



# 数字金融系列四：海外互联网券商的生存之道



从企业经营到市场表现，美国互联网券商较综合投行均具有更好表现。从企业经营看，互联网券商具备更强的业绩增速和股东回报；嘉信理财、盈透证券和亚美利交易最近 10 年的年化利润增速均达到两位数，嘉信理财和亚美利交易的年化 ROE 也达到两位数以上，显著优于综合性投行同期表现。从市场表现看，互联网券商具备更高的估值表现和超额收益；2014 年以来嘉信理财、盈透证券、亿创理财和亚美利交易 PE 估值中位数分别为 29.3、28.5、19.7 和 22.8 倍，是综合型投行的近两倍；2011 至 2021 年期间，嘉信理财和盈透证券均具备超额收益，跑赢标普 500 约 687 和 767pct，跑赢摩根士丹利约 461 和 541pct。

从通道佣金为主到多元化构成，美国互联网券商盈利模式发生变迁。在政策变化和技术变革的驱动下，佣金费率不断下行，经纪业务角色逐渐向获客渠道偏移，资金类收入逐渐占据主导，美国互联网券商业务模式开始分化。分业务看，零费率下仅有盈透证券经纪业务收入占比依然超过 50%，订单流销售收入成为经纪业务重要补充；混业经营放开后，互联网券商可与银行进行联动，通过 DepositSweepProgram，以低成本闲置资金配置 MBS 等金融资产获取息差收入，2020 年嘉信理财、盈透证券利息净收入占比达 52.3%和 39.3%；其他多元化业务方面，资管业务成为嘉信理财的新增长曲线，其收入贡献度接近 30%。

交易费率和净息差下行，拓宽客户增长空间和业务边界是主要应对方式。利率下行及零佣金环境下，预计未来佣金收入增长将大幅减缓，同时

美联储基准利率降低也导致利息类收入利差收窄。在此背景下，扩大客户规模和丰富变现方式是美国互联网券商主要增收途径。一方面，各家互联网券商通过兼收并购快速实现客户数量和资产规模扩张，产生更强的规模效应，同时不断丰富客户结构，依托养老金市场扩容兴起的独立投资顾问群体成为互联网券商一大客源，2020 年嘉信理财独立投资顾问客户资产规模达 3.02 万亿美元，占总客户资产比例近 50%。另一方面，互联网券商不断拓展自身业务范围，通过多元化业务带动收入增长，例如嘉信理财和亿创理财旗下均拥有清算、银行和资管牌照。

展望国内互联网券商未来，低边际成本、差异化产品和新的客户增长路径或为突围重点。行业费率的不断下行导致行业增产不增收，如若最终通道佣金趋向于 0，边际成本最低的公司会是最后的幸存者。金融产品销售是当前阶段客户二次变现的方式，但是面临互联网平台的强势狙击，我们预计行业整体下调公募基金的前端申购费率只是时间问题，在产品端形成具备排他性的差异化产品或将成为应对价格竞争的重要路径，基金投顾或将成为一个好的抓手。客户增长的路径来看，相对比较清晰的路径一方面在于布局私行、家族办公室等高净值客户，优化券商存量的客户结构，另一方面跨境互联网券商 ESOP 的打法已经开始被内地的券商所借鉴，财通证券的金服宝 ESOP 签约上市公司超 100 家。

风险提示：权益市场大幅波动风险；金融监管和法律变化趋严风险；行业竞争加剧风险

关键词: 养老

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_36435](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36435)

