

证券

证券研究报告
2021年11月12日

券结基金的现状与潜力

券商将持续受益于财富管理长逻辑，增厚利润的同时显著提升业绩稳健性，目前最重要的三个方向在于券结基金、私募基金和基金投顾。券结基金能有效协同券商、银行、公募和投资者的利益，潜力巨大，正高速发展。券商在帮助公募做大保有的同时，可获得更多的佣金激励和业务机会，并以定制产品提升财富管理的影响力，先发券商优势显著，请持续关注！

券结基金扩张加速，大型公募加入布局。券结基金始于监管推动，2018年首只试点基金成立。2021年以来券结基金扩张加速：1) 前三季度权益类券结基金的新发规模达1127亿元，同比+347%，占权益基金总新发规模比例达6.3%，其中9月单月该比例达20%；2) 目前管理人仍以中小公募为主，但南方、博时、工银瑞信等大型公募已逐渐加入布局。

券商渠道崛起+利益协同，券结模式持续替代可期。券商结算模式下，公募须在券商经纪业务体系内进场交易，交易佣金可由1-3家结算券商切分(此前单家券商的佣金分仓上限为30%)。利益机制的变化推动券商和公募以定制产品的方式合作，券商更有动力持营做大保有，以获取持续的佣金收入，公募则可增加管理规模；优选产品则可撬动银行代销、也符合投资者利益，从而实现多方利益的协同。

我们认为券结基金占比将持续提升：1) 券商渠道能力渐强，更能为公募、尤其是大型公募带来规模增量；2) 尾随佣金比例受限等因素使银行对券结基金更为开放，券商在撬动银行代销上能动性更强。

财富管理转型的重要抓手，做大做强价值链。券结基金的发展影响显著：1) 财富管理能力在行业佣金分配中愈加关键，21H1券结基金对中信、广发的佣金贡献占比已分别达12%、10%；2) 做大做强价值链，驱动托管等机构业务发展，广发证券33只券结基金中已有14只由自身托管，预计全年可贡献托管收入3000万元；

3) 更为重要的是，券结基金将成为券商财富管理转型的重要抓手，在加速转型的同时，优质的定制产品或将形成独特优势，撬动代销杠杆并沉淀客户。睿远基金、贝莱德基金已发行的3只基金均为券结产品，截至Q3末，净值规模达568亿元。此外，券结基金爆款频出，一定程度上是营销俘获客户心智的结果，券商虽受益但产品甄选能力是最终胜出的关键。

投资建议：券结基金发展可期，公募在选择合作券商时将更加注重对财富管理、托管结算等综合能力的考量。我们持续看好财富管理长逻辑下的受益标的，建议关注持牌互联网金融龙头东方财富，深度财富管理优势显著的中金公司H、华泰证券，以及券结推动具备先发优势的广发证券、兴业证券。

风险提示：券结基金发展进程不及预期、券商财富管理转型不及预期；部分上半年成立的券结基金未披露21H1佣金数据，整体统计可能偏差

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300059.SZ	东方财富	33.62	买入	0.46	0.80	1.11	1.44	73.09	42.03	30.29	23.35
601688.SH	华泰证券	15.42	买入	1.19	1.42	1.67	1.87	12.96	10.86	9.23	8.25
000776.SZ	广发证券	19.73	买入	1.32	1.59	1.91	2.29	14.95	12.41	10.33	8.62

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业研究周报:北交所设立将提振券商业绩，板块估值修复空间较大》2021-11-08
- 《证券-行业深度研究:新竹高于旧竹枝——详解第三轮扩表和场外衍生品业务》2021-11-05
- 《证券-行业研究周报:QFII 境内衍生品投资范围放宽，三季报关注两类个股》2021-10-17

内容目录

1. 现状：券结基金扩张加速，大型基金加入布局	3
2. 释义：核心差异在于交易流程变化与佣金分仓上限豁免	4
3. 趋势：券商渠道崛起+利益协同，券结模式替代可期	6
4. 影响：券商财富管理转型的重要抓手，做大做强价值链	8
4.1. 对交易佣金分配以及机构业务发展的影响	8
4.2. 券商财富管理转型的重要抓手	9
5. 投资建议	10
6. 风险提示	10

