

行业深度报告

他山之石（二）：美国共同基金费率下行的历程与经验

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-他山之石：美国做市业务的发展路径与经验借鉴 20220810

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国共同基金费用包括销售费用和运营费用两大类。**销售费用基于购买和赎回行为，一次性支付给代销机构；运营费用计入基金资产，包括管理费、12b-1 费用以及托管、清算等其他费用，管理费是最主要的部分。1980 年以来，美国共同基金的总费率明显下滑，股票型基金平均总费率由 1980 年的 2.3% 下降至 2010 年的 1.0%。
- **销售费率先行下降，买方投顾应运而生。**受销售渠道竞争激烈、免佣基金兴起、销售费用转向 12b-1 和投顾费用等因素影响，美国共同基金的销售费率在 1980-2000 年间迅速下滑，以股票型共同基金为例，其平均销售费率由 1.6% 下降至 0.3%。对于代销机构，基金规模扩张和投顾收入增长有效抵消费率下行影响，同时市场马太效应加剧，大型投顾公司更为受益。
- **运营费率随后下行，管理规模与投资能力支撑资管机构盈利。**由于指数产品兴起、竞争加剧以及规模效应凸显，美国共同基金运营费率在 2000 年后明显下行，2000-2021 年股票基金平均运营费率由 1.0% 降至 0.5%。对于资管机构，被动管理型产品主要依靠低费率策略，实现薄利多销；主动管理型产品主要通过提升投资业绩，保持较高运营费率和竞争资管规模。资管机构行业格局优化，管理资产规模 CR5 提升至 54%。
- **我国公募基金仍处于快速扩张初期，费率变动对收入的影响不明显。**近年来我国基金销售渠道竞争激烈，申购费率迅速下滑。部分存续基金开始下调管理费率，但下调费率的基金数量较少、整体管理费率较为平稳，新成立基金费率同样未出现明显下行。1) 短期来看，公募基金管理和保有规模快速增长，且高费率的权益型基金增长空间更大、将对平均费率产生向上拉动，因此短期费率变动对于代销和资管机构业绩影响不大；2) 长期来看，管理费率中枢下行、行业集中度提升是必然趋势，借鉴美国龙头机构发展经验，我国头部代销和资管机构应率先布局投顾、指数等新业务，提升投资者服务和投研能力，进一步扩大资管规模，打造先发优势。
- **投资建议：**政策支持、居民需求驱动，财富管理转型仍是大势所趋，借鉴美国经验，规模增长及投顾等增值服务将有效对冲费率下行对金融机构业绩的影响。因此建议关注具备渠道优势的东方财富，兼具产品和服务优势的中信证券、中金公司，旗下公募基金规模优势显著的广发证券。
- **风险提示：**1) 基金费率超预期下行；2) 行业竞争空前加剧；3) 权益市场大幅波动，交投活跃度下滑；4) 宏观经济下行风险。

正文目录

一、	过去 40 年，美国共同基金平均费率明显下滑	6
二、	销售费率先行下降，买方投顾应运而生	7
2.1	销售费率下降的原因：免佣基金兴起+销售渠道主动下调+部分转为 12b-1 和投顾费用	7
2.2	代销机构：规模扩张+投顾收入增长，抵消销售费率下行	10
2.3	代表机构：嘉信理财引领财富管理转型，以客户流量、管理费分佣、多层次投顾服务制胜	11
三、	运营费率随后下降，管理规模与投资能力支撑资管机构盈利	14
3.1	运营费率下降的原因：被动型产品兴起+规模效应+管理人主动下调	14
3.2	资管机构：规模扩张+提升投资业绩、维持高费率，抵消运营费率下行	16
3.3	代表机构：贝莱德多措并举竞争资产规模，普信主动投资能力优势明显	19
四、	我国公募基金处于快速扩张初期，费率变动对收入的影响不明显	25
4.1	我国公募基金处于快速扩张初期，短期内费率变动对代销及资管机构收入的影响不明显	26
4.2	长期来看，费率下行、集中度提升是必然趋势，头部机构应打造先发优势	29
五、	投资建议和风险提示	30
5.1	投资建议	30
5.2	风险提示	31

图表目录

图表 1	美国共同基金净资产规模统计	6
图表 2	美国共同基金产品结构变化（据净资产）	6
图表 3	美国共同基金的收费结构	7
图表 4	美国股票型共同基金费率变动	7
图表 5	美国债券型共同基金费率变动	7
图表 6	美国共同基金的份额结构（基于销售费用收取模式分类）	8
图表 7	美国长期共同基金的净销售额结构	8
图表 8	美国长期共同基金的净资产结构	8
图表 9	所有长期共同基金的平均最高销售费率变动	9
图表 10	前端收费长期共同基金的最高销售费率结构变化	9
图表 11	股票型有佣基金的渠道总费率变化	9
图表 12	债券型有佣基金的渠道总费率变化	9
图表 13	美林销售共同基金规模及销售费收入	10
图表 14	美林共同基金的平均销售费率	10
图表 15	1995-1999 年间美林共同基金销售费收入及投资组合服务费收入对比	11
图表 16	不同管理规模区间的投顾公司合计数量	11
图表 17	不同管理规模区间的投顾公司合计管理规模	11
图表 18	嘉信理财营业收入结构（亿美元）	12
图表 19	嘉信理财资管及行政费收入结构（亿美元）	12
图表 20	嘉信理财客户资产及活跃经纪账户数量	12
图表 21	美国头部金融机构客户资产规模	12
图表 22	嘉信理财两个基金销售平台的平均客户资产规模	13
图表 23	嘉信理财两个基金销售平台的收入及平均费率	13
图表 24	嘉信理财投资咨询服务	13
图表 25	美国不同类型的共同基金加权平均运营费率变动	14
图表 26	跑输 S&P500 的美国大型国内股票基金数量占比	15
图表 27	美国指数型共同基金与 ETF 市场份额	15
图表 28	美国主动管理型共同基金与指数型共同基金的加权平均运营费率对比	15
图表 29	美国主动管理型国内股票共同基金的净资产规模及其加权平均运营费率	16
图表 30	美国股票共同基金简单平均及加权平均运营费率	16
图表 31	2021 年美国股票共同基金净资产规模结构	16
图表 32	2021 年调整运营费率的美国共同基金份额数量占比	16
图表 33	贝莱德与行业平均管理费率对比	17

图表 34	全球资管规模 TOP10 的资管机构	17
图表 35	贝莱德管理资产规模及管理咨询收入	17
图表 36	普信集团与行业平均管理费率对比	18
图表 37	普信集团与其他头部金融机构平均管理费率对比	18
图表 38	普信集团管理资产规模及管理咨询收入	18
图表 39	全球资管规模结构（按产品拆分）	19
图表 40	全球资管收入结构（按产品拆分）	19
图表 41	top20 机构与 top500 机构管理资产规模增速对比	19
图表 42	美国基金公司集中度（据共同基金和 ETF 资产规模统计）	19
图表 43	贝莱德总收入变动	20
图表 44	贝莱德收入结构拆分（2021 年）	20
图表 45	贝莱德管理资产结构（据投资风格）	20
图表 46	贝莱德管理资产结构（据资产种类）	20
图表 47	贝莱德管理资产规模及营业支出占比	21
图表 48	贝莱德薪酬费用、管理费用、营业支出占比	21
图表 49	贝莱德旗下共同基金及 ETF 数量（数据截至 2022 年 10 月末）	21
图表 50	美国资管机构 ETF 市场结构（据管理资产规模）	22
图表 51	前 10 大 ETF 的管理人结构（据管理资产规模）	22
图表 52	贝莱德管理资产结构（除 ETF，按客户类型）	22
图表 53	贝莱德不同类型客户的管理资产结构对比	22
图表 54	贝莱德兼并收购历史	23
图表 55	普信集团总收入变动	23
图表 56	普信收入结构拆分（2021 年）	23
图表 57	普信集团管理资产结构（据产品形态）	24
图表 58	普信集团管理资产结构（据资产种类）	24
图表 59	基金回报优于可比被动管理基金的时间占比	24
图表 60	基金较可比被动管理基金的平均超额收益	24
图表 61	普信部分股票基金与其可比基金的资产规模与费率对比	24
图表 62	中美基金费率结构对比	26
图表 63	天天基金交易费用及尾随佣金收入结构	26
图表 64	存续基金管理费率的算数平均值	27
图表 65	下调管理费率的基金数量占比统计	27
图表 66	新成立基金管理费率的算数平均值	27
图表 67	新成立基金数量结构	27
图表 68	国内公募基金结构变化（据资产净值计算）	28
图表 69	中美机构持股市值占比对比	28

图表 70	公募基金资产净值变化.....	28
图表 71	易方达基金资产净值及营业收入、净利润变化.....	28
图表 72	前 100 销售机构合计保有规模.....	29
图表 73	天天基金代销收入变化.....	29
图表 74	美国共同基金家庭投资者考虑因素结构统计（据受调查人数统计）.....	29
图表 75	国内基金个人及机构投资者考虑因素（满分为 5 分）.....	29
图表 76	国内代销机构非货基保有规模 CR10 集中度.....	30
图表 77	国内基金公司管理资产净值 CR10 集中度.....	30

一、过去 40 年，美国共同基金平均费率明显下滑

美国共同基金历史悠久，规模持续扩张。根据产品结构的演变，可分为三个阶段：

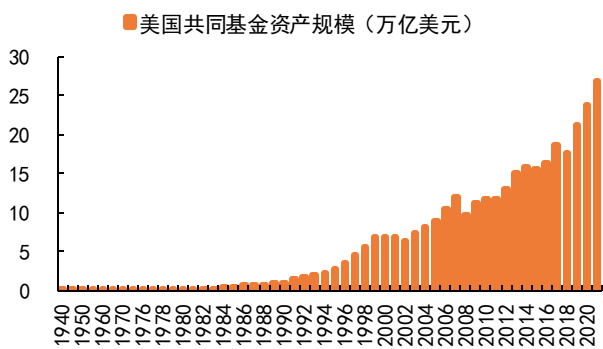
1) 发展初期 (1920s-1960s)：美国共同基金的历史可追溯到 1924 年“马萨诸塞投资者信托”的设立，这只信托是第一只开放式基金，实现了共同基金从封闭式向开放式的创新。此后，随着股票市场走向成熟，基金市场规模缓慢扩容。截至 1960 年末，美国共同基金资产规模仅 170 亿美元。

2) 货币基金驱动时期 (1970s)：20 世纪 70 年代，美国经济进入衰退期，利率大幅上行，而股市表现较弱，在此背景下货币基金兴起、驱动共同基金规模快速增长。1975 年-1980 年，美国共同基金总规模由 459 亿美元增长至 1348 亿美元，货币基金占比也由 8% 增长至 57%。1981 年货币基金占比达 77%，市场份额达到巅峰。此后由于通胀得到有效控制、利率显著回落，以及利率市场化后部分高收益替代产品的出现，货币基金的吸引力下降，市场份额开始下滑。

3) 权益基金驱动时期 (1980s 至今)：20 世纪 70 年代末、80 年代初，美国养老体制开始改革，在 401 (K) 等条款的推动下，大量养老金通过共同基金流向资本市场，使得 80 年代后美国共同基金规模开始迅速提升，由 1980 年底的 0.13 万亿美元迅速扩张至 1990 年的 1.06 万亿美元，而到了 2000 年美国共同基金净资产规模增长至 6.96 万亿美元。从产品结构来看，80 年代初期，利率水平回落、债券型基金率先扩容，1986 年债券型基金占比达到巅峰 34%。80 年代后期利率市场化成效显著、利率开始下行，机构投资者涌入美股市场，股票型基金成为最主要的规模驱动因素，股票型基金占比由 1990 年的 23% 提升至 2000 年的 57%。2000 年后各类基金的占比相对稳定，股票型/债券型/混合型/货币型共同基金规模的比例基本维持 5/2/1/2 左右。

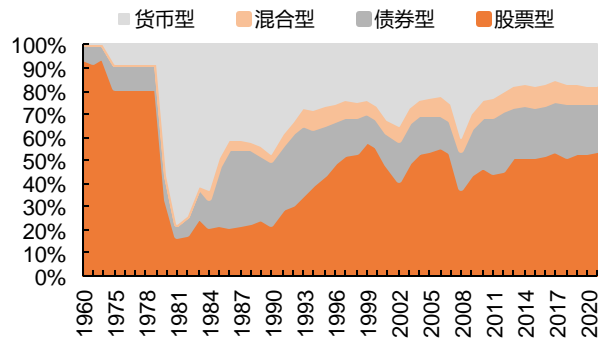
截至 2021 年底，美国共同基金资产规模已扩张至 26.96 万亿美元，其中股票型/债券型/混合型/货币型共同基金净资产占比分别为 55%/21%/7%/18%。

图表1 美国共同基金净资产规模统计



资料来源：ICI，平安证券研究所

图表2 美国共同基金产品结构变化 (据净资产)



资料来源：ICI，平安证券研究所

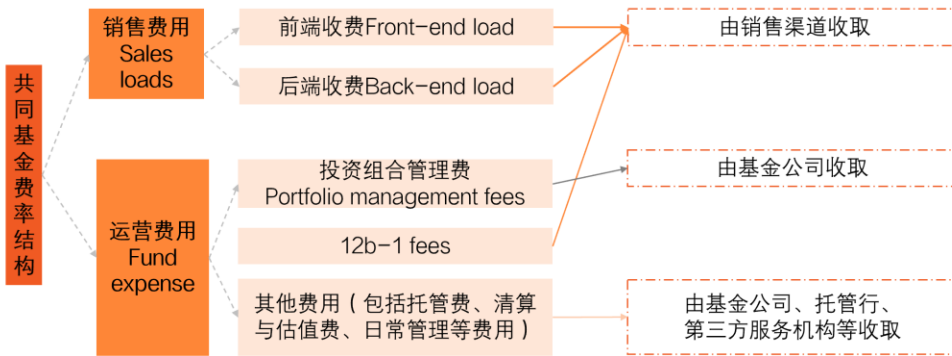
美国共同基金的费用主要包括销售费用 (Sale loads) 和运营费用 (Fund expenses) 两大类。

1) 销售费用 (sale loads) 基于购买和赎回的行为，一次性支付给代销机构，不计入基金资产。销售费用用于补偿代销机构为投资者提供的销售和投顾服务，支付金额通常是基金购买价格的一定比例。销售费用主要包括前端收费 (Front-end load)、后端收费 (Back-end load)，分别对应应在申购和赎回时支付费用的两类收费模式，后端收费的销售费用通常会随着持有时间的增长而下降。

2) 运营费用 (fund expenses) 计入基金资产，由基金通过其资产向基金管理人、销售渠道、托管行等服务提供者支付，投资者被动承担此类费用，主要包括投资组合管理费、12b-1 费用以及托管、账户、清算等其他费用，投资组合管理费通常是最主要的组成部分。其中，12b-1 费用即分销费用，主要是投资者为补偿销售渠道服务而间接支付的费用，部分也用于支付基金的广告和营销成本。

上述费用中，代销机构主要收取销售费用和 12b-1 费用，基金公司主要收取投资组合管理费、行政费等费用，而托管费、清算与估值费等由基金支付给对应的托管行、第三方服务机构等。

