子公司14家，保险资管公司2家。

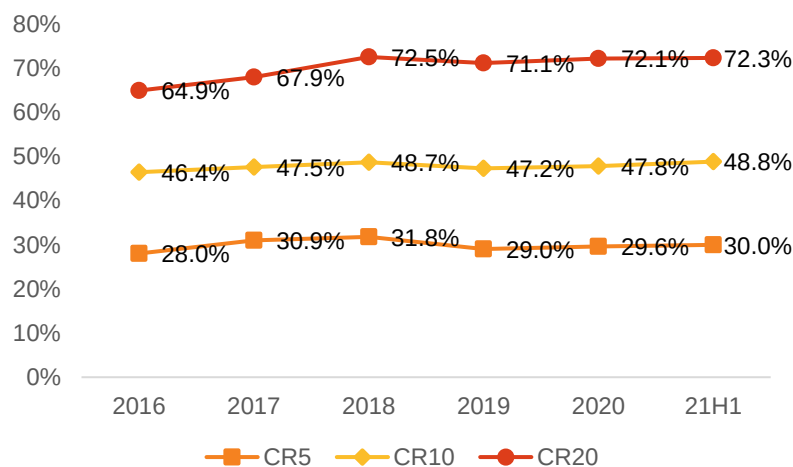
权益类产品对投研、风控等能力要求较高，头部机构优势显著。此外，头部基金在品牌积累、渠道建设上具备规模效应，有利于巩固和强化在人才、产品创新、成本控制等方面的优势，中小机构的生存空间持续受到挤压。

行业的头部集中效应正在逐步显现。2016-21H1，权益类产品CR5从28.0%提升至30.0%，CR10从46.4%提升至48.8%；而CR20提升尤为明显，从64.9%提升至72.3%。

图：我国公募牌照数量持续增加

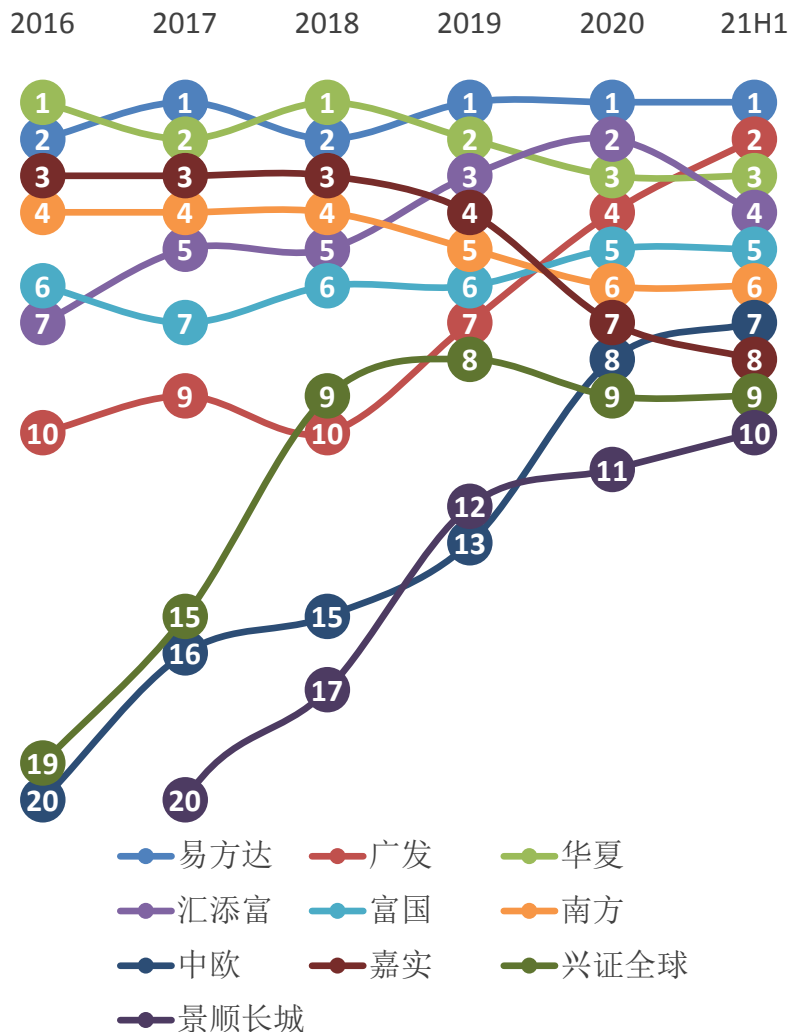


图：权益类产品规模集中度



4.1 机制/文化支撑下的投研能力是长期核心竞争力

图：股基+混基净值规模排名变化（2016-21H1）



总体来看，在高度激烈的行业竞争下，头部基金的排名亦有所变化：

- 易方达基金持续领先。凭借多元化的股东结构、良好的机制/文化，以及长期品牌积累形成优势集聚，长期位居行业前列，并不断巩固和强化既有优势，21H1“股基+混基”净值规模达6900亿元；
- 在权益类基金数万亿增量的驱动下，投研能力更为出色的基金公司优势凸显，攫取更大份额。其中广发基金从2018年的第10名稳步增长至21H1的第2名；中欧基金、兴证全球、景顺长城基金排名亦快速提升。
- 向前看，在居民资产配置向权益类转移的大趋势下，基于人才优势形成的投研能力、以及背后的公司机制以及企业文化或是公募基金核心竞争力形成的关键。我们持续看好头部机构的未来发展，有望攫取不断扩容的市场空间之最大增量。

