

证券研究报告

2021年04月06日

行业报告 | 行业专题研究

证券

互联网证券4.0的探索：聚焦“内容”

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

联系人 周颖婕



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

互联网证券发展史：1.0产品、2.0社区、3.0渠道

- 互联网证券1.0（1994-2004年）起步于终端、数据和门户，产品能力强的同花顺和万得最终分别在C端和B端胜出；
- 互联网证券2.0（2005-2012年）以社区切入，标杆案例是2005年成立的东方财富网，通过股吧获得极大活跃度；
- 互联网证券3.0（2013-至今）进入移动互联网时代，APP快速兴起；一方面，传统券商纷纷“触网”，通过降佣以及交易线上化，实现经纪业务弯道超车；另一方面，同花顺、东方财富凭借前期的积累，在APP端布局领跑；

互联网证券4.0的探索：拥抱“内容”

一方面，中国互联网财富管理的需求仍然旺盛，且居民财富配置向权益类转型为确定性趋势；而另一方面，移动互联网流量红利见顶，原先粗放式的供给模式需要迭代；因此，互联网证券4.0的探索重点聚焦于解决供需不匹配的问题，即通过短视频/直播等载体，为客户的风险类理财（基金/股票等）提供决策辅助服务。目前，恒生电子、东吴证券、中金公司在这方面均已有所探索。

推荐中金公司（携手腾讯、成立金腾科技）、东吴证券（招募财经大V、强调个人IP）、同花顺（APP端流量优势稳固），建议关注恒生电子（内容视频化体系探索领先）、东方财富（成长性优势显著的互联网券商）。

风险提示：居民对视频类投教的接受程度低于预期；行业竞争加剧风险；资本市场大幅波动

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-04-02	评级	2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E
601995.SH	中金公司	51.13	买入	0.97	1.49	2.02	2.51	52.71	34.32	25.31	20.37
601555.SH	东吴证券	9.63	买入	0.36	0.36	0.43		26.75	26.75	22.40	
300033.SZ	同花顺	122.78	买入	1.67	3.21	4.32	5.38	73.52	38.25	28.42	22.82

1. 互联网证券：1.0——终端、数据和门户

互联网证券1.0（1994年-2004年）：代表性公司是94年成立的同花顺（前身核心软件）和95年成立的万得。其他早期比较影响力的公司包括1996年成立的和讯网、1998年成立且率先在Nasdaq上市的金融界、2000年成立的大智慧，以及90年代的第一批数据公司巨灵、巨潮、港澳资讯等。

产品能力强的万得和同花顺最终胜出。两者分别对应机构数据终端和个人客户端市场。借助2015年A股牛市叠加移动互联网浪潮中APP端提前布局，同花顺在个人股票客户端市场遥遥领先。而万得则借助先发优势，我们预计在机构数据终端市场份额居于前列。

图1：1994-2000年成立的金融服务商



表1：万得和同花顺对比

	同花顺	Win.d
主要客户群体	To C + To B, C端业务为主	To B
主要盈利模式	广告收入和平台导流	证券交易信息资讯内容服务、会员费
发展现状	C端证券信息服务行业龙头，月活用户数领先行业	大陆领先的金融终端，基本覆盖国内绝大多数的金融企业

1. 互联网证券：2.0——社区平台、社群效应

互联网证券2.0（2004年-2012年）：2.0时代以社区切入，通过提供股票金融交流社区来获取用户。代表性公司包括2005年成立的东方财富网，其早期的标杆性产品股吧在C端获得高活跃度。目前，依托于财富生态圈的忠实用户，东方财富已经发展为互联网证券赛道规模最大、成长性最佳的公司之一，并依托于高粘性客户持续提升用户ARPU值，在证券经纪及基金代销领域持续变现。

在社区类平台中，股吧、雪球、淘股吧成立较早，但雪球聚焦于价值投资，走网红大V路线，虽然在初期形成较强的影响力，但后续用户规模大幅扩张阶段落后于东方财富。截止2021年2月，东财APP端月活1414万人，大幅领先于雪球的177万人。

图2：互联网证券中的社区类平台



1. 互联网证券：3.0——传统券商“触网”

互联网证券3.0（2013年至今）：2013年以来互联网证券浪潮兴起，“触网”主导了经纪业务的上一轮排位赛。2013年以来券商与互联网结合蓬勃发展，诸如华泰、东财等券商依托互联网证券模式的流量红利大幅提升经纪业务市场份额，实现弯道超车；而传统大券商（包括申万、国信、光大等）市场份额则有所下降，这一轮券商市场份额的变化主要取决于“触网”的深度：

1) 华泰：力推互联网证券+低佣金战略，2012年以来佣金率率先触底，同时经纪份额提升至8%-10%，大幅领先行业，抢夺传统大券商市场；

2) 东方财富：依托母公司互联网引流，2015年以来经纪市场份额大幅提升，实现业绩崛起。

表2：2012-2017年，股基交易市场份额增幅/降幅排名前十的券商

	2012	2017	增幅		2012	2017	降幅
华泰证券	5.44%	7.83%	2.39%	申万宏源	5.69%	4.15%	-1.54%
东方财富	0.26%	1.45%	1.20%	国信证券	4.15%	3.12%	-1.03%
平安证券	1.07%	2.24%	1.18%	光大证券	3.06%	2.36%	-0.70%
国金证券	0.70%	1.46%	0.76%	中投证券	2.47%	1.82%	-0.65%
国泰君安	4.84%	5.23%	0.39%	银河证券	5.14%	4.57%	-0.58%
东吴证券	0.92%	1.30%	0.38%	渤海证券	0.68%	0.37%	-0.31%
天风证券	0.15%	0.51%	0.36%	华西证券	1.05%	0.77%	-0.28%
广发证券	4.05%	4.32%	0.28%	中信建投	3.26%	3.01%	-0.25%
恒泰证券	0.40%	0.67%	0.27%	民生证券	0.63%	0.40%	-0.23%
长江证券	1.77%	2.02%	0.26%	瑞银证券	0.37%	0.14%	-0.23%

