



非银行金融行业研究

增持（首次评级）

行业点评
证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

公募交易费用管理新规落地，券结基金业务和研究实力将成取胜之匙

事件

4月19日，公募交易费用管理新规正式落地，要求机构于2024年7月1日前完成首次股票交易佣金费率调整。主要包含四方面内容：（1）合理调降公募基金的证券交易佣金费率；（2）降低证券交易佣金分配比例上限；（3）强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；（4）明确公募基金管理人交易佣金披露要求。

新规与此前征求意见稿内容基本一致，主要差异点为新规结合实际情况，在禁止基金管理人向第三方转移支付费用这一规定里豁免券结基金可向第三方转移支付研究佣金。考虑到券结基金一般只有1-3家结算券商，基金管理人为获取其他券商的研究服务只能通过结算券商向第三方转移支付研究佣金。

预计2024年公募基金股票交易佣金率将下降至万分之四，影响行业收入端2%左右。新规要求除被动股票型外其他类型基金产品通过证券交易佣金支付研究服务费用的，股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率水平的两倍。在市场股基成交额不变的假设前提下，我们按调整后的公募交易佣金率测算，全市场公募佣金或将下降48%，对行业收入端影响约为2%。

佣金分配更加市场化，利好缺少关联公募资源但研究实力强的中小券商和券结基金业务强的券商。新规要求降低公募佣金分配集中度，单家券商佣金分配比例上限由30%调降至15%（券结基金豁免这一规定且无分仓比例上限要求），佣金分配更加市场化。相对利空控参大型公募的头部券商（如中信-华夏，国君-华安等），相对利好缺少关联公募资源但研究实力强的中小券商，和券结基金业务实力强的券商，如中信、广发、浙商、兴业等。

销售佣金、软佣均被明令禁止，研究实力成为公募选择开户/交易的唯一标准，研究实力重要性得到提升。新规强化公募基金证券交易佣金分配行为监管，严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩，严禁以任何形式向证券公司承诺基金证券交易量及佣金或利用交易佣金与证券公司进行利益交换，严禁使用交易佣金向第三方转移支付费用。此前券商公募佣金中有较高比例为销售分仓，今后公募佣金名义上100%为研究分仓，研究重要性得到提升。

投资建议

综合来看，一方面，新规对证券业公募佣金收入带来一定压力，另一方面，在佣金分配集中度下降，市场佣金、软佣均被限制的情况下，券商研究业务重要性得到提升，利好研究实力强和券结基金业务实力强的上市券商。

风险提示

1) 部分数据基于主观判断，可能存在误差；2) 权益市场大幅波动；3) 宏观经济修复不及预期。


图表1：公募降佣对上市券商收入端影响测算

上市券商	营业收入(亿元)		公募佣金(亿元)		23年公募佣金占营收比例	佣金降幅占23年营收比例↓
	23H1	2023	23H1	2023		
天风证券	21.6	-	2.6	4.2	12.0%	5.8%
长江证券	38.3	69.0	4.7	7.9	11.5%	5.5%
华西证券	20.2	-	1.2	2.1	6.1%	2.9%
信达证券	19.0	34.8	1.2	2.1	6.1%	2.9%
国海证券	20.8	41.9	1.2	2.2	5.3%	2.6%
西南证券	14.7	23.3	0.7	1.2	5.3%	2.6%
国金证券	33.3	-	1.7	3.1	5.1%	2.4%
太平洋	7.5	-	0.4	0.6	4.7%	2.3%
兴业证券	69.4	-	3.1	5.4	4.5%	2.2%
方正证券	40.5	71.2	1.7	3.1	4.3%	2.1%
东北证券	35.6	64.8	1.6	2.6	4.0%	1.9%
东吴证券	53.4	-	2.1	3.8	3.9%	1.9%
中泰证券	66.2	127.6	2.9	4.9	3.8%	1.8%
广发证券	132.4	233.0	4.8	8.4	3.6%	1.7%
中信建投	134.6	232.4	5.0	8.2	3.5%	1.7%
国联证券	18.1	29.6	0.6	1.0	3.5%	1.7%
光大证券	61.8	100.3	1.9	3.4	3.4%	1.6%
招商证券	107.9	198.2	3.9	6.7	3.4%	1.6%
首创证券	8.5	19.3	0.3	0.6	3.1%	1.5%
东方证券	87.0	170.9	3.2	5.3	3.1%	1.5%
财通证券	34.8	-	1.1	1.8	3.0%	1.5%
长城证券	22.0	39.9	0.6	1.0	2.6%	1.3%
海通证券	169.7	229.5	3.0	5.5	2.4%	1.2%
中银证券	15.9	29.4	0.4	0.7	2.3%	1.1%
中金公司	124.2	229.9	3.0	5.3	2.3%	1.1%
浙商证券	84.6	176.4	2.3	4.0	2.3%	1.1%
申万宏源	122.4	215.0	2.8	4.7	2.2%	1.0%
华安证券	19.1	36.5	0.5	0.8	2.2%	1.0%
中信证券	315.0	600.7	7.0	11.9	2.0%	0.9%
西部证券	39.3	0.0	0.7	1.2	1.8%	0.9%
第一创业	14.5	-	0.3	0.5	1.8%	0.9%
国泰君安	183.3	361.4	3.8	6.4	1.8%	0.9%
国信证券	82.1	173.2	1.7	3.0	1.8%	0.8%
山西证券	18.9	-	0.3	0.6	1.7%	0.8%
华泰证券	183.7	365.8	3.1	5.6	1.5%	0.7%
东兴证券	18.2	47.4	0.3	0.5	1.0%	0.5%
南京证券	12.9	-	0.1	0.2	0.8%	0.4%
中国银河	174.1	336.4	1.5	2.4	0.7%	0.3%
国元证券	31.1	63.6	0.3	0.4	0.7%	0.3%
财达证券	12.3	23.1	0.1	0.1	0.6%	0.3%
华林证券	4.7	10.2	0.0	0.1	0.6%	0.3%
红塔证券	7.8	12.0	0.0	0.0	0.1%	0.1%
中原证券	10.5	19.7	0.0	0.0	0.0%	0.0%



来源: wind, 国金证券研究所 注: 对于尚未披露 23 年年报的上市券商, 23 年公募佣金占营收比例采用的是 23H1 的数据

图表2: 上市券商 2023 年券结基金佣金收入排名

上市券商	券结基金佣金 (万元)	券结基金佣金份额
中信证券	18,808.7	11.5%
广发证券	14,856.8	9.1%
浙商证券	9,277.0	5.7%
兴业证券	8,375.5	5.1%
中信建投	7,402.2	4.5%
光大证券	6,488.3	4.0%
长江证券	6,461.8	4.0%
中泰证券	6,370.1	3.9%
国信证券	5,645.3	3.5%
华泰证券	5,232.5	3.2%
华西证券	4,815.5	3.0%
东方证券	4,785.8	2.9%
国金证券	4,553.9	2.8%
中国银河	4,471.4	2.7%
海通证券	3,978.8	2.4%
国泰君安	3,972.8	2.4%
东北证券	2,969.0	1.8%
方正证券	2,617.1	1.6%
招商证券	2,221.1	1.4%
信达证券	1,406.4	0.9%
中银证券	1,012.6	0.6%
财通证券	995.7	0.6%
天风证券	972.3	0.6%
申万宏源	949.9	0.6%
国海证券	904.4	0.6%
国联证券	775.5	0.5%
西南证券	726.7	0.4%
山西证券	632.6	0.4%
中金公司	627.4	0.4%
财达证券	616.0	0.4%
国元证券	595.1	0.4%
东吴证券	453.7	0.3%
华安证券	297.7	0.2%
华林证券	219.4	0.1%
东兴证券	194.8	0.1%
第一创业	165.6	0.1%
长城证券	165.4	0.1%
西部证券	104.2	0.1%
红塔证券	32.7	0.0%
太平洋	21.2	0.0%
南京证券	7.6	0.0%
中原证券	0.2	0.0%
首创证券	0.1	0.0%



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

1) 部分数据基于主观判断，可能存在误差；2) 权益市场大幅波动；3) 宏观经济修复不及预期。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究