

评级：增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	86
行业总市值(百万元)	4388466
行业流通市值(百万元)	1960186

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ **核心观点：**证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自 2024 年 7 月 1 日实施。总体看，新规内容与此前意见稿差异不大，公募交易佣金率或降至万 4.5 左右（被动股票型约万 2.5、主动型约万 5）。静态测算公募分仓佣金降幅 38%，对券商营收整体影响小（0.6%-1.5%）；但研究分仓存量竞争加剧，分化加大：对研究及综合实力强的券商占优。

■ 公募佣金新规核心内容：

1、公募交易佣金率或将调降至万 4.5 左右，其中被动股票型降至约万 2.5，其他型降至约万 4.9。1) 佣金费率要求与此前意见稿一致。即指数基金交易佣金率不得超过市场平均费率，其他类型基金股票交易佣金费率不得超过市场平均费率的两倍。2) 佣金率调降测算。23 年公募分仓佣金总额为 168.4 亿元，平均佣金率为万 7.3，静态测算公募分仓佣金降幅将达 38%，24、25 年将分别为投资者节省 32 亿元、64 亿元成本；推算佣金率将降至万 4.5 左右，其中被动股票型降至约万 2.5，其他型降至约万 4.9。

2、向单一券商支付佣金不能超过总佣金的 15%，券结基金、新成立基金第一年、权益规模不超 10 亿的仍沿用 30%规定。但相较意见稿，此次新增明确“不得通过存量产品转券结来规避 15%集中度限制”。

3、严禁利益交换、销售挂钩、第三方转移支付。交易佣金不能与基金销售及保有规模挂钩，不能向第三方转移支付，但券结模式下可以向第三方券商支付研究服务费用。

■ 对券商收入、格局、业务模式的影响及展望：

1、佣金下滑对券商收入影响分化，但整体有限。测算佣金下滑对券商营收拖累多数在 0.6%-1.5%左右；部分研究业务特色券商佣金下滑占营收比例相对较高。

2、格局影响。此前卖方研究不断有中小券商入局，竞争日趋激烈。23 年分仓佣金 CR5\CR10\CR20 分别为 25.4%\42.2%\65.9%，近三年 CR5\CR10\CR20 分别下降 1.7pct\3.7pct\7.9pct。预计新规后竞争更趋激烈，研究及机构业务综合实力强的券商相对占优。原因包括：1) 蛋糕变小，存量竞争加剧；2) 向单一券商的佣金分配比例由 30%降至 15%（除几类情况外），超限佣金或向行业分流。3) 严禁利益交换、销售挂钩、第三方转移支付，研究望回归实质，研究实力强的受益；另外，券结模式考验交易、销售、托管等综合实力。

3、业务模式影响与展望。1) 券商研究业务：回归本源，拓展收入。禁止佣金用于渠道返佣，分仓佣金中研究佣金占比或相对提升。2) 券商渠道端或加快向买方模式转型，从重销售向重保有转变。预计券结业务加大发展，但存量产品转券结模式将受阻。

■ 风险提示：经济超预期下滑；政策推进不及预期；权益市场大幅波动。

内容目录

一、公募基金新规主要内容、及与征求意见稿的比较	- 4 -
二、对券商收入、格局、业务模式的影响及展望.....	- 8 -
风险提示:	- 9 -

图表目录

图表 1: 全市场分仓佣金收入及费率测算;	- 4 -
图表 2: 各类型产品费率测算;	- 5 -
图表 3: 全市场分仓佣金总额及同比情况; 亿元, %.....	- 5 -
图表 4: 《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》与征求意见稿对比...	- 7 -
图表 5: 费率调降对券商营收影响比例.....	- 8 -
图表 6: 公募分仓佣金市场集中度情况; %.....	- 9 -

一、公募佣金新规主要内容、及与征求意见稿的比较

2024年4月19日，证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自2024年7月1日起正式实施。

1、公募交易佣金率或将调降至万4.5左右，其中被动股票型佣金率约万2.5，其他型佣金率约万4.9。根据中国基金报，《规定》发布实施后，以静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅将达38%，2024年、2025年将分别为投资者节省32亿元、64亿元成本，两年将累计为投资者节省近百亿元成本。根据wind数据，2023年公募分仓佣金总额为168.4亿元，平均佣金率为万7.3，根据以上数据推算公募股票交易佣金率将降至万4.5左右（由于新规将于2024年7月1日实施，即2024年执行半年，因此以2025年完整年度进行静态测算之下的结果，静态假设即交易额及产品结构不变）；同时，根据被动股票型及其他型产品相关数据，测算得到被动股票型佣金率降至约万2.5，其他型佣金率降至约万4.9。