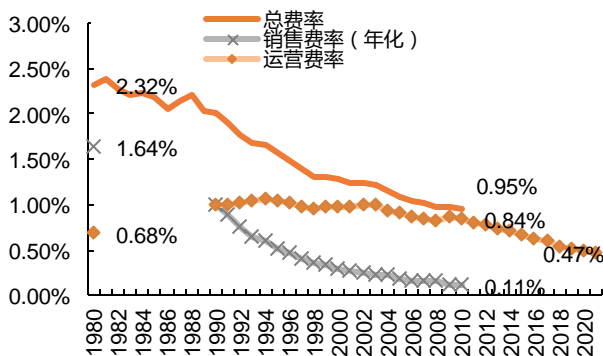
图表3 美国共同基金的收费结构



资料来源：ICI，平安证券研究所

基金总费率自 20 世纪 80 年代起明显下滑，其中销售费率 (load fees annualized ratio) 率先下行，运营费率 (expense ratio) 随后下降。自 1980 年起，共同基金总费率均有明显的下滑趋势，以股票型共同基金为例，1980 年股票型基金平均总费率为 2.32%，而至 2010 年平均总费率下滑至 0.95%，不足 1980 年的一半。其中，销售费率先于 20 世纪 80 年代迅速下滑，1980 年股票型、债券型基金销售费率远高于运营费率、至 1990 年销售费率与运营费率已经相近，而至 2010 年销售费率则均远低于运营费率。运营费率主要自 21 世纪起开始较快下行，此后持续保持下行趋势。

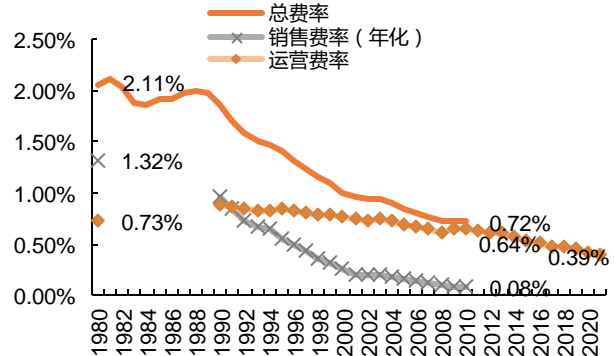
图表4 美国股票型共同基金费率变动



资料来源：ICI，平安证券研究所

注：各类基金的行业平均费率均为共同基金对应费率基于基金资产规模的加权平均值，下同

图表5 美国债券型共同基金费率变动



资料来源：ICI，平安证券研究所

二、销售费率先行下降，买方投顾应运而生

2.1 销售费率下降的原因：免佣基金兴起+销售渠道主动下调+部分转为 12b-1 和投顾费用

销售费率在 1980-2000 年间迅速下滑。1980 年美国股票型、债券型共同基金的加权平均销售费率分别为 1.64%、1.32%，是当时共同基金总费率的主要部分，而至 2000 年末，股票型、债券型共同基金的平均销售费率分别下滑至 0.30%、0.25%，

明显低于各自的运营费率。2000年后，销售费率维持下行趋势，至2010年末，两类共同基金的平均销售费率仅为0.11%、0.08%。我们认为销售费率下降主要包括以下三个原因：

1) 共同基金销售费用的支付结构出现变化，免佣基金占比迅速提升。

根据收费方式差异，美国共同基金可以分为有销售费用（load）和无销售费用（no-load，即免佣基金）两大类。其中，①有销售费用类基金又可细分为A、B、C三类份额，A类份额前端费用较高，而12b-1费率（通常为0.25%）往往低于B类和C类；B类份额不征收前端费用，销售费用递延至赎回时收取（后端费率通常大于2%）；C类份额销售费用同样递延至后端，但后端费率（通常为1%）一般低于B类，同时C类会收取较高的12b-1费用。三类份额的费用差异主要与投资期限有关，投资期限较短则C类费用可能低于A类和B类，以此满足投资者不同期限的投资需求。②免佣基金没有前端或后端费用，12b-1费率也更低（通常在0.25%及以下）。

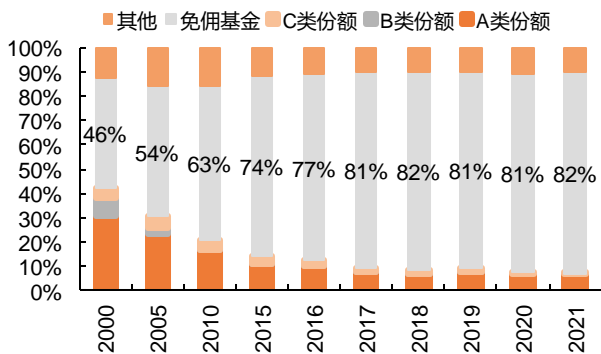
图表6 美国共同基金的份额结构（基于销售费用收取模式分类）

	细分类别	具体费用结构
有销售费用基金 Load	A类份额（Front-end load shares）	前端费用相对较高，12b-1费率（通常为0.25%）往往低于B类和C类
	B类份额（Back-end load shares）	不征收前端费用，销售费用递延至赎回时收取（通常大于2%），收取较低12b-1费用
	C类份额（Level load shares）	无前端费用，销售费用同样递延至后端，但后端费率（通常为1%）一般低于B类，同时C类会收取较高的12b-1费用
免佣基金 no-load	无前端或后端费用，12b-1费率也更低（通常在0.25%及以下）	

资料来源：ICI，平安证券研究所

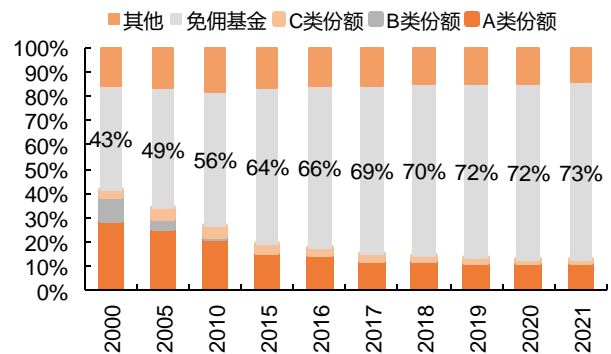
免佣基金占比迅速提升，拖累共同基金平均销售费率。过去美国共同基金市场主要以A类份额为主，而20世纪80年代以后，以先锋为代表的头部基金公司通过大力发展直销渠道、减少销售机构费率来提升竞争能力，免佣基金开始推广。由于免佣基金的销售费率及12b-1费率均显著低于A类份额，机构投资者对免佣基金的兴趣浓厚，尤其是在401(K)和IRA制度逐渐建立、养老计划迅速崛起并涌入共同基金市场的背景下，免佣基金规模开始加速扩张、市场份额持续提升。目前免佣基金已成为最主要的基金种类，根据ICI统计，2000年末长期共同基金的净销售额和净资产规模中免佣基金占比分别为46%、43%，而至2021年末两类占比分别增长至82%、73%。

图表7 美国长期共同基金的净销售额结构



资料来源：ICI，平安证券研究所

图表8 美国长期共同基金的净资产结构

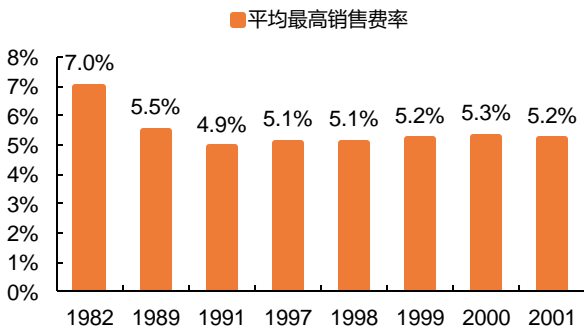


资料来源：ICI，平安证券研究所

2) 销售渠道竞争激烈、主动下调有佣基金的销售费率。1980年后权益基金驱动整体共同基金规模快速增长，在此过程中基金市场参与者迅速丰富，逐渐形成零售客户直销、机构客户直销、咨询机构（包括注册投资顾问、保险公司、经纪商等）、

退休计划、基金超市五类渠道，销售渠道间竞争激烈。此外，免佣基金不断抢占市场份额、进一步压缩有佣基金的市场空间、加剧行业竞争，因此销售机构也开始主动下调有佣基金的销售费率，据 ICI 报告显示，1982-2001 年，所有长期共同基金的平均最高销售费率（即基金允许销售渠道收取的最高销售费率）下降了 2.8pct 至 5.2%。同时，1982 年末 60% 的前端收费长期共同基金的最高销售费率均在 8% 以上，而至 2001 年末 50% 的前端收费长期共同基金最高销售费率小于 5%，所有前端收费长期共同基金最高销售费率均小于 7%，也说明了有佣基金销售费率的主动调降。

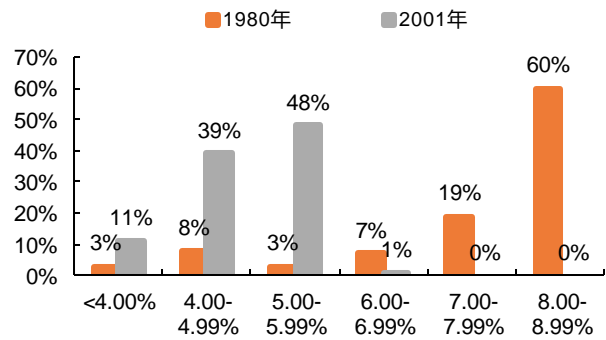
图表9 所有长期共同基金的平均最高销售费率变动



资料来源：ICI，平安证券研究所

注：平均值为基于销售额的加权平均值，选取样本包括最高前端销售费率大于 3% 的股票型和债券型基金

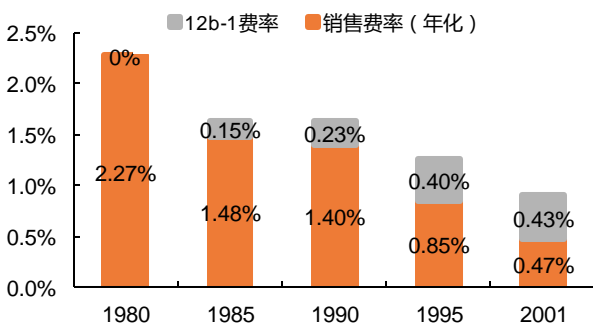
图表10 前端收费长期共同基金的最高销售费率结构变化



资料来源：ICI，平安证券研究所

3) 销售渠道补偿方式改变，销售费用转向 12b-1 费用和单独支付的投顾费用。随着免佣基金兴起、销售费率下滑，基金分销渠道的投资者通过持续支付的 12b-1 费用间接补偿代销机构的销售和咨询服务，因此 1980 年后股票型基金、债券型基金 12b-1 费率呈现上行趋势，以股票型有佣基金为例，股票型有佣基金的平均 12b-1 费率由 1985 年的 0.15% 提升至 2001 年的 0.43%。但对于销售渠道而言，12b-1 费率的增长不足以弥补销售费率的下滑，销售渠道总费率（即销售费用+12b-1 费用，下同）仍明显下滑，1980 年至 2001 年，股票型有佣基金的平均销售渠道总费率由 2.27% 下降至 0.90%。与此同时，除 12b-1 费用外，投资者单独为销售渠道支付一笔费用（此类费用不计算在共同基金费率中），此类费用往往与投资咨询、资产配置等附加服务打包，以买方投顾费用的方式补偿给销售渠道。

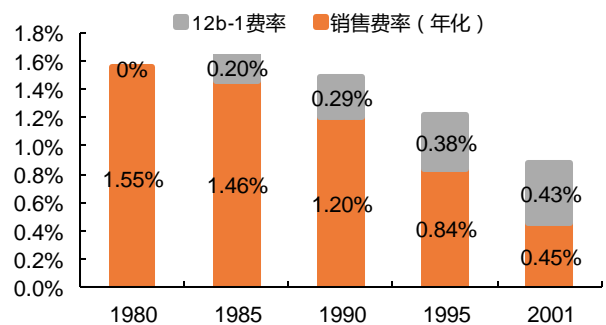
图表11 股票型有佣基金的渠道总费率变化



资料来源：ICI，平安证券研究所

注：此图中股票型基金包括混合型基金，平均费率为基于销售额的加权平均值

图表12 债券型有佣基金的渠道总费率变化



资料来源：ICI，平安证券研究所

注：平均费率为基于销售额的加权平均值

2.2 代销机构：规模扩张+投顾收入增长，抵消销售费率下行

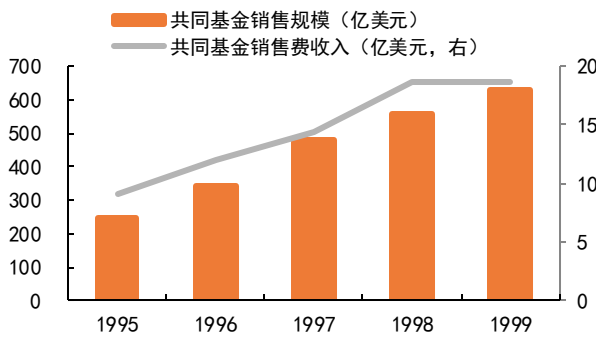
从代销机构角度来看，基金规模和投顾收入的增长抵消费率下行。

1) 公募基金管理及销售规模高速增长。20 世纪 80-90 年代是美国共同基金的黄金发展期，1980-2000 年间美国共同基金的净资产规模 CAGR 达 21.80%，代销机构销售规模也随之高速增长，抵消销售费率下行对代销机构盈利的影响。

2) 买方投顾兴起，投资者通过单独支付投顾费用的方式补偿销售渠道。20 世纪 70 年代，养老金计划为金融市场带来增量资金、催生大量投资咨询需求，同时 1975 年美国固定佣金制度废除，为降低对佣金收费的依赖，各家经纪商开始推出基于资产规模或固定收费的管理账户收费模式，为客户提供包括投资咨询、资产配置等在内的综合财富管理服务。此外，80 年代，免佣基金迅速挤占有佣基金市场份额，过去依赖销售费用的经营模式盈利能力下降，代销机构被迫加快以买方投顾为主的综合财富管理业务转型。投资者单独向销售渠道支付投顾费用，以此补偿销售渠道，基于资产的收费方式也逐渐成为最主流支付方式。随着财富管理业务的加速发展，投顾费收入驱使代销机构盈利稳定增长。

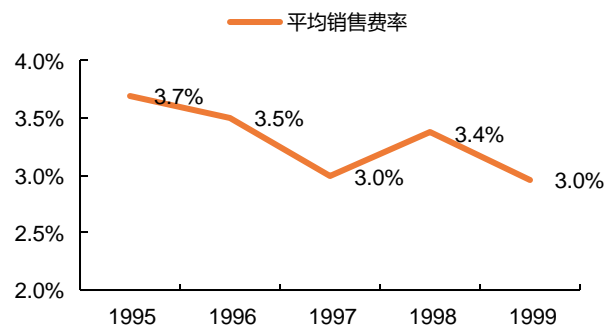
以美国财富管理龙头美林证券为例，①1995-1999 年间，尽管平均费率呈现下滑趋势，但受益于销售规模的扩张，美林共同基金销售费收入仍保持稳定增长。1995-1999 年间，美林销售共同基金规模 CAGR 达 26.63%，共同基金销售费收入增速低于规模，但 CAGR 也达到了 19.83%。

图表 13 美林销售共同基金规模及销售费收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 14 美林共同基金的平均销售费率

