

非银金融

2022年07月27日

富达、先锋成长之路：客户利益为本，四大共性助力

——财富管理行业深度研究系列四

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

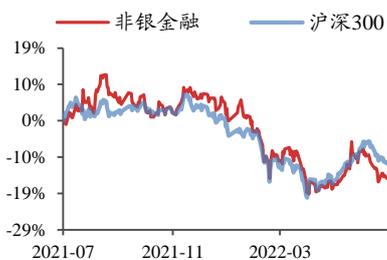
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2 季度基金净赎回好于预期，看好中报高景气标的一行业周报》-2022.7.24

《投资收益影响同比和环比，看好中报高景气标的一行业周报》-2022.7.17

《基金新发和 ETF 申购向好，看好财富赛道龙头机会一行业周报》-2022.7.10

● 大财富管理主线长期逻辑依然成立，以客户为中心的企业有望跑赢同业

居民财富向权益型、净值型资产转移的大趋势未改，资产管理、财富管理行业迎来扩容机遇期，券商等渠道转型持续推进。从海外的富达投资、先锋领航集团经验来看，低成本、建立完善投顾体系、不断补充创新产品条线以及借助科技提升客户体验感是以客户为中心的具体体现。我们看好掌握流量资源优势且在原有渠道端具有低成本、C 端客户体验较好优势的东方财富。推荐具有头部公募基金及较强投研能力的广发证券、东方证券，受益标的兴业证券、长城证券。推荐财富管理转型领先的中信证券、国联证券，受益标的中金公司。

● 富达：把握政策窗口开发产品，科技提升客户服务能力

富达投资在 401 (k) 计划以及 IRA 政策出台后，及时上线相应产品，率先为投资者提供养老金产品，抢占先机。产品创新方面，富达在 1988 年推出目标风险基金，随后与富国银行、巴克莱全球投资先后推出目标日期基金，开启了美国养老储蓄的“一站式解决方案”时代，2007 年率先推出退休收入系列产品、2017 年创新开发与 IRA 账户结合的退休解决方案。科技方面，公司始终保持科技引领，提升客户体验，多次成为行业首家科技创新服务供应商，例如电话营销、24 小时净值查询、按小时基金报价、富达 Go 等投顾系统。

● 先锋领航：特殊架构带来费用优势，产品收益领先行业

先锋领航集团为全美唯一一家投资者通过购买基金可实现对基金公司间接持股的公司，通过第五修正及重述基金管理服务协议框架下信托、基金、公司的协议实现。该特殊架构可为投资者获取更多利益提供便利：在没有第三方股东获取利润的情况下，公司产品可进一步下调管理费用，公司产品管理费用率持续显著低于行业均值。同时，得益于公司的低管理费用以及投资策略，截至 2022 年 3 月 31 日，公司过往 3 年 76% 的产品跑赢可比基金均值，过往 5 年该比例为 76%，过往 10 年该比例提升至 83%。

● 启示：核心是以客户为中心

经过分析富达投资与先锋领航的成长路径，我们认为其成为资管行业龙头企业的核心原因是以客户为中心，将客户利益放在首位。同时，我们发现富达与先锋领航具备 4 个共同特性：（1）降低成本费用：为客户节省成本；（2）搭建投顾系统：站在客户角度出发配置资产，同时能够实现基金公司与客户双赢；（3）创新产品，完善产品线：满足投资者不同资产配置需求；（4）应用科技提升服务：科技提升客户体验，同时增强客户黏性。

● 风险提示：SEC 政策遗漏；产品募集说明书细节遗漏；行业竞争加剧。

目 录

1、 资管行业龙头，富达、先锋领跑行业	4
1.1、 养老金融规模位居前列	4
1.2、 富达投资：全方位的综合金融解决方案供应商	6
1.3、 先锋领航集团：创始人贯彻低成本理念，打造独一无二公司架构	8
2、 成长之路：受人之托，勤勉尽责，客户利益始终为先	11
2.1、 富达：把握政策窗口开发产品，科技提升客户服务	11
2.2、 先锋成长之路：特殊架构带来费用优势，产品收益领先行业	16
2.3、 启示：核心是以客户为中心	21
3、 投资建议	23
4、 风险提示	24

图表目录

图 1： 美国资管产品管理总规模超 34.6 万亿美元	4
图 2： 富达、先锋占 DC 计划比例为 27.2%、6.1%	4
图 3： 共同基金产品支数持续为资管行业最高	5
图 4： 美国国内及国际权益基金占共同基金及 ETF 规模的比例为 60%	5
图 5： 富达投资除基金、股票交易外还提供数字资产、期权、保险的产品及服务	8
图 6： 公司建立“自下而上”的研究框架	8
图 7： 先锋领航集团于全球各地均有业务开展	9
图 8： 先锋领航公司管理规模迅速提升	10
图 9： 2014 年第三方投顾销售基金占比最高	10
图 10： 富达投资自由系列目标日期基金仅收取管理费	12
图 11： 美国共同基金行业费率受市场竞争、规模效应等因素呈下降趋势	12
图 12： 富达投资在全美拥有超 200 个线下财富中心	12
图 13： 富达 Go 等多个系统可以实现智能及人工资产配置	13
图 14： 智能投顾可以通过客户自行操作生成资产配置建议	14
图 15： 富达的退休评分系统可以测量客户财务健康度	14
图 16： 富达投资通过网页、电视、纸质媒体进行营销推广	14
图 17： 富达投资养老目标基金提供自由系列及多基金策略系列	15
图 18： 富达投资自由系列下滑曲线分为 4 段	15
图 19： 下滑曲线拟合度较高	15
图 20： 得益于公司在第五修正及重述基金管理服务协议框架下的设计，投资者可以实现间接持股先锋领航集团	16
图 21： 先锋领航集团产品费率持续低于美国公募基金行业费率	17
图 22： 先锋领航集团架构优势直接反映在管理费率上，从而提升投资者收益	17
图 23： 先锋领航集团目标日期基金下滑曲线	20
图 24： 先锋领航目标风险基金根据投资者风险厌恶程度差异提供多种不同资产配置比例	20
图 25： 先锋领航低成本投资策略将为投资者节省一定金额	21
图 26： 先锋领航 APP 可提供债务规划功能	23
图 27： 先锋领航 APP 可提供退休金充足展望功能	23
表 1： 401K 资产规模靠前的主要为基金公司及退休计划服务类公司	4

表 2: 先锋领航和富达投资总资管规模排名第 2、第 4.....	6
表 3: 富达投资通过智能以及定制投顾服务为个人客户提供资产配置建议及方案.....	6
表 4: 富达投资通过科技创新、产品创新、服务创新领跑行业.....	7
表 5: 先锋领航集团通过各种渠道为世界各地的投资者提供服务.....	9
表 6: 先锋领航历史里程碑.....	10
表 7: 先锋领航坚持“目标、平衡、成本、纪律”四大投资理念.....	10
表 8: 富达投资通过多个问题为投资者做出以退休/财富积累为目标的资产配置.....	12
表 9: 富达投资自由系列下滑曲线根据投资者退休时点的年限调整其资产配置比例.....	15
表 10: 富达投资多基金策略权益类资产占比由 20%逐级提升至 100%.....	16
表 11: 先锋领航多数产品过往 3-10 年跑赢可比基金均值.....	18
表 12: 过往 10 年先锋领航集团跑赢同业均值的产品比例较高.....	18
表 13: 先锋领航集团多次获得晨星、福布斯等机构评选奖项.....	18
表 14: 先锋领航集团针对投资者需求提供个性化服务.....	19
表 15: 目标退休基金系列随着投资者年龄增长权益类资产占比逐渐下降.....	20
表 16: 富达投资为客户提供 4 种不同投顾服务.....	21
表 17: 先锋领航为投资者提供 2 种投顾服务.....	22
表 18: 受益标的估值表.....	24

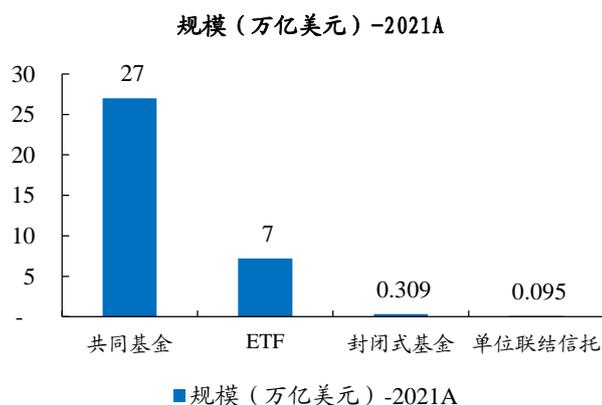
1、资管行业龙头，富达、先锋领跑行业

1.1、养老金融规模位居前列

资管行业龙头，养老金融领先企业，富达、先锋领跑行业。截至 2021 年末，在美国注册的资管产品(US-registered investment company)累计管理资产达 34.6 万亿美元，包含共同基金、ETF、封闭式基金、投资连结信托，其中共同基金规模最大，达 27 万亿美元，产品数量最多达 8887 支。同时，根据 ADV RATINGS 数据，截至 2022Q1 先锋领航集团与富达投资集团 AUM 分别为 8.1 万亿美元、4.2 万亿美元，在世界资管公司中分别排名第 2、第 4 名。

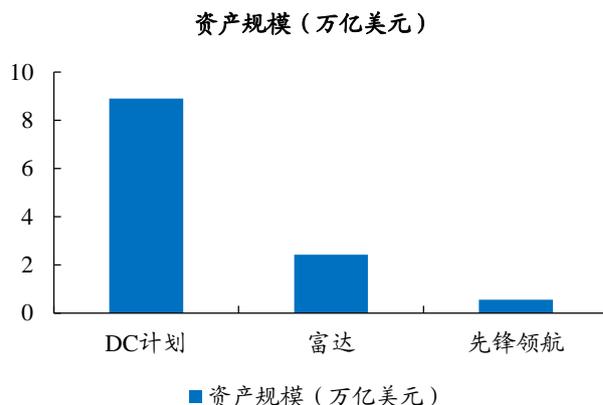
养老业务方面，2019 年 DC 计划富达投资、先锋领航集团资产规模在基金公司中分列第 1、第 2 名，规模分别为 2.4 万亿美元、5472 亿美元。其中 2019 年富达投资、先锋领航集团 401(k) 资产规模在基金公司中同样排名分列第 1、第 2 名，规模分别为 2.0 万亿美元、4542 亿美元。2019 年末，美国养老市场资产规模 32.3 万亿美元，其中 DC 计划 8.9 万亿美元，占比 27.6%，富达、先锋领航分别占 DC 计划比例为 27.2%、6.1%。

