



# 赛道空间向好，互联网证券行业发展正当时

—— 天降英才小队（2023.04.29）

万贤耀 天津大学金融专硕 研二

毕雪莹 天津大学金融专硕 研二

严炜凡 天津大学金融专硕 研二

张静 天津大学金融专硕 研二

邓娇 天津大学金融专硕 研二

# 目录

1.行业概述	3
1.1 互联网证券行业概述	3
1.1.1 互联网证券定义及分类	3
1.1.2 互联网证券产业链分析	3
1.2 互联网证券发展历程	4
2.行业表现	5
2.1 商业模式	5
2.2 互联网证券行业高速发展	5
2.3 互联网证券行业表现	6
2.3.1 互联网证券企业部分财务指标	6
2.3.2 一级市场：投融资情况	7
2.3.3 二级市场：股价表现	7
3.竞争格局	8
3.1 互联网证券行业主要参与者转型方式对比	8
3.2 用户流量&业务收入：第三方服务商聚集核心流量，传统券商掌握主要收入	9
3.3 行业集中度：传统头部券商市占率稳定，东方财富增幅亮眼	10
4.行业展望	11
4.1 受益于短中长期行业逻辑，互联网证券市场空间广阔	11
4.1.1 短期：政策红利带来的证券服务水平的提升，形成互联网证券新的增长点	11
4.1.2 中期：国内证券行业信息技术投入水平仍有较大提升空间	12
4.1.3 长期：看齐海外成熟资本市场+财富配置需求旺盛，互联网证券未来可期	13
4.2 未来趋势：低佣金时代，更加注重精细化增值服务变现	14
5.投资策略	15
5.1 中国互联网证券行业投资企业推荐	15
5.1.1 东方财富信息股份有限公司	16
5.1.2 中信证券股份有限公司	16
5.1.3 中国银河证券股份有限公司	16
5.2 推荐标的的盈利预测、估值及投资评级	16
6.风险提示	17
6.1 行业盈利空间承压	17
6.2 复合型人才比较匮乏	17
6.3 行业监管趋严的政策风险	17
6.4 市场活跃度存在不确定性	17
6.5 行业竞争加剧	17
参考文献:	17

# 1.行业概述

## 1.1 互联网证券行业概述

### 1.1.1 互联网证券定义及分类

互联网证券是金融科技发展下证券业务的创新，指通过互联网提供证券及其他衍生品交易活动相关的金融服务平台，业务范围涉及股票、期货、外汇、债券、期权等上千个品种。

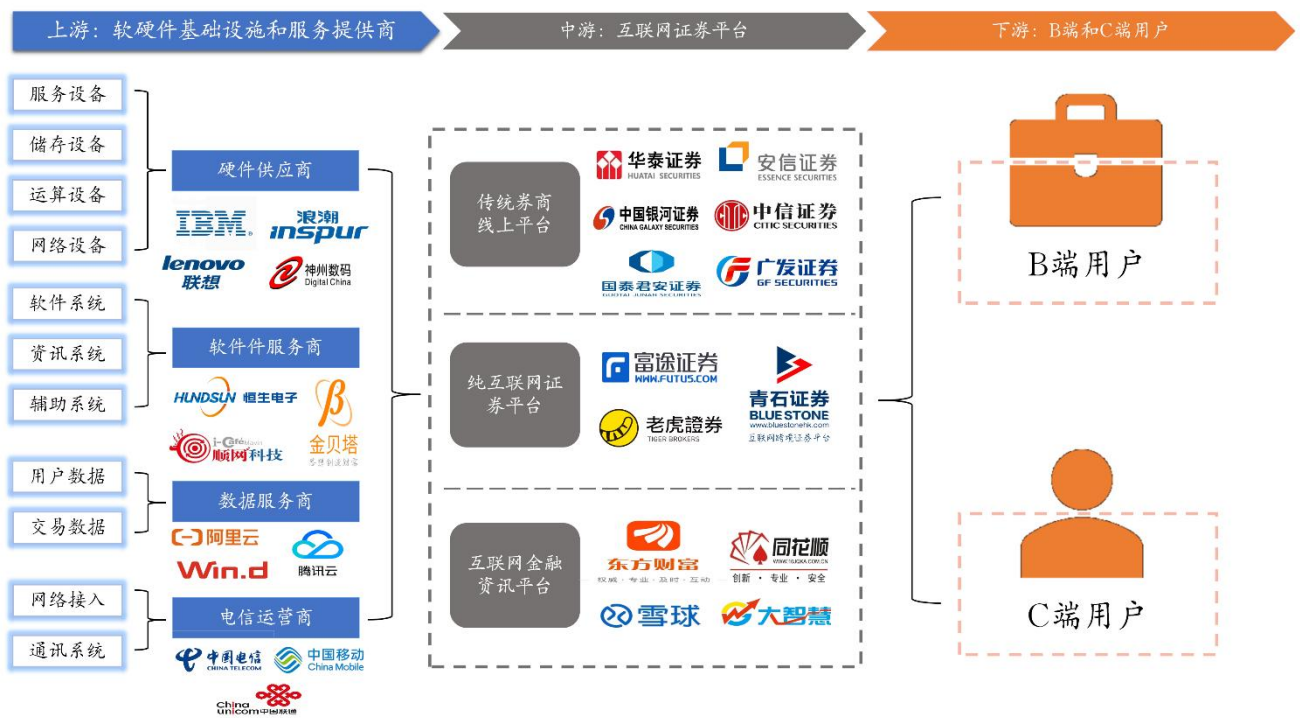
互联网证券业务并非简单的线下向线上平行迁移，而是在“电子化-互联网化-移动化”趋势下，对传统业务实施从销售渠道、业务功能、客户管理到平台升级的架构重塑及流程优化。

按业务载体划分，互联网证券可分为网页端互联网证券和移动端互联网证券两大类型。网页端互联网证券通过 Web 形式向用户提供互联网证券业务产品及服务。移动端互联网证券通过 WAP、APP、小程序等形式向用户提供证券交易产品与服务。

本文主要侧重于分析华泰证券等传统券商转型的互联网证券公司以及同花顺等第三方服务商。

### 1.1.2 互联网证券产业链分析

图 1-1 中国互联网证券行业产业链



来源：头豹研究院及公开资料收集整理

上游为软硬件基础设施和服务提供商。在硬件服务层面，市场上能够提供相应设备的供应商较多，从各平台的实际应用方面来看差异不明显；在软件服务层面，互联网证券平台对软件产品的采购大多集中于恒生电子、顺网科技等金融科技企业；数据服务层面，金融数据与用户数据是互联网证券企业重点采购内容。

中游为互联网证券平台。主要包括传统券商转型的互联网证券公司、第三方服务商和纯互联网券商。(1) 传统券商转型的互联网证券公司（以下简称为传统券商）：互联网证券行业营业收入主要集中于传统券商，大型传统券商拥有自营 APP，传统券商线上平台多与互联网平台合作以引入用户流量。(2) 第三方服务商：用户流量聚集地，深耕于金融、财经资讯服务市场，通过收购券商或进行合作进入互联网证券行业，由资讯向证券业务扩展。(3) 纯互联网券商：以纯线上业务切入市场，纯互联网券商主要有富途证券、老虎证券、青石证券等。