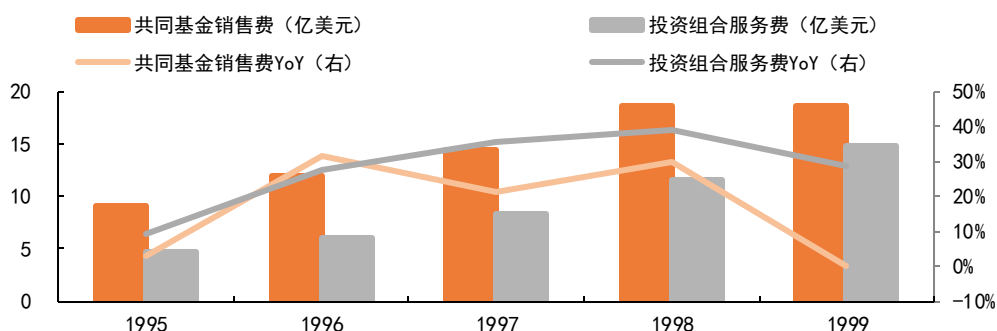


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：平均销售费率=共同基金销售费收入/当年销售规模

②美林投顾业务收入增长更快。美林是美国高端买方投顾的典型代表，早在 20 世纪 70 年代就提出财富管理概念，于 1988 年正式推出美林咨询 (Merrill Lynch Consults) 服务品牌，为 10 万美元投资额以上的个人和机构客户提供全权或部分权利保留的委托投资组合管理服务。1995-1999 年间，美林投资组合服务费收入 (包括个人组合管理服务、美林咨询收入、以及其他投资组合服务费等) CAGR 达 32.70%，高于共同基金销售费收入的增长率。

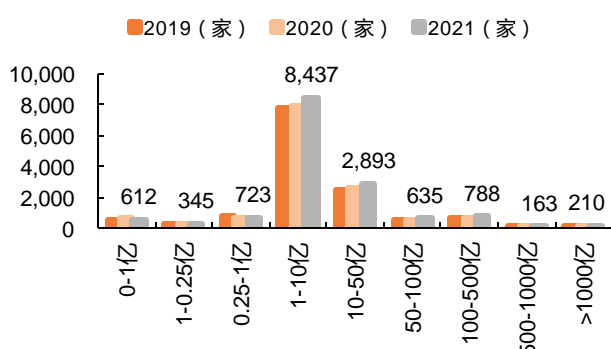
图表 15 1995-1999 年间美林共同基金销售费收入及投资组合服务费收入对比



资料来源：公司官网，平安证券研究所

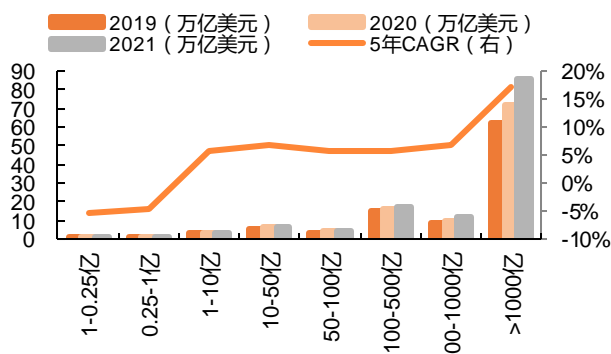
从行业竞争格局来看，投顾业务竞争加剧，行业马太效应显现。随着买方投顾业务高速发展，市场竞争加剧，而大型公司投顾人才储备较为丰富、品牌信誉较高、资管及服务能力均具备优势，管理资产规模增速更高。2021 年美国共有 14806 家在 SEC 注册的投资顾问公司，其中仅 210 家管理资产高于 1000 亿美元，数量占比仅为 1.42%，但这 210 家投资顾问公司共管理 85.25 万亿美元的资产，规模占比达 66.40%。同时，资金仍持续流入大型公司，210 家大型投顾公司管理资产的 5 年 CAGR 达 17.26%，明显高于其他中小投顾公司管理资产增速。

图表 16 不同管理规模区间的投顾公司合计数量



资料来源：IAA，平安证券研究所

图表 17 不同管理规模区间的投顾公司合计管理规模



资料来源：IAA，平安证券研究所

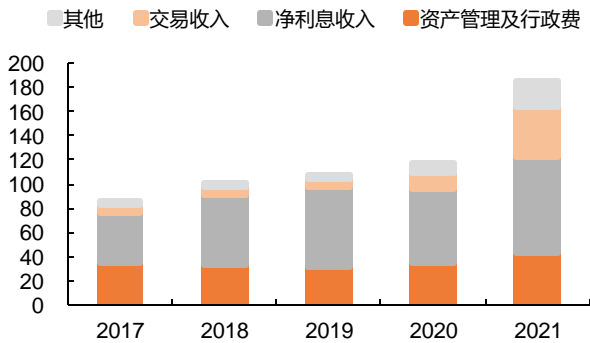
2.3 代表机构：嘉信理财引领财富管理转型，以客户流量、管理费分佣、多层次投顾服务制胜

财富管理业务是嘉信理财的重要收入支柱。嘉信理财成立于 1971 年，逐渐由一个小规模折扣经纪商成长为全球龙头财富管理综合服务商，目前零售银行、财富管理、证券经纪成为嘉信理财三大支柱业务。除银行业务的净利息收入外，财富管理是最主要的创收业务，低佣金经纪交易业务主要作为客户流量入口，为财富管理及零售银行业务引流，2020 年、2021 年公司资产管理及行政费用收入在非利息收入中的占比分别达 62.30%、40.74%（2021 年资管收入占比下滑较大，主要系公司完成在线券商 TD Ameritrade 合并、交易收入同比高增）。

公司财富管理布局完整，投顾收入已超基金销售。公司财富管理业务主要包括自营基金、第三方基金销售、投资顾问服务，自营基金主要包括货币基金、自营权益类和其他证券类基金，由子公司嘉信投资管理公司进行管理；基金销售包括两大平台——免收交易手续费的基金超市 OneSource（包括约 4000 个不同基金公司的无交易费用基金）、向投资人收取交易费用的其他第三方基金（包括约 13000 个不同基金公司的基金）；投资顾问服务则通过自营或与外部独立投顾或第三方资管公司合作的方式进行。目前投资顾问服务已经成为嘉信理财财富管理收入中重要的一部分，2021 年公司投资咨询费收入 19.93

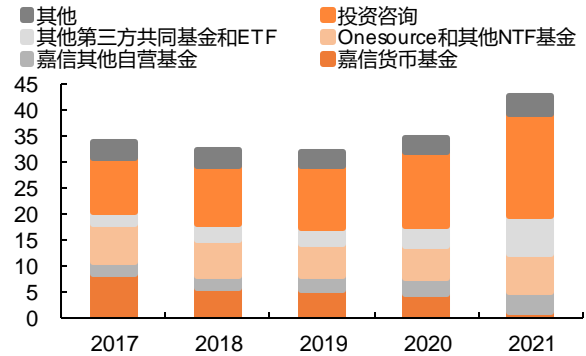
亿美元，在资管收入中占比达 46.63%，在公司非利息收入中的占比达 19.00%，超自营基金和基金销售收入。

图表18 嘉信理财营业收入结构（亿美元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 嘉信理财资管及行政费收入结构（亿美元）



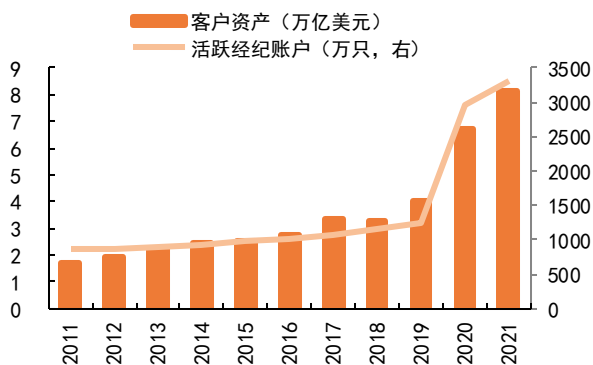
资料来源：公司公告，平安证券研究所

嘉信理财能成为财富管理龙头，最核心的原因在于嘉信理财具备前瞻性与创新性，引领财富管理各次转型。1975年美国取消固定佣金制，嘉信理财率先下调个人投资者的佣金率，迅速积累大量零售客户；80年代之后，公司把握共同基金需求激增浪潮，创新式推出免收投资者交易费的嘉信共同基金市场（Mutual Fund Marketplace）以及共同基金一账通，投资者可在嘉信理财的一个账户里持有不同基金公司的产品，极大地方便了投资者投资和结算、报税的过程，基于这两个创新服务，1992年嘉信理财推出具备更多免交易费基金的基金超市 OneSource 平台。同时嘉信理财开始尝试投顾服务的一条新道路，区别于传统经纪商自主培养投资顾问，嘉信理财引入外部投资顾问网络，嘉信理财不向投资者收取费用，而是向投资顾问收取费用，以此进一步提升大众零售客户黏性；21世纪后美国再次混业经营，嘉信理财创办嘉信银行，实现证券、基金账户与银行账户的对接，完成综合财富管理布局。

具体到公司业务上，嘉信理财零经纪佣金战略带来显著客户流量优势，而基金超市改变基金分销渠道盈利模式、提升代销机构议价权，层次丰富、发展成熟的投顾服务也增厚公司业绩。

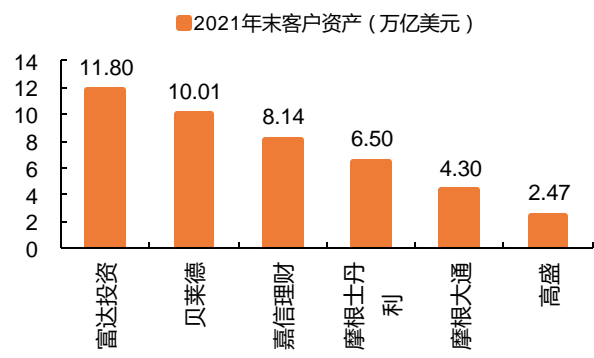
1) 率先推行低价战略吸引客户，外延并购进一步提升市场份额。嘉信理财是最早下调零售客户证券经纪佣金费率、也是最早开启零佣金的经纪商之一。公司长期坚持低价战略，已积累大量零售投资者，客户数量与客户资产规模近 10 年 CAGR 分别保持在 14.51%和 17.11%，客户资产在美国头部金融机构中保持前列，为财富管理业务引流奠定基础。此外，公司积极进行外延式收购，2007-2021年先后收购了专注企业退休计划的 The 401(k) Company、专注ETF的投资咨询公司Windward、资管公司 ThomasPartners、互联网券商 TD Ameritrade、资管公司 USAA，进一步提升客户资产规模 and 市场份额。

图表20 嘉信理财客户资产及活跃经纪账户数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 美国头部金融机构客户资产规模

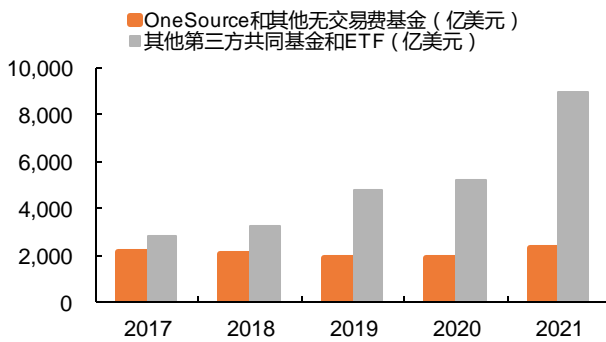


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) OneSource 基金超市通过免交易佣金吸引大量客户资产，提升管理费分佣议价权。嘉信理财在 1992 年推出了首个免投

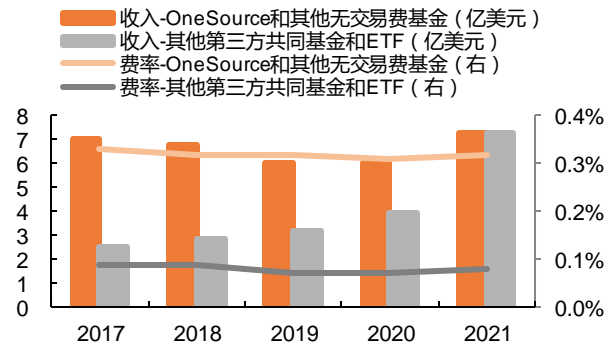
投资者交易手续费的基金超市 OneSource，通过免交易费及丰富的基金种类吸引投资者。该平台通过向基金公司收取管理费分佣盈利，而基于平台庞大的用户数量及管理资产规模，嘉信理财具备更强的议价能力，2021 年 OneSource 平台的基金费率为 0.32%，显著高于第三方基金销售平台的平均费率（2021 年平均费率为 0.08%），因此尽管 OneSource 平台的客户资产平均规模不足第三方平台的三分之一，但 2021 年仍实现了和第三方平台相近的收入。除自身管理资产的规模优势外，OneSource 平台也为基金公司上架产品提供营销、托管、会计、估值等外包服务，以提升对基金公司的吸引力。

图表22 嘉信理财两个基金销售平台的平均客户资产规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 嘉信理财两个基金销售平台的收入及平均费率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3) 构建多层次投顾服务，满足各类客户需求。嘉信理财早在 1987 年推出了独立咨询服务，后于 1995 年推出独特的理财顾问网络服务，2015 年公司又率先推出智能投顾服务。目前嘉信理财已构建多层次投资管理方案，包括 8 类投资服务，起投资金额在 5000 美元与 100 万美元之间。根据投资服务的提供者区分，此 8 种投顾服务也可分为三类，即由嘉信理财提供、由智能投顾提供、以及由外部独立投顾和合作第三方资管机构提供，其中智能投顾的起投资金额和费率均较低，而外部独立投顾起投资金额较高，收费标准由外部投顾单独收取，嘉信理财向外部独立投顾收取投顾费用分成。

图表24 嘉信理财投资咨询服务

序号	分类	投顾服务	服务内容	起投资金额	收费模式
1	自动化投资	嘉信理财智能投资组合 Schwab Intelligent Portfolios	由智能机器人顾问根据客户目标构建、监控和自动平衡多元化投资组合，主要投资低成本 ETF，底层 ETF 由嘉信的投资专家筛选	\$5,000	无需支付咨询费和佣金，需支付相关 ETF 管理费用
2		嘉信理财智能投资组合升级 Schwab Intelligent Portfolios Premium	智能机器人结合 certified financial planner 专业人士 1 对 1 投顾服务，主要投资低成本 ETF	\$25,000	需一次性支付嘉信理财\$300 费用，之后每月支付\$30 咨询费用，需支付相关 ETF 管理费用
3		嘉信理财智能收入 Schwab Intelligent Income	嘉信理财智能投资组合的附加功能，由嘉信理财规划客户的投资组合及未来每月回报	-	不单独支付额外费用
4	专业投资建议	嘉信理财财富咨询 Schwab Wealth Advisory	嘉信理财专业团队根据客户目标制定和调整策略	\$1,000,000	费率最低为 0.80%，资产规模越高，费用率越低
5		嘉信理财顾问网络 Schwab Advisor Network	由嘉信理财推荐经验丰富的本地独立投资顾问，为客户提供个性化的关注和专业指导	\$500,000	费用因独立顾问而异，嘉信理财不向客户收取单独的转介费用，而向独立顾问收取投顾费分佣
6	委托管理	嘉信理财管理组合 Schwab Managed Portfolios	由嘉信理财资产管理部门为客户管理的共同基金和 ETF	\$25,000	客户需向嘉信理财支付管理费，费率在 0.20%-0.90% 之间，投资规模越高，费率越低
7		管理账户 Managed Account Select	由经嘉信理财仔细审查的第三方专业资产管理公司管理，嘉信理财投资咨询公司会严格管理第三方资管公司	\$100,000	基于资产收费，根据资产规模分层收费，资产规模越高，费用越低

8	嘉信理财个性化指数 Schwab Personalized Indexing	包括嘉信理财提供的 4 种策略，由嘉信理财资产管理优化指数投资组合并监控	\$100,000	向嘉信理财支付基于资产规模的费用，前 200 万美元费率为 0.40%，超过 200 万美元费率为 0.35%
---	--	--------------------------------------	-----------	---

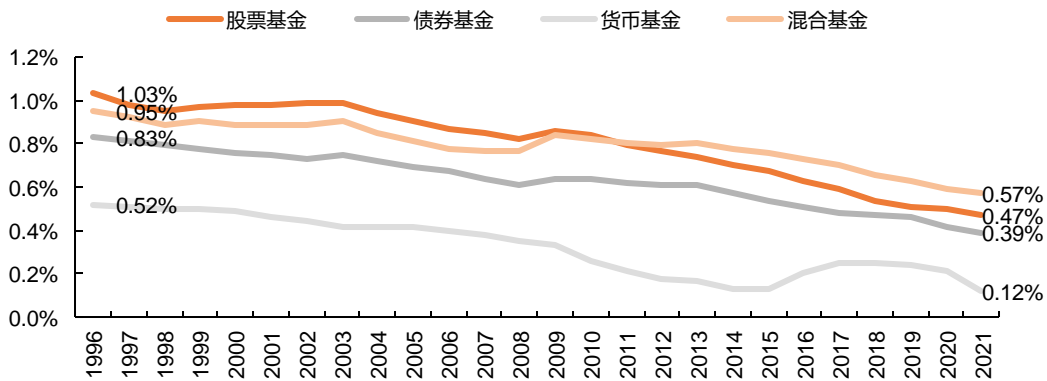
资料来源：公司官网，平安证券研究所

三、运营费率随后下降，管理规模与投资能力支撑资管机构盈利

3.1 运营费率下降的原因：被动型产品兴起+规模效应+管理人主动下调

21 世纪后，美国共同基金运营费率出现明显下滑。2000-2021 年间，股票基金的平均运营费率由 0.98% 下滑至 0.47%，债券基金的平均运营费率由 0.76% 下滑至 0.39%，货币基金的平均运营费率由 0.49% 下降至 0.12%，混合基金平均运营费率下滑最慢，由 0.89% 下滑至 0.57%，目前已超越股票基金，成为平均运营费率最高的一类共同基金，主要系混合类基金中另类投资等高费率产品占比提升。

图表 25 美国不同类型的共同基金加权平均运营费率变动

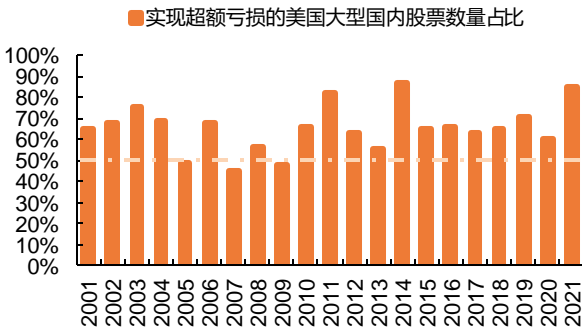


资料来源：ICI，平安证券研究所

运营费率的明显下滑主要系被动投资型产品兴起、基金规模效应显现、竞争加剧，具体来看：

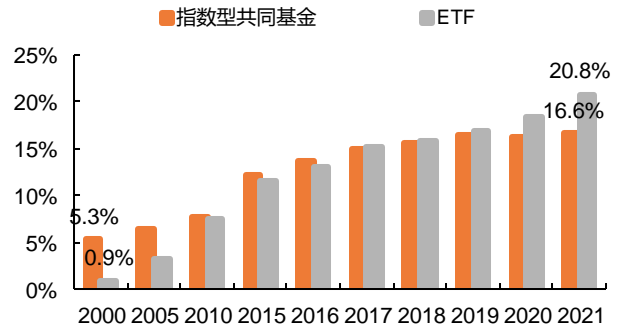
1) 产品结构变化，低费率的指数型基金、ETF 占比迅速提升。随着美国资本市场的成熟，市场有效性持续加强，共同基金难以赚取超额收益，据标普道琼斯统计，2001-2021 年的 21 年间，共计 18 年中有超 50% 的美国大型国内股票基金较标普 500 指数实现超额亏损，因此指数型共同基金和以指数型为主的 ETF 产品开始更受投资者青睐，规模占比得以迅速提升，截至 2021 年末，美国指数型共同基金和 ETF 在美国资管机构总管理规模中的占比分别为 16.62%、20.81%，较 2000 年分别增长 11.32pct、19.90pct。而指数型基金主要以复制指数为目标，换手率相对较低，因此管理成本低于主动管理型，运营费率也随之更低。2021 年指数型股票基金、指数型债券基金的平均运营费率均为 0.06%，明显低于主动管理型产品，因此随着指数型产品规模占比的提升，行业平均运营费率出现下行。

图表26 跑输 S&P500 的美国大型国内股票基金数量占比



资料来源: S&P Dow Jones Indices, 平安证券研究所

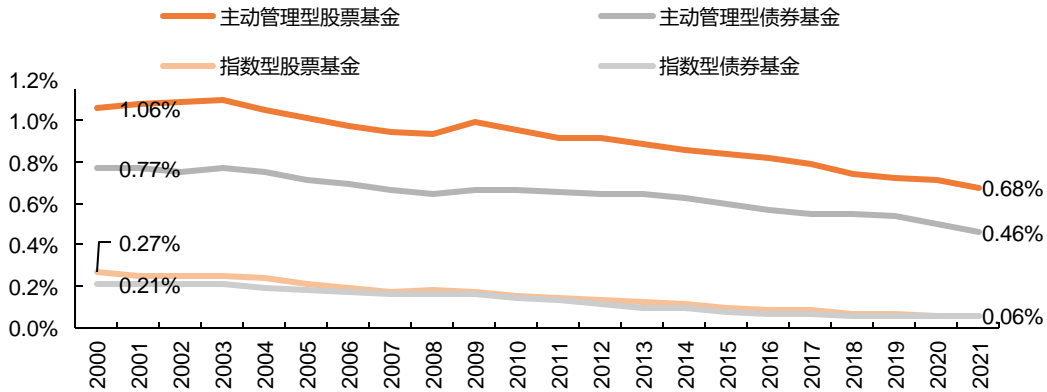
图表27 美国指数型共同基金与 ETF 市场份额



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

注: 市场份额=该类基金净资产/美国资管机构管理资产总规模

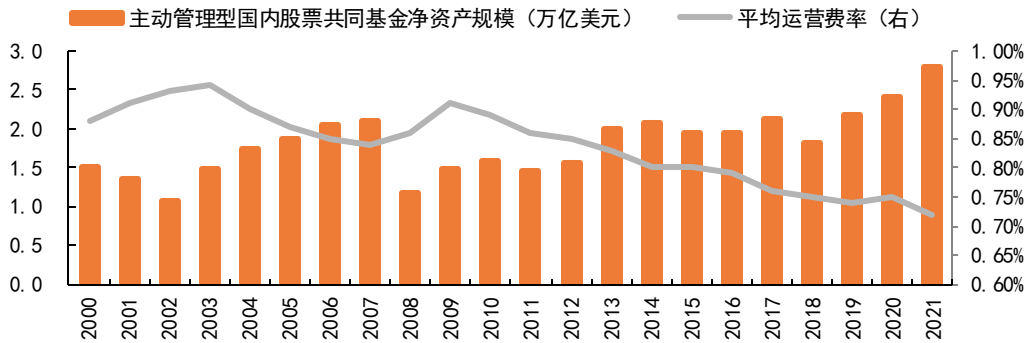
图表28 美国主动管理型共同基金与指数型共同基金的加权平均运营费率对比



资料来源: ICI, 平安证券研究所

2) 规模效应使得基金运营的边际成本下降。基金运营需要会计、审计、经纪等固定费用, 因此当基金资产规模扩张时, 此类固定成本的平均费用率往往呈现下降趋势, 例如 2002-2007 年美国主动管理型国内股票基金净资产呈现稳定扩张趋势, 平均运营费率由 0.93% 下降至 0.84%, 而 2008-2009 年受金融危机影响, 此类基金规模明显缩水, 运营费率则明显上升, 2010 年后此类基金规模恢复整体增长, 运营费率也随之持续下滑至 2021 年的 0.72%。此外, 指数型基金单只基金的平均规模通常高于主动管理型基金, 规模效应也是其运营费率低于主动管理型基金的一个重要原因, 2022 年 7 月基金资产规模排名前 10 的美国共同基金中 7 只为指数型产品, 运营费率均不超 0.04%。

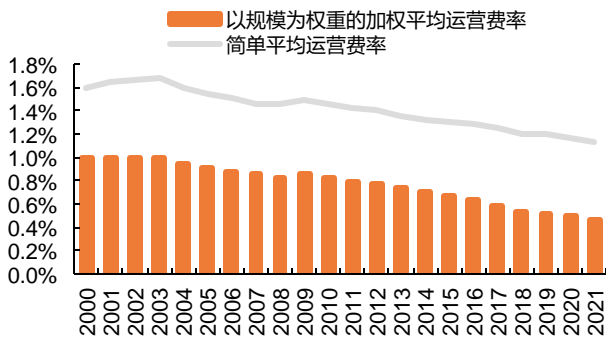
图表29 美国主动管理型国内股票共同基金的净资产规模及其加权平均运营费率



资料来源: ICI, 平安证券研究所

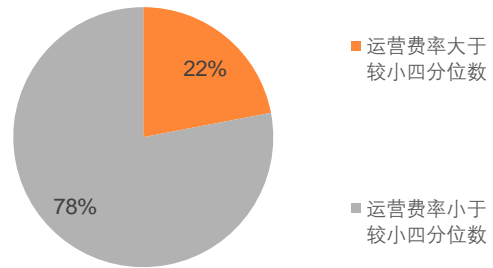
3) 规模扩张加剧竞争, 叠加投资者对低费率产品的偏好, 驱使各基金公司主动调降运营费率。美国共同基金经过近百年的发展, 已进入稳定增长长期, 基金规模的持续扩张使得各基金公司间的竞争持续加剧, 头部基金公司率先下调运营费率以抢占市场份额。此外, 投资者明显偏好低费率产品, 进一步驱使运营费率的主动调降。美国共同基金的简单平均运营费率长期明显高于以资产规模为权重的加权平均运营费率, 同时股票型基金中绝大部分净资产由运营费率低于较小四分位数的基金贡献 (2021 年运营费率低于较小四分位数的股票基金贡献 78% 的净资产规模), 均说明低费率产品更受投资者青睐。因此各基金公司在推出低费率新产品的同时, 也主动下调存量基金费率, 2021 年下调运营费率的股票、债券、混合基金数量占比均超 40%, 而上调运营费率的数量占比均不足 20%。

图表30 美国股票共同基金简单平均及加权平均运营费率



资料来源: ICI, 平安证券研究所

图表31 2021 年美国股票共同基金净资产规模结构



资料来源: ICI, 平安证券研究所

图表32 2021 年调整运营费率的美国共同基金份额数量占比

分类	共同基金数量占比 (2021 年)		
	下调运营费率	维持运营费率不变	上调运营费率
股票基金	48%	41%	11%
混合基金	43%	37%	20%
债券基金	44%	45%	11%

资料来源: ICI, 平安证券研究所

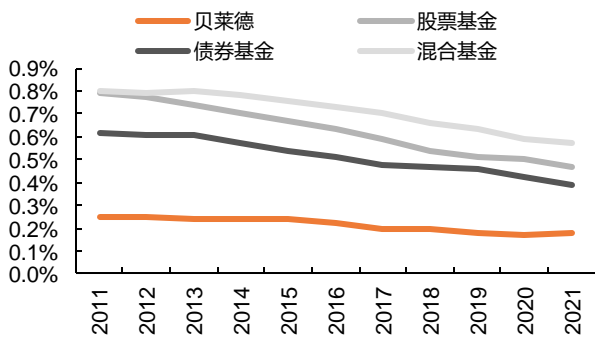
3.2 资管机构: 规模扩张+提升投资业绩、维持高费率, 抵消运营费率下行

从资管机构角度来看，资管机构收入主要挂钩资管规模与管理费率，管理费率作为运营费率中的最主要部分，同样呈现下行趋势。资管机构面对管理费率下行，在推广被动管理型产品时主要依靠低费率策略，实现薄利多销；在推广主动管理型产品时则主要通过提升投资业绩表现、保持较高的管理费率和竞争资管规模，以此抵消费率下行对公司业绩的影响；此外，资管机构也开始研发高管理费率的另类投资产品，补充资管收入。具体来看：

1) 对于被动管理型产品，规模扩张对冲费率下行，支撑资管收入正增长。被动管理型产品同质性较高，投资者价格敏感性天然也较高，因此降低产品费率、抢占管理资产规模是各家基金公司发展被动管理型产品的重要策略。头部基金公司具备规模、成本和渠道优势，有能力更好地贯彻低费率战略、扩大资管规模。因此尽管管理费率维持下行，但头部基金公司资管规模的快速扩张将驱动收入的正向增长。

以被动管理代表性龙头贝莱德为例，近 10 年来贝莱德管理基金的平均管理费率呈现缓慢下行趋势，2021 年贝莱德平均管理费率仅为 0.18%，明显低于行业水平。贝莱德主打被动投资，成本管控能力较强，能够在价格战中占据优势地位，管理资产规模在全球资管机构中占据首位，且规模仍保持扩张趋势，资管规模近 10 年 CAGR 达 11.04%，增速高于费率下行速度，因此贝莱德管理及咨询收入维持稳定增长，近 10 年 CAGR 达 6.45%。

