

非银金融

2021年01月26日

基金代销启航，独立三方崛起

——基金代销行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

龚思匀（联系人）

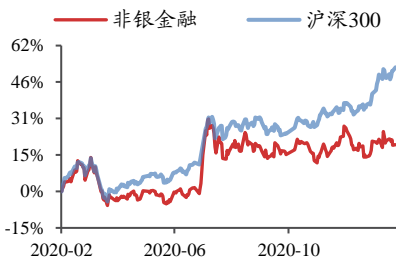
gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120110033

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公募基金 2020 年 4 季报数据点评-认申购额同比大增，资产加速向净值型产品转移》-2021.1.25

《公募基金 2020 年 4 季报重仓股数据点评-公募加仓保险和东方财富，两主线推荐非银龙头》-2021.1.24

《非银金融行业周报-继续推荐互联网财富管理龙头东方财富》-2021.1.24

● 公募市场有望超预期扩容，独立三方和券商市占率有望提升

资管产品供给侧持续调整下居民资产向净值型产品转移超预期，2020 年全市场新发基金规模高达 3.2 万亿，同比+123%，2020 年 11 月，全市场非货基保有量达 10.99 万亿，同比+56%，偏股类基金占比有所提升。市场扩容下，独立三方机构具有流量、价格、功能等多方优势，持续抢占银行市场份额，券商基金推动财富管理转型，在投顾和权益产品方面具有优势，市占率有望不断回升，维持行业“看好”评级。推荐互联网财富管理优质赛道稀缺龙头东方财富，同时，基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券和招商证券有望成为受益标的。

● 金融产品供给侧改革延续，居民资产加速向净值型产品转移

随着资管新规打破刚兑，原有高收益率理财产品供给持续压缩，同时基金注册改革下，权益类产品发行提速，叠加资本市场改革和权益类基金收益率持续上行，居民资产加速向净值型产品转移。2021 年开年以来，新发市场火热延续，截至 1 月 22 日，本月累计新发偏股型基金 74 只，发行份额 3590 亿份，同比+436%，我们预计 1 月新发偏股基金规模将再创历史新高，预计居民资产改革仍处于快车道，后续非货基规模扩容有望超预期。

● 行业格局：群雄逐鹿，独立三方迅速崛起

2017-2019 年，扣掉直销渠道后，银行和券商市场份额分别下滑 10.9/8.5 个百分点，独立三方机构提升 20.2 个百分点。移动互联网趋势下，互联网三方机构不断抢占传统金融机构的市场份额，依靠流量、便捷、低价等优势，互联网三方市占率有望持续提升；头部券商具有投顾和专业化优势，目前部分券商转变考核机制，将产品保有规模、客户满意度、客户产品覆盖率等指标纳入绩效考核，未来在财富管理转型及基金投顾试点下券商市场份额有望实现提升；银行用户分化较大，在基金销售中占据认购渠道，头部银行有望把握高净值用户，保持市占率稳定。对标美国，我国基金代销模式仍以卖方代销为主，随着基金投顾业务的逐渐放开，卖方代销将逐步向买方投顾模式转型，提供专业投资顾问的机构将具有优势。

● 独立三方：天天基金具有差异化优势，市占率有望持续提升

独立三方行业中，蚂蚁基金和天天基金整体用户规模较高，APP 功能较为齐全，腾安基金背靠腾讯，通过微信进行引流，三家公司整体位于行业前列。蚂蚁基金用户投资经验相对较少，客单价偏低；天天基金用户群体相对专业，客单价相对较高，在客户层级和产品差异化优势下，未来客单价及用户量有望持续增长，基金保有市占率有望不断提升，保有规模高增带来尾佣持续释放，基金代销收入高增可期。

● **风险提示：**新冠肺炎疫情疫情影响超预期；公募基金市场扩容不及预期。

目 录

1、 大时代开启，公募基金市场有望超预期扩容	6
1.1、 现状：公募基金市场持续扩容	6
1.2、 原因：五大原因加速公募市场扩容	8
1.3、 展望：公募基金市场持续增长可期	12
2、 竞争格局：新兴渠道迅速崛起	13
2.1、 四强争霸，独立三方机构迅速崛起	13
2.2、 群雄逐鹿，互联网渠道整体优势明显	16
2.3、 展望前路，客户分层影响未来发展	24
2.4、 他山之石，美国主要通过专业投资者持有基金	29
3、 独立三方：蚂蚁基金和天天基金居前	32
3.1、 蚂蚁基金和天天基金位于行业前列	32
3.2、 天天基金业务潜力较大	38
3.2.1、 用户数量有望保持增长	38
3.2.2、 客单价提升有望高于同业	40
3.2.3、 换手率下降，保有量有望持续增长	43
4、 投资结论	44
5、 风险提示	47

图表目录

图 1： 新发基金规模快速增长	6
图 2： 全市场非货基保有量持续高增	6
图 3： 股票和混合公募基金保有量快速上行	6
图 4： 近几年偏股类公募基金保有量有所上升	6
图 5： 预计 2021 年 1 月股票+混合新发基金规模或超 4600 亿	7
图 6： 新发基金中，混合基金数量明显提升	7
图 7： 近三年混合类产品保有量占比有所提升	7
图 8： 股票和混合基金申购与认购同向变动	8
图 9： 股票+混合基金申购与认购变动趋势相同	8
图 10： 资管新规下银行理财、信托和券商资管持续压缩	9
图 11： 固收型产品收益率持续承压	9
图 12： 2019 年我国居民家庭资产以房地产为主	9
图 13： 我国居民非金融资产占总资产比重较高	9
图 14： 注册制下 A 股上市股票数量增加	10
图 15： 2020 年主动股票型基金收益率中位数高于沪深 300 年度涨跌幅	11
图 16： 2017-2020 年跑赢沪深 300 指数股票数量占比约为 30%	11
图 17： 2017 年股票型基金整体表现优于个人投资者	11
图 18： 2018 年股票型基金亏损较多	11
图 19： 2019 年股票型基金收益高于个人投资者	12
图 20： 银行理财权益及基金产品投资占比仍较低	12
图 21： 银行理财净值型产品转型仍有较大空间	12
图 22： 我们预计非货基规模有望持续扩张	13

图 23: 美国居民金融资产占比较高	13
图 24: 美国居民金融资产中股票和共同基金占比较高	13
图 25: 2019 年(认)申购渠道中, 直销以债基和货基为主	14
图 26: 券商股基保有净值占比较高	15
图 27: 银行混合基金保有净值占比较高	15
图 28: 直销渠道债基保有净值占比较高	15
图 29: 直销渠道货基保有净值占比较高	15
图 30: 基金销售行业收入中以销售服务收入为主	16
图 31: 银行申购费、销售服务费占比较高	16
图 32: 券商除销售服务费外, 认购费占比相对较高	16
图 33: 独立三方以申购费、赎回费和销售服务费为主	16
图 34: 2020 年 9 月蚂蚁集团月活最高, 银行月活高于整体高于独立三方和券商	18
图 35: 2020 年 9 月东方财富单日人均使用时间最长	19
图 36: 2020 年 9 月东方财富单日人均使用次数最高	19
图 37: 券商 APP 用户以 24-30 岁和 41 岁以上人群为主	20
图 38: 券商用户中中等消费人群中占比最高	20
图 39: 券商用户大部分分布在一线城市和超一线城市	20
图 40: 2020 年大部分券商用户可投资资产为 10-30 万	20
图 41: 蚂蚁集团用户整理想财意识较弱	21
图 42: 蚂蚁集团用户以年轻用户为主	21
图 43: 约 35.6%高净值客户选择私人银行作为财富管理机构	21
图 44: 2020H1 招商银行私行用户约 9.1 万, 户均 AUM2743 万	22
图 45: 天天基金非货基销售额市占率整体有所提升	24
图 46: 银行非货基销售额市占率整体有所下滑	24
图 47: 三类机构分层竞争	25
图 48: 招商银行和平安私人银行 AUM 占比 30%以上	25
图 49: 银行认购费收入占比远高于三方	25
图 50: 股民中参与基金交易比例不断上行	26
图 51: 三线城市互联网基民占比超过一线和二线城市	28
图 52: 2019 年大多数用户偏爱线上理财渠道	29
图 53: 2020 年新增基民以 25-34 岁人群为主	29
图 54: 线上化趋势下, 独立三方挤占银行基金销售份额	29
图 55: 美国通过雇主发起式退休计划持有基金的居民比重有所增加	30
图 56: 美国居民通过 4 种及以上渠道购买基金比重增加	30
图 57: 嘉信理财交易收入占比下降	32
图 58: 资产管理收入中投资咨询费占比较高	32
图 59: 2020 年 9 月蚂蚁和天天流量超过其他代销机构	33
图 60: 2020 年 9 月支付宝流量上亿	33
图 61: 2020 年 9 月腾讯理财通人均单日使用时长最高	33
图 62: 2020 年 9 月蚂蚁财富人均单日使用次数最高	33
图 63: 2020 年移动互联网基民中, 支付宝为最大购买渠道	35
图 64: 天天基金以 35-44 岁用户群体为主	36
图 65: 天天基金用户群体以企业白领为主	36
图 66: 天天基金七成以上用户月工资超过 5000	36
图 67: 天天基金用户中大多数有房	36

图 68: 蚂蚁集团以 21-30 岁用户为主	37
图 69: 蚂蚁集团以白领用户为主	37
图 70: 蚂蚁集团用户以低理财意愿型为主	37
图 71: 蚂蚁集团用户以稳健型为主	37
图 72: 股民中参与基金交易比例不断上行	38
图 73: 金融从业人员占比提高	39
图 74: 2018 年基金投资者自身专业程度提升	39
图 75: 2018 年基金投资者中有金融从业经历占比提升	39
图 76: 2018 年需要投资建议投资者比重有所提升	40
图 77: 个人基金投资者对专业需求提升	40
图 78: 天天基金近五年月均月活复合增长率为 20%	40
图 79: 80 后新增线上投资资产最高	41
图 80: 30-40 岁人群持有基金净值占比最高	41
图 81: 85 后月收入整体高于 95 后	41
图 82: 70 后和 80 后进阶理财产品用户占比较高	42
图 83: 90 及 95 后对于金融资产流动性需求较高	42
图 84: 80 后风险偏好高于 90 及 95 后	42
图 85: 80 后为投资理财中坚力量	43
图 86: 基金持有时长明显提升	44
图 87: 2020Q3 天天基金销售额市占率整体呈上行趋势	44
图 88: 基金代销有望成为第一业务	46
图 89: 公司股票成交额市占率接近头部券商	46
图 90: 东方财富两融余额及市场份额快速提升	46
表 1: 以注册制为代表的资本市场深改政策落地	10
表 2: 基金公司直销(认)申购渠道占比较高, 独立三方机构迅速崛起	14
表 3: 银行、券商、基金公司直销保有净值份额均有下降, 独立三方有所提升	14
表 4: 扣除直销渠道后, 独销机构(认)申购渠道占比 3 年内提升 36%	15
表 5: 扣除直销渠道后, 独销机构 5 年销售保有量占比提升 20%	16
表 6: 招商银行混合和债券基金申购费高于华泰证券和天天基金	17
表 7: 商业银行认购费率较高, 独立三方和券商部分基金认购费率一折	17
表 8: 天天基金和蚂蚁基金超 60% 新发基金认购费率一折	18
表 9: 银行分支机构及客服人数远超券商和独立三方机构	19
表 10: 2019 年大多数自然人投资者人均市值为 1.49 万元	20
表 11: 招商银行客均资产规模在 5 万元以上	21
表 12: 银行占据中高端市场, 独立三方机构偏长尾客户	22
表 13: 独立三方机构产品齐全、功能多样	23
表 14: 独立销售机构具有价格、功能等优势, 销售额市占率快速提升	24
表 15: 多家券商 2020H1 金融产品代销收入同比翻倍	26
表 16: 银行智能投顾门槛较高, 券商具有研究优势	27
表 17: 蚂蚁集团理财用户有所下沉	28
表 18: 投资渠道多样化下各渠道购买人数占比均有提升, 折扣经纪商提升最快	31
表 19: 5 家公司在 APP 功能方面有所差异	34
表 20: 5 家公司在智能投顾有所差异	35
表 21: 蚂蚁基金、天天基金和腾安基金整体位于行业前列	37

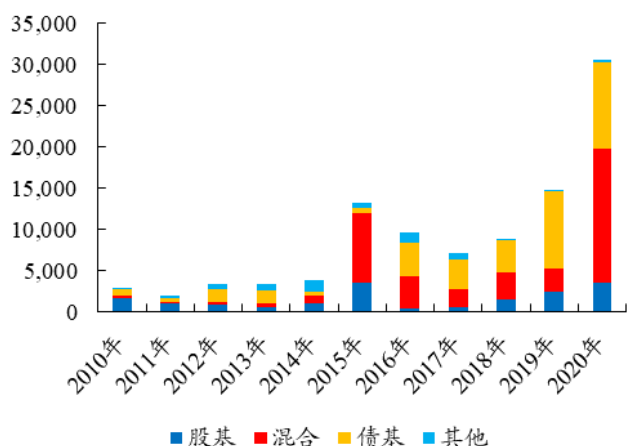
表 22: 券商旗下基金业务线条利润贡献不断提升	45
表 23: 基金公司为部分券商带来较高利润贡献	45
表 24: 受益标的估值表	47

1、大时代开启，公募基金市场有望超预期扩容

1.1、现状：公募基金市场持续扩容

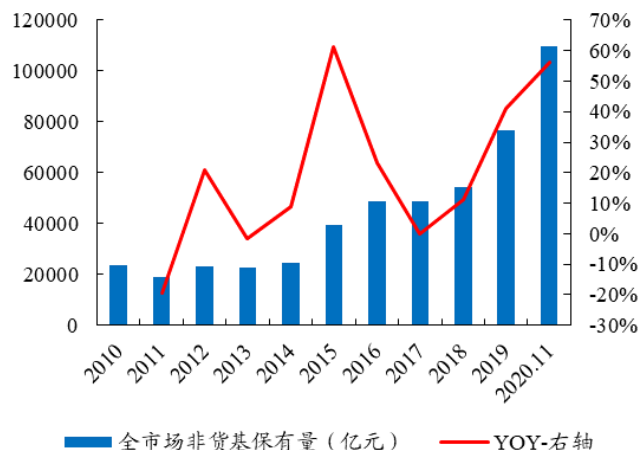
新发基金规模快速增长，非货基保有量持续高增。从2017年起，全市场新发基金规模快速增长，2020年全市场新发基金规模高达3.2万亿，同比+123%，新发基金规模创历史新高。根据基金业协会公布数据，全市场非货基保有量高速增长，截至2020年11月，非货基保有量达10.99万亿，同比+56%，同比增速持续扩张。

图1：新发基金规模快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

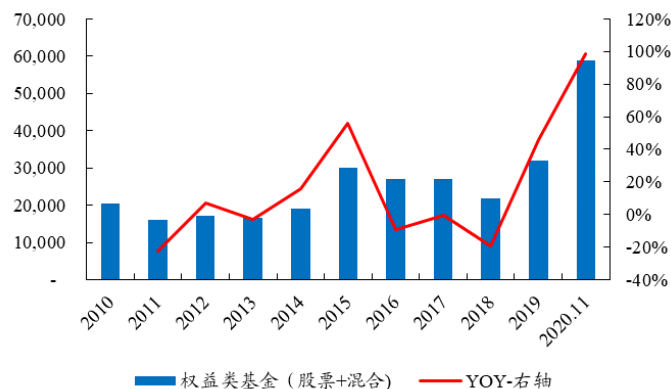
图2：全市场非货基保有量持续高增



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

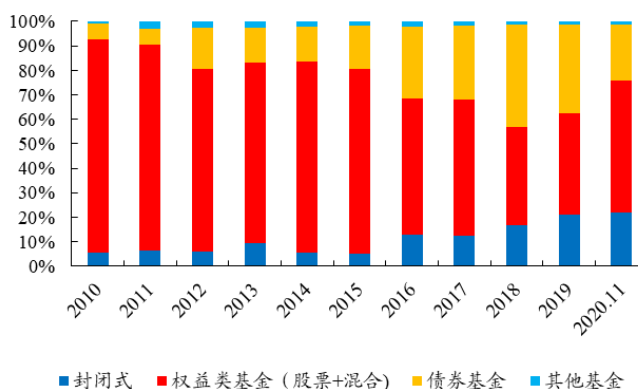
近几年偏股类基金保有量持续提升。从2019年起偏股类公募基金保有量有所上行，占比从2018年的40%提升至2020年11月的54%，提升近14个百分点。债券基金保有量占比有所下降，从2018年的42%下降至23%。

图3：股票和混合公募基金保有量快速上行



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

图4：近几年偏股类公募基金保有量有所上升

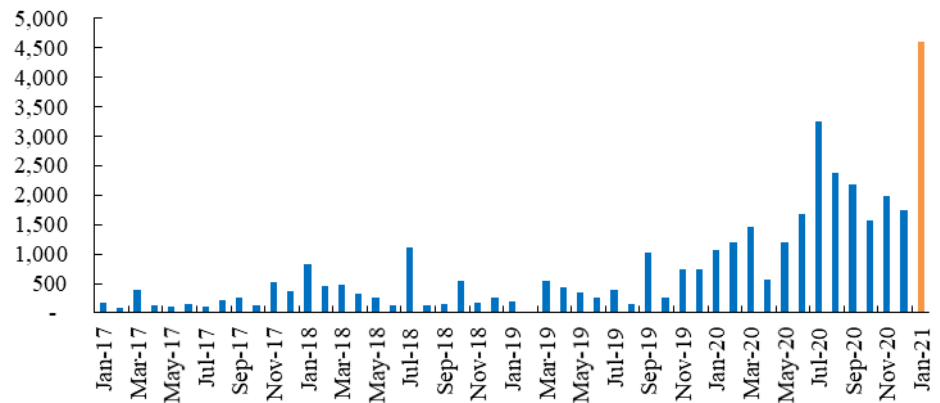


数据来源：基金业协会、开源证券研究所

注：封闭式包括申报为封闭运作和定期开放的基金

1月新发基金市场火爆。据Wind数据，截至1月22日，本月累计新发股票+混合型基金74只，发行份额3590亿份，同比+436%。我们预计1月新发偏股基金规模或超4600亿，显著高于2020Q4月均新发的1768亿。

