

费率改革正式启动，利好行业长期发展

——行业专题报告

投资要点

□ **事件概况：**证监会 7 月 8 日发布公募基金费率改革工作安排，主要内容包括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。此次改革还将推出支持基金公司拓宽收入来源、优化基金销售行为等相关配套措施。

□ **事件点评：**

1、降低主动权益型产品管理费率：降低主动权益类基金费率水平是此次改革重点，即日起新注册产品管理费率不超过 1.2%，部分头部机构已经公告；其余存量产品费率将争取于 2023 年底下调。根据 wind 数据统计，2022 年主动权益型基金加权平均管理费率约为 1.44%，若整体下调至 1.2%，降幅约 17%。根据证监会消息，随着各项改革措施渐次落地，2025 年主动权益类基金管理费率将较 2022 年下降约 26%，若在 1.44% 的基础上降低 26%，则 2025 年管理费率将降至约 1.1%。

短期来看，降低主动权益型产品管理费率对公募基金公司，尤其是权益产品规模占比较高的基金公司及其券商股东的收入净利润会产生一定拖累。我们测算，假设部分头部机构 2022 年主动权益产品费率下降 0.3pct 且成本端保持刚性，将使得基金利润贡献度较高的券商净利润短暂承压，部分券商净利润下滑幅度或在 10% 以上。

长期来看，费率改革能够倒逼基金公司提高投研能力及风控水平，利好行业长期高质量发展，但是公募基金公司的盈利能力及对券商的利润贡献度受到管理费率的水平、成本管控程度、券商对基金公司的持股比例等多项因素影响。我们对 2032 年的基金行业净利润以及对券商的贡献度进行不同管理费率、不同成本管控程度带来的不同利润率等情况下的测算，预计管理费率 1.1% 的情况下公募基金对券商股东的利润贡献度仍有望呈提升趋势，若管理费率降至 0.5%，则公募基金对券商的利润贡献度或将小于 5%。从历史数据来看，当前我国头部基金公司的 ROE 在 20%-40% 左右，海外资管巨头贝莱德近 5 年的 ROE 在 13%-16% 左右，若费率降至 0.5% 后，我国头部基金公司也能凭借自身投研实力与管理能力保持领先于行业、与海外资管公司接近的盈利能力，叠加我国居民资产向权益市场转移的趋势，部分头部公募仍有望成为其实券商股东的业绩增长驱动力。

2、降低公募基金证券交易佣金费率：2023 年 5 月 18 日，财联社报道称，公募基金向券商支付的交易佣金或将从万八下降至万四，甚至更低至万三。此次公募基金费率改革工作安排中也提及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。我们预计公募降佣对证券行业整体盈利能力以及头部业务发展均衡的券商影响程度有限，部分佣金收入占比较高、以研究业务为特色的个股受影响相对较大。我们测算，假设 2020-2022 年公募佣金率砍半，上市券商 ROE 下滑程度均不足 0.5pct。展望未来，在佣金率下滑的情况下，券商与基金公司能够深度绑定、实现双赢的券结模式的受欢迎程度或将进一步提高，财富加研究等综合能力较强的券商有望胜出。

3、支持基金公司拓宽收入来源：2023 年 6 月 9 日，中国证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》，推动基金投资顾问业务转常规。根据证监会数据，自 2019 年试点启动以来，截至 2023 年 3 月末，共 60 家机构纳入基金投顾业务试点，基金投顾服务资产规模达 1,464 亿元，客户总数 524 万户，对应户均资产 2.8 万元。截至 2022 年末，中信证券、华泰证券、东方证券等公司的投顾规模已超百亿元，基金投顾业务已经取得一定成效。展望未来，基金投顾业务转常规后，将更好地迎合居民日益增长的财富管理需求，从

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁
执业证书号：S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：洪希柠
执业证书号：S1230523070001
hongxing@stocke.com.cn

研究助理：胡强
huqiang@stocke.com.cn

相关报告

- 《半年度策略：业绩向上，价值重估》 2023.05.18
- 《中国特色估值体系：券商重估》 2023.05.15
- 《投资亮眼，业绩复苏》 2023.05.04

“重销量”向“重保有”转型，也将成为证券公司、基金公司发展财富管理、拓宽收入来源的重要抓手。

□ 投资建议

短期来看，在下调管理费率的情况下，公募基金利润贡献度较高的券商业绩或将暂时承压，中信证券、华泰证券、中金公司（H）等业务结构更均衡的头部公司受冲击较小。长期来看，公募基金行业将走高质量发展之路，参控股优质公募基金公司的东方证券、广发证券等公司仍有望受益。

