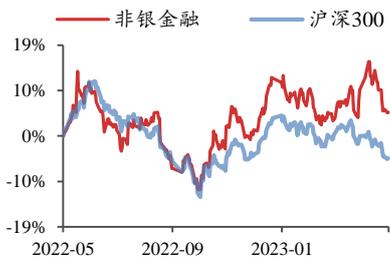


## 非银金融

2023年05月30日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《资产端担忧压制短期股价，非银业务端景气度向好——行业周报》-2023.5.28

《2季度非银景气度延续，关注中特估主线标的——行业周报》-2023.5.21

《银行存款利率下调利好非银，关注中特估主线标的——行业周报》-2023.5.14

## ETF 占比逆势提升，三方市占率优于银行

### ——2022年基金销售渠道市占率、费率和ETF研究

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

#### ● ETF 占比逆势提升，三方市占率优于银行

渠道结构来看，ETF 规模提升驱动券商占比提升，扣除 ETF 影响 2C 代销头部平台表现相对优秀，天天基金市占率稳步提升，表现优于蚂蚁和银行渠道。管理费率平稳，尾佣比例小幅提升。股票型 ETF 占比提升，产品创新、股民迁移以及熊市抄底行为共同驱动份额高增，ETF 产品力强的基金公司或更受益。财富管理长逻辑不变，经济复苏利于居民可支配收入和风险偏好提升，利好偏股型基金产品销售，利好大财富管理主线机会，2-5 月基金新发连续 4 个月同比正增长，但考虑到偏股基金净值表现较弱，反弹期间会有一定赎回，预计 2023 年财富管理主线景气度弱复苏。推荐渠道端稀缺龙头东方财富。推荐东方证券、广发证券，受益标的兴业证券、长城证券、财通证券。

#### ● ETF 占比逆势提升，三方代销市占率优于银行，管理费率相对平稳

**(1) 渠道结构：**2022 年市场波动背景下，场内股票型 ETF 规模逆势提升，2C 代销市占率被摊薄，券商市占率提升，三方市占率变化趋势好于银行。具体变化：

(I) 代销机构市占率数据受结构变化和口径调整而失真，天天基金 2C 偏股市占率(扣除 ETF、直销和 2B 代销的影响)维持升势，优于蚂蚁。(II) 银行端市占率明显下降，预计赎回幅度高于其他平台。(III) 2022 年券商系占代销渠道市占率提升明显，主要由于口径调整、ETF 占比提升、基金投顾发力等因素影响。股票 ETF 份额同比+48%，股票 ETF 保有占比提升利好券商渠道。(IV) 2022 年市场大幅波动下，机构资金占比被动提升，预计直销背后的机构资金申赎相对稳定，直销市占率被动提升。2B 代销市占率有所下降，或受银行理财赎回潮影响。**(2) 费率：**全市场基金管理费率相对稳定。个人 AUM 加权下，2022 年股+混、债券、货基管理费率分别为 1.30%、0.49%、0.29%，分别-0.01pct/-0.02pct/+0.01pct。偏股尾佣比例小幅抬升，2022 年全市场非货/股+混尾佣比例 29%/33%，同比 -0.4/+0.5pct。

#### ● 个人和机构共同驱动 ETF 增长，股民迁移为主，产品力强的基金公司受益

(1) 2022 年股票型 ETF 保有 1.08 万亿，同比+12%，份额同比+48%，ETF 规模明显扩张，份额增长由个人和机构共同驱动。股票型 ETF 渗透率有所提升，由 2015 年的 6%提升到 2022 年末 14%，2018、2022 年熊市明显提升。(2) ETF 增长驱动力：供给侧看，ETF 产品创新加速，券商也在积极引导股民炒 ETF；需求侧看，2019 年以来赛道投资兴起，股民也开始从炒股向买 ETF 进行综合理财转移。此外，熊市下个人抄底带来的 ETF 占比提升更加明显。(3) 个人主要通过二级市场购买，虽然没有直接增加份额，但会间接通过机构等做市商套利间接实现 ETF 份额的增加。(4) 股票型 ETF 资金结构：2019 年以来个人占比明显提升，场内购买带来的增量更加明显。(5) 据 ETF 行业发展报告，ETF 用户中很大一部分是股票用户，客户画像与场外指数基金投资者差异较大，对场外基金销售影响中性。股民转化为 ETF 投资者的背景下，ETF 产品 AUM 占比高的基金公司或更受益。

● **风险提示：**市场波动风险；行业竞争加剧。

## 目录

1、ETF 占比逆势提升，三方代销市占率优于银行，管理费率相对平稳.....	4
2、个人和机构共同驱动 ETF 增长，股民迁移为主，产品力强的基金公司受益.....	14
2.1、ETF 逆势增长，渗透率提升，三重因素驱动.....	14
2.2、ETF 个人场内份额提升，预计主要为股民迁移，基金公司受益.....	16
3、投资结论.....	22
4、风险提示.....	23

## 图表目录

图 1：2022 年代销渠道偏股保有规模占全市场比重有所下降（剔除口径变化影响）.....	5
图 2：2022 年天天基金 2C 代销偏股市占率保持升势.....	6
图 3：2022 年股票型 ETF 占全市场偏股基金比重有所提升.....	8
图 4：2022 年份额提升驱动股票型 ETF 保有量增长.....	8
图 5：2022 年规模指数 ETF 份额同比+56%，行业和主题类份额同比+42%.....	8
图 6：2022 年股+混基金保有个人占比下降至 77.7%.....	9
图 7：2022 年非货基个人占比下降至 46.5%.....	9
图 8：2022 年下半年银行理财规模下降.....	9
图 9：2022 年末银行理财配置公募基金规模同比-36%，占比下降 0.44pct.....	9
图 10：2B 三方代销平台渗透率小幅提升.....	10
图 11：2022 年全市场非货尾佣比例 29%，相对稳定.....	12
图 12：2022 年全市场股+混尾佣比例 33%，相对稳定.....	12
图 13：2023 年 2-4 月新发偏股基金份额同比增长.....	13
图 14：2022 年 5 月至今，偏股基金跑输中证 1000.....	13
图 15：2022 年股票型 ETF 占股+混比重提升.....	14
图 16：沪深 300ETF 呈现高抛低吸特征.....	15
图 17：中证 500ETF 呈现高抛低吸特征.....	15
图 18：ETF 持有人结构：个人-场外（联接）占比呈下降趋势，个人-场内占比提升.....	16
图 19：2022 年末股票型 ETF 联接基金 2920 亿，占股票型 ETF1.1 万亿的 27%.....	17
图 20：2022 年沪市全类别 ETF 机构净申购金额：券商自营、私募基金排名居前（单位：亿元）.....	18
图 21：2022 年沪市全类别 ETF 机构交易额：私募和券商自营突出（单位：亿元）.....	18
图 22：用户对 ETF 理解最多的是解决个股选择难题.....	19
图 23：ETF 个人客户成交额排名：拉萨地区排名靠前.....	20
图 24：2C 经纪业务强的券商 ETF 交易账户数排名靠前.....	20
图 25：华泰证券经纪业务申购 ETF 金额排名领先.....	20
图 26：C 端客户较多的券商成交额排名靠前.....	20
表 1：股+混基金渠道结构：2022 年股票型 ETF 和基金直销占比逆势提升.....	4
表 2：2022 年天天基金偏股保有市占率（占全市场）同比持平.....	5
表 3：假设各渠道净值变化和全市场一致，银行渠道 2022Q4 净赎回明显.....	6
表 4：受口径变化影响，2022 年券商系偏股保有提升明显（亿元）.....	7
表 5：各券商发力基金投顾，样本券商基金投顾规模达 1079 亿.....	7
表 6：2022 年 2B 代销资金端规模同比下降 28%，银行理财端下降明显.....	10

表 7: 股+混基金保有结构变化: 高含权基金规模降幅更大, 被动型基金占比提升。 .....	10
表 8: 2022 年 AUM 加权的偏股基金管理费率持平 .....	11
表 9: 2022 年个人 AUM 加权的偏股基金管理费率微降 .....	11
表 10: 低费率的被动指数型产品占比提升导致偏股基金管理费率下降 .....	12
表 11: 2022 年头部基金公司股+混尾佣比例下降 0.4pct 至 31.4% .....	12
表 12: 2022 年新发和净申购共同推动股票 ETF 规模增长, 净值是拖累项 .....	14
表 13: 2022 年中证 1000 指数 ETF、碳中和主题 ETF 新发规模靠前 .....	15
表 14: ETF 一级申购门槛较高, 个人主要通过二级市场购买 ETF 或购买场外 ETF 联接基金 .....	17
表 15: 股票型 ETF 换手率与 A 股相近 .....	18
表 16: ETF 持有时长明显短于场外指数基金持有时长 .....	18
表 17: ETF 用户年龄结构较场外基金用户更年轻 .....	19
表 18: 重点券商系基金公司股票型 ETF 规模: 华夏基金领先 .....	20
表 19: 重点券商系基金公司股票 ETF 占股+混比重: 华夏基金占比较高 .....	21
表 20: 重点券商系基金公司股票型 ETF 市占率: 华夏基金市占率领先 .....	21
表 21: 重点券商系基金公司跨境 ETF 规模: 华夏基金和易方达领先 .....	21
表 22: 重点券商系基金公司跨境 ETF 市占率: 华夏基金和易方达市占率领先 .....	22
表 23: 受益标的估值表 .....	22

## 1、ETF 占比逆势提升，三方代销市占率优于银行，管理费率相对平稳

股+混基金渠道保有结构：2022 年 ETF 和基金直销占比逆势提升，代销渠道占比下降。2022 年市场波动背景下，场内股票型 ETF 规模逆势提升，2C 代销市占率被摊薄，券商市占率提升，三方市占率变化趋势好于银行，以机构资金为主的直销占比被动提升。

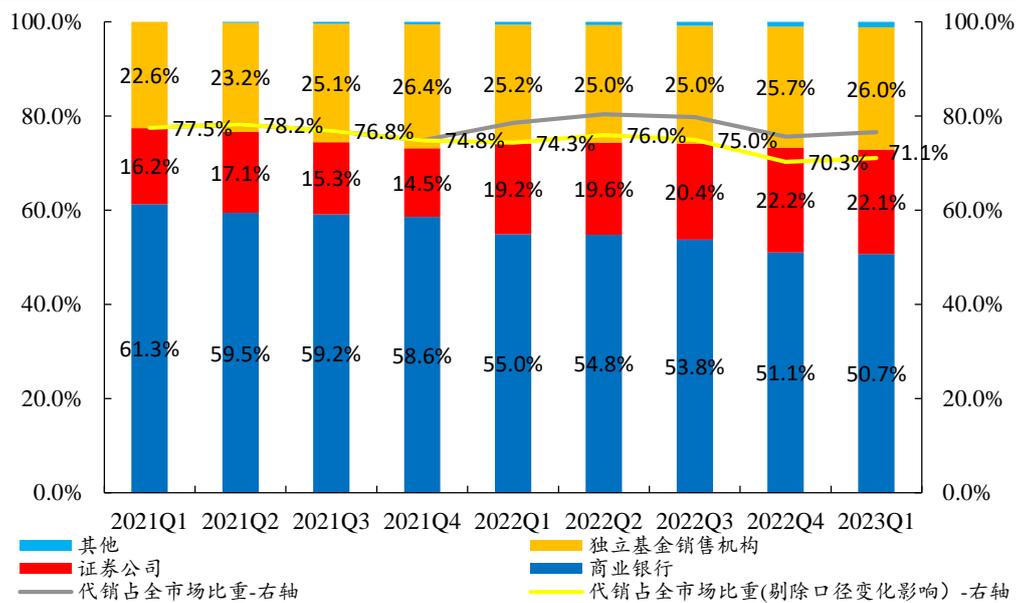
表1：股+混基金渠道结构：2022 年股票型 ETF 和基金直销占比逆势提升

股+混市场规模结构 (亿)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022 年 同比	2023Q1 环比
银行	33,183	36,583	36,405	37,861	32,469	34,745	30,686	28,868	29,404	-24%	2%
三方 2C	11,615	13,516	14,299	15,418	13,295	14,386	12,968	13,259	13,826	-14%	4%
券商（剔除口径影响）	8,750	10,548	9,426	9,392	8,182	8,943	8,246	8,294	8,645	-12%	4%
保险等其他	126	167	269	324	369	420	420	586	674	81%	15%
场内股票 ETF	7,528	8,008	8,405	9,619	8,653	9,388	9,331	10,804	11,349	12%	5%
三方 2B	621	770	1,173	1,614	1,588	1,437	1,316	1,242	1,223	-23%	-1%
直销	8,190	9,139	10,163	12,100	10,647	9,553	8,584	11,702	10,516	-3%	-10%
合计	70,013	78,730	80,140	86,328	75,203	78,872	71,551	74,755	75,638	-13%	1%
占比：											
银行	47.4%	46.5%	45.4%	43.9%	43.2%	44.1%	42.9%	38.6%	38.9%	-5.2%	0.3%
三方 2C	16.6%	17.2%	17.8%	17.9%	17.7%	18.2%	18.1%	17.7%	18.3%	-0.1%	0.5%
券商（剔除口径影响）	12.5%	13.4%	11.8%	10.9%	10.9%	11.3%	11.5%	11.1%	11.4%	0.2%	0.3%
保险等其他	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	0.4%	0.1%
场内股票 ETF	10.8%	10.2%	10.5%	11.1%	11.5%	11.9%	13.0%	14.5%	15.0%	3.3%	0.6%
三方 2B	0.9%	1.0%	1.5%	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	-0.2%	0.0%
直销	11.7%	11.6%	12.7%	14.0%	14.2%	12.1%	12.0%	15.7%	13.9%	1.6%	-1.8%

数据来源：中基协、Wind、开源证券研究所

注：2022Q1 中基协进行口径调整，纳入场内 ETF 规模，券商 2022Q1 增量明显，我们假设 2022Q1 券商保有环比变化与全市场偏股基金保有保持一致（-13%），剩余增量为股票 ETF，假设 2022Q2-2023Q1 增量 ETF 环比变动和全市场股票型 ETF 环比变化一致。

三方 2B 包括上海基煜、北京汇成和天天基金 B 端业务。

**图1：2022 年代销渠道偏股保有规模占全市场比重有所下降（剔除口径变化影响）**


数据来源：中基协、开源证券研究所

**渠道保有结构变化 1：2C 代销机构保有市占率失真**

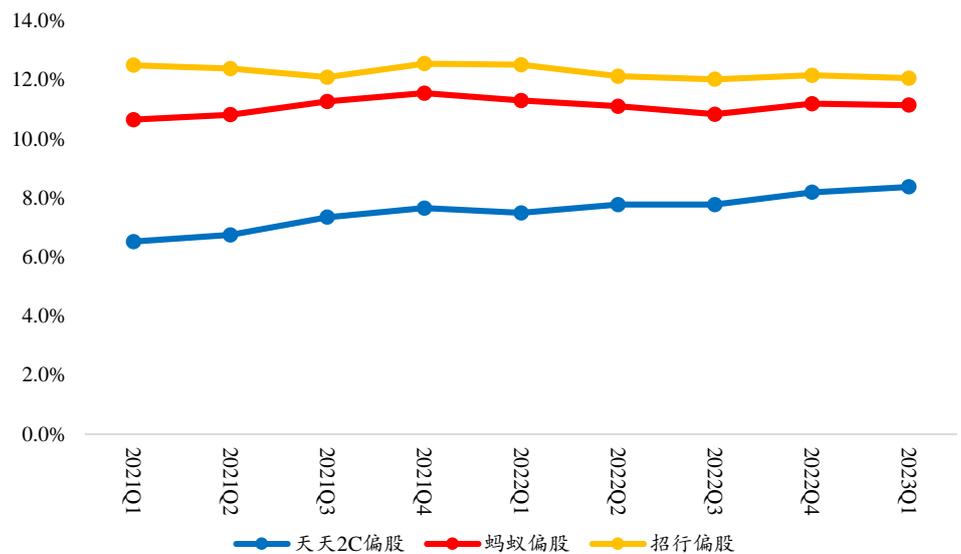
渠道结构变化和口径调整导致代销机构市占率数据失真。以天天基金为例，2022 年天天基金偏股基金市占率（占全市场）6.23%，同比+0.01pct，市占率（占代销渠道）8.24%，同比-0.07pct。表面数据看 2022 年天天偏股保有占全市场的份额持平，占代销渠道的份额下降，实际是因为市场结构变化以及代销渠道统计口径变化所致。

**天天基金 2C 偏股市占率(扣除 ETF、直销和 2B 代销的影响)维持升势。**（1）年度看天天基金市占率提升表现优于蚂蚁和招行。2022 年天天在银行、证券和三方中的 2C 权益市占率保持升势，增幅 7%，较 2021 年略有放缓（2021 年约 20%）。（2）逐季变化来看，天天市占率在 2022Q1\Q3 受净值扰动而放缓（天天权益占比更高受净值影响更大）；2022Q2\Q4 正常波动向上（2022Q4 理财赎回潮下，银行系净赎回导致天天市占率提升幅度较大）。

**表2：2022 年天天基金偏股保有市占率（占全市场）同比持平**

股+混基金（亿元）	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
天天基金	3750	4415	4841	5371	4639	5078	4551	4657	4854
东方财富证券	36	56	56	60	53	274	276	299	325
天天基金+东财证券	3786	4471	4897	5431	4692	5352	4827	4956	5179
市占率（占代销渠道）									
天天基金	6.91%	7.17%	7.86%	8.31%	7.85%	8.01%	7.97%	8.24%	8.38%
东方财富证券	0.07%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.43%	0.48%	0.53%	0.56%
天天基金+东财证券	6.98%	7.26%	7.95%	8.41%	7.94%	8.44%	8.46%	8.77%	8.94%
市占率（占全市场）									
天天基金	5.36%	5.61%	6.04%	6.22%	6.17%	6.44%	6.36%	6.23%	6.42%
东方财富证券	0.05%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.35%	0.39%	0.40%	0.43%
天天基金+东财证券	5.41%	5.68%	6.11%	6.29%	6.24%	6.79%	6.75%	6.63%	6.85%

