

## 行业深度报告

## 公募基金销售端展望：渠道优化在即，客户体验为王

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告\*非银行金融\*证券业高质量发展系列报告（一）：资本市场改革驱动证券业格局重塑\*强于大市 20240528

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
BQC673  
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
LIBINGTING419@pingan.com.cn

**韦霁雯** 投资咨询资格编号  
S1060524070004  
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **格局变化：产品端 ETF 与债基扩容，渠道端代销占比持续提升。**产品结构方面，2018 年后权益型与债券型基金规模占比整体波动上行，权益型基金增长的驱动项从主动型转向被动型。近两年来股票 ETF 和债基是基金公司扩 AUM 的重要抓手，基金公司通过降费、渠道深度合作等方式抢占 ETF 市场份额。渠道结构方面，直销渠道优势主要在机构投资者和债券型基金，代销渠道可触达更多零售客户、权益和货基投资需求更强，个人投资者对基金投资理解加深、以及权益资产配置需求增强，2018 年起代销渠道取代直销、主导基金销售。目前三类代销机构市场份额银行>独立销售机构>券商，银行代销优势在于混合型、货基和 FOF，独立销售机构优势在于货基和混合型，券商优势主要在以 ETF 为主的股票型和 QDII。
- **费用变化：申购费内卷加剧，销售服务和客户维护费成收入压舱石。**测算 2023 年销售渠道收入约 738 亿元，其中认/申购费占比 8%、赎回费 5%、销售服务费 34%、客户维护费 53%。测算银行渠道收入占比 41%，独立销售机构 33%，券商 15%，直销 9%。从各类费用的横向变动来看，基于保有规模收费的销售服务费、客户维护费更稳定，主导销售渠道收入。认/申购平均费率下行相对明显；销售服务费率目前产品间差异较大、未有明显下行；客户维护费分佣比例也相对稳定，24H1 客户维护费收入或受主动型权益基金管理费率调降的拖累。
- **渠道展望：规范销售环节收费，重视权益产品长期客户服务。**公募费改第三阶段将落地，要求规范销售环节收费，预计可能关注让利投资者、优化销售行为等。预计未来各类销售机构将着重关注投资者长期服务，基于保有量的销售服务费和客户维护费收入比重或将持续提升。产品方面权益与 ETF 产品仍将是布局重点，权益类产品服务能力重要性将凸显。基金投顾业务或将成为销售机构买方服务转型的重要抓手。
- **投资建议：费率优化短期内将一定程度影响各类销售机构业绩表现，公募持续扩容或将对冲部分降费影响。长期看投资者体验优化、销售机构生态改善是必经之路。头部机构具备流量、人才、经验、品牌等差异化优势，有望在行业由卖方销售向买方投顾转型的窗口期中筑高竞争壁垒。建议关注渠道能力突出的东方财富，权益产品服务占优的中信证券、中金公司、华泰证券，旗下公募产品力强劲的广发证券、东方证券、兴业证券。**
- **风险提示：1）金融政策监管力度超预期；2）公募行业竞争空前加剧；3）宏观经济下行超出预期；4）资本市场行情波动较大，投资者风险偏好出现较大变化；5）部分测算存在主观性，仅供参考。**

# 正文目录

<b>一、 格局变化：产品端 ETF 与债基扩容，渠道端代销占比持续提升</b> .....	<b>5</b>
1.1 产品结构：ETF 成公募新增长点，降费、渠道等多维度竞争加剧 .....	5
1.2 渠道结构：由直销转向代销为主，三类代销机构各有所长 .....	10
<b>二、 费用变化：申购费内卷加剧，销售服务和客户维护费成收入压舱石</b> .....	<b>13</b>
<b>三、 渠道展望：规范销售环节收费，重视权益产品长期客户服务</b> .....	<b>17</b>
<b>四、 投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>20</b>

# 图表目录

图表 1	公募基金净值变化（亿元）	5
图表 2	公募基金净值结构	5
图表 3	偏股型基金超额收益与主动型/被动型权益基金份额净变动	6
图表 4	被动型权益基金结构（亿元）	6
图表 5	股票型 ETF 规模结构（亿元）	6
图表 6	部分头部基金公司各类型公募基金资产净值变动额（亿元）	7
图表 7	基金公司公募基金资产净值排名变动	7
图表 8	基金公司股票 ETF 资产净值排名变动	8
图表 9	主要宽基指数 ETF 代表产品规模（仅筛选规模超 100 亿的产品，2024/12/31）	9
图表 10	4 只沪深 300ETF 资产净值变动	9
图表 11	规模靠前的部分易方达股票 ETF 管理费率变动	9
图表 12	10 只首批中证 A500ETF 结算模式统计	10
图表 13	ETF 产品数量结构（按结算模式，2024/12/31）	10
图表 14	各类型公募基金持有人结构（2024 年 6 月末）	10
图表 15	各渠道基金销售保有规模占比情况	11
图表 16	各渠道基金认/申购占比情况	11
图表 17	前 100 代销机构保有规模结构	11
图表 18	各渠道股票基金销售保有规模占比情况	12
图表 19	各渠道混合基金销售保有规模占比情况	12
图表 20	各渠道债券基金销售保有规模占比情况	12
图表 21	各渠道货币基金销售保有规模占比情况	12
图表 22	各渠道 FOF 销售保有规模占比情况	12
图表 23	各渠道 QDII 基金销售保有规模占比情况	12
图表 24	公募基金产品费用结构	13
图表 25	测算销售收入（含客户维护费）结构（按费用）	13
图表 26	测算销售收入（含客户维护费）（亿元，按费用）	13
图表 27	测算销售收入（含客户维护费）结构（按渠道）	14
图表 28	测算各渠道 2023 年销售收入结构（含客户维护费）	14
图表 29	各类型基金最高申购费率加权平均值变动	15
图表 30	主动和被动型权益基金最高申购费率加权平均值	15
图表 31	公募基金销售服务费变动	16
图表 32	新发基金（非货基）数量结构（按份额类别）	16
图表 33	各类型基金销售服务费率加权平均值变动	16

图表 34	公募基金客户维护费变动 .....	17
图表 35	各类型公募基金客户维护费分佣比例变动 .....	17
图表 36	24Q3 末销售服务费数量分布（仅统计收取销售服务费的基金）（只） .....	18
图表 37	销售服务费率下调的影响假设条件及测算 .....	18
图表 38	2023 年客户维护费分佣比例数量分布（仅统计初始基金）（只） .....	19
图表 39	销售服务费率下调的影响假设条件及测算 .....	19
图表 40	美国被动型基金和 ETF 规模占比 .....	19
图表 41	国内被动型基金和股票 ETF 规模占比 .....	19

# 一、 格局变化：产品端 ETF 与债基扩容，渠道端代销占比持续提升

**公募基金总规模突破 32 万亿元。**自 1991 年中国第一家公募基金——国泰基金成立起，国内公募基金行业已历经超 30 年历史。据证券投资基金业协会，2024 年 9 月底我国境内公募基金管理机构共 163 家，管理的公募基金资产净值合计 32.07 万亿元，预计规模已超银行理财，与保险资金相近。据中国理财网发布的《中国银行业理财市场半年报告（2024 年上）》，2024 年 6 月末银行理财市场存续规模 28.52 万亿元。据金融监管总局披露，9 月末保险资金运用余额 32.15 万亿元。随着公募基金显著扩容，公募基金产业在产品结构、销售渠道中也呈现部分新变化：1) 产品结构：权益类与债券类产品的占比波动中提升，ETF 成为近三年权益类基金规模扩张的重要驱动项。2) 销售渠道：代销渠道占比稳步提升，指数类权益基金助推券商市场份额提升。

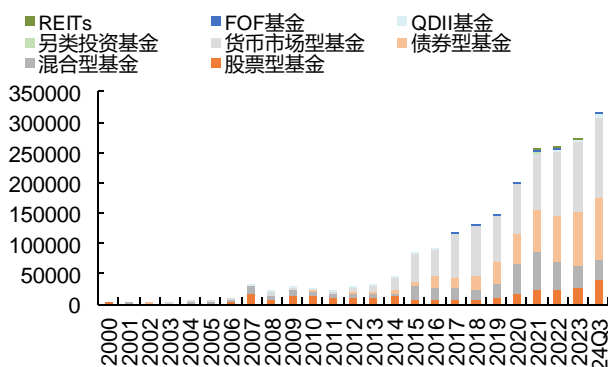
## 1.1 产品结构：ETF 成公募新增长点，降费、渠道等多维度竞争加剧

**货币市场基金自 2013 年起快速发展、2018 年相对规模达到顶点。**2003 年国内首只货币市场基金发行，但公募基金长期投资者教育不足、难以触达个人投资者，货币基金规模有限。2011-2012 年受权益市场与债券市场均承压、货币基金创新 T+0 快速赎回机制等因素影响，货币基金规模增速明显提升；2013 年市场流动性偏紧、银行间市场利率走高，叠加蚂蚁集团等互联网巨头推出“余额宝”等产品快速触达海量互联网用户，货币基金规模突增，至 2014 年末货币型基金资产净值超 2 万亿元（据 Wind），同比增幅接近 150%，在公募基金资产净值中占比 49%，同比+19pct。2018 年后，资管新规及配套文件对货币基金作出诸多规定，以及市场流动性充裕、同业存款利率下行，权益基金超额收益对投资者吸引力上升，货币基金净值占比在 2018 年末 63% 高点后下降。

**权益型与债券型基金整体占比波动上行。**2014-2016 年市场流通性相对宽松、金融机构同业资产保持扩张，机构大幅增配债基，债基资产净值规模从 2014 年底 3500 亿元左右迅速增至 2016 年底 1.8 万亿元左右，占比也从 8% 增长至 20%。2019-2021 年 A 股市场科技、消费、新能源等板块接连涌现结构性投资机会，基金公司也加大渠道合作与营销、涌现出一大批明星基金经理，权益型基金迅速扩容，股票型和混合型基金合计规模由 2018 年底的 2.2 万亿元迅速增至 2021 年底的 8.5 万亿元，占比由 17% 提升至 34%。

