

从资本集团看海外主动资管组织进化

华泰研究

2022 年 1 月 26 日 | 中国内地

专题研究

资本集团：长期主义立身，制度创新引领，三位一体协同

对于资管行业，主动管理犹如圣杯，公募基金群雄逐鹿，探寻长期致胜之道。鉴于往事，资于治道，美国基金行业历经百年征程，头部机构已探索成熟主动管理模式。资本集团以长期主义为战略内核、多元基金经理制度等创新为经营基石，打造股东、员工与客户利益协同的三位一体机制，管理基金规模持续增长，2020 年末总 AUM 超 2.4 万亿美元，其中权益超 1.6 万亿美元；产品收益率在过去数十年显著跑赢指数基准，年化超额收益约 1%-3%，是主动权益公募典范。本篇报告是资管长青系列二，通过资本集团基于长期主义自上而下推动管理与组织迭代升级，借鉴美国主动管理公募发展之道。

长期主义根植文化，自上而下组织创新

深究资本集团竞争力来源，是注入基因、由内而外的长期主义，叠加自上而下、持续迭代的机制创新。1) 长期主义内核根植于文化：创始人信奉价值投资、为人谦逊，以独立、秉持长期视角经营；2) 自上而下的稳定机制和组织创新：完全由员工持股的私有股权架构+AB 股设计掌握控制权+股份售回机制；扁平化组织架构、多元基金经理制度创新、灵活职业路径选择和长周期考核体系，使得组织高度稳定且具有创新活力；3) 股东、员工、客户长期利益统一：员工持股实现利益高度融合，基金经理持有份额推动激励与产品表现深度绑定，低费率、低波动、高回报的产品业绩表现构建与客户的紧密纽带。

员工持股绑定利益，开拓多元基金经理制度

公司保持私有架构，2020 年末全部股权由 400 余人组成的集体持有，包括投资研究和业务领域的核心关键员工，最高持股比例不超过 2.5%；同时建立 AB 股架构和合理股权回流机制，保持股权结构的稳定性，奠定长期稳健经营的制度基础。上世纪 50 年代引入多元基金经理制度，将基金产品拆分授予多位基金经理管理，避免明星基金经理衍生问题、激励机制和薪酬体系清晰、突破大型基金管理障碍。该体系称为“资本系统”，概念理解较易，但融合组织管理与技术设施壁垒，是同业看得懂但难以学会的壁垒。

扁平化组织架构，高自由度晋升路径

资本集团构建扁平组织架构，力求相互尊重、共同发展，有力催生创新思想，保持公司长期活力，也避免明星基金经理的衍生问题。晋升机制与人才梯队培养方面，弱化等级制度、提供弹性的调整机制和自由度较高的职业选择路径。从投资经理培养体系来看，基金产品中 20% 由分析师团队管理，提升分析师实操经验，完善人才梯队建设。

秉持价值投资理念，产品费率低复普高

资本集团贯彻创始人理念，秉承着对公司进行深入的研究作为投资的基础，旗下基金产品换手率显著低于行业平均水平，1976 年-2016 年间处于 20%-30% 左右波动，互联网泡沫时期也未超过 40%，而同业均超 50%。旗下基金产品体现出独立设计、高规模、低费率的特征，产品业绩表现具备高回报、较强的下行风险抵御能力、较弱的业绩波动等优势，为客户提供长期稳健回报。

风险提示：市场景气度下行、经济下行持续时间超预期。

证券

多元金融

增持 (维持)

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843

沈娟

shenjuan@htsc.com
+86-755-23952763

研究员

SAC No. S0570521080002
SFC No. BRC044

王可

wangke015604@htsc.com
+86-21-38476725

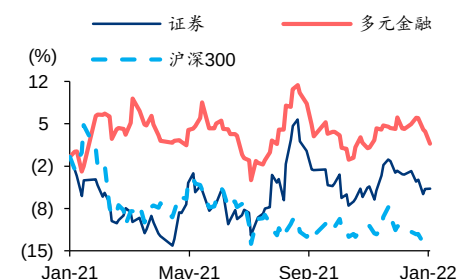
联系人

SAC No. S0570120120029
SFC No. BRZ146

汪煜

wangyu017005@htsc.com

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

正文目录

引言	3
美国资管：基业长青，百舸争流.....	4
发展历程：全球最大公募市场，激荡百年改革创新	4
行业结构：股票基金占比过半，家庭型投资者主导	5
竞争格局：头部机构份额提升，管理费率持续下行	5
资本集团：长期主义立身之本，三位一体多元协同.....	7
公司概况：激荡九十余载，美国最大主动权益公募	7
发展历程：创始人引领创新，奠定战略基调和文化氛围	7
管理规模：权益 AUM1.6 万亿，零售客户占比逾 60%.....	8
业绩表现：基金具数十年历史，长周期大幅跑赢基准	10
竞争优势：长期主义内核引领发展，贯通治理机制与管理体系	11
股权结构：保持私有股权架构，员工持股绑定利益.....	11
管理体系：多元基金经理机制，竞争壁垒重要来源.....	12
组织架构：构建扁平组织体系，催生创新思想理念.....	14
晋升机制：高自由度晋升路径，完善人才梯队建设.....	15
投研文化：秉持价值投资理念，换手显著低于行业.....	16
产品策略：低费率叠加高夏普，抵御风险能力突出.....	17
风险提示.....	18

引言

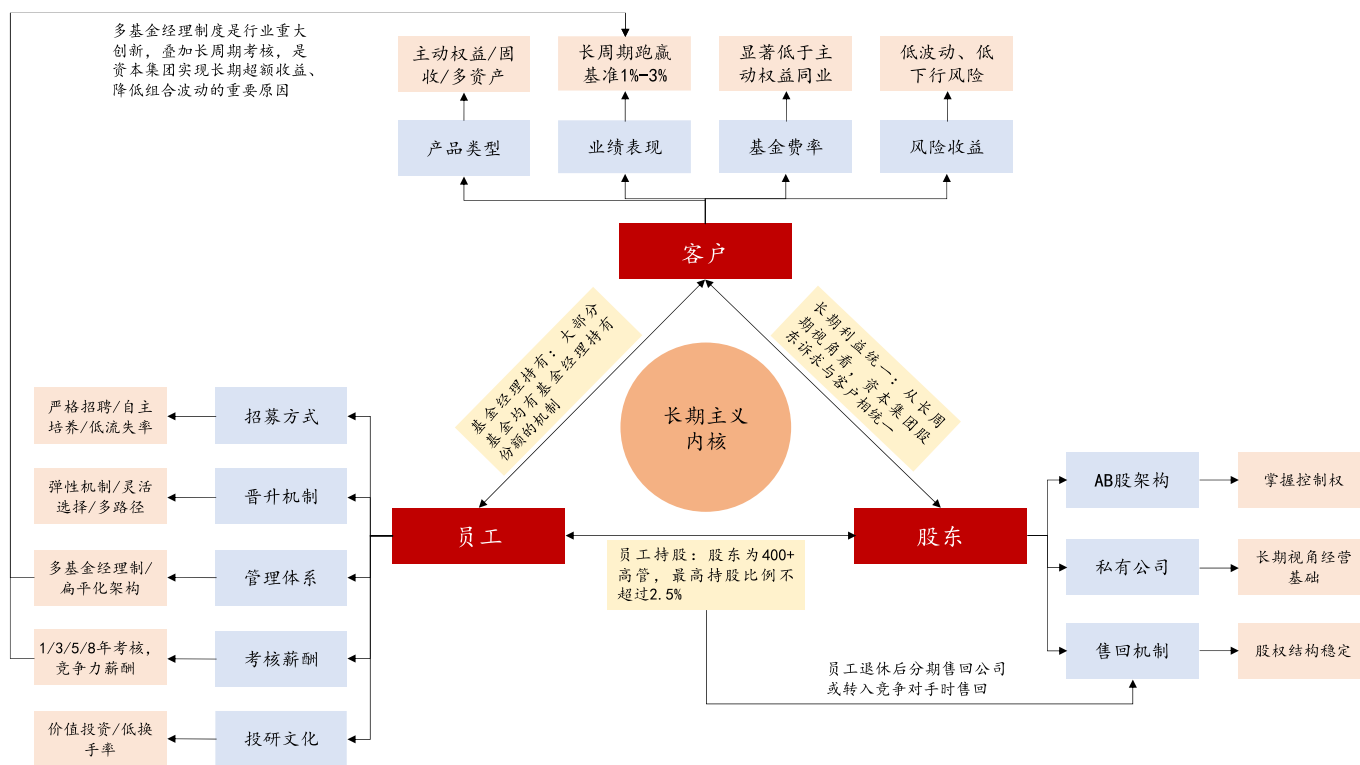
从资本集团看美国公募基金长青之道，以长期主义为战略内核、制度创新为经营基石，打造股东、员工与客户利益协同的三位一体机制。资本集团是美国公募基金管理典范，在主动管理 VS 被动管理基金的长期之争中，资本集团主动管理基金规模持续增长，产品收益率在过去数十年显著跑赢指数基准。究其竞争力来源，是注入基因、由内而外的长期主义，叠加自上而下、持续迭代的机制创新。

