

## 证券 II

2022 年 11 月 23 日

## 赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中

### ——互联网券商行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

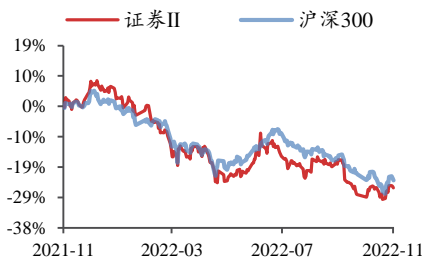
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《政策暖风频吹，标的池扩容利好两融规模扩张——沪深交易所两融标的扩容事件点评》-2022.10.22

《市场过度担忧降费政策，看好券商板块估值修复——国办“券商和基金等机构降费”事件点评》-2022.9.17

《低估值带来投资价值，宏观经济修复或是核心催化——上市券商 2022 中报综述》-2022.9.9

### ● 赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中，互联网券商成长性明显

(1) 中长期看，我国股民渗透率和证券化率均有较大提升空间，居民财富向金融资产迁移将带来证券零售业务的持续增长，Z 世代崛起为互联网券商带来机遇，互联网券商赛道空间广阔；近两年行业佣金率呈现触底迹象，而财富管理等多元化需求逐渐提升零售证券用户的单客价值。(2) 龙头公司在研发、流量、运营和成本端占优，市占率持续向头部集中；轻资本模式、互联网 2C 业务的规模效应使得互联网券商业务具有较好成长性，可享受较高估值。(3) 互联网券商在 2022 年逆境下业绩保持较好成长性，东方财富 2022H1 经纪净收入同比+28%，同花顺广告及互联网推广业务同比+18%，指南针完成证券牌照收购成为互联网券商新贵。(4) 互联网券商赛道兼具成长性和 beta 弹性，推荐互联网券商+财富管理综合优势突出的东方财富，推荐证券用户有望高增长的指南针，受益标的同花顺。传统券商推荐华泰证券、国金证券，受益标的招商证券、华林证券、湘财股份。

### ● 股民空间与画像：户均资产较高，增长空间广阔

(1) 截至 2022 年 6 月末，我国自然人投资者数量超 2 亿，预计存量入金有效户数约 5019 万户，有效户户均持股 AUM 31 万元，根据深交所披露，2020 年投资者证券账户平均资产量 59.7 万。(2) 我国股民渗透率 14.5%，考虑中概股后证券化率 95%，与亚洲和美国市场相比仍有较大提升空间，我国证券税制较低同时资本市场持续扩容利于股民长期稳定增长。(3) 股民画像来看，我国股民以消费能力强、发达省市的中青年男性为主，互联网股民相较更加年轻，地域和消费水平更加下沉。互联网股民近 6 年 CAGR 达 25%，未来增长潜力仍然较大，同花顺、东方财富为主要流量渠道，月活数均超 2000 万。

### ● 行业复盘：兴起于政策宽松周期，角逐于后疫情时代与 Z 世代机遇

2012-2015 年监管宽松周期与互联网时代交汇，资本市场相对繁荣，互联网券商快速发展。目前互联网券商的业务链条由持牌证券公司、垂直信息服务商及互联网流量平台构成。互联网券商依靠“产品、流量、牌照”优势切入赛道，头部券商自主研发引流积极“触网”，中小券商以战略合作模式紧跟步伐。随着后疫情时代下居民金融理财意识逐渐觉醒，与互联网共同成长的 Z 世代已成为数量庞大的潜在增量客户，线上获客具有优势的互联网券商迎来发展机遇。

### ● 行业格局与竞争要素：市占率向头部集中，战略和基因是决定因素

(1) 互联网券商通过流量运营、优质产品服务和低价策略实现获客和留存，依靠金融牌照实现多元化收入变现，规模效应下成本率持续下降，用户高粘性和低成本构建护城河。5 大竞争要素为：价格、产品和服务、流量、运营能力、牌照。

(2) 2016 年以来，东方财富市占率快速攀升，传统券商中华泰证券、招商证券和中信证券市占率小幅提升。目前互联网券商与传统券商佣金率水平相近，而在研发投入、流量积累、运营能力和经营成本方面更加占优，传统券商在客均资产、单客两融业务收入略胜一筹。(3) 互联网券商核心优势是其互联网基因和战略定力，头部公司护城河优势明显，新晋公司依靠互联网运营优势有望打开空间。

● **风险提示：**股市波动带来交易量不确定性；行业竞争加剧，核心业务费率下降超预期。

## 目 录

1、 前言 .....	4
2、 股民空间与画像：看好互联网券商增长空间 .....	5
2.1、 股民规模与结构：个人投资者户均持股市值约 31 万元 .....	5
2.2、 国际对比：与发达国家相比，我国股民渗透率有较大提升空间 .....	7
2.3、 股民画像：互联网股民更加年轻和下沉 .....	11
3、 兴起于政策宽松，角逐于后疫情时代与 Z 世代机遇 .....	15
3.1、 周期共振：监管宽松周期叠加互联网技术变革 .....	15
3.2、 竞争格局：垂直信息服务商积极切入赛道，传统券商拥抱互联网 .....	17
3.3、 时代机遇：Z 世代与后疫情时代，互联网券商明显受益 .....	21
4、 行业格局与竞争要素：互联网基因和战略是核心 .....	23
4.1、 商业模式：流量基础实现多元化变现，高壁垒高粘性构建护城河 .....	23
4.2、 行业格局：券商零售业务格局分化，互联网券商异军突起 .....	31
4.3、 互联网券商五大竞争要素分析：互联网基因和战略是核心 .....	33
5、 投资建议 .....	36
6、 风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1： 前十大省市个人开户数占全国 56%，集中度较高 .....	7
图 2： 一线城市有效户渗透率超 5%，各省中位数 3% .....	7
图 3： 我国证券化率（总市值/GDP 现价）稳步增长 .....	10
图 4： 我国 A 股账户新增开户数与市场涨跌有一定性相关性 .....	11
图 5： 2020 年全市场股民 24 岁-30 岁投资者占比最高 .....	11
图 6： 2020 年我国股民中高消费、高消费人群占比 76% .....	11
图 7： 2020 年我国股民以男性为主 .....	12
图 8： 超一线与一线城市群体占比约 70% .....	12
图 9： 80 后和 90 后个人投资者本科及以上学历占 44%/49% .....	12
图 10： 具有三年以上投资经历占 67%，投资粘性较高 .....	12
图 11： 持股六个月以下占 76%，目前仍偏好短线投资 .....	12
图 12： 可投资资产 30 万以下的个人投资者占 55% .....	13
图 13： 投资需求多元化，股民投资公募基金比例提高 .....	13
图 14： 我国互联网股民数量 2015-2021 年复合增速 25% .....	13
图 15： 2020 年互联网股民中月收入 3-5 千元占比 43% .....	13
图 16： 2020 年互联网股民 24 岁以下群体占比 16%，较全市场高 6% .....	14
图 17： 2020 年互联网股民本科以上占比 44% .....	14
图 18： 2020 年互联网股民城市分部相对均匀 .....	14
图 19： 2020 年互联网股民中等消费以下群体占比更高 .....	14
图 20： 主要炒股移动应用 APP 中同花顺渠道使用群体最多（万人） .....	14
图 21： 用户通过所开户券商网站与 APP 渠道股票投资人群占比较高 .....	15
图 22： 2022 年 5 月同花顺、新浪财经、东方财富月均活跃用户规模超 2000 万 .....	15
图 23： 互联网券商产业链格局逐渐完备，商业模式清晰 .....	18
图 24： Z 世代群体已步入职场，成为理财消费主要群体 .....	21
图 25： 30 岁以下群体线上投资意愿指数高于其他群体 .....	21

图 26: Z 世代群体中证券投资人群活跃渗透率有望提高 .....	21
图 27: Z 世代群体更青睐社交媒体进行线上投资理财 .....	22
图 28: 互联网券商相比传统券商更具流量优势 .....	22
图 29: 疫情前后股票交易 APP 月活用户提高 1084 万 .....	22
图 30: 以东方财富为代表的互联网券商积累充足流量基础, 掌握多元化变现手段 .....	23
图 31: 互联网券商依靠低价优质平台引流, 通过内容营销与社区运营等提高粘性 .....	24
图 32: 产品迭代、功能完善提高用户体验 .....	24
图 33: 东财证券净佣金率低于行业平均水平 .....	25
图 34: 东财证券两融利率低于行业平均水平 .....	25
图 35: 东方财富证券相比传统券商营业部数量较少 .....	25
图 36: 东方财富技术人员占比较高, 人力资本投入较大 .....	25
图 37: 东方财富依靠自有门户引流, 广告费用率较低 .....	26
图 38: 东方财富技术优势迭代, 研发费用占比边际下降 .....	26
图 39: 互联网券商与传统券商 APP 各有优势 .....	30
图 40: 截至 2022 年 1 月, 1456 名付费项目中技术指标升级付费占比最高 .....	30
图 41: 2008 年以来行业经历两轮佣金价格战 .....	34
图 42: 2016 年起东方财富以低佣金快速抢占市场份额 .....	34
表 1: 2022 年 6 月末中国自然人投资者达 2.06 亿, 有效户率 16% .....	5
表 2: 测算个人投资者户均持股市值达 31 万元 .....	6
表 3: 达到 50 万资金门槛投资者约 500 万, 达到 100 万资金门槛投资者约 150 万 .....	6
表 4: 中国大陆股民渗透率 14.5%, 对标发达国家和地区具有较大增长潜力 .....	8
表 5: 剔除低收入人群后, 中国大陆个人投资者开户渗透率 26%, 相较日韩两国仍有空间 .....	8
表 6: 中国大陆印花税相对较低, 免征流通股交易的资本利得税 .....	9
表 7: 2020 年我国大陆地区证券化率 95%, 相较发达市场仍有提升空间 .....	9
表 8: 近五年我国证券化率 (股票流通市值/名义 GDP) 复合增速 4.5% .....	10
表 9: 我国自然人投资者数量 7 年复合增速 12% .....	10
表 10: 监管宽松、技术变革和资本市场繁荣三大周期共振造就互联网券商崛起 .....	16
表 11: 监管紧缩周期互联网券商规范发展, 互联网企业金融难度提升 .....	17
表 12: 两种模式转型的垂直信息服务商形成各自变现逻辑 .....	19
表 13: 头部券商与中小券商通过不同方式转型 .....	20
表 14: 传统券商积极申请互联网券商业务试点 .....	20
表 15: 2020 年 Z 世代群体更青睐组合投资的金融理财方式 .....	21
表 16: 互联网券商 APP 聚焦用户交互性、传统券商 APP 注重专业性资讯与多元理财需求 .....	26
表 17: 传统券商 APP 综合理财服务完善, 东方财富综合财富管理加快布局 .....	28
表 18: 富途牛牛 APP 交易功能完善, 社区运营丰富, 投教专区细分明确, 理财专区产品丰富 .....	29
表 19: 2016-2021 年东方财富代理买卖证券款 (个人余额) 市占率增幅较大 .....	31
表 20: 2016-2021 年东方财富股基成交额市占率增长较快 .....	32
表 21: 从单客收入来看, 互联网券商单客两融收入不占优 .....	32
表 22: 互联网券商五个竞争要素: 价格、产品和服务、流量、运营能力、牌照 .....	34
表 23: 2021 年两大阵营佣金率差距不大, 头部券商与互联网 APP 单均使用时长接近 .....	35
表 24: 2021 年互联网券商研发投入占调整后营收比重相较传统券商较高 .....	35
表 25: 2021 年东方财富客户经纪业务换手率 31 倍 .....	36
表 26: 受益标的估值表 .....	38

## 1、前言

近年来，互联网券商赛道迎来了一些新变化：

**(1) 全面注册制、资管新规和房住不炒等顶层政策下，资本市场持续扩容，居民财富配置向净值型金融产品迁移，股市新增投资者数量持续增长，为互联网券商业务扩容带来历史机遇。**

**(2) 与互联网共同成长的 Z 世代已逐渐成为数量庞大的潜在增量客户，叠加疫情影响，线上理财逐渐成为主流，互联网券商受益明显；**

**(3) 行业佣金率呈现触底迹象，小单交易占比提升对互联网券商经纪佣金率带来一定支撑作用，而财富管理多元化需求逐渐提升零售证券用户的单客价值。**

**(4) 赛道迎来一些新玩家。**指南针 2022 年 7 月完成对网信证券牌照的收购，成为新晋互联网券商，华林证券收购海豚 APP 并与字节跳动进行战略合作，加大互联网券商业务布局。

在此背景下，市场对互联网券商赛道的关注度再次提升，本篇报告系统分析了三方面内容：

**(1) 股民空间与画像：**我们对我国股民数量、有效户比例、户均资产和结构进行了量化测算，分析了股民尤其是互联网股民的画像情况。并从股民渗透率、证券化率等角度做了国际对比。

**(2) 互联网券商赛道的历程和格局：**我们回顾了互联网券商的兴起与发展历程，从行业机遇、政策以及市占率的角度分析了行业竞争格局和发展趋势。

**(3) 互联网券商业务模式和竞争要素：**构建了互联网券商五个竞争要素的定性和定量对比分析。

## 2、股民空间与画像：看好互联网券商增长空间

### 2.1、股民规模与结构：个人投资者户均持股市值约 31 万元

**股民规模：2022 年 6 月末我国自然人投资者规模超过 2 亿，人均账户数 1.5 户，存量有效户率 16%。**根据上交所统计，截止 2022 年 6 月末，我国大陆自然人累计开户数 3.2 亿户，根据中国结算统计，我国自然人投资者数量 2.06 亿人，测算得到每自然人平均开 1.5 个股票账户。按照上交所年鉴披露的 2020 年自然人持股账户数来看，持股自然人数量 4182 万人，即存量有效户率约 16%（存量有效户率=持股自然人数量/总开户数），考虑到上交所开户数为累计账户开户数据，若扣掉销户数，预计全市场真实的存量有效户率或略高于 16%。2021 年新增开户数 3337 万户，同比+11%，新增自然人投资者数量 1958 万人，同比+9%。以 16% 存量有效户率计算，预计 2022 年 6 月末我国存量有效户数为 5019 万户。

**表1：2022 年 6 月末中国自然人投资者达 2.06 亿，有效户率 16%**

单位：万人（或万户）	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
<b>存量：</b>					
上交所累计开户数 （自然人）	21,379	23,525	26,525	29,862	31,396
人均账户数	1.46	1.48	1.50	1.52	1.53
自然人投资者数量 （中国结算一码通户数）	14,615	15,937	17,736	19,694	20,575
<b>有效户比例</b>		<b>16.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
自然人持股账户数 （上交所年鉴）		3,857	4,182	<b>4,778</b>	<b>5019</b>
<b>增量：</b>					
新增 A 股账户数（上交所）	1,947	2,152	3,007	3,337	1,534
新增自然人投资者数量		1,322	1,799	1,958	881

数据来源：上交所、中国结算、Wind、开源证券研究所

注：（1）有效户比例=自然人持股账户数（上交所）/自然人累计开户数（上交所）

（2）中国结算披露的自然人投资者数量定义为期末投资者数量指持有未注销、未休眠的 A 股、B 股账户的一码通账户数量。（一位自然人投资者对应唯一的一码通账号，但可以有多个沪深股票账户）

**户均持股市值：预计全市场个人投资者户均持股市值 31 万元。**根据上交所 2021 年年鉴数据，2020 年末上交所自然人持股账户数 4181.61 万户，持股市值 8.7 万亿，其中属于个股前十大流通股股东的账户数 0.74 万户，持股市值 2.1 万亿，我们剔除自然人大股东的影响，估算个人投资者户均持有上交所股票流通股市值为 15.8 万。根据 2020 年沪深两市个人持股流通市值规模比例 1.05:1，测算得到个人投资者户均持有深交所股票流通股市值为 15.1 万，因此得到个人投资者户均持流通股市值为 31 万元。

