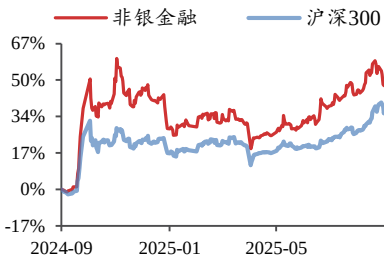


非银金融

2025 年 09 月 06 日

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

《券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向—非银金融行业 2025 年中报要点评述》-2025.8.31

《赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略看多非银—行业周报》-2025.8.24

《慢牛下战略性增配非银，险资举牌险企释放积极信号—行业周报》-2025.8.17

整体符合预期，代销渠道马太效应或加剧

——渠道降费政策点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 2C 尾佣分成未变，调降申赎和销售服务费率，整体符合预期

9 月 5 日晚，证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》，核心要点如下：

（1）**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%（调前股票和混合型基金的认购/申购费率上限均为 1.2%/1.5%，债基为 0.6%/0.8%）。同时，鼓励销售机构在覆盖成本前提下，进一步加大认申购费打折力度（目前三方渠道 A 类基金申购费率普遍一折，首发认购部分打折）。

（2）**优化赎回费安排**。将赎回费全部计入基金财产（此前部分归基金销售机构所有），并将四档赎回费率安排简化成三档。同时，优化 7 日、30 日、6 个月持有期限的赎回费安排，引导长期投资。

（3）**调降销售服务费并设定上限**。将股基和混合型基金、指数基金和债券基金、货基的销售服务费率上限分别调降至 0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。我们测算，2025H1 全市场 AUM 加权销服费率：股混（除指数）为 0.48%、指数（被动和增强）为 0.25%、债券类 0.19%、货基为 0.17%。对持有期超过 1 年的基金份额（货基除外），不再收取销售服务费。

（4）**聚焦个人客户服务，2C 尾佣比例不变**。对个人客户销售保有量，维持现行 50%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%比例不变，其他基金不得超过 15%（原为 30%），鼓励销售机构提升个人客户服务能力。

（5）**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。

● 让利投资者，预计相关渠道费降低 34%，对东方财富、券商收入影响有限

（1）总体看，预计第三阶段基金销售费用改革每年整体降费约 300 亿元，降幅约为 34%。10 月 5 日结束征求意见，执行时间未确定。（2）东方财富：我们预计天天基金代销收入中 50%是尾佣，剩余是申赎和销服费，考虑原有申购费打一折且销售服务费未全部按上限收取，预计对申赎和销服费影响程度是-20%至-30%，对天天基金收入影响-10%至-15%。2025H1 天天基金收入占比 17%，因此预计对东方财富整体收入影响-2%至-3%。（3）传统券商：2025H1 上市券商代销收入占比 2.2%，渠道降费对券商整体收入影响较小。

● 符合预期，修正“重首发”现象，行业马太效应强化

我们认为本次降费细则符合预期，2C 尾佣分成未变，主要针对前端申赎和 C 类份额销售服务费整改，实际让利给投资者。新规对于依赖前端申购费的银行和券商渠道影响较大（三方前端收费普遍打折），对于依赖 C 类份额销售服务费的三方渠道有一定影响，政策旨在改变渠道“重首发，轻持营”的现状。预计降费后，基金代销渠道马太效应加强，头部渠道凭借规模效应与品牌效益抢占更多份额，线下中小渠道综合投入产出比后或退出竞争，推荐互联网财富管理龙头东方财富。考虑到当前股市向好，主动权益基金有望复苏，看好券商财富管理主线。

● 风险提示：市场波动风险、降费影响超预期。

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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3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9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