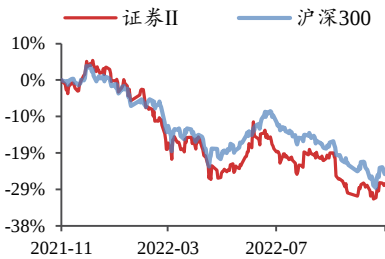


证券 II

2023 年 02 月 11 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

《政策暖风频吹，标的池扩容利好两融规模扩张——沪深交易所两融标的扩容事件点评》-2022.10.22

《市场过度担忧降费政策，看好券商板块估值修复——国办“券商和基金等机构降费”事件点评》-2022.9.17

《低估值带来投资价值，宏观经济修复或是核心催化——上市券商 2022 中报综述》-2022.9.9

天天基金偏股市占率提升，降费担忧缓解

——2022Q4 基金销售渠道数据点评

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

事件：2 月 10 日，基金业协会披露 2022Q4 公募基金销售机构前 100 规模数据。

● 券商系偏股代销保有市占率延续上升，三方系非货代销市占率下降明显

（1）代销机构市占率下降。2022Q4 末，前 100 家代销机构保有占全市场偏股/非货保有比重分别为 75.6%/51.4%，环比-4.1/-1.1pct，预计与直销机构保有市占率提升有关。（2）券商系偏股代销市占率延续上升，三方系非货代销市占率下降明显。前 100 家机构阵营中，偏股基金（股+混）口径下，2022Q4 银行系/券商系/三方系保有规模环比-5.9%/+7.9%/+1.5%，代销保有市占率（占代销前 100，下同）分别为 51.1%/22.2%/25.7%，环比-2.7/+1.8/+0.6pct。券商系偏股代销市占率明显提升，预计受 ETF 影响（2022Q4 涨幅靠前的以 ETF 类基金为主）。非货口径下，2022Q4 银行系/券商系/三方系保有规模分别环比-1.1%/+5.2%/-13.1%，代销市占率分别为 48.6%/18.0%/32.5%，环比+1.5/+1.6/-3.4pct，预计债券市场波动导致三方系 B、C 端均出现净赎回。（3）4 季度股市反弹下，偏股基金代销渠道保有集中度提升，头部仍稳定。Q4 股市上涨，偏股基金代销渠道集中度 CR10 上升 0.59pct 至 58.4%，头部机构格局保持稳定 CR4 为 37.1%（Q3 为 36.8%）。2022Q4 末代销前 100 家机构偏股保有合计数环比-1%，全市场偏股保有环比+4.5%，全市场偏股份额环比+4.3%，偏股基金指数+0.16%。

● 天天基金偏股代销市占率提升，机构业务为主的渠道端保有下降明显

（1）头部排序依旧稳定，天天基金代销保有市占率提升。2022Q4 末非货基和偏股型基金销售保有前四均为蚂蚁基金、招商银行、天天基金、工商银行。蚂蚁基金/招商银行/天天基金/工商银行非货保有 11545/7576/5845/5080 亿元，环比-10.0%/-6.2%/-6.8%/-1.8%，非货代销保有市占率为 14.4%/9.5%/7.3%/6.3%，环比-0.9/-0.2/-0.2/+0.2pct。招商银行/蚂蚁基金/天天基金/工商银行偏股保有 6204/5712/4657/4383 亿元，环比-1.4%/+0.7%/+2.3%/-2.6%，偏股代销保有市占率为 11.0%/10.1%/8.2%/7.8%，环比-0.1/+0.2/+0.3/-0.1pct。天天基金偏股代销保有市占率提升（占代销前 100），2022Q1-Q4 分别为 7.85%/8.01%/7.97%/8.24%；偏股保有市占率（占全市场偏股保有）连续两季度下降，2022Q1-Q4 分别为 6.17%/6.44%/6.36%/6.23%，预计受全市场直销保有占比提升影响。（2）机构业务为主的渠道端保有下降明显。2022Q4 末机构端业务为主的上海基煜和北京汇成非货保有 1403/1303 亿，环比-39%/-34%，代销市占率为 1.75%/1.63%，环比-0.98/-0.73pct，预计由于四季度债市下跌引起的理财产品赎回潮，导致银行理财子规模减少所致。（3）蚂蚁基金和腾安基金 Q4 非货代销保有市占率 14.42%/2.25%，环比-0.94/-0.44pct，预计主要由于 Q4 债基下跌导致净赎回。

