

非银金融行业

互联网券商可以重塑行业格局吗？

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-04-01

核心观点：

● 国内互联网券商的起源与探索

在互联网普及率提升提供技术基础，政策支持成为制度保障和居民投资理财需求不断丰富的大背景下，中国互联网券商应运而生。广义上互联网证券服务领域参与者众多，包括信息咨询提供、证券牌照业务、IT 技术支持等。其中，**开展证券牌照服务的互联网证券公司有三种模式**：1) 资本实力及经营能力较强的大中型券商自建线上平台，如华泰证券等。2) 从财经资讯领域切入市场，通过申请或收购证券牌照展业，如东方财富。3) 聚焦于美国/港股交易的互联网券商，如老虎证券、富途证券等。

● 富途证券和老虎证券：跨境券商突围者

2019 年 3 月先后实现美国上市的富途证券和老虎证券是**业务单一、成长迅速的跨境券商突围者**。两家公司创始人都具备互联网基因，专注美国和港股；同样聚焦经纪业务，营业收入快速增长。2018 年，富途证券交易额同比增长 75%，实现扭亏为盈；老虎证券交易额同比增长 87%，收入端增速 100%。**两家互联网券商高增长的秘诀**在于明确的个人客户跨境经纪业务细分市场定位，在于（1）低佣金+多渠道推广实现大流量、（2）良好用户体验保持活跃度与（3）社交+增值服务增强客户粘性。

● 互联网券商对传统券商行业的冲击：美国经验

（1）从 70 年代的监管红利到 90 年代的互联网技术驱动，美国经纪业务佣金率持续下滑，零佣金成为发展趋势。（2）交易最便宜的盈透证券虽然拥有较活跃客户，但在经纪业务佣金收入角度却并非市场第一。而**综合金融服务程度越高的券商收入结构更均衡**，总资产盈利能力更高，规模效应更明显，**更受市场认可**。（3）除去经纪业务，**美国传统券商业态整体业态尚未出现显著变化**，我们认为主要归于：较高的非标准化机构业务占比以及美国头部券商经历多轮技术革新的洗礼，基本保持了对新技术的前沿投资和及时应用。

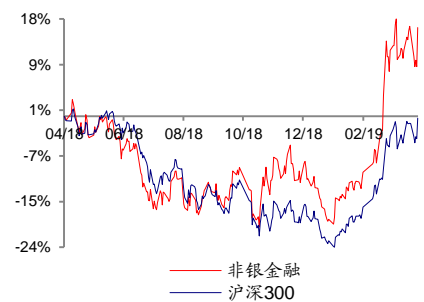
● 中国互联网券商的未来与传统券商的综合优势

（1）基于流量优势、中国居民财富不断增加和海外投资比例的持续上升，我们认为东方财富的经纪业务市占率仍有较大提升空间、以富途和老虎为代表的**跨境互联网券商依然处于快速增长阶段**。（2）单纯的经纪交易业务并不能支持券商的规模和收入利润水平持续成长，互联网券商发展到一定阶段面临转型压力，**综合化金融服务道路的是券商业务发展的必然选择**。（3）传统券商尤其头部券商拥有资本、人才、完整业务链等强大优势，在金融供给侧改革中受益程度更大，同时，如能保持对新技术的前沿投资和及时应用，传统券商在长期的科技竞赛中也能保持竞争优势。

● 风险提示

资本市场剧烈波动；宏观经济增长低于预期；资产质量大幅恶化等。

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

王雯



SAC 执证号：S0260518020002

SFC CE No. BGL298



0755-88261286



wangwen@gf.com.cn

相关研究：

非银金融行业：市场环境改善， 2019-03-18

金融供给侧改革推进行业战

略发展

非银金融行业：信托业态、行业 2019-03-13

展望与估值探讨

非银金融行业：上市券商 2 月 2019-03-10

业绩环比增长，保险 1 月寿险

保费增速回暖

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/4/1	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中信证券	600030.SH	买入	人民币	25.28	28.90	1.31	1.61	19.30	15.70	1.84	1.68	10%	11%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	22.75	26.60	0.96	1.17	23.70	19.44	1.71	1.61	7%	9%
海通证券	600837.SH	买入	人民币	14.41	17.10	0.75	0.98	19.21	14.70	1.31	1.20	7%	9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元人民币)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/4/1	(港元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	买入	港币	18.96	21.00	1.19	1.37	13.64	11.85	1.52	1.39	12%	12%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

研究互联网券商有什么启示?	6
国内互联网券商的起源与探索	8
互联网券商与传统券商对比	8
互联网券商的缘起	8
国内互联网券商业态的竞争格局	10
研究样本: 老虎证券与富途证券	11
业务单一、成长迅速	11
互联网券商如何实现高成长?	14
互联网券商对传统券商行业的冲击: 美国经验	19
佣金率持续下滑, 零佣金成为趋势	19
综合金融服务的券商更具优势	21
券商整体业态尚未出现显著变化	24
中国互联网券商的未来	27
内地看引流, 跨境依然快速增长	27
综合金融服务是发展方向	29
嘉信理财对互联网券商发展的启示	30

图表索引

图 1: 互联网金融业态创新基本完整	9
图 2: 互联网证券业务开展获政策支持	9
图 3: 证券行业代理买卖证券业务净收入在营收占比下滑	10
图 4: 经纪业务净收入排名前十上市证券公司经纪业务利润率下降	10
图 5: 富途证券总资产与净资产 (亿美元)	11
图 6: 老虎证券总资产与净资产 (亿美元)	11
图 7: 富途证券 IPO 前股权情况	12
图 8: 老虎证券 IPO 前股权情况	12
图 9: 富途证券营收与净利润 (亿美元)	12
图 10: 富途证券营收构成 (亿美元)	12
图 11: 老虎证券营收与净利润 (亿美元)	13
图 12: 老虎证券营收构成 (亿美元)	13
图 13: 国泰君安国际 2017 年收入拆分	13
图 14: 海通国际 2017 年收入拆分	13
图 15: 美股整体佣金费率	14
图 16: 佣金费率对比 (佣金收入/总成交金额)	14
图 17: 老虎与富途销售推广费用占比	15
图 18: 平均获客成本	15
图 19: 老虎证券交易账户数量及 12 个月内发生交易账户占比 (万个)	16
图 20: 老虎证券交易额与受托资金规模 (亿美元)	16
图 21: 富途证券交易账户数量及付费账户占比 (万个)	16
图 22: 富途证券交易额	16
图 23: 美股整体换手率	17
图 24: 老虎与富途换手率相近 (交易量/托管资产)	17
图 25: 研发费用支出占比	17
图 26: 2018 年公司研发人员数量占比	17
图 27: 富途证券融出资金余额	18
图 28: 富途证券实现利息收入	18
图 29: 老虎证券 2018 年向“完全公开账户”提供融资服务平均费率与收入	18
图 30: 老虎证券 2018 年向“合并账户”提供融资服务资金余额及利息收入	18
图 31: 美国在线证券账户数量 (百万户)	20
图 32: 美国券商经济收入贡献占比趋于稳定	20
图 33: 1975 年后美国测算佣金率持续下降	20
图 34: 主流在线券商服务价格比较	22
图 35: Greenwick 美国机构经纪和交易业务排名结果	25
图 36: 全球投行佣金收入排名前十	25
图 37: 全球投行前十佣金收入拆分	25
图 38: 东方财富系前端入口结构	28
图 39: 中国对外证券投资资产 (亿美元) 持续提升	28

图 40: 中国相关投资者海外配置比例预期持续上升	29
图 41: 进行海外投资的中国投资者人数预期持续上升	29
图 42: 公司市值、收入和净利润 (2018) 比较	29
图 43: 在线券商的经营费用率与客户资产 (\$BN) 呈负相关	30
图 44: 在线券商刨除薪酬相关经营费用率与客户资产 (\$BN) 呈现负相关	30
图 45: 嘉信理财用户数&AUM (万、亿美元)	32
图 46: 嘉信理财核心业务拆分	32
图 47: 嘉信理财收入占比变迁	33
表 1: 传统经纪商与线上经纪商差异	8
表 2: 平台收取费用 (不含监管与第三方收取服务费用)	14
表 3: 融资融券服务平均费率	18
表 4: 主流在线交易券商佣金一览	21
表 5: 美国零佣金趋势	21
表 6: 在线券商经纪业务数据比较	23
表 7: 五家券商的金融服务综合化程度逐步提升	23
表 8: 各类券商数据比较	24
表 9: 高盛投资的金融科技公司一览	26
表 10: 券商佣金率和市场占有率比较	27

研究互联网券商有什么启示？

富途和老虎证券相继上市，跨境互联网券商异军突起。 2019年，富途证券和老虎证券相继在美股上市，以其年轻的资历、特殊的细分市场定位和高成长性引发了广泛的市场关注。（1）两家券商都有年轻而纯粹的互联网基因：富途控股成立于2007年，而主要的业务运营机构富途证券成立于2012年，创始人曾是腾讯第18号员工；老虎证券成立于2014年，创始人为清华计算机本硕，网易有道工作8年。（2）两家券商都有强有力的机构股东背景，使其未来业务合作拓展的空间具有多种可能：富途控股背后第二大股东为腾讯控股，经纬、红杉等著名风投机构持股也位居前列。而老虎证券背后的机构力量包括小米、盈透证券，以及罗杰斯、华创资本和真格基金等著名投资机构。（3）两家券商选择跨境经纪业务为切入口，在美港股交易这个细分市场实现突围，在2018年全球权益市场大幅下滑、传统金融机构表现黯淡的背景下，保持了收入的高速增长：根据Oliver Wyman数据，富途证券2018前6月在香港在线零售经纪公司中排名全球第四。2018年公司交易额同比增长75%，并实现了扭亏为盈；老虎证券在华人美股证券投资交易服务这一细分市场市占率达到58.4%，2018年公司交易额同比增长87%，收入端增速100%。

金融科技发展如火如荼，传统券商如何实现科技赋能？ 随着互联网技术改变社会生活的种种方面，互联网+，科技赋能也成为金融领域的热词。无论是华尔街全能投行或者内地央企国企金融机构，加大金融科技投资力度，运用信息技术打造新的竞争优势成为共同的战略选择。事实上，内地市场的传统券商经历了多种尝试，并已经实现了国际领先的全交易流程线上化水平。贡献者包括原有资本实力强大和经纪业务市场份额排名前列的华泰证券，通过自建线上平台，引领行业发展。也有平安、复星等，依托集团线上账户实现多元服务共同共享。而互联网IT企业背景也有成功切入券商赛道的案例：专注于资讯服务的东方财富，在大量积累用户资源后收购西藏同信证券获得证券牌照，立足于经纪业务和基金代销两大渠道实现流量变现。但券商的互联网发展之路正在面临更多的困惑：经纪交易广泛线上化完成之后，行业交易佣金的收入贡献占比明显下滑，互联网模式对其他券商业务的增益却尚不明显。技术进步为客户增加了大量标准化产品，包括财经新闻、信息资讯和产品的推送已经泛滥，但个性化的智能选股和智能资产配置等技术的付费合理性却还未得到广泛认可。除了低价竞争，互联网券商是否还存在什么别的关键点或战略选择，能够成长为穿越牛熊的百年老店？

怀着对富途和老虎证券这样中国互联网券商突围者的好奇，以及传统券商如何在互联网浪潮中保持竞争优势的困惑，我们研究了富途和老虎证券最近3年的成长轨迹，并重点参考了美国折扣/互联网券商对传统券商行业的冲击。**我们认为最重要的一些启示和判断包括：**

（1）控制流量是互联网券商高成长的关键。

互联网券商发轫于经纪业务，做大规模后延伸至信用业务和财富管理业务。因此，控制流量、做大经纪业务是王道。为此，低佣金和重推广是互联网券商高成长的两大法宝。通过佣金及手续费收入与总成交金额（包括股票、权证及其他衍生品）计算平均佣金费率，美国2016年平均佣金率为万分之4.7，港股市场佣金费率平均在千分之一到千分之二，而老虎证券与富途证券当年平均佣金率为万分之3.2与万分之

3.8，远低于行业平均。根据富途证券招股说明书，其平均佣金费率仅为香港市场平均费率的1/5。

重推广，营销费用占比远高于传统券商。老虎证券销售费用在总费用支出占比中平均为15%，富途证券则平均为30%，而国君国际占比约1%。以销售费用除以新增入金的客户（accounts with deposits）数量计算平均获客成本，2018年老虎证券平均获客成本高达263美元（约1800元人民币），富途证券平均获客成本约为1859港元（约为1580元人民币）。

（2）并非最便宜的互联网券商赢得所有。

毫无疑问，低佣金费率是所有互联网券商切入经纪业务，积累客户资源和争夺市场份额的利器。无论是内地市场券商主动降佣，还是美国折扣券商和互联网券商相继兴起，到富途和老虎证券等新兴跨境券商通过有竞争力的低佣金费率切入赛道。低佣金费率是互联网券商共同的名片，但并不是成功互联网券商的全部。美国券商中，盈透证券无论是交易佣金还是融资利息水平，都远低于其他几家主流在线券商，包括E-trade、TD Ameritrade以及嘉信理财，但较高的客户交易活跃程度受较低的客户数量覆盖拖累，最终的经纪业务佣金收入远低于TD Ameritrade。