1. 互联网证券：3.0——移动互联网时代，产品多元化发展

互联网证券3.0（2013年至今）：移动互联网时代叠加2014-2015年牛市浪潮，诸多互联网证券的创业平台和投资纷纷兴起，新兴产品包括社交投资、组合投资、大数据选股、配资平台、智能投顾、港美股互联网券商等。然而，由于证券市场周期性特征显著，产业链相关公司盈利亦受牛熊影响，且证券类产品的盈利模式相对微薄（2019年全市场平均交易佣金率不到万三），受到牌照保护的证券公司经纪业务尚且需“看天吃饭”，市场化自由竞争的类投顾服务很难获得更高的收入）。因此，相关产业链并无巨头跑出。

港美股细分赛道在资本追逐下的寡头垄断效应明显，富途证券和老虎证券成为最终跑出的两家公司。由于港美股的目标用户体量相对不大，而线上发展又追求低交易佣金，因此需要较多前期投入，头部公司在大规模融资的加持助力下，不断持续优化业务和投入，垄断效应明显。

图3：移动互联网时代，互联网证券相关创业投资平台



2. 行业现状：互联网证券行业全产业链

● 互联网证券企业：

1) **传统券商+互联网**：传统券商在拥有牌照优势的基础上，拓展互联网渠道，包括自建互联网平台和账户体系、向互联网公司引入流量、投资于互联网金融平台等。

2) **互联网企业+证券业务**：以互联网模式运营的公司，包括拥有券商牌照的东方财富（向券商子公司导流）、以及不具备券商牌照的同花顺（与多券商平台合作，向其导流）。

3) **纯互联网券商**：目前发展较成熟的包括富途证券和老虎证券，主要专注于港美股赛道。

● **IT服务提供商**：为券商提供技术支持，包括恒生电子、金证股份。

● **资讯服务商**：包括雪球、万得等。

图4：互联网证券产业链



2. 行业现状：流量红利见顶，进入存量博弈时代

移动互联网的新增流量接近饱和。2016年以来，移动互联网增量用户持续下滑，2020年受疫情影响，月活跃用户净增量有所上升，但同比增速持续下滑，据QuestMobile《2020中国移动互联网年度大报告》，移动互联网月均MAU同比增速从2019年2.3%下降到2020年1.7%，整体移动互联网的流量进入存量竞争时代。

但证券类APP的用户规模却持续上行，预计源于证券交易线上化趋势、以及新增投资者入场。2019年，证券类APP月活跃用户规模达到1.11亿人，同比仍然保持+19.4%的高速增长。2019年以来，受资本市场行情驱动，更偏好线上化交易平台的年轻投资者预计成为市场的重要增量。

图5：移动互联网月活跃用户净增与人均使用时长

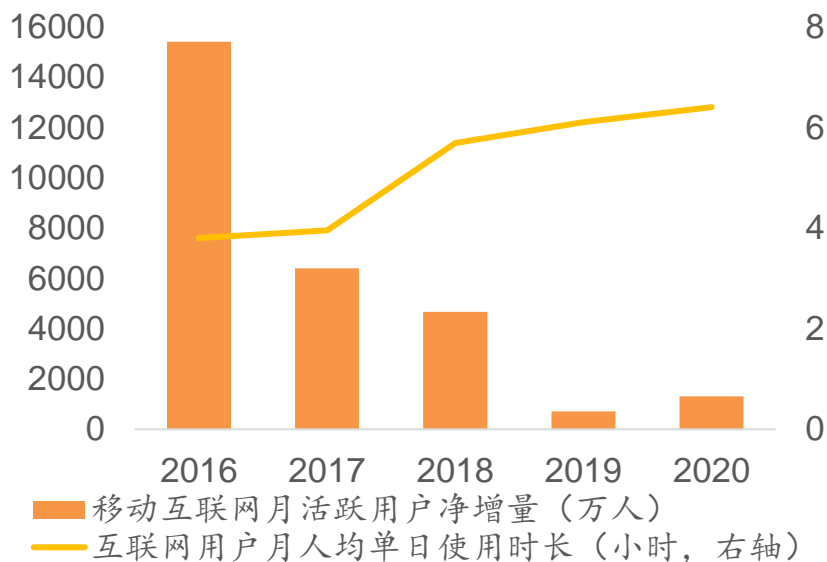
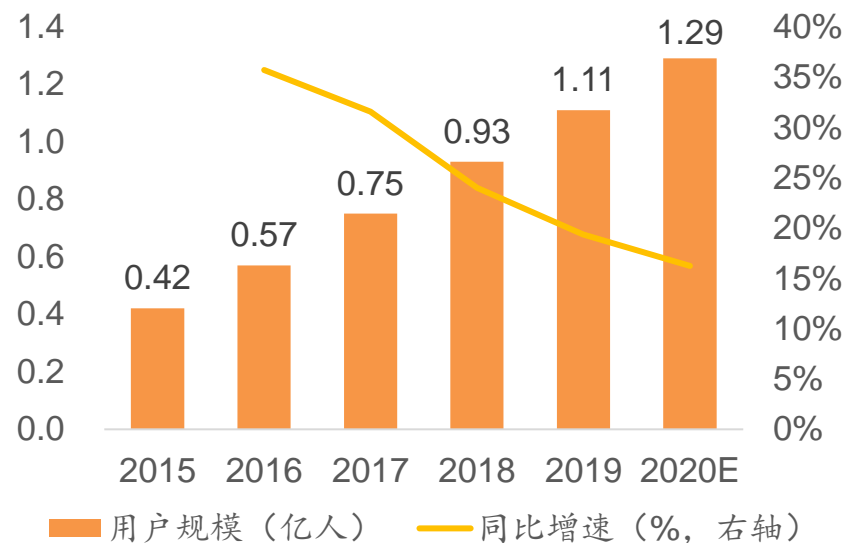