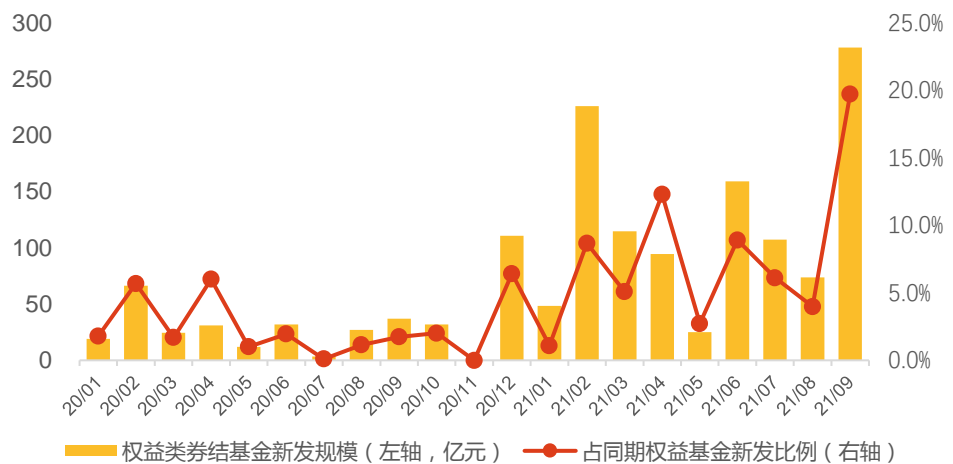
图表目录

图 1：权益类券结基金新发规模	3
图 2：两种结算模式的流程差异	5
图 3：股票型基金保有规模占比情况	6
图 4：混合型基金保有规模占比情况	6
图 5：中信、广发、兴业在券结基金上率先布局	7
图 6：平安银行以券结合作方式打造优选基金	7
表 1：大型基金公司开始布局券结基金（不同年份发行份额统计）	3
表 2：两种结算模式的比较	6
表 3：监管部门推动交易模式转换	6
表 4：券结产品贡献丰厚佣金	8
表 5：广发证券的券结产品多由自身结算（亿元）	9
表 6：期末规模 30 亿元以上的券结基金统计（截至 21Q3）	9
表 7：部分中小券商券结基金合作情况（非不完全统计）	10

1. 现状：券结基金扩张加速，大型基金加入布局

券结基金正兴起，2021 年以来扩张加速。2017 年 12 月，证监会开启基金交易模式转换试点，国融基金等 6 家新成立的基金公司和部分券商参与，2018 年 1 月首只券结基金成立。自去年下半年以来，券结基金开始兴起，2021 年扩张加速：1) 新发规模方面，前三季度权益类券结基金新发 1127 亿元，同比+347%，占同期权益类基金新发 6.3%，其中单月占比逐步提升，9 月单月达 19.7%；2) 期末规模方面，权益类券结基金从 2018 年末的 52 亿元提升至 21Q3 末的 2575 亿元，占同期权益类基金比例提升至 3.2%。

图 1：权益类券结基金新发规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

大型公募开始加入布局。目前券结基金的管理人以中小公募为主，已发行券结产品的 49 家公募中，多数为规模排名靠后的公司（截至 11 月 6 日，市场共 153 家管理人）。但去年以来，大型公募亦开始积极布局券结产品，截至 21Q3，招商基金（排名 12）、南方基金（排名 4）、工银瑞信（排名 11）券结产品发行规模分别达 160 亿元、149 亿元、135 亿元。

此外，亦有部分存量基金开启券结模式转换，如万家瑞兴（2021 年 8 月转换完成）、大成核心趋势混合基金（2021 年 9 月转换完成）等。

表 1：大型基金公司开始布局券结基金（不同年份发行份额统计）

单位：亿份	2018	2019	2020	2021Q1-3	规模总计	只数总计	21Q3 行业排名
淳厚基金		15.16	219.03	12.80	247.00	14	95
博道基金	14.73	57.78	68.68	51.69	192.88	19	98
蜂巢基金		51.98	103.69	34.05	189.73	11	88
招商基金			2.53	157.07	159.60	6	12
朱雀基金		14.26	57.61	79.09	150.95	7	90
南方基金				148.69	148.69	1	4
工银瑞信			41.45	93.32	134.77	3	11
中庚基金	8.94	45.86		66.49	121.28	5	91
睿远基金		58.75	59.65		118.39	2	72
中泰证券资管	9.57	73.78	5.56	25.07	113.97	11	103
永赢基金				79.26	79.26	1	30

