

# 老虎证券：科技赋能投资，从华人社区迈向全球

## 买入（首次）

2021年07月17日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### ■ 扎根美股的国际互联网券商平台，科技驱动+多元扩张加速公司成长：

1) 科技出身背景的创始人具有公司高度决策权，自上而下构建互联网券商核心竞争力。创始人巫天华先生曾是网易有道搜索的负责人，致力于用科技打造第三代互联网券商平台，现在仍经常在老虎社区中互动，听取软件改进意见，并保证前端 APP 坚持每两周一个版本的迭代；2) 公司依托多牌照+全球营运实现快速扩张。公司目前在美国拥有 25 张牌照，基本实现了全牌照经营；并在中国香港、澳大利亚、新西兰、新加坡各拥有 2 张金融牌照。公司于 2021 年正式开启国际化，一季度美国新增入金客户中有一半来自境外人口，新加坡市场年一季度新增用户超越去年总和；公司于 2021 年 1 季度已完成中国香港市场的牌照申请，我们预计公司下半年可拿到牌照；3) 老虎投资社区平台与数据处理工具筑起新的护城河。老虎证券为投资者提供了集投资理财教育、大 V 与企业高管内容分享、实时行业与企业信息资讯，以及完备的数据处理工具为一体的综合社区平台，逐步形成用户学习投资技巧-投资-分享投资经验的良性循环。

■ 行业空间广阔，线上交易正当时：1) 华人投资者境外需求增长迅速，渗透率仍有增长空间。2012 至 2018 年，大陆投资者境外可投资资产规模从 2 千亿美元增长至 1.4 万亿美元，6 年复合增长 38.3%，投资需求呈现指数级上升。而截至 2017 年，中国境外可投资资产渗透率（占总可投资资产总额比重）仅为 5%（相比同时期英国 40%、日本和美国 20% 的渗透率有较大的潜在提升空间）；2) 线上化交易叠加低成本运营，低费率助力线上投资规模快速扩张。2012 年到 2018 年，全球线上证券市场交易额从 12.3 万亿美元提升至 37.7 万亿美元，年均复合增长率为 20.6%，其中 2018 年美国证券市场线上交易额为 11.6 万亿美元，过去 6 年年均复合增长率为 13.24%；中国香港证券市场线上交易额为 2.1 万亿美元，过去 6 年年均复合增长率为 31.83%；公司 2020 年经纪业务综合费率为 0.0354%，远低于传统经纪商平均千分之二的佣金率，对于费率敏感型投资者有很大的吸引力。

■ 经纪两融业务快速扩张，公司正从中介商转型为经纪服务商：1) 公司产品矩阵多元化，佣金收入水涨船高。伴随着自清算比例和综合账户数量的不断提高，公司佣金收入稳步增长，2021 年 1 季度公司佣金收入占总营收 65%；2) 公司通过收购获得自清算牌照，两融业务快速提升。公司 2020 年传统金融服务费率仅 0.47%，而自清算的利息收入综合费率则高达 9%，我们预计随着清算比例的提升以及两融市场的进一步扩容，公司 2023 年利息收入有望达 5 亿美元；3) 美股 IPO 打新与 ESOP（股权激励）业务遥遥领先，B 端业务反哺 C 端。2020 年，公司全年度在美上市的 34 家中概股中，老虎证券共参与了 28 家美股 IPO 项目，承销了 14 家；ESOP 客户数达 124 家，远超同行；公司入金客户数中约有 10% 来自于 B 端，未来随着企业服务的成熟壮大，引流效果有望进一步加强。

■ 盈利预测与投资评级：国际化进程加速，公司有望凭借其全球布局的牌照优势与强大的科技赋能快速获客，零售证券业务收入有望持续扩张（经纪收入和两融收入）；零售客户的沉淀有望助力机构和财富管理业务的持续扩张，为公司带来新的业务增量。我们预测公司 2021 至 2023 年营业收入分别为 4.49 亿美元、9.25 亿美元、17.15 亿美元，同比增长 223.94%、106.16%、85.44%。给予公司 21 年 90 倍 PE，目标价 38.67 美元。

■ 风险提示：1) 行业竞争加剧；2) 监管环境存在不确定性；3) 业务拓展不及预期。

### 股价走势



备注：货币无其他说明皆为美元。

备注：股价、总市值等数据截至 2021 年 7 月 16 日收盘。

### 市场数据

收盘价(美元)	17.92
一年最低/最高价	4.30/38.50
市净率(倍)	11.25
流通市值(亿美元)	19.50

### 基础数据

每股净资产(美元)	1.83
资产负债率(%)	93.96
总股本(百万股)	2436
流通股(百万股)	1635

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 老虎证券：科技助力的新型全球化互联网券商平台</b> .....	<b>4</b>
1.1. 创始人技术背景为公司带来自上而下的科技属性 .....	4
1.2. C端为主、B端为辅，老虎专注于全球线上证券市场交易服务 .....	6
1.3. 老虎为投资者提供方便快捷的开户及入金体验 .....	7
<b>2. 经纪两融业务继续腾飞，清算牌照加速经销商向经纪商转型</b> .....	<b>8</b>
2.1. 收入结构趋向稳定，佣金收入短期仍为收入大头 .....	8
2.2. 自清算比例不断提高，开启经销商向经纪商的黄金时代 .....	10
<b>3. 以 IPO 为主、ESOP 为辅的机构业务正成长为老虎新的增长点</b> .....	<b>11</b>
3.1. 打新数量领跑同行，协同承销形成良性循环 .....	11
3.2. ESOP 股权激励业务成新端流量入口 .....	12
3.3. 财富管理助力公司业务多元化发展 .....	13
<b>4. 核心竞争力：全球化布局，科技助力充分享受行业空间</b> .....	<b>13</b>
4.1. 牌照版图持续扩张，剑指成为全球化的互联网券商平台 .....	13
4.2. 公司作为第三代互联网券商，充分享受科技带来的领先平台优势 .....	15
4.3. 投资内容社区平台筑起新的护城河 .....	16
<b>5. 线上投资正当时，公司轻资产模式助力快速扩张</b> .....	<b>19</b>
5.1. 华人境外投资需求旺盛，渗透率空间广阔 .....	19
5.2. 线上交易成风，低佣金降维打击传统券商 .....	20
5.3. 老虎平台用户数高增长，获客留客能力体现高运营效率 .....	22
5.4. 公司客户画像持续优化，客均收入、资产持续上行 .....	23
<b>6. 盈利预测、估值及投资建议</b> .....	<b>25</b>
6.1. 盈利预测 .....	25
6.2. 可比公司估值及投资评价 .....	27
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 老虎证券主要发展历程 .....	5
图 2: 老虎证券主要股东持股情况 (截至 2021 年 3 月 31 日) .....	5
图 3: 老虎证券重要融资事件 .....	6
图 4: 老虎证券商业模式拆解 .....	7
图 5: 老虎 APP 开户指引 .....	8
图 6: 老虎 APP 入金指引 .....	8
图 7: 经纪两融撑起半壁江山, 利息收入异军突起 (单位: 百万美元) .....	9
图 8: 老虎证券交易额稳步增长 .....	9
图 9: 佣金率稳步提升, 经纪收入水涨创高 .....	9
图 10: 老虎证券不同账户两融余额 .....	10
图 11: 利息收入 VS 金融服务收入 .....	10
图 12: 全披露账户 VS 综合账户平均费率对比 .....	11
图 13: 老虎增加自清算比例带来的两融端降本途径 .....	11
图 14: 叠加科技力量, 第三代互联网券商优势明显 .....	16
图 15: 老虎研发实力强劲, 研发费用占比较高 .....	16
图 16: 老虎研发部门员工数量维持高占比 .....	16
图 17: 老虎 APP 投资者教育及资讯页面 .....	17
图 18: 老虎 APP 内容输出及企业号页面 .....	18
图 19: 老虎 APP 数据处理工具页面 .....	18
图 20: 2008 到 2020 年中国个人持有的可投资资产规模 .....	20
图 21: 2012 到 2018 年全球线上证券市场交易额 (万亿美元) .....	21
图 22: 全球零售券商交易量线上与线下占比 .....	21
图 23: 我国境外股本证券投资各地区占比情况 (亿美元) .....	21
图 24: 公司开户用户数、入金用户数、交易用户保持高增长 .....	23
图 25: 老虎证券入金客户转化率 .....	23
图 26: 老虎证券交易客户转化率 .....	23
图 27: 公司总客户资产快速增量, 客均资产稳中有升 .....	24
图 28: 老虎证券客均成本趋势向下 .....	24
图 29: 老虎证券客均收入稳步上升 .....	24
表 1: 老虎为投资者提供不定期的邀请奖励机制 .....	8
表 2: 2020 年老虎美股打新个股首日涨跌幅超过 20% 的股票 .....	12
表 3: 老虎证券基金超市 2020 年申赎费率 .....	13
表 4: 老虎证券与富途证券多地区牌照对比 .....	14
表 5: 新加坡主要券商佣金费率 .....	15
表 6: 2008 到 2020 年中国个人投资品类年均增速 .....	19
表 7: 老虎证券为客户提供了相比传统券商/银行更低的佣金率 (2020 年度) .....	22
表 8: 2016 到 2021Q1 老虎主要成本比例 .....	25
表 9: 老虎证券经纪业务重要指标及预测值 .....	26
表 10: 老虎证券融资融券业务重要指标及预测值 .....	26
表 11: 老虎证券盈利预测 .....	27
表 12: 可比公司估值 (截至 2021 年 7 月 15 号) .....	28

## 1. 老虎证券：科技助力的新型全球化互联网券商平台

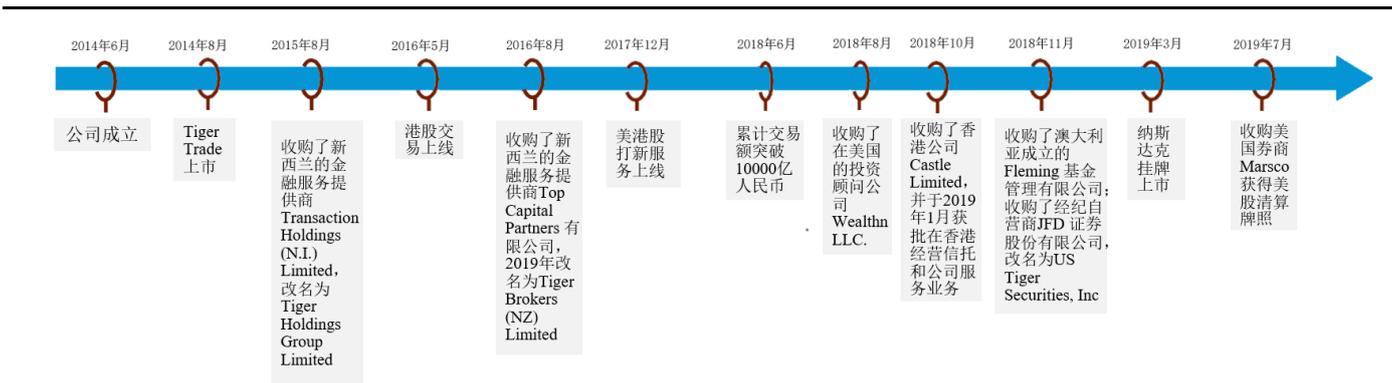
公司是领先的集成金融科技平台，旨在通过金融科技提高每个人的投资效率。公司当前以经纪与两融业务为核心，主要面向普通投资者及机构投资者，提供美股、港股、英股、A股（沪港通/深港通）等全球主要市场的股票交易服务，同时涵盖资产管理和财富管理、机构和企业服务及投资者教育等多种增值服务。公司成立于2014年（前身为宁夏向上融科科技发展有限公司），于2019年3月在纳斯达克挂牌上市，公司在上市前曾获小米集团和盈透证券的战略投资，其中盈透证券更是为老虎负责了前期的清算等业务。公司搭乘线上交易的快车道，在经历了7年的快速发展后已成为能为全球投资者提供跨市场、多产品的投资体验的一站式数字经营平台，公司于2020年实现全年收入1.38亿美元，同比增长136.1%；净利润1918万美元，实现首次盈利。