图 1-2 互联网证券平台

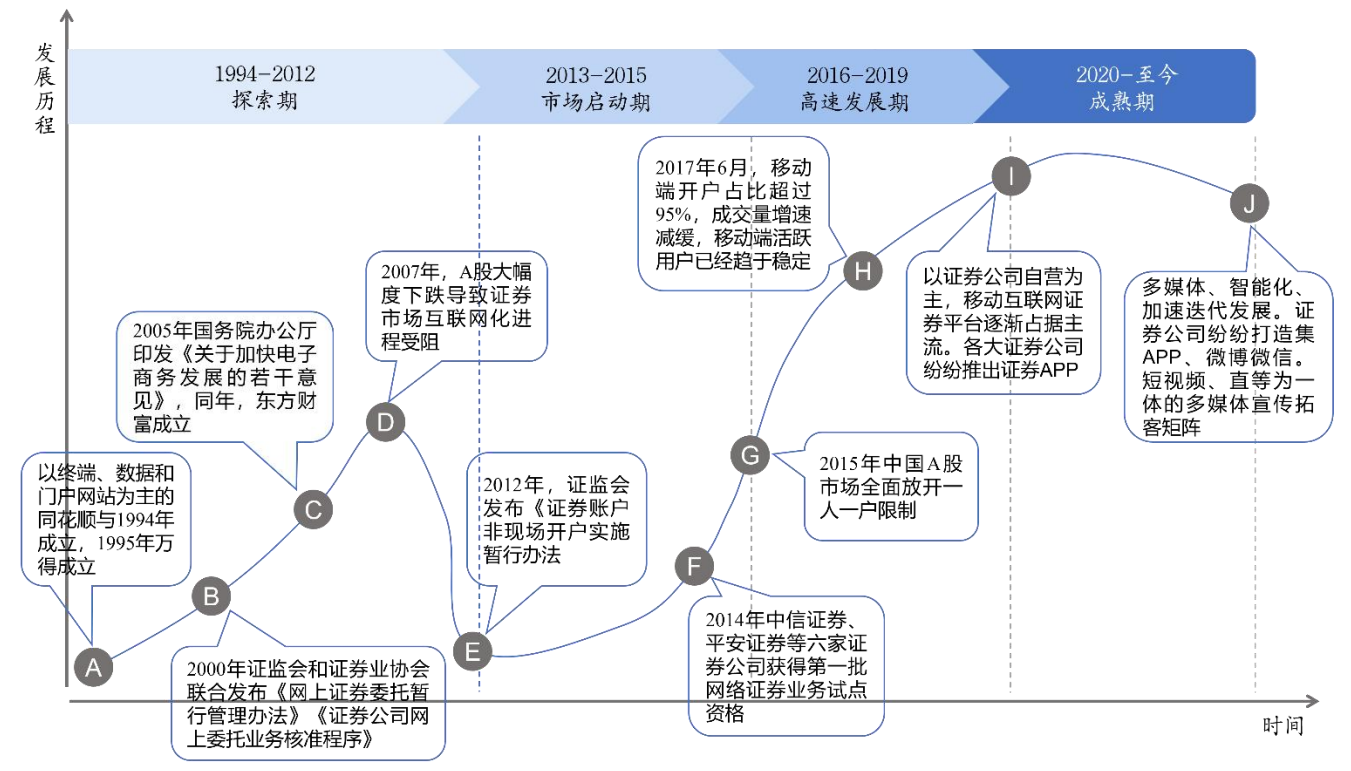


数据来源：公开资料整理

下游为 B 端和 C 端用户。券商 APP 活跃度逐年提升，移动端开户、交易占比不断提高，数据显示，相比使用 PC 端或其他端口，高达 99.54% 的投资者在 2022 年更青睐使用移动端 APP 完成开户操作。

## 1.2 互联网证券发展历程

图 1-3 互联网证券发展历程图



数据来源：易观千帆，公开资料整理

2000 年，证监会和证券业协会联合发布两部互联网证券委托管理办法，正式从监管层面承认互联网证券的发展，我国互联网证券市场正式起步。

2014 年，证监会发放了第一批网络证券业务试点资格，市场启动进程不断加速。

2015 年，中国 A 股市场全面放开一人一户限制，互联网证券市场进入高速发展期。

2020 年至今，随着技术的快速革新，互联网证券 APP 迭代加速，智能化程度大幅提高，互联网证券市

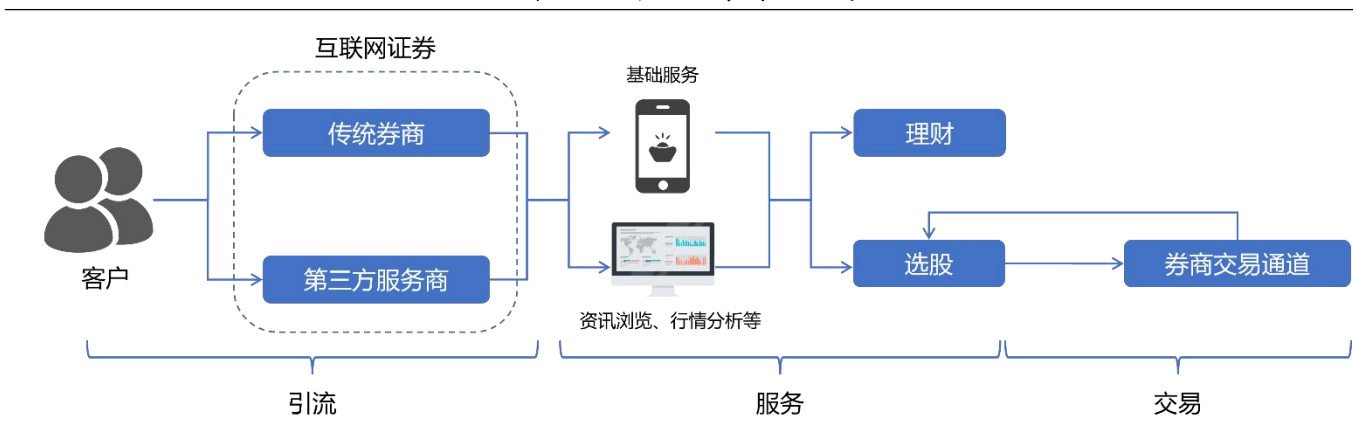
场发展已进入成熟期。

## 2.行业表现

### 2.1 商业模式

**互联网证券公司采用以客户为中心的商业模式。**互联网证券公司较为注重用户体验，以客户需求为出发点提供产品和服务，同时凭借品牌优势获取更多客户。在获客方面：传统券商采用线上线下结合的营销方式，第三方服务商以线上营销为主，以低佣金吸引用户。服务方面：传统券商多数致力于为客户提供更高体验感的基础服务，第三方服务商为客户提供资讯浏览和行情分析等自主分析工具。交易方面：传统券商在具备通道性的同时注重交易渠道的用户服务，第三方服务商通过接入券商的交易通道为客户提供服务。

图 2-1 互联网证券商业模式

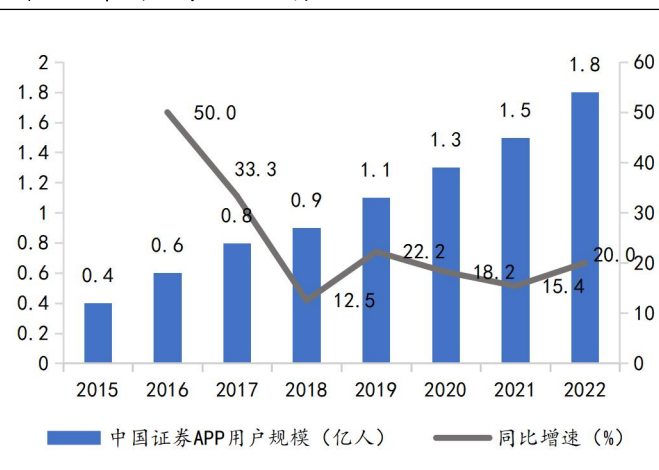


数据来源：易观千帆，公开资料整理

### 2.2 互联网证券行业高速发展

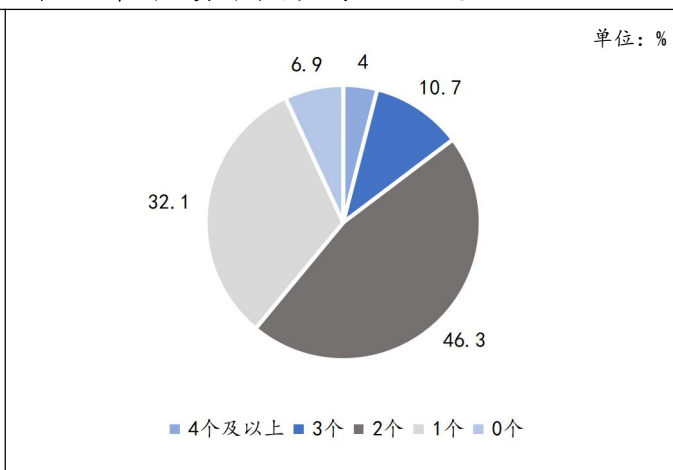
**互联网证券 APP 用户规模及投资者人均下载量持续增长。**近年来，中国证券 APP 用户规模高速增长，从 2015 年的 0.4 亿人增长至 2022 年的 1.8 亿人，在六年时间里增加 3.5 倍，平均增速为 31.2%。2022 年中国证券 APP 用户同比增长 20%。46.3% 的投资者在手机上下载了 2 个证券 APP，超 60% 投资者下载了 2 个以上的证券 APP，未下载任何证券 APP 的用户仅占 6.9%（包括部分通过微信、支付宝等网络支付平台进行投资的投资者）。