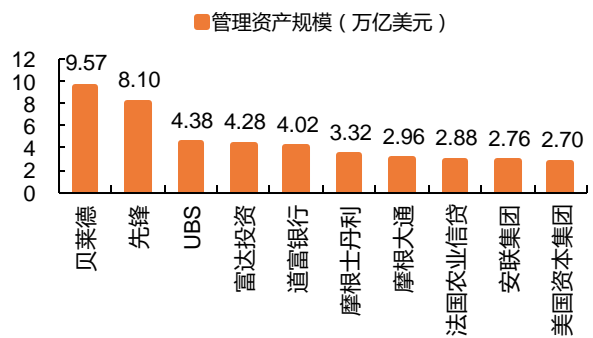
图表33 贝莱德与行业平均管理费率对比



资料来源：公司年报，ICI，平安证券研究所

注：贝莱德平均管理费率=管理及咨询收入/年初、末平均AUM

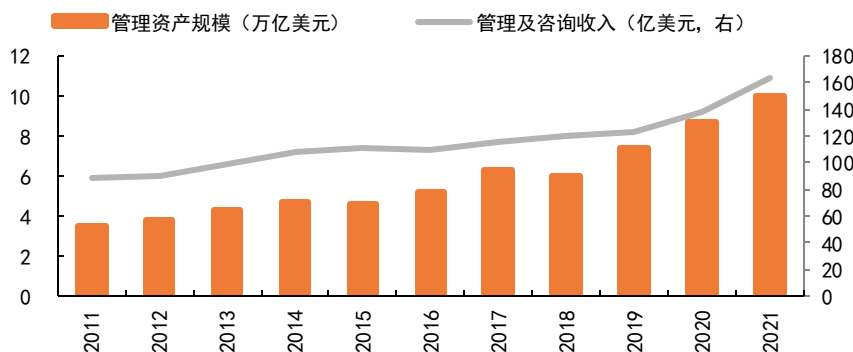
图表34 全球资管规模 TOP10 的资管机构



资料来源：ADVRating，平安证券研究所

注：除法国农业信贷银行和美国资本集团数据为 2021 年末，其余均为 2022Q1 末

图表35 贝莱德管理资产规模及管理咨询收入



资料来源：公司年报，公司官网，平安证券研究所

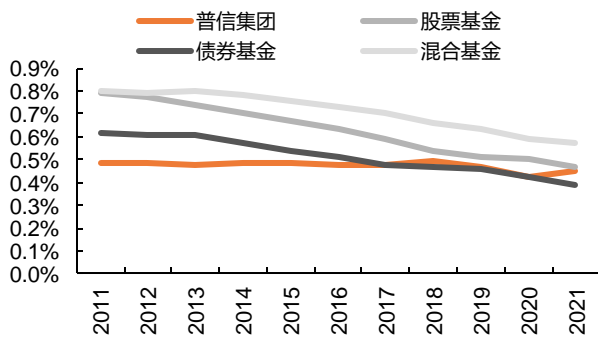
注：贝莱德管理及咨询收入包括投资咨询、管理费用、证券出借收入、业绩报酬收入

2) 对于主动管理型产品，业绩表现是资管机构保持较高管理费率、竞争管理规模的重要因素。主动管理型产品个体差异较

大，业绩表现依赖资管机构的投资策略和择时、择机能力，因此其管理费率相对较高，且业绩表现佳的资管机构在费率和规模上均具有相对优势，可在行业费率下行、竞争加剧的背景下仍保持较高费率和稳定增长的管理规模。

以主动管理代表性龙头普信集团为例，近 10 年公司平均管理费率基本维持在 0.45% 以上，略低于 ICI 统计的全行业股票型和混合型基金平均管理费率，主要系统计口径差异，公司平均管理费率统计口径中包括各类共同基金的管理费收入、部分退休账户、大学储蓄账户、经纪账户等账户的固定年费等。但横向对比来看，2021 年公司平均管理费率仍高于摩根士丹利、摩根大通等综合金融机构，明显高于贝莱德、先锋等被动管理型产品主导的资管机构。较强的业绩表现也驱使普信集团管理资产规模和收入快速增长，近 10 年普信集团管理资产规模 CAGR 达 13.18%，管理及咨询收入 CAGR 也达 11.69%。

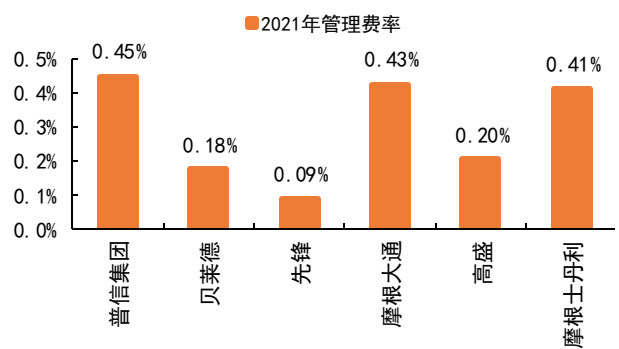
图表36 普信集团与行业平均管理费率对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

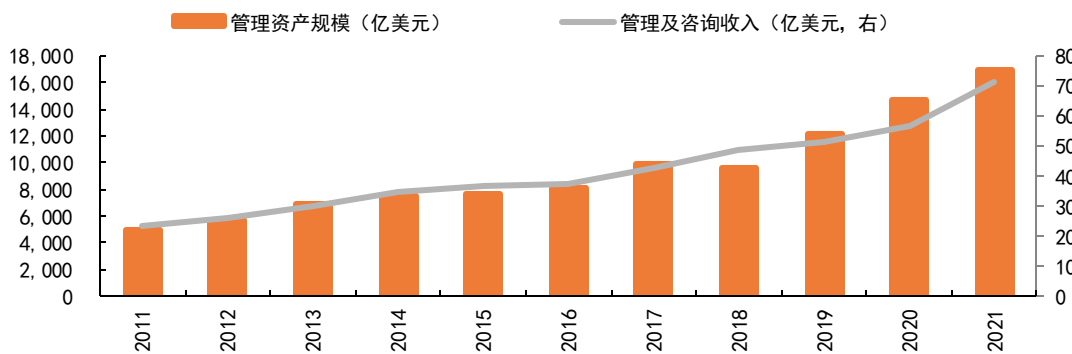
注：普信平均管理费率=管理及咨询收入/年初、末平均AUM

图表37 普信集团与其他头部金融机构平均管理费率对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表38 普信集团管理资产规模及管理咨询收入

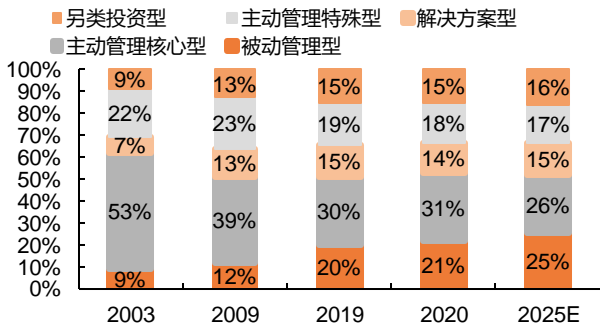


资料来源：公司年报，公司官网，平安证券研究所

注：普信管理及咨询费收入包括共同基金管理费收入，以及独立账户、集体投资信托和其他投资产品管理费收入

3) 资管公司也开始推出以另类投资为代表的高费率产品。近年来市场对于另类投资产品的关注度明显提升，根据 BCG 测算，2020 年末全球资管规模中另类投资产品（包括对冲基金、私募股权、房地产、基础设施、商品、另类共同基金等）达 15 万亿美元，占比约 15%。另类投资产品通常费率较高、收入占比远高于规模占比，其在全球资管收入中的贡献可达 42%，BCG 预计至 2025 年另类投资产品规模将进一步增长至 22 万亿美元，占比提升 1pct 至 16%，收入贡献提升 4pct 至 46%。

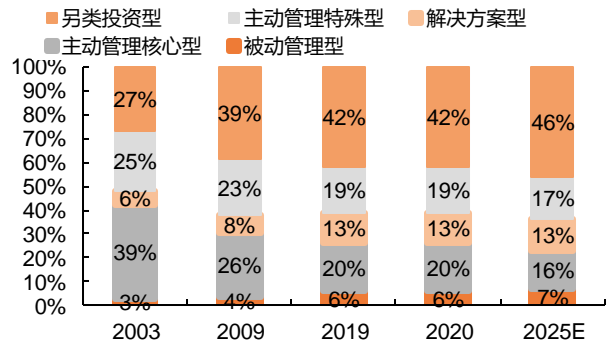
图表39 全球资管规模结构（按产品拆分）



资料来源：BCG，平安证券研究所

注：主动管理核心型包括国内大盘股、国内政府债、企业债、货币型、结构性产品；解决方案型包括目标日期型、负债驱动型、多资产平衡型等；主动管理特殊型包括股票型（全球、新兴市场、中小盘）和固定收益型（新兴市场、高收益、灵活配置、通胀相关等）

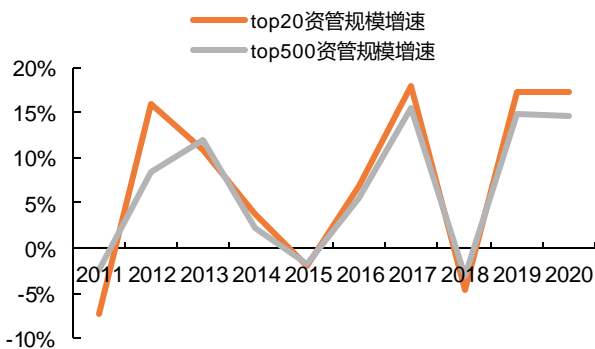
图表40 全球资管收入结构（按产品拆分）



资料来源：BCG，平安证券研究所

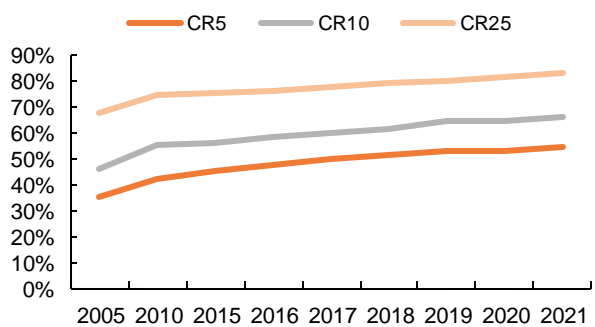
从行业竞争格局来看，集中度持续提升，头部公司竞争壁垒进一步强化。资管机构天然具有头部集中属性，一方面，头部公司品牌及渠道建设较好、具备规模效应，可以更好地控制成本、采取降费等措施吸引客户资产；另一方面，被动型产品规模扩张，主动型基金市场受到挤压，人才储备丰富、投资策略多元的头部机构更能在优胜劣汰中存活。据 Willis Tower Watson 咨询公司统计，在规模正增长的年份，管理规模前 20 的资管机构规模增速往往大于前 500 的资管机构，过去 10 年前 20 机构资管规模 CAGR 达 7.2%，也高于前 500 机构 6.3% 的 CAGR。市场集中度持续提升，截至 2021 年底，美国基金公司管理共同基金和 ETF 合计规模的 CR5、CR10、CR25 集中度分别为 54%、66%、83%，较 2005 年分别提高 19、20、16pct。

图表41 top20 机构与 top500 机构管理资产规模增速对比



资料来源：Willis Tower Watson，平安证券研究所

图表42 美国基金公司集中度（据共同基金和 ETF 资产规模统计）



资料来源：ICI，平安证券研究所

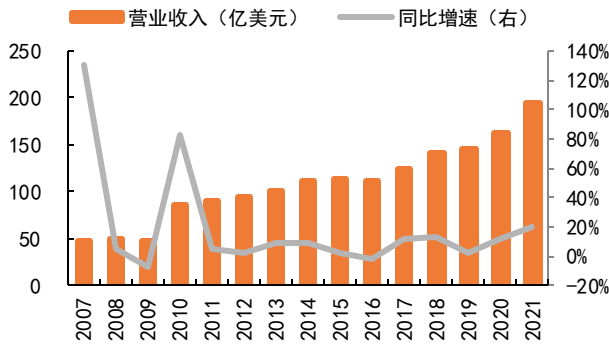
3.3 代表机构：贝莱德多措竞争资产规模，普信主动投资能力优势明显

3.3.1 贝莱德：多措竞争资产规模，稳坐全球资管头把交椅

内生增长与外延并购并举，贝莱德由资管部门走向全球资管规模最大的资管巨头。贝莱德起源于黑石集团的资管部门，成立之初专注于固定收益类产品，1992 年贝莱德与黑石集团分离，开始独立发展，不断拓展产品类别、扩大资管规模。21 世纪后，公司跟随行业并购浪潮，不断收购同业公司，完善产品短板、扩大资管规模，同时顺应长期资金入市的浪潮，打造被动投资拳头产品，在市场竞争中脱颖而出。截至 2022Q1 末，公司管理资产规模 9.57 万亿美元，在全球资管机构中排名第 1。

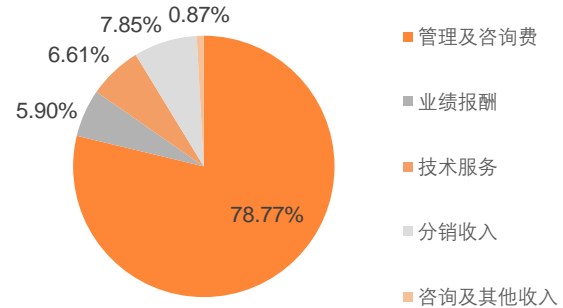
总收入稳定上升，管理费是最主要的营收来源，2021 年公司总收入 193.74 亿美元，10 年 CAGR 达 7.87%，其中，咨询及管理费收入占比达 78.77%。

图表 43 贝莱德总收入变动



资料来源：公司年报，平安证券研究所

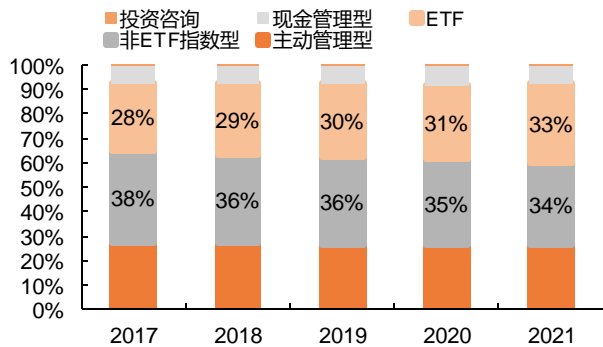
图表 44 贝莱德收入结构拆分 (2021 年)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

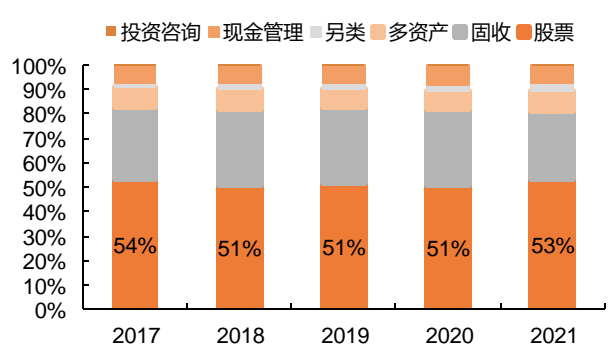
公司投资风格主打被动投资，资产种类以股票类为主。投资风格方面，近年来包括指数型共同基金和 ETF 在内的被动管理型产品占比持续提升，至 2021 年末公司非 ETF 指数基金管理资产规模占比 33.69%，ETF 管理资产规模占比 32.64%。资产种类方面，近 5 年股票资产占比均在 50% 以上，是最主要的资产种类，债券等固收资产占比次之，占比维持在 30% 左右。

图表 45 贝莱德管理资产结构 (据投资风格)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表 46 贝莱德管理资产结构 (据资产种类)