**表2：测算个人投资者户均持股市值达 31 万元**

	持股账户数 (万户)	账号数 占比	持流通股市值 (亿元)	流通股市 值占比	户均资产 (万/户)
上交所自然人投资者	4181.61		87042		20.82
其中：<10 万	2249.17	53.8%	3538	4.1%	
50 万-100 万	1212.5	29.0%	10449	12.0%	
100 万-300 万	355.4	8.5%	8395	9.6%	
300 万-1000 万	259.64	6.2%	13631	15.7%	
300 万-1000 万	80.26	1.9%	12176	14.0%	
1000 万以上	24.65	0.6%	38852	44.6%	
其中：属于上市公 司前十大流通股 股东	0.74		21110		
上交所个人投资者 (不含自然人大股东)	4180.87		65932		15.77
上交所：深交所(个人持股流 通市值)					1.05
深交所个人投资者 (不含自然人大股东)					15.08
全市场个人投资者					30.85

数据来源：上交所年鉴、中国结算、Wind、开源证券研究所

**股民结构：50 万以上的投资者数量约 500 万人，100 万以上的合格投资者约 150 万人。**根据北交所、科创板披露的合格投资者数量和已开户投资者数量可以大致推测满足资产 50 万以上个人投资者约 500 万；根据新三板披露数据，满足 100 万以上资产的个人投资者约 150 万。

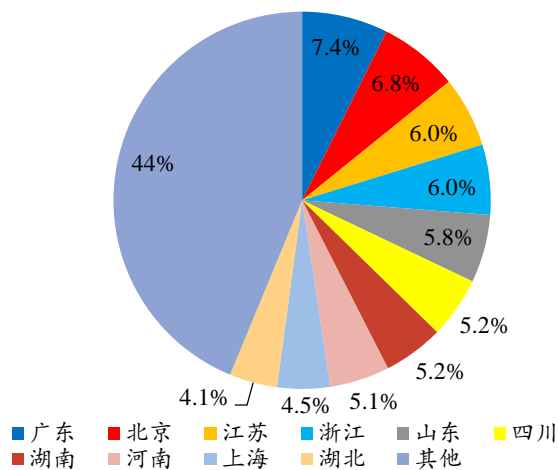
**表3：达到 50 万资金门槛投资者约 500 万，达到 100 万资金门槛投资者约 150 万**

账户类型	资金门槛	已开户投资者 数量(万户)	合格投资者数 量(万户)	披露时间
北交所	证券资产 50 万	-	513	2022.9.2
科创板	单一账户日均资产 50 万	509	-	2022.8.31
两融账户	20 日日均资产 50 万	621	-	2022.7.31
新三板	精选层 100 万、创新层 150 万、基础层 200 万	-	160	2020.12.31
其中：精选层	100 万	-	153	2020.7.31

数据来源：人民日报、第一财经、证券日报、中国结算、新华社、腾讯数据宝、开源证券研究所  
注：科创板数据来自同花顺统计的 2022 年 8 月科创板新股的最高网上有效申购户数

**股民区位分布：地域分布不均，发达省份开户渗透率较高。**个人投资者开户地区分部集中度较高，根据2021年深交所统计，以广东、北京、江苏、浙江为代表的发达省市占全国个人开户数均超6%，前十大合计占56%。一线城市个人开户渗透率超过5%，高于中位数2%。

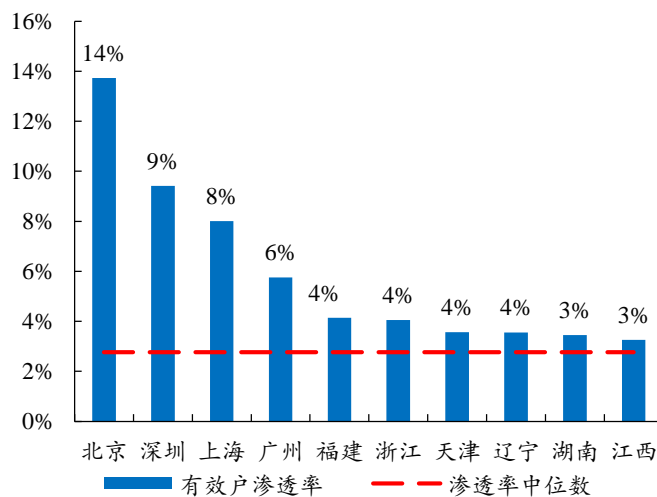
**图1：前十大省市个人开户数占全国56%，集中度较高**



数据来源：2021年深交所统计年鉴、国家统计局、开源证券研究所

注：广东省开户数为剔除广州市和深圳市的开户数量

**图2：一线城市有效户渗透率超5%，各省中位数3%**



数据来源：2021年深交所统计年鉴、国家统计局、开源证券研究所

注：有效户渗透率=各省有效开户数/各地区常住人口，假设各地有效开户数=各区个人开户数\*有效户率（假设为全国均值16%）

## 2.2、国际对比：与发达国家相比，我国股民渗透率有较大提升空间

**全球股民渗透率对比：中国大陆股民渗透率14.5%，较发达市场仍有较大提升空间。**

(1) 亚洲国家和地区股民渗透率普遍超过30%。日本51%、韩国32%、中国台湾46%、中国香港36%。美国家庭部门直接持股渗透率15%，通过直接和间接持股占比53%，德国、法国基本为10%，因金融体制和历史原因渗透率较低。(2) 中国大陆个人投资者渗透率增长潜力较大。根据中国结算披露，截止2022年6月30日个人投资者2.06亿人，测算渗透率14.5%，按照有效户率16%，测算有效户数约5000万(占总户数17%)，渗透率3.6%，对标发达国家和地区渗透率有增长空间。

**表4：中国大陆股民渗透率 14.5%，对标发达国家和地区具有较大增长潜力**

国家或地区	日本	中国台湾	中国香港	韩国	美国	中国大陆	德国
统计时间	2021/12/31	2020/12/31	2014/12/31	2020/8/1	2019/12/31	2022/6/30	2016/12/31
总人口数或家庭户数 (万)	12537	2356	6224	5178	8370	141811	8218
个人投资者数量或持股家庭户数 (万)	6460	1078	2253	1667	1255	20624	898
股民渗透率 (直接持股)	51.5%	45.8%	36.2%	32.2%	15.0% (直接和间接持股合计占比 53%)	<b>14.5%</b>	10.9% (包括直接和间接持股)
数据来源	东京证券交易所等四大全国交易所	台湾集中保管结算所	港交所 2014 年个人投资者调查报告	央视财经、韩国金融投资协会	美联储、美联储、美国商务部普查局	中国证券登记结算有限公司	新华社、德国股票学会

数据来源：东京证交所、台湾集中保管结算所、港交所、韩国金融投资协会、美联储、中国结算、德国股票学会、央视财经、新华社、开源证券研究所

注：(1) 股民渗透率=个人投资者数量或家庭直接持股数量/总人口或家庭数量

(2) 我们基于每个韩国居民开设 3 个账户的假设，按韩国金融投资协会 2020 年 8 月披露的活跃账户数量 5000 万户除以 3 计算得出 1667 万个人投资者。活跃账户定义为近一个月进行过股票交易的账户

(3) 直接持股指该国居民直接通过证券账户持有股票；间接持股指通过基金、递延退休账户、其他资产管理计划等方式持有股票。

**剔除低收入群体后，中国大陆渗透率与日韩相比仍有较大提升空间。**根据厚生劳动省/韩国统计局/北师大 CHIP 中心调查，对于日本/韩国/中国大陆，我们分别以不足 300 万日元/年、不足 200 万韩元/月、不足 1000 人民币/月的标准划分为低收入群体，测算得到各国低收入群体占比为 38%/33%/43%。剔除低收入人群后，中国大陆股民渗透率 26%，较日本 83%、韩国 48%仍有较大提升空间。

**表5：剔除低收入人群后，中国大陆个人投资者开户渗透率 26%，相较日韩两国仍有空间**

渗透率测算(剔除低收入群体)	日本	韩国	中国大陆
时间	2021/12/31	2020/8/1	2022/6/30
总人口数/家庭户数 (万)	12537	5178	141811
低收入人群占比	38%	33%	43%
低收入人群标准	不足 300 万日元/年	不足 200 万韩元/月	不足 1000 元/月
低收入人群数 (万)	7811	3474	80520
活跃账户数量 (万)		5000	
个人投资者数量 (万)	6460	1667	20624
渗透率	51.5%	32.2%	14.5%
渗透率 (剔除低收入群体)	83%	48%	26%
数据来源	日本国税厅、日本厚生劳动省	韩国统计厅	北师大 CHIP、国家统计局

数据来源：日本国税厅、日本厚生劳动省、韩国统计厅、北师大 CHIP、国家统计局、开源证券研究所

注：(1) 日本低收入标准取自厚生劳动省，低收入群体占比假设取自 2020 年日本国税厅民间纳税调查数据

(2) 韩国低收入标准及占比假设取自 2020 年韩国统计厅调查数据

(3) 中国低收入标准及占比假设取自 2019 年北京师范大学 CHIP 中心调查数据

中国大陆印花税相对较低，**免征流通股交易的资本利得税**。个人投资者参与二级市场证券投资时，在流转、持有和转让三个环节需要纳税。通过横向对比，中国大陆在流转环节印花税向卖方单边征 0.1%，相对较低；对持有有一年以上的股票免征股息税；对流通股交易免征资本利得税。

**表6：中国大陆印花税相对较低，免征流通股交易的资本利得税**

征税环节	日本	中国台湾	中国香港	韩国	美国	中国大陆	德国
流转环节 (印花税和证券交易税)	无	证券交易税：卖方征 0.3%	印花税：双向征 0.1%	(1) 证券交易税：KRX 和 KOSDAQ 交易的征卖方 0.3%，其他 0.5%； (2) 印花税：400 韩元/单	无	印花税：卖方征 0.1%	无
持有环节 (股息税)	20%	无	无	个人所得，6%-38%	个人所得，10%-39.6% 扣除额 200 美元	(1) <1 个月，20%； (2) 1 个月至 1 年，10%； (3) >一年，免征	25%
转让环节 (资本利得税)	20%	(1) 个人所得，5%-45%； (2) >10 亿部分征 0.01%； (3) >1 年减 1/2，>3 年减 1/4	(1) 一般投资者 免征 (2) 专业投资者 15%	(1) 上市及 KOSDAQ 股票的交易所所得免税； (2) >3% / >100 亿韩元的和场外交易 22%，<1 年征 33%， 中小企业征 11%	个人所得短期 税率为 15%-39.6%； 长期优惠税率为 10%-20%	上市流通股份免征； 限售股按照 20% 征税	个人所得，0%-45%

资料来源：《境外股票市场税收政策研究\_中国证券监督管理委员会会计部课题组》、《境内外市场机构投资者资本利得税收制度比较研究\_杨皓然》等、开源证券研究所

**证券化率对比：考虑中概股后，我国大陆地区证券化率 95%，相较发达市场仍有提升空间。我们认为三因素影响证券化率水平：**

(1) **经济发展水平：**一国或地区经济发展带动企业融资需求增长，证券市场体制逐渐完善，使股票市值增速快于 GDP 增速。美国 195%、日本和韩国 133%。

(2) **金融体制与经济政策：**资本市场重视程度与金融机构地位差异影响证券市场发展。德国“银行主导型”金融体制，强调金融稳定，重视实体经济，同时因二战等历史原因，资本市场发展受阻，证券化率 59%。

(3) **证券税收政策：**通过提高或优惠税率等再分配方式调整证券投资收益。如中国香港免股息税，且一般投资者无资本利得税，吸引全球优质企业上市，股票市值约为 GDP 的 18 倍。

**表7：2020 年我国大陆地区证券化率 95%，相较发达市场仍有提升空间**

2020 年证券化率测算	中国香港	美国	日本	韩国	中国大陆(含中概股)	中国台湾	德国
股票市值(十亿美元)	6130	40720	6718	2176	14116	449	2284
GDP(十亿美元)	347	20894	5045	1638	14867	668	3843
证券化率	1769%	195%	133%	133%	95%	67%	59%

数据来源：世界银行、国际货币基金组织、各国和地区证券交易所、开源证券研究所

注：证券化率=股票市值/GDP

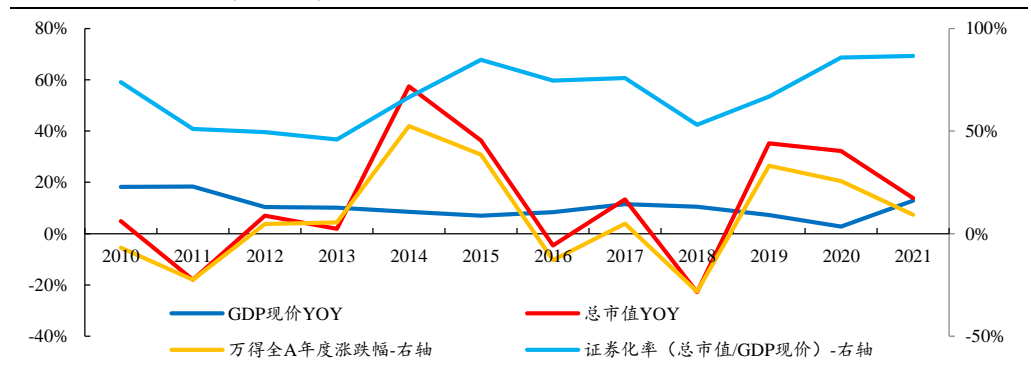
我国证券化率保持稳定增长。2016-2021年我国名义GDP 5年复合增速8.9%，股票总市值5年复合增速12.2%，股票流通市值复合增速13.9%，分子端高增速驱动我国证券化率提升，近五年我国证券化率（股票流通市值/名义GDP）复合增速4.5%。

**表8：近五年我国证券化率（股票流通市值/名义GDP）复合增速4.5%**

增速	GDP 现价	股票总市值	股票流通市值	万得全 A 年度涨跌幅	证券化率（流通市值/GDP 现价）	证券化率（总市值/GDP 现价）
CAGR 5（2016-2021）	8.9%	12.2%	13.9%	6.6%	4.5%	3.0%
CAGR 10（2011-2021）	8.9%	14.8%	16.4%	10.8%	6.9%	5.4%
CAGR 20（2001-2021）	12.4%	16.6%	21.8%	8.3%	8.4%	3.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：我国证券化率（总市值/GDP 现价）稳步增长**



数据来源：Wind、开源证券研究所

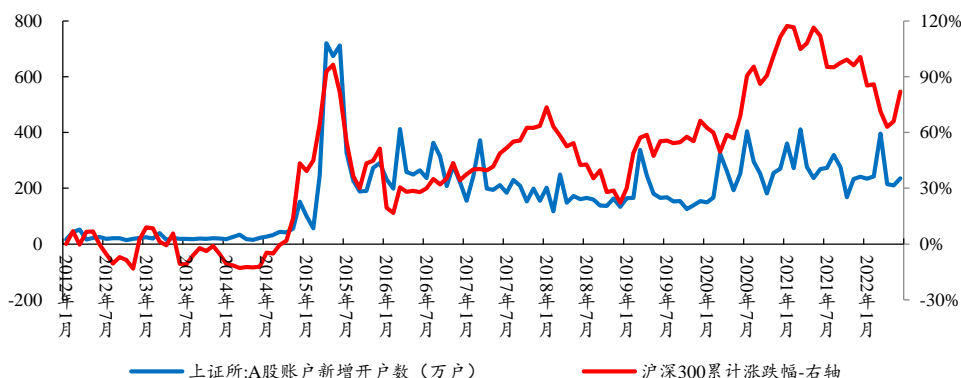
**股民增长趋势：**我国自然人投资者数量过往7年复合增速12%，账户新增开户数与市场涨跌有一定相关性。根据中证登披露的自然人投资者数量，截止2022年6月末，过往7年自然人投资者数量复合增速达12%。2015年/2020年牛市阶段，账户分别新增超过4000万户/3000万户，同比+729%/+40%，账户新增开户数与市场涨跌有一定相关性。2021年新增投资者人数1958万人。