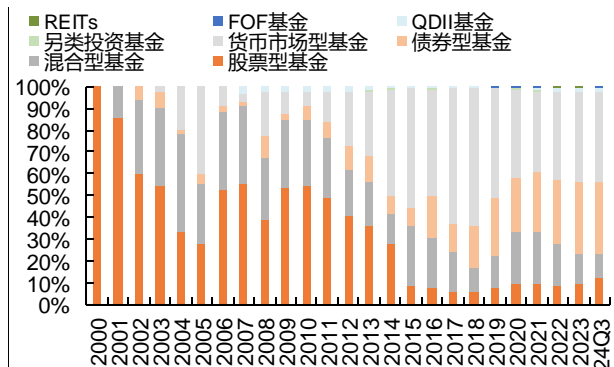
**2022 年以来，债基、货基相对规模增，权益型基金规模下降。**2022 年后公募基金整体增长放缓，A 股市场景气度承压、而债券市场表现较好，债基和货基规模增长更快。2024 年 9 月末，权益型基金（股票型+混合型，下同）资产净值 7.4 万亿元（较 2021 年末-1.1 万亿元），占比 23%（较 2021 年末-10pct）；债券型净值 10.3 万亿元（较 2021 年末+3.4 万亿元），占比 32%（较 2021 年末+5pct）；货币型净值 13.0 万亿元（较 2021 年末+3.6 万亿元），占比 41%（较 2021 年末+4pct）。

图表 1 公募基金净值变化（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

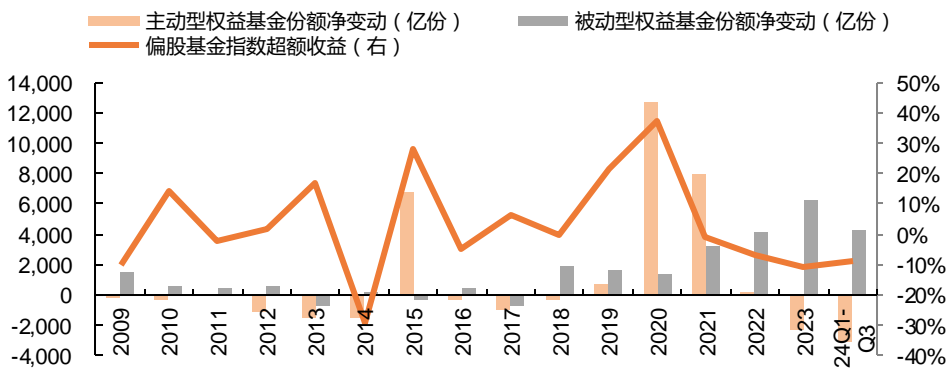
图表 2 公募基金净值结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

权益型基金中，主动型基金增长依赖超额收益表现；被动型基金在市场和政策的双重驱动下，自 2021 年起快速扩容。主动型基金（普通股票型+灵活配置型+偏股混合型，下同）份额在偏股基金指数实现明显超额收益的 15 年、20 年均有较大增长。被动型基金申购与赎回相对稳定，2022 年后更受市场欢迎，尤其是 2023 年主动型基金收益表现承压。监管政策也鼓励 ETF 发展：2020 年 7 月证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 3 号——指数基金指引》征求意见稿，沪深交易所发布配套文件征求意见稿，规范 ETF 设立、运作相关活动，2021 年 1 月正式稿发布，2023 年 8 月进行修订、将非宽基股票指数发布时间由不短于 6 个月缩短为不短于 3 个月。2023 年 8 月证监会发布“活跃资本市场、提振投资者信心”一揽子政策措施，提及放松指数基金注册条件，提升指数基金开发效率。2024 年 4 月国务院出台第三次“国九条”，强调大力推动中长期资金入市，包括建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展。2024 年 9 月末被动型基金（被动指数型+增强指数型，下同）份额 2.6 万亿份（较 2020 年末+1.8 万亿份），资产净值 3.4 万亿元（较 2020 年末+2.2 万亿元），同期主动型基金份额 3.2 万亿份（较 2020 年末+2639 亿份），资产净值 3.7 万亿元（较 2020 年末+1.2 万亿元）。

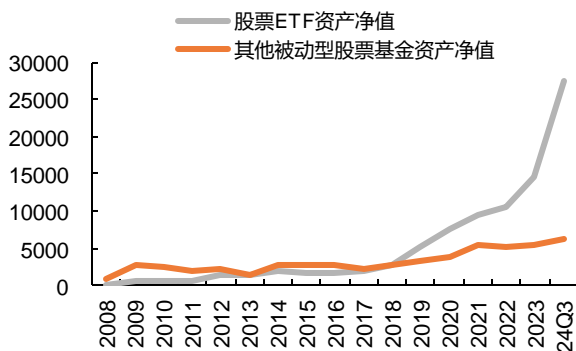
图3 偏股型基金超额收益与主动型/被动型基金份额净变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

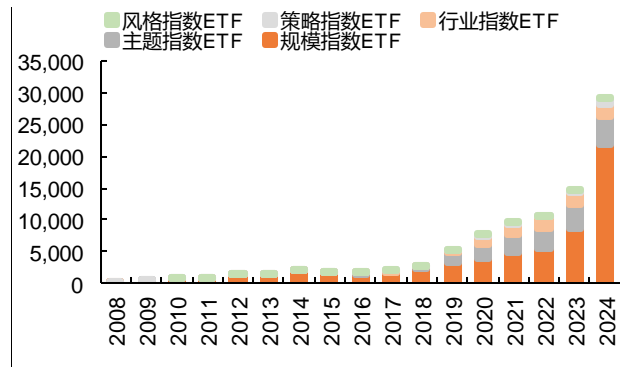
ETF 是被动型基金中最主要的产品类型，数量上以主题型为主、规模上主要以宽基指数 ETF 扩张驱动。国内 ETF 始于 2004 年华夏上证 50ETF 的发行。2011 年 ETF 纳入融资融券标的的证券范围、大幅提升 ETF 重要性。2012 年沪深 300ETF、国债 ETF、黄金 ETF、恒生 ETF 上市，ETF 迎来创新大潮。2019 年后 A 股市场呈现结构性特征，一批以医药、新能源、消费等为主题的赛道型 ETF 涌现，ETF 资产净值也开始超过其他指数型公募基金。2023 年、2024 年 ETF 扩张加速，以中央汇金为代表的机构投资者增配宽基指数，监管也鼓励指数化产品创新，中证 A50ETF、中证 A500ETF 等新指数 ETF 上市并受到市场欢迎。2024 年末股票型 ETF 数量 832 只；规模/主题/行业/策略/风格指数分别为 262/427/76/58/9 只；股票型 ETF 资产净值（据 Wind）2.89 万亿元；规模/主题/行业/策略/风格指数分别为 2.19/0.42/0.19/0.09/0.002 万亿元。

图4 被动型基金结构（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图5 股票型ETF规模结构（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：2024 年末 ETF 资产净值为 Wind 预估值，下同



ETF 和债基成为基金公司扩大管理规模、提升市场排名的重要抓手。2022 年以来主动权益类产品业绩和规模均承压，基金公司 AUM 扩张主要依赖 ETF、债基和货基，例如据 Wind，24Q3 末易方达、华夏、广发全部公募基金资产净值分别较上年末+3790、+4112、+2672 亿元，其中股票 ETF 分别+3157、+2604、+305 亿元，债券型基金分别+702、+709、+1482 亿元。头部基金公司积极布局 ETF 产品，布局较早、已有优势较明显的公司市场排名有所提升，比如华夏基金、南方基金、华泰柏瑞基金等，24Q3 股票型 ETF 管理规模排名第 3 的华泰柏瑞公募基金总管理规模排名 15 名，较上年末+9 名。

图表6 部分头部基金公司各类型公募基金资产净值变动额（亿元）

		易方达	华夏	广发	南方	天弘	博时	富国	嘉实	汇添富	建信	华泰柏瑞
股票型 +混合 型	2016	-346	-75	11	-5	-58	110	-379	-86	6	168	-100
	2017	292	164	10	126	-16	-65	-165	303	70	-93	120
	2018	-333	-85	-139	-426	0	-21	-119	-588	12	-191	70
	2019	664	421	580	300	58	278	561	285	607	16	120
	2020	3180	1561	2253	1376	283	456	1535	1131	2119	51	351
	2021	1030	1009	1094	564	570	458	863	284	4	234	381
	2022	-861	-474	-763	-496	-97	-510	-605	-405	-945	66	262
	2023	-182	688	-760	-540	-2	-105	-280	-217	-550	-162	585
	24Q3	3137	2542	226	1564	104	-57	342	1399	90	-28	2793
债券型	2016	3	-35	409	159	-28	1351	320	191	283	847	-42
	2017	-50	-46	-200	-257	12	-190	-176	-138	-130	-349	-92
	2018	153	145	792	470	116	241	62	379	287	101	49
	2019	687	449	152	592	220	514	523	376	423	156	-20
	2020	695	256	-55	71	345	141	107	131	307	260	108
	2021	2440	540	510	1033	949	777	1233	375	484	-38	82
	2022	-1358	223	723	-258	55	323	254	557	190	133	196
	2023	-11	238	223	233	96	255	140	930	-78	218	-24
	24Q3	702	709	1482	124	461	380	338	-58	439	78	99
股票型 ETF	2016	-28	-21	12	-39		-1	0	-32	147	0	-39
	2017	12	110	6	26		1	0	12	-43	1	30
	2018	147	120	60	161		3	8	11	-13	16	148
	2019	183	404	163	157		318	186	261	191	3	87
	2020	109	655	1	75	197	-121	-49	-126	-48	5	268
	2021	286	271	100	330	126	-39	50	30	100	-2	284
	2022	294	118	127	111	17	16	139	54	7	-3	168
	2023	864	1021	136	-66	34	117	201	285	53	-1	606
	24Q3	3157	2604	305	1550	123	13	263	1392	74	3	2779