文件具体规定是：明确证券交易佣金费率水平。1) 合理调降基金股票交易佣金费率。被动股票型基金产品不得通过证券交易佣金支付研究服务、流动性服务等费用，且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；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超过市场平均股票交易佣金费率水平的两倍。2) 明确平均佣金费率水平的发布机制。由证券业协会根据行业交易佣金费率变化情况定期测算，行业机构在规定期限内相应调整。

与征求意见稿的比较：明确被动股票型基金的交易佣金不得支付研究服务、流动性服务等其他费用的基础上，此次新增“强调其他类型基金也不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用”。

图表1：全市场分仓佣金收入及费率测算：

	全市场公募分仓交易额 (万亿元)	全市场公募分仓佣金收入 (亿元)	同比%	公募基金交易佣金费率 (%%)
2014	6.67	58.7	-	8.8
2015	14.83	125.9	114.5%	8.5
2016	9.16	79.0	-37.3%	8.6
2017	8.96	76.2	-3.6%	8.5
2018	8.60	72.0	-5.5%	8.4
2019	9.47	77.0	7.0%	8.1
2020	17.73	139.4	80.9%	7.9
2021	28.33	222.5	59.6%	7.9
2022	24.90	188.7	-15.2%	7.6
2023	23.07	168.4	-10.8%	7.3
2025	23.07	104.4	-38.0%	4.5

来源：wind，中泰证券研究所

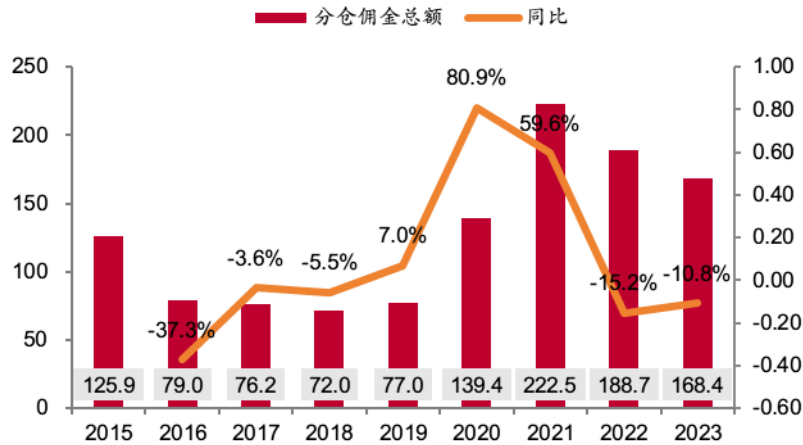
注：由于新规将于2024年7月1日实施，即2024年执行半年，因此以2025年完整年度进行静态测算之下的结果。

图表 2：各类型产品费率测算；

单位，亿元	交易额（2023年）	佣金收入（2023年）	佣金率（2023年）	佣金率（新规后）	影响幅度
被动指数型基金	22,522.2	10.0	0.044%	\	\
增强指数型基金	14,246.1	8.1	0.057%	\	\
被动股票型合计	36,768.3	18.1	0.049%	0.025%	-50%
其他基金	193,954.2	150.2	0.077%	0.049%	-37%
总计	230,722.5	168.3	0.073%	0.045%	-38%

来源：wind，中泰证券研究所

注：按静态假设测算，即假设交易额及产品结构不变

图表 3：全市场分仓佣金总额及同比情况；亿元，%


来源：wind，中泰证券研究所

2、向单一券商支付佣金不能超过总佣金的 15%，券结基金、新成立基金第一年、权益规模不超 10 亿的仍沿用 30% 规定。

文件具体规定是：降低证券交易佣金分配比例上限。1) 对权益类基金管理规模不足 10 亿元的管理人，维持佣金分配比例上限 30%；对权益类基金管理规模超过 10 亿元的管理人，将佣金分配比例上限由 30% 调降至 15%。2) 明确券商交易模式和租用交易单元模式并存情形下交易佣金分配比例要求。上一年末股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人，不受前款比例限制，但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的，对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避第五条规定。

与征求意见稿的比较：采用券商结算模式，仍可以沿用 30% 的单一券商

支付佣金上限，但此次新增“基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式来规避”。

3、交易佣金不能与基金销售及保有规模挂钩，不能向第三方转移支付，但券结模式下可以向第三方券商支付研究服务费用。

文件具体规定是：**强化基金管理人、证券公司内部制度要求。**1) **要求基金管理人应当建立健全**证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度，**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，包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，使用交易佣金向第三方证券公司支付研究服务费用的除外。**2) **强化证券公司研究能力建设**，优化证券公司基金销售业务考核激励机制，要求证券公司建立机制，切实有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突，完善基金销售业务内部考核机制，严禁将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构、基金销售人员的考核指标。3) **压实基金托管人职责**，强化外部监督制约。

与征求意见稿的比较：1) **新增要求**“基金管理人委托货币经纪公司为基金提供经纪服务的，相关服务费用不得从基金资产中列支。”2) 交易佣金仍然不得向第三方转移支付，但新增“基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，使用交易佣金向第三方证券公司支付研究服务费用的除外。”

4、强化主体责任，明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。

文件具体规定是：1) 基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员应当认真履行合规管理职责，合规负责人对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配、投资运作管理，以及存续基金转换交易模式等进行合规性审查。2) 基金管理人应当于每年3月31日前，在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度总支出及分配明细等信息。

与征求意见稿的比较：新增对基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员相关履职要求等。

图表4：《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》与征求意见稿对比

	正式版	征求意见稿
第一条	为进一步加强对公开募集证券投资基金(以下简称基金)证券交易费用管理,规范基金管理人证券交易佣金及分配管理,保护基金份额持有人合法权益,提升证券公司机构投资者服务能力,根据《证券投资基金法》《证券法》等法律、行政法规和中国证监会的规定,制定本规定。	为进一步加强对公开募集证券投资基金(以下简称基金)证券交易管理,规范基金管理人证券交易佣金及分配管理,保护基金份额持有人合法权益,提升证券公司机构投资者服务能力,根据《证券投资基金法》《证券法》及其他有关法律、行政法规、中国证监会的规定,制定本规定。
第二条	基金管理人参与证券交易的模式包括委托证券公司办理(以下简称券商交易模式)、向证券公司租用交易单元(以下简称租用交易单元模式)。基金管理人应当根据自身合规风控能力、信息系统建设、产品管理规模等情况,合理选择证券交易模式,降低交易成本。	基金管理人应当根据自身合规风控能力、信息系统建设、产品管理规模等情况,合理选择证券交易模式,降低交易成本。基金管理人应当建立健全提供证券交易、证券研究报告服务(以下简称研究服务)的证券公司选择机制,选择财务状况良好,经营行为规范,交易能力、研究实力较强的证券公司参与证券交易。基金管理人参与证券交易的模式包括委托证券公司办理(以下简称券商交易模式)、向证券公司租用交易单元(以下简称租用交易单元模式)。
第三条	基金管理人应当选择财务状况良好,经营行为规范,合规风控能力和交易、研究等服务能力较强的证券公司参与证券交易。基金管理人管理的不同基金可以委托同一证券公司或共用一个交易单元进行证券交易。	基金管理人管理的同一基金可以委托多家证券公司或使用多个交易单元进行证券交易。不同基金可以委托同一证券公司或共用一个交易单元进行证券交易。
第四条	基金管理人应当与提供证券交易服务的证券公司签订协议,约定双方的权利义务,明确服务内容、收取交易佣金的价格标准与计算方式。基金管理人管理的被动股票型基金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,且不得通过交易佣金支付研究服务、流动性服务等其他费用;其他类型基金可以通过交易佣金支付研究服务费用,但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的两倍,且不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用。市场平均股票交易佣金费率由中国证券业协会定期测算并向行业机构通报。基金管理人应当与证券公司约定的股票交易佣金费率高于前款规定的,应当在三个月内完成交易佣金费率调整。	基金管理人应当与提供证券交易服务的证券公司签订协议,约定双方的权利义务,明确服务内容、收取交易佣金的价格标准与计算方式。基金管理人管理的被动股票型基金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,且不得通过交易佣金支付研究服务等其他费用;其他类型基金通过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的两倍。市场平均股票交易佣金费率由中国证券业协会定期测算并向行业机构通报。基金管理人应当与证券公司约定的股票交易佣金费率高于前款规定的,应当在三个月内完成交易佣金费率调整。
第五条	一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额,不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五。证券公司控股的境内证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。上一年末股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人,不受前款比例限制,但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额,不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。	一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额,不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五。证券公司控股的境内证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人,不受前款比例限制,但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额,不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。
第六条	基金管理人管理的采用券商交易模式的基金,不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的,对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。 基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式,规避第五条规定。	基金管理人管理的采用券商交易模式的基金,原则上不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的,对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。
第七条	基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度,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。基金管理人应当建立交易、投研、销售等业务隔离机制,基金销售业务人员不得参与证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等业务环节。	基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度,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支付费用,包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。基金管理人应当建立交易、投研、销售等业务隔离机制,基金销售业务人员不得参与证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等业务环节。督察长应当认真履行合规管理职责,对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等进行合规性审查。基金管理人应当妥善保存本公司参与证券交易的文件材料,保存期不少于二十年。
第八条	基金管理人不得使用交易佣金向第三方支付费用,包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。 基金管理人管理的采用券商交易模式的基金,使用交易佣金向第三方支付证券公司支付研究服务费用的除外。	严禁使用交易佣金向第三方支付费用,包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。
第九条	基金管理人委托货币经纪公司为基金提供经纪服务的,相关服务费用不得从基金资产中列支。	
第十条	基金管理人应当严格按照基金法律文件约定的投资范围、投资策略进行证券交易,严禁通过增加证券交易量等方式损害基金份额持有人利益。	基金管理人应当坚持长期投资、价值投资理念,严格按照基金法律文件约定的投资范围、投资策略进行证券交易,严禁通过增加证券交易量等方式损害基金份额持有人利益。
第十一条	基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员应当认真履行合规管理职责,合规负责人对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配、投资运作管理,以及存续基金转换交易模式等进行合规性审查。	
第十二条	基金管理人应当于每年3月31日前,在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。有关信息披露格式与内容由中国证券投资基金业协会另行公布。基金管理人违反本规定第五条规定的,应当在基金年度报告中进行披露和说明。 基金管理人应当妥善保存本公司参与证券交易的文件材料,保存期不少于二十年。	基金管理人应当于每年3月31日前,在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。有关信息披露格式与内容由中国证券投资基金业协会另行公布。基金管理人违反本规定第五条规定的,应当在基金年度报告中进行披露和说明。
第十三条	证券公司应当加强交易单元出租、使用等环节的管理,按规定向证券交易场所履行报告等义务,出租交易单元收取的交易佣金不得低于相关服务成本。 证券公司不得使用交易佣金为基金管理人违规向第三方支付费用。 证券公司应当加强证券交易服务能力建设,强化人员岗位配置,加大信息系统投入,提供更加安全、便捷、优质的证券交易服务。	证券公司应当加强交易单元出租、使用等环节的管理,按规定向证券交易场所履行报告等义务,纳入证券公司统一管理,出租交易单元收取的交易佣金不得明显低于相关服务成本。证券公司应当加强证券交易服务能力建设,强化人员岗位配置,加大信息系统投入,提供更加安全、便捷、优质的证券交易服务。
第十四条	基金管理人应当建立健全研究服务内部管理制度,持续强化研究服务人员人才队伍建设,提升研究服务专业能力、业务质量和合规水平,严格规范研究服务从业人员执业行为。证券公司应当根据基金管理人等专业机构投资者的研究服务需求,制定相应制度流程,配备充足专业人员,在研报解读、跟踪研究等方面提供专业、审慎的研究服务。	基金管理人应当建立健全研究服务内部管理制度,持续强化研究服务人员人才队伍建设,提升研究服务专业能力、业务质量和合规水平,严格规范研究服务从业人员执业行为。证券公司应当根据基金管理人等专业机构投资者的研究服务需求,制定相应制度流程,配备充足专业人员,在研报解读、跟踪研究等方面提供专业、审慎的研究服务。
第十五条	基金管理人应当建立健全基金销售业务的利益冲突识别、评估和防范机制,有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突。基金管理人应当建立健全科学合理的薪酬绩效考核制度,重点考核销售部门、分支机构、从业人员的合规展业、销售保有规模、投资者长期投资收益等,不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标,也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。	基金管理人应当建立健全基金销售业务的利益冲突识别、评估和防范机制,有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突。基金管理人应当建立健全科学合理的薪酬绩效考核制度,重点考核销售部门、分支机构、从业人员的合规展业、销售保有规模、投资者长期投资收益等,不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标,也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。
第十五条	基金托管人应当建立健全基金证券交易监督制度机制,严格监督所托管基金的证券交易行为,重点关注所托管基金的交易佣金支出情况,发现违反法律法规规定和基金合同约定,影响基金份额持有人利益等情形时,应当及时向中国证监会报告。	基金托管人应当建立健全基金证券交易监督制度机制,严格监督所托管基金的证券交易行为,重点关注所托管基金的交易佣金支出情况,发现违反法律法规规定和基金合同约定,影响基金份额持有人利益等情形时,应当及时向中国证监会报告。
第十六条	基金管理人、基金托管人、证券公司应当配合证券交易所加强证券交易活动管理,协助中国证券登记结算有限责任公司做好相关制度与技术调整,并就双方的具体职责签订协议,确保证券交易的业务合规、风险可控,基金清算的及时、高效和基金财产的独立、完整。	基金管理人、基金托管人、证券公司应当配合证券交易所加强证券交易活动管理,协助中国证券登记结算有限责任公司做好相关制度与技术调整,并就双方的具体职责签订协议,确保证券交易的业务合规、风险可控,基金清算的及时、高效和基金财产的独立、完整。
第十七条	基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员应当严格遵守廉洁从业相关规定,不得直接或间接向他人输送不正当利益或谋取不正当利益。	基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员应当严格遵守廉洁从业相关规定,不得直接或间接向他人输送不正当利益或谋取不正当利益。
第十八条	基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员违反本规定的,中国证监会可以按照《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或全部业务、依法暂不受理与行政许可有关的文件、依法认定为不适当人选等措施。	基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员违反本规定的,中国证监会按照《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或全部业务、依法暂不受理与行政许可有关的文件、依法认定为不适当人选等措施。
第十九条	本规定自2024年7月1日起施行。中国证监会发布的《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》(证监基金字〔2007〕48号)同时废止。	本规定自2024年x月x日起施行。中国证监会发布的《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》(证监基金字〔2007〕48号)同时废止。