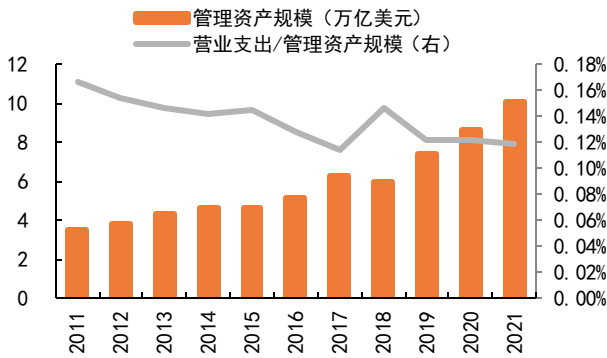


资料来源：公司年报，平安证券研究所

贝莱德主要采取低费率、大规模的盈利方式，而其可以在管理规模方面具备显著的领先优势，主要系成本管控能力优异、可贯彻低费率竞争策略，同时不断丰富产品体系、打造明星产品、提升品牌形象；被动为主的投资风格也顺应养老金入市需求；除内生增长外，贝莱德也积极并购同业、实现管理规模的外延式增长，具体来看：

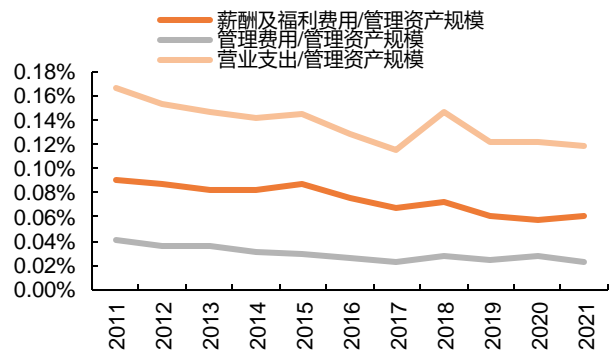
1) 压缩成本、贯彻低费率策略，实现降低成本与扩张规模的正向循环。贝莱德的一个重要战略是通过低费率做大管理资产规模，公司通过严格管控营业成本保证公司在低费率战略下仍能保持收入增长，同时随着管理资产扩张，基金规模效应持续加强、公司平均成本率将进一步下滑，实现成本管控与管理规模增长之间的正向循环。近年来贝莱德营业成本占管理资产规模的比重不断降低，其中薪酬费用和管理费用是最主要的驱动因素，2011-2022 年，贝莱德薪酬费用、管理费用在管理资产规模中的占比分别下降 3、5pct，营业成本占比合计下降 5pct。

图表47 贝莱德管理资产规模及营业支出占比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表48 贝莱德薪酬费用、管理费用、营业支出占比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

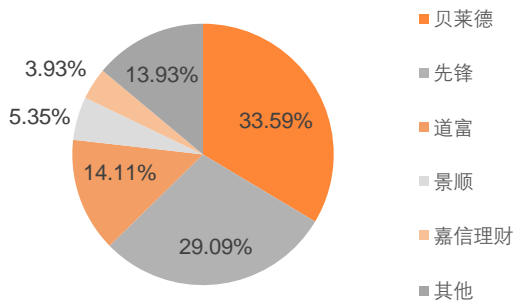
2) 产品体系完善, 拳头产品 iShares 在 ETF 行业保持领先。贝莱德持续完善公司多类别产品体系, 丰富客户选择, 以此竞争资管规模。截至 2022 年 10 月, 公司共有 3016 只共同基金和 937 只 ETF, 共同基金中包含股票、固收、多资产、现金、房地产多种类别, 覆盖全球、北美、拉丁美洲、欧洲、亚太等多个地区, 可满足投资者不同需求; ETF 中, 公司主要打造拳头产品 iShares。公司于 2009 年收购欧洲资管巨头 BGI, 也获得了 BGI 旗下的 ETF 品牌 iShares, 目前 iShares 是全球最大的 ETF 产品提供者, 囊括商品、股票、固收、多资产、房地产多类别。截至 2022 年 10 月 10 日, 根据管理资产规模排序, 贝莱德、先锋、道富、景顺、嘉信理财为美国前 5 大 ETF 发行人, 其中贝莱德 ETF 总规模市场份额(美国)达 33.59%, 领先同业。前 10 大 ETF 中有 3 只贝莱德 iShares 产品, 管理资产规模占比达 25.60%, 仅次于先锋。

图表49 贝莱德旗下共同基金及 ETF 数量 (数据截至 2022 年 10 月末)

分类	数量 (只)	分类	数量 (只)
共同基金合计	3016	ETF 合计	937
根据资产种类划分		根据资产种类划分	
现金管理	22	商品	10
股票	1523	股票	546
固定收益	1019	固定收益	348
多资产	409	多资产	12
房地产	43	房地产	21
根据投资风格划分		根据投资风格划分	
主动	2542	主动	20
被动	474	被动	917
根据地域划分		根据地域划分	
亚太地区	357	亚太地区	77
欧洲	681	欧洲	218
全球	1700	全球	260
拉丁美洲	30	拉丁美洲	10
北美	248	北美	364
		中东、非洲、其他	8

资料来源：公司年报，平安证券研究所

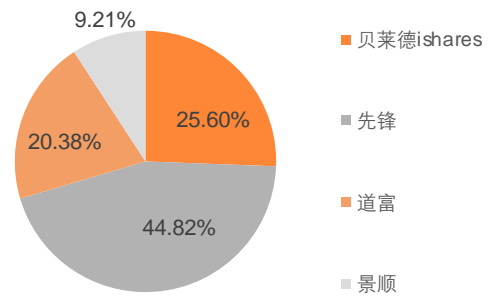
图表50 美国资管机构ETF市场结构（据管理资产规模）



资料来源: etfdb, 平安证券研究所

注: 数据截至 2022 年 10 月 10 日

图表51 前 10 大 ETF 的管理人结构（据管理资产规模）

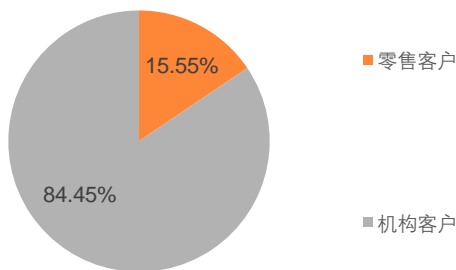


资料来源: etfdb, 平安证券研究所

注: 数据截至 2022 年 10 月 10 日

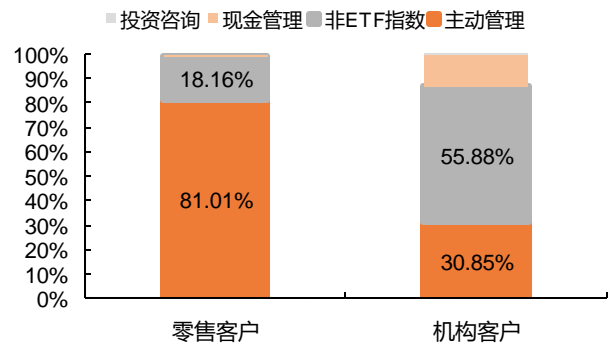
3) 顺应养老金入市浪潮，被动投资为主的投资风格更受机构投资者青睐。以养老金为代表的美国机构投资者资金体量大、追求长期稳定的资产回报，同时市场有效性提升、超额收益获取难度增加，机构投资者更倾向于费率低、透明度高的被动管理型产品，因此贝莱德顺应养老金入市浪潮，收购道富投资研究与管理公司、美林资管部门、BGI、Apeira Group 等资管公司，提升权益类和 ETF 被动投资能力和产品研发能力，吸引大量长期资金，逐渐成为全球养老金管理规模最大的资管机构之一。截至 2021 年，贝莱德管理资产（除 ETF）中 84.45%来自于机构客户，而机构客户持有的共同基金中 55.88%均为指数型共同基金，远高于零售客户。

图表52 贝莱德管理资产结构（除 ETF，按客户类型）



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

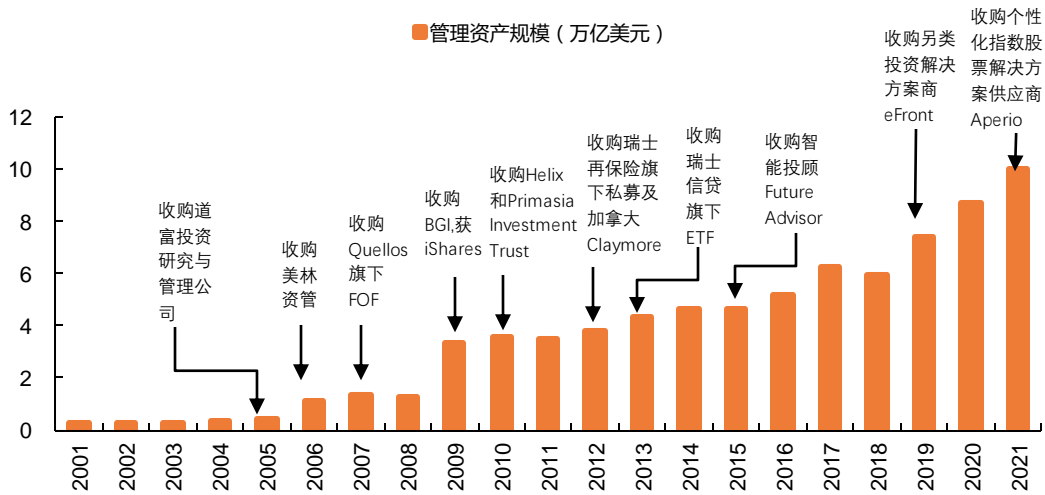
图表53 贝莱德不同类型客户的管理资产结构对比



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

4) 积极并购同业机构，实现资管规模的外延式增长。例如贝莱德在 2005 年收购道富投资研究与管理公司、2006 年收购美林资管部门、2009 年收购 BGI。密集的同业并购补足了贝莱德在权益投资方面的短板，进一步丰富指数型、另类投资型产品体系，同时也成为资管规模扩张的重要驱动力。

图表54 贝莱德兼并收购历史

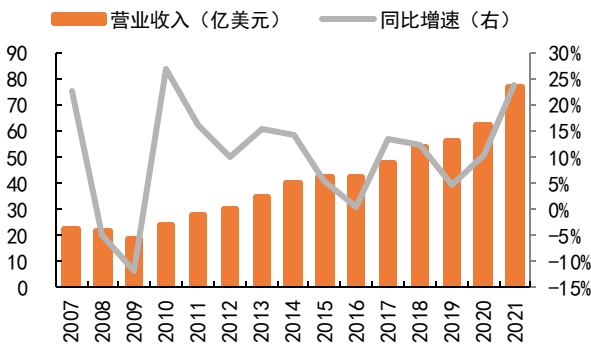


资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

3.3.2 普信集团主动管理能力领先，管理费率及规模均优于可比同业

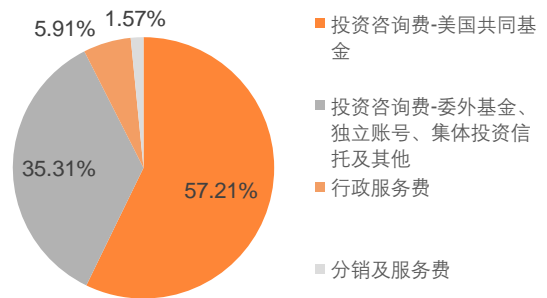
普信集团是美国具有代表性的主动管理型资管机构，在被动投资兴盛的背景下仍保持规模与收入的稳定增长。1937年普信创始人 Thomas Rowe Price, Jr. 基于“投资成长股”的价值投资理念创办了普信，此后经历了大萧条和战争，于1950年推出首只也是最具代表性的基金——普信成长股基金，此后普信逐步将产品领域扩张至固收、养老金、另类投资等，投资地域也扩张至欧洲、亚洲等全球各地。21世纪后尽管超额收益获取难度加大、被动投资产品盛行，主打主动管理的普信资管规模与被动投资巨头贝莱德、先锋等有一定距离，但凭借突出的业绩表现，普信在中型资管机构中仍占据一席之地。截至2022Q1末，普信管理资产规模1.55万亿美元，排名全球第21位。2021年公司总收入达76.72亿美元，10年CAGR达10.82%，其中，基于基金和管理账户资产规模的投资咨询费用占比92.52%，是最主要的收入来源。

图表55 普信集团总收入变动



资料来源：公司年报，平安证券研究所

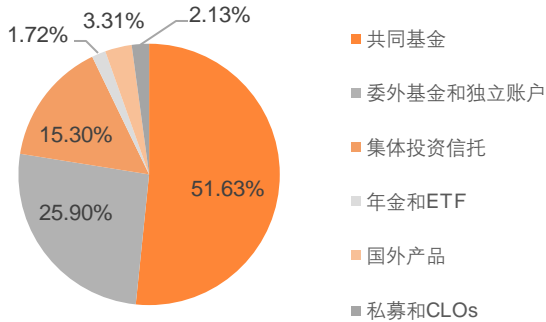
图表56 普信收入结构拆分 (2021年)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

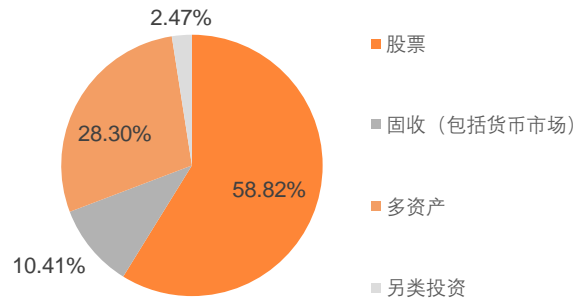
产品形态以共同基金为主，资产类别以股票类资产为主。从产品形态来看，普信产品形态较为多元，可分为美国共同基金、委外基金和独立账户、集体投资信托、年金和ETF、国外产品、私募和CLOs，其中共同基金规模占比达51.63%，是最主要的产品形态；从底层资产种类来看，普信在权益投资方面更具优势，2021年股票资产占比近6成。

图表57 普信集团管理资产结构（据产品形态）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

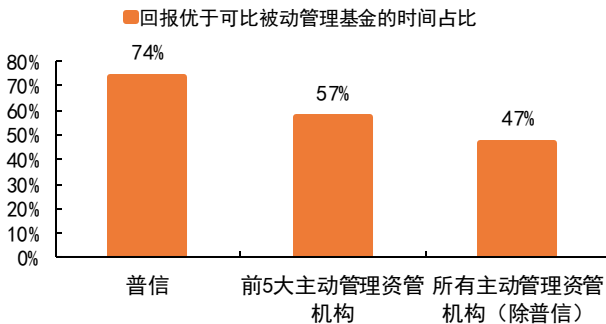
图表58 普信集团管理资产结构（据资产种类）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

投资业绩长期优秀、稳定，成为普信保持较高费率、竞争资管规模的重要支撑因素。普信自成立以来主打一种“战略投资”的主动管理方法，即通过专业人士的严谨研究、基金经理的深度研究、以及他们对市场的前瞻判断和审慎风险管理，实现长期、稳定、优于同业的投资回报。在过去的20年里，根据十年期收益率统计，普信基金产品在74%的时间内击败了可比的被动管理基金，实现了0.92%的超额收益，均超主动管理公司平均水平。优异的投资业绩支撑普信同时维持较高的基金费率和资管规模，在富达基金超市1395只起投金额在2500-3000美元之间的美国股票型基金中，普信4只股票基金规模均位列前10，而运营费率同样高于前10中的其他大部分基金。