图6：2015-2020E证券类APP的用户规模及同比增速



2. 行业现状：互联网财富管理赛道空间仍然广阔

居民资产配置向权益类倾斜是确定性趋势。2013-2018年中国个人可投资资产复合增速高达15.6%，我们判断未来仍将保持高速增长趋势。然而目前中国居民66%的金融资产配置在银行体系（存款及理财），而权益类资产配置比例仍较低，这将是未来零售金融发展空间所在。

未来发展聚焦大众富裕人群（人群数量占比45%、可投资资产规模占比35%）。区别于高净值/超高净值人群更青睐线下渠道，大众富裕人群及大众人群可由互联网覆盖。2014-2020年，互联网理财用户规模CAGR为13.7%，预计渗透率仍有提升空间。

图8：2014-2020年，互联网理财用户数及同比增速

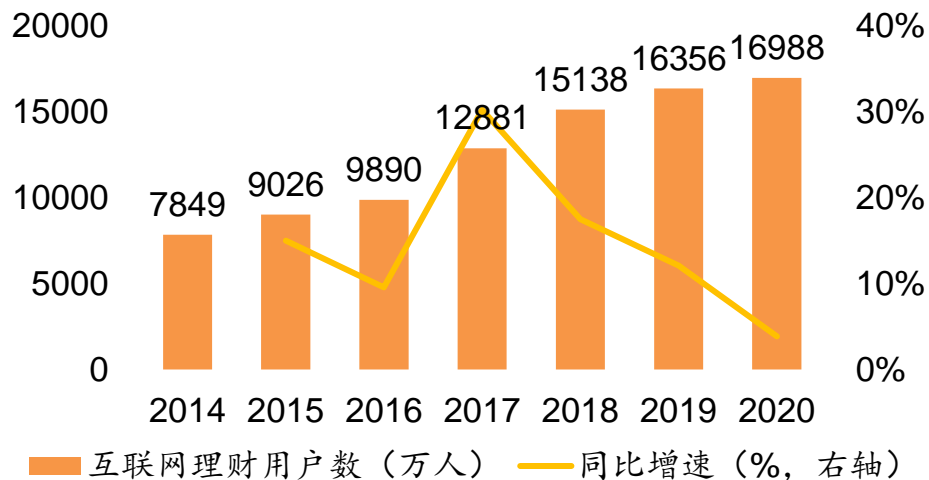


图7：零售财富管理客群及财富分布

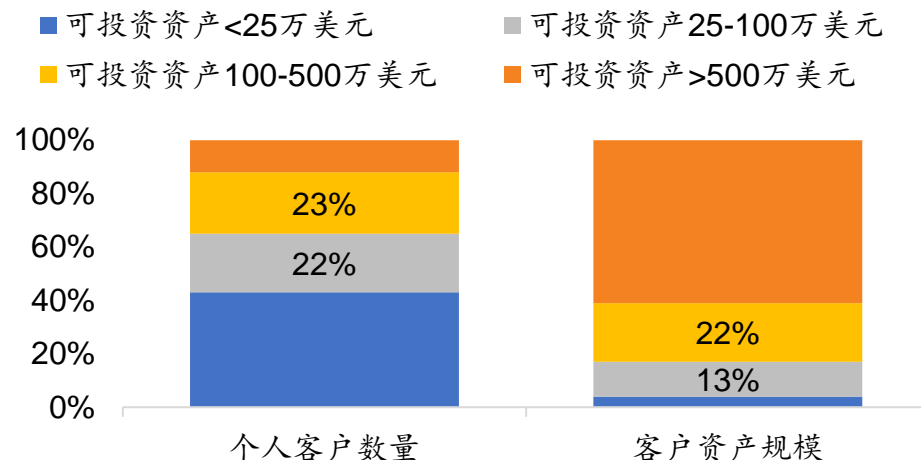
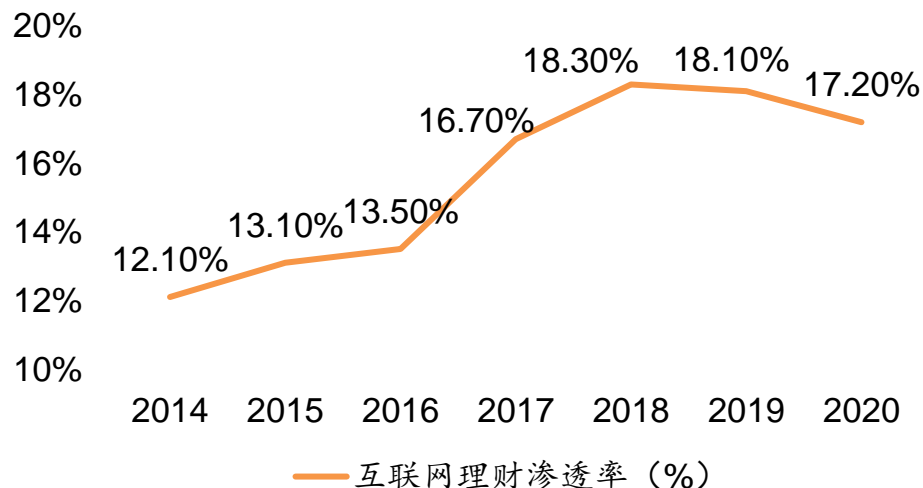


图9：2014-2020年，互联网理财渗透率



3. 互联网证券4.0的探索：拥抱“内容”

目前大部分客户仍然属于低理财意愿和低理财认知的人群，理财投教服务需求旺盛。目前互联网低理财认知用户和低理财意愿用户占比分别为28%、46%，意味着用户理财需求和优质理财内容供给的严重不匹配。

内容视频化大势所趋。近年来，图文的资讯内容增长已经趋缓，但是短视频、长视频的趋势在快速增长。未来图文类的内容占比将进一步缩小。

图11：互联网理财用户群体投资风格分类

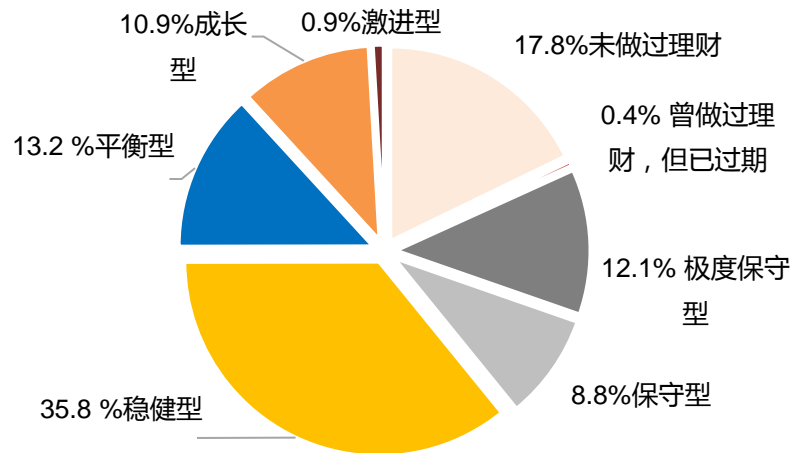


图10：2019年、2020年资讯内容的形式分类

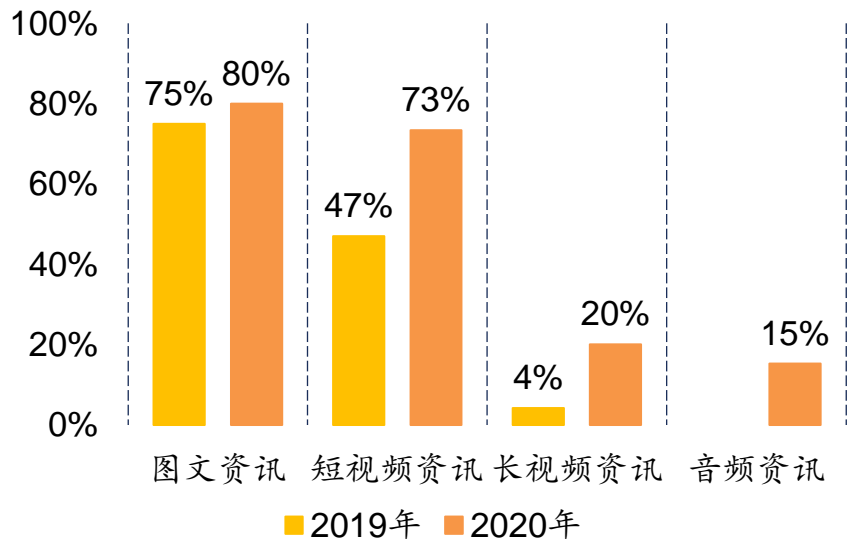
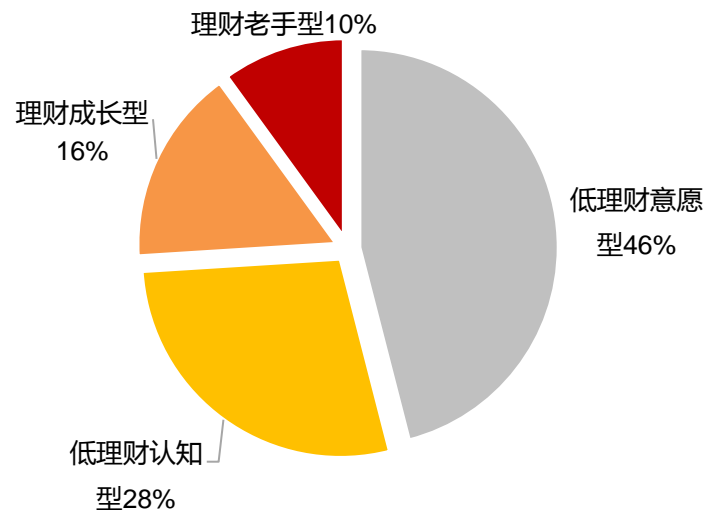


图12：互联网理财用户群体理财经验及意愿分类



3. 互联网证券4.0的探索：内容载体“视频化”

目前各大互联网流量平台在金融内容视频化方面已有探索。如抖音、B站、蚂蚁财富等。

背后的原因在于：在居民配置向权益类转移的大背景下，风险类理财（基金/股票等）需要为客户提供决策辅助服务，而短视频/直播是最适合的载体。

图13：不同理财品种成功关键因素

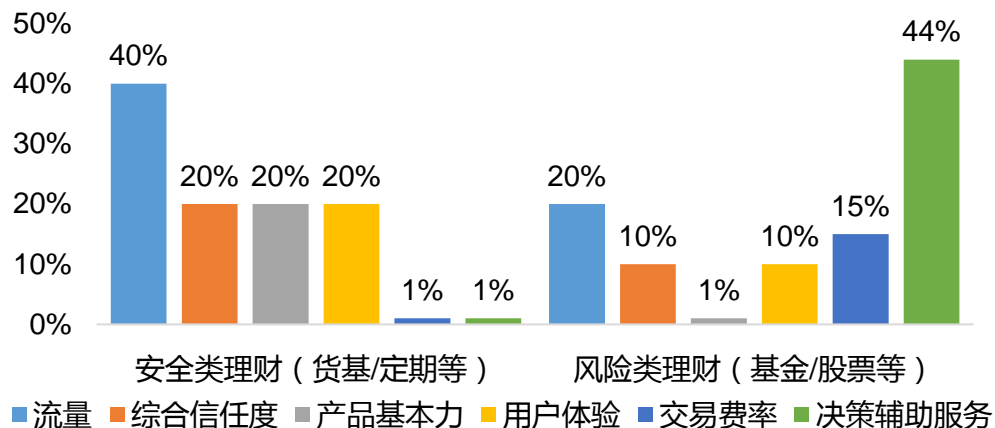


图14：互联网流量平台在视频化金融内容方面的探索



3. 互联网证券4.0的探索：恒生电子探索内容视频化体系运营

● 恒生电子在支付宝理财直播的实践

2020年4月起，恒生金融新内容运营团队与等多家金融机构展开合作，以标准化流程为基础，结合金融机构及其产品特色，不断探索及优化金融理财直播方式。

2020年，恒生电子的金融新内容运营服务“恒生小基灵”直播场数累计超过160场，赋能易方达基金、嘉实基金、上投摩根基金等30多家基金公司，在金融理财直播领域的运营探索领先。

图15：2020年恒生小基灵在蚂蚁直播场数累计160场+

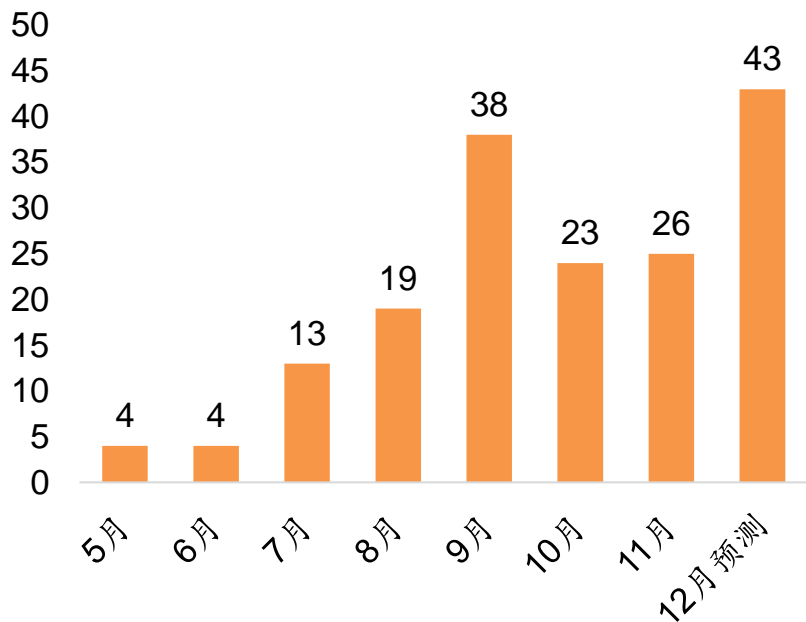


图16：蚂蚁平台上的直播

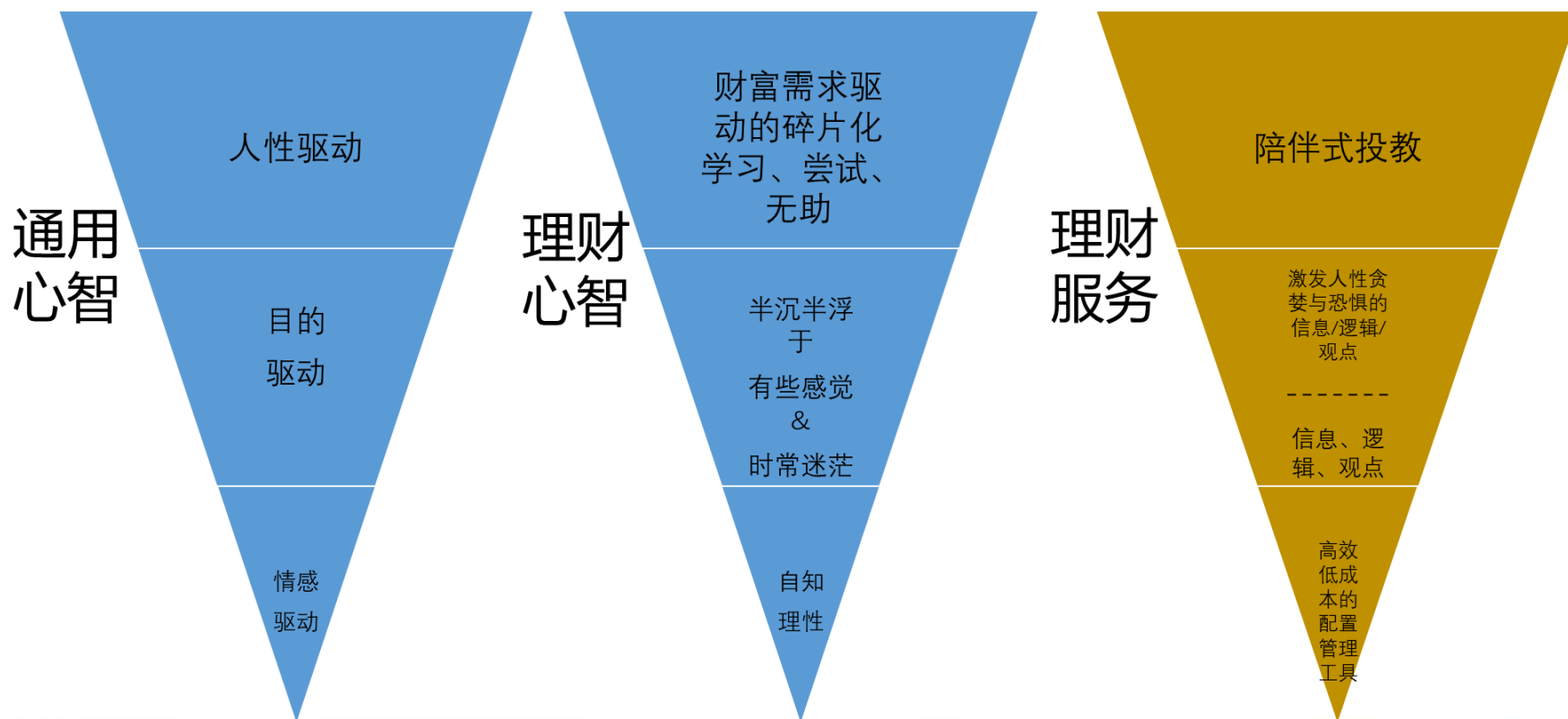


3. 互联网证券4.0的探索：恒生电子探索内容视频化体系运营

- 互联网下理财用户心智

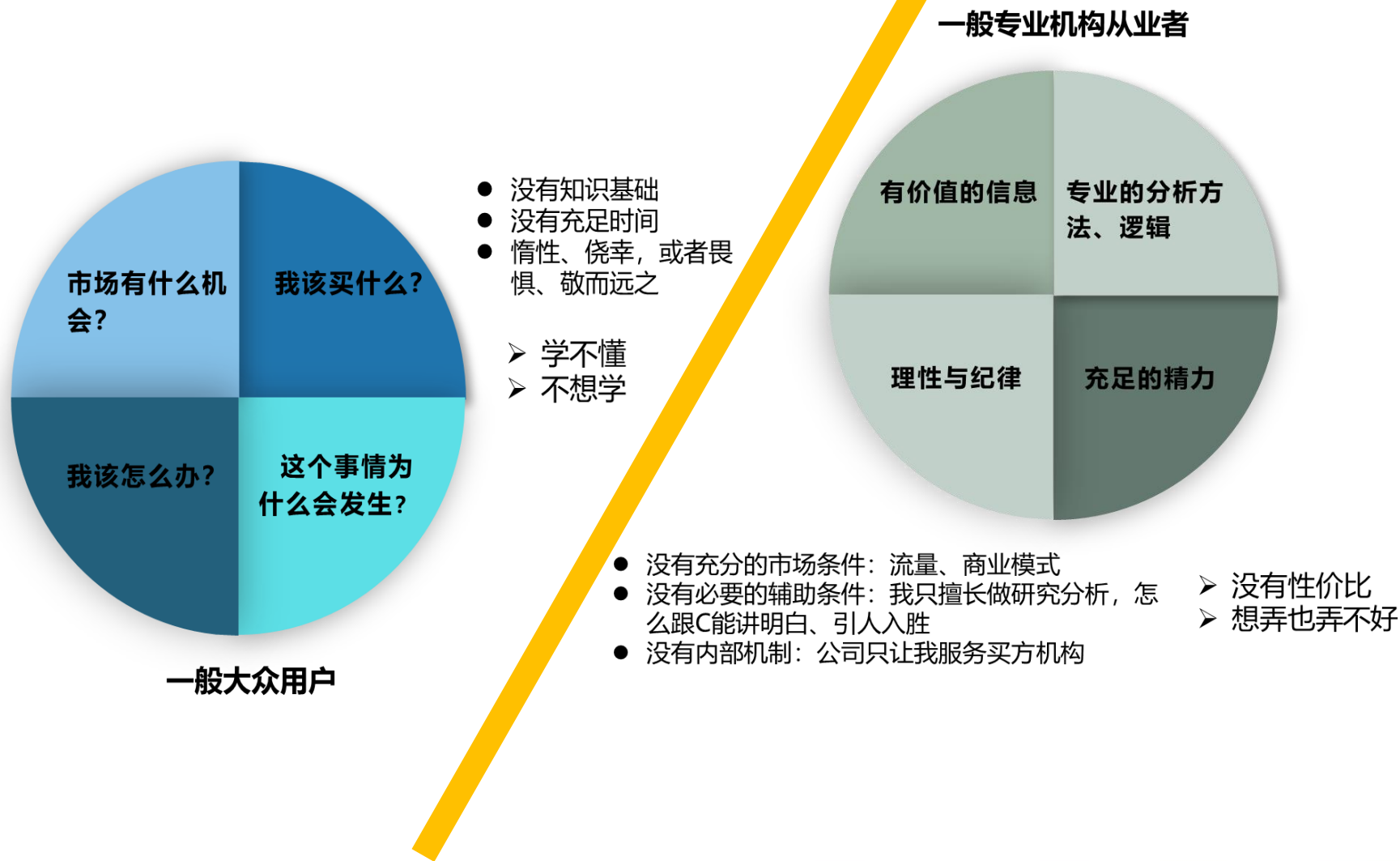
通用心智可分为三层，对应三层理财心智，以及三类理财服务。

图20：恒生理财视频内容案例



3. 互联网证券4.0的探索：恒生电子探索内容视频化体系运营

图21：优质理财内容与用户心智存在巨大鸿沟



3. 互联网证券4.0的探索：东吴合作大V，更强调个人IP引流

2019年是直播电商元年，头部主播带货成绩斐然。电商直播的变现能力与主播IP效应密切相关，目前直播电商行业的私域流量效应呈现双寡头格局。薇娅、李佳琦的带货影响力明显强于其他，2020年薇娅、李佳琦直播带货的脱水销售额分别为202亿、129亿，销量分别为1.81亿件、1.26亿件，遥遥领先。个人IP导流模式的优点在于短时间内能为平台导流变现，缺点在于粉丝是主播粉丝而非品牌粉丝，商业模式过于依赖KOL。

年轻消费群体对KOL的接受度最高。Z世代是KOL最容易调动的群体，微播易用户对网红博主推荐产品接受度调研显示18.8%的95/00后会直接购买足够信赖的KOL推荐的商品，而目前90后/00后在移动互联网的渗透率正在逐步提升（但在金融理财领域，其购买能力或可能相对较弱）。

图22：各个年龄阶层用户对于网红/IP推荐内容的接受度

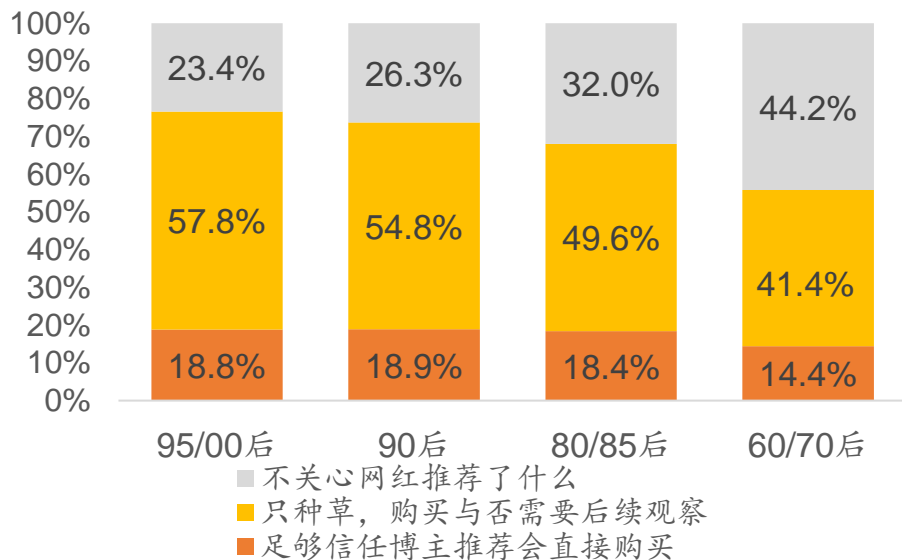
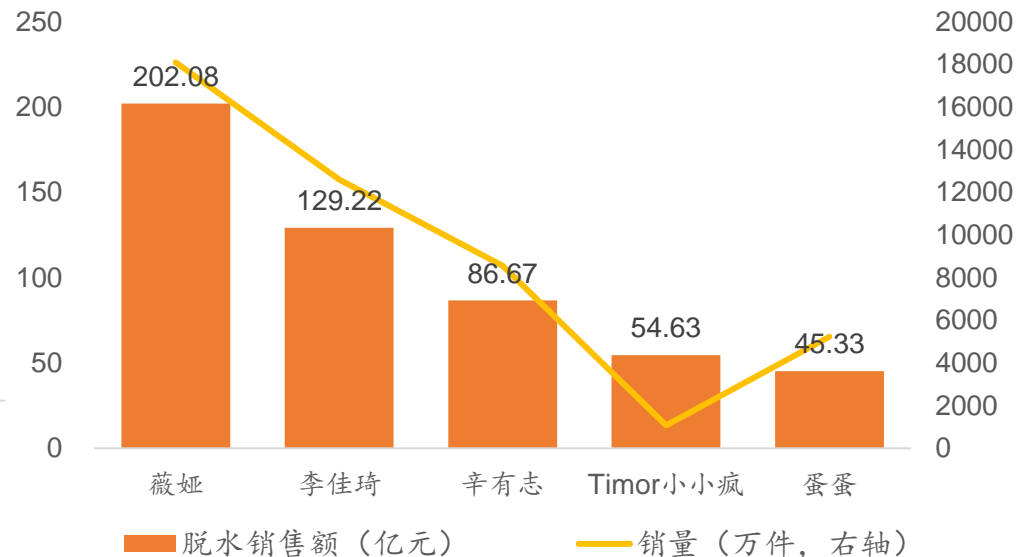


图23：2020年头部MCN机构主播的带货影响力



3. 互联网证券4.0的探索：东吴合作大V，更强调个人IP引流

招募头部财经流量大V任泽平，搭建IP化流量运营体系。2021年3月，任泽平加盟东吴证券担任首席经济学家，并在同月内首次开通抖音号，发布财经短视频，并在公众号招募互联网新内容运营人员。

我们判断，这标志着东吴证券探索C端流量化经营的开端，预计任泽平后续将更多探索以短视频形式传播财经资讯；而其强大的粉丝基础（公众号阅读量基本10W+、抖音开通1个月55w粉丝）将成为其核心优势。

已与吴晓波频道签约。此外，东吴证券已与财经大V吴晓波签订合作协议。个人IP引流的模式预计将在短期内为平台带来爆发力，但长期而言体系化的内容打造更重要。

图24：“泽平宏观”公众号招募视频及内容运营团队

- 2. 影视制作岗——摄影摄像（北京）**
【岗位职责】
 - 负责公司直播间管理、直播设备调试、镜头、灯光、网络等相关方面，为直播创造良好硬件条件；
 - 懂镜头、懂构图、会拍摄、会灯光，可以进行后期剪辑，根据不同的主播，打造出专属的个人风格；
 - 对各种素材包括文字、图片、视频、声音等，按照策划思路完成镜头的剪辑、组接、视频字幕制作、特效制作等；
 - 完成后后期制作，协调与沟通视频制作各环节，保证成片的整体风格与包装效果；
 - 参与日常的短视频、直播脚本输出及创意落地执行方案。
- 3. 影视制作岗——运维（北京）**
【岗位职责】
 - 负责对直播间、视频拍摄相关的采集、编辑和播出系统做日常维护；按视频制作和直播需求进行录制前的设备调试；
 - 对策划编导过程提供技术支持依据，并能够给出合理解决方案并执行；按技术发展及内容需求不断整理优化技术操作规范和流程；
 - 对重点视频项目类做整体的技术规划和管理，形成标准化的操作规范和流程；
 - 负责日常的直播室直播运维，对接和把控直播需求，并能主导完成直播项目。
- 4. 互联网运营岗——私域流量运营（北京、上海）**
【岗位职责】
 - 负责证券行业私域流量矩阵打造和优化，围绕行业目标及行业特色，制定相应内容及运营规划，设计有效的用户裂变、成长、服务体系；
 - 负责社群运营体系的搭建，负责公司投资顾问IP矩阵的搭建，制定相关规则与文化建设；
 - 负责获客后证券交易和理财客户的转化、留存、分层分类服务、复购、裂变及相关的数据分析；
 - 负责私域流量矩阵的打造和优化，设计有效的用户裂变和用户成长、用户服务体系；
 - 负责证券行业私域活动（如直播等）方案的策划及运营，以及外部内容合作方的拓展和管理；
 - 探索各类内容场景下的创新玩法，搭建证券内容和私域流量生态，促进业务发展。
- 5. 互联网内容运营总监（上海）**
【岗位职责】
 - 负责证券行业内容和增值服务产品的生产、包装、采购、外协和运营工作，内容和增值服务产品包括但不限于：研报类、投融资类、财富管理、交易策略类、资讯类等；内容形式包括但不限于：图文、短视频、长视频、在线课程、线上工具、直播等；运营阵地包括但不限于：APP、直播平台、短视频平台、企业微信、微信公众号、微博、抖音号等；
 - 负责建立各项新媒体内容的管理标准，管理内容生产和运营流程，对接各相关部门和外部合作机构，形成业务闭环；
 - 主导内容产品和增值服务项目的整体项目管理，推进项目实施，协调项目进度，确保项目质量和合规性，与相关部门协调内容和增值服务产品的开发、运营和业务资源的协调；
 - 分析运营数据，准确定位机会和短板，提出产品优化与迭代变更需求；
 - 协助营销推广、策划、渠道等团队执行营销方案，支持内容、活动的运营计划，达成运营目标；
 - 负责团队梯队建设，人员招聘、人才培养，内容和增值服务产品规范的建设、执行及优化；
 - 激发团队的创新意识，引领团队进行创新商业模式的规划和实施。
- 6. 互联网风控合规岗（上海）**
【岗位职责】
 - 负责券商互联网经纪业务的风险和合规管理制度的建设，对各类线上展业模式进行合规评估、风险识别和监控；
 - 根据监管规则及业务运行情况梳理和完善优化管理制度、评估风险点、提出改进建议；
 - 对营业条线员工进行风险合规培训及提供咨询服务；
 - 对互联网经纪业务各条线的新产品、新业务以及重大决策等进行合规、风险评估，并提出优化建议；
 - 配合公司风险、合规等部门对监管要求、相关法律法规进行解读和培训，快速应对和适应新的政策要求；
 - 负责各项业务合同模板的制订、审核及修订、合同履行情况的跟踪监督。
- 7. 内容编辑岗（上海）**
【岗位职责】
 - 负责证券行业微信公众平台、网站、自媒体号的编辑与运营；
 - 负责专业证券研究内容的策划、编辑、内容转化，以适应零售经纪客户的需求；
 - 负责投资者教育类的内容的策划、制作、包装、推广；
 - 负责媒体关系的对接和维护。

图25：任泽平的抖音号



3. 互联网证券4.0的探索：中金携手腾讯，推进精准化营销和大数据分析

- 中金与腾讯战略合作，瞄准腾讯流量入口，但第一阶段合作无较大进展

2017年9月，中金公司宣布引入腾讯作为战略投资者。腾讯认购中金新发行2.075亿H股，分别占中金发行后H股的12.01%及总股本的4.95%。

中金联手腾讯目标是借助腾讯流量资源、发掘更多财富管理客户。但从合作进展来看，第一阶段尚无较大进展，仍然仅局限于腾讯理财通代销中金私募FOF、集合资管产品以及中金基金等。

图26：腾讯理财通的高端专区上线中金产品



图27：腾讯理财通的中金集合资管产



图28：腾讯理财通的中金基金产品

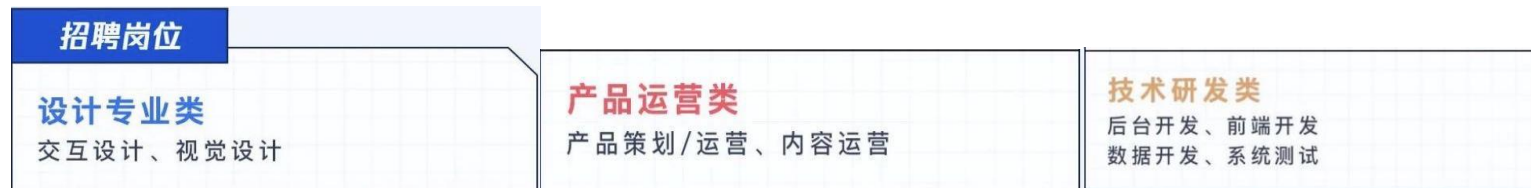


3. 互联网证券4.0的探索：中金携手腾讯，推进精准化营销和大数据分析

- 中金与腾讯第二阶段合作，成立合资子公司金腾科技

- ✓ **进展情况：**2019年9月，公司宣布拟与腾讯在境内设立合资金融科技公司金腾科技；成立后的合资技术公司注册资本拟为人民币5亿元，其中中金公司持股51%，腾讯数码持股49%；2020年6月，金腾科技成立。
- ✓ **高管阵容：**中金公司CEO黄朝晖任金腾科技董事长，腾讯集团副总裁、腾讯金融科技负责人林海峰任金腾科技董事，腾讯金融科技副总裁、财富管理负责人闫敏任金腾科技董事、总经理；均为来自于中金和腾讯的高管，股东背景及管理层阵容豪华。
- ✓ **公司目标：**通过提供技术平台开发及数字化运营支持，助力中金财富管理和零售经纪等业务提供更加便利化、智能化、差异化的投顾解决方案，以数字化和金融科技能力推动中金财富管理业务转型并实现规模化发展；当能力成熟后，可以输出到其他金融机构。
- ✓ **公司定位：**既是中金体系下的“数字创新”，又同时协助打造腾讯生态内的“私行服务”。

图29：金腾科技招聘岗位



风险提示：

- 1) **居民对视频类投教的接受程度低于预期：**若居民对于金融类的投教短视频接受程度不如娱乐类短视频，可能造成“内容”流量的转化程度不及预期；
- 2) **行业竞争加剧风险：**若行业内公司率先在“内容”流量方面探索出较为成熟的运营模式，可能会造成其他同业纷纷模仿，面临行业竞争加剧的风险；
- 3) **资本市场大幅波动：**若资本市场大幅波动，可能会造成居民对于权益市场（基金、股票）的兴趣度下降，导致业务开展效果不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS