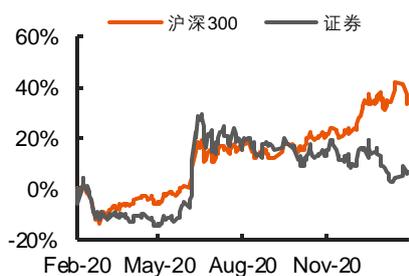


## 行业深度报告

## 强于获客，胜在运营，变现尚浅——从互联网视角看互联网券商

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《非金融行业2021年中期策略报告：把握财富管理与商业养老险两大主线》

《哔哩哔哩-SW：独占黄金赛道与人群，“破圈”正当时》

《快手-W：独具社区基因的短视频与直播平台，“媒体化”正当时》

《内容与渠道变迁，新型营销方式正当时——数字营销系列研究（一）》

《金融机构数字营销：科技时代下业务转型的必备要素——数字营销系列研究（二）》

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
wangweiyi059@pingan.com.cn

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
libingting419@pingan.com.cn

## 研究助理

**陈相合** 一般从业资格编号  
S1060121020034  
chenxianghe935@pingan.com.cn

**郝博韬** 一般从业资格编号  
S1060120010015  
haobotao973@pingan.com.cn

- **从互联网视角看互联网券商。**互联网券商本质是拥有券商牌照的互联网公司，我们采用“获客—运营—变现”的框架进行研究：**1) 获客：千万级内容平台用户是开户客户转化之源。**互联网券商通常拥有强大内容平台，如东方财富网和天天基金网、Robinhood APP等。**2) 运营：互联网社区可大幅提升用户粘性。**东方财富社区和富途牛牛社区拥有极高用户留存和活跃度，比肩顶级互联网社区B站、小红书，经过十年左右发展沉淀众多社交关系，护城河极宽。**3) 变现：本质是随牌照的积累拓宽服务矩阵。**互联网券商变现由浅至深有四阶段，即“卖广告—促交易—拓品类—管资产”。我们以流量优势明显的东方财富、具备强粘性社区的富途控股、变现方式多元的嘉信理财为例进行详细分析。

**1) 东方财富：拥有超强流量优势的互联网券商与财富管理平台。**流量矩阵包含三大平台（两大资讯平台东方财富网、天天基金以及内容社区平台股吧）+双端（移动端+PC端），21M6东方财富、天天基金两APP去重MAU高达3705万，远超同业。

**2) 富途控股：拥有高粘性社区的跨境互联网券商龙头。**富途牛牛社区拥有极高粘性，DAU/MAU达35%（vs. B站29%），人均单日使用达9次（vs. 小红书8次）。高质量社区吸引留存高质量用户，富途用户平均年龄34岁，客均资产高达7万美元。

**3) 嘉信理财：从折扣券商到世界领先的一站式财富管理平台。**凭借客户为先经营理念，抓住美国佣金自由化、共同基金迅猛发展、混业经营等时代机遇，成为以AUM为基础的财富管理平台。2020年，以AUM驱动的净利息、资管收入占比达52%、30%，交易收入占比仅12%。

- **展望：1) 基于客户分层的内容输出获客。**将客户分为“买基”、“炒股”、“综合理财”三类，“买基”客户适用内容营销“种草”，“炒股”客户适用信息流广告直接获客，“综合理财”客户需通过科技赋能或与线下结合增强投资决策辅助过程，打造专业投顾服务。**2) 善用互联网思维，提升易用性和创新性。**产品易用性和渐进式新供给能提升用户粘性，颠覆性新供给能迅速获得增量客户，如嘉信OneSource和蚂蚁余额宝等。**3) 抓住财富管理历史性机遇。**中国正处于权益资产快速发展期，提早布局有利于获得增量客户与业务，早期低价策略最为直接有效，中后期更看重产品&服务。

- **投资建议：**互联网券商经历数年积累，奠定高流量与强粘性门槛，未来持续受益于我国居民权益投资需求深度和广度的扩张，建议关注拥有超强流量优势的东方财富、及拥有高质量用户和高粘性社区的富途控股。

- **风险提示：**证券交易和基金销售市场降温风险、人民币跨境投资政策风险、内容违规风险。

# 正文目录

<b>一、 互联网券商本质是拥有券商牌照的互联网公司</b> .....	<b>5</b>
1.1 互联网券商研究框架：获客—运营—变现.....	5
1.2 获客：内容是流量之源，互联网券商获客优势显著 .....	5
1.3 运营：互联网社区具有高粘性，护城河极宽 .....	6
1.4 变现：本质是随牌照的积累拓宽服务矩阵.....	8
<b>二、 东方财富：中国领先的互联网券商与财富管理平台</b> .....	<b>10</b>
2.1 三大平台+双端多线获客，流量优势明显 .....	11
2.2 重视用户体验，持续丰富内容与服务供给.....	13
2.3 证券经纪与基金代销收入双轮驱动.....	15
<b>三、 富途：拥有高粘性社区的跨境互联网券商龙头</b> .....	<b>17</b>
3.1 高质量内容社区，聚集优质客群 .....	18
3.2 强社区粘性背后是客户为先的经营理念 .....	18
3.3 证券交易收入为主，利息收入为辅.....	20
<b>四、 嘉信理财：世界领先的一站式财富管理平台</b> .....	<b>21</b>
4.1 低价、线上线下全渠道获客.....	23
4.2 增加新服务供给，把握每一次变革.....	24
4.3 从折扣券商到一站式财富管理公司.....	25
<b>五、 展望：分层分渠道获客，提升易用性和创新性，把握财富管理机遇</b> .....	<b>27</b>
5.1 获客：基于客户分层的内容输出获客 .....	27
5.2 运营：善用互联网思维，提升易用性和创新性 .....	29
5.3 变现：抢占先机，抓住财富管理历史性机遇 .....	30
<b>六、 投资建议与风险提示</b> .....	<b>32</b>
6.1 投资建议 .....	32
6.2 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1	互联网券商研究框架	5
图表 2	互联网券商在流量端有明显优势，将用户转化为客户	6
图表 3	21M6 证券类 APP MAU、DAU 排名	6
图表 4	富途、东财日活/月活相比龙头互联网公司依然优秀	7
图表 5	富途、东财人均单日使用次数相比龙头互联网公司依然优秀	7
图表 6	互联网社区发展往往需要经历时间沉淀，一般耗时十年左右	7
图表 7	富途定位于理性分享社区，股吧定位于感性社区	8
图表 8	嘉信理财、富途、东方财富 ARPU 较主流互联网公司更高	9
图表 9	互联网券商变现方式	9
图表 10	不同阶段互联网券商收入对比	10
图表 11	东方财富发展历程	11
图表 12	东方财富流量矩阵	12
图表 13	东方财富、天天基金 APP/MAU 走势图	12
图表 14	东方财富、天天基金 APP/DAU 走势图	12
图表 15	21M6 东方财富、天天基金用户性别结构	13
图表 16	21M6 东方财富、天天基金用户年龄结构	13
图表 17	21M6 东方财富、天天基金用户城市分布	13
图表 18	21M6 东方财富、天天基金用户婚姻结构	13
图表 19	东方财富 APP 产品总览	14
图表 20	东方财富 APP 内容矩阵	14
图表 21	东方财富 APP 特色产品	15
图表 22	东方财富收入增长及结构	15
图表 23	东方财富证券业务收入结构及增速	16
图表 24	东方财富股票交易市占率变化	16
图表 25	东方财富基金代销业务高速发展	16
图表 26	东方财富基金销售货基与非货基结构	16
图表 27	21Q2 销售机构公募基金销售保有规模	17
图表 28	富途发展历程	17
图表 29	富途用户数及开户率	18
图表 30	富途开户与入金客户	18
图表 31	富途 2020 年用户画像	18
图表 32	富途 2018 至 2020 年用户画像的变化	18
图表 33	富途牛牛 APP 用户规模和粘性持续提升	19
图表 34	富途粘性相比龙头互联网公司依然优秀	19
图表 35	富途产品更新次数	19
图表 36	富途入金客户留存率	19
图表 37	富途创始人、产品经理迅速跟进解决用户提出的产品建议	20
图表 38	富途研发费用投入	20
图表 39	富途员工数量及结构	20
图表 40	富途收入结构及增速	21

图表 41	富途佣金收入驱动因素拆解.....	21
图表 42	富途利息收入结构.....	21
图表 43	嘉信理财发展史.....	22
图表 44	嘉信理财与美国其他互联网券商比较.....	22
图表 45	嘉信理财佣金.....	23
图表 46	嘉信理财线下门店数量.....	23
图表 47	嘉信理财历年活跃经济账户.....	23
图表 48	嘉信始终以客户为中心，推出创新“产品/服务”.....	24
图表 49	嘉信理财服务矩阵.....	25
图表 50	嘉信理财收入拆解：净利息收入占比最高，但资管收入管理的 AUM 最大.....	25
图表 51	嘉信理财历史收入结构变化.....	26
图表 52	嘉信理财净利息收入.....	26
图表 53	嘉信理财生息资产和净息差.....	26
图表 54	嘉信理财资产管理收入拆分.....	27
图表 55	嘉信理财顾问服务管理资产及费率.....	27
图表 56	嘉信理财证券交易收入呈下降趋势.....	27
图表 57	嘉信理财每笔交易收入（佣金率）逐年降低.....	27
图表 58	不同互联网券商客户规模、客均资产、ARPU 比较.....	28
图表 59	小红书、B 站内容种草营销.....	29
图表 60	证券公司关键字搜索广告与短视频信息流广告.....	29
图表 61	东方财富与富途 2020 年员工构成.....	29
图表 62	嘉信 OneSource 提供一站式基金交易服务.....	30
图表 63	嘉信理财共同基金超市获客效果显著.....	30
图表 64	20 世纪 80 年代美国居民资产加速由房产向金融资产迁移.....	30
图表 65	20 世纪 80 年代美国共同基金规模大幅增长.....	30
图表 66	中美大类资产配置比较-2019 年.....	31
图表 67	中美金融资产配置比较-2019 年.....	31
图表 68	银行理财利率、存款利率走低.....	31
图表 69	中国权益类资产规模增长迅速.....	31
图表 70	东方财富基金代销费率保持低位.....	32
图表 71	嘉信理财主要财富管理服务.....	32

# 一、互联网券商本质是拥有券商牌照的互联网公司

## 1.1 互联网券商研究框架：获客—运营—变现

**Robinhood 上市再次掀起互联网券商热潮。**作为美国新兴互联网券商，Robinhood 率先推出 0 佣金、零碎交易以及完全基于移动端的应用程序，大幅降低普通投资者投资门槛，吸引一大批增量投资者，2015 年至 2021 年美国新增零售资金账户有接近 50% 在 Robinhood 上创建。近期 Robinhood 在美成功上市，引发市场对新兴互联网券商的关注。

**互联网券商的本质是拥有券商牌照的互联网公司。**互联网券商商业模式与互联网更为类似：通过内容平台获得海量用户，再通过社区产品的社交互动、更好用户体验及创新性服务供给留存用户，转化为入金客户，最后通过不同的金融服务变现获得收入。本篇报告采用互联网公司“获客—运营—变现”的研究框架对互联网券商进行研究。

图表1 互联网券商研究框架

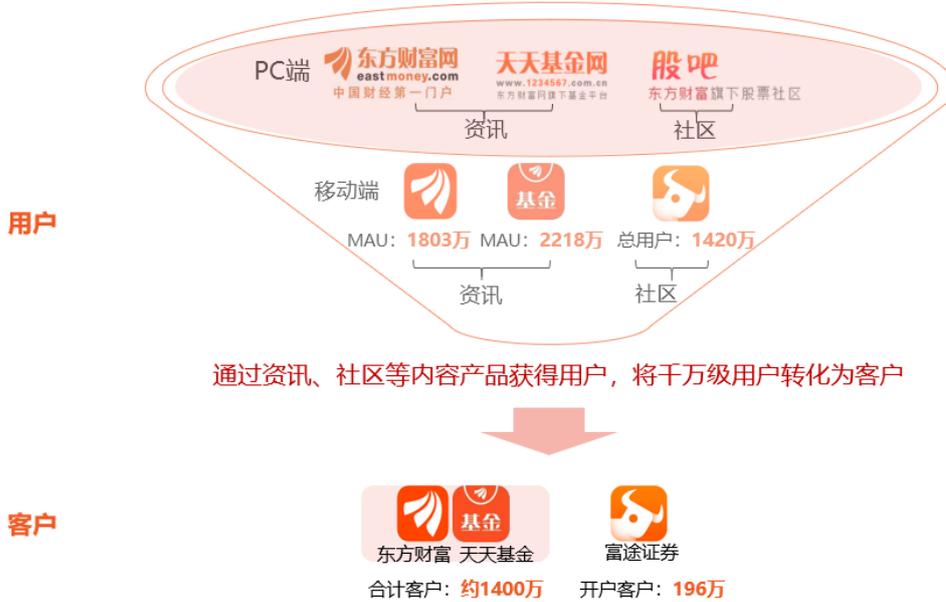


资料来源：平安证券研究所

## 1.2 获客：内容是流量之源，互联网券商获客优势显著

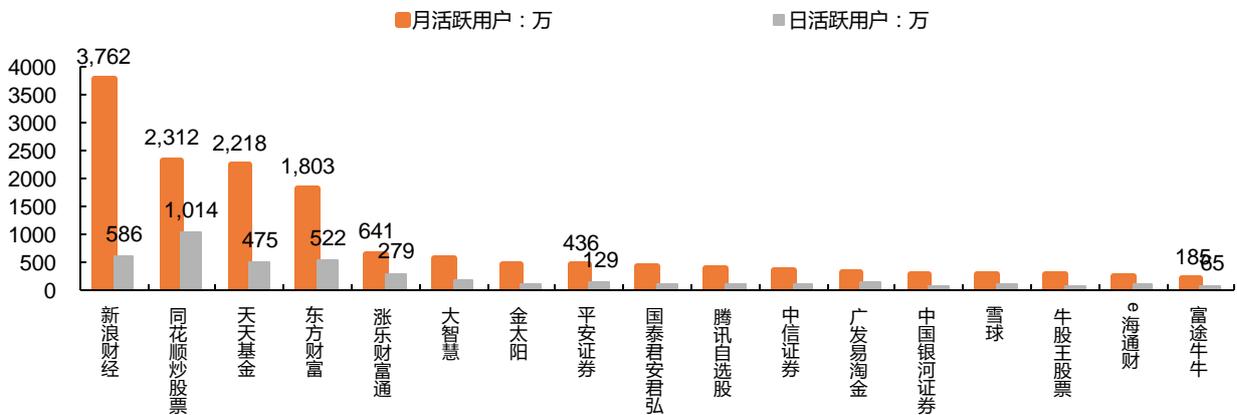
**内容是流量之源，拥有内容平台的互联网券商获客优势显著。**以东方财富和富途为代表的互联网券商拥有资讯网站/APP 以及社区等内容平台，在获客方面优势显著。以东方财富为例，在资讯端拥有东方财富和天天基金两大 APP，2021 年 6 月 MAU 分别为达 1803 万、2218 万，在社区端拥有股吧投资社区。巨大的流量优势可以有效的将用户转化为客户。根据 Questmobile 数据，在券商 APP 排名中，东方财富和天天基金 MAU、DAU 均领先于其他券商 APP。此外，缺乏内容基础的公司通常采用低价获客，比如美国佣金自由化时期的折扣券商代表嘉信理财等。低价策略在竞争初期是较为简单直接的获客手段，但随着流量价格的提升以及佣金率降至极低水平，低价获客效率趋减。

图表2 互联网券商在流量端有明显优势，将用户转化为客户



资料来源：Questmobile，公司公告，平安证券研究所；注：东方财富&天天基金数据为估算数据

图表3 21M6 证券类 APP MAU、DAU 排名

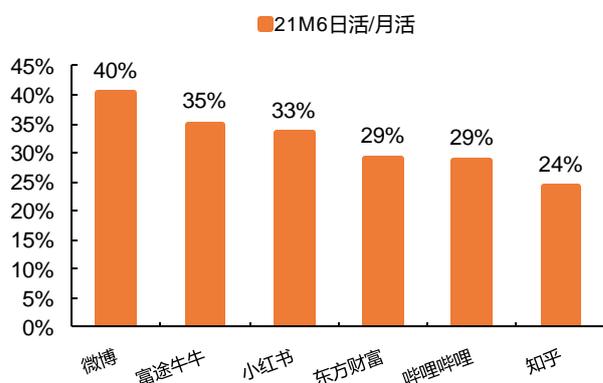


资料来源：Questmobile，平安证券研究所

### 1.3 运营：互联网社区具有高粘性，护城河极宽

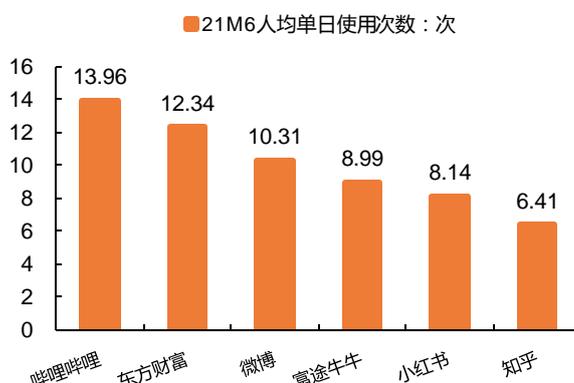
互联网社区具有高粘性，富途、东财粘性不输互联网龙头。互联网社区的建立往往超过 10 年时间，例如股吧始于 2009 年，B 站始于 2009 年，富途牛牛始于 2012，小红书始于 2013 年等。用户间长时期的交流互动，能在社区沉淀社交关系，促使社区具有较强网络效应。与龙头互联网公司相比，富途牛牛、东方财富的粘性依然优秀，21M6 富途牛牛和东方财富 APP 人均单日使用次数均高于小红书、知乎等龙头互联网社区。

图表4 富途、东财日活/月活相比龙头互联网公司依然优秀



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表5 富途、东财人均单日使用次数相比龙头互联网公司依然优秀



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

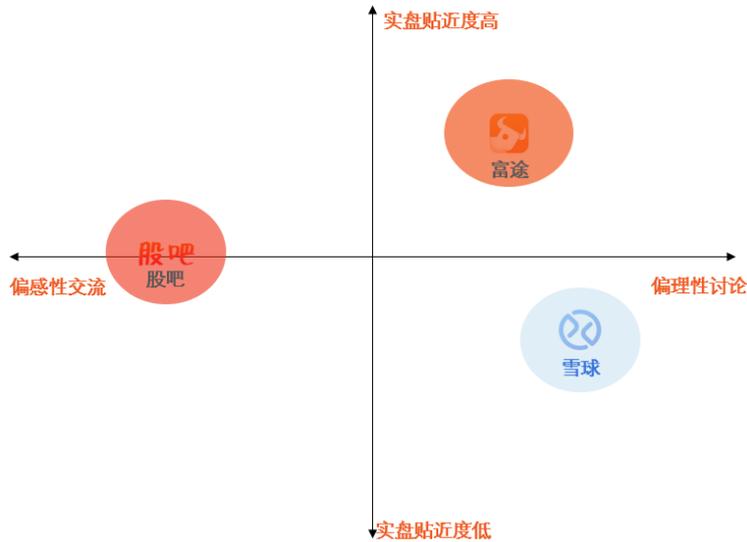
图表6 互联网社区发展往往需要经历时间沉淀, 一般耗时十年左右



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

富途定位于理性讨论社区, 股吧定位于感性交流社区。富途、雪球、股吧虽然都属于投资社区, 但仍有一定区别。富途是交易平台和社区一体化运营, 晒实盘交易是一大特色功能, 且用户主要为中高收入的进阶投资者, 因此理性讨论的内容较多。东方财富的股吧社区成立于 PC 时代, 社区与交易平台分开运营, 真实性逊于富途牛牛社区, 社区内容主要是以文字为主的偏感性交流。雪球是更为专业的投资社区, 除了普通投资者还涌现一批更专业的投资 KOL, 专业性更强。

图表7 富途定位于理性分享社区，股吧定位于感性社区



资料来源：平安证券研究所

#### 1.4 变现：本质是随牌照的积累拓宽服务矩阵

互联网券商变现本质是随着牌照的积累拓宽服务矩阵。由浅至深变现方式有四阶段“卖广告—促交易—拓品类—管资产”，即广告变现、交易佣金、基金产品代销以及资产管理。在缺少券商牌照时，只能采取广告、销售软件等方式变现。拥有券商牌照后，通过交易佣金变现更为高效。以 ARPU 衡量单客变现效率，嘉信、富途、东方财富较主流互联网公司变现效率更高。随着牌照的丰富，基金代销、以客户 AUM 为收入基础的净利息、资产管理费等稳定性更强的变现方式占比提升，交易佣金收入占比将逐渐降低。

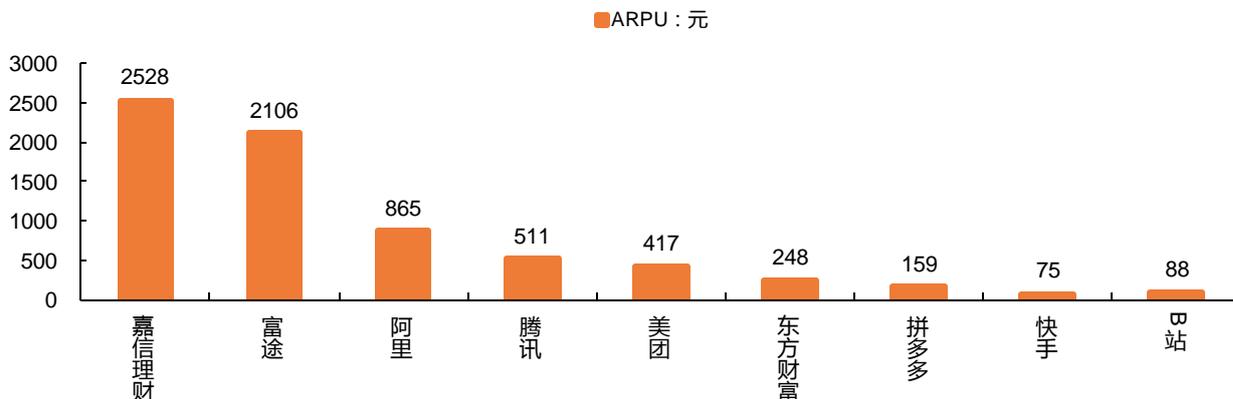
**1) “卖广告”：**在缺少牌照时广告是最直接的变现方式，但是广告变现方式的单用户收入有明显天花板。广告变现的代表公司是早期的东方财富，2012 年东方财富收入中广告收入占比 50%，总收入仅 2.2 亿，依靠广告变现的创收能力有限。随着公司在 2012 年获得第三方基金销售牌照并开展相关业务布局，在 2015 年公司营业收入提升至 29.3 亿元，其中第三方基金销售占比 84%，广告收入占比下降至 4%。

**2) “促交易”：**相比广告变现效率更高，由交易量和佣金率推动，但由于佣金率趋势长期向下且交易量波动较大，交易佣金变现受行情影响较大。交易佣金代表公司是现阶段的富途和老虎证券，以富途证券为例，2020 年交易佣金收入占比 60%。

**3) “拓品类”：**从赚交易佣金拓展到代销基金。代销基金同时可以获得销售佣金收入和基于基金保有量的管理费分成，收入稳定性有所提升。代表公司是现阶段的东方财富，2020 年东方财富基金代销收入占比 36%，交易佣金收入占比 42%。

**4) “管资产”：**更高阶的业务模式是“管资产”，即基于客户 AUM 逐步提升单客收入，不仅有较高变现效率还具有较高稳定性。代表公司即嘉信理财，2020 年嘉信理财利息净收入占比 52%、资产管理收入占比达 30%，交易佣金收入占比仅 12%。