**表9：我国自然人投资者数量7年复合增速12%**

单位：万人（或万户）	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022H1	CAGR-7
期末全市场自然人投资者数量		9,882	11,778	13,362	14,615	15,937	17,736	19,694	20,575	12%
YOY			19%	13%	9%	9%	11%	11%	9%	
市场年度新增自然人投资者数量			1,896	1,584	1,253	1,322	1,799	1,958	881	
YOY				-16%	-21%	6%	36%	9%		
市场年度新增 A 股账户数 (上交所)	483	4,006	3,242	2,504	1,947	2,152	3,007	3,337	1,534	
YOY			729%	-19%	-23%	-22%	11%	40%	11%	
新增账户/新增自然人投资者数量比			1.71	1.58	1.55	1.63	1.67	1.70	1.74	

数据来源：中国结算、开源证券研究所

图4：我国 A 股账户新增开户数与市场涨跌有一定性相关性

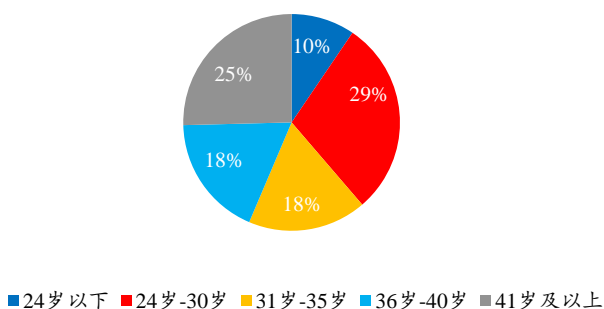


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、股民画像：互联网股民更加年轻和下沉

我国股民画像：中青年、消费能力较强、发达省市、男性是我国股民画像关键词，新入市群体呈现年轻化、受教育程度高的趋势。(1) 中年男性为主，新入市群体呈现年轻化趋势。根据易观千帆和腾讯调研，截止 2020 年男性投资者占比 77.2%，中年群体是股票投资主流；深交所调查问卷数据显示，新入市投资者呈现年轻化趋势，2020 年新入市投资者平均年龄为 30.4 岁，较 2019 年降低 0.5 岁。(2) 中高消费一线城市群体为主，80 后和 90 后个人投资者学历较高。截止 2020 年末，我国股民中高消费人群占比达 76%，超一线与一线城市群体占比约 70%，80 后和 90 后个人投资者本科以上学历占 44%/49%。

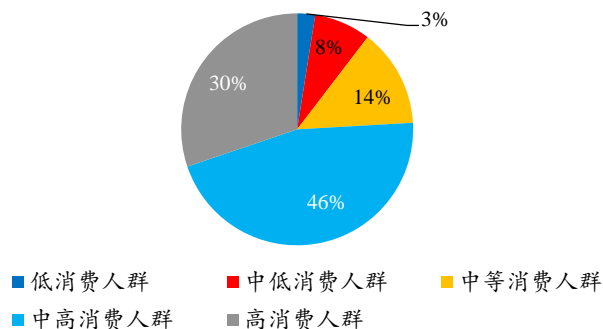
图5：2020 年全市场股民 24 岁-30 岁投资者占比最高



数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020 年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

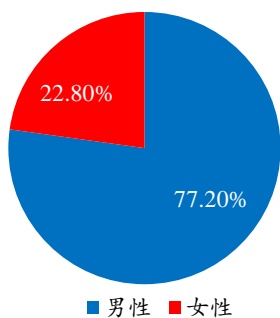
注：报告调查的全市场股民来自网络调研、易观千帆数据库、走访权威专家、部分个人投资者问卷调查、公开数据等渠道，下文同

图6：2020 年我国股民中高消费、高消费人群占比 76%



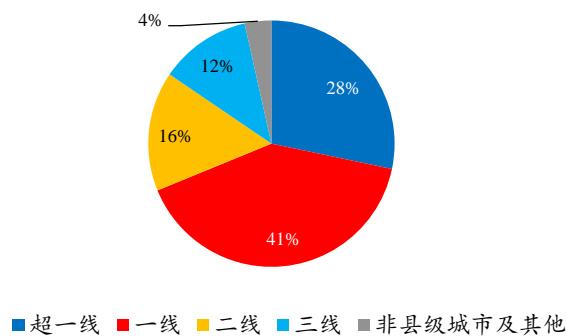
数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020 年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

图7：2020年我国股民以男性为主



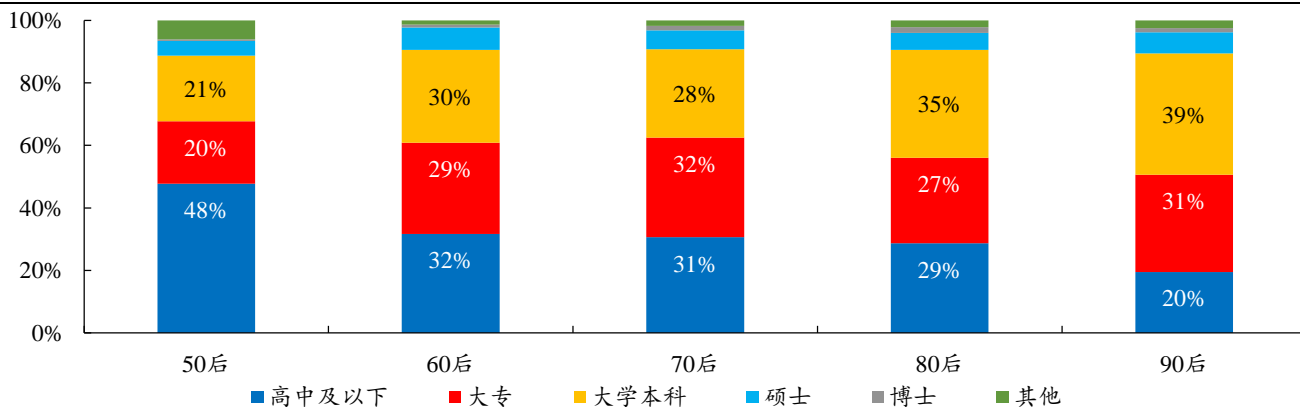
数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

图8：超一线与一线城市群体占比约70%



数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

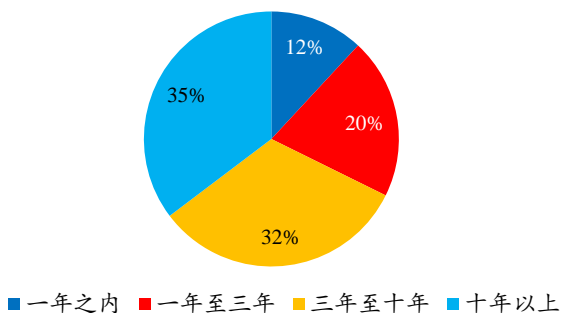
图9：80后和90后个人投资者本科及以上学历占44%/49%



数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

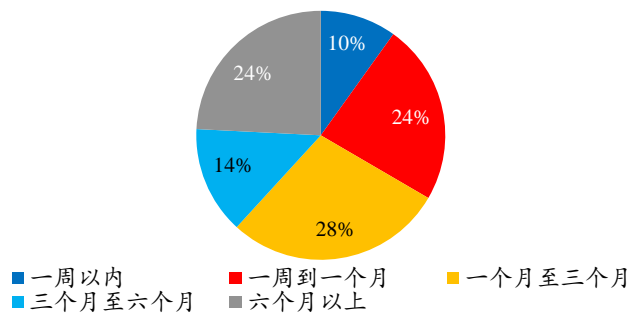
我国股民投资理念：投资经验较长，以短线投资为主，需求逐渐多元。(1) 投资者投资年限较长，短线投资为主，持长期价值投资理念的占比不高。截止2020年末，三年以上投资经历者占67%；持股时间在6个月以下的群体占76%，根据深交所统计，持长期价值投资理念的投资者自2015年的20.4%提升至2020年的31.1%。(2) 中小投资者为主，股民投资基金的比例有所提高。截止2020年末，可投资资产在30万以下中小投资者占55%。据深交所统计，2020年投资者证券账户平均资产量59.7万元，YOY+9%，股民投资基金比例自2018年29%至2020年67%。

图10：具有三年以上投资经历占67%，投资粘性较高



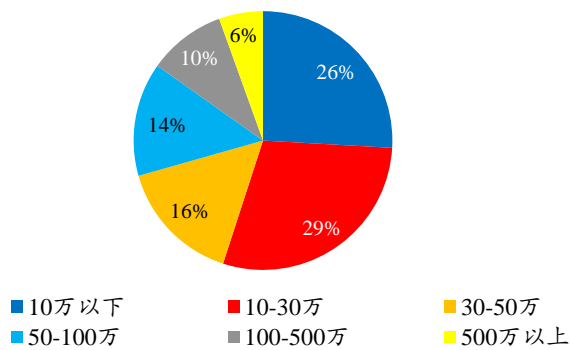
数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

图11：持股六个月以下占76%，目前仍偏好短线投资



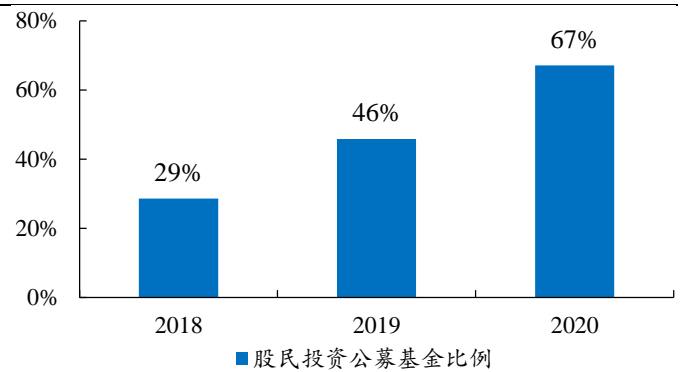
数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

图12：可投资资产 30 万以下的个人投资者占 55%



数据来源：易观千帆&腾讯&财联社《2020 年中国股民行为年度报告》、开源证券研究所

图13：投资需求多元化，股民投资公募基金比例提高



数据来源：深交所《2020 个人投资者状况调查报告》、开源证券研究所

注：深交所调查覆盖全国 31 个省级行政区（不含港澳台）342 个大中小城市，调查对象为年龄在 18~60 岁之间且过去 12 个月交易过深沪两市股票的投资者，共收到 27667 份有效答卷。

**互联网股民画像：对比全市场，互联网股民消费水平与年龄结构略下沉，地域分布更广。**

(1) **互联网股民规模迅速扩张**，根据艾媒咨询，2021 年底中国证券 APP 用户达 1.5 亿人，使用率 17.2%，2015-2021 年复合增速 25%。

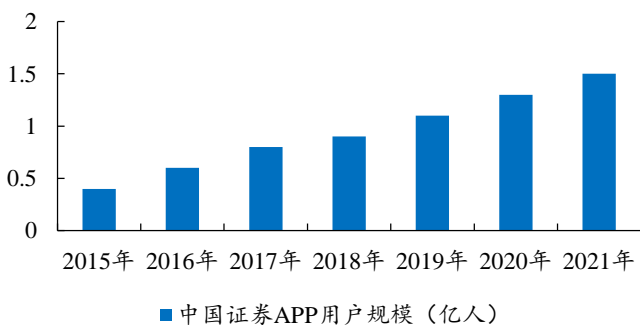
(2) **互联网股民更加年轻化**。根据易观千帆调研，2020 年互联网股民仍以中青年为主但更加年轻化，24 岁以下占比 16%，高于全市场股民的 10%。本科以上群体占比 44%，3000-5000 元收入群体占比 43%。

(3) **地域分布更广**，根据 Mob 研究院数据，互联网证券打破地域限制，方便触及非一线城市群体，2020 年互联网股民二线城市以下占比 56%，相对全市场股民占比高 25%。

(4) **中等消费群体占比更高**，根据易观调研的 2019 年、2020 年数据对比，互联网股民中等消费及以下占比 45%，较全市场股民高出 21%。

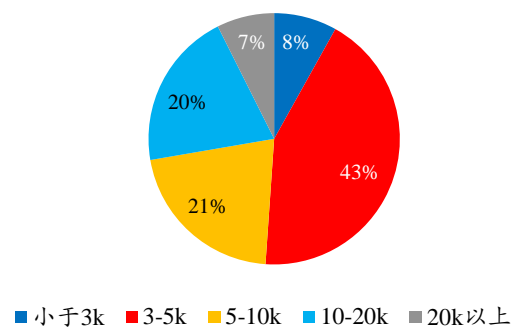
(5) **互联网股民倾向于使用开户券商自有网站或 APP**，头部券商 APP 月活相对较高但仍低于头部第三方，同花顺、新浪财经、东方财富等 APP 月活超 2000 万。用户通过所开户券商网站与 APP 渠道股票投资人群占比较高，占比 67%。由于第三方强大的咨询推送等功能，各券商用户或同时使用第三方 APP 和开户券商 APP。截至 2022 年 5 月，同花顺、新浪财经、东方财富月活用户均超 2000 万。

图14：我国互联网股民数量 2015-2021 年复合增速 25%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

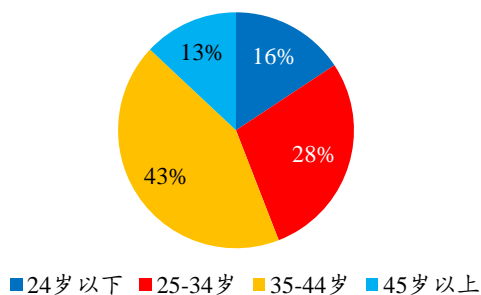
图15：2020 年互联网股民中月收入 3-5 千元占比 43%



数据来源：易观千帆《2020 中国互联网证券年度专题分析》、开源证券研究所

注：基于易观千帆自有的全国网民 APP 使用数据得到的结论，下文同

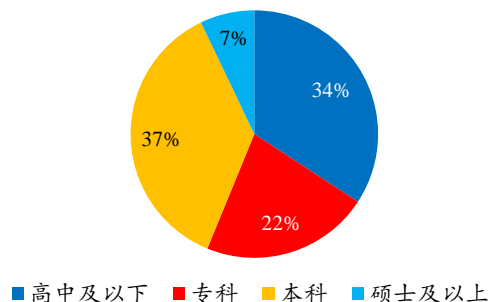
图16: 2020年互联网股民24岁以下群体占比16%,较全市场高6%



数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

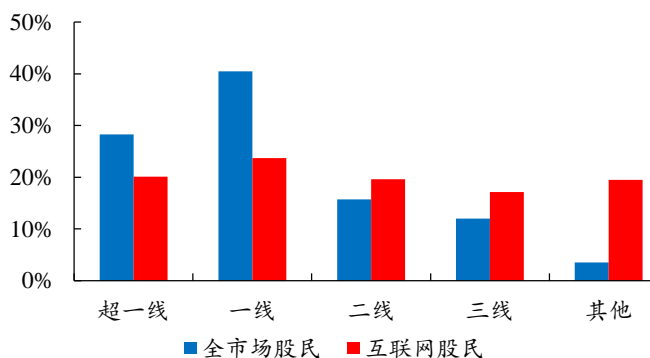
注: MobTech 报告数据基于市场公开信息, MobTech 自有监测数据, 以及 MobTech 研究模型估算等来源 (下文同)

