

基金销售服务费用管理规定点评

降低投资成本，规范销售秩序

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	王德坤	021-61761035	wangdekun@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070008
证券分析师：	田维伟	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030002
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523060004

事项：

9月5日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》（以下简称《规定》），对代销机构费率、客户服务、直销服务平台法律地位作出修订。

国信金融观点：当前，代销机构收入主要来源于客户服务费、销售服务费及认申购费等，相关费率大多已低于《规定》中要求的上限，《规定》对代销机构整体收入实际影响较小。具体包括：第一，认申购费层面，当前大多数基金产品认申购费率已降至0.1%左右，《规定》实际影响较小；第二，客户服务费层面，各类别基金产品费率有差异，但整体也低于《规定》上限。以2024年年报数据计算，主要基金品种客户服务费比例：主动权益基金35.1%、被动权益基金16.2%、债券基金15.4%、货币基金34.7%、QDII基金23.8%。第三，赎回费及销售服务费层面，《规定》重点在于引导基金投资者进行长期投资，持有期限较长的投资者可免收赎回费及销售服务费。2024年，基金产品销售服务费合计约289亿元，因此长期投资者免收销售服务费会对代销机构收入有较小影响。《规定》是公募基金行业费率三阶段改革的第三阶段，相关内容落地后，代销机构经营的降费担忧将逐步解除。伴随资本市场持续回暖，基金销售业务或将迎来复苏，商业银行、证券公司及三方代销机构，将基于自身优势进一步拓宽基金代销业务。基于此，我们维持行业“优于大市”评级。

评论：

◆ 文件主旨：优化基金代销机构费率安排，聚焦客户服务，加强直销能力

《规定》主旨为进一步降低基金投资者成本，规范公募基金销售市场秩序，保护基金投资者合法权益，推动公募基金行业高质量发展。前一版本基金销售费用管理相关文件，为证监会于2013年颁布《开放式证券投资基金销售费用管理规定》。本次颁布的《规定》，与2013年版本的主要差异在于5点：降低认申购费率、优化赎回费安排、规范销售服务费、聚焦个人客户服务、明确直销服务平台法律定位。近年来，我国公募基金市场经历高速发展，期间也暴露出基金投资者回报不佳、基金管理机构与代销机构利益与投资者利益不一致等问题，为此，监管层面持续推动基金行业改革。代销机构收取的费率主要包括认申购费、客户服务费（即尾佣）及销售服务费（C类基金的后端收费），《规定》对这些费用分别做出了修订。

表1：《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》主要内容

主旨	内容
降低认申购费率	将股票型基金、混合型基金、债券型基金的认申购费率上限分别调降至0.8%、0.5%、0.3%。同时，鼓励销售机构在覆盖成本的前提下，进一步加大认申购费打折力度。
优化赎回费安排	将赎回费全部计入基金财产，并将四档赎回费率安排简化成三档，降低收费机制复杂性。同时，优化7日、30日、6个月持有期限的赎回费安排，引导投资者长期投资。
规范销售服务费	将股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售服务费率上限分别调降至0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。同时，对持有期超过1年的基金份额（货币市场基金除外），不再继续收取销售服务费。
聚焦个人客户服务	对个人客户的销售保有量，维持现行50%的客户维护费比例不变，对机构投资者销售权益类基金的保有

	量维持现行 30%的比例不变，鼓励销售机构提升个人客户服务能力。
明确平台法律定位	明确基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）的法律依据及功能定位，要求行业机构积极对接平台，并鼓励机构投资者通过 FISP 平台申赎公募基金，增强行业直销服务能力。
其他修改内容	明确代销机构清算账户沉淀资金应当按照活期存款利息划归基金财产所有、基金投顾业务不得双重收费。同时，强化廉洁从业要求，禁止行业机构在基金销售活动中以各种形式，向他人输送不正当利益。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

◆ 基金费用：当前代销机构实际收费率已低于《规定》上限

我们以基金产品 2024 年年报数据为基础，统计了各个类别基金产品的费用情况。可以发现，《规定》中重点提及的客户服务费、销售服务费，实际费率水平基本已经低于《规定》中要求的上限，因此本次《规定》对代销机构实际影响较低。

