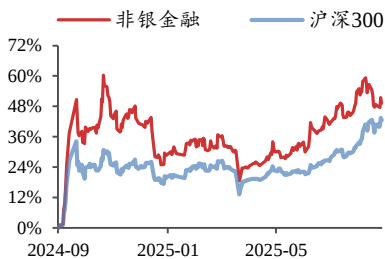


非银金融

2025 年 09 月 14 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《整体符合预期，代销渠道马太效应或加剧——渠道降费政策点评》

-2025.9.6

《券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向——非银金融行业 2025 年中报要点评述》

-2025.8.31

《赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略看多非银——行业周报》

-2025.8.24

蚂蚁、招行和零售型券商高增，行业马太效应加强

——2025H1 基金销售渠道数据点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

事件：近日，基金业协会披露 2025 上半年基金销售机构前 100 保有规模数据。

● 银行渠道发力股票指数，券商权益和非货份额提升，主动权益净赎回放缓

(1) 前 100 家代销机构权益和非货保有环比增长。2025H1 末前 100 家代销机构权益/非货保有 5.14/10.20 万亿元，较年初+6%/+7%，占全市场保有比重分别为 61%/51%，较年初+0.09/+0.96pct，反映头部代销保有增速高于直销。前 100 代销机构股票指数类/主动权益类保有（权益-股票指数，下同）分别为 1.95/3.19 万亿，较年初+15%/+1%，指数产品增长驱动权益基金增长，主动权益微增。

(2) 渠道份额来看，银行非货和权益均下降，三方非货上升、权益下降，券商非货和权益均上升，银行和三方发力场外指数基金驱动股票指数份额明显提升。

(a) 非货口径，银行/三方/券商份额为 43%/35%/20%，环比-1.2/+0.7/+0.5pct，银行份额延续下降，券商和三方份额有所增长。(b) 权益口径，银行/三方/券商份额为 42%/29%/27%，环比-0.2/-0.05/+0.15pct。(c) 股票型指数口径，银行/三方/券商份额为 14%/30%/55%，环比+2.4/+0.4/-2.3pct，银行份额增长明显，反映其在场外联接 ETF 产品上持续发力，三方增长主因蚂蚁。(d) 主动权益口径，银行/三方/券商份额为 59%/28%/10%，环比+0.4/-0.4/-0.5pct，银行份额有所提升，三方和券商下降，核心是招商银行拉动。银行/三方/券商主动权益占权益比重为 88%/60%/23%，环比-3/-4/-2pct，各渠道主动权益占比下降、指数占比提升，代销机构数据来看，客户从主动权益迁移至被动指数的趋势仍在。(e) 债基（非货-权益）口径，银行/三方/券商份额为 44%/41%/13%，环比-2.3/+1.4/+0.9pct。

(3) 1-7 月主动权益净赎回趋势缓解，ETF 份额增速放缓。2025 年 7 月末，全市场权益/非货 AUM8.75/20.46 万亿，较年初+9.9%/+6.5%，我们测算主动权益/股票 ETF AUM5.65/3.10 万亿，较年初+11.3%/+7.5%，份额分别较年初-0.6%/-0.7%，主动权益净赎回程度较 2024 年明显缓解，ETF 份额增长较 2024 年放缓，1-7 月主动权益基金单位净值上涨 12%优于股票 ETF 的 8%。

● 蚂蚁基金份额全方位增长，招商银行主动权益表现亮眼，零售优势券商高增

(1) 代销渠道竞争格局呈现头部集中趋势。2025H1 权益、非货 CR5 集中度分别为 44.2%/41.3%，环比+1.3/+0.2pct，股票型指数/主动权益 CR5 集中度分别为 41.0%/49.4%，环比+1.6/+2.1pct。

(2) 银行渠道招商银行保持领先地位，权益/非货 AUM4920/10419 亿，环比+20%/+10%，股票型指数/主动权益 735/4185 亿，环比+26%/+19%，主动权益环比增速领跑银行渠道，预计长赢计划和启明星计划见效。此外，江苏银行/浙商银行非货环比+132%/+37%，农业银行股票指数环比+169%至 202 亿增速领先。

(3) 三方渠道表现分化，TOP3 蚂蚁基金/天天基金/腾安基金权益 AUM8229/3496/824 亿，环比+11%/+0.1%/+9%，非货 AUM15675/6374/3277 亿，环比+8%/+11%/+10%。主动权益份额蚂蚁/天天/腾安基金为 13.6%/7.9%/1.6%，环比+0.3/-0.2/+0.03pct；股票型指数份额分别为 20.0%/4.9%/1.6%，环比+1.2/-0.5/+0.1pct。蚂蚁基金流量优势突出，全品类份额提升，指数类提升显著，天天基金非货份额提升，权益份额下降。以 B 端业务为主的基煜和汇成非货保有环比+30%/+12%，非货渠道份额 2.6%/1.3%，分别+0.5/+0.1pct，关注官方直销平台落地对 B 端代销业务的影响。

(4) 券商渠道 TOP3 为中信证券、华泰证券和国泰海通，权益 AUM 为 1421/1266/978 亿，环比+5%/+5%/+78%(合并影响)，非货 AUM 为 2397/1752/1605 亿，环比+15%/+5%/+77%。招商证券/中信建投/国信证券/方正证券权益 AUM838/773/671/296 亿，环比+20%/+26%/+21%/+20%增速相对领跑行业，或因市场交易活跃的环境以及其零售业务优势。

● 上半年代销渠道马太效应加剧，渠道降费改革有望重塑竞争格局

上半年渠道集中度提升趋势延续，头部机构排名稳定但在主动权益、股票指数和债基代销表现持续分化，反映资源投入、自身客群、营销策略的差异，招商银行主动权益份额高增，蚂蚁基金指数份额高增。9 月 5 日晚，证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》，2C 尾佣分成未变，主要针对前端申购和 C 类份额销售服务费整改，实际让利给投资者。新规对于依赖前端申购费的银行和券商渠道影响较大，对于依赖份额销售服务费的三方渠道有一定影响，政策旨在改变渠道“重首发，轻持营”，预计将对渠道生态以及竞争格局进一步重塑。长期看，我国大财富管理行业空间广阔，头部机构有望保持领先优势，渠道端推荐东方财富与头部券商，产品端推荐参控股优质公募基金的广发证券、东方证券。推荐财富管理优势突出的中信证券，华泰证券，中金公司。

● 风险提示：市场波动风险；行业竞争加剧。

附图 1：权益口径下，蚂蚁基金、招商银行、天天基金规模领先

股票+混合基金（亿元）								
排名	机构名称	机构类型	2024Q4保有规模	2025Q2保有规模	环比增幅	2024Q4代销市占率	2025Q2代销市占率	代销市占率变化
1	蚂蚁基金	独立三方	7388	8229	11%	15.23%	16.02%	0.79%
2	招商银行	银行	4105	4920	20%	8.46%	9.58%	1.12%
3	天天基金	独立三方	3493	3496	0%	7.20%	6.80%	-0.39%
4	工商银行	银行	3310	3399	3%	6.82%	6.62%	-0.21%
5	建设银行	银行	2504	2638	5%	5.16%	5.13%	-0.03%
6	中国银行	银行	1837	1903	4%	3.79%	3.70%	-0.08%
7	交通银行	银行	1537	1629	6%	3.17%	3.17%	0.00%
8	中信证券	券商	1357	1421	5%	2.80%	2.77%	-0.03%
9	农业银行	银行	1300	1359	5%	2.68%	2.65%	-0.03%
10	华泰证券	券商	1202	1266	5%	2.48%	2.46%	-0.01%
11	中国人寿	保险	951	1114	17%	1.96%	2.17%	0.21%
12	国泰海通	券商	548	978	78%	1.13%	1.90%	0.77%
13	招商证券	券商	699	838	20%	1.44%	1.63%	0.19%
14	腾安基金	独立三方	755	824	9%	1.56%	1.60%	0.05%
15	兴业银行	银行	798	814	2%	1.64%	1.58%	-0.06%
16	广发证券	券商	781	809	4%	1.61%	1.57%	-0.03%
17	中信建投	券商	614	773	26%	1.27%	1.50%	0.24%
18	平安银行	银行	786	763	-3%	1.62%	1.49%	-0.13%
19	中国银河	券商	719	742	3%	1.48%	1.44%	-0.04%
20	浦发银行	银行	728	728	0%	1.50%	1.42%	-0.08%
代销渠道前100规模			48518	51374	5.9%			
CR5集中度			20800	22682	9.0%	42.9%	44.2%	1.3%
CR10集中度			28033	30260	7.9%	57.8%	58.9%	1.1%

数据来源：中基协、开源证券研究所

附图 2：股票指数类口径下，蚂蚁基金、中信证券、华泰证券规模领先

股票指数类基金（亿元）									
排名	机构名称	机构类型	2024Q4保有规模	2025Q2保有规模	环比增幅	2024Q4代销市占率	2025Q2代销市占率	市占率变化	2024Q4指数占权益比重
1	蚂蚁基金	独立三方	3201	3910	22%	18.8%	20.0%	1.2%	43.3%
2	中信证券	券商	1090	1223	12%	6.4%	6.3%	-0.1%	80.3%
3	华泰证券	券商	1087	1150	6%	6.4%	5.9%	-0.5%	90.4%
4	天天基金	独立三方	925	964	4%	5.4%	4.9%	-0.5%	26.5%
5	国泰海通	券商	407	757	86%	2.4%	3.9%	1.5%	74.3%
6	招商银行	银行	582	735	26%	3.4%	3.8%	0.3%	14.2%
7	招商证券	券商	533	659	24%	3.1%	3.4%	0.2%	76.3%
8	中国银河	券商	543	563	4%	3.2%	2.9%	-0.3%	75.5%
9	广发证券	券商	455	509	12%	2.7%	2.6%	-0.1%	58.3%
10	东财证券	券商	464	474	2%	2.7%	2.4%	-0.3%	93.0%
11	国信证券	券商	394	457	16%	2.3%	2.3%	0.0%	70.9%
12	中信建投	券商	387	455	18%	2.3%	2.3%	0.1%	63.0%
13	平安证券	券商	430	432	0%	2.5%	2.2%	-0.3%	80.2%
14	工商银行	银行	269	376	40%	1.6%	1.9%	0.3%	8.1%
15	腾安基金	独立三方	257	309	20%	1.5%	1.6%	0.1%	34.0%
16	中万宏源	券商	267	293	10%	1.6%	1.5%	-0.1%	76.5%
17	中金财富	券商	274	285	4%	1.6%	1.5%	-0.1%	74.5%
18	建设银行	银行	258	272	5%	1.5%	1.4%	-0.1%	10.3%
19	中国银行	银行	181	254	40%	1.1%	1.3%	0.2%	9.9%
20	国金证券	券商	166	236	42%	1.0%	1.2%	0.2%	71.9%
代销渠道前100规模			17039	19522	14.6%				35%
CR5集中度			6710	8004	19.3%	39.4%	41.0%	1.6%	
CR10集中度			9287	10944	17.8%	54.5%	56.1%	1.6%	

数据来源：中基协、开源证券研究所

附图 3：主动权益类口径下，蚂蚁基金、招商银行、工商银行规模领先

主动权益基金（亿元）（主动权益=权益-股票型指数）								
排名	机构名称	机构类型	2024Q4保有规模	2025Q2保有规模	环比增幅	2024Q4代销市占率	2025Q2代销市占率	市占率变化
1	蚂蚁基金	独立三方	4,187	4,319	3%	13.3%	13.6%	0.3%
2	招商银行	银行	3,523	4,185	19%	11.2%	13.1%	1.9%
3	工商银行	银行	3,041	3,023	-1%	9.7%	9.5%	-0.2%
4	天天基金	独立三方	2,568	2,532	-1%	8.2%	7.9%	-0.2%
5	建设银行	银行	2,246	2,366	5%	7.1%	7.4%	0.3%
6	中国银行	银行	1,656	1,649	0%	5.3%	5.2%	-0.1%
7	交通银行	银行	1,382	1,430	3%	4.4%	4.5%	0.1%
8	农业银行	银行	1,225	1,157	-6%	3.9%	3.6%	-0.3%
9	中国人寿	保险	783	991	27%	2.5%	3.1%	0.6%
10	兴业银行	银行	751	721	-4%	2.4%	2.3%	-0.1%
11	浦发银行	银行	674	652	-3%	2.1%	2.0%	-0.1%
12	平安银行	银行	704	647	-8%	2.2%	2.0%	-0.2%
13	民生银行	银行	707	608	-14%	2.2%	1.9%	-0.3%
14	中信银行	银行	617	573	-7%	2.0%	1.8%	-0.2%
15	腾安基金	独立三方	498	515	3%	1.6%	1.6%	0.0%
16	邮储银行	银行	402	374	-7%	1.3%	1.2%	-0.1%
17	中信建投	券商	227	318	40%	0.7%	1.0%	0.3%
18	广发证券	券商	326	300	-8%	1.0%	0.9%	-0.1%
19	光大银行	银行	362	293	-19%	1.1%	0.9%	-0.2%
20	宁波银行	银行	256	245	-4%	0.8%	0.8%	0.0%
代销渠道前100规模			31,479	31,852	1.2%			
CR5集中度			15,565	16,425	5.5%	49.4%	51.6%	2.12%
CR10集中度			21,362	22,373	4.7%	67.9%	70.2%	2.38%

数据来源：中基协、开源证券研究所

附图 4：非货口径下，蚂蚁基金、招商银行、天天基金规模领先

非货币基金（亿元）								
排名	机构名称	机构类型	2024Q4保有规模	2025Q2保有规模	环比增幅	2024Q4代销市占率	2025Q2代销市占率	代销市占率变化
1	蚂蚁基金	独立三方	14529	15675	8%	15.2%	15.4%	0.1%
2	招商银行	银行	9504	10419	10%	10.0%	10.2%	0.2%
3	天天基金	独立三方	5754	6374	11%	6.0%	6.2%	0.2%
4	兴业银行	银行	4689	4998	7%	4.9%	4.9%	0.0%
5	工商银行	银行	4687	4624	-1%	4.9%	4.5%	-0.4%
6	中国银行	银行	4024	3968	-1%	4.2%	3.9%	-0.3%
7	建设银行	银行	3459	3355	-3%	3.6%	3.3%	-0.3%
8	腾安基金	独立三方	2976	3277	10%	3.1%	3.2%	0.1%
9	平安银行	银行	2707	2686	-1%	2.8%	2.6%	-0.2%
10	基煜基金	独立三方	2041	2648	30%	2.1%	2.6%	0.5%
11	邮储银行	银行	1987	2458	24%	2.1%	2.4%	0.3%
12	中信证券	券商	2088	2397	15%	2.2%	2.4%	0.2%
13	交通银行	银行	1947	1931	-1%	2.0%	1.9%	-0.1%
14	华泰证券	券商	1666	1752	5%	1.7%	1.7%	0.0%
15	农业银行	银行	1710	1712	0%	1.8%	1.7%	-0.1%
16	中国人寿	保险	1412	1627	15%	1.5%	1.6%	0.1%
17	国泰海通	券商	906	1605	77%	1.0%	1.6%	0.6%
18	中信银行	银行	1529	1582	3%	1.6%	1.6%	-0.1%
19	京东肯特瑞	独立三方	1263	1416	12%	1.3%	1.4%	0.1%
20	宁波银行	银行	1512	1407	-7%	1.6%	1.4%	-0.2%
代销渠道前100规模			95367	101993	6.9%			
CR5集中度			39163	42090	7.5%	41.1%	41.3%	0.2%
CR10集中度			54370	58024	6.7%	57.0%	56.9%	-0.1%

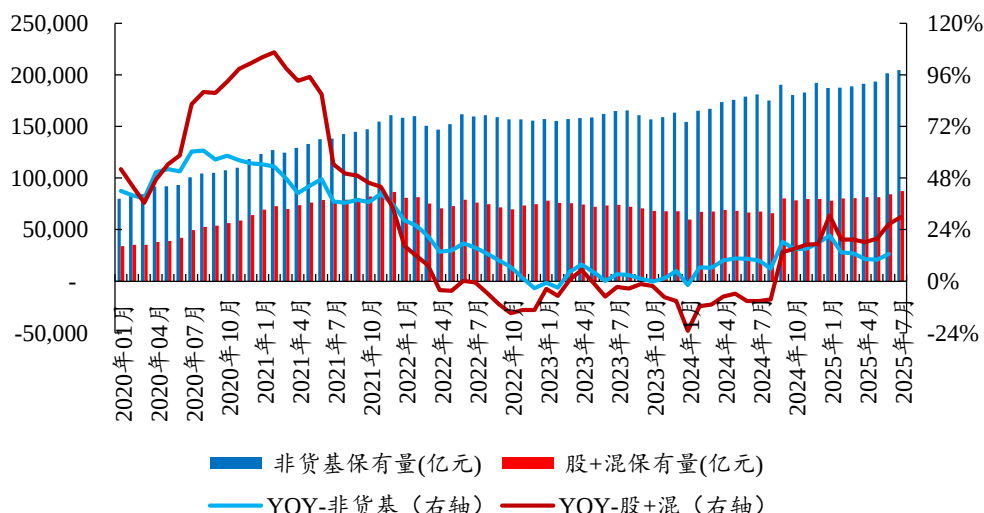
数据来源：中基协、开源证券研究所

附图 5：银行渠道发力股票指数，券商权益和非货份额提升

代销前100市占率（股+混口径）						
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q2	2024Q4	2025Q2
商业银行	49.5%	47.6%	45.7%	44.8%	41.9%	41.7%
独立销售机构	25.7%	25.0%	24.3%	28.5%	28.8%	28.7%
证券公司	23.5%	26.1%	28.4%	24.9%	27.3%	27.4%
保险公司	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%
代销前100市占率（非货口径）						
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q2	2024Q4	2025Q2
商业银行	46.0%	45.3%	44.8%	45.6%	44.2%	43.0%
独立销售机构	34.9%	34.2%	33.6%	34.8%	34.2%	35.0%
证券公司	18.0%	19.3%	20.4%	18.1%	20.0%	20.4%
保险公司	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%
代销前100市占率（股票指数类）						
单位：亿元	2024Q4	2025Q2	25Q2环比	24Q4渠道份额	25Q2渠道份额	25Q2市占率变化
商业银行	1923	2656	38.1%	11.3%	13.6%	2.3%
独立销售机构	5112	5939	16.2%	30.0%	30.4%	0.4%
证券公司	9827	10804	9.9%	57.7%	55.3%	-2.3%
保险公司	177	123	-30.5%	1.0%	0.6%	-0.4%
前100名合计	17039	19522	14.6%	100.0%	100.0%	
代销前100市占率（主动权益类）						
单位：亿元	2024Q4	2025Q2	25Q2环比	24Q4渠道份额	25Q2渠道份额	25Q2市占率变化
商业银行	18419	18777	1.9%	58.5%	59.0%	0.4%
独立销售机构	8837	8806	-0.4%	28.1%	27.6%	-0.4%
证券公司	3398	3278	-3.5%	10.8%	10.3%	-0.5%
保险公司	825	991	20.1%	2.6%	3.1%	0.5%
前100名合计	31479	31852	1.2%	100.0%	100.0%	

数据来源：中基协、开源证券研究所

附图 6：2025 年 7 月末，全市场权益/非货 AUM8.75/20.46 万亿，较年初+9.9%/+6.5%



数据来源：中基协、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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3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9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