图17: 2020年互联网股民本科以上占比44%



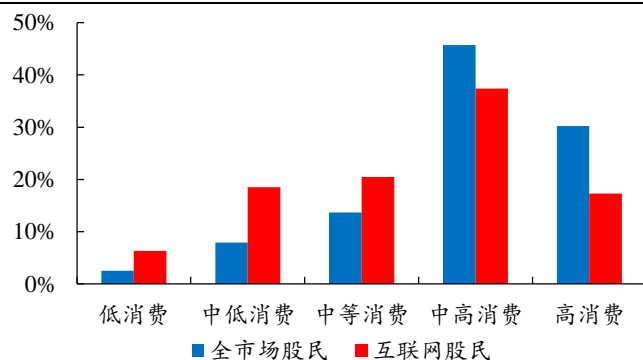
数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

图18: 2020年互联网股民城市分部相对均匀



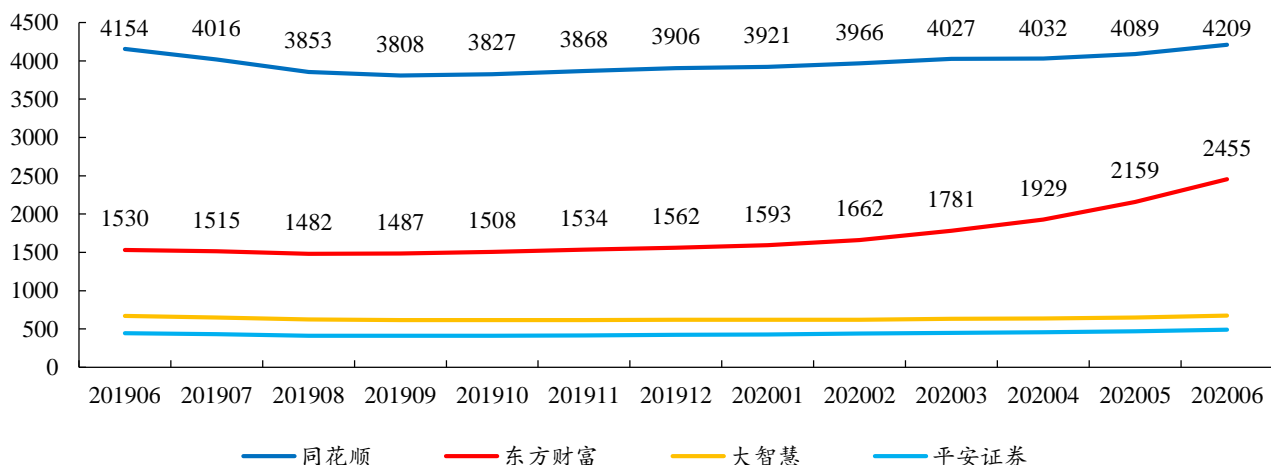
数据来源: Mob 研究院、易观千帆、开源证券研究所

图19: 2020年互联网股民中等消费以下群体占比更高

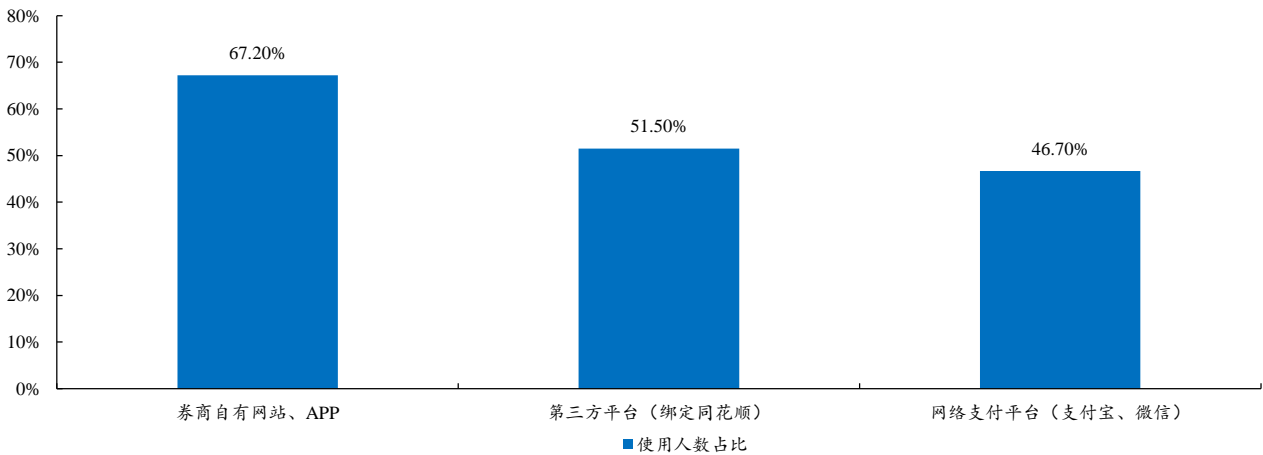


数据来源: Mob 研究院、易观千帆、开源证券研究所

图20: 主要炒股移动应用 APP 中同花顺渠道使用群体最多 (万人)

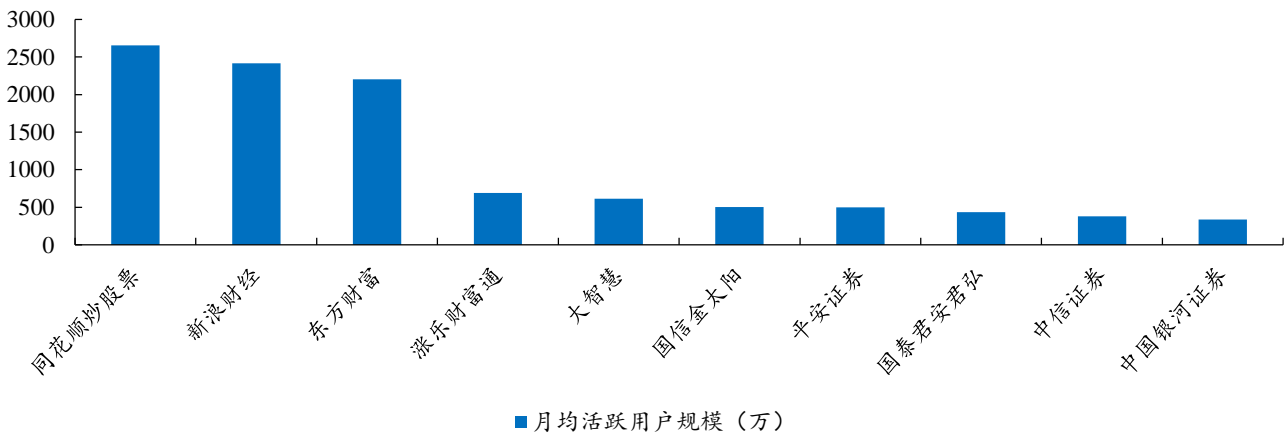


数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

**图21：用户通过所开户券商网站与 APP 渠道股票投资人群占比较高**


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

注：样本来源为草莓派数据调查与计算系统，样本量为 1456 人，调研时间 2022 年 1 月

**图22：2022 年 5 月同花顺、新浪财经、东方财富月均活跃用户规模超 2000 万**


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

注：数据截至 2022 年 5 月

### 3、兴起于政策宽松，角逐于后疫情时代与 Z 世代机遇

#### 3.1、周期共振：监管宽松周期叠加互联网技术变革

2012 年-2015 年监管宽松周期下允许非现场开户和一人多户。2012 年 12 月，荐股软件业务监管规定出台，缓解了炒股软件行业无序竞争的局面，为同花顺、大智慧、东方财富等龙头企业发展奠定制度基础。2013 年 3 月中证协发布《证券公司开立客户账户规范》，允许非现场开户限制。2015 年 4 月中证协放开一人多户，提高个人开户数上限至 20 个，为互联网券商快速增长客户规模、提高市场份额创造机遇。

“互联网+”技术变革与牛市行情持续助力。2012-2015 年门户网站时代开启、移动互联网加速发展，大数据/云计算/人工智能等新技术加快落地，国务院、中证协等号召金融与互联网行业的协同融合，2014 年 6 家券商获得首批互联网券商试点资格。同时 2015 年股市繁荣激发市场投资热情、传统券商以及东方财富、同花顺、大智慧等垂直领域金融信息服务商获得超额回报，为研发投入提供充足现金流。

**表10：监管宽松、技术变革和资本市场繁荣三大周期共振造就互联网券商崛起**

监管周期	时间	单位	政策/事件	内容概要	影响
监管 宽松 周期	2012 年 12 月	中国证监会	《关于加强“荐股软件”业务监管的暂行规定》	要求荐股软件销售公司都需要有证监会颁发的证券投资咨询牌照，并每年接受年审	荐股软件纳入证监会监管范围
	2013 年 3 月	中国证券业协会	《证券公司开立客户账户规范》	放开非现场开户限制，明确证券公司可以通过见证、网上方式为客户开户	允许证券公司线上开户，提高开户便利度
	2014 年 4 月	中国证监会	六家券商获得首批互联网业务试点资格	中信证券、国泰君安、平安证券等六家券商获得首批互联网业务试点资格	逐渐进入全面开花之势
	2014 年 12 月	中国证券业协会	私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)	管理办法鼓励互联网券商通过互联网平台帮助小微企业直接融资	券商可以直接开展众筹业务
	2015 年 3 月	国务院	总理首次提出“互联网+”	李克强总理在政府工作报告中指出，要制定“互联网+”行动计划，促进互联网金融快速发展	更高层面对互联网金融发展的肯定
	2015 年 3 月	中国证券业协会	互联网证券专业委员会成立	中证协在北京召开“互联网金融创新发展培训研究会暨互联网证券专业委员会成立大会”，平安证券董事长兼 CEO 谢永林任委员会主任委员	委员会的成立引导传统金融行业互联网化转型
	2015 年 4 月	中国证券登记结算公司	一人多户制度放开	自 4 月 13 日起，取消自然人投资者开立 A 股账户的一人一户限制，允许自然人投资者开立多个 A 股账户及场内封闭式基金账户，上限为 20 个	催化了互联网证券业务发展，利好布局较早的互联网券商

资料来源：中国证监会、中证协、中国证券登记结算公司、开源证券研究所

**2015 年后监管政策逐步收紧，行业格局逐步清晰。**2015 年 7 月央行等十部门发布了互联网金融行业指导意见，2016 年中证登开户上限从 20 下调至 3 个，2018 年 5 月和 2020 年 8 月证监会发布证券公司借助第三方平台网上开户的指导和管理规定；2020 年互联网反垄断开启，互联网巨头进入金融行业相对受限。互联网券商赛道竞争格局逐步清晰，垂直领域龙头东方财富市占率持续攀升，传统券商华泰证券转型效果显著。

**表11：监管紧缩周期互联网券商规范发展，互联网企业金融难度提升**

监管周期	时间	单位	政策/事件	内容概要	影响
监管紧缩 到 逐渐放开	2015年7月	央行等十部门	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	鼓励创新，支持互联网金融稳步发展。鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，激发市场活力；鼓励从业机构相互合作等。提出分类指导，明确互联网金融监管责任。健全制度，规范互联网金融市场秩序。	互联网金融业发展指引性文件，监管制度逐渐明确，秩序逐渐规范
	2016年10月	中国证券登记结算公司	《证券账户业务指南》	为进一步加强证券账户管理，适应市场需求及业务变化，修订了五项证券账户开立和维护内容，包括每个投资者证券账户上限由20个下调为3个。	下调投资者证券账户数为3个，缓解行业过度竞争
	2018年5月	中国证监会	《关于规范证券公司借助第三方平台开展网上开户交易及相关活动的指导意见》	券商不得借助银行、信托、保险公司提供的技术服务开展网上证券服务。券商与第三方平台合作不得线上开通两融、创业板（首次）、新三板、分级基金、期权交易等复杂交易权限	规范证券公司借助第三方网上开户行为
	2020年8月	中国证监会	《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定》	第三方机构仅限于为券商提供网络空	明确第三方机构为券商提供的信息技术服务范围
	2020年1月	市场监管总局	《反垄法》修订草案（公开征求意见稿）	增加对互联网经营者市场支配职位认定内容	对互联网巨头进入金融行业造成一定限制
	2021年7月	国家互联网信息办公室	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	规范互联网数据运营，保障数据安全。掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。	将互联网行业数据纳入国家安全保障范畴，扩大监管范围
	2021年9月	中国证券登记结算公司	《证券账户非现场开户实施细则》	提高开户代理机构通过非现场方式办理证券账户业务的风控要求，进一步细化非现场办理证券账户业务的流程，加强投资者身份识别。	进一步规范非现场开户流程

资料来源：中国证监会、中证协、中国证券登记结算公司、开源证券研究所

### 3.2、竞争格局：垂直信息服务商积极切入赛道，传统券商拥抱互联网

互联网券商的业务链条由持牌证券公司和垂直信息服务商及互联网流量平台构成。

(1) 垂直信息服务商拥有流量，通过持牌或其他方式变现。东方财富、指南针通过收购券商转型为互联网券商；同花顺和传统券商合作引流获取开户佣金分成。(2) 传统券商拥有牌照，通过合作、收购或自研打造流量平台分享流量时代红利。头部券商华泰证券自主研发移动APP平台向互联网券商转型，中小券商华林证券收购海豚APP，与抖音等广谱流量平台战略合作引流，湘财证券与益盟股份通过战略合作发力线上获客。(3) 阿里和腾讯通过基金代销业务切入互联网财富管理领域。

图23：互联网券商产业链格局逐渐完备，商业模式清晰



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

互联网券商成型依靠“产品、流量、牌照”三要素。(1) 东方财富2010年上市，依靠股吧和财经门户网站积累流量，2015年成功收购宝华世纪证券、同信证券，以“万2.5佣金率+一分钟开户”迅速提升证券经纪市占率，打造一站式金融服务平台。(2) 指南针深耕个人投资者金融信息服务领域20年，付费客户黏性较强，2022年7月完成网信证券收购，有望实现证券经纪业务快速增长。(3) 同花顺作为互联网金融信息服务提供商，拥有完整的产品及服务体系，覆盖产业链上下游大部分机构客户，根据同花顺2021年年报数据，同花顺网上行情免费客户端每周活跃用户1916万人。同花顺自研水平较强，金融科技产品持续创新升级，驱动其增值信息服务、广告变现和代销金融产品业务快速发展。

**表12: 两种模式转型的垂直信息服务商形成各自变现逻辑**

转型方式	公司	定位	举措	应用软件
自有流量转化+券商牌照收购变现	东方财富	国内领先的互联网金融服务平台综合运营商	流量基础: 2005年东方财富网; 2006年股吧社区平台; 2007年天天基金网。 基金销售变现: 2012年获得基金销售牌照, 2013年5月推出“活期宝”, 天天基金业务快速增长。 互联网券商转型: 2015年收购宝华世纪证券、同信证券; 2017年, 获得中国香港期货经纪牌照。 综合财富管理转型: 2018年, 设立东财基金; 2021年取得公募基金投顾业务试点展业资格。	PC端: Level-2极速版、港股Level-2、专业版、策略版、Level-2决策版、领航版、体验版、Choice终端 APP端: 东方财富、东方财富证券、天天基金等 网页端: 东方财富网、天天基金网、股吧、金牌课程 Ipad端&小程序: 东方财富
		中国首家定位于个人投资者金融服务的股份制企业	软件服务与流量基础: 1998-2004年计算机智能操盘系统; 2005-2008年赢富数据系列; 2009-2011年引入金融分析系统; 2012年建立操盘模型和交易策略。 从软件付费业务向互联网券商转型: 2022年7月完成并购网信证券。	PC端: 全赢系列、财富掌门 APP端: 指南针股票、指南针基金
深耕金融信息服务提供商, 与券商在2C和2B端深度合作	同花顺	国内最大的2C金融信息服务商和独立的2B金融科技提供商	流量基础: 2003年同花顺金融服务网站上线。2006年推出移动端炒股软件; 2010年推出iFinD金融终端; 流量变现: 先后发力软件付费业务、券商引流开户、基金代销和iFinD等2B软件销售业务。	PC端: 同花顺免费版、远航版、Mac版、财富先锋、Level-2、实时港股、股指期货、期货通 APP端: 同花顺、Ifind、期货通
		互联网金融信息服务提供商	流量基础: 2005年开始在线销售; 2007年推出手机版产品。 流量变现: 软件销售业务为主, 先后尝试直播、引流开户和2B等业务模式。	PC端: 大智慧365、专业版、财富版、策略投资终端、港股通专业版、智能投研平台、启明星终端、期货专业版 APP端: 大智慧、优选大师财富版