1) 长期主义内核根植于文化：创始人精于数学、信奉价值投资、为人谦逊，以独立、秉持长期视角经营，奠定发展基调；完善的传承机制推动文化底蕴一脉相承。

2) 自上而下的稳定机制和组织创新：完全由员工持股的私有股权架构+AB股设计掌握控制权+股份售回机制，是资本集团维系长期价值文化、独立经营战略、稳定的投研体系的重要基石。扁平化组织架构、多元基金经理制度创新、灵活职业路径选择和长周期考核体系，使得组织高度稳定且具有创新活力，是核心竞争力的重要来源。

3) 股东、员工、客户长期利益统一，达成三位一体的高效协同：员工持股实现利益高度融合，基金经理持有份额推动激励与产品表现深度绑定，低费率、低波动、高回报的产品业绩表现构建与客户的紧密纽带。

图表1：资本集团核心竞争力解析



资料来源：资本集团官网，华泰研究

美国资管：基业长青，百舸争流

鉴于往事，资于治道。回眸美国基金业近百年激荡岁月，行业伴随经济体量增长、市场风云变迁和和金融创新脉络而逐步崛起、改革创新，大量成熟的资管模式涌现。美国基金行业的成功经验，值得我国基金行业前行道路上进行借鉴。

发展历程：全球最大公募市场，激荡百年改革创新

美国拥有全球最大的基金市场，在全球金融市场上占据重要角色。美国基金市场发展历时近百年，可以大致分为下表五个阶段：萌芽期（1924-1940 年）、成长期（1941-1970 年）、调整期（1971-1980 年）、快速发展期（1981-2000 年）和多元发展期（2001 年至今），追溯历史，行业发展经历三大拐点：**1）经济滞涨+利率管制**：1972 至 1980 年期间，货币基金表现强势，一方面因为美国经济出现滞涨，股市陷入熊市盘整期，股票基金规模大幅缩水，资金有避险需求；另一方面，由于美国“Q 条例”设置了存款上限，利率管制带来可观的存贷利差，货币市场投资工具迎来发展。**2）利率市场化**：1981 年至 1987 年期间，债券基金份额提升挤占了部分货基份额，主要受利率市场化影响：美国存款利率市场化完成于 1986 年，利率下行过程中货基吸引力下降、债券价格提升，导致部分货基需求被债基置换；此外“Q 条例”的逐步取消和存款机构货币市场存款账户（MMDA）的加入使得货基竞争环境更加激烈，货基告别高速增长时代。**3）养老金计划与股市发展良性循环**：1990 至 2000 期间，股票基金快速扩张，并于 1993 年重回规模主导地位。1970s《雇员退休收入保障法案》、《国内税收法》先后落地，从税收优惠的角度推动了 IRAs 和 DC 计划等补充型养老金迅速发展。1980s 美国经济增长强势，通胀相对温和，股市逐渐进入黄金发展期，吸引养老金增持权益资产，为股市提供了大量长期属性的增量资金，进一步支持了股市发展，股票基金规模随之快速扩张。

图表2：美国基金市场发展历程

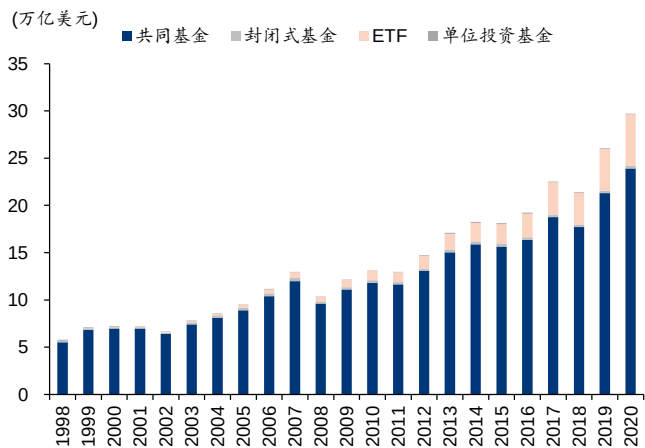
阶段	背景	发展特点
萌芽期：1924 至 1940 年 从无到有、有序发展	在分散化的银行体系下，美国股票市场迅速发展，个人投资者受逐利动机与风险意识驱动寻求专业投资服务，催生基金市场。 1930s 金融大萧条后金融市场管制增加，《1936 年税收法》、《1940 年投资公司法》等法律建设为共同基金繁荣发展打下基础	美国共同基金于 1920s 正式诞生，并在 1960s 逐渐普及。该阶段共同基金主要投资于股票，此外大部分基金管理公司为小型企业，销售基本依靠有前端销售手续费的经纪商-交易商； 初期以封闭基金为主导，大萧条期间因反向杠杆化和份额价格折扣，封闭基金亏损严重，投资者转而投向共同基金，1944 年共同基金资产规模超过封闭基金。
成长期：1941 至 1970 年 股市长牛促股基发展	1941-1970 年股市长牛 30 年，股票基金成为共同基金规模上涨的主要驱动因素。 保险公司开始进入共同基金行业并逐渐成为行业主力（占 15%）	共同基金规模迅速扩张：自 1940 年至 1970 年，基金数量从 68 个增长至 361 个，资产从 4.5 亿美元上涨至 480 亿美元； 该阶段股票投资仍为主导（超 90%），但创新产品如债券基金、平衡基金、国际基金和专业基金等开始出现；基金产品销售仍依赖经纪商-交易商模式（占 73%）。
调整期：1971 至 1980 年 熊市下货基迎大发展	美国发生严重通货膨胀，股票市场长期熊市盘整，股票基金资产缩水； 受 Q 条例影响，存款利率上限为 4.5%-4.75%，而贷款利率在 10% 以上，存贷利差带来货币市场的投资机会，商业票据和可转让存单等各类货币市场工具逐步繁荣，但普通投资者仍达不到购买门槛，催生货币市场基金。	股票基金资产由 1972 年的 560 亿美元下跌至 1974 年的 310 亿美元，且基金在历史上首次出现净赎回。 1972 年货币市场基金诞生，规模快速增长，从 1974 年的不到 20 亿美元上升至 1980 年 760 亿美元，并于 1979 年超过股票基金，在 1979-1992 年期间维持最大基金地位。货币市场基金投资于财政债券、大额存款凭证和其它短期金融工具，普通投资者通过认购该类基金可以间接参与货币市场、享受利率价差收益。
快速发展：1981 至 2000 年 共同基金规模二十年 10 倍	美国经济增长强势，通胀温和，股市进入黄金时期； 401K 计划与 IRAs 为代表的养老金入市给美国股票市场带来大量新增资金，与股市形成良性循环； 利率市场化进入下半场，立法分阶段废除 Q 条例，1986 年存款利率市场化基本完成。	股票基金快速扩张，1993 年重新超过货币市场基金 5653 亿美元的净资产规模，达 7407 亿美元，资产份额达 35.78%，1999 年突破 4 万亿大关，当年股票基金占全部基金资产的比例达历史最高水平（59.04%）。 利率下行使货币基金的吸引力下降、债券价格上涨，加上金融创新解绑，债券型投资工具进一步丰富，债券型基金规模和占比在 1981-1986 期间一度持续提升。
多元发展：2001-至今 基金市场全球化、多元化发展	经济全球化稳步推进，此外量化、高频交易等技术进一步发展，也为基金行业创新奠定基础。	共同基金国际化进程显著加快，金融科技助力基金市场线上化发展。 ETF 作为对冲、套利和资产配置的理想工具，发展十分迅速，1999 年末规模约 340 亿美元，截至 2020 年底，规模近 5.49 万亿美元。 共同基金费率降低，2000 至 2020 年，股票基金的费率从 0.99% 下降到 0.50%，混合型基金从 0.89% 下降到 0.59%，债券型从 0.76% 下降到 0.42%。

资料来源：ICI，华泰证券

行业结构：股票基金占比过半，家庭型投资者主导

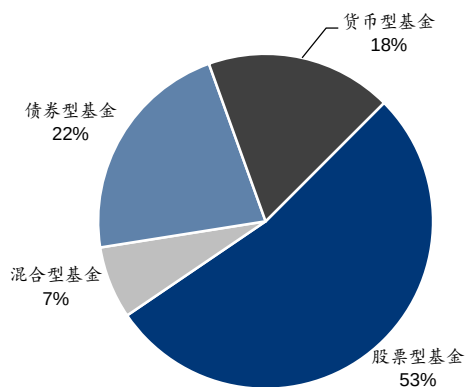
股票型基金为主导，规模占比逾 50%。按 ICI 统计口径，美国基金产品包括共同基金、封闭式基金、ETF、单位信托等四大品类，是美国股票市场、商业票据和市政债的最大投资者。根据 2021 年度 ICI 报告，截至 2020 年，美国注册制共同基金总资产高达 23.9 万亿美元，占全球公募资产的 46%。美国共同基金的主体为长期基金，其中股票型基金占比最高，占全美共同基金规模的 53%，债券型基金占 22%，货币市场基金、混合型基金与其他类型基金占 25%。