表2：2024 年各类别基金产品，投资者持有份额及费用情况（单位：亿份、亿元）

基金类别	个人持有份额	机构持有份额	个人持有占比	机构持有占比	管理费	客户服务费	客户服务费占比	销售服务费	托管费
主动权益基金	25,719.70	4,286.69	85.7%	14.3%	412.07	144.55	35.1%	24.44	69.23
被动权益基金	14,547.32	13,560.24	51.8%	48.2%	126.88	20.51	16.2%	7.51	25.58
债券基金	21,662.88	134,239.91	13.9%	86.1%	475.37	73.43	15.4%	35.96	141.52
货币基金	97,726.82	37,996.16	72.0%	28.0%	345.33	119.87	34.7%	217.77	78.45
QDII 基金	3,641.29	2,226.47	62.1%	37.9%	34.66	8.24	23.8%	1.46	8.92
其他基金	1,535.33	590.61	72.2%	27.8%	10.59	5.13	48.4%	1.75	2.76
合计	164,833.33	192,900.08	46.1%	53.9%	1,404.89	371.73	26.5%	288.88	326.46

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 代销机构：受《规定》影响较小，银行、券商与三方机构将基于各自优势建立基金代销新格局

当前基金申购、赎回、销售服务费已经低于《规定》中下调后的上限，市场关注度比较高的尾佣比例，《规定》比例没有调整（销售给个人的不超过 50%；销售给机构的股票型基金和混合型基金比例不超过 30%，其他基金比例降至不超过 15%，但其他基金尾佣贡献较小，影响微乎其微），这好于市场预期。因此不影响代销机构当前的代销基金收费体系。

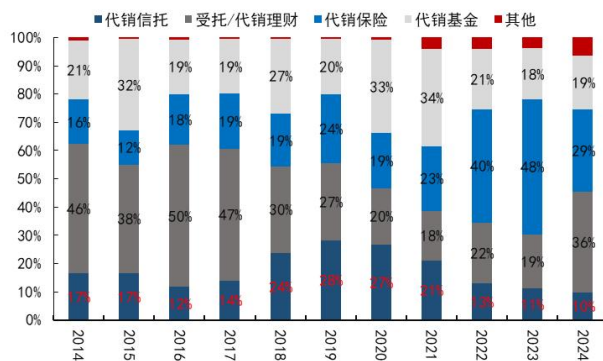
以招行为例，代销机构正通过拓宽代销金融产品种类，扩大中收规模。招行 2025 年上半年财富管理手续费及佣金收入 127.97 亿元，同比增长 11.89%，占营收总额的 7.5%，加上资产管理和托管后的收入合计占营收的 12.3%。其中，财富管理中，代销理财收入 45.91 亿元，同比增长 26.27%；代理保险收入 32.09 亿元，同比下降 18.76%；代理基金收入 24.38 亿元，同比增长 14.35%；代理信托计划收入 15.63 亿元，同比增长 46.90%；代理证券交易收入 8.23 亿元，同比增长 66.94%。

图1：招行财富管理手续费及佣金收入变化（单位：亿元）



资料来源：招行各年年报，国信证券经济研究所整理

图2：招行代销产品收入占比变化



资料来源：招行各年年报，国信证券经济研究所整理

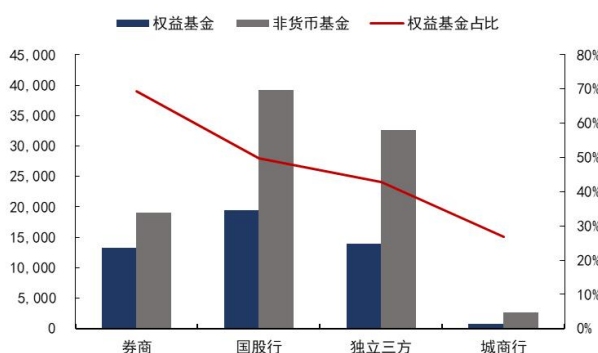
代销机构层面，未来预计将形成银行、券商和互联网三方新格局。

第一，商业银行未来或主打“现金管理类产品+传统公募首发+保险”代销，通过县域下沉和私人银行投顾获得增量发展空间。从客群来看，商业银行未来的客群发展主要分为两类：一是目前存量的低风险客户仍将占据主流，潜在发展方向是深入县域、深入基层。由于商业银行客群的基本盘风险偏好低，因此未来现金管理类产品、保险产品仍将是商业银行最主要的代销产品，其中包括理财、货币基金、短债基金等在内的现金管理类产品主要用来提升客户服务体验，保险产品则因为佣金丰厚或为银行贡献较多利润。此外，商业银行在公募产品首发方面仍然具备一定优势。在低风险客户经营方面，随着经济发达区域客户财富积累增加、投资能力增强，这些地区的客户风险偏好或持续提升，未来商业银行的增量空间主要来自向县域客群、基层客群下沉，将风险偏好最低的存款客户转变为财富管理客户。二是随着商业银行投顾能力增加，未来通过为高净值客户提供投顾服务也具有增量发展空间。那些产品货架丰富、品牌影响力大、在私人银行业务上具备先发优势的银行或继续处于领先优势。以招商银行为例，其代销信托、代销理财、代销保险及代销基金等财富管理业务的收入占比较为均衡。

第二，券商主打“被动指数（宽基+Smart beta，含ETF和联接）+券结基金+私募（尤其量化等细分产品线）”，增量在于多条线协作。一是公募基金方面，券商的代销基金保有规模中权益基金、股票指数基金占比显著高于其他机构。这一方面是因为券商客户普遍更加重视权益资产配置，另一方面是券商在权益基金发行管理过程中，与基金公司合作开展的研究、交易、做市、营销等业务场景较多。截至当前，采用券商交易结算的权益基金约900只，占全部权益基金比例约20%，占比逐步提升中。二是私募基金方面，一方面银行代销私募基金门槛有所提高，部分私募基金或更加依赖券商销售渠道；另一方面券商近年来打造的交易基础设施、场外衍生品业务能力、托管服务能力能够帮助私募基金实现极速交易和投资策略开发，券商有望据此加强与私募基金的粘性。

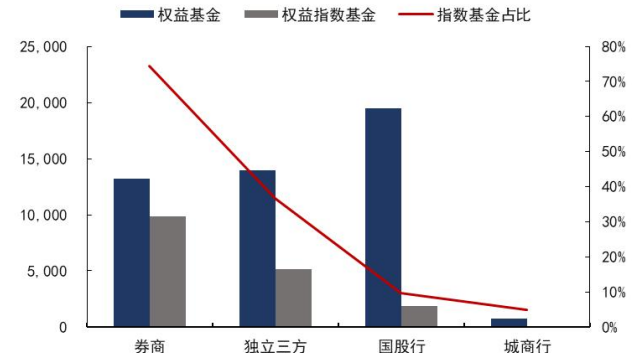
第三，互联网三方主打流量变现模式，凭借流量优势和投顾能力加强对长尾客户覆盖。近期互联网机构均开始通过投教等方式加大线上和线下融合，意在立体化的抢夺客户，最终与银行、券商等渠道全面角逐。例如蚂蚁借助理财场景流量，东财借助证券等交易流量，流量变现的模式给很多中小机构带来逆袭机会。截至2024年末，互联网三方机构代销基金保有规模仅次于国有大行，并且呈现全部规模中类固收基金（以非货币基金减去权益基金近似）占比较高、权益基金中股票指数基金占比较高两大特点。一是互联网三方机构凭借流量优势覆盖到风险偏好较低的长尾客户，代销类固收基金能力较强。二是互联网三方机构投顾能力突出，引导客户运用股票指数基金改善资产配置的理念得到广泛认可。

图3：2024年末各类代销机构基金保有规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2024年末各类代销机构权益基金保有规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

商业银行：招商银行当前静态PB 1.07x，对应2024年业绩的股息率也已经有4.68%，已具备很好的投资价值，已再次纳入重点推荐组合。招行半年报净利润增速转正，伴随资本市场回暖以及远期经济基本面预期改善，估值溢价有望扩大。

证券公司：证券公司代销基金以权益基金为主，并且在代销股票指数基金方面具备显著优势，本次《规定》如最终实施，基金代销业务费率改革靴子落地，证券公司基金代销业务受影响程度好于预期。伴随资本市场持续回暖，重点推荐基金代销业务优势突出、证券经纪及两融业务保持成长的东方财富。

◆ **风险提示：**

代销费率下降超预期，基金销售不及预期，资本市场景气度下降，政策风险等。

相关研究报告：

- 《内外共振，走向曙色——下半年市场资金结构分析暨非银金融行业投资机会》 ——2025-08-28
- 《现代投资银行进化系列之二-海外投行参与数字金融启示录》 ——2025-08-04
- 《存款潮涌，逐险而行——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会》 ——2025-07-31
- 《券商板块点评-从自由现金流角度看券商 ROE 改善机会》 ——2025-07-29
- 《券商股权再融资重启点评-夯实资本，创新蓄力》 ——2025-07-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032