□ 风险提示

宏观经济大幅下降；改革效果不及预期；行业和公司数据测算基于多项假设，存在与实际情况有偏差的风险。

表1: 假设部分头部基金下调主动权益型产品管理费率后的对基金公司的影响测算

公司名称	2022年末主动权益型基金保有规模(亿元)	2022年主动权益型基金收入(亿元, 假设管理费均为1.5%)	2022年主动权益型基金收入(亿元, 假设管理费均为1.2%)	2022年营收(亿元)	2022年净利润(亿元)	假设主动权益管理费率降到1.2%, 收入的下滑程度	假设主动权益管理费率降到1.2%, 成本保持刚性, 利润的下滑程度
A公司	3,573	54	43	139	38	-8%	-28%
B公司	2,897	43	35	84	21	-10%	-41%
C公司	2,738	41	33	57	11	-14%	-74%
D公司	2,203	33	26	74	21	-9%	-32%
E公司	2,122	32	25	68	21	-9%	-30%
F公司	1,864	28	22	N/A	N/A	N/A	N/A
G公司	1,792	27	22	42	14	-13%	-39%
H公司	1,783	27	21	75	22	-7%	-25%
I公司	1,717	26	21	N/A	16	N/A	-33%
J公司	1,537	23	18	43	17	-11%	-27%
K公司	1,395	21	17	65	18	-6%	-24%
L公司	1,366	20	16	36	10	-11%	-40%
M公司	1,332	20	16	N/A	27	N/A	-15%
N公司	1,150	17	14	27	8	-13%	-42%
O公司	1,121	17	13	37	8	-9%	-41%
P公司	965	14	12	44	10	-7%	-29%
Q公司	926	14	11	53	17	-5%	-16%
R公司	747	11	9	58	18	-4%	-12%
S公司	600	9	7	34	12	-5%	-15%
T公司	491	7	6	14	3.79	-10%	-39%

资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 主动权益型基金规模为普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型规模加总。N/A表示wind未披露公司营收或净利润数据。

表2: 假设部分头部基金下调主动权益型产品管理费率后的对券商股东的影响测算

券商名称	参持股基金公司比例	22A基金净利润(亿元)	22A券商归母净利润(亿元)	对22A净利润贡献合计	22A调整后基金净利润(亿元)	假设基金净利润调整后对券商22A归母净利润的拖累
A证券	44%	8	3	117%	5	-48%
B证券	19%	8	2	86%	5	-28%
C证券	58%	1	2		1	
	49%	14	9	84%	8	-29%
D证券	47%	2	9		0	
	26%	8	4	73%	5	-22%
E证券	51%	2	4		1	
	100%	8	30	53%	5	-19%
	35%	21	30		15	

	18%	2	30		0	
F 证券	51%	17	26	39%	12	-10%
	9%	18	26		14	
G 证券	55%	21	79	26%	13	-9%
	23%	38	79		28	
H 宏源	28%	21	28	24%	14	-7%
	67%	1	28		1	
I 证券	49%	17	81	21%	16	-3%
	45%	18	81		14	
J 证券	28%	21	65	12%	14	-3%
	51%	5	65		1	
K 证券	49%	4	111	8%	2	-2%
	41%	18	111		14	
L 证券	50%	10	61	8%	7	-2%
M 证券	62%	22	213	6%	16	-2%
N 证券	51%	10	115	5%	6	-2%

资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 假设表 1 中的部分基金公司先下调主动权益型基金管理费率。

表3: 公募降佣对上市券商 ROE 的影响测算

	2020	2021	2022
上市券商分仓佣金收入 (亿元)	118	185	154
上市券商经纪业务净收入 (亿元)	1,159	1,395	1,138
上市券商营业总收入 (亿元)	5,256	6,415	4,905
分仓佣金占经纪业务净收入比重	10%	13%	14%
分仓佣金占总营收比重	2%	3%	3%
上市券商净利润 (亿元)	1,475	1,918	1,272
上市券商净资产 (亿元)	19,496	21,812	23,875
加权平均 ROE	8.1%	9.3%	5.6%
考虑降佣后的 ROE	7.8%	8.8%	5.2%
ROE 下降程度	0.32pct	0.45pct	0.34pct

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表4: 上市券商分仓佣金收入占总营收、经纪业务比重

公司名称	分仓佣金占总营收比重			分仓佣金占经纪业务净收入比重		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
天风证券	8.3%	11.9%	29.9%	45.9%	50.1%	50.5%
长江证券	9.5%	13.7%	15.0%	24.3%	30.1%	30.1%
华西证券	4.7%	7.8%	8.9%	13.0%	18.1%	17.1%
信达证券	2.8%	5.9%	7.5%	10.3%	21.2%	27.9%