图表3：美国基金市场产品规模



资料来源：ICI，华泰研究

图表4：2020年末美国共同基金结构

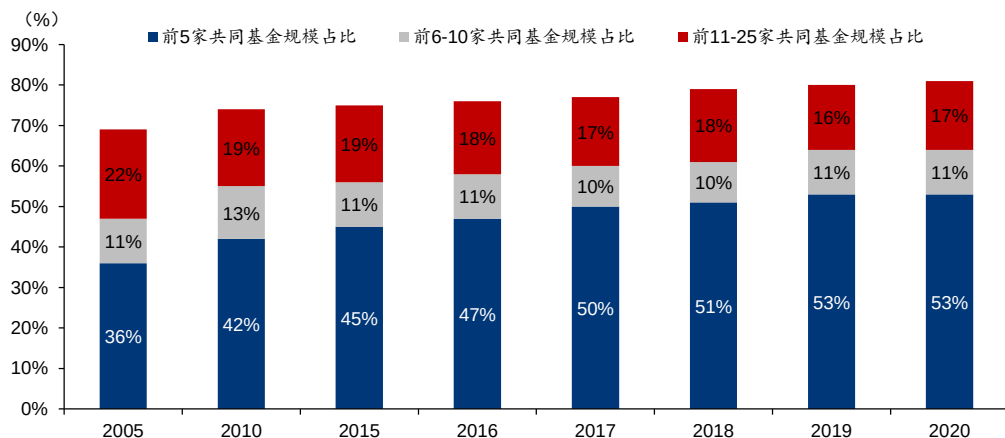


资料来源：ICI，华泰研究

家庭型投资者为主导，纯机构投资者仅占少数。2020 年末，美国共同基金资产净额达 23.9 万亿美元，其中家庭型投资者稳占主导，持有其中 21.2 万亿美元的资产，占比高达 89%。需要注意的是，美国家庭型投资者并非进行散户投资，而主要通过投资机构进行基金投资。其中，长期共同基金资产投资者中，家庭型零售投资者占比更高，比例高达 94%，同时，美国家庭型投资者也持有很高规模的货币市场基金，净值达 2.7 万亿美元。与之相比，金融机构、非金融机构与非营利组织等机构型投资者在基金市场中的投资规模则较小。截至 2020 年末，纯机构型投资者仅持有共同基金市场 11% 的资产规模。

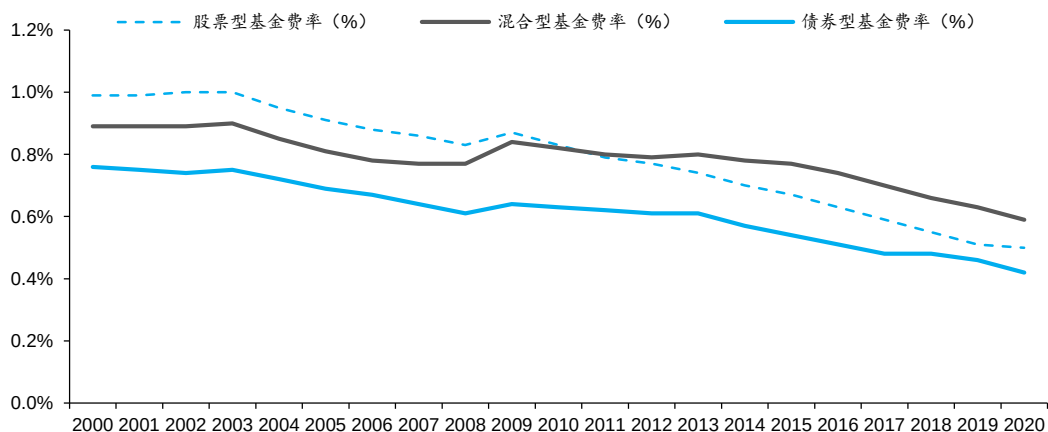
竞争格局：头部机构份额提升，管理费率持续下行

巨头持续稳定增长，中型基金资产规模占市场规模比重下降。美国基金市场中基金数目与净资产规模均趋稳，但增速放缓。这一现象主要有两方面原因，一方面，市场新参与者数量增长趋缓、清算基金增加；另一方面则因为基金巨头管理的共同基金、ETF 基金资产集中度提升。2005 年至 2020 年，前 5 大共同基金巨头管理资产规模占全行业的比例由 36% 上升至 53%，第 6 至第 10 大基金公司管理资产规模占比稳定在 10%-13% 区间，而排名前 11 至前 25 基金公司管理资产规模占比则由 22% 逐年缩小至 17%。

图表5：近年来美国大型共同基金规模占比

资料来源：ICI，华泰研究

行业费率竞争较为激烈，共同基金管理费率持续降低。2000年到2020年，股票基金的费率从0.99%下降到0.50%，混合型基金从0.89%下降到0.59%，债券型从0.76%下降到0.42%，主要系指数基金费率较低，指数基金规模的扩大（从1997年的1700亿美元到2011年的1万亿美元）拉低了费率平均水平，叠加较多的长期投资的基金（主要是机构投资者和退休养老计划账户）转向购买无申购赎回费的份额所致。

图表6：2000-2020年以来美国基金产品的费率逐渐下降

资料来源：ICI，华泰研究

资本集团：长期主义立身之本，三位一体多元协同

公司概况：激荡九十余载，美国最大主动权益公募

发展历程：创始人引领创新，奠定战略基调和文化氛围

资本集团经营逾九十余载，核心创始人引领多轮制度和产品创新，奠定发展根基。资本集团成立于1931年，目前已有90多年发展历史，创始人为乔纳森-贝尔-洛夫莱斯(Jonathan Bell Lovelace)，其投资理念和管理方式成为资本集团文化重要组成部分：注重长期、高度关注创新及创新者、始终如一高标准要求、坚持以充分论证为基础的稳健投资、珍视人才以及组合人才效应、重视为投资者服务。在创始人和核心管理层的引领下，资本集团引领多轮制度和产品创新：**1) 销售模式**，1950年资本集团决定通过股票经纪人出售基金，促进投资者通过金融专业人士持续的投资建议中受益。**2) 基金管理制度**，1958年建立多元基金经理制度，开创行业先河，用多名不同专业方向和行业资历基金经理来管理一只基金的方式，提升投资组合的多样化。**3) 服务体系**，1968年建立美国基金服务公司，为股东创造高标准服务。**4) 销售渠道**，1988年集团率先实行12(b)-1费用，以基于经纪人手中资本集团基金资产的0.25%作为年费，鼓励经纪人留存老客户而不是赎回买新。