图1：美国资管产品管理总规模超 34.6 万亿美元



数据来源：ICI、开源证券研究所

图2：富达、先锋占 DC 计划比例为 27.2%、6.1%



数据来源：ICI、Plan Sponsor、开源证券研究所

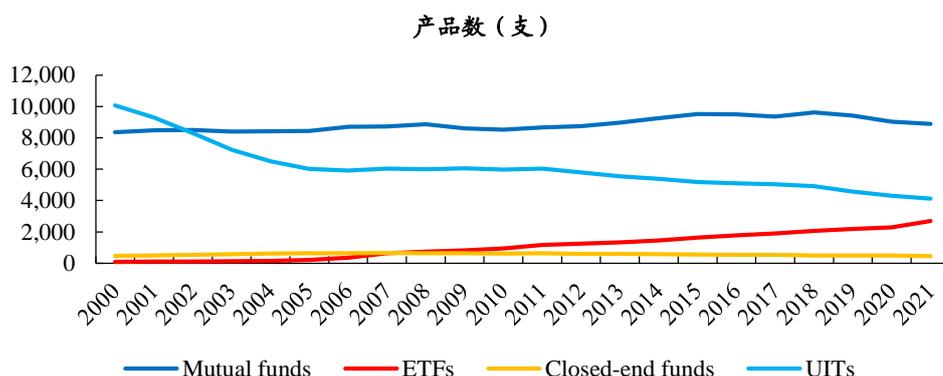
表1：401K 资产规模靠前的主要为基金公司及退休计划服务类公司

2017 年			2018 年			2019 年		
金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)	金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)	金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)
富达投资	基金公司	1,680,269	富达投资	基金公司	1,636,484	富达投资	基金公司	2,037,733
先锋基金	基金公司	425,513	Empower Retirement	退休计划公司	400,486	Empower Retirement	退休计划公司	493,577
Empower Retirement	退休计划公司	370,000	Alight Solutions	企业服务公司	375,562	先锋基金	基金公司	454,223
Alight Solutions	企业服务公司	348,582	先锋基金	基金公司	374,559	Alight Solutions	企业服务公司	434,737

Voya Financial	退休计划公司	264,484	Voya Financial	退休计划公司	196,284	Principal Financial Group	退休计划公司	322,976
富国银行	银行	190,795	富国银行	银行	190,985	Voya Financial	退休计划公司	221,389
美银美林	投行	164,336	T. Rowe Price	基金公司	158,756	T. Rowe Price	基金公司	195,224
T. Rowe Price	基金公司	162,219	Prudential Retirement	保险公司	147,497	Prudential Retirement	保险公司	180,544
Prudential Retirement	保险公司	152,896	美国银行	银行	147,055	美国银行	银行	173,412
Principal Financial Group	退休计划公司	147,736	Principal Financial Group	退休计划公司	143,359	嘉信理财	折扣经纪商	162,876

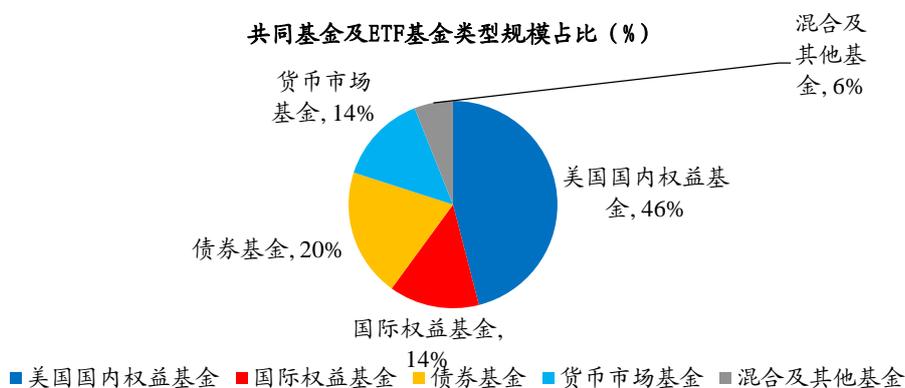
数据来源: Plan Sponsor、开源证券研究所

图3: 共同基金产品支数持续为资管行业最高



数据来源: ICI、开源证券研究所

图4: 美国国内及国际权益基金占共同基金及ETF规模的比例为60%



数据来源: ICI、开源证券研究所

表2: 先锋领航和富达投资总资管规模排名第2、第4

排名	公司	国家	AUM (10 亿美元) 2022Q1
1	贝莱德	美国	9570
2	先锋领航	美国	8100
3	瑞银	瑞士	4380
4	富达	美国	4283
5	道富环球	美国	4020
6	摩根士丹利	美国	3320
7	摩根大通	美国	2960
8	法国农业信贷银行	法国	2875
9	安联集团	德国	2760
10	美国资本集团	美国	2700

资料来源: ADV Ranking、开源证券研究所

1.2、富达投资: 全方位的综合金融解决方案供应商

富达投资是全方位的综合金融解决方案供应商。富达投资集团自 1946 年成立以来, 为个人投资者、机构投资者、专业金融中介提供服务, 服务超过 4000 万人, 管理近 23000 万家企业员工福利计划, 并为超 3600 家咨询公司提供投资和科技解决方案。除共同基金、养老金等资产管理业务外, 富达投资还为客户提供期权、保险等金融产品以及交易、研究、咨询等全方位金融服务, 成为能够为客户提供全套金融解决方案的综合金融供应商。

表3: 富达投资通过智能以及定制投顾服务为个人客户提供资产配置建议及方案

投顾服务	富达 GO	富达个人规划及建议	富达财富管理	富达私人财富管理
主要内容	线上投资	线上投资+金融培训 (电话)	通过富达专属投资顾问进行规划与咨询	通过投资顾问领衔团队进行规划与咨询
详细内容	线上投资管理	线上投资管理、规划, 以及 1 对 1 咨询 (电话形式)	由专属投资顾问依据客户财务目标进行个性化定制与管理	由专属投资顾问与个人财富管理团队共同提供全面规划、咨询与投资管理
门槛	0 美元	2.5 万美元	25 万美元	1000 万美元, 其中 200 万美元通过富达财富管理业务管理
费用	0 美元-1 万美元以下; 3 美元/月-1 万至 5 万美元; 0.35%/年-5 万美元以上。	0.5%/年	0.5%-1.5%/年	0.2%-1.04%/年

资料来源: 富达投资官网、开源证券研究所

基金公司起家, 近 80 年发展终成财富管理行业巨头。富达公司创始人爱德华·克罗斯比·约翰逊二世于 1946 年建立。爱德华毕业于弥尔顿学院及哈佛大学, 并于 1924 年 (26 岁) 开始从事股票市场研究, 并在 1930 年 5 月申请批准“富达基金”。随后于 1943 年, 爱德华成为“富达基金”主席及主管, 1946 年富达管理研究公司成立, 并担任“富达基金”管理人。随后于 60 年代, 公司成立 FRM 投资管理服务公司、富达国际、富达服务公司, 资产规模快速扩张, 70 年代借助货币基金快速发展规模, 80 年代美国股市迎来长牛, 公司在牛市以及明星基金经理的推动型规模持续扩张,

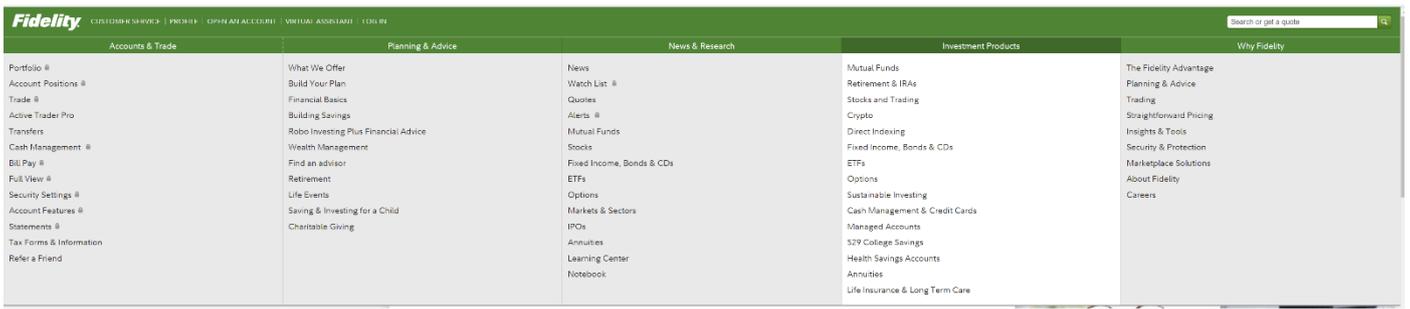
并为客户提供计算机化股票交易服务，80年代后公司不断拓展机构业务，2000年之后，公司产品线布局齐全，加大对养老金管理投入，逐渐向综合资产管理公司发展，规模保持行业领先。目前，在其官网上，除了基金、个人养老金以及股票交易服务外，富达还可提供数字资产、债券、期权、年金保险以及人身保险等多种产品及服务，富达投资经过近80年发展，从一个业务简单的资产管理公司逐渐成长为财富管理行业巨头。

表4: 富达投资通过科技创新、产品创新、服务创新领跑行业

年度	事件
1943年	爱德华 C 约翰逊成为富达基金主席及主管
1946年	富达管理研究公司成立
1947年	富达苦行者基金成立 (Fidelity Puritan Fund)，首个富达股票共同基金
1958年	趋势和资本基金成立，行业首批积极主动管理权益基金
1965年	富达购买第一台电脑，利用最先进科技服务客户
1969年	富达开启风险投资业务
1974年	富达上线其 800 系列电话为潜在客户进行联系；同年，富达每日收入信托上线 (首个货币市场基金)
1975年	富达提供第一个 IRA 账户服务 (在相关法案通过 1 年后)
1978年	富达为政府、非营利组织、教育机构提供 403b 计划
1981年	National Financial Services Corporation 的成立旨在为经纪自营商提供领先的清算和执行产品
1982年	401k 产品服务可以通过富达共同基金产品线购买
1984年	富达通过富达投资快列为投资者提供程序化交易股票
1986年	普利茅斯系列基金 (Plymouth) 正式运营；富达可选组合 (Fidelity Select Portfolios) 成为行业首款按小时报价组合 (而非每日收盘后)
1995年	首家拥有公司主页的共同基金公司；富达福利中心正式运营，提供 401 (k)、退休金、健康福利项目等服务
2004年	富达退休收入优势服务上线，可以帮助投资者在整个退休期间规划和管理他们的财务
2005年	富达实验室成立，加速富达数字化、线上化
2008年	上线富达财富中心，首款基于互联网平台的财富管理平台，能够实现资产组合管理、客户服务、财务规划、再平衡、交易等多项功能
2013年	上线次时代客户服务中心，为客户提供多种多样互动渠道
2016年	富达 Go 投顾系统上线，提供更简单有效的方式，满足年轻客户的需求；并向富达 app 中上线亚马逊 Echo AI 系统
2018年	富达推出 ZERO 系列基金，行业首款面向零售客户的零费率指数基金，并推出富达数字资产公司，为机构客户提供比特币等其他数字资产投资服务
2021年	富达成立 75 周年

资料来源：富达投资公司官网、开源证券研究所

图5: 富达投资除基金、股票交易外还提供数字资产、期权、保险的产品及服务



资料来源: 富达投资公司官网

多位核心人物带动发展，建立“自下而上”的研究框架。除爱德华·克罗斯比·约翰逊二世外，公司仍有多位重量级人物助力发展。爱德华·克罗斯比·约翰逊三世于1957年加入公司从事研究分析，并于1977年接任公司董事长及首席执行官，并开启了长达37年的管理，在其管理期间，公司资产规模快速增长。此外，在爱德华三世接任首席执行官后，将麦哲伦基金的管理权下放至时任集团研究部主管的彼得林奇，彼得林奇在任职麦哲伦基金管理人的13年间，年平均复利报酬率达到29%。在传奇基金经理以及全球各地专业投资人员的努力下，公司建立了深厚扎实的研究框架：公司基本面分析以“自下而上”研究为基础，投资组合构建从个股遴选开始，同时考虑市场总体走势，但不被市场走势所主导，并通过走访高管层、现场调查经营及生产场地进行自主收集信息而不是完全依靠外购的研究。同时，公司投研人员流失率较低，富达国际管理团队的基金经理平均服务时长为10年，平均从业年限16.3年。

图6: 公司建立“自下而上”的研究框架



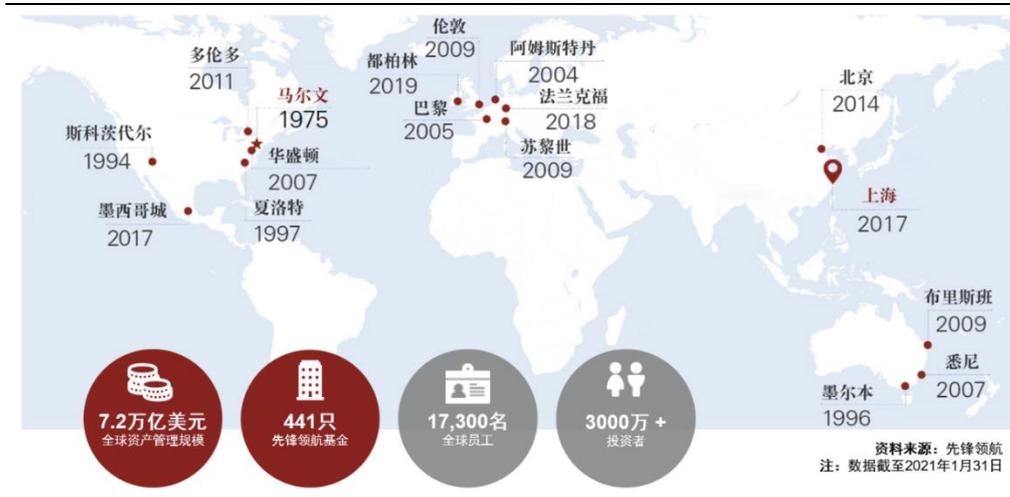
资料来源: 富达国际公司官网

1.3、先锋领航集团：创始人贯彻低成本理念，打造独一无二公司架构

先锋领航集团是当之无愧的创新型先驱者，持续性地寻找降低投资成本和复杂性的新方法。先锋领航集团于1975年在宾夕法尼亚州的福吉谷成立，基于一个简单但具有革命性的理念——一家投资公司应该以其客户的唯一利益来管理其提供的基金。截至2021年1月末，先锋领航集团通过21个办公地点管理着超过7.2万亿美元资产，其中指数型基金5.5万亿美元、ETF基金全球管理规模达到1.6万亿美元，为全球超

过 3000 多万投资者提供服务,包括直接渠道、通过顾问和公司退休计划的间接渠道,共提供 441 支基金,其中美国本土 209 只、海外基金 232 只。

图7: 先锋领航集团于全球各地均有业务开展



资料来源: 先锋领航集团官网

表5: 先锋领航集团通过各种渠道为世界各地的投资者提供服务

服务对象	占比	详细内容
财务顾问(美国)	21%	提供产品、项目和服务,帮助顾问为客户服务,发展他们的业务。
机构(美国)	16%	成千上万的机构依靠先锋领航集团来管理他们的资产,并帮助他们的投资项目保持在正轨上。
ETF (美国和非美国)	19%	为交易所交易基金(ETF)带来了其纪律严明、低成本的投资方式,为数百万投资者提供了灵活性和广泛多样化的机会。
全球投资者 (非美国)	7%	加拿大和世界各地的投资者和金融顾问都受益于先锋领航集团的低成本、客户专注和久经考验的投资理念。
个人(美国)	38%	数以百万计的个人来到先锋自己的帮助实现投资目标和建立长期财富。

资料来源: 先锋领航集团官网、开源证券研究所

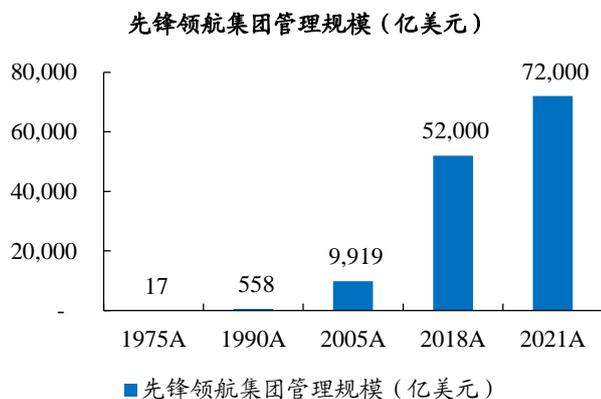
创始人“低成本”理念传承,客户利益为先带动规模上量。先锋领航的创始人约翰·克里夫顿·博格尔毕业于普林斯顿大学,并于1955年受聘于惠灵顿基金,并于1975年实现其对新型基金公司的愿景:创立由投资者共同持有,只为投资者利益服务的基金公司,且实现低成本长期持有指数基金。先锋领航透过信托的模式使投资者成为公司股东,无需向除投资者、基金公司以外的“第三方”外部股东支付股息红利,且取消销售佣金,从而实现“节流”的低费率投资,与约翰的低成本基金投资理念不谋而合,推动共同基金行业整体成本的下降。

规模方面,公司1975年建立时管理17亿美元,随着客户的口口相传,公司知名度逐渐提升,行业内出现部分基金公司效仿低成本投资模式,但多数为短期效仿。进入20世纪90年代后,公司推出第一支国际股票指数基金,并于1996年开始拓展海外业务,旗下管理规模自1990年的558亿美元增长至2005年的9919亿美元,15年复合增长率达到21.1%。随着海外市场布局的不断推进以及养老目标基金的上市,2018年达到5.2万亿美元、2021年1月末达到7.2万亿美元。

表6: 先锋领航历史里程碑

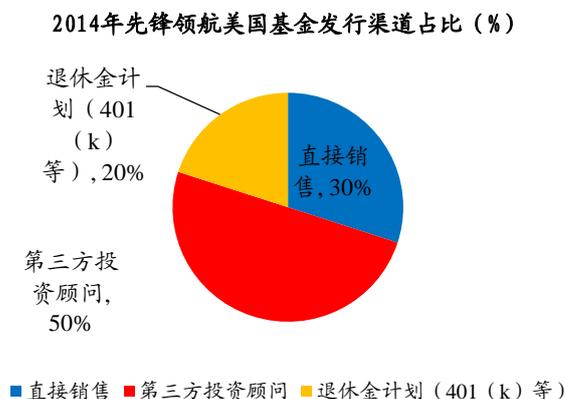
年度	事件
1929年	成立 Vanguard WellingtonTM Fund, 之后名为 Industrial and Power Securities Company。该基金是美国最早的平衡型基金。
1975年	由 John C. Bogle 掌舵, 先锋领航集团于 5 月 1 日作为一家新公司开展运营, 旗下拥有 11 支基金和 18 亿净资产。
1976年	John C. Bogle 为个人投资者创建了第一支指数基金, 开创了低成本指数投资的时代
1977年	在行业内首推不付尾随佣金的分销模式, 减少投资者成本, 旗下所有基金都采取此模式
1982年	在 401 (k) 计划之初, 先锋领航集团开始为退休金计划提供投资建议与服务。
1986年	先锋领航集团为个人投资者发行第一支债券指数基金, 被称为 Vanguard 债券市场指数基金。
1990年	在美国引入第一批国际股票指数基金。
1996年	成立澳大利亚分公司——Vanguard Investments Australia. Ltd Vanguard
1998年	开始服务于 529 所大学的储蓄计划, 为想要为高等教育储蓄的客户制定了低成本计划。
2001年	提供 ETF 股份类别这种更加灵活的投资方式。
2003年	先锋领航集团发行了养老目标基金。
2005年	先锋领航集团官网上线, 该网站提供了分析工具、操作管理程序、资料库、专利研究与金融分析。
2008年	于 1986 年加入先锋领航集团的 F. William McNabb 继 John J. Brennan 之后成为首席执行官。
2013年	先锋领航集团资产管理规模超过了 2 万亿。
2016年	先锋领航集团在加拿大推出了首个积极管理的 ETF。
2017年	先锋领航集团资产管理规模超过了 4 万亿, 同年在上海、墨西哥设立了办公处。 于 1991 年加入先锋领航集团的 Mortimer J. Buckley 继 F. William McNabb 之后成为首席执行官;
2018年	先锋领航集团为加拿大市场推出了四种新的共同基金产品; 先锋领航集团推出了三支资产配置 ETF 和一支国际高收益股息 ETF。