（3）综合金融服务是券商服务的必然趋势，而财富管理方向转型和互联网经纪券商最为融洽。

通过美国券商的比较，我们发现综合金融服务程度越高的券商收入结构更均衡，总资产盈利能力更高，规模效应更明显。单纯的经纪交易业务并不能支持券商的规模和收入利润水平持续成长，综合化金融服务道路的是券商业务发展的必然选择。而在业务延伸的角度，客户资产是低佣金券商获取经营杠杆的核心要素，也是财富管理业务的重要驱动，经纪和财富管理业务的发展存在较高的协同作用。

（4）跨境互联网券商经纪依然处于快速成长期，而内地市场更关注引流效果。

基于中国居民财富的不断增加和海外投资比例的持续上升，我们认为以富途和老虎为代表的跨境互联网券商业务依然处于快速增长阶段，具有广阔的增长前景。但在内地市场，当佣金率已经降低至市场较低水平，市场占有率的提升开始依赖于券商其他方面的能力，互联网券商搭建的场景引流能力就是一种核心竞争优势。

（5）从用户需求出发，保持对新技术的及时应用，是头部券商保持竞争优势的关键。

经过多轮技术革新的洗礼，美国头部券商基本保持了对新技术的前沿投资、及时引进和应用。这使得头部券商能够加强自身产品迭代能力，保持竞争优势。对于内地传统券商而言，业务的互联网+绝不仅仅是实现券商的产品线上化，而应包含一系列与线上服务相关的理念和运营。从强调其自身服务的功能性到从用户需求出发，更注重客户边界的拓展，更注重对用户赋能，保持对新技术的投资和应用，是传统券商在这场长期的科技竞赛中保持竞争优势的关键。

国内互联网券商的起源与探索

互联网券商与传统券商对比

我们定义“互联网券商”为主要在线上平台提供证券相关服务的持牌券商。与传统券商业务相比，特点在于：1) 服务场景从线下转至线上：传统证券业务主要通过在线下营业部招揽与服务客户，而互联网券商则通过官方网站或移动设备客户端向客户提供线上服务。2) 技术设备投入大更新快：传统券商主要使用固定交易系统与分析工具，更新周期较长，而互联网券商系统迭代速度快更新周期短，使用大量技术驱动算法帮助收集信息、智能分析、决策交易、跟踪反馈等。

表 1: 传统经纪商与线上经纪商差异

		商业模式	用户体验	技术设备	市场推广
传统经纪商	第一代	主要是线下	主要是线下服务，舍弃长尾客户	传统交易系统；非技术驱动式的市场分析工具	线下推广，扩张分支机构
	第二代	线上线下游均有	高效的在线交易结算	交易系统较旧；多种市场分析工具	线上与线下分支结构并存
线上经纪商	第三代	纯线上/移动设备	附加在线社区、高质客户服务	良好的移动设备运用体验；技术驱动的市场分析和算法	没有线下分支

数据来源：老虎证券招股说明书、广发证券发展研究中心

互联网券商的缘起

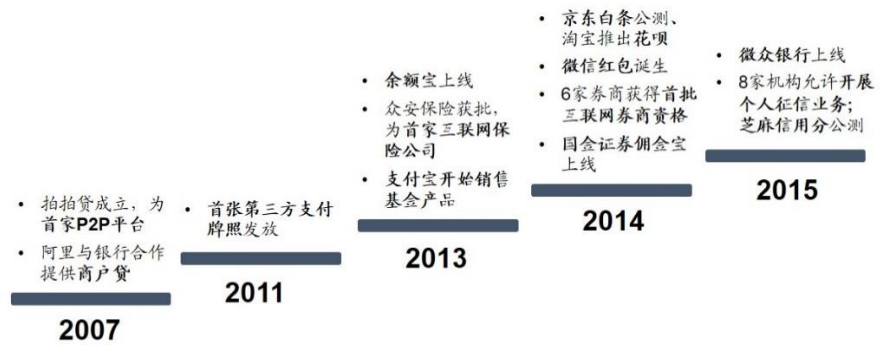
2014年可谓是国内互联网券商的元年，**证券公司与互联网企业密集达成战略合作**：2月国金证券与腾讯合作上线APP“佣金宝”；5月国元证券公告与万德金融签订三年合作协议；7月东吴证券公告与同花顺达成战略合作，9月中山证券与金融界宣布双方开展战略合作。合作包括推出全新线上交易APP，及在原有金融资讯平台提供证券开户与交易接口，意在结合互联网IT技术与券商牌照与业务经验，打造能提供金融产品销售、证券开户、投资理财等的一站式服务平台。

除达成战略合作外，深层次的整合并购也在推进：2014年末大智慧亦公告拟进行并购重组，购买湘财证券全额股份；2015年，东方财富分别通过收购西藏同信证券及香港宝华世纪证券获得国内与香港市场两块券商牌照。

互联网+券商的爆发并非偶然，而得于技术基础成熟、政策制度保障、及市场需求推动三方面的共同催化。

1) 互联网普及率提升提供技术基础，互联网金融全面铺开。互联网证券服务并非金融行业一枝独秀，移动设备与互联网的普及为产业发展新的方向。近十年包括P2P、第三方支付、互联网保险、线上征信、理财咨询等互联网金融服务全面开花。

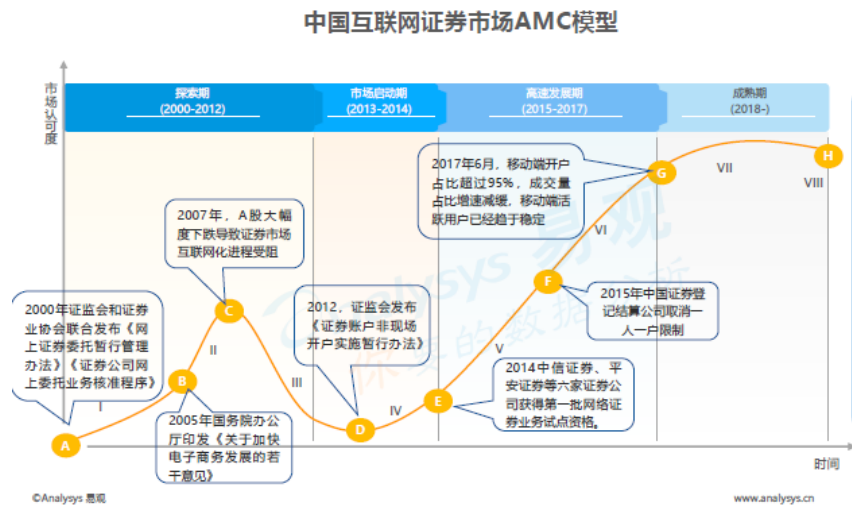
图1: 互联网金融业态创新基本完整



数据来源: 36kr; 广发证券发展研究中心

2) 政策支持为重要制度保障。自2000年起多部门发布办法指引, 支持互联网证券业务规范开展。2000年, 证监会和证券业协会联合发布《网上证券委托暂行管理办法》、《证券公司网上委托业务核准程序》, 规范资格申请、业务开展、信息披露等关键要素。2014年4月, 中信、平安、国君、银河、长城、华创6家获批成为第一批互联网证券业务试点资格券商, 至同年11月, 已共有24家券商获发资格。

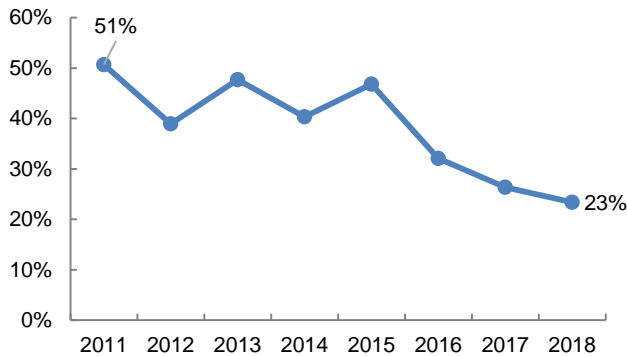
图2: 互联网证券业务开展获政策支持



数据来源: 36kr; 广发证券发展研究中心

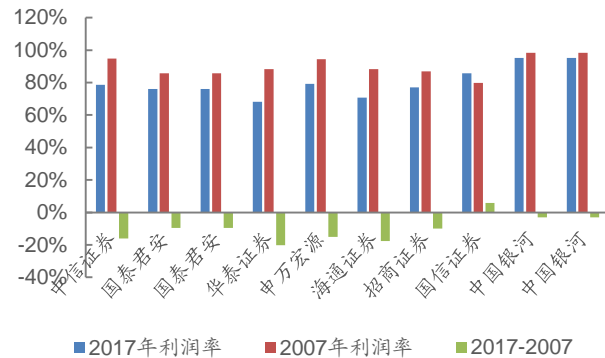
3) 需求驱动: 国内居民可支配收入增加, 投资理财需求提升。而国内证券市场散户占比高, 加之2015年中证登取消“一人一户”限制, 投资者新开户数量大增, 在差异性较低的开户、交易等基础服务上, 新增客户易趋向低费率与便捷性。**此外互联网展业对传统业务有补充作用:** 传统经纪业务面临激烈佣金战与业务利润率下滑, 需要寻求降低运营成本与扩大揽客, 互联网经营与推广能实现这两方面需求。

图3：证券行业代理买卖证券业务净收入在营收占比下滑



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：经纪业务净收入排名前十上市证券公司经纪业务利润率下降



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（经纪业务利润率=经纪业务收入/经纪业务净收入）

国内互联网券商业态的竞争格局

互联网证券服务领域参与者众多，包括信息资讯提供（如万得、同花顺等）、证券牌照业务、IT技术支持（恒生电子、金证股份等）支持等。其中开展证券牌照服务的公司经营模式有四种：

1) 资本实力及经营能力较强的大中型券商自建线上平台。一类是如华泰证券（涨乐财富通）、国金证券（佣金宝）等大中型券商，原有经营实力较强，经纪业务市场份额排名前列，较早通过自建移动客户端，将对个人投资者的营销获客与服务转移至线上开展。二类是如平安（平安一账通）、复星（有叻计划）等集团式经营，通过线上账户可实现集团内多元服务共通共享。

2) 从细分领域切入市场，通过申请或收购证券牌照展业。如资讯服务类企业东方财富，通过细分领域切入市场并获得客户流量，再通过收购或申请证券牌照展业。东方财富原为IT企业，2013年发布金融数据终端“Choice资讯”提供金融咨询和数据服务业务，在2015年收购西藏同信证券与香港宝华世纪证券获得中港证券牌照，实现平台流量转化。这类券商业务集中度高，主要营收来自于线上经纪及两融服务，服务客户以个人投资者为主。

3) 平台与券商多对多的导流。互联网企业在平台上提供股票开户及交易等入口，建立平台导流+券商通道的多对多合作。包括同花顺、Wind资讯、金融界、大智慧、腾讯自选股等都在平台或门户网站开放券商端口，向用户提供股票开户服务，实现导流。但2018年5月媒体报道监管下发《关于规范证券公司借助第三方平台开展网上开户交易及相关活动的指导意见》，对券商在第三方平台上提供开户、交易、融资等服务提出规范要求。

4) 聚焦于海外市场的互联网券商。如老虎证券、富途证券等新型券商，以IT技术为核心，在线上为用户提供海外市场经纪服务，以低费率和良好用户体验在激烈的竞争中脱颖而出。

研究样本：老虎证券与富途证券

2018年12月与2019年2月，富途证券与老虎证券先后向美国证券交易委员会SEC提交IPO招股说明书，登陆美股市场。

富途证券招股说明书公告计划发行750万股美国存托凭证(ADS)，发行价格区间为10.00-12.00美元。3月8日公司按计划完成IPO发行，募资总额为0.9亿美元。按首发价格12美元/ADS计算总市值为13.39亿美元，对应2018年末数据PB与PE分别为9.50x与74x。

老虎证券(TIGR)招股说明书公告计划发行1300万股ADS，发行价格区间为5.00-7.00美元。公司于3月21日完成发行，募资总额约1.04亿美元，按首发价格8美元/ADS计算总市值为10.64亿美元，对应2018年末数据PB约为10.86x。