资料来源：Wind，平安证券研究所；注：24Q3 统计值为 24 年 9 月末相对于 23 年年末的变动值

图表7 基金公司公募基金资产净值排名变动

排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3
1	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	易方达	易方达	易方达	易方达
2	华夏	工银瑞信	易方达	易方达	易方达	易方达	天弘	广发	华夏	华夏
3	易方达	易方达	工银瑞信	建信	博时	汇添富	广发	华夏	广发	广发
4	工银瑞信	华夏	建信	工银瑞信	南方	南方	南方	天弘	天弘	南方
5	嘉实	南方	博时	博时	工银瑞信	华夏	华夏	南方	南方	天弘
6	南方	建信	南方	南方	建信	广发	博时	博时	博时	博时
7	广发	博时	招商	汇添富	汇添富	嘉实	汇添富	富国	富国	富国
8	建信	招商	华夏	广发	华夏	博时	富国	鹏华	招商	嘉实
9	中银	中银	中银	华夏	嘉实	工银瑞信	工银瑞信	汇添富	嘉实	汇添富
10	汇添富	嘉实	嘉实	嘉实	广发	富国	嘉实	嘉实	汇添富	建信

11	招商	广发	汇添富	中银	鹏华	鹏华	鹏华	工银瑞信	鹏华	鹏华
12	博时	汇添富	广发	招商	中银	招商	招商	建信	建信	招商
13	富国	鹏华	鹏华	鹏华	招商	银华	建信	招商	工银瑞信	工银瑞信
14	华宝	富国	银华	平安	平安	建信	兴证全球	兴证全球	国泰	国泰
15	鹏华	银华	富国	华安	华安	华安	华安	国泰	华安	华泰柏瑞

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 基金公司股票ETF资产净值排名变动

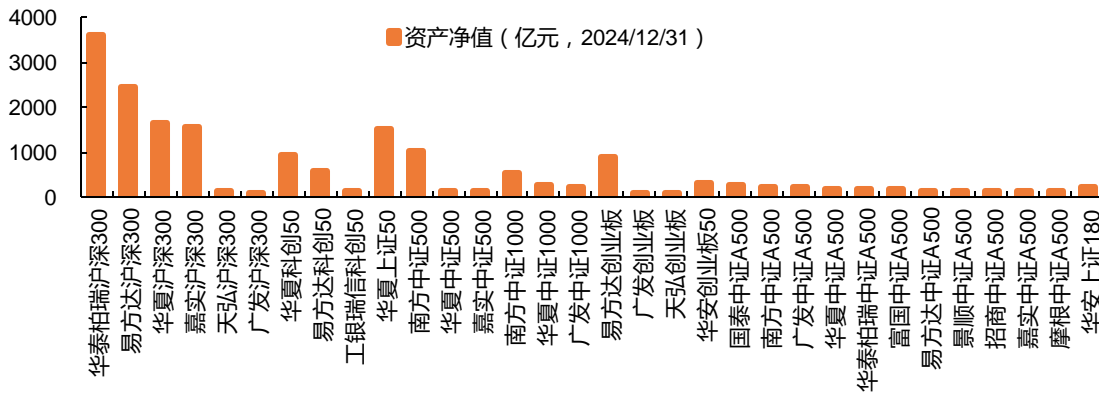
排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3
1	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏	华夏
2	南方	南方	南方	南方	南方	国泰	华泰柏瑞	华泰柏瑞	易方达	易方达
3	华泰柏瑞	华泰柏瑞	华泰柏瑞	华泰柏瑞	易方达	华泰柏瑞	南方	易方达	华泰柏瑞	华泰柏瑞
4	嘉实	嘉实	华安	易方达	嘉实	南方	国泰	南方	国泰	南方
5	华安	华安	嘉实	华安	华泰柏瑞	易方达	易方达	国泰	南方	嘉实
6	易方达	汇添富	易方达	嘉实	博时	华宝	华宝	华宝	嘉实	国泰
7	广发	易方达	汇添富	广发	汇添富	华安	天弘	广发	华宝	广发
8	国泰	广发	广发	汇添富	广发	嘉实	广发	嘉实	广发	富国
9	汇添富	国泰	国泰	国泰	国泰	广发	嘉实	天弘	富国	华宝
10	景顺长城	景顺长城	工银瑞信	平安	华安	天弘	华安	汇添富	天弘	天弘
11	大成	大成	景顺长城	建信	富国	汇添富	汇添富	华安	华安	华安
12	交银施罗德	交银施罗德	华宝	华宝	华宝	博时	富国	富国	汇添富	汇添富
13	博时	华宝	大成	景顺长城	平安	富国	工银瑞信	鹏华	鹏华	鹏华
14	工银瑞信	博时	博时	工银瑞信	工银瑞信	工银瑞信	博时	国联安	国联安	国联安
15	国寿安保	国投瑞银	交银施罗德	富国	泰康	银华	银华	博时	博时	工银瑞信

资料来源: Wind, 平安证券研究所

ETF 头部效应较强，基金公司间竞争激烈。ETF 跟踪特定指数、产品间同质性较强，且规模较大的 ETF 往往流动性更好，故市场集中度较高。宽基指数具有更高的交易和对冲需求，宽基 ETF 规模更为领先，沪深 300 指数挂钩 ETF 规模最高，据 Wind，截至 2024 年末，沪深两市共有 26 只 ETF 挂钩沪深 300 指数，合计资产净值将近 1 万亿元，在股票型 ETF 中占比约 36%。沪深 300 指数 ETF 规模也主要由华泰柏瑞沪深 300ETF（2024 年末资产净值 3596 亿元）、易方达沪深 300ETF（2463 亿元）、华夏沪深 300ETF（1640 亿元）、嘉实沪深 300ETF（1564 亿元）4 只产品贡献。



图表9 主要宽基指数ETF代表产品规模（仅筛选规模超100亿的产品，2024/12/31）



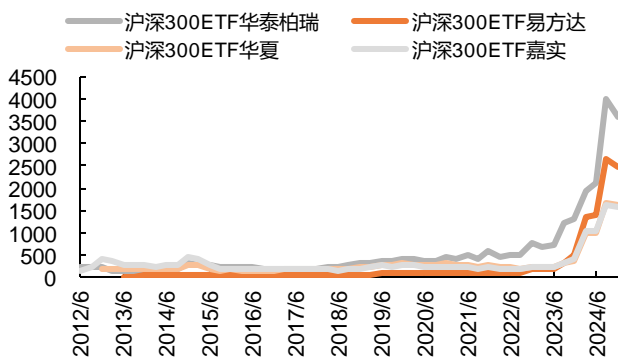
资料来源：Wind，平安证券研究所

多家基金公司采用降费、渠道合作深化等措施提升竞争力。应对ETF高集中度特征带来的激烈竞争，部分基金公司采用多维度竞争措施实现弯道超车：

**1) 降费：**易方达是较早采取降费战略的头部基金公司之一。例如，易方达旗下规模最大的ETF——易方达沪深300ETF成立于2013年3月，是市场上第二批沪深300ETF，成立时间晚于其余3只头部沪深300ETF（华泰柏瑞、嘉实2015年5月，华夏2012年12月），成立后的较长时间规模也不及上述3只产品。易方达选择在2015年、2019年两次下调沪深300ETF管理费率，由市场主流的0.5%下调至0.2%再下调至0.15%。2021年后随着被动宽基产品扩容，易方达300ETF规模超越嘉实和华夏，并在2023年下半年汇金等机构投资者增持ETF的机遇中，进一步巩固领先优势。易方达也将降费策略应用于其他竞争激烈的品种，如2023年9月易方达科创50ETF管理费率由0.5%下降至0.4%、11月进一步下降至0.15%，2024年11月易方达上证中盘ETF、MSCI中国A50互联互通ETF、中证科创创业50ETF及其联接基金管理费率均由0.5%下降至0.15%。

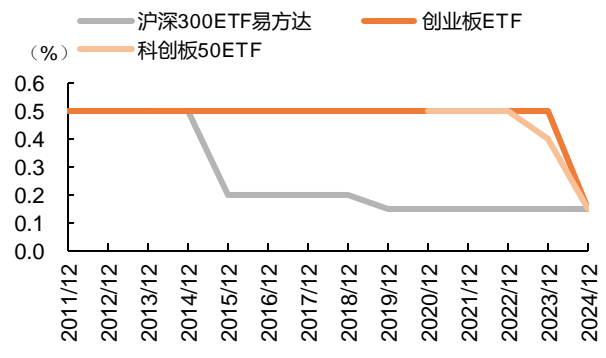
2024年以来ETF费率竞争加剧，已有60只左右ETF下调管理费率，新发中证A50、A500ETF管理费率均为0.15%。据Wind，2024年约60只ETF宣布下调管理费率。股票型ETF多由0.5%下降至0.15%，债券ETF多由0.3%或0.25%下降至0.15%。头部宽基ETF开始调降费率，预计未来将会扩散至更多ETF产品。11月19日华泰柏瑞、华夏、易方达、嘉实、南方、华安等多家基金管理人公告，将多只ETF管理费率、托管费率调降至0.15%、0.05%，包括目前规模最大的ETF——华泰柏瑞沪深300ETF。2024年末共计193只股票ETF管理费率0.15%，今年新成立的宽基品种中证A50ETF、中证A500ETF均为0.15%管理费率。

图表10 4只沪深300ETF资产净值变动（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 规模靠前的部分易方达股票ETF管理费率变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

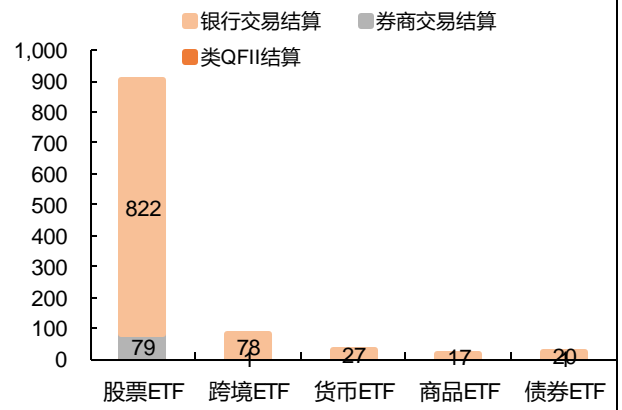
**2) 渠道深度合作：券结模式深度绑定券商与基金公司。**ETF产品的场内属性决定其与券商销售渠道天然绑定。券结模式下券商角色不仅限于通道，还提供结算清算、资金划转等服务，基金管理人和券商利益绑定更深。券商也会相应地通过提高一线员工激励、线上平台重点推荐等措施形成一站式战略合作模式。2024年以来，采用券结模式的ETF数量明显提升，例如，据经济观察报报道，首批10只中证A500ETF中9只为券商结算模式；据Wind，2024年末79只股票ETF为券商结算模式。此外，公募基金佣金新规落地、限制单家券商年佣金占比上限不超过15%，但券结模式不受15%上限限制，或将成为券结模式推广的重要动力。