资料来源: 先锋领航集团官网、开源证券研究所

图8: 先锋领航公司管理规模迅速提升


数据来源: 先锋领航公司官网、开源证券研究所

注: 2021 年数据为 2021 年 1 月末。

图9: 2014 年第三方投顾销售基金占比最高


数据来源: 中国证券报、开源证券研究所

注: 数据口径为先锋领航时任 CEO McNabb 自述; 尽管先锋领航不向第三方投资顾问支付销售佣金, 但第三方投资顾问仍为三种购买方式成本最高者, 成本主要来自于第三方投资顾问的咨询费。

表7: 先锋领航坚持“目标、平衡、成本、纪律”四大投资理念

投资理念	释义
目标	建立明确、合适的投资目标
平衡	构建广泛、多元化的资产配置

投资理念	释义
成本	将投资成本降到最低
纪律	秉持长远眼光 恪守投资纪律

资料来源：先锋领航公司官网、开源证券研究所

2、成长之路：受人之托，勤勉尽责，客户利益始终为先

2.1、富达：把握政策窗口开发产品，科技提升客户服务

● 把握政策窗口期，快速开展养老金业务

尽管 401(k) 计划于 1978 年被加入到 CODAs（现金或递延协议），但直到 1981 年 11 月美国国税局才将具体细则正式描述生效，而富达投资于 1982 年即可通过富达共同基金产品线进行购买。同时，美国国会于 1974 年通过《雇员退休收入保障法案》，确立了 IRA 作为重要退休储蓄工具之一，而随后的 1975 年富达投资则可提供相关账户服务。

在养老投资领域，富达投资是当之无愧的先行者。富达投资早在 1988 年就推出了目标风险系列基金——Fidelity Asset Manager；随后，又与富国银行（Wells Fargo）和巴克莱全球投资（BGI，现已被贝莱德并购）先后推出了目标日期基金，开启了美国养老储蓄的“一站式解决方案”；2007 年，为满足退休后人群的投资和消费需求，富达投资又率先推出了退休收入系列产品；2017 年后又将其与美国传统 IRA 账户的强制最低提款要求相结合，形成了集储蓄、投资和自主赎回功能为一体的后退休解决方案。

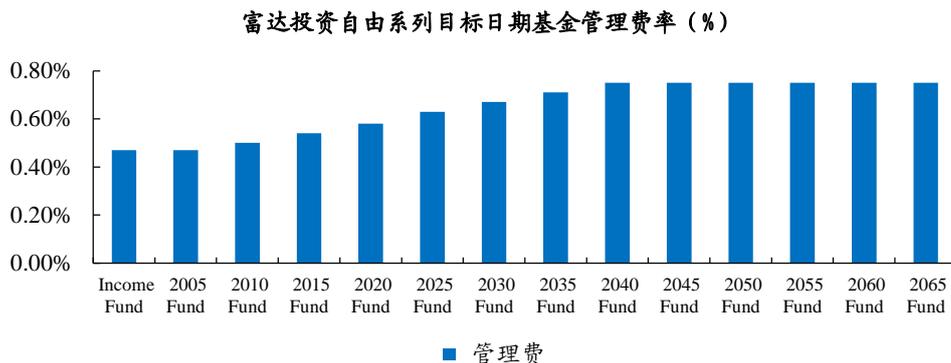
● 转变销售模式，构建专业化投顾体系，直销降低费率并提升客户体验

1970 年后，为了提升投资者投资基金体验，并尝试降低管理费率，公司停止向销售业绩不佳的中介经纪人提供新基金，推动行业从高销售佣金模式转向免佣模式。同时，公司创新销售模式，通过电销、直销等形式直接向投资者推荐基金，并免收销售费用，并建立“直销代理人”模式，该模式下，投资者可分享自己购买产品的满意度，若吸引更多投资者关注和购买富达基金，富达将原有支付给渠道的佣金部分支付给分享的投资者，该种举措不仅降低了投资者整体的持有成本，同时加强了公司与投资者、投资者间的互动，提升投资者持有基金体验的同时增强了投资者黏性。

目前，费用端富达自有的养老目标日期基金不收取分销或服务费，仅收取管理费，且管理费率随着时间接近目标日期权益基金比例下降而下降，整体费率早期具备一定优势，后续随着市场竞争整体费率下降后优势有所减弱。

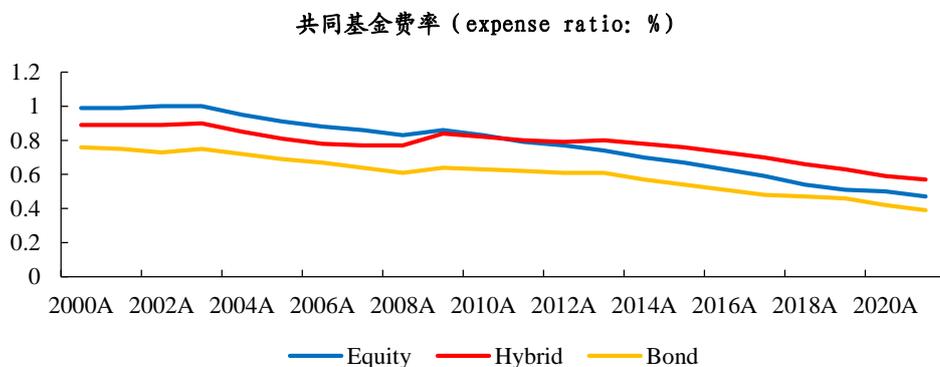
富达投资因势利导，逐步构建专业全面的投顾体系，于 1973 年首创上门服务模式，并逐步上线电话服务、网络服务，截至 2022Q1 末，富达投资在全美拥有超 200 个线下财富中心，同时具有线上完备的智能、专业顾问的投顾系统。投资者可在富达投资官网通过填写问卷、财务评分、自主筛选等多种方式获取资产配置建议并可直接开户进行基金等产品购买。

图10: 富达投资自由系列目标日期基金仅收取管理费



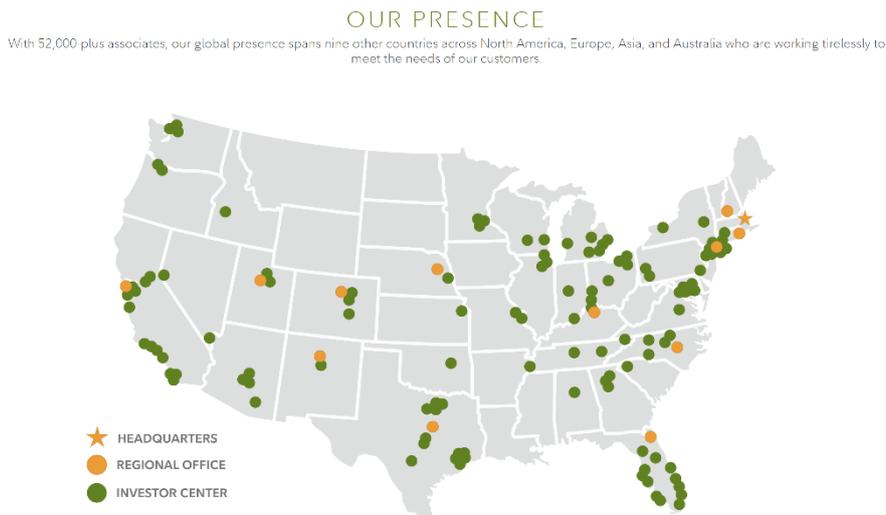
数据来源: 富达投资公司官网、开源证券研究所

图11: 美国共同基金行业费率受市场竞争、规模效应等因素呈下降趋势



数据来源: ICI、开源证券研究所

图12: 富达投资在全美拥有超 200 个线下财富中心



资料来源: 富达投资公司官网

表8: 富达投资通过多个问题为投资者做出以退休/财富积累为目标的资产配置

投资目的	退休	财富积累
问题 1	IRA 类型	年龄/伴侣年龄

投资目的	退休	财富积累
问题 2	年龄	是否有伴侣
问题 3	年收入	家庭/个人年收入
问题 4	首次投入	财富目标
问题 5	月度投入	实现财富目标时长
问题 6	风险等级	首次投入
问题 7	退休年龄	月度投入
问题 8		风险等级

资料来源：富达投资公司官网、开源证券研究所

● 保持创新，科技创新带动客户服务，客户体验持续领先

公司始终保持科技引领、客户体验至上的初心。公司于 1965 年购买第一台电脑，用以为客户提供最先进的科技服务，1974 年利用 800 号段进行客户服务，1976 年创新地通过免费电话销售基金，1979 年建立电话信息系统，方便投资者在 24 小时内查询基金净值和收益率，为行业首家，1984 年上线富达投资快列系统为客户提供程序化股票交易功能，1986 年首家实现行业内按小时报价，1995 年富达投资成为拥有公司主页的行业首家，2005 年富达实验室成立，推动富达数字化、线上化，2013 年上线次时代客服中心，并于 2016 年推出富达 Go 投顾系统，投资者的账户开设、信息收集、资产追踪均可以在线上完成，无开设门槛，咨询费率仅为 AUM 的 0.35%，最低可降至 0%。大胆、快速应用科技，从而带来客户服务及客户体验提升成为富达获取客户的一大法宝。