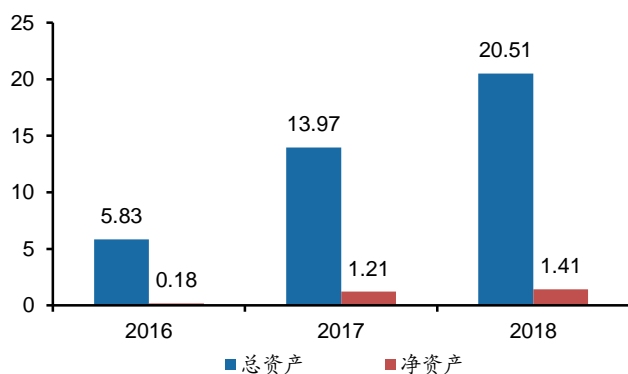
业务单一、成长迅速

创始人具备互联网基因，聚焦美国和港股

富途证券前身成立于2007年，由腾讯第18号员工李华创立，主要提供港股及美股交易服务。2012-2018年，富途香港陆续获得香港证券及期货交易、咨询、资产管理等从业牌照，主业为提供智能化的经纪业务服务平台。根据Oliver Wyman提供的数据，2018上半年，按照在线代理营收计算，富途证券在香港在线零售经纪公司中排名全球第四。

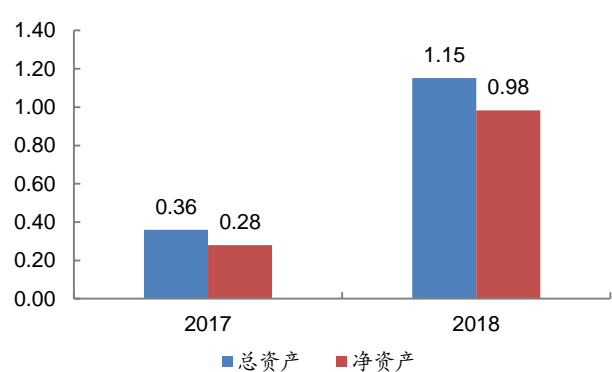
老虎证券成立于2014年，创始人巫天华在网易工作8年。公司专注于提供美股交易服务，2018年起拓展港股及A股服务。主要目标客户群体为全球华人投资者，根据公司在招股说明书中披露，在华人美股证券投资交易服务这一细分市场中，公司的市占率达到58.4%。

图5：富途证券总资产与净资产（亿美元）



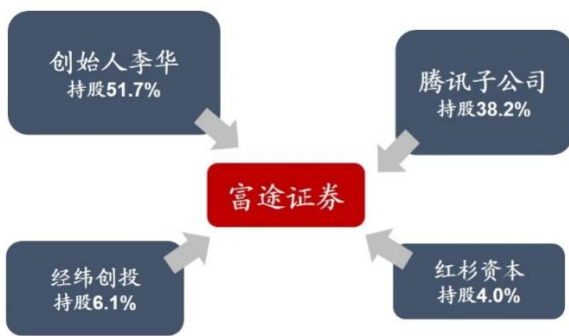
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图6：老虎证券总资产与净资产（亿美元）



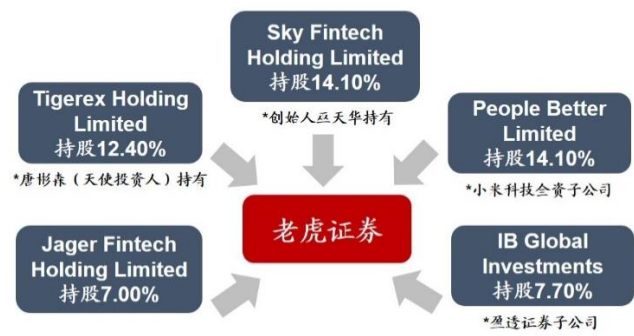
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7: 富途证券IPO前股权情况



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图8: 老虎证券IPO前股权情况



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

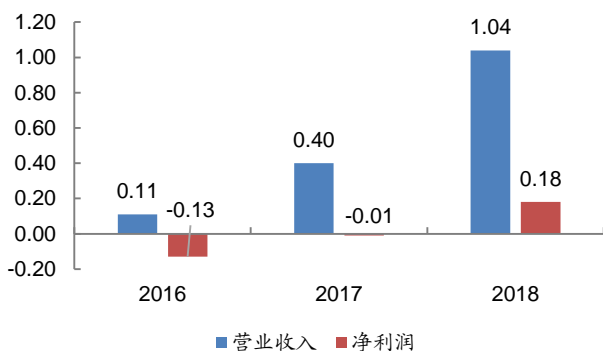
聚焦经纪业务，营业收入快速增长

富途证券在2018年扭亏转盈，其中经纪业务贡献佣金和手续费在收入为主要支撑。公司主要提供在香港与美国主流交易所上市的金融产品，2018年公司港股交易与美股交易获取的佣金收入分别占总收入的28%与23%。

老虎证券美国子公司拥有SEC核发的经纪业务牌照，但公司主要依赖盈透证券进行交易执行和结算，在佣金收入上，对于合并账户（consolidated accounts，客户只通过老虎证券的平台开户和进行交易，由老虎证券进行身份验证、账户监控等责任行为。老虎证券为这类客户提供更多交易品种，及更流畅的开户和交易服务），由老虎证券收取佣金费用并确认为佣金收入，并向盈透证券支付固定份额作为执行和清算费用。对于完全公开账户（fully disclosed accounts，老虎证券只负责技术支持，客户服务和营销，客户需在盈透证券再开设账户），则由盈透证券收取佣金扣除执行与结算费用后将剩余部分佣金返还，返还的部分确认为佣金收入。（2018年来自于完全公开账户的佣金收入占公司总佣金收入97%。）

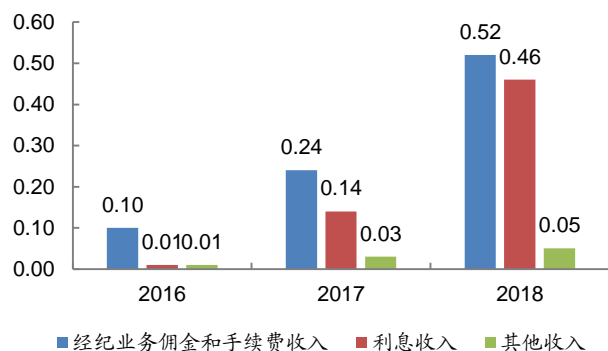
近两年以两融业务贡献的利息收入占比快速提升，在2018年提升至44%。其他收入包括公共关系服务收入、承销费、新股认购服务费、货币兑换服务收入、市场资讯费用和客户转介绍收入（转介绍至A股）等。

图9: 富途证券营收与净利润（亿美元）



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图10: 富途证券营收构成（亿美元）

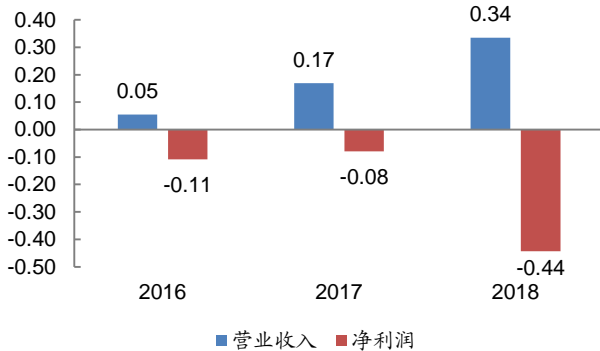


数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

老虎证券近三年仍处于亏损状态，通过提供美股市场交易服务获得的经纪业务贡献佣金和手续费在收入为主要支撑，融资服务费（包括）等提升支持营收，2018年上述两者在公司营收中占比分别为76%与18%。利息收入在2018年首次录得8.5万美元净收入。

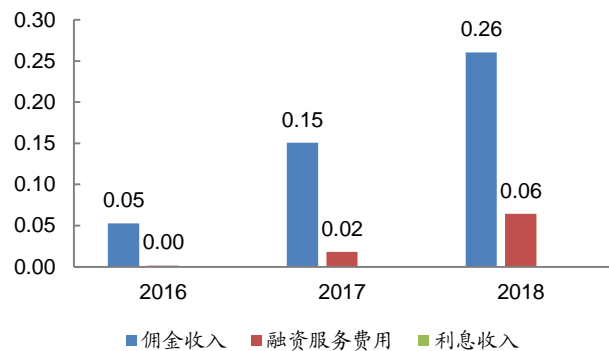
富途证券香港子公司为香港持牌经纪公司，因此公司直接管理与执行香港市场及互联互通机制下的金融产品交易，并确认佣金收入。对在美国证券交易所交易的证券，富途证券只汇总客户的交易指令，由当地第三方机构进行执行结算；对中国交易所的证券交易，富途证券与国内券商合作，富途仅作为中国合作方交易系统的一个接入点，客户需在该中国经纪商重新注册交易账户。

图11: 老虎证券营收与净利润（亿美元）



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

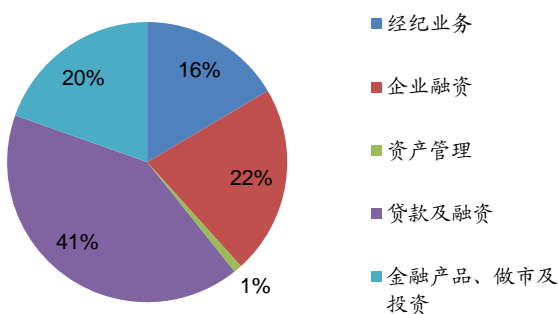
图12: 老虎证券营收构成（亿美元）



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

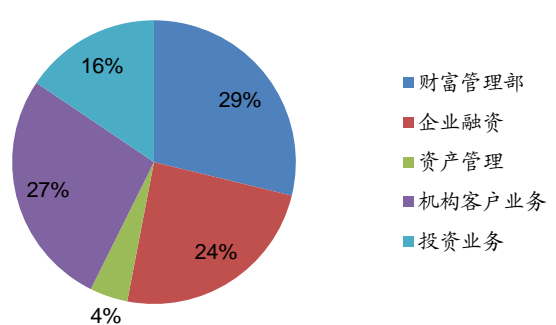
对比中资券商的国际化子公司如海通国际、国泰君安国际等，老虎证券与富途证券的客户结构与营收结构都相对单一，主要为向个人客户提供经纪及融资服务获得佣金及利息收入。

图13: 国泰君安国际2017年收入拆分



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图14: 海通国际2017年收入拆分



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

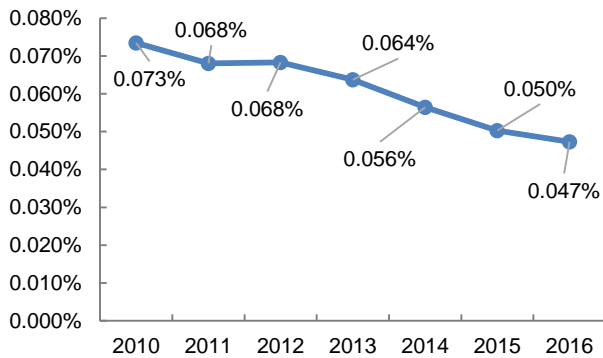
互联网券商如何实现高成长？

通过对富途和老虎证券的研究，我们发现，细分市场定位在个人客户的经纪交易服务，与机构客户相比，经营核心在于实现大流量、活跃度与粘性。

1、保持大流量

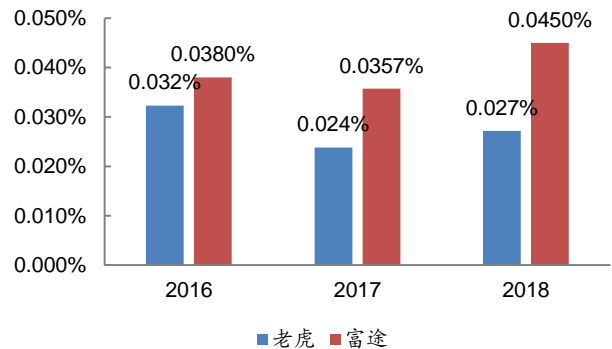
1) 低佣金：互联网券商较传统经纪业务商有显著佣金费率优势。通过佣金及手续费收入与总成交金额（包括股票、权证及其他衍生品）计算平均佣金费率，美国2016年平均佣金率为万分之4.7，港股市场佣金费率平均在千分之一到千分之二，而老虎证券与富途证券当年平均佣金率为万分之3.2与万分之3.8，远低于行业平均。根据富途证券招股说明书，其平均佣金费率仅为香港市场平均费率的1/5。

图15：美股整体佣金费率



数据来源：美联储、广发证券发展研究中心

图16：佣金费率对比（佣金收入/总成交金额）



数据来源：招股说明书、SEC、广发证券发展研究中心

表2：平台收取费用（不含监管与第三方收取服务费用）

	老虎证券	富途证券
		方案一：
在纳斯达克与纽交所交易的美股	①佣金：每股 0.0039 美元，每笔交易最低收取 0.99 美元； ②技术服务费用：每股 0.004 美元，每笔交易最低收取 1.00 美元；	①佣金：每股 0.0049 美元，每笔交易最低收取 0.99 美元，最高不超过总交易金额的 0.5%； ②技术服务费：每股 0.005 美元，每笔交易最低收取 1.00 美元，最高不超过总交易金额的 0.5%。 方案二：每笔交易收取 5 美金
在港交所交易的港股	①佣金：单笔交易金额不超过 6.2 万港元不收取费用，超过则收取 0.029% 佣金费率 ②技术服务费用：每笔 18 港元	①佣金：总交易金额 0.03%，最低收取 3 港元； ②技术服务费：每笔 15 港元，或根据每月交易次数选择每笔 1 港元-30 港元的套餐
深股通/沪股通		①佣金：总交易金额 0.01%，最低收取 5 元人民币； ②技术服务费：每笔 15 元人民币
期权	每个合约收取 0.95 美金，每笔交易至少收取 2.99 美金	