图表12 10只首批中证A500ETF结算模式统计

基金名称	Wind 预估规模 (2024/12/31, 亿元)	结算人
国泰中证 A500ETF	281.52	华泰证券
南方中证 A500ETF	226.42	银河证券
华泰柏瑞中证 A500ETF	174.47	华泰证券
富国中证 A500ETF	164.75	中泰证券
景顺长城中证 A500ETF	146.14	中信证券
招商中证 A500ETF	137.86	招商证券
嘉实中证 A500ETF	128.34	国泰君安
摩根中证 A500ETF	114.14	国信证券
银华中证 A500ETF	98.82	广发证券
泰康中证 A500ETF	82.28	招商银行

资料来源：Wind，经济观察报，平安证券研究所

图表13 ETF产品数量结构（按结算模式，2024/12/31）

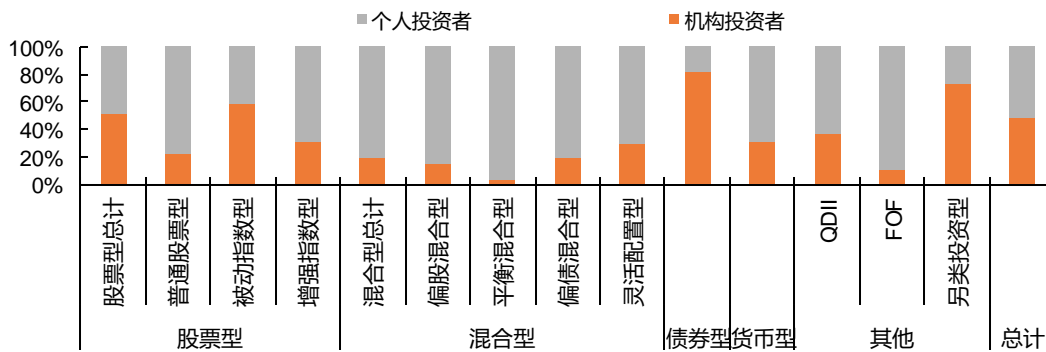


资料来源：Wind，平安证券研究所（单位：只）

## 1.2 渠道结构：由直销转向代销为主，三类代销机构各有所长

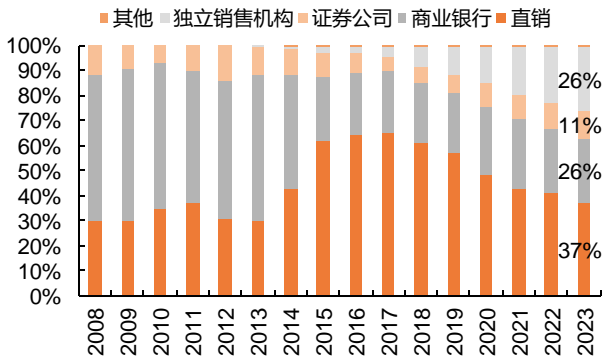
“余额宝”改变居民投资习惯，个人投资者权益基金配置需求助代销渠道占比稳步提升，2019年后代销渠道成主导。基金销售可分为管理人直销和其他销售机构代销。直销渠道绕开代销机构、无需管理费分成，更能在认/申购、赎回等费用中给予优惠，因此更受机构投资者欢迎，机构投资者需求较高的债券型基金销售渠道中直销占比均较高。2013年“余额宝”等货基产品推出，通过支付宝等互联网平台迅速触达广大居民，加深居民对基金投资的理解。2019年后A股市场结构性投资机会增多，个人投资者权益投资需求旺盛，助推代销渠道占比稳步提升。据证券投资基金业协会披露的年报显示，2017年直销渠道保有规模占比达到高峰约65%，认/申购规模占比更高、2016年达84%；代销渠道保有规模占比自2020年起超过50%，认/申购规模占比自2019年起超过50%。

图表14 各类型公募基金持有人结构（2024年6月末）



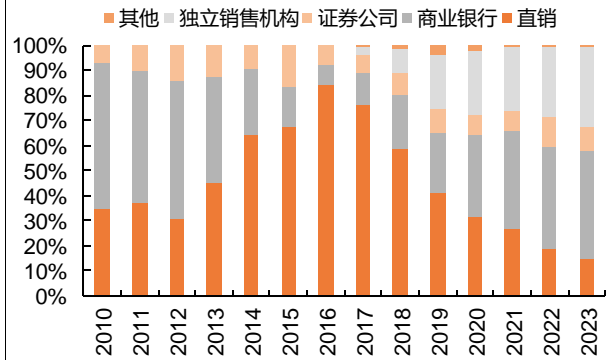
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表15 各渠道基金销售保有规模占比情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，平安证券研究所

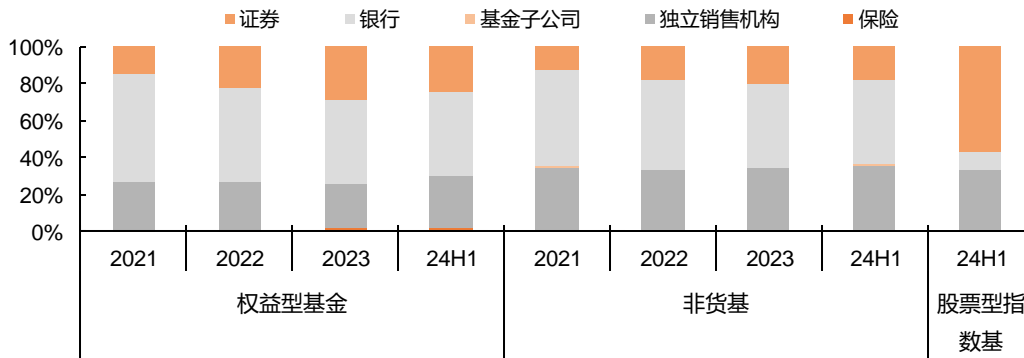
图表16 各渠道基金认/申购占比情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，平安证券研究所

**2022年末代销渠道保有量占比近60%，市场份额：银行>独立销售机构>券商。**代销渠道主要包括商业银行、证券公司、独立销售机构、保险公司、基金子公司等，直接触达广大零售投资者，在零售投资者持有占比较高的股票型、混合型、另类型、QDII中服务更优。2017年后代销渠道的保有量占比持续增长，至2023年末代销渠道占比超60%。**2023年末公募基金各销售渠道保有规模：银行保有规模占比26.1%>独立销售机构25.8%>券商10.8%>其他机构0.7%。**据证券投资基金业协会披露的24H1代销机构保有规模前100数据显示，代销机构非货基保有规模：银行46%>独立销售机构35%>券商18%>其他2%<sup>1</sup>，权益型基金保有规模：银行45%>独立销售机构28%>券商25%>其他2%。

图表17 前100代销机构保有规模结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

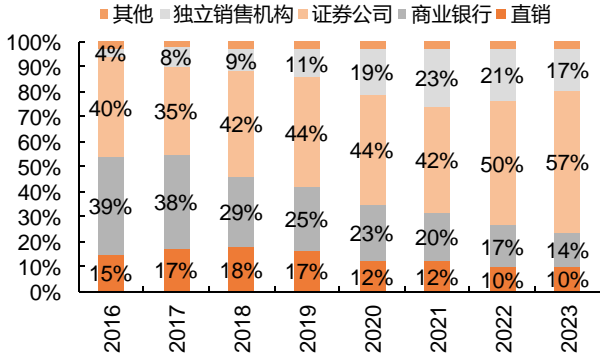
三类机构各有所长：**1) 银行优势在混合型、货币型和FOF。**银行渠道作为传统的公募基金零售代销渠道，在混合型基金的销售中一直占据主导地位。银行客户画像多元、风险偏好较低，在流动性较强、收益相对稳定的货币型基金和配置分散、风险较低的FOF产品中相对占优。据证券投资基金业协会年报显示，2023年末混合型保有规模中银行占比49%，货币型中占比30%、FOF中占比76%。

**2) 独立销售机构优势在货币型和混合型。**蚂蚁财富、天天基金等独立销售机构背靠互联网公司，具有专业功能完备、用户体验较好的交易平台，在2013年后货币基金普及和2020-2021年主动型基金超额明显等时期发挥流量优势，目前在混合基金中也相对占优。2023年末混合型保有规模中独立销售机构占比22%、货币型中占比37%。

<sup>1</sup> 占比测算采用四舍五入估计值

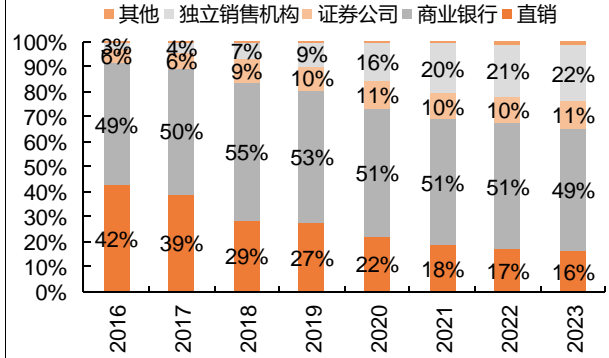
3) 券商优势在股票型和 QDII, ETF 快速增长助保有规模逆市增长。券商用户画像多为风险偏好较高的股民,且券商也是场内交易的唯一渠道,因此券商在以 ETF 为主的股票基金中的优势显著。2023 年末股票型保有规模中券商占比 57%,QDII 中券商占比 62%。2022 年以来随着权益市场整体行情承压,前 100 代销机构合计保有的权益型基金规模由 2021 年末的 6.46 万亿元下降至 2024 年 6 月末的 4.73 万亿元,其中券商渠道保有规模由 9392 亿元增至 1.18 万亿元,占比由 15%提升至 25%。

图表 18 各渠道股票基金销售保有规模占比情况



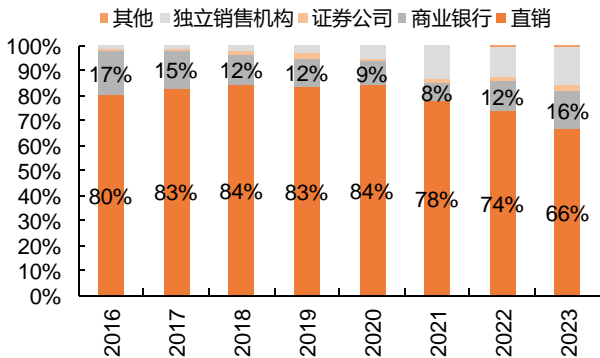
资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

图表 19 各渠道混合基金销售保有规模占比情况



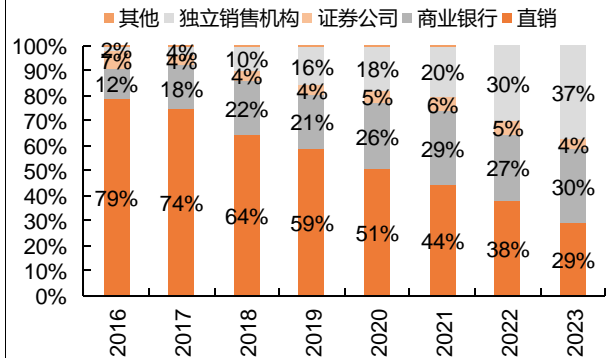
资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

图表 20 各渠道债券基金销售保有规模占比情况



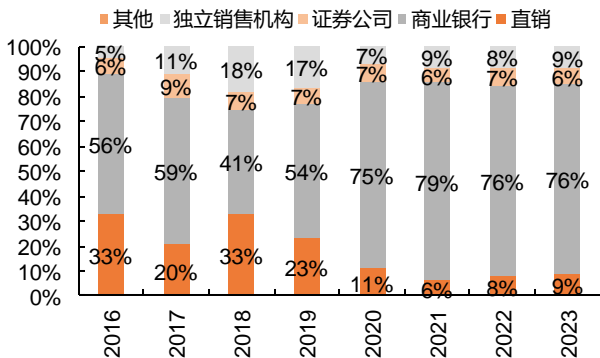
资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

图表 21 各渠道货币基金销售保有规模占比情况



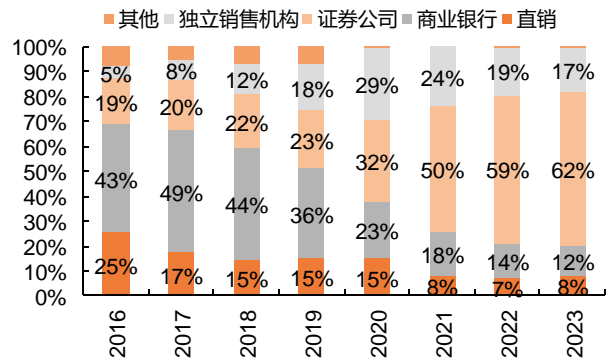
资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

图表 22 各渠道 FOF 销售保有规模占比情况



资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

图表 23 各渠道 QDII 基金销售保有规模占比情况



资料来源:中国证券投资基金业协会,平安证券研究所

## 二、费用变化：申购费内卷加剧，销售服务和客户维护费成收入压舱石

销售机构收取费用包括认/申购费、部分赎回费、客户维护费（管理费分成）、销售服务费、部分转换费。公募基金涉及费用包括销售费用和运营费用两大类：1）销售费用由投资者在购买/赎回基金时一次性支付，收取方为销售机构，主要包括认/申购费和转换费中的申购补差费。2）运营费用由基金资产向基金管理人、销售渠道、托管机构等服务提供者支付，投资者被动承担此类费用，主要包括管理费、销售服务费、托管费、交易佣金、赎回费等，管理费支付给基金管理人，其中一部分将以客户维护费的形式由管理人支付给销售机构；赎回费部分计入基金资产、部分也按比例支付给销售机构；销售服务费支付给销售渠道，主要出现在货基或其他类型基金的C份额中。

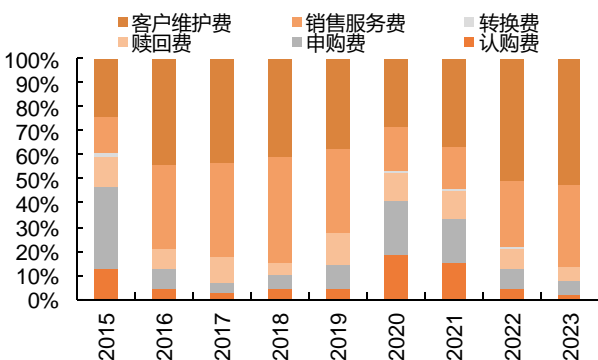
图表24 公募基金产品费用结构

费用		收取机构
销售费用	认/申购费（包括前端、后端）	销售渠道
	转换费	销售渠道、基金资产
运营费用	管理费（含客户维护费）	销售渠道、管理人
	销售服务费	销售渠道
	托管费	托管机构
	赎回费（或有）	销售渠道、基金资产
	其他费用	管理人、券商、货币经纪公司等

资料来源：Wind，平安证券研究所

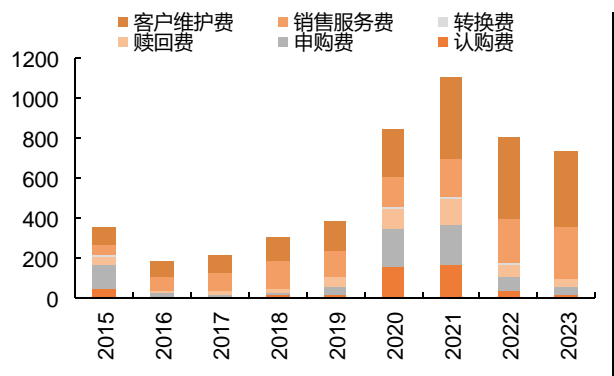
测算销售渠道2022年收入约807亿元、2023年约738亿元。据证券投资基金业协会年报披露（该口径不含客户维护费收入），2022年认购费：申购费：赎回费：转换费：销售服务费=8%：18%：17%：1%：56%；2023年认购费：申购费：赎回费：转换费：销售服务费=4%：12%：11%：1%：72%。相关收入结构波动相对较大，认/申购费用挂钩销售规模，在公募基金新发较多的年份，如2021、2022年，占比更高；而销售服务费挂钩产品保有规模，稳定性更强，且主要出现在货基和C份额中，因此在货基占比更高的2017、2018年收入贡献更高。公募基金年报披露销售服务费、客户维护费支出，测算2022年销售渠道销售收入（含客户维护费）807亿元，2023年销售收入738亿元。结构中以客户维护费为主，测算2023年收入中认购费占比2%，申购费6%，赎回费5%，转换费0.5%，销售服务费34%，客户维护费53%。

图表25 测算销售收入（含客户维护费）结构（按费用）



资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，平安证券研究所

图表26 测算销售收入（含客户维护费）（亿元，按费用）



资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，平安证券研究所

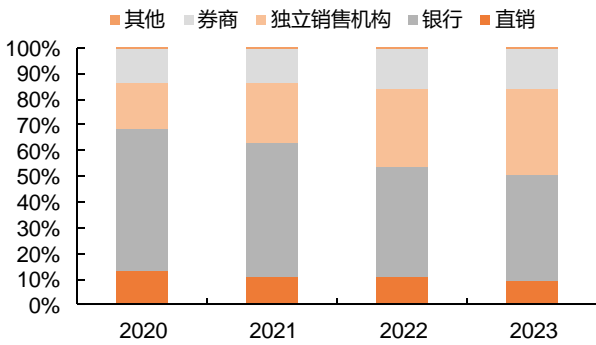
测算2023年销售渠道收入中：银行41%、独立33%、券商15%、直销9%；银行与券商渠道更依赖客户维护费和认/申购费收入，独立销售机构或相对更依赖销售服务收入。基于证券投资基金业协会披露的各渠道收入结构，测算各渠道认/申购、赎回、转换、销售服务费用收入，并基于不同类型基金的保有规模渠道结构、各年末不同类型基金的资产净值结构、和下文



测算的各类型基金客户维护费加权平均比率，假设每年各渠道客户维护费比率保持一致，测算各渠道客户维护费收入。2023年测算结果：银行渠道收入（含客户维护费，假设直销渠道无客户维护费）为304亿元、独立销售机构为246亿元、券商为113亿元、直销为68亿元；占比分别为41%、33%、15%、9%。

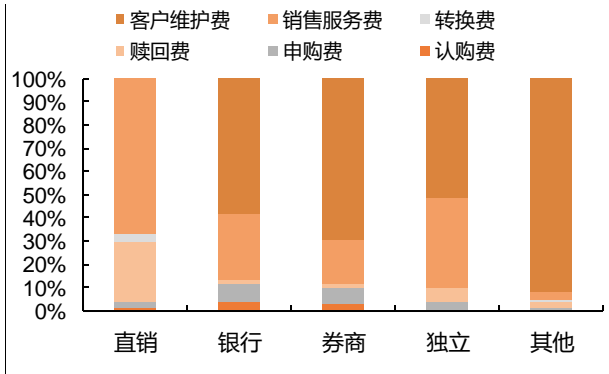
银行和券商渠道收入结构中，认/申购费用和客户维护费收入占比相对较高，符合银行渠道在混合基中占优、券商在股票型和QDII中占优的特征。独立销售机构渠道收入中，销售服务费占比较高，而认/申购费收入低，也符合其货基服务占优特征，且率先开启费率优惠活动的特征，随着独立销售机构在混合基代销中的市场份额提升，其客户维护费收入占比也在增长。

图表27 测算销售收入（含客户维护费）结构（按渠道）



资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，平安证券研究所

图表28 测算各渠道2023年销售收入结构（含客户维护费）



资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，平安证券研究所

从销售收入的结构和变化来看，公募基金销售端收入呈现以下特点：1) 基于保有规模收费的销售服务费、客户维护费主导销售渠道收入，是销售端收入压舱石。相对于一次性收费的认/申购费、赎回费收入，在公募基金整体规模已超30万亿、基金新发节奏放缓的背景下，基于保有规模收费的销售服务费、客户维护费收入更为稳定。2) 认/申购平均费率下行相对明显，销售服务费率产品间差异较大，客户维护费分佣比例目前相对稳定。