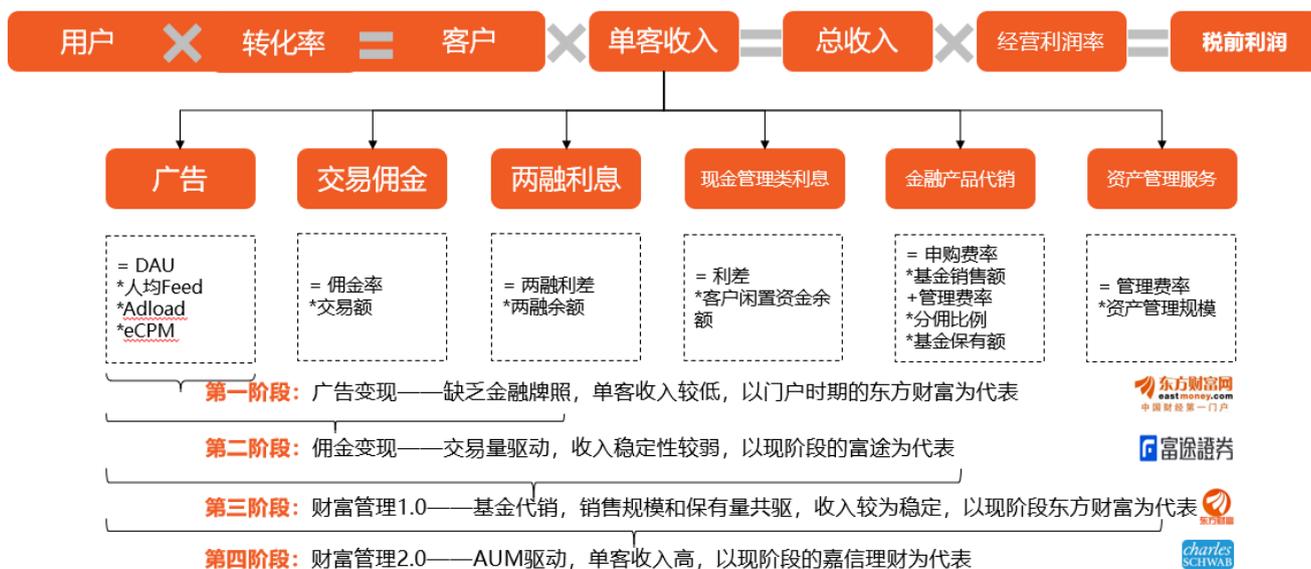
图表8 嘉信理财、富途、东方财富 ARPU 较主流互联网公司更高



资料来源：各公司公告，Questmobile，平安证券研究所

\*注：ARPU=收入/用户规模，东方财富用户规模为估算数，嘉信用户规模为公司财报数据，其他公司用户规模为 Questmobile 数据

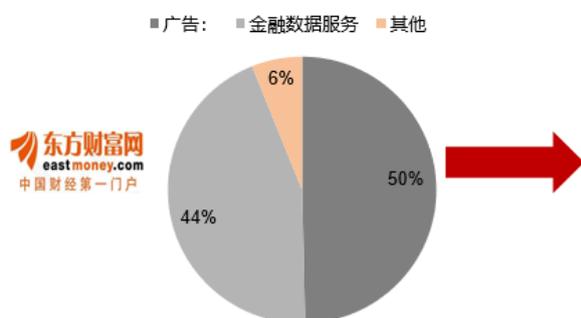
图表9 互联网券商变现方式



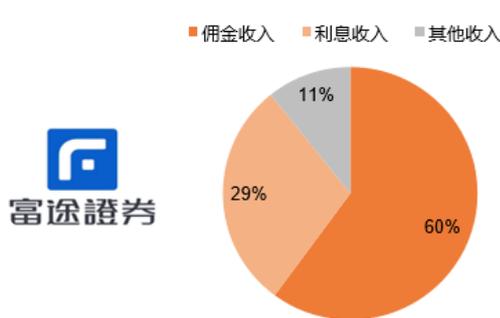
资料来源：平安证券研究所

图表10 不同阶段互联网券商收入对比

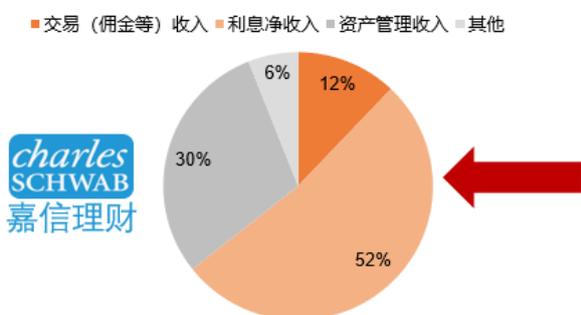
第一阶段：广告变现——广告占比近50%，佣金占0%



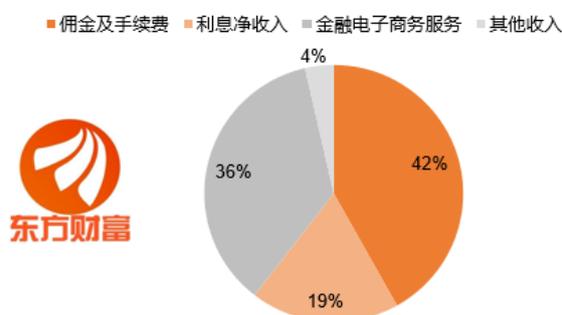
第二阶段：佣金变现——佣金收入为主，占比约60%



第四阶段：财富管理2.0——利息收入为主，佣金占约10%



第三阶段：财富管理1.0——基金代销与佣金双驱动，佣金占约40%

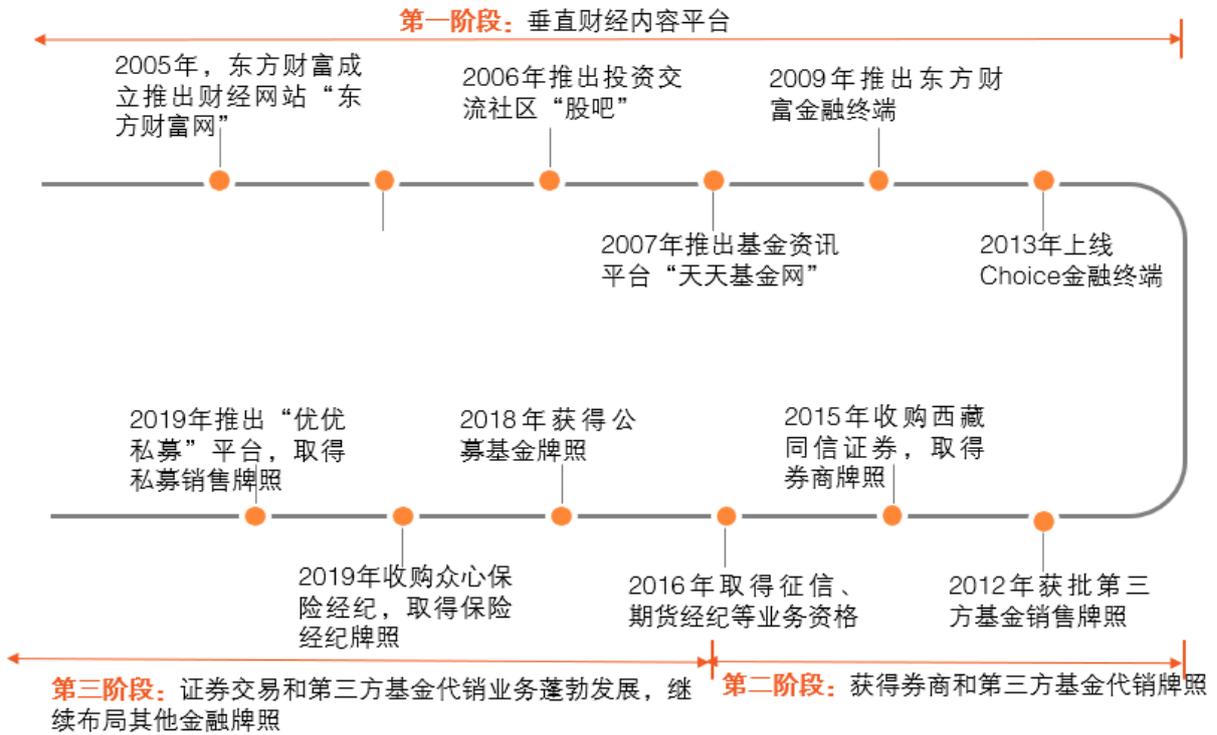


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、 东方财富：中国领先的互联网券商与财富管理平台

中国领先的互联网券商与财富管理平台。东方财富成立于 2005 年，从垂直财经网站起步，逐步创造了“东方财富网站&APP”、“天天基金网站&APP”、“股吧社区”等数千万月活量级的内容与交易平台，在拿到第三方基金代销、券商、公募基金牌照后，乘中国权益投资浪潮高速发展，成为证券经纪与基金代销双轮驱动的龙头互联网券商。2020 年东方财富实现营收 82.4 亿元，同比增长 95%，其中证券经纪交易佣金收入/证券净利息收入/电子商务服务收入（基金代销）分别占比 42%/19%/36%。

图表11 东方财富发展历程

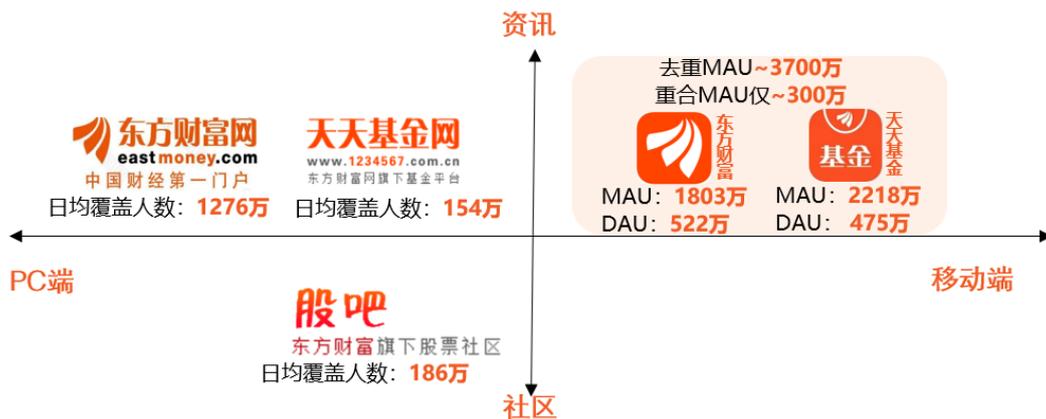


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.1 三大平台+双端多线获客，流量优势明显

三大平台+双端多线获客，流量优势明显。从产品类型来看，拥有东方财富、天天基金两大资讯平台以及股吧社区平台；从渠道看，在移动端和PC端均具备巨大流量。1) **PC端流量具有绝对优势。**PC端主要流量供给为东方财富网。2016年1月东方财富网日均覆盖人数1276万，居财经网站第一（vs.第二名369万），公司在垂直财经门户的流量优势为移动端及金融业务变现奠定扎实的基础。2) **移动端流量高速增长。**移动端流量主要来自东方财富APP、天天基金APP。21M6天天基金APP的MAU达到2218万，同比增长338%，东方财富APP的MAU达到1803万，同比增长209%。在所有投资资讯、社区、交易平台里，天天基金APP的MAU排名第三，东方财富APP名列第四。

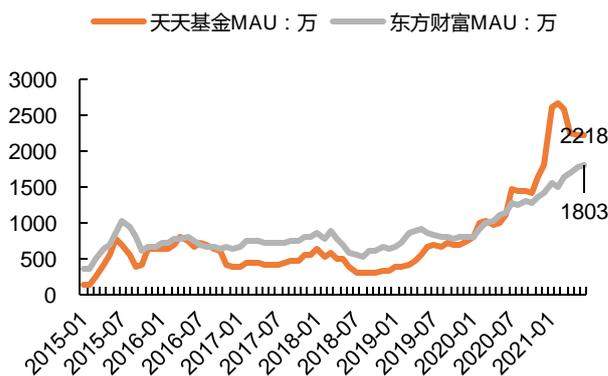
图表12 东方财富流量矩阵



资料来源: Questmobile, 公司公告, 平安证券研究所

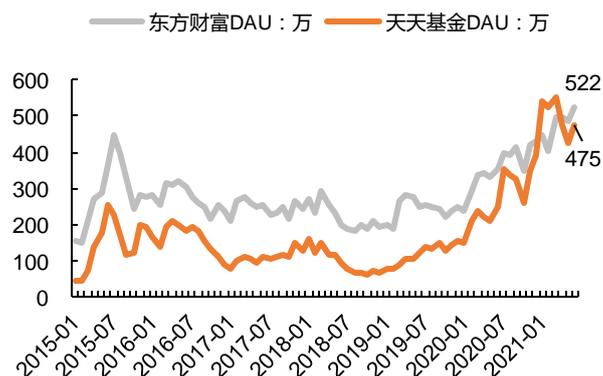
注: 东方财富、天天基金APP数据为2021年6月; 东方财富网数据为2016年1月数据, 天天基金网、股吧网数据为2009年10月数据。

图表13 东方财富、天天基金 APP/MAU 走势图



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表14 东方财富、天天基金 APP/DAU 走势图

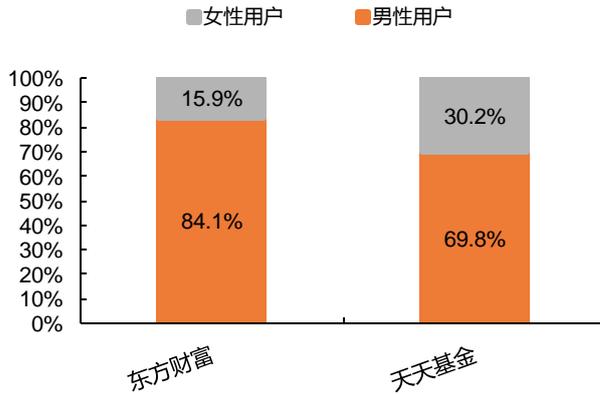


资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

东方财富 APP 与天天基金 APP 重合度较低，去重合并用户规模优势更加明显。炒股与买基金实际是两类客群，目前重合度较低。根据 Questmobile 数据，2021 年 6 月东方财富 APP 与天天基金 APP 重合用户 316 万，占天天基金用户 14.3%，占东方财富用户 17.5%，由此测算东方财富、天天基金两个 APP 去重 MAU 合计高达 3705 万。

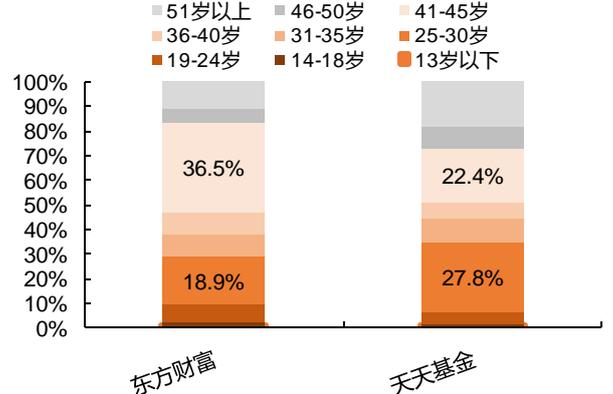
从用户画像来看，东方财富 APP 男性用户、中年用户占比更高，天天基金 APP 的女性用户、年轻用户占比相对东方财富更高。总体看“炒股”、“买基”用户男性、已婚、中年、高线用户占比较高。而分开看，“炒股”、“买基”用户画像仍有显著差异：2021 年 6 月东方财富 APP 男性用户占比 84.1% ( vs.天天基金 69.8% )，东方财富 APP 41-45 岁用户占比 36.5% ( vs.天天基金 22.4% )，天天基金 APP 25-30 岁用户占比 27.8% ( vs.东方财富 18.9% )。

图表15 21M6 东方财富、天天基金用户性别结构



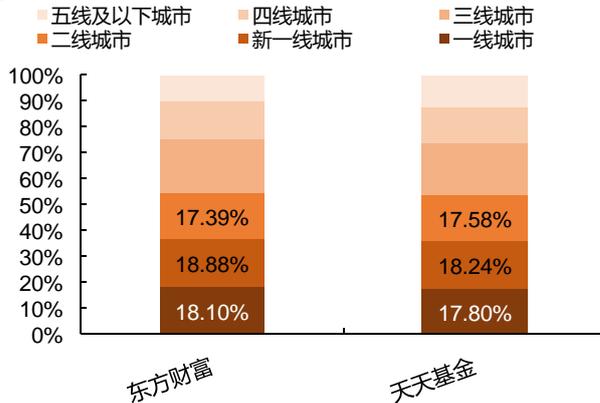
资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表16 21M6 东方财富、天天基金用户年龄结构



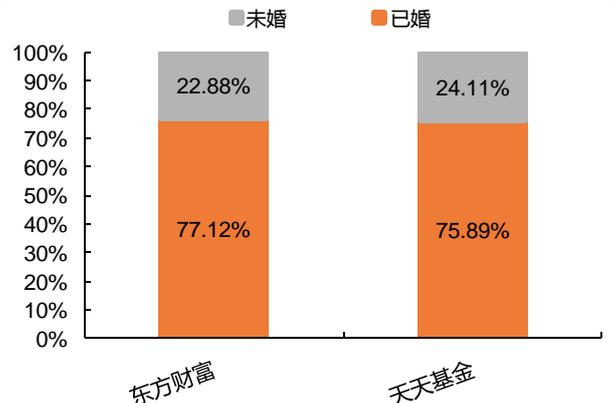
资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表17 21M6 东方财富、天天基金用户城市分布