4.2 公募基金公司的财务结构

基金公司利润表
一、营业收入
管理费收入
其中：证券投资基金管理费收入
社保基金管理费收入
企业年金管理费收入
专户理财管理费收入
销售服务费收入
手续费及佣金净收入
利息净收入
投资收益
公允价值变动损益
其他业务收入
二、营业支出
营业税金及附加
业务及管理费
资产减值损失
汇兑损益
三、营业利润
加：营业外收入
减：营业外支出
四、利润总额
减：所得税费用
五、净利润

收入端：以基金管理费和手续费收入为主，还包括自有资产的投资收益、利息净收入等。

- ✓ 管理费收入为最核心收入来源，包括公募基金、社保基金、企业年金、专户等。

$$\text{管理费} = \text{基金前一日净值} \times \text{年管理费率} \div \text{当年天数}$$

支出端：以职工薪酬和向代销机构支付的手续费支出为主。

- ✓ 以唯一披露财报的中邮基金（834344.NQ）为例，2016-2020年，其营业支出中职工薪酬占比高达45-50%，手续费支出占比则在20-30%，并有上升趋势；2020年，中邮基金人均薪酬达71.5万，而头部基金竞争更为激烈，人均薪资水平或更高。

净利率：头部机构享有更高利润空间，可达30-40%。

- ✓ 根据2020年披露数据，基金公司营业收入排名前10家的净利率中枢达到30%，而第10-20家净利率中枢仅为25%。易方达基金作为头部机构，2010-2020年净利率均保持在30%左右，并且随着权益市场升温，净利率重回上升区间，从2018年的26%提升至2020年的30%。

4.2 养老金管理情况

全国社会保障基金（以下称社保基金）、基本养老保险基金和企业年金等养老金的投资管理，通常分为直接投资和委托投资两部分。根据基金业协会发布的年报数据，截至2018年末，三类养老金委托投资规模合计达31245亿元，其中公募基金行业受托管理的规模为16735亿元，占总规模54%。

随着养老金总体规模的扩充，委外投资规模持续增加，公募基金行业管理的养老金规模也迅速提升，2019年总体规模达2.4万亿元，同比提升44%，预计未来将进一步增厚行业利润。

截至21Q2，养老金管理规模排名前5的公募基金公司分别为工银瑞信、易方达、华夏、南方、博时基金管理公司。

表：21Q2养老金管理规模排名

排名	公司名称
1	工银瑞信基金管理有限公司
2	易方达基金管理有限公司
3	华夏基金管理有限公司
4	南方基金管理股份有限公司
5	博时基金管理有限公司
6	嘉实基金管理有限公司
7	银华基金管理股份有限公司
8	富国基金管理有限公司
9	招商基金管理有限公司
10	广发基金管理有限公司
11	鹏华基金管理有限公司
12	海富通基金管理有限公司
13	汇添富基金管理股份有限公司
14	国泰基金管理有限公司
15	大成基金管理有限公司
16	长盛基金管理有限公司

表：2018-2019公募基金行业管理养老金规模（亿元）

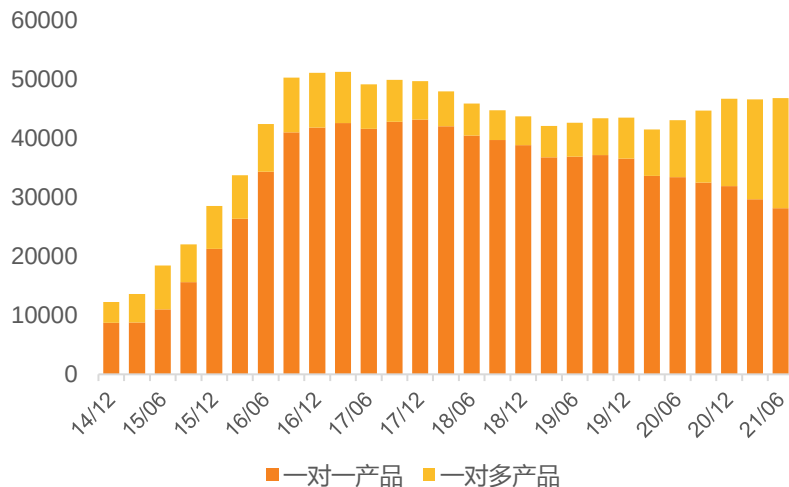
类别	2018	2019	增速
社保基金	8853	11432	29%
基本养老金	2713	4337	60%
企业年金	5169	6203	20%
职业年金	-	2159	-
其他境外养老金	33	55	67%
总计	16768	24186	44%