惠升基金	38.31	6.32	24.71	69.35	8	96	
贝莱德			66.81	66.81	1	121	
东方阿尔法	11.64	4.20	8.19	39.67	63.70	5	108
博时基金			59.94	59.94	1	7	
恒越基金	5.40		49.48	54.88	10	104	
九泰基金		30.34	11.14	41.48	10	110	
西藏东财基金	3.38	14.53	20.77	38.68	14	127	
汇泉基金			35.77	35.77	1	131	
大成基金			35.45	35.45	1	29	
弘毅远方	4.93	16.64	8.18	29.75	7	136	
创金合信		8.91	18.74	27.65	3	64	
湘财基金	5.93	17.99	2.82	26.75	5	137	
汇安基金	2.85	23.76		26.61	2	83	
百嘉基金			25.65	25.65	1	132	
长信基金			22.57	22.57	3	45	
国融基金	5.35	15.72		21.07	6	146	
凯石基金	2.06	8.20	2.96	13.22	4	140	
中融基金			13.02	13.02	1	46	
同泰基金	4.20	7.73		11.93	5	133	
合煦智远	4.12	0.49	5.32	9.92	3	143	
达诚基金		4.89	4.68	9.58	4	141	
中信建投基金			7.83	7.83	1	78	
新华基金			7.29	7.29	1	70	
财通基金		6.15		6.15	1	76	
上银基金		5.63		5.63	1	51	
光大保德信			5.30	5.30	1	49	
瑞达基金			4.45	4.45	2	142	
博远基金		2.18	2.16	4.35	2	139	
国金基金			3.79	3.79	1	82	
明亚基金		3.45		3.45	1	147	
渤海汇金证券资管			2.97	2.97	2	113	
浙江浙商证券资管			2.85	2.85	1	102	
金鹰基金			2.67	2.67	1	62	
东兴基金			2.37	2.37	1	122	
新沃基金			2.36	2.36	1	123	
东海基金	2.23			2.23	1	116	
鹏华基金		2.21		2.21	1	10	
万家基金	2.14			2.14	1	28	
总计	68.87	419.73	708.76	1230.96	2428.32	195	

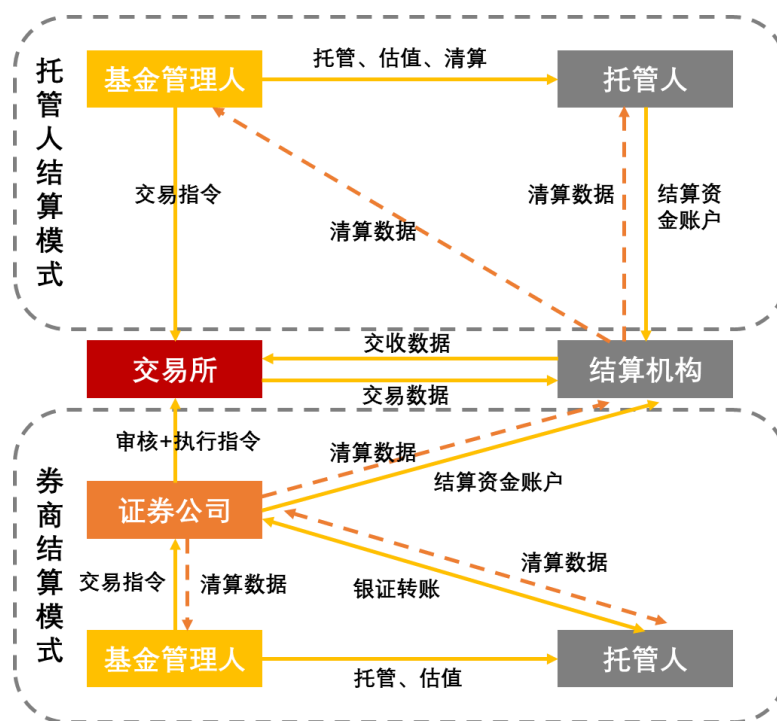
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：行业排名为期末全口径基金净值规模排名。

2. 释义：核心差异在于交易流程变化与佣金分仓上限豁免

按照投资标的所在交易场所区分，基金的日常投资运作一般可分为交易所场内交易和场外交易，其中场内交易的运作流程主要包括交易、托管、结算等环节。由于历史原因，公募基金一般采取托管行结算模式，交易环节上租用券商交易单元席位，通过自有系统直连交易所开展交易，相应一般由托管行提供结算、托管服务。而在券商结算模式下，公募基金