### 1.1. 创始人技术背景为公司带来自上而下的科技属性

公司投票权集中助力高效决策，创始人坚持用科技服务客户。截至2021年3月31日，公司创始人巫天华持股23.42%并拥有78.05%的投票权，并同时担任公司董事长兼CEO，拥有对公司的高度控制与决策权。巫天华毕业于清华计算机系本硕，创立老虎证券之前在网易有道工作八年，曾任网易有道搜索技术负责人，在此期间，对美股及美股期权有浓厚兴趣的巫天华发现了现有交易平台对华人投资者投资体验并不好，故毅然辞职并于2014年创立老虎证券，前身为宁夏向上融科科技发展有限公司。基于创始人TMT的工作背景，公司自创立初便自上而下的充斥着科技基因，截至2020年12月31日，公司研发部门共有274名工程师，占公司总人数34.9%，公司自主设计的线上交易平台、后端系统以及客户开发管理CRM系统为公司140万账户用户提供集美股、港股、英股、A股（沪港通/深港通）等全球主要市场的证券交易服务、打新及资管服务、社区内容及咨询分享、财富管理等于一体的综合服务体系。

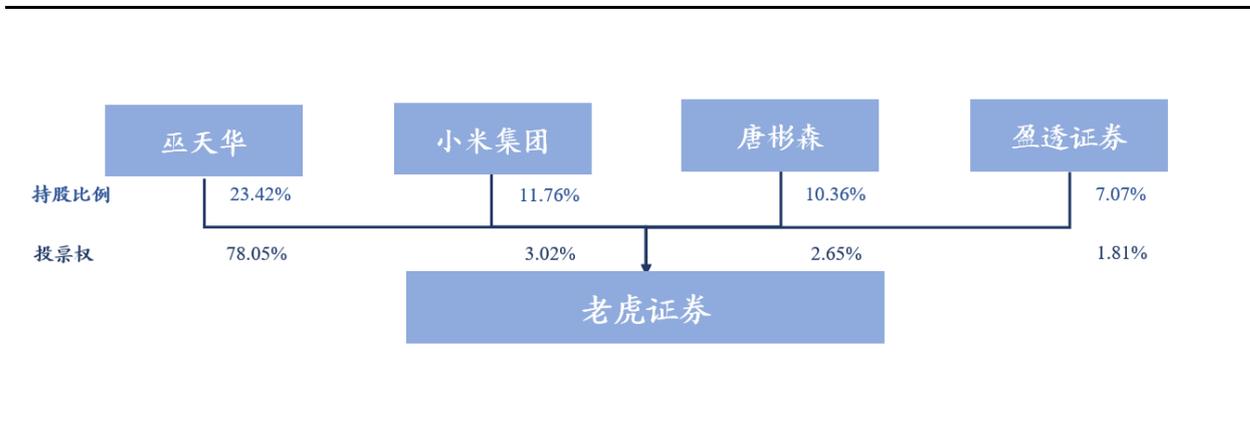
公司经历多轮融资，成功引入一系列战略投资者并对公司长远发展起到了重要的作用。公司14至18年间同时也获得了小米、真格基金、险峰长青、景林投资等知名投资机构的投资，其中盈透证券的战略入股为公司的发展提供了宝贵的机遇。盈透证券作为美国最大的互联网券商于2017年战略投资老虎证券，截至2021年3月31日持股7.07%，在老虎证券创立初期使用了盈透证券的全披露账户，达到了快速获客的目的，目前双方在交易品种，风险管理与控制，清算方面展开了深入的合作。

图 1: 老虎证券主要发展历程



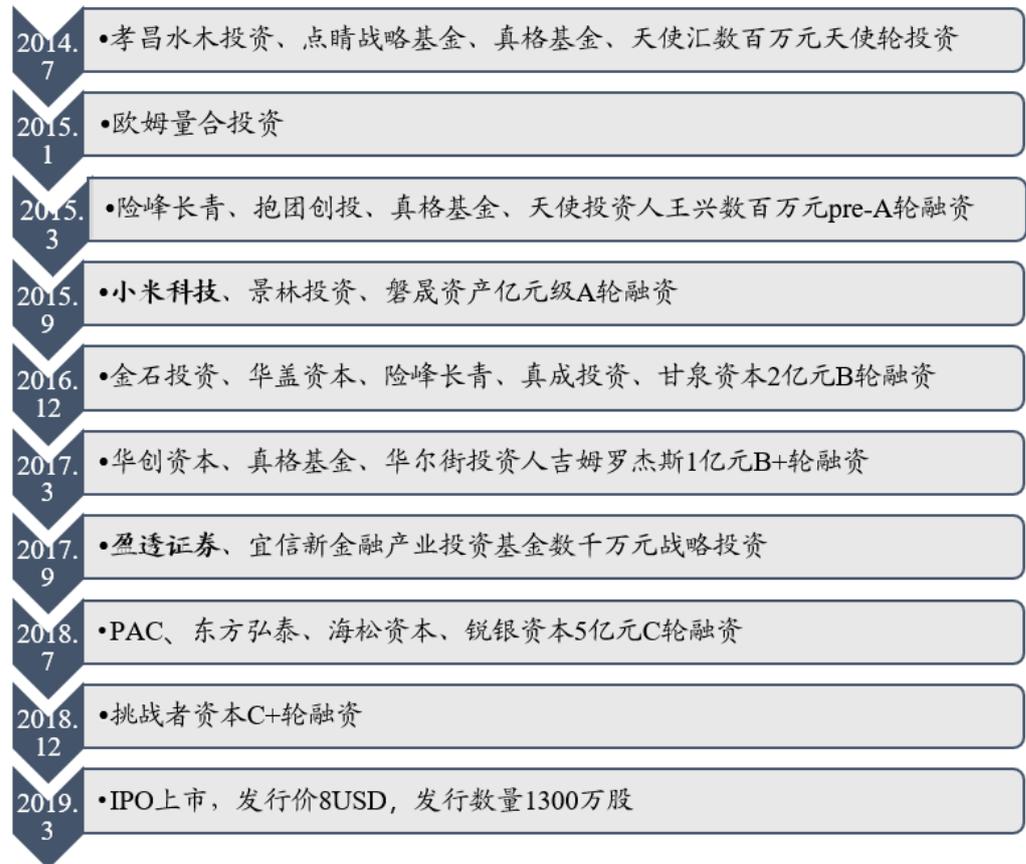
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 2: 老虎证券主要股东持股情况 (截至 2021 年 3 月 31 日)



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 3: 老虎证券重要融资事件

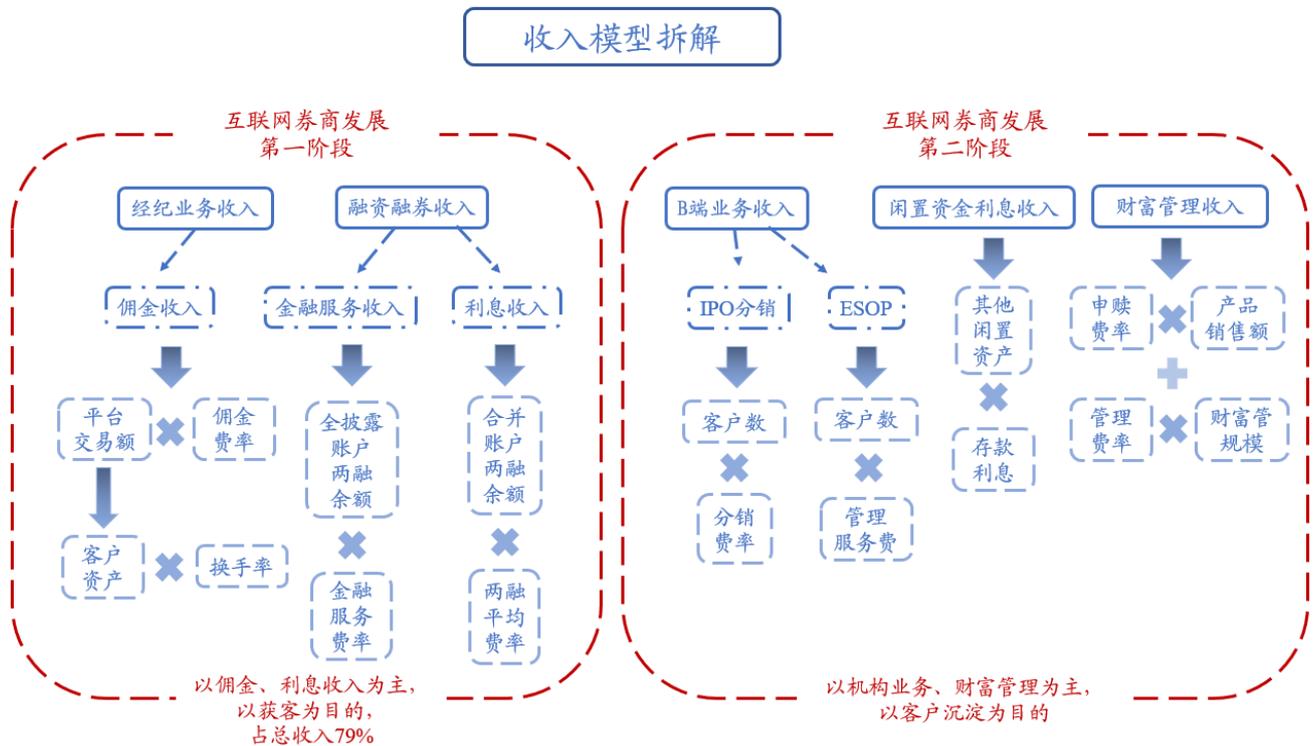


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. C端为主、B端为辅，老虎专注于全球线上证券市场交易服务

从企业经营模式的角度出发，互联网券商的核心商业模式可以理解为总营收 = 贡献营收的客户数量 × 客均收入。对于老虎证券而言，客均收入的多元化正在为其业务的多样性与努力其打开营收的空间做出贡献。对于当下的老虎证券来说，以佣金收入为主的经纪业务和以金融服务费、利息收入为主的融资融券收入占据目前营收大头，以 IPO 分销、ESOP 股权激励等 B 端其他服务收入为辅，以网络零售财富管理平台为未来主要发展空间，公司未来力求通过客户沉淀的方式在寻求客户资产规模的增长，最终达到平滑周期的目的。

图 4：老虎证券商业模式拆解



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

老虎证券当下收入结构中以佣金收入和两融收入为主体，中长期将以机构业务和财富管理业务为新的增长点。公司 2021 年 1 季度佣金收入占总营收比 65.07%，利息收入、以机构为主的其他业务收入、金融服务收入分别占总营收比为 19.23%、12.93% 和 2.76%。1) 从短期的视角出发，在不考虑宏观经济波动的情况下，由平台交易量影响的佣金收入和由两融余额影响的利息收入将在短期继续为公司贡献大部分营收；2) 从中期的视角出发，以 IPO、ESOP 为主的机构业务将对传统券商、银行等经纪商形成降维打击，老虎证券创新性的新股普惠制度加大了客户对于平台的粘性，这一优势有望持续保持；3) 从长期的视角出发，公司将继续探索财富管理业务，凭借资产管理规模的稳定增长来平滑券商受市场热度而影响的周期性。

### 1.3. 老虎为投资者提供方便快捷的开户及入金体验

老虎证券作为新一代互联网券商，为投资者提供 100%线上的开户体验与完善的邀请奖励机制。1) 投资者在老虎进行开户时无需去线下柜台，只需在手机端填写资料、上传必要文件，整个过程一般不会超过 15 分钟，老虎也会在 72 小时内完成开户的验证工作；2) 老虎不定期会推出邀请好友开户的机制，凡通过好友的邀请码进行开户注册，邀请人及被邀请人均可获得奖励，最高赠送 11 股小米股票。良好的开户体验及完

善的邀请奖励机制使得老虎的获客速度呈加速趋势。

**老虎证券提供多种类的入金方式。**老虎为投资者提供普通转账汇款入金和银证转账入金（目前仅支持工银亚洲）两种方式，在投资者成功开户后，会有老虎专门的客户经理通过微信等方式主动联系投资者，并全程辅助其进行入金活动，老虎会在投资者完成转账后的 1 至 3 个工作日内确认资金到账。针对部分受到监管的地区，老虎证券为投资者提供中国香港、境外商业银行的办卡指引。

表 1: 老虎为投资者提供不定期的邀请奖励机制

注册奖励	开户奖励	入金奖励
邀请人和被邀请人均可获得 500 虎币（虚拟币），可用于积分商城兑换老虎周边产品。	邀请人和被邀请人均可获得 1 张 1 股小米股票兑换券。	新注册用户首次入金金额 3000 美金及以上时，邀请人和被邀请人均可获得 10 股小米股票/200 元人民币/1 股阿里港股的奖励。

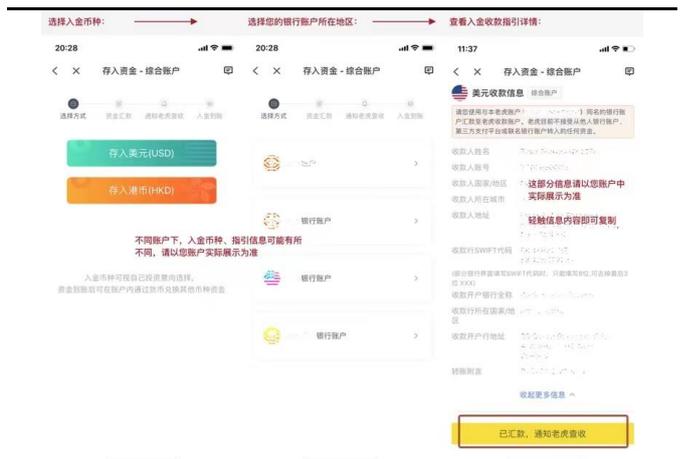
数据来源：老虎证券官网，东吴证券研究所

图 5: 老虎 APP 开户指引



数据来源：老虎 APP，东吴证券研究所

图 6: 老虎 APP 入金指引



数据来源：老虎 APP，东吴证券研究所

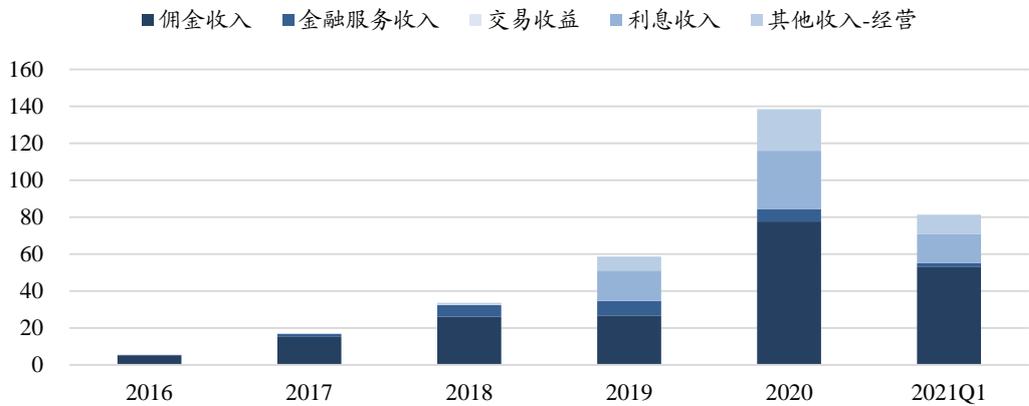
## 2. 经纪两融业务继续腾飞，清算牌照加速经销商向经纪商转型

### 2.1. 收入结构趋向稳定，佣金收入短期仍为收入大头

公司经历 7 年的高速发展，现已形成了以交易量为导向的佣金收入和凭借两融余额为驱动的利息收入为主要利润来源、以 IPO 为核心的机构业务和客户资产及高质量客户数量驱动的资管及产品分销业务为辅的增量业务来源。公司 2016 至 2020 年营业收入从 548 万美元增长至 1.38 亿美元，年化复合增长率为 124.22%；2021 年 1 季度，公司营收 8128 万美元，同比增长 250.5%，实现归母净利润 2106 万美元，同比增长

595.05%，公司盈利能力大幅上升。

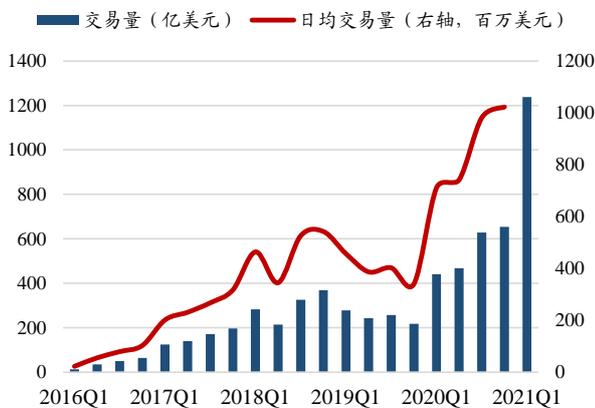
图 7：经纪两融撑起半壁江山，利息收入异军突起（单位：百万美元）



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

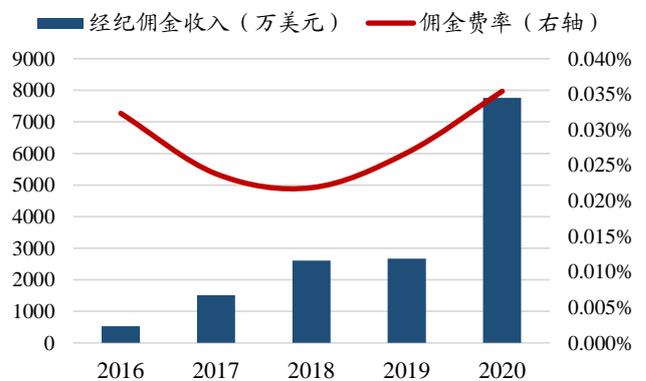
**佣金费率逐年提高叠加交易额放量，老虎经纪业务占据半壁江山。** 1) 随着公司入金、交易客户的快速增长，客户交易总额也随之快速放量，伴随着自清算比例和综合账户数量的不断提高，公司佣金率的稳步逐年提升；2) 公司 2018—2020 年佣金率上升的主要原因为公司产品的多元化以及更高佣金产品的占比上升，同时我们预计自清算比例的提升将一定程度上减少公司对于盈透公司的返点支出并直接提高公司的佣金综合费率；3) 截至 2021 年度 1 季度，公司经纪业务佣金收入 5289 万美元，佣金率较 2020 年度略有上升，介于公司长远吸引新增客户的目标（针对美国本土新增用户，老虎提供零佣金服务），我们预计公司未来的佣金费率将维持 2020 年的 0.0354% 不变。

图 8：老虎证券交易额稳步增长



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 9：佣金率稳步提升，经纪收入水涨创高



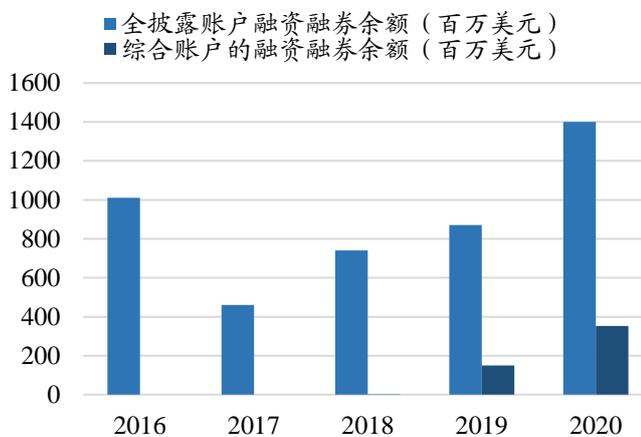
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

## 2.2. 自清算比例不断提高，开启经销商向经纪商的黄金时代

老虎证券的融资融券业务主要分为金融服务收入和利息收入。公司于 2015 年 8 月和 2016 年 5 月分别在美股、港股市场开启融资融券业务，目前公司在港仍未取得清算牌照，仍需第三方经纪商（盈透证券）代为完成交易结算并向其支付相关费用及分成。老虎证券的客户账户共有两种，分别为全披露账户（贡献金融服务收入）和合并账户（贡献利息收入）。1）在老虎获得清算牌照之前，客户资金均需存托于清算机构的账户内，且无法独自开展融资融券业务，此时需借盈透证券代为清算的客户均处于全披露账户中，且老虎的两融业务只能收取为盈透证券提供客户流量的金融服务费；2）老虎证券在美股市场于 2019 年 7 月通过收购美国券商 Marsco 获取清算牌照，由老虎自己执行清算并提供融资融券的客户账户将被迁移至合并账户，且所有客户资金均存托至老虎自己的账户中，针对于这部分合并账户用户，老虎对其收取的两融业务费为利息收入。3）截至 2021 年 1 季度，公司已完成美股市场 30% 的自清算比例，相较于 2020 年底 20% 的自清算比例有大幅提升，我们预计公司在 2021 年底至 2022 年中将会完成绝大部分交易的自清算。

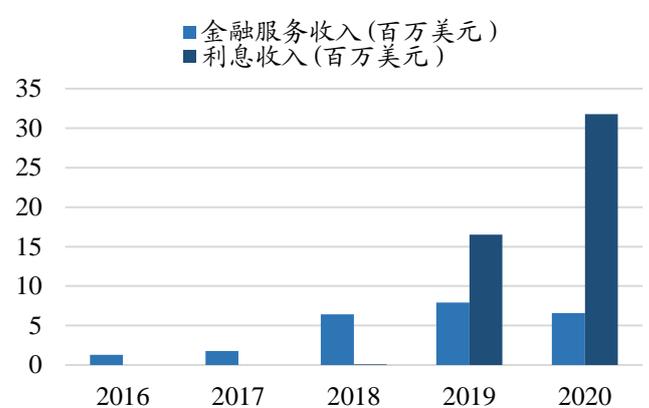
截至 2020 年 12 月 31 日，公司实现金融服务费收入 658 万美元，同比减少 17.03%，但介于公司在港股市场及其他新兴市场（新西兰、澳大利亚）均还未取得清算牌照，我们预计随着新冠疫情的复苏、全球经济的恢复增长，老虎证券金融服务收入将恢复稳定；公司 2020 年实现利息收入 3175 万美元，同比增长 92.31%，较 2018 年仅 9 万美元的收入已完成从 0 到 1 的飞跃。同时受益于 2020 全年权益市场行情火爆，交易量骤升，公司融资融券余额达 17.52 亿美元，同比增长 71.57%，其中针对综合账户的融资融券余额达 3.53 亿美元，同比增长 135.04%，我们预计随着清算比例的提升以及两融市场的进一步扩容，公司 2023 年针对综合账户的融资融券余额有望达到 47.59 亿美元，同时贡献 5 亿美元的利息收入。

图 10: 老虎证券不同账户两融余额



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 11: 利息收入 VS 金融服务收入

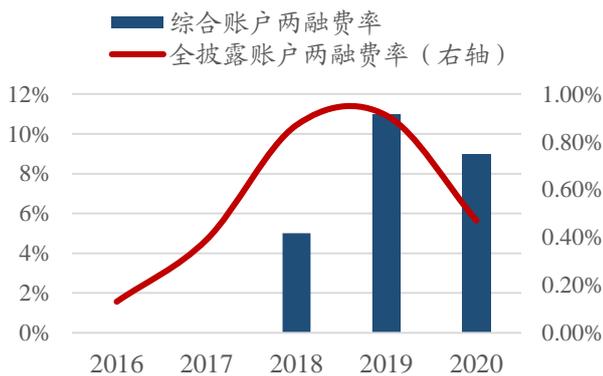


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

自清算比例提升进一步扩大息差，综合账户收入将有望呈现井喷式增长。老虎证券在 2019 年 7 月获得自清算牌照之前，融资融券业务所有的收入皆来自于金融服务收入，老虎证券在这部分收入的模式本质上是以经销商的身份来赚取融资服务费，2020 年老虎全披露账户金融服务费率仅为 0.47%，与“流量介绍费”相比之下，由老虎自行完成交易执行与融资融券的综合账户平均费率则达到了 9%，较大的息差也致使公司有更强的意愿加快自清算比例的步伐。

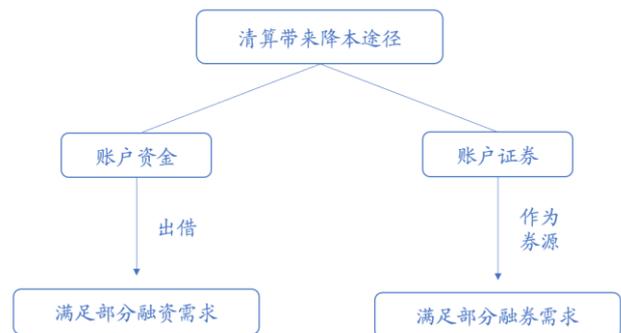
随着老虎自清算比例不断提升，公司将真正开始掌握客户资金，实现有效的降本增收。在成本端，公司将逐渐减轻对盈透证券的依赖，其中包括但不限于 1) 通过出借部分客户账户闲置资金来满足部分融资需求；2) 通过将部分账户中的存放证券作为券源来满足部分融券需求。在收入端，公司有望加速实现客户资产的有效变现，其中包括但不限于 1) 客户资金存放于银行所产生的利息收入；2) 提供融资融券业务产生的利息收入。

图 12: 全披露账户 VS 综合账户平均费率对比



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 13: 老虎增加自清算比例带来的两融端降本途径



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 以 IPO 为主、ESOP 为辅的机构业务正成长为老虎新的增长点

#### 3.1. 打新数量领跑同行，协同承销形成良性循环

公司美股 IPO 打新数量增长迅速。2020 年，公司 IPO 分销收入共计 1376 万美元，较 2018 年的 47.5 万美元年化复合增长率达 438.2%。在 2020 全年度在美上市的 34 家中概股中，老虎证券共参与了 28 家美股 IPO 项目，承销了 14 家，远超富途等同行业公司。截至 2021 年 1 季度，公司新参与美股 IPO 14 家，承销 8 家，并首次成为 IPO 牵头银行。

公司深入了解国内新经济公司在美需求，同时利用自身在美投资经验，逐渐发展

为国内新经济公司赴美上市的“优选通道”。传统的美股 IPO 配售只面向机构和少量高净值客户，散户参与门槛很高。公司于 2017 年底开启美股打新业务，并获得了少量搜狗美股的 IPO 配额，至此老虎凭借 0 申购费、普惠制的理念等一系列提高中签率等办法成功将美股打新的门槛降至了平民级别，开创了华人零售客户美股打新的先河。截至 2020 年 3 季度，老虎证券共提供美股打新数超 60 余家，老虎承销比例占 58%。高中签率的普惠政策加强了老虎在客户端的粘性，同时高认购倍数也同时强化了老虎在承销端的话语权，建立起良性循环。

公司在过去的三年中已成为协助新经济企业客户国际资本融资的领先承销商，先后拿下了爱奇艺、腾讯音乐、哔哩哔哩、拼多多等超大型中概股美股 IPO 独家打新资格，并在 2020 年成为了唯一一家同时承销理想汽车和小鹏汽车这两家新能源汽车领域头部玩家的券商，同时承销的还包括逸仙电商、燃石医学、蓝城兄弟、金山云等具有代表性的新经济公司。

表 2: 2020 年老虎美股打新个股首日涨跌幅超过 20% 的股票

名称	代码	首日涨跌幅
声网	API	152.50%
物农网	WNW	141.00%
贝壳找房	BEKE	87.20%
逸仙电商	YSG	75.24%
传奇生物	LEGN	60.87%
燃石医学	BNR	49.27%
蓝城兄弟	BLCT	46.44%
理想汽车	LI	43.13%
小鹏汽车	XPEV	41.47%
金山云	KC	40.24%
洪恩教育	IH	33.33%
趣活	QH	27.70%
秦淮数据	CD	20.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. ESOP 股权激励业务成新端流量入口

公司 ESOP 业务稳步增长，与打新业务相辅相成。老虎证券在服务新经济公司赴美上市的同时，为公司在上市前提供一体化股权激励解决方案。1) 在企业的初创期与发展期，公司提供激励计划方案设计、定制化系统配置、在线数据管理；在企业拟上市期，公司提供税务规划服务、员工持股信托与 SBC 报表服务；2) 在企业已经完成上市的后期，公司提供全球市场、外汇登记、多样化在线行权交易等系列服务。

依托公司全球化布局、金融科技，以及对新经济公司投行业务的联动，公司

**ESOP 业务发展迅速。**截至 2021 年 1 季度，公司共有 ESOP 客户 165 家，涵盖 TMT、医疗、教育等新经济企业，其中 2020 年 4 季度新增 35 家，2021 年 1 季度新增 41 家。公司 ESOP 目前共管理超过 100 亿客户资产，服务超过 8 万名全球企业员工，遍布全球 30+ 国家或地区。

**公司 B 端客户实现互通互联，且持续为 C 端导流。**通过对比可以发现，公司的 ESOP 客户与 IPO 客户呈现高度的重叠，包括金山云、蛋壳公寓、逸仙电商、雅乐科技、猿辅导等，充分正面公司的 B 端客户正在实现互通互联；此外，ESOP 项目也正在为 C 端进行持续导流，公司入金客户数中约有 10% 来自于 B 端，未来随着企业服务的成熟壮大，引流效果有望进一步加强。

### 3.3. 财富管理助力公司业务多元化发展

**财富管理业务正式起步，助力公司业务多元化发展。**公司于 2018 年收购美国投顾公司 WEALTHN LLC 正式开启资产管理业务，于 2018 年底发行了全球首个跟踪中美互联网巨头的 ETF 产品（China U.S. Internet Titans ETF）；2019 年底，公司推出针对综合账户的闲置资金增值服务“闲钱管家 Cash Plus”，客户可以将股票账户资金一键转入闲钱管家，即可获得收益，享受证券投资与现金管理双重投资体验，该产品主要投资于全球市场上受益稳健、安全性较高、流动性较高的金融产品，包括但不限于定期存款、短期美国国债、投资级债券等。

2020 年 3 月，公司推出“基金超市 Fund Mall”，是公司为综合账户用户打造的全球公募基金交易增值服务，一键开通基金超市账户即可参与全球公募基金投资，标志着公司正式开启财富管理之路。目前公司共已推出包含贝莱德、摩根大通、施罗德、瑞银在内 26 家国际型公募机构的 100 多只基金，涵盖了货币基金、股票基金，以及债券基金。

表 3: 老虎证券基金超市 2020 年中赎回费率

	货币基金	债券基金	股票基金
申购	0.18%	1%	1.5%
申购—优惠活动	免费	0.8%	1.2%
赎回	免费	免费	免费

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4. 核心竞争力：全球化布局，科技助力充分享受行业空间

### 4.1. 牌照版图持续扩张，剑指成为全球化的互联网券商平台

按照华人聚集地为主、非华人为辅的方针，老虎证券目前在全球拥有 33 张金融牌

**照及资质。**其中包括美国 25 张，中国香港、澳大利亚、新西兰、新加坡各 2 张。目前老虎在美持有经纪牌照、投行牌照、注册投资顾问牌照、自清算牌照、期货牌照、投研牌照、证券自营交易牌照、美国政府证券经纪商牌照、销售公司债券经纪商牌照、15-6 牌照（协助外国经纪商分发其研究报告给美国机构客户和执行外国证券交易）等，基本实现了全牌照经营，已形成了从经纪业务、投研、证券发行和承销、自营投资、财富管理到清算的业务闭环。

**表 4: 老虎证券与富途证券多地区牌照对比**

老虎证券	富途证券
<b>美国地区</b>	
美国金融业监管局（FINRA）成员 美国证券投资者保护公司（SIPC）成员 美国证监会（SEC）注册投资顾问（RIA） 美国全国期货协会（NFA）会员 美国存管信托公司（DTC）认证会员 全国证券清算公司（NSCC）认证会员	美国金融业监管局（FINRA）成员 美国证券投资者保护公司（SIPC）成员 美国存管信托公司（DTC）认证会员 美股期权清算公司（OCC）会员
<b>中国香港地区</b>	
信托和公司服务牌照 保险经纪牌照	1 号牌照：证券交易服务 2 号牌照：期货合约交易 3 号牌照：杠杆外汇交易服务 4 号牌照：提供证券交易意见 5 号牌照：提供期货合约意见 7 号牌照：提供自动化交易服务 9 号牌照：资产管理牌照
<b>新加坡地区牌照</b>	
新加坡资本市场服务牌照	新加坡资本市场服务牌照 新加坡交易所证券及衍生品交易会员资格
<b>其他地区牌照</b>	
新西兰注册金融服务商 新西兰交易所认证成员和证券经纪商 澳大利亚金融服务牌照	伦敦证券交易所会员资格 绿宝石交易平台会员资格

数据来源：公司官网、公司年报，东吴证券研究所

**老虎证券中国香港牌照获取在即，有望复制美国市场成功经验。**公司目前在中国香港的诸多业务仍旧依赖于盈透证券，目前仅过收购 Kastle 获得信托和公司服务牌照用于支撑 ESOP 服务、通过收购持牌保险公司 Tung Chi 获得的保险经纪牌照。目前，老虎证券在 2021 年 1 季度已完成中国香港牌照的申请，我们认为公司在拿到在港金融牌照后可以快速复制在美国市场的成功经验，基于中国香港成熟的金融体系与良好的华人投资基础，我们预计老虎证券将有望在客户资金、机构服务与融资融券收入方面进入快速增长阶段。

公司立足于美港市场，客户增量呈多元化趋势。老虎证券目前主要的投资者为来自大陆的华人群体，目前存量客户中约有 90% 的入金客户比例来自于大陆地区。同时，公司也在积极进军全球市场，流畅的用户体验以及本地化的适应使得英文版本 APP 正受到更多境外用户的青睐，公司国际化战略取得重要进展。在美国本土市场，老虎证券推出 0 佣金口号，截至 2021 年 1 季度，美国子公司累计入金客户中非华人占比已超过一半；在新加坡市场，凭借老虎对软件的不断打磨以及一系列本地化适应，老虎 APP 登顶新加坡热门财务类应用（iOS APP Store）榜单，2021 年一季度新增用户超越去年总和；同时老虎证券已在新加坡市场原则上获得新加坡证券交易及清算会员（CDP）资格及新加坡交易所证券及衍生品交易会员（SGX）资格，公司在未来有望进一步在新加坡市场多元化其产品矩阵，进一步提高其在新加坡收入的比重。老虎证券在新加坡市场为客户提供千分之 1.2 的交易费率，相比本地传统券商千分之三左右的费率仍有不小的优势，在老虎证券于美国市场有降低其平均佣金费率预期的同时，新加坡市场及其他新兴市场的增长将为其综合佣金率的稳定提供帮助。

表 5: 新加坡主要券商佣金费率

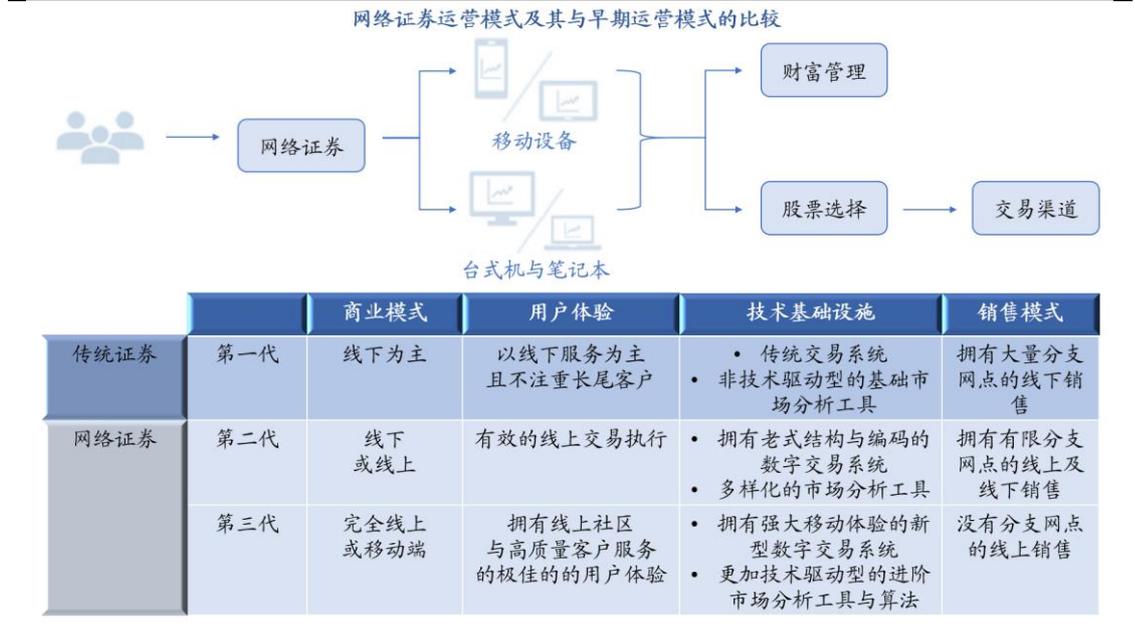
老虎证券	DBS (星展银行)	UOB (大华银行)	KGI (凯基证券)	OCBC (华侨银行)
0.12% × 总交易额 (SGD)	总交易额 (SGD) × 小于 50,000: 0.28% 50,000—100,000: 0.22% 大于 100,000: 0.18%	总交易额 (SGD) × 小于 50,000: 0.275% 50,000—100,000: 0.22% 大于 100,000: 0.20%	总交易额 (SGD) × 小于 50,000: 0.275% 50,000—100,000: 0.22% 大于 100,000: 0.18%	总交易额 (SGD) × 小于 50,000: 0.275% 50,000—100,000: 0.22% 大于 100,000: 0.18%
最低佣金: 3.32SGD	最低佣金: 25SGD	最低佣金: 25SGD	最低佣金: 25SGD	最低佣金: 25SGD

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

#### 4.2. 公司作为第三代互联网券商，充分享受科技带来的领先平台优势

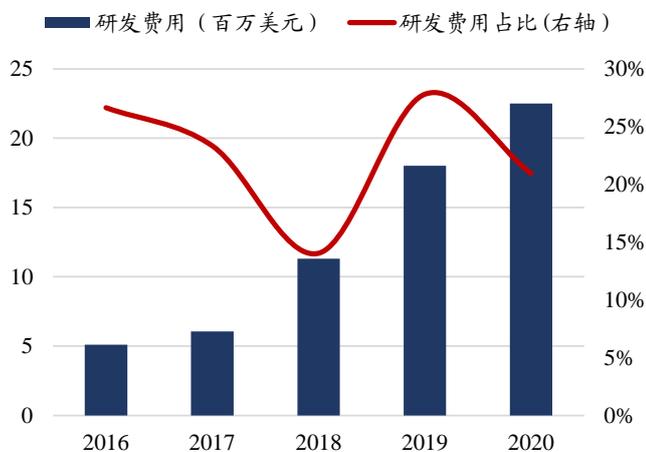
研发费用与研发人员数量逐年提升，助力公司科技发展。公司作为新一代互联网券商一直以来重视研发与科技投入，秉承着科技让投资更美好的使命，致力于成为世界一流的科技券商。1) 公司自成立以来不断探索，目前已真正实现前中后台自主研发。前端 APP 坚持每两周一个版本的迭代，CEO 巫天华经常在老虎社区与用户互动，听取用户反馈；2) 三大中台体系——数据中台、增长中台、技术中台支撑不同市场，让用户一个账户便可在全球市场交易；3) 底层架构结合工业云和私有云，交易系统做了高可用和弹性伸缩的准备，同时搭建了依靠风控模型和实时计算的强大风控体系。公司研发费用逐年稳步增长，从 2016 年的 511 万美元增长到 2020 年的 2250 万美元，研发费用维持在 20% 左右的高占比。研发人员占总员工比例也维持在 40% 左右的较高占比，2018-2020 年老虎研发人员占比分别为 45%、41% 和 35%。

图 14: 叠加科技力量, 第三代互联网券商优势明显



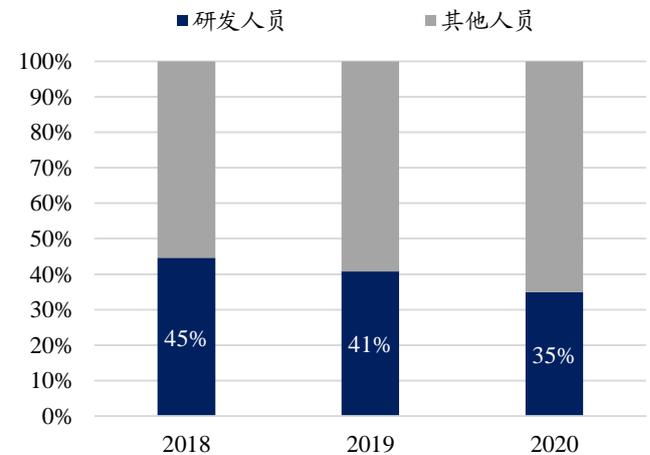
数据来源: 老虎证券招股说明书, 东吴证券研究所

图 15: 老虎研发实力强劲, 研发费用占比较高



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 16: 老虎研发部门员工数量维持高占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 4.3. 投资内容社区平台筑起新的护城河

老虎证券强大的投资内容社区铸就社区用户高粘性。截至 2020 年 12 月 31 日, 老虎证券拥有代表高活跃性的交易用户 22 万人, 相较于 2016 年底 1.3 万人年复合增长 103.28%。在快速增长的客户基础上, 围绕用户体验提升, 公司积极打造运营线上“老虎社区”投资互动平台, 社区提供包括老虎精选、老虎热榜、空间站、股票学院, 和直播 live 这五大板块, 立志于打造有温度的股票交流社区, 超过半数的老虎证券用户

参与社区交流，持续贡献深度观点。

老虎社区为投资者免费提供丰富的投资理财教育与实时咨询。1) 老虎推出了面向新手投资者的财经理财教育类板块“老虎学院”，其中包括了针对各种投资产品的新手教程，“玩转 ETF”、“打新指南”、“期货攻略”、“财富管理”等热门课程，帮助投资者更好的进行投资规划，少走弯路；2) 老虎的“咨询”及“日历”功能还为投资者提供完备的宏观行业及个股公司的实时咨询，并提供重要的时间日历提醒，包括新股发行日历、经济数据公布日期、宏观数据风向标等，真正做到了站在投资者的角度思考问题。

图 17: 老虎 APP 投资者教育及资讯页面



数据来源：老虎 APP，东吴证券研究所

老虎为优秀的内容创作者者提供了良好的输出平台。1) 老虎为财经、股市大 V 提供了“空间站”和“直播 live”两个内容输出平台，其中包括对当下事件的热评、对上市公司财报的深度解读等优质内容，同时投资者可以对部分自己认可的大 V 进行内容订阅，在满足投资者需求的同时也帮助内容创造者实现变现，增强了内容输出方与获取方的粘性；2) 2020 年 7 月，老虎推出社区企业号功能来进一步加强投资者与上市公司之间的交流，现已吸引了贝壳、美团、小米等上百家公司入驻，在老虎直播中也可以反复观看上市公司的业绩电话会及企业高管为老虎平台专门录制的企业交流问答视频。

图 18: 老虎 APP 内容输出及企业号页面



数据来源: 老虎 APP, 东吴证券研究所

社区交流与实盘交易紧密结合的特点, 使形成了用数据说话的社区文化。老虎在鼓励投资者分享自身对企业观点的同时, 也为投资者提供了丰富的数据处理工具。投资者可以免费使用老虎提供了个股筛选功能, 通过对每股收益、偿债能力、K 线形态、期权异动、投资席位等的跟踪与筛选, 投资者可以充分享受大数据时代带来的投资便捷。老虎社区用户将社区交流与实盘交易紧密结合, 逐步形成用户学习投资技巧-投资-分享投资经验的良性循环, 很大程度上增强了客户情感连接与活跃度。

图 19: 老虎 APP 数据处理工具页面



数据来源: 老虎 APP, 东吴证券研究所

截至 2018 年 12 月 31 日，公司平台注册用户数达到 160 万，其中超过 80 万注册用户参加过社区中的活动，占比超 50%。受益于客户粘性培养，客户在公司交易平台参与投资资产的热情高涨，2018 年客户留存率 81.8%，季度存款客户留存率高达 96%，4Q19 客户留存率更是达到了 98.3%。

## 5. 线上投资正当时，公司轻资产模式助力快速扩张

### 5.1. 华人境外投资需求旺盛，渗透率空间广阔

随着中国 GDP 的稳步增长，我们预计私人财富也将随之增长，居民可投资资产将稳步提升。招商银行《2021 中国私人财富报告》，2020 年我国居民个人持有的可投资资产规模达 241 万亿人民币，2018 到 2020 年年均复合增长率为 13%。1) 其中资本市场产品规模增迅速，2018 到 2020 年年均复合增长率为 27%，远超投资性不动产和银行理财产品增长率（2018 到 2020 年 CAGR 分别为 14% 和 9%）；2) 我国境外我国作为全球第二大财富管理市场充分享受中国经济的持续增长，随着城镇化进程的进一步深入、居民投资教育的进一步普及，我们认为从当下的时点看，中国居民可投资资产规模将有进一步的提升空间。

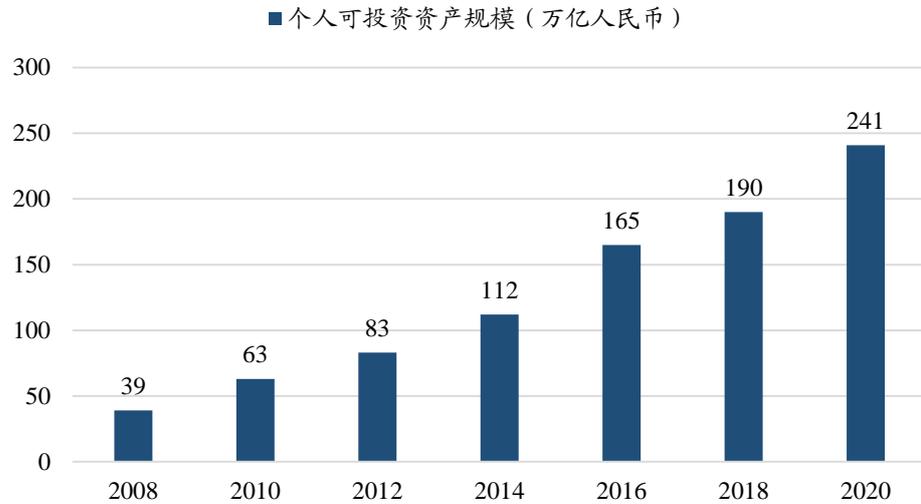
华人投资者境外需求增长迅速，渗透率仍有增长空间。根据富途证券招股说明书，2012 至 2018 年，大陆投资者境外可投资资产规模从 2 千亿美元增长至 1.4 万亿美元，6 年复合增长 38.3%，投资需求呈现指数级上升。而截至 2017 年，中国境外可投资资产渗透率（占总可投资资产总额比重）仅为 5%，相比同时间英国 40%、日本和美国 20% 的渗透率有较大的潜在提升空间。根据招商银行《2021 中国私人财富报告》，我国居民境外投资规模增长迅速，2008 到 2020 年年均复合增速达 32%，在所有可投资品类中增速处于前列。

表 6: 2008 到 2020 年中国个人投资品类年均增速

其他境内投资	保险（寿险）	境外投资	银行理财产品	资本市场产品	投资性不动产	现金及存款
42%	18%	32%	25%	19%	20%	13%

注：“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股票投资产品、黄金、私募股权等  
数据来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》，东吴证券研究所

图 20: 2008 到 2020 年中国个人持有的可投资资产规模



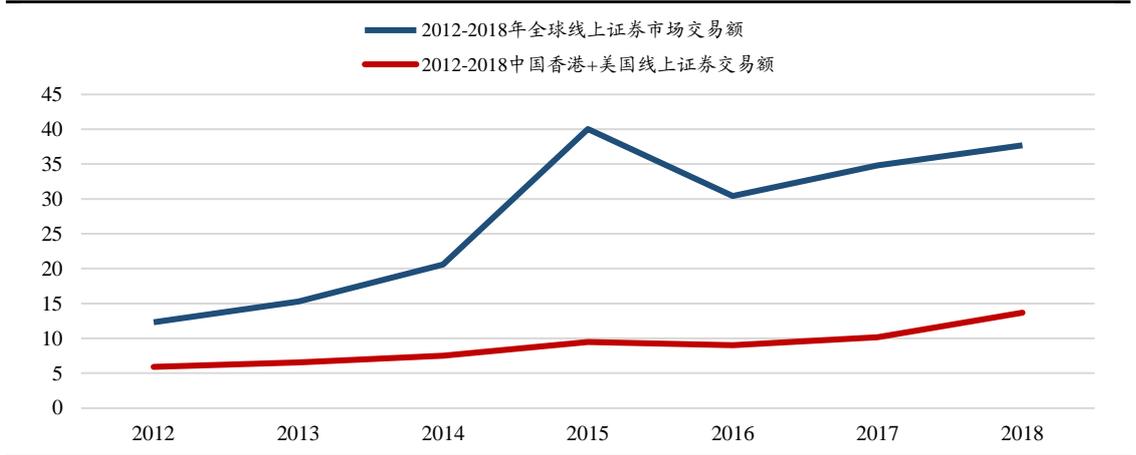
数据来源: 招商银行《2021 年中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

## 5.2. 线上交易成风, 低佣金降维打击传统券商

线上交易增长明显, 华人对境外投资者对美国及中国香港市场青睐有加。据智研咨询, 2012 年到 2018 年, 全球线上证券市场交易额从 12.3 万亿美元提升至 37.7 万亿美元, 年均复合增长率为 20.6%, 其中 2018 年美国证券市场线上交易额为 11.6 万亿美元, 占全球证券市场的 30.77%, 过去 6 年年均复合增长率为 13.24%; 中国香港证券市场线上交易额为 2.1 万亿美元, 过去 6 年复合增长率为 31.83%。目前, 美国和中国香港市场是最受国内投资者青睐的境外投资市场。据外管局数据显示, 截至 2020Q1 我国境外股本证券投资规模达 4106 亿美元, 其中中国香港地区和美国分别占总投资规模的 49% 和 23% (合计 73%)。

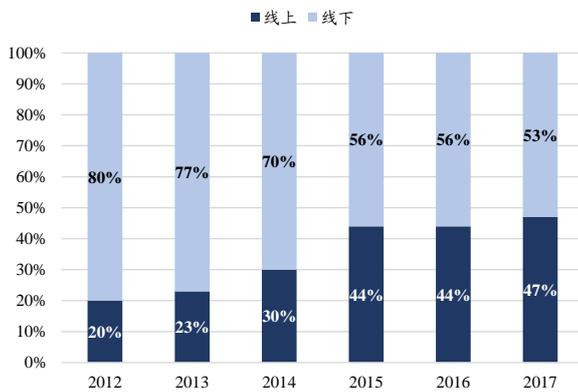
同时我们预计 2020 年疫情对于线上化的推动有望持续并深刻的影响投资人理财的方式, 华人与非华人群里证券市场线上交易进程有望继续稳步增长。公司立足于美国市场, 截至 2021 年 1 季度, 公司已获得 25 张美国牌照, 囊括了券商、投顾、期货经纪、投行与清算牌照, 基本覆盖了整个权益端。截至 2018 年, 中国内地个人投资者在美国证券市场线上交易额达 2881 亿美元, 较 2017 年同比增长 46.1%; 中国香港个人投资者在美国证券市场线上交易额为 209 亿美元。鉴于美国市场作为国际金融中心的地位, 我们有理由相信公司能够充分受益于证券交易线上化, 加速提升以华人为主、非华人为辅的市场渗透率。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司全年交易总额达 2191.26 亿美元, 较 2016 年 163.38 亿美元年复合增长达 91.37%。

图 21: 2012 到 2018 年全球线上证券市场交易额 (万亿美元)



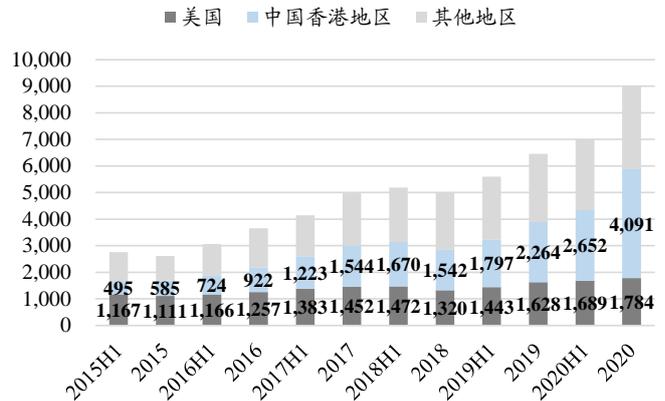
数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

图 22: 全球零售券商交易量线上与线下占比



数据来源: 奥纬咨询, 东吴证券研究所

图 23: 我国境外股本证券投资各地区占比情况 (亿美元)



数据来源: Choice、外汇管理局, 东吴证券研究所

公司受益于线上化运营的轻资产模式, 老虎证券为客户提供了远低于传统券商及银行的佣金费率。公司在过 2018-2020 年为客户提供的平均佣金率为 0.0272%、0.0268%、0.0354%, 公司综合佣金率的提高主要是由于产品的多样化而形成的良性传导。相对于传统券商及银行等经纪商千二的佣金费率, 公司提供的低于万三佣金费率对于费率敏感性客户拥有很大的成本优势。

表 7: 老虎证券为客户提供了相比传统券商/银行更低的佣金率 (2020 年度)

股票交易佣金对比			
	美股	港股	A 股
<b>互联网券商</b>			
老虎证券	交易费: 0.0039 美元 × 交易股数 (每笔订单最低 0.99 美元) + 平台使用费: 0.004 美元	交易费: 0.029% × 交易金额 + 平台使用费: 15 港币	交易费: 0.03% × 交易金额 + 平台使用费: 15 人民币
富途证券	交易费: 0.0049 美元 × 交易股数 (每笔订单最低 0.99 美元) + 平台使用费: 0.005 美元 (固定式) × 交易股数 (每笔最低 1 美元) / 0.003-0.01 美元 (阶梯式) × 交易股数	交易费: 0.03% × 交易金额 (每笔订单最低 3 港币) + 平台使用费: 15 港币 (固定式) × 交易笔数 / 1-30 港币 (阶梯式) × 交易笔数	交易费: 0.03% × 交易金额 (最低 3 元) + 平台使用费: 15 元 × 交易笔数
盈透证券	阶梯式: 0.0005-0.0035 美元 × 交易股数 (每笔订单最低 0.35 美元, 最高佣金为交易价值的 1.0%) / 固定式: 0.005 美元 × 交易股数 (每笔最低 1 美元, 最高为交易价值的 1.0%)	阶梯式: 交易值的 0.015%-0.08% (每笔最低佣金 4-18 港币不等) / 固定式: 交易价值的 0.08% (每笔最低 18 港币)	/
<b>传统券商</b>			
海通国际	0.15%起 × 交易金额 (最低 12.8 美元); #0.10%起 × 交易金额 (最低 8 美元)	0.15%起 × 交易金额 (最低 100 港币); #0.05%起 × 交易金额 (最低 15 港币)	
中银香港	0.02 美元 × 交易股数 (针对私人财富、中银及智盈理财客户每笔最低 16 美元, 其他客户每笔最低 18 美元)	0.18%-0.25% × 交易金额 (按证监会籍收取, 最低 100 港币)	0.18%-0.25% × 交易金额 (按证监会籍收取, 最低 100 元)
汇丰银行	首 1000 股每单交易 18 美元 (划一收费), 超过 1000 股划一收费+额外的数量每股 0.015 美元	0.25% × 交易金额 (最低 100 港币)	0.25% × 交易金额 (最低 100 元)
招商证券 (香港)	0.25% × 交易金额 (最低 25 美元)	0.2% × 交易金额 (最低 100 港币)	
华泰国际 (香港)	涨乐全球通: 0-0.0072 美元 × 交易股数 (每笔最低 0-1.98 美元, 按会员等级收取) / 非涨乐全球通: 0-0.0139 美元 × 交易股数 (每笔最低 5-5.99 美元, 按会员等级收取)	0.25% × 交易金额 (最低 100 港币)	0.25% × 交易金额 (最低 100 元)
中信证券 (香港)	0.2% × 交易金额 (最低 20 美元)	0.25% × 交易金额 (最低 100 港币)	0.2% × 交易金额 (最低 80 元)

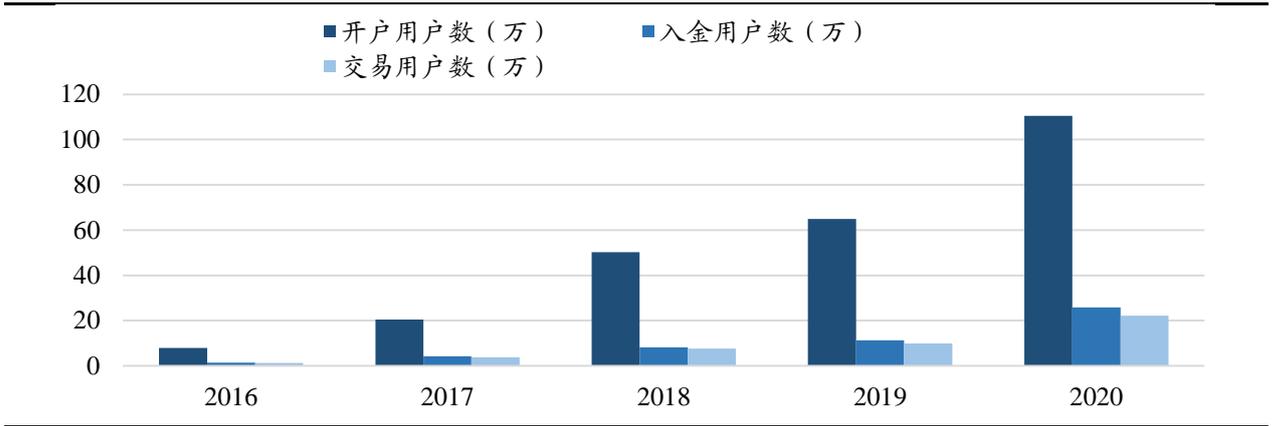
备注: 以上对比均不包括手机报价; 盈透证券不包括 IBKR Lite 免佣金版本; 海通国际#为指定网页及 APP 佣金率。

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

### 5.3. 老虎平台用户数高增长, 获客留客能力体现高运营效率

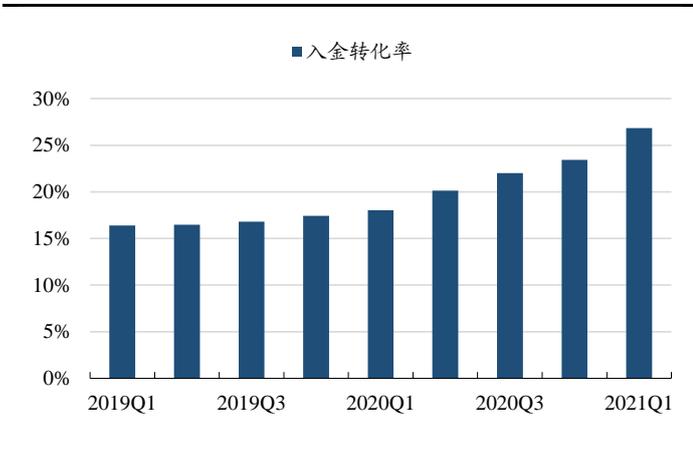
截至 2020 年 12 月 31 日, 公司拥有开户用户数 110.41 万, 入金客户数 25.87 万, 交易用户数 22.2 万, 较去年同比分别增长 70.12%、128.53%、124.47%; 其中代表高质量的入金客户和交易客户数增长速度明显大于开户用户数的增长, 体现公司优秀的内部转化率。

图 24: 公司开户用户数、入金用户数、交易用户保持高增长



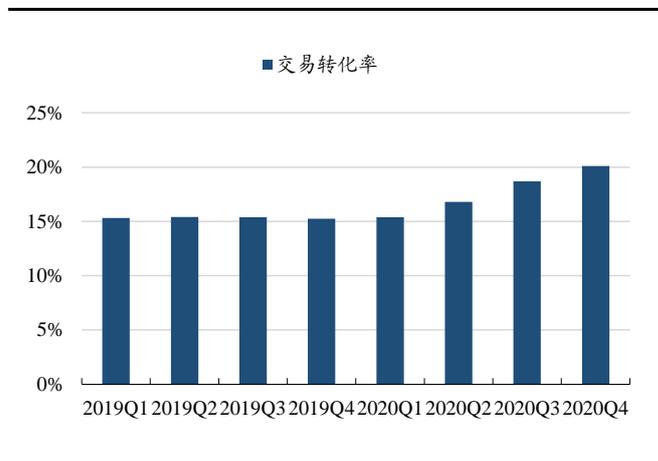
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 25: 老虎证券入金客户转化率



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 26: 老虎证券交易客户转化率

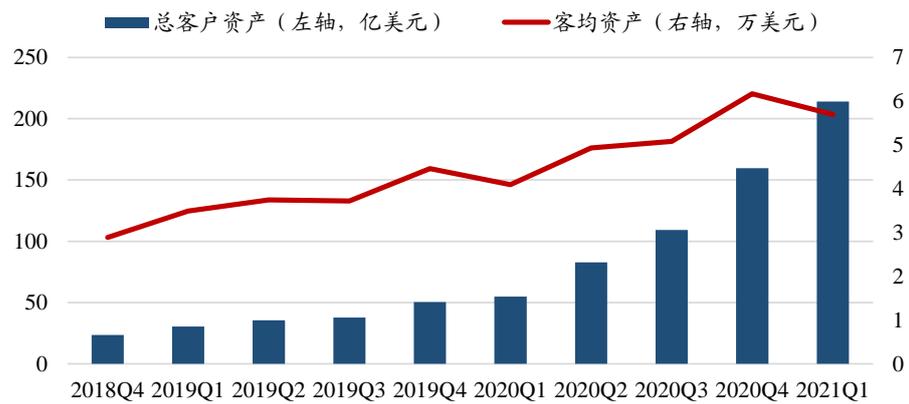


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 5.4. 公司客户画像持续优化, 客均收入、资产持续上行

公司面向优质客群, 客均资产大幅上升。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司 71.5% 的个人客户低于 35 岁, 86.6% 的客户年收入大于 4 万美元。交易客户留存率达 81.8%, 入金客户留存率达 96%。截至 2021 年 3 月 31 日, 公司总客户资产达 214.15 亿美元, 自 2019Q3 起复合增长率达 33.46%; 客均资产 2021Q1 达 5.7 万美元, 自 2018Q4 起复合增长率达 7.84%。

图 27: 公司总客户资产快速增量, 客均资产稳中有升

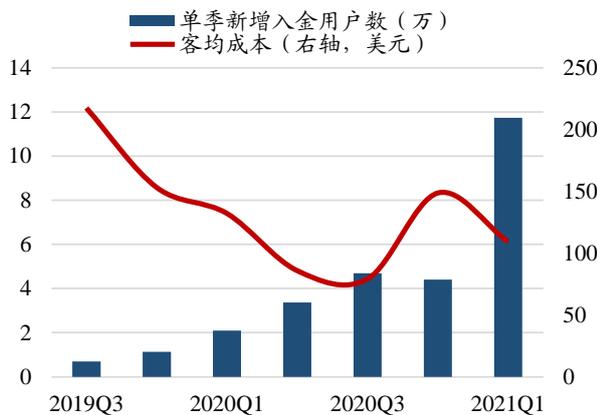


数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

**获客增速的上行带动营收大幅增长。**截至 2021 年 3 月 31 日, 老虎证券单季新增入金客户 11.73 万人, 较 2019 年 Q3 单季新增 0.69 万人季度复合增长高达 60.35%; 入金用户的加速增长也同样迎来了整体营收的大幅增长, 公司营业收入从 2019Q3 的 1533 万美元快速上涨至 2021Q1 的 8128 万美元。

**单客收入的增长兼顾单客成本的下降, 老虎证券经营效率持续提升。**依托互联网券商实现多市场交易的科技属性以及线上运营的规模效应, 老虎证券单客收入 (运营收入/入金客户数) 和单客成本 (销售费用/新增入金客户数) 走出 K 型走势, 截至 2020 年 12 月 31 日, 公司单客收入从 2019Q3 的 150.44 美元增长至 2021Q1 的 216.17 美元, 单季复合增长 6.23%; 单客成本从 2019Q3 的 217.39 美元降至 109.12 美元。

图 28: 老虎证券客均成本趋势向下



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 29: 老虎证券客均收入稳步上升



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

**成本管控初见成效, 多项费率逐年下降。**2020 年公司主要成本费率除结算与执行

费率外均较上年有一定比例的下降。1) 公司结算及执行费用主要为公司对于合并账户的清算成本, 对于由盈透证券代为清算的全披露账户, 公司所收佣金为已去除结算及执行费用后的金额, 所以在利润表中不存在这一支出, 而对于由老虎自己负责清算的合并账户, 佣金收入为不含结算及执行费用的金额, 随着老虎自清算比例的不不断提高, 我们预计在利润表中体现的结算及执行费用的绝对金额及相对比例会逐年提升; 2) 2020 年公司销售费用率进一步降低至 12%, 较 2016 年的 63% 体现出明显的管控成效, 但我们预计随着老虎国际化进程的深入、新兴市场的不断开拓, 老虎的销售费用率在未来几年中会有略微的上调。

表 8: 2016 到 2021Q1 老虎主要成本比例

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
薪酬及福利费用/净收入	154%	71%	166%	66%	39%	22%
占用, 折旧及摊销/净收入	13%	7%	8%	7%	4%	2%
佣金和市场数据支出/净收入	35%	17%	11%	12%	8%	5%
销售、市场、品牌费用支出/净收入	63%	37%	31%	13%	12%	17%
结算及执行费用/净收入	0%	0%	1%	5%	10%	11%

数据来源: 东吴证券研究所

## 6. 盈利预测、估值及投资建议

### 6.1. 盈利预测

基于上述分析, 我们对公司未来主要成长驱动指标(入金客户数、两融余额、佣金费率、两融费率等)做出预测, 并对 2021-2023 年盈利预测做出如下假设:

我们预计账户用户数 2020 至 2023 年化复合增长 81.43%, 且入金客户转化率(入金客户/账户用户数)逐年提升, 2021 至 2023 为 24%、25%、26%; 佣金率保持稳定, 维持在 0.0354% 的标准。基于以上假设, 我们预计老虎证券 2021 至 2023 年经纪业务收入分别为 2.48 亿美元、4.84 亿美元、9.26 亿美元, 三年分别增长 219.84%、95.05%、91.10%。

表 9: 老虎证券经纪业务重要指标及预测值

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
账户用户数 (万人)	50.24	64.90	110.41	215.30	376.77	659.35
同比增速	145.07%	29.18%	70.12%	95.00%	75.00%	75.00%
入金客户数 (万人)	<b>8.16</b>	<b>11.32</b>	<b>25.87</b>	<b>51.67</b>	<b>94.19</b>	<b>171.43</b>
入金客户转化率	16%	17%	23%	24%	25%	26%
同比增速	94.29%	38.73%	128.53%	99.74%	82.29%	82.00%
交易客户人数 (万人)	7.62	9.89	22.20	45.21	82.89	151.65
交易客户转化率	15%	15%	20%	21%	22%	23%
客户资产 (百万美元)	<b>2357.00</b>	<b>5051.60</b>	<b>15956.90</b>	<b>35069.70</b>	<b>68404.19</b>	<b>130720.41</b>
同比增速	31.98%	114.32%	215.88%	119.78%	95.05%	91.10%
客均资产 (万美元)	2.89	4.46	6.17	6.79	7.26	7.63
同比增速	-32.00%	54.33%	38.34%	10.00%	7.00%	5.00%
平台交易额 (百万美元)	119221.4	99793.20	219125.7	701394.10	1368083.80	2614408.15
平台换手率 (倍数)	52.12	27.09	21.56	20.00	20.00	20.00
综合佣金费率	<b>0.0218%</b>	<b>0.0268%</b>	<b>0.0354%</b>	<b>0.0354%</b>	<b>0.0354%</b>	<b>0.0354%</b>
经纪佣金收入 (万美元)	<b>2604.30</b>	<b>2669.80</b>	<b>7762.90</b>	<b>24829.35</b>	<b>48430.17</b>	<b>92550.05</b>
同比增长	72.89%	2.52%	190.77%	219.84%	95.05%	91.10%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

我们预计公司 2020 至 2023 年两融余额年化复合增长 55.76%，且 2021 至 2023 年的金融服务费率维持 2020 年的 0.47% 不变，综合账户融资融券费率小幅从 2020 年的 9% 提升至 2023 年的 10.5%。基于公司战略需求，我们预计 2022 年年中完成大部分自清算任务。基于以上假设，我们预计老虎证券 2021 至 2023 年金融服务收入为 737 万美元、810 万美元、875 万美元；我们预计 2021 至 2023 年利息收入分别为 1.37 亿美元、2.92 亿美元、5 亿美元，三年分别增长 330.68%、113.47%、71.19%。

表 10: 老虎证券融资融券业务重要指标及预测值

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>金融服务费(百万美元)</b>						
全披露账户融资融券余额	740.46	871.10	1399.36	1567.29	1724.01	1861.93
金融服务费率	<b>0.87%</b>	<b>0.91%</b>	<b>0.47%</b>	<b>0.47%</b>	<b>0.47%</b>	<b>0.47%</b>
金融服务收入	<b>6.44</b>	<b>7.93</b>	<b>6.58</b>	<b>7.37</b>	<b>8.10</b>	<b>8.75</b>
增速	258.49%	23.05%	-17.03%	12%	10%	8%
<b>利息收入(百万美元)</b>						
融资融券余额	742.26	1021.19	1752.14	3006.67	4503.99	6620.87
综合账户的融资融券余额	1.80	150.09	352.78	1439.39	2779.98	4758.94
同比增速		8238.38%	135.04%	308.01%	93.14%	71.19%
针对合并用户融资费率	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>9.50%</b>	<b>10.50%</b>	<b>10.50%</b>
利息收入	<b>0.09</b>	<b>16.51</b>	<b>31.75</b>	<b>136.74</b>	<b>291.90</b>	<b>499.69</b>
同比增长		18244.44%	92.31%	330.68%	113.47%	71.19%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

我们预计公司 2021 至 2023 年结算及执行费用率为 13%、14%、15%；销售费用率为 13%；折旧、摊销费用率 3%；佣金和市场数据费用率 6%、管理费用率 8%。

综合以上假设，我们预测公司 2021 至 2023 年营业收入分别为 4.49 亿美元、9.25 亿美元、17.15 亿美元，分别同比增长 223.94%、106.16%、93.82%；3 年净利润分别为 6978 万美元、1.49 亿美元、3.07 亿美元，分别同比增长 263.81%、113.96%、105.35%。

表 11: 老虎证券盈利预测

单位: 百万美元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5.48	16.95	33.56	58.66	138.50	448.65	924.93	1715.19
佣金收入	5.28	15.06	26.04	26.70	77.63	248.29	484.30	925.50
金融服务收入	0.13	1.80	6.44	7.93	6.58	7.37	8.10	8.75
交易收益			0.34					
利息收入			0.09	16.51	31.75	136.74	291.90	499.69
其他收入-经营	0.06	0.09	0.65	7.53	22.54	56.25	140.63	281.25
净收入合计	5.48	16.95	33.56	54.56	128.39	407.63	837.36	1565.28
利息支出				-4.10	-10.10	-41.02	-87.57	-149.91
营业支出	-19.18	-25.96	-80.45	-64.74	-107.36	-327.52	-665.95	-1213.29
净利润	-10.81	-7.93	-44.29	-5.95	19.18	69.78	149.30	306.59
净利润增速						263.81%	113.96%	105.35%
EPS (美元)					0.11	0.50	1.06	2.17

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所 (EPS=净利润/ADR, 根据 wind 披露公司 1ADR=15 股)

## 6.2. 可比公司估值及投资评价

我们根据老虎证券的互联网券商和深耕港美股属性选取 2 种可比公司: 1) 中国互联网券商东方财富和富途控股; 2) 美股的互联网券商盈透证券和嘉信理财。站在当下的时间点上, 居民境外资产投资不断加大、线上股票交易占比不断提升, 港美股作为亚洲及全球范围内成熟的金融市场对内地投资者有很大的吸引力, 我们认为跨境互联网券商平台的市场潜力大, 老虎证券凭借多牌照全球化经营和强大的获客能力取得先发优势。

公司目前处于互联网券商发展的快速增长阶段。一方面, 公司依靠经纪业务来增加客户流量, 利用佣金收入和两融利息收入来加速扩张, 另一方面, 我们认为公司将会加速国际化进程, 对产品及客户来源多元化, 并在未来聚焦于机构与财富管理业务, 力求通过长期的客户粘性来摆脱经纪业务的周期性。

基于公司目前在行业的所处地位以及阶段, 我们给予公司 2021 年 90 倍 PE 的估值, 对应目标价 38.67 美元/股。从盈利预测和公司估值看, 公司未来成长空间明确, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值 (截至 2021 年 7 月 16 号)

证券代码	证券简称	货币单位	总市值 (亿元)	2021E 净 利润 (百 万元)	2022E 净 利润 (百 万元)	2023E 净 利润 (百 万元)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
国内互联网券商									
300059.SZ	东方财富	CNY	3359	6865	9364	11485	49	36	29
FUTU.O	富途控股	CNY	1258	2692	4038	5855	47	31	21
	<b>平均值</b>	<b>CNY</b>					<b>48</b>	<b>34</b>	<b>25</b>
美国互联网券商									
IBKR.O	盈透证券*	CNY	1687	1863	1979	2332	91	85	80
SCHW.N	嘉信理财*	CNY	8357	36694	40345	48317	23	21	17
	<b>平均值</b>	<b>CNY</b>					<b>57</b>	<b>53</b>	<b>49</b>
FUTU.O	老虎证券*	CNY	187	449	960	1971	42	19	9

备注: 汇率换算为 1 美元=6.4825 人民币=7.7742 港币。盈透证券和嘉信理财 2021~2023 年净利润来自 Bloomberg 一致预测, 其余盈利预测均来自东吴证券研究所。富途控股、盈透证券、老虎证券、嘉信理财总市值均为证券公司 A、B 类股市值之和。

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

## 7. 风险提示

**1) 宏观环境恶化风险。**国际宏观环境受多方面因素影响，例如未来通胀利率、美债利率的走向等。我们预计全球主要经济体对货币资金的控制以及对高风险偏好资金的贷款利率政策将对市场交易量造成较大影响。公司的业务和盈利能力直接受到一些无法控制的因素的影响，例如经济和政治状况、金融的总体趋势、证券交易量的变化、市场的变化以及此类交易处理方式的变化。例如上述政策致使市场疲软导致美国和中国香港股票及其他金融工具的交易量减少将对公司的业务、财务状况产生重大不利影响。

**2) 客户大面积违约风险。**公司大面积推广自清算后，需要为客户的未结算头寸提供资金，公司可能要为客户的违约承担财务责任。公司客户的违约也可能导致公司受到执行场所、监管机构以及清算和结算组织的处罚。

**3) 市场竞争加剧风险。**同业竞争的加剧将从各方面影响公司的业务，例如新增客户数的减缓、佣金率和两融费率的下降等风险，将会对公司盈利能力造成较大不利影响。

**4) 外汇管制风险。**公司目前90%用户为华人用户，若中国监管政府对资金流出做出进一步严格的限制将对公司的业务产生较大不利影响。

老虎证券三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2152</b>	<b>6330</b>	<b>14553</b>	<b>29053</b>	其他收入-经营	23	56	141	281
现金及等价物	80	104	124	149	<b>营业收入</b>	<b>138</b>	<b>449</b>	<b>925</b>	<b>1715</b>
现金-按监管规定独立存放-资产	868	1693	2962	5183	利息支出	-10	-41	-88	-150
定期存款	19	36	64	112	<b>净收入合计</b>	<b>128</b>	<b>408</b>	<b>837</b>	<b>1565</b>
应收客户款项	372	1225	2797	5370	结算及执行费用	-13	-58	-129	-257
应收经纪人、交易商及清算机构款项	797	2726	6426	12772	薪酬及福利费用	-50	-135	-259	-446
其他流动资产	17	21	27	36	占用, 折旧及摊销	-5	-13	-28	-47
<b>非流动资产</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	佣金和市场数据支出	-10	-27	-55	-103
资产使用权	7	7	7	7	销售、市场、品牌及其他费用收入	-16	-58	-120	-223
长期投资	6	6	6	6	管理费用-一般及行政费用	-14	-36	-74	-137
其他非流动资产	26	28	30	32	<b>营业支出</b>	<b>-107</b>	<b>-328</b>	<b>-666</b>	<b>-1213</b>
<b>资产总计</b>	<b>2192</b>	<b>5846</b>	<b>12444</b>	<b>23667</b>	<b>除税前溢利</b>	<b>22</b>	<b>80</b>	<b>171</b>	<b>352</b>
<b>流动负债</b>	<b>1951</b>	<b>5489</b>	<b>11937</b>	<b>22854</b>	所得税	-3	-10	-22	-45
应付客户及他方款项	1696	4480	9475	17968	<b>净利润 (含少数股东权益)</b>	<b>19</b>	<b>70</b>	<b>149</b>	<b>307</b>
应付客户, 经纪商, 交易商, 期货商和其他监管实体	224	813	2012	4196	可赎回少数股东的损益	3	0	0	0
其他流动负债	31	196	450	690	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>5</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>16</b>	<b>70</b>	<b>149</b>	<b>307</b>
租赁-非流动负债	4	4	4	4	ROE(%)	7%	23%	33%	40%
可换股债券-非流动负债	0	14	14	14	EPS(ADS)	0.11	0.49	1.06	2.17
关联方-非流动负债	0	30	30	30	<b>模型重要驱动指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	2	2	2	2	账户用户增长率	70%	95%	75%	75%
<b>负债总计</b>	<b>1957</b>	<b>5538</b>	<b>11987</b>	<b>22904</b>	入金客户转化率	23%	24%	25%	26%
股本溢价	292	292	292	292	客均资产增长率	38%	10%	7%	5%
留存收益	-60	10	159	466	平台换手率	22	20	20	20
其他综合收益	3	3	3	3	佣金费率	0.0354%	0.0354%	0.0354%	0.0354%
其他股东权益	0	3	3	3	佣金成本/佣金收入	16%	18%	20%	20%
少数股东权益	0	0	0	0	两融余额增速	72%	72%	50%	47%
<b>股东权益合计 (不含少数股东权益)</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>457</b>	<b>764</b>	针对合并账户融资融券费率	9.0%	9.5%	10.5%	10.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2192</b>	<b>5846</b>	<b>12444</b>	<b>23667</b>	利息成本/利息收入	32%	30%	30%	30%
<b>利润表 (百万美元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	佣金收入占比	56%	55%	52%	54%
佣金收入	78	248	484	926	利息收入占比	23%	30%	32%	29%
金融服务收入	7	7	8	9	其他机构业务占比	16%	13%	15%	16%
利息收入	32	137	292	500	P/E	181	42	19	19

备注: 公司有 A、B 类 ADS 分别为 141.3687、20.0074 百万份, 共计总股本为 2435.6 百万股。EPS (ADS) 所用 ADS 为仅上市的 A 类 ADS 份数。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>