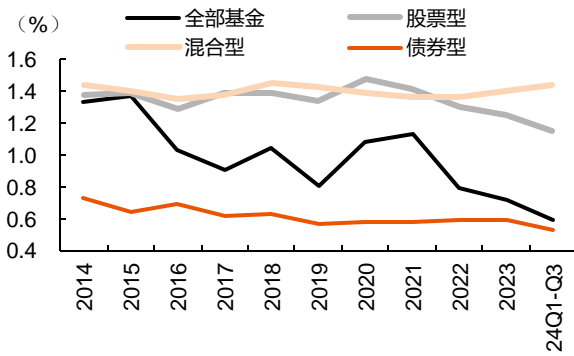
### 1、认/申购费用：申购费率整体下行，“一折”费率竞争向银行推进

产品结构变化和主动降费共同导致平均申购费率下行，新发基金最高申购费率平均值由2014年的1.33%下滑至2024年前三季度的0.59%。基于Wind统计的2024年9月末存续公募基金相关数据，筛出有可用最高申购费率的基金，根据基金成立日和基金发行规模测算，过去十年，公募基金申购费率整体波动下行，2024年前三季度新发公募基金加权平均最高申购费率为0.59%，其中，股票型1.14%、混合型1.44%、债券型0.52%。

一方面新发产品结构的变化对于申购费率影响较大，例如2020、2021年混合型基金新发规模较高、平均申购费率上行，而2022年后随着债券型基金更受欢迎、平均申购费率加速下行。另一方面基金管理人也在主动调降申购费率，但目前整体调降节奏相对较缓，债券型、股票型基金下行更快。股票型基金最高申购费率由2014年的1.37%下滑至2024年的1.14%，除被动型基金发行占比提升外，普通股票型基金最高申购费率也在2022年后缓慢下行。混合型基金费率相对稳定，过去十年平均值在1.4%左右震荡。债券型基金费率由0.72%下行至0.52%。

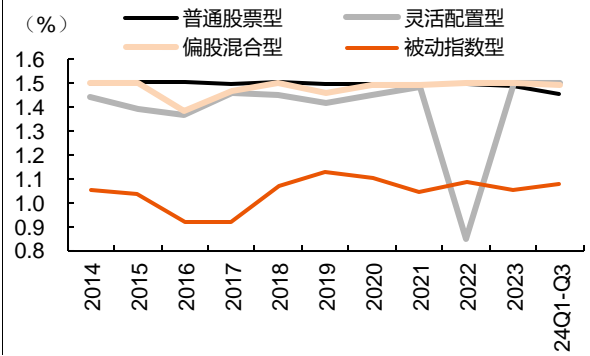


图表29 各类型基金最高申购费率加权平均值变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 主动和被动型权益基金最高申购费率加权平均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 部分年份统计值波动较大主要是部分年份样本较少、受到极值影响较大, 下同

除产品结构变动和管理人主动调降外, 各销售渠道也加速“内卷”, 认/申购费率“1折”价格战蔓延至银行渠道。2013年《开放式基金销售费用管理规定》取消了原先基金申购和赎回费率不低于4折的硬性规定, 销售机构加速“内卷”, 基金网上交易的主流费率由4折逐渐过渡至1折。2016年左右, 蚂蚁财富、天天基金等线上平台建设成熟、客户流量领先的独立销售机构开始申购费率1折的常态化折扣, 市场份额迅速提升。而券商、银行是基金传统代销渠道, 存量客户较多, 线下网点运营成本也较高, 优惠活动推进相对较慢, 据中国证券报、中国基金报报道, 2021年招商银行宣布旗下部分产品开展费率1折活动, 2024年7月宣布超1万只产品将实现零申购费率或申购费率一折, 占比超过九成。

## 2、赎回费用: 最高赎回费率维持在1.5%左右, 持有期越长、渠道分得赎回费比例越高

赎回费率多为惩罚性, 鼓励长期投资。①2013年《开放式基金销售费用管理规定》明确规定了股票基金和混合基金(除ETF、LOF、分级基金、指数基金、短期理财产品等)赎回费的收取标准和计入基金财产的标准: 1) 持有期少于7日的赎回费率不低于1.5%。收取销售服务费的基金, 连续持有期<30日收取≥0.5%赎回费。不收取销售服务费的基金, 持有期少于7日收取≥1.5%赎回费, 持有期少于30日收取≥0.75%赎回费, 持有期少于3个月或3-6个月收取≥0.5%赎回费, 持有期>6个月不限制赎回费率下限。目前多数股票和混合基金实际收取赎回费为规定的下限, 持有期长于6个月不收取赎回费。2) 持有期越短、赎回费计入基金财产的比例越高, 持有期长于6个月后比例最低为25%。收取销售服务费的基金, 持有期少于30日的赎回费全额计入基金财产。不收取销售服务费, 持有期少于30日赎回费全额计入基金财产, 持有期少于3个月赎回费计入基金财产的比例≥75%, 持有期3-6个月赎回费计入基金财产的比例≥50%, 持有期长于6个月赎回费计入基金财产的比例≥25%。不计入基金财产的部分可以支付给销售渠道, 或支付登记费用等其他费用。

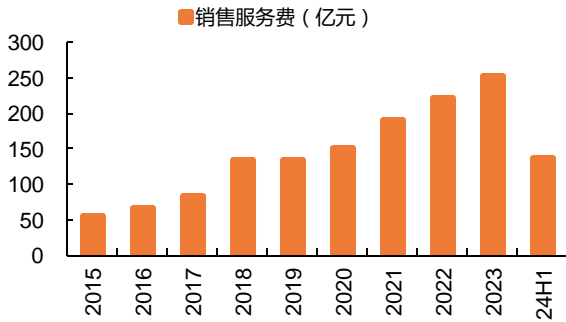
②其他类型基金也规定了少于7天收取不低于1.5%的赎回费、全部计入基金财产。2017年《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》要求基金管理人应强化对投资人短期申赎行为的管理, 对除货币市场基金和ETF以外的开放式基金, 持续持有期少于7日的投资人收取不低于1.5%的赎回费, 并全额计入基金资产。目前多数债券型基金赎回费设置也是持有期<7天按1.5%下限收取, 持有期长于6个月不收取赎回费, 持有期在7天-180天中收取赎回费0.1%左右。

## 3、销售服务费: 费率区间内差异较大, C类份额占比提升

销售服务费是销售渠道过去十年增长最为稳定的一类收入, 货币基金稳定增长与收费模式转换是主要驱动力。货币型基金自2014年起即是规模最大的一类公募基金, 24Q3末货币型基金资产净值突破13万亿元, 货币基金稳定增长的保有规模决定销售服务费收入的基本盘。此外, 除货币基金外, 股票、混合、债券型基金收费模式也在改变, 不收取认/申购费、收取客户维护费的C类份额比例在近两年有明显提升, 更多类别份额也得以创新, 例如仅在互联网平台销售的E类份额, 内地香

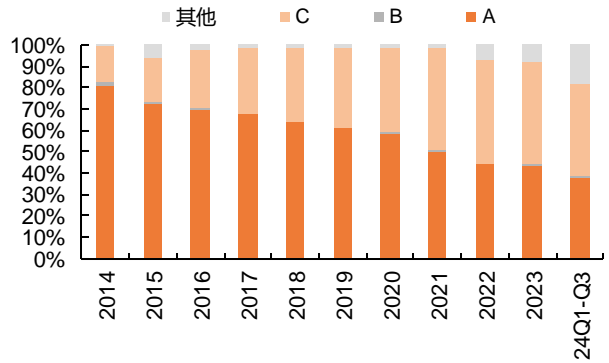
港基金互认后的 H 类份额、为个人养老金新设的 Y 类份额等。统计 2024 年 9 月末前成立的近 2 万只场外非货币型公募基金<sup>2</sup>，其中新发 C 类份额的基金只数占比由 2014 年的 16% 增长至 2024 年前三季度的 43%。

图表31 公募基金销售服务费变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

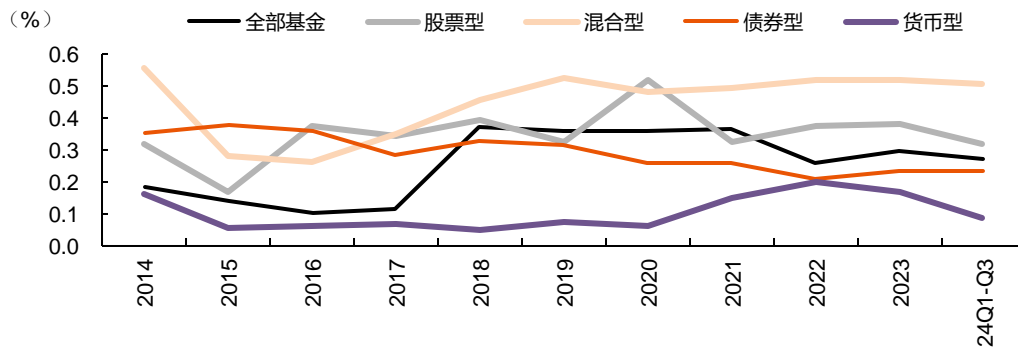
图表32 新发基金(非货基)数量结构(按份额类别)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 份额类别根据公募基金名称、初始基金等测算

销售服务费率在 0.1%-1.5%/年，产品间差异较大，部分基金下调销售服务费率、但整体费率变动不大。筛选收取销售服务费的公募基金产品，股票型销售服务费率最高 1.0%，混合型最高 1.5%，债券型最高 0.6%，货币型最高 0.75%。按基金成立日、发行时销售服务费率和发行规模测算每年新发基金的加权平均销售服务费率，不同年份间的均值变动较大，主要是产品间销售服务费率差异较大，且部分年份新发货基或 C 类份额数量较少、易受单个基金产品费率影响。2024 年前三季度新发基金加权平均销售服务费率 0.27%，其中，新发股票型 0.32%，新发混合型 0.51%，新发债券型 0.23%，新发货币型 0.08%。截至 2024 年 9 月末，共 170 只基金产品相对于成立时调降了销售服务费率，数量占比约 0.8%，26 只基金产品上调了销售服务费率，整体费率变动不大。