图 2-2 中国证券 APP 用户规模



数据来源：艾媒咨询

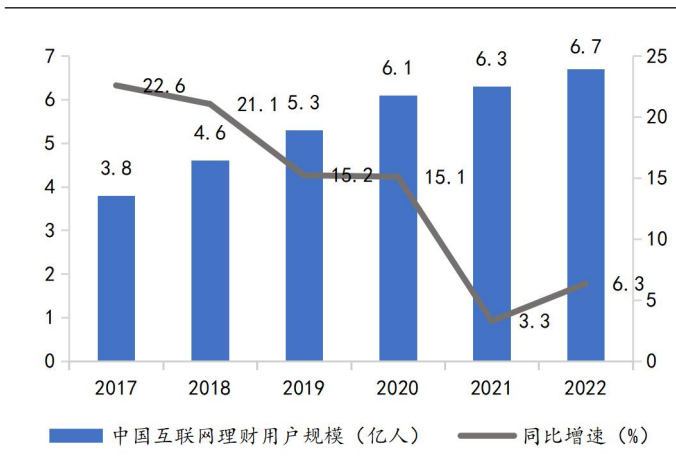
图 2-3 中国投资者下载证券 APP 数量



数据来源：艾媒咨询

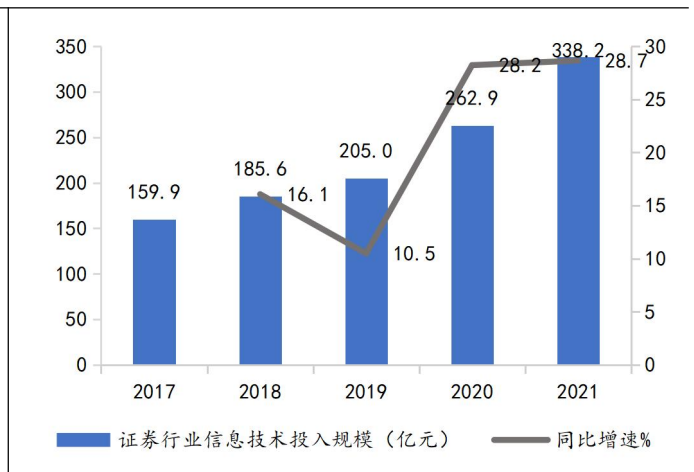
**互联网理财用户规模及证券行业信息技术投入持续增长带动互联网证券行业的迅速发展。**需求端：2017-2022 年，互联网理财用户规模持续增长，2022 年末中国互联网理财用户规模 6.7 亿人，为 2017 年的 1.76 倍。供给端：由于政策利好及出于产品差异化的需要，证券行业不断提高信息技术方面的投入，2017 年-2021 年，证券行业信息技术投入由 159.9 亿增长至 338.2 亿，复合增长率高达 20.6%，2021 年同比增长 28.7%。需求端供给端同时发力，带动了互联网证券行业的高速发展。

图 2-4 中国互联网理财用户规模



数据来源：艾媒咨询

图 2-5 证券行业信息技术投入规模



数据来源：艾媒咨询

## 2.3 互联网证券行业表现

### 2.3.1 互联网证券企业部分财务指标

表 2-1 互联网证券企业部分财务指标

序号	证券代码	名称	业务类型	总市值 (亿)	PE	营业收入 (亿)	归母净利润 (亿)	净利率 (%)	ROE (%)	ROA (%)
1	300059	东方财富	第三方服务商	2884.7	33.9	124.9	85.1	68.1	14.4	4.3
2	300033	同花顺		1062.6	62.8	35.6	16.9	47.5	25.6	19.3
3	300033	大智慧		152.1	-172.3	7.8	-0.9	-11.3	-5.4	-5.7
4	300059	中信证券	传统互联网券商	2538.9	14.5	651.1	213.2	32.7	8.7	1.7
5	601519	华泰证券		1024.8	11.4	320.3	110.5	34.5	7.5	1.4
6	600030	广发证券		908.6	14.8	251.3	79.3	31.6	7.2	1.5
7	601211	国泰君安		1233.6	11.5	354.7	116.2	32.8	7.6	1.4
8	601066	中信建投		1688.7	22.8	275.7	75.2	27.3	8.7	1.6
9	600999	招商证券		1105.3	14.8	192.2	80.8	42.0	7.1	1.3
10	601881	中国银河		765.5	12.8	336.4	77.6	23.1	7.7	1.3

数据来源：公司公告，wind

注：总市值、PE 数据获取时间为 2023 年 4 月 24 日，其余财务指标所属时期为 2022 年

#### 互联网证券行业财务指标表现良好：

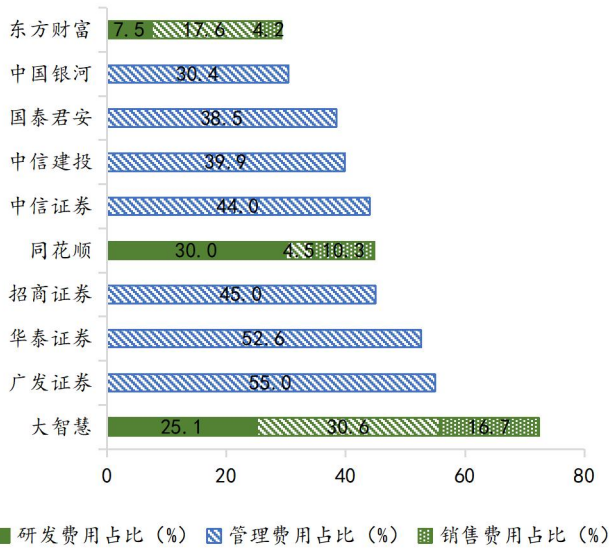
(1) 规模方面，中信证券市值、营收及净利润均位居第一，分别为 2895.4 亿、651.1 亿元和 213.2 亿元。

(2) 盈利能力方面，以东方财富和同花顺为代表的第三方服务商表现突出，2022 年同花顺实现 ROE24.65%、ROA19.30%。东方财富 2022 年净利率高达 68.15%。

(3) 成本费用方面，传统券商的互联网创新业务所产生的成本费用主要集中于管理费用，且相对于互联网公司提供证券业务的来说具有更低的三费占比。第三方服务商在提供证券业务的同时具有更高的研发费用占比，这符合互联网企业的特性，2022 年同花顺研发费用占营收比例高达 30%。

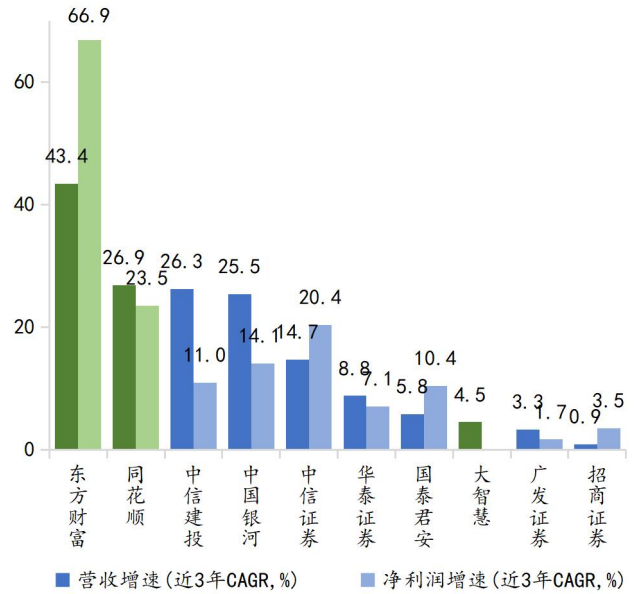
(4) 增长速度方面，第三方服务商代表东方财富、同花顺表现出高增长，其中东方财富净利润平均增速超过 50%；传统互联网券商中中信建投营收平均增速较高，为 26.3%；中信证券净利润增速为 20.4%。

图 2-6 三费占营收比例



数据来源：公司公告，wind

图 2-7 营收及利润增速



数据来源：公司公告，wind

注：传统证券公司 2022 年研发、销售费用未披露；蓝色标注表示业务类型为传统证券，绿色标注表示业务类型为第三方服务商

### 2.3.2 一级市场：投融资情况

2022-2023 年中国互联网证券行业共发生 7 起投融资事件，合计投融资金额超 47 亿元人民币，涵盖智能投资、证券经纪、投资研究、数字科技等多个领域。

表 2-2 2022-2023 年 3 月中国互联网证券相关公司投融资数据

时间	公司名称	公司定位	轮次	金额	投资方
2023-02-06	中国通海金融	证券经济服务商	战略投资	8.53 亿港元	华新通
2023-01-30	亿安控股	智慧投行 FA+智能营销综合管理服务商	A 轮	8000 万人民币	乾道基金 中金启德 日赢控股 陈杰
2022-08-24	NewBanker 牛投邦	财富管理技术服务商	C 轮	数千万人民币	中金资本 源合资本
2022-05-27	太平洋证券	证券交易服务商	IPO 上市后	17.26 亿人民币	华创证券
2022-04-02	天风证券	综合金融证券服务商	IPO 上市后	21.24 亿人民币	宏泰集团
2022-02-21	秒投	社区型港股投资理财平台	A 轮	300 万美元	AngelHub 卢森堡 Kharis Capital 新加坡 Farquhar VC 香港宏寰集团
2022-02-09	贝塔数据 BETA DATA	财富数学科技服务平台	B+轮	数千万美元	光速中国 SIG 海纳亚洲 软银亚洲

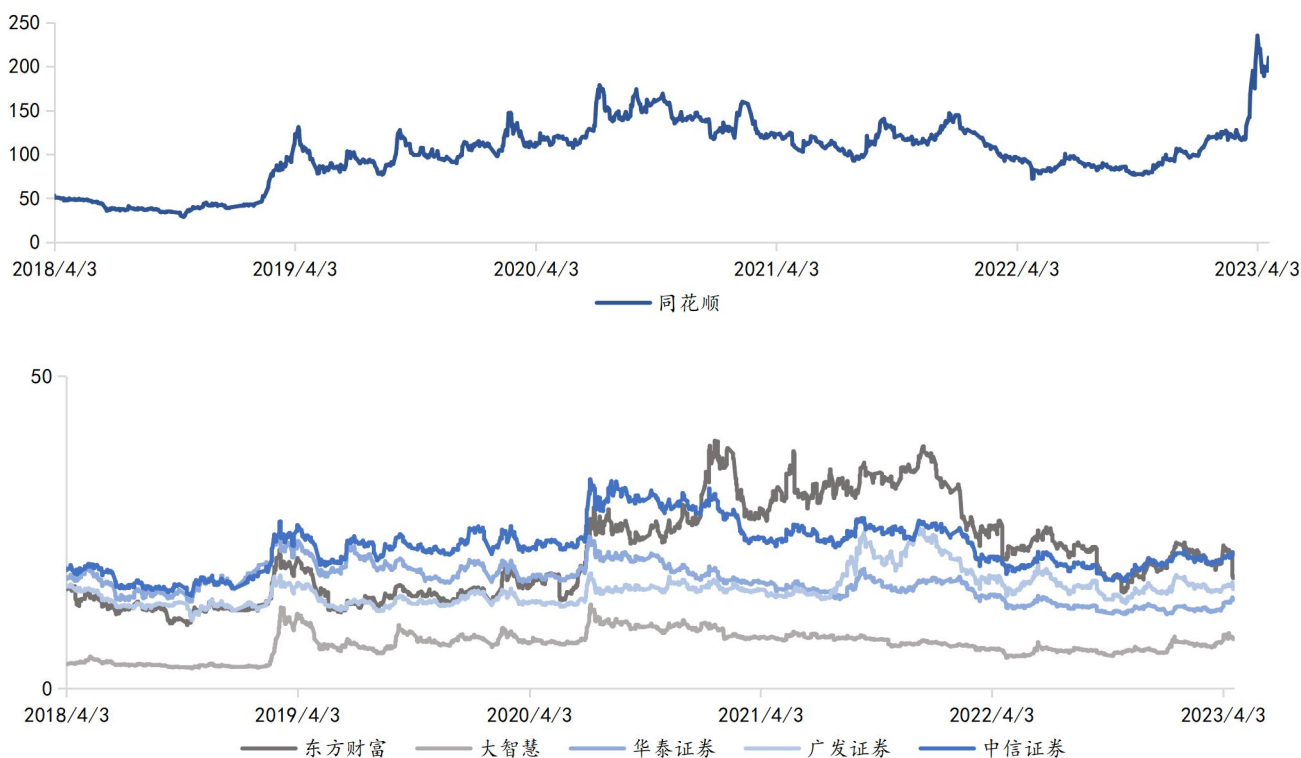
数据来源：wind，艾媒咨询

### 2.3.3 二级市场：股价表现

同花顺作为第三方服务商的领头羊，2018-2023 年股价始终保持在高位。东方财富股价受多方面因素影响，波动较大。华泰证券等传统券商转型的互联网券商 2018 年以来整体未出现剧烈波动。2021-2022 年，受经济环境、政策监管改革等多因素的作用，互联网证券公司股价整体表现不佳。2023 年以来受益于 AI 热度

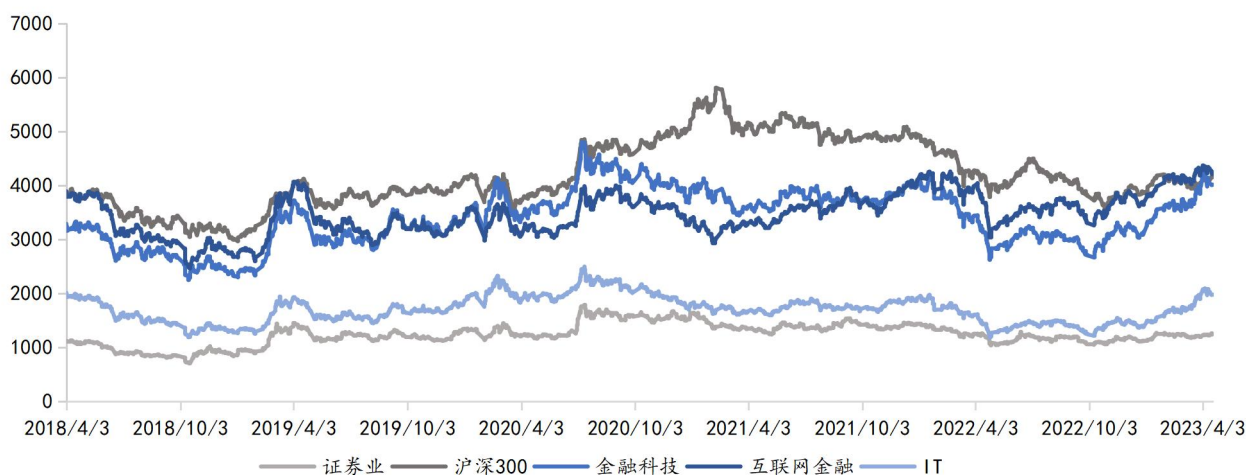
持续、市场回暖等因素，互联网证券板块热度提升。截至4月3日，同花顺股价较年初增幅达139.6%，达到235元/股的历史新高。华泰证券增幅10.6%，证券业指数增幅9.3%。金融科技指数增幅29.6%，互联网金融指数增幅15.4%。

图 2-8 互联网证券企业股价走势图



数据来源：同花顺，wind

图 2-9 相关行业股价走势图



数据来源：同花顺，wind

### 3. 竞争格局

#### 3.1 互联网证券行业主要参与者转型方式对比

传统券商华泰证券转型效果显著，引领传统券商互联网化转型。华泰证券通过自主研发的涨乐财富通APP掌握用户流量密码，将线下客户引流到线上APP；为了应对佣金率下行的不利趋势，华泰证券由以佣



金收入为主导向资产管理服务提供商进行转型。海通证券在 2019 年通过与腾讯等达成合作，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”一站式互联网金融平台。

第三方服务商中，东方财富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。东方财富依靠东方财富网、股吧社区等积累了大量的用户流量，在 2015 年成功收购宝华世纪证券、同信证券，不断延长服务链条，打造一站式金融服务平台。同花顺自 2014 年网上开户/一人开户放开，与券商开展了开户合作，与传统券商联系更加紧密，客户流量更盛。根据公司公告，截至 2022 年 12 月 31 日，同花顺网上行情免费客户端每周活跃用户数约为 1942 万人，用户资源丰富。

表 3-1 传统券商与第三方服务商转型方式

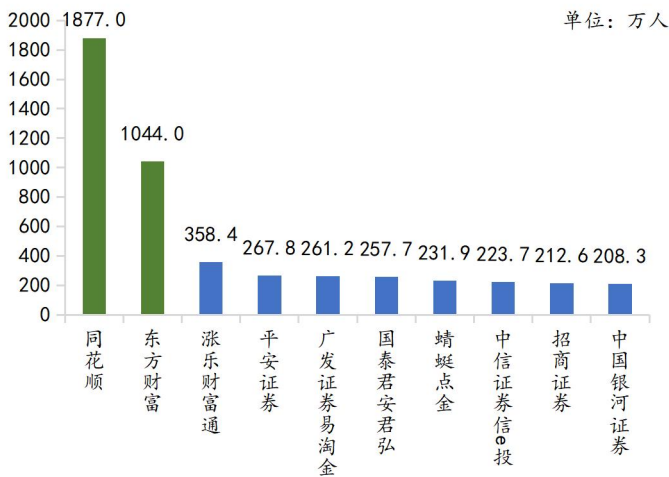
公司名称	转型方式	举措
华泰证券	自行研发+外部引流+自导流	2010 年 A 股上市，推出理财 APP 涨乐财富通； 2019 年提出全面数字化转型； 2020 年，涨乐财富通 APP 推出全新服务“涨乐星选”
国泰君安	自行研发+外部引流+自导流	2014 年获得互联网证券业务试点资格，成为首批试点证券公司； 2020 年全面推进数字化转型，倡导“开放证券”理念； 2021 年推出《全面数字化转型整体方案》，推出 SMART 投行，国泰君安资管 APP 正式上线
中信建投	合作研发+外部引流	2018 年批准成立机构业务部及设立互联网证券分公司； 2020 年，战略携手腾讯云探索数字化转型之路； 2021 年，腾讯云大数据平台 TBDS 正式落地中信建投证券
海通证券	自行研发+外部引流	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”一站式互联网金融平台
东方财富	自有流量转化+券商牌照收购变现	2013 年东方财富 Choice 数据终端发布，同年 5 月推出“活期宝”，基金业务快速增长； 2015 年收购宝华世纪证券、同信证券； 2019 年获得公募基金管理牌照、保释经济业务牌照
同花顺	与券商在 2C 和 2B 端深度合作	2003 年同花顺金融服务网站上线； 2010 年推出 iFinD 金融终端，全面开展荐股软件业务； 2014 年网上开户/一人开户放开，开展券商开户合作； 2020 年研发上线基金智能投顾“同顺智投”等产品
大智慧		2005 年开始在线销售； 2007 年推出手机版产品； 2011 年登录主板上市，成为内地首家登录主板的金融信息服务商