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表18 21M6 东方财富、天天基金用户婚姻结构

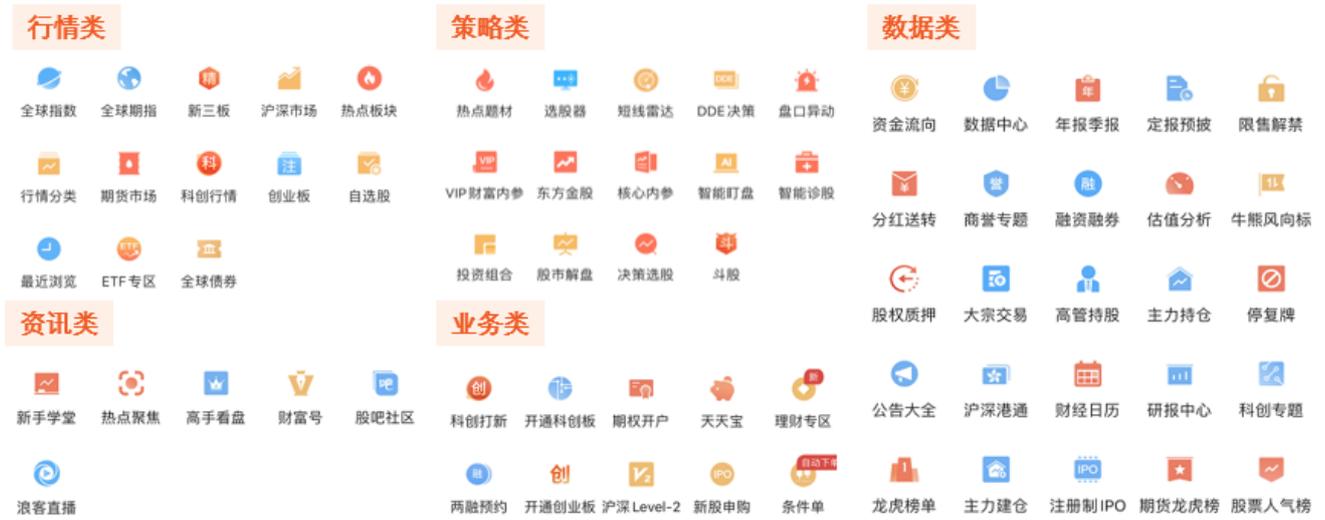


资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

## 2.2 重视用户体验，持续丰富内容与服务供给

**重视用户体验，构建服务闭环。**东方财富拥有纯正互联网基因，不仅 APP 用户体验领先，还构建了一套“内容—投资决策—交易”的闭环产品链条。**1) 内容：**拥有图文、短视频、直播等各种媒介内容，还拥有 UGC ( User Generated Content, 普通用户制作的内容，如股吧用户讨论的信息)、PGC ( Professionally-produced Content, 专业用户制作的内容，如财经 KOL 写的文章)、OGC ( Occupationally-generated Content, 职业人士制作的内容，如专业财经媒体、研究机构撰写的报告) 等源自不同创作主体的内容。**2) 投资决策：**包括辅助自我决策的 choice 专业数据、交流决策的斗股等产品以及智能决策工具“智能选股”。**3) 交易：**包括股票交易、基金、理财产品等多种现金管理工具。通过“内容—投资决策—交易”闭环链条，可以满足用户一站式投资需求，把用户始终留在平台内，进而实现良好的留存率。

图表19 东方财富 APP 产品总览



资料来源: 东方财富 APP, 平安证券研究所

图表20 东方财富 APP 内容矩阵



资料来源: 东方财富 APP, 平安证券研究所

**持续推出特色产品与服务，增强供给侧能力。**

**1) 产品：**以“斗股”功能为例，东财通过每天现金激励（前10名合计1590元）激发用户积极参与推票互动，大幅提升APP活跃度。以“智能选股”为例，通过设置常见选股维度利用傻瓜式产品设计，大幅降低用户选股难度，持续激发用户参与感。

**2) 服务：**推出股票账户现金管理产品“天天宝”，实现用户资产高效利用，推出货基产品“活期宝”，主打低价便捷的“0费率、随时取现”，提升AUM获取能力，累计销售1.5万亿元。

图表21 东方财富 APP 特色产品



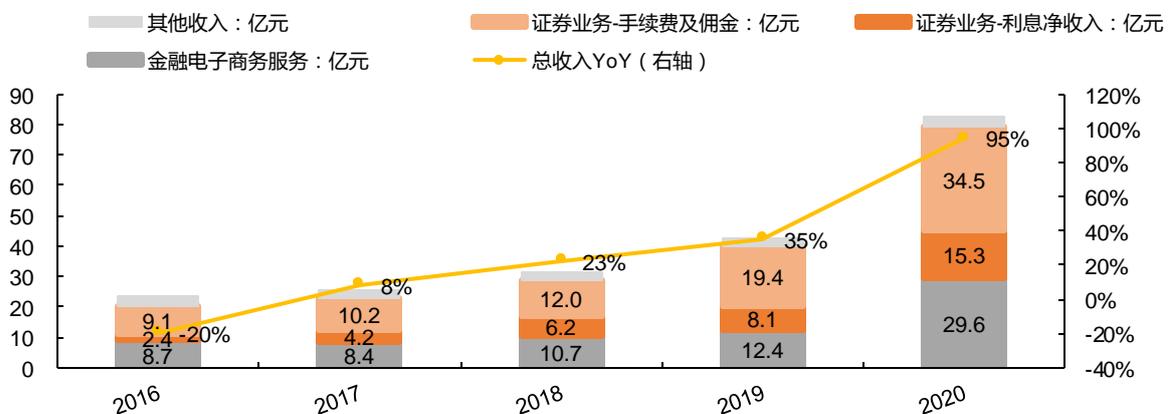
资料来源: 东方财富 APP, 平安证券研究所

### 2.3 证券经纪与基金代销收入双轮驱动

**战略步伐踩稳时代机遇, 实现跨越式发展。** 东方财富成立初期是垂直财经门户网站和股吧社区, 在2007年的大牛市中实现了用户的迅速增长。2012年2月旗下天天基金网获得证监会首批颁发的第三方基金销售牌照。2015年在证券行业鼓励创新、线上化发展的窗口期收购西藏同信证券, 成功实现持牌和转型, 从初期的PC端内容平台(资讯+社区)进化为移动+PC双端的内容+交易平台, 在持续扩大流量优势的基础上打通高效变现通道。

**证券经纪与基金代销双轮驱动, 营收高速增长。** 2020年东方财富实现营收82.4亿元, 同比增长95%, 其中证券业务收入达49.8亿元(YoY+81%), 营收占比达60.5%; 电子商务服务收入(基金代销)收入达29.6亿(YoY+140%), 营收占比达36.0%。

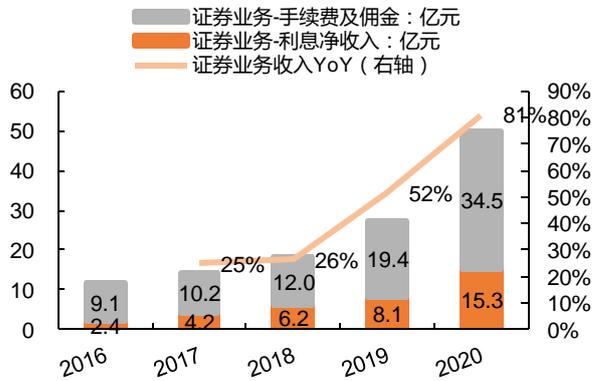
图表22 东方财富收入增长及结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

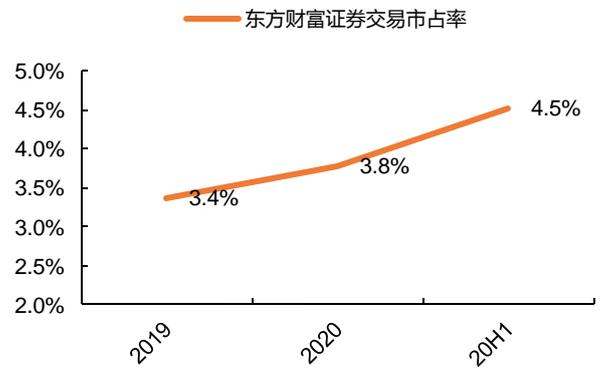
证券业务收入保持高速增长，市占率持续提升。2020年东方财富证券业务收入49.8亿元，同比增长81%，其中佣金及手续费收入34.5亿元，占证券业务收入69%；利息收入15.3亿元，占比31%。根据证券业协会数据估算，2019至21H1东方财富证券交易市占率从3.4%增至4.5%。

图表23 东方财富证券业务收入结构及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 东方财富股票交易市占率变化

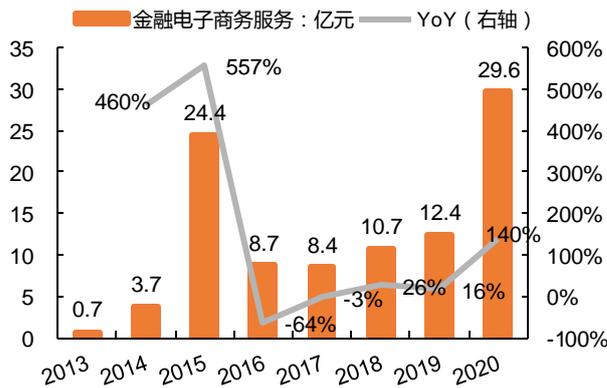


资料来源：证券业协会，公司公告，平安证券研究所

注：2019、2020市占率根据证券业协会数据计算，21H1历史佣金率万1.83和东财“证券经纪业务净收入”估算

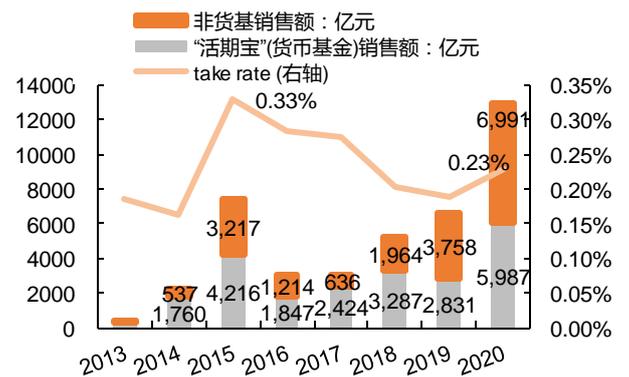
基金代销业务收入由基金销售额及保有量驱动。2020年东方财富金融电子商务服务收入达29.6亿元，同比增长140%。2020年公司基金销售额达到12978亿元，其中非货币基金占比54%、货币基金占比46%。近些年东财基金通过“以价换量”，在费率小幅下降的情况下，由基金销售额及保有量驱动收入大幅增长。对比全行业，21Q2东方财富股票&混合公募基金保有量达4415亿元，居全市场第4，环比增长17.7%，环比增速居基金保有量前10公司首位。

图表25 东方财富基金代销业务高速发展



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 东方财富基金销售货基与非货基结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 21Q2 销售机构公募基金销售保有规模

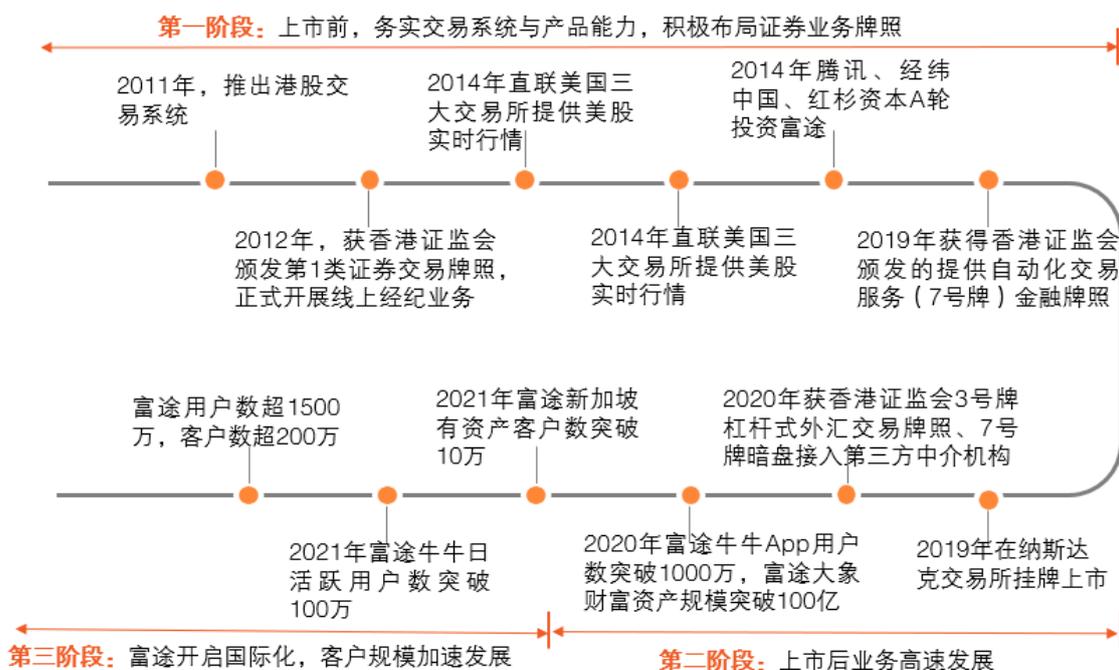
排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)	股票+混合公募基金保有量环比: %	非货币市场公募基金保有规模 (亿元)	非货币市场基金保有量环比: %	(股票+混合)/非货币市场公募基金: %
1	招商银行	7535	12.3%	7961	12.5%	94.6%
2	蚂蚁基金	6584	15.1%	10594	19.0%	62.1%
3	中国工商银行	5471	9.6%	5875	9.5%	93.1%
4	天天基金	4415	17.7%	5075	17.4%	87.0%
5	中国建设银行	4113	8.4%	4445	8.4%	92.5%
6	中国银行	3334	9.4%	4851	6.1%	68.7%
7	中国农业银行	2467	8.8%	2751	11.5%	89.7%
8	交通银行股份	2435	2.3%	2710	9.1%	89.9%
9	上海浦东发展银行	1738	5.0%	1787	4.6%	97.3%
10	中国民生银行	1630	7.8%	1681	7.3%	97.0%

资料来源: 中国证券投资基金业协会、平安证券研究所

### 三、富途：拥有高粘性社区的跨境互联网券商龙头

拥有高粘性社区的跨境互联网券商龙头。富途证券成立于 2003 年，敏锐的抓住了中国人旺盛的海外投资需求，通过创建高粘性投资社区富途牛牛，聚集和积累了一大批海外投资者，2020 年富途总用户数达到 1190 万。凭借着良好的用户体验、强科技投入以及丰富的牌照资源，富途能源源不断的将社区用户转化为佣金交易客户，2020 年开户客户 142 万，开户转化率（开户客户/总用户）达 11.9%。伴随着旺盛的海外投资需求以及自身超强竞争力，富途实现业务高速发展，2020 年收入达到 33 亿港元，同比增长高达 212%。

图表28 富途发展历程

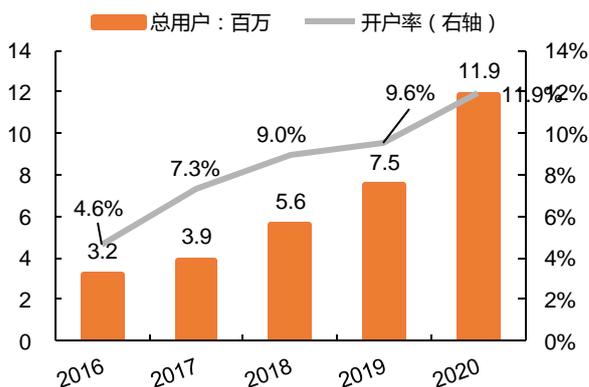


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 3.1 高质量内容社区，聚集优质客群

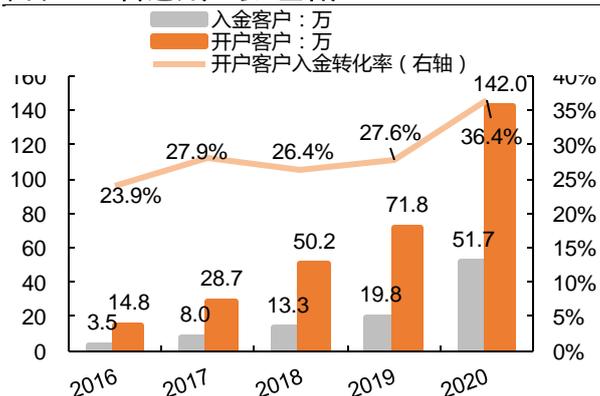
**高质量内容社区，聚集优质客群。**富途牛牛社区定位于理性真实的投资分享内容社区，用户使用富途牛牛 APP 不仅可以获得投资相关的咨询，亦能与具有相似投资理念的用户进行沟通。随着用户不断地在社区交流沟通，不仅能积累社交关系亦能提升对社区的信任度，进而提升从用户向客户的转变的概率。2020 年富途总用户数为 1190 万，开户客户 142 万，入金客户 51.7 万。2016 至 2020 年富途开户转化率（开户客户/总用户）从 4.6%提升至 11.9%，体现了用户转化为客户效率的不断提升。

图表29 富途用户数及开户率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 富途开户与入金客户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

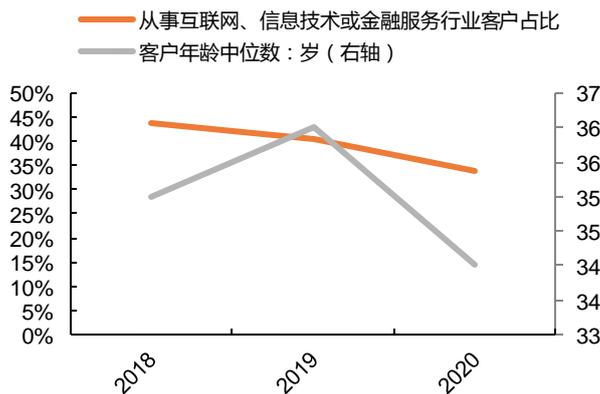
**用户定位为具有一定投资能力的中高收入群体。**富途的用户主要为从事互联网、金融等工作的中高收入年轻群体，2020 年 34%富途用户从事互联网与金融行业，平均年龄 34 岁，客均资产高达 7 万美元。高质量的用户与高粘性社区正向驱动，实现更好的社区氛围与更多的目标用户。

图表31 富途 2020 年用户画像



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 富途 2018 至 2020 年用户画像的变化



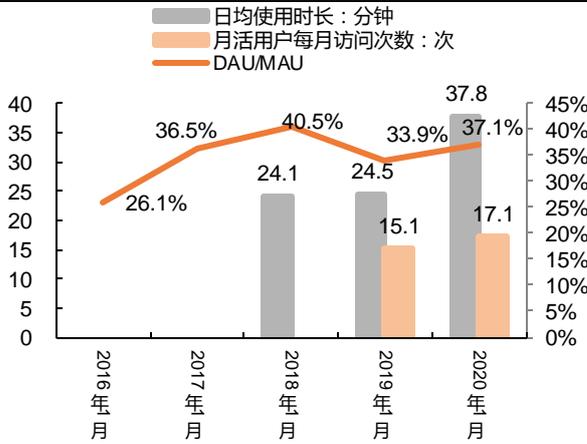
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.2 强社区粘性背后是客户为先的经营理念

**富途牛牛社区具有超强用户粘性。**根据富途年报数据，2020 年 1 月富途日活用户日均使用时长高达 37.8 分钟，每月打开 APP 次数 17.1 次，2016 至 2020 年，富途入金客户留存率均在 95%以上，体现了富途社区超高的用户粘性。即使与 B 站、小红书等最顶级的互联网社区相比，富途社区的粘性也毫不逊色。根据 Questmobile 数据，与 B 站、小红书相比，富途的日活/月活比例以及用户打

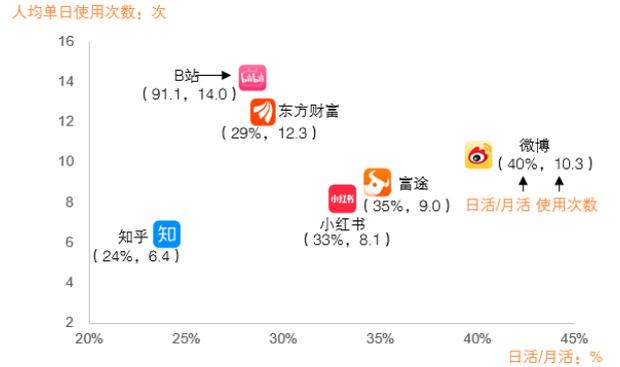
开频率等数据均有相近或更好表现。

图表33 富途牛牛 APP 用户规模和粘性持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

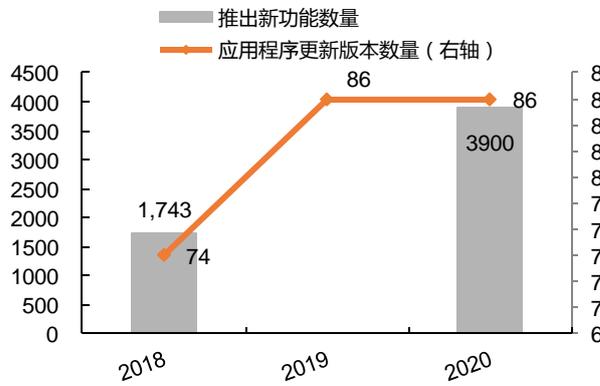
图表34 富途粘性相比龙头互联网公司依然优秀



资料来源：Questmobile，平安证券研究所

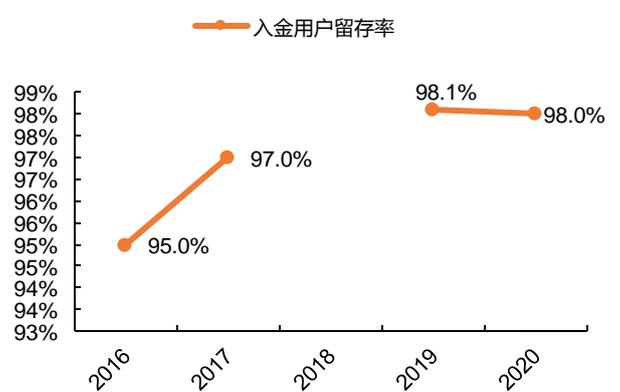
**社区粘性背后是客户为先的经营理念。**我们认为富途牛牛超强用户粘性背后体现了公司客户为先的经营理念。公司管理层非常重视产品的用户体验，2020年全年 APP 更新 86 个版本，推出 3900 余项新功能。此外，对于用户提出的建议公司能够快速响应，公司高管和产品经理均活跃在富途牛牛社区，对于用户的反馈能够及时的沟通解决。

图表35 富途产品更新次数



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 富途入金客户留存率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 富途创始人、产品经理迅速跟进解决用户提出的产品建议

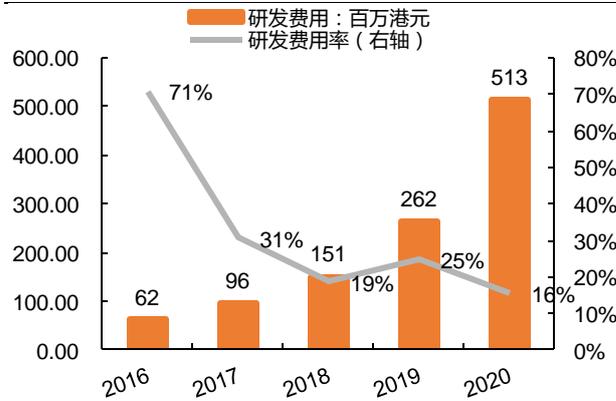
在高途牛牛社区，富途创始人、产品经理迅速跟进解决用户提出的产品建议



资料来源：富途牛牛 APP，平安证券研究所

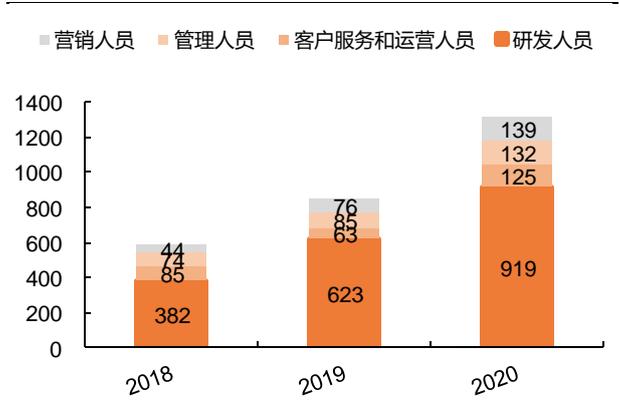
科技和人才是良好产品的基石。强科技和人才投入能够转化为更稳定的交易体验以及更好的产品体验，2020年公司研发支出达到5.1亿港元，研发费用率高达16%。从员工结构同样能看出公司对科技的重视，2020年富途员工总数共1315人，其中研发人员919人，占比高达70%。

图表38 富途研发费用投入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 富途员工数量及结构

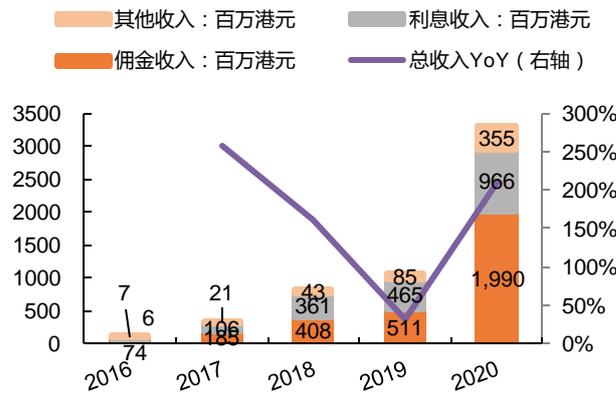


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.3 证券交易收入为主，利息收入为辅

典型的互联网券商，交易收入占主要部分。2020年富途收入达到33亿港元，同比增长212%，其中佣金/净利息/其他收入占比分别为60%/29%/11%。交易收入主要由佣金率、单用户交易额、入金客户数驱动，2020年交易佣金收入达19.9亿港元，同比增长289%，主要由入金客户数驱动(YoY+160%)。

图表40 富途收入结构及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

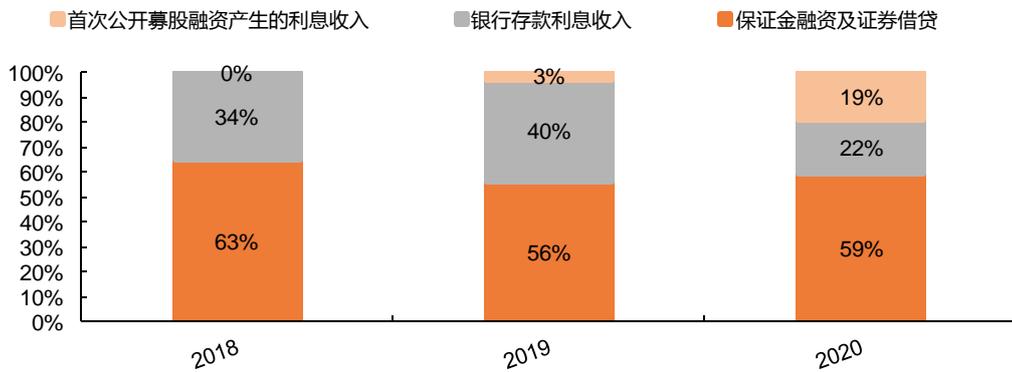
图表41 富途佣金收入驱动因素拆解

	2018	2019	2020
佣金收入	408	511	1,990
YoY	121%	25%	289%
佣金率	0.045%	0.059%	0.051%
总交易额: 亿	9,962	11,109	39,271
YoY	-	12%	253%
单用户交易额: 万	750	560	760
YoY	-	-25%	36%
付费客户	132,821	198,382	516,721
YoY	-	49%	160%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

利息收入中 IPO 融资产生的收入占比提升。富途利息收入主要由三部分构成，分别是保证金融资利息、银行存款利息以及 IPO 融资产生的利息收入。2018 至 2020 年 IPO 融资产生的利息收入占比由 0% 提升至 19%，这主要是由于富途加大对散户投资者 IPO 打新的支持。

图表42 富途利息收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、 嘉信理财：世界领先的一站式财富管理平台

世界领先的一站式财富管理平台。嘉信理财成立于 1971 年，抓住了佣金自由化、共同基金、互联网、混业经营等浪潮，逐步从一家折扣券商发展为一站式财富管理平台。嘉信秉承客户第一原则，最初定位服务于拥有“独立投资能力”人群，后拓展到大众理财客群，目前业务涵盖银行、资产管理、交易服务等，2020 年嘉信理财实现营收 117 亿美元，管理资产 6.69 万亿美元，拥有活跃经纪账户 2960 万，客均资产 22.6 万美元。在 2020 年 ADV Ratings 的全球财富管理公司榜单中，嘉信位列第七，是前十名中唯一定位为服务大众零售客户的公司。

图表 43 嘉信理财发展史



资料来源：公司官网，《投资：嘉信理财持续创新之道——嘉信理财创始人自传》，平安证券研究所

与其他美国互联网券商相比，嘉信理财在资产管理方面有较大优势。2019 年嘉信理财管理资产超过 4 万亿，客户规模 1233 万，客均资产 32.7 万美元，在管理资产规模和客均资产方面，嘉信理财远超过美国同业（由于嘉信理财 2020 年收购了达美利证券，收入和资产有较大变化，因此本章节主要使用 2019 年嘉信理财数据）。这与其在资产管理方面优势有关，除了自营和第三方基金销售，嘉信理财还依赖 400 家线下分支机构，构建了一套投资顾问网络，为客户提供从理财到税务、法务全方位服务，2019 年嘉信理财管理资产高达 1.9 万亿，收入达到 32.1 亿美元，遥遥领先于美国其他互联网券商。

图表 44 嘉信理财与美国其他互联网券商比较

单位：美元	嘉信理财(2019年)	达美利(2019年)	亿创理财(2019年)	盈透(2020年)
收入：百万	10,721	6,016	2,886	2,218
利润：百万	3704	2208		1,179
客户数：百万	12.33	11.97	7.23	1.07
AUM：十亿	4,039	1,328	678	
客均资产：美元	327,479	110,910	9,375	
ARPU：美元	869	503	399	
员工数	19,700	9,420	4122	2033
线下分支机构	400	275	30	
收入结构（净利息：资管：交易）	6:3:1	6:1:3	6:2:1	4:1:5
<b>净利息收入</b>	<b>6,516</b>	<b>3,250</b>	<b>1,852</b>	<b>872</b>
赚取利息的资产总额：百万	268,197	144,958	58,234	83,568
净息差：%	2.41%	2.21%	3.18%	1.07%
<b>资管收入</b>	<b>3,211</b>	<b>586</b>	<b>588</b>	<b>175</b>
资管规模：百万	1,860,052	273,728		
管理费率：%	0.17%	0.21%		
<b>交易收入</b>	<b>752</b>	<b>2,002</b>	<b>421</b>	<b>1,112</b>
客户的日均交易量（DATs）：千笔	749	862	291	1,871
每笔交易的收入：美元	4.01	7.02		2.46

资料来源：公司公告，平安证券研究所

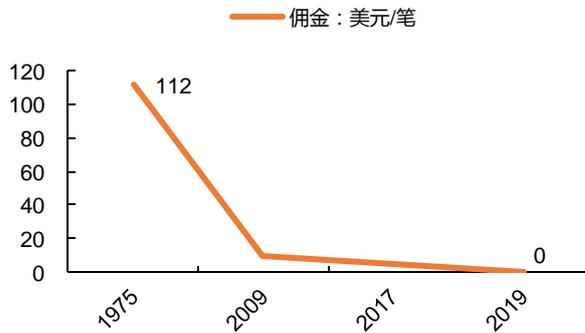
注：嘉信理财于2020年收购达美利，收入规模及结构等受收购影响较大因此采用2019年数据进行对比

### 4.1 低价、线上线下全渠道获客

早期低价获客策略最为有效。早期嘉信理财定位于“交易专家”，通过砍掉一切不相关的业务降低成本进而实现低佣金。从 1975 年至今，嘉信理财每笔交易价格从 122 美元降至 0 美元。此外，嘉信理财 1992 年推出的共同基金全一账户（OneSource）同样受益于低价策略，大大降低用户参与投资共同基金的门槛，使用户规模在 1992 年大幅增加。

线下+线上全渠道获客。与同期美国互联网券商不同，嘉信理财注重线下分支机构的建设，目前有 400 家线下分支结构。嘉信大幅开拓线下分支机构有两阶段，第一阶段是公司成立的初始阶段，另一阶段是 2008 年金融危机后。在不同时期，线下分支机构有不同作用。在公司成立初始阶段即互联网出现前，线下分支机构主要起到拉新作用，嘉信创始人解释这主要是因为“用户更愿意在线下开户再通过电话/线上进行交易”。在进入存量客户运营阶段，线下分支机构主要起提升客均资产的作用，线下渠道更容易构建客户间的信任并提供更多元的服务，线下成为汇聚“客户—嘉信—第三方投资顾问”这一网络的节点。

图表45 嘉信理财佣金



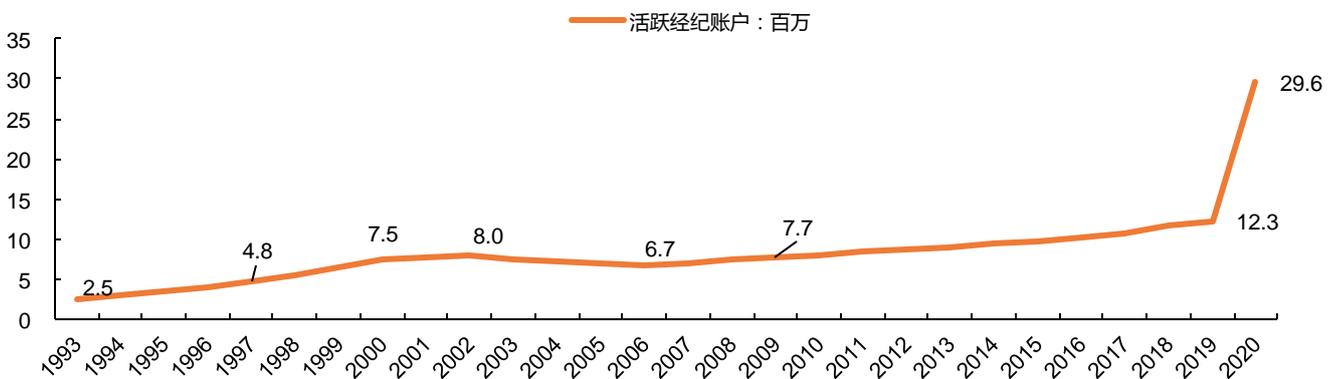
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 嘉信理财线下门店数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 嘉信理财历年活跃经济账户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2020 年活跃经纪账户数大幅提升主因收购达美利证券

## 4.2 增加新服务供给，把握每一次变革

嘉信理财始终以客户为中心，聚焦个人投资者，在每次行业变革期都能通过增加新的服务供给抓住最大机遇。从 1971 年成立至今，嘉信历经美国佣金自由化、共同基金、互联网浪潮、金融分业管理以及综合财富管理大浪潮，嘉信理财对应推出了低佣金交易、OneSource 基金超市、成立银行、搭建投资顾问网络等服务，均取得了巨大的成功。嘉信理财能多次抓住时代变革带来的机遇，我们认为源于其“以客户为中心”经营理念。嘉信有一系列便捷客户交易的服务，包括 24 小时免费下单、7\*24 小时电话等，并通过对员工薪酬采取固定薪酬的方式避免员工向客户过度营销。此外，嘉信理财处于美国西海岸富有冒险精神的旧金山，远离传统东海岸金融中心，这也驱动嘉信理财非常注重科技的投入，早在 1979 年嘉信曾经举整个公司净资产规模定制最先进交易系统，对科技的重视促使嘉信拿到互联网时代船票。

图表 48 嘉信始终以客户为中心，推出创新“产品/服务”

创新服务	便捷服务	科技投入
<p><b>嘉信理财一户通 (Schwab One)</b> 综合了交易功能、高息储蓄卡功能，以及借记卡功能。 1983年</p>	<p><b>全天候开放电话线路</b> 成为行业内首家24小时接入电话服务的公司 1982年</p>	<p><b>从纸质交易到电子化交易</b> 使用全部权益50万美元定制了一套当时最先进的计算机软件系统。 1979年</p>
<p><b>嘉信共同基金市场 (Schwab Mutual Fund Marketplace)</b> 允许投资者在嘉信理财一户通里无负担地自由买卖和持有任何基金公司的产品。 1983年</p>	<p><b>“电话经纪人” (TeleBroker) 的平台</b> 通过平台获取报价、查询余额和使用触摸屏电话进行交易 (可享受10%的折扣)。 1989年</p>	<p><b>均衡器 (Equalizer) 产品</b> 客户可以直接通过计算机服务网进入嘉信的系统，查询账户信息，获取报价以及下单，客户实现了自助服务。 1984年</p>
<p><b>共同基金全一账户 (One Source)</b> 客户购买基金免费，基金公司需要向嘉信支付管理费分成 1992年</p>	<p><b>工作人员实施固定薪酬</b> 工作人员只完成客户指令，不推荐股票，避免利益冲突。 1983年</p>	<p><b>嘉信理财网站Schwab.com</b> 迎接互联网，但是一个在线宣传册。 1995年</p>

资料来源：公司官网，平安证券研究所

**客户分层，匹配服务。**以资产管理板块为例，嘉信根据起投额大小主要提供四类分层的资管服务，包括 5 千和 2.5 万美元起投的智能投资组合、50 万美元起投的顾问网络以及 100 万起投的私人账户。门槛较低的智能投资组合主要投向长期收益稳定风险中性的 ETF 类产品，适合入门级投资者。顾问网络能提供第三方公司投资顾问的代客理财服务，不仅涉及理财还提供财务规划、保险、税务策略和房地产规划等方面专家指导。私人账户由嘉信自营团队提供一对一服务，满足客户全面的个人财富管理，包括退休收入规划、遗产规划和保险等。

图表49 嘉信理财服务矩阵

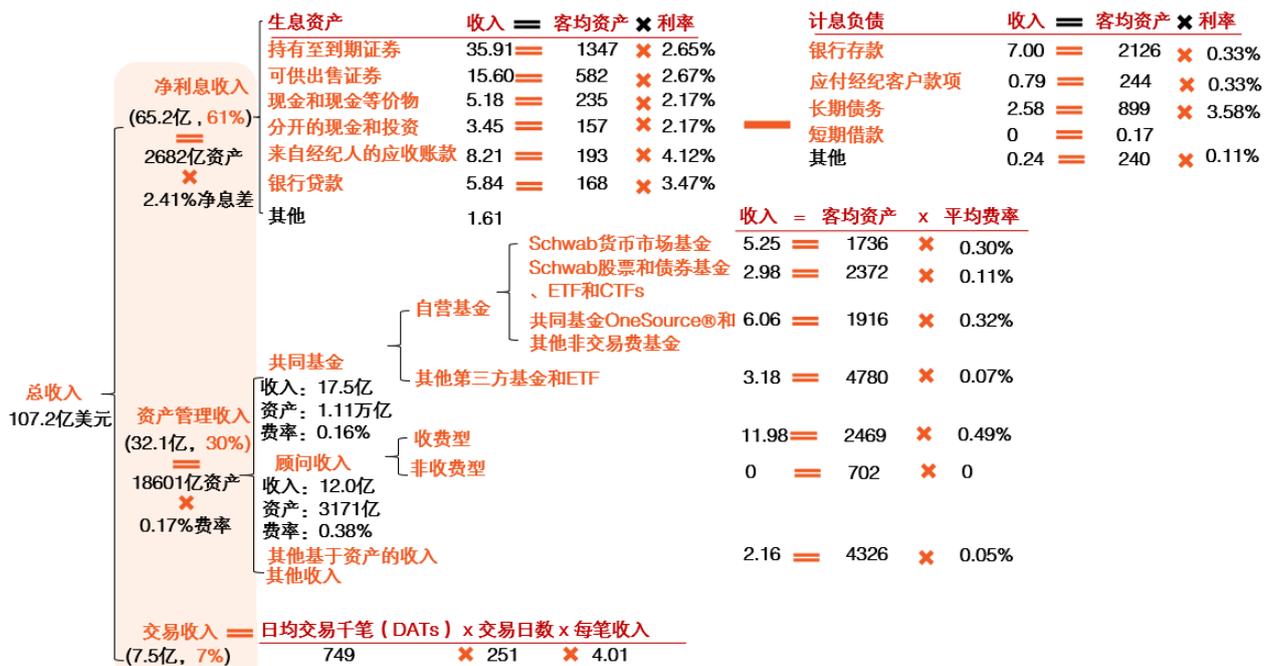
交易服务	资产管理		银行服务
股票和ETF交易0佣金 期权0.65美元/份 期货2.25美元/份	<b>智能投资组合</b> ( Schwab Intelligent Portfolios® ) 5千美元起投 投向: ETF 收费: 0佣金0费用, 嘉信理财从投资的ETF中收费	<b>智能投资组合高级版</b> ( Schwab Intelligent Portfolios Premium™ ) 2.5万美元起投 服务/投向: ETF&理财规划师1:1指导 收费: 一次性300美元 / 30美元/月	支票 储蓄 房屋贷款 资产抵押 .....
	<b>顾问网络</b> ( Schwab Advisor Network ™ ) 50万美元起投 服务: 顾问可以代客理财 ( 顾问为第三方公司非嘉信团队 ) 收费: 按资产收年费	<b>私人账户</b> ( Schwab Private Client ™ ) 100万美元起投 服务: 综合财富管理, 配备私人财务顾问团队 ( 嘉信自营团队 ) 收费: 0.8%*资产规模	

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

### 4.3 从折扣券商到一站式财富管理公司

把握机遇, 从折扣券商到一站式财富管理公司。1975年美国开启佣金自由化, 嘉信理财定位折扣券商。80年代美国共同基金兴起, 嘉信理财在1983-1992年先后推出共同基金一账户 ( Schwab One)、投资顾问业务 (按客户资产比例收取年费) 以及共同基金全一账户 ( OneSource), 迅速抢占传统基金公司直销客户。2000年互联网泡沫过后, 美国居民对专业理财需求增加, 嘉信理财2003年推出嘉信银行, 逐步成为综合金融服务商。从折扣券商到一站式财富管理公司, 嘉信理财的佣金收入占比从1995年的66%降至2004年的30%, 2019年进一步降低至7%。2019年嘉信理财营业收入达到107亿美元, 其中净利息/资产管理/交易收入分比为65/32/7.5亿美元, 分别占比61%/30%/7%。

图表50 嘉信理财收入拆解: 净利息收入占比最高, 但资管收入管理的AUM最大



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

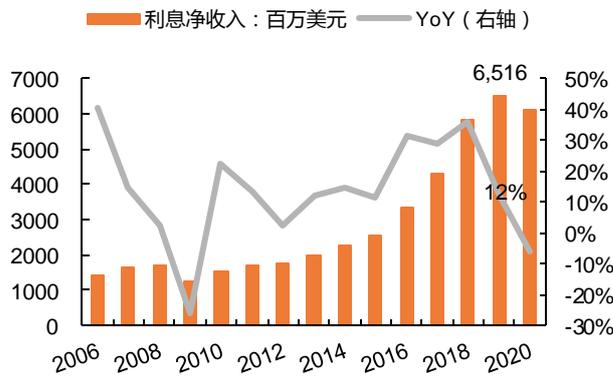
图表51 嘉信理财历史收入结构变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

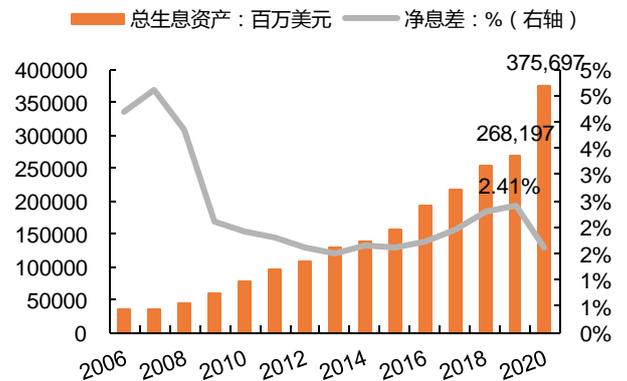
净利息收入由生息资产规模驱动。2019 年净利息收入达 65 亿美元，同比增长 12%，其中生息资产总额达 2682 亿美元，净息差 2.41%。金融危机后，由于美国长期处于低利率状态，嘉信净息差逐渐收窄，净利息收入主要由生息资产规模驱动。生息资产中占比最高的资产为持有至到期证券，2019 年规模达 1347 亿美元。

图表52 嘉信理财净利息收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

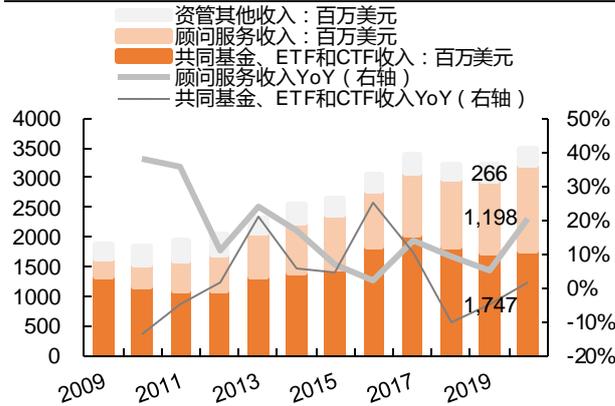
图表53 嘉信理财生息资产和净息差



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产管理收入增长由自营股票及 ETF 资管收入和顾问服务收入驱动。资产管理收入 (Asset management and administration fees) 主要包括共同基金服务费收入 (Total mutual funds, ETFs, and CTFs) 和顾问服务收入 (Advice solutions)。2019 年资产管理收入共 32 亿美元，其中共同基金管理费 17.5 亿美元，顾问服务收入 12.0 亿美元。2013 至 2019 年资管收入 CAGR 达 5.6%，其中自营股票及 ETF 资管收入 CAGR 达 11.3%，顾问服务收入 CAGR 达 8.9%。股票及 ETF 和顾问服务收入由管理资产驱动，2013 至 2019 年股票及 ETF 资产 CAGR 达 27.2%，顾问服务资产 CAGR 达 13.3%。股票及 ETF 收入费率下降 0.14%，顾问服务费率下降 0.1%。

图表54 嘉信理财资产管理收入拆分



资料来源：公司公告，平安证券研究所

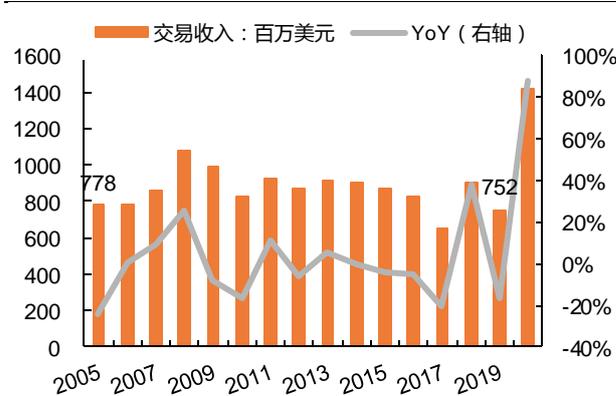
图表55 嘉信理财顾问服务管理资产及费率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

证券交易收入受零佣金政策拖累，呈现负增长趋势。2020年嘉信合并达美利实现证券交易收入大幅增长，但在此之前，嘉信理财交易收入已呈现下降趋势，主要受零佣金策略拖累，每笔交易收入大幅降低。证券交易收入=日均交易量\*交易天数\*每笔交易收入（佣金率）。2005年至2019年证券交易收入从7.8亿降至7.5亿，其中日均交易笔数从22万增至75万，但每笔交易收入从11.6降至4.0美元。

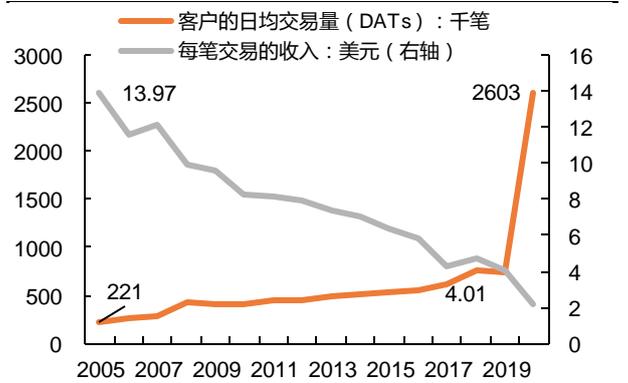
图表56 嘉信理财证券交易收入呈下降趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2020年证券交易收入大幅提升主因收购达美利证券

图表57 嘉信理财每笔交易收入（佣金率）逐年降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2020年日均交易笔数大幅提升主因收购达美利证券

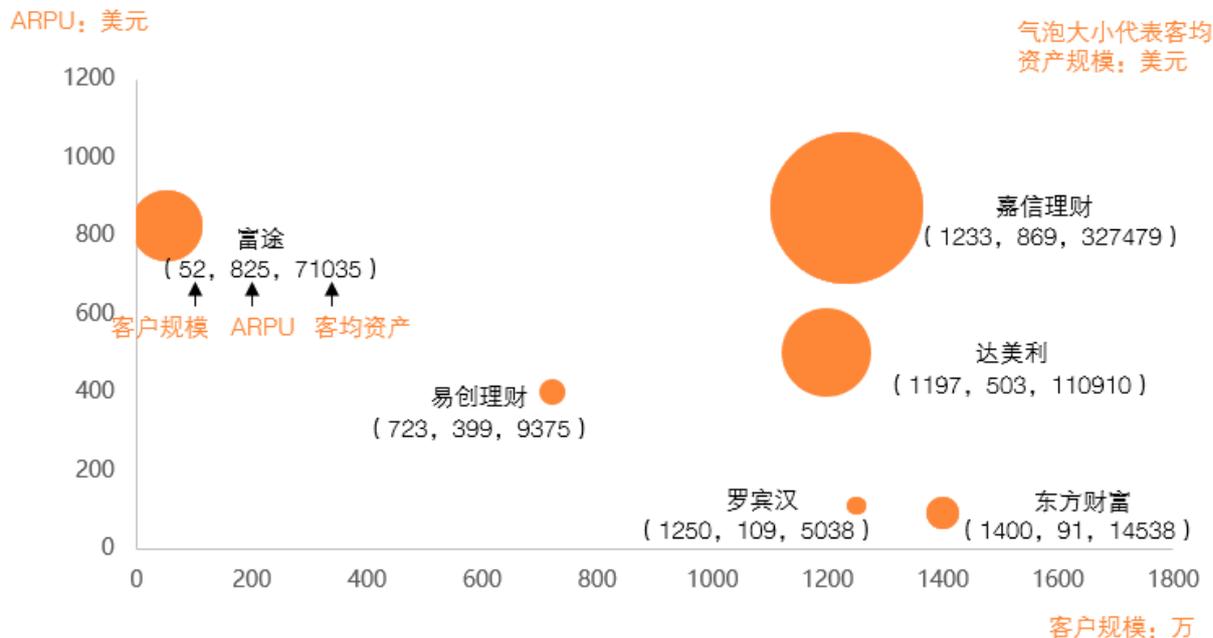
## 五、展望：分层分渠道获客，提升易用性和创新性，把握财富管理机遇期

### 5.1 获客：基于客户分层的内容输出获客

基于客户分层多渠道获客。我们将客群分为初级理财人群（买基金的客户）、中级理财人群（买股票的客户）以及综合理财人群（需要综合理财服务的客户）。我们认为针对这三类人群有不同的获客方式。初级理财人群需求单一、风险偏好小，代表客群为天天基金新客户，中级理财人群需求单

一、但风险偏好较大，代表客群为东方财富证券、富途客户，而综合理财人群需求多样化，代表客群为嘉信理财等客户。我们认为针对不同客群应有不同获客策略。

图表58 不同互联网券商客户规模、客均资产、ARPU比较



资料来源：公司公告，证券业协会，Questmobile，平安证券研究所

注：东方财富为估算数据，用户规模根据东方财富+天天基金APP日活用户估算，客户资产规模由基金保有量（货币+非货）与托管证券市值、客户资金余额加总估算所得

人民币：港币=0.83：1；人民币：美元=6.47：1

针对“炒股”和“买基”客群，采取不同的线上获客策略。从东方财富APP和天天基金APP用户画像看，用户以男性人群、中年人群为主；但“买基”用户中，年轻人、女性占比高于“炒股”用户。建议根据年龄和性别的差异性，采取不同的获客方式。1) “买基”客户可以通过内容营销方式获客，针对女性、年轻用户可采取社区种草获客。内容营销即采用KOL或自建账号等方式通过视频、直播等内容影响用户决策。具体来看，抖音是目前用户规模和使用时长最高的内容平台，且流量还处于上涨期，是内容营销良好渠道；小红书女性用户占比达70%，社区种草氛围浓厚，是获取女性用户最好渠道；B站Z世代占比高达80%，社区“学习”氛围浓厚，是获取年轻用户最好的渠道。2) 针对男性、中年占比更高的“炒股”用户，可通过PC端搜索关键词广告、以及短视频信息流广告直接推广获客。搜索和信息流广告可根据用户标签匹配目标人群，在男性、中年耗时更长的渠道投放此类广告获客效率更高。更多金融机构营销方法可参考前期报告《内容与渠道变迁，新型营销方式正当时—数字营销系列研究（一）》、《金融机构数字营销：科技时代下业务转型的必备要素—数字营销系列研究（二）》。

图表59 小红书、B站内容种草营销



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表60 证券公司关键字搜索广告与短视频信息流广告



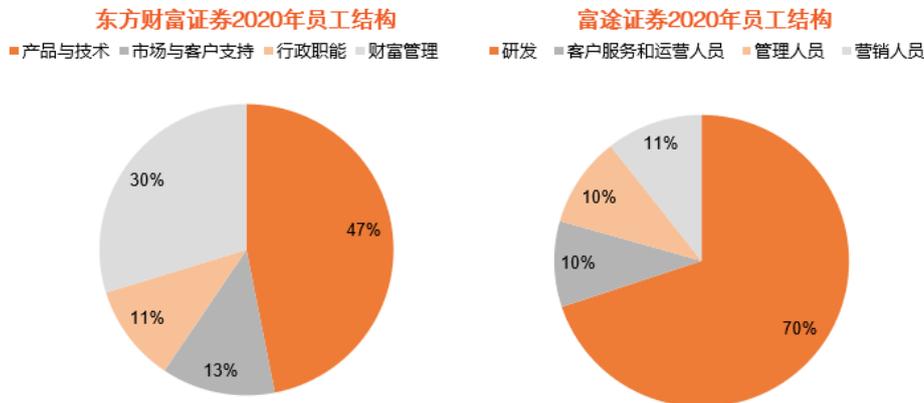
资料来源：公司公告，平安证券研究所

“综合理财”客户需通过科技赋能或与线下结合增强投资决策辅助过程，打造专业投顾服务。“综合理财”客户需求较为复杂、涉及资产配置种类较多，且大多为差异化的需求，需要借助大数据分析或者线下投顾的面对面交流确定客户的真实风险偏好和投资预期。线上可通过大数据和人工智能等技术对用户需求进行分析和挖掘，再将用户画像与资产配置方案相匹配，智能推荐出最匹配客户需求的资产配置方案。线下可提供更人性化更有温度的理财服务，完成人与资产的连接。线下具体的服务场景以及专业的投资顾问能够显著加深客户信任感，进而拓展服务宽度、提升 ARPU 以及客均资产。

### 5.2 运营：善用互联网思维，提升易用性和创新性

**善用互联网思维，提升产品易用性。**互联网思维本质即以用户为本，关注用户体验、通过创新更好的满足用户需求。我们认为东方财富、富途产品易用性领先的主因是互联网基因+高层重视+充足互联网人才。东方财富、富途等公司创始人均为拥有丰富投资经验的互联网人士，两家产品与技术员工占比分别高达 47%和 70%，因而更注重用户体验，更擅长发现和满足需求。如富途创始人和产品经理常驻富途牛牛社区直面用户反馈、东方财富的“资讯+社区+交易”创新产品形态。我们认为传统金融公司应加强对产品体验的重视，通过招募更多拥有丰富互联网产业经验的人才提升产品易用性。

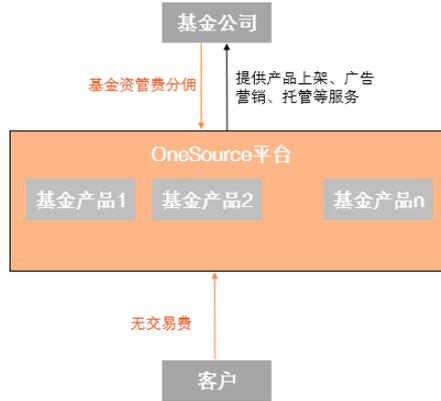
图表61 东方财富与富途 2020 年员工构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

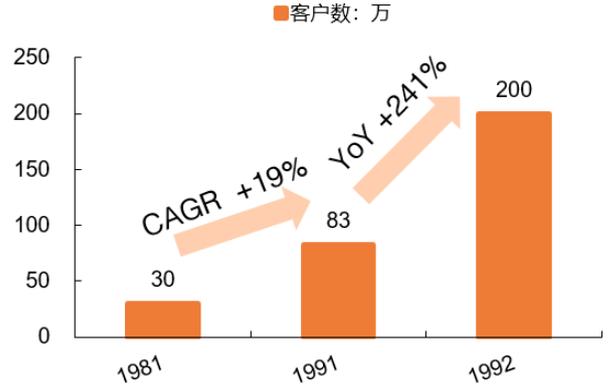
通过创新打造爆款，增加金融服务新供给。1) 颠覆性创新迅速获得增量客户。嘉信理财推出 OneSource 一站式购买基金服务，通过设计对消费者免费、向基金公司收费的商业模式，大大降低消费者购买基金门槛，一经推出极大加速获客速度，1981 至 1991 嘉信理财客户规模 CAGR 为 19%，而推出 OneSource 后嘉信理财客户增速高达 241%。2) 渐进式创新提升客户粘性。除了嘉信理财 OneSource 和蚂蚁集团的余额宝这类颠覆性创新，我们认为渐进式创新作用在于能提升客户粘性。例如嘉信理财早期率先推出 7\*24 小时电话交易，大大提升客户交易体验。东方财富推出的“天天宝”产品，能实现 0 费率、7\*24 小时随时取现，根据官网数据，累计销售高达 1.5 万亿元。

图表62 嘉信 OneSource 提供一站式基金交易服务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表63 嘉信理财共同基金超市获客效果显著

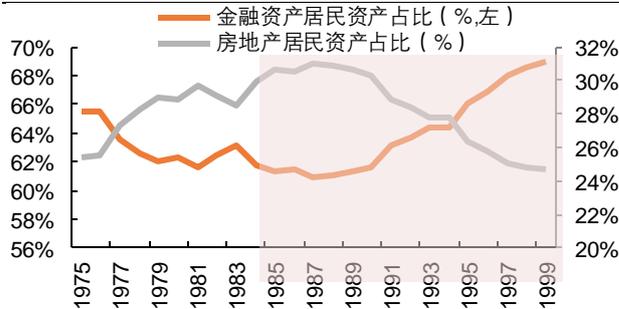


资料来源：《嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》，平安证券研究所

### 5.3 变现：抢占先机，抓住财富管理历史性机遇

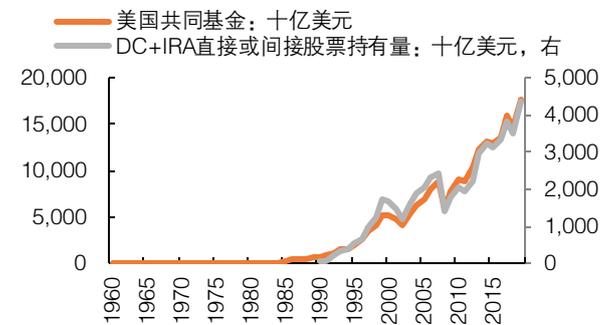
参考美国上世纪 80-90 年代，预计国内居民权益类资产配置需求将步入上升期。美国在上世纪 80-90 年代，金融市场鼓励创新的环境以及股市的长牛对居民财富配置带来了显著影响。具体表现为以下两个方面：1) 大类资产配置中，实物资产占比下降，金融资产占比上升。居民资产逐步由房地产资产加速向金融资产迁移，90 年代末房产类资产在居民资产的占比较 70 年代末下降了近 10 个百分点，而居民金融资产的扩容，直接带动了财富管理需求的提升。2) 金融资产配置中，权益类资产占比提升，且主要以类似基金投资的间接投资提升为主。该阶段居民通过共同基金、DC 养老金、寿险产品等间接持有股票在整个居民金融资产账户占比大幅提升至 20.5% (1980 年仅为 1.7%)，规模提升接近 7 万亿美元，美国居民财富管理市场迎来权益市场的高速发展阶段。

图表64 20世纪80年代美国居民资产加速由房产向金融资产迁移



资料来源：BEA，平安证券研究所

图表65 20世纪80年代美国共同基金规模大幅增长

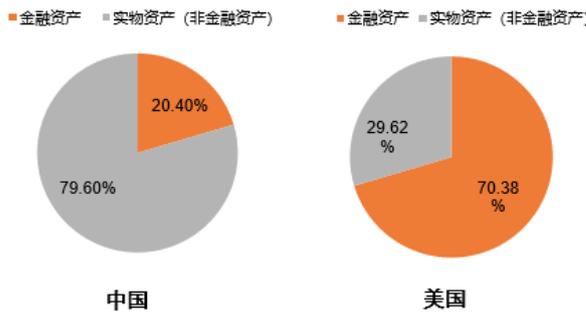


资料来源：ICI，CEIC，平安证券研究所

注：间接持有股票方式主要为通过共同基金持有

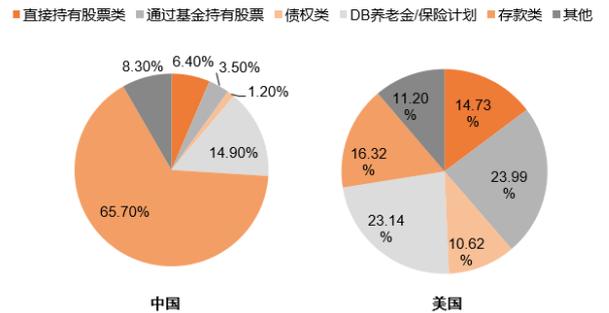
国内居民财富配置中权益类资产比重有望持续抬升。1) 对比美国，目前我国权益类资产的发展空间依然巨大。美国目前权益类资产在居民总资产中占比约为 30%，而根据央行调查统计司的研究显示，我国这一比例仅 10%左右。2) 我国居民资产配置从存款及房地产向权益类资产转移。随着银行理财净值化转型、收益率降低，房价增速见顶，居民资产配置中存款及房地产占比降低。与此同时，资本市场改革不断深化，居民通过基金等产品参与资本市场投资渠道逐渐增多，权益类资产规模增长迅速。

图表66 中美大类资产配置比较-2019年



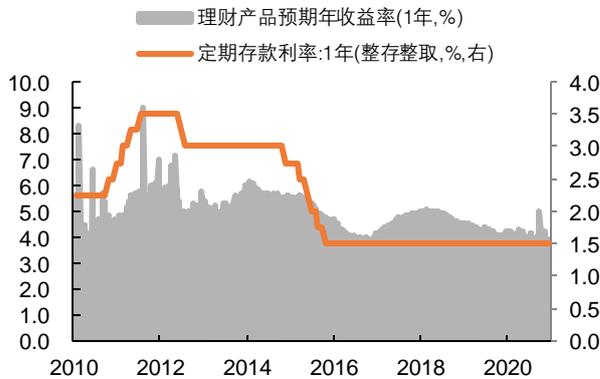
资料来源：央行，美联储，平安证券研究所

图表67 中美金融资产配置比较-2019年



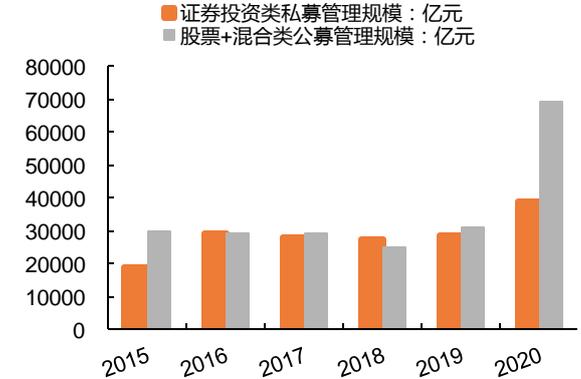
资料来源：央行，美联储，平安证券研究所

图表68 银行理财利率、存款利率走低



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表69 中国权益类资产规模增长迅速



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

注：私募基金规模数据为截止2020年11月披露数据

行业机遇期低价策略最为直接有效。居民对权益资产投资需求的增加，催生一大批增量财富管理客户。我们认为对于增量客户的初期获取最有效的方式就是低价，最先采取低价策略的公司将抢占最大的行业红利。以嘉信理财为例，其 1992 年推出的共同基金一账户 (OneSource) 产品，采取对消费者免费、对基金公司收费的商业模式，大大降低消费者购买基金门槛，迅速挤占共同基金的直销份额。天天基金早期低价策略同样奏效。成立初期天天基金就将基金申购费降至 4 折，在蚂蚁将基金申购费降至 1 折后，天天基金迅速跟进，在 2016 年 9 月全面将申购费率降至 1 折 (2015 年底开始部分降价)，这推动其基金代销业务近年实现高速增长。

行业发展成熟期更依赖服务品类拓展与深化。以嘉信理财为例，根据客户起投额大小主要提供四类分层的财富管理。如为门级投资者，提供标准化的智能投资组合，主要投向为长期收益稳定风

险中性的 ETF 类产品。为高净值用户，提供一对一服务，不仅是理财服务更是全面的个人财富管理计划，包括退休收入规划、遗产规划和保险等。行业发展成熟期关键点在于提升存量客户资产量，需要提供给客户更多、更深入的服务选择。

图表70 东方财富基金代销费率保持低位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表71 嘉信理财主要财富管理服务

<p><b>智能投资组合</b> (Schwab Intelligent Portfolios®)</p> <p>5千美元起投 投向: ETF 收费: 0佣金0费用, 嘉信理财从投资的ETF中收费</p>	<p><b>智能投资组合高级版</b> (Schwab Intelligent Portfolios Premium™)</p> <p>2.5万美元起投 服务/投向: ETF&amp;理财规划师1:1指导 收费: 一次性300美元 / 30美元/月</p>
<p><b>顾问网络</b> (Schwab Advisor Network)</p> <p>50万美元起投 服务: 顾问可以代客理财 (顾问为第三方公司非嘉信团队) 收费: 按资产收年费</p>	<p><b>私人账户</b> (Schwab Private Client)</p> <p>100万美元起投 服务: 综合财富管理, 配备私人财务顾问团队 (嘉信自营团队) 收费: 0.8%*资产规模</p>

资料来源：公司官网，平安证券研究所

## 六、投资建议与风险提示

### 6.1 投资建议

互联网券商已经历数年的积累，奠定高流量与强粘性的门槛，未来将持续受益于我国居民权益投资需求深度和广度的扩张，建议关注拥有超强流量优势的东方财富、及拥有高质量用户、高粘性社区的富途控股。

### 6.2 风险提示

- 1.股票交易市场和基金销售市场降温风险。**现阶段国内互联网券商变现主要依赖交易佣金以及基金代销，如果股票交易市场和基金销售市场趋冷，则会严重影响国内互联网券商收入的增长。
- 2.人民币跨境投资政策风险。**目前法律尚未允许人民币投资境外证券业务，跨境互联网券商可能面临境内用户无法入金的风险。
- 3.内容违规风险。**国内互联网券商的流量基础都是各自的内容资讯和社区平台，可能出现因平台审核不严出现违规内容的风险。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033