证券

2020 年 08 月 30 日

尾佣设限对互联网三方影响极小，市场扩张是主线

——《公募基金销售机构管理办法》点评

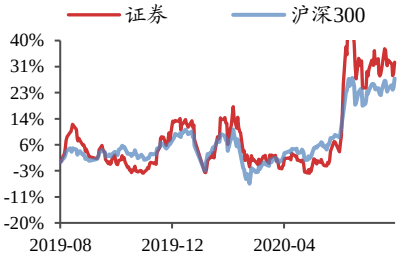
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《创业板注册制首批企业即将上市点评-注册制正式步入存量市场，券商业务全面受益》-2020.8.15

《券商 7 月月报点评报告-一二级市场火热驱动业绩高增，继续看好券商》-2020.8.6

《证券行业深度报告-制度突破驱动融券业务爆发，头部券商更加受益》-2020.7.26

事件：2020 年 8 月 28 日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则，自 2020 年 10 月 1 日起实施。

点评：

● 明确尾佣分成上限，允许独销机构销售私募产品

2019年2月证监会发布征求意见稿，与征求稿相比，正式稿在以下五方面进行了修改：**1）设置客户维护费上限。**建立销售机构长期考核机制，对于个人和非个人投资者，客户维护费占基金管理费比率分别不超过50%和30%。**2）允许独销机构从事私募证券投资基金销售业务。3）优化牌照续展制度。**将原有内部经营混乱、累计亏损等七条不予续展情形修订为三类主要情形，最近一年度基金销售日均保有量要求从10亿降低至5亿。**4）调整完善独销机构5%以上股东及控股股东要求。**对于持股5%以上股东，法人股东净资产要求从1亿降至5000万，取消最近3个会计年度连续盈利要求，个人股东降低工作经历年限；控股股东新增净资产要求。**5）取消宣传材料前期备案要求，改为内部审查并存档备查。**正式稿主要影响集中在明确尾佣分成上限、提高独立销售机构准入门槛和放宽展业范围。

● 尾佣分成设置上限对互联网三方机构影响极小

新规对代销机构尾佣分成设置上限，同时要求对投资者事前披露，尽管独立三方机构尾佣收入占比较高，但整体影响极小。1）互联网三方个人客户为主：大部分产品尾佣比例不超过 50%，平均预计在 40%左右，上限设置对收入影响极小。2）以机构客户为主的三方：30%尾佣分成上限可能会降低三方销售费率，长期看，机构客户从三方平台购买基金在持续放量，销量扩大有助于补充收入。3）银行：银行议价能力更高，新发产品尾佣分成或超过 50%，设置上限对尾佣收入有所影响。4）券商：主要通过席位佣金获取尾端收入，影响极小。长期看，费用高低依然取决于渠道方的议价能力，若渠道方收入受损，或通过其他方式补足。

● 独销机构准入门槛提高，允许销售私募产品丰富业务模式

1）与 2013 年规定相比，正式稿对独销机构准入门槛有所提升，提高了设立公司的净资产要求及控股股东条件，同时引入牌照续展制度，非货基保有量不足 5 亿等 3 种情形要求退出。2）新规允许独销机构销售私募证券投资基金，截至 2020 年 7 月末，全市场私募证券基金规模为 3.09 万亿，占全市场非货币公募基金规模的 31%，展业范围扩大下，高净值客户优势明显的独立销售机构更加受益。

● 投资结论：行业规范利于健康发展，市场扩容下龙头三方明显受益

监管意在平衡渠道方和基金公司的利益，尾佣上限对互联网三方影响极小，行业规范化利于长期健康发展；而“房住不炒”、资管新规打破理财产品刚兑和注册制改革三力叠加下，居民资产将加速向资本市场转移，市场空间扩容是主旋律，高净值客户优势明显的券商以及互联网三方代销龙头受益，维持行业“看好”评级，推荐东方财富（300059）。

● 风险提示：政策限制对基金销售收入带来负面影响。

附表：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/8/28	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
300059.SZ	东方财富	26.33	0.27	0.61	0.87	3.16	3.98	8.34	6.62	买入

数据来源：Wind、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