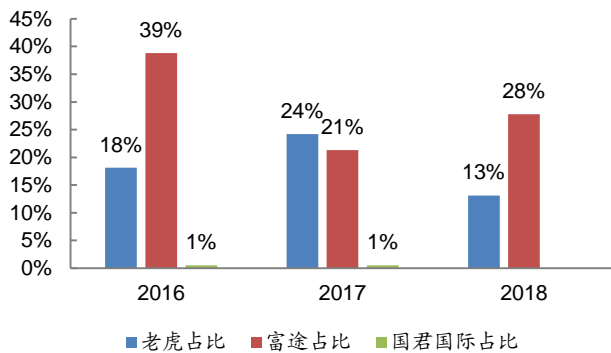
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

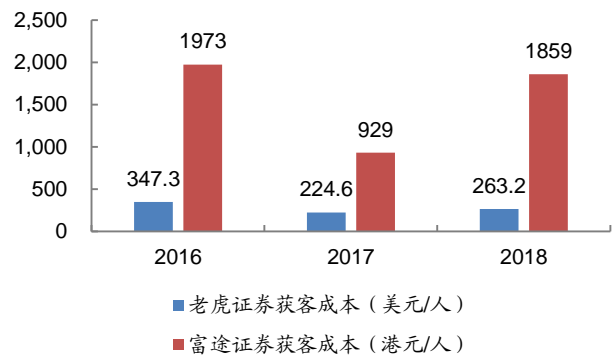
2) 重推广，营销费用占比远高于传统券商：老虎证券销售费用在总费用支出占比中平均为15%，富途证券则平均为30%，而国君国际占比约1%。差异原因主要在于老虎证券成立时间短于富途，费用支出大头仍在IT技术雇员以完善交易平台，而富途平台搭建已相对成熟。此外老虎证券与股东盈透证券有合作导流关系，老虎证券可在盈透证券平台上作推广，而富途运营则相对独立。以销售费用除以新增入金的客户（accounts with deposits）数量计算平均获客成本，2018年老虎证券平均获客成本高达263美元（约1800元人民币），富途证券平均获客成本约为1859港元（约为1580元人民币）。

图17: 老虎与富途销售推广费用占比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图18: 平均获客成本



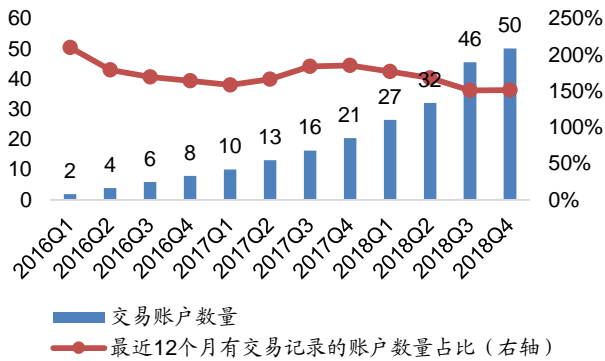
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

3) 向机构提供免费咨询服务以推广品牌。老虎证券在对机构客户服务中，可为中小型买方客户提供孵化服务，包括基金牌照申请、产品设计、资产托管、交易执行和资金分配等。但这类咨询服务一般为免费提供，以获得机构客户推广平台的产品和服务。

2、保持活跃度——良好用户体验

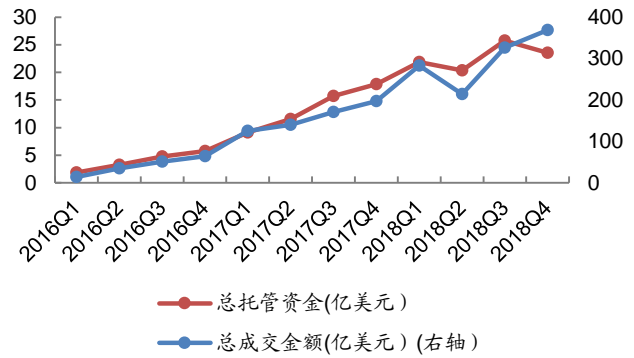
老虎证券主要通过APP（Tiger Trade）与网站向客户提供在线交易服务。截止2018年12月，公司有约1600万注册用户及50万个交易账户，其中账户内有存款及有通过平台作交易的账户数量分别为8.2万与7.6万个，占交易账户总数为16.4%与15.2%。

图19: 老虎证券交易账户数量及12个月内发生交易账户占比 (万个)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

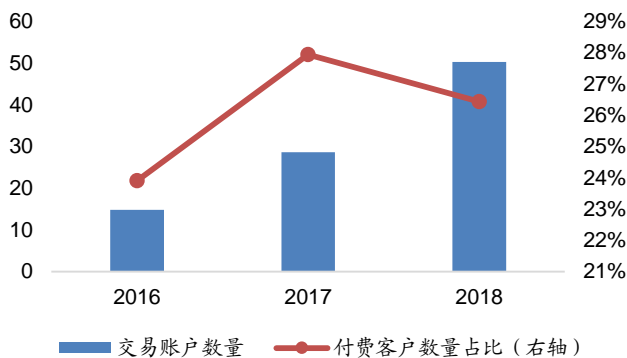
图20: 老虎证券交易额与受托资金规模 (亿美元)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

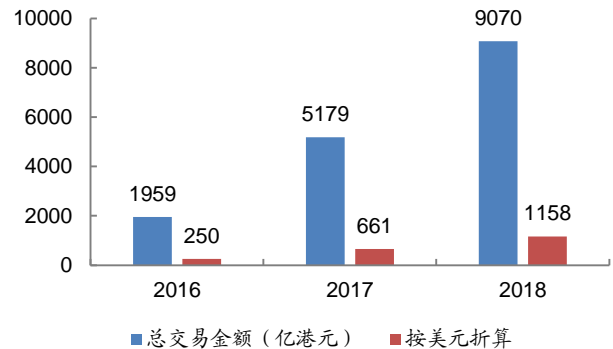
富途证券主要通过APP (FutuNiuniu) 与网站向客户提供在线服务。截止2018年12月, 公司已开交易账户的注册用户有50.2万个, 其中当年发生付费的账户数量为13.3万个, 占交易账户26.4%。

图21: 富途证券交易账户数量及付费账户占比 (万个)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

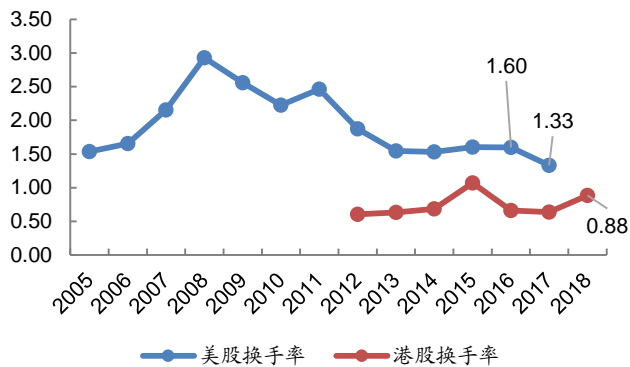
图22: 富途证券交易额



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

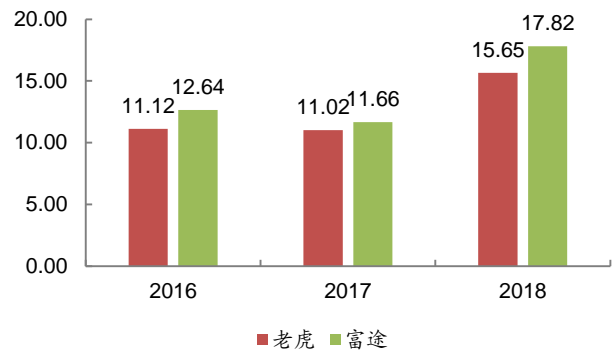
从交易量看, 换手率高。老虎证券截至2016年-2018年三年分别实现交易金额约63.9亿、196.9亿与368.9亿美元, 同比增速分别为208%与87%。富途证券2016-2018三年分别实现交易金额约1959亿、5179亿、9070亿港元。由于客户群体以个人投资者为主, 因此整体换手率远高于行业平均水平。按美国证监会SEC披露数据, 2016年末全证券经纪商交易金额为 (含全美21家交易所的股、债、衍生品交易) 为72.5万亿美元, 老虎证券交易金额在全市场中占比约万分之一; 按港交所披露2017、2018年证券市场成交金额分别为21.7万亿、26.4万亿港元计算, 富途证券近两年在港股市场交易金额占比约2.3%和3.4%。

图23: 美股整体换手率 (交易量/托管资产)



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

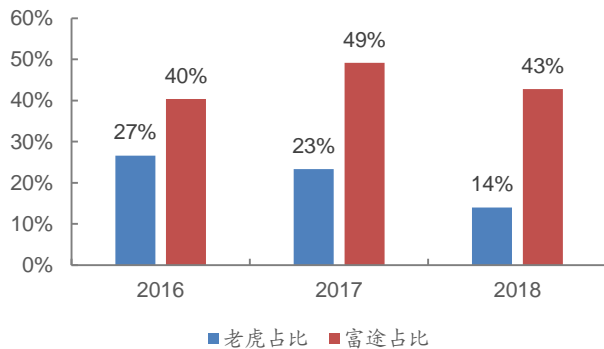
图24: 老虎与富途换手率相近 (交易量/托管资产)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

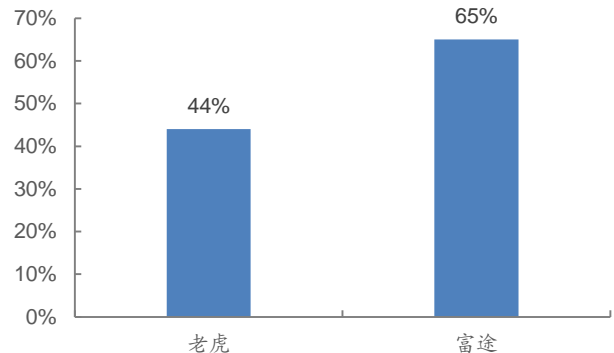
强IT投入, 交易技术快速升级迭代。富途与老虎两家在研发费用投入均不遗余力, 费用支出占比分别在20%与40%, 大量投入于交易平台页面设计、交易结算架构搭建等技术端。包括精简快捷的开户和验证过程 (富途证券为首家可在线上完成开户服务的券商, 网上填写开户申请仅需5分钟)、及时资讯服务、适应中国客户特定行为和偏好而设计的用户界面等。通过良好用户体验对比传统券商滞后简陋的线上服务显示优势。此外, 高更新频率不断改善用户体验。老虎证券Tiger Trade自2015年8月至2018年12月已发布超过100次版本更新, 不到10天更新一次版本。富途的核心后台办公系统的新版本每周发布一次, 零售平台的新版本至少每月发布一次。

图25: 研发费用支出占比



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图26: 2018年公司研发人员数量占比



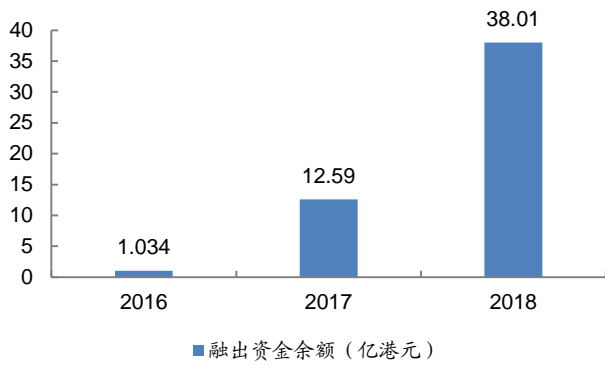
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

3、增强客户粘性与衍生服务变现

1) 融资类服务: 通过向平台用户提供融资及融券服务以提高其活跃度, 实现变现。

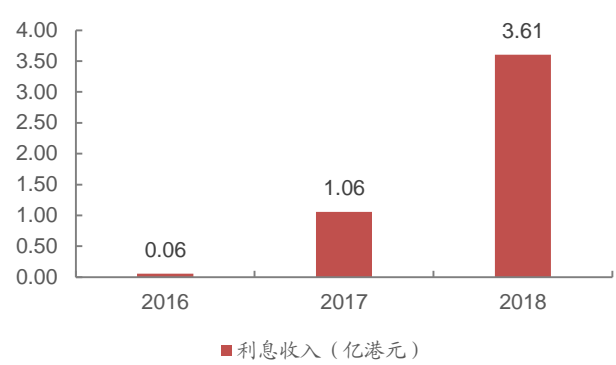
富途证券于2016年7月上线两融服务, 截至2018年末, 富途证券在其交易平台上进行过交易的客户中34.4%使用了其两融服务, 当年利息收入贡献占比已近半。