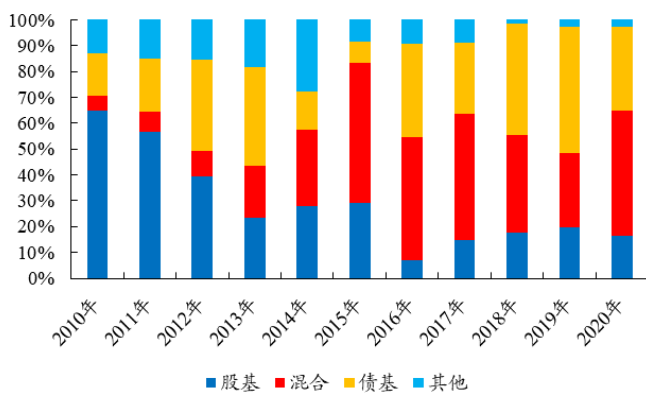
图5: 预计 2021 年 1 月股票+混合新发基金规模或超 4600 亿



数据来源: Wind、开源证券研究所

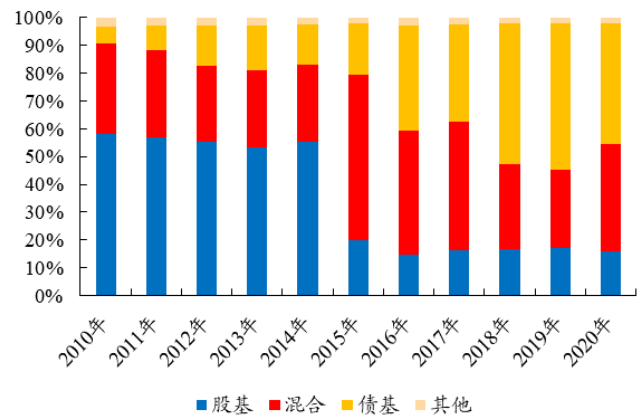
混合基金占比明显提升。从新发基金数量占比来看,混合类新发基金数量占比明显提升,从 2010 年的 6% 提升至 2020 年的 47%,近几年股票型新发数量占比有所提升,从 2016-2020 年占比提升约 9 个百分点。从非货基保有量占比看,2010-2020 年债基保有量占比整体有所提升,2020 年占比 44%,近三年混合类产品保有量占比提升约 8 个百分点,2020 年占比 39%。

图6: 新发基金中,混合基金数量明显提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

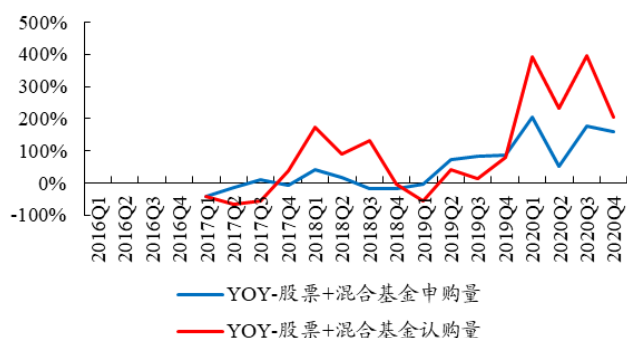
图7: 近三年混合类产品保有量占比有所提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

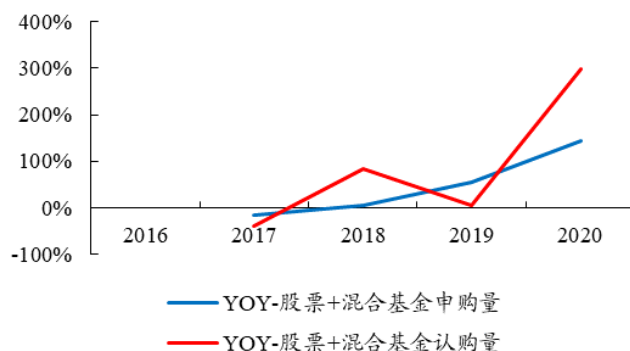
权益类基金认购与申购变动趋势相同。我们通过公募基金申购份额预计申购量, Wind 新发基金数据统计认购量, 2017-2020, 偏股型基金认购量与申购量整体存在同向变动趋势, 申购量与认购量 YOY 均呈上行趋势, 表明在新发基金市场较好时, 申购量并不会随着认购量增加而有所降低, 反之, 认购量也将有所上行。

图8: 股票和混合基金申购与认购同向变动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 股票+混合基金申购与认购变动趋势相同



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、原因：五大原因加速公募市场扩容

政策背景：中长期资金入市是政策主要引导方向。提高直接融资比重将是资本市场重要任务，长期资金占比是影响资本市场稳定的重要因素，同时也是决定直接融资占比的核心变量之一，未来大力发展权益类基金规模、吸引中长期资金配置资本市场将是政策重点，监管引导下，中长期机构资金入市是公募市场扩容的重要背景。

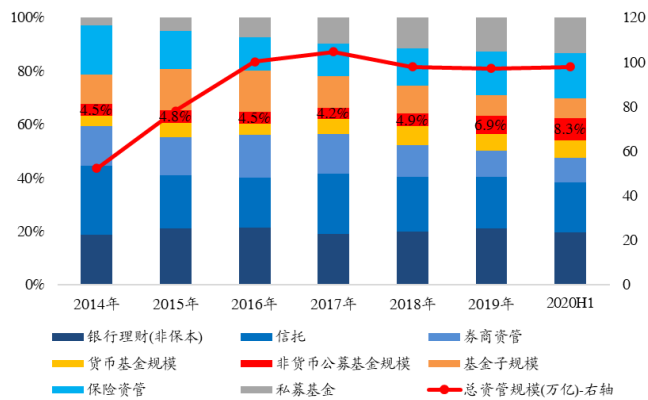
● 公募基金发行提速

公募产品注册两次提速，发行效率大幅提升。2019年10月，证监会开展公募基金产品注册机制改革优化工作，将主动权益类、被动权益类、混合类、债权类四大常规产品纳入快速注册程序，取消书面反馈环节，规定权益类、混合类、债券类基金注册期限不超过10天、20天、30天，比原注册周期缩短2/3以上。2020年7月，审批再提速，纳入快速注册机制的常规债券基金产品，注册期限由不超过30天缩短至20天；未纳入快速注册机制的常规债券基金产品，注册期限由不超过75天缩短至45天。

● 资管新规打破刚兑

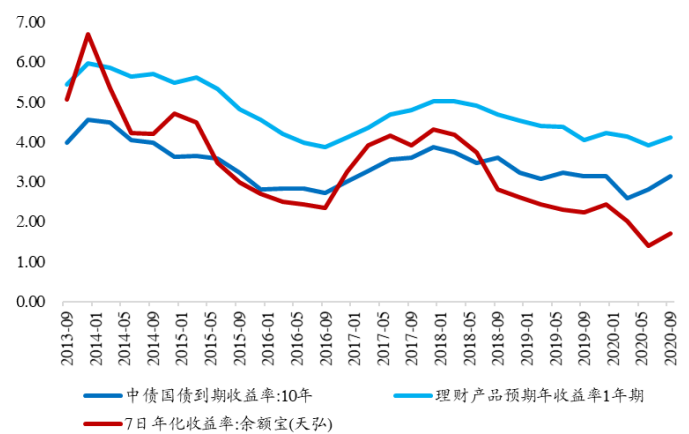
原有高收益产品供给下降，无风险利率回落。2018年资管新规发布，要求资管类理财产品不得承诺保本保收益，对银行理财打破刚性兑付、实现净值化转型提出明确要求，对于银行理财、信托及券商通道类业务影响较大，从2018-2020H1，银行理财、信托及券商资管规模持续压降，信托和券商资管规模占比分别下降1.6/3.0个百分点，非货公募和保险资管占比分别提升3.4/3.0个百分点。同时，打破刚兑下，无风险利率有所回落，固收型产品收益率持续承压。

图10: 资管新规下银行理财、信托和券商资管持续压缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 固收型产品收益率持续承压

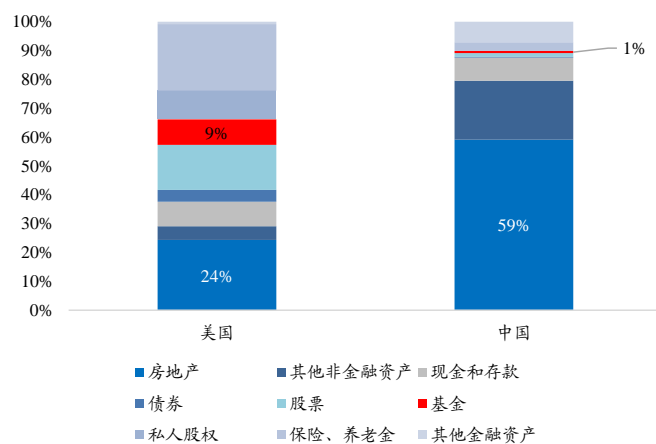


数据来源: Wind、开源证券研究所

● 房住不炒常态化

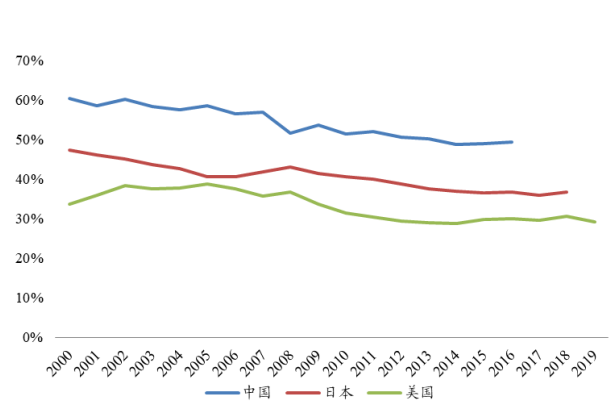
房地产配置或已见顶。我国居民家庭资产以房地产等非金融资产为主，2019年房地产占比高达59%。中央经济工作会议中多次提出“房住不炒”，未来，随着房价趋缓，加杠杆趋难，房地产的相对吸引力降低，居民资产配置或向金融资产转移。

图12: 2019年我国居民家庭资产以房地产为主



数据来源:《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、Wind、开源证券研究所

图13: 我国居民非金融资产占总资产比重较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

● 资本市场深改下，权益市场吸引力提升

注册制为代表的资本市场深改政策落地，权益市场吸引力不断提升。2019年3月科创板注册制正式落地，注册制正式拉开帷幕，资本市场深改以来，两融机制不断放宽、并购重组有所松动、再融资新规落地、创业板注册制落地、公募产品注册提速、退市新规正式落地，一系列政策下，资本市场活力不断增强、资产质量有所增加、权益市场吸引力不断提升。

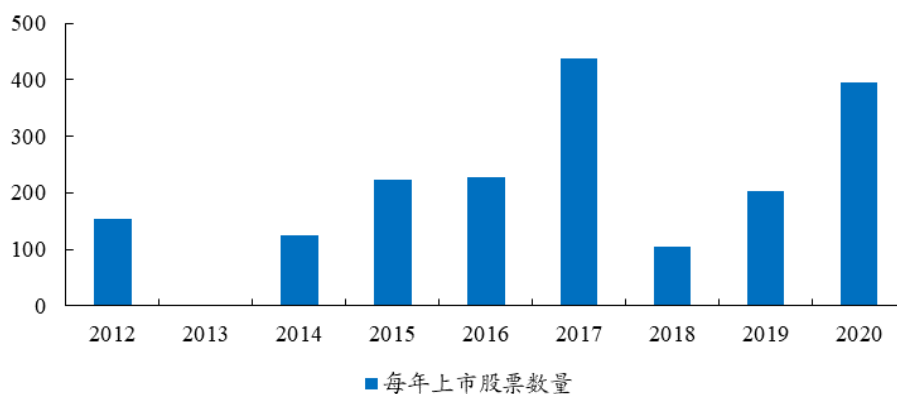
表1: 以注册制为代表的资本市场深改政策落地

时间	政策	影响
2019/3/1	科创板注册制正式落地	注册制正式拉开帷幕
2019/6/21	放开公募基金参与转融券	扩大两融规模, 提升市场活跃度
2019/8/9	优化两融细则, 两融标的扩容	扩大两融标的; 取消最低维持担保比例不低于 130% 的统一限制, 提升两融业务潜力, 激发市场活跃度
2019/10/1	证监会优化公募基金产品注册机制	缩短产品注册时间, 优化产品注册制机制, 提升注册效率, 充分释放公募基金行业活力
2019/10/18	并购重组松绑	取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、缩短“累计首次原则”计算期、解禁创业板上市公司重组上市以及恢复重组上市配套融资等, 激发市场活力
2020/2/14	再融资新规正式落地	吸引长期资金入市, 提高直接融资比重
2020/6/12	创业板注册制正式落地	注册制正式进入存量市场
2020/8/1	进一步优化公募产品注册机制	进一步缩短公募产品注册时间, 提升注册效率充分发挥公募基金行业专业投资管理优势, 释放行业活力
2020/12/31	退市新规正式落地	利于资本市场优胜劣汰, 提高上市公司整体质量

资料来源: 证监会、开源证券研究所

A 股上市股票数量增加, 沪深港通下港股也成可投资标的。注册制下, IPO 发行审核速度加快, A 股上市股票数量增加, 2020 年共上市 396 只股票; 此外, 沪深港通开通下, 投资者可通过港股通购买港股, 投资标的进一步增加, 随着资产端不断扩容, 权益市场吸引力不断提升。

图14: 注册制下 A 股上市股票数量增加



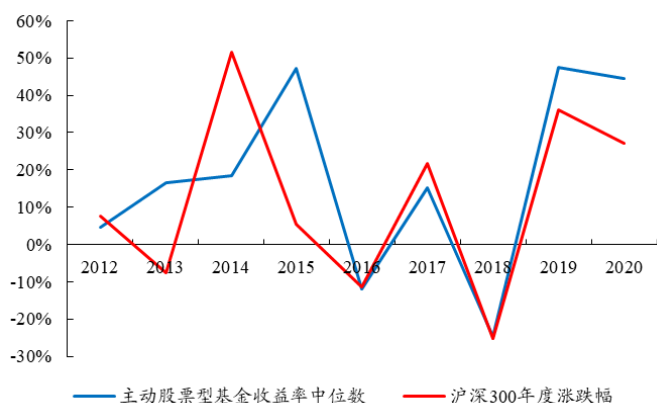
数据来源: Wind、开源证券研究所

● 股市分化, 基金收益率更加稳健

股市波动较大, 基金收益率相对股票更稳健。2012-2020 年中, 有 6 年主动股票型基金收益率中位数高于沪深 300 涨跌幅, 2020 年主动股票型基金收益率中位数高出沪深 300 指数年度涨跌幅约 17 个百分点。从 2018 年起, 跑赢沪深 300 指数的股票数量占比持续下降, 2020 年仅 27% 的股票跑赢沪深 300, 从近几年趋势看, 主动股票型基金收益率中位数高于沪深 300, 而跑赢沪深 300 的股票仅占 30% 左右, 对于散户

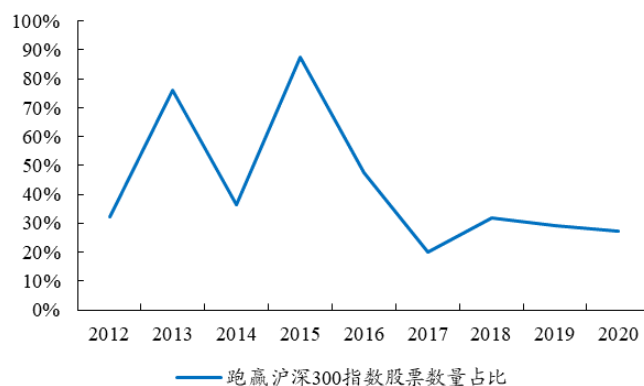
来说，买基金收益率相对更高，赚钱概率更大。

图15: 2020年主动股票型基金收益率中位数高于沪深300年度涨跌幅



数据来源: Wind、开源证券研究所

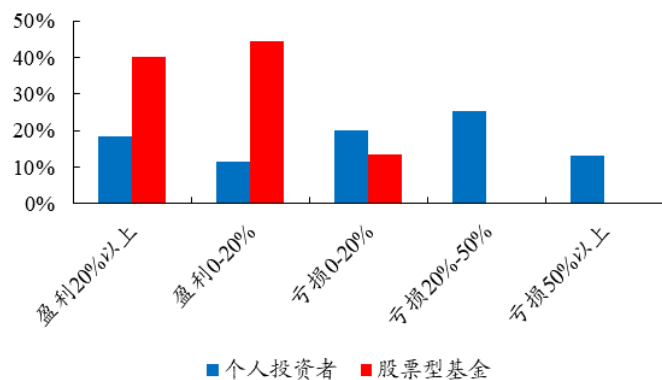
图16: 2017-2020年跑赢沪深300指数股票数量占比约为30%



数据来源: Wind、开源证券研究所

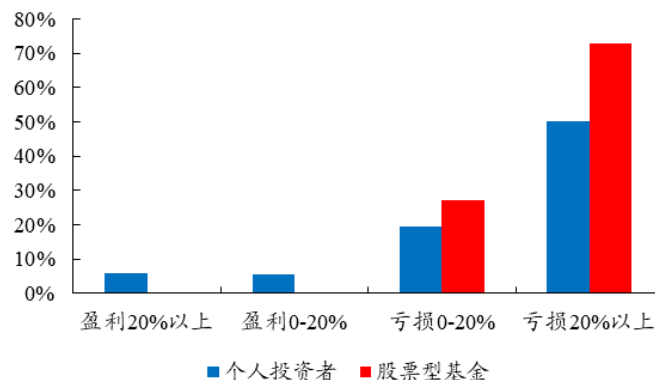
个人投资者投资能力低于股票型基金。2017和2019年，股票型基金整体表现均明显优于个人投资者，2019年个人投资者盈利0%-20%和亏损20%以上占比分别为28%/30%，有亏损的个人投资者占比47%，股票型基金中，盈利20%-50%和盈利50%以上占比分别为54%/43%。2018年受行情低迷影响，个人投资者和股票型基金均有亏损。从投资收益上看，个人投资者投资能力低于股票型基金，于个人投资者而言，购买基金收益更高。

图17: 2017年股票型基金整体表现优于个人投资者



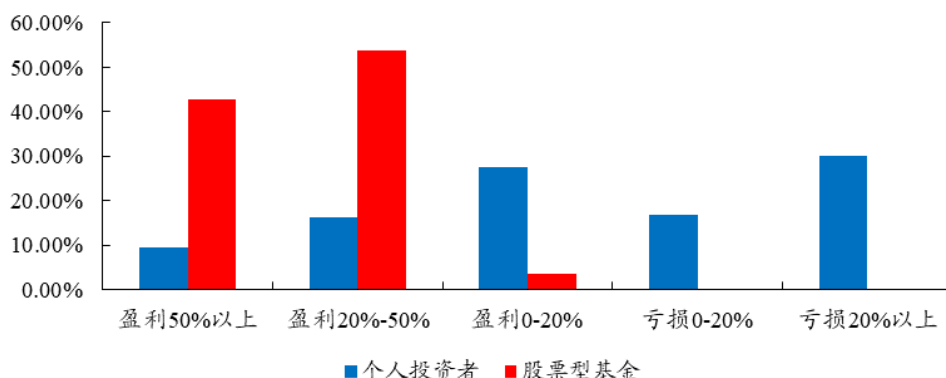
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2018年股票型基金亏损较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2019年股票型基金收益高于个人投资者

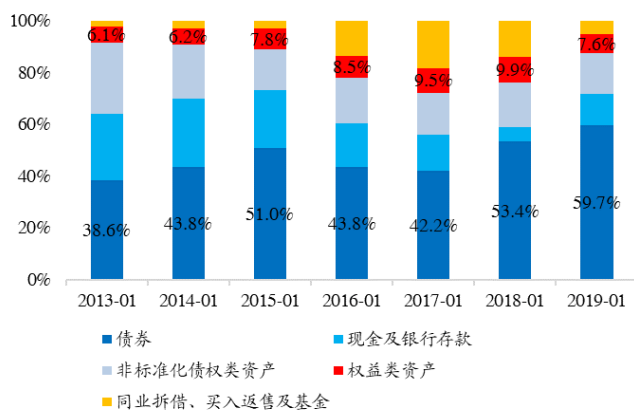


数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

1.3、展望: 公募基金市场持续增长可期

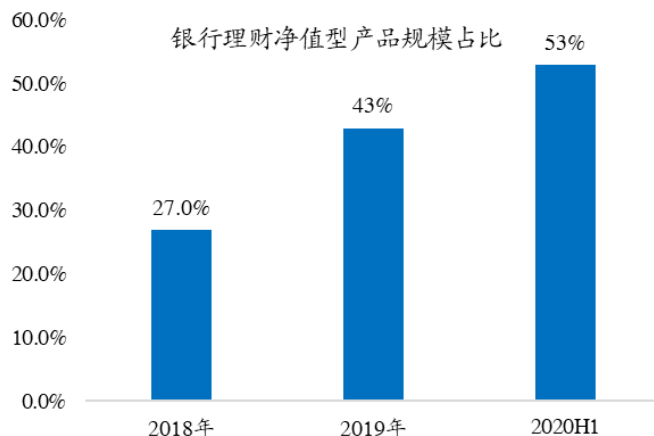
资本市场深改延续叠加净值产品占比提升, 驱动公募市场持续扩容。2021年为资管新规收官之年, 净值化产品占比将进一步提升, 银行理财子开始加大权益, 目前预计银行理财中3%投资于公募基金。资本市场深改延续下, 全面注册制有望落地, 常态化退市制度下, 上市公司质量将不断提升, 资本市场吸引力将持续提升。同时, “房住不炒”常态化、股市分化加大下, 公募基金市场有望持续扩容。

图20: 银行理财权益及基金产品投资占比仍较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 银行理财净值型产品转型仍有较大空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

中国私人财富保持稳健增长, 公募产品占比有望持续提升。2017-2019年中, 除2018年外, 总理财规模、总理财+居民储蓄规模均维持10%以上同比增速, 非货币公募基金规模保持快速增长, 2019年同比+41%, 非货基占总理财规模比重从6.8%提升至2020H1的10.9%, 我们预计未来总理财规模保持8%-10%的同比增速, 非货基占比稳步提升, 则非货基规模在2025年有望达32万亿, 2025年之前有望保持20%以上的同比增速。

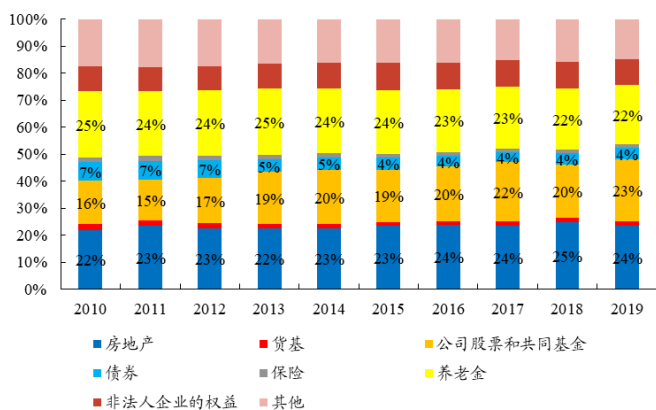
图22: 我们预计非货基规模有望持续扩张

单位: 万亿元	2017年	2018年	2019年	2020H1	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
非货币公募基金规模	4.9	5.4	7.7	9.3	11.3	14.42	18.05	22.06	26.65	31.59
非货基占比	6.8%	7.3%	9.3%	10.9%	12.5%	14.5%	16.5%	18.5%	20.5%	22.5%
提升比例	-0.9%	0.4%	2.0%	1.6%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
YOY		11%	41%	22%	48%	28%	25%	22%	21%	19%
增加规模			2.23	1.68	3.65	3.12	3.63	4.01	4.59	4.94
总理财规模	71.0	74.4	82.2	85.5	90.47	99.51	109.46	119.32	130.05	140.46
YOY	12.7%	4.7%	10.6%	3.9%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	8.0%
总理财+居民储蓄规模	142.63	155.66	171.87	176.72	182.03	196.59	210.35	220.87	231.91	243.51
YOY	12.0%	9.1%	10.4%	2.8%	5.9%	8.0%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
非货基占比	3.4%	3.5%	4.5%	5.3%	6.2%	7.3%	8.6%	10.0%	11.5%	13.0%
提升比例	-0.4%	0.1%	1.0%	0.8%	1.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%

数据来源: 基金业协会、Wind、开源证券研究所

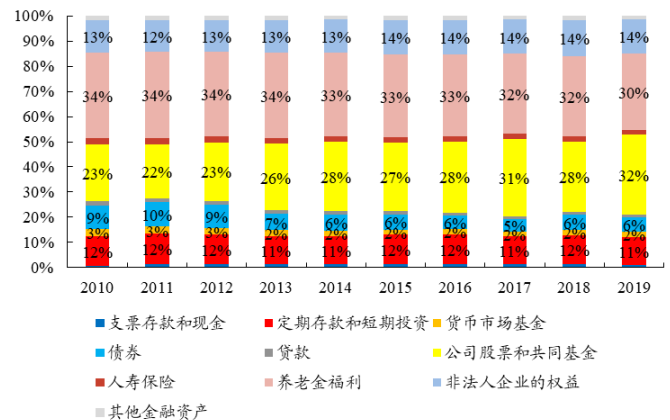
对标美国, 非货币公募基金空间较大。美国居民资产负债中, 非金融资产占比仅 28%左右, 其中, 房地产占居民整体资产规模比重约 24%。金融资产中, 养老金、股票和共同基金占比较高, 股票和共同基金占比从 2010 年的 23% 提升至 2019 年的 32%, 成为第一大金融资产。对标美国, 我国非货币公募基金占比仍较低, 未来增长潜力较大。

图23: 美国居民金融资产占比较高



数据来源: 美联储、开源证券研究所

图24: 美国居民金融资产中股票和共同基金占比较高



数据来源: 美联储、开源证券研究所

2、竞争格局: 新兴渠道迅速崛起

2.1、四强争霸, 独立三方机构迅速崛起

四强争霸, 独立三方机构迅速崛起。目前, 商业银行、证券公司和独立基金销售机构

代销与基金公司直销为主要基金销售渠道。从(认)申购渠道市场份额看,基金公司直销占比较高,整体下降较快,独立三方增长较快,3年内市场份额增加21.5个百分点;从2015-2019年,银行、券商、基金公司直销市场份额均有不同程度下降,独立三方机构占比提升近9个百分点。

表2: 基金公司直销(认)申购渠道占比较高,独立三方机构迅速崛起

基金(认)申购渠道占比	2016年	2017年	2018年	2019年
商业银行	8.2%	12.8%	21.6%	24.6%
证券公司	7.8%	7.2%	8.3%	9.5%
基金公司直销	84.0%	75.9%	58.9%	40.8%
独立基金销售机构	0.0%	3.9%	9.6%	21.5%
其他	0.0%	0.1%	1.5%	3.6%

数据来源:基金业协会、开源证券研究所

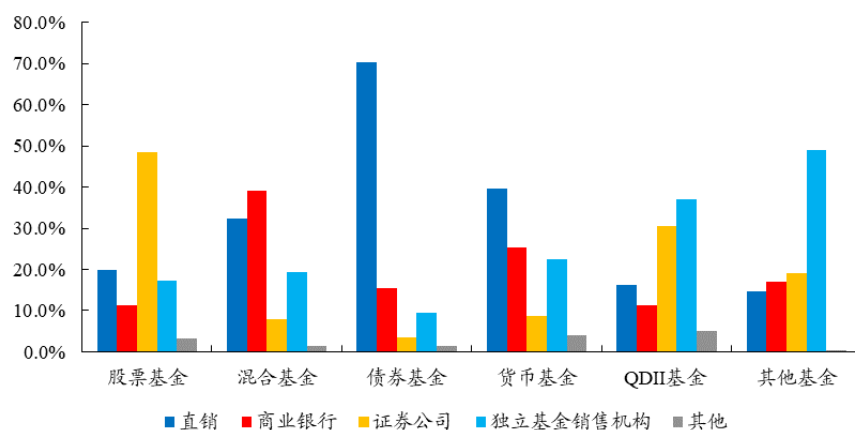
表3: 银行、券商、基金公司直销保有净值份额均有下降,独立三方有所提升

基金保有净值	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
商业银行	25.2%	23.4%	24.4%	24.1%	23.6%
证券公司	10.0%	8.2%	6.1%	6.4%	7.6%
基金公司直销	61.9%	65.6%	65.4%	61.3%	57.3%
独立基金销售机构	2.1%	2.2%	3.8%	7.8%	11.0%
其他	0.7%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%

数据来源:基金业协会、开源证券研究所

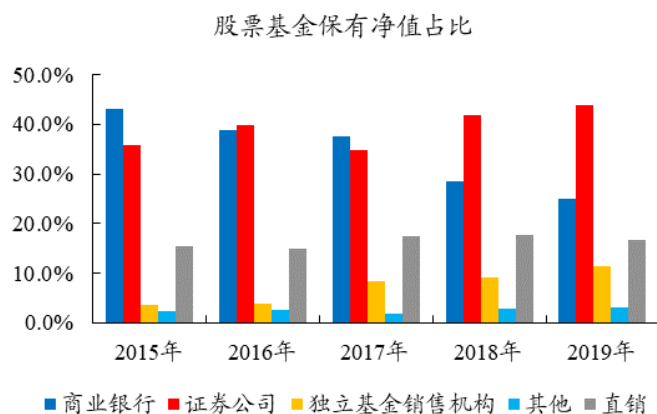
直销渠道以债基和货基为主,银行以混合基金为主,券商以股票基金为主。2019年70.2%的债基和39.6%的货基均由基金公司直销,48.6%的股基由券商销售,银行在混合基金销售中占比较高,32.3%的混合基金通过银行销售。从各基金保有净值占比看,券商股基保有净值占比较高,2019年约占43.9%;银行在混合基金保有净值具有优势,2019年占53.1%;独立三方机构股基和混合净值占比增长较快,2015-2019年股基和混合保有市场份额分别提升8.0/7.1个百分点;直销渠道以债基和货基保有为主,2019年市场份额分别为83%/59%。

图25: 2019年(认)申购渠道中,直销以债基和货基为主



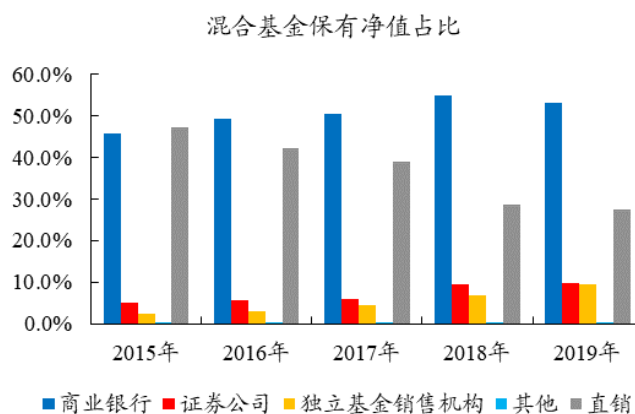
数据来源:基金业协会、开源证券研究所

图26: 券商股基保有净值占比较高



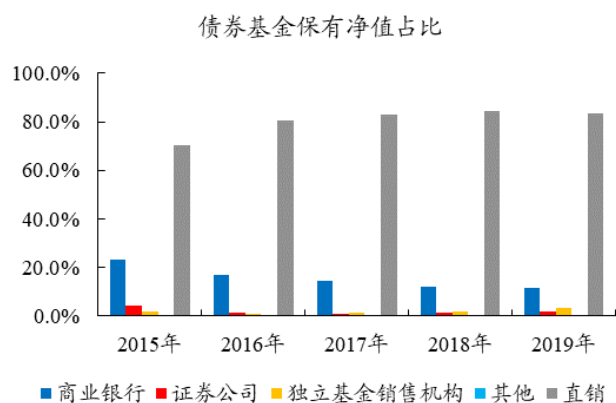
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图27: 银行混合基金保有净值占比较高



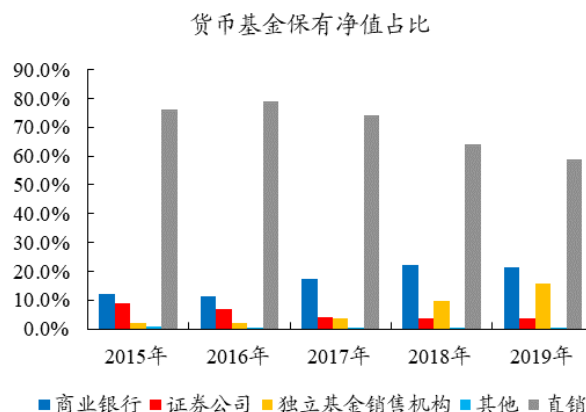
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图28: 直销渠道债基保有净值占比较高



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图29: 直销渠道货基保有净值占比较高



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

聚焦C端客户，独立三方市场份额提升较快，银行和券商市场份额有所下降。基金公司直销渠道以货基和债基为主，预计以机构资金为主，扣除直销渠道下，独立三方机构申购和保有量份额迅速提升。2016-2019年，独立三方（认）申购渠道/基金净值保有量市场份额分别提升约36.3/20.2个百分点。商业银行和证券公司市场份额明显下降，在代销行业竞争中，独立三方机构迅速抢夺银行及券商市场份额。

表4: 扣除直销渠道后，独销机构（认）申购渠道占比3年内提升36%

基金（认）申购渠道占比（扣掉直销）	2016年	2017年	2018年	2019年
商业银行	51.3%	53.3%	52.7%	41.6%
证券公司	48.8%	30.0%	20.2%	16.0%
独立基金销售机构	0.0%	16.3%	23.4%	36.3%
其他	0.0%	0.4%	3.7%	6.1%

数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

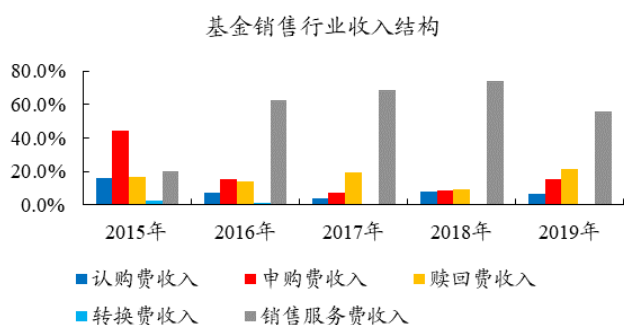
表5: 扣除直销渠道后, 独销机构 5 年销售保有量占比提升 20%

基金销售保有量 (扣除直销)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
商业银行	66.2%	68.2%	70.5%	62.3%	55.2%
证券公司	26.3%	23.9%	17.5%	16.6%	17.8%
独立基金销售机构	5.6%	6.5%	11.1%	20.0%	25.8%
其他	1.9%	1.4%	0.9%	1.1%	1.1%

数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

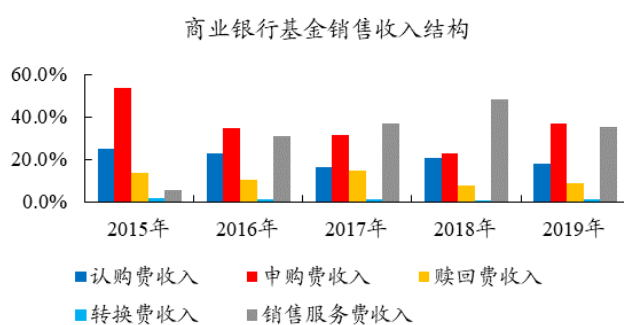
基金销售行业以销售服务收入为主, 银行和券商在新发上优于独立三方。从基金行业销售收入情况看, 近几年销售服务费为主要收入来源, 2018 和 2019 年占比分别为 74%/56%。各渠道中, 银行和券商认购费占比高于独立三方, 2019 年银行和券商认购费占比分别为 18%/16%, 独立三方认购费占比仅为 0.9%, 申购和赎回费占比较高, 为 19%/33%。从收入结构上看, 银行和券商在新发渠道上更占优势, 独立三方以存量竞争为主。

图30: 基金销售行业收入中以销售服务收入为主



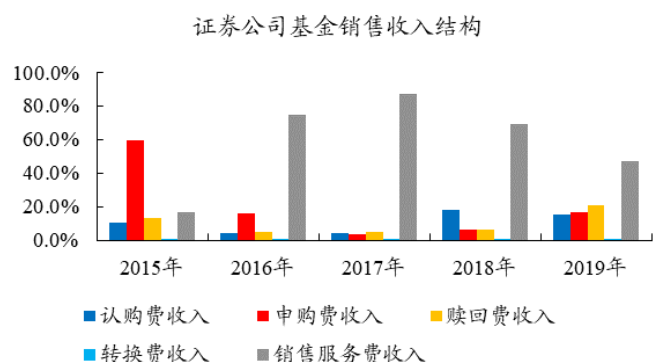
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图31: 银行申购费、销售服务费占比较高



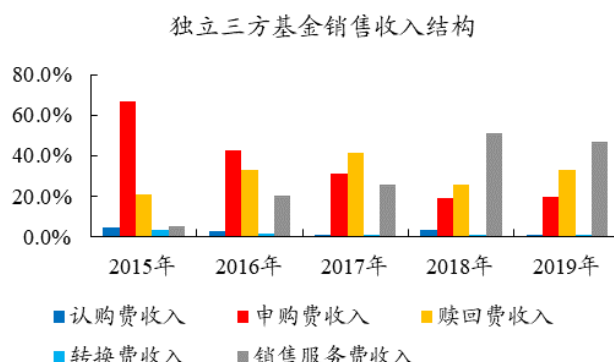
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图32: 券商除销售服务费外, 认购费占比相对较高



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图33: 独立三方以申购费、赎回费和销售服务费为主



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

2.2、群雄逐鹿, 互联网渠道整体优势明显

商业银行、证券公司、独立三方机构为目前基金代销行业主要参与者, 我们将从价格、流量、用户画像、功能、销量等方面进行对比。

● 价格

商业银行申购费率较高。我们选取不同类别同一只基金进行对比，以招商银行、华泰证券和天天基金为例，在申购费方面，华泰证券和天天基金均有一折优惠，而招商银行仅对部分产品有一折优惠，价格相对较高。

表6: 招商银行混合和债券基金申购费高于华泰证券和天天基金

货币基金	200003 长城货币 A				
		申购费率	管理费率	托管费率	销售服务费率
	招商银行	0.00%	0.33%	0.10%	0.25%
	华泰证券	0.00%	0.33%	0.10%	0.25%
	天天基金	0.00%	0.33%	0.10%	0.25%
股票基金	003834 华夏能源革新股票				
		申购费率	管理费率	托管费率	销售服务费率
	招商银行	1.50%	1.50%	0.25%	0.00%
	华泰证券	0.15%	1.50%	0.25%	0.00%
	天天基金	0.15%	1.50%	0.25%	0.00%
混合基金	002959 汇添富盈泰混合				
		申购费率	管理费率	托管费率	销售服务费率
	招商银行	1.20%	1.50%	0.25%	0.00%
	华泰证券	0.12%	1.50%	0.25%	0.00%
	天天基金	0.12%	1.50%	0.25%	0.00%
债券基金	050011 博时信用债券 A/B				
		申购费率	管理费率	托管费率	销售服务费率
	招商银行	0.80%	0.70%	0.20%	0.00%
	华泰证券	0.08%	0.70%	0.20%	0.00%
	天天基金	0.08%	0.70%	0.20%	0.00%

数据来源: 各公司 APP、开源证券研究所

新发基金: 商业银行认购费率较高，独立三方和券商部分基金认购费率一折。从新发基金认购费率上看，2021年1月19日，天天基金代销新发基金45只，认购费率一折的基金数量占比62%，蚂蚁基金代销新发基金14只，认购费率一折的基金数量占比72%，招商银行目前认购费率均无优惠，华泰证券约40%新发基金认购费率打折。以目前三只新发基金为例，华泰证券仅对其中一只打折，天天基金对其中两只只有认购费率折扣，招商银行均不打折。

表7: 商业银行认购费率较高，独立三方和券商部分基金认购费率一折

认购费率	招商银行	天天基金	华泰证券
天弘中证光伏产业指数 (股票型基金)	0.80%	0.08%	0.08%
招商兴和优选1年持有期混合 (混合型基金)	1.20%	1.20%	1.20%
上投摩根安享回报一年持有期债券 (债券型基金)	0.60%	0.06%	0.60%

数据来源: 各公司 APP、开源证券研究所

表8: 天天基金和蚂蚁基金超 60%新发基金认购费率一折

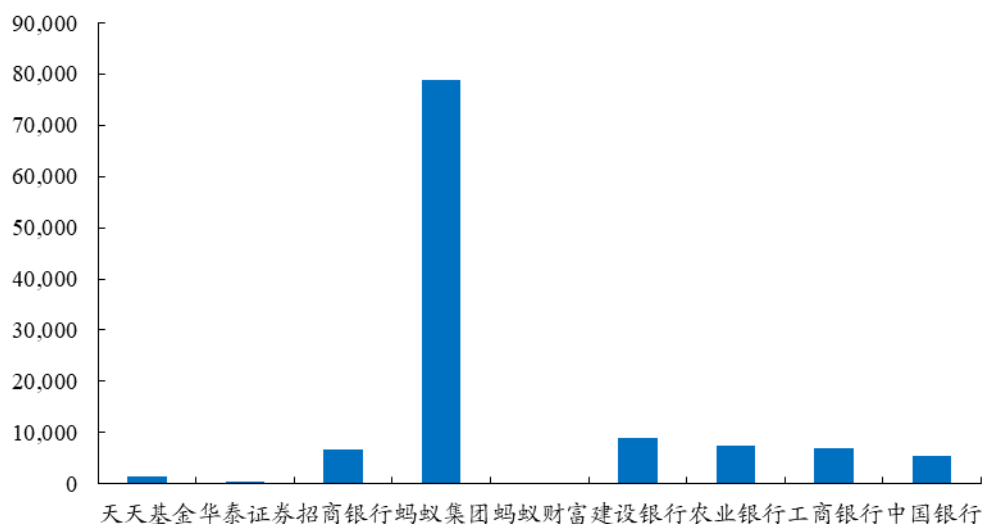
	天天基金	蚂蚁基金	招商银行	华泰证券
新发基金认购费率打折数量占比	62%	72%	0%	40%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

● 线上及线下流量

流量: 蚂蚁集团月活最高, 银行月活整体高于独立三方和券商。2020年10月, 蚂蚁集团月度活跃人数大幅领先。银行端客户基数较大, 月活相对较高, 几大传统银行月活均在5000-9000万之间, 独立三方除蚂蚁集团外, 月活相对银行较低, 天天基金月活约1400万。证券公司中, 华泰证券月活最高, 2020年9月末华泰证券月活约470万, 银行月活整体高于独立三方和券商。

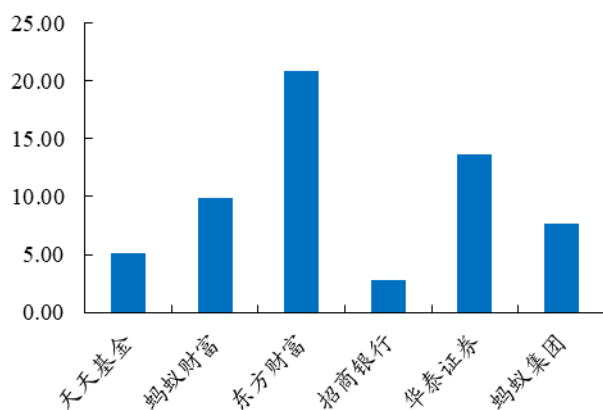
图34: 2020年9月蚂蚁集团月活最高, 银行月活高于整体高于独立三方和券商



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

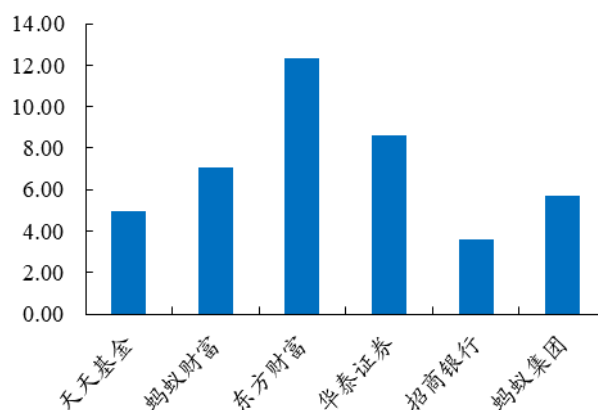
APP粘性: 证券APP粘性高于理财类, 银行类APP粘性最低。从单日人均使用时长和次数来看, 证券类APP相对更高, 其中, 东方财富优势明显, 2020年9月末分别为21分钟/12次。理财类APP粘性整体高于银行类APP, 招商银行2020年9月末单日人均使用时长和次数分别为2.8分钟/3.58次, 远低于证券类和理财类APP。

图35: 2020年9月东方财富单日人均使用时间最长



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

图36: 2020年9月东方财富单日人均使用次数最高



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

线下网点: 银行分支机构及客服人数优势明显。从营业部及分公司数量来看, 独立三方机构以线上展业为主; 银行网点和分支机构强大, 2020H1 招商银行共 1846 家分行和支行; 券商分支机构数量介于银行和独立三方机构之间, 华泰证券共 175 家营业部及分公司。从客服人数来看, 招商银行个人金融部门共 35378 人, 华泰证券投顾数量约 2573 人, 天天基金共 334 人, 2017 年天天基金销售、客服、市场三者员工数合计占比约为 47%, 人数远低于银行和券商。

表9: 银行分支机构及客服人数远超券商和独立三方机构

	天天基金	华泰证券	招商银行
营业部及分公司数量	0	175	1846
投顾及客服人数	334	2573	35387

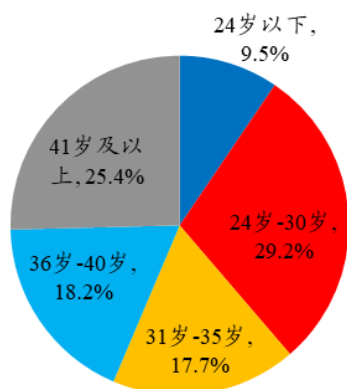
资料来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

注: 天天基金投顾及客服人数为公司总人数

● 用户画像

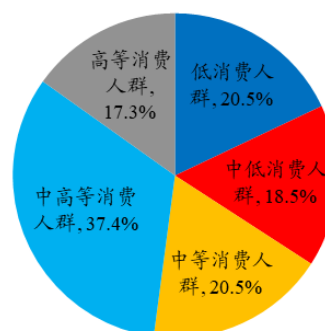
券商: 占据中等偏上用户群体。根据易观千帆统计, 券商类 APP 用户中, 从年龄分布来看, 24-30 岁及 41 岁及以上的客户最多, 分别占比为 29.2%/25.4%; 从消费层级来看, 中高等消费人群占比最高, 约占 37%, 其次是中等消费人群, 约占 21%; 从地域分布来看, 40.5% 的用户在一线城市, 28.3% 的用户在超一线城市; 从可投资产上看, 2020 年可投资产为 10-30 万用户占比 29%, 根据上交所披露数据, 2019 年大多数自然人投资者人均持有市值为 1.49 万元。

图37: 券商 APP 用户以 24-30 岁和 41 岁以上人群为主



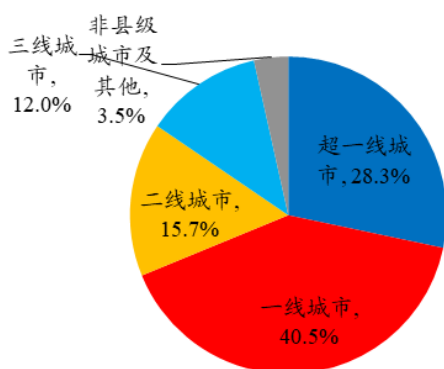
数据来源: 易观千帆、开源证券研究所

图38: 券商用户中中等消费人群中占比最高



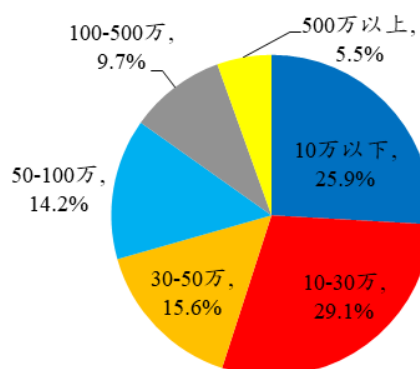
数据来源: 易观千帆、开源证券研究所

图39: 券商用户大部分分布在一线城市和超一线城市



数据来源: 易观千帆、开源证券研究所

图40: 2020 年大部分券商用户可投资资产为 10-30 万



数据来源: 易观千帆、开源证券研究所

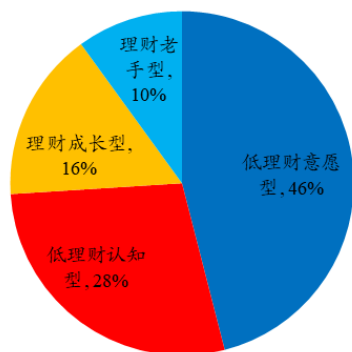
表10: 2019 年大多数自然人投资者人均市值为 1.49 万元

自然人投资者	持股市值	持股账户数	占比	人均市值(万元)
10 万元以下	3280	2197.98	57%	1.49
10-50 万	9467	1102.65	29%	8.59
50-100 万	6893	288.24	7%	23.91
100-300 万	10202	193	5%	52.86
300-1000 万	8824	57.7	1%	152.93
1000 万元以上	23189	17.38	0%	1,334.23

数据来源: 上交所、开源证券研究所

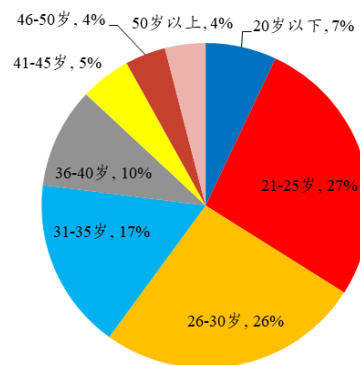
独立三方: 以年轻人为主, 理财意识整体偏低。以蚂蚁集团理财用户为例, 根据人大和蚂蚁集团联合发布的报告, 蚂蚁集团理财用户以白领和蓝领为主, 分别占到 51% 和 27%, 且以年轻用户为主, 21-30 岁用户占比达到 53%。在理财经验方面, 低理财意愿型用户占比达到 46%, 理财老手型用户仅占 10%, 整体理财意识较弱, 户均资产较低。

图41: 蚂蚁集团用户整体理财意识较弱



数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

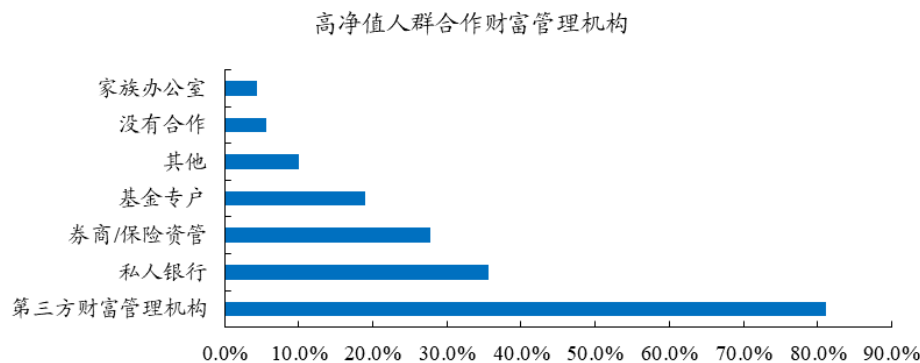
图42: 蚂蚁集团用户以年轻用户为主



数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

银行: 占据中高端用户, 用户分化较大。根据恒天财富的《2019-2020 中国高净值人群财富报告》, 中国 35.6%高净值客户选择私人银行作为财富管理机构, 相较券商和独立基金销售机构, 银行占据更多高净值客户。以招商银行为例, 2017年至2020H1, 零售客户户均资产规模均保持在5万元以上, 客户整体资产规模水平较高。截至2020H1, 招商银行私人银行客户约9.1万, 户均资产规模达2743万元, 整体用户分化较大, 客均资产规模较高。

图43: 约35.6%高净值客户选择私人银行作为财富管理机构



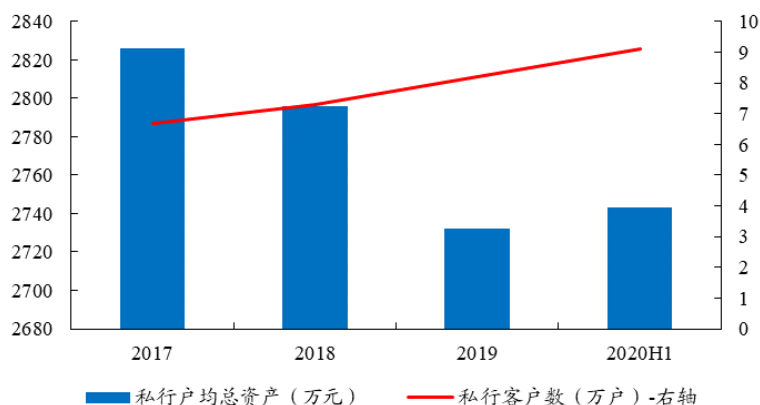
数据来源:《2019-2020 中国高净值人群财富报告》、开源证券研究所

表11: 招商银行客均资产规模在5万元以上

招商银行	2017	2018	2019	2020H1
零售客户总资产(亿元)	61,643	68,021	74,940	82,632
零售客户数(万户)	10,663	12,541	14,400	15,100
客均资产规模(元)	57,810	54,239	52,042	54,723

数据来源:公司公告、开源证券研究所

图44: 2020H1 招商银行私行用户约 9.1 万, 户均 AUM2743 万



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

客户分层: 银行占据中高端市场, 独立三方机构偏长尾用户。从资产规模方面来看, 商业银行占据了主要中高端市场, 客单价较高; 券商客户群体资产规模处于中等偏上水平; 独立三方机构以互联网长尾用户为主, 客均资产较低。从投资经验来看, 银行和券商部分用户有一定投资经验, 在独立三方机构中, 天天基金用户投资经验相对丰富, 成熟基民较多, 蚂蚁集团用户中以小白用户为主, 用户换手率较高。

表12: 银行占据中高端市场, 独立三方机构偏长尾客户

2020年Q3末	独立三方	券商	银行
客户画像	整体以用户偏小白, 换手率偏高, 以互联网长尾用户为主	用户资产规模中等偏上, 中高等消费人群为主	中高净值客户为主, 2/8分化较大
年龄	以年轻人为主	用户年龄偏大	用户年龄偏大
客均资产	客均资产较低	客均资产较高	客均资产较高
客户数量/流量	用户数量较多, 2018年末, 蚂蚁基金累计交易用户超过6000万户, 其余三方机构用户数量和流量相对较低	流量高于独立三方(除蚂蚁集团), 华泰证券用户数约1500万	用户基数较高, 流量高于券商和独立三方
经验	小白用户为主	部分用户有一定投资经验	部分用户有一定投资经验

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

● 功能

独立三方机构产品齐全、功能多样。从代销基金产品来看, 蚂蚁集团和天天基金代销基金只数均超过5000只, 远高于华泰证券和招商银行, 产品更加丰富, 覆盖基金公司数量也更加广泛。从其他功能来看, 蚂蚁集团和天天基金支持跨基金公司转换, 同时还具备一定的社交功能, 功能和细分更加多样。其中, 天天基金在数据、智能筛选、产品细分、财经咨询等方面更加细化和专业, 整体专业性最高。

表13: 独立三方机构产品齐全、功能多样

项目	蚂蚁集团	天天基金	华泰证券	招商银行
代销基金只数	5243	5751	3286	3249
代销基金公司家数	133	148	108	95
是否支持转换功能	支持跨基金公司转换基金份额	支持跨基金公司转换基金份额, 目前支持 5600 多只产品	仅支持同一基金公司不同产品份额转换	仅支持同一基金公司不同产品份额转换
银行卡申购额度限制	根据银行卡和产品不同有相应申购限额	用户将资金转入活期宝后可无限额申购基金	根据银行卡和产品不同有相应申购限额	根据银行卡和产品不同有相应申购限额
社交	可针对单只基金讨论, 无社区、人气话题等功能	有, 包括社区、问答、人气讨论话题等功能	无	无
单只基金公布数据	业绩走势、基金经理、产品概要、基金持仓等	业绩走势、夏普比率、波动率、最大回撤、访问量、历史盈利概率等特色数据, 基金持仓, 基金规模, 基金经理等	业绩走势、基金规模、基金持仓、基金经理、基金公司等	业绩走势、夏普比率、基金经理、基金持仓、抗风险能力等
数据	基金按业绩、定投、估值三个维度排序、热门板块	基金按业绩、定投、热销、访问量、定投热销、估值、净值、评级等维度排序、基金公司汇总数据、基金经理汇总数据、热门概念	基金按净值、业绩两个维度排序、主题基金	基金按业绩、定投、估值、购买热度四个维度排序、热门基金、基金公司
智能筛选	(1) 智能助手: 根据投资需求单一维度推荐单只基金; (2) 组合: 根据不同投资需求一键买入基金组合; (3) 基金投顾: 与先锋合作“帮你投”, 共 10 种策略, 收益率约 2.5%-11%	(1) 智能助手: 根据投资目标、风险承受能力、投资期限等多维度推荐单只基金或基金组合; (2) 组合宝: 根据不同投资需求, 一键跟投专业大咖的基金组合; (3) 基金投顾: 接入 5 家基金投顾, 筹建自己投顾	基金投顾: 自有投顾, 三大投资场景, 10 余种策略组合	1) 简易组合: 三种基金组合、2) 摩羯智投: 三种组合, 权益中枢占比分别为 10%/30%/60%
产品模块	定投、指数基金	定投、指数基金、新发基金、分级基金、定开债基、涨停股对应基金、固收+	货币基金、定投	指数基金、固收专区、定投
财经咨询	热点咨询、基金财富号	财经专栏、每日热点专题、基金学堂、基金财富号、直播间、投研观点等	无	无

资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

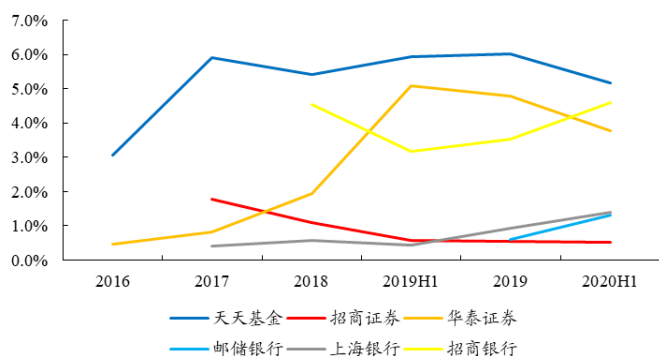
注: 以上基金代销数量为 2021 年 1 月 25 日数据

● 销量

银行端非货基销售额市占率迅速下降, 独立三方市占率有所提升。从 2016 年至 2020H1, 天天基金、华泰证券非货基销售额市占率提升明显, 银行端非货币基金销售额市占率有所下滑, 2020H1 银行非货基市占率有所提升。从全部基金销售额市占

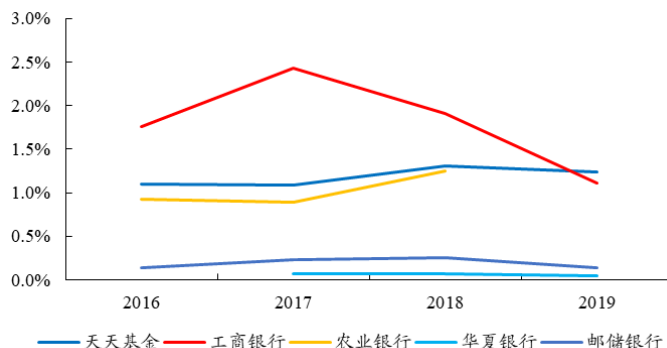
率看，从2016-2019，工商市占率下滑明显，邮储银行、华夏银行整体均呈下滑趋势。天天基金市占率整体上行。

图45: 天天基金非货基销售额市占率整体有所提升



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图46: 银行非货基销售额市占率整体有所下滑



数据来源: 基金业协会、公司公告、开源证券研究所

三类机构在用户群体差异较大，独立三方市占率快速提升。整体看，独立三方、券商、银行三类竞争者中，独立三方具有流量、价格、便捷优势，更受年轻人喜爱，长尾用户的客单价均有较大提升空间，未来有望继续抢夺传统银行的市场份额；证券公司对于原有股票用户购买基金更加便捷，以中高等用户为主；传统银行流量较高，线下客户经理最多，但价格较高、基金代销数量相对有限，随着独立三方崛起，市场份额逐渐被挤占。

表14: 独立销售机构具有价格、功能等优势，销售额市占率快速提升

项目	独立三方	券商	银行
价格	申购费均为一折，价格较低，部分基金认购费率一折	申购费一折，价格较低，部分基金认购费率一折	部分产品申购费率有折扣，价格较高，认购费率不打折
流量	蚂蚁集团流量较高，其余三方流量较低	流量低于银行，除华泰证券外，其余券商流量较低	流量最高
用户画像	以互联网长尾用户为主，整体偏年轻化，客均资产相对较低	以中高等用户为主，可投资资产相对较高	涵盖中高净值客户，用户差异较大
功能	功能最齐全，代销产品数量较多	功能相对较少，代销产品数量相对有限	功能相对较少，代销产品数量相对有限
销售额	市占率快速提升	近几年市占率有所下滑	市占率有所下滑

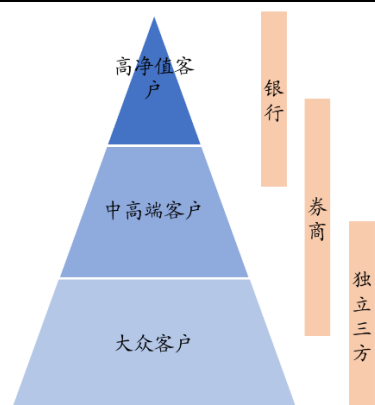
资料来源: 开源证券研究所

2.3、展望前路，客户分层影响未来发展

● 银行

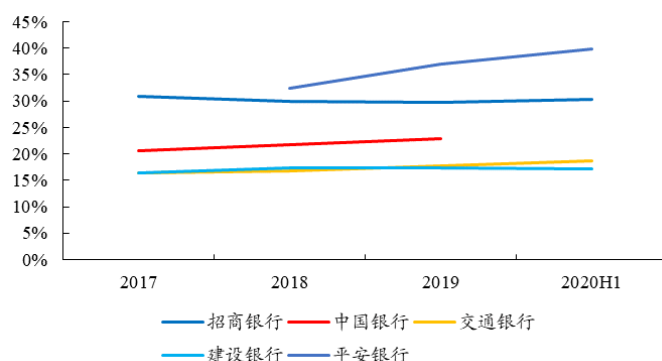
客户分层竞争，向年龄较高或中高净值客户发力。银行作为传统金融机构，具有网点及客户经理数量等优势，主要客户群体具有年龄偏大、资产较多的特点。根据艾瑞咨询调研数据，2019年我国40岁以上人群对于线下理财渠道的偏好比40岁以下人群高12.2%。在资产规模方面，招商银行和平安私人银行AUM占比30%以上。总体来看，银行优势在于年龄偏高和中高净值客户。

图47: 三类机构分层竞争



资料来源: 开源证券研究所

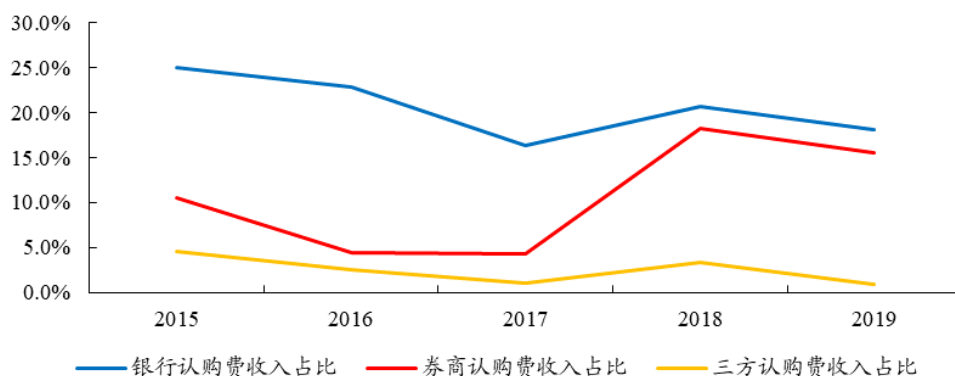
图48: 招商银行和平安私人银行 AUM 占比 30%以上



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

新发优势明显，占据认购渠道。相比三方，银行在新发上保持明显优势，2015-2019 年，银行收入结构中，认购费收入占比整体保持在 20% 左右，而独立三方认购费收入占比不到 5%，券商近两年有所发力。目前正在发行的基金中，仅在银行渠道认购的共 4 只，其中 3 只混合基金、一只债基；仅在券商和三方渠道认购的分别有 1 只/4 只，整体上看，银行在新发上优势明显。

图49: 银行认购费收入占比远高于三方

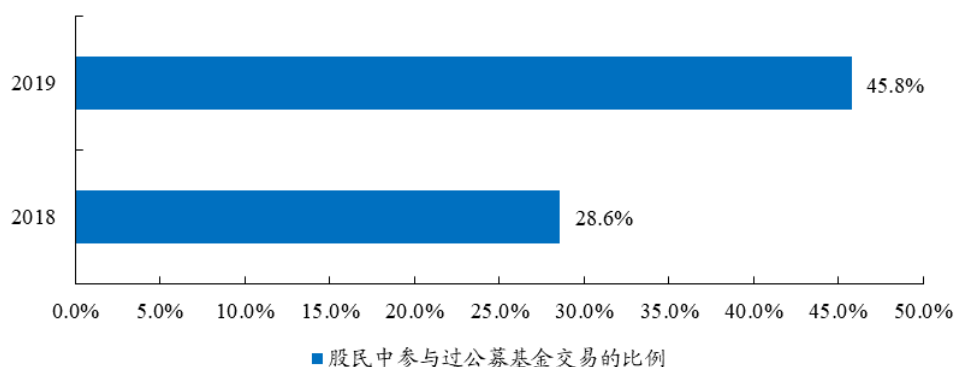


数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

● 券商

买基股民占比不断加大，券商用户有望增加。根据深交所公布的个人投资者调查数据，2019 年股民中参与公募基金交易比例较 2018 年增长 17 个百分点，为近四年最高，未来预计将有更多股民成为“基民”，券商 APP 兼具炒股和理财两大功能，在股民转基民过程中，预计将有更多股民直接通过券商 APP 购买基金，预计未来券商用户将有所增长。

图50: 股民中参与基金交易比例不断上行



数据来源: 深交所、开源证券研究所

权益类产品具有优势, 激励模式转变下市占率有望保持提升。相比银行和独立三方, 券商在对股票型基金等权益类产品理解、证券从业人员的数量、投顾专业能力、客户粘性方面等都有优势, 根据财联社报道, 目前部分券商将产品保有规模、客户满意度、客户产品覆盖率等指标纳入绩效考核。随着投资者教育不断加强, 基金持有时长将不断拉长, 激励模式的转变将更匹配产品代销业务发展。2020H1 券商金融产品代销收入实现爆发, 多家券商同比翻倍, 未来券商市占率有望保持上行。

表15: 多家券商 2020H1 金融产品代销收入同比翻倍

券商	2020H1 金融产品代销收入 (亿元)	YOY
方正证券	0.72	560.54%
东吴证券	0.09	307.27%
国元证券	0.11	299.71%
西部证券	0.03	270.28%
东方证券	1.16	192.84%
国信证券	2.41	191.35%
长江证券	1.14	184.66%
浙商证券	0.67	171.52%
中原证券	0.18	167.73%
广发证券	1.78	149.94%
招商证券	1.89	146.30%
中信建投	1.57	140.11%
华泰证券	1.85	139.01%
中信证券	6.99	122.93%
第一创业	0.05	117.24%
兴业证券	1.49	99.02%
申万宏源	0.69	95.82%
中国银河	1.30	93.18%
国金证券	0.63	79.42%
海通证券	0.41	76.91%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

向公募基金投顾业务发力。相对于银行和独立三方机构，券商研究能力更加突出，智能投顾业务可基于自有团队开展。同时，与银行相比，券商与独立三方机构投资门槛较低且策略种类丰富，相较独立三方，券商在投研、产品创设等方面更加突出，同时具有营业部、投顾人员等优势，在“投”和“顾”方面更具优势，2020年3月7家券商获得基金投顾试点资格，国联证券于4月开始展业，据新浪财经报道，截至2021年1月，国联证券客户数突破6万，合计AUM突破60亿，客均资产约10万。未来在财富管理转型背景下，基金投顾将成为券商重要发展方向。

表16: 银行智能投顾门槛较高，券商具有研究优势

	券商				独立三方		银行
	国联证券	中信建投	申万宏源	华泰证券	蚂蚁集团	天天基金	招商银行
智能投顾	自有投顾	自有投顾	自有投顾	自有投顾	与先锋合作“帮你投”	接入5家基金投顾，筹建自己投顾	“摩羯智投”，招行财富管理团队进行管理
策略种类	5	4	4	10余种	共10种策略，权益占比0%-90%，收益率约2.5%-11%	5家基金公司多种投顾策略	稳健回报组合：权益中枢10%； 灵活配置组合：权益中枢30%； 穿越牛熊组合：权益中枢60%
投资门槛	1000元	1000元	1000元	1000元	首次起购限额800，后续单次追加金额100元	起购金额1000元	首次申购2万元起，追加投资5000元起
费率	0.6%-0.9%/年	0.3%-1.5%/年	0.2%-1%/年	0.8%-1.2%/年	0.5%/年	根据不同基金公司和投顾组合收取不同费用，不额外收取申购费用	投顾服务不收取费用 申购费1折
客户数	2021年1月用户突破6万，合计AUM约60亿元	2020年12月用户约2万	2020年12月用户约2.7万，AUM8亿	-	推出100天后客户数达20万，AUM22亿	-	2016年上线，截至2020年累计客户超20万，累计销售规模超140亿

资料来源：财联社、新浪财经、公司公告、开源证券研究所

● 独立三方

用户下沉趋势明显。根据中国人民大学和蚂蚁集团联合发布的报告显示，蚂蚁集团用户下沉趋势明显。与第一年相比，第二年涉农人群、三线及以下城市人群、小镇青年人群占比均有所提升；根据Mob研究院数据，2020年互联网基民调查结果显示，三线城市互联网基民占比超过一线和二线城市基民占比，互联网渠道整体呈现用户下沉趋势。

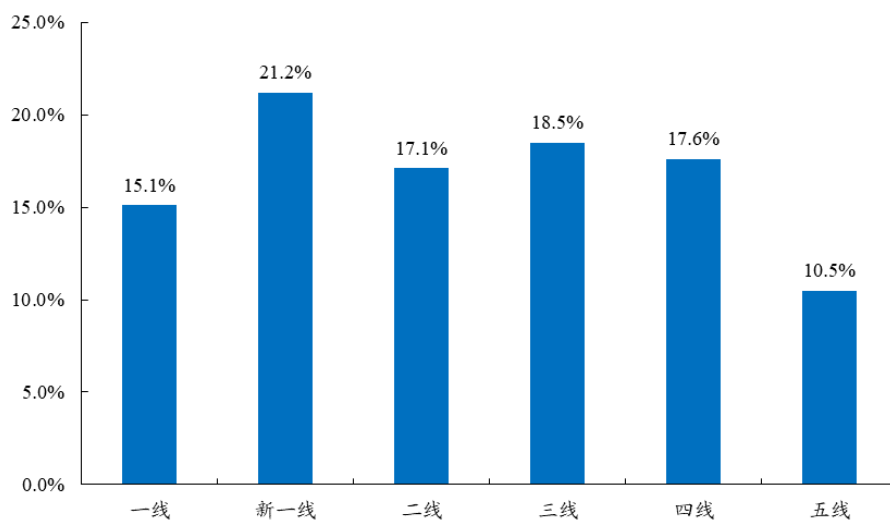
表17: 蚂蚁集团理财用户有所下沉

类型		第一年	第二年
是否涉农	城市	74.78%	73.68%
	涉农	25.22%	26.32%
城市等级	一、二线城市	52.49%	50.86%
	三线及以下城市	47.51%	49.14%
青年人群	城市青年	80.89%	78.19%
	小镇青年	19.11%	21.81%

数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

注: 第一年为2017年8月-2018年8月数据, 第二年为2018年8月-2019年7月数据

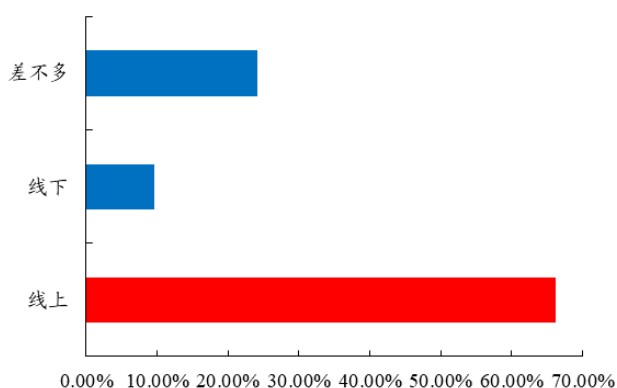
图51: 三线城市互联网基民占比超过一线和二线城市



数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

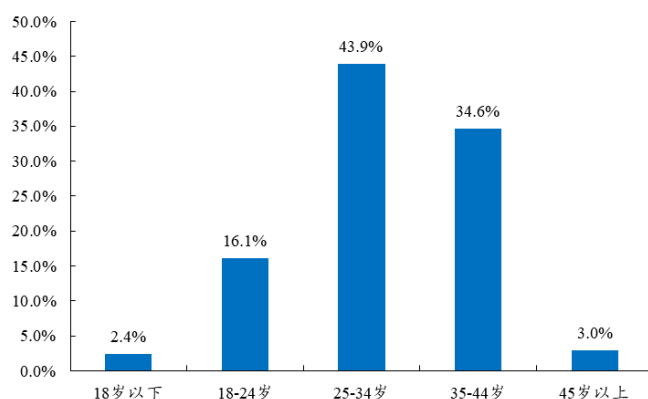
线上销售渠道为主要战场, 逐步抢占银行份额。根据艾瑞咨询数据, 2019年约66%用户偏爱线上理财渠道; 根据 Mob 研究院调查数据, 2020年新增基民中25-34岁人群占比约为44%, 年轻用户群体未来将逐步发力。在线上化趋势发展下, 独立三方具有方便、便宜、功能多样、高流量等优势, 未来将大量抢占年轻用户群体, 以及银行市场份额。根据基金业协会个人投资者调研数据显示, 通过银行渠道购买基金的用户占比从2014年的35%下降至20%, 而通过独立销售机构及互联网平台渠道的占比提升了近18%。

图52: 2019年大多数用户偏爱线上理财渠道



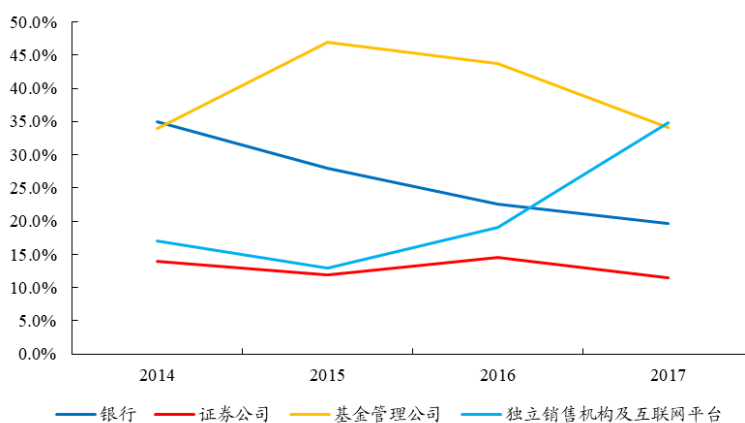
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图53: 2020年新增基民以25-34岁人群为主



数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

图54: 线上化趋势下, 独立三方挤占银行基金销售份额

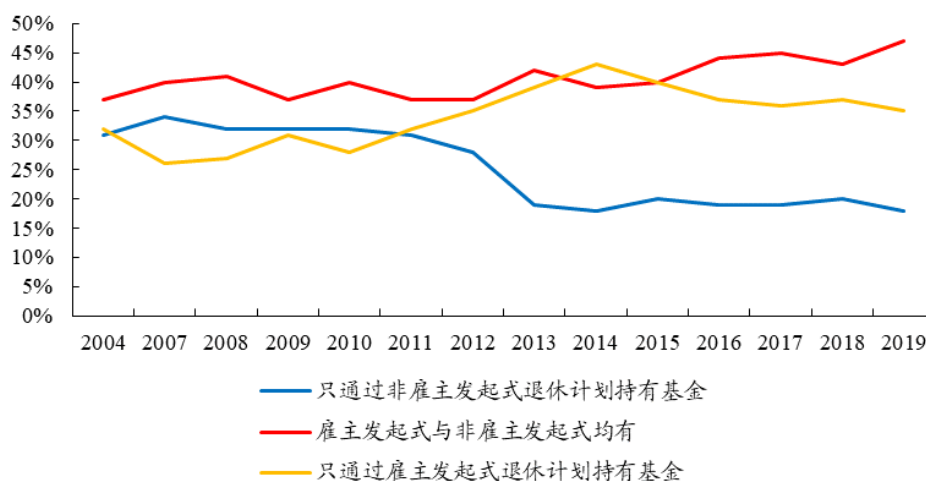


数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

2.4、他山之石, 美国主要通过专业投资者持有基金

美国居民主要通过雇主发起式退休计划持有基金。从2004至2019年, 美国只通过雇主发起式退休计划持有基金的居民比重先上行后下降, 整体微幅增长, 只通过非雇主发起式退休计划持有基金的比重整体下滑13个百分点至18%, 两种方式均有的居民比重不断增加, 2019年约47%。

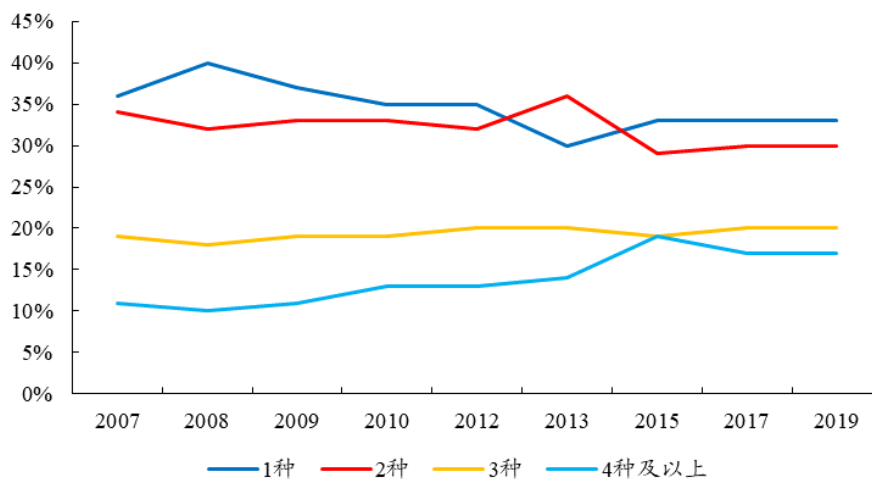
图55: 美国通过雇主发起式退休计划持有基金的居民比重有所增加



数据来源: ICI、开源证券研究所

美国居民通过多渠道持有基金。从2007-2019年,美国居民持有基金渠道数量明显增加,仅通过一种渠道购买基金的居民占比从2007年的36%下降至2019年的33%,通过4种及以上渠道购买基金居民占比从11%提升至17%,平均每个居民通过2种渠道购买,整体看,随着基金市场扩容,美国居民基金选择渠道有所增加。

图56: 美国居民通过4种及以上渠道购买基金比重增加



数据来源: ICI、开源证券研究所

投资渠道多样化下各渠道购买人数占比均有提升,折扣经纪商提升最快。2008年金融危机之前,美国居民主要通过专业投资服务机构购买基金,其中全服务经纪商市场份额较高,金融危机之后,各渠道购买人数占比均有下降,从2008-2019年,随着美国居民基金投资渠道多样化,各渠道市场份额均有明显提升,其中折扣经纪商购买人数占比提升最快,提升16个百分点,全服务经纪商和银行购买人数比例分别提升12%/14%。

表18: 投资渠道多样化下各渠道购买人数占比均有提升, 折扣经纪商提升最快

	2007	2008	2009	2010	2012	2013	2015	2017	2018	2019	2008-2019 购买人数 占比提升
职业投资服务机构	59%	36%	36%	35%	33%	49%	47%	50%	49%	50%	14%
其中: 全服务经纪商 (美林证券、摩根士丹利、瑞银集团等)	32%	14%	13%	13%	11%	28%	27%	26%	27%	26%	12%
独立理财师	29%	12%	12%	11%	13%	26%	22%	26%	24%	28%	16%
银行或储蓄机构 代表(摩根大通、美国 银行、花旗银行、富国 银行等)	19%	7%	8%	7%	6%	18%	17%	18%	19%	21%	14%
保险代理人(美 国国际集团、安联集团 等)	11%	2%	2%	3%	2%	10%	10%	11%	10%	9%	7%
会计师	8%	1%	1%	1%	1%	6%	7%	6%	7%	7%	6%
直销渠道	36%	13%	10%	13%	10%	31%	34%	36%	33%	32%	19%
其中: 基金公司直销 (富达、先锋领航、贝 莱德等)	24%	8%	6%	8%	5%	19%	19%	20%	19%	19%	11%
折扣经纪商(盈 透证券、嘉信理财、德 美利证券等)	20%	5%	4%	5%	5%	18%	24%	24%	22%	21%	16%

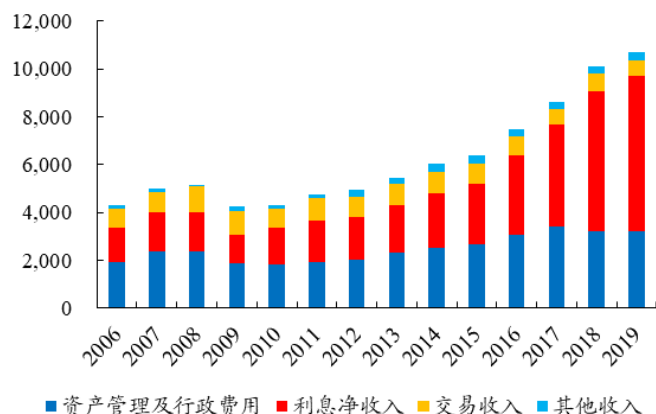
数据来源: ICI、开源证券研究所

注: 以上数据为通过该方式购买基金的家庭数量占比, 一个家庭可能通过多种方式购买基金, 故比例数无法直接加总

海外已从卖方代销转为买方投顾模式, 投顾业务空间广阔。美国基金投顾业务起步较早, 70年代, 在佣金自由化、投资者与经纪人信任危机加剧以及养老金投资兴起的推动下, 美国投顾业务从卖方模式转变为买方模式。2010年前后, 科技金融快速发展, 智能投顾以“低成本+线上智能化”业务模式快速发展。经过80年的发展, 美国投顾业务发展极为成熟, 投顾阵营中包括大型资产管理公司、综合性券商、互联网券商、私人银行以及独立财务投顾等, 近几年, 美国通过专业投资顾问购买基金的家庭比重占50%左右。

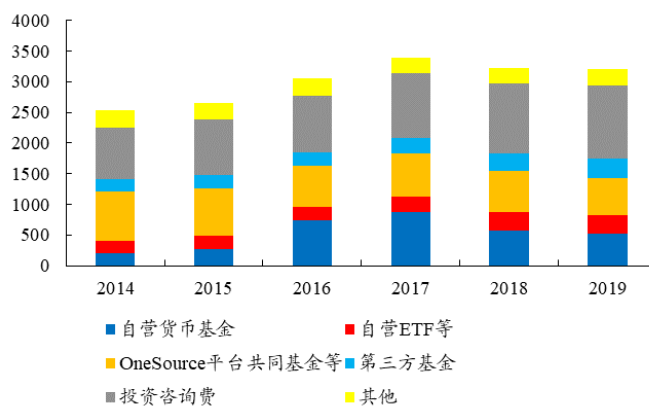
嘉信理财: 交易收入不断下降, 投资咨询收入占比较高。公司聚焦于客户需求, 包括投资者服务和投资顾问服务两大业务。公司主营业务收入包括经纪业务、资产管理与财富管理业务、利息净收入。净利息收入是第一大收入来源, 占比在60%左右; 2019年公司资产管理收入占比达到30%, 其中投资咨询服务业务为资管业务收入贡献最大, 占资管收入比重达到38%。

图57: 嘉信理财交易收入占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图58: 资产管理收入中投资咨询费占比较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

对标美国，独立三方机构市场份额有望持续提升，未来专业投顾较强的机构具有优势。我国目前互联网三方渠道市场份额提升进入快车道，对标美国，2019年折扣经纪商市场份额约21%，仍有一定差距，未来独立三方机构市场份额有望持续提升。同时美国提供专业投资服务的机构市场份额较高，我国基金代销模式仍以卖方代销为主，随着基金投顾业务的逐渐放开，卖方代销将逐步向买方投顾模式转型，提供专业投资顾问的机构将具有明显优势。券商在投研能力、投顾团队方面基础良好，在卖方从买方模式转型中具有优势；对独立三方而言，提升专业能力和投顾服务能力意义重大，未来独立三方智能投顾发展空间较大。

3、独立三方：蚂蚁基金和天天基金居前

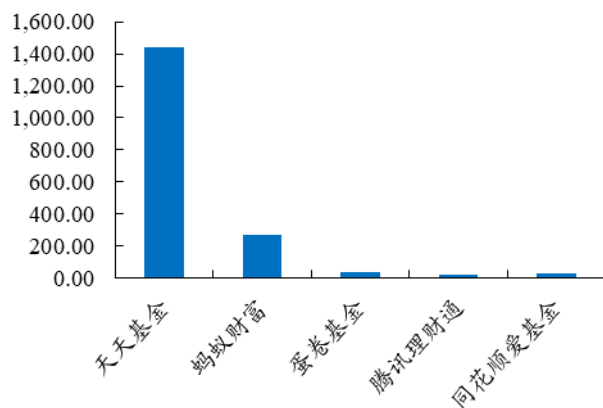
3.1、蚂蚁基金和天天基金位于行业前列

目前，独立三方代销机构共一百多家，我们选择其中较为典型的蚂蚁基金、天天基金、腾安基金、蛋卷基金和同花顺爱基金进行对比。

● 流量及用户粘性

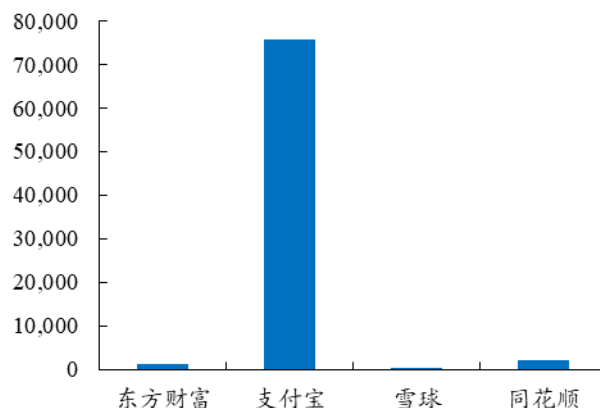
母公司引流，蚂蚁基金和天天基金流量规模领先。五家基金公司背后均有母公司进行引流，蚂蚁基金流量主要来源于支付宝，东方财富为天天基金引流，微信为腾安基金引流，蛋卷基金和同花顺爱基金分别为雪球和同花顺旗下基金代销公司。从自身流量看，蚂蚁和天天基金自身流量规模远超其他代销机构；从母公司流量看，支付宝、微信月活人数具有领先优势，流量上亿；同花顺和东财流量均为千万级别；雪球流量相对较少，为百万级别。

图59: 2020年9月蚂蚁和天天流量超过其他代销机构



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

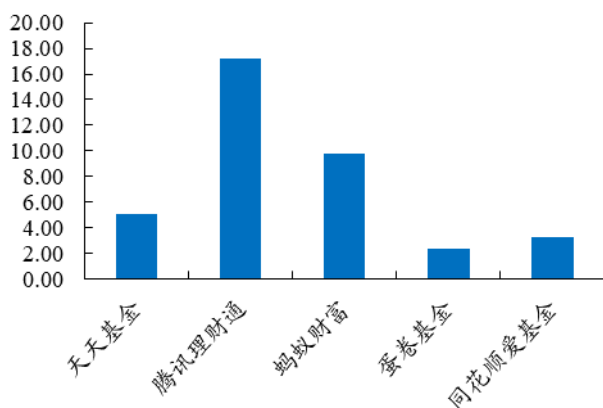
图60: 2020年9月支付宝流量上亿



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

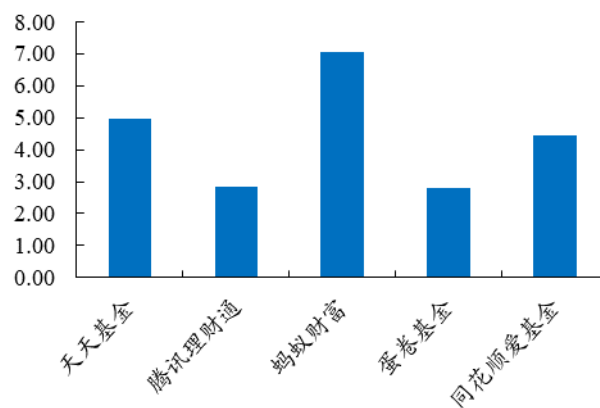
蚂蚁财富用户整体粘性较高。从人均单日使用时长看,腾讯理财通人均单日使用时长最高,蚂蚁财富和天天基金处于第二梯队;从人均单日使用次数看,蚂蚁财富人均单日使用次数最高,天天基金位于第二。整体看,蚂蚁财富用户粘性较高,天天基金用户粘性低于蚂蚁基金。

图61: 2020年9月腾讯理财通人均单日使用时长最高



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

图62: 2020年9月蚂蚁财富人均单日使用次数最高



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

● 业务模式

蚂蚁基金、天天基金及同花顺爱基金采用“基金超市”模式。三家公司代销基金公司数量和基金数量均位于行业前列,截至2021年1月25日,蚂蚁基金、天天基金及同花顺爱基金分别代销5243/5751/5151只基金,涵盖股票、混合、货币、QDII、债券、指数、FOF、ETF等基金类型,从业务模式上,三家公司整体采用“基金超市”模式,代销数量多、品种全。

腾安基金:“严选+运营”原则。腾安基金在业务模式上遵循“严选+运营”原则,在产品端,腾安基金在接入产品时已进行了严格筛选,基金代销数量相对较少,截至2021年1月25日,公司共代销1748只基金,远低于天天基金和蚂蚁基金;在用户端,腾讯理财通建立用户分层,将用户划分为普通用户、白银用户、黄金用户和铂金

用户，提供不同的服务，从而提升用户粘性。

蛋卷基金：聚焦指数基金投资。公司在功能上专注指数基金投资，主要包括指数估值、指数选基等功能，相对“基金超市”和“严选+运营”模式，蛋卷基金在基金代销方面寻找一条特色路径。

● APP 功能

天天基金功能最全、专业程度最高。从代销基金只数看，天天基金代销数量最多，处于行业第一；从APP功能看，蚂蚁基金和天天基金均支持跨基金公司转换功能，蛋卷基金和同花顺爱基金支持同一基金公司产品转换，而腾安基金仅支持货币基金转换功能，在产品模块和财经咨询等功能方面，天天基金功能最多，更加专业。

表19：5家公司在APP功能方面有所差异

项目	蚂蚁基金	天天基金	蛋卷基金	同花顺爱基金	腾安基金
申赎费率	申购费率一折优惠，赎回费率均无优惠				
代销基金只数	5243	5751	4614	5151	1748
代销基金公司家数	133	148	109	125	75
转换功能	支持跨基金公司转换基金份额	支持跨基金公司转换基金份额，目前支持5600多只产品	仅支持同一基金公司不同产品份额转换	仅支持同一基金公司不同产品份额转换	仅支持货币基金转换至其他货币基金和保险理财
智能筛选	(1) 智能助手：根据投资需求单一维度推荐单只基金；	(1) 智能助手：根据投资目标、风险承受能力、投资期限等多维度推荐单只基金或基金组合；	组合：根据不同目标收益一键跟投	(1) 智能助手：根据热销、涨停股、板块和排行推荐基金；	(1) 智能助手：根据投资需求、持有偏好等推荐单只基金；
	(2) 组合：根据不同投资需求一键买入基金组合；	(2) 组合宝：根据不同投资需求，一键跟投专业大咖的基金组合；		(2) 组合：根据不同目标收益一键跟投	(2) 组合：定期稳稳安心赚和长期冲击高收益两种
	(3) 基金投顾：与先锋合作“帮你投”，共10种策略，收益率约2.5%-11%	(3) 基金投顾：接入5家基金投顾，筹建自己投顾		(3) 财富四笔钱：平时要用、资产保值、投资未来、保险保障	(3) 智能投顾：与基金公司合作
产品模块	定投、指数基金	定投、指数基金、新发基金、分级基金、定开债基、涨停股对应基金、固收+	货币基金、指数估值、指数选基	指数基金、涨停股选基、股票选基、策略板块	定投、基金组合、首发基金、全球配置
财经咨询	热点咨询、基金财富号	财经专栏、每日热点专题、基金学堂、基金财富号、直播间、投研观点等	财经热点	基金直播、投研观点、热点专题、财富学堂等	投研观点

资料来源：Wind、各公司APP、开源证券研究所

注：基金代销数量和基金公司代销数量截至2021年1月25日

● 智能投顾

蚂蚁基金和腾安基金均有智能投顾，天天基金和蛋卷基金采用外接模式。目前独立三方代销机构中，仅蚂蚁基金、腾安基金和盈米基金获得基金投顾试点资格，蚂蚁基金与先锋合作“帮你投”，腾安基金为“一起投”，投顾策略来自南方基金、中欧基金、嘉实基金等多家基金公司。天天基金目前接入 5 家基金投顾，用户可在天天基金平台上购买 5 家基金公司的投顾策略，蛋卷基金目前接入南方基金智能投顾，同花顺采用基金组合形式，用户需手动确认跟投调仓。

表20: 5 家公司在智能投顾有所差异

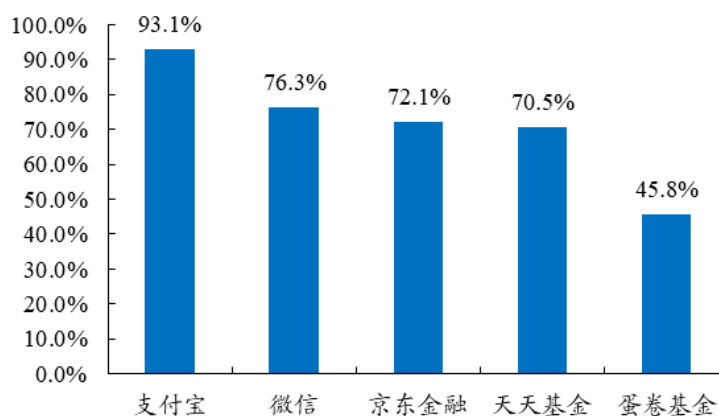
项目	蚂蚁基金	天天基金	腾安基金	同花顺	蛋卷基金
智能投顾	与先锋合作“帮你投”	接入 5 家基金投顾，筹建自己投顾	与多家基金公司合作“一起投”	同顺智投，基金产品组合形式，组合定期调仓，用户需手动确认跟投调仓	接入南方基金智能投顾
策略种类	共 10 种策略，权益占比 0%-90%，收益率约 2.5%-11%	5 家基金公司多种投顾策略	四种场景，八种投资策略	目标收益 3%-6%: 2 种 目标收益 6%-8%: 2 种 目标收益 8%+: 2 种 目标收益 20%+: 2 种 自定义目标收益获取理财方案	外部投顾策略目前 1 种
投资门槛	首次起购限额 800，后续单次追加金额 100 元	起购金额 1000 元	起购金额 500 元，部分产品 200 元起购	1000 元	1000 元
投顾费率	0.5%/年	根据不同基金公司和投顾组合收取不同费用	0.5%/年	收取调仓申购赎回费	收取投顾费用

资料来源: 各公司 APP、开源证券研究所

● 用户喜爱度

支付宝为互联网基民首要购买渠道。根据 Mob 研究院数据，2020 年移动互联网基民 TOP5 购买渠道中，支付宝成基金首要购买渠道，微信、京东金融、天天基金为第二梯队购买渠道，蛋卷基金处于第三梯队，用户喜爱程度低于蚂蚁基金和天天基金。

图63: 2020 年移动互联网基民中，支付宝为最大购买渠道

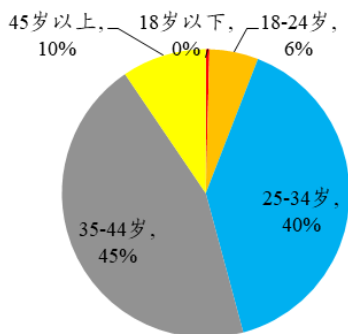


数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

● 用户画像

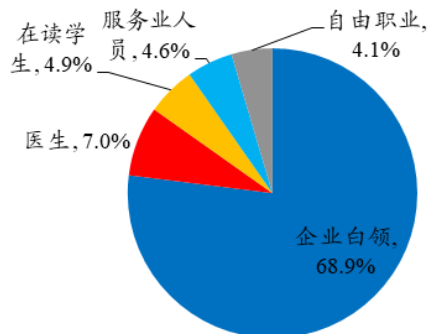
天天基金：用户群体年龄偏大、财富较高。根据 Mob 研究院数据，天天基金主要用户集中在 35-44 岁，以企业白领为主，七成以上用户月工资超过 5000 元，同时以小康家庭为主，约 82% 用户有房，54% 用户有车，整体年龄偏大，财富较多。

图64：天天基金以 35-44 岁用户群体为主



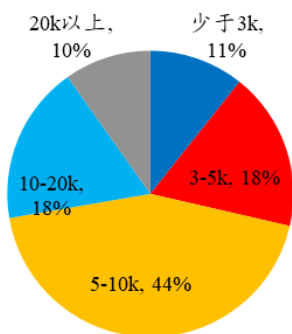
数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

图65：天天基金用户群体以企业白领为主



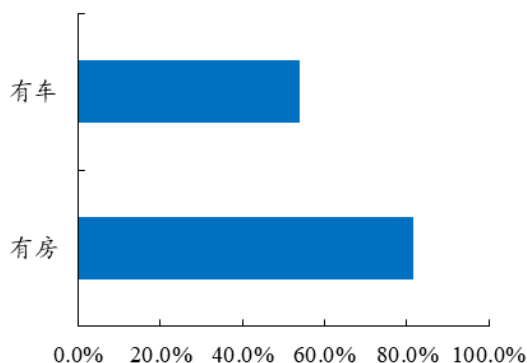
数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

图66：天天基金七成以上用户月工资超过 5000



数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

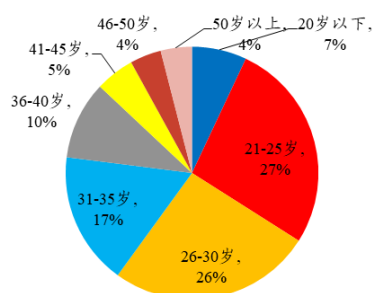
图67：天天基金用户中大多数有房



数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

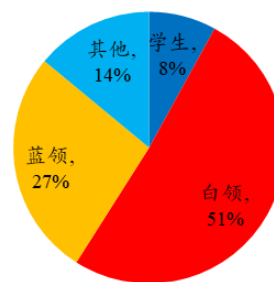
蚂蚁基金：年轻用户为主，用户风险偏好较低。根据中国人民大学财政金融学院与蚂蚁集团研究院联合发布的《互联网理财与消费升级研究报告》，基于蚂蚁集团平台在 2017 年 8 月至 2019 年 7 月间随机抽取的 3 万余个线上活跃用户数据，蚂蚁集团中，约一半用户在 30 岁以下，以企业白领为主。从用户风险偏好上看，用户以低理财意愿型为主，36% 用户属于稳健型，18% 用户未做过理财，整体用户风险偏好低。

图68: 蚂蚁集团以 21-30 岁用户为主



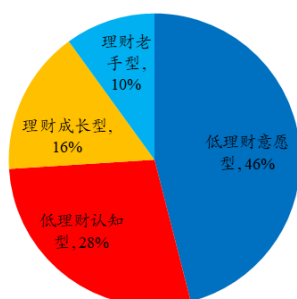
数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

图69: 蚂蚁集团以白领用户为主



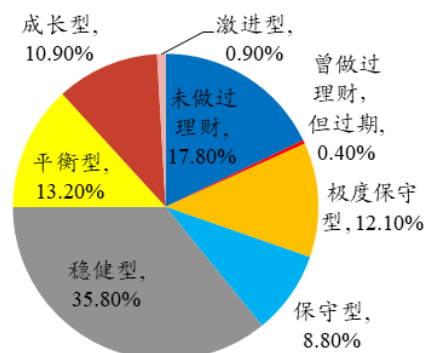
数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

图70: 蚂蚁集团用户以低理财意愿型为主



数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

图71: 蚂蚁集团用户以稳健型为主



数据来源:《互联网理财与消费升级研究报告》、开源证券研究所

蚂蚁基金、天天基金和腾安基金整体位于行业前列。从几家基金代销公司对比上看,蚂蚁基金和天天基金整体用户规模较高、粘性较强,APP 功能较为齐全,用户使用程度较高,腾安基金背靠腾讯,通过微信进行引流,整体用户数量多,为大多数互联网基金购买基金渠道,三家公司整体位于行业前列。从天天基金和蚂蚁基金对比上看,两家公司在用户上有所分层,蚂蚁基金聚焦年轻化用户,客单价相对较低,天天基金用户群体更加成熟,客单价相对较高。

表21: 蚂蚁基金、天天基金和腾安基金整体位于行业前列

项目	蚂蚁基金	天天基金	腾安基金	同花顺爱基金	蛋卷基金
申购价格	申购费率均有一折优惠,赎回费率无优惠				
流量	APP 流量较高,流量来源支付宝	APP 流量最高,流量来源东方财富和天天基金,广告引流	APP 流量较低,流量来源微信	APP 流量较低,流量来源同花顺	APP 流量较低,流量来源雪球
用户粘性	用户粘性较高	用户粘性较高	用户粘性较高	用户粘性较低	用户粘性较低
客户	用户数量大,以小白用户为主,客单价低,用户年龄偏低,整体低于 30 岁	客户年龄高于蚂蚁基金,以成熟股民为主,用户大多为 80 后,客单价较高	用户数量大,腾讯理财通 2019 年底累计用户数超 2 亿	-	-

用户喜爱程度	互联网基民主要购买渠道	第二梯队，大部分互联网基民购买渠道	第二梯队，大部分互联网基民购买渠道	-	第三梯队，部分互联网基民购买渠道
功能	产品数量和功能多样性较高	产品最全，功能多样，最为专业	精品模式，产品数量较少，功能相对较少	产品数量和功能多样性较高	聚焦指数基金投资
基金投顾服务	与先锋合作“帮你投”	引入5家基金投顾，筹建自己投顾	与基金公司合作“一起投”	同顺智投，基金组合形式	引入基金投顾

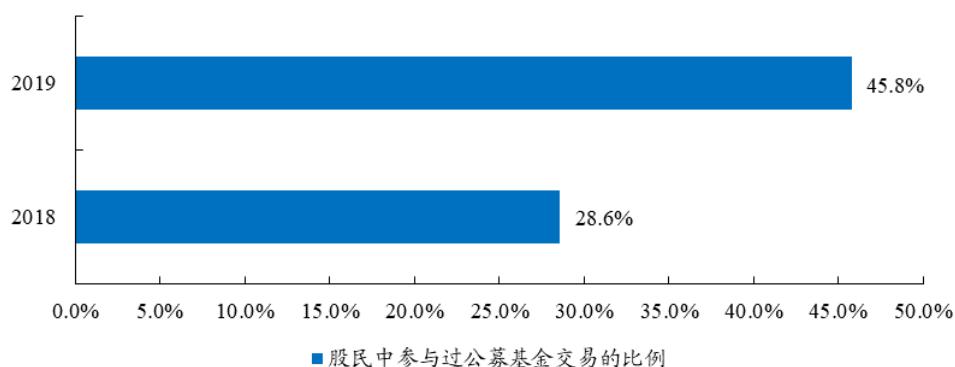
资料来源：公司公告、各APP、开源证券研究所

3.2、天天基金业务潜力较大

3.2.1、用户数量有望保持增长

随着股民向基金转移，天天基金在东财证券引流下，用户数有望提升。根据深交所数据，2019年股民中参与公募基金交易比例较2018年增长17个百分点，股民参与基金交易比重不断提升。根据易观千帆数据，2020年11月东方财富月活达1444万人，随着股民向基民转移，天天基金在东财证券引流下，用户数将有所提升。

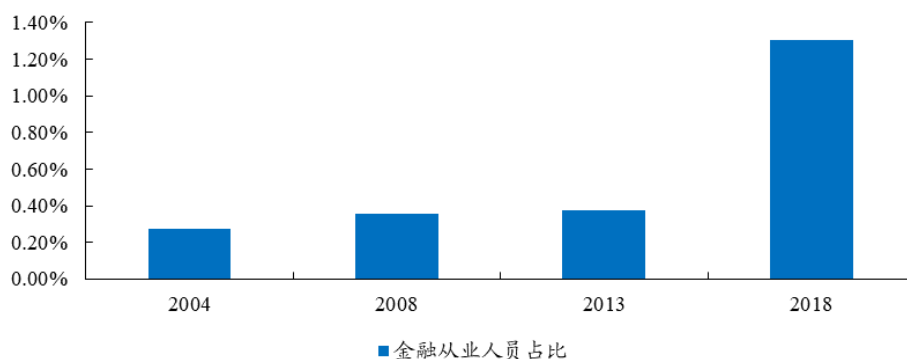
图72：股民中参与基金交易比例不断上行



数据来源：深交所、开源证券研究所

金融从业人员占比提高，天天基金用户数有望持续提升。天天基金在基金代销APP中专业程度较高，在投研咨询、产品筛选等方面功能较强，金融从业人员作为专业人士，整体偏好于专业度较高的天天基金。根据国家统计局数据，从2004-2018年，我国金融从业人员占比从0.27%提升至1.3%，在金融从业人员占比提升下，天天基金用户数有望持续提升。

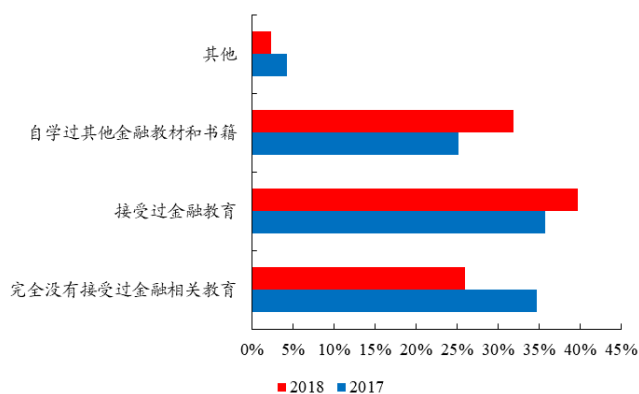
图73: 金融从业人员占比提高



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

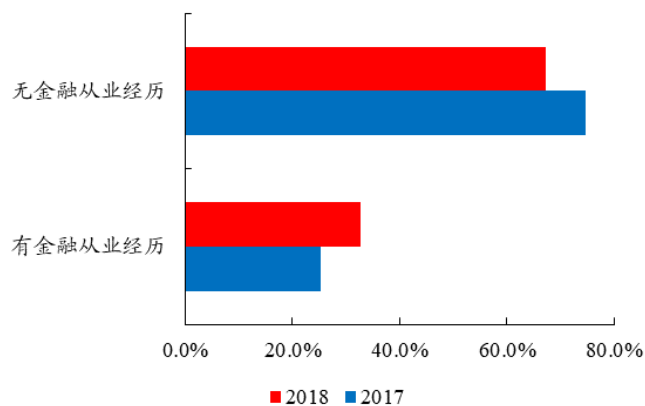
用户专业需求度提升, 天天基金有望从其余互联网平台吸引相对成熟投资者。根据基金业协会数据, 2018年较2017年, 自学过金融教材和书籍、接受过金融教育的投资者比重分别提升7.0/4.0个百分点, 有金融从业经历投资者占比提升7.5个百分点。从投资者需求上看, 2018年约80.5%投资者需要资产配置服务, 较2017年增长6个百分点, 整体看, 个人基金投资者自身专业程度以及专业需求程度明显提升。天天基金定位相对成熟的投资者, 随着互联网逐渐下沉, 投资者教育不断加强, 部分投资者从小白成长为较为相对成熟投资者后对专业度需求更高, 有望从其他平台转向专业度更高的天天基金。

图74: 2018年基金投资者自身专业程度提升



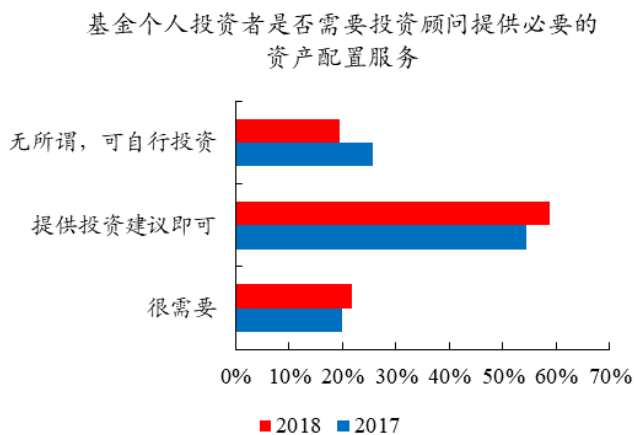
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图75: 2018年基金投资者中有金融从业经历占比提升



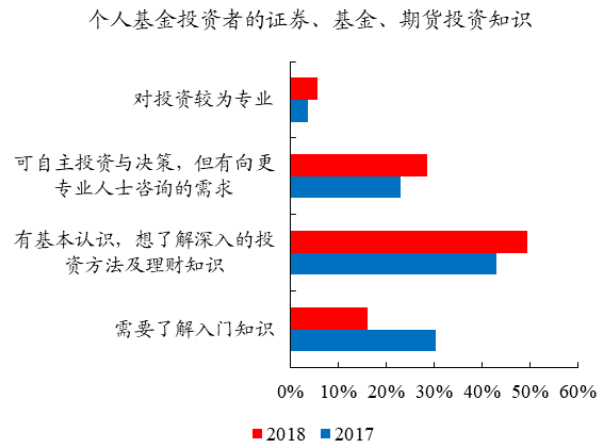
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图76: 2018年需要投资建议投资者比重有所提升



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

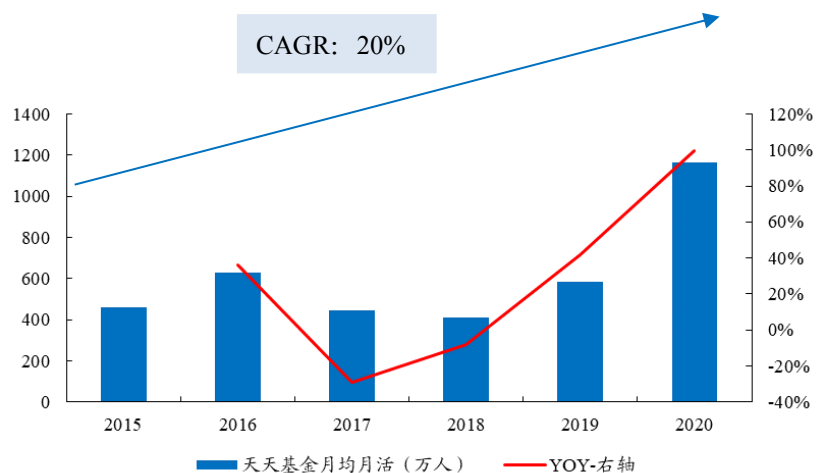
图77: 个人基金投资者对专业需求提升



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

预计未来天天基金用户数保持20%增速。2015-2020年, 天天基金月活人数年均复合增长率为20%, 相较蚂蚁基金, 天天基金用户基数仍较低, 有望从两端进一步获取客户。天天用户定位为相对成熟的投资者, 目前银行部分客户加大往互联网迁移, 同时随着蚂蚁集团小白用户逐渐成长, 部分用户或将转移成天天基金用户, 综合考虑下, 预计未来天天基金用户数保持20%左右同比增长。

图78: 天天基金近五年月均月活复合增长率为20%



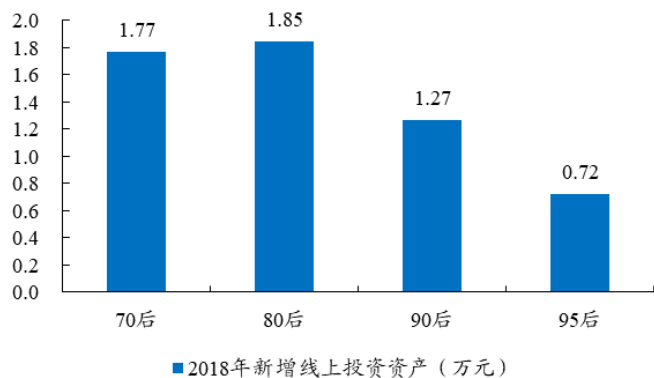
数据来源: Questmobile、开源证券研究所

3.2.2、客单价提升有望高于同业

80后可投资资产整体较高。根据蚂蚁财富和第一财经商业数据中心联合发布的《2019线上理财人群报告》, 70后和80后进阶理财产品用户占比较高, 2018年80后人均新增线上投资资产为1.85万元, 远高于90后和95后人群。80后整体处于职场老板/中层阶段, 资产规模较高, 整体可投资资产高于其他年龄阶段人群。根据基金业协会数据, 从2012-2015年30-40岁人群持有基金净值占比呈快速上升趋势, 2015年30-

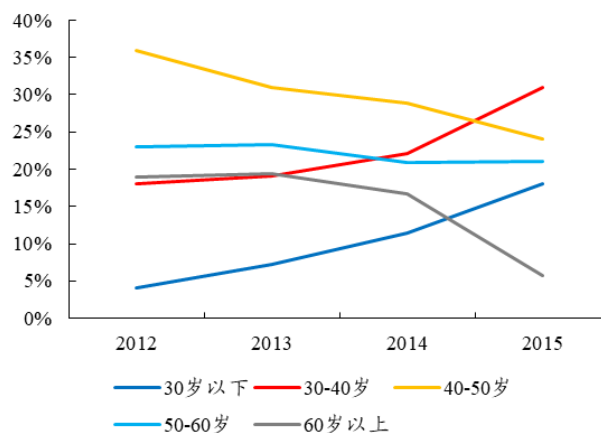
40岁人群持有基金净值占比31%。在月收入方面，85后月收入大多集中在五千到一万，占比约44%，95后收入大多小于三千，85后可投资资产整体将高于95后。

图79：80后新增线上投资资产最高



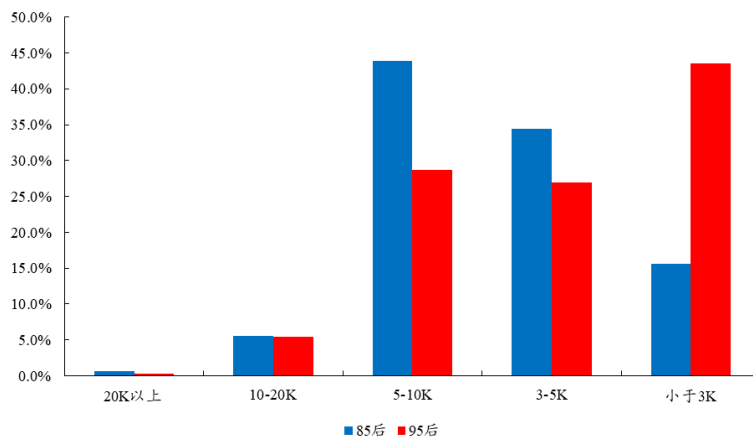
数据来源：《2019线上理财人群报告》、开源证券研究所

图80：30-40岁人群持有基金净值占比最高



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

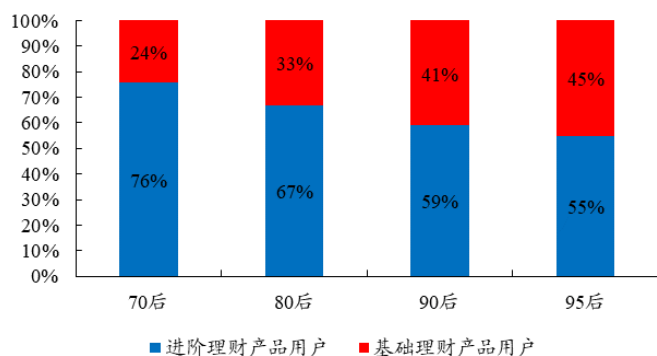
图81：85后月收入整体高于95后



数据来源：Mob研究院、开源证券研究所

90及95后大部分购买基础理财产品，80后买基金概率更高。从代际之间的投资偏好看，95后和90后人群对于流动性需求较高，风险偏好程度更低，在理财产品上更多购买货基类基础产品，在非货基这类持有期偏长、投资风险更高的产品上偏好程度更低；80后作为理财中坚力量，投资类型较为丰富，同时风险偏好和流动性需求更低，更多将基金这类产品作为投资选择。

图82: 70后和80后进阶理财产品用户占比较高

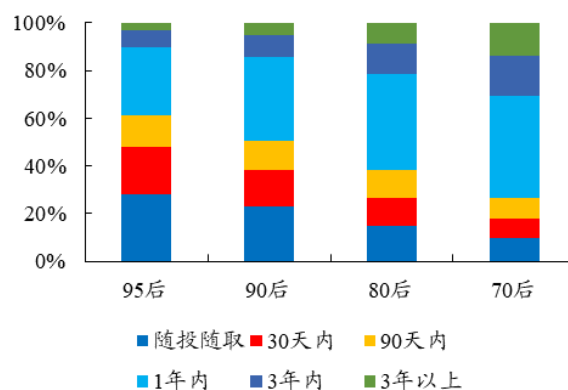


数据来源:《2019 线上理财人群报告》、开源证券研究所

注: (1) 进阶理财产品用户指买过理财产品包含以下任意一种: 国债/货币基金/股票/外汇/公司债券/黄金/大宗商品/其他金融衍生品等

(2) 基础理财产品用户指买过的理财产品只包含: 银行定存、银行理财和货币基金产品

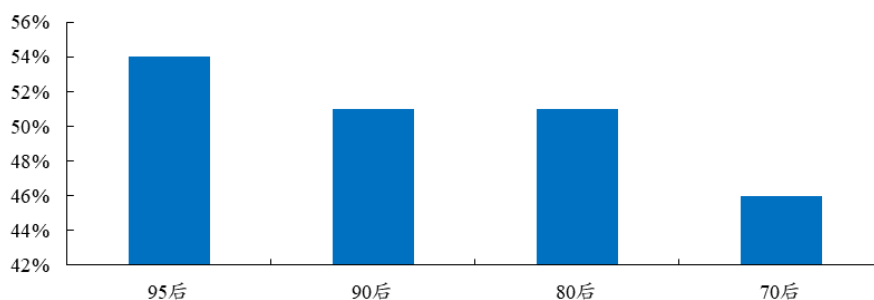
图83: 90及95后对于金融资产流动性需求较高



数据来源:《2019 线上理财人群报告》、开源证券研究所

图84: 80后风险偏好高于90及95后

各代际不能接受任何亏损及亏损本金5%以内占比



数据来源:《2019 线上理财人群报告》、开源证券研究所

图85：80后为投资理财中坚力量



资料来源：《2019 线上理财人群报告》、开源证券研究所

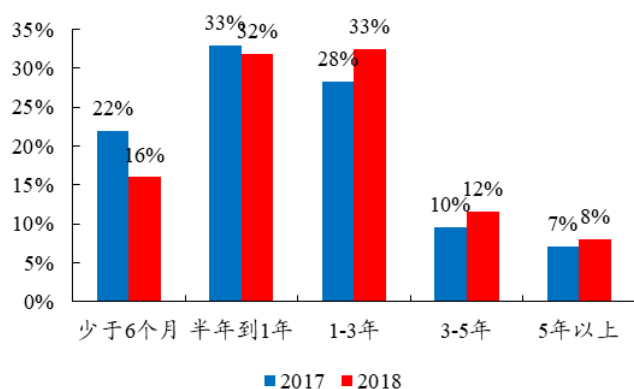
天天基金用户以 80 后为主，客单价增速有望超越同业。天天基金用户以 80 后人群为主，其他新兴互联网代销平台用户更多以 90 后及 95 后人群为主，80 后作为理财投资中坚人群，可投资资产相对较高，同时风险偏好高于 90 后人群，对于金融资产流动性需求低于年轻一代，客均资产将高于 90 后，驱动天天基金客单价持续增长。此外，随着客户资产自然增长以及居民资产对非货基配置的提升，客均资产将有一定自然增长，整体看，天天基金客单价增速有望高于同业。

3.2.3、换手率下降，保有量有望持续增长

用户基金持有时间拉长，换手率下降。根据基金业协会数据，基金持有时长少于 6 个月的投资者比重从 2017 年的 22% 下降至 2018 年的 16%，基金持有时长在 1-3 年/3-5 年/5 年以上投资者比重均有所提升，用户整体持有基金时间拉长，换手率有所下降。

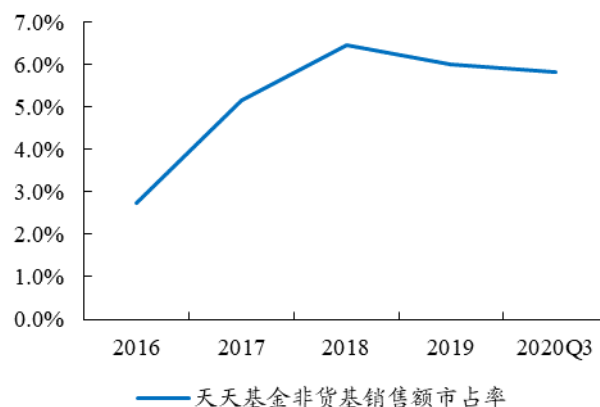
预计天天基金保有量有所提升。从 2016-2020Q3，天天基金非货基销售额市占率从 3.1% 提升至 5.8% 左右，权益类基金销售额市占率约随着用户换手率不断下降，天天基金销售额市占率略有下降，2019-2020Q3 末，天天基金销售额市占率从 6.0% 微降至 5.8%。用户持有期限不断拉长，天天基金保有量有所提升，我们预计天天基金保有量在 3000 亿以上。

图86: 基金持有时长明显提升



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

图87: 2020Q3 天天基金销售额市占率整体呈上行趋势



数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

4、投资结论

公募市场有望超预期扩容，独立三方和券商市占率有望提升，维持行业“看好”评级。资管产品供给侧持续调整下居民资产超预期转移，2021 开年以来新发市场持续火爆，预计居民资产改革仍处于快车道，后续非货基规模扩容有望超预期。市场扩容下，独立三方机构具有流量、价格、功能等多方优势，有望持续抢占银行市场份额，券商在权益类资产和投研方面具有优势，同时部分股民可直接在 APP 上购买基金，市占率有望保持提升，维持行业“看好”评级。推荐互联网财富管理优质赛道稀缺龙头东方财富，同时，基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券和招商证券有望成为受益标的。

表22: 券商旗下基金业务线条利润贡献不断提升

公司名称	2019			2020H1		
	代销收入利润贡献	基金公司利润贡献	代销+基金公司合计利润贡献	代销收入利润贡献	基金公司利润贡献	代销+基金公司合计利润贡献
西南证券	1.1%	24.3%	25.4%	1.1%	45.2%	46.3%
长城证券	1.5%	24.9%	26.5%	2.6%	29.4%	32.0%
第一创业	0.8%	21.1%	21.9%	0.6%	30.9%	31.6%
中原证券	11.6%		11.6%	29.3%		29.3%
兴业证券	5.7%	25.5%	31.2%	5.5%	22.4%	27.8%
东方证券	2.2%	23.5%	25.7%	3.8%	21.1%	24.9%
太平洋	2.6%		2.6%	15.7%		15.7%
广发证券	1.3%	13.8%	15.1%	1.7%	12.8%	14.5%
东北证券	0.8%	12.3%	13.1%	0.2%	14.3%	14.5%
长江证券	3.2%	8.5%	11.7%	6.1%	7.6%	13.7%
招商证券	1.2%	11.1%	12.3%	2.3%	10.3%	12.6%
华泰证券	0.9%	7.1%	8.0%	2.4%	6.7%	9.0%
中信证券	3.4%	6.1%	9.5%	3.3%	5.2%	8.5%
财通证券	1.4%	1.4%	2.9%	3.7%	3.7%	7.4%
国信证券	2.2%	5.6%	7.7%	0.4%	6.4%	6.9%

数据来源: 中证协、Wind、开源证券研究所

注: (1) 2019 年和 2020H1 代销收入数据来源于证券业协会, 2019 年为专项合并口径, 2020H1 为单家公司口径;

(2) 代销收入贡献=代销收入*50%(假设代销业务净利率)/净利润

(3) 基金公司利润贡献=持股(控股)基金公司利润*持股比例/母公司净利润

表23: 基金公司为部分券商带来较高利润贡献

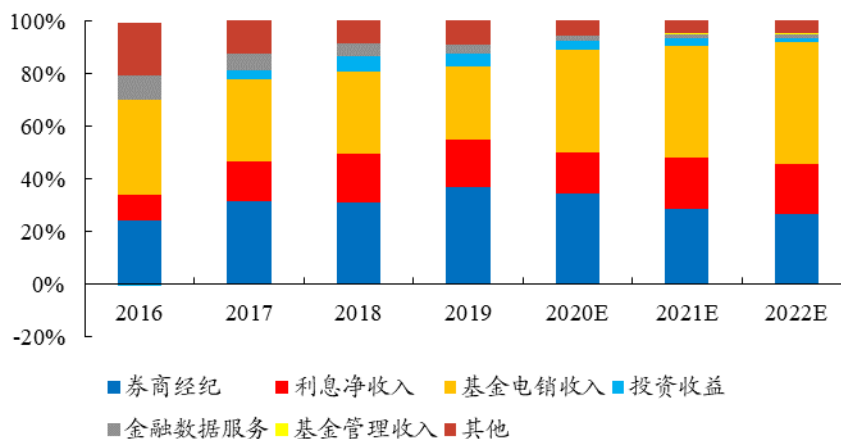
券商	2020H1 持股基金公司利润贡献	2019 年持股基金公司利润贡献	2018 年持股基金公司利润贡献
西南证券	45%	24%	77%
第一创业	31%	21%	51%
长城证券	29%	25%	32%
兴业证券	22%	26%	330%
东方证券	21%	24%	40%
东北证券	14%	12%	20%
广发证券	13%	14%	13%
招商证券	10%	11%	19%
国信证券	6%	6%	7%
中信证券	5%	6%	8%
国海证券	5%	11%	44%
申万宏源	5%	5%	6%
华泰证券	7%	7%	12%
海通证券	4%	4%	5%
南京证券	4%	4%	1%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

东方财富: 基金代销有望成为第一业务, 成长属性强化。2017-2019 年, 东方财富券

商经纪业务迅速发展，逐渐成为第一大业务。未来随着权益市场不断扩容，公募基金规模持续增长，天天基金在用户量和客单价双双提升驱动下，基金代销市占率有望持续攀升，基金代销收入有望保持高增，超过证券经纪重回第一大业务，成长属性强化，ROE 空间打开。

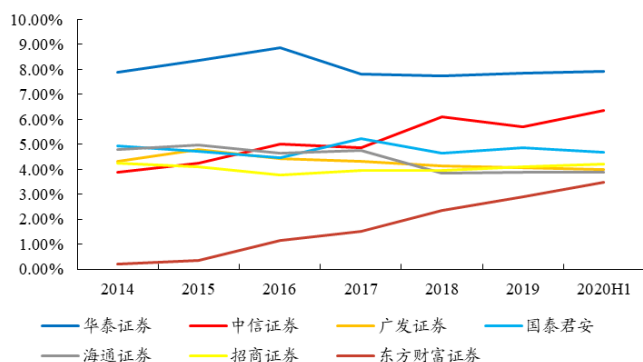
图88: 基金代销有望成为第一业务



数据来源: Wind、开源证券研究所

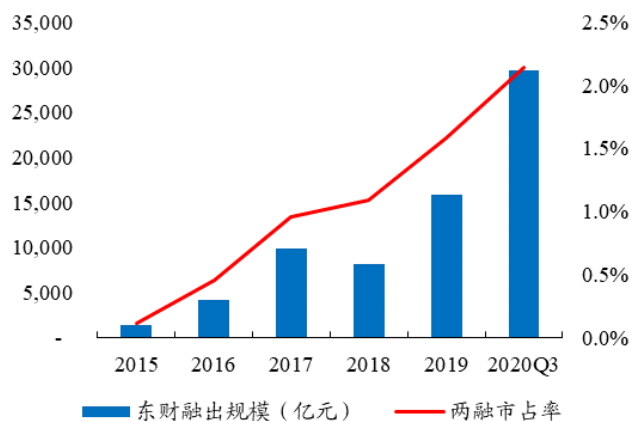
零售业务占优。公司零售证券依托流量端龙头优势、互联网券商成本优势、丰富的服务模式等，经纪业务市场份额快速攀升，实现弯道超车，2020 前三季度公司股票成交额市占率约为 3.39%，较年初提升 48bp，与头部券商市占率差距逐渐缩小。两融业务上，量价优势下公司两融业务逆势增长，公司两融业务市占率从 2016 年的 0.45% 提升至 2020Q3 的 2.14%，行业排名迅速提升。

图89: 公司股票成交额市占率接近头部券商



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图90: 东方财富两融余额及市场份额快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

兴业证券: 财富管理和基金公司贡献较高。2019 和 2020H1，公司金融产品代销收入分别为 1.69/1.49 亿元，分别同比+21%/+99%，占经纪业务收入分别为 12.1%/14.6%，据财联社报道，2020 年公司产品代销规模突破 1000 亿，全年代销金额超过前三年累计总和，其中产品保有、权益类产品保有均创公司历史新高。同时，公司控股兴证全

球基金,持有南方基金 9.15%股份,2020H1 两家基金公司合计为公司贡献 22%利润,在机构化及权益化时代下,公司金融产品代销规模有望持续提升,基金公司利润贡献有望不断释放。

招商证券:零售基础良好,金控背景下协同效应有望不断加强。公司作为头部券商,零售用户基础良好,2020H1 公司金融产品代销收入 1.89 亿元,同比+146%。公司分别持有博时基金和招商基金 49%/45%股份,2019 和 2020H1 两家公司利润贡献分别为 11%/10%,2021 年新发基金市场火爆,公募基金市场持续扩容下,两家基金公司有望为公司带来更多利润贡献,同时在金控监管背景下,预计招商证券和招商银行协同效应不断提高,利好公司零售业务。

表24: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/01/26	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
300059.SZ	东方财富	36.62	0.27	0.55	0.79	134.30	66.55	买入
601377.SH	兴业证券	8.63	0.26	0.51	0.57	33.19	16.79	未评级
600999.SH	招商证券	25.35	0.97	1.07	1.22	26.13	23.77	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除东方财富外,上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期;

5、风险提示

- 新冠肺炎对经济影响超预期;
- 公募基金市场扩容不及预期。

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的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	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	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，属于机密材料，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

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
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