图13: 富达 Go 等多个系统可以实现智能及人工资产配置

Investing and advice options for every type of investor

Fidelity Go®

Digital investing

Digital investment management to help keep your investment strategy on track

[Learn more](#)

Fidelity® Personalized Planning & Advice

Digital investing + financial coaching

Digital investment management and planning, plus unlimited access to 1-on-1 coaching with Fidelity advisors

[Learn more](#)

Fidelity® Wealth Management

Through Fidelity® Wealth Services¹

Planning & advice through a dedicated Fidelity advisor

Customized planning and investment management, designed for your full financial picture, led by your dedicated advisor

[Learn more](#)

Fidelity Private Wealth Management®

Through Fidelity® Wealth Services or Fidelity® Strategic Disciplines²

Planning & advice from an advisor-led team

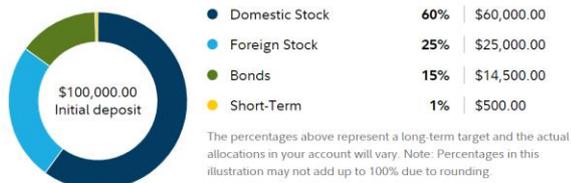
Comprehensive planning, advice, and investment management, delivered by your own wealth management team and led by your Fidelity advisor

[Learn more](#)

资料来源：富达投资公司官网

图14: 智能投顾可以通过客户自行操作生成资产配置建议

We'd invest your money using this mix of stocks, bonds, and cash

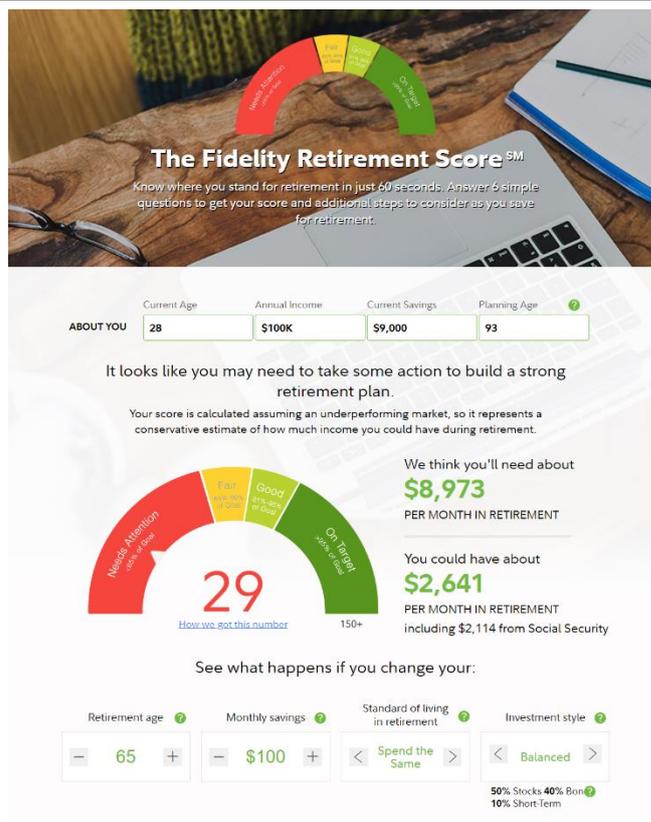


This strategy seeks growth of your investments while working to protect against inflation.

[Funds in this strategy](#) | [Strategy performance](#) | [Explore other strategies](#)

资料来源: 富达投资公司官网

图15: 富达的退休评分系统可以测量客户财务健康度

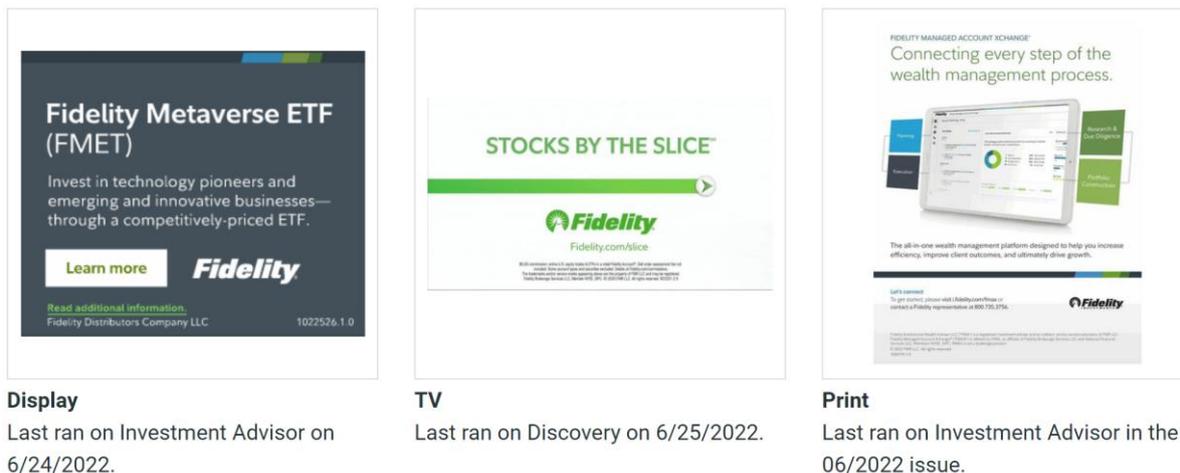


资料来源: 富达投资公司官网

● 积极营销获取市场

富达基金通过营销明星基金产品, 强调优秀的业绩表现, 在投资者心中构建品牌力。并为客户提供研究、信息以及税收筹划、专业财务规划等。公司营销投入较高, 根据晨星报道, 1997年富达投资广告营销支出约为8000万美元, 显著高于同年先锋基金的1100万美元。根据广告分析公司MediaRadar数据显示, 2021年, 他们在数字、印刷和国家电视广告上花费了超过1亿美元, 并在250多个不同的媒体资产上投放了多种媒体格式的广告。

图16: 富达投资通过网页、电视、纸质媒体进行营销推广



资料来源: 广告分析公司 MediaRadar 官网

● 产品创新，两类养老目标基金实现多维度覆盖

富达投资养老产品系列主推：富达自由系列（Fidelity Freedom Funds-目标日期基金）与多基金策略（Multi-fund strategy-目标风险基金）。自由系列共计 14 只基金可选，根据客户距离退休时间（目标日期），以 5 年为跨度进行布局产品，目前最远可设定目标日期为 2065 年，并根据当前时间相对于目标日期在下滑曲线上调整资产配置比例。同时，对于已退休客户，自由系列中的 Income 基金可以提供每月分红，为客户一定退休的现金流（投向主要以债券、高股息股票以及现金等价物为主）。多基金策略共计 8 种，权益类资产占比自 20%至 100%供客户选择，投向多元并能够分散风险，其不同配置比例对应的收益风险比将满足不同客户需求。

图17: 富达投资养老目标基金提供自由系列及多基金策略系列

Fidelity Freedom® Funds
Single-fund strategy

Fidelity Freedom® Funds are single-fund investment strategies that can help take the guesswork out of building and maintaining a retirement portfolio based on the year you expect to retire. You can use our interactive tool to help choose a fund.

[Learn more](#)

Multi-fund strategy
Building your own portfolio

If you want to invest your retirement savings in a diversified portfolio of mutual funds, we can help. We can help you select a portfolio appropriate for your comfort level with risk, and then you'll be responsible for making sure that mix remains aligned to your goal.

[Learn more](#)

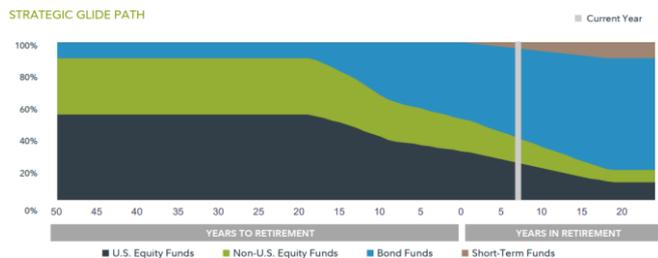
资料来源：富达投资公司官网

表9: 富达投资自由系列下滑曲线根据投资者据退休时点的年限调整其资产配置比例

拟合值	国内权益	海外权益	债券	货币基金
距退休 20 年以上（时点）	55.00%	35.00%	10.00%	0.00%
距退休 20-10 年期间（跨度）	-2.00%	-1.00%	3.00%	0.00%
退休 10 年（时点）	35.00%	25.00%	40.00%	0.00%
距退休 10 年-退休（跨度）	-0.77%	-0.57%	1.33%	0.00%
退休（时点）	27.33%	19.33%	53.33%	0.00%
退休-退休后 20 年（跨度）	-0.77%	-0.57%	0.83%	0.50%
退休 20 年以后（时点）	12.00%	8.00%	70.00%	10.00%