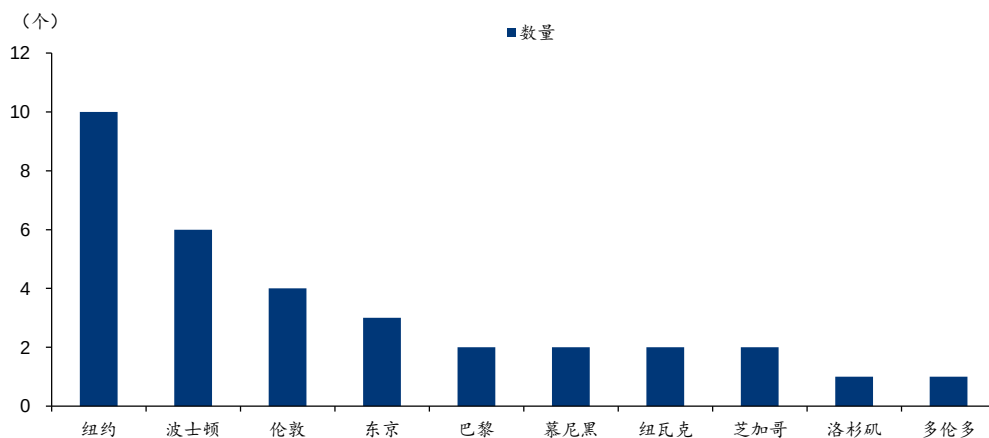
图表7：资本集团发展主要时间线

年份	事件
1931	乔纳森-贝尔-洛夫莱斯 (JBL) 在洛杉矶创立资本集团(Capital Group)
1934	收购美国投资公司，也成为第一支资本集团的基金——美国基金 (American Funds)
1943	开设纽约办事处
1950	公司决定只通过股票经纪人公司销售美国基金，制度沿用至今
1953	通过投资荷兰皇家石油公司,公司成为首家投资海外市场的美国公司
1958	在创始人儿子乔恩-洛夫莱斯支持下，建立多元顾问制管理投资组合
1962	公司首个海外办事处在日内瓦成立
1965	建立首个北美以外市场的股票指数 Morgan Stanley Capital International S.A. indices
1966	AUM 首次突破 10 亿美元
1968	公司为大型机构客户管理资产，并建立美国基金服务公司达到高标准股东服务
1974	开始 Capital Group Private Clients Services 服务于高净值客户，现在成为了一个部门
1978	开始为美国机构客户管理其在美国外资产
1979	创始人 JBL 离世，享年 84 岁
1979-1983	相继开设伦敦、东京、香港办事处
1983	在加利福尼亚南部创立第一个美国基金投资者服务中心
1986	应世界银行的号召，首创新兴市场成长基金
1988	实行 12b-1 费用，鼓励股票经纪人留住投资人资金
1997	设立官网 americanfunds.com，至今仍在用
2000	开始为加拿大的个人投资者提供服务
2002	美国基金拓展退休养老金市场和 529 大学入学储蓄计划
2003	开始为欧洲个人投资者服务
2008-2009	在孟买和北京开设办事处（2020 年北京办事处迁移至上海）
2011	在澳大利亚悉尼开设首个永久办事处
2012	创建包含八种导向的美国基金投资组合(American Fund Portfolio Series)
2012-2015	开设多个海外办事处位于：卢森堡、米兰、苏黎世、圣保罗、马德里、法兰克福
2016	美国基金建立三支债券型基金，并创立 Capital Ideas,为投顾和中介提供投资建议
2018	认证成为欧洲前 40 大资产管理公司，同时发型 ABLEAmerica 账户和目标日期组合信托
2021	购买加密货币代理公司 MicroStrategy, 12.2%的股份，成为最大股东

资料来源：资本集团官网，查尔斯·埃利斯《长线——资本集团成功之道》2016.07，华泰研究

灵魂创始人奠定公司深度研究的投资基调、重视长期的战略方向、谦虚平等的文化氛围。创始人洛夫莱斯在一战服役期间便展现出较强的数学天赋，通过计算解决了击打快速移动目标的难题。战争结束后应战友麦克龙邀请出任股票经纪公司研究统计员，在此过程中坚持价值分析的投资策略。1929年，在市场对美国股市的一片看好下冷静地卖出大部分股票，躲过后续股灾的冲击。1931年，洛夫莱斯在洛杉矶创办了小型投资公司，主要从事金融资讯、专家证人和股票估价业务。洛夫莱斯独立思考、不随大流、为人谦逊，奠定了资本集团深度研究的投资基调、重视长期的战略方向、谦虚平等的文化氛围：1) 其对基础研究有足够高的重视，将调查和长期估值的观点相结合，通过对投资价值充分且有创新意义的调查研究确立公司的长期价值；2) 其奉行从长期视角评价员工，能接受员工短期性的错误，并认为是投资管理中的一部分，给予员工合理的自由度，为公司连续的优质管理提供了必要基础，并且提升了员工的留存率；3) 对市场有独立的认识和理解。此外，从公司的选址也能看出其独特性，IPE口径的2020年末前50大的资管机构中，总部主要集中在美国金融发达城市纽约、波士顿，而仅有资本集团一家选择坐落于洛杉矶，可见其创始人性格的独特之处。

图表8：前50大资管机构总部的城市分布



注：选取 IPE 口径 2020 年排名前 50 大的资管机构

资料来源：IPE，华泰研究

管理规模：权益 AUM1.6 万亿，零售客户占比逾 60%

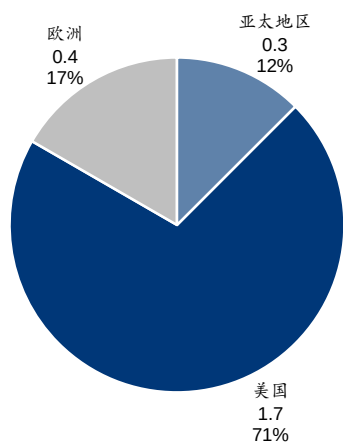
公司 AUM 超 2.4 万亿美元，以主动权益型基金为主，最高单只基金规模约 3000 亿美元，辅以固收基金、多资产基金。根据公司官网文件披露，截至 2020 年末，公司总管理规模突破 2.4 万亿美元，旗下基金覆盖范围较广，包括美国、欧洲、亚洲等地区的基金，产品类型主要包括主动权益、固收类和多资产基金。公司主动权益公募基金少而精，根据公司官网披露，截至 21 年末共 17 只权益公募基金，合计规模约 1.6 万亿美元，其中规模最大的基金为美国成长基金，成立于 1973 年，规模为 2921 亿美元。从产品特性看，基金成立年限均较长、费率较低，中长期回报较为稳健，年换手率较低（20%-30%左右），持仓分散度较高（前十大持仓占比合计约 20%-30%左右）。在前三大持仓行业方面，基本为信息技术、非必需消费品、卫生保健、金融等行业，较为稳定。

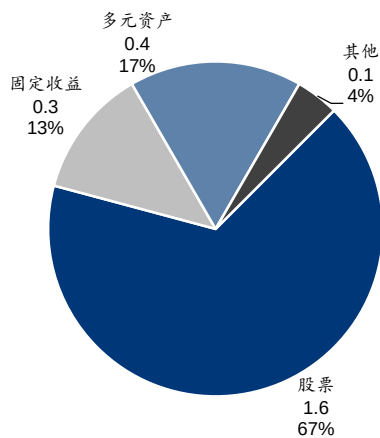
图表9： 资本集团权益型公募基金一览（截至 2021 年末）

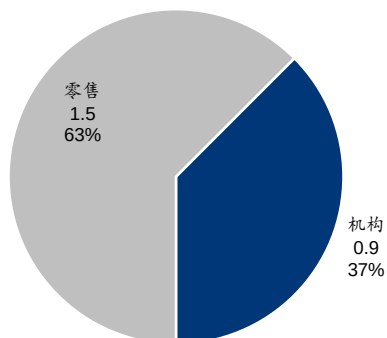
中文名称	成立日期	基金规模 (百万美元)	费率	1 年回报	5 年回报 (年化)	10 年回报 (年化)	持仓数量	换手率 (2021)	投资经理数量	前十大持仓 合计占比
美国成长基金	1973 年 12 月 1 日	292,071	0.30%	19.69%	21.26%	18.31%	394	24%	13	38.90%
欧洲太平洋成长基金	1984 年 4 月 16 日	186,289	0.46%	2.84%	12.87%	10.01%	375	32%	11	21.30%
华盛顿共同投资者基金	1952 年 7 月 31 日	170,348	0.27%	28.89%	15.53%	14.59%	175	24%	9	33.00%
新视角基金	1973 年 3 月 13 日	148,904	0.41%	18.09%	20.28%	15.81%	293	22%	9	29.40%
基本面投资者	1978 年 8 月 1 日	135,690	0.28%	22.87%	16.02%	15.35%	313	48%	7	26.60%
资本世界增长和收入基金	1993 年 3 月 26 日	127,255	0.42%	15.15%	13.55%	11.96%	329	32%	7	22.50%
美国投资公司	1934 年 1 月 1 日	125,719	0.27%	25.41%	15.16%	14.83%	176	39%	9	38.50%
AMCAP 基金	1967 年 5 月 1 日	93,840	0.34%	24.07%	18.20%	16.42%	220	35%	8	32.90%
美国共同基金	1950 年 2 月 21 日	87,987	0.27%	25.34%	13.26%	13.01%	167	23%	8	25.10%
全球小盘股基金	1990 年 4 月 30 日	82,199	0.65%	10.67%	18.24%	15.17%	894	30%	18	8.50%
新世界基金	1999 年 6 月 17 日	59,868	0.57%	5.12%	14.58%	9.59%	422	32%	13	17.50%
新经济基金	1983 年 12 月 1 日	35,176	0.41%	12.28%	19.83%	17.36%	250	28%	7	27.40%
国际增长和收入基金	2008 年 10 月 1 日	17,182	0.54%	10.12%	10.55%	7.90%	259	23%	7	20.40%
美国基金全球洞察基金	2011 年 4 月 1 日	9,166	0.47%	13.91%	15.43%	12.38%	176	6%	5	18.10%
美国发展中世界增长和收入基金	2014 年 2 月 3 日	2,988	0.84%	0.82%	8.87%	4.96%	135	32%	3	28.40%
新兴市场成长基金	1986 年 5 月 30 日	2,041	0.91%	-0.71%	12.40%	5.83%	158	35%	3	28.20%
美国基金国际优势基金	2011 年 4 月 1 日	1,278	0.71%	9.58%	13.71%	9.47%	110	11%	4	24.90%

资料来源：资本集团官网，华泰研究

结构上看，公司 AUM 主要集中于美国，以零售客户资产为主。截至 2020 年末，公司 AUM 分布结构：1) 从地域分布看，美国/欧洲/亚太地区资产分别为 1.7/0.4/0.3 万亿美元，占比分别为 71%/17%/12%；2) 从资产类别看，股票/多元资产/固定收益资产分别为 1.6/0.4/0.3 万亿美元，占比分别为 67%/17%/13%；3) 从客户类型看，零售/机构客户分别为 1.5/0.9 万亿美元，占比分别为 63%/37%。

图表10： 按投资地域划分的资产管理规模及占比（万亿美元）

 注：数据截至 2020 年 12 月 31 日
 资料来源：资本集团官网，华泰研究

图表11： 按资产类别划分的资产管理规模及占比（万亿美元）

 注：数据截至 2020 年 12 月 31 日
 资料来源：资本集团官网，华泰研究

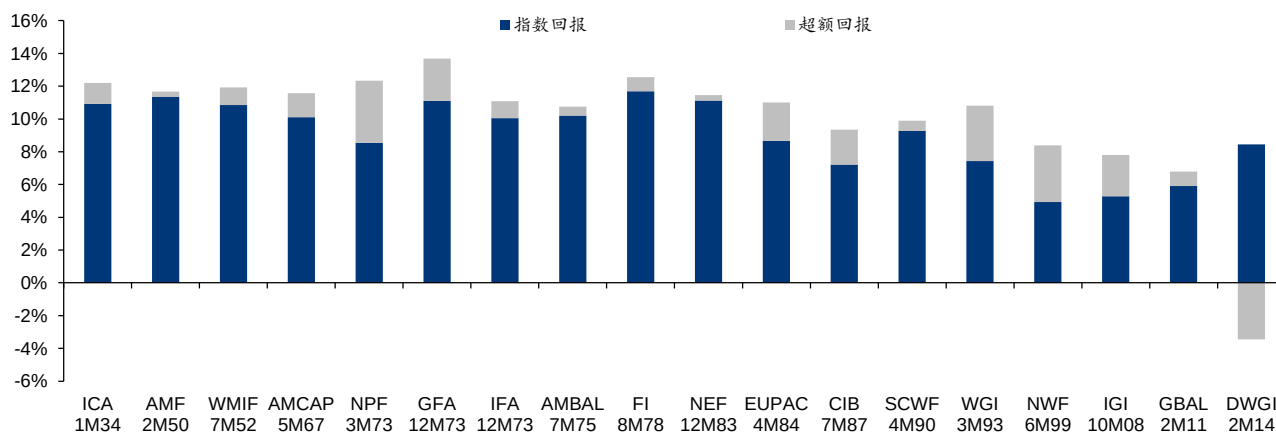
图表12：按客户类型划分的资产管理规模及占比（万亿美元）


注：数据截至 2020 年 12 月 31 日

资料来源：资本集团官网，华泰研究

业绩表现：基金具数十年历史，长周期大幅跑赢基准

资本集团旗下权益基金均能在长周期内跑赢指数基准。根据资本集团官网，公司旗下美元权益型基金，基本均能在长周期内跑赢指数，不同基金年均回报大约在 10%-13% 之间，年均超额回报在 1%-3% 左右。考虑到公司旗下基金运作时间较长，该超额收益是较为显著的经营成绩。其中，成立时间最久的如 ICA 基金，1934 年成立，年均超额回报为 1.27%；超额回报最高的为 1973 年成立的 NPF 基金，年均超额收益高达 3.79%。

图表13：资本集团美元权益型基金超额回报率


注：回报率=基准指数的年均回报率+基金的年均超额回报率（按资产净值计算），统计时间从基金成立（上图已标注，如 1M34 为 1934 年 1 月）到 2017 年底，该结果未扣除销售费用

资料来源：资本集团官网，华泰研究

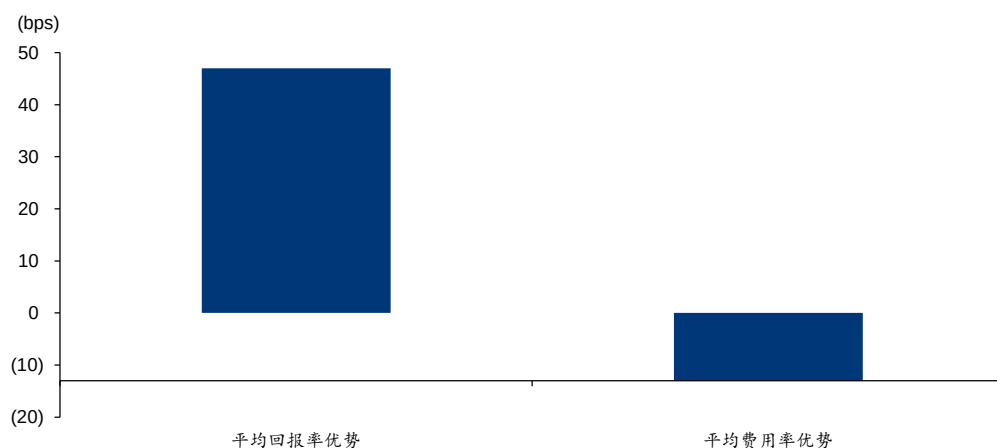
竞争优势：长期主义内核引领发展，贯通治理机制与管理体系

股权结构：保持私有股权架构，员工持股绑定利益

公司保持私有，全部由员工持股，奠定优质公司治理和管理体系的基础。一般而言，资管公司治理具有一定的特殊性，不同于一般企业的公司治理，资产管理公司是以人力资本为主要资本形态的行业，对资本金的要求不高，运作的主要是投资者的委托资产和人力资源。而股权结构决定公司治理机制和管理体系，不稳定的股权结构、频繁的变动交易，不利于资管公司长期管理体系的发展。资本集团在股权架构上保持私有，根据公司披露，截至 2020 年末，**资本集团全部股权由 400 余人组成的集体持有，包括投资研究和业务领域的核心关键员工（部分近期退休），其中没有员工持股比例超过 2.5%。**正因为公司是私人公司，进而可以用长期的思维经营，不需要通过妥协、裁员或者调整薪酬体系方法来提高短期利润和满足股东诉求。举例而言，在行业较为低迷、公司经营遇到困难时，资本集团甚至持续扩张团队、采取较为进取的经营策略，很大程度上得益于私有和稳定的股权架构。

根据晨星，私有股权架构的美国基金公司在回报率和费用率上有一定优势。晨星曾根据 1997-2016 年的基金回报率、费用率数据进行统计分析，私有股权结构基金相比公共股权结构基金，年平均回报率高出 47bps、年平均费用率低 13bps，充分体现出私有股权结构基金在经营上的优势。

图表14： 私有股权结构基金相比公共股权结构基金的平均回报率及平均费用率优势

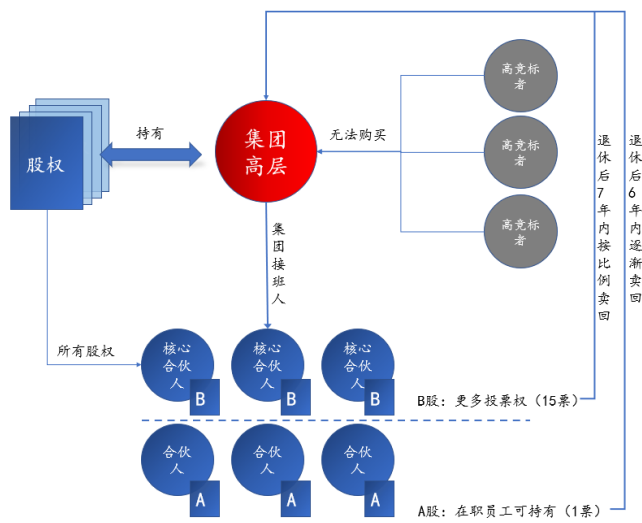


注：基于彭博 2016 年公司所有权数据和晨星月度回报数据（1997-2016）进行计算。

资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

建立 AB 股架构和合理股权回流机制，保持股权结构的稳定性。资本集团的价值观之一是建立完善的传承机制，公司希望通过合理的股权分配制度平衡公司中不同代际的员工对所有权的共享，从而尽可能降低因所有权分配引起的内部混乱而导致的不利影响。因此资本集团一直保持着私有化，并且有 AB 股架构和合理的股权回流制度。股票拆分 A 类、B 类股，核心合伙人持 B 类股，获得主要的投票权。集团全职人员工作期间可以一直持有 A 类股，在退休之后的六年中将 A 类股全部卖回，如果转入竞争公司中，必须将所有的 A 类股卖回。B 类股卖回给公司的固定模式是从 65 岁开始到 72 岁期间分别卖出 1/3；退休或者到另一个公司就职时，股东必须在 90 天内将所有 B 股卖回给公司。

图表15： 资本集团股权继承示意图

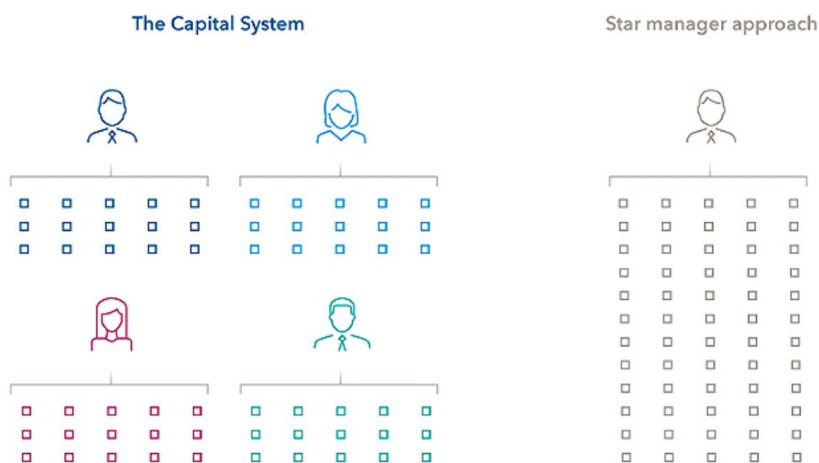


资料来源：资本集团官网，华泰研究

管理体系：多元基金经理机制，竞争壁垒重要来源

多基金经理制度是资本集团重大的管理体系创新，降低基金整体经营风险。1958年，Lovelace引入一种全新的基金管理系统“资本体系”(Capital System)，即不把投资组合分配给单一的明星基金经理，而是把决策权分配给多个基金经理，每名基金经理都会与同事分享投资理念，但对投资组合的某一部分拥有完整的决策权。该系统的核心优势是减少对明星基金经理的依赖以及在一定程度上降低基金产品整体的波动和风险。

图表16： 多基金经理制 VS 明星基金经理制示意图



资料来源：资本集团官网，华泰研究

传统组织结构制约投资策略施行，基金组合互补效应难以达成。1) 组织结构一：根据投资决策委员会的折中意见进行集体管理。采取将主要基金经理人不同意见进行折中的方式发展，这种组织结构在一定程度上阻碍了思想创新，也使得投资决策没有直接负责人承担，投资结果并不理想。2) 组织结构二：各自经理独立经营各个共同基金。在实际操作中，每个经理人的投资特点及风险偏好不同，经理人之间的证券组合并不能产生互补作用，反而容易产生矛盾。

在传统机构投资效果不佳的背景下，公司开始推行多基金经理制度，在持续打磨下成为长期核心竞争力的重要来源。即公司的一个证券组合并非交给一个经理去管理，而是交给若干个经理。每个经理只负责所有证券组合基金的一部分，并做出直接投资决策，对自己证券组合的投资结果负全部责任。从发展进程看，多基金经理的发展过程是循序渐进地深入和细化的。多基金经理制度于 1958 年 4 月正式开始运作，最初政策是将资本集团两大共同基金公司分成四个管理部分，由四个经理人分别管理并发挥各自优势。在之后的发展中，基金经理之间的分工更加细致，一个大型的共同基金将会分为六个甚至更多的部分，每个基金经理对自己的部分负责，后续又不断进行优化扩容。整体来看，多基金经理制度经历了漫长的过程。资本集团对多基金经理制度的优化进行了高额的投入，并不断打磨具体运作细节，其复杂程度使得其他企业难以效仿。多基金经理制度经历了公司内部各分支机构长期磨合，逐渐成为一种完善且有效的工具，是资本集团有别于其他同类公司，并长时期保持高质量发展的重要原因之一。

多基金经理制度的优势主要体现在避免明星基金经理衍生问题、激励机制和薪酬体系清晰、突破大型基金管理障碍等。

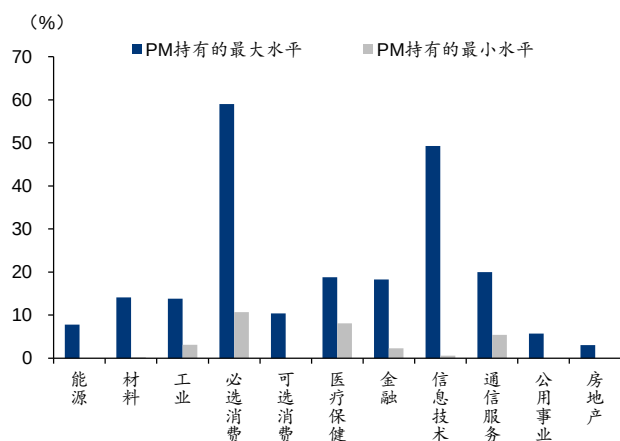
1) 消除个人英雄主义，避免明星基金经理的衍生问题。如避免出现公司因明星基金经理流失而出现较大损失，也防止投资者因某一明星基金经理业绩出现下滑而对基金产品失去投资信心，本质上是排除明星体系下个人的不稳定因素给公司带来的长期困扰。

2) 个人贡献与薪酬激励权责明晰。一方面，可以使得基金经理对所采取的投资决策更加负责，减少“搭便车”现象和冒险行为。另一方面，个人贡献程度与薪酬挂钩对基金经理有更显著的激励作用。

3) 有效解决“资产规模障碍”难题。随着业绩的增长和客户基础的提升，公司管理资产规模越来越大，产品内证券组合的灵活度会受到较大限制。而多基金经理制度通过将大型的证券组合分成几个部分，由每一部分的经理人进行更有个人激励性质的管理并负有全部责任，能够有效突破大型基金产品管理上的问题。

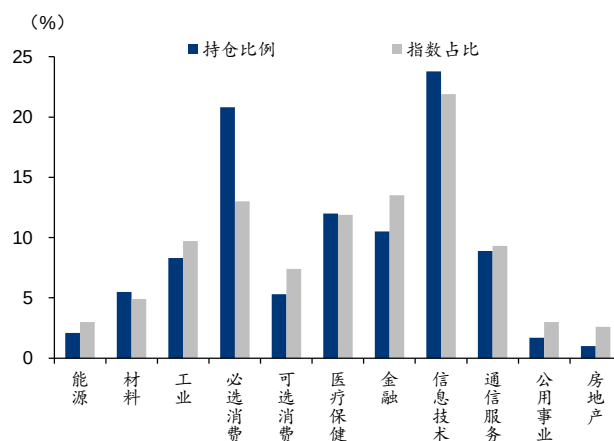
4) 证券组合更加多样化。多个基金经理从投资标的、风格和投资理念上会更具多样性。另外，多基金经理制度会设立投资委员会，负责监督所有的证券组合并协调各个组成部分，以更好实现最优的整体证券组合的多样化。从资本集团不同投资经理持有行业的比例看，内部分化较为显著，比如部分投资经理在信息技术行业持股比例超过 50%，而部分基金经理甚至完全不配置这个行业。但是从整体看，资本集团对于各个行业的持仓比例，和指数成分比例较为相近，体现出从平均意义上而言，公司配置较为均衡。

图表17： 资本集团投资组合经理持有的资产组合



注：PM：投资组合经理；数据截至 2020 年 12 月 31 日
资料来源：资本集团官网，华泰研究

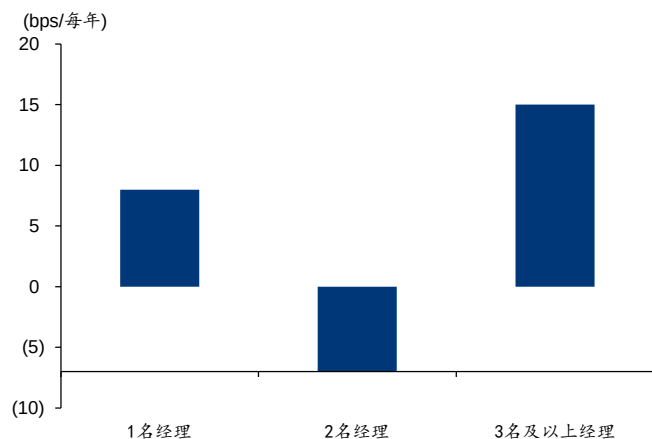
图表18： 资本集团各行业的持仓比例占比及指数成分比例



注：指数为 MSCI 全国世界指数(ACWI)；数据截至 2020 年 12 月 31 日
资料来源：资本集团官网，华泰研究

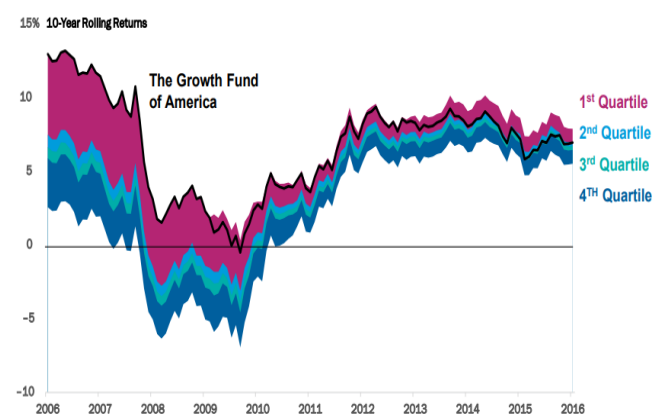
根据晨星研究，3 名以上基金经理管理的基金有较为明显的长期超额回报。晨星基于 1997-2016 年基金回报数据统计分析，采取 1 名/2 名/3 名及以上基金经理管理的基金相对美国大型基金行业平均回报率的超额收益分别为年均 8bps/-7bps/15bps，3 名以上基金经理管理的基金有较为明显的长期超额回报。从资本集团旗下美国成长基金历史业绩看，业绩表现基本始终处于行业前 25% 以上的水平，反映了多基金经理制的优势。

图表19： 管理基金的基金经理个数与基金业绩之间的关系



注：采用相对于美国大型基金同行业平均 10 年滚动业绩的超额回报来衡量，统计数据为晨星 1997-2016 年的月度数据
 资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

图表20： 资本集团美国成长基金历史业绩情况与同行业对比



注：基于资本集团和晨星 1997-2016 年的 10 年期滚动回报数据，资本集团多重基金经理人制度的股票型美元基金取得了比单一经理人在行业中更好的业绩
 资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

多元基金经理制度易懂不易学，组织与技术壁垒形成护城河。纵观资管公司，存在多基金经理制的仍是少数，多元基金经理制度体系较为成熟的仅资本集团一家。其中主要原因有三：1) 多元基金经理制度不是简单地“折中”而是“融合”。表面上看，多元基金经理制度会折中不同基金经理的管理意见，然而实际上是将研究不同方向的基金经理的意见以一定权重融合，其权重比例经过大量公式计算和时间验证。2) 制度形成过程中可能会出现“明星”基金经理。该制度形成的基本就是要平衡各个基金经理之间话语权的占比，一旦出现“明星”基金经理，就会影响多元基金经理制度的稳定性。3) 技术壁垒，资本集团的多元基金经理制度系统在初期建设便花费了 1 亿元美金，其内部算法复杂，资本集团未详细披露，导致许多公司只能“照葫芦画瓢”，没有掌握内在系统形成机理。

组织架构：构建扁平组织体系，催生创新思想理念

资本集团以扁平组织架构为核心，力求人人平等，相互尊重、共同发展。资本集团的公司架构里没有明确的组织结构，认为每个人都值得尊敬。扁平化的发展也导致对客观公平的追求，集团会根据每个人的贡献进行评估，为员工打造平等的晋升基础。同时，扁平组织架构也遏制单个“明星”基金经理的诞生，致力于培养每个人才。在资金集团平行的组织结构里，许多合伙人都拥有直接的决策的职责。集团整体设置五个委员会负责长期的政策和组织设计。两个委员会负责经营（一个负责战略和计划，另一个负责经营），两个委员会负责管理集团（一个负责共同基金公司业务，另一个负责世界范围内的机构业务）。还包括财务委员会，负责公司整体薪酬和股权问题。

扁平架构同样防止官僚主义的出现，催生创新思想，保持公司活力。在等级森严的制度下，员工往往会受到制度的限制而无法传达有价值的想法，从而让许多好的投资理念在诞生前就被终止。然而资本集团认识到，有时出彩的想法可能来自那些有创新思想的个体，而不是由公司发起的自上而下的指令，因此资本集团鼓励企业家精神，倡导和激励思想创新。可以把资本集团的公司架构看成是一个有机体，当体内“细胞”能够不受到等级的限制持续地创新迭代，让整个有机体保持活力。

晋升机制：高自由度晋升路径，完善人才梯队建设

晋升机制与人才梯队培养方面，资本集团弱化等级制度、提供弹性的调整机制和自由度较高的职业选择路径。

1) 不断寻求与员工能力和兴趣最适配的岗位。资本集团十分注重开发个人和团队能力，在组织架构和设计方面不断进行创新，根据每一位员工的具体特点将每一份工作精心设计且不断改进，以发挥每位员工的最大优势和能力。在资本集团，每个人都有自己的优点和贡献方式，并不培植接班人。

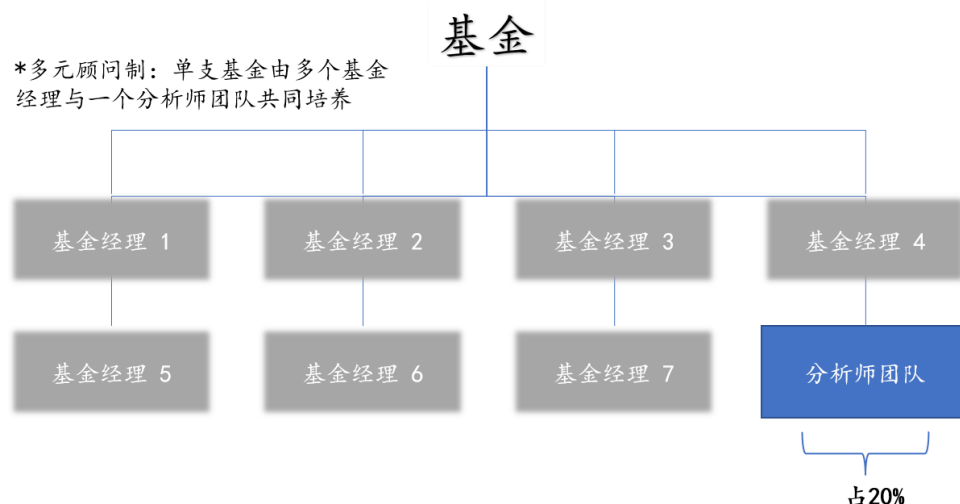
2) 弱化低效等级机制。资本集团整体上实行较为平行的管理策略，会系统、有步骤地消除可能扭曲或者妨碍公司不断做出理性决策的任何等级制标志。

3) 弹性的调整机制。资本集团会经常性的调整团队和小组人员组合及员工数量，促进团队成员产生最佳生产力，也使得真正有能力的个人能获得最大的职业成就。

4) 职业选择自由度高。资本集团为员工的职业路径规划上提供更高的自由度，如可以选择传统的发展路径，从初级分析员到分析师再到高级分析师，薪酬、股权和地位都相应地提高。另外，资本集团也提供转型到投资经理的职业发展方向。同样，合伙人可以同时担任分析师和证券组合投资经理，投资经理也可以重新选择继续当分析师。

从投资经理培养体系来看，资本集团基金产品中 20%由分析师团队管理，提升分析师实操经验，完善人才梯队建设。一般而言，分析师的职能侧重于收集材料、分析价值、提供投资建议等基础任务，并不会实际进行投资。然而，资本集团中的分析师有机会在他们职业生涯的早期便“真枪实弹”参与投资。在多元基金经理制度下，每只共同基金有 20%的部分是由研究分析师队伍来管理的。研究分析师会被分配到一定资金，并根据他们所擅长的领域进行投资。对于员工来说有机会与基金经理近距离接触，学习投资技巧，验证投资想法，塑造了他们的投研能力，对于企业来说则有源源不断的分析员可以在未来成为管理基金的一部分，这些分析师逐步形成人才梯队，是未来管理基金的中坚力量。

图表21： 资本集团基金产品中 20%由分析师团队管理



资料来源：资本集团官网，华泰研究

从分析师成长为投资经理，一般至少需要 10 年以上时间。时间是检验投资研究能力的试金石，为了更深入地进行相关行业的研究，资本集团的分析师到基金经理需要最少 10 年。在挑选基金经理时，资本集团关注的三个核心问题是：1) 基金经理的长期业绩表现如何？2) 长期业绩表现背后，核心驱动因子是什么？3) 这些因子在未来会有如何的表现？典型的基金经理如布莱德利（Bradley Vogt）在资本集团已从业 33 年，在成为基金经理前在公司担任 17 年的分析师，主要研究的方向是美国的电信通讯、电缆和卫星电视的公司，在 17 年分析师生涯中，通过与大量不同的 CEO 接触，积累了丰富的行业经验。

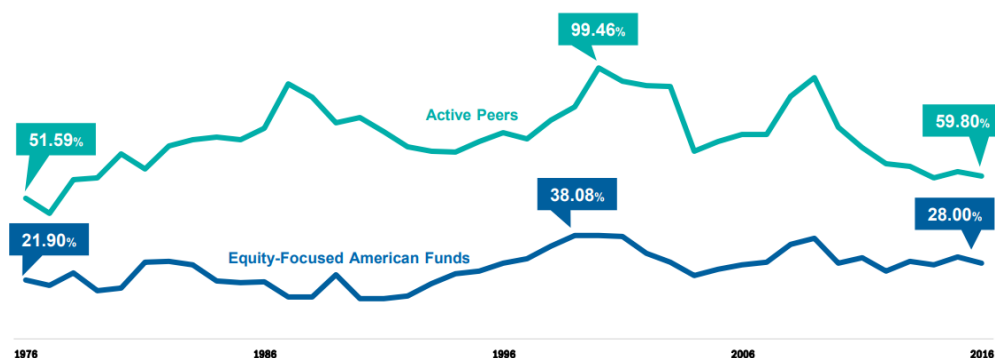
投研文化：秉持价值投资理念，换手显著低于行业

创始人洛夫莱斯注重价值研究，秉承长期价值投资方法。集团的创始人洛夫莱斯秉持价值投资理念，在 1920 年代美国股票市场势头强劲时，同行业内大多数投资者都预测美国股市即将进入一个光明的新时代，但是他却保持冷静，对市场价格和内在投资价值进行深度研究分析，发现部分公司的市场价值相当甚至超过全部资产，于是认为这种市场行情不会持续太久，在 1929 年 9 月黑色星期二股灾崩盘前，出售了持有的大部分股份。

资本集团贯彻创始人理念，秉承着对公司进行深入的研究作为投资的基础。这些研究不仅包括分析公司财务报表和会见高管，还包括公司的股东大会的会议记录，以及对公司进行实地考察和访问。资本集团的分析师认为有必要了解公司全方位的细节，隐藏的细节有可能会成为决定性因素。根据公司披露，2018 年，资本集团的 320 名分析师对工厂、仓库、实验室和其他场所进行了 12,400 次访问；2020 年，资本集团进行了超过了 20,000 次的公司实地调研和会议。这些调研让分析师能够充分了解行业内的公司，并同他们的管理层建立联系，以获得更多的信息进行深入研究，辅助投资决策。

长期价值投资理念下，资本集团基金产品换手率显著低于行业平均水平。资本集团以长期投资为理念，重视基本面研究与估值，通过深入的研究转化为投资决策，同时，具备数十年经验的投资组合和分析师拥有充分的面对市场波动的经验。根据晨星数据，1976 年-2016 年间资本集团平均换手率显著低于同业，美国股票型基金换手率处于 20%-30% 左右波动，上世纪 90 年代末互联网泡沫时期也未超过 40%，而行业内可比的主动型股票基金巅峰换手率超 99%，平时年份也均超 50%。

图表22： 资本集团股票型基金年换手率及同行业对比



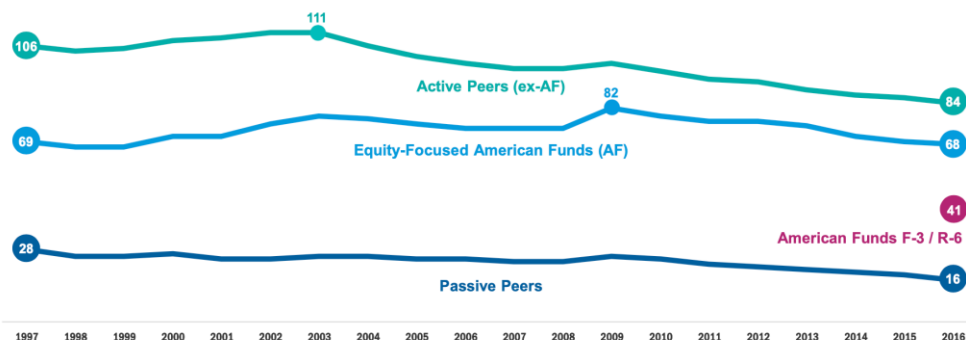
注：统计时间为 1976-2016 年

资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

产品策略：低费率叠加高夏普，抵御风险能力突出

资本集团基金产品体现出独立的设计、大规模、低费率的特征。资本集团在产品设计上坚守长期策略，如上世纪 90 年代末科技泡沫时代，公司并没有跟风设立流行互联网或科技基金，而是依据自身投资理念和价值评判设计产品。规模方面，最高单一基金接近 3000 亿美元。收益方面，长周期看资本集团产品基本均能跑赢基准。费率方面，1997 年来资本集团基金费率基本处于 70-80bps 左右，而同业主动型权益基金由最高 111bps 下降至 2016 年的 84bps，仍相比资本集团较高（2016 年仅 68bps）。

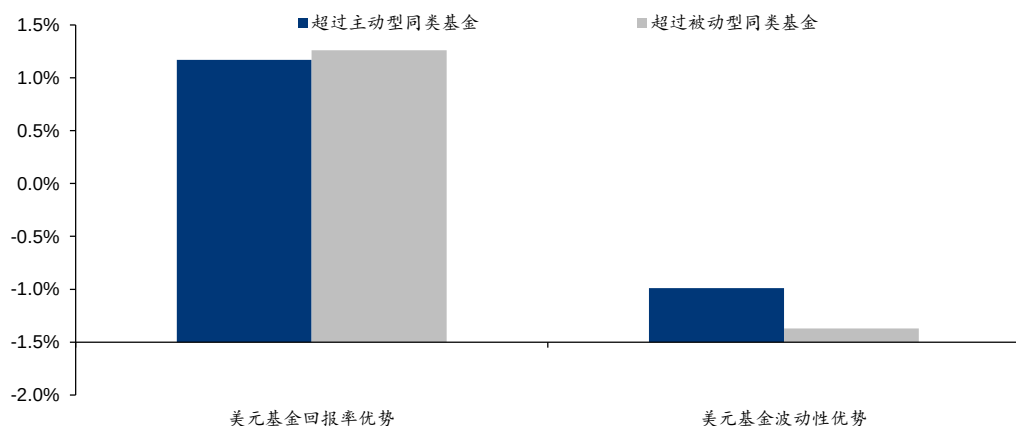
图表23： 资本集团美国基金与同业基金的费率对比（bps）



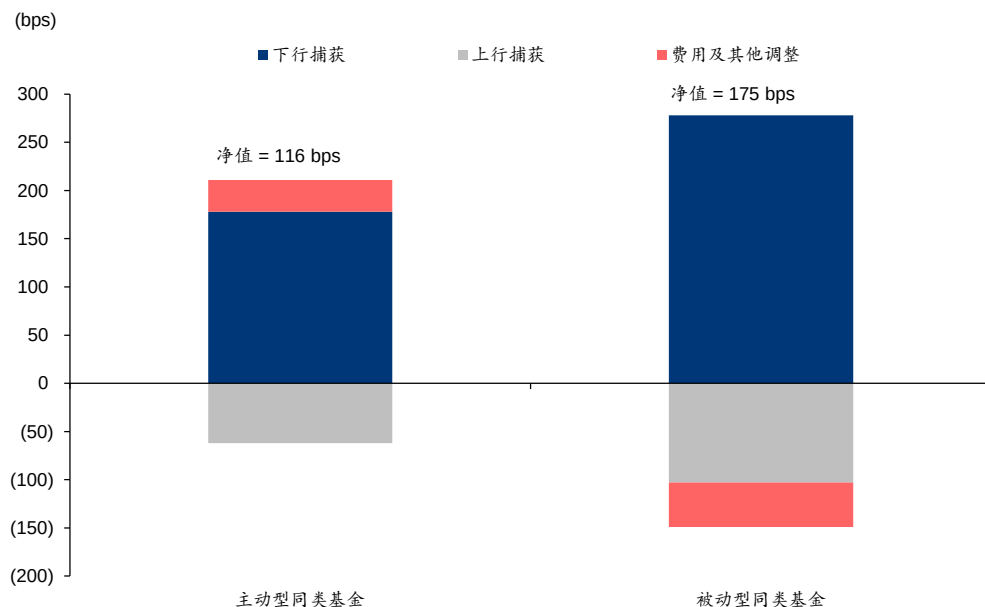
注：基于晨星的数据，统计时间为 1997-2016 年
 资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

从产品业绩表现看，资本集团基金具备高回报、较强的下行风险抵御能力、较弱的业绩波动。根据晨星统计分析，1998-2017 年间，资本集团美元基金相较同类主动型基金/被动型基金的年均超额收益分别为 1.17%/1.26%，而波动率分别低-0.99%/-1.37%，业绩表现优异。从超额收益结构看，资本集团股票型基金与主动型同类基金平均回报相比的超额回报为 1.16%，其中上行捕获/下行捕获/费用和其他调整分别为 1.78%/-0.62%/0.33%；相较被动型同类基金平均回报相比的超额回报为 1.75%，其中上行捕获/下行捕获/费用和其他调整分别为 2.78%/-1.03%/-0.46%，体现出资本集团较强的下行风险抵御能力。

图表24： 资本集团基金的回报率优势与波动性优势



注：被动型同类基金是晨星归类为指数基金或智能贝塔基金的所有基金；主动型同类基金是晨星没有归类为指数基金或智能贝塔基金的所有基金，使用 1998-2017 年数据计算 20 年年化超额回报和波动率（波动率为年化收益率标准差）
 资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

图表25： 资本集团股票型基金与主动型、被动型同类基金平均回报相比的超额回报


注：“下行捕获”是指基金在下行市场中相对于同行的超额回报，“上行捕获”是指基金在上行市场中相对于同行的超额回报；衡量股票型美元基金与主动型、被动型同类基金（资产加权方式）平均回报相比的超额回报，超额回报=下行捕获+上行捕获+费用及其他调整；基于晨星所有主动开放式基金和指数开放式共同基金以及交易所买卖股票 1997-2016 年的月度数据计算得

资料来源：资本集团官网，晨星，华泰研究

风险提示

市场景气度下行。公募基金销售受证券市场环境景气度影响，景气度较差时市场认购和申购量相对较低，行业整体收入下滑。

经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，居民金融资产增长和配置意愿情况值得关注。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、王可，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司