图27: 富途证券融出资金余额



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

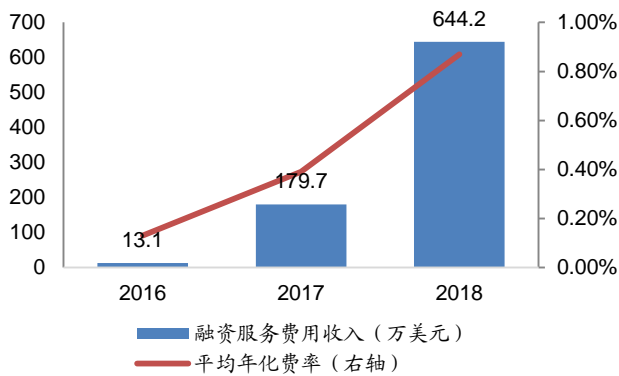
图28: 富途证券实现利息收入



数据来源: 招股说明书、SEC、广发证券发展研究中心

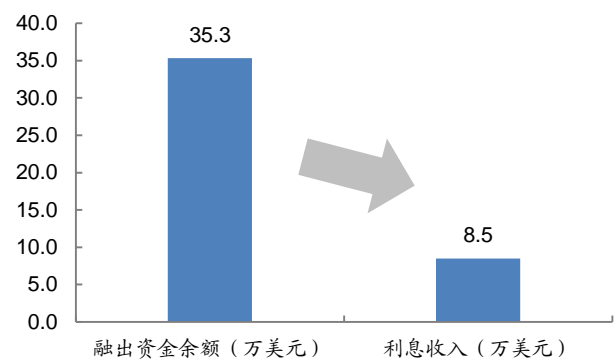
老虎证券同样大力发展两融业务,通过盈透证券公司向“完全公开账户”客户提供融资服务,并从盈透证券获得费用支付并确认为公司“融资费用收入”,2016-2018年平均获得的返还费率为0.13%、0.39%与0.87%。2018年始公司开始直接向“合并账户”客户提供融资服务,确认收入为“利息收入”,2018年平均年化利率为4.6%(美元融资)与5.5%(港元融资)。

图29: 老虎证券2018年向“完全公开账户”提供融资服务平均费率与收入



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图30: 老虎证券2018年向“合并账户”提供融资服务资金余额及利息收入



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表3: 融资融券服务平均费率

	老虎证券	富途证券
美元	按融资规模不同年化利率在 5.2%-6.4%	平均年化融资利率 6.8% (2017年2月始上线)
港元	按融资规模不同年化利率在 4.623%-5.623%	平均年化融资利率 4.8% (2016年7月始上线)
互联互通机制下人民币		平均年化融资利率 8.8% (2018年7月始上线)

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

2) 资产管理与财富管理: 老虎证券在资管业务的开展主要为代销服务, 客户可在平台上购买pre-IPO份额、海外基金、海外债券等。公司从交易中收取一定的费用。

2018年11月公司发行了一支中美互联网ETF指数基金。此外亦提供尝试开拓机构客户，包括从员工持股计划入手，帮助企业和员工管理股权激励奖励的行使。公司目前有建立专门的管理系统，对应各家机构客户设立股权激励奖励库，帮助日常管理和行使，以及对员工进行教育和行权帮助。

其他增强用户体验与粘性的服务包括市场交易资讯（实时交易数据更新）、交流社区、投资者交易与模拟投资，目前基本为非付费项目。

互联网券商对传统券商行业的冲击：美国经验

佣金率持续下滑，零佣金成为趋势

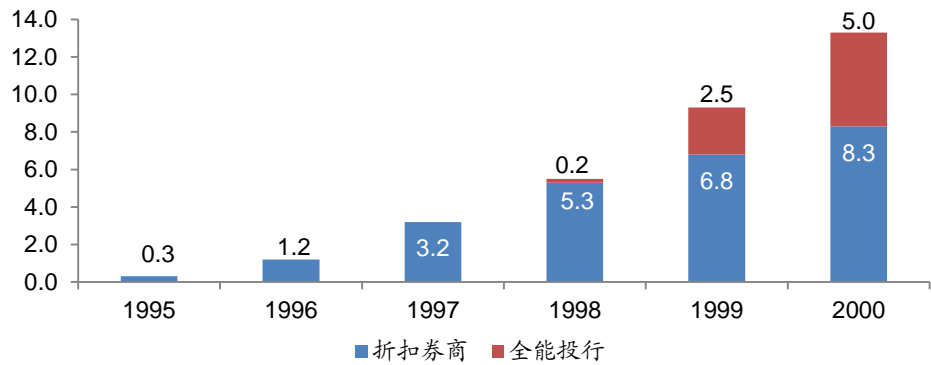
美国证券行业经纪业务佣金率下滑并不始于互联网主导，但技术进步确实推动着交易佣金的持续下降，从1975年开始，美国证券交易的佣金费率持续下降，但从推动因素而言分为两个阶段。

(1) 1975年-90年代，监管驱动：1975年美国国会通过《证券法修正案》，结束了运行长达180年的固定交易佣金制度，永久地改变了投行以佣金收入为主的商业模式。佣金自由化后，价格竞争加剧，佣金率水平大幅下滑，但成交量持续增长，纽约股票交易所成交量由1975年的3700万笔增长至1980年的5100万笔，第一批折扣经纪券商也借此时机成长起来，嘉信理财和Ameritrade就是其中的代表。

(2) 90年代至今，科技驱动：90年代，互联网技术的出现使纯线上交易成为可能，带来交易成本大幅下滑。技术革新引发商业模式的创新，纯线上交易的互联网券商也第一次在主流金融业业态以外出现，E-trade在1992年建立，盈透证券（Interactive Brokers Inc.盈透证券集团前身成立于1977年）也在1993年成立。而嗅觉敏锐的折扣券商也紧跟技术潮流，成功建立在在线交易市场份额的优势：嘉信理财1984年引入了业内第一个基于DOS操作系统平台的资产管理和交易工具Equalizer，1993年引入了第一个基于window操作系统的一套交易软件StreetSmart。Ameritrade在1994年开始提供线上证券交易，并在1996年推出首套允许个人投资者进行程序交易和一篮子交易的在线投资系统。

1995年，E-trade 80%的收入来自于交易佣金，并成为在线经纪业务第一名，互联网券商的迅速成功带动了众多传统证券公司迅速跟进线上交易服务，带动了整个行业在线交易份额的迅速扩张。

图31: 美国在线证券账户数量 (百万户)

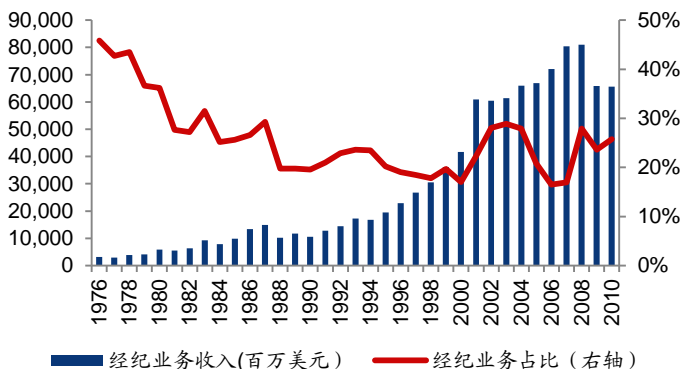


数据来源: Online Trading: An Internet Revolution (MIT,1999) 广发证券发展研究中心

券商行业整体, 经纪业务的收入贡献占比从1976年的46%持续下降, 但在90年代以后收入贡献趋于平稳, 受市场环境的影响在17%-29%之间波动。但对于市场中提供服务的券商个体而言, 经纪业务竞争日趋激烈, 佣金费率水平自1975年费率自由化以后就面临着持续的走低。1975年以后, 折扣券商的交易费率降低到大约40-60美元每笔, 相比佣金自由化以前大约下降了50%。而全能投行的服务费率也在此压力下降低了20%左右, 并开始专注于提供更多的金融产品种类和更综合的服务内容。

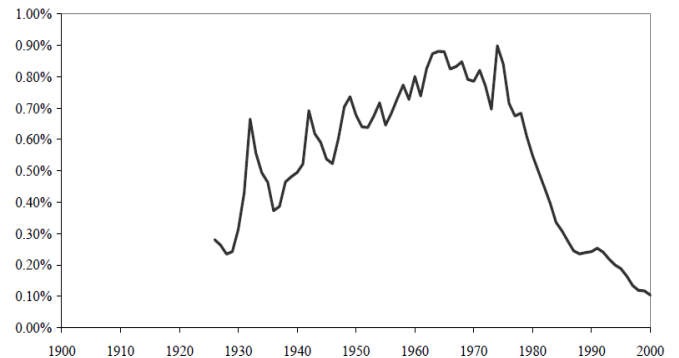
90年代, 互联网技术提供了更具有时效性的交易方式, 同时使实时新闻、研报、市场信息和分析工具成为现实。在线券商使整体的交易费用降低至5-30美元每笔。此时, 传统全能投行比如美林证券, 提供包括研究服务、投资顾问在内的打包服务, 交易费用大约为35-40美元每笔, 嘉信理财或者E-trade的包含投资分析决策工具的服务价格为20-35美元每笔, 而纯交易通道服务, 在例如Datek和Ameritrade等机构的交易价格低至5-10美元每笔¹。根据CS First Boston的数据, 前十大在线券商平均单笔交易费用从1996年的46.1美元/笔, 快速下降至1997年的25.2美元/笔和1998年15.7美元/笔。

图32: 美国券商经济收入贡献占比趋于稳定



数据来源: SIFMA, 广发证券发展研究中心

图33: 1975年后美国测算佣金率持续下降



数据来源: A Century of Stock Market Liquidity and trading costs (Columbia University, 2002), 广发证券发展研究中心

¹服务收费数据来自 Online Trading: An Internet Revolution, Jennifer Wu, Michael Siegel and Joshua Manion, MIT, 1999

随着技术的进步、交易规模的扩大，交易的边际成本持续下降。根据TD Ameritrade的年报披露，2004年支撑每日交易60万次上线的系统固定成本需要1000万美元，而2007年支撑每日交易100万次上限的系统固定成本只需要500美元。如今，主流在线券商交易通道费用低至4-7美元/笔，而零佣金趋势已经显现。从Robinhood推出免佣金的app到摩根大通宣布将推出免佣金数字投资APP——You Invest。扮演通道的经纪业务收入将呈下降趋势。

表4：主流在线交易券商佣金一览

在线券商	最低账户资产要求	佣金	总体评级
TD Ameritrade	\$0	\$6.95	4.5 颗星
Fidelity	\$0	\$4.95	4.5 颗星
嘉信理财	\$1,000	\$4.95	4 颗星
E-trade	\$500	\$6.95	4 颗星
盈透证券	\$0	\$0.005 每股	4 颗星
Merril Edge	\$0	\$6.95	4 颗星
TradeStation	\$500	\$5.00	3.5 颗星

数据来源：Stockbrokers 网站，广发证券发展研究中心

表 5：美国零佣金趋势

2015.3	Robinhood	推出免交易服务佣金的移动 app，ios 移动用户可以在其上进行免佣金的美股交易，针对的用户年龄主要为 18-35 岁的年轻投资者。
2018.8.3	富达 (Fidelity)	首次推出两款零费率共同基金：美国国内市场基金 Fidelity ZERO Total Market Index Fund (FZROX) 和国际市场基金 Fidelity ZERO International Index Fund (FZILX)，并追踪富达内部股市指数以达到降低成本的目的，产品也不设置最低投资门槛。
2018.8	先锋集团 (Vanguard Group)	宣布由免除先锋自家 ETF 产品手续费扩展到取消平台上所有 ETF 产品的交易手续费，范围覆盖 1800 多只基金。掀起了新一轮 ETF 价格战。
2018.8.21	美国摩根大通	将推出免佣金数字投资 APP——You Invest，该移动 app 的所有客户在开户的第一年内，可享有 100 笔免佣金股票/ETF 交易的优惠，而拥有 10 万美元存量的 Chase Private Client 账户客户可获得无限次免佣金服务。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

综合金融服务的券商更具优势

并非最便宜者得天下

从折扣券商到互联网券商，每一轮先行者的经纪业务收费标准下降都带来了新进入者的客户数量快速增长和经纪行业整体费用的下滑。但并不是最便宜的券商就能获得最大的市场份额。

根据stockbrokers网站对主流在线券商的费率对比，专注于经纪业务服务的盈透证券无论在多种产品的交易费用还是融资融券利率方面都是最便宜的。我们比较了几家主流在线券商的2018年年报经纪业务数据，也发现了类似的结果：盈透证券相

比E-trade、TD Ameritrade以及嘉信理财，每笔交易佣金低至3.87美元，而后三家每笔交易佣金都在7美元以上。但盈透证券的账户数量，远远低于拥有银行牌照的其他三家折扣/互联网券商，在客户覆盖方面居于弱势。从DARTs（平均每日能带来佣金收入的交易数量）来看，盈透证券客户的交易活跃程度确实远高于E-trade和嘉信理财，但和TD Ameritrade差距不大。而最终的经纪业务佣金收入结果，盈透证券和嘉信理财相当，但远低于TD Ameritrade。

图34：主流在线券商服务价格比较

	Ameritrade	InteractiveBrokers	E*TRADE	Charles Schwab	Merrill Edge
	EXCLUSIVE OFFER Trade free for 90 days + get up to \$600 Learn More OPEN ACCOUNT	EXCLUSIVE OFFER New clients that open an account today receive a special margin rate Learn More OPEN ACCOUNT	PROMO OFFER Trade commission-free for 60 days & get up to \$600. Join E*TRADE today! Learn More OPEN ACCOUNT	SPECIAL OFFER Earn 500 commission-free online trades at Schwab Open an account OPEN ACCOUNT	SPECIAL OFFER Invest in a new account and get up to \$600 Learn More OPEN ACCOUNT
^ Trading Fees					
Minimum Deposit	\$0.00	\$0.00	\$500.00	\$0.00	\$0.00
Stock Trade Fee (flat)	\$6.95	N/A	\$6.95	\$4.95	\$6.95
Options Base Fee	\$6.95	\$0.00	\$6.95	\$4.95	\$6.95
Options Per Contract Fee	\$0.75	\$0.70	\$0.75	\$0.65	\$0.75
Mutual Fund Trade Fee	\$49.99	\$14.95	\$19.99	\$49.95	\$19.95
Broker Assisted Trades Fee	\$44.99	\$30.00	\$25.00	\$25.00	\$29.95
IRA Annual Fee	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
IRA Closure Fee	\$0.00	\$0.00	\$60.00	\$50.00	\$49.95
Commissions & Fees	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
Winner		✔			
^ Margin Rates					
Under \$24,999.99	10.25%	3.68%	10.50%	9.58%	10.63%
\$25,000.00 to \$49,999.99	10.00%	3.68%	10.25%	9.08%	9.50%
\$50,000.00 to \$99,999.99	9.00%	3.68%	9.75%	8.13%	9.50%
\$100,000.00 to \$249,999.99	8.75%	3.18%	9.25%	8.08%	8.13%
\$250,000.00 to \$499,999.99	8.50%	3.18%	8.75%	7.83%	8.13%
\$500,000.00 to \$999,999.99	8.50%	3.18%	8.25%	6.58%	7.88%
Above \$1,000,000.00	7.75%	2.68%	7.25%	6.25%	7.25%
Commissions & Fees	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
Winner		✔			

数据来源：Stockbrokers 网站，广发证券发展研究中心

表6: 在线券商经纪业务数据比较

类别	互联网券商	互联网券商	折扣券商	折扣券商+财富管理
代码	IBKR.IEX	ETFC.O	AMTD.O	SCHW.N
公司	盈透证券	E-trade (亿创理财)	TD Ameritrade (亚美利交易)	嘉信理财
账户数量(千)	791	4897	11,514	11,593
DARTs(千)	862	282	811	420.9
每笔佣金(美元/笔)	3.87	7.07	7.45	7.23
经纪业务佣金收入(百万美元)	777	498	1,511	763

数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

注: TD Ameritrade 年报数据截止 2018 年 9 月末, 经纪业务佣金收入根据交易数量及每笔佣金计算。

综合金融服务的券商更具优势

我们比较了盈透证券、E-trade、TD Ameritrade、嘉信理财以及高盛集团, 五家公司的金融服务综合化程度逐步提升, 我们发现综合金融服务程度越高的券商在收入结构、资产盈利能力和规模效应三方面更具有优势:

(1) 收入结构更均衡: 交易佣金和融资融券带来的利息收入随着市场环境的变化具有较强的波动性。单纯经纪业务的盈透证券, 经纪业务佣金收入和融资融券业务带来的净利息收入在总收入的占比高达92%, 而E-trade、TD Ameritrade、嘉信理财以及高盛集团, 随着公司提供金融服务的综合化水平越高, 对交易佣金和净利息收入的依赖程度越低。(嘉信理财净利息收入贡献较高主要归于并表银行业务的影响)

(2) 总资产盈利能力更高: 单纯经纪业务的盈透证券ROA水平仅有0.28%, 远低于其他提供综合金融服务的券商。

(3) 规模效应更明显: 随着提供金融服务复杂程度的提升, 盈透证券、E-trade、TD Ameritrade、嘉信理财以及高盛集团的收入和利润水平也逐步上升: 一方面综合金融服务可以满足更多样化的客户需求, 实现更广阔的群体覆盖; 另一方面业务复杂程度的上升带来协同效应的增加, 公司能够实现更高的客均价值。在此基础上, 五家公司的市值水平也随之提升。

表7: 五家券商的金融服务综合化程度逐步提升

盈透证券	IB 在全球 120 多个市场中心开展电子经纪/交易和结算服务, 涉及的产品包括全球范围内的股票、期权、期货、外汇、固定收益产品和基金。
E-trade (亿创理财)	E-trade (亿创理财) 成立于 1992 年, 抓住在线交易发展的契机以低佣金策略实现了客户数量和资产的快速增长, 并拥有自有品牌的直营互联网银行 E-trade Bank。
TD Ameritrade (亚美利交易)	TD Ameritrade 通过战略收购的方式, 不断扩大经纪业务的市场份额, 并逐步发展银行 (与大股东 TD Bank 合作)、财富管理等其他业务。已形成股票、债券、基金、期权、期货、ETF、外汇、现金管理、投资组合、年金保险 (主要指退休金) 等一篮子的投资产品和服务。

嘉信理财

Charles Schwab 在 1974 年成立之初，以较低的佣金、完全不提供任何投资分析信息作为业务出发点。但经过三次转型，嘉信从单纯的折扣经纪商转变为兼营共同基金等综合投资理财业务的知名经纪商，交易方式进一步完善，同时通过收购百年老店美国信托和网上低价券商 cyber Corp，其客户涵盖了高、中、低各类客户。

高盛集团

高盛集团成立于 1869 年，是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一，总部位于纽约，并在东京、伦敦和香港设有分部，在 23 个国家拥有 41 个办事处。是国际领先的投资银行，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务，客户包括私营公司，金融企业，政府机构以及个人。

数据来源：公司官网及年报资料整理，广发证券发展研究中心

表8：各类券商数据比较

代码	互联网券商 IBKR.IEX	互联网券商 ETFC.O	折扣券商 AMTD.O	折扣券商+财富管理 SCHW.N	全能投行 GS.N
公司	盈透证券	E-trade (亿创理财)	TD Ameritrade (亚美利交易)	嘉信理财	高盛集团
市值(亿美元)	41.2	122.1	312.1	611.8	745.6
收入(亿美元)	19.0	29.6	54.5	101.3	359.4
净利润(亿美元)	1.69	10.16	14.73	33.29	98.60
ROA (%)	0.28	1.64	3.87	1.30	1.13
ROE (%)	14.2	15.6	19.3	17.9	12.1
收入占比拆分	佣金手续费收入: 33% 利息净收入: 59% 交易收益: 2% 其他收入: 7%	佣金手续费收入: 17% 净利息收入: 64% 服务费用: 15% 交易收益: 2% 其他收入: 2%	佣金手续费收入: 36% 净利息收入: 23% 产品收入: 10% 银行账户收入: 28% 其他收入: 2%	佣金手续费收入: 7% 净利息收入: 57% 资产管理收入: 32% 其他收入: 4%	佣金手续费收入 9% 净利息收入 10% 投资管理 18% 投行收入 21% 做市收入 26%
(佣金收入+净利息收入) 依赖度 (占比)	92%	81%	59%	64%	19%

数据来源：公司 2018 年报，Wind，广发证券发展研究中心

注：TD Ameritrade 年报数据截止 2018 年 9 月末。

券商整体业态尚未出现显著变化

除去经纪业务，互联网力量更多成为传统券商降低中后台业务运营成本的工具，传统券商业态整体业态尚未出现显著变化，我们认为这主要归于两方面：（1）通过技术手段大幅扩大覆盖客户数量的互联网思维对零售端业务影响较大，但美国这样的成熟市场机构投资占比较高，机构业务中包含了相当比重的非标准化业务，依然是传统全能投行的天下。（2）经过多轮技术革新的洗礼，美国头部券商基本保持了对新技术的前沿投资、及时引进和应用。金融科技意味着未来业务增长动力，已经成为华尔街的共识，这使得头部券商能够加强自身产品迭代能力，保持竞争优势。

机构业务依然是传统全能投行的天下

在美国这样的成熟金融市场，机构投资者占比较高。根据Bloomberg数据，美国主要股指（罗素3000，标普500，标普1500等）机构投资者持仓比例都在70%以上。而机构投资者的金融服务需求通常综合化、专业化程度较高，互联网升级更多体现在券商中后台业务形成业务支持和降低运营成本，而在前台竞争方面，传统全能投行依然保持优势。根据Greenwich对美国买方机构的调查，2018年在机构经纪和交易业务（包括股票交易，程序交易，股票研究和组合交易）方面排名前列的券商依然是JP摩根、高盛、摩根斯坦利和美银美林这样耳熟能详的名字。而根据金融时报的统计，按照全球投行业务佣金收入（包括并购咨询、股权投资业务、债权投行业务和借贷业务）排名前十的名单，也依然是传统全能投行的天下。

图35: Greenwich美国机构经纪和交易业务排名结果

Greenwich Share Leaders — 2018



U.S. Equity Trading Share^{1,2}

Broker	Trading Share	Statistical Rank
J.P. Morgan	9.0%	1
Morgan Stanley	8.1%	2
Goldman Sachs	7.4%	3T
Bank of America Merrill Lynch	7.1%	3T

U.S. Equity Algo Trading Share³

Broker	Trading Share	Statistical Rank
J.P. Morgan	11.7%	1
Morgan Stanley	8.8%	2
Bank of America Merrill Lynch	7.4%	3

U.S. Equity Research/Advisory Vote Share¹

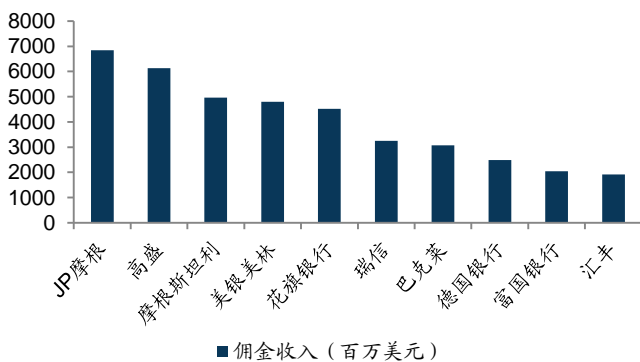
Broker	Vote Share	Statistical Rank
J.P. Morgan	8.4%	1
Goldman Sachs	8.0%	2
Morgan Stanley	7.6%	3

Portfolio Trading Share - North American Institutions⁴

Broker	Trading Share	Statistical Rank
Bank of America Merrill Lynch	9.5%	1T
J.P. Morgan	9.2%	1T
Morgan Stanley	9.2%	1T
Goldman Sachs	9.0%	1T

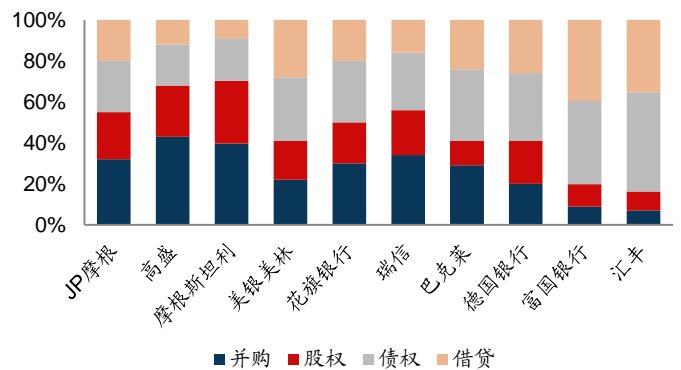
数据来源: Greenwich, 广发证券发展研究中心

图36: 全球投行佣金收入排名前十



数据来源: 金融时报, 广发证券发展研究中心

图37: 全球投行前十佣金收入拆分



数据来源: 金融时报, 广发证券发展研究中心

美国头部券商保持了对新技术的及时引进

经过多轮技术革新的洗礼，美国头部券商基本保持了对新技术的前沿投资、及时引进和应用。金融科技意味着未来业务增长动力，已经成为华尔街的共识，这使

得头部券商能够加强自身产品迭代能力，保持竞争优势。

一方面，美国头部券商持续加强自身科技能力。2013年以来，高盛在通讯和技术方面的费用不断增加，2017年已近9亿美元，占总营业支出4.28%。CB Insights报告显示，分析高盛截止2017年9月的2000多条公开招聘岗位中，有多达46%的技术相关岗位，其中平台开发的人才需求最大，其次为运营工程师和股票技术岗位。2014年高盛合伙人中，工程师的比例约8%，到了2016年这一占比升至10%。另一方面，美国头部券商广泛参与金融初创企业的投资，有利于公司了解金融科技的最新行业动态，也可以第一时间试用产品，从需求端判断技术应用成熟度和产品前景，同时可以分散投资风险。一些具有市场知名度的金融科技初创企业的投资方往往包括多家投资银行：AcadiaSoft的投资方包括伦敦证券交易所、高盛、大摩、瑞银、汇丰、花旗和美林银行；Kensho的投资参与者包括美林银行、高盛、摩根、花旗、谷歌和S&P；Symphony投资方包括高盛、谷歌、瑞银、美林银行、花旗和大摩等。

以目前发展较为成熟的智能投顾领域为例，嘉信理财2015年上线了自己的智能投顾产品Schwab Intelligent Portfolios，相比该领域两大独角兽Betterment和Wealthfront晚了大约7年时间。但凭借自身的客户资源、资金实力基础以及财富管理行业经验，嘉信理财智能投顾已经覆盖了300亿美元的资产，大约是另两家新兴互联网智能投顾覆盖客户资产的三倍。而该领域的龙头先锋基金，在升级旗下个人理财建议服务（Vanguard Personal Advisor Services）至半智能投顾模式后，覆盖资产规模迅速增长至1000亿美元，大约是Betterment和Wealthfront的10倍。

表9：高盛投资的金融科技公司一览

类型	公司
大数据分析	Crux informatics, Datafox, Versive, Looker, Kensho, Perasdo, Digital Reasoning, Acadia
信用及征信	Nav, Financeit
保险	Cargox, Oscar Health
财富管理	Neyber, Motif
借贷	Better Mortgage, ComepareAisa, Foundation
区块链	Digital Asset, Axoni
金融信息化	Cadre, Symphony, Pico Quantitative Trading, Droit Financial Technologies, Plaid
支付	Paytm, nanoPay Corporation, Circle
银行	Nubank, BDO Unibank

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中国互联网券商的未来

内地看引流，跨境依然快速增长

内地互联网证券更关注引流效应

中国证券市场相对国际成熟金融市场起步较晚，但却较早实现了全交易流程线上化。根据易观智库的数据，截止2017年底，中国证券交易类应用累计289个，独立证券开户类应有38个，多数交易类应用端都有开户功能。移动端开户比例达到96.1%，移动端成交量占证券成交量36.8%，证券服务应用的月活为1亿，活跃用户规模接近证券市场投资人数1.33亿。随着经纪业务全线上化的完成，市场平均佣金水平持续下降，从2015年的0.59%下降至2017年的0.038%。但同时我们注意到，当佣金率已经降低至市场较低水平，市场占有率的提升开始依赖于券商其他方面的能力，而互联网券商搭建的场景引流能力是一种核心竞争优势。

以东方财富为例，公司架设了“东方财富网”、天天基金网以及股吧，通过提供用户投资需要的产品信息、财经资讯以及社交互动平台吸引用户，并将用户流量变现为开户客户，从而增加公司经济收益。根据艾瑞指数，2018年6月财经资讯类网站DAU呈现3个梯队，第一梯队仅有东方财富网，DAU达到1000万级别，显著高于其他网站；根据Alexa统计，东方财富网在中文网站中浏览量排名16位，在金融财经类网站中排名第1位。用户访问量和用户黏性已成为公司的核心竞争优势。天天基金网2018年第一季度日均页面浏览量为805万，其中交易日日均页面浏览量为1079万；交易日日均独立访问用户数为214.19万。从2016年到2018年，天天基金网用户数量保持持续增长。股吧利用社交形式增强用户粘性，投资者之间的沟通交流有助于进一步促成投资意向的产生和落地。股吧为投资者和金融关注者提供了相互交流的社交平台，陌生或半熟人用户在股票社区中自由交流、分享投资经验，显著提高现有用户使用粘性。

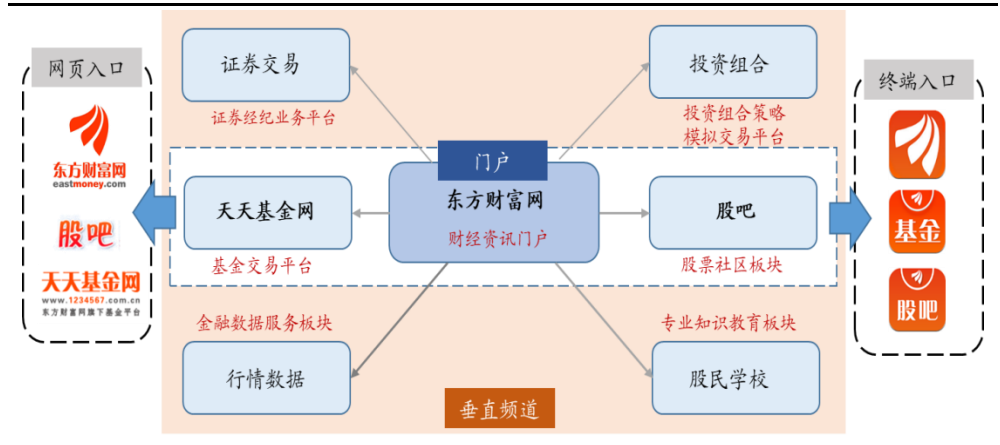
从2015年至2017年，公司的佣金率水平虽然低于上市公司平均佣金率，但并未显著低于海通证券和华泰证券这样的传统大券商。而从市占率的角度，东方财富证券经纪业务市场占有率从2015年的0.27%快速提升至2017年的1.45%，成长性显著优于行业水平。对于互联网券商而言，除了通过技术手段使交易过程对客户变得更简单更顺畅，更重要的是通过更方便和场景化的设计，降低投资决策的难度，使用户覆盖范围进一步延伸。东方财富根植于平台服务的完整性，拥有财经资讯行业的头部流量，未来公司流量领先的地位还将继续巩固。

表10: 券商佣金率和市场占有率比较

	市场占有率 (%)			佣金率		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
海通证券	4.99	4.65	4.76	0.045%	0.037%	0.029%
华泰证券	8.36	8.85	7.83	0.031%	0.026%	0.021%
东方财富证券	0.27	0.80	1.45	0.040%	0.026%	0.024%
上市公司平均				0.059%	0.043%	0.038%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 东方财富系前端入口结构



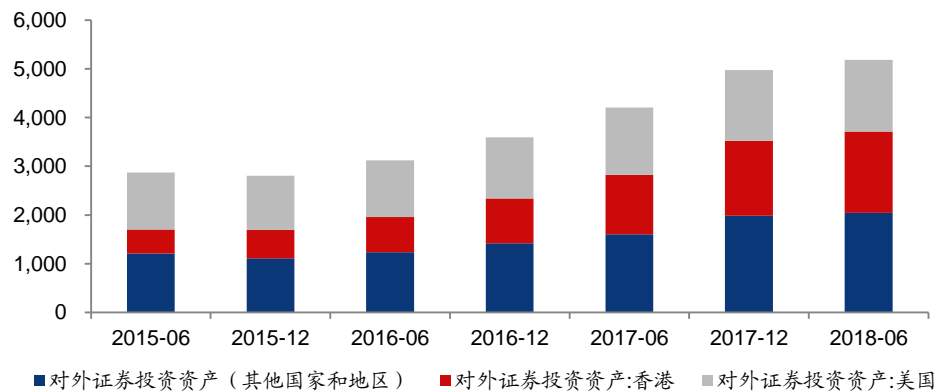
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

跨境券商业务目前依然有广阔的前景

基于中国居民财富的不断增长和海外投资比例的持续上升, 我们认为以富途和老虎为代表的跨境互联网券商业务依然处于快速增长阶段, 具有广阔的增长前景。

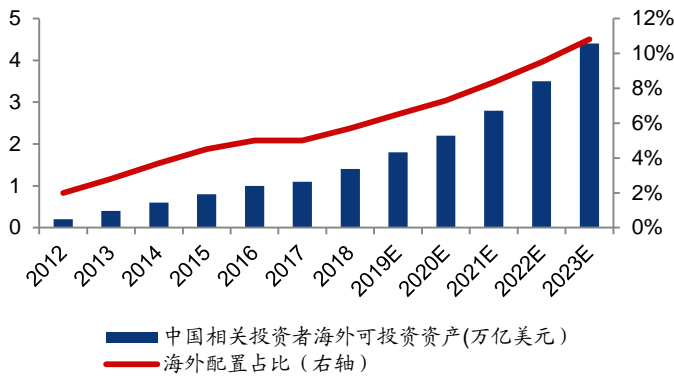
中国外管局公布的对外证券投资资产从2016年6月末的2868亿美元, 持续增长至2018年6月末的5183亿美元, 年均复合增速22%。其中香港和美国长期位列对外证券投资资产所在地的前两位, 2018年6月末分别为1670亿美元和1472亿美元, 分别占比32%和28%, 占到了对外证券投资60%的份额。我们认为中国相关投资者海外配置资产的规模、比例以及投资人数在未来依然较快增长, 主要归于: (1) 中国居民财富持续增长, 而中国居民的海外资产配置比例相比发达国家依然处于较低的水平。根据Oliver Wyman的数据, 2018年中国相关投资者海外配置的比例约为5.7%, 而发达国家基本都在15%以上。(2) 每年依然有大量中国企业在香港和美国上市, 其中不少公司为新经济的代表, 在国内具有较好的知名度, 具有良好的中国投资者基础。(3) 中国金融市场的双向开放进程持续, 境外资产能够为中国居民提供更多且具有差异化的投资标的选择。根据咨询机构Oliver Wyman的预测, 中国相关投资者海外配置资产的比例将在2023年达到10.8%, 投资人数同比增长速度保持在20%以上。

图39: 中国对外证券投资资产(亿美元)持续提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图40: 中国相关投资者海外配置比例预期持续上升



数据来源: Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

图41: 进行海外投资的中国投资者人数预期持续上升



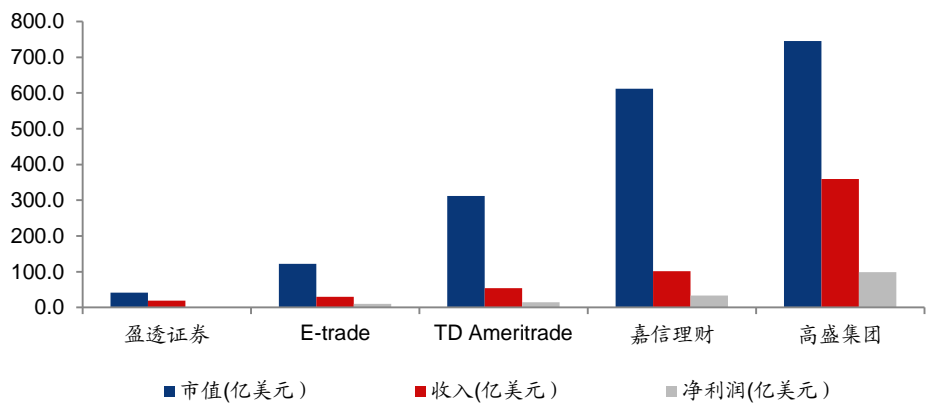
数据来源: Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

综合金融服务是发展方向

折扣/互联网券商发展到一定阶段面临转型压力

佣金率大幅度下降一方面来自于技术进步实现的成本降低; 另一方面实际来自于券商服务的更精细化定价。传统券商提供的交易佣金打包了一系列的信息、研究, 以及销售和投资人员的个性化服务。而折扣/互联网券商首先吸引的是具有投资能力的价格敏感客户。但客户的需求是多种多样的, 随着折扣/互联网券商客户群体的积累, 单纯的经纪交易业务并不能支持券商的规模和收入利润水平持续成长, 需要逐步满足客户的多样化需求才能进一步拓展客户群体。而从券商自身出发, 在客户积累的基础上探索增值服务, 也是公司进一步实现盈利增长的要求。从美国的经验来看, 盈透证券已经是最成功的纯交易平台驱动的经纪商, 在全球120多个市场中心开展电子经纪/交易和结算服务, 涉及的产品包括全球范围内的股票、期权、期货、外汇、固定收益产品和基金。但无论是客户规模、公司收入利润水平或者市值规模, 都弱于其他提供综合金融服务的券商, 综合化金融服务道路的是券商业务发展的必然选择。

图42: 公司市值、收入和净利润 (2018) 比较



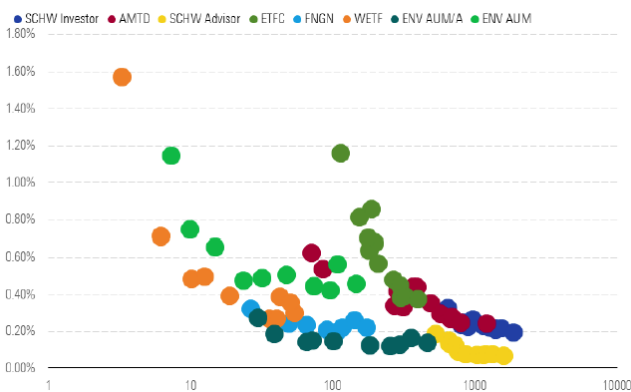
数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

财富管理转型是最可能的发展方向

客户资产是低佣金券商获取经营杠杆的核心要素，也是财富管理业务的重要驱动，经纪和财富管理业务的发展存在较高的协同作用。

财富管理业务通常基于客户受管理的资产规模收取咨询管理费用，因此客户资产规模越高，财富管理业务的计费基础越广，客户资产规模形成财富管理业务的重要驱动。而对于美国在线券商而言，虽然收费更多是基于交易笔数而非交易金额进行，但客户资产依然对公司的经营杠杆具有巨大的影响。对于科技驱动的互联网券商，经营成本中固定费用的比重相对较高，而对于边际新增客户，只需要付出较少成本就可完成服务。因此客户数量越多，客户资产越高，互联网券商的经营费用比例越低，经营杠杆越高。根据Morningstar对一组在线经纪/财富管理公司的数据，公司的经营费用相对客户资产的比例和客户资产呈现出较为明显的负相关（图43和44纵轴为经营费用支出除以客户资产，纵轴为客户资产（十亿美元））。而传统券商，负相关度则变得不那么明显。尤其是在剔除薪酬相关费用以后（如图44），嘉信理财，TD Ameritrade以及E-trade依然呈现出随着客户资产总量的提升，经营费用相对客户资产的比例随之下降的线性关系，但摩根斯坦利、Raymond James Financial和Stifel Financial几家传统券商，分别对应深蓝、暗红和浅黄色点，则没有明显的关系。

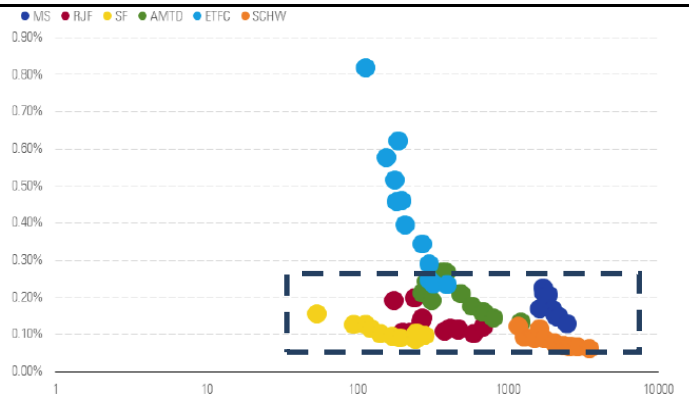
图43：在线券商的经营费用率与客户资产（\$BN）呈负相关



数据来源：Morningstar，广发证券发展研究中心

注：SCHW（嘉信理财），AMTD（亚美利交易），ETFC（E-Trade），FNGN（Financial Engines），WETF（WisdomTree Investments），ENV（Envestnet）

图44：在线券商剔除薪酬相关经营费用率与客户资产（\$BN）呈现负相关



数据来源：Morningstar，广发证券发展研究中心

注：SCHW（嘉信理财），AMTD（亚美利交易），ETFC（E-Trade），MS（Morgan Stanley），RJF（Raymond James Financial），SF（Stifel Financial）

嘉信理财对互联网券商发展的启示

富途证券和老虎证券等互联网券商的快速发展成为行业的一大亮点，但对照传统券商艰难的经纪业务转型之路，也让人不禁思考：以重视流量重视客户体验的互

联网思维提供传统经纪服务，确实在较短的时间内实现了跨越式的客户数量、资产规模和交易额的增长。但当服务价格压缩到极致而获客成本却不断走高，互联网券商的规模之路走到尽头，盈利之路又该如何寻找呢？成立于1971年的嘉信理财，虽然并非互联网券商起家，却数次抓住行业格局重塑的机会，成功从折扣券商转型成为美国最成功的财富管理机构之一，充分挖掘经纪业务庞大客群的商业价值，实现优秀的盈利性、稳定性和增长性。其发展升级的模式，为互联网券商的发展提供了极佳的参考。

1、从客户需求出发，保持技术升级的敏锐度，是持续获取客户资产的基础

虽然嘉信理财成立五十多年以来，已经经历了三次重要的业务转型，但从客户需求出发，利用新技术降低成本，提供便宜和便捷的服务是公司持续获取客户资产的基础。

（1）1975年折扣券商兴起：

随着美国证券交易取消固定佣金制，嘉信理财抓住行业格局重塑的机会，通过降佣、免佣等方式为个人客户提供高质量的经纪服务，不断抢占市占率。除了降低客户交易佣金的主要举措外，公司不断尝试新技术提供更加便捷的服务，包括：1979年建立了计算机交易系统——BETA，用于自动交易和记录保存系统；1982年发布嘉信报价系统、365天报价、成为第一家实现24小时报价的公司；1989年引入电话经纪交易系统。

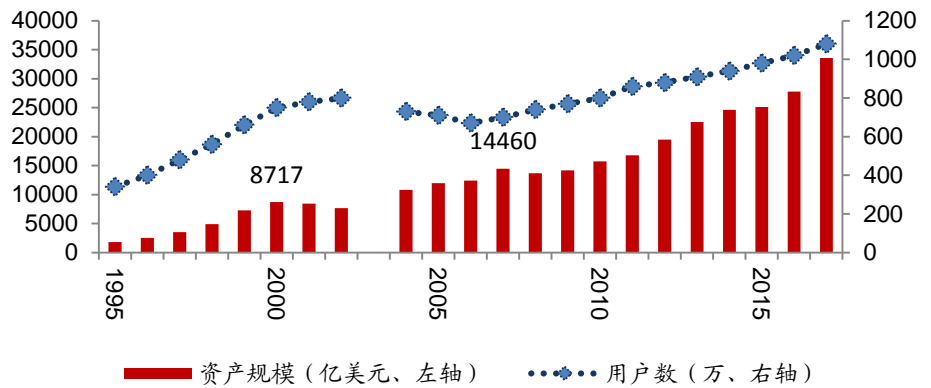
（2）90年代互联网技术兴起：

1992年，公司推出了免年费的IRA账户和嘉信理财共同基金超市OneSource平台，对接基金公司和有投资需求的客户在其上进行一站式购销服务。1995年嘉信理财推出在线交易系统，迎来在线交易增长的黄金时代。1999年公司推出高级共同基金筛选器(advanced mutual fund screener)，客户可以对Morningstar公司评级的所有基金进行筛选。

（3）2000年后财富管理转型：

公司进行了大量的技术更新和收购，更好地满足客户需求同时支持公司的转型战略。2001年嘉信理财将旗下CyBerCorp公司更名为CyberTrader，并改进了软件、教育工具和分级定价工具，进一步加强了互联网交易服务。2002年，嘉信理财推出了私人客户服务（Schwab Private Client）还推出了理财顾问网络系统（Schwab advisor Network）2008年，嘉信理财改进业务网站Schwab.com和StreetSmart Pro，开设了专注于活跃交易的在线社区。2011年，推出了新的网络交易平台StreetSmart Edge，优质的平台服务进一步增强了投资者对嘉信理财的品牌信任度。2011年，收购对期权期货在线交易公司optionsXpress，为嘉信理财提供了活跃的投资者和交易工具，也在多策略投资领域方面进一步深化。2012年嘉信理财收购了专注于增长和股息收入的资产管理公司ThomasPartneers,Inc。2013年，推出嘉信理财ETF OneSource平台，为客户提供了业内最多数量免佣金的ETF交易。2016年，嘉信理财进一步顺应技术进步的大趋势，推出机构智能投资组合（Institutional Intelligent Portfolios）服务，作为新一代的投资服务平台。

图45: 嘉信理财用户数&AUM (万、亿美元)

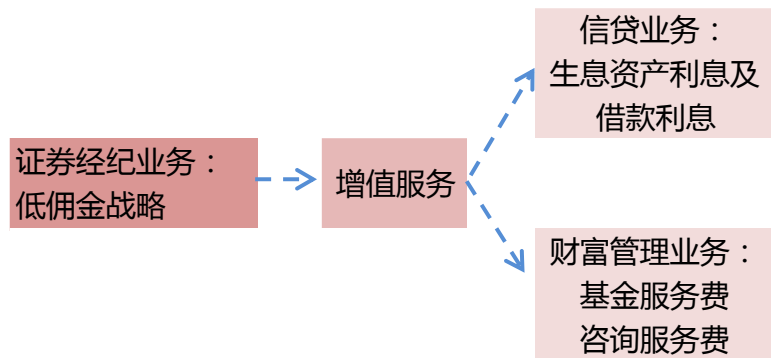


数据来源: 嘉信理财年报, 广发证券发展研究中心

2、拓展包括融资业务利息收入在内的多种服务收入

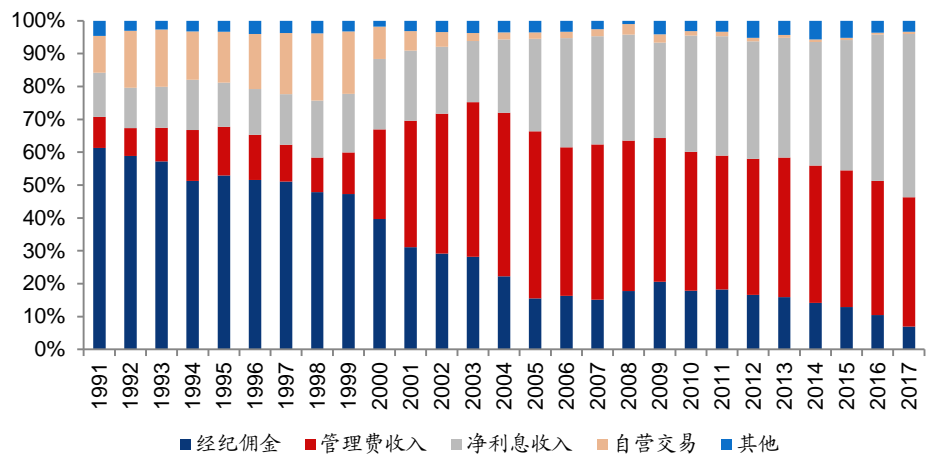
经纪业务交易收入曾经贡献嘉信理财总收入的60%以上,但在通过低佣金和技术优势获取大量证券经纪客户之后,嘉信理财走上了增值服务提升客户价值的道路。到2017年,公司经纪业务收入占比仅为7%,而财富管理带来的收入占比39%,净利息收入占比50%。融资业务成为经纪业务发展的自然延伸,而财富管理转型带来更稳健的基于管理资产规模的服务费收入,这条收入增长之路已经成为互联网券商的范本,无论是TD Ameritrade或是E-trade,都能看到类似的业务发展选择。

图46: 嘉信理财核心业务拆分



数据来源: 广发证券发展研究中心

图47: 嘉信理财收入占比变迁



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

但对于中国互联网券商而言, 值得注意的有两点:

(1) 在分业经营的监管环境下, 融资能力可能成为融资业务扩张的关键。

随着混业经营监管的放松, 美国折扣/互联网券商纷纷走上了收购/成立/合作银行的发展模式, 在客户资源和低成本资金两方面获取协同收益。但对于分业经营监管下的中国券商而言, 公司融资能力可能成为融资业务扩张的关键。对于内地市场, 券商行业杠杆相对固化的监管环境下, 融资成本越低意味着融资业务盈利能力越高, 同时大规模的业务扩张也要求公司的股权融资同步进行。在没有新的商业模式出现的情况下, 我们认为新成立互联网券商的竞争优势有限。

(2) 虽然智能投顾技术可能降低财富管理单客资产的要求, 但高户均资产依然是财富管理业务的核心驱动。

高客均资产是收取咨询费用、附加费用的基础, 是帮助客户配置资产的条件。嘉信理财当前户均资产超 30 万美元, 客户质量较好, 相当于美国人均可支配收入的 6 倍左右。在拥有大量优质客户的基础上, 通过客户分层后为客户提供高附加值服务, 是嘉信理财成功的关键。国内券商户中按照户均保证金账户余额计算, 中金、东方、中信位列前三甲。而富途和老虎证券还处于扩张的初期, 无论是客户数量还是户均资产还不足以支撑财富管理转型。

风险提示

1. 资本市场剧烈波动可能造成券商行业经营承压;
2. 宏观经济环境不佳, 往往造成资本市场交投不活跃, 券商经营业绩受压制;
3. 券商业务重资产化越发明显, 资产质量恶化可以导致券商净资产受损。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 王 雯：分析师，美国乔治华盛顿大学金融硕士，2014年进入广发证券，从事港股金融板块研究。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。