



计算机

2015.01.28

互联网金融王者上路

——“三剑客”拨云见日

	刘泽晶 (分析师)	袁煜明 (分析师)	赵湘怀 (分析师)
	010-59312710	021-38674633	021-38675863
	liuzejing@gtjas.com	yuanyuming@gtjas.com	zhaoxianghuai@gtjas.com
证书编号	S0880514070004	S0880511080003	S0880513010003

本报告导读:

区别于目前市场上大多数互联网金融报告,我们从互联网角度阐述对互联网金融的观点,主要考虑了:1、用户结构;2、市场结构;3、专业性等问题。

摘要:

- **重点推荐互联网金融“三剑客”：东方财富、大智慧、同花顺。**目前市场上大多数互联网金融报告都是通过对比美国或日本等发达国家的模式,总结我国互联网金融市场发展规律,亦或是过多讨论具体模式的好坏。我们试图通过总结金融和互联网各自行业的特征,以我国互联网的角度阐述我们对互联网金融行业的看法和观点。我们认为:1、我国互联网金融企业最大的价值是众多的“长尾”客户,现阶段大客户并不一定适合我国互联网金融企业的业务。2、互联网金融降低了金融服务成本,从而扩大的金融行业“蛋糕”。3、垂直型的互联网金融企业更可能胜出,且更具有爆发力。4、2015年是互联网金融的加速落地年。我们**首推互联网金融“三剑客”：东方财富、大智慧、同花顺。**推荐有互联网金融卡位优势的公司：**恒生电子**。
- **互联网金融最重要的资源是用户，“长尾”是关键。**由于我国投资者结构与欧美有较大差异,所以我们认为我国互联网金融最核心的价值在于“长尾”客户。传统金融企业更加重视客户背后的资产质量,因为他们无法以低成本覆盖足够多的用户,导致传统金融企业必须重视单客户的质量。我们认为互联网金融企业最重要的是用户本身,而不是简单的资产。因为互联网具有低成本快速扩张优势,不必过于重视单客户贡献值。拥有足够大量的用户是互联网金融平台爆发的前提。
- **互联网金融的兴起使金融行业的“蛋糕”变大。**我们认为传统金融企业由于业绩压力对单客户的质量有要求,所以其客户和服务的覆盖面是有限的,很多客户的金融需求并没有被满足。互联网金融因其低成本优势,可以对金融资产较小、银行等其他金融机构无法关注到的“长尾”用户进行有效地覆盖服务,从而很大程度上扩大了金融服务的覆盖度。再通过创新金融产品等方式激发“长尾”用户的金融需求,做大整个市场的“蛋糕”,并获取重新分配“蛋糕”的权利。
- **垂直类互联网金融企业胜出的概率更大,更具爆发力。**市场上有观点认为腾讯、阿里等具有很大流量的平台将一统互联网金融行业,但我们认为垂直类的互联网金融企业更可能胜出。主要理由:1、金融行业具有很强的专业性,进入壁垒比较高;2、金融行业具有很强的风险性,如果没有足够的专业知识很可能给客户造成巨大损失,导致用户流失;3、垂直类互联网金融企业流量变现的单客户价值更高,未来在满足用户投资需求上的流量转化率也较高。
- **催化剂:**1、行业鼓励性政策文件出台;2、互联网券商政策松绑。
- **风险因素:**1、互联网金融政策监管加强;2、大智慧收购不成功。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