4.2 专户理财情况

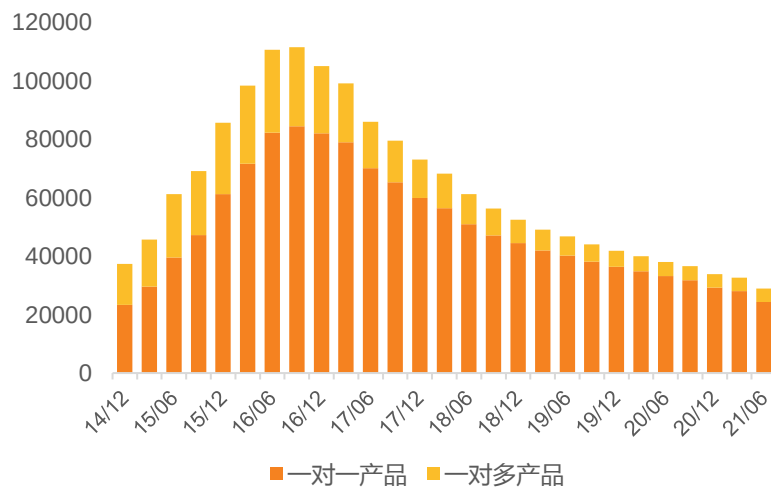
公募基金公司专户理财可以分为基金管理公司以及子公司：

- ✓ **基金管理公司：**专户理财规模自2016年后保持相对平稳，截至2021年6月，管理规模达4.7万亿元，其中一对一产品2.8万亿元，一对多产品1.9万亿元。根据基金业协会披露的2019年统计数据，基金管理公司专户有以下特征：1) 产品类型上，固定收益类为主，占比68%，混合类和权益类分别占比21%和10%；2) 管理方式上，主动管理占比73%，通道产品占比27%；3) 资产投向上，债券占比61%，股票占比15%，同业存单及现金占比11%；4) 资金来源上，银行资金近半。
- ✓ **基金子公司：**专户理财规模自2016年后持续压降，截至2021年6月，管理规模2.9万亿元，其中一对一产品2.4万亿元，一对多产品0.5万亿元。根据基金业协会披露的2019年统计数据，基金子公司专户主要投向非标债权、各类资管产品及证券市场，分别占比35%、30%、24%，并且通道业务占比较高，为68%。

表：公募基金公司专户理财规模（亿元）



表：基金子公司专户理财规模（亿元）



4.2 部分头部公募基金的盈利预测

基于以下假设，对部分头部公募基金公司净利润进行测算：

- ✓ 假设1：头部公募市占率持续提升，易方达、广发、汇添富2030年市占率提高至10.4%、7.4%、7.3%；
- ✓ 假设2：基于规模效应对渠道费用上升的抵减，净利润率稳步提升，易方达、广发、汇添富2030年净利润率提高至33%、32%、33%；
- ✓ 假设3：考虑到公司兼具专户、社保、自营等业务，以股基+混基规模为基础进行折算，测算营业收入。

预计易方达、广发、汇添富基金2021年净利润同比+80%、75%、48%，2030年净利润达361亿元、255亿元、255亿元。

表：部分头部公募净利润测算（亿元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2030E
易方达基金	股基+混基规模	1656	1948	1617	2297	5472	8185	10619	46066
	市占率	6.1%	7.2%	7.4%	7.2%	8.5%	8.6%	8.8%	10.4%
	净利率	33%	30%	26%	28%	30%	30%	31%	33%
	净利润	13.4	14.0	13.6	17.3	27.5	49.5	72.1	360.6
广发基金	股基+混基规模	806	816	682	1265	3509	5330	6957	31519
	市占率	3.0%	3.0%	3.1%	4.0%	5.5%	5.6%	5.8%	7.4%
	净利率	31%	32%	20%	36%	29%	30%	30%	32%
	净利润	7.8	9.5	4.5	11.9	18.2	32.0	47.1	254.6
汇添富基金	股基+混基规模	1082	1151	1166	1779	3968	5234	6835	31034
	市占率	4.0%	4.3%	5.3%	5.6%	6.2%	5.5%	5.7%	7.3%
	净利率	35%	37%	29%	31%	39%	33%	31%	33%
	净利润	10.4	12.3	10.3	12.5	25.7	38.0	47.1	255.0