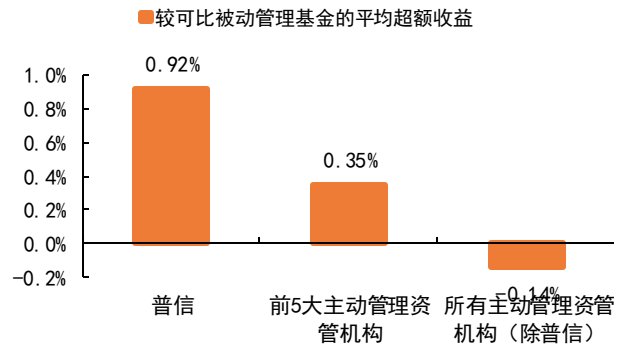
图表59 基金回报优于可比被动管理基金的时间占比



资料来源：公司官网，平安证券研究所

注：统计时间段选取2002H1-2022H1，回报基于每月滚动的十年期收益率

图表60 基金较可比被动管理基金的平均超额收益



资料来源：公司官网，平安证券研究所

注：统计时间段选取2002H1-2022H1，回报基于每月滚动的十年期收益率

图表61 普信部分股票基金与其可比基金的资产规模与费率对比

基金名称与代码	设立日期	基金规模（百万美元）	起投金额	运营费率
Dodge & Cox Stock Fund Class I (DODGX)	01/04/1965	\$79,251.94	\$2,500	0.51%
T. Rowe Price Blue Chip Growth Fund (TRBCX)	06/30/1993	\$56,153.66	\$2,500	0.69%
Vanguard Equity-Income Fund Investor Shares (VEIPX)	03/21/1988	\$47,861.16	\$3,000	0.28%
Vanguard Dividend Growth Fund Investor Shares (VDIGX)	05/15/1992	\$47,634.47	\$2,500	0.27%
Vanguard Windsor™ II Fund Investor Share (VWNFX)	06/24/1985	\$46,172.04	\$3,000	0.34%

T. Rowe Price Growth Stock Fund (PRGFX)	04/11/1950	\$44,255.11	\$2,500	0.63%
Vanguard U.S. Growth Fund Investor Shares (VWUSX)	01/06/1959	\$31,118.20	\$3,000	0.38%
T. Rowe Price Value Fund (TRVLX)	09/30/1994	\$26,472.75	\$2,500	0.67%
T. Rowe Price Mid-Cap Growth Fund (RPMGX)	06/30/1992	\$25,891.28	\$2,500	0.72%
Parnassus Core Equity Fund – Investor Shares (PRBLX)	08/31/1992	\$22,889.78	\$2,500	0.82%

资料来源：富达基金超市，平安证券研究所

注：可比基金挑选富达基金超市中同为美国市场股票型且起投金额与普信股票基金相近的共同基金，该表以资产规模排序，选取规模前 10 的可比基金，日期为 2022/09/30

普信优秀的投资业绩和投资能力主要源于其稳定且经验丰富的投研团队，以及配套的科技与风控能力建设，具体来看：

1) 普信重视内部培养人才，投研团队经验丰富、长期稳定。投研人才是主动资产管理的核心，普信已建设了一只覆盖全球、经验丰富、长期稳定的投研团队。

①一方面，普信人才储备充足，经验丰富。普信集团共有超 525 位投资专业人士，投资专家遍布全球、支持基金经理展开实地研究。基金经理平均入行工作 22 年，经历多轮市场周期，可更好贯彻普信长期投资的理念。

②另一方面，普信人才团队稳定，可持续专注于实现卓越的长期回报。普信的基金经理平均在普信工作超 16 年，大部分主要高管均由普信内部培养，由分析师、基金经理等提拔而来，例如 CEO Sharps 自 1997 年就一直在普信工作，历任股票分析师、基金经理、首席投资官等职位，投资管理主管 Jackson 于 2007 年加入普信，历任投资组合专家、股票研究总监、基金经理等职位。

完善的薪酬激励是普信人才团队稳定、优异的重要原因。①中短期方面，普信推出年度激励计划（AICP, annual incentive compensation plan），根据当年收入表现设置激励池，以现金支付奖励，以吸引和留住高管、激励高管进一步提升工作业绩。例如，普信 2018 年 AICP 规定公司当年调整后收益的前 5000 万美元以 6% 的比例计入激励池，超过 5000 万美元的部分以 8% 的比例计入激励池。②长期方面，近二十年来公司分别于 2004、2012、2020 年出台 3 轮长期激励计划，于 2007、2017 年出台 2 轮董事股权计划，以此加强薪酬与公司长期业绩的关联，从而使员工及董事与普通股东保持利益的长期一致。

2) 科技赋能投资，构建数据投资团队。普信近年来重视大数据、机器学习和预测分析等科技工具的研发使用，致力于通过生成、获取、分析数据来提升主动管理的优势。普信设立了投资数据洞察团队（IDI team, Investment Data Insights team）为分析师和基金经理提供数据洞察和分析服务，2021 年 IDI 团队将支持范围从股票类拓展至固定收益和多资产产品，可为 600 名投资人员提供专有的数据洞察平台、提升投资人员研究效率和准确性。此外，普信还致力于利用自然语言处理技术搜索行业趋势，帮助投资人员把握市场走势、缩短反应时间、抓取市场短时 alpha 收益。

3) 风控文化浓厚，强调前瞻性在投资中的重要地位。普信高度重视投资和市场风险，将审慎的风险管理作为其“战略投资”策略中的重要一环，寻求预测动态市场未来走向，在市场疲软前迅速反应。除强调投资过程中的风险管理之外，普信也建立了类似于高盛的“三道防线”风控体系——业务部门负责人监督其各自业务领域的风险、企业风险小组和合规部门提供风控建议和制定相关政策、内部审计独立监管内控系统有效运作，以此控制企业风险、运营风险等。有效的风控体系帮助普信走过战争、衰退，平稳度过 90 年代科技泡沫破裂、2008 年次级贷款违约等危机时期。

2021 年普信完成对 Oak Hill Advisors 的收购，加速另类投资布局。近年来市场对另类投资产品的兴趣渐浓，普信也抓住市场机遇，通过收购另类信贷投资管理龙头 Oak Hill Advisors（OHA）布局另类投资业务。OHA 在超过 30 年历史中专注于高收益信贷、杠杆贷款、结构性产品、不良资产和私人信贷等另类资产的投资，拥有约 570 亿美元的资管规模（截至 2022H1），业务范围覆盖北美、欧洲和其他地区。普信对 OHA 的收购将丰富其产品体系、补足另类投资缺口，同时将进一步扩大资管规模、加强成本管控的规模效应，更有利于普信应对行业平均费率下滑的威胁。

四、我国公募基金处于快速扩张初期，费率变动对收入的影响不明显

4.1 我国公募基金处于快速扩张初期，短期内费率变动对代销及资管机构收入的影响不明显

我国公募基金费率结构与美国类似，主要在费用分成上有所差异。1) 销售费用方面，国内基金销售渠道同样前端或后端收取认申购费（对应美国共同基金销售费用），差异不大；2) 运营费用方面，①对应美国 12b-1 费用，国内基金收取销售服务费，根据基金每日净值和持有时间计算，由代销机构收取，目前销售服务费主要出现在货币基金或非货基 C 份额中，例如天弘余额宝货币基金不收取申购和赎回费，收取年化 0.25% 的销售服务费；②最主要的差异在于管理费的分成，国内基金公司会将管理费的一部分以客户维护费的形式支付给代销机构，例如招商中证白酒 A 年化管理费率 1%，其中客户维护费占比为 40%；③赎回费也存在一定差异，美国共同基金赎回费由基金公司收取、计入基金资产，国内公募基金赎回费由基金公司和销售渠道共同收取，赎回费的一部分纳入基金资产，另一部分归为销售机构。

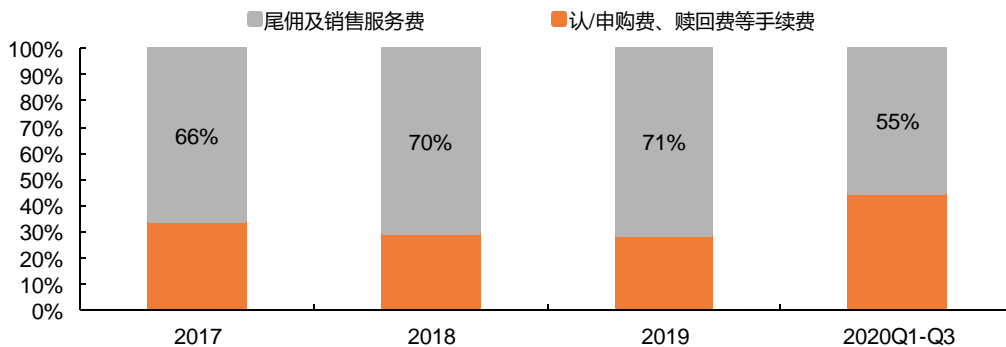
图表62 中美基金费率结构对比

类别	中国		美国	
	费用	收取机构	费用	收取机构
销售费用	认/申购费(包括前端、后端)	销售渠道	销售费用(包括前端、后端)	销售渠道
运营费用	管理费(含客户维护费)	销售渠道、资管机构	管理费	资管机构
	销售服务费	销售渠道	12b-1	销售渠道
	托管费	托管机构	托管费	托管机构
	赎回费(或有)	销售渠道、资管机构	赎回费(或有)	资管机构
	其他费用	资管机构、第三方服务机构等	其他费用	资管机构、第三方服务机构等

资料来源：ICI，基金业协会，平安证券研究所

销售费用方面，近年来国内基金认、申购费率竞争加剧，尾佣逐渐成为代销机构最主要的收入来源。2013 年证监会修订并发布《开放式证券投资基金销售费用管理规定》，放开基金申购和赎回费率不能低于 4 折的限制。此后蚂蚁基金、天天基金等第三方代销机构纷纷实施 1 折优惠申购费率，抢占市场份额。近年来银行、券商等传统代销渠道也加入申购费打折的浪潮中，目前多数主流产品在各代销渠道的申购费均保持 1 折左右，对代销机构的收入贡献不断降低，而客户服务费、销售服务费等尾佣占比相对较高，基金的管理费率对于代销机构的重要性提升。以第三方代销龙头天天基金为例，2017-2020Q3，天天基金尾佣占比均超 50%。

图表63 天天基金交易费用及尾随佣金收入结构

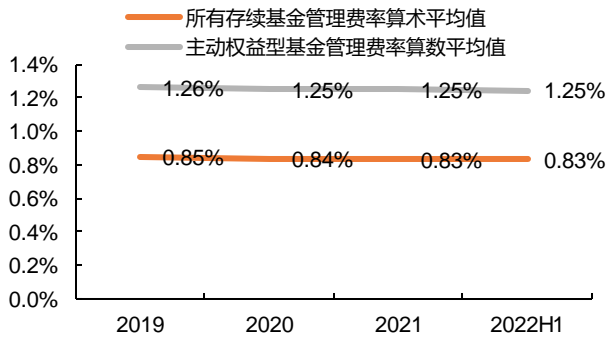


资料来源：公司公告，平安证券研究所

运营费用方面，国内基金管理费率定价相对市场化，过去几年部分存续基金已开始下调管理费率，但整体费率较为平稳，新成立基金费率未出现明显下行趋势。1) 存量基金方面，2019 年以来存续的 6476 只公募基金在 2019 年末、2020 年末、2021 年末以及 2022H1 末的简单平均管理费率分别为 0.85%、0.84%、0.83%、0.83%，主动权益型基金平均管理费率分别

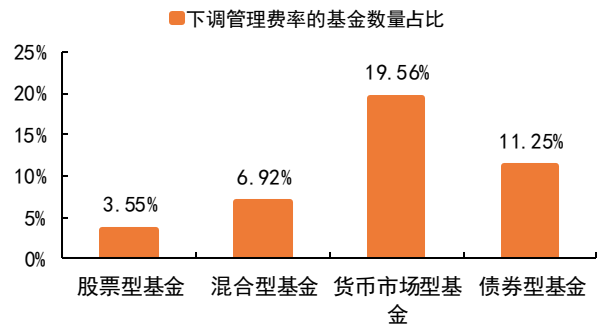
为 1.26%、1.25%、1.25%、1.25%，整体下调幅度不大。其中，2019-2022H1 间全部公募基金中共有 563 只下调了管理费率，平均下调 0.34pct。下调管理费率的基金主要集中在货币市场基金和债券型基金，尤其是小规模产品。货币市场型基金、债券型基金下调基金费率的数量占比分别为 19.56%、11.25%，而股票型基金、混合型基金该比率仅为 3.55%、6.92%，明显低于货币型和债券型。下调管理费率的债券型基金和货币型基金的在 2022H1 末的资产净值规模中位数分别为 10.79、4.29 亿元，明显低于其平均值 27.91、51.86 亿元，说明目前下调管理费率的产品多为小规模基金，我们预计可能是该类基金规模较小、面临清算风险，需通过降低费率吸引更多投资者、避免退市。

图表64 存续基金管理费率的算数平均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

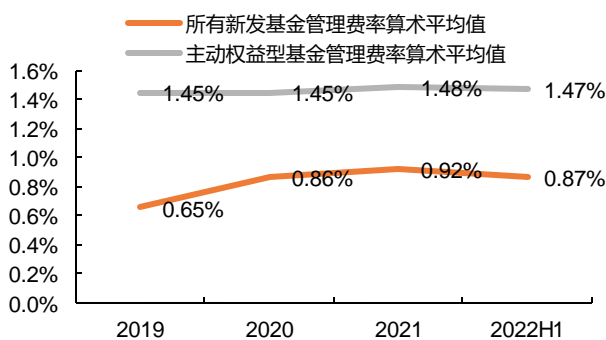
图表65 下调管理费率的基金数量占比统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

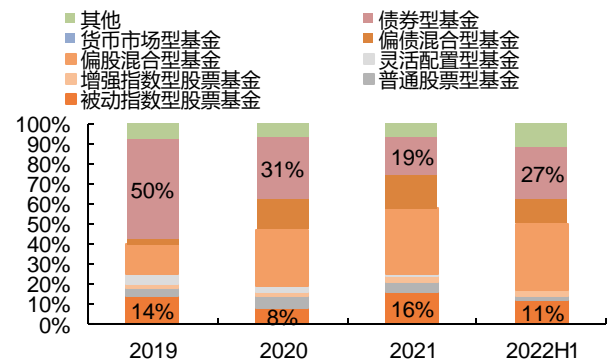
2) 新成立基金方面，2019、2020、2021、2022H1 新成立基金的平均管理费率分别为 0.65%、0.86%、0.92%、0.87%，未呈现明显的变动方向，与存量基金费率相比，除 2019 年，其余年份也未出现明显的费率下行趋势。2019 年平均管理费率显著低于其他年份，主要系当年新成立基金结构中低费率的被动指数型、货币市场型、债券型基金数量占比较高、拖累平均管理费率。而从主动权益类产品来看，新成立主动权益类基金的平均管理费率分别为 1.45%、1.45%、1.48%、1.47%，同样未出现明显的下行趋势。

图表66 新成立基金管理费率的算数平均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表67 新成立基金数量结构