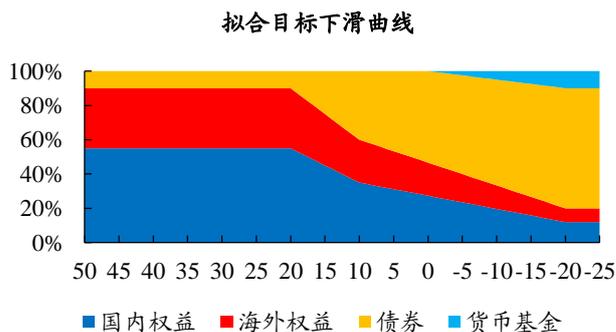
数据来源：富达投资公司官网、开源证券研究所

图18: 富达投资自由系列下滑曲线分为 4 段



资料来源：富达投资公司官网

图19: 下滑曲线拟合度较高



数据来源：富达投资公司官网、开源证券研究所

表10: 富达投资多基金策略权益类资产占比由 20%逐级提升至 100%

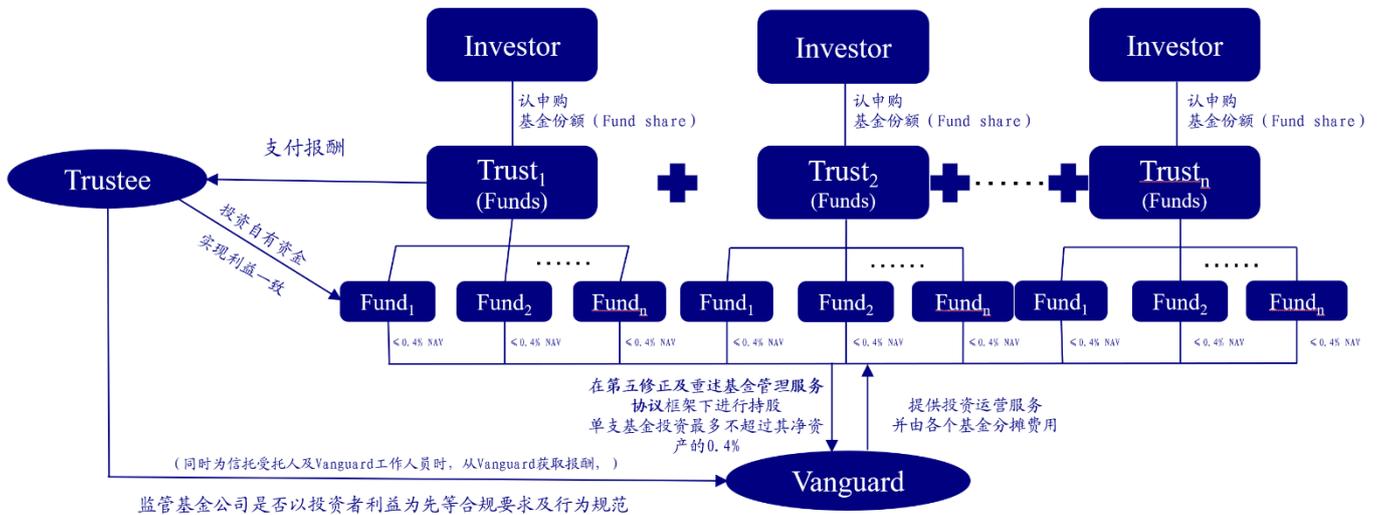
策略	策略(英)	国内股票	海外股票	债券	短期	权益类占比
保守	conservative	14%	6%	50%	30%	20%
稳健收入	moderate with income	21%	9%	50%	20%	30%
稳健	moderate	28%	12%	45%	15%	40%
均衡	balanced	35%	15%	40%	10%	50%
成长收入	growth with income	42%	18%	35%	5%	60%
成长	growth	49%	21%	25%	5%	70%
积极成长	aggressive growth	60%	25%	15%	0%	85%
积极进取	most aggressive	70%	30%	0%	0%	100%

数据来源: 富达投资公司官网、开源证券研究所

2.2、先锋成长之路: 特殊架构带来费用优势, 产品收益领先行业

● 持股机构独一无二, 投资者持股公司带来全方位优势。

先锋领航集团系列基金均为信托发行, 单一信托中发行投资策略相近的多支基金, 单支基金使用不超过其净资产的 0.4% 购买先锋领航集团公司股份, 从而实现投资者认申购基金时间接持股先锋领航集团。同时, 先锋领航集团负责所有基金的投资与运营, 各个基金按照合理、公平的原则分摊公司运营产生的相应费用。目前看, 该架构在第五修正和重述基金服务协议中得以延续, 并且为美国 SEC 批准的唯一一家可由投资者持股的基金公司。同时, 信托结构中的独立个人受托人的报酬来自于信托, 并向信托中基金进行投资, 并对公司进行监督, 确保公司的运营及投资保证投资者利益最大化(部分受托人既承担信托监管职责, 也承担公司投资运营工作, 其报酬来源于基金公司)。该架构在确保投资者利益优先的前提下, 具有保持投资者与公司利益统一、规模效应效果显著、管理、运营费率较低等优势, 且被复制的可能性较低。

图20: 得益于公司在第五修正及重述基金管理服务协议框架下的设计, 投资者可以实现间接持股先锋领航集团


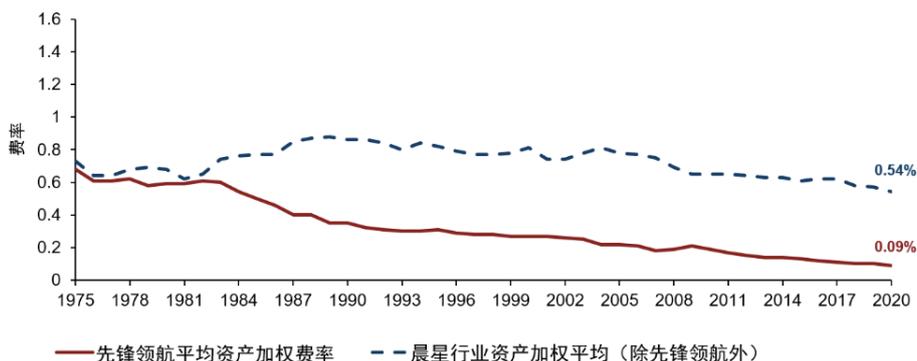
资料来源: 先锋领航产品募集说明书、SEC、开源证券研究所

● **架构优势叠加降费导向，先锋领航集团产品平均费用持续低于市场均值**

得益于公司架构，无论是主动式投资还是被动式投资，公司都被视为低成本领导者，由于公司架构中除了基金投资者、受托人、公司之外无其他主体以盈利为目的运营公司，公司产品费率具有相对优势。同时，由于公司长期视角关注低成本投资，公司产品费率持续呈下降趋势，且下降起点明显早于行业受竞争影响下降拐点。公司2020年平均费率为0.09%，明显低于行业平均的0.54%。

图21: 先锋领航集团产品费率持续低于美国公募基金行业费率

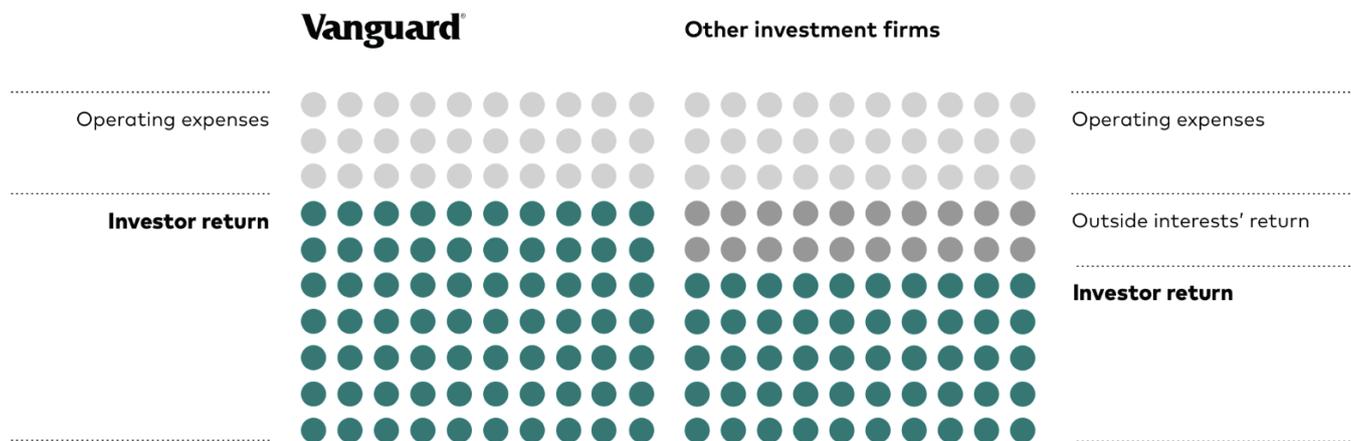
美国公募基金历史平均资产加权费率（%，截至2020年）*



* 资料来源：先锋领航，晨星。仅限美国市场。2月中旬/3月更新前一年的数据。
注：截至2020年12月31日。0.54%是除去先锋领航集团外的前20家资产管理公司的加权费用比率。前20位的公司是根据最新的年末资产净值排名。

资料来源：先锋领航中国官网

图22: 先锋领航集团架构优势直接反映在管理费率上，从而提升投资者收益



资料来源：先锋领航集团官网

● **产品收益跑赢行业均值**

截至2022年3月31日，先锋领航集团过往3年76%的产品跑赢可比基金均值，过往5年该比例为76%，过往10年该比例提升至83%。同时，先锋领航集团管理的1.7万亿美元主动管理产品中，过往3年79%的产品跑赢可比基金均值，过往5年该比例提升至85%、过往10年提升至88%，高于公司整体产品跑赢比例。指数基金方面，在提升指数基金表现时主要平衡3方面：（1）跟踪误差；（2）成本；（3）税收效应，从而为投资者节约更多本该属于其的资产，实现更高收益。

表11: 先锋领航多数产品过往3-10年跑赢可比基金均值

跑赢可比基金均值	全产品类	主动式
过往3年	76%	79%
过往5年	76%	85%
过往10年	83%	88%

数据来源: 先锋领航集团官网、开源证券研究所

注: 数据截至2022年3月31日。

表12: 过往10年先锋领航集团跑赢同业均值的产品比例较高

基金类型	过往10年跑赢可比基金均值比例
货币市场类	100%
债券类	78%
平衡类	88%
股票类	70%

数据来源: 先锋领航集团官网、开源证券研究所

注: 数据截至2021年12月31日。

● 公认的行业领导者

先锋领航集团的成功标准是基于帮助投资者实现财务安全、成为首选雇主以及成为所经营社区积极变革的力量。

表13: 先锋领航集团多次获得晨星、福布斯等机构评选奖项

年度	荣誉
2022年	晨星: Vanguard 是唯一获得“高”评价的机器人顾问,并在晨星的首份机器人顾问景观报告(2022年3月)中,在16位美国机器人顾问中排名第一;
	人权运动基金会: Vanguard 被人权运动基金会评为2022年LGBTQ平等最佳工作场所,在企业平等指数调查(2022年1月)中获得100%的完美评分;
	Refinitiv Lipper: 九只先锋基金获得了16项路孚特理柏基金奖。该奖项旨在表彰在3年、5年和10年(2022年3月)内风险调整后表现最佳共同基金和公司。
2021年	福布斯:《福布斯》杂志将Vanguard评为全球最佳雇主之一(2021年10月);
	晨星:晨星将8只Vanguard ETF指定为风险调整后回报在同行组前10%的5星级ETF,将36只Vanguard ETF指定为风险调整后回报在同行组前三分之一的4星级ETF(2021年9月);晨星还将Vanguard Australia评为年度多行业基金经理(2021年2月);
	Az Business: Vanguard被《Az Business》杂志评为2021年(2021年9月)亚利桑那州最受尊敬的公司名单; Refinitiv Lipper: 13支先锋基金获得路孚特理柏基金奖。该奖项旨在表彰在3年、5年和10年(2021年3月)内风险调整后表现最佳共同基金和公司; 人权运动基金会: Vanguard 被人权运动基金会评为2021年LGBTQ平等最佳工作场所,在企业平等指数调查(2021年1月)中获得100%的完美评分。
2020年	晨星: 10支Vanguard基金入选Morningstar的Thrilling 36名单(2020年9月)。
2019年	晨星: Vanguard因其“坚定不移地致力于为投资者的最大利益服务”而获得了晨星的首个模范管理奖(2019年5月)。

