

非银金融

证券研究报告/专题研究报告

2023年7月9日

评级：增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

|             |         |
|-------------|---------|
| 上市公司数       | 88      |
| 行业总市值(百万元)  | 4906041 |
| 行业流通市值(百万元) | 2243532 |

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

## 投资要点

- **美国共同基金费率：阶段一渠道竞争为主，阶段二管理费竞争为主。**1) 渠道费：渠道激烈竞争之下，阶段一下降更多（1.64%-0.5%）；其中主要是申赎费下降（1.64%-0.30%），12b-1（1980年后开始逐步收）在此阶段逐步对申赎费形成一定替代。2) 管理费：主要在阶段二下降（0.98%-0.50%），原因包括被动产品占比上升，管理人激烈竞争下主动被动产品费率均下降，以及规模效应带来降价空间。3) 经过两阶段发展，基金总费率是降低，但投顾费逐步对产品层面的渠道费形成替代，弥补渠道收入：如投资股票型基金在1980年需花费2.41%（1.64%的销售费用+0.77%的管理费用）；在2020年需花费1.5%左右，包含1%左右的投顾费用+0.5%的管理费用（假设购买免佣基金）。
- **此次公募费率调降情况。**1) 降低主动权益类基金费率水平，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%；部分头部机构存量产品已调整完成，其余存量产品调整将争取于2023年底前。2) 预计未来持续改革的方向可能包括：推出更多浮动费率产品、降低公募基金证券交易佣金费率、规范公募基金销售环节收费、完善公募基金行业费率披露机制等。3) 中长期而言，有利于推进公募基金行业高质量发展。
- **测算对基金及券商收入影响总体有限。**1) 对基金行业管理费收入影响的静态测算。测算此次调整将年化影响公募基金行业管理费收入85亿元，占公募基金管理费收入仅5.7%；另外，影响托管费收入13亿元。2) 代销尾佣收入预计小幅下滑，但对券商总营收影响很小。2022/2021年上市券商代销占营业收入比仅2.6/2.5%左右；3) 券商参控股的基金公司管理费收入下滑带来的影响也比较有限。
- **投资建议：**随着降费“靴子落地”，对板块悲观预期有望逐步释放。目前，证券板块PB估值仅1.15倍，处于近10年2%低分位。建议关注：中信、华泰、中金、招商、东吴、东财、同花顺。
- **风险提示：**经济大幅下滑；政策低于预期；研报使用信息数据更新不及时风险；行业规模测算偏差风险。

## 内容目录

|   |        |
|---|--------|
| 一、美国基金费率变迁的启示 .....                     | - 3 -  |
| 1.1 美国共同基金费率：阶段一渠道竞争为主，阶段二管理费竞争为主 ..... | - 3 -  |
| 1.2 贯穿两阶段：投顾模式转变，账户层面收费弥补渠道收入 .....     | - 3 -  |
| 二、公募费率调降的影响分析 .....                     | - 4 -  |
| 2.1 此次公募费率调降情况 .....                    | - 4 -  |
| 2.2 对券商收入影响较为有限 .....                   | - 7 -  |
| 三、投资建议 .....                            | - 10 - |
| 风险提示 .....                              | - 10 - |

## 图表目录

|  |        |
|--|--------|
| 图表 1：美国共同基金费率变化（以股票型基金为例） .....              | - 3 -  |
| 图表 2：摩根士丹利提供的投顾模式多样 .....                    | - 4 -  |
| 图表 3：公募基金费率改革举措 .....                        | - 4 -  |
| 图表 4：降低主动权益类基金费率对管理费及托管费收入的影响测算；亿元，% .....   | - 5 -  |
| 图表 5：公募基金管理费收入测算；亿元，% .....                  | - 5 -  |
| 图表 6：公募基金数量份额及资产规模情况；截至 2023 年 7 月 8 日 ..... | - 6 -  |
| 图表 7：券商代销金融产品收入占总营收比例较低；亿元，% .....           | - 8 -  |
| 图表 8：上市券商持股公募基金公司情况；亿元，% .....               | - 9 -  |
| 图表 9：证券板块 PB 估值情况 .....                      | - 10 - |

## 一、美国基金费率变迁的启示

### 1.1 美国共同基金费率：阶段一渠道竞争为主，阶段二管理费竞争为主

- **渠道费：**渠道激烈竞争之下，阶段一下降更多（1.64%-0.5%）；其中主要是申赎费下降（1.64%-0.30%），12b-1（1980年后开始逐步收）在此阶段逐步对申赎费形成一定替代。
- **管理费：**主要在阶段二下降（0.98%-0.50%），原因包括被动产品占比上升，管理人激烈竞争下主动被动产品费率均下降，以及规模效应带来降价空间。
- **投顾费：**账户层面收投顾费的转变贯穿始终。一方面渠道及管理费的下降为顾问费的增加带来了空间，另一方面激烈的竞争中渠道主动求变，从没有壁垒的经纪服务模式，转变为了壁垒更高、更个性化、客户粘性更高的投顾服务模式；根据账户资产规模、管理模式、资产风险高低，总体投顾费率在0.6-1.2%左右。投顾费逐步对产品层面的渠道费形成替代，弥补渠道收入。
- **总费率是降低趋势：**如投资股票型基金在1980年需花费2.41%（1.64%的销售费用+0.77%的管理费用）；在2020年需花费1.5%左右，包含1%左右的投顾费用+0.5%的管理费用（假设购买免佣基金）。

图表 1：美国共同基金费率变化（以股票型基金为例）

|        | 费用项目      | 阶段一：渠道的竞争为主  | 阶段二：管理费的竞争为主  |
|--------|-----------|--|---|
| 产品层面收费 | 渠道费（归渠道）  | 渠道激烈竞争之下，渠道费总体（包含申赎费及12b-1）由1980年1.64%下降至2000年0.5%左右   | 仍在降，但经历阶段一后可降空间小（相比于管理费）  |
|        | 其中：申赎费    | 从1980年1.64%下降至2000年0.30%   | 从2000年0.30%继续降至2010年0.11%（ICI只披露到2010年）                           |
|        | 其中：12b-1  | 1980年后才开始收，逐步形成对申赎费的一定替代，1998年-2003年稳定于0.20%左右   | ICI在2003年后未再披露12b-1数据   |
|        | 管理费（归管理人） | 从1980年0.77%略提升至2000年0.98%，主动基金超额业绩出色，管理人具有议价能力   | 从2000年0.98%降至2000年0.50%，被动产品占比上升，管理人激烈竞争下主动被动产品费率均下降，以及规模效应带来降价空间 |
| 账户层面收费 | 投顾费（归渠道）  | 贯穿两阶段：投顾模式转变，账户层面收投顾费弥补渠道收入；一方面渠道及管理费的下降为顾问费的增加带来了空间，另一方面激烈的竞争中渠道主动求变，从没有壁垒的经纪服务模式，转变为了壁垒更高、更个性化、客户粘性更高的投顾服务模式；根据账户资产规模、管理模式、资产风险高低，总体投顾费率在0.6-1.2%左右； |   |

来源：ICI，中泰证券研究所

### 1.2 贯穿两阶段：投顾模式转变，账户层面收费弥补渠道收入

- 一方面渠道及管理费的下降为顾问费的增加带来了空间，另一方面激烈的竞争中渠道主动求变，从没有壁垒的经纪服务模式，转变为了壁垒更高、更个性化、客户粘性更高的投顾服务模式；根据账户资产规模、管理模式、资产风险高低，总体投顾费率在0.6-1.2%左右。
- 经过两阶段发展，基金总费率是降低，但投顾费逐步对产品层面的渠道费形成替代，弥补渠道收入：如投资股票型基金在1980年需花费2.41%（1.64%的销售费用+0.77%的管理费用）；在2020年需花费1.5%左右，包含1%左右的投顾费用+0.5%的管理费用（假设购买免佣基金）。
- **投顾账户模式多样：**例如摩根士丹利具有多种基于资产收费（fee-based）

的投顾账户，根据委托管理模式的不同（全委托/半委托，投顾管理/第三方管理等），可以分为专户、统一管理账户、顾问账户以及投资组合经理账户。

图表 2：摩根士丹利提供的投顾模式多样

|                                       | 注释   | 2020  |      |          | 2019  |      |          |
|---------------------------------------|--|-------|------|----------|-------|------|----------|
|                                       |  | 规模    | 占比   | 费率 (bps) | 规模    | 占比   | 费率 (bps) |
| 总客户资产 (Total client asset)            |  | 3,999 | 100% | 57       | 2,700 | 100% | 70       |
| 顾问渠道 (Advisor-led client assets)      |  | 3,167 | 79%  | -        | 2,623 | 97%  | -        |
| 基于资产收费的客户资产 (Fee-based client assets) |  | 1,472 | 37%  | 70       | 1,046 | 39%  | 73       |
| 专户 (Separately managed)               | 委托第三方及关联资产管理公司管理客户的账户，投资决策由资产管理人决定           | 359   | 9%   | 14       | 279   | 10%  | 15       |
| 统一管理账户 (Unified managed)              | 将专户、基金和ETF功能合并在一个合计账户中，投资决策由客户、投顾和投资组合经理共同决定 | 379   | 9%   | 99       | 257   | 10%  | 100      |
| 顾问账户 (Advisor)                        | 投资决策必须由客户批准，每次对账户或其投资作出更改时，投顾必须获得批准          | 177   | 4%   | 85       | 137   | 5%   | 86       |
| 投资组合经理账户 (Portfolio manager)          | 投顾有自由裁量权(由客户在合同上批准)，可以在没有客户批准的情况下进行投资决策      | 509   | 13%  | 94       | 353   | 13%  | 95       |
| 现金管理 (Cash management)                |  | 48    | 1%   | 5        | 20    | 1%   | 6        |
| 自主渠道 (Self-directed assets)           |  | 832   | 21%  | -        | 77    | 3%   | -        |

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 二、公募费率调降的影响分析

### 2.1 此次公募费率调降情况

- 根据中国证券报，证监会7月8日发布公募基金费率改革工作安排，具体举措包括推出更多浮动费率产品，降低主动权益类基金费率水平，规范公募基金销售环节收费，完善公募基金行业费率披露机制等。另外，根据证监会官网，证监会有关部门负责人就公募基金费率改革答记者问。
- 证监会在7月8日的就公募基金费率改革答记者问中提到，证监会已制定了公募基金行业费率改革工作方案，将监管引导推动与行业主动作为相结合，指导公募基金行业稳妥有序开展费率机制改革，支持公募基金管理人及其他行业机构合理调降基金费率。
- 下一步，证监会将按照“突出重点、远近结合、稳慎推进、统筹发展”的工作思路，全面优化公募基金费率模式，稳步降低行业综合费率水平，逐步建立健全适合我国国情市情、与我国公募基金行业发展阶段相适应的费率制度机制。

图表 3：公募基金费率改革举措

|   | 改革举措           |
|---|----------------|
| 一 | 坚持以固定费率产品为主    |
| 二 | 推出更多浮动费率产品     |
| 三 | 降低主动权益类基金费率水平  |
| 四 | 降低公募基金证券交易佣金费率 |
| 五 | 规范公募基金销售环节收费   |
| 六 | 完善公募基金行业费率披露机制 |

来源：中国证券报，中泰证券研究所

- **降低主动权益类基金费率水平。**1、我国主动权益类基金费率水平相对较高、个人投资者持有规模较大,体现我国公募基金行业发展的人民性。  
2、**具体调整水平。**即日起,新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%;部分头部机构已公告旗下存量产品管理费率、托管费率分别降至 1.2%、0.2%以下;其余存量产品管理费率、托管费率将争取于 2023 年底前分别降至 1.2%、0.2%以下。
- **对基金行业管理费收入影响的静态测算。**1、**测算假设。**主动权益型基金主要包括四类,普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型;分别统计管理费超过 1.2% (绝大多数为 1.5%),以及托管费超过 0.2% (绝大多数为 0.25%) 的产品占比 (简单假设产品数量占比近似于产品规模占比)。  
2、**测算结果。**静态假设下,测算降低主动权益类基金费率,将年化影响公募基金行业管理费收入 85 亿元,占公募基金管理费收入仅 5.7% (我们对公募基金管理费收入估算约 1494 亿元)、托管费收入 13 亿元。

**图表 4: 降低主动权益类基金费率对管理费及托管费收入的影响测算; 亿元, %**

|         | 二级分类  | 资产净值 (亿元, 截至2023年7月8日) | 数量    | 其中: 管理费超过1.2%的数量 | 其中: 托管费超过0.2%的数量 | 管理费收入影响测算 | 托管费收入影响测算 |
|---------|-------|------------------------|-------|------------------|------------------|-----------|-----------|
| 主动权益型基金 | 普通股票型 | 7,092                  | 905   | 573              | 520              | 13.47     | 2.04      |
|         | 偏股混合型 | 29,248                 | 3955  | 2403             | 2152             | 53.31     | 7.96      |
|         | 平衡混合型 | 428                    | 43    | 15               | 15               | 0.45      | 0.07      |
|         | 灵活配置型 | 13,630                 | 2320  | 984              | 1009             | 17.34     | 2.96      |
| 合计      |       | 50,396                 | 7,223 | 3,975            | 3,696            | 85        | 13        |

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 管理费及托管费收入为按照规模\*费率的方法估算;

**图表 5: 公募基金管理费收入测算; 亿元, %**

|       | 资产净值 (亿元, 截至2023年7月8日) | 管理费率_平均数 | 管理费收入测算 |
|-------|------------------------|----------|---------|
| 主动权益型 | 50,396                 | 1.28%    | 645     |
| 货币型   | 109,617                | 0.26%    | 285     |
| 其他型   | 106,457                | 0.53%    | 564     |
| 合计    | 266,471                | 0.80%    | 1494    |

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 管理费收入为按照规模\*费率的方法估算;



**图表 6：公募基金数量份额及资产规模情况；截至 2023 年 7 月 8 日**

| 基金类型           | 数量合计(只)       | 占比(%)        | 份额合计(亿份)          | 占比(%)        | 资产净值合计(亿元)        | 占比(%)        |
|----------------|---------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|
| <b>股票型基金</b>   | <b>2,100</b>  | <b>19.14</b> | <b>22,772.00</b>  | <b>9.24</b>  | <b>23,881.36</b>  | <b>8.96</b>  |
| 普通股票型基金        | 536           | 4.89         | 4,575.23          | 1.86         | 7,091.54          | 2.66         |
| 被动指数型基金        | 1,329         | 12.11        | 16,741.94         | 6.79         | 14,815.42         | 5.56         |
| 增强指数型基金        | 235           | 2.14         | 1,454.84          | 0.59         | 1,974.40          | 0.74         |
| <b>混合型基金</b>   | <b>4,451</b>  | <b>40.57</b> | <b>38,487.32</b>  | <b>15.61</b> | <b>48,362.06</b>  | <b>18.15</b> |
| 偏股混合型基金        | 2,242         | 20.44        | 25,061.60         | 10.17        | 29,247.71         | 10.98        |
| 平衡混合型基金        | 25            | 0.23         | 313.13            | 0.13         | 427.5545          | 0.16         |
| 偏债混合型基金        | 744           | 6.78         | 4,648.92          | 1.89         | 5,057.11          | 1.9          |
| 灵活配置型基金        | 1,440         | 13.13        | 8,463.67          | 3.43         | 13,629.69         | 5.11         |
| <b>债券型基金</b>   | <b>3,273</b>  | <b>29.84</b> | <b>72,304.34</b>  | <b>29.33</b> | <b>78,133.72</b>  | <b>29.32</b> |
| 中长期纯债型基金       | 1,767         | 16.11        | 47,324.13         | 19.2         | 49,278.44         | 18.49        |
| 短期纯债型基金        | 334           | 3.04         | 6,727.49          | 2.73         | 7,199.47          | 2.7          |
| 混合债券型一级基金      | 402           | 3.66         | 5,881.96          | 2.39         | 6,717.40          | 2.52         |
| 混合债券型二级基金      | 508           | 4.63         | 7,572.53          | 3.07         | 9,435.14          | 3.54         |
| 可转换债券型基金       | 38            | 0.35         | 271.53            | 0.11         | 411.0837          | 0.15         |
| 被动指数型债券基金      | 223           | 2.03         | 4,517.07          | 1.83         | 5,077.68          | 1.91         |
| 增强指数型债券基金      | 1             | 0.01         | 9.63              | 0            | 14.5168           | 0.01         |
| <b>货币市场型基金</b> | <b>371</b>    | <b>3.38</b>  | <b>106,373.52</b> | <b>43.15</b> | <b>109,617.09</b> | <b>41.14</b> |
| <b>另类投资基金</b>  | <b>57</b>     | <b>0.52</b>  | <b>261.07</b>     | <b>0.11</b>  | <b>352.4029</b>   | <b>0.13</b>  |
| 股票多空           | 23            | 0.21         | 74.38             | 0.03         | 89.191            | 0.03         |
| 商品型基金          | 34            | 0.31         | 186.69            | 0.08         | 263.212           | 0.1          |
| <b>QDII 基金</b> | <b>248</b>    | <b>2.26</b>  | <b>4,237.66</b>   | <b>1.72</b>  | <b>3,212.54</b>   | <b>1.21</b>  |
| 国际(QDII)股票型基金  | 156           | 1.42         | 3,823.64          | 1.55         | 2,615.92          | 0.98         |
| 国际(QDII)混合型基金  | 49            | 0.45         | 300.23            | 0.12         | 481.8694          | 0.18         |
| 国际(QDII)债券型基金  | 25            | 0.23         | 76.5              | 0.03         | 83.5143           | 0.03         |
| 国际(QDII)另类投资基  | 18            | 0.16         | 37.29             | 0.02         | 31.2341           | 0.01         |
| <b>FOF 基金</b>  | <b>441</b>    | <b>4.02</b>  | <b>1,897.65</b>   | <b>0.77</b>  | <b>1,972.11</b>   | <b>0.74</b>  |
| 股票型 FOF 基金     | 8             | 0.07         | 16.44             | 0.01         | 15.3859           | 0.01         |
| 混合型 FOF 基金     | 419           | 3.82         | 1,831.30          | 0.74         | 1,906.44          | 0.72         |
| 债券型 FOF 基金     | 14            | 0.13         | 49.91             | 0.02         | 50.2805           | 0.02         |
| <b>REITs</b>   | <b>28</b>     | <b>0.26</b>  | <b>187.73</b>     | <b>0.08</b>  | <b>909.1511</b>   | <b>0.34</b>  |
| <b>其他</b>      | <b>1</b>      | <b>0.01</b>  | <b>0.3</b>        | <b>0</b>     | <b>30.4171</b>    | <b>0.01</b>  |
| <b>全部基金</b>    | <b>10,970</b> | <b>100</b>   | <b>246,521.60</b> | <b>100</b>   | <b>266,470.85</b> | <b>100</b>   |

来源：wind，中泰证券研究所

- 坚持以固定费率产品为主的同时，推出更多浮动费率产品。1、坚持以固定费率为主，主要原因为参考境内外实践，浮动费率产品会放大公募基金行业的道德风险和经营风险，不利于基金公司保持投资行为稳定性；以及对资本市场产生“助涨助跌”效应，加剧市场波动。2、推出更多浮动费率产品。例如与基金规模挂钩、与基金业绩挂钩，按照“成熟一款、推出一款”的原则，研究推出更多类型浮动费率产品。
- 另外，降低公募基金证券交易佣金费率，规范公募基金销售环节收费，以及完善公募基金行业费率披露机制。1、降低公募基金证券交易佣金费率。客观看待证券公司研究服务为提高基金管理人投研服务能力、助力权益类基金发展发挥的作用。拟逐步规范公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于 2023 年底前完成。2、规范公募基金销售环节收费。除直接收取认申购费、销售服务费、赎回费之外，销售机构还从基金管理费中收取一定比例尾随佣金。将通过法规修改，统筹让利投资者和调动销售机构积极性，进一步规范公募基金销售

环节收费。预计于 2024 年底前完成。3、完善公募基金行业费率披露机制。通过更为明晰、详实的信息披露，保护投资者知情权，便于社会公众监督，推动行业机构归位尽责。

## 2.2 对券商收入影响较为有限

- 我们认为，对券商的影响主要来自于两方面：
- 1) 代销尾佣收入预计小幅下滑，但对券商总营收影响很小。2022/2021 年上市券商代销占营业收入比仅 2.6/2.5%左右，考虑到券商代销金融产品收入还包括认申购费、销售服务费、赎回费，以及私募产品业绩提成等，因此对代销佣金收入的小幅下滑对券商总营收影响总体较小；

图表 7：券商代销金融产品收入占总营收比例较低；亿元，%

|      | 代销金融产品收入 |       | 营业收入   |        | 代销金融产品收入/营业收入 |      |
|------|----------|-------|--------|--------|---------------|------|
|      | 2021     | 2022  | 2021   | 2022   | 2021          | 2022 |
| 中信证券 | 26.55    | 16.83 | 765.24 | 651.09 | 3.5%          | 2.6% |
| 中金公司 | 11.36    | 12.12 | 301.31 | 260.87 | 3.8%          | 4.6% |
| 华泰证券 | 7.84     | 9.69  | 379.05 | 320.32 | 2.1%          | 3.0% |
| 国泰君安 | 9.50     | 7.80  | 428.17 | 354.71 | 2.2%          | 2.2% |
| 中信建投 | 9.43     | 7.79  | 298.72 | 275.65 | 3.2%          | 2.8% |
| 广发证券 | 10.95    | 7.78  | 342.50 | 251.32 | 3.2%          | 3.1% |
| 中国银河 | 9.15     | 6.33  | 359.84 | 336.42 | 2.5%          | 1.9% |
| 招商证券 | 8.02     | 5.60  | 294.29 | 192.19 | 2.7%          | 2.9% |
| 国信证券 | 9.51     | 5.43  | 238.18 | 158.76 | 4.0%          | 3.4% |
| 光大证券 | 8.17     | 4.96  | 167.07 | 107.80 | 4.9%          | 4.6% |
| 兴业证券 | 6.64     | 4.72  | 189.72 | 106.60 | 3.5%          | 4.4% |
| 海通证券 | 3.39     | 3.47  | 432.05 | 259.48 | 0.8%          | 1.3% |
| 中泰证券 | 3.72     | 3.03  | 131.50 | 93.25  | 2.8%          | 3.3% |
| 浙商证券 | 4.77     | 3.03  | 164.18 | 168.14 | 2.9%          | 1.8% |
| 申万宏源 | 4.52     | 2.76  | 343.07 | 206.10 | 1.3%          | 1.3% |
| 东方证券 | 5.66     | 2.57  | 243.70 | 187.29 | 2.3%          | 1.4% |
| 方正证券 | 4.51     | 2.35  | 86.21  | 77.77  | 5.2%          | 3.0% |
| 国金证券 | 3.24     | 1.89  | 71.27  | 57.33  | 4.5%          | 3.3% |
| 财通证券 | 2.31     | 1.78  | 64.08  | 48.27  | 3.6%          | 3.7% |
| 华西证券 | 2.42     | 1.51  | 51.22  | 33.76  | 4.7%          | 4.5% |
| 中银证券 | 1.40     | 0.99  | 33.34  | 29.59  | 4.2%          | 3.3% |
| 东吴证券 | 1.06     | 0.84  | 92.45  | 104.86 | 1.1%          | 0.8% |
| 国元证券 | 0.88     | 0.66  | 61.10  | 53.41  | 1.4%          | 1.2% |
| 山西证券 | 0.82     | 0.66  | 39.94  | 41.61  | 2.0%          | 1.6% |
| 长城证券 | 1.10     | 0.59  | 77.57  | 31.27  | 1.4%          | 1.9% |
| 东兴证券 | 0.56     | 0.51  | 53.76  | 34.29  | 1.0%          | 1.5% |
| 南京证券 | 0.48     | 0.47  | 27.42  | 20.08  | 1.8%          | 2.3% |
| 国联证券 | 0.68     | 0.42  | 29.67  | 26.23  | 2.3%          | 1.6% |
| 太平洋  | 0.52     | 0.36  | 16.30  | 11.72  | 3.2%          | 3.0% |
| 天风证券 | 0.40     | 0.28  | 44.06  | 17.21  | 0.9%          | 1.6% |
| 华安证券 | 0.35     | 0.28  | 34.83  | 31.59  | 1.0%          | 0.9% |
| 中原证券 | 0.64     | 0.23  | 44.21  | 18.81  | 1.5%          | 1.2% |
| 第一创业 | 0.28     | 0.19  | 32.55  | 26.11  | 0.9%          | 0.7% |
| 华林证券 | 0.24     | 0.16  | 13.95  | 13.98  | 1.7%          | 1.1% |
| 西部证券 | 0.25     | 0.09  | 67.51  | 53.08  | 0.4%          | 0.2% |
| 财达证券 | 0.13     | 0.06  | 25.24  | 16.44  | 0.5%          | 0.4% |
| 红塔证券 | 0.02     | 0.02  | 67.34  | 8.36   | 0.0%          | 0.3% |
| 合计   | 161      | 118   | 6,113  | 4,686  | 2.6%          | 2.5% |

来源：wind，中泰证券研究所

- 2) 券商参控股的基金公司管理费收入下滑带来的影响也比较有限。根据前文测算，静态假设下，测算降低主动权益类基金费率，将年化影响公募基金行业管理费收入 85 亿元，占公募基金管理费收入仅 5.7%（我们对公募基金管理费收入估算约 1494 亿元）。因此，虽然对部分券商而言基金的利润贡献较高，但总体上券商参控股的基金公司管理费收入下滑带来的影响也比较有限。



**图表 8：上市券商持股公募基金公司情况；亿元，%**

| 上市证券<br>公司 | 基金公司           | 持股比  | 非货币型<br>基金最新<br>规模 | 非货币型<br>基金规模<br>最新排名 | 贡献净利润占比<br>(%) |       | 净利润（亿元）   |           |       |
|------------|----------------|------|--------------------|----------------------|----------------|-------|-----------|-----------|-------|
|            |                |      |                    |                      | 2022A          | 2021A | 2022<br>A | 2021<br>A | 同比增速  |
| 广发证券       | 广发基金管理有限公司     | 55%  | 6715               | 3                    | 15%            | 13%   | 21.3      | 26.1      | -18%  |
|            | 易方达基金管理有限公司    | 23%  | 10058              | 1                    | 11%            | 10%   | 38.4      | 45.3      | -15%  |
| 中信证券       | 华夏基金管理有限公司     | 62%  | 7135               | 2                    | 6%             | 6%    | 21.6      | 23.1      | -6%   |
| 申万宏源       | 富国基金管理有限公司     | 28%  | 6060               | 4                    | 21%            | 8%    | 20.7      | 25.6      | -19%  |
|            | 中万菱信基金管理有限公司   | 67%  | 624                | 60                   | 3%             | 1%    | 1.3       | 1.3       | 7%    |
| 海通证券       | 富国基金管理有限公司     | 28%  | 6060               | 4                    | 9%             | 6%    | 20.7      | 25.6      | -19%  |
|            | 海富通基金管理有限公司    | 51%  | 870                | 45                   | 4%             | 2%    | 4.6       | 5.3       | -14%  |
| 招商证券       | 博时基金管理有限公司     | 49%  | 4909               | 9                    | 10%            | 7%    | 17.2      | 17.8      | -3%   |
|            | 招商基金管理有限公司     | 45%  | 5598               | 5                    | 10%            | 6%    | 18.1      | 16.0      | 13%   |
| 东方证券       | 汇添富基金管理股份有限公司  | 35%  | 4973               | 8                    | 24%            | 21%   | 20.9      | 32.6      | -36%  |
|            | 长城基金管理有限公司     | 18%  | 1021               | 37                   | 1%             | 1%    | 1.8       | 1.7       | 8%    |
| 华泰证券       | 华泰柏瑞基金管理有限公司   | 49%  | 2214               | 20                   | 2%             | 2%    | 3.8       | 4.1       | -8%   |
|            | 南方基金管理股份有限公司   | 41%  | 5009               | 7                    | 7%             | 7%    | 17.7      | 21.6      | -18%  |
| 兴业证券       | 南方基金管理股份有限公司   | 9%   | 5009               | 7                    | 6%             | 4%    | 17.7      | 21.6      | -18%  |
|            | 兴证全球基金管理有限公司   | 51%  | 3000               | 17                   | 33%            | 24%   | 16.8      | 22.4      | -25%  |
| 国信证券       | 鹏华基金管理有限公司     | 50%  | 4362               | 10                   | 8%             | 5%    | 10.0      | 10.1      | -1%   |
| 长城证券       | 景顺长城基金管理有限公司   | 49%  | 3512               | 12                   | 75%            | 39%   | 13.7      | 14.0      | -2%   |
|            | 长城基金管理有限公司     | 47%  | 1021               | 37                   | 9%             | 4%    | 1.8       | 1.7       | 8%    |
| 国泰君安       | 华安基金管理有限公司     | 51%  | 3267               | 14                   | 5%             | 3%    | 10.3      | 10.1      | 3%    |
| 西南证券       | 银华基金管理股份有限公司   | 44%  | 2198               | 21                   | 116%           | 39%   | 8.2       | 9.2       | -11%  |
| 东北证券       | 东方基金管理股份有限公司   | 58%  | 654                | 58                   | 19%            | 4%    | 0.8       | 1.0       | -23%  |
|            | 银华基金管理股份有限公司   | 19%  | 2198               | 21                   | 67%            | 11%   | 8.2       | 9.2       | -11%  |
| 第一创业<br>证券 | 银华基金管理股份有限公司   | 26%  | 2198               | 21                   | 53%            | 32%   | 8.2       | 9.2       | -11%  |
|            | 创金合信基金管理有限公司   | 51%  | 853                | 47                   | 20%            | 10%   | 1.6       | 1.5       | 3%    |
| 中泰证券       | 万家基金管理有限公司     | 60%  | 1796               | 26                   | 33%            | 6%    | 3.3       | 3.1       | 8%    |
| 光大证券       | 光大保德信基金管理有限公司  | 55%  | 694                | 54                   | 2%             | 3%    | 1.1       | 1.6       | -35%  |
| 长江证券       | 长信基金管理有限责任公司   | 45%  | 869                | 46                   | 5%             | 4%    | 1.7       | 2.0       | -13%  |
| 华安证券       | 华富基金管理有限公司     | 49%  | 574                | 63                   | 2%             | 1%    | 0.4       | 0.4       | 10%   |
| 财通证券       | 财通基金管理有限公司     | 40%  | 470                | 69                   | 5%             | 3%    | 1.9       | 1.6       | 17%   |
| 中金公司       | 中金基金管理有限公司     | 100% | 558                | 64                   | 0%             | 0%    | 0.2       | 0.0       | 1342% |
| 中信建投       | 中信建投基金管理有限公司   | 100% | 460                | 70                   | 0%             | 0%    | 0.2       | 0.2       | 44%   |
| 国元证券       | 长盛基金管理有限公司     | 41%  | 458                | 71                   | 2%             | 2%    | 0.7       | 0.8       | -10%  |
| 浙商证券       | 浙商基金管理有限公司     | 25%  | 427                | 74                   | 1%             | 0%    | 0.5       | 0.2       | 112%  |
| 东吴证券       | 东吴基金管理有限公司     | 70%  | 166                | 105                  | 1%             | 0%    | 0.1       | 0.2       | -15%  |
| 国金证券       | 国金基金管理有限公司     | 50%  | 256                | 89                   | 0%             | -1%   | 0.0       | -0.3      | -114% |
| 首创证券       | 中邮创业基金管理股份有限公司 | 46%  | 519                | 67                   | 6%             | 7%    | 0.7       | 1.3       | -44%  |

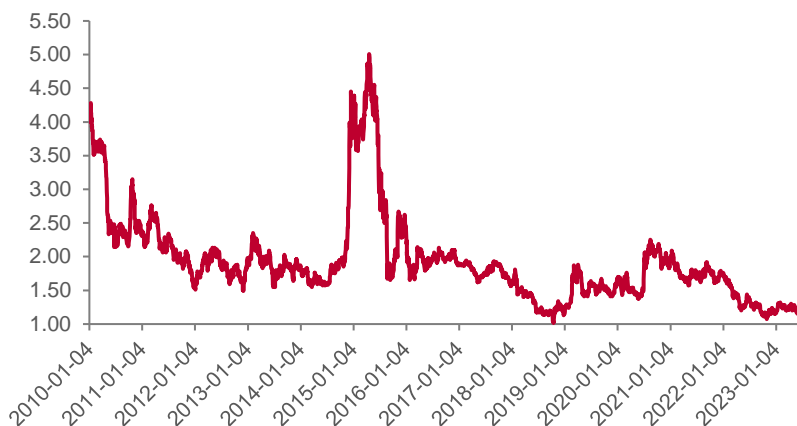
|      |                |      |     |     |      |     |      |      |       |
|------|----------------|------|-----|-----|------|-----|------|------|-------|
| 南京证券 | 富安达基金管理有限公司    | 49%  | 30  | 145 | -4%  | 1%  | -0.5 | 0.3  | -281% |
| 方正证券 | 方正富邦基金管理有限公司   | 67%  | 242 | 90  | 1%   | -1% | 0.3  | -0.2 | -237% |
| 国海证券 | 国海富兰克林基金管理有限公司 | 51%  | 505 | 68  | 50%  | 18% | 2.5  | 2.7  | -8%   |
| 红塔证券 | 红塔红土基金管理有限公司   | 59%  | 42  | 135 | -77% | 2%  | -0.5 | 0.6  | -188% |
| 西部证券 | 西部利得基金管理有限公司   | 51%  | 632 | 59  | 7%   | 1%  | 0.6  | 0.3  | 88%   |
| 东方财富 | 西藏东财基金管理有限公司   | 100% | 56  | 129 | -    | -   | -    | -    | -     |

来源：wind，中泰证券研究所

### 三、投资建议

- 我们认为，此次公募基金费率改革，1) 对公募基金而言，在静态测算下短期可能略降低公募基金管理费收入，但对公募基金总管理费收入而言占比较低；中长期而言，公募基金作为承载居民财富管理重要职能的重要载体，包括大力引入中长期资金、支持基金公司拓宽收入来源、降低基金公司运营成本、进一步优化基金销售行为在内的相关配套政策措施有望逐步推进落地，均有利于推进公募基金行业高质量发展。2) 对券商而言，无论是对代销金融产品收入还是参控股基金贡献的影响，均较为有限。
- 随着降费“靴子落地”，对板块悲观预期有望逐步释放。目前，证券板块 PB 估值仅 1.15 倍，处于近 10 年 2% 低分位。建议关注：中信、华泰、中金、招商、东吴、东财、同花顺。

图表 9：证券板块 PB 估值情况



来源：wind，中泰证券研究所

### 风险提示

- 经济大幅下滑。宏观经济受产业变化、疫情、国际形势等变化影响，经济变化影响企业盈利及市场偏好，对板块形成影响。
- 政策低于预期。券商各项业务开展与资本市场政策相关，资本市场政策对证券行业发展趋势有影响。

- 研报使用信息数据更新不及时风险；行业规模测算偏差风险。

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。