西南证券	3.1%	4.2%	7.3%	13.3%	15.7%	19.5%
东北证券	2.8%	4.7%	6.1%	18.3%	26.4%	28.3%
太平洋	10.3%	8.3%	6.0%	24.3%	26.6%	18.3%
中泰证券	5.4%	5.9%	5.8%	15.4%	17.9%	14.8%
兴业证券	3.0%	4.4%	5.7%	18.7%	23.5%	22.2%
国金证券	3.2%	4.0%	5.2%	11.7%	14.7%	18.0%
国海证券	0.7%	1.3%	5.0%	3.8%	7.2%	21.3%
方正证券	5.3%	6.3%	4.8%	9.6%	11.5%	10.3%
东吴证券	3.9%	5.5%	4.0%	18.8%	24.3%	23.2%
首创证券	1.4%	1.9%	4.0%	11.1%	17.8%	28.6%
光大证券	2.8%	3.8%	4.0%	12.4%	14.5%	13.0%
招商证券	2.6%	3.0%	3.9%	9.5%	11.2%	11.7%
广发证券	2.3%	3.4%	3.7%	10.1%	14.5%	14.7%
西部证券	3.0%	4.4%	3.7%	15.0%	23.7%	20.3%
中信建投	3.0%	3.4%	3.6%	14.4%	16.5%	16.5%
长城证券	1.5%	2.0%	3.5%	10.1%	12.7%	12.0%
东方证券	2.1%	3.0%	3.4%	18.2%	20.4%	20.8%
申万宏源	1.8%	2.4%	3.3%	9.3%	12.7%	12.9%
国联证券	1.8%	1.8%	3.0%	6.6%	8.9%	14.5%
华安证券	0.9%	2.9%	2.9%	2.9%	8.2%	8.8%
东兴证券	1.9%	2.2%	2.7%	10.7%	12.0%	12.0%
海通证券	1.3%	2.0%	2.6%	9.5%	14.3%	14.7%
国信证券	2.0%	2.5%	2.3%	5.7%	8.2%	7.1%
中金公司	1.7%	2.6%	2.3%	8.8%	12.9%	11.3%
浙商证券	1.3%	2.2%	2.3%	9.2%	17.4%	20.3%
第一创业	1.2%	1.8%	2.2%	8.7%	12.7%	15.2%
中信证券	1.9%	2.2%	2.1%	9.4%	12.1%	12.4%
中银证券	2.1%	3.5%	2.1%	7.0%	10.0%	6.6%
国泰君安	1.6%	1.8%	2.1%	6.5%	8.0%	9.5%
华泰证券	1.6%	1.8%	2.0%	7.6%	8.7%	8.9%
财通证券	0.3%	0.5%	1.2%	1.6%	2.5%	5.0%
南京证券	0.5%	0.9%	1.1%	1.7%	3.3%	4.7%
中国银河	1.5%	1.3%	0.9%	5.2%	5.7%	4.8%
国元证券	1.2%	1.1%	0.8%	5.2%	5.7%	4.2%
山西证券	0.2%	0.6%	0.8%	1.2%	4.0%	6.7%
华林证券	0.3%	0.6%	0.4%	0.9%	1.5%	1.1%
财达证券	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	1.1%
红塔证券	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	0.6%	0.6%
中原证券	0.1%	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.1%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表5: 部分上市券商券结模式下佣金收入(万元)

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022
中信证券	85	2,687	10,604	13,940	20,073
广发证券	58	1,131	2,973	17,498	14,811
中信建投	-	932	3,090	4,338	7,282
华泰证券	15	738	1,138	2,234	6,045
兴业证券	67	109	2,670	7,969	5,533
浙商证券	-	351	1,228	2,005	5,351
国金证券	4	939	886	4,057	4,895
长江证券	112	96	512	971	4,609
中泰证券	-	95	255	1,047	4,460
光大证券	2	10	75	3,272	4,431
华西证券	-	-	455	876	3,762
中国银河	176	276	530	1,435	3,635
海通证券	-	-	3	1,397	3,335
国信证券	25	115	395	2,274	3,115
东方证券	34	382	596	2,905	3,111
东北证券	-	-	21	352	2,321
方正证券	52	46	746	940	1,510
国泰君安	303	895	682	1,013	1,469
申万宏源	18	36	312	230	1,074
天风证券	54	11	4	2	1,052
招商证券	119	14	157	220	856
中金公司	270	92	31	16	815
西南证券	0	15	187	38	549
东吴证券	-	-	-	176	518
国海证券	-	-	22	66	493
信达证券	-	-	-	-	217
东兴证券	-	-	13	63	150
西部证券	-	-	-	-	141
长城证券	-	-	-	-	10

资料来源: choice, 浙商证券研究所

表6: 部分券商基金投顾业务情况(2022年)

公司名称	基金投顾主要内容
中金公司	买方投顾产品保有量稳定在近 800 亿元(不止是基金投顾规模)。
中信建投	基金投资顾问业务试点进展情况良好, 累计签约 12.60 万户。
华泰证券	截至报告期末, 基金投资顾问业务授权资产人民币 139.13 亿元、参与客户数量 61.76 万户。
国泰君安	2022 年末, “君享投” 投顾业务客户资产保有规模 57.22 亿元、较上年末增长 88.6%, 其中, 公募基金投顾签约客户资产保有规模 18.00 亿元、较上年末增长 229.7%。

申万宏源	截至报告期末，公司公募基金投顾累计签约客户超6万人，存量客户人均委托资产达到人民币6.20万元；共上线5大类多个组合策略，累计复投率达69%以上，客户平均使用投资顾问服务时间超639天。
国联证券	公司基金投顾业务保持稳健发展，截至报告期末，公司基金投顾业务签约总户数24.03万户，基金投顾签约资产规模68.80亿元。
中信证券	公募基金投顾业务累计签约客户近14万户、累计签约资产超百亿元。
招商证券	持续打造买方投顾业务，着力发展“e招投”基金投顾和“智远私行”特色业务。
东方证券	公司基金投顾业务服务模式逐步成熟，客户服务体验良好，规模增速明显，业务规模约人民币149亿元。
光大证券	投顾业务快速起步，正式上线“金阳光管家”基金投顾服务，证券投顾业务签约规模成倍增长，资产配置体系进一步完善。
东兴证券	基金投资顾问业务试点通过中国证监会现场验收，并正式对外展业，投顾产品规模稳定增长。
华安证券	基金投顾“鑫易投”上线展业。

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表7：下调管理费率的长期影响测算

	2022	2022 调整后	2032E 乐观情况			2032E 中性情况			2032E 悲观情况		
公募基金行业主动权益型基金规模(亿元)	48,918	48,918	151,933	151,933	151,933	151,933	151,933	151,933	151,933	151,933	151,933
公募基金行业主动权益类产品平均管理费率	1.44%	1.20%	1.1%	1.1%	1.1%	0.80%	0.80%	0.80%	0.50%	0.50%	0.50%
公募基金行业主动权益类产品收入(亿元)	704	587	1,671	1,671	1,671	1,215	1,215	1,215	760	760	760
公募基金行业总收入(亿元, 22A数据为wind披露的所有基金公司数据加总)	1,506	1,389	4,178	4,178	4,178	3,199	3,199	3,199	2,110	2,110	2,110
主动权益类产品收入占比	47%	42%	40%	40%	40%	38%	38%	38%	36%	36%	36%
公募基金行业总利润(亿元, 22A数据为wind披露的所有基金公司数据加总)	468	351	961	1,128	1,253	416	608	800	21	169	317
公募基金行业利润率	31%	25%	23%	27%	30%	13%	19%	25%	1%	8%	15%
			假设成本刚性	假设成本适度管控	假设成本严格管控	假设成本刚性	假设成本适度管控	假设成本严格管控	假设成本刚性	假设成本适度管控	假设成本严格管控
			23%是2022年数据测算出的1.1%管理费率下、成本刚性情况下的利润率			13%是2022年数据测算出的0.8%管理费率下、成本刚性情况下的利润率			1%是2022年数据测算出的0.5%管理费率下、成本刚性情况下的利润率		
上市券商净利润公募贡献度	15%	12%	15%	17%	18%	6%	9%	11%	0%	2%	4%
上市券商净利润-公募贡献部分(亿元)	191	153	480	564	627	187	273	360	8	68	127
上市券商其余净利润-非公募贡献部分(亿元)	1,082	1,082	2,805	2,805	2,805	2,805	2,805	2,805	2,805	2,805	2,805
上市券商净利润(亿元)	1,272	1,234	3,286	3,369	3,432	2,993	3,079	3,165	2,814	2,873	2,932
上市券商加权平均ROE	5.6%	5.4%	6.6%	6.8%	6.9%	6.0%	6.2%	6.4%	5.7%	5.8%	5.9%

资料来源：wind 浙商证券研究所 注：具体假设及测算过程见底稿

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>