资料来源: 先锋领航集团官网、开源证券研究所

● 根据投资者需求,提供量身定制的咨询服务

根据投资者的需求量身定制,将客户的利益放在首位,并设定合理透明的费用标准。

先锋提供的所有咨询服务均符合这些标准，包括先锋个人顾问服务、先锋数字顾问、先锋参与者咨询服务、先锋机构投资者服务、先锋机构咨询服务、帮助您的投资服务。

表14: 先锋领航集团针对投资者需求提供个性化服务

咨询服务	具体内容
先锋个人顾问服务 (Vanguard Personal Advisor Services)	为个人投资者提供与先锋认证财务规划师™ (CFP®) 等专业人士的持续合作。先锋的顾问与客户密切合作，制定个性化的计划，并帮助客户长期坚持这些计划。为超高净值投资者提供遗产和税务规划、个人信托服务和其他财富管理服务。
先锋数字顾问 (Vanguard Digital Advisor)	为个人投资者提供专业的自动化资金管理。先锋机器人顾问由成熟的投资方法提供支持，并将客户资产投资于先锋多元化的交易所交易基金。它使投资组合保持平衡，并符合客户的时间范围和风险承受能力。
先锋参与者咨询服务 (Vanguard Participant Advice Services)	使通过雇主赞助的退休计划进行投资的工人受益。先锋参与者的体验是定制的，可以将客户集中衔接在为退休做准备的最佳方案中。
先锋机构投资者服务 (Vanguard Institutional Investor Services)	与定额供款退休计划的发起人合作，以评估投资产品并提供定制投资解决方案。
先锋机构咨询服务 (Vanguard Institutional Advisory Services)	Vanguard 的外包首席投资官(OCIO)服务，可帮助非营利组织和养老金计划投资资产并适应监管和法律环境的转变。
Help You Invest	Vanguard 和蚂蚁集团公司的合资企业，为中国投资者提供量身定制的建议。该服务需要的最低投资较少，并通过蚂蚁金服运营的综合财富管理平台支付宝应用程序交付。

资料来源：先锋领航集团、开源证券研究所

● 产品丰富，运作规范，两类养老目标基金提供全方位支持

先锋领航集团产品保持严格、完善、创意以及恒定的开发标准，在产品上线前将经历产品创意、特点、客户需求、相对竞争力、可行性等多个维度分析。养老产品方面，公司发行的养老目标基金主要有两大系列，一是目标日期产品系列，如对个人的 Target Retirement Fund 系列，二是目标风险系列，如 Vanguard LifeStrategy Fund 系列，其底层资产均是各大类资产的指数基金。

Target Retirement Fund 系列共有 12 只产品，从目标 Income、目标 2015 到目标 2065，以 5 年为时间间隔，同时，该系列的权益资产的配置比例也随目标日期的延长而增加，最高可到 90%。在大类资产的配置上，Vanguard 使用生命周期投资模型(Life-Cycle Investing Model, VLCM) 模型设计下滑曲线，该模型首先估计投资者的个人特征参数，如风险厌恶、退休年龄等，同时采用 VCMM (Vanguard Capital Market Model) 模型生成资本市场的参数，然后带入效用函数中，选择使期望效用最大化的参数；在细分资产配置上，Vanguard 充分秉承被动化的理念，配置各类资产的指数基金，充分地分散资产的风险。

当前，Vanguard LifeStrategy Fund 系列共有四个目标风险产品，分别对应不同的风险承受能力，其权益投资比例最高可达 80%，适用于愿意承受风险并且具备相应能力投资者，最低仅 20%，适用于风险承受意愿和能力较低的投资者。在资产的选择上，与目标日期基金类似，四个产品均采用被动策略，配置各类资产的指数基金，降低

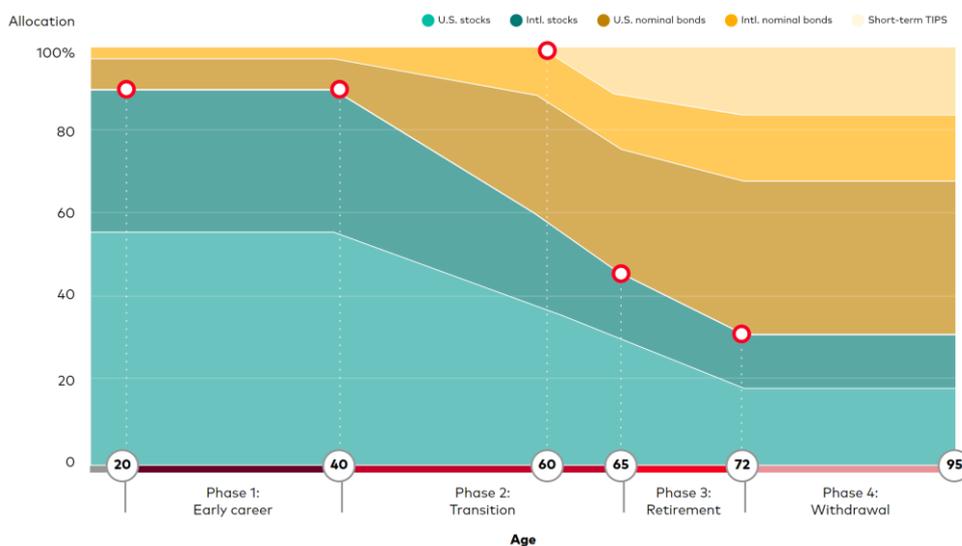
产品的波动。

表15: 目标退休基金系列随着投资者年龄增长权益类资产占比逐渐下降

阶段	国内权益	海外权益	国内债券	海外债券	短期货币
年龄 20-40	56.00%	34.00%	7.00%	3.00%	0.00%
过渡期 40-60	-1.00%	-0.50%	1.05%	0.45%	0.00%
年龄 60	36.00%	24.00%	28.00%	12.00%	0.00%
过渡期 60-65	-1.20%	-1.80%	0.60%	0.00%	2.40%
年龄 65	30.00%	15.00%	31.00%	12.00%	12.00%
过渡期 65-72	-2.40%	-0.60%	1.40%	0.60%	1.00%
年龄 72 及以上	18.00%	12.00%	38.00%	15.00%	17.00%

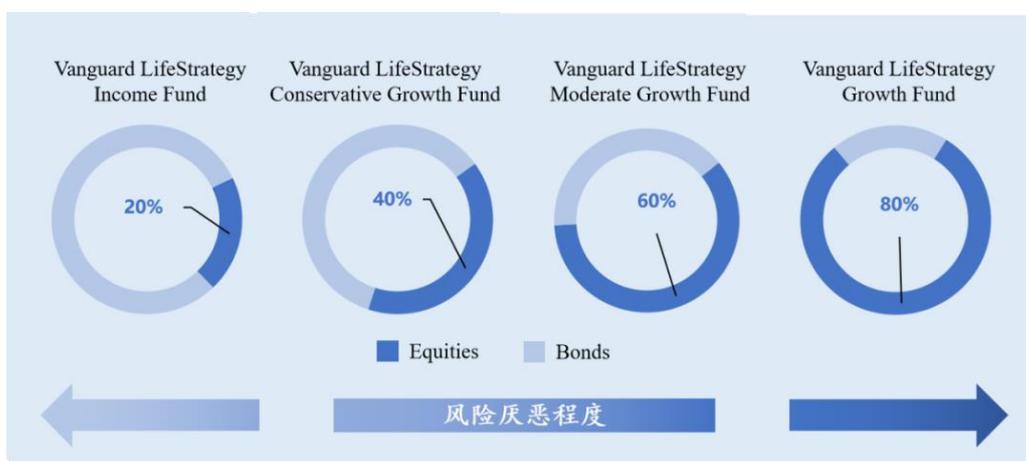
数据来源: 先锋领航集团、开源证券研究所

图23: 先锋领航集团目标日期基金下滑曲线



资料来源: 先锋领航集团官网

图24: 先锋领航目标风险基金根据投资者风险厌恶程度差异提供多种不同资产配置比例



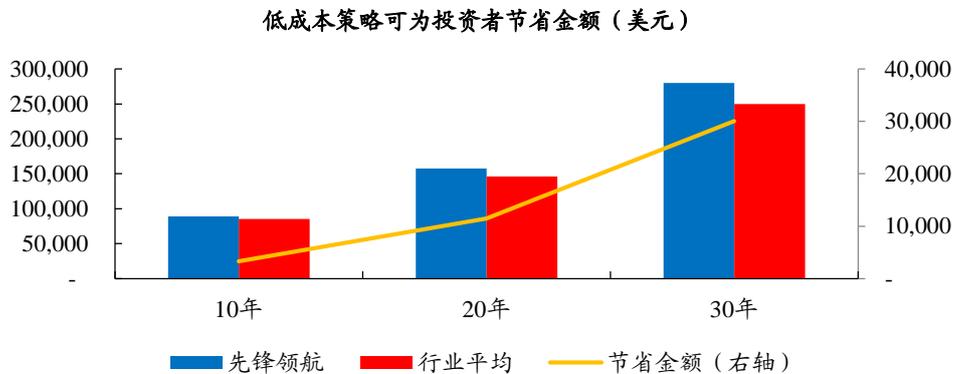
资料来源: 先锋领航集团官网、普益标准

2.3、启示：核心是以客户为中心

● 降低成本费用：为客户节省成本

我们将基金产品费用分为两部分：（1）销售费用，包括认申购费用、赎回费用、销售服务费以及销售佣金；（2）管理费用：基金管理费用以及托管费用。富达投资与先锋领航均主动压降销售费用，减少支付给第三方投顾或渠道的销售佣金，并减免认申购及赎回费用，以帮助客户实现节省成本。管理费用上，先锋领航凭借独特的公司架构让利投资者，并实践公司投资理念中降低不必要的投资成本，实现管理费用持续低于行业，截至2021年末，先锋领航平均管理费率0.09%而美国行业均值为0.49%。根据先锋领航测算，假设5万美元作为起始投资、年化投资收益率6%，在10年、20年、30年的维度上，由于管理费率的差异先锋领航将为客户节省3297美元、11491美元、30042美元。