数据来源：公司公告

### 3.2 用户流量&业务收入：第三方服务商聚集核心流量，传统券商掌握主要收入

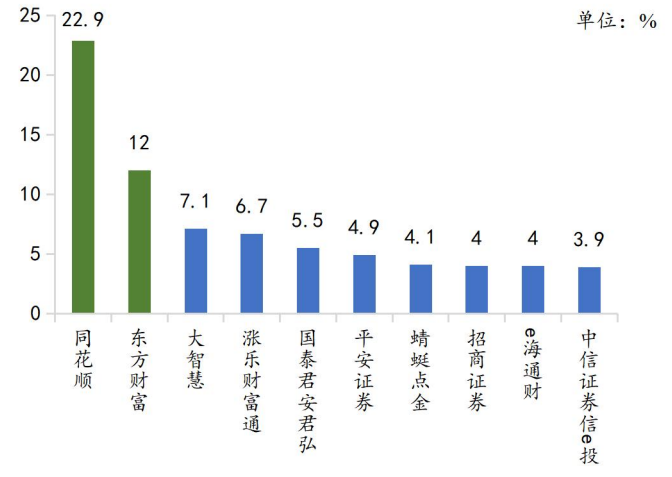
用户流量层面，互联网证券行业的用户流量集中在第三方服务商手中。根据 2022 年第三季度互联网证券 APP 日均活跃人数指标，同花顺 2022Q3 日均活跃人数高达 1877 万人，是第三名涨乐财富通的 5 倍，用户流量在行业内遥遥领先。从互联网证券 APP 活跃人数行业渗透率来看，2022Q3 同花顺的行业渗透率高达 22.9%，东方财富的行业渗透率为 12%，稳居第二。对比分析可以发现，互联网证券行业绝大部分的用户流量集中在第三方服务商龙头企业手中。在证券业互联网化的进程中，由于第三方服务商布局较早，抢占了大量的客户流量资源，形成了以同花顺为龙头的寡头竞争格局。

图 3-1 2022Q3 互联网证券 APP 日均活跃人数



数据来源：易观千帆

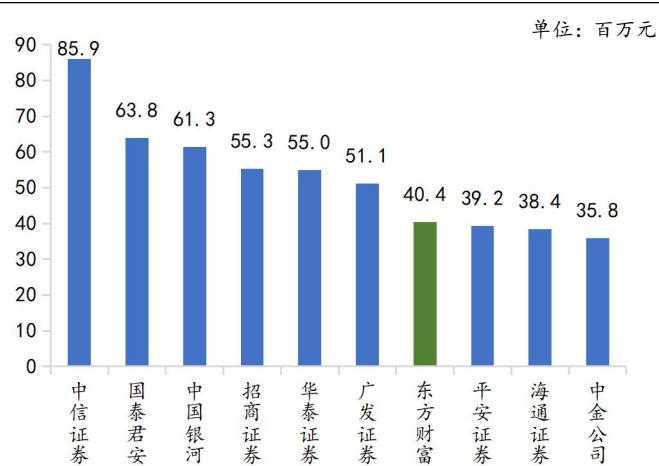
图 3-2 2022Q3 互联网证券 APP 活跃人数行业渗透率



数据来源：易观千帆

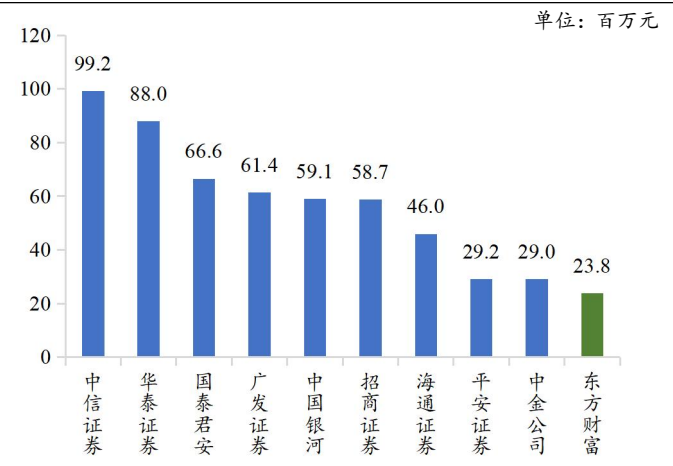
营业收入层面，传统券商聚集了互联网证券行业的主要收入。从证券经纪业务来看，2021 年证券经纪业务净收入 top10 中，前三名中信证券、国泰君安和中国银河的净收入分别为 85.9、63.8、61.3 亿元，前十名中除了东方财富以 40.4 亿元的规模位居第七，其余均为传统券商。从融资融券业务来看，在 2021 年融资融券利息收入 top10 中，前九名均为传统券商，东方财富以 23.8 亿元位居第十，在前十名中传统券商融资融券利息收入占比 95.8%，传统券商的证券收入规模远高于第三方服务商。

图 3-3 2021 年证券经纪业务净收入 top10



数据来源：中国证券业协会

图 3-4 2021 年融资融券利息收入 top10



数据来源：中国证券业协会

### 3.3 行业集中度：传统头部券商市占率稳定，东方财富增幅亮眼

从行业集中度来看，根据近年来代理买卖证券款个人余额市占率和股基成交额市占率数据，互联网证券行业中传统券商市占率较高，东方财富以及数字化转型较快的传统券商市占率提升较快。根据 2018-2021 年代理买卖证券款个人余额市占率数据，华泰证券、中信证券、招商证券和中信建投一直稳居行业前列，东方财富、华泰证券以及中信证券近年来的市占率提升较快；2021 年行业 CR5 为 26%，CR10 为 46%，行业集中度较低。从 2018-2021 年股基成交额市占率来看，21 年为首的华泰证券和中信证券的市占率分别为 7.7%、7%，近年来比较稳定；东方财富市占率提升较快，2021 年为 3.5%，较 2018 年增加 1.4pcts。

表 3-2 2018-2021 年代理买卖证券款个人余额市占率

序号	公司名称	代理买卖证券款个人余额市占率				2018-2021 年市占率变化值
		2018	2019	2020	2021	
1	华泰证券	5.0%	5.4%	6.1%	6.1%	1.1%
2	中信证券	4.5%	4.6%	5.6%	5.5%	1.0%
3	招商证券	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	0.1%

4	中信建投	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	0.2%
5	东方财富	1.2%	1.6%	2.3%	2.9%	1.7%
6	平安证券	2.1%	2.6%	2.9%	2.7%	0.6%
7	中泰证券	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	0.3%
8	东方证券	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	0.1%
9	东吴证券	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	0.3%
10	华西证券	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	0.1%
CR5		27.0%	26.0%	27.0%	26.0%	-
CR10		46.0%	46.0%	46.0%	45.0%	-

数据来源：wind，中国证券业协会，华经产业研究院

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）市占率的分子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

表 3-3 2018-2021 年股基成交额市占率

序号	公司名称	股基成交额市占率				2018-2021 年市占率变化值
		2018	2019	2020	2021	
1	华泰证券	7.1%	7.6%	7.8%	7.7%	0.6%
2	中信证券	6.1%	5.7%	6.5%	7.0%	0.9%
3	招商证券	4.0%	4.1%	4.3%	4.9%	1.0%
4	国泰君安	5.1%	4.9%	4.2%	4.2%	-0.9%
5	中国银河	4.4%	4.3%	4.3%	4.0%	-0.4%
6	广发证券	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	-0.3%
7	中信建投	2.8%	2.9%	3.3%	3.6%	0.7%
8	海通证券	3.8%	3.9%	3.8%	3.5%	-0.4%
9	东方财富	2.1%	2.7%	3.0%	3.5%	1.4%
10	平安证券	2.6%	3.0%	3.3%	3.4%	0.7%

数据来源：公司公告，wind

## 4.行业展望

### 4.1 受益于短中长期行业逻辑，互联网证券市场空间广阔

#### 4.1.1 短期：政策红利带来的证券服务水平的提升，形成互联网证券新的增长点

近年来监管层全面深化资本市场改革，进一步落实资本市场对外开放，鼓励金融科技化属性并积极引导，政策及交易规则变化以及外资金金融机构的涌入为证券经营类机构带来互联网系统改造与建设新需求。

（1）**资本市场改革催生互联网证券系统建设需求**：从 2020 年 1 月、4 月证监会发布在上交所科创板、深交所创业板分别试点实施注册制，到 2023 年 2 月全面实行股票发行注册制，中国资本市场在走向成熟化的道路上行稳致远，一系列政策为互联网证券系统带来广阔增量空间。

（2）**加速资本市场对外开放，外资机构入驻进一步带动互联网证券需求**：2018 年 4 月，证监会出台《外商投资证券公司管理办法》，将外资机构持股证券公司的比例限制放宽至 51%，标志着境外股东可控股证券公司。2019 年 10 月，中国人民银行发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，十一条新规放宽外资机构业务范围限制，推进外资机构入驻，为资本市场注入新血液。外资机构数量的增加和业务的扩展也为券商互联网业务带来新的建设空间。

（3）**监管机构强调科技属性并积极引导**：2019、2022 年人民银行分别发布金融科技两个三年发展规划，均强调金融与科技深度融合、协调发展以加快金融机构数字化转型，同时激励金融机构加大信息化投入，2020 年 7 月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，调整信息技术投入考核方式，

推进证券公司加大对信息投入的重视程度。

表 4-1 政策红利短期内仍将持续，为证券业互联网系统建设带来增量需求

时间	政策/事件名称	发布部门	主要内容
2014年4月	六家券商获得首批互联网业务试点资格	证监会	中信证券、国泰君安等六家券商获得首批互联网业务试点资格
2015年7月	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	人民银行等十部委	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
2019年7月	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	国务院	出台 11 条金融业对外开放措施，加快债券、理财、养老金、保险等业务的对外开放
2019年9月	《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021年）》	人民银行	将金融科技打造成金融高质量发展的“新引擎”，合理运用金融科技手段丰富服务渠道、完善产品供给、降低服务成本、优化融资服务，提升金融服务质量与效率
2020年3月	《中华人民共和国证券法》修订版	全国人大常委会	全面推行证券发行注册制度
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	稳妥发展科技金融，加快金融机构数字化转型
2022年1月	《金融科技发展规划（2022-2025）》	人民银行	提出新时期金融科技发展指导意见，明确金融数字化转型总体思路、发展目标、重点任务和实施保障
2022年5月	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	证监会	符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格
2023年2月	全面实行股票发行注册制相关制度规则	证监会	此次发布制度规则共 165 部。内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面

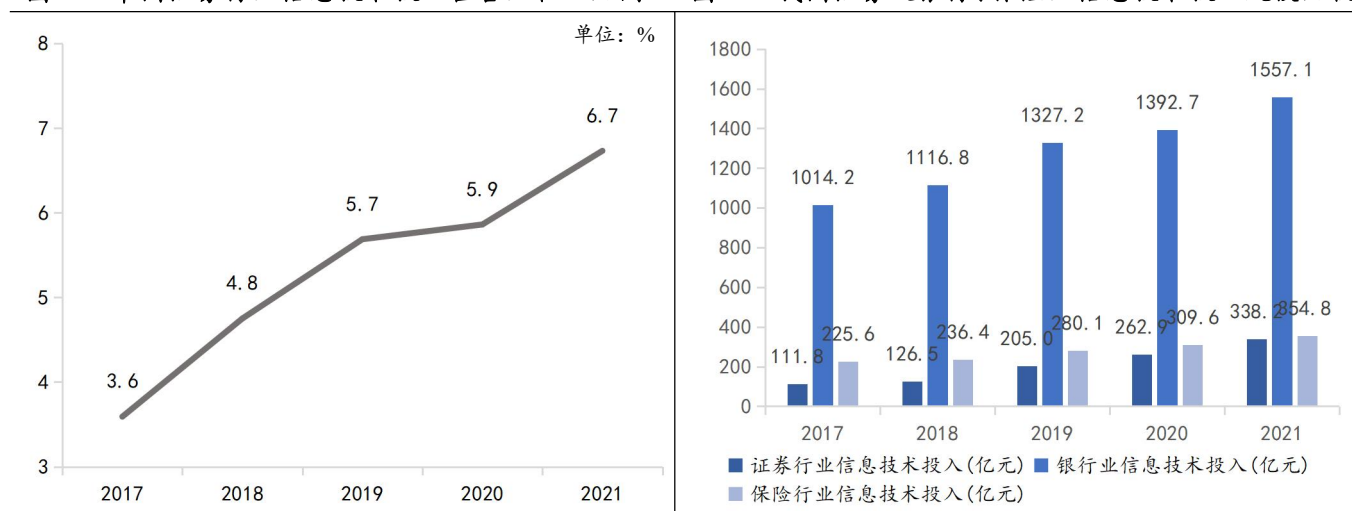
数据来源：各政府部门官网，wind

#### 4.1.2 中期：国内证券行业信息技术投入水平仍有较大提升空间

目前，我国证券行业信息技术投入规模仍处于较低水平，与同期其他金融细分行业（银行业、保险业）相比仍有较大差距。2021 年，我国证券业信息技术投入占同期营收比达 6.7%，较上一学年度增长 0.8pct，近四年来基本维持在 5%-7% 的区间内，依然存在较大的提升空间。2021 年，我国证券行业信息技术投入为 338.2 亿元，同期银行业、保险业信息技术投入分别为 1557.1 亿元和 354.8 亿元，分别为证券业信息技术投入的 4.6 倍和 1.1 倍，证券业信息技术投入与其他细分金融行业相比，仍有较大差距。

图 4-1 中国证劵行业信息技术投入占营业收入比例

图 4-2 我国证券及银行、保险业信息技术投入规模比较

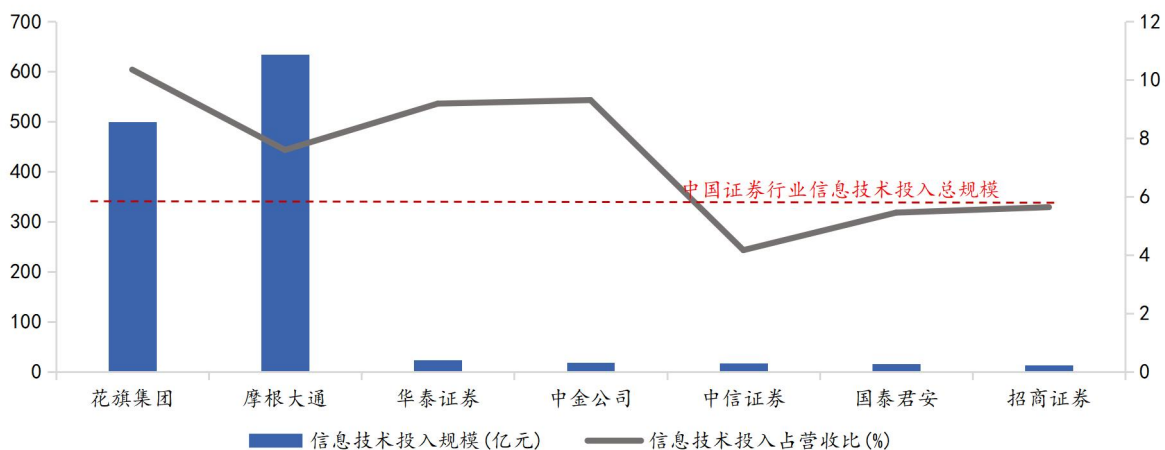


数据来源：中国证券业协会，wind

数据来源：IDC，华经产业研究院，艾瑞咨询

对标海外龙头券商，仍有较大成长空间。根据海外投行摩根大通、花旗集团 2021 年年报，2021 年花旗集团、摩根大通信息技术投入分别达 499.1、633.8 亿人民币，显著高于中国证券业全行业的信息技术投入，在绝对投入规模上，我国券商与国外同行相比存在巨大差距。而在信息技术投入力度上，国内头部券商已全面向海外看齐，排名前五的券商信息技术投入占营收比已经超过同期摩根大通的水平，我们认为，随着以互联网、大数据、人工智能为代表的科技革命的推进以及中国资本市场进一步对外开放，互联网证券将生态将进一步向智能化、信息化方向推进，互联网证券市场空间广阔。

图 4-3 证券业信息技术投入规模中外对比（2021 年）



数据来源：美国证券交易委员会官网，中国证券业协会

注：花旗集团、摩根大通信息技术投入数据已根据当年美元兑人民币中间汇率换算

### 4.1.3 长期：看齐海外成熟资本市场+财富配置需求旺盛，互联网证券未来可期

目前，我国资本市场与以美国为首的成熟资本市场相比仍处在相对早期的阶段，发展空间广阔，证券市场的巨大潜力也给我们互联网证券行业以巨大的想象空间。

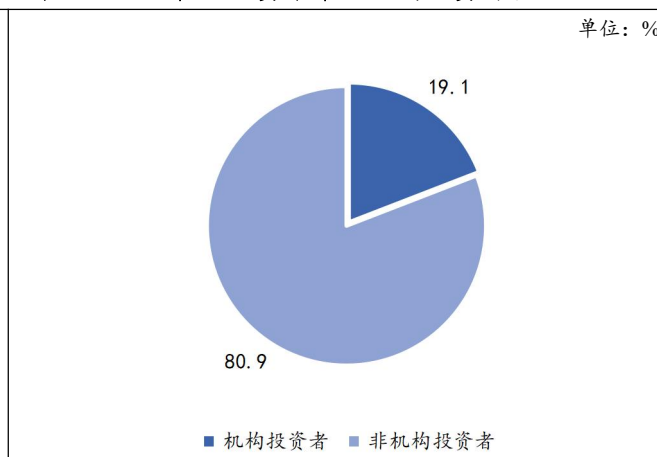
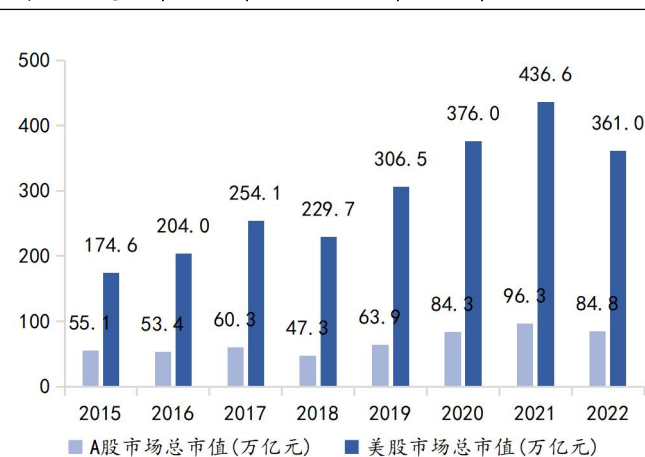
(1) 从市值上看，截至 2022 年期末，中国股票市场总市值 84.8 万亿元，同期美股市场总市值则高达 361 万亿元，约为我国的四倍。

(2) 从投资者结构上来看，根据上交所的数据，2022 年我国股票市场机构投资者持股市值占比仅 19.1%，远不及美股市场的 43.6%。

(3) 未来，我国资本市场有望向美国看齐，证券市值、机构投资者占比有望进一步提升，随着证券市场的进一步发展，我国互联网证券行业拥有广阔空间。

图 4-4 美股市场总市值 vs.A 股市场总市值

图 4-5 2022 年 A 股资本市场机构投资者占比



数据来源：公司公告，wind

数据来源：上海证券交易所，wind

注：美股总市值数据已根据当年美元兑人民币中间汇率换算

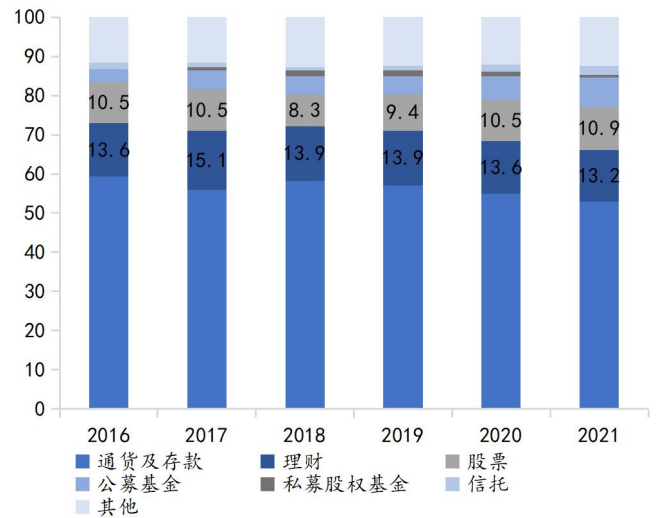
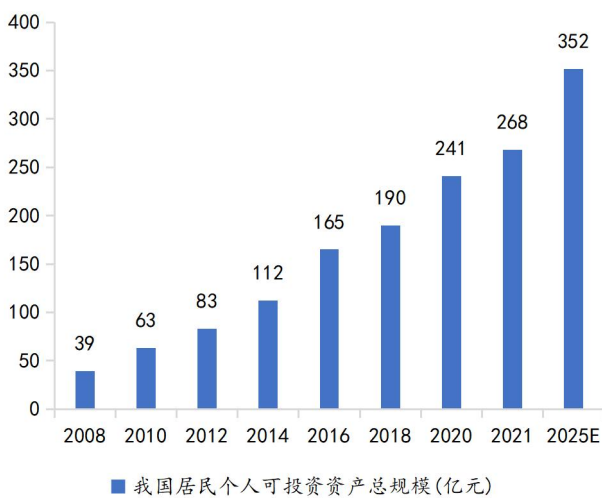
改革开放以来，在我国经济始终保持稳中向上的趋势的大背景下，我国居民个人财富水平不断提升，资本市场持续扩容，居民财富配置向净值型、权益型金融产品迁移，股市新增投资者数量持续增长，为互联网券商业务扩容带来历史机遇。

(1) 我国居民资产配置从存款向权益类资产转移。党的十八大以来这十年，我国居民财富水平不断提升，截至2021年我国居民可投资资产达268亿元，2008-2021年10年间CAGR高达16%。预计2025年将达到352亿元。随着银行理财取消刚性兑付、货币市场基金收益率降低，居民资产配置中存款占比降低。与此同时，我国资本市场不断深化改革，居民通过基金、资管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。

(2) 对比美国，目前我国权益类资产的发展空间依然巨大。2021年，我国权益类资产在居民总资产中占比为15%左右，而美国这一比例约为37%，约为我国的2.5倍。

图 4-6 我国居民个人可投资资产总规模

图 4-7 2016-2021 年我国居民金融资产配置结构



数据来源：招商银行《2022 中国私人财富报告》，德勤咨询

数据来源：中国基金业协会，中国统计年鉴，《2022 中国财富报告》

## 4.2 未来趋势：低佣金时代，更加注重精细化增值服务变现

**主要逻辑：**证券业行业佣金触底导致券商经纪业务收入持续下滑，在未来佣金率仍将稳中有降的预期下，互联网券商需要以量换价，并通过完善增值服务拓宽变现模式。近年来，随着投资者财富的不断增长，投资者更加注重财富稳健增值与价值投资，对券商增值服务的需求与日俱增，迫切需要市场信息逻辑化、关联数据条理化、公司研究深度化作为重要基础，因此对以传统券商与互联网券商手机 App 以及 PC 端软件为主要载体的增值服务的需求将“井喷”。

**行业趋势转型：**目前，互联网证券行业整体上仍然以佣金收入为主，以交易量驱动。在行业竞争激烈导致佣金几乎触底的情况下，市场波动对收入影响较大，收入稳定性较弱。我们预计，**短期内，传统券商将转向以金融产品代销和佣金收入双驱动的模式；中长期来看，居民财富向权益型、净值型资产迁移以及中国资本市场持续增量扩容的底层逻辑未变，因此互联网券商将进一步向以财富管理及其相关增值服务为变现渠道的大方向转型，财富管理业务将成为未来互联网证券行业一个新的增长点，未来增量空间广阔。**

图 4-8 互联网券商未来发展方向



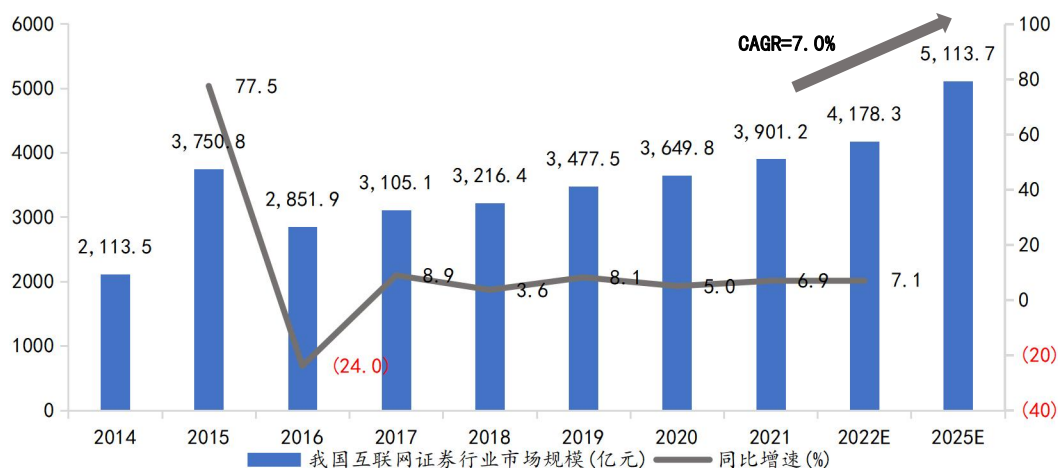
数据来源：前瞻产业研究院，艾瑞咨询，wind

**技术上：**硬件与软件条件上，未来在金融科技与证券业务领域不断深化的背景下，互联网证券企业将加大技术研发力度，促进金融科技与业务的融合发展，提升企业的数智化水平，为投资者资产的保值增值赋能。

**服务上：**互联网券商依靠其利用用户大数据发掘用户画像上的独特优势，未来，基于精准的用户画像，互联网证券企业借鉴新零售业务场景的会员服务模式，为用户提供分层分级的专业服务，打造精细化的产品与服务体系。新会员服务模式根据不同消费特征的用户实行分层服务，从而向用户提供更精准的高附加值服务和权益。

**行业未来市场空间预测：**2014 年中国互联网证券行业市场规模达 2113.5 亿元，其中 2015 年受股市放量大幅上涨影响，投资者投资情绪高涨，互联网证券行业市场规模迎来爆发式增长，2015 年互联网证券行业市场规模为 3750.8 亿元，同比增长 77.5%。2016 年，受汇率波动、央行收缩流动性等因素影响，股票和基金交易活跃度下降，同时行业佣金率持续下滑，互联网证券行业营业收入同比下滑 24%。2016 年以来，市场规模稳中向上，2021 年接近 4000 亿元，5 年间 CAGR 达 6.5%。根据上述逻辑，我们预测，未来互联网证券市场规模的增速将不低于证券 App 用户规模数的增速，按 CAGR=7% 计算，2025 年我国互联网证券市场规模预计将突破 5000 亿元，未来增量空间依旧广阔。

图 4-9 互联网证券市场规模预测



数据来源：头豹产业研究院，wind

## 5. 投资策略

我们坚定看好互联网作为“普惠”媒介给证券行业带来的新机遇，也看好互联网+证券的发展前景。面对财富管理时代“以用户为中心”的新发展需要，数字化转型是金融机构主动求变、提质增效的必然选择。

### 5.1 中国互联网证券行业投资企业推荐

### 5.1.1 东方财富信息股份有限公司

东方财富信息股份有限公司 2005 年 1 月成立。2010 年 3 月，成功登陆深圳证券交易所创业板，2015 年 12 月收购同信证券获得证券业务牌照，正式进军证券市场。2021 年，东方财富市值创新高，位居证券行业首位。

东方财富经过多年发展和积累，形成了自身核心竞争力优势。

(1) **用户资源优势**：拥有海量用户资源是东方财富核心的竞争优势，为持续发展奠定了坚实基础。

(2) **研发技术优势**：东方财富自主研发了一系列网络核心技术，不断优化现有互联网财富管理生态圈系统。

(3) **品牌价值优势**：依托于“东方财富”树立的品牌知名度和投资者认可度，形成了强大的品牌优势，同时通过持续优化服务效能与加强品牌推广力度，进一步提高品牌美誉度和认知度，巩固品牌价值优势。

### 5.1.2 中信证券股份有限公司

中信证券成立于 1995 年，是中国证监会核准的第一批综合类证券公司之一，是中国第一家 A+H 股上市的证券公司。2014 年中信证券获批开展互联网证券业务，成为首批试点单位。

中信证券凭借强大的股东背景，形成和积累了完善的公司治理体系、雄厚的资本实力和领先行业的经营业绩、深厚的客户资源，构成了其核心竞争力。

(1) **强大的股东背景和完善的公司治理体系**：公司股权结构稳定，背靠中信集团。以股东大会、董事会、监事会及经营管理层为核心的公司治理结构，确保了公司长期保持市场化运行机制，实现持续健康发展。

(2) **深厚的客户资源和广泛的网点布局**：中信证券零售客户超 1300 万户，境内企业与机构客户超过 10 万家，分布在国民经济主要领域。境内设立了 400 多家分支机构、12 个投行区域分部，广泛分布在各省市区，境外分支机构遍布全球 13 个国家。

(3) **雄厚的资本实力和领先行业的经营业绩**：中信证券净资本、净资产和总资产等规模优势显著，是业内首家总资产规模突破万亿元的证券公司，营业收入和净利润连续十七年排名行业第一，在国内市场积累了广泛的声誉和品牌优势。

### 5.1.3 中国银河证券股份有限公司

中国银河证券成立于 2007 年，2014 年开始开展互联网证券业务试点。2021 年，中国银河证券数字人民币试点项目纳入名单，实现数字人民币在证券行业的应用拓展，延展了互联网证券业务发展范畴。

作为汇金公司旗下重要的证券金融平台及证券行业和本市场的“国家队”，中国银河证券可以及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。经过多年发展，中国银河证券建立了显著的竞争优势。

(1) **拥有良好的品牌声誉**：中国银河成立时是国内注册资本最大的国有独资证券公司，分别于 2013 年、2017 年实现 H 股、A 股上市，在中国资本市场有着较高的知名度和美誉度。

(2) **持续深耕国内及国际市场，拥有战略布局合理的强大渠道网络**：2022 年末，中国银河拥有 37 家公司、487 家营业部，分布全国各地，通过联昌并购项目将国际业务网络从中国香港延伸覆盖至新加坡、马来西亚、印度尼西亚等地，全方位进入东南亚市场，成为在亚洲地区网络最广阔的中资券商。

(3) **拥有丰富的客户资源**：2022 年末，拥有各类型业务客户 1423 余万户，客户托管证券总市值人民币 3.9 万亿元，客户存款保证金账户余额人民币 797.8 亿元。受益于良好的客户基础，各业务线间有显著的协同营销增长潜力。

## 5.2 推荐标的盈利预测、估值及投资评级

表 5-1 盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价(4月25日)	EPS(元)			PE			评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
东方财富	16.05	0.64	0.64	0.77	30.13	24.88	20.91	买入
中信证券	20.80	1.44	1.70	1.97	13.84	12.13	10.47	买入
中国银河	9.76	0.77	0.96	1.07	12.14	10.19	9.18	增持



## 6.风险提示

### 6.1 行业盈利空间承压

互联网技术的应用简化了互联网证券行业的服务流程,同时推动了行业佣金率的降低。此外,部分行业新进入者为了快速切入市场,通常会通过降低证券业务的佣金率抢占市场份额。互联网证券行业的佣金率逐渐触底,这导致行业盈利空间不断缩小。此外,随着互联网红利逐渐消退,客户获取难度更大,自主研发、产品与服务营销等成本居高不下,进一步挤压了互联网证券行业的盈利空间。

### 6.2 复合型人才比较匮乏

互联网证券行业的发展需要大量且持续的信息技术投入,不断创新产品与服务形式。因此,复合型人才成为互联网证券行业竞争的关键因素。互联网证券行业高质量的产品与服务的研发需要大量具备金融与信息技术运营经验的复合型人才的参与。根据中证协数据,2021年中国证券公司信息技术人员总数约为3.1万人,而现阶段行业复合型人才缺口超过200万人,复合型人才供不应求将会放缓互联网证券行业的发展。

### 6.3 行业监管趋严的政策风险

创新型互联网证券平台的发展与行业监管力度密切相关,金融行业监管政策多变,互联网金融政策持续收紧,数据和流量运营或将面临低于预期的风险,证券行业的经营模式与发展方式也可能会受到新的政策影响,且政策力度的滞后性会加剧行业周期性动荡,对公司证券业务预期产生重大影响。

### 6.4 市场活跃度存在不确定性

互联网证券行业平台多以“用户导向”为主,主营业务不可避免的要受到市场活跃度的影响,如东方财富主要受A股市场景气度的影响。若市场活跃度不稳定出现大幅降低的情形,可能触发减值拨备,对公司经营造成一定的风险。

### 6.5 行业竞争加剧

目前互联网券商赛道仍处于高速成长期,但无法排除市场竞争加剧导致佣金率下降、市场份额下降等风险。一方面,海外投行巨头加速进入中国占领市场,加剧了市场竞争风险;另一方面,国内互联网跨界合作,以多元化模式加速抢占市场资源。此外,加密资产交易的活跃亦分散了用户的注意力,可能成为潜在市场竞争对手。

## 参考文献:

- [1]郝焘.互联网金融对证券行业的影响[J].今日财富,2022,No.397(17):31-33.
- [2]唐静.互联网金融对证券行业的影响与对策研究[J].经济师,2022,No.400(06):84+87.
- [3]王忠伟.东北证券公司互联网财富管理业务发展对策研究[D].长春工业大学,2022.