需要在券商经纪业务体系内开立证券资金账户，通过券商完成场内交易，交易环节上须通过券商系统报盘交易，由券商审核（验资验券、异常行为监控等）后报交易所，同时由券商作为结算参与人进行资金和股票的清算交收。

图 2：两种结算模式的流程差异



资料来源：天风证券研究所

两种模式的核心差异在于：

- ✓ **交易流程变化，增设券商前端风控环节。**托管行结算模式下，基金公司的交易指令直达交易所，交易后托管户的资金不会马上扣减，一般在托管人清算后，第二天进行资金扣减和交收，过程中可能存在超买超卖的情况（如“光大乌龙指事件”等）。而券结模式下，基金公司的交易指令需要首先经过券商，由券商实时验资验券，再传达到交易所，资金账户中的资金立即扣减，第二天进行交收。

基金通过券商进场交易可以扩大投资范围，包括两融、场内期权等，同时不需要缴纳保证金和结算备付金，一定程度上提升了资金效率，但也需要付出一定的系统开发成本、面临交易清算效率的下降（清算数据需要等待券商拆包分发，而非由中国结算直接发给基金公司和托管行），使得交易链条延长。

- ✓ **豁免佣金分仓 30%限额规定，单家券商可获得 100%交易佣金。**根据《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》，基金交易产生的佣金须多个券商切分，一家券商所得佣金占比不超过 30%。通常基金公司基于券商提供的研究、代销等服务情况确定分仓比例，并可以延后、不定期（一般为季度）支付。而券结模式下，佣金分仓可豁免 30%上限的规定，单个券商可获得 100%的交易佣金，且交易佣金不得与保有量等因素挂钩，须按照交易量即时支付到营业部。

券结模式下结算券商交易佣金的激励增加，推动了基金与券商的深度绑定，券商的渠道资源向该产品倾斜，比如高强度宣传造势、对产品单独考核等；持续营销过程中则更加注重保有量的提升，以获得持续的佣金收入。

表 2：两种结算模式的比较

	托管行结算模式	券结模式
账户投资风险	可能存在	券商可用自有资金为爆仓垫资
保证金和结算备付金	须缴纳	无需缴纳
参与场内业务	不能	两融、股质、场内期权等
佣金分仓限制	单家券商分配不得超过 30%	豁免分仓上限规定
交易佣金支付	可延时支付、不精准	即时、精准支付至证券营业部
交易结算效率	交易链条短，效率高	交易链条长，效率低
信息泄露风险	较小	较大

资料来源：证券业协会，东方财富网，天风证券研究所

3. 趋势：券商渠道崛起+利益协同，券结模式替代可期

监管方面：完善会员监管，监控和规避基金运作风险。监管部门在推动以会员为中心的交易行为监管模式，2017 年底开启交易模式转换的试点。2019 年 1 月，证监会发布《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，将试点转为常规，规定“新老划断”，即新设立的公募基金公司应当采用新交易模式，老基金公司的相关产品可以暂时不调整，并鼓励老基金公司在发新产品时采用新交易模式。券结模式的推行，不仅可以落实券商发挥前端风控功能，还可以进一步完善基金行为监控。

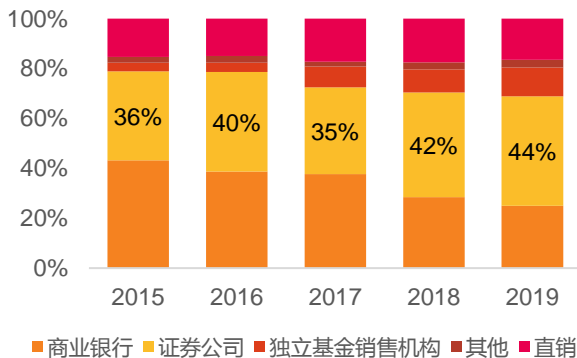
表 3：监管部门推动交易模式转换

时间	具体举措
2017 年 4 月	《关于进一步发挥证券交易所一线监管功能的指导意见》，要求交易所从主要直接监管投资者交易转变为监管投资者和会员并重，督促会员承担管理客户交易行为的各项责任
2017 年 9 月	启动基金交易模式转换试点，并明确“新老划断、控制增量”原则
2018 年 5 月	首只券结基金注册，国融基金为管理人，银河证券为交易商和托管人
2019 年 1 月	发布《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，将试点转常规

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

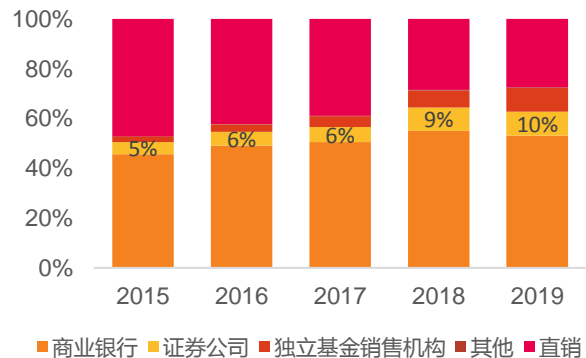
基金公司：券商渠道重要性凸显，契合发展目标。1) 近年来，券商积极推动财富管理转型，渠道重要性凸显。根据基金业协会的披露，券商渠道的股票型基金保有规模占比从 2015 年的 36% 提升至 44%，混合型基金则相应从 5% 提升至 10%；2) 中小基金难以得到银行渠道的重点营销支持，选择券结模式、与券商深度绑定可帮助其开拓市场；3) 同时，券结模式下券商注重保有量的特点亦契合基金发展目标，对大型公募亦具备吸引力。

图 3：股票型基金保有规模占比情况



资料来源：《中国证券投资基金业年报 2020》，天风证券研究所

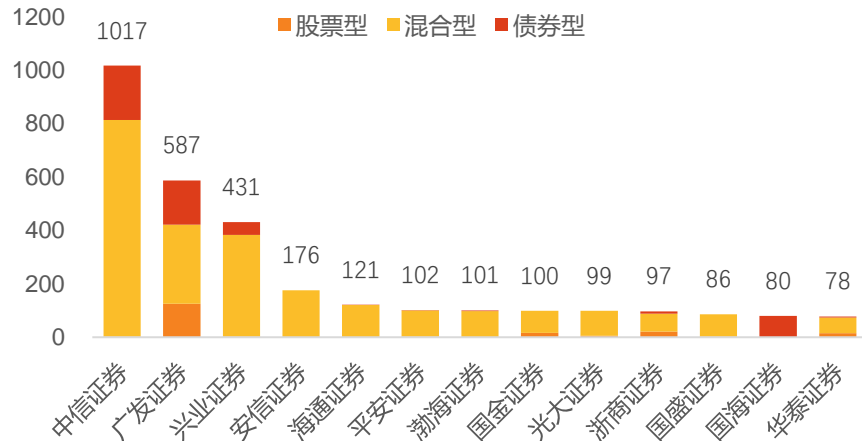
图 4：混合型基金保有规模占比情况



资料来源：《中国证券投资基金业年报 2020》，天风证券研究所

券商：财富管理转型加速，券结基金符合利益考量。券结模式迎合券商财富管理转型需求，交易佣金机制符合保有量考核目标，对财富管理条线激励更为充分，代销杠杆的存在则可进一步增厚利润（其他渠道代销贡献交易佣金）。更为重要的是，深度绑定下的定制产品或可形成独特优势。此外，券结模式可撬动托管、结算等综合服务，提升整体对机构的服务能力。目前，已有部分大中型券商率先布局，截至 21Q3，中信证券、广发证券、兴业证券结算基金规模领先，分别达 1017 亿元、587 亿元、431 亿元。

图 5：中信、广发、兴业在券结基金上率先布局



资料来源：Wind，天风证券研究所 单位：亿元 注：由于基金并不披露具体结算券商，我们根据基金半年报交易佣金分配推算结算券商，如同一基金存在多个券商，则按交易佣金分配比例为权重划分规模。

券结基金可实现多方利益协同，但目前大型公募的布局意愿尚不强烈，成为其进一步发展的制约。大型公募具备更强的机构端能力，可以利用多元的佣金分配等方式驱动多渠道、多券商代销，而如果采用券结模式，一方面需要开发对接系统、推动流程转变，付出资源投入，另一方面则需要和结算券商深度绑定，一定程度上削弱了其他渠道的积极性，利弊权衡下举棋不定。

我们认为券结基金发展可期，基于：1) 居民资产配置持续向权益类资产迁移的大背景下，券商具备权益类资管与机制优势，在蛋糕做大的同时有能力攫取更多份额，能为基金公司带来更多规模增量；2) 银行渠道对券结基金的合作更为开放。去年 10 月，证监会规定尾随佣金的比例不得超过 50%，银行渠道定制基金的收入受限，而券商通过投研、投顾等资源置换，以券结基金绑定银行利益，可以更有效驱动银行渠道联动。股份行、城商行合作积极性更高，例如平安银行以券结合作的方式打造优选基金。

图 6：平安银行以券结合作方式打造优选基金



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

4. 影响：券商财富管理转型的重要抓手，做大做强价值链

券结基金的发展对券商行业影响显著：1) 深刻影响佣金分配格局，财富管理能力将在行业佣金分配上愈加关键；2) 延伸券商对公募基金的价值链条，贡献托管等增量机构业务收入；3) 更为重要的是，券结基金将成为券商财富管理转型的重要抓手，加速转型的同时，优质的定制化产品或将形成独特优势。

4.1. 对交易佣金分配以及机构业务发展的影响

交易佣金格局进一步向财富管理能力强的券商倾斜。1) 上半年券结基金的平均交易佣金率为 0.0754%，与托管行结算基金相近 (0.0784%)，因而其对行业佣金的影响更多在于分仓机制的变化。交易佣金的入口从机构业务条线转向财富管理条线，虽然存在内部划转及转分仓机制，但财富管理能力将成为决定佣金份额的关键因素；2) 券结模式下结算券商较少 (195 只中 164 只为单家券商结算、22 只为两家券商结算)，券结产品对佣金贡献显著，以中信证券为例，其 21H1 券结产品贡献的佣金达 0.8 亿元，占总体佣金的比例已提升至 12%。

表 4：券结产品贡献丰厚佣金

单位：亿元	2020 券结佣金	21H1 券结佣金	2020 占比	21H1 占比
中信证券	1.15	0.80	11%	12%
广发证券	0.25	0.53	4%	10%
兴业证券	0.26	0.28	5%	8%
浙商证券	0.21	0.13	16%	8%
中信建投	0.23	0.11	3%	3%
光大证券	0.01	0.09	0%	3%
国金证券	0.09	0.08	5%	7%
平安证券	0.06	0.07	7%	12%
东方证券	0.06	0.06	1%	2%
湘财证券	0.03	0.05	21%	22%
全行业总计	2.77	2.55	2.0%	2.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

延伸价值链，贡献新增量。券结模式下，券商对公募基金的价值链延长，可以充分发挥主经纪商的价值和业务能力，提供产品代销、基金托管、研究支持和融资融券等综合服务，整合和协调券商机构资源，促进业务联动和集群效应。以托管业务为例，目前广发证券共有 33 只券结产品，其中 14 只由自身提供托管服务，对应托管规模 151 亿元，按 0.2% 的托管费率测算，年化托管费收入可达 3000 万左右。

表 5：广发证券的券结产品多由自身结算（亿元）

结算券商	券结产品数量	托管人	托管产品数量	托管产品规模
广发证券	33	广发证券	14	151
		宁波银行	2	71
		平安银行	2	7
		浦发银行	1	26
		上海银行	1	4
		兴业银行	3	37
		邮储银行	1	8
		招商银行	3	146
		浙商银行	4	32
		中国银行	1	38
		中信证券	1	0

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 券商财富管理转型的重要抓手

更重要的是，券结基金能成为券商财富管理转型的重要抓手。券结模式契合券商财富管理转型大方向，盈利模式的转变使得持续营销过程中愈加重视保有量的提升，帮助解决“基金赚钱、基民不赚钱”的行业痛点，并以此为支点加速财富管理量质双升。

同时，定制化的优质产品供给或形成结算券商的独特竞争力，不仅可以利用代销杠杆、持续做大保有量不断获取佣金收入，还可以成为流量入口，提升客户黏性。睿远基金累计发行的两只公募产品（睿远成长价值、睿远均衡价值）、贝莱德累计发行的一只公募产品（贝莱德中国新视野）均为券结产品，截至 21Q3，三只基金的净值规模达到 568 亿元。

表 6：期末规模 30 亿元以上的券结基金统计（截至 21Q3）

基金名称	基金管理人	结算券商	期末规模（亿元）
睿远成长价值	睿远基金	中信证券	341.4
睿远均衡价值三年	睿远基金	中信证券	159.4
南方兴润价值一年持有	南方基金	兴业证券	141.4
东方阿尔法优势产业	东方阿尔法	中信证券、安信证券等 6 家券商	84.5
朱雀恒心一年持有	朱雀基金	广发证券	80.6
蜂巢添禧 87 个月定开债	蜂巢基金	国海证券、广发证券	80.4
永赢长远价值	永赢基金	安信证券	79.3
淳厚安心 87 个月定开	淳厚基金	中信证券	77.8
淳厚安裕 87 个月定开	淳厚基金	中信证券	74.3
恒越核心精选	恒越基金	广发证券	70.1
贝莱德中国新视野	贝莱德	中信证券	66.8
中庚价值品质一年持有	中庚基金	平安证券	66.2
工银瑞信战略远见	工银瑞信	兴业证券	65.3
朱雀产业臻选	朱雀基金	广发证券	64.6
中信证券臻选价值成长	中信证券	中信证券	64.5
博时凤凰领航	博时基金	财通证券、浙商证券	59.9
中庚小盘价值	中庚基金	广发证券	59.3
朱雀企业优选	朱雀基金	广发证券	51.5
中庚价值领航	中庚基金	华泰证券	51.2

招商金安成长严选 1 年封闭	招商基金	国金证券	43.2
中庚价值先锋	中庚基金	东方证券	40.8
博道嘉丰	博道基金	广发证券	38.1
博道嘉兴一年持有	博道基金	兴业证券	38.1
惠升和悦	惠升基金	中信证券	36.2
汇泉策略优选	汇泉基金	光大证券	35.8
招商品质生活	招商基金	海通证券	35.6
大成核心趋势	大成基金	华西证券	35.4
中庚价值灵动灵活配置	中庚基金	平安证券	31.7
工银瑞信灵动价值	工银瑞信	国金证券	30.5
蜂巢丰华	蜂巢基金	(尚未披露)	30.0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

券结基金爆款频出，一定程度上是营销俘获客户心智的结果，券商虽受益但产品甄选能力是最终胜出的关键。券结基金往往意味着较大的资源投入，通过宣传造势等活动俘获客户心智，最终打造了“爆款产品”。但若后续产品业绩表现不佳，对客户资源、业务收入带来的负面影响亦会放大，因而绩优产品的供给非常重要，背后的产品甄选能力是核心能力。部分中小券商亦在通过积极布局券结产品，如华西证券，目前合作发行的两只券结产品自身首发规模达 61.3 亿元，而其 Q3 末的股基+混基保有量仅 135 亿元，占比达 45%。

表 7: 部分中小券商券结基金合作情况 (非不完全统计)

券商	股+混保有量 (21Q3)	券结基金名称	管理人	基金成立日	结算券商募集规模/总募集规模
华西证券	135 亿元	博时优质鑫选	博时基金	2021/11/3	35.7/57.1 亿元
		大成核心趋势	大成基金	2021/6/30	25.6/35.4 亿元
安信证券	198 亿元	永赢长远价值	永赢基金	2021/9/13	约 30/79.3 亿元
光大证券	184 亿元	汇泉策略优选	汇泉基金	2021/7/20	约 18/35.8 亿元
		招商品质成长	招商基金	2021/9/23	约 14/27.2 亿元

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 投资建议

券结基金发展可期，其推动券商财富管理转型、延伸价值链贡献新增量，对整体行业构成利好；同时，也引起交易佣金等环节的行业格局发生变化。我们认为，未来公募基金在选择合作券商时将更加注重对券商的财富管理、托管结算等综合能力的考量，头部券商优势显著。建议关注持牌互联网金融龙头东方财富，深度财富管理优势显著的中金公司 H、华泰证券，以及券结推动具备先发优势的广发证券、兴业证券。

6. 风险提示

- 1) 券结基金发展进程不及预期: 券结模式相对于托管行结算模式在交易清算效率等方面具备劣势，推进速度可能受到阻碍；
- 2) 券商财富管理转型进展不及预期: 券商渠道能力是大型公募选择券结模式的重要考量，若券商财富管理转型成效不高，会形成券结模式进一步发展的阻碍；
- 3) 部分上半年成立的券结基金未披露 21H1 佣金数据，整体统计可能偏差: 券结基金的

结算券商并未直接披露，需要根据交易佣金分配情况确定，部分上半年成立的券结基金未披露半年报，因而无法确定对应结算券商。行业整体佣金规模的统计也因此存在偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com