图25：先锋领航低成本投资策略将为投资者节省一定金额



数据来源：先锋领航公司官网、开源证券研究所

注：测算假设为起始投资金额5万美元，年化投资收益率6%。

● 搭建投顾系统：站在客户角度出发配置资产

富达投资于1973年即首创上门服务模式，并于1995年成为首家拥有公司主页的共同基金公司，2008年上线富达财富中心功能，2016年上线富达Go投顾系统，不断完善线上线下、自动以及高净值客户投顾系统。而先锋领航于2005年上线官网，为客户提供分析工具、金融分析等功能，目前具有6种投顾咨询服务，并且能够实现投资者账户全权委托投资。均具有财务评分、自动配置（小白客户）、专业配置（高净值客户）、股票经纪等功能。

搭建投顾系统能够实现基金公司与客户双赢：

对于基金公司，在主动压降产品费率以及在被动市场竞争中调降产品费率的前提下可以拓宽收入来源，并以较低成本拓展自有基金产品的管理规模；

对于个人投资者，基金公司站在长期、专业、审慎的角度，基于客户反馈、录入的目标、风险偏好、投资期限等信息为客户进行专业化资产配置，能够为个人投资者做出考虑更全面的投资建议，具有更高实现其财务目标的概率。

表16：富达投资为客户提供4种不同投顾服务

投顾服务	富达GO	富达个人规划及建议	富达财富管理	富达私人财富管理
服务内容	机器人顾问：数字化投资管理，帮助您的投资策略走上正轨	混合机器人顾问：数字化投资管理，以及数字化主导的计划	来自专业顾问的规划和建议	来自专业顾问的规划和建议

投顾服务	富达 GO 轨	富达个人规划及建议 和在与富达顾问的一对一通 话期间获得财务建议	富达财富管理	富达私人财富管理
费用	0 美元: 低于 10,000 美元 3 美元/月: 10,000 美元至 49,999 美元 0.35%/年: 50,000 美元及以上	0.50%	0.50%–1.50%	0.20%–1.04%
使用资格	无最低要求	通过富达个人规划及建议管 理 25,000 美元	通过富达财富服 务管理 250,000 美 元	通过富达财富服务管理的 200 万美元 或通过富达战略学科管理的 1000 万 美元及以上的可投资总资产

资料来源: 富达投资公司官网、开源证券研究所

表17: 先锋领航为投资者提供 2 种投顾服务

成本	先锋领航数字顾问	私人顾问服务
起投资额 (美元)	3000	50000
费用 (每 1000 美元)	不超过 2 美元	3 美元
核心 ETF	包含	包含
自定义组合 (包括主动管理)	-	包含
节税效果	包含	包含
组合表现追踪	包含	包含
线上体验	包含	包含
人工顾问	-	包含
复杂金融规划	-	包含

资料来源: 先锋领航公司官网、开源证券研究所

● 创新产品, 完善产品线: 满足投资者不同资产配置需求

养老产品方面, 富达投资及先锋领航分别于 1988 年与 2003 年推出养老目标基金, 养老目标基金的出现为美国养老储蓄开启了“一站式解决方案”的时代, 并且根据已退休客户的需求, 及时推出定期分红型基金, 为客户实现资产保值增值的同时获取相对稳定的现金流流入。

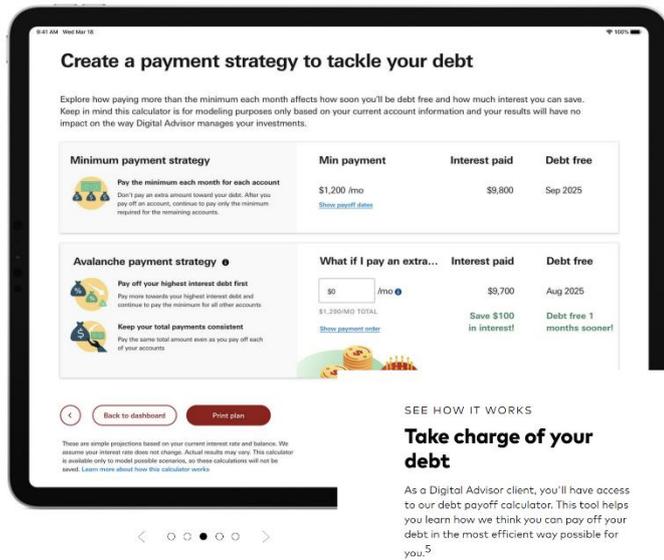
养老产品之外, 富达投资成功转型为财富管理公司, 为个人投资者提供可持续投资、主题投资以及行业投资等特定投资策略, 并提供数字资产、年金、期权、健康储蓄计划、529 教育储蓄计划等多种产品线, 产品种类相对较多, 可以为个人投资者提供一站式财富管理解决方案。先锋领航为个人投资者提供 ESG 主题基金、国际权益基金、529 教育储蓄计划 (具有税延及特定免税优惠) 等多个产品条线, 满足客户的投资多样性需求。

● 应用科技提升服务: 科技提升客户体验, 同时增强客户黏性

富达投资可为客户提供专业研究、交易工具, 一方面为客户提供专业研究资讯以及工具, 另一方面能够增强客户黏性, 通过工具外生延展业务。此外, 富达最先应用电话进行服务, 并率先实现按小时更新产品价格, 成立富达实验室进一步加速科技应用, 并随后上线富达财富中心、富达 Go 投顾系统以及财务评分功能, 在帮助投资者理清财富目标思路的同时, 加强投资者对于富达的信任感, 为后续线上、线下对接服务创造相对优势。

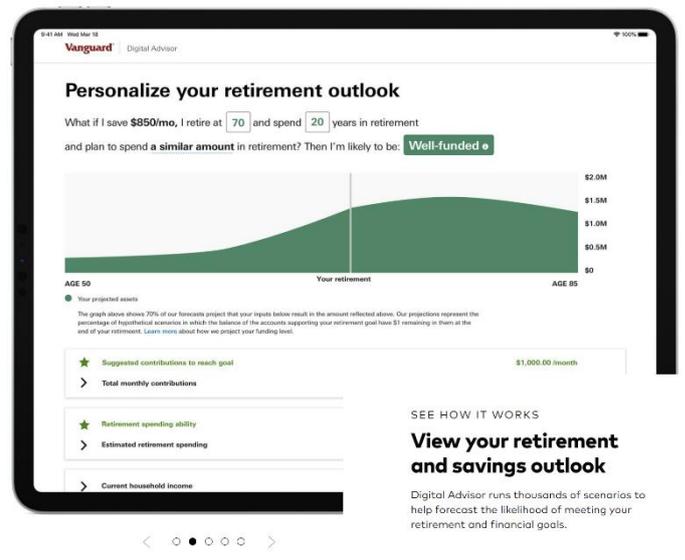
同样，先锋领航能够为投资者提供自助财务规划工具，并且根据投资者需求提供对应产品选项，将投资者自己管理与投资顾问协助两者的选择权交还给投资者自身决定。在常规的网站、电话以及顾问等工具外，先锋领航还为投资者提供 APP 程序，先锋领航 APP 除了能够为投资者提供资产配置功能外，还提供退休金展望、债务规划、账户统筹等财务规划功能，能够进一步绑定客户，逐步加深客户对先锋领航平台的信任度及使用程度。

图26：先锋领航 APP 可提供债务规划功能



资料来源：先锋领航集团官网

图27：先锋领航 APP 可提供退休金充足展望功能



资料来源：先锋领航集团官网

3、投资建议

大财富管理主线长期逻辑依然成立，以客户为中心的企业有望跑赢同业。居民财富向权益型、净值型资产转移的大趋势未改，资产管理、财富管理行业迎来扩容机遇期，券商等渠道转型持续推进。从海外的富达投资、先锋领航集团经验来看，低成本、建立完善投顾体系、不断补充创新产品条线以及借助科技提升客户体验感是以客户为中心的具体体现。我们看好掌握流量资源优势且在原有渠道端具有低成本、C端客户体验较好优势的东方财富。推荐具有头部公募基金及较强投研能力的广发证券、东方证券，受益标的兴业证券、长城证券。推荐财富管理转型领先的中信证券、国联证券，受益标的中金公司。

表18: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/7/26	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	22.61	0.83	0.85	1.04	27.24	26.60	买入
000776.SZ	广发证券	16.15	1.42	1.33	1.74	11.37	12.14	买入
600958.SH	东方证券	8.84	0.73	0.59	0.77	12.11	14.98	买入
600030.SH	中信证券	8.20	1.01	1.29	1.54	8.16	6.36	买入
601456.SH	国联证券	19.83	1.77	1.54	1.97	11.20	12.88	买入
601377.SH	兴业证券	6.47	0.71	0.70	0.84	9.11	9.25	未评级
002939.SZ	长城证券	8.83	0.57	0.88	1.13	15.49	10.03	未评级
601995.SH	中金公司	43.24	2.16	2.46	2.91	20.02	17.61	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除东方财富、广发证券、东方证券、中信证券、国联证券外, 上述公司预测来自于 Wind 一致性预期。

4、风险提示

SEC 政策遗漏; 产品募集说明书细节遗漏; 行业竞争加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn