

证券 II

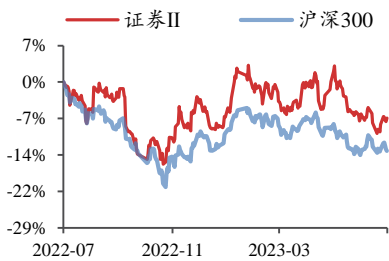
2023 年 07 月 08 日

产品端降费靴子落地，公募行业马太效应加剧

——公募基金行业费率改革点评

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

《业务规则进一步完善，推动券商向买方中介转型—基金投顾政策点评》-2023.6.11

《自营是业绩胜负手，看好手续费收入改善—证券行业 2022 年及 2023 一季报综述》-2023.5.16

《独立三方平台市占率提升，居民财富迁移趋势开启—2023Q1 基金销售渠道数据点评》-2023.4.29

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：2023 年 7 月 8 日部分基金公司发布降低旗下公募基金产品管理费及托管费，证监会制定公募基金行业费率改革工作方案。

● 费率改革涉及公募、渠道、券商等多方，政策力度或超市场此前预期

(1)降低主动权益类基金费率。新产品管理、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、托管费率分别降至 1.2%、0.2%以下；其余存量产品争取于 2023 年底前完成调降。(2)以固定费率为主，推出更多浮动费率产品。浮动费率产品与持有时间、规模和业绩挂钩。(3)规范公募证券交易佣金费率。相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于 2023 年底前完成。(4)规范销售环节收费。2022 年销售渠道相关费用占公募基金费用总额约 37%。未来证监会将通过法规修改，统筹让利投资者和调动销售机构积极性，进一步规范销售环节收费，预计于 2024 年底前完成。发力持营，加快向“重保有”转变。(5)支持基金公司拓宽收入来源。推动基金投顾业务试点转常规，允许对个人养老金等特定资金投资份额设定更低费率。(6)加强跨部委协调，推动各类机构投资者通过公募基金加大权益配置。(7)完善公募费率披露机制，降低运营成本。推进基金后台运营服务外包试点转常规；全面披露证券交易佣金费率和分配情况。

● 行业全链条承压，公募基金马太效应加大，渠道费用面临规范

1、对公募基金：(1) 存量高管理费率权益产品调降至 1.2%（高费率权益产品指管理费率大于 1.2%的股+混基金，下同），费率降幅 20%。2025 年主动权益类基金管理费率将较 2022 年下降约 26%至 1.1%。我们以 2022 年 51 家样本基金公司数据测算，2022 年高费率权益产品收入占总营收比重 41%，在高费率产品降幅 20%/26%假设下，预计公募基金行业营收降幅分别为 8%/11%，按尾佣同比例下降、其余成本不变计算，净利润降幅分别为 15%/19%。（见附表）(2) 席位佣金率下调或造成基金公司成本增加，渠道分成调降利于降低基金公司成本。(3) 本次降费对主动权益占比较高的基金公司影响较大，头部公司 ETF 和非公募业务占比较高，同时头部公司在浮动产品、基金投顾、渠道议价和运营成本方面具有优势，行业马太效应增强。**2、对渠道商：**(1) 管理费分成是渠道端核心营收，三方尾佣收入占比高于银行和券商(头部三方平台尾佣收入占比约 70%)，主动权益费率调降预计造成全市场股+混基金平均管理费率降幅 12.4%，对头部三方平台营收降幅约 8%。(2) 后续或进一步规范销售收费，渠道分成比例调降对渠道收入或造成进一步影响。(3) 银行和券商渠道收入中前端或佣金为主，影响小于三方。发力基金投顾或是未来渠道端重要举措。

● 短期财富线估值承压，居民财富迁移空间仍大，看好行业长期投资价值

本次改革全面优化公募基金费率模式，对产品费率、渠道和佣金等多方面规范和调降，财富管理线估值短期承压。中长期看，改革促进公募基金行业与投资者利益协调一致，利于行业健康可持续发展。当前我国居民配置权益资产（股票和基金）比例较低，与海外相比有较大提升空间，看好行业长期投资机会。产品端降费率先靴子落地，且对头部基金影响相对较小，关注东方证券、广发证券和兴业证券底部机会。对渠道端影响尚不明朗，关注后续政策信号。

● 风险提示：管理费率和渠道分成降幅高于预期。

附表：高费率产品管理费收入占比 41%，预计降费 20%/26%对行业营收影响-8%/-11%，对净利润影响-15%/-19%

	高费率权益产品 管理费收入占比	对基金公司营收 的影响 费率降幅 20%	对基金公司营收 的影响 费率降幅 26%	对基金公司净利 润的影响 费率降幅 20%	对基金公司净利 润的影响 费率降幅 26%
样本 51 家基金公司	41%	-8%	-11%	-15%	-19%
top10 基金公司(营收 50 亿以上)	38%	-8%	-10%	-13%	-17%
top28 基金公司(营收 10 亿以上)	41%	-8%	-11%	-15%	-19%
23 家中小基金公司 (营收 10 亿以下)	37%	-7%	-10%	-20%	-26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 我们选取披露财务数据的 51 家基金公司作为样本。

(2) 上述基于 2022 年基金公司财务数据和基金产品管理费收入计算。

(3) 高费率权益产品指管理费率高于 1.2% (不含) 的股票型、混合型基金。

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。

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

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

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

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