

基金代销的江湖：星夜赶路，逆势突围

财富系列二

主要观点：

2022 年第四季度末，基金销售渠道“百强”的股票+混合型公募基金保有规模合计 56525 亿元，同比-12.51%、较三季度末环比-0.95%；非货币市场公募基金保有规模合计 80079 亿元，同比-3.82%、季度环比-4.16%。

从市场角度，2022 年第四季度公募基金保有量（产品份额）环比下降 2.41%。其中，股票型、混合型和 QDII 基金分别有 5.93%、3.58%、10.83% 的增长；债券型基金和货币型基金分别减少 16.75% 和 3.16%。从指数涨跌幅可以看出，2022 年第四季度，尤其是 11 月，中证全债指数出现了较大幅度波动。

► 基金销售“百强”出炉，非货币基金受债基拖累

按照股票+混合型公募基金保有规模排序，前 100 名销售机构中，有银行 26 家、第三方基金销售机构 19 家、券商 53 家、其他 2 家；不同类型销售渠道的股混基金保有规模占“百强”总体的比例，银行 51%、第三方基金销售平台 26%、券商 22%、其他 1%。

股票+混合型公募基金保有规模前三名仍为招商银行（权益类基金保有规模 6204 亿元、qoq-1.38%）、蚂蚁基金（5712 亿元、qoq+0.69%）、天天基金（4657 亿元、qoq+2.33%），后两者的季度环比表现好于“百强”整体的季度环比（-0.95%）。

► 券商受益于 ETF 基金规模增长

2022 年四季度末，银行、第三方、券商、其他的权益类基金保有规模环比变化分别为-5.92%、+1.52%、+7.62%和+39.52%；银行、第三方、券商、其他的非货币基金保有规模环比变化分别为-1.12%、-13.12%、+4.99%、+41.19%。

因为基金业协会统计口径的“保有规模”包括交易所场内基金及公募规范的券商大集合产品，而前者一般只能在券商交易，所以四季度券商渠道的权益类基金保有规模受益于场内 ETF 的份额和净值增长（分别为+4.33%和+8.98%）。

► 微观变化：谁在逆势突围

如果说基金快速发展期，各销售机构比拼的是客户资源、营销网络“触达率”，那么在权益市场和债券市场均大幅波动的 2022 年，基金销售真正考验了投顾能力，也就是“投”资产配置、“顾”投资者教育乃至情绪疏导的综合服务能力。

风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响；国内流动性宽松进程不及预期；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险；利率超预期

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

期波动风险。证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险。

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300803.SZ	指南针	53.60	买入	0.44	0.98	1.4	2.03	121.82	54.69	38.29	26.40
300059.SZ	东方财富	22.18	买入	0.65	0.75	0.96	1.12	34.12	29.57	23.10	19.80
000776.SZ	广发证券	16.77	买入	1.42	1.15	1.49	1.85	11.81	14.58	11.26	9.06
601456.SH	国联证券	11.68	增持	0.31	0.36	0.47	0.56	37.68	32.44	24.85	20.86
601878.SH	浙商证券	10.5	增持	0.57	0.51	0.67	0.81	18.42	20.59	15.67	12.96
600109.SH	国金证券	9.72	增持	0.68	0.75	0.85	0.85	14.29	12.96	11.44	11.44
002797.SZ	第一创业	6.04	增持	0.18	0.16	0.2	0.23	33.56	37.75	30.20	26.26
000728.SZ	国元证券	6.98	增持	0.44	0.4	0.64	0.73	15.86	17.45	10.91	9.56
000567.SZ	海德股份	17.71	增持	0.6	0.72	0.87	0.97	29.52	24.60	20.36	18.26
601377.SH	兴业证券	6.55	买入	0.71	0.84	0.97	1.09	9.23	7.80	6.75	6.01

资料来源: wind, 华西证券研究所

*指南针为华西非银和计算机联合覆盖标的

正文目录

1. 2022 年四季度债券型基金份额收缩近 17%	4
2. 基金销售“百强”出炉，非货币基金受债基拖累	5
3. 券商受益于 ETF 基金规模增长	6
4. 微观变化：谁在逆势突围	7
5. 泛财富管理有望“重振旗鼓”	8
6. 风险提示	9

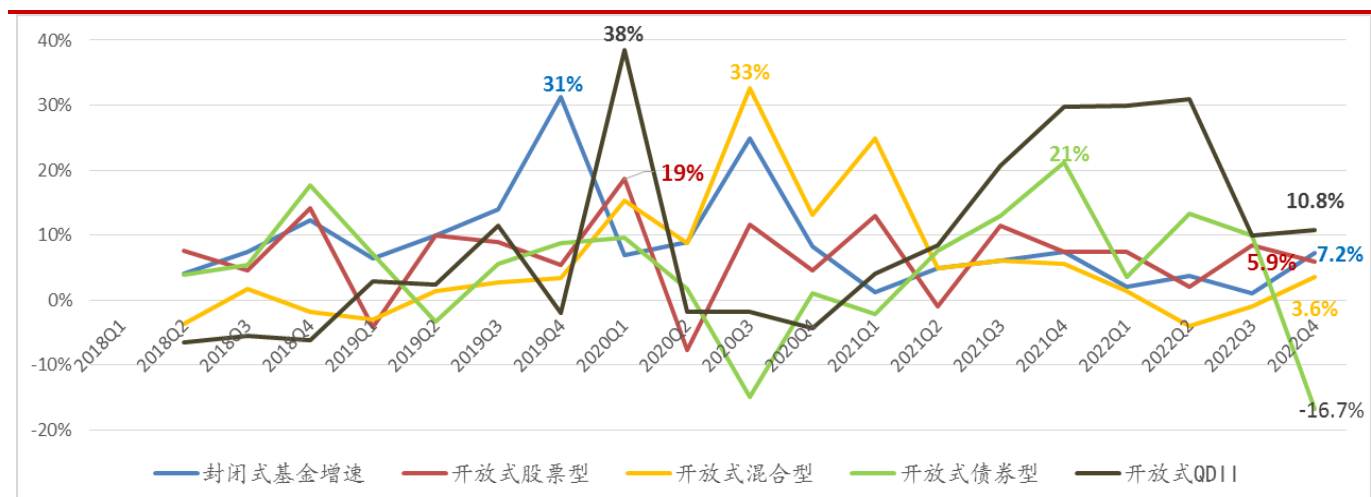
图表目录

图 1 封闭式基金、开放式非货币基金的分类规模季度环比变化（单位：% ，基金业协会口径）	4
图 2 中证全债及权益指数的每周涨跌幅（单位：% ，2022 年 7 月以来）	4
图 3 封闭式基金、开放式非货币基金的分类规模（月度截止日份额，单位：亿份，基金业协会口径）	5
图 4 基金销售“百强”的机构类型数量分布 2022Q4	5
图 5 基金销售“百强”的权益类保有规模分布 2022Q4	5
图 6 ETF 基金市场规模变化（季度截止日份额和资产净值）	7
表 1 基金销售机构公募基金销售保有规模	6
表 2 基金销售机构的权益类、非货币基金保有规模的季度环比和市占率*变化	7
表 3 证券公司的投资顾问人数及排名	8

1. 2022 年四季度债券型基金份额收缩近 17%

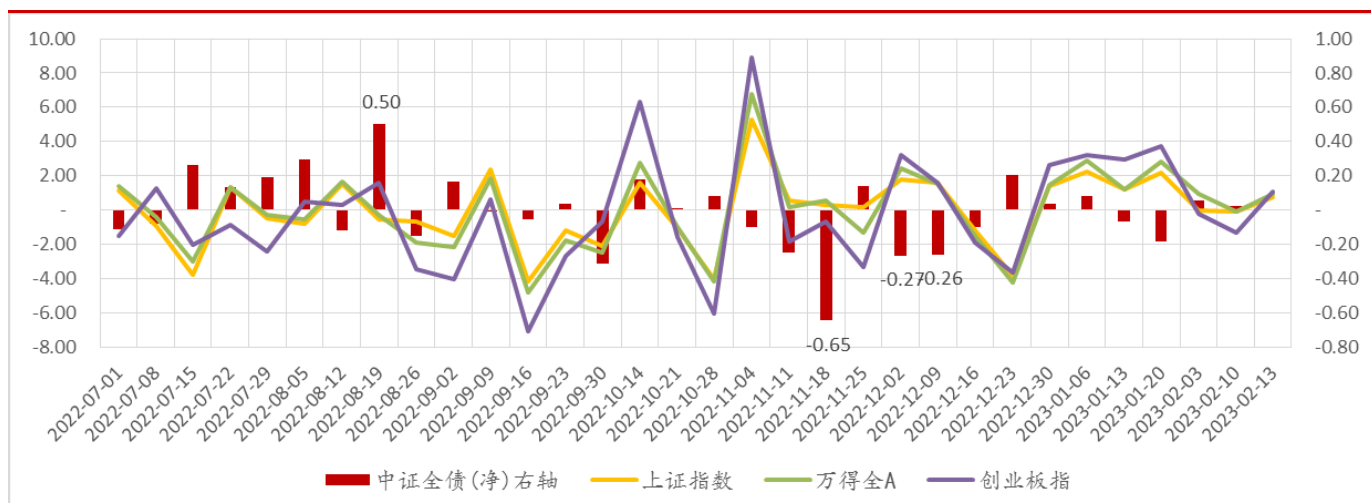
根据基金业协会公布的月度公募基金行业数据，整体来看，四季度公募基金保有量（产品份额）环比下降 2.41%。其中，股票型、混合型和 QDII 基金分别有 5.93%、3.58%、10.83% 的增长；债券型基金和货币型基金分别减少 16.75% 和 3.16%。从周度指数涨跌幅可以看出，2022 年第四季度，尤其是 11 月，中证全债指数出现了较大幅度波动。

图 1 封闭式基金、开放式非货币基金的分类规模季度环比变化（单位：% ，基金业协会口径）



资料来源：Wind 数据，基金业协会，华西证券研究所

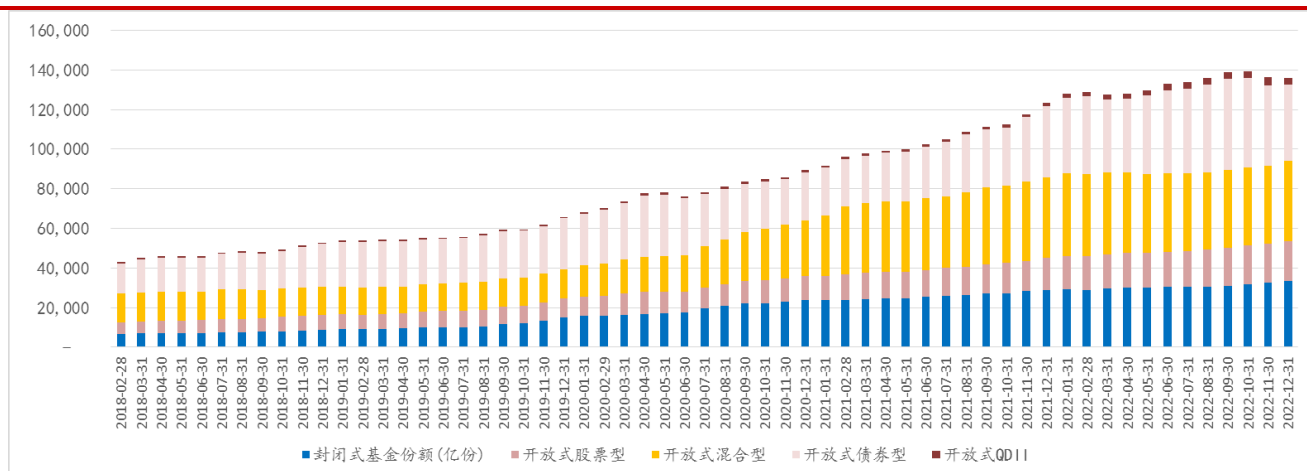
图 2 中证全债及权益指数的每周涨跌幅（单位：% ，2022 年 7 月以来）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

相应地，债券型基金和货币型基金在公募基金中的份额占比从 2022 年三季度末的 18.71% 和 43.50% 下降至四季度末的 15.96% 和 43.17%。

图 3 封闭式基金、开放式非货币基金的分类规模（月度截止日份额，单位：亿份，基金业协会口径）



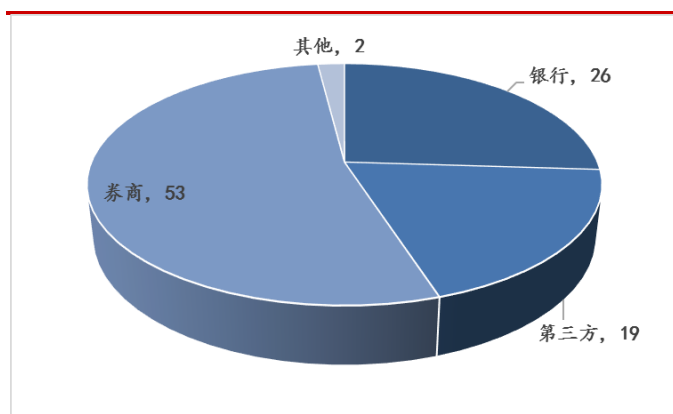
资料来源：Wind 数据，基金业协会，华西证券研究所

2. 基金销售“百强”出炉，非货币基金受债基拖累

根据基金业协会公布的 2022 年第四季度各销售机构公募基金的保有规模数据，2022 年第四季度末，基金销售渠道“百强”的股票+混合型公募基金保有规模合计 56525 亿元，同比-12.51%、较三季度末环比-0.95%；非货币市场公募基金保有规模合计 80079 亿元，同比-3.82%、季度环比-4.16%。

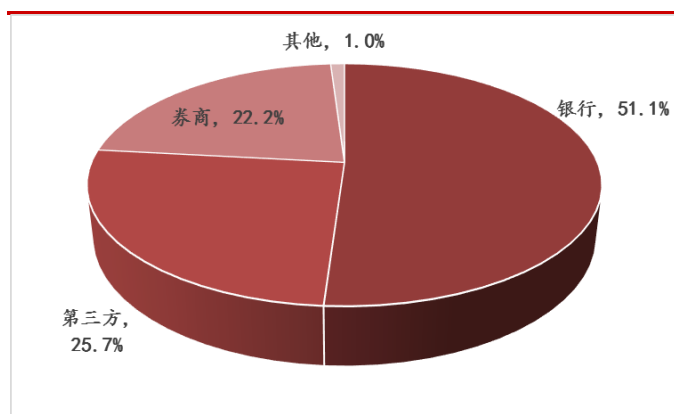
按照股票+混合型公募基金保有规模排序，前 100 名销售机构中，有银行 26 家、第三方基金销售机构 19 家、券商 53 家、其他（为中国人寿保险公司和玄元保险代理公司）2 家；不同类型销售渠道的股混基金保有规模占“百强”总体的比例，银行 51%、第三方基金销售平台 26%、券商 22%、其他 1%。

图 4 基金销售“百强”的机构类型数量分布 2022Q4



资料来源：基金业协会，华西证券研究所

图 5 基金销售“百强”的权益类保有规模分布 2022Q4



资料来源：基金业协会，华西证券研究所

股票+混合型公募基金保有规模前三名仍为招商银行（权益类基金保有规模 6204 亿元、qoq-1.38%）、蚂蚁基金（5712 亿元、qoq+0.69%）、天天基金（4657 亿元、qoq+2.33%），后两者的季度环比表现好于“百强”整体的季度环比（-0.95%）。

非货币市场公募基金保有规模前三名为蚂蚁基金（非货币保有规模 11545 亿元、qoq-10.03%）、招商银行（7576 亿元、qoq-6.25%）、天天基金（5845 亿元、qoq-6.84%），前三名的非货币保有规模的季度环比降幅大于“百强”整体的环比降幅。

表 1 基金销售机构公募基金销售保有规模

	范围	前10	前20	前30	前50	前100
入围数量	银行	6	12	14	18	26
	第三方	2	3	5	10	19
	券商	2	5	10	21	53
	其他	0	0	1	1	2
	Q4新进	中信证券、华泰证券	招商证券	中国人寿保险	中银国际证券	上海长量基金销售、国新证券（原华融证券）、江海证券
	Q4退出范围	民生银行、农业银行	光大银行	上海基煜基金销售	广发银行	东莞银行、东海证券、粤开证券
股票+混合保有规模 亿元	银行	19979	26028	27048	28163	28868
	第三方	10369	11243	12264	13819	14501
	券商	2643	4870	7319	10544	12570
	其他			545	545	586
	合计	32991	42141	47176	53071	56525
非货币公募保有规模 亿元	银行	25944	34486	36238	37544	38927
	第三方	17390	19195	21565	25104	26037
	券商	3100	5591	8272	11984	14378
	其他			684	684	737
	合计	46434	59272	66759	75316	80079
股票+混合占前100比例	银行	35.3%	46.0%	47.9%	49.8%	51.1%
	第三方	18.3%	19.9%	21.7%	24.4%	25.7%
	券商	4.7%	8.6%	12.9%	18.7%	22.2%
	其他	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	合计	58.4%	74.6%	83.5%	93.9%	100.0%
非货币占前100比例	银行	32.4%	43.1%	45.3%	46.9%	48.6%
	第三方	21.7%	24.0%	26.9%	31.3%	32.5%
	券商	3.9%	7.0%	10.3%	15.0%	18.0%
	其他	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
	合计	58.0%	74.0%	83.4%	94.1%	100.0%

资料来源：基金业协会，华西证券研究所

*其中“前10”、“前20”等排名均指股票+混合公募基金保有规模的2022年第四季度末排名

3. 券商受益于ETF基金规模增长

从不同类型销售渠道的季度环比数据来看，2022年四季度末，银行、第三方、券商、其他的权益类基金保有规模环比变化分别为-5.92%、+1.52%、+7.62%和+39.52%；银行、第三方、券商、其他的非货基金保有规模环比变化分别为-1.12%、-13.12%、+4.99%、+41.19%。

因为基金业协会统计口径的“保有规模”包括交易所场内基金及参公规范的券商大集合产品，而前者一般只能在券商交易，所以四季度券商渠道的权益类基金保有规模受益于场内ETF的份额和净值增长（分别为+4.33%和+8.98%）。

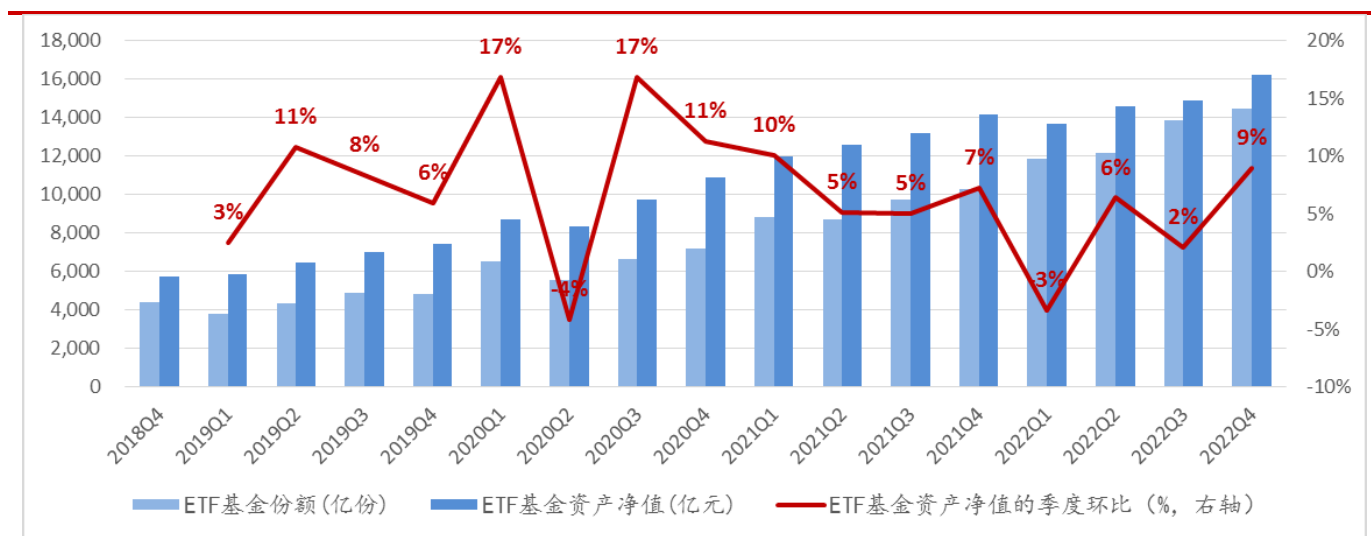
表 2 基金销售机构的权益类、非货币基金保有规模的季度环比和市占率*变化

股票+混合保有规模 亿元				股票+混合占前100比例			
机构类型	2022Q4	2022Q3	季度环比	机构类型	2022Q4	2022Q3	市占率的季度增减
银行	28868	30686	-5.92%	银行	51.1%	53.8%	-2.7%
第三方	14501	14284	1.52%	第三方	25.7%	25.0%	0.6%
券商	12570	11680	7.62%	券商	22.2%	20.5%	1.8%
其他	586	420	39.52%	其他	1.0%	0.7%	0.3%
合计	56525	57070	-0.95%	合计	100.0%	100.0%	
非货币公募保有规模 亿元				非货币占前100比例			
机构类型	2022Q4	2022Q3	季度环比	机构类型	2022Q4	2022Q3	市占率的季度增减
银行	38927	39367	-1.12%	银行	48.6%	47.1%	1.5%
第三方	26037	29969	-13.12%	第三方	32.5%	35.9%	-3.4%
券商	14378	13694	4.99%	券商	18.0%	16.4%	1.6%
其他	737	522	41.19%	其他	0.9%	0.6%	0.3%
合计	80079	83552	-4.16%	合计	100.0%	100.0%	

资料来源：基金业协会，华西证券研究所

*此处“市占率”是指各销售渠道的保有规模占前 100 合计保有规模的比例

图 6 ETF 基金市场规模变化（季度截止日份额和资产净值）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

4. 微观变化：谁在逆势突围

2022 年四季度股票+混合型公募基金保有规模“百强”中，银行占 26 席。其中，权益类基金/非货基金保有规模季度环比增长靠前的有江苏银行（qoq+12.75%/+7.08%，排名从第 39 提升至第 37）、宁波银行（qoq+6.44%/14.32%，排名第 28）和平安银行（qoq+1.83%/+24.69%，排名第 14）。兴业银行的非货基金保有规模单项录得 33.94% 的季度环比增长。

“百强”中的 19 家第三方基金销售平台，大部分在非货币基金保有规模出现季度环比下降，降幅较大的包括上海基煜基金销售公司（qoq-38.63%）、北京汇成基金销售公司（qoq-33.96%），两家均在公司介绍中体现“专注服务机构投资者”、“面向专业资管机构”，在四季度债券类基金规模收缩的过程中，受到较大影响。

第三方基金销售平台中，珠海盈米（qoq+17.27%，排名第 21）、京东肯特瑞（qoq+12.95%，排名第 44）、北京雪球（qoq+6.92%，排名第 38）实现了四季度权益类基金保有规模的较大增幅。

“百强”基金销售中有 53 家券商，其中，中信证券（权益类基金保有 1417 亿元，排名第 8）、华泰证券（1226 亿元，第 9）、广发证券（821 亿元，第 17）、中信建投（723 亿元，第 18）、招商证券（683 亿元，第 20）位列行业内前五名。2022 年前三季度，华泰证券均为券商中的第一名，2022 年第四季度，中信证券跃居行业第一。

53 家券商中，权益类保有规模季度环比增幅较大的有西南证券（qoq+41.94%，排名从第 94 上升到第 81）、国元证券（qoq+36.73%，排名从第 79 上升至第 71）、中信证券（qoq+31.81%，排名从第 13 上升至第 8）、东吴证券（qoq+28.07%，排名从第 74 上升至第 67）、西部证券（qoq+27.59%，排名从第 97 上升至第 88）。

如果说基金快速发展期，各销售机构比拼的是客户资源、营销网络的“触达率”，那么在权益市场和债券市场均大幅波动的 2022 年，基金销售真正考验了投顾能力，也就是“投”资产配置、“顾”投资者教育乃至情绪疏导的综合服务能力。

表 3 证券公司的投资顾问人数及排名

排序	券商	证券投资咨询 (投资顾问) 人数	排序	券商	证券投资咨询 (投资顾问) 人数
1	中信证券(含中信山东、华南)	5548	9	招商证券	2590
2	广发证券	4267	10	申万宏源(含申万宏源西部证券)	2482
3	中国银河	3575	11	长江证券	2194
4	国泰君安	3550	12	兴业证券	2109
5	国信证券	3528	13	中金公司(含中金财富证券)	2056
6	中信建投	3422	14	中泰证券	2038
7	华泰证券	3056	15	海通证券	1835
8	方正证券	2635	16	安信证券	1500

资料来源：证券业协会从业人员基本信息公示，华西证券研究所

5. 泛财富管理有望“重振旗鼓”

2022 年，财富管理市场规模出现较大幅度萎缩，全年新发公募基金产品 1366 只、发行份额 14450 亿份，较 2021 年分别减少 30%和 51%。因 A 股市场总体氛围偏弱，居民权益投资意愿下降。展望 2023 年，经济修复的信心加强、资本市场的情绪回暖，财富管理需求或将再度重启，个人养老金也带来每年持续的增量资金。

财富管理的业务链条有四个环节：产品-销售渠道-机构服务-买方投顾。相应地，证券公司有望通过资管和公募基金子公司、金融产品代销、研究所和券结、财富管理投顾，多维度、全方面受益于财富管理市场复苏。

与美欧等发达国家相比，当前国内财富管理业务仍处在初期阶段，盈利模式以“卖方模式”为主，但业务模式悄然发生变化——1) 产品“更接地气”，基金直播、宣传图片化、基金经理标签化，降低了基民理解难度，某种意义上实现了金融普惠。2) 销售渠道兼具投顾职能，以客户需求为中心，打破部门局限，实现客户投资风格定制、大类资产配置、基金产品组合、行业前景研判、投教和心理辅导等多重服务。3) 研究所的机构服务范围更广、服务难度更大、产业资源要求更高，公募、私募、保险资管、养老金、QFII 等机构投资者主体快速扩容，越来越多的客户提出定制化需求、对研究响应速度要求高。

让优秀的泛资管投研人员服务居民投资，引导资金对接实体经济需求，财富管理具备一定的普惠性质。财富管理的潜在空间依赖居民超额储蓄率的权益配置，更依赖 A 股市场的赚钱效应。

从财富管理市场发展的角度，销售端成长性最好的东方财富、第二个流量变现的指南针、兼具管理层优势与区位优势逻辑的国联证券值得关注。产品端“含基量”高的广发证券和东方证券将是居民权益资产配置比例提升的受益标的。中信证券有望受益于投行和财富管理集中度提升。

6. 风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响；国内流动性宽松进程不及预期；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险；利率超预期波动风险。证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险。

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。