来源:证监会,中泰证券研究所

二、对券商收入、格局、业务模式的影响及展望

1、收入影响。1) 分仓佣金规模下滑。根据中国基金报，以及上文测算结果，以静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅将达 38%，2024 年、2025 年将分别为投资者节省 32 亿元、64 亿元成本。对券商而言，佣金率降至万 4-5 左右水平，在不考虑成交额变化之下，意味着分仓佣金收入的直接大幅下滑。2) 佣金下滑对券商收入影响分化，但整体有限。假定公募交易佣金在静态测算下滑 38%，则对证券公司营收影响比例较小，多数综合性券商营收拖累仅 0.6%-1.5% 左右。部分研究业务特色券商佣金下滑占营收比例相对较高。

图表 5：费率调降对券商营收影响比例

券商	2023年公募分仓佣金 (亿元)	分仓佣金市占率 (%)	若成交额不变，费率调降，公募佣金下滑 (亿元)	佣金下滑占2023年营收比例 (%)
中信证券	11.51	6.8%	4.37	0.7%
广发证券	8.44	5.0%	3.21	1.4%
中信建投	8.17	4.9%	3.11	1.3%
长江证券	7.92	4.7%	3.01	4.4%
招商证券	6.72	4.0%	2.56	1.3%
国泰君安	6.42	3.8%	2.44	0.7%
华泰证券	5.56	3.3%	2.11	0.6%
海通证券	5.52	3.3%	2.10	0.9%
兴业证券*	5.45	3.2%	2.07	1.9%
东方证券	5.27	3.1%	2.00	1.2%
中泰证券	4.86	2.9%	1.85	1.4%
申万宏源	4.63	2.7%	1.76	0.8%
中金公司	4.43	2.6%	1.68	0.7%
天风证券*	4.19	2.5%	1.59	9.2%
浙商证券	4.02	2.4%	1.53	0.9%
东吴证券*	3.77	2.2%	1.43	1.4%
民生证券*	3.66	2.2%	1.39	5.5%
国投证券	3.48	2.1%	1.32	1.2%
东方财富	3.44	2.0%	1.31	3.4%
光大证券	3.42	2.0%	1.30	1.3%
华创证券*	3.37	2.0%	1.28	5.1%
国盛证券	3.21	1.9%	1.22	6.7%
国金证券	3.12	1.9%	1.19	2.1%
方正证券	3.07	1.8%	1.16	1.6%
国信证券	3.04	1.8%	1.15	0.7%
东北证券	2.60	1.5%	0.99	1.5%
开源证券	2.51	1.5%	0.95	3.6%
中国银河	2.45	1.5%	0.93	0.3%
国海证券	2.24	1.3%	0.85	2.0%
信达证券	2.12	1.3%	0.81	2.3%

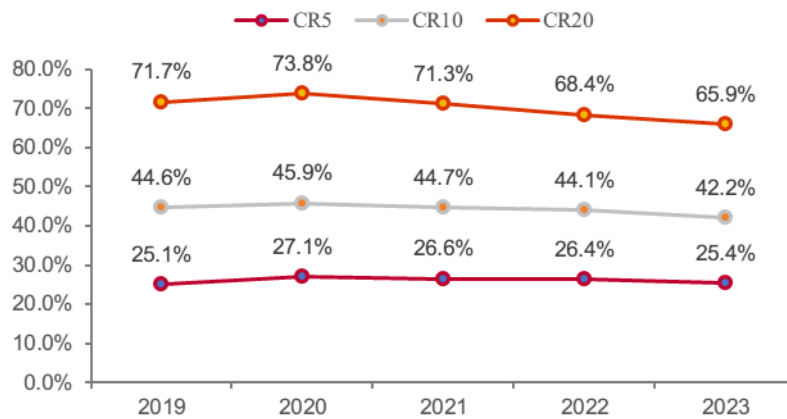
来源：wind，中泰证券研究所

注：公募佣金下滑比例采用 38% 进行测算；带*为未披露 2023 年报券商，采用 2022 年营业收入计算。

2、格局影响。我们测算 2023 年分仓佣金 CR5\CR10\CR20 分别为 25.4%\42.2%\65.9%，总体上近几年来行业集中度略有下滑，近三年 CR5\CR10\CR20 分别下降 1.7pct\3.7pct\7.9pct，此前卖方研究不断有中小券商入局，竞争日趋激烈。我们预计新规后分仓佣金竞争更趋激烈，但研究及机构业务综合实力强的大券商会相对占优。原因包括：1) 佣金率下调，全市场分仓佣金总额下降，蛋糕变小，存量竞争加剧；2) 向单一券商的佣金分配比例由 30% 降至 15% (除几类情况外)，权益类基金管理规模超过 10 亿元的管理人至少分配佣金至 7 家券商，超限佣金或

向行业分流，一定程度上有助于延缓行业规模下行过程中研究业务加速出清过程。**3) 严禁利益交换、销售挂钩、第三方转移支付**，严格限定了交易佣金与基金销售行为切割，研究佣金有望回归实质，研究实力强劲的证券公司更为受益；另外，券结基金的合作发行与证券公司的研究、交易、销售、托管等服务能力更加相关。

图表 6：公募分仓佣金市场集中度情况；%



来源：wind，中泰证券研究所

3、业务模式影响与展望。**1) 券商研究业务：回归本源，拓展收入。**禁止佣金用于渠道返佣，分仓佣金中研究佣金占比或相对提升，研究分佣占比的提升或能较大程度对冲佣金总量的下降，对研究佣金盘子影响或相对较小。未来，预计研究业务将通过强化深度研究、拓展收入渠道、加强对内协同等举措，持续提升研究业务综合能力。**2) 券商渠道端或加快向买方模式转型，从重销售向重保有转变，基金投顾和券结模式有望发展提速。**一是，发展券结基金，但存量产品转券结模式将受阻。由于券商结算模式下仍适用 30%单一券商分配上限，预计券商仍会加大对券结业务开拓力度。同时，此次新规规定“基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式来规避”，因此预计存量产品转券结模式将受阻。二是，券商渠道端需加快从卖方销售向买方投顾模式转型，在稳固权益和固收产品基础上，继续发展 ETF、基金投顾业务等，做大产品保有规模。

风险提示：

- **经济超预期下滑。**宏观经济受产业变化、国际形势等变化影响，经济变化影响企业盈利及市场偏好，对板块形成影响。
- **政策推进不及预期。**券商各项业务开展与资本市场政策相关，资本市场政策对证券行业发展趋势有影响。
- **权益市场大幅波动。**券商业务与市场表现关联度高，权益市场波动将对报表形成影响。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。