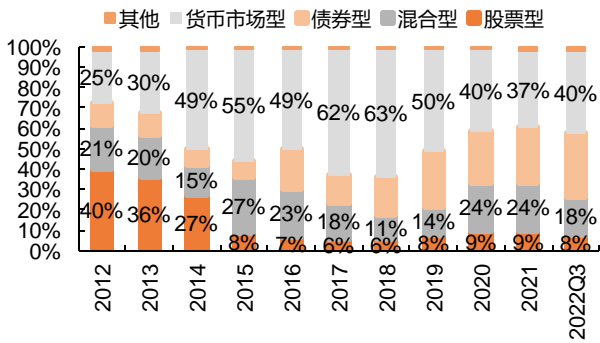
资料来源: Wind, 平安证券研究所

短期来看，费率变动对代销和资管机构的收入影响均不大：

1) 权益类基金增长空间广阔，对行业平均费率将产生向上拉动。近年来资本市场持续改革，上市公司数量及市值快速提升，因此货币市场型基金增速放缓，权益型增速明显提升，截至 2022Q3 末，货币市场型占比下降至 40%，而权益型（股票型+混合型）占比提升至 26%，但相较于美国权益型共同基金超 60% 的市场份额仍有较大的提升空间。同时，国内资本市场

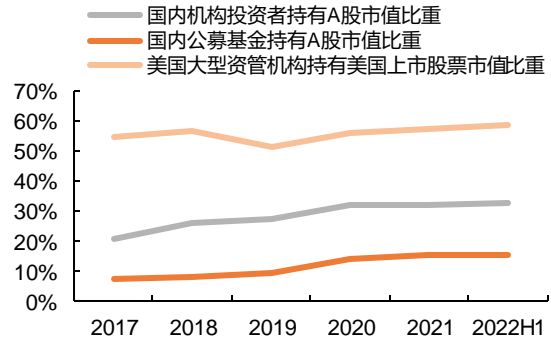
场机构化程度有所提升，公募基金持股比例持续增长，截至 2022H1 末，国内公募基金和所有机构投资者持有 A 股市值在 A 股自由流通市值中的占比仅为 15.50%、33.03%，而美国大型资管机构持有的全部上市美股市值占比达 58.70%，仍远高于国内。未来国内权益型公募基金有望持续扩容，其较高的费率也将对行业平均费率产生向上拉动。

图表68 国内公募基金结构变化（据资产净值计算）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表69 中美机构持股市值占比对比



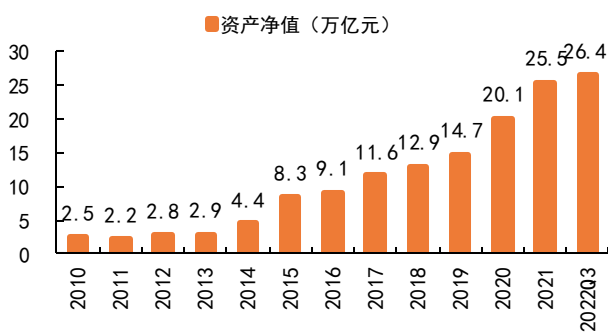
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：美国大型资管机构指投资美国资本市场且资产规模超 1 亿美元的机构投资者（包括基金公司、保险公司等）；国内机构投资者包括公募基金、外资、保险资金

2) 国内公募基金管理规模与代销渠道保有规模均快速增长，将支撑资管及代销机构业绩表现。

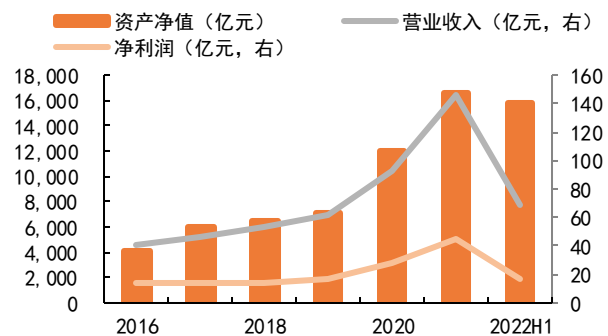
①近年来公募基金总规模迅速扩张，2020、2021 年公募基金规模同比增长 36.46%、26.92%，2022 年前三季度，尽管受市场行情的影响，公募基金增速放缓，但整体规模仍较年初保持正增，未来受益于政策支持、居民财富积累，公募基金规模有望持续增长，支撑基金公司的业绩表现，以易方达基金为例，2019-2021 年公司公募基金资产净值 3 年 CAGR 达 37.47%，营收、净利的 3 年 CAGR 也分别达到 40.01%、49.22%。

图表70 公募基金资产净值变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

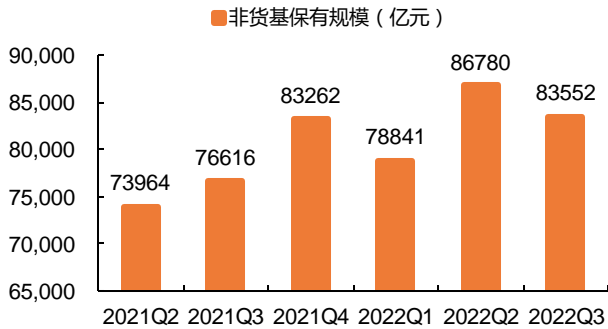
图表71 易方达基金资产净值及营业收入、净利润变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

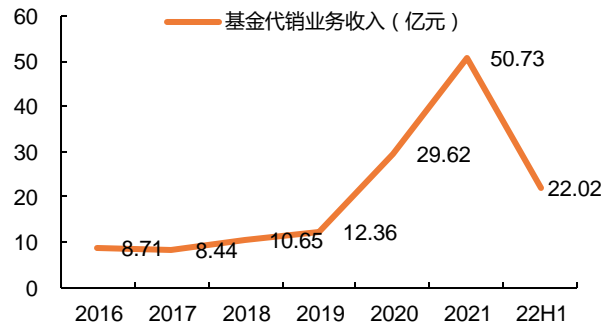
②伴随着基金市场扩容，代销渠道销售及保有规模也同样快速增长，截至 2022Q3 末保有规模前 100 的代销机构合计保有非货基规模达 8.36 万亿元，较 2021Q2 末提升 12.96%。保有规模增长是代销机构在销售费率下降背景下保证盈利能力的重要原因，以天天基金为例，天天基金权益型及非货基保有规模均排名行业第 3，2022Q2 末分别同比增长 15.02%、31.92%，2022Q3 尽管股票市场波动拖累基金销售，天天基金权益型保有规模同比下降 5.99%，但居民投资需求仍存、短期内减配权益类、增配债券类，非货基保有规模仍保持 8.49% 的正增长。2019-2021 年天天基金代销基金收入 3 年 CAGR 也达 68.23%。

图表 72 前 100 销售机构合计保有规模



资料来源: AMAC, 平安证券研究所

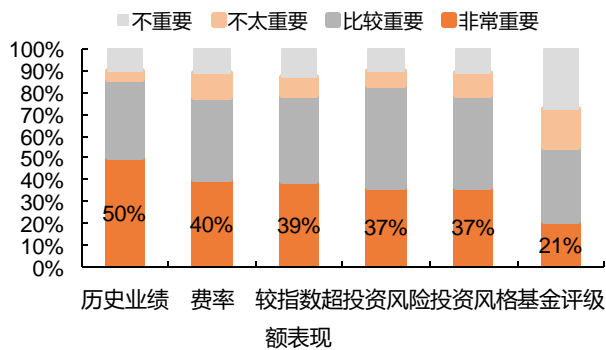
图表 73 天天基金代销收入变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

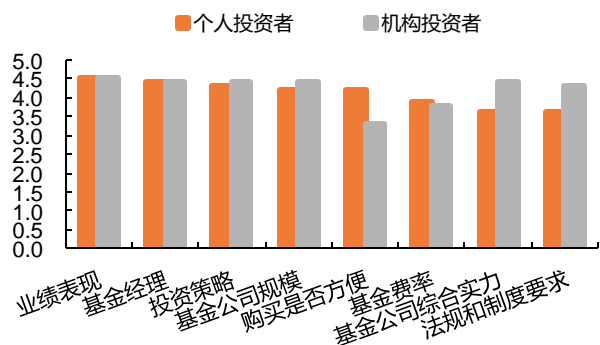
3) 国内投资者更关注基金业绩, 费率暂不是各大基金主要竞争项目。据 ICI 问卷显示, 美国个人投资者中 40% 的投资者认为费率非常重要, 仅次于认为历史业绩非常重要的投资者数量。而国内投资者对费率的重视程度较弱, 业绩表现仍是各大基金公司竞争重点。根据中基协的 2020 年投资者问卷结果显示, 目前个人及机构投资者均最注重基金业绩表现, 而基金费率的重视程度均靠后, 因此短期内费率暂不是各大基金主要竞争项目。

图表 74 美国共同基金家庭投资者考虑因素结构统计(据受调查人数统计)



资料来源: ICI, 平安证券研究所

图表 75 国内基金个人及机构投资者考虑因素(满分为 5 分)

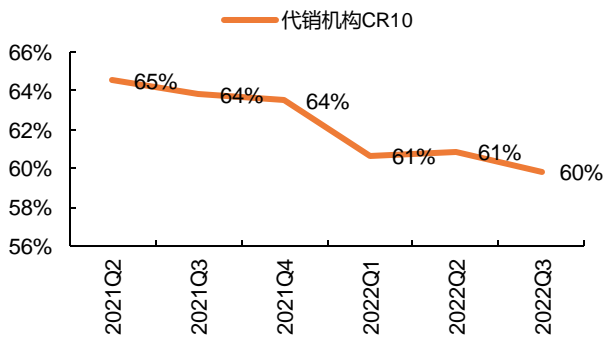


资料来源: AMAC, 平安证券研究所

4.2 长期来看, 费率下行、集中度提升是必然趋势, 头部机构应打造先发优势

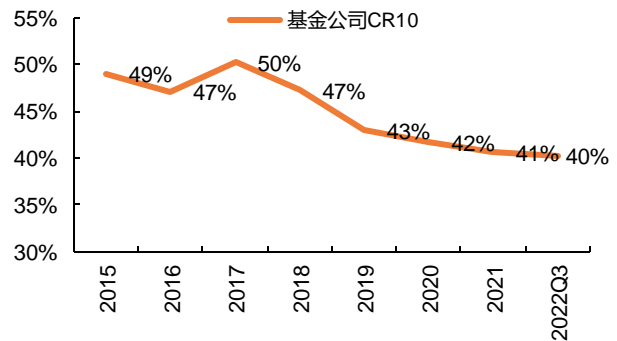
长期来看, 随着居民财富入市节奏放缓、超额收益获取趋难、基金规模效应凸显, 未来管理费率的下行、市场集中度的提升仍是必然趋势。目前国内公募基金行业仍处于增量竞争时代, 近年来代销和资管机构的行业集中度有所下行, 截至 2022Q3 末, 代销机构非货基保有规模 CR10 (保有规模前 10 的代销机构在前 100 代销机构中的规模占比) 为 59.84%, 基金公司管理资产净值 CR10 (管理资产净值前 10 的基金公司在所有基金公司中的规模占比) 为 40.20%。

图表76 国内代销机构非货基保有规模 CR10 集中度



资料来源：AMAC，平安证券研究所

图表77 国内基金公司管理资产净值 CR10 集中度



资料来源：Wind，平安证券研究所

为应对费率下行对业绩的冲击，头部代销机构和基金公司应率先布局投顾、指数等新业务，提升投资者服务能力、投研能力，进一步扩大管理资产规模，打造先发优势：

1) 代销和资管机构可提升投资者服务能力、加速买方投顾转型。目前国内代销机构也纷纷采取销售费用打折的策略竞争市场份额，以规模增长对冲费率下行。由于代销收入结构中，尾随佣金占比持续提升，驱使代销机构由原来以销售规模为重的卖方销售模式转向以保有规模为重的买方投顾模式。2019年国内公募基金投顾试点落地，打开国内买方投顾业务的大门。

借鉴嘉信理财经验，低费率的基金代销及基金管理主要为客户流量入口，而单独收费的投顾服务已成为重要收入来源。因此①已获得投顾牌照的资管或代销机构可借鉴嘉信理财经验，构建多层次投顾服务，满足不同客户需求。目前部分机构已推出基金投顾产品，主要根据不同风险偏好分为稳健、增值、激进等不同风格的几类策略供投资者选择，但多数产品仍存在重投轻顾的情况，缺少投顾专业人员对客户的长期陪伴服务。

②未获得投顾牌照的机构也可借鉴嘉信理财经验，通过筛选并提供外部投顾的方式为投资者提供买方投顾服务，并通过向外部投顾收取投顾费用分成方式盈利。目前以天天基金为代表的第三方销售平台率先推出投顾超市服务，纳入华夏基金、易方达基金等外部持牌机构的投顾产品，天天基金为外部持牌投顾提供成分基金销售服务，以此赚取交易佣金和管理费分佣。

2) 加强投研团队建设，提升基金业绩表现。①一方面，投资业绩是主动管理产品竞争的重要支撑因素，基金公司应借鉴普信集团的经验，通过短期、长期结合的完善薪酬激励制度吸引和留住人才，同时完善内部培养机制，保证投研团队经验丰富、长期稳定。此外基金公司也应完善配套的科技手段和风控制度，辅助投资人员提升投资的效率与准确性。②另一方面，随着市场有效性的提升，以指数型产品和ETF为代表的被动投资将吸引更多资金，基金公司应加强指数研究能力和管理能力，降低偏离度和跟踪误差，进一步丰富指数产品线。

3) 管理费率中枢下移是长期大势所趋，资管机构应进一步扩大规模，以规模对冲费率下行。具体来看：

①提升成本管控能力，支撑低费率策略。借鉴贝莱德经验，除了资管规模扩大带来的成本摊销之外，严格控制营业成本也是贯彻低费率、进一步竞争资管规模的重要前提，基金公司可以提升内部管理能力、利用科技赋能等手段降低管理费率。

②持续创新与丰富产品体系，吸引更多资金。借鉴贝莱德和嘉信理财经验，丰富的产品和服务体系是满足不同投资者多元需求的重要前提，资管机构应提升产品创设能力，打造更多创新产品。

五、投资建议和风险提示

5.1 投资建议

短期来看，公募基金规模快速扩张、高费率权益型产品仍有较大增长空间，费率变动对资管及代销机构收入的影响不大；长期来看，政策支持、居民需求驱动，财富管理业务仍是各类金融机构转型的大势所趋，借鉴美国经验，规模增长及投顾等增值服务将有效对冲费率下行对金融机构业绩的影响。因此建议关注具备渠道优势的互联网财富管理特色券商东方财富，兼具产品和服务优势的龙头券商中信证券、中金公司，以及旗下公募基金规模优势显著的特色券商广发证券。

5.2 风险提示

- 1) **基金费率超预期下行。**代销及资管机构的收入与产品申购费率、管理费率等息息相关，如果此类机构超预期下调基金费率，将显著影响其商业模式和盈利能力。
- 2) **资管行业竞争空前加剧。**资管机构具备较强头部效应，行业集中度提升是必然趋势，如果短期内资管行业竞争空前加剧，基金费率可能被较大幅度下调，影响资管机构业绩。
- 3) **权益市场大幅波动，市场交投活跃度下滑。**资产管理、基金销售等业务与市场行情和投资者交易情绪有关，如果市场表现低迷、交易量持续下行，将影响财富管理相关业务的推进。
- 4) **疫情超预期蔓延及宏观经济下行风险。**财富管理业务受宏观经济影响较大，若疫情超预期蔓延、宏观经济增速放缓，可能影响居民财富积累和投资风险偏好。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033