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

**头部传统券商自主研发引领互联网转型。**华泰证券自主研发“涨乐财富通”APP, 将线下客户导流至线上APP, 提高客户粘性, 降低成本, 提升线上获客能力。华泰证券于2013年10月宣布在线开户佣金率“万三”, 2013年后经纪业务排行始终位列第一。招商证券在2015年与腾讯合作“微证券”, 持续投入资源进行业务数字化转型和数字化核心能力建设, 2021年招商证券APP月活排名上升至大型券商前5。

**中小券商以战略合作模式紧跟步伐。**2014年国金证券与腾讯签署战略合作协议, 在网络券商、在线理财、线下高端投资活动等方面展开全面合作, 2014年上线“佣金宝”。中山证券2014年携手百度平台推出“百度股票”, 合作研发APP并外部引流。华林证券2021年收购“海豚股票”APP, 与头条、抖音开展深度合作。

**表13: 头部券商与中小券商通过不同方式转型**

转型方式	公司	举措	产品
自行研发+外部引流+自 导流	华泰证券	2013年3月自建线上业务平台“涨乐网”，同年9月推出网上开户业务； 2019年提出全面数字化转型； 2020年，涨乐财富通APP推出全新服务“涨乐星选”	“涨乐财富通”APP
自行研发+外部引流	海通证券	2019年先后与腾讯、京东数科、华为达成合作，推出行业首家混合金融云平台及SDWAN应用，自主研发普惠客户“e海.通财”一站式普惠客户“e海.通财”互联网金融平台	
自行研发+外部引流+自 导流	国泰君安	《2019-2021年金融科技战略规划》中首次提出了“开放证券”理念， 2021年推出《全面数字化转型整体方案》，推出SMART投行	君弘APP
合作研发+外部引流	中信建投	2018年批准成立机构业务部及设立互联网证券分公司； 2020年，战略携手腾讯云探索数字化转型之路； 2021年，腾讯云大数据平台TBDS正式落地中信建投证券，	“蜻蜓点金”APP
自主研发+外部引流	招商证券	2015年与腾讯合作上线“微证券”，成立互联网金融部，开发招商智远一户通； 2017年提出公司经纪零售业务互联网移动进程； 2021年成立金融科技武汉分公司	招商证券智远一户通APP
合作研发+外部引流	国金证券	2013年11月国金证券宣布与腾讯签署战略合作协议，与腾讯网在网络券商、在线理财、线下高端投资活动等方面展开全面合作，其互联网证券代表产品“佣金宝”于2014年2月上线； 2015年6月成立国金证券上海互联网证券分公司	佣金宝
合作研发+外部引流	中山证券	2014年5月网上开户平台“惠率通”正式上线，同年10月，中山证券携手百度财富推出“百度股票”。	“百度股票”APP
外部收购	华林证券	2021年收购海豚APP，与头条、抖音开展深度合作	“海豚股票”APP

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

**表14: 传统券商积极申请互联网券商业务试点**

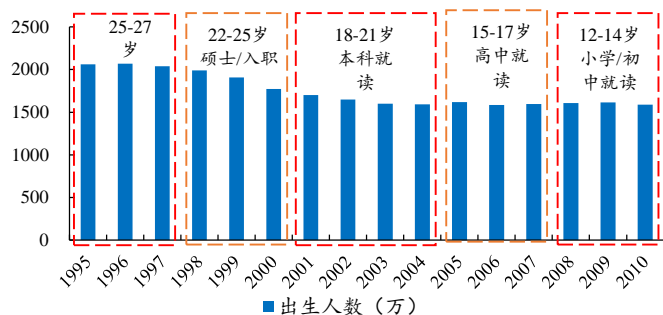
时间	申请互联网券商业务试点
2014年4月	中信证券、银河证券、国泰君安证券、长城证券、平安证券、华创证券
2014年9月	广发证券、海通证券、申万证券、中信建投证券、国信证券、兴业证券、华泰证券、万联证券
2014年11月	财富证券、财通证券、德邦证券、东海证券、方正证券、国金证券、国元证券、长江证券、招商证券、浙商证券
2014年12月	华宝证券、东方证券、南京证券、西南证券、中原证券、齐鲁证券、安信证券、华林证券、东兴证券、第一创业、太平洋证券
2015年3月	财达证券、东莞证券、东吴证券、国海证券、国联证券、恒泰证券、华安证券、华龙证券、华融证券、民生证券、山西证券、世纪证券、天风证券、西藏同信证券、湘财证券、银泰证券、中国国际金融有限公司、中国中投证券、中山证券、中邮证券

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

### 3.3、时代机遇：Z世代与后疫情时代，互联网券商明显受益

与互联网共同成长的Z世代即将成为金融理财主流群体，金融理财呈线上化、社交化、多元化趋势。1995年至2000年出生群体步入职场，根据CFGS（中国金融调查中心）调研，小于30岁群体（27岁以下为Z世代）线上投资理财意愿强烈。

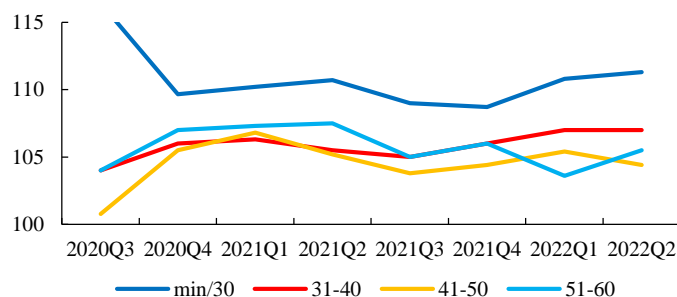
图24：Z世代群体已步入职场，成为理财消费主要群体



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：Z世代也称“网生代”，指1995年至2009年出生的群体，与网络信息世代无缝衔接，受到数字信息技术、即时通信设备、智能手机产品等影响比较大。

图25：30岁以下群体线上投资意愿指数高于其他群体



数据来源：CFGS&蚂蚁集团《中国家庭财富指数调研报告》、开源证券研究所

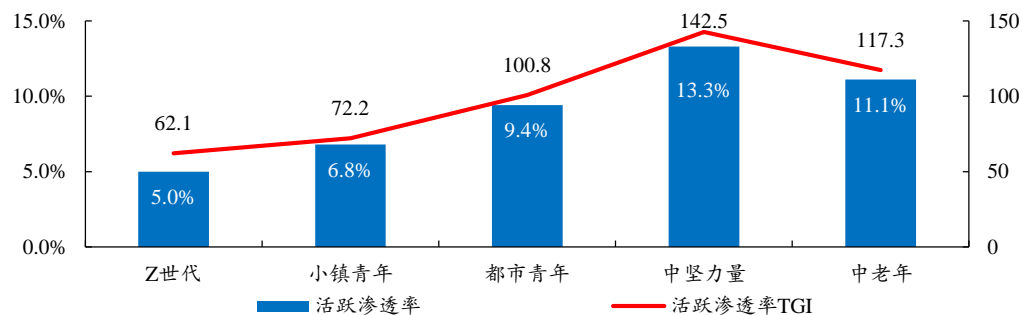
注：CFGS数据来自支付宝APP问卷调查 2.CFGS统计的线上投资意愿指数采用SRC指数测度方法

表15：2020年Z世代群体更青睐组合投资的金融理财方式

	80后	85后	90后	95后
TOP1	定期储蓄	定期储蓄	定期储蓄	定期储蓄
TOP2	宝宝类理财	宝宝类理财	基金	基金
TOP3	股票	基金	宝宝类理财	宝宝类理财
TOP4	基金	股票	股票	股票
TOP5	债券	债券	债券	债券

资料来源：DT财经、Yiwealth、开源证券研究所

图26：Z世代群体中证券投资人活跃渗透率有望提高



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

注：(1) 截面数据取自2022年5月

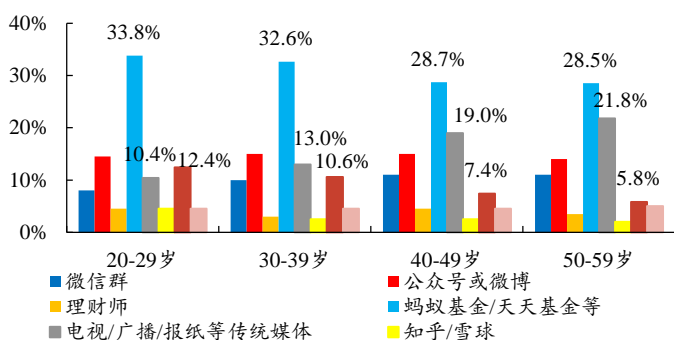
(2) 活跃渗透率=目标人群活跃用户数/目标人群全网活跃用户数

(3) 活跃渗透率 TGI (Target Group Index) =目标人群某标签属性的活跃渗透率/全网该标签属性的月活渗透率，数值越高代表性越强。

**互联网券商机遇：掌握 Z 世代流量群体，贴合社交化理财需求。**根据 CFGS 数据调查，Z 世代群体更倾向于通过蚂蚁基金、天天基金等社交媒体平台进行金融理财，以东方财富为代表的互联网券商将社交与理财一体化，更容易吸引 Z 世代群体，我们预计未来将具备更强的引流能力。

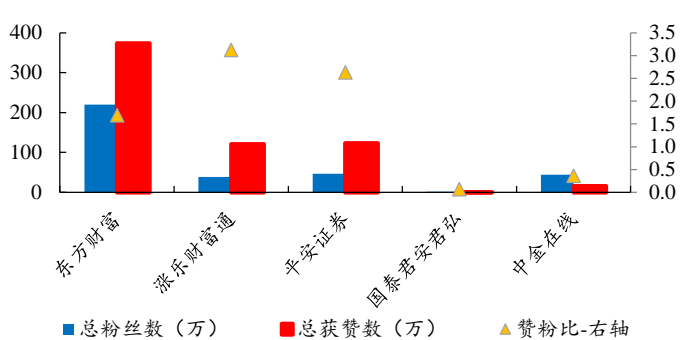
**传统券商的挑战与变革：获客难度提高，娱乐与社交媒体转型或是新模式。**仍以线下营业部为主要获客渠道的传统券商，难以有效触达偏好线上社交的 Z 世代群体。华泰证券发力娱乐与社交媒体，通过职场综艺《闪闪发光的你》、脱口秀《养基人大会》等节目对“涨乐财富通”进行有效宣传，未来有望转化为粘性较高的用户群体。

图27：Z世代群体更青睐社交媒体进行线上投资理财



数据来源：CFGs、开源证券研究所

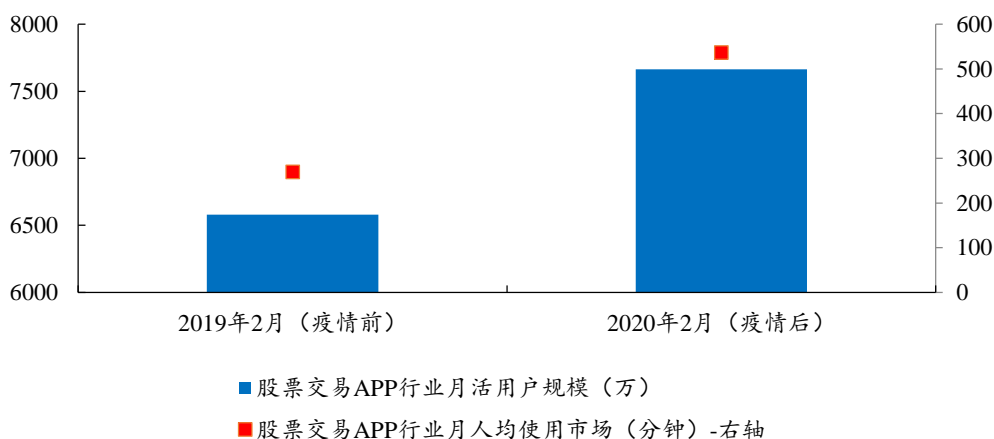
图28：互联网券商相比传统券商更具流量优势



数据来源：灰豚数据、开源证券研究所

**后疫情时代下居民金融理财意识逐渐觉醒，线上运营模式更加深入。**(1) 新冠疫情对居民理财观念影响：根据 QuestMobile 调研,疫情发生后(2020年2月)综合理财、股票交易等 APP 安装量、活跃度提高明显，疫情造成的居民日常工作中断或带来理财意识的提升。(2) 新冠疫情带来的物理隔绝使得线上开户成为证券投资的首选。

图29：疫情前后股票交易 APP 月活用户提高 1084 万



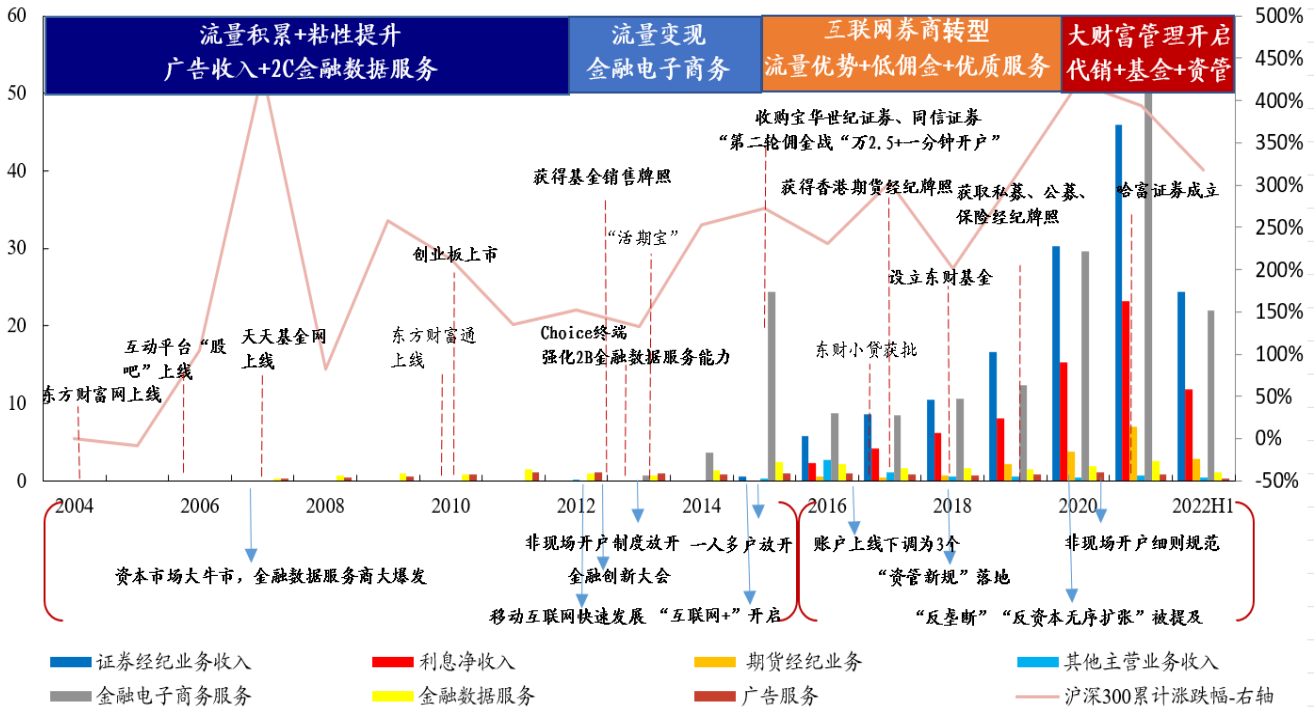
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

## 4、行业格局与竞争要素：互联网基因和战略是核心

### 4.1、商业模式：流量基础实现多元化变现，高壁垒高粘性构建护城河

**互联网券商打法：**产品服务+内容营销+社区运营获取目标流量、提高转化率并增强客户粘性，产品持续创新以提升客户体验，低价保证竞争力，获取牌照并打造综合财富管理平台以多元化变现。**(1)“流量”是基础：**互联网券商凭借免费资讯平台引流和内容营销积累流量，通过社区运营降本增效，产品创新提升客户体验，通过持续迭代的算法挖掘需求。**(2)“多元化变现”是保障：**互联网券商可通过“2B/2C金融数据服务、行情交易系统、引流广告+金融电商业+互联网券商及期货+一站式财富管理服务”等方式实现变现。**(3)“高壁垒”+“高粘性”是护城河：**目前反垄断法限制BAT获取核心金融牌照使得牌照具有壁垒，积累的高忠诚度用户保证互联网券商低成本优势与变现空间。

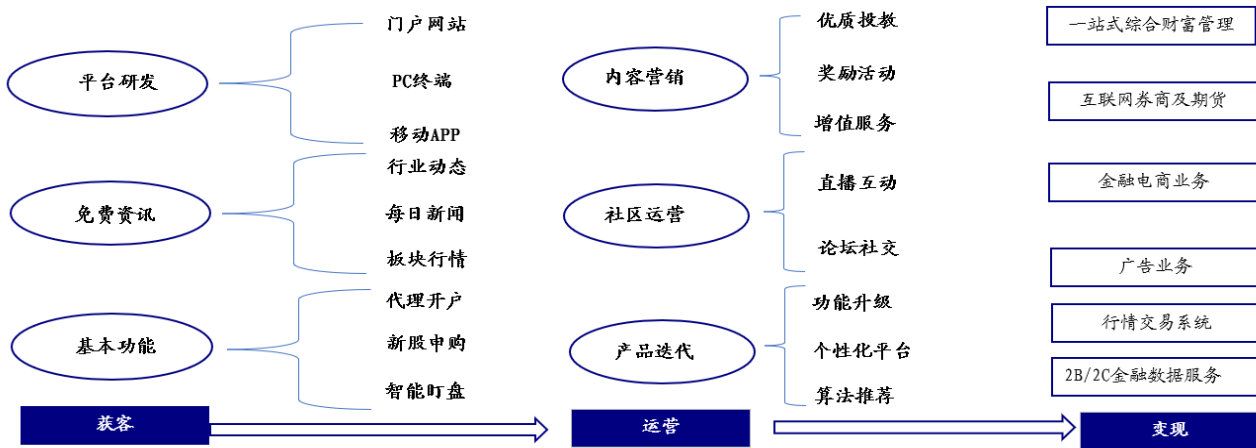
图30：以东方财富为代表的互联网券商积累充足流量基础，掌握多元化变现手段



资料来源：Wind、东方财富公司年报、证监会、开源证券研究所

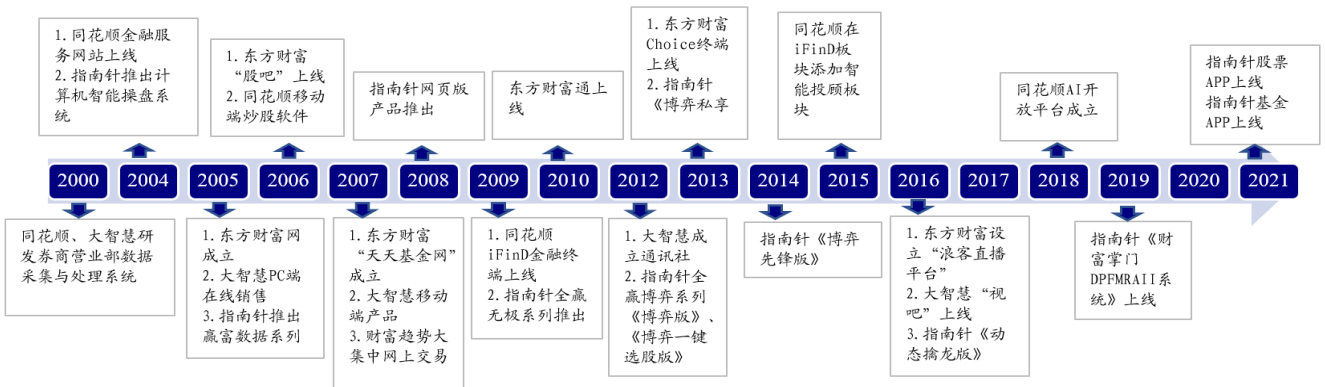
**流量路径：**低价优质平台初步积累流量，内容营销+社区运营+产品创新+算法迭代增强用户粘性。**(1)初步引流：**自主开创门户网站、PC终端和移动APP，以免费资讯和基础功能初步引流；**(2)内容营销积累流量：**平台免费推送行情、新闻、咨询吸引流量，推出理财课程+投资者培训形成差异化服务。**(3)社区运营降本增效：**打造社区UGC，用户自产优质内容提高平台信任度，形成用户关系链，提升用户交易信心，同时降低平台宣传成本。如：东方财富APP“观点栏目”，富途牛牛APP“牛牛圈”；**(4)产品迭代注重体验：**移动互联网技术兴起，各平台打造个性化、阶梯式软件，丰富平台视频、直播、投教等功能。同时通过算法迭代优化产品交互性，设计“推荐”页面挖掘客群潜在需求。

图31：互联网券商依靠低价优质平台引流，通过内容营销与社区运营等提高粘性



资料来源：开源证券研究所

图32：产品迭代、功能完善提高用户体验

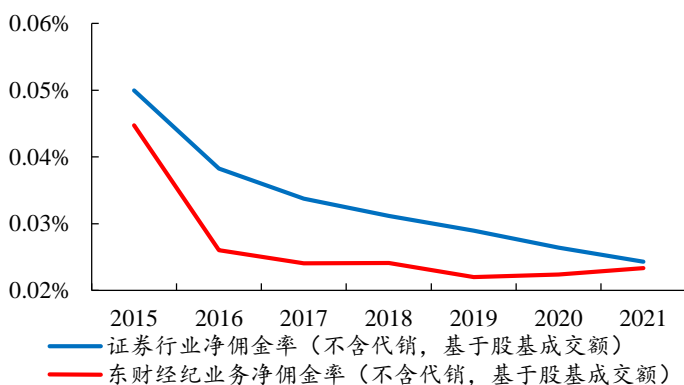


资料来源：各公司年报、开源证券研究所

**多元化变现方式：**前期积累流量为主，广告/金融数据/行情交易系统业务收入保证现金流，金融电子商务与互联网券商转型为主要变现方式，一站式综合财富管理门户是未来方向。(1) 东方财富早期通过天天基金网、东方财富网、股吧三大门户积累流量，以广告业务收入和金融数据服务收入为主；2012年开始转型金融电子商务业务，代理销售金融产品实现初步变现，基金代销业务收入快速增长。2014、2015年收购券商牌照，证券经纪业务与两融业务占比高增。(2) 同花顺凭借流量优势通过广告业务创收，同时通过APP和iFinD对2C/2B提供金融数据服务；(3) 指南针以2C/2B的投资决策软件（全赢版/擒龙版/私享家）和指南针股票APP提高金融数据服务，金融数据服务收入占比最高，2022年7月收购网信证券，实现证券经纪业务变现渠道。

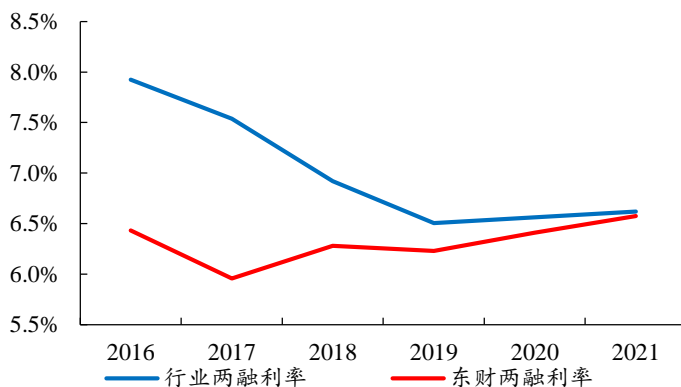
**低成本形成低价优势：**经纪、两融利率低于行业水平，形成低价竞争力。互联网券商初期重点在平台建设和流量积累，成本率相对承压，形成规模后边际成本递减。金融电商业和券商牌照变现过程具备明显低成本优势，保证市场价格竞争力。东方财富证券2016年首次提出“万2.5佣金+一分钟”迅速积累客户，经纪业务市占率快速提升。

图33: 东财证券净佣金率低于行业平均水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

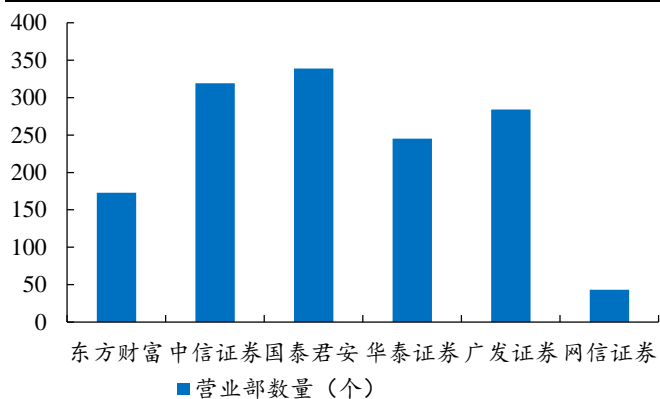
图34: 东财证券两融利率低于行业平均水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

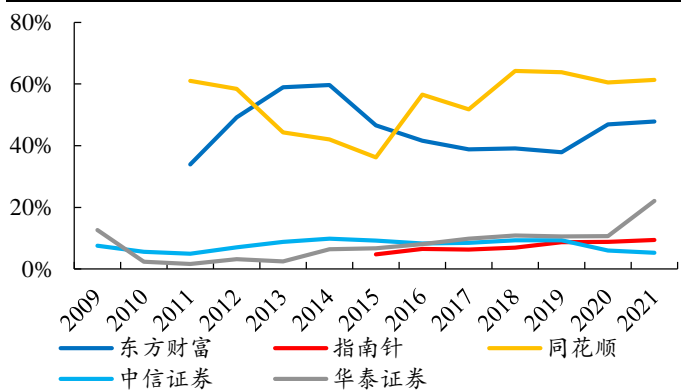
平台模式对线下网点依赖度低, 有效缩减运营成本。互联网券商主要通过线上门户网站导流, 对线下网点依赖度较低, 降低了营业部人力成本、固定资产成本等。

图35: 东方财富证券相比传统券商营业部数量较少



数据来源: 各公司年报、开源证券研究所

图36: 东方财富技术人员占比较高, 人力资本投入较大



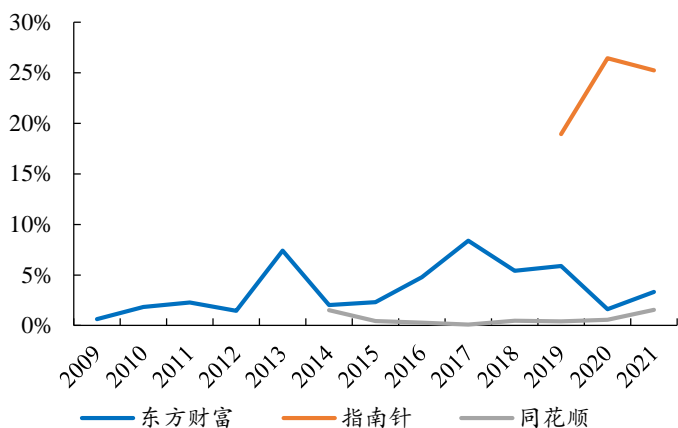
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 技术人员占比=技术人员数量/公司员工数量

重点发展技术团队, 有效发挥平台规模效应。2021年东方财富技术人员占比47.9%, 平台有效开发, 快速发挥平台规模优势。加大技术投入同时, 2021年公司研发费用率保持13.4%。

依靠自有门户流量引流, 大幅降低广告宣传费用。东方财富通过三大门户网站引流, 转换成本较低, 用户转化率高。2021年东方财富广告费用率3.3%, 指南针目前通过内部与外部双向引流, 广告费用率较高, 2021年达25.2%。

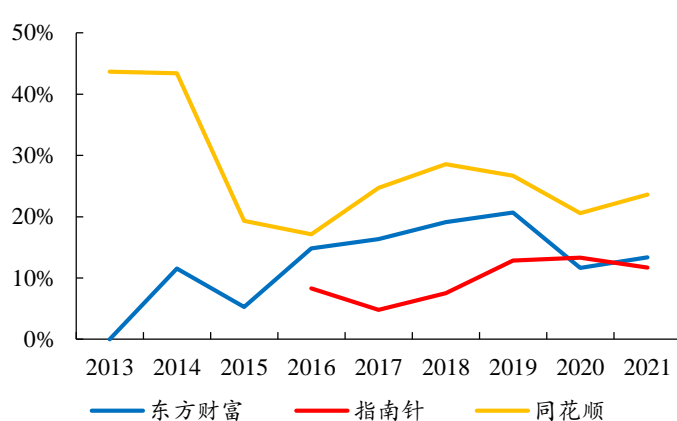
图37: 东方财富依靠自有门户引流, 广告费用率较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 广告费用率=广告费用/营业收入

图38: 东方财富技术优势迭代, 研发费用占比边际下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 研发费用占比=研发费用/营业收入

**平台功能对比: 互联网券商聚焦平台交互性、传统券商注重资讯专业性与理财需求多元化。**互联网券商社区运营能力更强, 用户交互性更强, 如东方财富“股吧”、富途证券“富途牛牛圈”分设主题专区、话题讨论等, 用户交流通畅; 华泰证券在资讯层面提供的独家特供、主题挖掘; 国泰君安 的君弘资讯、投顾资讯等功能体现资讯专业度。

表16: 互联网券商 APP 聚焦用户交互性、传统券商 APP 注重专业性资讯与多元理财需求

	东方财富	同花顺	指南针	华泰证券	国泰君安	海豚股票
线上开户佣金	万 2.5 /同信证券	万 2.5/84 家	万 2.5/网信证券、其他券商	万 3/华泰证券	万 3/国泰君安	万 2.5/华林证券
基本功能	窝轮筛选、港股打新、智能选股、智能盯盘、东方金股、北交所掘金、科创板盘后定价交易	窝轮牛熊、港股打新、研报、短线宝、 <b>同花顺-长辈版、AI 投顾 (问财)</b>	特色盯盘、新股日历、全景监控、支持横屏、资金龙虎榜、盘后定价委托	泰牛智投、打新股、智能盯盘、 <b>涨乐金股、涨乐星选</b>	智能选股、异常雷达、筹码分布、多空起手、主力透视、智能订单、新三板转让、 <b>月度金股</b>	海豚盯盘、模拟炒股牛人订阅、智能预警、交易提醒、智能条件单、账户助手
交易产品	A 股、港股、美股、英股、期货期权、基金	A 股、港股、美股、期货、ETF、国内期货、外汇、REITs	A 股、港股、美股、期货、外汇	A 股、港股、基金	A 股、港股、美股、基金、 <b>可转债</b>	A 股、港股
打新功能	1.哈富证券 APP; 2.港股整体打新数据; 3.打新指引	1.资讯、评论; 2.打新计算器; <b>3.打新课堂</b>	新股申购	1.新股申购; 2.新债申购	新股申购	新股申购
开户优惠	1.月均资产达 1w: 手机 Level-2、操盘机器人、短线雷达、VIP 财富内参、核心内参 1 年 (26800 元/年) <b>2.10w:额外东方财富专业版 (6980 元/年)</b>	各公司专属开户优惠	1.180 元优惠全赢版 (1800 元/年) 2.专属讲课与 PC 端高维盯盘 3.开户入金抵扣软件费 4.月日均资产>1w,	<b>1.免费 1 年期 Level-2 (88 元/年)</b> 2.9 大投资训练营 (3018 元) 3.从零开始学理财 (99 元) 4.精选理财产品	1.免费 1 个月 Level-2 2.新课理财券 3.生日理财券 <b>4.智能优选功能</b> 5.新手投资训练营	1.免费 1 年 Level-2 (88 元/年) 3 天专属训练营

	3.30w: 额外 Choice 终端 (38000 元/年)		免费使用				
资讯	免费资讯	1.专设资讯界面; 2.内容: 7*24、直播、财富号、经济日历、板块	1.专设资讯界面; 2.内容: 7*24、大盘、公告、主题、日历、互动掘金; 3.支持语音资讯	1.专设资讯界面; 2.内容: 解盘、内参、滚动、宏观、行业、公司、全球、新股	1.行情板块; 2.内容: 7*24、板块、涨乐看盘、 <b>独家特供、主题挖掘</b> 、公告纵览、两融地带、数据专区、海外动态、财富日历	1.首页或君弘资讯应用; 2.内容: 7*24、研报、日历、投顾资讯、基金、期货、新三板、专项	1.专设资讯界面; 2.内容: 要问、快讯、视频、课程
	社区	1.专设资讯界面; <b>2.内嵌“股吧”</b> 3.斗股专区、学堂专区、财经小视频专区	1 首页二级入口“社区”; 2.话题、找大咖、看热点	无	“ <b>涨吧</b> ”: 涨乐号、直播	无	无
投教	免费教育	新手学堂、打新指引、VIP 财富内参	股民学堂、L 线训练营、财报解读、维权平台	<b>专设“课堂”界面, 每晚 7 点开课, 支持回放</b>	1.限时免费股票、理财、财经学堂 2.训练营	<b>君弘学堂:</b> 分入门/经典/高阶三类等级; 基本面选股/基金理财/技术面择时/投资常识/高端及另类投资风格	1.股票课程: 实战教学、投教小视频 <b>2.基金课程: 基金理财入门课程 10 讲</b>
	付费教育	投顾商城: 买卖点、选股必备、研报策略、投资组合; 优优财富: 私募菁英计划	决策: 看盘必备、选股诊股、高低点、高端投资、港美股	无	部分付费课程	增值投资教育服务	无
	活动	金融挑战赛、斗股大赛、猜个股涨跌、Choice 金融终端高校体验	无	活跃送金币, 抵扣软件费	乐荐英才、0 成本省心投	炒股大赛	猜涨跌领优惠券等

资料来源: 各公司 APP、开源证券研究所

传统券商综合财富管理产品、服务更加完善, 东方财富加速布局财富管理领域。华泰证券、国泰君安专设理财专区, 在基金、银行理财产品中还创设养老专区、私募产品, 同时提供“高端理财”、“君享投”等理财服务。

**表17：传统券商 APP 综合理财服务完善，东方财富综合财富管理加快布局**

		东方财富	同花顺	指南针	华泰证券	国泰君安	海豚股票
线下支持		支持营业部预约	-	-	线下营业部查询、开立资产证明、三板股份确权	-	-
综合财富管理 服务	是否有理财专区	是（2022年更新）	是	否	是	是	是
	产品	基金（高回报偏股基、债基、货币基金“天天宝”）	基金	基金	基金（偏股、偏债、天天财、天天发）	基金	货币基金（天天盈）
		ETF 专区	银行精选（定期存款）	ETF	活期、定期存款	活期、定期存款	固收凭证（理财宝）
		稳健理财（收益凭证、短债、国债逆回购）	收盘宝（活期存款）	期货	国债	私募	中长期债基
		私募（结构化、指数增强、CTA）	保险		养老专区（养老目标基金）	新发基金	定投
		新发基金	私募		私募	固收+	
	服务	定投	高端理财	无	高端理财	君享投	无
		热点风向标			星选	财富规划	
		选基助手	同顺智投		省心投	新客理财	
		ETF 课堂、计算器			理财日历	理财诊断	
				基金实盘赛			
优势	1.特色功能：股吧、沙龙报名、天天宝、天天基金、斗股；	1.特色板块：基金自营、AI 投顾、语音资讯；	1、特色盯盘功能；	1.资讯板块提供独家特供，专业度较高；	1.资讯版块新设投顾资讯；	1.海豚盯盘特色功能	
	2.支持北交所开户；	2.长辈版入口，满足个性化需求	2.支持横屏；	2.支持线下营业部业务支持通道；	2.投资者教育分类清晰；	2.投教基金专区	
	3.开户奖励多元，层级式奖励			3.理财服务优质，设置高端理财增值服务	3.综合财富管理丰富		
不足	快速下单开户只支持同信证券	1.社区活跃度低；	1.无社区运营板块	1.交易产品类型相对较少	无社区运营板块	1.平台交互性有待提高	
		2.尚无券商牌照，需通过合作券商开户	2.交易功能开发不完备	2.无股票投资增值服务		2.交易功能、理财服务有待完善	

资料来源：各公司 APP、开源证券研究所

**表18: 富途牛牛 APP 交易功能完善, 社区运营丰富, 投教专区细分明确, 理财专区产品丰富**

富途证券					
交易	线上开户佣金	A 股/港股万三、美股 0.0049 美元 (富途证券)	投教	免费教育	分产品课堂: 股票、新股、基金、期权、期货、窝轮牛熊
	基本功能	窝轮牛熊、期权链、融资融券、新股中心、智能盯盘、选股器、港股卖空、货币兑换、股票收益计划			分群体课堂: 新手入门、新课上线、投资百科、牛友最爱、热门推荐、牛牛下午茶
	交易产品	沪深、港股、美股、期货、ETF		活动	A 股、港股、美股、新加坡股模拟账户
	打新功能	提供资讯、评论; 中签分析、打新计算器	线下支持	无	
	开户优惠	1.180 天港股免佣; 2.首次净入资 2 万港币, 获抽奖机会 (股票卡) 和基金收益权	平台	富途大象财富	
增值服务	港股高级全盘行情 (1488 港元/月)、全美综合报价 (5 美元/月) Nasdaq 全盘行情 (20 美元/月)、NYSE 订阅 (20 美元/月)	综合财富管理	产品	公募基金 (长期收益、短期增值、五星好基、现金管理)	
免费资讯	1. 专设“资讯”界面; 2. 内容: 要闻、快讯、视频、日历、新股、基金、异动			债券 (小额债券、热门债券)	
				私募 (对冲基金、私募基金、量花基金)	
资讯	直播专区: 业绩会、大 V 谈期货、高管面对面、基金理财、新股分析、行业分析、热点直击		基金组合 (行业主题、高收益、均衡、稳健)		
			港元账户、美元账户		
	专栏: 大 v 深度文章发表		投基指南		
	“牛牛圈”社区 话题: 市场热点、牛圈活动、财报分析、投资心得、打新交流、基金投资、期权期货、窝轮牛熊、玩转牛牛		基金资讯		
	牛牛财报站: 财报速览、业绩会、大 V 解读、热门话题、投票互动		基金对比		
牛牛精选企业海报	体验金				
			按基金公司筛选		

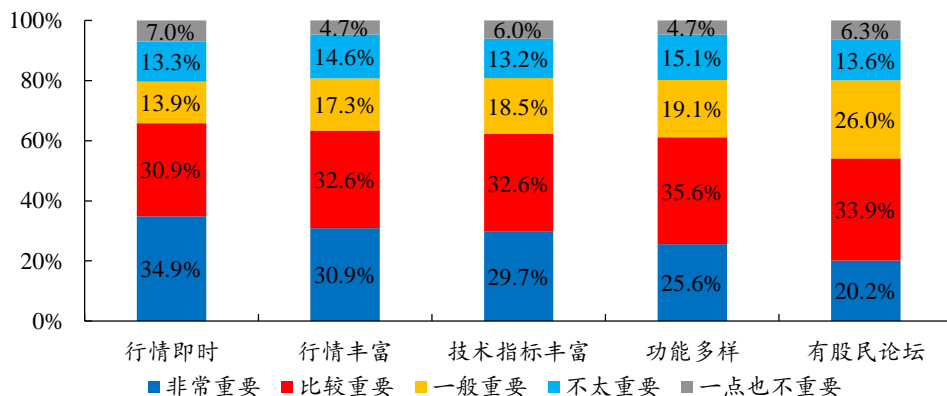
优势: 交易功能丰富, 牛牛社区运营互动性与专业性兼具, 投教课程模块化, 综合理财产品丰富

不足: 尚未开设综合理财增值服务

资料来源: 富途 APP、开源证券研究所

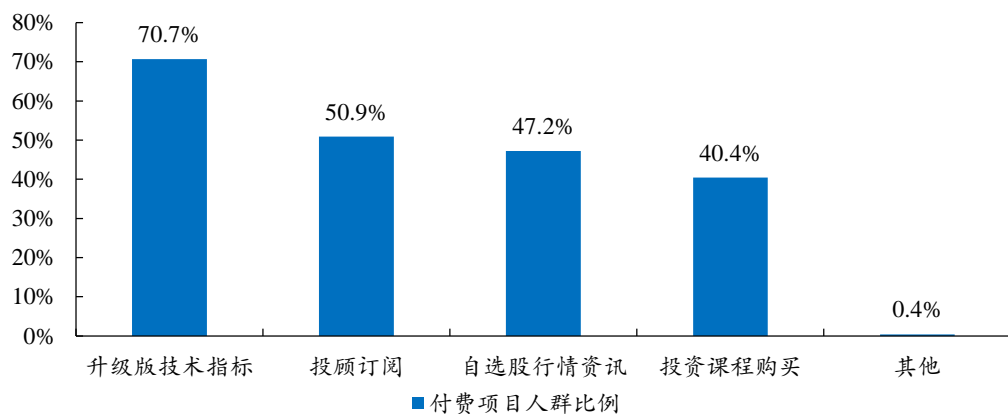
**互联网券商 APP 相对传统券商 APP 在刚需和增值服务满足上更占优势。**（1）**投资者偏好满足：**根据艾媒咨询调研，证券投资群体更重视证券 APP 行情即时性和丰富性、技术指标丰富性、功能多样性、是否有股民论坛等要素，互联网券商在行情咨询与社区论坛上相对占优，传统券商在技术指标和功能性上占优。（2）**增值服务提供：**根据草莓派数据调查，互联网证券投资者付费升级版技术指标群体占比 70.7%，互联网券商 APP 在技术指标升级上增值服务更加完备，付费投顾订阅人群占比 50.9%，传统券商在投顾服务上专业性更强。此外，我们认为服务价格、优惠活动、交易系统流畅度也是互联网证券投资者使用证券 APP 的重要考量要素。

**图39：互联网券商与传统券商 APP 各有优势**



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

**图40：截至 2022 年 1 月，1456 名付费项目中技术指标升级付费占比最高**



数据来源：艾媒咨询援引草莓派数据调查与计算系统、开源证券研究所

## 4.2、行业格局：券商零售业务格局分化，互联网券商异军突起

互联网券商和数字化转型较快的传统券商经纪与两融 2C 业务市占率提升较快。(1) 从个人客户代理买卖证券款来看，行业经纪与两融 2C 业务集中度呈下降趋势，东方财富、平安证券、中信证券和华泰证券市占率明显提升。(2) 从股基成交额市占率来看，东方财富市占率增幅明显高于同业，目前仍保持上升趋势，部分头部券商市占率有所下降。(3) 传统券商单客收入较高，预计主要由于机构客户占比较高。此外，两融账户开户要求的资产门槛较高且需要在营业部现场办理，使得传统券商单客两融业务收入更高。

表19：2016-2021 年东方财富代理买卖证券款（个人余额）市占率增幅较大

序号	代理买卖证券款个人余额市占率	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021 增幅↓	2018-2021 增幅
1	东方财富	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%	2.3%	2.9%	2.0%	1.7%
2	华泰证券	5.3%	5.0%	5.0%	5.4%	6.1%	6.1%	1.1%	1.1%
3	平安证券	1.5%	1.8%	2.1%	2.6%	2.9%	2.7%	0.9%	0.6%
4	中信证券	3.6%	4.7%	4.5%	4.6%	5.6%	5.5%	0.8%	1.0%
5	东吴证券	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	0.3%	0.3%
6	招商证券	3.5%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	0.2%	0.1%
7	中泰证券	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	0.2%	0.3%
8	中银证券	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	0.1%	0.2%
9	东方证券	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	0.1%	0.1%
10	东兴证券	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.2%
11	开源证券	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
12	东莞证券	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.1%	0.1%
13	华福证券	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.1%	0.1%
14	华林证券	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
15	华鑫证券	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
16	中信建投	3.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	0.1%	0.2%
17	浙商证券	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.1%	0.0%
18	华西证券	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	0.1%	0.0%
19	天风证券	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%
20	国盛证券	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%
	CR-5	27%	27%	27%	26%	27%	26%	-0.3%	-0.2%
	CR-10	46%	46%	46%	46%	46%	45%	-1.5%	-1.1%
	CR-15	58%	58%	57%	58%	59%	57%	-0.2%	0.1%

数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

注：(1) 代理买卖证券款个人余额包括经纪业务与信用业务的个人余额

(2) 市占率的分母取自证券公司全市场代理买卖证券款个人余额（上市券商+非上市券商），其中非上市券商代理买卖证券款个人余额根据上市券商数据估算

(3) 2017 年中金公司完成收购中投证券 100% 股权并纳入合并报表范围导致市占率提升较快，2020 年中信证券完成收购广州证券 100% 股权并纳入合并报表范围导致市占率提升较快，2021 年国泰君安不再将上海证券纳入合并报表范围导致市占率有所下降

**表20：2016-2021年东方财富股基成交额市占率增长较快**

序号	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021 增幅↓	2018-2021 增幅
1	东方财富	0.80%	1.45%	2.10%	2.67%	2.98%	3.45%	2.65%	1.35%
2	平安证券	1.80%	2.24%	2.63%	3.02%	3.30%	3.37%	1.57%	0.74%
3	中信证券	5.72%	5.69%	6.09%	5.69%	6.51%	6.97%	1.25%	0.88%
4	招商证券	3.88%	4.01%	3.95%	4.09%	4.25%	4.90%	1.02%	0.95%
5	中信建投	2.93%	3.01%	2.83%	2.91%	3.31%	3.56%	0.63%	0.73%
6	华林证券	0.27%	0.30%	0.28%	0.27%	0.34%	0.37%	0.10%	0.09%
7	湘财证券	0.80%	0.77%	0.61%	0.66%	0.66%	0.53%	-0.27%	-0.08%
8	广发证券	4.30%	4.22%	4.15%	4.07%	3.95%	3.87%	-0.43%	-0.28%
9	中国银河	4.92%	4.57%	4.39%	4.33%	4.25%	4.00%	-0.93%	-0.40%
10	国泰君安	5.21%	5.86%	5.10%	4.85%	4.18%	4.24%	-0.98%	-0.86%
11	海通证券	4.47%	4.68%	3.83%	3.87%	3.78%	3.46%	-1.01%	-0.37%
12	华泰证券	8.85%	7.86%	7.13%	7.55%	7.78%	7.67%	-1.18%	0.54%

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

**表21：从单客收入来看，互联网券商单客两融收入不占优**

2021年	名称	证券经纪业务净收入 (百万元)	两融利息收入 (百万元)	经纪业务客 户数(万人)	股基成交额 市占率	代理买卖证 券款(个人) 市占率	营业部数量 (个)	单客经纪净 收入(元/ 人)	单客两融收 入(元/人)
互联网券商	东方财富	4,037	2,381		3.45%	2.83%	186		
互联网券商	华林证券	565	243	218	0.37%	0.50%	149	259	111
头部券商	中信证券	8,593	9,916	1257	6.97%	5.38%	370	684	789
头部券商	国泰君安	6,382	6,656	1459	4.24%	4.33%	356	437	456
头部券商	中国银河	6,134	5,905	1322	3.98%	4.80%	505	464	447
头部券商	招商证券	5,528	5,873	1479	4.90%	3.33%	260	374	397
头部券商	华泰证券	5,495	8,802	1423	7.67%	5.97%	271	386	619
头部券商	广发证券	5,112	6,135	1440	3.87%	5.11%	298	355	426
头部券商	海通证券	3,844	4,597	1427	3.47%	4.48%	306	269	322
头部券商	中金公司	3,584	2,901	454		2.25%	231	790	640
中小券商	平安证券	3,923	2,916	2000	3.37%		89	196	146
中小券商	国金证券	1,226	1,120		1.07%	0.77%	72		
中小券商	国元证券	880	1,112	242	0.60%	1.11%	140	364	459
中小券商	恒泰证券	765	386	326	0.43%		122	235	118
中小券商	湘财证券	788	593	222	0.53%		65	355	267

数据来源：Wind、各公司年报、各公司债券信用评级报告、中证协、开源证券研究所

注：(1) 证券经纪业务净收入不包括交易单元席位租赁收入和代销金融产品业务收入

(2) 2021年平安证券个人客户数超2000万，数据取自公司年报

东方财富是互联网券商代表，商业模式清晰且护城河较宽，指南针与华林证券处于发展初期，短期投入过后有望迎来高速增长。东方财富战略布局明确且先发优势明显，牌照端已获得证券+代销+期货+基金+海外全牌照，天天基金+东方财富网+股吧运营能力突出，流量与粘性始终保持前列，经纪+两融+代销业务驱动下客单价值较高。指南针已收购网信证券，目前在流量获取、内容运营能力方面处于初步阶段，但具有清晰战略指引，其原有金融信息服务业务和证券经纪业务具有高度协同性，未来有望迎来高速发展期；华林证券收购海豚股票 APP，与字节跳动开展战略合作，随着流量引入有望实现高速增长。

### 4.3、互联网券商五大竞争要素分析：互联网基因和战略是核心

**5大竞争要素分析：**通过分析互联网券商的商业模式，我们总结了5大核心竞争要素，即价格、产品和服务、流量、运营能力、牌照。

**竞争要素定量对比：**2008年以来证券行业经历两轮佣金价格战，目前互联网券商与传统券商在佣金率上并未拉开明显差距，互联网券商研发投入、流量、客户换手率、经营成本上相对占优。

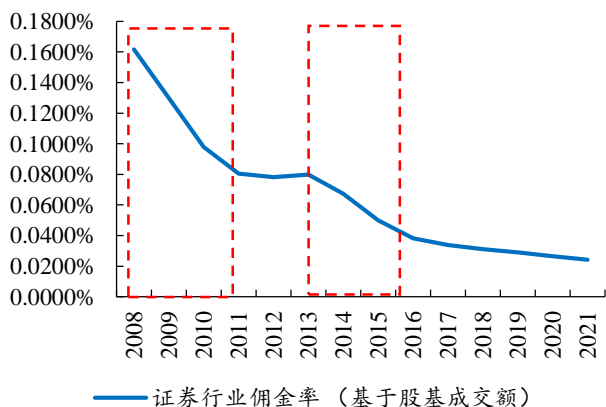
- (1) **佣金率未形成明显差距。**显性价格竞争并不明显，三类券商 2021 年平均净佣金率约 0.026%，平均毛佣金率 0.035%，华泰证券、东方财富、华林证券、平安证券等佣金率较低。
- (2) **互联网券商研发投入更高。**互联网券商投入较高，华林证券、同花顺、指南针 2021 年研发投入占调整后营业收入 25%、24%、12%，传统券商中华泰证券、平安证券、恒泰证券和湘财证券对技术研发投入更加重视。
- (3) **同花顺流量优势明显，互联网与头部券商 APP 粘性相近。**同花顺等互联网平台具有明显的战略化先发优势，2021 年末同花顺 MAU/DAU 达 2551/1194 万人，华泰证券与平安证券 MAU/DAU 在传统券商中较为领先。从人均单日使用时长来看，互联网券商与头部券商 APP 粘性相近。
- (4) **互联网券商换手率相对较高。**散户群体换手率整体在 20-30 倍，东方财富相对较高，换手率（双侧）能达到 30 倍。

表22: 互联网券商五个竞争要素: 价格、产品和服务、流量、运营能力、牌照

五要素	具体内容	定性分析	定量指标
价格	佣金率+两融利率+优惠补贴活动	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 佣金率显性价格竞争不明显(经纪佣金率标价万2.5)</li> <li>● 隐形竞争仍在(梯度佣金率; 开户赠送付费软件等)</li> <li>● 东方财富基金代销申购费一折</li> <li>● 互联网券商占优, 具有规模效应</li> </ul>	佣金率, 两融利率
产品与服务	交易+资讯+社交+投教+综合财富管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 比拼的是IT、人力投入以及对客户需求的理解;</li> <li>● 互联网券商产品功能整体更强, 资讯和社交方面优势突出(东方财富股吧和富途牛牛)</li> </ul>	浏览时间; 日活
流量	自有流量 平台合作流量 外部引流	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自有流量: 东方财富(月活2000万)和同花顺(月活2700万)</li> <li>● 外部合作流量: 腾讯微证券(招商证券, 华林证券); 今日头条(海豚证券)</li> <li>● 广告投放: 1) 同花顺; 2) 快手、抖音、微信; 3) 应用商城; 4) 搜索引擎; 5) 线下广告; 6) 大V引流</li> </ul>	月活, 日活, 浏览时间
运营能力	促活, 留存, 转化, 裂变	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 互联网运营专业人力+IT投入打造大数据分析能力</li> <li>● 时间和数据积累(具有先发优势和规模效应)</li> <li>● 内容运营(投教, 活动, 增值服务)+社区运营(直播, 论坛)</li> <li>● 提高留存和转化, 降低获客成本, 获取高质量客户提升ARPU值</li> </ul>	研发人员数量 IT投入金额 单客收入和获客成本
牌照与生态	投资咨询, 证券全牌照, 期货, 基金代销, 保险经纪	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 牌照决定变现途径和赛道上限(证券经纪和代销优于软件销售)</li> <li>● 多元化牌照和生态圈带来更高的ARPU值和用户粘性</li> </ul>	牌照收入 ARPU值

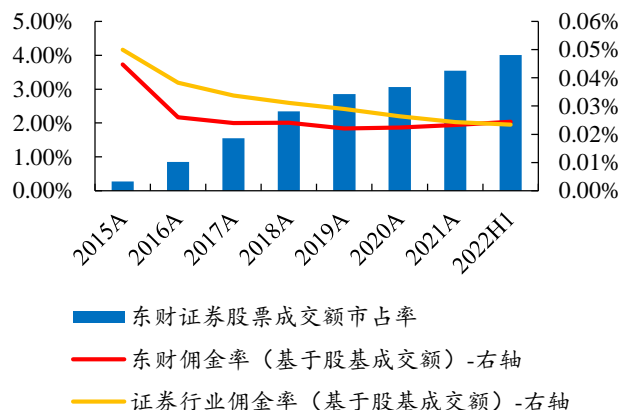
资料来源: Wind、开源证券研究所

图41: 2008年以来行业经历两轮佣金价格战



数据来源: 中证协、开源证券研究所

图42: 2016年起东方财富以低佣金快速抢占市场份额



数据来源: 东方财富公司公告、中证协、开源证券研究所

**表23：2021年两大阵营佣金率差距不大，头部券商与互联网APP单均使用时长接近**

阵营	公司名称	股基净佣金率	毛佣金率	MAU (万人)	DAU (万人)	人均单日使用时长(分钟)
互联网券商	东方财富	0.023%	0.033%	1,935	623	22
互联网券商	华林证券	0.028%	0.041%	20	8	23
互联网券商	同花顺			2,551	1,194	21
头部券商	中信证券	0.027%	0.038%	385	109	18
头部券商	国泰君安	0.032%	0.042%	429	122	19
头部券商	中国银河	0.028%	0.035%	329	87	21
头部券商	招商证券	0.025%	0.034%	299	133	12
头部券商	华泰证券	0.015%	0.023%	693	321	19
头部券商	广发证券	0.030%	0.031%	334	138	13
头部券商	海通证券	0.027%	0.037%	271	96	18
头部券商	中金公司			83	35	12
中小券商	平安证券	0.022%	0.033%	517	157	22
中小券商	国金证券	0.026%	0.035%	66	24	17
中小券商	国元证券	0.028%	0.041%	38	15	10
中小券商	恒泰证券	0.034%	0.045%	20	6	8
中小券商	湘财证券	0.028%	0.031%	27	10	9

数据来源：Wind、各公司年报、QuestMobile、开源证券研究所

注：(1) 股基净佣金率与毛佣金率计算含交易单元席位租赁收入，不含代销金融产品业务收入

(2) 股基净佣金率=证券经纪业务净收入/股基成交额；毛佣金率=证券经纪业务收入/股基成交额

**表24：2021年互联网券商研发投入占调整后营收比重相较传统券商较高**

阵营	公司名称	研发费用/信息技术投入 (亿元)	研发占营收(调整后营收) 比重	研发人员数量 (人)	占比
互联网券商	东方财富	7.2	13%	2094	37%
互联网券商	华林证券	3.5	25%	167	13%
垂直信息服务商	同花顺	8.3	24%	2915	61%
互联网券商	指南针	1.1	12%	167	10%
头部券商	中信证券	17.4	3%		
头部券商	国泰君安	15.4	4%		
头部券商	中国银河	10.7	5%		
头部券商	招商证券	12.8	5%		
头部券商	华泰证券	23.4	7%	3169	22%
头部券商	广发证券	10.7	3%		
头部券商	海通证券	12.1	3%		
头部券商	中金公司	18.6	6%		
中小券商	平安证券	10.1	10%		
中小券商	国金证券	4.8	7%		
中小券商	国元证券	2.4	4%		
中小券商	恒泰证券	2.2	8%		
中小券商	湘财证券	1.6	8%		

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

**表25：2021年东方财富客户经纪业务换手率31倍**

阵营	名称	2021年代理股基 成交额(亿元)	2020年托管证券市值 (亿元)	2021年托管证券市值 (亿元)	2021年换手率(倍)
互联网券商	东方财富	190,034	4,830	7,306	31
互联网券商	华林证券	20,500	1,405	1,697	13
头部券商	中信证券	384,000	69,420	82,004	5
头部券商	国泰君安	233,497	36,973	42,361	6
头部券商	中国银河	219,082	31,547	34,046	7
头部券商	招商证券	270,051	29,860	34,230	8
头部券商	华泰证券	422,916	27,653	37,564	13
头部券商	广发证券	213,101	28,162	33,532	7
头部券商	海通证券	191,000	21,034	24,438	8
头部券商	中信建投	196,200	43,088	55,905	4
中小券商	平安证券	185,600	11,568	14,649	14
中小券商	国金证券	59,238	3,852	5,794	12
中小券商	东吴证券	51,996	5,143	6,977	9
中小券商	国元证券	33,269	3,497	4,011	9
中小券商	浙商证券	51,935	4,393	5,639	10
中小券商	恒泰证券	23,869	1,027	1,268	21
中小券商	湘财证券	29,236	1,366	1,574	20

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

注：换手率=代理股基成交额/(期初+期末托管证券市值)

## 5、投资建议

**赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中，互联网券商成长性明显**

- (1) 中长期看，我国股民渗透率和证券化率均有较大提升空间，居民财富向金融资产迁移将带来证券零售业务的持续增长，Z世代崛起为互联网券商带来机遇，互联网券商赛道空间广阔；近两年行业佣金率呈现触底迹象，而财富管理多元化需求逐渐提升零售证券用户的单客价值。
- (2) 龙头公司在研发、流量、运营和成本端占优，市占率持续向头部集中；轻资本模式、互联网2C业务的规模效应使得互联网券商业务具有较好成长性，可享受较高估值。
- (3) 互联网券商在2022年逆境下业绩保持较好成长性，东方财富2022H1经纪净收入同比+28%，同花顺广告及互联网推广业务同比+18%，指南针完成证券牌照收购成为互联网券商新贵。
- (4) 互联网券商赛道兼具成长性和beta弹性，推荐互联网券商+财富管理综合优势突出的东方财富，推荐证券用户有望高增长的指南针，受益标的同花顺。传统券商推荐华泰证券、国金证券，受益标的华林证券、湘财股份。

- 受益标的业务亮点：

**东方财富：**公司是国内互联网券商龙头，早期凭借股吧和三大门户网站积累了丰富的垂直流量，2012年转型基金代销，2015年收购证券牌照，通过流量+低价+优质的产品 and 领先的运营能力实现了市占率的快速提升。公司证券经纪和基金代销业务两大业务基础牢固，市占率持续提升，规模效应下公司成本率持续下降，已然构建较强的护城河，在竞争中处于领先优势。未来公司将持续受益于居民财富向金融资产迁移的长逻辑。

**指南针：**2022年7月指南针完成对网信证券的收购，是第二家拥有券商牌照的金融信息提供商。公司原有2C软件销售业务快速增长，彰显了公司较强的互联网运营能力。公司收购券商后商业模式进一步升级，利于为投资者构建更加持续、多元的证券服务，未来证券经纪客户有望保持较快增速，是公司未来盈利增速的核心。关注公司证券客户转化、研发投入和平台化战略转型。

**同花顺：**作为金融垂直领域信息服务商龙头，同花顺先发优势明显，流量、客户基础和资源、研发实力、品牌等综合实力突出。

**华泰证券：**华泰证券是传统券商中发力互联网证券经纪业务的先行者，战略定力和持续性较强，公司通过自主研发持续推进数字化转型，践行科技赋能下的财富管理和机构业务双轮驱动战略，看好公司数字化牵引下的商业模式创新与平台化支撑下的全业务链优势。

**招商证券：**自主研发与合作引流实现转型的综合性券商，持续推进财富管理数字化特色转型。与腾讯“微证券”实现深度绑定，招证财富+初步打通微信生态与内部管理平台，APP月活常年排名行业前五，机构业务与投行业务数字化转型成效显著。

**国金证券：**国金证券于2013年与腾讯在平台建设及流量转化等方面深度合作，于2014年推出“佣金宝”，具有一定先发优势。近年来，公司深化金融科技赋能、加快数字化转型。

**华林证券：**华林证券于2022年收购海豚股票APP，并与字节跳动深度合作，公司产品与技术实力明显提升，引流和线上获客能力的强化引领公司业绩高速增长。

**湘财股份：**2020年7月湘财证券借壳哈高科上市并改名为湘财股份，2021年1月实现收购大智慧15%股份，2022年8月与益盟科技战略合作，与三方平台合作发力互联网证券经纪业务。湘财证券坚持金融科技与财富管理双轮驱动的战略方向，积极把握金融科技与业务融合发展的契机，推动公司向互联网券商转型。

**表26：受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/11/18	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	18.20	0.83	0.8	0.95	21.9	22.75	买入
300803.SZ	指南针	51.16	0.44	0.86	1.27	116.3	59.49	买入
601688.SH	华泰证券	12.96	1.47	1.12	1.44	8.8	11.57	买入
600109.SH	国金证券	8.88	0.77	0.36	0.45	11.5	24.67	买入
600999.SH	招商证券	13.24	1.77	1.05	1.32	7.5	12.65	未评级
300033.SZ	同花顺	94.53	3.56	3.44	4.28	26.6	27.48	未评级
600095.SH	湘财股份	9.40	0.18	-	-	52.2		未评级
002945.SZ	华林证券	15.35	0.18	0.20	0.24	85.3	76.03	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：同花顺、招商证券、湘财股份、华林证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

## 6、风险提示

- 股市波动带来交易量不确定性；
- 行业竞争加剧，核心业务费率下降超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn