



# 证券行业研究

**买入（维持评级）**
**行业深度研究**

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001） 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）  
 shusiqin@gjzq.com.cn hongxingning@gjzq.com.cn xiachangsheng@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

## 深度：公募重磅改革，加速生态重塑

### 核心观点：

#### 1、高质量发展方案的背景与概况

为践行金融工作的政治性与人民性，实现行业功能性和盈利性的有机统一，证监会印发重要方案，着力督促基金公司、基金销售机构等行业机构从“重规模”向“重回报”转变，有望推动行业高质量发展，重塑行业生态。

#### 2、新方案下未来行业会有何变化

**（1）投资考核方面：**①系统化改革考核机制，加强长周期与投资者盈亏情况考核，将机构与投资者的利益高度绑定；②薪酬制度改革，报酬与业绩挂钩后基金经理将更重视产品业绩，产品业绩的稳定性将提高。根据 wind 数据，2024 年末主动权益产品中三年期业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的占比约 65%，在制度约束下，未来这一比例有望降低。此外，为了不跑输基准，基金经理可能会选择配置基准指标内权重较高的行业，尤其是与基准里的比例相比，主动权益当前低配的行业，非银、银行有望受益；③重视投研团队建设，加深投研专业化。

**（2）基金成本方面：**①合理降低销售费率：前端认申购费、销售服务费将随着政策引导合理下降，后端客户维护费占管理费收入比重已经从 2021 年的 31% 下降至 2024 年的 28%，且未来三阶段费改或将继续下降客户维护费；②管理费率逐步下降：受费改影响，2023 年主动权益基金平均管理费率为 1.14%，较 2022 年的 1.37% 显著下降，2024 年进一步微降。展望未来，在浮动管理费率的机制下，平均管理费率或继续下行，降低基金成本。

**（3）基金产品方面：**预计基金公司将优化产品结构。①增加浮动费率产品，但目前只对新增产品进行要求。我们选取截止 2024 年末管理规模排名前 10 的基金公司产品进行统计，2024 年新发主动权益基金数量 48 只，按 60% 计算，浮动费率的产品约 29 只。若推广至全行业，根据 2024 年全行业新发主动权益产品数量计算，浮动费率产品约 161 只；②大力发展权益基金。2024 年末我国权益基金规模占公募基金总规模比重为 22%，2023 年末美国的占比为 64%。将权益基金占比纳入评价体系、优化权益类基金注册安排后，未来权益产品的整体规模有望扩大；③加大指数产品的开发，指数产品将成为权益基金规模扩张的重要抓手。2023 年美国指数型基金规模占比为 23%，我国占比仅 11%。2021 年以来，被动型基金增速显著跑赢主动型基金，2024 年被动型基金规模占比 17%，较 2018 年大幅提升 11pct。在新的考核机制下，为求业绩回报的稳定性，主动权益产品的配置选择可能向业绩基准靠拢，业绩收益率的波动性会降低但收益率高度也可能下降，因此指数型产品的吸引力将增强，指数产品具备优势的公司也有望展现更强的利润表现；④扩大“固收+”产品规模。未来含权类产品的审核流程将优化，政策也鼓励加大含权中低波动型产品创设力度，发展“固收+”产品符合监管导向。且主动权益产品采取浮动费率机制后，“固收+”产品“进可攻、退可守”的优势更加凸显。

**（4）产品销售方面：**销售环节将健康化，销售机构会更重视保有规模与投资者盈亏。基金公司或将①重点发展投顾业务，拓宽收入来源，增强收入的稳定性；②头部资金实力强劲的公司也可能加强直销平台搭建，降低对渠道的依赖。

**（5）行业格局方面：**行业分化或加剧，集中度有望提升。美国基金公司规模 CR5 在 70% 左右，我国公募 CR5 在 40% 左右，集中度还有较大提升空间。头部投研实力强的公司具备优势，但中小机构也有可能进行差异化发展实现弯道超车。

### 投资建议：

方案有望打破原先“早涝保收”的制度，将评价、考核、薪酬等与业绩挂钩，增强基金公司、代销机构、投资者利益的一致性，引导行业机构从“重规模”向“重回报”转变，有利于基金行业高质量发展与资本市场健康发展。

投资标的方面，我们认为：（1）ETF 具备优势的基金公司的母公司受益；（2）低配的个股受益。

### 风险提示

1) 公募基金行业政策推进不及预期；2) 政策落地后改革效果不及预期。



## 内容目录

一、高质量发展方案的背景与概况.....	4
二、新方案下未来行业会有何变化.....	7
1、投资考核方面.....	7
2、基民成本方面.....	9
3、基金产品方面.....	10
4、产品销售方面.....	16
5、行业格局方面.....	16
三、对基金公司各层面的影响总结.....	17
四、投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 《推动公募基金高质量发展行动方案》政策内容.....	4
图表 2: 拟出台的政策文件梳理.....	5
图表 3: 拟修订的政策文件梳理.....	5
图表 4: 主动权益产品按管理费率划分数量情况(只).....	6
图表 5: 主动权益产品按托管费率划分数量情况(只).....	6
图表 6: 与典型的两个业绩比较基准相比,主动权益基金持仓行业超配/低配情况(25Q1).....	8
图表 7: 与典型的两个业绩比较基准相比,主动权益基金持仓个股超配/低配情况(25Q1).....	8
图表 8: 全部基金销售费率情况.....	9
图表 9: 全部基金最高申购费率情况.....	9
图表 10: 客户维护费及其占管理费比例变化情况.....	9
图表 11: 主动权益基金平均管理费率情况.....	10
图表 12: ETF 平均管理费率情况.....	10
图表 13: 美国共同基金主要产品平均综合费率(%).....	10
图表 14: 2023 年首批浮动管理费率主动权益产品规模及业绩表现.....	10
图表 15: 2024 年头部基金公司发行主动权益产品数量.....	11
图表 16: 我国股票型、混合型基金规模.....	12
图表 17: 我国股票型、混合型基金规模占比.....	12
图表 18: 全球受监管开放式基金结构.....	12
图表 19: 美国基金产品结构.....	12
图表 20: 我国主动权益型基金规模及占比.....	13



图表 21: 我国被动型规模及占比变化情况.....	13
图表 22: 我国主动型基金及被动型基金规模增速比较.....	13
图表 23: 美国指数型基金规模及占比变化情况.....	14
图表 24: 我国指数型基金占指数基金比重.....	14
图表 25: 我国 ETF 规模及同比增速.....	14
图表 26: 我国股票 ETF 规模及占 A 股市值比重.....	15
图表 27: 部分基金公司利润增速.....	15
图表 28: 部分基金公司基金投顾信息.....	16
图表 29: 我国公募基金公司规模 CR5、CR10.....	17
图表 30: 美国基金公司规模 CR5、CR10.....	17



## 一、高质量发展方案的背景与概况

我国公募行业在服务实体经济中发挥了重要作用，但仍有部分问题亟待解决。近年来，我国公募基金行业在服务实体经济转型升级、深度融入国家战略实施与实体经济发展大局、促进多层次资本市场改革发挥了积极作用，有效满足居民多元化财富管理需求。但行业发展过程中也逐步暴露出部分机构经营理念存在短期化倾向、主动投资管理能力和价值发现功能尚未充分释放、投资者持有获得感不强等问题。

为践行金融工作的政治性与人民性，实现行业功能性和盈利性的有机统一，证监会印发重要方案。2025年5月7日，证监会正式发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，方案提到要进一步“降低基金投资者成本”，强调“突出强化与投资者的利益绑定”、“突出增强基金投资行为稳定性”、“突出提升服务投资者的能力”、“突出发展壮大权益类基金的工作导向”，着力督促基金公司、基金销售机构等行业机构从“重规模”向“重回报”转变，有望推动行业高质量发展，重塑行业生态。

图表1: 《推动公募基金高质量发展行动方案》政策内容

影响方面	政策要求	具体内容
	建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制	对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平。如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率；明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%；试行一年后，及时开展评估，并予以优化完善，逐步全面推开。
	强化业绩比较基准的约束作用	制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设置、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位、明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。
	加强透明度建设	修订主动管理权益类基金信息披露模板，强化基金产品业绩表现及管理费分档收取的信息揭示，综合展示产品中长期业绩、业绩比较基准对比、投资者盈亏情况、换手率、产品综合费率水平、管理人实际收取管理费等信息，提升信息披露的可读性、简明度和针对性。
投资业绩	改革基金公司绩效考核机制	1) 出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。 2) 基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。 3) 对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
	强化监管分类评价的引导作用	将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%。
	督促行业加大薪酬管理力度	1) 完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。 2) 强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。 3) 严格落实基金公司高管和关键岗位人员绩效薪酬延期支付制度，对于严重违法违规的责任人员薪酬依法予以追索扣回。 4) 对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
基金成本	稳步降低基金投资者成本	1) 出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。 2) 引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。 3) 推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。
基金产品	提升公募基金权益投资规模与占比	1) 在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向，依法强化分类评价结果运用。 2) 制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。



推动权益类基金产品创新发展	<p>1) 积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品。</p> <p>2) 大力发展各类场内指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金。</p> <p>3) 研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。</p>
优化权益类基金注册安排	<p>实施股票交易型开放式指数基金（ETF）快速注册机制，原则上自受理之日起5个工作日内完成注册。对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，原则上自受理之日起10个工作日内完成注册。对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金，原则上自受理之日起15个工作日内完成注册。</p>
支持各类基金产品协调发展	<p>1) 修订《公募基金运作管理办法》，完善优化公募基金成立标准、存续条件及退出机制，进一步细化产品分类标准，有序拓展公募基金投资范围和投资策略，提升公募基金运作灵活度。</p> <p>2) 加大含权中低波动型产品、资产配置型产品创设力度，修订完善基金中基金（FOF）、养老目标基金等产品规则，适配不同风险偏好投资者需求，促进权益投资、固定收益投资协调发展。</p>
销售渠道	<p>建立基金销售机构分类评价机制</p> <p>1) 将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系。</p> <p>2) 对分类评价结果靠前的基金销售机构，在产品准入、牌照申请、创新业务等方面依法优先考虑。</p> <p>3) 督促基金销售机构完善内部考核激励机制，加大对保有投资者盈亏情况的考核权重。</p>
行业发展	<p>优化行业发展格局</p> <p>1) 支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。</p> <p>2) 制定中小基金公司高质量发展示范方案，支持特色化经营、差异化发展。</p> <p>3) 出台《公募基金运营服务业务管理办法》，推动降低信息技术系统租赁与使用费，助力行业机构降本增效。</p> <p>4) 支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。</p>

来源：证监会，国金证券研究所

此外，后续监管层有望出台更多政策，方案配套发布了14项拟出台/修订政策清单（含8项新出台+6项拟修订），覆盖产品安排、销售渠道、薪酬改革等关键环节，行业合规性有望系统性提升。

图表2：拟出台的政策文件梳理

拟出台的政策文件	具体要求
出台《公募基金销售费用管理规定》	稳步降低基金投资者成本，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。
出台基金公司绩效考核管理规定	改革基金公司绩效考核机制，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。
出台《证券投资基金投资咨询业务管理办法》《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》	提升服务投资者水平，促进基金投顾业务规范发展。
出台《公募基金运营服务业务管理办法》	优化行业发展格局，推动降低信息技术系统租赁与使用费，助力行业机构降本增效。
出台公募基金参与互换便利业务操作指引	完善行业多层次流动性风险防控机制，明确公募基金通过互换便利业务应对流动性风险的业务规范。
出台主题基金投资风格监督自律规则	强化对基金长期投资行为的引导，强化主题基金注册监管，加强对基金投资交易的监测分析与跟踪检验。
出台公募基金参与上市公司治理规则	强化对基金长期投资行为的引导，助力提升上市公司质量。
抓紧出台《证券投资基金托管业务管理办法》	严格行业机构股权及高管准入要求，提高托管机构准入门槛。

来源：证监会，国金证券研究所

图表3：拟修订的政策文件梳理

拟修订的政策文件	原文发布/最新修订时间	具体要求
修订《公募基金评价业务管理暂行办法》及相关自律规则	2009年11月发布《证券投资基金评价业务管理暂行办法》	重塑行业评价评奖业态，构建以五年以上长周期业绩为核心的评价评奖体系，优化基金评价评奖指标，提高投资者盈亏、业绩比较基准对比情况的指标权重，杜绝以短期业绩排名为导向的不合理评价评奖活动。
修订《证券投资基金管理公司	2006年发布《证券投资基金	完善基金公司治理，充分发挥国有大股东在公司治理架构中的功能，推



拟修订的政策文件	原文发布/最新修订时间	具体要求
治理准则》	管理公司治理准则（试行）》	动董事会、管理层履职尽责。
修订《公募基金运作管理办法》	2014年7月发布	支持各类基金产品协调发展，完善优化公募基金成立标准、存续条件及退出机制，进一步细化产品分类标准，有序拓展公募基金投资范围和投资策略，提升公募基金运作灵活度。
修订《公募基金风险准备金监督管理办法》	2013年9月发布《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》	完善行业多层次流动性风险防控机制，优化行业风险准备金管理制度，根据基金公司分类评价结果与风险状况合理设定计提比例并动态调整，研究拓宽风险准备金投资范围和使用用途。
修订《基金经理兼任私募资产管理计划投资经理工作指引》	2020年4月发布	持续提升行业合规水平，提高公私募基金经理兼任及业务风险隔离要求。
推动《中华人民共和国证券投资基金法》修订	2012年12月修订	进一步加大法制供给，加强基金公司股东股权、公司治理、基金运作、人员管理、市场退出等重点领域制度供给，丰富监管执法手段，大幅提高违法违规成本。

来源：证监会，基金业协会，国金证券研究所

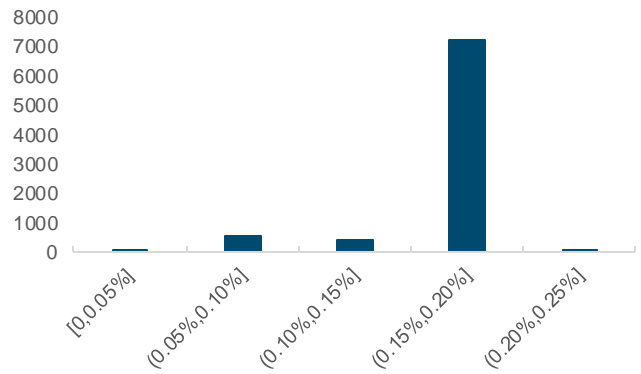
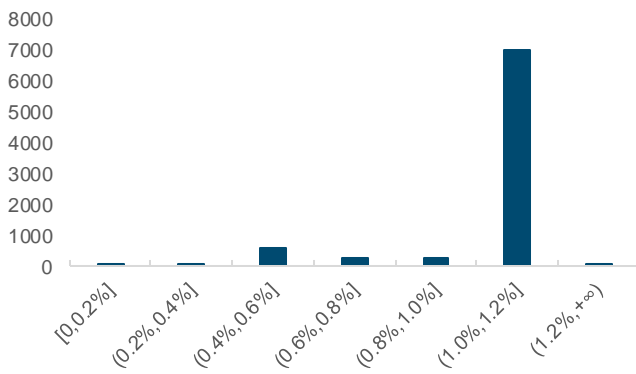
**行业费率改革已经取得阶段性成效。**在印发《推动公募基金高质量发展行动方案》之前，公募行业已经开始进行大刀阔斧的改革。2023年7月，证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》，正式启动行业费改，针对基金管理人、券商、销售机构，按照“管理费率、托管费率-交易费率-销售费率”的实施路径分三个阶段推进改革，稳步降低公募基金行业综合费率水平。

1) 第一阶段：2023年7月，证监会发布的费改方案中提出有序降低主动权益类基金管理费率、托管费率水平，即自2023年7月7日起，公募基金主动权益类新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%。

据Wind数据显示，截至2025年5月8日全市场管理费率高于1.2%的主动权益类产品数量为1只，占比0.012%，份额占比0.007%；托管费率高于0.2%的权益类产品数量为2只，占比0.025%，份额占比0.003%。

图表4：主动权益产品按管理费率划分数量情况（只）

图表5：主动权益产品按托管费率划分数量情况（只）



来源：wind，国金证券研究所，截至2025年5月8日

来源：wind，国金证券研究所，截至2025年5月8日

2) 第二阶段：2024年4月，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本。《规定》提出“调降基金股票交易佣金费率”，“降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限”，以及“明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求”，自2024年7月1日起正式实施。

第三阶段改革举措目前正在稳步推进中。2025年1月，证监会吴清主席提出“要进一步稳步降低公募基金的综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025年还将进一步降低基金销售费用”。



## 二、新方案下未来行业会有何变化

### 1、投资考核方面

未来行业将加强与投资者利益的一致性，重视业绩回报，提高业绩的稳定性，对资本市场的稳定性亦有促进作用。

#### ①加强长周期与投资者盈亏情况考核机制，提高业绩回报与业绩稳定性

绩效考核方面，方案提及“要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系”、“基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况”、“基金投资收益指标权重不低于 50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于 80%。对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%”。加强长期考核有利于避免产品“风格漂移”，从而增强业绩的稳定性。

分类评价方面，方案提及“将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升 50%。前述指标占‘服务投资者能力’的评分权重合计不低于 80%”。重视服务投资者的能力，考核投资者盈亏情况，较此前更强调“重回报”。

#### ②薪酬制度改革，报酬与业绩挂钩，基金经理将更重视产品业绩

取消“旱涝保收”制度，加强优胜劣汰。方案提及“强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求”、“对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬”。根据 wind 数据，选取能获得到三年净值以及业绩比较基准增长率数据的产品，2024 年末主动权益产品中三年业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的占比约 65%。根据方案规定，跑输基准 10 个点要显著下降薪酬，显著跑赢才能适度提高薪酬，这也意味着未来薪酬的奖惩制度里向上和向下的弹性是不同的，对薪酬的约束较大。

**基金经理投资行为可能发生变化，选择当前低配的行业，比如非银。**既然业绩回报要与业绩基准进行比较，为了不跑输基准，基金经理可能会选择配置基准内权重较高的行业，尤其是与基准里的比例相比主动权益当前低配的行业。我们筛选出业绩比较基准为沪深 300、中证 800 日考核权重 50% 及以上的主动权益基金，根据其重仓个股市值占比，并汇总各行业持仓市值进行比较，发现银行、非银是显著低配的行业，未来有望成为主动基金增配的行业。从非银内部来看，中国平安、东方财富、中信证券等权重股被低配较多。

#### ③重视投研团队建设，加深投研专业化

加强团队化建设，淡化个人光环，预计能够加强投研的专业化。方案提及“加快‘平台式、一体化、多策略’投研体系建设，支持基金经理团队制管理模式，做大做强投研团队”，加强投研专业化。



图6: 与典型的两个业绩比较基准相比, 主动权益基金持仓行业超配/低配情况 (25Q1)

比较基准: 沪深300				比较基准: 中证800			
行业	板块持股占比 (%)	沪深300权重 (%)	低配/超配比例	行业	板块持股占比 (%)	中证800权重 (%)	低配/超配比例
银行	2.99	13.48	-10.49	非银金融	1.28	9.84	-8.57
非银金融	1.00	10.72	-9.72	银行	2.23	10.49	-8.25
食品饮料	6.04	9.32	-3.28	公用事业	0.27	3.27	-2.99
公用事业	1.12	3.53	-2.41	医药生物	4.26	7.03	-2.78
交通运输	1.84	3.38	-1.55	计算机	2.68	4.66	-1.98
建筑装饰	0.47	1.84	-1.36	有色金属	2.58	4.36	-1.78
煤炭	0.20	1.37	-1.17	食品饮料	5.88	7.44	-1.55
石油石化	0.60	1.57	-0.97	国防军工	1.29	2.82	-1.53
通信	2.55	3.25	-0.71	煤炭	0.06	1.51	-1.44
计算机	3.53	3.91	-0.38	交通运输	1.75	3.02	-1.27
农林牧渔	0.98	1.35	-0.37	基础化工	1.75	2.80	-1.04
钢铁	0.43	0.57	-0.14	通信	1.99	2.82	-0.84
家用电器	3.83	3.87	-0.04	建筑装饰	0.86	1.60	-0.74
综合	0.02		0.02	电力设备	7.04	7.74	-0.70
建筑材料	0.75	0.71	0.04	农林牧渔	0.58	1.24	-0.66
房地产	0.86	0.81	0.05	石油石化	1.24	1.46	-0.22
美容护理	0.26	0.13	0.13	美容护理	0.08	0.27	-0.18
商贸零售	0.76	0.49	0.26	环保	0.10	0.27	-0.17
环保	0.58		0.58	商贸零售	0.43	0.58	-0.15
轻工制造	0.70	0.12	0.58	钢铁	0.92	0.95	-0.03
医药生物	6.46	5.87	0.59	建筑材料	0.71	0.74	-0.03
纺织服饰	0.75	0.05	0.71	轻工制造	0.33	0.34	-0.01
传媒	1.45	0.71	0.74	纺织服饰	0.26	0.23	0.03
社会服务	0.78		0.78	综合	0.10	0.05	0.05
国防军工	2.49	1.64	0.85	房地产	1.02	0.95	0.07
基础化工	3.21	2.01	1.20	社会服务	0.54	0.27	0.27
机械设备	3.81	2.57	1.24	传媒	2.17	1.41	0.76
汽车	6.13	4.78	1.35	汽车	5.69	4.65	1.04
电力设备	9.04	7.55	1.49	机械设备	5.64	3.14	2.50
有色金属	5.68	4.15	1.52	家用电器	5.91	3.26	2.65
电子	17.53	10.24	7.29	电子	17.28	10.84	6.45

来源: wind, 国金证券研究所,

图7: 与典型的两个业绩比较基准相比, 主动权益基金持仓个股超配/低配情况 (25Q1)

比较基准: 沪深300				比较基准: 中证800			
公司名称	标的持股占比 (%)	沪深300权重 (%)	低配/超配比例	公司名称	标的持股占比 (%)	中证800权重 (%)	低配/超配比例
中国平安	0.40	2.72	-2.32	中国平安	0.54	2.01	-1.47
东方财富	0.04	1.40	-1.36	东方财富	0.14	1.03	-0.89
中信证券	0.10	1.27	-1.17	中信证券	0.12	0.94	-0.82
国泰海通	0.01	0.91	-0.90	国泰海通	0.01	0.67	-0.66
华泰证券	0.01	0.42	-0.41	中国太保	0.03	0.40	-0.36
招商证券	0.00	0.32	-0.32	中国人寿	0.00	0.23	-0.22
中国人寿	0.02	0.31	-0.29	广发证券	0.01	0.17	-0.17
中国太保	0.27	0.54	-0.27	新华保险	0.00	0.16	-0.15
中金公司	0.01	0.20	-0.19	中金公司	0.00	0.15	-0.14
新华保险	0.03	0.21	-0.18	方正证券	0.00	0.14	-0.14
中国银河	0.01	0.18	-0.16	华泰证券	0.18	0.31	-0.13
中信建投	0.01	0.15	-0.15	中国银河	0.01	0.13	-0.12
国信证券	0.01	0.15	-0.13	东兴证券	0.00	0.08	-0.08
浙商证券	0.03	0.15	-0.12	中国人保	0.00	0.08	-0.07
中国人保	0.01	0.11	-0.10	信达证券	0.00	0.06	-0.06
信达证券	0.00	0.08	-0.07	国联民生	0.00	0.06	-0.05
渤海租赁	0.00		0.00	浙商证券	0.07	0.11	-0.05
国元证券	0.00		0.00	华西证券	0.01	0.05	-0.04
瑞达期货	0.00		0.00	东北证券	0.01		0.01
江苏金租	0.00		0.00	江苏金租	0.12	0.04	0.08
国联民生	0.01		0.01				
四川双马	0.02		0.02				

来源: wind, 国金证券研究所,

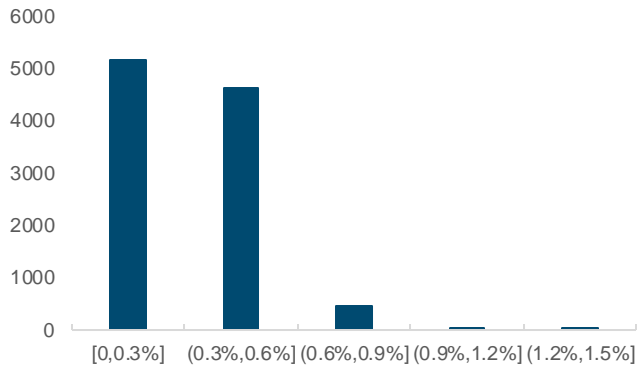


## 2、基民成本方面

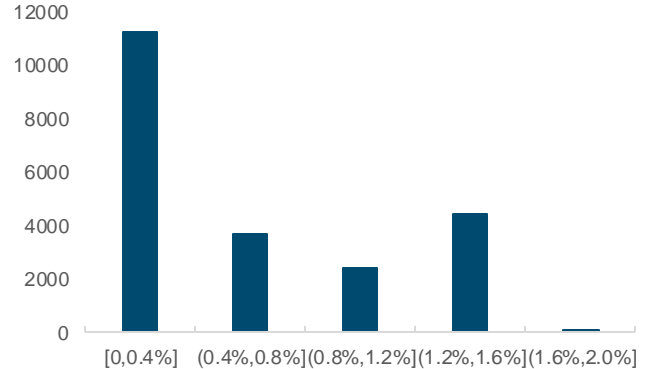
### ①合理调降销售费率

前端费用方面：方案提到要稳步降低基金投资者成本，提及要“出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费”、“推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用”。截至2025年5月8日，全部基金产品销售费率在0%-1.5%区间内，其中销售费率为0%-0.3%的基金产品有5,155只，占比50%；销售费率为0.3%-0.6%的基金产品有4,601只，占比45%。最高申购费率基本在0%-2.0%区间内，最高申购费率不超过0.4%的基金产品有11,281只，占比51%。

图表8：全部基金销售费率情况



图表9：全部基金最高申购费率情况

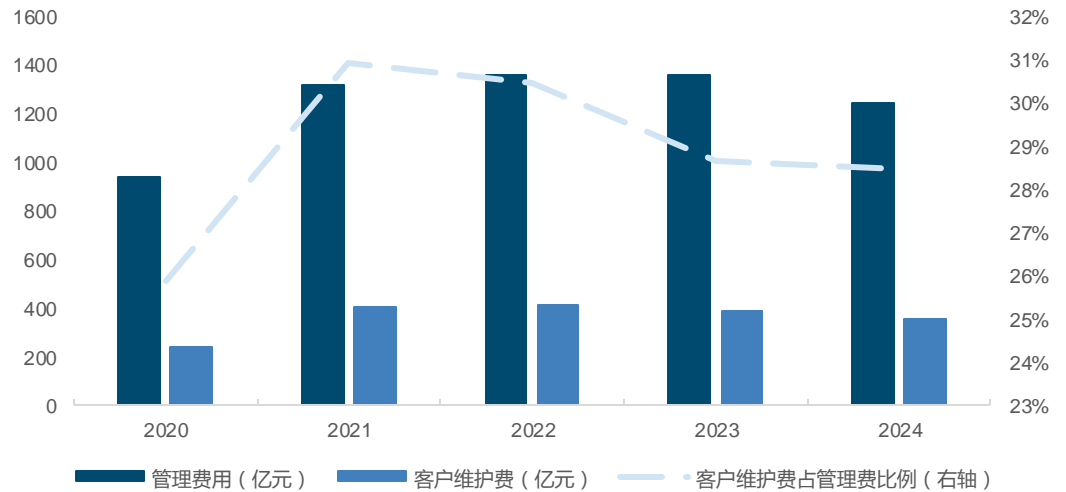


来源：wind，国金证券研究所，截至2025年5月8日

来源：wind，国金证券研究所，截至2025年5月8日

后端费用方面：客户维护费（即尾随佣金）规模及其占比逐年降低，2024年基金行业客户维护费为355亿元，同比下降9%，快于管理费降幅（-8%），占管理费比例由2021年的31%降至2024年的28%。

图表10：客户维护费及其占管理费比例变化情况



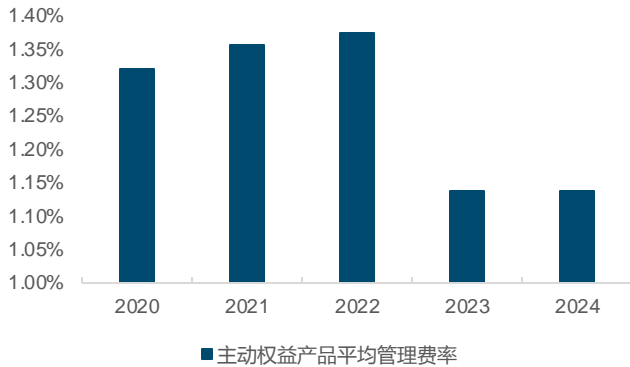
来源：wind，国金证券研究所

### ②平均管理费率降低

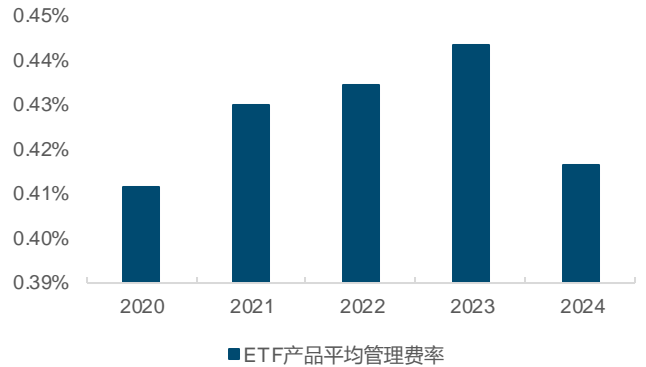
受费率改革影响，我国基金平均管理费率逐步进入下行通道。主动权益基金方面，2023年平均管理费率为1.14%，较2022年的1.37%显著下降，2024年进一步微降。ETF产品方面，2024年平均管理费率也下降0.2pct至0.42%。展望未来，在浮动管理费率的机制下，平均管理费率或继续下行。



图表11: 主动权益基金平均管理费率情况



图表12: ETF 平均管理费率情况

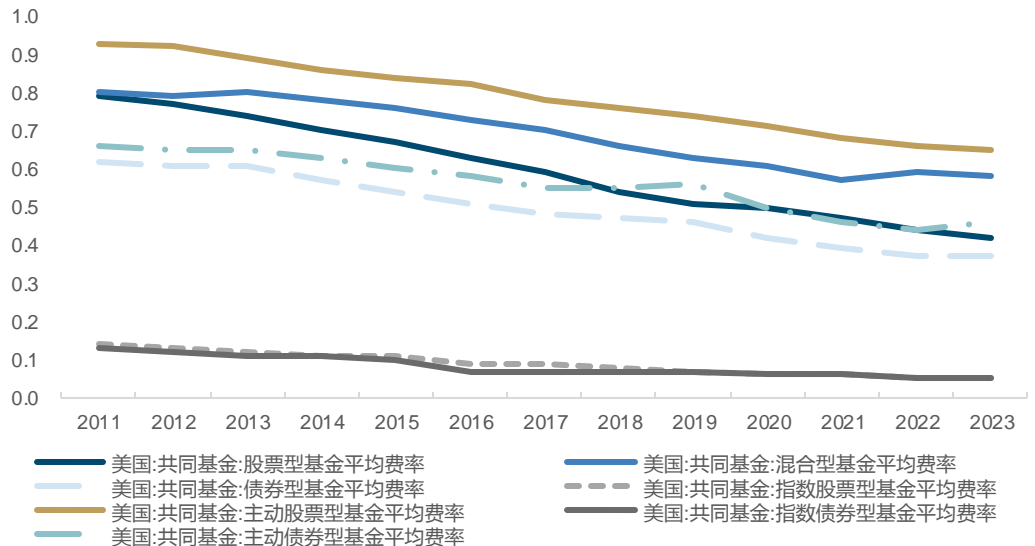


来源: wind, 国金证券研究所 注: 平均费率由简单加权平均计算得到。

来源: wind, 国金证券研究所 注: 平均费率由简单加权平均计算得到。

参考发达市场经验, 美国共同基金综合费率稳步下行。参考美国经验, 受到规模效应、资金流向免佣产品、指数型产品发展等因素影响, 主要产品的平均综合费率也逐步下行。其中, 股票型产品的综合费率下降最明显, 2023 年已降至 0.42%。

图表13: 美国共同基金主要产品平均综合费率 (%)



来源: ICI, 国金证券研究所

### 3、基金产品方面

#### ① 浮动费率产品大幅增加

管理费率与业绩表现挂钩, 利于加强投资者回报。方案提及“对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式……如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的, 适用基准档费率; 明显低于同期业绩比较基准的, 适用低档费率; 显著超越同期业绩比较基准的, 适用升档费率”。

当前浮动费率产品主要分为三大类, 业绩挂钩型最常见。我国公募行业已有部分产品采用浮动费率机制, 2023 年集中发行了 20 只主动权益产品。浮动费率的模式也分为几大类, 分别是规模挂钩型 (通过规模区间设定不同的费率)、持有期挂钩型 (通过投资者持有时间区分) 和业绩挂钩型 (和业绩回报直接挂钩), 业绩挂钩型是最常见的形式。

图表14: 2023 年首批浮动管理费率主动权益产品规模及业绩表现

证券简称	25Q1 末基金规模 (亿元)	2024 净值增长率 (%)	2024 业绩比较基准增长率 (%)
招商远见回报 3 年定开	2.5737	1.5344	12.3269
招商精选企业	0.6040	11.9062	12.3269



证券简称	25Q1 末基金规模 (亿元)	2024 净值增长率 (%)	2024 业绩比较基准增长率 (%)
易方达平衡视野	1.5785	8.1755	13.0444
汇添富积极优选三年定开	3.0939	4.5216	13.2030
富国核心优势	3.0364	21.1943	14.4302
大成至信回报三年定开	5.9248	22.3042	12.2062
富国远见精选三年定开	3.0130	6.9230	12.8808
广发睿杰精选	0.1791	0.4886	14.9973
南方前瞻共赢三年定开	3.1561	5.3915	11.6322
兴证全球可持续投资三年定开	3.9480	7.0386	14.4301
中欧时代共赢	0.5324	33.3268	11.0649
交银瑞元三年定开	18.9772	8.5941	13.6432
华安远见慧选	0.1555	1.5343	12.2979
华夏信兴回报 A	1.9982	2.6861	12.6591
景顺长城价值发现	5.4809	10.5669	14.4301
银华惠享三年定开	3.3940	17.6521	14.0891
工银远见共赢	0.4744	0.9398	11.8553
嘉实创新动力	0.1832	21.7365	12.2227
华夏瑞益	1.4326	18.1646	13.5989
博时惠泽	0.1146	5.6683	14.1632

来源: wind, 国金证券研究所

**新设立主动权益基金中浮动费率产品占比将提高。**方案提及“在未来一年内, 引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的 60%; 试行一年后, 及时开展评估, 并予以优化完善, 逐步全面推开”。我们选取截止 2024 年末管理规模排名前 10 的基金公司产品进行统计, 2024 年新发主动权益基金数量 (按基金成立日口径) 48 只, 按 60% 计算, 浮动费率的产品约 29 只。若推广至全行业, 根据 2024 年全行业新发主动权益产品数量计算, 浮动费率产品约 161 只。

**图表 15: 2024 年头部基金公司发行主动权益产品数量**

基金公司	2024 年主动权益产品发行只数
易方达基金管理有限公司	3
华夏基金管理有限公司	8
广发基金管理有限公司	6
南方基金管理股份有限公司	3
天弘基金管理有限公司	6
富国基金管理有限公司	7
博时基金管理有限公司	3
嘉实基金管理有限公司	4
鹏华基金管理有限公司	6
建信基金管理有限责任公司	2
<b>前十大合计</b>	<b>48</b>
<b>全行业合计</b>	<b>268</b>

来源: wind, 国金证券研究所 注: 从 wind 中拉出的有上市日期主动权益型基金规模为普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型规模加总。

## ② 大力发展权益基金

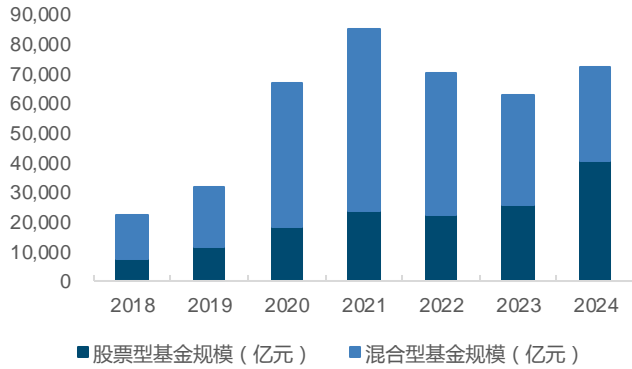
政策积极支持权益基金发展。方案提及“将……权益类基金占比……等纳入基金公司评价指标体系”、“权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升 50%”、“在基金公司监管分类评价中, 显著提升权益类基金相关指标权重, 突出权益类基金发展导向”、“大力发展各类场内指数基金, 持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金”、



“优化权益类基金注册安排”、“积极支持主动管理权益类基金创新发展”等多条鼓励权益基金发展的条款，支持力度可见一斑。

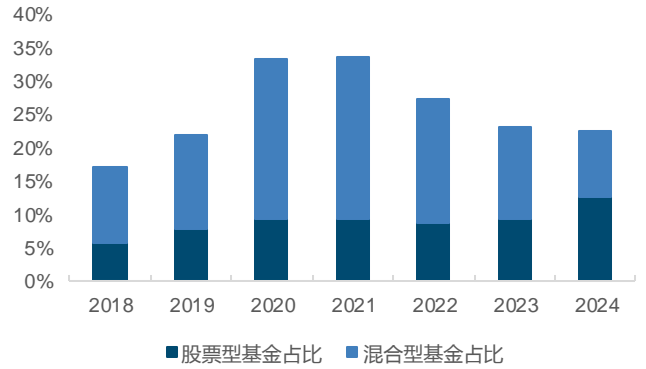
与美国相比，我国权益型基金规模占比较低。以股票型、混合型基金近似代替权益基金，2024年末我国权益基金规模为72,442亿元，占公募基金总规模比重为22%。根据ICI数据，2023年末，全球股票型、混合型基金规模占比57%，美国股票型、混合型基金规模合计22万亿美元，占比64%，我国的权益型基金规模占比相对较低。

图表16：我国股票型、混合型基金规模



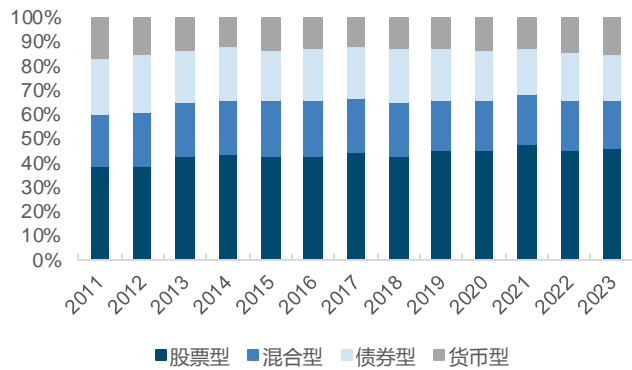
来源：wind，国金证券研究所

图表17：我国股票型、混合型基金规模占比



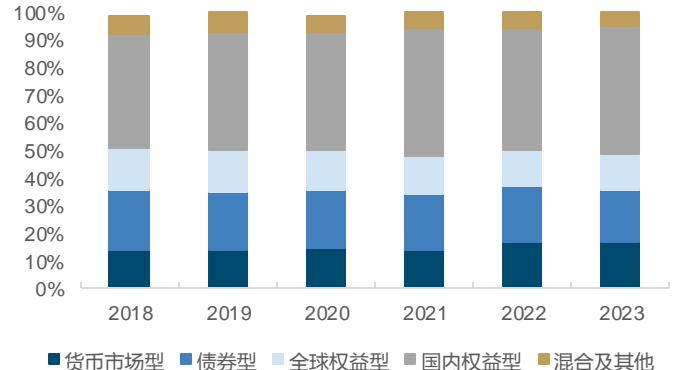
来源：wind，国金证券研究所

图表18：全球受监管开放式基金结构



来源：ICI，国金证券研究所 注：图表 3：全球受监管开放式基金包括共同基金、机构基金、ETF。

图表19：美国基金产品结构

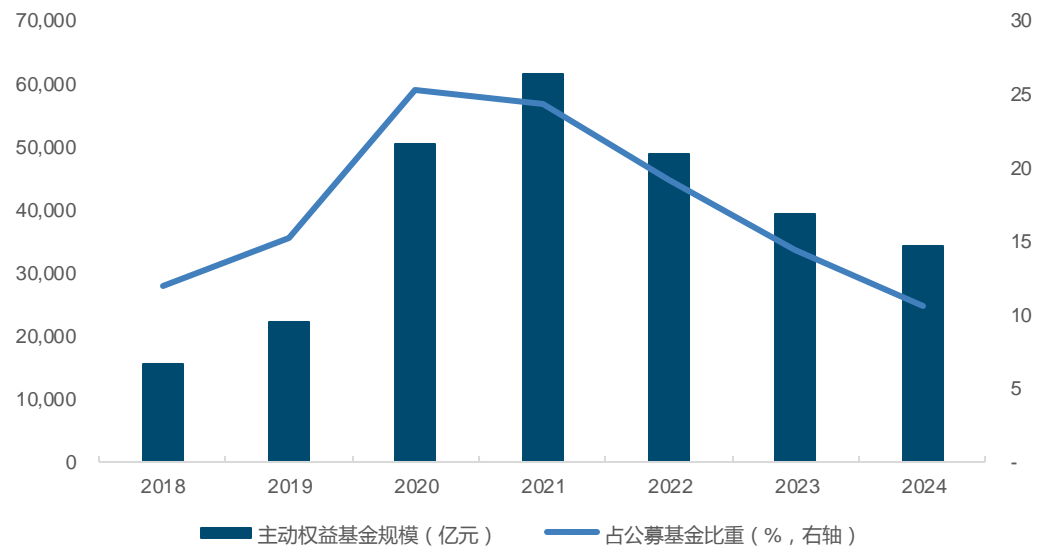


来源：ICI，国金证券研究所 注：包括共同基金、ETF、传统封闭式基金、单位投资信托。

2021年以来我国主动权益基金规模及占比下降，未来规模增长将由优秀的业绩驱动。以普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型规模之和来近似代表主动权益基金规模，我国主动权益在2018-2021年实现了连续增长，而2021年之后则逐年下降，占比也降低至2024年的11%。根据方案内容，权益基金增长在未来会纳入考核，但主动权益产品会多发浮动利率产品且管理费率会受产品业绩是否跑赢业绩基准影响，预计未来主动权益基金将更加重视投研以及业绩水平，规模的增长要靠优秀的业绩吸引投资者来驱动。



图表20: 我国主动权益型基金规模及占比

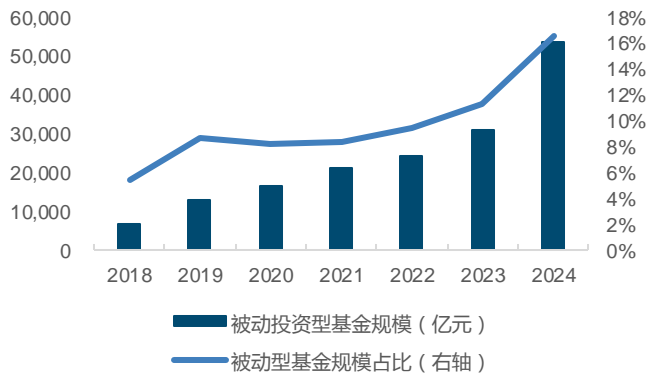


来源: wind, 国金证券研究所 注: 主动权益型基金规模为普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型规模加总。

③ 指数基金将继续扩张

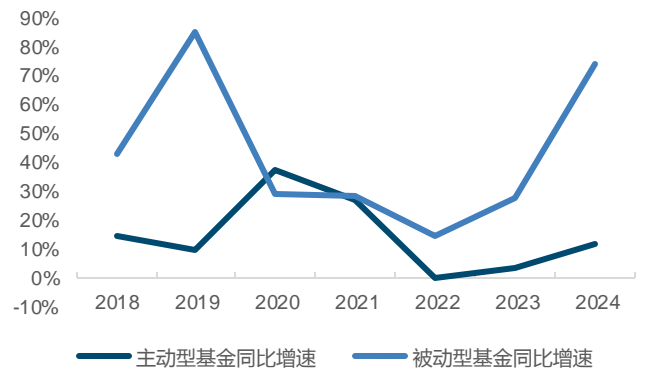
新方案利好指数基金规模进一步扩大, 未来指数产品有望成为公募规模增长引擎。方案提及“大力发展各类场内指数基金, 持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金”、“实施股票交易型开放式指数基金(英文简称ETF)快速注册机制”。当前我国指数基金占比较美国还有提升空间, 2023年美国指数型基金规模占比为23%, 我国占比为11%(我国指数基金中包括ETF、美国定义不包括)。可喜的是, 我国指数基金已出现快速发展趋势, 2024年被动型基金规模占比17%, 较2018年大幅提升11pct。2021年以来, 被动型基金增速显著跑赢主动型基金。

图表21: 我国被动型规模及占比变化情况



来源: wind, 国金证券研究所

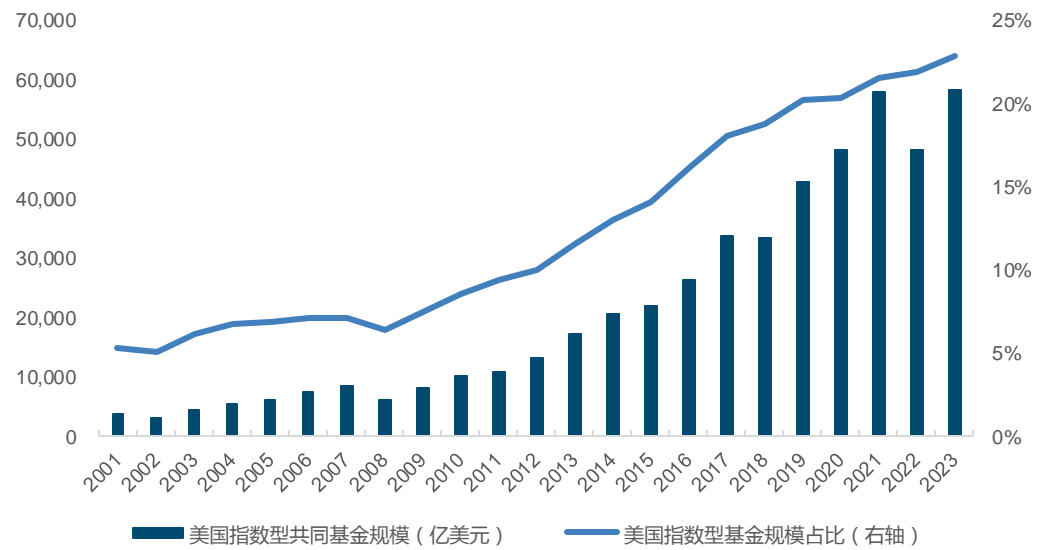
图表22: 我国主动型基金及被动型基金规模增速比较



来源: wind, 国金证券研究所



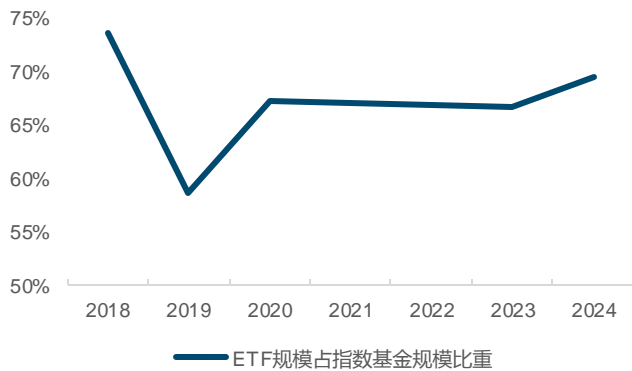
图表23: 美国指数型基金规模及占比变化情况



来源: ICI, 国金证券研究所 注: 美国指数型基金不包括ETF。

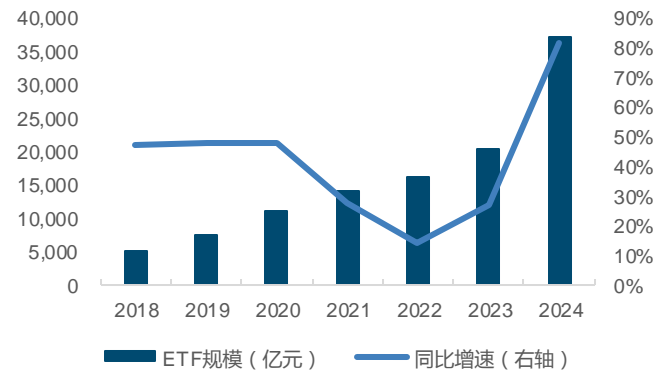
ETF是指数基金的重要组成部分,复合增速高。我国指数基金当中,ETF的规模占比约70%,ETF发展是未来公募基金规模扩张的重要驱动力。根据wind数据,我国ETF规模从2018年的5,082亿元增长至2024年的37,260亿元,复合增速为39%。

图表24: 我国指数型基金占指数基金比重



来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 我国ETF规模及同比增速

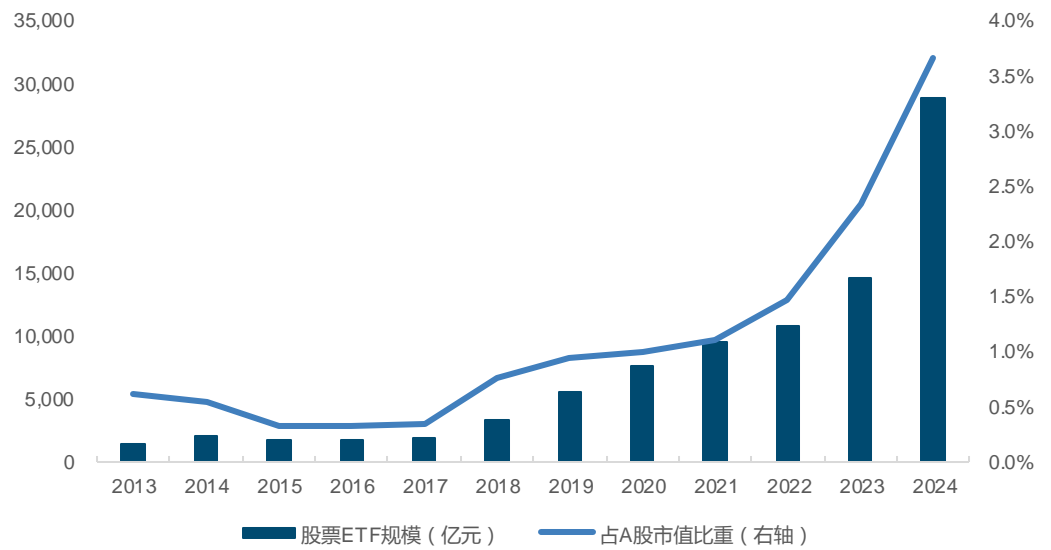


来源: wind, 国金证券研究所

股票型ETF规模占总市值比重较小。截至2024年末,我国股票型ETF规模为28,877亿元,占A股总市值比重约3.7%,而2023年末美国的比例约13%,股票型ETF的发展距成熟市场还有较大差距。



图表26: 我国股票ETF规模及占A股市值比重



来源: wind, 国金证券研究所

ETF 规模扩张利于基金公司业绩提升。我们从 2023、2024 年都披露了净利润的公司中选取了 2024 年利润最高的 20 家公司计算增速，其中，华泰柏瑞基金净利润同比增长 46%，排名第一。我们判断，华泰柏瑞业绩的高速增长与公司的优势在于 ETF 产品而近几年 ETF 规模迅速扩张有关。

图表27: 部分基金公司利润增速

公司名称	2023 年净利润 (万元)	2024 年净利润 (万元)	同比增速
华泰柏瑞基金管理有限公司	50,156	72,991	46%
泰康资产管理有限责任公司	208,048	284,269	37%
中国人保资产管理有限公司	49,750	63,470	28%
南方基金管理股份有限公司	201,126	235,160	17%
易方达基金管理有限公司	338,192	390,048	15%
中银基金管理有限公司	70,200	79,000	13%
汇添富基金管理股份有限公司	141,550	154,714	9%
工银瑞信基金管理有限公司	194,200	211,000	9%
华夏基金管理有限公司	201,299	215,800	7%
兴证全球基金管理有限公司	136,919	141,300	3%
广发基金管理有限公司	194,969	199,967	3%
博时基金管理有限公司	151,127	152,820	1%
华安基金管理有限公司	93,491	91,000	-3%
富国基金管理有限公司	181,390	175,121	-3%
建信基金管理有限责任公司	88,300	84,400	-4%
招商基金管理有限公司	175,337	165,000	-6%
华泰证券(上海)资产管理有限公司	95,212	88,151	-7%
鹏华基金管理有限公司	83,945	75,083	-11%
景顺长城基金管理有限公司	117,549	95,113	-19%
交银施罗德基金管理有限公司	120,100	87,900	-27%

来源: wind, 国金证券研究所

#### ④ 债券型基金或向“固收+”转型

“固收+”产品规模或继续稳步增长。方案提及“对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金，原则上自受理之日起 15 个工作日内完成注册”、“加大含权中低波动



型产品、资产配置型产品创设力度”。“固收+”产品的优点是熊市不会有太大回撤、牛市中可以赚钱,在低利率环境中也受到青睐。新方案引导下,权益基金将更加重视业绩回报,债券型基金为提升收益的吸引力,也可能加速向“固收+”转型。

#### 4、产品销售方面

除了上文中提到的销售费率下降之外,基金销售环节也将健康化。方案提及“将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系。对分类评价结果靠前的基金销售机构,在产品准入、牌照申请、创新业务等方面依法优先考虑。督促基金销售机构完善内部考核激励机制,加大对保有投资者盈亏情况的考核权重”,新的考核方式将倒逼销售机构从“重销售规模”向“重保有规模”转型,代销机构与投资者的利益将更一致,健康的代销方式也有望降低基民不挣钱的概率。

**不管是基金公司直销还是机构代销,都将更加重视基金投顾。**投顾模式下,投顾相关收入是与客户资产的收益情况挂钩的,符合将销售机构与投资者利益绑定的理念,这样的模式也有利于增强销售机构收入的稳定性与可持续性,在销售费用率下降的情况下,发展投顾能够拓宽收入来源。国家金融与发展实验室此前发布的数据显示,截至2022年9月底,共有60家机构获得了基金投顾试点资格,其中54家试点机构已经展业,涉及440万个账户,95%为小微账户(10万元以下),管理规模合计近1200亿元。2023年6月,证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》,推动基金投资顾问业务转常规。2025年2月初,证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》,再次强调推动公募基金投顾业务试点转常规,未来基金投顾规模有望扩大。

图表28: 部分基金公司基金投顾信息

基金公司名称	投顾品牌名称	相关数据
易方达基金	易方达投顾	截至2024年年末,累计服务超12万个人客户及百余家机构客户,盈利客户占比约70%(统计期间为2020年9月23日至2024年12月31日),2024年投顾服务规模增长率达85%。
南方基金	司南投顾	截至2025年3月31日,已合作上线60余个管理型投顾项目,累计服务客户超50万。截至2022年9月30日,资产规模达130亿元。
中欧财富	中欧财富、中欧钱滚滚	截至10月18日,中欧财富投顾累计保有规模60亿元,已为超58万用户提供基金投顾服务。
嘉实基金	嘉实财富投顾	截至2023年12月,嘉实财富投顾业务保有规模超过42亿,累计签约规模超过143亿,,累计服务客户数量接近30万,客户复投率66%,平均服务客户天数450天。
交银施罗德基金	交银基金投顾	截至2022年12月31日,投顾的规模是50亿,投资者数量为16万。截至2024年年末,自该机构投顾业务运营以来,持有人盈利总金额已达到1.18亿元,持有人的盈利占比达到91.4%。

来源: 各类财经网站, 国金证券研究所

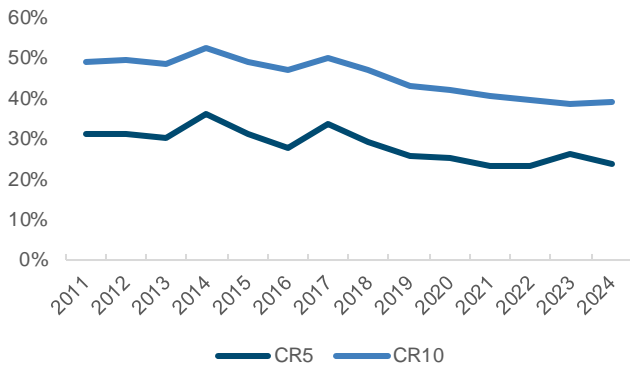
#### 5、行业格局方面

向高质量发展转型,行业分化或加剧。方案提及“支持优质头部基金公司业务创新发展”、“制定中小基金公司高质量发展示范方案,支持特色化经营、差异化发展”、“支持基金公司市场化并购重组,推动严重违规机构依法出清”。在公募基金向高质量发展转型的道路上,预计行业内会进一步加速优胜劣汰。

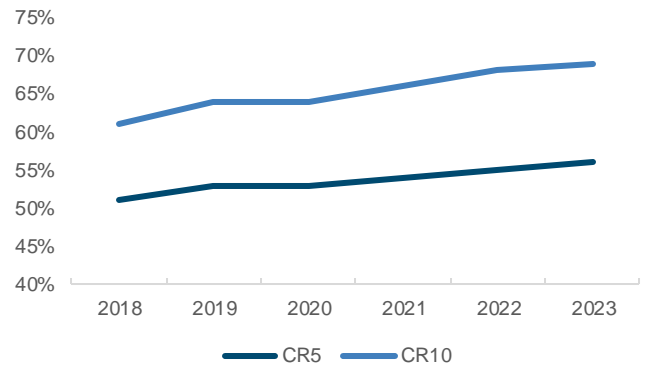
公募基金集中度存在较大提升空间。我国公募基金公司规模CR5在40%左右,美国基金公司管理规模(包括共同基金和ETF)CR5在70%左右,我国公募行业集中度还有较大提升空间。头部投研实力强的公司具备优势,但中小机构也有可能通过规模小、业绩好实现利润率的弯道超车。



图表29：我国公募基金公司规模 CR5、CR10



图表30：美国基金公司规模 CR5、CR10



来源：wind，国金证券研究所 注：公募公司总管理规模为 wind 上披露了数据的公司规模之和。

来源：wind，国金证券研究所 注：包括共同基金、ETF。

### 三、对基金公司各层面的影响总结

#### 1、产品端

在新方案的指引之下，预计未来基金公司将①增加浮动费率产品；②大力发展权益基金，其中主动权益基金将更加重视业绩表现，且规模的增长也要靠优秀的业绩吸引投资者来驱动；③加大指数产品的开发，指数产品近年来颇受投资者青睐，规模的扩大也有望在一定程度上弥补整体管理费率的下滑，指数产品具备优势的公司或展现更强的利润表现；④扩大“固收+”产品规模：新方案引导下，权益基金将更加重视业绩回报，债券型基金为提升收益的吸引力，也可能加速向“固收”+转型。

#### 2、投资端

新方案打破了原先“旱涝保收”的收入制度，将基金经理薪酬、管理费率与业绩比较基准挂钩，基金管理者在未来配置的选择上或偏向其投资风格内的权重股，重视投资风格的稳定性。新的薪酬机制、盈利投资者占比等考核指标也将倒逼基金经理提升投研能力，以业绩好的产品来吸引客户以及提升自身的业绩报酬。

#### 3、销售端

随着销售费率的降低，预计未来基金公司将①加强自有渠道搭建，降低对代销渠道的依赖。但自建直销平台的成本较大，头部机构更具优势。在 2023 年的公募基金改革方案提及“搭建公募基金行业统一直销业务平台”，若能够落实对基金公司也有助益；②发展基金投顾，拓宽收入来源，加强收入的稳定性；③方案提到将盈利投资者占比纳入销售机构的考核，预计代销机构会选择业绩表现更优的基金产品。

#### 4、成本端

不管是一阶段费改的降低基金管理费率，还是新方案提到的基于业绩与基准的比较调整管理费率，都意味着基金公司的管理费收入可能降低，为了保持盈利能力甚至盈亏平衡，成本端也要进行管控。一方面，基金经理的薪酬与业绩挂钩后，相关薪酬成本或将与管理费收入同步降低；另一方面，基金公司也有压缩其他成本的可能，如信息技术系统租赁与使用费、员工的非业绩报酬成本等。

#### 5、格局端

在公募基金向高质量发展转型的道路上，预计行业内会进一步加速优胜劣汰，我国公募基金行业集中度也存在较大提升空间。头部投研实力强的公司具备优势，但中小机构也有可能通过规模小、业绩好实现利润率的弯道超车。

### 四、投资建议

高质量发展方案有望打破原先“旱涝保收”的制度，将评价、考核、薪酬等与产品业绩挂钩，增强基金公司、代销机构、投资者利益的一致性，引导行业机构从“重规模”向“重



回报”转变，长期来看有利于于基金行业的高质量发展与资本市场健康发展。

投资标的方面，我们认为：（1）ETF 具备优势的基金公司的母公司受益，建议关注华泰证券、广发证券；（2）低配的个股受益，建议关注中国平安、东方财富、中信证券。

## 五、风险提示

- 1) 公募基金行业政策推进不及预期：高质量发展方案中提到多项待出台、待修订的政策，若后续政策的推出速度不及预期，可能导致行业高质量转型进度变慢；
- 2) 政策落地后改革效果不及预期：本次高质量发展方案涉及领域较多，是对全行业多方面的改革重塑，对行业影响深远，但政策的细则落实、执行情况尚未可知，执行不到位也可能导致改革的效果不及预期。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究