图表33 各类型基金销售服务费率加权平均值变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

#### 4、客户维护费：管理费降费影响收入，分佣比例相对稳定

客户维护费，又称尾随佣金，2020 年 8 月证监会发布《关于实施〈公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法〉的规定》，明确基金管理人与基金销售机构可以在基金销售协议中约定，依据基金销售机构销售基金的保有量提取一定比例的客户维护

<sup>2</sup> 基金数量按照同一基金不同份额重复计算

费，用于向基金销售机构支付基金销售及客户服务活动中产生的相关费用。其中，对于向个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 **50%**；对于向非个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 **30%**。

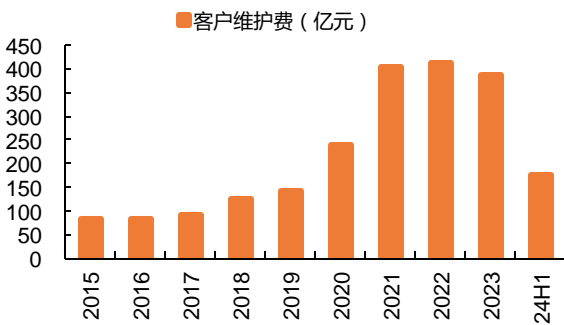
**客户维护费收入也相对稳定，24H1 客户维护费同比-15%、主要系管理费率下调影响。**客户维护费同样基于保有规模收费，随着公募基金规模扩张、代销机构保有规模占比提升，客户维护费收入稳定增长。2023 年 7 月证监会启动公募基金费率改革，新注册主动权益类产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%，存量产品 2023 年底前调整。客户维护费一般在销售协议中按照管理费的一定比例约定，因此管理费率下调也导致了 2023 年公募基金客户维护费 387 亿元 (YoY-6%)，24H1 客户维护费 174 亿元 (YoY-15%)，2023 年管理费 1353 亿元 (YoY-7%)、24H1 管理费 614 亿元 (YoY-14%) (据 Wind)。

**客户维护费平均分佣比例近年来维持在 28%左右；股票、混合、货币型基金客户维护费分佣比例更高。**据 Wind，通过公募基金年报/半年报披露的客户维护费和管理费测算，2016-2021 年公募基金客户维护费分佣比例快速上行，由 17.9%提升至 28.7%，反映代销渠道话语权的提升，2022 年后也基本保持在 28%左右，24H1 分佣比例为 28.3%。从基金类别来看，混合型、货币型、股票型分佣比例高于债券型，预计是个人投资者和代销渠道占比较高，24H1 混合型分佣比例 35.2%>货币型 34.2%>股票型 22.6%>债券型 15.4%，24 年股票型分佣比例同比下滑较多，预计系 ETF 占比提升、但分佣比例相对较低；债券型、货币型分佣比例同比有所提升，预计系上半年权益市场波动较大、个人投资者增配债基较多。

**考虑到直销渠道不收取客户维护费，用直销/代销保有规模结构简单测算，去除直销渠道后，客户维护费分佣比例约 40%。**据证券投资基金业协会披露的各类型公募基金直销、代销渠道的保有规模结构简单测算，2023 年全部基金对应客户维护费比例约 40%左右，其中货币型 45%、混合型 42%、债券型 37%、股票型 29%。

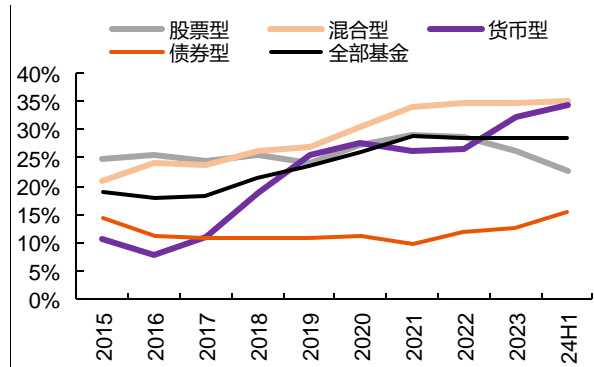
**测算客户维护费在全部基金资产净值中的占比约 0.11%，随管理费率下行。**通过公募基金年末资产净值测算，24H1 全部公募基金年化客户维护费在基金资产净值中占比约 0.11%，相对于 2022 年的 0.16%、2023 年的 0.14%有所下滑，预计系反映管理费率的下滑。其中，混合型 0.41%、股票型 0.13%、货币型 0.09%、债券型 0.04%。用此前办法剔除直销渠道后简单测算，2023 年客户维护费在代销渠道保有资产净值中约 0.23%。

图表34 公募基金客户维护费变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 各类型公募基金客户维护费分佣比例变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、渠道展望：规范销售环节收费，重视权益产品长期客户服务

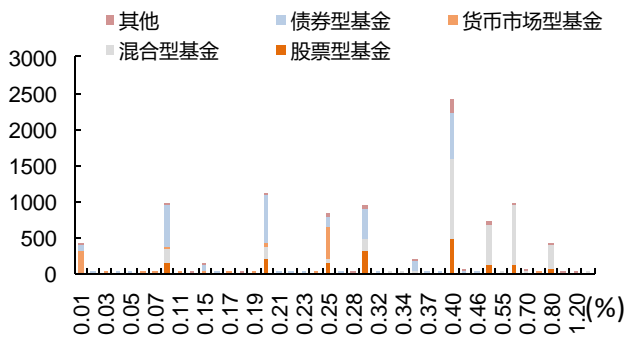
公募费改第三阶段将落地，规范销售环节收费，预计可能关注让利投资者、优化销售行为等。2023 年 7 月 8 日，证监会有关部门负责人就公募基金费率改革答记者问，正式开启公募基金费率改革。改革将分管理费、证券交易佣金、销售环节收费三阶段推进，前两阶段也分别在 23 年 7 月、24 年 4 月正式落地，主动权益类基金管理费率不超过 1.2%，托管费率不超过 0.2%；被动型产品股票交易佣金率不得超过市场平均、主动不得超过市场平均的 2 倍，单家券商佣金分配上限由 30% 下降至 15%，限制渠道返佣等。第三阶段关注销售环节收费，根据财联社 24 年 9 月报道，第三阶段完成，公募基金综合费率将下降 18%，每年为投资者节省约 450 亿元。

让利投资者关注各类销售费率优化。1) 认/申购费用：1折费率优惠逐步推广，认/申购费率下调影响或将逐步减弱。除费率外，认/申购费用收入还需考虑基金销售规模、机构费率优惠情况。目前主流独立销售机构和部分头部银行、券商都已尝试较大范围地开展认/申购费率“1折”活动，预计认/申购费率变动对头部销售机构业绩影响相对减弱。未来若1折费率优惠活动继续“内卷”至更多销售机构，或将压制认/申购费用收入表现。按此前测算，2023年全行业认/申购费收入合计57亿元，合计收入占比8%；2015-2023年认/申购收入占比平均为20%左右。

2) 赎回费用：部分基金下调赎回费率、全额计入基金财产，近年来赎回费收入占比约10%左右。据券商中国24年8月报道，华夏、华宝博时等多家公募陆续下调部分基金申购赎回费率，部分基金申购费率减半调整，例如博时富华纯债基金最高申购费率由0.8%下调至0.4%；部分基金赎回费率下调并全部计入基金财产，例如华宝基金自24年8月26日至25年2月6日通过直销柜台赎回相关基金的投资者实施费率优惠，投资者持有期大于7日小于30日的赎回费率从0.1%下调为0.025%，优惠后的赎回费全部归入基金财产。按此前测算，2023年赎回费合计38亿元、收入占比约5%；2015-2023年赎回费收入在销售渠道总收入中占比平均为10%左右。

3) 销售服务费：若销售服务费率上限下降至0.3%，估算销售渠道销售服务费收入下降18亿元，对销售渠道总收入影响-2%。截至24年9月末，9359只收取销售服务费的公募基金产品<sup>3</sup>中，销售服务费率众数为0.4%，销售服务费率0.8%、0.6%、0.3%、0.2%也较为常见。①中性假设：销售服务费上限降至0.3%，则数量上62%公募基金需要调整至新上限，按22年末、23年末资产净值平均值计算销售服务费，则销售服务费收入下降18亿元，按此前测算2023年销售服务费251亿元收入，影响约-7%，对销售渠道总收入-2%。②悲观假设：上限降至0.2%，则83%基金需调整，测算销售服务费收入下降65亿元，对销售服务费收入影响约-26%、对销售渠道总收入影响-9%。③乐观假设：上限降至0.4%，则49%基金需调整，测算销售服务费收入下降9亿元，对销售服务费收入影响约-4%，对销售渠道总收入影响-1%。

图表36 24Q3末销售服务费数量分布（仅统计收取销售服务费的基金）（只）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表37 销售服务费率下调的影响假设条件及测算

	悲观	中性	乐观
假设销售服务费率上限(含上限)	0.20%	0.30%	0.40%
影响基金数量(只)	7781	5780	4614
影响基金数量占比 (仅统计收取销售服务费的基金)	83%	62%	49%
测算销售服务费收入变动(亿元)	-64.7	-17.9	-9.0
对23年销售服务费影响	-25.7%	-7.1%	-3.6%
对23年销售渠道收入影响	-8.8%	-2.4%	-1.2%

资料来源：Wind，平安证券研究所

4) 客户维护费：若客户维护费分佣比例上限由50%下降至40%，估算客户维护费收入下降35亿元，影响销售渠道总收入-5%。以2023年初基金客户维护费/管理费测算分佣比例，主流分佣比例在40%-50%和<10%两个区间内。

①中性假设：分佣比例上限下降至40%，则估算受到影响的基金数量占比为27%，2023年客户维护费将下降35亿元，影响客户维护费收入约-9%，对应销售渠道总收入影响-5%。