数据来源：中基协、开源证券研究所

**图2：2022年天天基金2C代销偏股市占率保持升势**


数据来源：中基协、开源证券研究所

注：上述市占率分母=全市场保有-直销-三方 2B-场内 ETF，分子取天天 C 端权益保有

**渠道保有结构变化 2：银行系市占率明显下降。**

2022Q4 银行系占代销渠道份额下降 2.7pct 至 51.1%。四季度受债市回调影响，银行理财产品净值出现波动，出现赎回潮，银行客户亦赎回偏股基金，银行渠道偏股基金净赎回明显（2022Q4 券商和三方为净申购），导致银行系占比下降。

**表3：假设各渠道净值变化和全市场一致，银行渠道 2022Q4 净赎回明显**

亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	23Q1
偏股基金指数涨跌幅（季度）	-3.90%	12.30%	-5.70%	1.80%	-17.50%	9.00%	-13.20%	0.20%	2.20%
全市场保有环比		12.5%	1.8%	7.7%	-12.9%	4.9%	-9.3%	4.5%	1.2%
全市场净申购（环比-偏股基金变化）		0.2%	7.5%	5.9%	4.6%	-4.1%	3.9%	4.3%	-1.0%
银行保有环比		10.2%	-0.5%	4.0%	-14.2%	7.0%	-11.7%	-5.9%	1.9%
银行净申购		-2.1%	5.2%	2.2%	3.3%	-2.0%	1.5%	<b>-6.1%</b>	-0.3%
券商（剔除 ETF 影响）保有环比		20.5%	-10.6%	-0.4%	-12.9%	9.3%	-7.8%	0.6%	4.2%
券商（剔除 ETF 影响）净申购		8.2%	-4.9%	-2.2%	4.6%	0.3%	5.4%	0.4%	2.0%
三方保有环比		16.8%	8.3%	10.1%	-12.6%	6.3%	-9.7%	1.5%	3.8%
三方净申购		4.5%	14.0%	8.3%	4.9%	-2.7%	3.5%	1.3%	1.6%

数据来源：中基协、Wind、开源证券研究所

**渠道保有结构变化 3：券商系市占率提升，股票型 ETF 占比提升。**

2022 年券商系占代销渠道市占率 22.2%，较 2021 年的 14.5% 提升明显，主要原因有口径调整、ETF 占比提升、基金投顾发力。目前券商基金投顾 AUM 已超千亿规模。2022 年末股票型 ETF 保有规模 1.08 万亿，同比+12%，占全市场偏股保有 14.5%，同比+3.3pct。规模增长主因份额提升，2022 年全市场股票型 ETF 份额同比+48%，单位份额净值较年初下降 24%。其中，宽基指数 ETF 份额增长明显，2022 年规模指数 ETF 份额同比+56%，行业和主题类份额同比+42%。

**表4：受口径变化影响，2022年券商系偏股保有提升明显（亿元）**

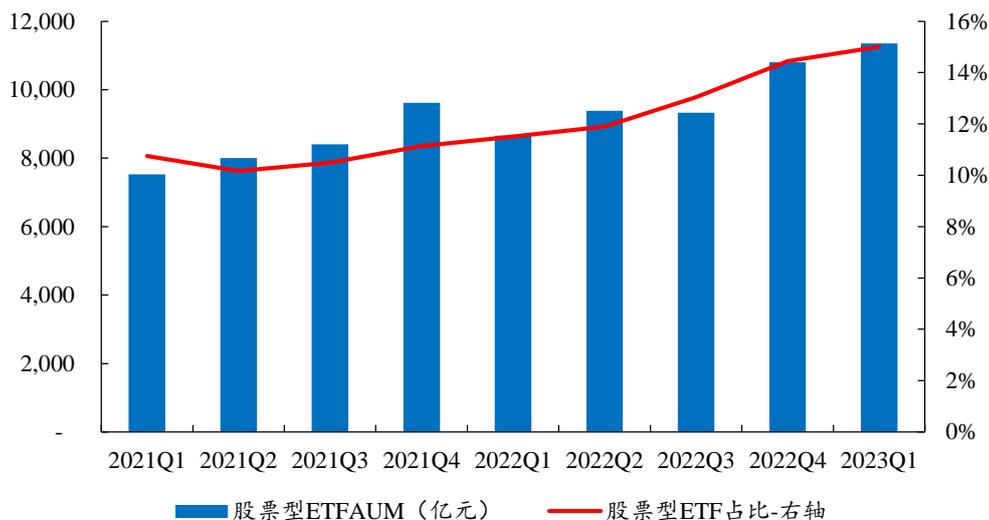
单位： 亿元	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q1 环比	2022Q2 环比	2022Q3 环比	2022Q4 环比
中信证券	1048	1163	1250	1075	1417	11%	7%	-14%	32%
华泰证券	850	1230	1266	1190	1226	45%	3%	-6%	3%
广发证券	702	770	814	767	821	10%	6%	-6%	7%
中信建投	567	578	706	671	723	2%	22%	-5%	8%
招商证券	498	612	668	666	683	23%	9%	0%	3%
中国银河	481	552	552	532	571	15%	0%	-4%	7%
平安证券	305	490	417	484	505	61%	-15%	16%	4%
国泰君安	404	471	493	478	499	17%	5%	-3%	4%
国信证券	400	445	480	451	477	11%	8%	-6%	6%
东方证券	424	377	449	391	397	-11%	19%	-13%	2%
兴业证券	399	400	417	382	382	0%	4%	-8%	0%
海通证券	273	365	368	348	365	34%	1%	-5%	5%
中金公司	211	265	306	310	356	26%	15%	1%	15%
申万宏源	314	244	393	342	340	-22%	61%	-13%	-1%
<b>券商系</b>	<b>9392</b>	<b>11366</b>	<b>12398</b>	<b>11680</b>	<b>12570</b>	<b>21%</b>	<b>9.1%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>7.6%</b>
<b>全市场股 票型ETF</b>	<b>9,619</b>	<b>8,652</b>	<b>9,388</b>	<b>9,331</b>	<b>10,804</b>	<b>-10%</b>	<b>8%</b>	<b>-1%</b>	<b>16%</b>
<b>代销前 100</b>	<b>64609</b>	<b>59087</b>	<b>63386</b>	<b>57070</b>	<b>56525</b>	<b>-9%</b>	<b>7%</b>	<b>-10%</b>	<b>-1%</b>

数据来源：中基协、开源证券研究所

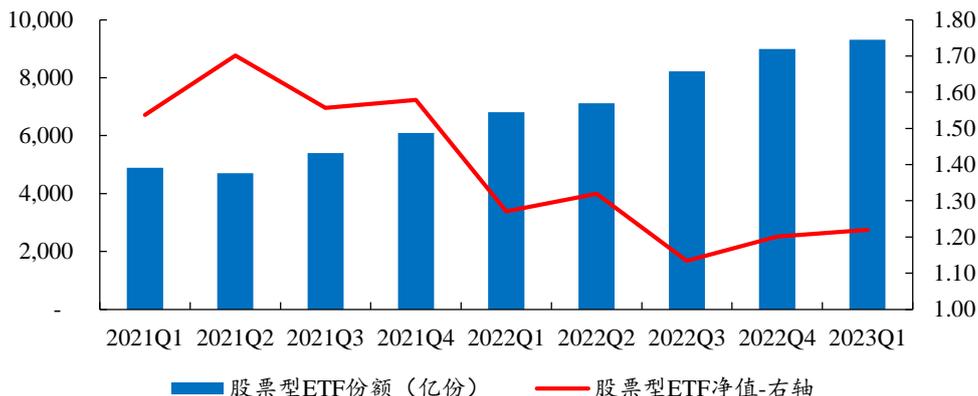
**表5：各券商发力基金投顾，样本券商基金投顾规模达1079亿**

证券公司	客户数（万人）	资产规模（亿元）	统计时点
国联证券	23	280	2022年9月
华泰证券	56.3	151	2022年6月
东方证券	15.8	147	2022年11月
中金财富	5.3	145	2022年11月
中信证券	13	113	2022年11月
中信建投	10	100	2022年11月
国信证券	15	93	2022年11月
中国银河	8	50	2022年末
合计	146.4	1079	