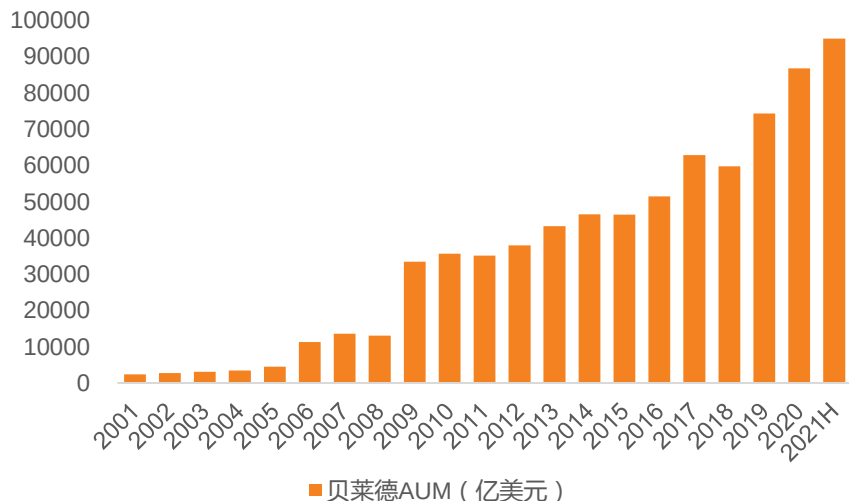
测算过程：首先，根据市占率预测计算股基+混基规模；接着，根据股基+混基规模与营收的历史关联、以及考虑该收入对整体收入的高度影响等，计算对应的营业收入；最后，基于历史净利率平滑估计，结合假设2，对净利润进行测算。

4.3 案例分析：从贝莱德看海外公募发展

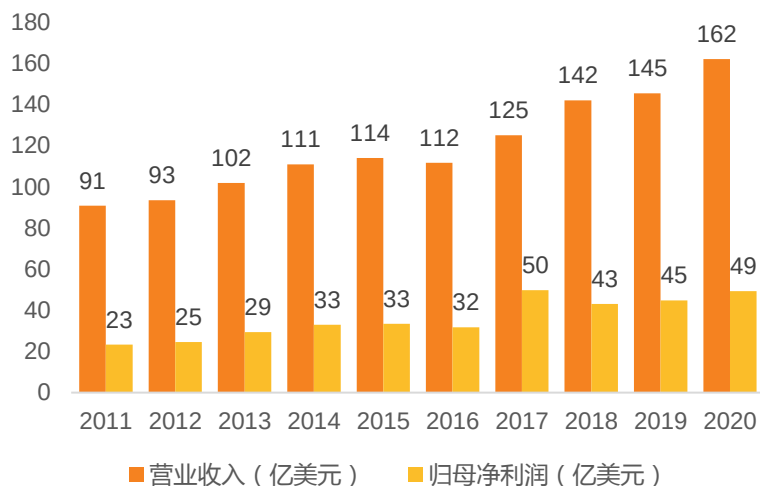
贝莱德（BlackRock）成立于1988年，是全球最大的资产管理机构。截至2021年6月末，贝莱德管理资产规模（AUM）高达9.5万亿美元。其服务范围涵括股票、固定收益投资、现金管理、替代性投资、不动产及投资咨询策略，同时还通过BlackRock Solution®系统为客户提供风险管理、策略咨询与企业投资系统服务。目前，贝莱德在全球30多个国家设有约70个办事处，拥有1.65万名员工，为全球100多个国家机构投资者和零售客户提供资产管理和技术服务。

贝莱德通过兼并和收购，迅速壮大。2006年合并美林证券的投资管理部门，以及2009年收购巴克莱国际投资管理公司，使得公司管理规模一跃成为行业龙头。与此同时，其业绩也迅速增长，营业收入从2011年的91亿美元增长至2020年的162亿美元，CAGR达6.7%；归母净利润从23亿美元增长至49亿美元，CAGR达8.7%。

图：2001-2021H，贝莱德的AUM



图：2011-2020年，贝莱德的业绩持续增长



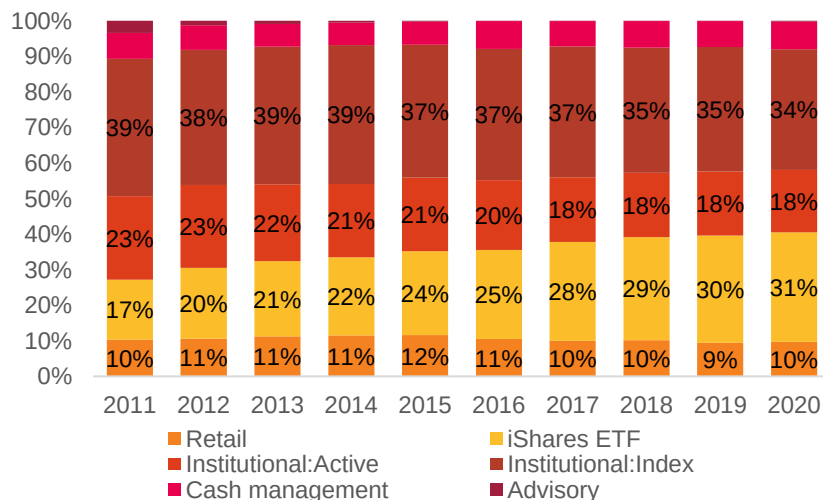
4.3 案例分析：从贝莱德看海外公募发展

服务客群方面，主要为以养老金为代表的机构客户。截至2020年末，其机构客户贡献AUM的51.6%，零售客户贡献9.7%，iSharesETF贡献30.8%。

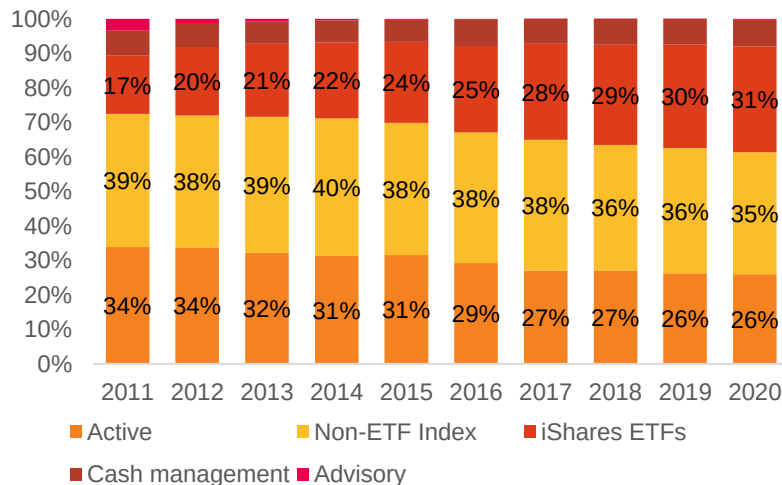
投资风格方面，以被动投资为主导，资产投向以权益类资产为主。截至2020年末，其指数基金及ETF产品规模合计占比66.1%；权益类资产占比50.9%，固收类资产占比30.8%。

盈利模式方面，主要来自于提供资产管理服务的基础管理费。其一般基于AUM收取，占总收入比重稳定在约80%。此外，还包括业绩提成费用、技术服务费、分销服务费和咨询服务等其他收入，2020年分别贡献收入的6.8%、7.0%、7.0%和1.2%。

图：贝莱德客群以机构客户为主



图：指数基金及ETF产品占比约66%

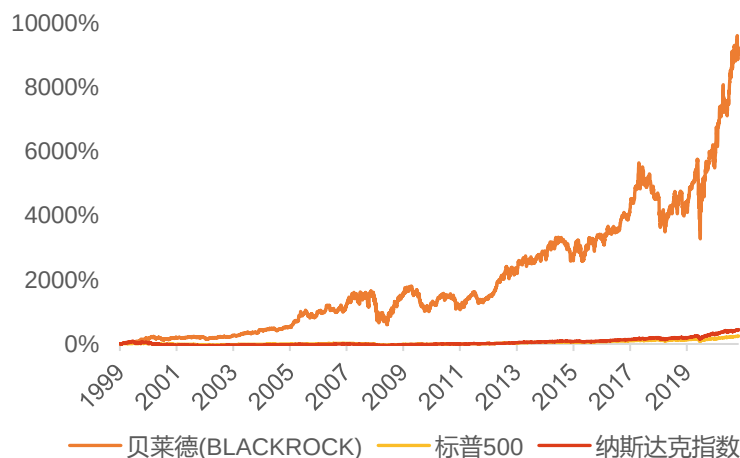


4.3 案例分析：从贝莱德看海外公募发展

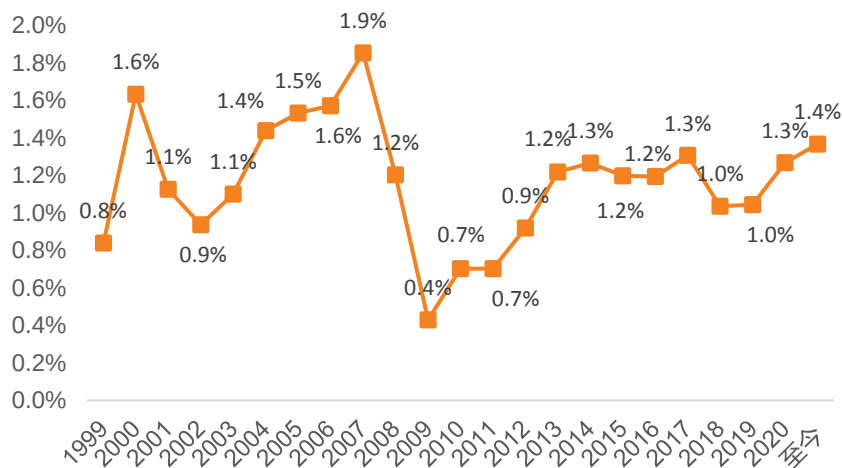
回报显著的大牛股。我们采用后复权方式计算贝莱德自1999/9/30上市以来的二级市场回报情况，可以看到贝莱德自上市以来总计回报率高达9119.53%，年均复合收益率达22.96%；而同期标普500、纳斯达克指数的总回报率仅为244.49%和439.97%。

估值方面，自上市以来，贝莱德P/E区间在15-33倍之间，近两年估值中枢为23-24倍；自上市以来，贝莱德P/AUM区间在0.5%-2%之间，近两年估值中枢为1.2%。

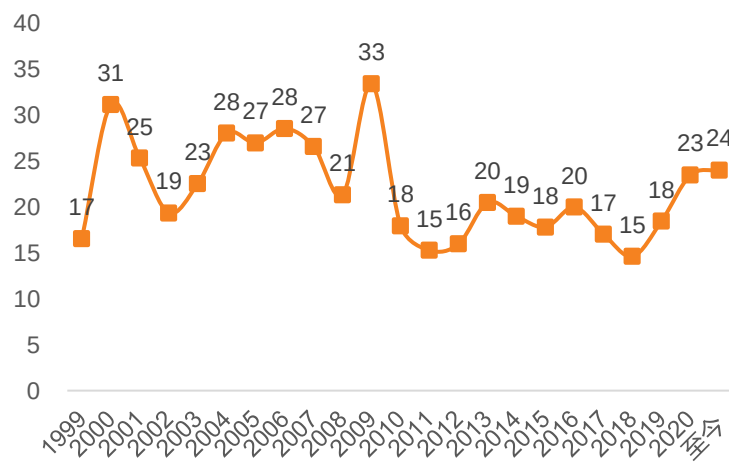
图：贝莱德上市以来资本回报



图：贝莱德上市以来P/AUM估值



图：贝莱德上市以来P/E估值



4.4 渠道结构展望：各有所长，三分天下

“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”，我们认为未来权益类公募基金代销渠道方面或呈现银行、券商、第三方机构三分天下的格局，基于其各自优势：

- ✓ **商业银行**：强于具备账户优势和综合金融优势，线下触达和陪伴客户的能力极强，且对于大众客户和高净值客户可提供差异化服务；
- ✓ **证券公司**：强于权益资管与机制优势，投研人才优势明显，基础客群以中高风险偏好为主，权益投资特点鲜明；
- ✓ **第三方**：以互联网金融为主的第三方机构具备强大的线上触达能力，对长尾人群覆盖能力极强。

表：“触、顾、投”三大能力对比

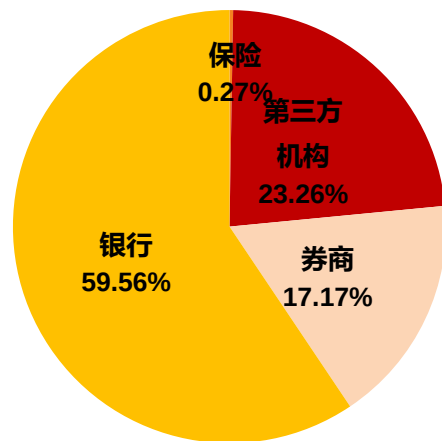
		银行	券商	互联网金融
流量能力	场景建设	金融场景为主，生活场景为辅	金融场景为主	生活场景为主，金融场景为辅
	账户资金沉淀能力	强	弱	强
	活跃客户规模	中	低	高
	线下渠道	线下渠道丰富，基本覆盖所有业务范围 在核心城市布点，满足跨区域经营需求		极少线下渠道
顾问与陪伴能力	人才队伍	薪酬不够市场化；缺少权益投资、净值 市场化薪酬；投研人才优势明显，并不 断巩固		市场化薪酬；但主要以IT人才为主，投资和分析师队伍较少
	智能投顾能力	中	高	低
	IT化水平	低	中	高
产品与投资能力	目标客群	全覆盖，以高净值客户为主	全覆盖，以高净值客户为主	以中低端客群为主
	产品风格	以中低风险为主，集中在固收类产品	以中高风险为主，主打权益类产品	以中低风险为主
	产品创设能力	高	高	低
	公私联动能力	高	中	低

4.4 渠道结构展望：券商及第三方渠道迅速崛起

商业银行保有量占比领先，但券商及第三方机构市场份额持续提升。根据2021年前两季度的权益类产品保有规模排名，商业银行的市占率较为领先，达到59.6%，而第三方机构、券商的市占率分别为23.3%、17.2%；但券商和第三方代销机构快速崛起，市场份额持续提升，21Q2银行、第三方机构、券商的保有量市占率环比分别-1.7pct、+0.7pct、+1.0pct。

我们看好券商人才机制、权益类资管优势，以及第三方线上化的流量触达，预计二者市占率持续提升，2030年渠道市场占有率分别提升至30%、30%，而商业银行市占率降至40%，实现收入777亿元、777亿元、1036亿元。

图：21Q2CR100代销机构保有规模占比



表：代销机构未来市场份额及收入预测（亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021E	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
代销机构收入				603	778	1130	1510	1990	2589
商业银行	市场份额	61%	60%	58%	55%	51%	46%	43%	40%
	收入			350	428	576	695	856	1036
券商	市场份额	16%	17%	18%	20%	22%	25%	28%	30%
	收入			109	156	249	378	547	777
第三方	市场份额	23%	23%	24%	25%	27%	29%	30%	30%
	收入			145	195	305	438	587	777

4.4 东方财富：最为受益的第三方基金销售龙头

- ✓ **互联网引流优势无与伦比：**我们强调，公司在财经领域绝对领先的流量优势是公司最稳固的护城河：1) PC端：旗下东方财富网在用户流量和黏性两方面多年稳居垂直财经门户网站第一；2) 移动端：APP用户规模仅次同花顺，用户粘性行业第一，大幅领先其他券商。旗下股吧、天天基金网在细分领域流量优势都居于领先地位。
- ✓ **围绕高黏性用户打造财富生态圈。**基于核心流量优势，公司积极布局第三方基金代销、证券、征信、期货、互联网保险、小额贷款等金融业务，拓展金融全牌照+延伸金融服务链条，围绕高黏性用户打造财富生态圈，两次转型推进流量变现。
- ✓ 我们判断公司在权益类基金销售方面场景及客户优势显著，预计市占率从2021年的5.7%提升至2030年的7.5%，对应保有规模3.6万亿元；天天基金实现代销收入272亿元。

图：2021E-2030E，天天基金保有规模及收入测算

	2020	21Q1	21Q2	2021E	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
基金销售									
全行业代销收入				603	778	1130	1510	1990	2589
股基+混基保有规模（亿元）		3750	4415	5425	7202	11901	17946	25760	36368
股基+混基市占率		5.4%	5.6%	5.7%	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%
天天基金收入测算（亿元）	30.3			51.6	64.3	99.6	141.7	197.8	271.8

4.4 同花顺：流量+粘性领跑，低基数下成长空间广阔

- ✓ 公司具备流量规模+用户粘性核心壁垒。截止2021年4月，同花顺APP的MAU为3085万人，大幅领先东财（1462万人）、大智慧（862万人）。我们认为公司APP端绝对领先的规模基础和粘性优势是其最坚固的护城河，后续潜在流量变现的增长点在于付费用户数提升、以及证券客户向基金客户的延展。
- ✓ 业务聚焦驱动高速发展，低基数下增长空间广阔。随着公司战略调整，后续持续加大营销力度，基金代销收入有望持续高增长。目前公司非货基保有规模市占率仅为0.4%，规模仅为天天基金的7%；21Q2基金保有量规模增速高于蚂蚁、东财，权益类产品保有量规模336亿，环比+23.5%。
- ✓ 我们判断公司权益类基金保有量市占率将由2021年0.6%提升至2030年3.5%，对应保有规模1.7万亿，带来145亿基金销售收入。同时对其他业务进行简单估计，预计公司2030年净利润达196.7亿元。

图：2021E-2030E，同花顺盈利预测（亿元）

	2020	21Q1	21Q2	2021E	2022E	2024E	2026E	2028E	2030E
营业收入	28.4			38.8	58.6	99.7	157.1	236.4	357.7
1、基金销售及其他									
全行业代销收入（亿元）				603	778	1130	1510	1990	2589
股基+混基保有规模（亿元）		272	336	603	1099	3211	6161	10522	16972
市占率		0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%
整体基金销售收入测算（亿元）	4.8			7.2	12.6	32.7	59.1	92.3	145.0
2、软件销售与维护	2.4			3.0	4.8	7.7	12.7	21.1	35.6
yoy				25%	26%	27%	28%	29%	30%
3、广告及互联网推广	8.4			12.5	18.1	26.0	37.4	53.9	77.6
yoy				50%	20%	20%	20%	20%	20%
4、增值电信业务	12.8			16.1	23.1	33.3	48.0	69.1	99.4
yoy				25%	20%	20%	20%	20%	20%
净利率	61%			55%	55%	55%	55%	55%	55%
净利润	17.2			21.3	32.2	54.8	86.4	130.0	196.7

5. 投资建议

权益类基金发展空间广阔，深度参与公募基金产业链的机构具备显著优势：

✓ **资产管理：**市场上最优秀的公募基金的股东往往是优质券商，故而基金业务的增长能够为这些券商的业绩带来持续增量。此外，若后续公募基金成功启动上市，将对控股或参股头部公募基金的券商构成估值提升效应。

✓ **财富管理：**券商强于机制优势、人才优势、权益类资管优势，互联网代销强于场景化的线上触达，我们看好后续二者在权益基金保有量市占率持续提升。

推荐标的：

1) 参控股头部基金公司且财富管理能力强广发证券、东方证券、华泰证券；

2) 具备财经领域领先流量优势的第三方基金销售机构同花顺、建议关注东方财富。

表：券商大财富管理业务估值及占市值比重（数据截至8/27，亿元）

注：基于2020年财务数据进行估值，亿元	大财富管理业务	持股比例	资管子公司利润贡献/代销金融产品业务收入/资产管理业务净收入	资管子公司利润贡献占比	公司归母净利润	估值水平假设	估值	大财富管理业务估值合计	占公司当前市值比重
广发证券	易方达基金	22.65%	6.2	34.5%	100.4	30	187	878	62.6%
	广发资管	100.00%	9.2			18	166		
	广发基金	54.53%	9.9			30	298		
	广发信德	100.00%	9.2			15	138		
	代销金融产品业务	-	5.9			15	89		
华泰证券	华泰资管	100.00%	13.1	40.7%	108.2	18	235	879	66.7%
	华泰柏瑞	49.00%	1.3			25	33		
	南方基金	41.16%	6.1			30	183		
	华泰紫金投资	100.00%	23.5			15	353		
	代销金融产品业务	-	5.0			15	75		
东方证券	东证资管	100.00%	8.1	77.4%	27.2	30	243	634	59.9%
	汇添富基金	35.41%	9.1			30	273		
	长城基金	17.65%	0.3			20	6		
	上海东方证券资本投资（直投）	100.00%	3.6			15	54		
	代销金融产品业务	-	3.9			15	59		
中金公司	中金基金	100.00%	-0.4	11.8%	72.1	20	150	514	28.8%
	中金资本	100.00%	8.9			20	179		
	资产管理业务	-	11.4			6	68		
	代销金融产品业务	-	7.8			15	116		
	兴证全球基金	51.00%	8.1			30	244		
兴业证券	兴证资管	100.00%	0.8	28.9%	40.0	18	14	387	58.4%
	南方基金	9.15%	1.4			30	41		
	兴证创新资本（直投）	100.00%	1.3			15	19		
	代销金融产品业务	-	4.6			15	69		
	博时基金	49.00%	6.1			30	183		
招商证券	招商资管	100.00%	7.6	19.1%	94.9	18	137	535	36.8%
	招商基金	45.00%	4.1			30	122		
	招商致远资本有限公司	100.00%	0.3			15	4		
	代销金融产品业务	-	5.9			15	88		
	华夏基金	62.20%	9.9			30	298		
中信证券	金石投资	100.00%	8.4	12.3%	149.0	15	126	868	28.9%
	资产管理业务	-	24.7			6	148		
	代销金融产品业务	-	19.6			15	295		
	海富通基金	51.00%	1.9			20	39		
	海通资管	100.00%	7.1			18	127		
海通证券	富国基金	27.78%	4.6	26.8%	108.8	30	138	555	39.6%
	海通开元	100.00%	15.1			15	227		
	海富产业	67.00%	0.4			15	7		
	代销金融产品业务	-	1.2			15	18		
	华安基金	20.00%	1.4			30	43		
国泰君安	国泰君安资管	100.00%	7.2	9.3%	111.2	18	129	264	18.2%
	国泰君安创投	100.00%	1.7			15	26		
	代销金融产品业务	-	4.4			15	66		
	申万菱信	67.00%	0.7			20	14		
	富国基金	27.78%	4.6			30	138		
申万宏源	申万直投	100.00%	0.5	7.7%	77.7	15	8	195	18.0%
	宏源汇富创业投资有限公司	100.00%	0.2			15	3		
	代销金融产品业务	-	2.2			15	33		
	中信建投基金	55.00%	0.3			20	5		
	中信建投资本管理有限公司	100.00%	1.3			15	19		
中信建投	资产管理业务	-	8.9	1.6%	95.1	6	53	159	8.6%
	代销金融产品业务	-	5.4			15	81		
	银河基金	50.00%	-			20	-		
	大成基金	25.00%	0.8			20	16		
	银河金汇证券资产管理有限公司	100.00%	1.0			20	20		
中国银河	银河创新资本管理有限公司	100.00%	0.3	2.9%	72.4	15	5	103	13.0%
	代销金融产品业务	-	4.2			15	62		
	鹏华基金	50.00%	2.9			30	88		
	国信弘盛私募基金管理有限公司	100.00%	2.4			15	36		
	资产管理业务	-	2.8			6	17		
国信证券	代销金融产品业务	-	7.1	8.0%	66.2	15	106	247	22.1%

注：1) 资产管理子公司中，给予头部公募30x PE，其他公募20x PE，资管子公司18x PE，私募/直投子公司15x PE；
2) 代销金融产品业务、母公司资管业务分别给予15x PS、6x PS；
3) 看好中金资本的发展，给予20x PE，同时给予中金基金150亿估值；4) 基础财务数据对应2020年。

6. 风险提示

- 1) **市场大幅波动**：权益类产品增长同时受到份额变化及净值变动影响，若资本市场大幅波动，会对整体规模造成影响；
- 2) **资本市场改革低于预期**：若资本市场转型开放进程缓慢，客观环境不足会造成权益类公募增长受到阻碍；
- 3) **行业竞争加剧**：公募行业处于激烈竞争之中，费率下行或费用提升均会侵蚀基金公司利润；
- 4) **测算具有主观性存在偏差风险**：基于一定假设进行预测，与客观环境可能有所差异；
- 5) **居民金融资产投资比例提升不达预期**：资本市场行情等为重要催化，若行情大幅波动会影响提升速度；
- 6) **头部公募市占率提升不及预期**：主动管理型基金对基金经理依赖较高，人事变动会影响市占率提升进程；
- 7) **券商及第三方代销机构渠道市占率提升不及预期**：取决于零售渠道竞争格局，商业银行可能采取降价等竞争策略。

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所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依据。

投资评级说明

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