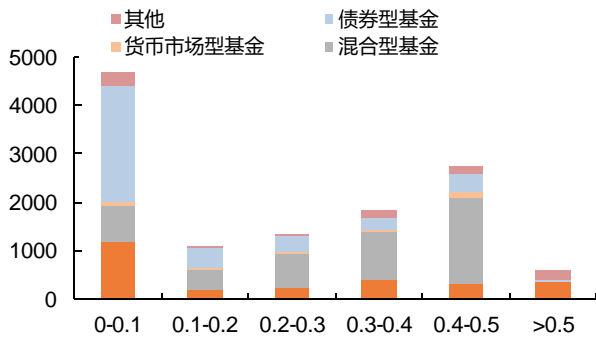
②悲观假设：分佣比例上限下降至30%，则估算受到影响的基金数量占比42%，客户维护费下降95亿元，影响客户维护费收入-25%，影响销售渠道总收入-13%。

③乐观假设：分佣比例上限下降至45%，则估算受到影响的基金数量占比18%，客户维护费下降17亿元，影响客户维护费收入-4%，影响销售渠道总收入-2%。

<sup>3</sup> 基金数量按照同一基金不同份额重复计算



图表38 2023年客户维护费分佣比例数量分布(仅统计初始基金)(只)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 销售服务费率下调的影响假设条件及测算

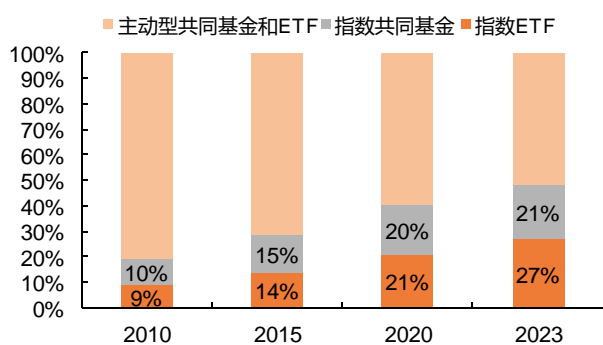
	悲观	中性	乐观
假设客户维护费分佣比例上限(含上限)	30%	40%	45%
影响基金数量(只)	5132	3315	2147
影响基金数量占比(仅按初始基金统计)	42%	27%	18%
测算客户维护费收入变动(亿元)	-95.2	-35.2	-16.5
对23年客户维护费影响	-24.6%	-9.1%	-4.3%
对23年销售渠道收入影响	-12.9%	-4.8%	-2.2%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

优化销售行为将着重建设以投资者为核心的买方投顾理念。1) 轻首发、重持营, 重视投资者的长期服务, 未来基于保有量的销售服务费和客户维护费比重或将提升。长期以来公募基金产品销售中常出现“重首发、轻持营”的问题, 主要是因为银行、券商等渠道一线员工在首发中的销售激励相对更高、基于销售规模的激励报酬往往也见效更快, 同时市场波动下长期投资者教育与陪伴难度较大。但近年来监管关注到此类问题, 多次强调基金行业需关注投资者回报和长期投资理念, 要求各类机构完善内部考核评价与激励机制, 减少“首发冲动”, 发力持续营销, 通过“重保有”更好实现与投资者的利益绑定。

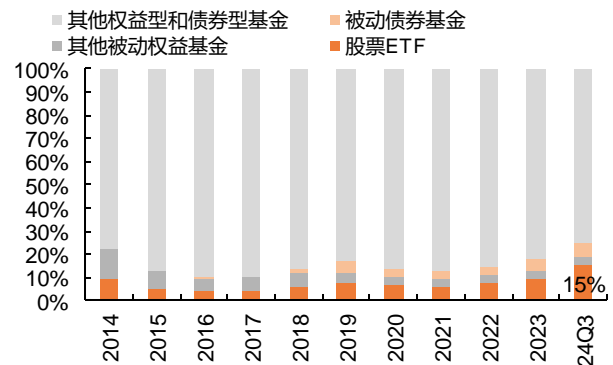
2) 政策大力推动中长期资金入市, 权益类、ETF产品仍是布局重点, 销售渠道需增强权益类产品服务能力。24年4月新“国九条”明确大力推动中长期资金入市, 持续壮大长期投资力量, 包括大力发展权益类公募基金, 建立ETF快速审批通道, 推动指数化投资发展。近两年来ETF新发和存量规模的加速扩容也印证了权益类、ETF产品已成各基金公司、销售机构的兵家必争之地。随着资本市场走向成熟, 被动投资兴起也是必然趋势, 2022年末美国指数型共同基金和ETF产品在资管机构管理规模中占比分别为21%、27%。权益类产品相对波动较大、产品复杂, 销售机构需锻造投资者教育能力, 以及加大对一线员工的培训投入, 助力提升客户权益类基金的配置效率。

图表40 美国被动型基金和ETF规模占比



资料来源: ICI, 平安证券研究所; 注: 相关占比为四舍五入近似值

图表41 国内被动型基金和股票ETF规模占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 其他被动权益基金=被动指数型股票基金+增强指数型股票基金-股票ETF; 被动债券基金=被动指数型债券基金+指数增强型债券基金

3) 基金投顾或将成为买方服务转型的重要抓手。借鉴海外经验, 20世纪80年代后美国共同基金销售费率加速下行, 基金投资者主要通过基于保有规模的12b-1费用和投顾费用补偿销售渠道。12b-1为分销费用、类似国内基金的销售服务费收入, 而投顾费用则是销售机构单独收取、用于支付投资咨询、资产配置等服务的费用。国内各类销售机构也开始基金投顾服务的

尝试，一类是较为传统的建议型投顾服务，涉及资产品种也往往更为丰富，包括理财、私募基金、股票等，为投资者提供一揽子资产配置和陪伴服务，但建仓、调仓等决策仍需客户操作；另一类是较新的管理型投顾，基金投顾机构可接受投资者全权委托、管理基金组合，自2019年10月起正式试点。目前共60家券商、基金及基金子公司、独立销售机构、银行获得试点资格，其中除3家银行外，其余57家均展业。据证监会公告显示，截至2023年3月末，基金投顾试点服务资产规模1464亿元，客户总数524万户，10万元以下个人投资者占比94%。2023年6月，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)》，基金投顾或将从试点走向常规。

目前从公募基金代销机构保有规模来看，银行、独立销售机构、券商渠道能力更强，基金子公司渠道能力有限、但产品能力更强。各类机构优势各异，但均重视基金销售向投顾服务的转型，在基金投顾业务中积极布局：

**1) 银行：客群广阔、跨度较广，擅长固收产品服务，但受限于牌照资源、合作推广基金配置服务。**银行网点众多、渠道下沉、客群广阔，私行业务高净值客户集中，同时银行作为最传统的基金代销渠道，客户信任度也较高。由于大众客户风险偏好较低、且银行多经营固收类业务，因此银行总体以稳健配置型产品为主、擅长固收类产品服务。受限于银行管理型基金投顾试点资格较少、且暂未展业，目前银行投顾类服务主要是自有财富管理团队根据用户现金管理、稳健投资等需求推荐不同基金产品，或合作其他基金投顾试点机构、上线其基金投顾组合。

**2) 券商：渠道相对有限，但权益类产品、ETF产品服务能力最强，积极开展基金投顾业务。**券商线下渠道弱于银行、线上渠道弱于独立销售机构，但个人客户主要来自股票交易客户转化，风险偏好较高，对权益类产品接受度较高，同时对基金公司和基金经理的管理风格、投资能力等专业认知更深入，权益类产品服务能力更强。券商也是ETF基金的交易中介，天然具有ETF服务优势。目前试点券商也全部完成基金投顾业务展业，部分券商也通过建议型投顾模式开展ETF类配置服务。

**3) 独立销售机构：线上渠道优势形成护城河。**蚂蚁财富、天天基金为代表的独立销售机构以产品超市为主要商业模式，牢牢把握线上流量入口、客户规模大、易于覆盖大众客户和长尾客户，但普遍缺乏投研能力。因此蚂蚁财富、天天基金也主要通过基金投顾超市的方式，与其他试点机构合作开展基金投顾业务，提供基金投顾组合的引流渠道和组合中单品基金产品的代销服务。

**4) 基金公司及子公司：产品能力赋能基金投顾业务。**基金公司直销渠道长期聚焦机构客户，个人客户依赖代销渠道，在个人客户权益类财富管理转型的窗口期中主要承担产品发行、投资的功能。但权益类基金的投研能力相对最强，赋能基金投顾组合业务，在基金投顾组合策略创新中也更为积极，但目前仍需要其他代销渠道的流量推荐。

## 四、投资建议

公募基金费率改革如期推进，第三阶段将规范销售环节收费，预计将以让利投资者、优化销售行为为核心。各类销售费率的优化短期内将一定程度影响各类销售机构的业绩表现，但公募产品规模的持续扩容、ETF产品的发展机遇或将对冲部分降费影响。长期看投资者体验优化、销售机构生态改善是公募基金长期健康发展的必经之路。头部机构具备流量、人才、经验、品牌等差异化优势，有望在基金销售行业从卖方销售向买方投顾转型的窗口期中继续筑高竞争壁垒。

建议关注三条主线：1) 渠道核心能力突出、流量优势明确、品牌效应显著的销售机构，如旗下天天基金的产品保有规模领先的东方财富。2) 权益类产品和ETF服务具有相对优势、线上线下综合服务能力领先的头部券商，如中信证券、中金公司、华泰证券。3) 旗下公募基金重视基金投顾业务、投资与产品实力强劲的券商，如广发证券、东方证券、兴业证券。

## 五、风险提示

**1) 金融政策监管力度超预期。**公募基金相关业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间，若公募费改相关措施力度超预期，可能对销售机构展业和业绩影响较大。

**2) 公募行业竞争空前加剧。**基金相关行业机构均具备较强头部效应，行业集中度提升是必然趋势，如果短期内竞争空前加



剧，基金相关费率可能会超预期下降，影响机构业绩表现。

**3) 宏观经济下行超出预期。**证券、基金行业表现同宏观经济环境变化息息相关，经济承压将拖累机构经营战略的实施、业绩表现的增长。

**4) 资本市场行情波动较大，投资者风险偏好出现较大变化。**证券、基金行业与资本市场交易情绪直接相关，若权益、债券等市场行情波动较大，或将影响行业整体景气度。

**5) 报告部分测算存在主观性，与实际值可能存在差异，仅供参考。**

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层