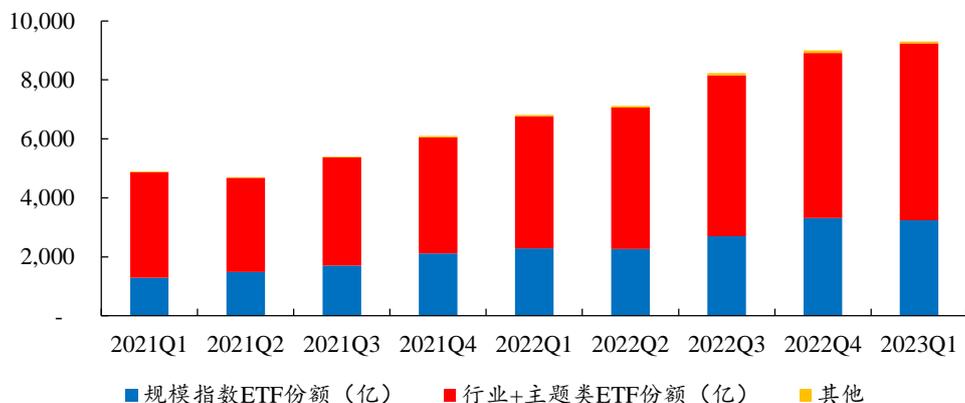
资料来源：各券商公告、开源证券研究所

**图3：2022年股票型ETF占全市场偏股基金比重有所提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2022年份额提升驱动股票型ETF保有量增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2022年规模指数ETF份额同比+56%，行业和主题类份额同比+42%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 渠道保有结构变化 4：机构资金占比提升，直销占比提升，2B 代销占比下降。

2022 年直销保有规模占比 15.7%，同比+1.7pct。直销背后的主导资金是银行(自营+理财)、保险、券商、其他金融和非金融机构。预计在 2022 年市场大幅波动下，直销背后的机构资金申赎相对稳定，市占率被动提升。代销平台受理财和个人赎回影响较大。2022 年股+混 AUM 个人投资者占比下降至 77.7%(2021 为 79.1%)；非货 AUM 口径个人占比下降至 46.5% (2021 为 48.5%)。

2B 代销的资金端以银行理财、公募 FOF、券商资管和信托为主。受银行客户赎回潮影响，银行理财 2022 年配置公募基金规模明显下降，或是 2B 三方市占率下降主因，2B 三方平台渗透率小幅提升。

图6：2022 年股+混基金保有个人占比下降至 77.7%

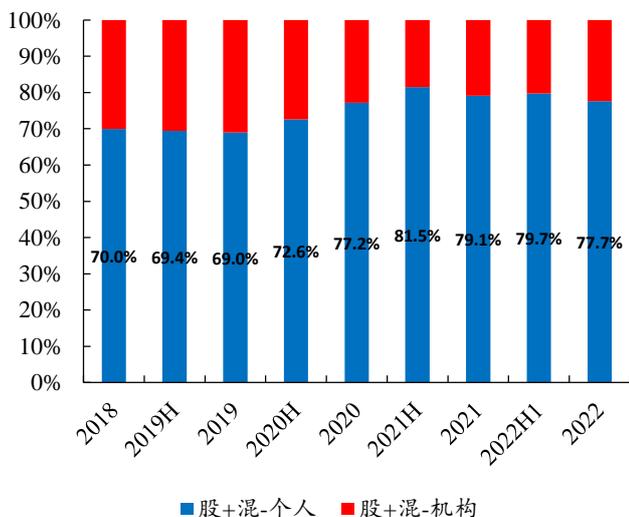
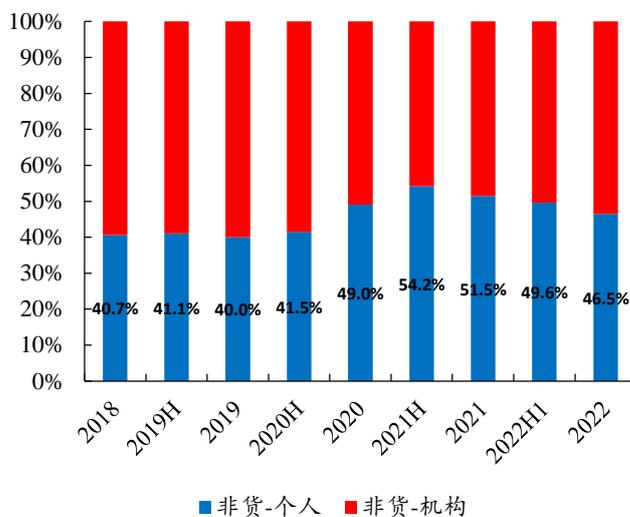


图7：2022 年非货基个人占比下降至 46.5%



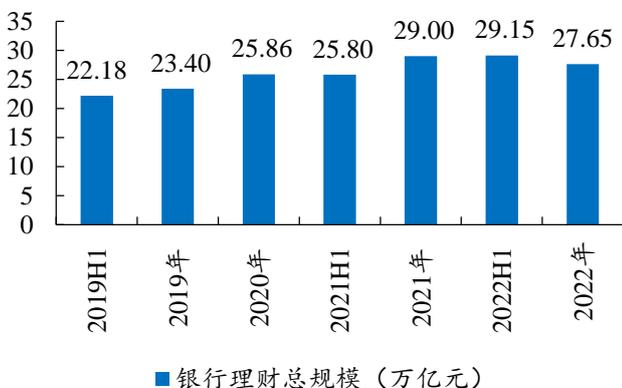
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述计算持有人结构已穿透 ETF 联接基金

数据来源：Wind、开源证券研究所

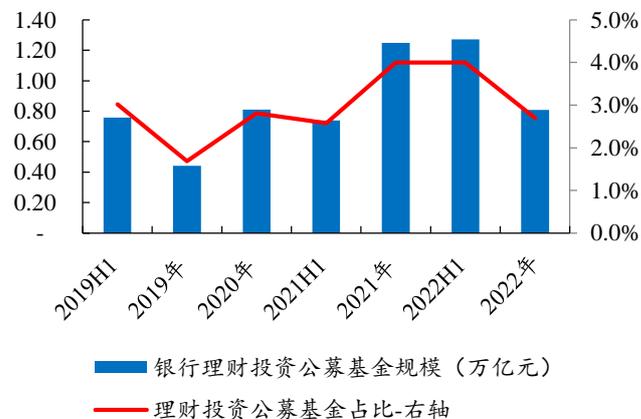
注：上述计算持有人结构已穿透 ETF 联接基金

图8：2022 下半年银行理财规模下降



数据来源：中国理财网、开源证券研究所

图9：2022 末银行理财配置公募基金规模同比-36%，占比下降 0.44pct

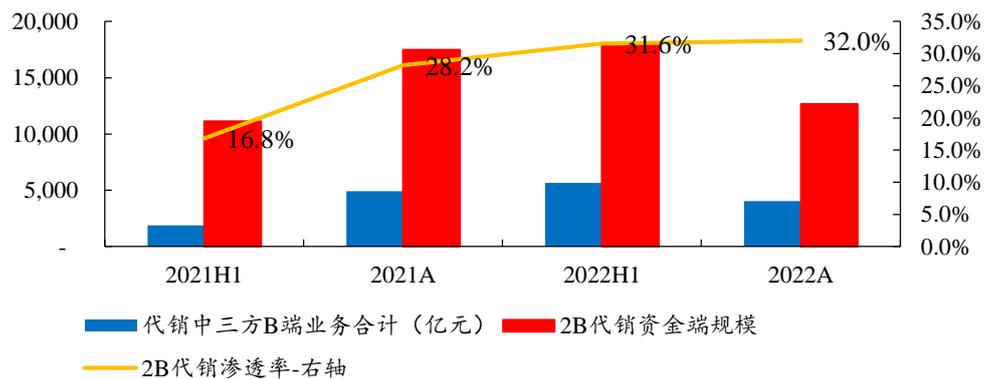


数据来源：中国理财网、开源证券研究所

**表6：2022年2B代销资金端规模同比下降28%，银行理财端下降明显**

单位：亿元	2019	2020	2021	2022
FOF 基金规模	383	911	2,222	1,927
信托投资基金规模	2,212	2,344	2,797	2,597
银行理财投资公募规模	4,417	8,103	12,476	8,089
合计	7,012	11,357	17,495	12,613
同比		62%	54%	-28%

数据来源：中基协、Wind、中国信托业协会、开源证券研究所

**图10：2B三方代销平台渗透率小幅提升**


数据来源：中基协、开源证券研究所

注：2B三方业务包括基煜、汇成和天天B端非货AUM

**股+混基金保有结构变化：高含权基金规模降幅更大，被动型基金占比提升。**2022年全市场股+混基金同比-13%，其中二级分类的普通股票和偏股混合型AUM同比-21%/-17%，即高含权基金跌幅更大。高管理费率普通股票和偏股混合型基金占比下降，指数型占比提升。

**表7：股+混基金保有结构变化：高含权基金规模降幅更大，被动型基金占比提升。**

AUM (亿元)	2019	2020	2021	2022	2022年同比
被动指数型基金	8,324	12,048	15,400	16,291	6%
占比	26%	19%	18%	22%	
普通股票型基金	2,628	6,539	8,430	6,675	-21%
占比	8%	10%	10%	9%	
增强指数型基金	910	1,085	1,551	1,647	6%
占比	3%	2%	2%	2%	
灵活配置型基金	9,770	15,500	17,432	13,405	-23%
占比	31%	24%	20%	18%	
偏股混合型基金	8,648	24,559	33,826	28,214	-17%
占比	27%	38%	39%	38%	
偏债混合型基金	917	3,903	8,263	5,592	-32%
占比	3%	6%	10%	7%	
平衡混合型基金	191	728	553	438	-21%
占比	1%	1%	1%	1%	

AUM (亿元)	2019	2020	2021	2022	2022 年同比
同业存单指数基金				1,308	
占比				2%	
股+混基金 AUM (中基协口径)	31,886	64,209	86,328	74,755	-13%

数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

**股+混基金管理费率：2022 年全市场基金管理费率整体稳定。**(1) 总 AUM 加权下，2022 年股+混、债券、货基管理费率分别为 1.24%/0.35%/0.25%，分别持平/+0.01pct/持平。(2) 个人 AUM 加权下，2022 年股+混、债券、货基管理费率分别为 1.30%、0.49%、0.29%，分别-0.01pct/-0.02pct/+0.01pct。(3) 2018-2019 综合管理费率下降明显，主因低费率产品 AUM 占比提升所致。

**表8：2022 年 AUM 加权的偏股基金管理费率持平**

AUM 加权 (%)	总加权费率						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股+混 (不含偏债混)	1.20	1.24	1.18	1.11	1.18	1.24	1.24
债券型基金	0.48	0.46	0.38	0.30	0.31	0.34	0.35
货币市场型基金	0.30	0.28	0.27	0.27	0.26	0.25	0.25
股票型基金	0.96	0.96	0.88	0.79	0.86	0.93	0.91
被动指数型基金	0.71	0.69	0.60	0.54	0.54	0.57	0.58
普通股票型基金	1.49	1.49	1.50	1.49	1.49	1.49	1.49
增强指数型基金	1.03	1.05	1.06	1.05	1.03	1.01	1.00
混合型基金	1.27	1.33	1.32	1.28	1.30	1.30	1.32
灵活配置型基金	1.19	1.27	1.26	1.20	1.20	1.25	1.27
偏股混合型基金	1.48	1.49	1.46	1.43	1.44	1.45	1.47
偏债混合型基金	0.82	0.86	0.83	0.88	0.85	0.81	0.80
平衡混合型基金	1.50	1.50	1.50	1.50	1.49	1.49	1.48

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) AUM 加权管理费率= $\sum$ [各基金 (期初+期末 AUM) /2\*平均管理费率]/全市场 AUM

**表9：2022 年个人 AUM 加权的偏股基金管理费率微降**

个人 AUM 加权 (%)	个人加权费率						
	率 2016	率 2017	率 2018	率 2019	率 2020	率 2021	率 2022
股+混 (不含偏债混)	1.38	1.37	1.30	1.23	1.27	1.31	1.30
债券型基金	0.63	0.63	0.62	0.54	0.50	0.51	0.49
货币市场型基金	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.28	0.29
股票型基金	1.11	1.09	1.03	0.94	0.98	1.01	0.99
被动指数型基金	0.79	0.77	0.70	0.63	0.61	0.63	0.64
普通股票型基金	1.50	1.50	1.50	1.49	1.50	1.50	1.49
增强指数型基金	1.11	1.12	1.11	1.08	1.06	1.04	1.02
混合型基金	1.47	1.46	1.40	1.35	1.35	1.35	1.34
灵活配置型基金	1.46	1.46	1.38	1.30	1.32	1.36	1.36
偏股混合型基金	1.50	1.50	1.47	1.44	1.44	1.46	1.47
偏债混合型基金	1.09	1.02	0.93	0.97	0.88	0.83	0.82

个人 AUM 加权 (%)	个人加权费率 2016	个人加权费率 2017	个人加权费率 2018	个人加权费率 2019	个人加权费率 2020	个人加权费率 2021	个人加权费率 2022
平衡混合型基金	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.49	1.48

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: AUM 加权管理费率 =  $\sum[\text{各基金}(\text{期初}+\text{期末 AUM})/2 \times \text{平均管理费率}] / \text{全市场 AUM}$

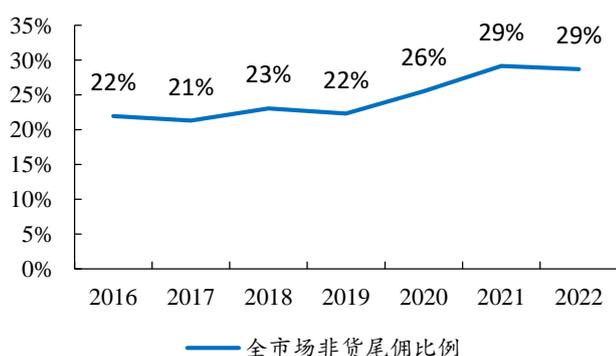
**表10: 低费率的被动指数型产品占比提升导致偏股基金管理费率下降**

个人 AUM 结构占比	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
被动指数型基金	17%	14%	14%	14%	18%	19%	15%	15%	18%
普通股票型基金	3%	12%	11%	12%	10%	9%	11%	12%	11%
增强指数型基金	3%	1%	1%	2%	3%	4%	2%	2%	3%
灵活配置型基金	30%	37%	43%	40%	40%	32%	22%	19%	18%
偏股混合型基金	46%	35%	31%	32%	29%	35%	48%	51%	50%
平衡混合型基金	1%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%	1%
被动指数型基金	17%	14%	14%	14%	18%	19%	15%	15%	18%
股+混(剔除偏债混)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: Wind、开源证券研究所

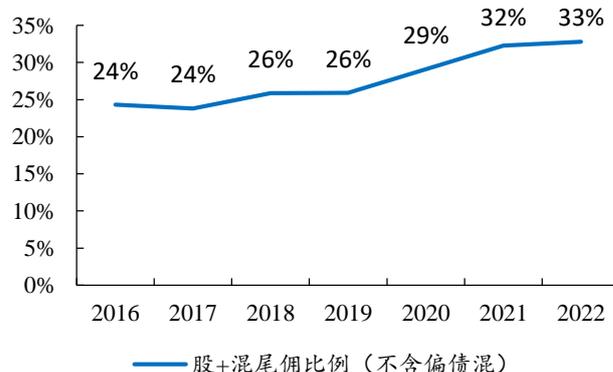
**股+混基金尾佣比例: 2022 年全市场非货尾佣比例相对稳定, 偏股基金尾佣比例小幅提升。**2022 年全市场非货/股+混尾佣比例 29%/33%, 同比-0.4/+0.5pct。头部基金公司股+混尾佣比例下降 0.4pct 至 31.4%。

**图11: 2022 年全市场非货尾佣比例 29%, 相对稳定**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 2022 年全市场股+混尾佣比例 33%, 相对稳定**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表11: 2022 年头部基金公司股+混尾佣比例下降 0.4pct 至 31.4%**

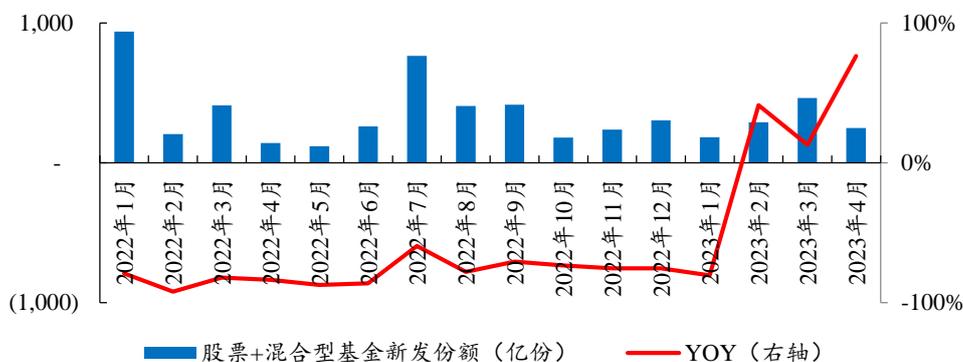
	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021	2022H1	2022
易方达	23.6%	21.8%	24.4%	25.2%	28.9%	32.2%	32.7%	32.4%	31.7%
华夏基金	13.7%	14.1%	18.0%	16.9%	19.8%	24.6%	26.1%	27.1%	25.4%
广发基金	19.6%	16.0%	19.7%	23.4%	30.1%	29.8%	30.1%	30.8%	29.6%
富国基金	28.2%	28.4%	28.4%	29.2%	31.3%	30.8%	30.9%	31.0%	30.7%
汇添富	32.5%	29.7%	30.5%	28.5%	30.7%	33.4%	33.8%	34.0%	33.9%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021	2022H1	2022
南方基金	19.2%	19.5%	20.9%	20.7%	27.0%	32.7%	33.0%	31.2%	29.5%
中欧基金	20.4%	21.7%	30.1%	30.3%	31.6%	38.1%	35.7%	36.1%	37.2%
嘉实基金	19.8%	21.1%	24.4%	23.1%	26.3%	20.4%	32.3%	33.6%	32.9%
头部平均值	22.1%	21.5%	24.5%	24.7%	28.2%	30.2%	31.8%	32.0%	31.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述股+混基金剔除偏债混合型基金

**预计 2023 年财富管理主线景气度呈弱复苏态势。**2023 年经济复苏利于居民可支配收入和风险偏好提升利好偏股型基金产品销售，利好大财富管理主线机会。2023 年 2 月起新发偏股基金份额同比增长，一季度代销渠道偏股基金呈小幅净申购，居民存款向基金产品等投资理财迁移初具端倪。考虑到 2023 年至今偏股基金净值跑输指数，净申购明确拐点尚未显现，我们预计 2023 年财富管理主线景气度呈弱复苏态势。

**图13：2023 年 2-4 月新发偏股基金份额同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：2022 年 5 月至今，偏股基金跑输中证 1000**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、个人和机构共同驱动 ETF 增长，股民迁移为主的基金企业受益

### 2.1、ETF 逆势增长，渗透率提升，三重因素驱动

**ETF 规模明显增长。**2022 年股票型 ETF 新发和净申购共同驱动 AUM 增长，新发份额 1260 亿份，净申购份额 1784 亿份，净申购同比增长明显，净值下降 24% 为拖累项。股票型 ETF 渗透率有所提升，从 2015 年的 6% 提升到 2022 年末 14%，2018、2022 年熊市明显提升。

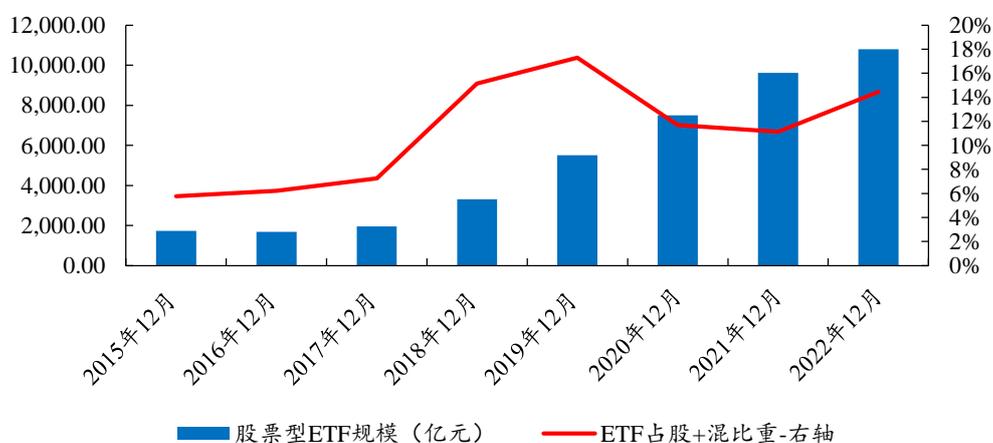
**ETF 增长驱动力：**(1) 供给侧看，ETF 产品创新加速，券商也在积极引导股民炒 ETF。2022 年新品种中证 1000 指数 ETF、碳中和主题 ETF 新发规模靠前。(2) 需求侧看，2019 年以来赛道投资兴起，股民也开始从炒股向买 ETF 进行综合理财转移。(3) 熊市下个人抄底带来的 ETF 占比提升更加明显。样本 ETF 份额和净值关系呈现出高抛低吸特征，2022 年“抄底”行为明显。(2018、2022 年熊市下 ETF 占比明显提升)

表12：2022 年新发和净申购共同推动股票 ETF 规模增长，净值是拖累项

亿元	2019	2020	2021	2022
股票型 ETF-AUM	5,512	7,504	9,620	10,805
同比		36%	28%	12%
净值 (AUM/份额)	1.66	1.75	1.58	1.20
同比		6%	-10%	-24%
股票型 ETF 份额	3,327	4,284	6,095	8,997
同比		29%	42%	48%
新发股票型 ETF 份额	1,577	1,044	1,725	1,260
同比		-34%	65%	-27%
净申赎份额	-339	98	165	1,784
同比		-129%	68%	983%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2022 年股票型 ETF 占股+混比重提升



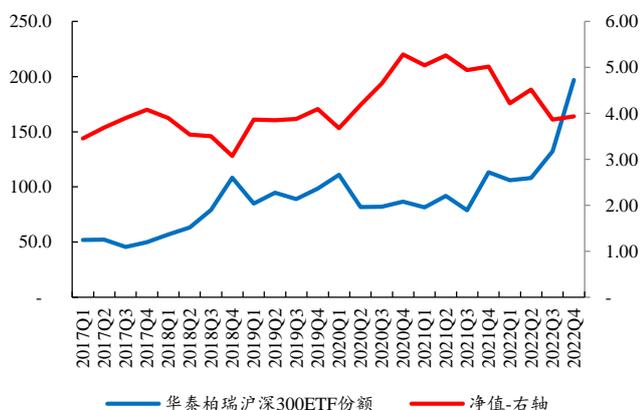
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2020、2021 年主动权益表现较优，ETF 占比被摊薄

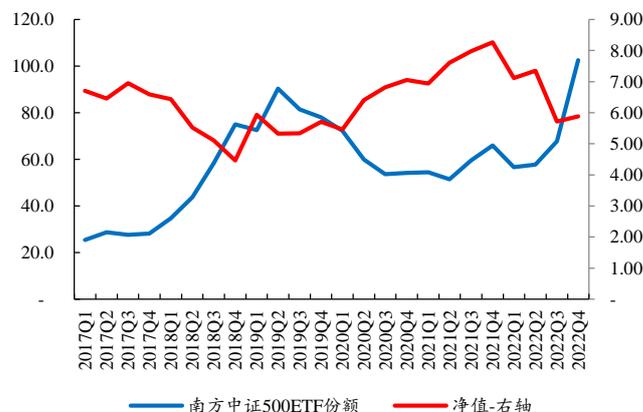
**表13: 2022年中证1000指数ETF、碳中和主题ETF新发规模靠前**

名称	发行份额(亿份)↓	跟踪指数名称	类型
广发中证1000ETF	80	中证1000	宽基类
富国中证1000ETF	79	中证1000	宽基类
易方达中证1000ETF	79	中证1000	宽基类
景顺长城创业板50ETF	71	创业板50	宽基类
银华沪深300成长ETF	60	300成长	风格类
易方达中证上海环交所碳中和ETF	43	SEEE 碳中和	行业/主题类
鹏华创业板50ETF	41	创业板50	宽基类
博时中证成渝地区双城经济圈成份ETF	37	成渝经济圈	行业/主题类
汇添富中证1000ETF	36	中证1000	宽基类
嘉实中证高端装备细分50ETF	33	高装细分50	行业/主题类
南方中证上海环交所碳中和ETF	33	SEEE 碳中和	行业/主题类
富国中证上海环交所碳中和ETF	29	SEEE 碳中和	行业/主题类
富国中证100ETF	25	中证100	宽基类
广发中证上海环交所碳中和ETF	22	SEEE 碳中和	行业/主题类
2022年新发股票型ETF份额	1260		

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 沪深300ETF呈现高抛低吸特征**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图17: 中证500ETF呈现高抛低吸特征**


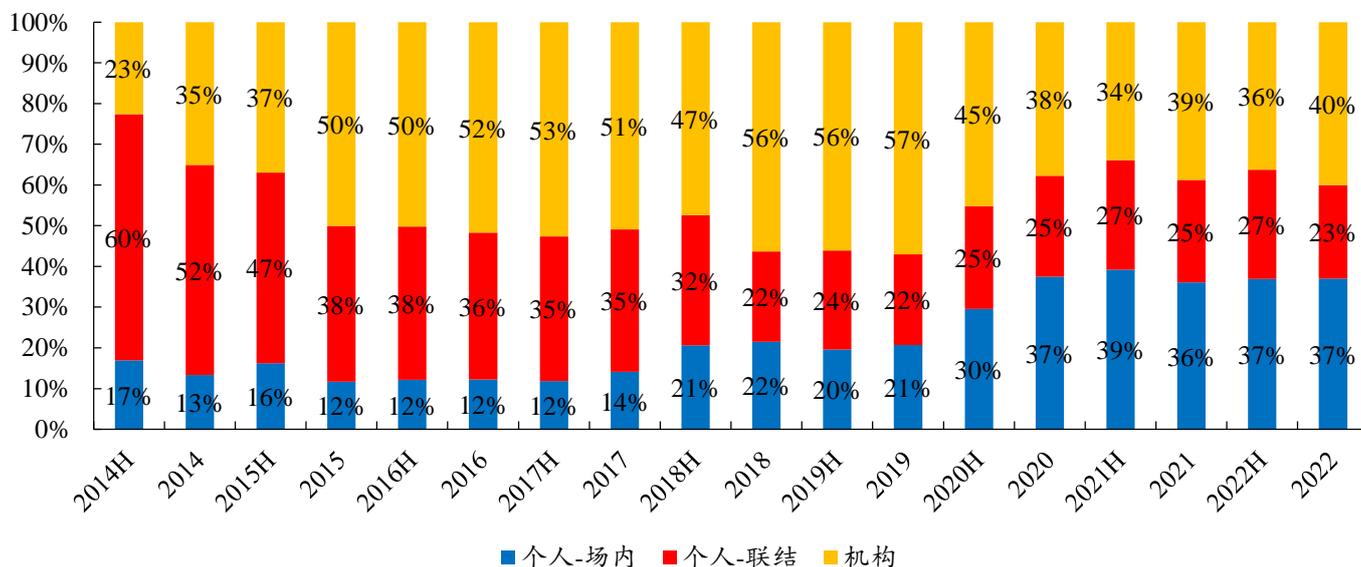
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、ETF 个人场内份额提升，预计主要为股民迁移，基金公司受益

**ETF 的一二级市场：**不考虑 ETF 联接基金，个人主要通过二级市场购买，虽然没有直接增加份额，但会间接通过机构等做市商套利间接实现 ETF 份额的增加。(1)ETF 申赎/二级交易均需开立 A 股账户，仅能通过券商渠道申赎/交易。ETF 联接作为场外基金可以通过所有类型的渠道申赎。2022 年末股票型 ETF 联接基金 2920 亿，占股票型 ETF1.1 万亿的 27%，占比同比下降 3pct，ETF 规模增长主要利好券商渠道。(2)ETF 申赎门槛较高（50 万份起），个人主要通过二级市场购买 ETF 或购买场外联接 ETF。(3)个人通过通过二级市场购买 ETF 影响 ETF 份额的路径：个人看涨、抄底行为→二级市场购买 ETF 推动价格 P 提升→溢价 (P/IOPV) 驱动机构做市/套利使得一级申购增加（二级市场买卖不会直接增加份额，但会间接通过做市商套利实现份额的增减）。

**股票型 ETF 资金结构：**2019 年以来个人占比明显提升，场内购买带来的增量更加明显。长趋势来看，个人-场外（通过 ETF 联接基金）的占比下降，个人-场内占比提升。个人直接购买场内 ETF 份额占比由 2014H1 的 17%提升到 2022 年末的 37%；个人购买场外 ETF 联接基金间接持有 ETF 的份额占比由 2014H1 的 60%下降至 2022 年末的 23%；机构通过场内和场外持有 ETF 的份额占比由 2014H1 的 23%提升至 2022 年末的 40%。

图18：ETF 持有人结构：个人-场外（联接）占比呈下降趋势，个人-场内占比提升

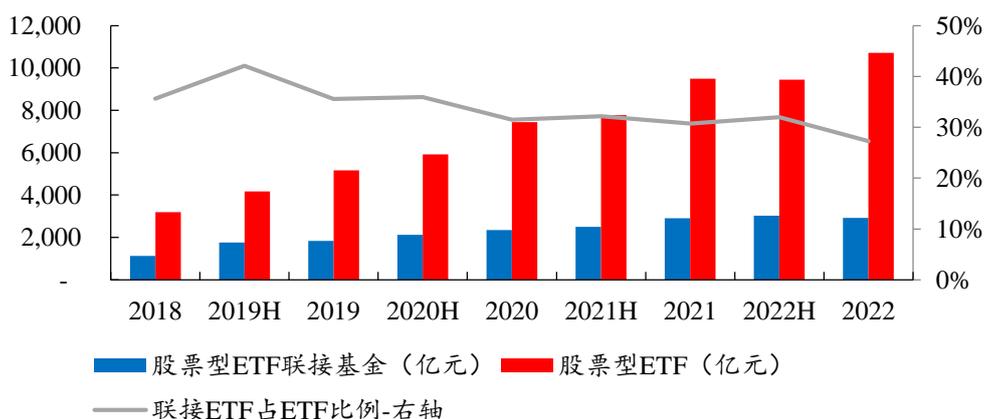


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表14: ETF 一级申购门槛较高, 个人主要通过二级市场购买 ETF 或购买场外 ETF 联接基金**

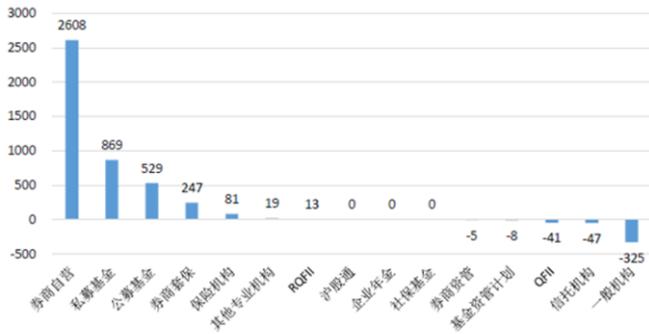
	ETF	ETF 联接基金
渠道	仅券商 (包括申赎和二级交易) (申赎和二级交易均需开立 A 股账户)	全渠道 (券商、银行、第三方销售平台)
门槛	(1) 申赎: 50/100 万份额起步 (按照“申购赎回清单”, 需准备一篮子股票), 对于个人门槛较高, 更多是机构参与 (2) 二级交易: 1 手 100 份, 小额资金即可参与, 不影响份额 (3) 新发: 网上现金认购门槛为 1000 元, 个人和机构都会参与, 销售渠道以券商和直销为主	单笔最低 1 元, 门槛较低。
交易费用	(1) 申赎: 费率 $\leq 0.5\%$ (具体按募集说明书收取); (2) 二级交易: 上交所规定佣金率 $\leq 0.3\%$ , 无印花税, 起点 5 元; (3) 管理费率: 0.5%。 ETF 买卖不需要缴纳印花税, 基金分红也不需缴纳所得税	(1) A 类份额: 申购费率按申购金额收取, 一般不超过 1.50%; 赎回费率按持有期限情况收取, 一般不超过 0.75%; (2) C 类份额: 销售服务费 (年化) 一般不超过 0.5%; 赎回费率按持有期限情况收取, 一般不超过 0.5%。 (3) 管理费率: 不会对持有的 ETF 部分重复征收管理费, 剩余部分 0.5%。
组合透明度	指数化投资, 每日公布组合, 透明度高	
跟踪偏离度	权重配置与对应指数成份股权重高度一致, 更能精确反映市场表现	投资目标 ETF 的仓位不能超过 95%, 跟踪误差相对目标 ETF 高

资料来源: 上交所、开源证券研究所

**图19: 2022 年末股票型 ETF 联接基金 2920 亿, 占股票型 ETF 1.1 万亿的 27%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2022年沪市全类别ETF机构净申购金额:券商自营、私募基金排名居前(单位:亿元)



数据来源: 上交所

图21: 2022年沪市全类别ETF机构交易额:私募和券商自营突出(单位:亿元)



数据来源: 上交所

ETF 投资者或主要由股民迁移, 与场外指数基金投资者客户画像差异较大。预计对场外基金销售、财富管理影响中性。

(1) 换手率和持有时长: 据 ETF 行业发展报告, ETF 用户中很大一部分是股票用户, 交易习惯与场外指数基金用户有很大不同。ETF 用户换手与 A 股换手率相近, A 股日均换手率 5.07%, 股票 ETF 日均换手率 5.48%。据 ETF 行业发展报告, ETF 平均持有时长 51 天明显短于场外指数 234 天。

(2) 用户理解: 用户对 ETF 优势理解最多的是解决个股选择难题。

(3) 年龄: ETF 用户年龄较场外指数用户更大, 40 岁以上占比 48%, 而场外指数基金为 25%。

(4) 人均 AUM: ETF 人均 AUM 为 24454 元, 而场外指数基金为 8160 元。

表15: 股票型 ETF 换手率与 A 股相近

股票型 ETF 换手率 (亿)	2020	2021	2022
股票 ETF-AUM	7,501	9,619	10,804
联接 ETF-AUM	2,341	2,913	2,920
场内股票 ETF AUM (剔除联接)	5,160	6,705	7,884
股票型 ETF 成交额	58,165	77,255	96,702
股票 ETF 日均换手率 (扣联接 AUM)	4.64%	5.36%	5.48%
A 股日均换手率 (自由流通市值)	5.97%	5.66%	5.07%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 换手率统一基于双侧交易额计算

表16: ETF 持有时长明显短于场外指数基金持有时长

单位: 天	持有时长平均数 (天)	持有时长中位数 (天)	平均多少天交易一次
场内 ETF	51	11	14
场外指数	234	47	23
宽基 ETF	56	13	16
行业 ETF	50	11	13

数据来源: 深交所 ETF 行业发展报告、天弘基金

图22：用户对ETF理解最多的是解决个股选择难题



资料来源：深交所ETF行业发展报告、天弘基金

表17：ETF用户年龄结构较场外基金用户更年长

年龄分布	ETF投资者	场外指数投资者
25岁以下	5%	13%
(25,30]	13%	26%
(30,40]	34%	39%
(40,50]	22%	14%
(50,60]	18%	7%
60岁以上	9%	2%

资料来源：深交所ETF行业发展报告、天弘基金

个人ETF交易市占率高的券商是经纪业务零售端优势较强的券商，或由于其部分股票客户转化为ETF客户。

- (1) 个人ETF成交额排名：拉萨占比较高，预计由于东方财富个人客户交易所致。
- (2) ETF交易账户数占比：华泰证券、东方财富、平安证券、招商证券、中国银河证券等2C经纪业务较强的券商排名靠前。
- (3) ETF申购金额：华泰证券ETF申购金额排名领先。
- (4) ETF成交额情况：华泰证券、东方财富、中国银河等C端客户较多的券商排名靠前。

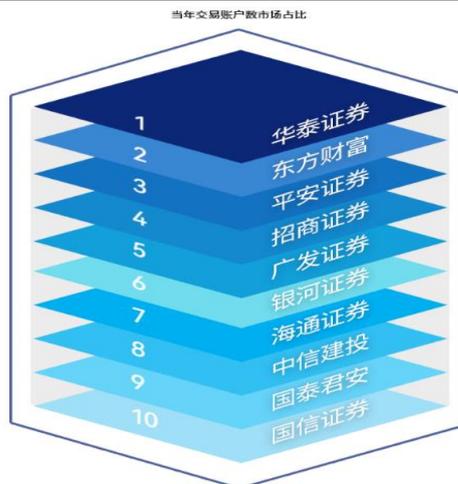
图23: ETF个人客户成交额排名: 拉萨地区排名靠前



数据来源: 深交所

注: 数据仅统计经纪业务, 不含自营、做市业务

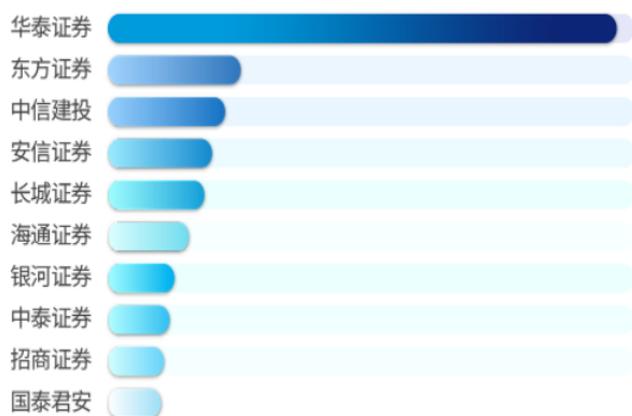
图24: 2C 经纪业务强的券商 ETF 交易账户数排名靠前



数据来源: 深交所

注: 数据仅统计经纪业务, 不含自营、做市业务

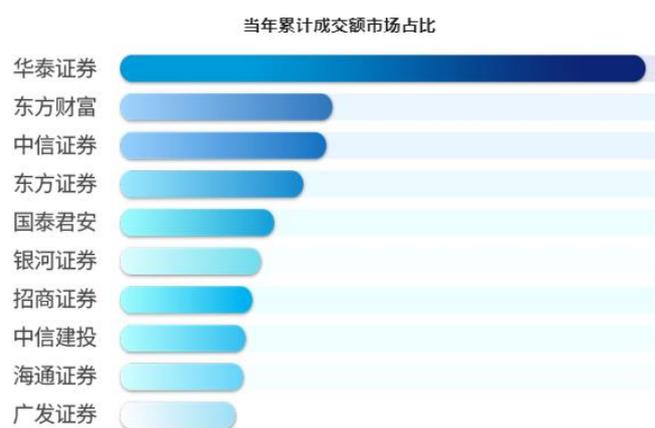
图25: 华泰证券经纪业务申购 ETF 金额排名领先



数据来源: 深交所

注: 数据仅统计经纪业务, 不含自营、做市业务

图26: C 端客户较多的券商成交额排名靠前



数据来源: 深交所

注: 数据仅统计经纪业务, 不含自营、做市业务

股民转化为 ETF 投资者的背景下, 产品实力强的基金公司或更受益。2022 年末华夏基金、易方达、南方基金股票型 ETF 规模排名靠前, 股票型 ETF 规模 AUM 分别为 2196/1173/1071 亿, 华夏基金、南方基金、易方达占自身股+混比重较高, 分别为 51%/37%/21%。2022 年末, 华夏基金、易方达、南方基金股票型 ETF 市占率靠前, 市占率分别为 20.0%/10.7%/9.7%。跨境 ETF 口径下, 华夏基金和易方达市占率领先, 分别为 35%/29%。

表18: 重点券商系基金公司股票型 ETF 规模: 华夏基金领先

股票型 ETF AUM (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
易方达基金管理有限公司	297	492	590	877	1,173
汇添富基金管理股份有限公司	106	299	250	350	357
华夏基金管理有限公司	892	1,111	1,801	2,080	2,196
广发基金管理有限公司	120	281	284	386	514
富国基金管理有限公司	9	200	146	194	356

股票型 ETFAUM (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
南方基金管理股份有限公司	386	542	618	954	1,071
博时基金管理有限公司	240	327	206	169	186
景顺长城基金管理有限公司	16	10	9	30	110
兴证全球基金管理有限公司	-	-	-	-	-
上海东方证券资产管理有限公司	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表19：重点券商系基金公司股票 ETF 占股+混比重：华夏基金占比较高**

股票 ETF 占股+混保有比重	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
易方达基金管理有限公司	18%	22%	11%	14%	21%
汇添富基金管理股份有限公司	9%	17%	6%	9%	12%
华夏基金管理有限公司	50%	50%	48%	44%	51%
广发基金管理有限公司	18%	22%	8%	8%	13%
富国基金管理有限公司	1%	14%	5%	5%	11%
南方基金管理股份有限公司	33%	37%	22%	28%	37%
博时基金管理有限公司	36%	35%	15%	9%	14%
景顺长城基金管理有限公司	3%	1%	0%	1%	5%
兴证全球基金管理有限公司	-	-	-	-	-
上海东方证券资产管理有限公司	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表20：重点券商系基金公司股票型 ETF 市占率：华夏基金市占率领先**

股票型 ETFAUM (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
易方达基金管理有限公司	8.9%	8.9%	7.8%	9.0%	10.7%
汇添富基金管理股份有限公司	3.2%	5.4%	3.3%	3.6%	3.2%
华夏基金管理有限公司	26.8%	20.1%	23.9%	21.4%	20.0%
广发基金管理有限公司	3.6%	5.1%	3.8%	4.0%	4.7%
富国基金管理有限公司	0.3%	3.6%	1.9%	2.0%	3.2%
南方基金管理股份有限公司	11.6%	9.8%	8.2%	9.8%	9.7%
博时基金管理有限公司	7.2%	5.9%	2.7%	1.7%	1.7%
景顺长城基金管理有限公司	0.5%	0.2%	0.1%	0.3%	1.0%
兴证全球基金管理有限公司					
上海东方证券资产管理有限公司					

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表21：重点券商系基金公司跨境 ETF 规模：华夏基金和易方达领先**

跨境 ETF (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
易方达基金管理有限公司	82	119	156	419	506
汇添富基金管理股份有限公司	-	-	-	-	7
华夏基金管理有限公司	39	47	94	376	604
广发基金管理有限公司	0	0	11	34	176
富国基金管理有限公司	-	-	-	-	-
南方基金管理股份有限公司	-	1	1	4	20

跨境 ETF (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
博时基金管理有限公司	7	15	26	87	176
兴证全球基金管理有限公司	-	-	-	-	-
景顺长城基金管理有限公司	-	-	-	-	-
上海东方证券资产管理有限公司	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表22：重点券商系基金公司跨境 ETF 市占率：华夏基金和易方达市占率领先**

跨境 ETF 市占率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
易方达基金管理有限公司	59.7%	60.7%	48.5%	41.2%	29.4%
汇添富基金管理股份有限公司					0.4%
华夏基金管理有限公司	28.4%	24.3%	29.4%	36.9%	35.1%
广发基金管理有限公司	0.2%	0.2%	3.3%	3.3%	10.2%
富国基金管理有限公司					
南方基金管理股份有限公司	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	1.2%
博时基金管理有限公司	5.1%	7.6%	8.1%	8.6%	10.2%
兴证全球基金管理有限公司					
景顺长城基金管理有限公司					
上海东方证券资产管理有限公司					

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资结论

**ETF 占比逆势提升，三方市占率优于银行。**渠道结构来看，ETF 规模提升驱动券商占比提升，扣除 ETF 影响 2C 代销头部平台表现相对优秀，天天基金市占率稳步提升，表现优于蚂蚁和银行渠道。管理费率平稳，尾佣比例小幅提升。股票型 ETF 占比提升，产品创新、股民迁移以及熊市抄底行为共同驱动份额高增，ETF 产品力强的基金公司或更受益。财富管理长逻辑不变，经济复苏利于居民可支配收入和风险偏好提升，利好偏股型基金产品销售，利好大财富管理主线机会，2-5 月基金新发连续 4 个月同比正增长，但考虑到偏股基金净值表现较弱，反弹期间会有一定赎回，预计 2023 年财富管理主线景气度弱复苏。推荐渠道端稀缺龙头东方财富。推荐东方证券、广发证券，受益标的兴业证券、长城证券、财通证券。

**表23：受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2023/5/26	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
300059.SZ	东方财富	15.14	0.65	0.73	0.91	23.29	16.64	买入
000776.SZ	广发证券	15.19	1.02	1.29	1.69	14.89	8.99	买入
600958.SH	东方证券	9.90	0.35	0.60	0.77	28.29	12.86	买入
601377.SH	兴业证券	6.18	0.35	0.48	0.55	17.66	11.17	未评级
002939.SZ	长城证券	8.47	0.26	0.46	0.56	32.58	15.05	未评级
601108.SH	财通证券	7.51	0.36	0.45	0.49	20.60	15.22	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述兴业证券、长城证券、财通证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

#### 4、风险提示

- 市场波动风险；
- 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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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，属于商业秘密材料，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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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

### 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