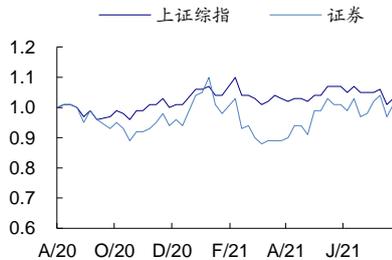


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《证券行业8月投资策略:关注具有财富管理优势的券商》——2021-08-06
 《证券行业7月投资策略:基金投顾扩容,财富管理发展可期》——2021-07-06
 《证券行业财富管理深度分析报告:海阔凭鱼跃》——2021-06-25
 《证券行业6月投资策略:市场成交活跃,两融业务回暖》——2021-06-02
 《证券行业5月投资策略:成交活跃度下降,投行业务回暖》——2021-05-10

证券分析师:王可

电话: 021-61761053
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060001

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师:戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师:王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

行业专题

富途 vs 老虎: 跨境互联网券商崛起的启示

● 华人财富迅速增长, 跨境资产配置正值风口

中国居民财富迅速增长, 结合海外华人资产, 预计华人可投资境外股票资产约 1.3-1.5 万亿美元。大量中国企业于海外上市, 为华人跨境资产配置提供了优质标的。跨境互联网券商发展正当其时。

● 富途控股与老虎证券是跨境互联网券商的领头羊

富途控股和老虎证券的开户客户均超过 100 万户, 营业收入年化复合增长率 130%-160%, 于近年来迅速崛起。跨境互联网券商的崛起经验包括: 一、以客户为中心, 强化研发投入, 打造包括暗盘在内极致交易体验; 二、流量为王, 大力打造线上投资社区, 完善投资者培训与企业 PR 服务, 鼓励客户原创内容创作, 增强客户归属感与留存率; 三、发展 IPO 分销和员工股权激励 (ESOP) 等新型 B 端业务, 以 C 端业务形成良性互动, 不断扩充客户体量。

富途控股相对于老虎证券的核心竞争力在于拥有相对完整的香港牌照和独立自主的清算系统。这使得富途控股在单客营收和获客能力方面具有一定优势。

● 跨境互联网券商崛起对证券行业的四点启示

一、券商应重点发展财富管理与跨境业务, 以满足中国居民日益增长全球资产配置需求; 二、券商应主动创新投行业务, 实现 B 端业务与 C 端业务的联动, 配合财富管理业务应用场景, 不断提升服务效率, 增强客户黏性; 三、券商在发展跨境业务时, 应坚持以客户为中心, 加大金融科技投入, 不断提升客户服务能力; 四、券商在发展跨境业务时, 应拥抱境外监管, 坚守合规底线, 不断完善海外牌照体系, 扩展业务范围。

● 投资建议

建议投资者持续关注富途控股和老虎证券等优质跨境互联网券商的发展。在境内市场方面, 建议关注在跨境业务和高净值客户方面具有领先优势的中金公司; 拥有股吧、天天基金等大流量线上平台并持有证券牌照的东方财富; 以及在财富管理方面具有特色的国联证券。

● 风险提示

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期; 跨境资本流动政策收紧; 通胀导致全球货币政策快速收紧; 市场大幅波动等。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
601995	中金公司	增持	53.98	1883	2.00	2.56	26.99	21.09
300059	东方财富	增持	33.26	3438	0.77	1.11	43.19	29.96
601456	国联证券	增持	13.62	277	0.29	0.33	46.97	41.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

主要逻辑与结论	5
行业情况：跨境互联网券商的发展空间	6
中概股融资蓬勃发展	6
华人境外投资需求旺盛	7
公司比较：富途 vs 老虎	9
股权结构：专一 vs 多元	9
牌照对比：香港 vs 全球化	11
收入对比：收入结构相似，盈利能力有差异	12
C 端业务对比：体验+社区，香港牌照是主要制约	15
B 端业务对比：单品牌 vs 多品牌	21
跨境互联网券商崛起对证券行业的启示	22
投资建议	23
风险提示	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 中国企业境外上市原因	6
图 2: 美股市场中概股历年 IPO 数量	6
图 3: 中概股市值超过 10 万亿元人民币	7
图 4: 1990-2020 年中国人均 GDP	7
图 5: 2008-2020 年个人可投资资产超过 1 千万的人数	8
图 6: 2008-2020 年高净值人群可投资资产规模	8
图 7: 中国投资者海外投资规模	8
图 8: 腾讯为富途品牌背书	10
图 9: 老虎拥有多元战略投资者	11
图 10: 老虎证券美股自清算比例已达 30%	12
图 11: 跨境互联网券商收入模型	12
图 12: 2016-2020 年富途控股营收 CAGR 达 150%	13
图 13: 2016-2020 年老虎证券营收 CAGR 达 130%	13
图 14: 2021Q1 富途控股收入结构分布	13
图 15: 2021Q1 老虎证券收入结构分布	13
图 16: 2016-2020 年富途控股收入结构分布	14
图 17: 2016-2020 年富途控股各业务收入占比	14
图 18: 2016-2020 年老虎证券收入结构分布	14
图 19: 2016-2020 年老虎证券各业务收入占比	14
图 20: 富途控股与老虎证券毛利率类似	15
图 21: 富途控股营业净利率高于老虎证券	15
图 22: 跨境互联网券商以获取客户为核心目标	15
图 23: 现象级交易 APP 富途牛牛	16
图 24: 现象级交易 APP 老虎证券 Tiger Trade	16
图 25: 富途控股线上社区牛牛圈	17
图 26: 老虎证券线上社区老虎社区	17
图 27: 富途控股研发支出 CAGR 达 69%	18
图 28: 老虎证券研发人员占比	18
图 29: 富途控股注册客户数已超 1400 万户	18
图 30: 富途控股入金客户数已增至 79 万户	19
图 31: 老虎证券开户客户数达 140 万户	19
图 32: 老虎证券入金客户数达 37 万	19
图 33: 富途控股新增客户情况	19
图 34: 老虎证券新增客户情况	19
图 35: 富途控股开户客户入金率持续提升	20
图 36: 老虎证券开户客户入金率低于富途控股	20
图 37: 富途控股单客营收已超 800 美元	20
图 38: 老虎证券单客收入低于富途控股	20
图 39: 富途控股获客成本情况	20
图 40: 老虎证券获客成本情况	20
图 41: 富途控股品牌矩阵	21
图 42: 跨境互联网券商 B 端业务解析	21
图 43: 富途控股 ESOP 服务客户数量	22
图 44: 老虎证券 ESOP 服务客户数量	22
图 45: 2019-2020 年中金公司高净值客户人数	23
图 46: 2019-2020 年中金公司高净值客户账户资产规模	23
表 1: 富途控股主要发展历程	9
表 2: 富途控股主要股东情况	9
表 3: 老虎证券主要发展历程	10
表 4: 老虎证券主要股东情况	10
表 5: 富途与老虎持牌情况对比	11
表 6: 老虎证券的“一体两户”体系	12
表 7: 富途控股其他收入拆解	14
表 8: 富途牛牛与老虎证券入金方式比较	16

表 9: 东方财富业务布局.....	23
表 10: 重点个股估值表	24

主要逻辑与结论

中国居民财富迅速增长，结合海外华人资产，预计华人可投资境外股票资产约1.3-1.5万亿美元。大量中国企业于海外上市，为华人跨境资产配置提供了优质标的。中国优质公司跨境融资热潮、居民财富激增和互联网技术蓬勃发展的背景下，跨境互联网券商作为一种新业态，深刻且持久地影响着行业的竞争格局。其中，富途控股和老虎证券是中国跨境互联网券商行业的先行者与领导者。

本文将富途控股和老虎证券在股权结构、业务牌照、财务数据、C端业务、B端业务等方面进行全方位的对比。作为跨境互联网券商的佼佼者，富途控股和老虎证券拥有相似的收入模型和业务结构。在C端业务方面，以极致交易体验和线上社区为依托，大力发展经纪业务与两融业务，积极探索财富管理业务；在B端业务方面，大力发展IPO分销、PR业务和ESOP业务等新型企业业务，与C端业务形成良性互动，不断扩展客户基础。

通过对比，富途控股对老虎证券的主要优势在于：一、富途具有简单的战略投资者结构，与腾讯深度绑定，能够利用腾讯品牌为自身品牌背书；二、富途拥有相对完整的香港牌照体系和自主的清算体系，有利于其在香港展业并提升单客收入。近年来，老虎证券也在不断完善自身牌照体系，以减少对盈透证券的依赖，截至一季度末，老虎证券美股自清算比例已超过30%，未来有望进一步提升，以改善业绩表现。

投资建议方面，建议投资者持续关注富途控股和老虎证券等优质跨境互联网券商的发展。在境内市场方面，建议关注在跨境业务和高净值客户方面具有领先优势的中金公司；拥有股吧、天天基金等大流量线上平台并持有证券牌照的东方财富；以及在财富管理方面具有特色的“小而美”券商国联证券。

行业情况：跨境互联网券商的发展空间

跨境互联网券商，即依托互联网技术和展业逻辑，为全球华人及其他客户提供跨市场综合证券投资服务的新兴券商。中概股的蓬勃发展和华人旺盛的海外投资需求是跨境互联网券商兴起的主要原因。

中概股融资蓬勃发展

新世纪以来，中国经济快速发展，新兴产业尤其是互联网产业迅速崛起，有着强烈的上市融资需求。新兴企业出于盈利难以满足境内上市要求、特殊的股权与治理结构以及扩大国际化影响力等原因，往往选择境外上市。

图 1：中国企业境外上市原因



资料来源：《中国互联网企业境外上市动因及风险》、国信证券经济研究所整理

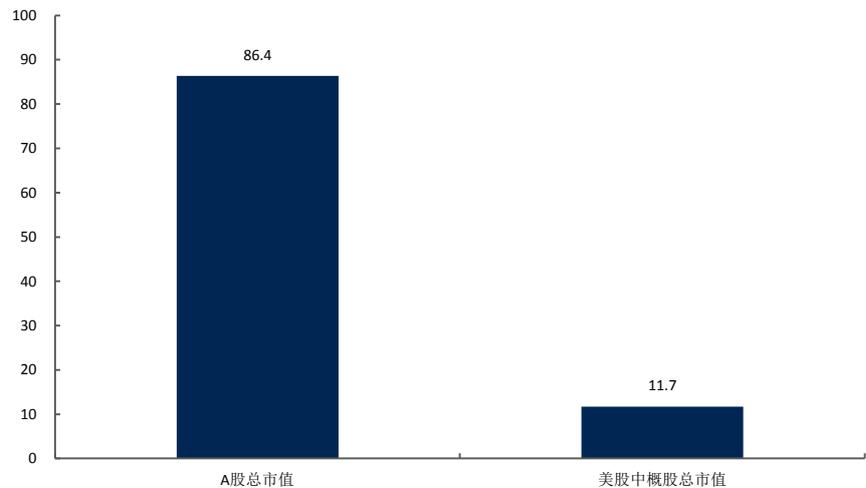
近年来，中概股融资蓬勃发展，中概股美股 IPO 数量屡创新高。目前，在美股市场，共有中概股上市公司 285 家，总市值达 18000 亿美元，折合人民币约 11.7 万亿元，是中国新经济的重要组成部分。

图 2：美股市场中概股历年 IPO 数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 中概股市值超过 10 万亿元人民币



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (单位: 万亿元, 人民币)

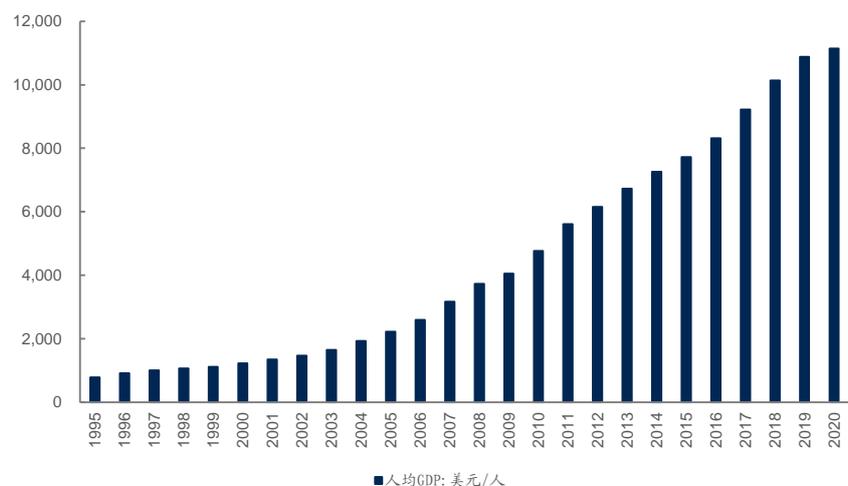
预计中概股市场仍将平稳有序发展。近年来, 随着中美关系的恶化, 中概股受到一定程度的影响。但我国推进改革开放的基本国策坚定不移的, 金融对外开放的力度会不断加大。监管部门明确表示对企业选择上市地持开放态度, 支持企业依法合规选择国际国内两个市场。考虑到境内外资本市场的互补性, 及中国企业本身发展的持续向好, 预计跨境股权融资市场仍将平稳有序发展。

中概股的蓬勃发展为华人投资者提供了重要的投资标的, 财富日益增长的华人投资者开始在全球资本市场进行跨市场资产配置。

华人境外投资需求旺盛

当前, 中国经济发展的质量稳步提升, 人民生活持续改善。2019 年, 中国人均 GDP 首次站上 1 万美元大关, 全面实现小康之后, 居民的财富管理需求也将随之增长。

图 4: 1990-2020 年中国人均 GDP



资料来源: IFind、国信证券经济研究所整理

高净值人群数量及可投资资产规模持续上涨, 为跨境证券投资业务发展奠定基础。2020 年, 中国高净值人群 (个人可投资资产 1 千万元人民币以上) 数量达

到 262 万人，高净值人群的可投资资产规模达到 84 万亿元人民币，年均复合增速达到 17%。高净值人群对财富增值的需求依然十分强烈。根据招商银行发布的《2021 年私人财富管理报告》调查显示，在高净值人群的投资决策各环节上，专业金融机构扮演着非常重要的角色。

图 5：2008-2020 年个人可投资资产超过 1 千万的人数



资料来源：《招商银行-2021 年私人财富管理报告》、国信证券经济研究所整理

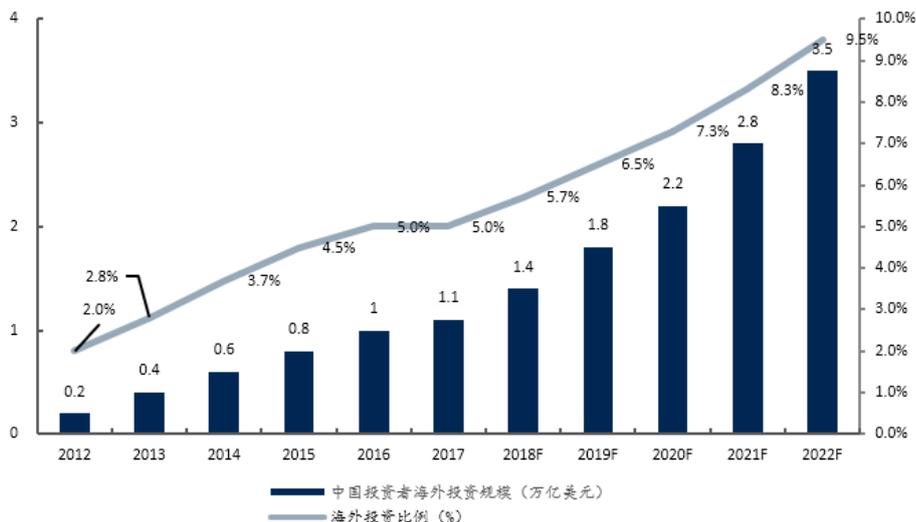
图 6：2008-2020 年高净值人群可投资资产规模



资料来源：《招商银行-2021 年私人财富管理报告》、国信证券经济研究所整理

华人海外股票投资规模预计持续增长。根据奥纬咨询相关数据，中国投资者 2022 年海外投资规模预计达到 3.5 万亿美元，其中 27.7%（即 0.7 万亿美元）投向股票市场。根据艾瑞咨询相关数据，海外华人持有资产 2-2.5 万亿美元，其中约 30%（即 0.6-0.75 万亿美元）投向股票市场。综上，预计华人海外股票投资规模在 1.3-1.5 万亿美元。截至 2021 年一季度末，富途和老虎客户资产规模总计为 809 亿美元，增长空间广阔。

图 7：中国投资者海外投资规模



资料来源：奥纬咨询、国信经济研究所整理

综上，我们认为在中国企业和华人投资者将在境外成熟资本市场形成投融资闭环。跨境互联网券商作为此闭环的核心环节，将获得广阔发展空间，取得高速增长。

公司比较：富途 vs 老虎

富途控股 (NASDAQ: FUTU) 和老虎证券 (NASDAQ: TIGR) 是跨境互联网券商双子星。其创始人皆来自于国内头部互联网公司，2019年3月两者先后于纳斯达克挂牌上市。目前富途控股与老虎证券都已发展成为能为全球投资者提供跨市场、多产品的投资体验和为企业提供综合金融服务的跨境互联网券商领导者。两家公司在港美股经纪业务、IPO 分销业务、企业股权激励业务 (ESOP)、财富管理业务等方面进行着多维度的竞争与合作。

股权结构：专一 vs 多元

富途和老虎的创始人都来自于互联网企业。富途的创始人李华先生 2000 年加入腾讯，是腾讯第 18 号员工，曾任腾讯多个高管职位，是腾讯 QQ 早期研发参与者。老虎的创始人巫天华先生毕业于清华大学计算机专业，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。腾讯和网易的快速发展以及对核心员工丰厚的股权激励使得两位创始人在 30 岁左右的年纪就实现了财富自由。腾讯在港股上市、网易在美股上市也使得两位创始人积累了最初的港美股投资经验，也使他们意识到传统券商在服务上的欠缺以及互联网券商行业的广阔发展空间。

富途起家于 2009 年，以香港市场作为发展第一步。富途按照“组建交易团队-自主研发交易系统-自主申请牌照”的稳健步骤，用了 4 年时间获取了在香港展业的资格，为接下来的发展打下坚实基础。

表 1：富途控股主要发展历程

时间	主要事件
2009 年	组建港股交易团队，从用户角度去深度体验交易和了解市场
2011 年	自主研发的港股交易系统，一次性通过港交所的认证
2012 年	获香港证监会发牌并成为港交所参与者，正式对外营业
2014 年	获得腾讯、经纬、红杉三大国际顶级投资机构 A 轮融资
2015 年	获得腾讯、经纬、红杉 B 轮融资
2017 年	获得 1.455 亿美元 C 轮融资，腾讯、经纬、红杉继续参与
2019 年	在美国纳斯达克挂牌上市
2020 年	富途证券客户数突破 100 万

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

富途背后是腾讯系资本的大力支持。富途的 A、B、C 轮融资的主要投资者都是腾讯、经纬与红杉，股东结构相对稳定。但富途创始人李华通过 AB 股结构牢牢掌握了企业的控制权，保证了管理层的稳定。

表 2：富途控股主要股东情况

持股 5%以上股东	持股比例	投票权比例
李华	37.20%	67.98%
腾讯集团	22.80%	27.88%
合计	60.00%	95.86%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

腾讯为富途品牌背书，有助于解决跨境互联网券商最难的信任问题。信任是所有新兴公司获客的关键，对金融企业尤其重要。富途与腾讯进行了深度的战略合作，富途在品牌宣传上直接使用腾讯进行背书，加之自研系统与自有牌照，有利于获取客户信任。

图 8: 腾讯为富途品牌背书



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

老虎起家于 2014 年，通过收购迅速拓展业务布局。不同于富途，老虎选择更迅猛的展业逻辑，通过收购和合作迅速铺开业务蓝图。通过跨越式的发展，老虎 2019 年与富途同时于纳斯达克挂牌上市。

表 3: 老虎证券主要发展历程

时间	主要事件
2015 年	推出 Tiger Trade 获取小米 A 轮融资 收购了新西兰的金融服务提供商 Transaction Holdings (N.I.) Limited，改名为 Tiger Holdings Group Limited
2016 年	收购了新西兰的金融服务提供商 Top Capital Partners 有限公司，2019 年改为 Tiger Brokers (NZ) Limited
2018 年	收购了在美国的投资顾问公司 Wealthn LLC 收购了香港公司 Castle Limited，并于 2019 年 1 月获批在香港经营信托和公司服务业务 收购了 2006 年 1 月在澳大利亚成立的 Fleming 基金管理有限公司 收购了美国老虎证券股份有限公司美国注册的经纪自营商 JFD 证券股份有限公司，改名为 US Tiger Securities, Inc.
2019 年	纳斯达克上市 收购了美国授权的自结算经纪交易商 Marsco

资料来源: 公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

老虎股东背景多元，着力扩展行业触角。不同于富途，老虎在多轮融资中着力引入不同类型的投资人，从而扩展行业触角。老虎的各轮投资人包括小米科技、盈透证券、真格基金、吉姆·罗杰斯、王兴等。通过多元的股东背景，老虎和不同类型的企业实现了多维度的合作，包括引入小米用户流量和使用盈透证券底层账户系统等。

表 4: 老虎证券主要股东情况

持股 5%以上股东	持股比例	投票权比例
巫天华	23.42%	78.05%
小米集团	11.76%	3.02%
唐彬森	10.36%	2.65%
盈透证券	7.07%	1.81%
合计	52.61%	85.53%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

同富途类似，老虎也采用了 AB 股的结构，创始人拥有绝对控制权。截至 2021 年 3 月 31 日，老虎创始人巫天华拥有 23.42% 的股权及 78.05% 的投票权。通过超过三分之二的投票权，两位创始人对各自的公司拥有绝对控制力。

由于战略投资人更为分散，老虎证券倾向于使用纳斯达克上市进行品牌背书。老虎在官网上也同时列出了 12 家战略投资人的 logo，显示了其被投资者的认可。

图 9: 老虎拥有多元战略投资者


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

牌照对比: 香港 vs 全球化

金融业务作为持牌业务, 牌照是证券公司的核心资源, 决定了各公司的业务范围和盈利模式。由于美港股中国上市公司较多, 交易工具丰富, 因此对跨境互联网券商而言, 最重要的是香港牌照和美国牌照。如下表所示, 富途和老虎都拥有美国的券商牌照和清算牌照, 拥有美股的完全从业资格。

表 5: 富途与老虎持牌情况对比

市场	牌照名称	富途	老虎
香港	证券交易牌照 (第 1 类)	持有	
	期货合约交易牌照 (第 2 类)	持有	
	杠杆式外汇交易牌照 (第 3 类)	持有	
	就证券提供意见牌照 (第 4 类)	持有	
	就期货合约提供意见牌照 (第 5 类)	持有	
	提供自动化交易服务牌照 (第 7 类)	持有	
	提供资产管理牌照 (第 9 类)	持有	
美国	美国金融业监管局(FINRA)成员	持有	持有
	美国证券投资者保护公司(SIPC)成员	持有	持有
	美国证监会(SEC)注册投资顾问(RIA)	持有	持有
	美国全国期货协会(NFA)会员	持有	持有
	美国存管信托公司(DTC)认证会员	持有	持有
	全国证券清算公司(NSCC)认证会员	持有	持有
新加坡	新加坡资本市场服务牌照	持有	持有
其他	新西兰注册金融服务商		持有
	受澳大利亚证券与投资委员会 (ASIC) 监管		持有

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

港股牌照是富途的重要优势, 老虎的优势在于牌照更加国际化。富途是中国跨境互联网券商中极少具有相对完整的港股牌照的券商, 这是它重要的竞争优势。老虎则在新西兰和澳大利亚获取了金融牌照, 牌照更加国际化。

老虎特殊的“一体两户”结构。老虎缺乏港股牌照, 且在 2019 年 7 月收购美国授权的自结算经纪交易商 Marsco 后方取得美股清算牌照。在获取美股清算牌照之前, 老虎证券实质上只是盈透证券的“介绍经纪商”(introducing broker)。客户资金均需存托于代理清算机构盈透证券的账户 (这种账户被称为“全披露账户”) 内, 佣金需要与盈透证券分成, 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; 获取清算牌照后, 老虎自己执行清算并提供融资融券的客户账户为合并账户, 老虎对其收取的两融业务费为利息收入。

表 6: 老虎证券的“一体两户”体系

账户类型	业务实质	对佣金影响	对两融收费的影响
全披露账户	盈透证券的“介绍经纪商”，客户资金在盈透账户内	需与盈透分成	收金融服务费
合并账户	自清算，客户资金在老虎账户内	为老虎所有	收取利息收入

资料来源：公司公告、国信经济证券研究所整理

老虎在不断提升自清算比例。截至 2021 年一季度，老虎已通过 Marsco 完成美股市场 30% 的自清算比例，相较于 2020 年底 20% 以上的自清算比例有一定幅度的提升。

图 10: 老虎证券美股自清算比例已达 30%

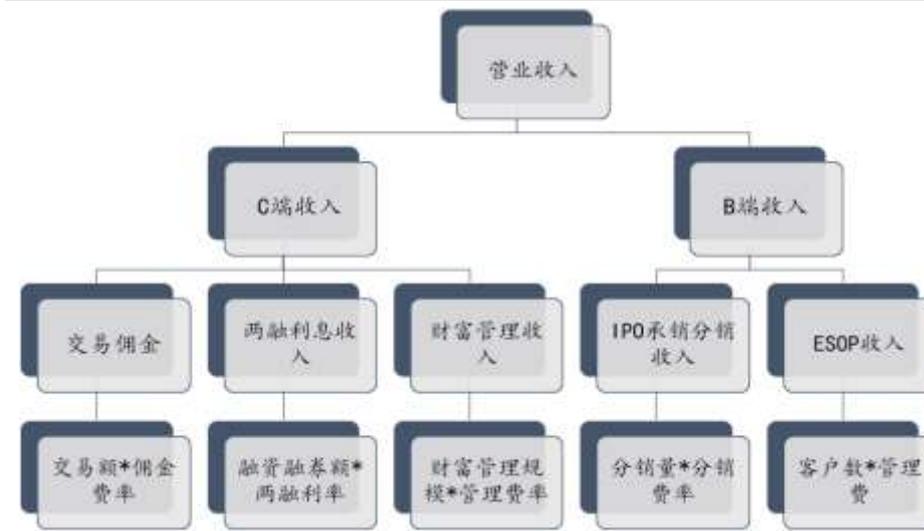


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

收入对比：收入结构相似，盈利能力有差异

富途和老虎都是典型的经纪型券商，有着相似的收入模型。主要业务可分为面向零售客户的业务（C 端业务），如经纪业务、两融业务、财富管理业务等；和面向机构客户的业务（B 端业务），如 IPO 承销分销和企业股权激励计划管理（ESOP 服务）等。

图 11: 跨境互联网券商收入模型



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

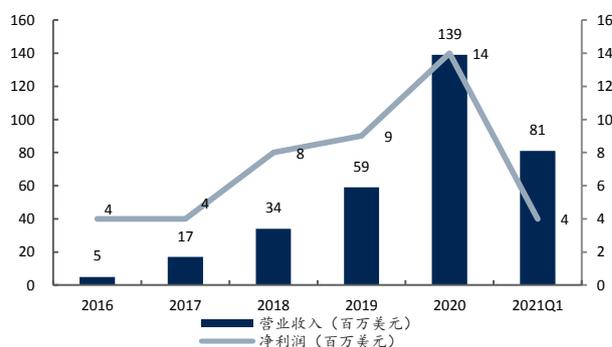
富途控股和老虎证券营业收入处于高速增长之中。富途控股 2016 年营业收入 1100 万美元，净利润（非美通用会计准则，Non-GAAP，下同）为-1300 万美元。2020 年营业收入增长至 4.27 亿美元，净利润增长至 1.7 亿美元，营业收入年化复合增长率高达 150%。2021 年一季度，富途控股营收达 2.84 亿美元，同比增长 349%，实现净利润 1.52 亿美元，同比大增 630%；老虎证券 2016 年营业收入 500 万美元，净利润-1100 万美元。2020 年营业收入增长至 1.39 亿美元，净利润增长至 1600 万美元，营业收入年化复合增长率高达 130%。2021 年一季度，老虎证券总营收达 8128 万美元，同比增长 255.5%，净利润同比大增 21 倍达 2349 万美元，已超去年全年。

图 12: 2016-2020 年富途控股营收 CAGR 达 150%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

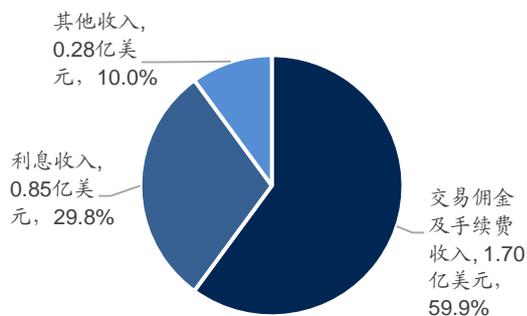
图 13: 2016-2020 年老虎证券营收 CAGR 达 130%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

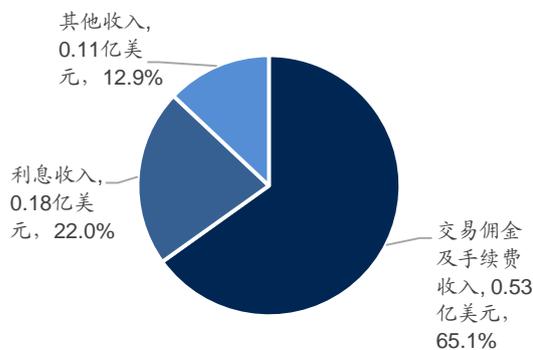
两家收入结构类似，富途控股利息收入占比更高。2021 年一季度，富途总营收 2.84 亿美元。其中，交易佣金及手续费收入 1.70 亿美元，占比约 59.9%，利息收入 8471 万美元，占比约 29.8%。不含财富管理，C 端业务收入占比接近 90%。2021 年一季度，老虎总营收 8128 万美元。其中，交易佣金及手续费收入 5289 万美元，占比约 65.1%，利息相关收入 1787 万美元，占比约 22.0%。不含财富管理，C 端业务收入占比约 87%。富途收入约为老虎收入的 3.5 倍，两者收入结构类似，由于老虎部分业务仍需借助盈透证券进行清算，因此利息收入占比稍低。

图 14: 2021Q1 富途控股收入结构分布

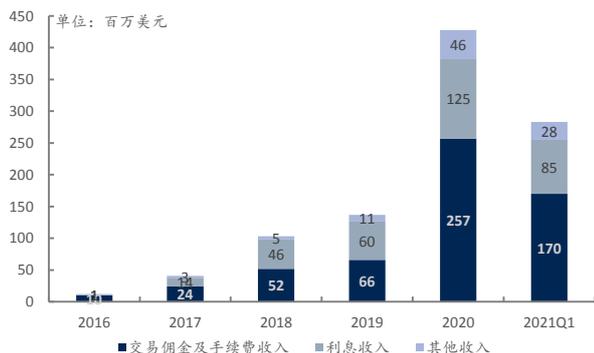


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

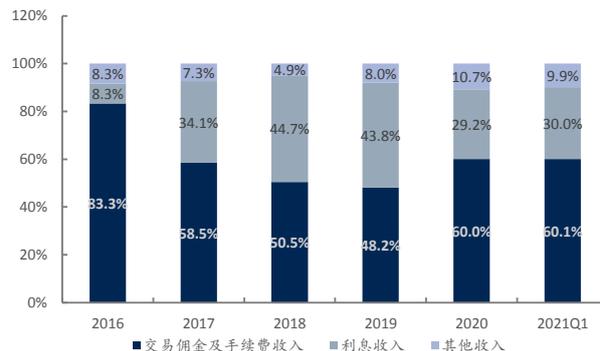
图 15: 2021Q1 老虎证券收入结构分布



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2016-2020 年富途控股收入结构分布


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2016-2020 年富途控股各业务收入占比


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2016-2020 年老虎证券收入结构分布


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2016-2020 年老虎证券各业务收入占比


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们对营业收入中的其他收入进一步拆解。其他收入包含 C 端财富管理业务带来的收入（代销金融产品收入）和 B 端业务收入（IPO 承销分销、PR 服务、咨询收入、ESOP 收入等）。从富途控股的数据可以看出，其他收入主要来自 IPO 承销分销收入，占比约在 50%。老虎证券 2020 年 IPO 分销收入 1380 万美元，占其他收入的 60% 左右。ESOP 业务在收入层面尚无贡献，其贡献主要在获客层面。

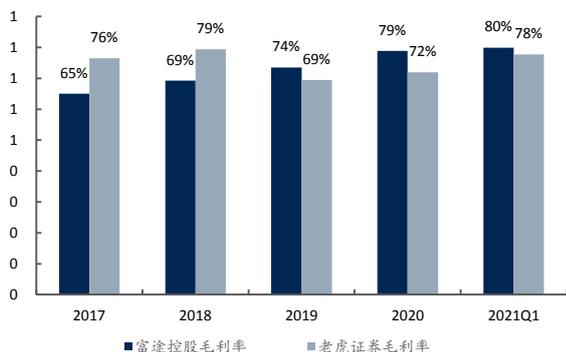
表 7: 富途控股其他收入拆解

	基金销售 收入	IPO 分销 收入	承销 收入	ESOP 收入	PR 服务 收入	资讯 收入	货币汇兑 收入	其他	合计
2018	0.00	2.06	1.35	0.04	1.18	0.19	0.35	0.32	5.49
2019	1.33	3.40	2.51	0.17	2.08	0.35	0.60	0.50	10.94
2020	5.47	20.47	3.95	0.23	3.85	2.37	8.59	0.60	45.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

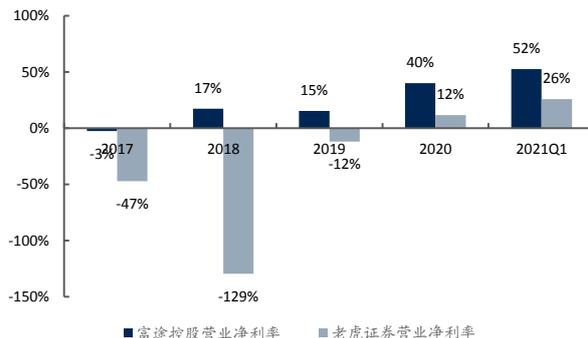
富途控股营业利润率高于老虎证券。富途控股和老虎证券毛利率接近，在 70%-80% 之间，但营业利润率有一定差距。原因在于跨境互联网券商的营业支出主要为研发费用和营销费用，具有较强的规模优势，而富途控股客户规模高于老虎证券。

图 20: 富途控股与老虎证券毛利率类似



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 富途控股营业净利率高于老虎证券

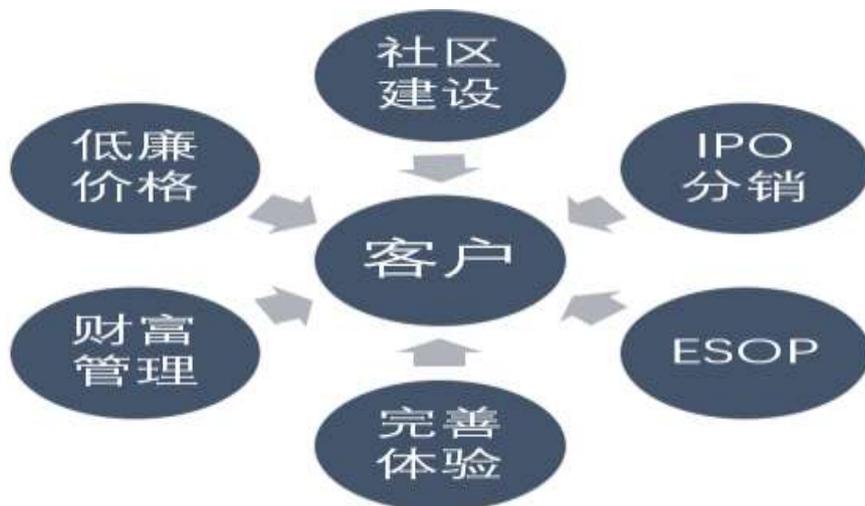


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

C 端业务对比: 体验+社区, 香港牌照是主要制约

如前文所述, 跨境互联网券商是典型的经纪型券商模式, 客户是一切业务之本。跨境互联网券商虽然业务可分为 C 端业务和 B 端业务, 但都紧紧围绕零售客户这个核心指标。C 端通过相对低廉的价格、极致的体验和优秀的社区建设来吸引客户, 并通过财富管理业务来提升单客价值。B 端的 IPO 分销、ESOP 服务本质也都是为了更好地吸引和留住客户。

图 22: 跨境互联网券商以获取客户为核心目标



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

跨境互联网券商将客户体验作为第一立足点。账户开通方面, 富途账户的开通仅需要进行身份验证、银行卡验证、个人资料填写、选择账户与风险披露, 线上开户流程简单, 承诺 15 分钟内完成开户审核; 老虎证券流程与富途类似, 承诺 1 个工作日之内完成审核, 一般在 1 个小时内即可完成。相对于华泰国际和国泰君安国际等 1-3 日开户时间, 优势明显。入金方面, 富途支持的入金币种包括港元、美元及离岸人民币, 持有香港银行卡可支持 eDDA 快捷入金和银证转账, 其中 eDDA 入金仅需在富途牛牛 APP 内部发起转账, 纯平台内部操作; 老虎证券的投资者可通过普通转账汇款或者银证转账两种方式入金, 银证转账需要在网银端操作实现入金, 几分钟后可到账, 目前仍不支持纯平台内部的金流程。交易速度方面, 富途支持 0.0037s 极速交易, 而通过盈透证券下单目前的港股网络延迟在 0.05s 左右。

表 8: 富途牛牛与老虎证券入金方式比较

入金对象	支持香港卡入金方式	操作简易程度	入金时间
富途牛牛	eDDA 快捷入金	简单	几分钟
	银证转账	一般	几分钟
老虎证券 Tiger Trade	银证转账	一般	几分钟
	普通汇款	复杂	1-3 个工作日

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

富途牛牛和老虎证券都是现象级交易 APP。富途牛牛根据客户对产品的需求和意见, 积极响应, 2020 年完成了 86 个版本迭代, 更新了 3900 个产品特性和技术需求。富途牛牛和老虎证券提供港/美/A 股三大市场深度行情, 向中国大陆用户免费提供实时市场资讯。富途牛牛和老虎证券都提供港股暗盘交易, 方便港股打新者在开盘前提交锁定收益。

图 23: 现象级交易 APP 富途牛牛



资料来源: 富途牛牛 APP、国信证券经济研究所整理

图 24: 现象级交易 APP 老虎证券 Tiger Trade



资料来源: 老虎证券 APP、国信证券经济研究所整理

优质的社区生态提升跨境互联网券商客户粘性。传统券商的客户维护与客户活动方式以线下为主, 虽然交易基本实现线上化, 但是缺乏互联网思维和相关技

术与运营手段，难以将客户社区线上化。线上客户入口长期依赖于以同花顺为代表的第三方机构。相较于传统券商，跨境互联网券商更加重视与客户的直接连接与线上入口的获取，着力打造优质线上社区。牛牛圈和老虎社区集成了投资者教育和上市公司官方企业号等多维信息集合。牛牛圈和老虎社区为港股和美股交易提供详细的教程，能够让投资者快速入门。通过企业号，实现了投资者与上市公司的更紧密连接，上市公司可通过企业号进行包括业绩发布会、产品发布会等在内的线上直播，进一步促进投资者对公司的了解。

活跃的社区氛围与参与度有助于构建客户归属感。除却投资者教育和上市公司信息外，社区主要由 UGC（用户原创内容）构成，鼓励用户进行主题交流互动，帮助其了解市场规则，发现投资机会，满足其场景需求。通过客户的自发创作，社区内容始终紧跟投资前沿，并能满足客户的倾诉需求，营造较好的归属感。完善的社区建设使得富途控股和老虎证券的客户留存率都保持在 98% 以上。

图 25: 富途控股线上社区牛牛圈



资料来源: 富途牛牛 APP、国信证券经济研究所整理

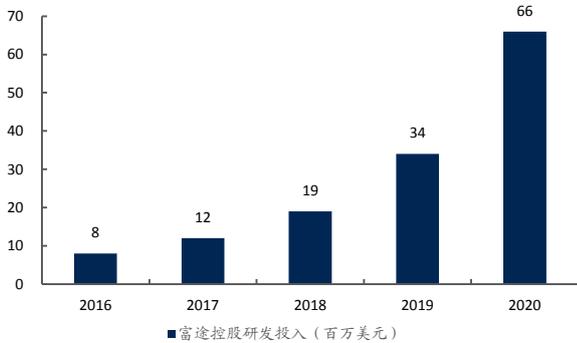
图 26: 老虎证券线上社区老虎社区



资料来源: 老虎证券 APP、国信证券经济研究所整理

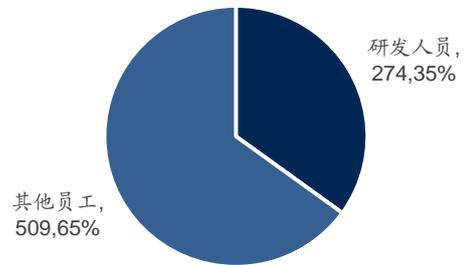
优秀的产品体验背后是富途控股和老虎证券对研发的极度重视。富途控股研发支出由 2016 年 800 万美元增至 2020 年 6600 万美元，CAGR 达 69%。老虎证券 2020 年研发人员 274 名，占员工总数 35%，远高于传统券商。

图 27: 富途控股研发投入 CAGR 达 69%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

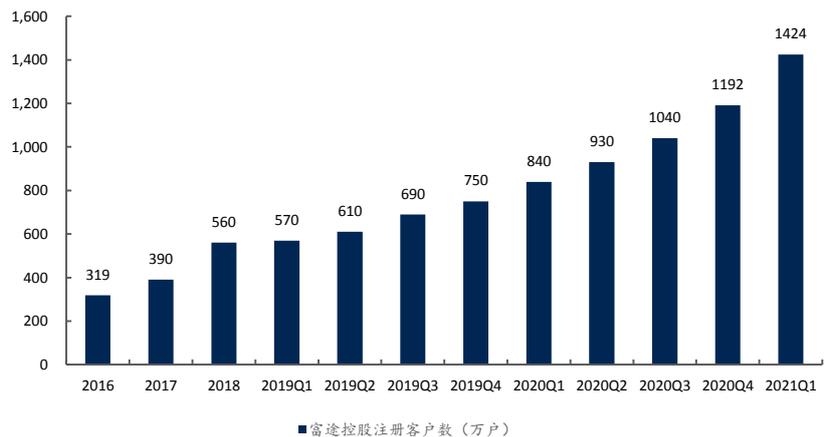
图 28: 老虎证券研发人员占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

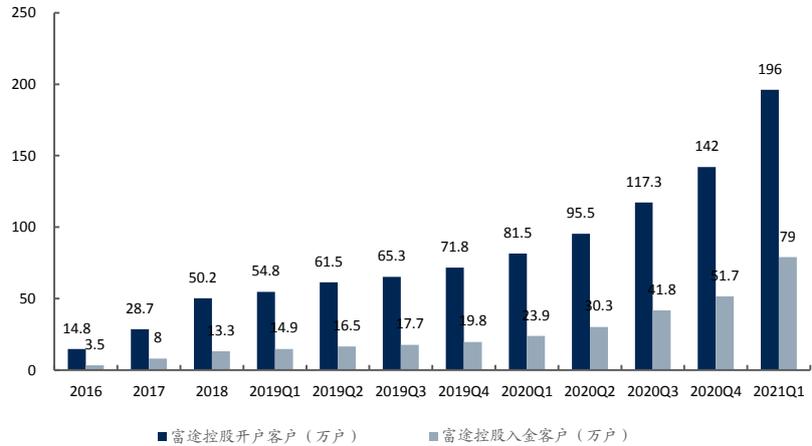
富途控股和老虎证券的客户数量皆处于高速增长之中。富途控股披露的客户指标分为注册客户、开户客户和入金客户三类。注册客户即在富途牛牛 APP（海外为富途 MOOMOO）上完成注册的用户，开户客户即在富途控股完成港美股账户开立的客户，入金客户即完成入金并进行交易的客户，入金客户是富途控股的“有效客户”。富途控股的注册客户数已由 2016 年的 319 万户增长至 2021 年一季末的 1424 万户，CAGR 高达 39%；富途控股的开户客户数已由 2016 年的 14.8 万户增长至 2021 年一季末的 196 万户，CAGR 高达 91%；富途控股的注册客户数已由 2016 年的 3.5 万户增长至 2021 年一季末的 79 万户，CAGR 高达 118%。

图 29: 富途控股注册客户数已超 1400 万户



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

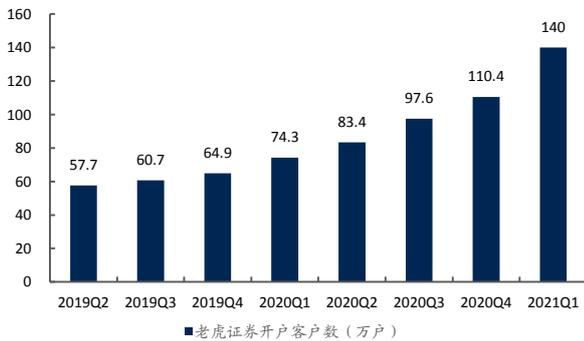
图 30: 富途控股入金客户数已增至 79 万户



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

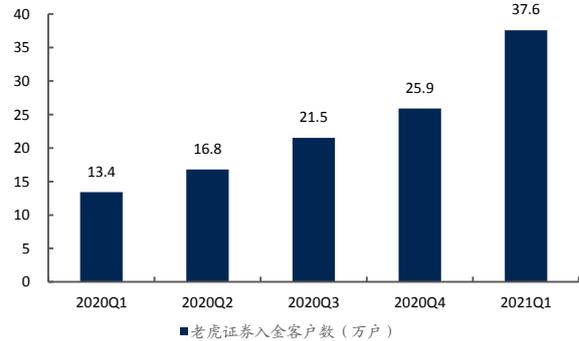
老虎证券只披露开户客户和入金客户, 老虎证券的开户客户数已由 2019 年二季度末的 57.7 万户增长至 2021 年一季度末的 140 万户, 同比增速 88%; 老虎证券的入金客户数已由 2020 年一季度末的 13.4 万户增长至 2021 年一季度末的 37.6 万户, 同比增速 181%;

图 31: 老虎证券开户客户数达 140 万户



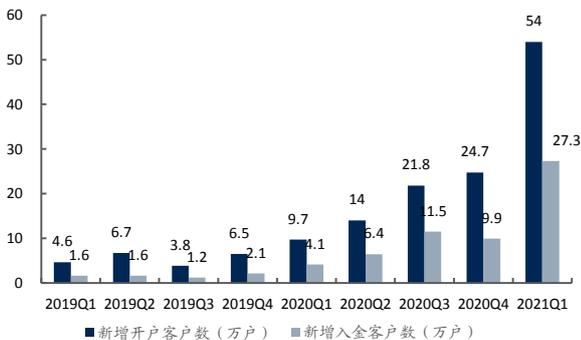
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 老虎证券入金客户数达 37 万户



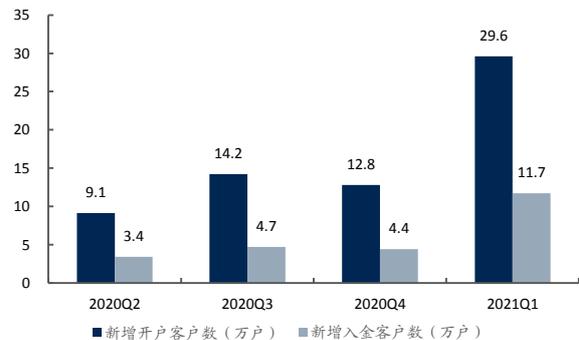
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 富途控股新增客户情况



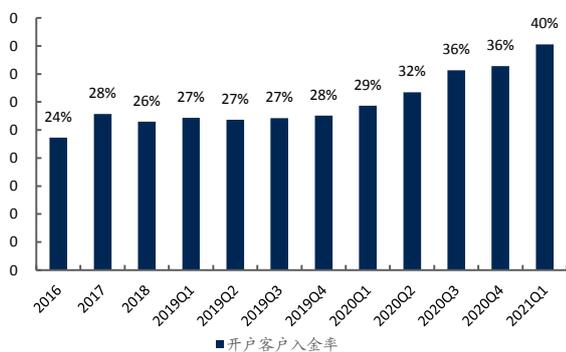
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 老虎证券新增客户情况



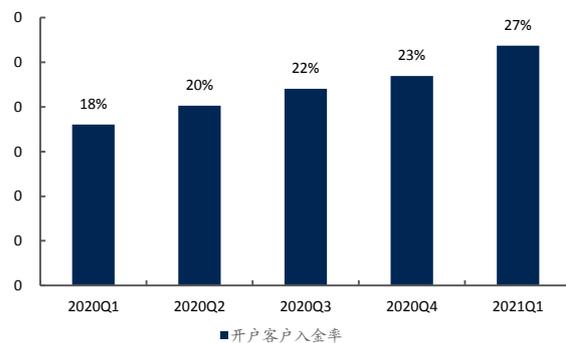
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 富途控股开户客户入金率持续提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 老虎证券开户客户入金率低于富途控股



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从新增客户数目和开户客户入金率来看, 富途控股均领先于老虎证券。通过对获客成本分析, 我们发现老虎证券获客成本高于富途控股, 可能由于老虎证券缺乏香港牌照, 其在香港的广告受限。此外由于老虎证券在香港需依赖于盈透证券进行底层清算, 因此老虎证券单客营收也低于富途控股。

图 37: 富途控股单客营收已超 800 美元



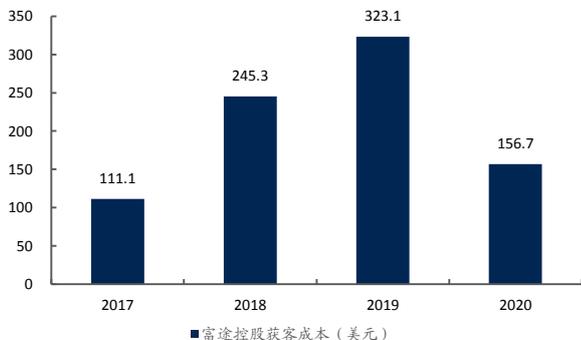
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 老虎证券单客收入低于富途控股



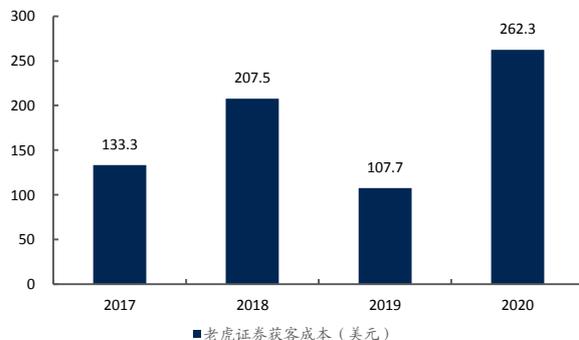
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 富途控股获客成本情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 老虎证券获客成本情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

B 端业务对比：单品牌 vs 多品牌

跨境互联网券商的核心 B 端业务主要为 IPO 分销、投资者关系维护与员工持股计划（ESOP）三大类。为了提升客户认知，加强业务划分，富途控股专门设置富途安逸品牌来进行 B 端业务，与面向经纪业务的富途证券和面向财富管理的富途大象财富形成富途控股的产品矩阵。

不同于富途控股，老虎证券采用单一品牌战略。老虎证券没有为 B 端业务设立单独品牌形象，从而强化对老虎证券品牌的认知。

图 41：富途控股品牌矩阵



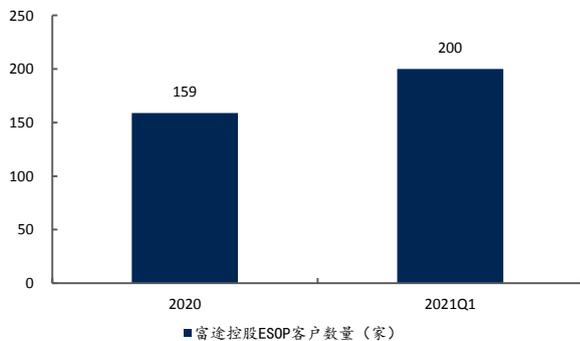
资料来源：富途安逸官网、国信证券经济研究所整理

图 42：跨境互联网券商 B 端业务解析

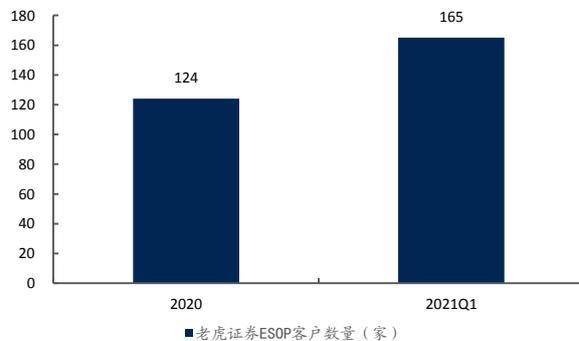


资料来源：富途安逸官网、国信证券经济研究所整理

富途控股和老虎证券在 IPO 和 ESOP 等业务中保持持续领先。截至 2021 年一季度末，富途控股 IPO 分销和 IR 服务累计服务客户达 152 家。ESOP 业务累计客户达 200 家，服务员工遍布 40 个以上的国家和地区。老虎证券 Q1 参与 14 宗美港股 IPO，新增 41 家 ESOP 客户，ESOP 累计服务客户数量达 165 家。

图 43: 富途控股 ESOP 服务客户数量


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 44: 老虎证券 ESOP 服务客户数量


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

跨境互联网券商崛起对证券行业的启示

综上，跨境互联网券商崛起对证券行业有四点启示：

一、券商应重点发展财富管理与跨境业务，以满足中国居民日益增长全球资产配置需求。如前文所述，随着中国经济的快速发展，高净值人群积累增多，我国海外资产配置比例相对较低，存在着旺盛的财富管理与跨境配置需求。在高净值人群的投资决策各环节上，专业金融机构扮演着非常重要的角色。我国居民尤其是高净值人群对全球权益市场的关注度和参与度在不断加深，利好发展券商的财富管理业务和跨境业务。

二、券商应主动创新投行业务，实现 B 端业务与 C 端业务的联动，配合财富管理业务应用场景，不断提升服务效率，增强客户黏性。客户是一切业务之本。跨境互联网券商虽然业务可分为 C 端业务和 B 端业务，但都紧紧围绕零售客户这个核心指标。C 端通过相对低廉的价格、极致的体验和优秀的社区建设来吸引客户，并通过财富管理业务来提升单客价值。B 端的 IPO 分销、ESOP 服务本质也都是为了更好地吸引和留住客户。

三、券商在发展跨境业务时，应坚持以客户为中心，加大金融科技投入，不断提升客户服务能力。将客户体验作为第一立足点。应不断增加研发支出，主动拥抱金融科技，不断完善包括账户开通、入金出金、跨境衍生品交易在内的综合交易体验。

四、券商在发展跨境业务时，应拥抱境外监管，坚守合规底线，不断完善海外牌照体系，扩展业务范围。金融业务作为持牌业务，牌照是证券公司的核心资源，决定了各公司的业务范围和盈利模式。取得牌照的前提是高标准合规经营及与海外监管充分沟通。券商可通过自主申请或并购等多种方式获取香港牌照和美国牌照，不断扩充业务范围。

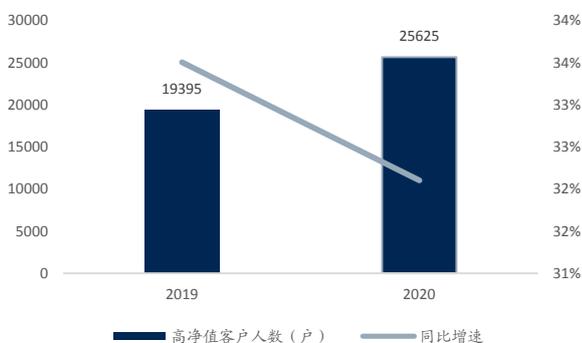
投资建议

根据上文测算，华人配置境外股票规模仍有较大提升空间，跨境互联网券商行业仍在高速发展期。富途控股和老虎证券作为跨境互联网券商的领头羊，在牌照获取、自研系统和社区建设等方面具有较好的护城河，建议投资者持续关注富途控股和老虎证券等优质跨境互联网券商的发展。

在境内市场方面，则建议关注如下标的：

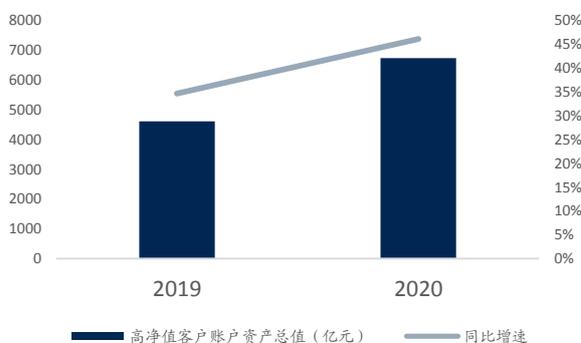
一、在跨境业务和高净值客户方面具有领先优势的中金公司。中金公司财富管理品牌定位高端、深耕高净值客群，在券商同质化竞争格局中优势显著。截至2020年末，公司财富管理客户总规模已达369万户，客户账户资产总值达2.6万亿元，户均资产规模约70万元；其中，高净值客户（资产300万元以上）2.56万户，资管规模6725.2亿元，户均资产规模约为2624万元。

图 45：2019-2020 年中金公司高净值客户人数



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 46：2019-2020 年中金公司高净值客户账户资产规模



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

二、拥有股吧、天天基金等大流量线上平台并持有证券牌照的东方财富。东方财富从流量巨头发展到零售巨头，得益于其互联网战略的高流量、低佣金对客户吸引力以及良好用户体验增强客户黏性。东方财富今年东方财富国际证券改名为哈富证券，着力发展跨境互联网券商业务。

表 9：东方财富业务布局

布局时间	产品平台	服务内容	盈利模式	战略
2005	东方财富网	财经资讯网站	广告投放收入、其他增值服务	形成流量基础
2006	股吧东方财富通	股票交流平台	提供互动平台，吸引流量为主	
2007	天天基金网	第三方基金销售	基金销售申购、赎回费用	切入基金代销业务
2010	东方财富通	行情、交易终端	推出机构付费版	
2013	Choice	金融数据研究终端	向金融机构提供金融数据并收费	
2015	收购西藏同信证券	经纪、资管、融资等服务	网络开户、资管收入等	切入证券零售业务
2018	设立基金管理公司	基金募集、基金销售、资产管理等	基金代销、管理费用等	迈向财富管理平台

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

三、在财富管理方面具有特色的“小而美”国联证券。国联证券是首批获得基金投顾业务资格券商中的唯一一家中小型券商。国联证券的高管团队大多拥有在龙头券商的从业经历，能够深刻理解行业和市场的发展趋势。国联证券也抓住契机，2020年作为首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，加快财富

管理转型。国联证券引进了行业领先的专业交易系统，建立并不断完善私募产业链；搭建国联财商、国联尊享两大服务品牌，持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队，不断完善私人银行服务体系；优化现有营业网点，加快重点区域业务布局。

风险提示

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期；市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；跨境资本流动政策收紧；通胀导致全球货币政策快速收紧；市场大幅波动等。

表 10: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2021E	2022E	2021E	2022E
601995	中金公司	增持	53.98	1883	2.00	2.56	26.99	21.09
300059	东方财富	增持	33.26	3438	0.77	1.11	43.19	29.96
601456	国联证券	增持	13.62	277	0.29	0.33	46.97	41.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032