● 市场降费担忧逐渐缓解，看好经济复苏下财富管理机会

2023 年 1 月《证券经纪业务管理办法》明确不鼓励证券经纪佣金价格战，市场对证券和基金业务降费担忧逐渐缓解。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，关注新发数据改善。推荐渠道端稀缺龙头东方财富、同花顺。推荐东方财富、广发证券、中信证券，受益标的兴业证券和长城证券。

● 风险提示：市场波动加大；行业竞争加剧。

图1：天天基金 2022Q4 偏股基金代销保有市占率环比+0.26pct

股票+混合基金（亿元）								
排名	机构名称	机构类型	2022Q4 保有规模	2022Q3 保有规模	环比增 幅	2022Q4代 销市占率	2022Q3代 销市占率	市占率 变化
1	招商银行	银行	6204	6291	-1.4%	10.98%	11.02%	-0.05%
2	蚂蚁基金	独立三方	5712	5673	0.7%	10.11%	9.94%	0.16%
3	天天基金	独立三方	4657	4551	2.3%	8.24%	7.97%	0.26%
4	工商银行	银行	4383	4501	-2.6%	7.75%	7.89%	-0.13%
5	建设银行	银行	3327	3572	-6.9%	5.89%	6.26%	-0.37%
6	中国银行	银行	2698	2692	0.2%	4.77%	4.72%	0.06%
7	交通银行	银行	2152	2212	-2.7%	3.81%	3.88%	-0.07%
8	中信证券	券商	1417	1075	31.8%	2.51%	1.88%	0.62%
9	华泰证券	券商	1226	1190	3.0%	2.17%	2.09%	0.08%
10	兴业银行	银行	1215	1213	0.2%	2.15%	2.13%	0.02%
11	民生银行	银行	1181	1260	-6.3%	2.09%	2.21%	-0.12%
12	浦发银行	银行	1139	1197	-4.8%	2.02%	2.10%	-0.08%
13	农业银行	银行	1081	1806	-40.1%	1.91%	3.16%	-1.25%
14	平安银行	银行	1002	984	1.8%	1.77%	1.72%	0.05%
15	中信银行	银行	927	954	-2.8%	1.64%	1.67%	-0.03%
16	腾安基金	独立三方	874	886	-1.4%	1.55%	1.55%	-0.01%
17	广发证券	券商	821	767	7.0%	1.45%	1.34%	0.11%
18	中信建投	券商	723	671	7.7%	1.28%	1.18%	0.10%
19	邮储银行	银行	719	808	-11.0%	1.27%	1.42%	-0.14%
20	招商证券	券商	683	666	2.6%	1.21%	1.17%	0.04%
代销渠道前100规模			56525	57070	-1.0%			
CR5集中度			24283	24588	-1.2%	42.96%	43.08%	-0.12%
CR10集中度			32991	32970	0.1%	58.37%	57.77%	0.59%

数据来源：中基协、开源证券研究所

注：偏股代销市占率=销售机构偏股保有规模/代销前 100 偏股保有规模合计

图2：天天基金 2022Q4 非货币基金代销保有市占率环比-0.21pct

非货币基金（亿元）								
排名	机构名称	机构类型	2022Q4 保有规模	2022Q3 保有规模	环比增 幅	2022Q4代 销市占率	2022Q3代 销市占率	市占率 变化
1	蚂蚁基金	独立三方	11545	12832	-10.0%	14.42%	15.36%	-0.94%
2	招商银行	银行	7576	8081	-6.2%	9.46%	9.67%	-0.21%
3	天天基金	独立三方	5845	6274	-6.8%	7.30%	7.51%	-0.21%
4	工商银行	银行	5080	5173	-1.8%	6.34%	6.19%	0.15%
5	中国银行	银行	4380	4381	0.0%	5.47%	5.24%	0.23%
6	建设银行	银行	3971	4162	-4.6%	4.96%	4.98%	-0.02%
7	兴业银行	银行	2486	1856	33.9%	3.10%	2.22%	0.88%
8	交通银行	银行	2451	2588	-5.3%	3.06%	3.10%	-0.04%
9	中国农业	银行	2032	1962	3.6%	2.54%	2.35%	0.19%
10	腾安基金	独立三方	1805	2247	-19.7%	2.25%	2.69%	-0.44%
11	平安银行	银行	1783	1430	24.7%	2.23%	1.71%	0.52%
12	中信证券	券商	1733	1325	30.8%	2.16%	1.59%	0.58%
13	上海基煜基金	独立三方	1403	2286	-38.6%	1.75%	2.74%	-0.98%
14	华泰证券	券商	1367	1353	1.0%	1.71%	1.62%	0.09%
15	北京汇成基金	独立三方	1303	1973	-34.0%	1.63%	2.36%	-0.73%
16	中信银行	银行	1292	1268	1.9%	1.61%	1.52%	0.10%
17	民生银行	银行	1234	1329	-7.1%	1.54%	1.59%	-0.05%
18	浦发银行	银行	1224	1311	-6.6%	1.53%	1.57%	-0.04%
19	盈米基金	独立三方	1067	1133	-5.8%	1.33%	1.36%	-0.02%
20	宁波银行	银行	1022	894	14.3%	1.28%	1.07%	0.21%
代销渠道前100规模			80079	83552	-4.2%			
CR5集中度			34426	36741	-6.3%	42.99%	43.97%	-0.98%
CR10集中度			47171	49556	-4.8%	58.91%	59.31%	-0.41%

数据来源：中基协、开源证券研究所

注：非货代销市占率=销售机构非货保有规模/代销前 100 非货保有规模合计

表1：2022Q4 证券公司和独立三方阵营代销市占率环比+1.8/+0.6pct

股票+混合基金保有占比（前 100 阵营）	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
商业银行	59.2%	58.6%	55.0%	54.8%	53.8%	51.1%
证券公司	15.3%	14.5%	19.2%	19.6%	20.4%	22.2%
独立基金销售机构	25.1%	26.4%	25.2%	25.0%	25.0%	25.7%
其他	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

数据来源：中基协、开源证券研究所

表2：2022Q4 独立三方阵营非货保有代销市占率快速下降，或由于机构行为导致

非货币基金保有占比（前 100 阵营）	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
商业银行	54.2%	52.8%	48.8%	48.5%	47.1%	48.6%
证券公司	13.2%	12.2%	15.8%	16.3%	16.4%	18.0%
独立基金销售机构	32.2%	34.6%	34.9%	34.6%	35.9%	32.5%
其他	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%

数据来源：中基协、开源证券研究所

表3：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2023/2/11	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	21.97	0.83	0.66	0.80	26.47	33.29	买入
000776.SZ	广发证券	16.64	1.42	0.90	1.36	11.72	18.49	买入
600958.SH	东方证券	10.27	0.73	0.36	0.64	14.07	28.53	买入
600030.SH	中信证券	20.96	1.77	1.45	1.72	11.84	14.46	买入
300033.SZ	同花顺	123.09	3.56	3.21	3.94	34.58	38.35	买入
601377.SH	兴业证券	6.48	0.71	0.36	0.50	9.13	17.88	未评级
002939.SZ	长城证券	8.98	0.57	0.31	0.46	15.75	28.85	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：兴业证券、长城证券的 EPS 和 PE 取自 Wind 一致预期；东方财富、广发证券、东方证券、中信证券、同花顺 EPS 和 PE 来自开源证券研究所

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