网络与数据

增持

相关报告

计算机:《强国成长路 信息安全造国家安全之重盾》

2014.12.10

计算机:《世界互联网大会选址乌镇 打造网络强国起航》

2014.11.17

计算机:《企业弯道投资 36 计》

2014.10.08

计算机:《四维模型评估互联网入口价值》

2014.09.24

计算机:《垂直行业的 O2O 变革》

2014.06.16

目 录

与众不同的认知:	3
1. 互联网与金融中介的特征与本质不同	4
1.1. 传统金融中介: 利用信息不对称、解决资金供需平衡	4
1.2. 互联网特征: 信息流网络化、平台效应聚集用户流量	4
2. 我国互联网金融 “长尾效应” 价值更大	5
2.1. 我国家庭金融资产水平与发达国家差距很大	6
2.2. 小额投资者占我国投资者比例超 90%	6
2.3. A 股与其他成熟市场的主要参与投资者差异较大	7
2.4. 我们认为我国互联网金融用户价值在 “长尾”	9
3. 互联网降低金融交易成本, 扩大客户覆盖度	10
3.1. 用户是互联网金融企业的最大资产	10
3.2. 移动支付加强互联网金融的成本优势	13
3.3. 产品标准化是互联网金融产品大规模快速开展的重要因素	14
4. 垂直互联网金融平台胜出几率更大	15
4.1. 互联网平台显著提升金融效率	15
4.2. 互联网企业展开金融业务并非全都成功	16
4.3. 垂直类互联网金融平台成功概率更大, 更具爆发力	17
4.4. 垂直类互联网金融平台更靠近用户, 掌握大量用户数据	21
4.5. 互联网金融方向: 专注平台, 连接用户、创新服务	22
5. 互联网金融正处于爆发前夜	23
5.1. 互联网金融新模式正在快速发展	23
5.2. 全联网券商呼之欲出	24
5.3. 互联网保险开辟新渠道	25
5.4. P2P 大行其道, 但风险值得关注	26
6. 海外案例研究	26
6.1. 嘉信理财	26
6.2. Etrade	28
6.3. Lending Club	29
7. 首推互联网金融 “三剑客”	31
7.1. 东方财富	33
7.2. 大智慧	33
7.3. 同花顺	34
7.4. 推荐具有卡位优势的: 恒生电子	34
8. 风险提示	34

与众不同的认知:

市场对于互联网金融的研究还主要集中在案例研究和具体模式的研究上,比如对lend club和嘉信理财等公司的具体业务模式研究,一般的结论大多是从中寻找共性和特点,以便指导投资者从几方面寻找A股的互联网金融标的。

我们认为,成功公司的案例固然需要重点研究和学习,但美国的互联网金融和中国的互联网金融差异性还比较大。无论从法律体系健全程度、金融行业发展阶段、投资者成熟程度还是互联网发展模式来看,都不能照搬美国模式。市场还有一种观点认为互联网金融要靠大客户才能做大,我们认为面对专业的投资理财市场,大客户的投资往往已经具备一定的专业性,服务难度更大、成本更高,最关键的是大客户服务方式主要以个性化为主,难以低成本复制。

首先,中国互联网市场更具有长尾效应,即更符合所谓的“屌-丝经济”。很重要的事实是:全球前六大的互联网公司有三个是中国公司,分别是阿里巴巴、腾讯和百度。美国的Google和facebook等虽然也是顶尖互联网公司,但他们面对的是全球市场,而阿里等中国互联网公司的市场绝大部分在国内,国内大量小c端客户流量造就了具有中国特色的世界级互联网公司。

其次,中国拥有足够庞大的人口群,由于拥有相似的传统习惯和思维模式,使得互联网公司的产品能够更快以更低成本进行复制,从而形成规模效应。

再次,阿里、腾讯、百度的起家均是从一个互联网垂直行业领域开始,积累足够的专业知识,慢慢过渡到垂直领域的平台。在一个垂直领域形成巨大流量给竞争对手造成进入壁垒,然后向其他新领域拓展,但各自最大的流量依旧主要来自于具有核心竞争力的垂直领域。

所以,我们认为国内的互联网金融企业如果能够脱颖而出也应该具有自身的特点:1、在互联网金融垂直领域具有很强的优势和壁垒(即专业知识);2、拥有或有能力获得巨大的流量;3、具有平台能力或潜在的平台能力;4、符合中国互联网市场特点,能够有“长尾效应”。

我们认为,金融行业具有很强的专业性壁垒,不具有金融专业的互联网企业的学习过程可能较长。掌握大量长尾客户的垂直类公司更符合我国巨型互联网企业的特征。随着我国金融行业的成熟和变革,各类金融投资渠道将越来越丰富,大量创新类金融产品也将出现,金融投资门槛也将大大降低,金融产品的可复制性将更强,普通百姓接触金融投资的机会也将越来越多。这无疑将极大的促进我国互联网金融的快速发展,未来很可能在金融领域出现类似阿里级别的互联网金融公司。

按照我们的理解和逻辑,我们重点推荐拥有巨大C端用户量的互联网金

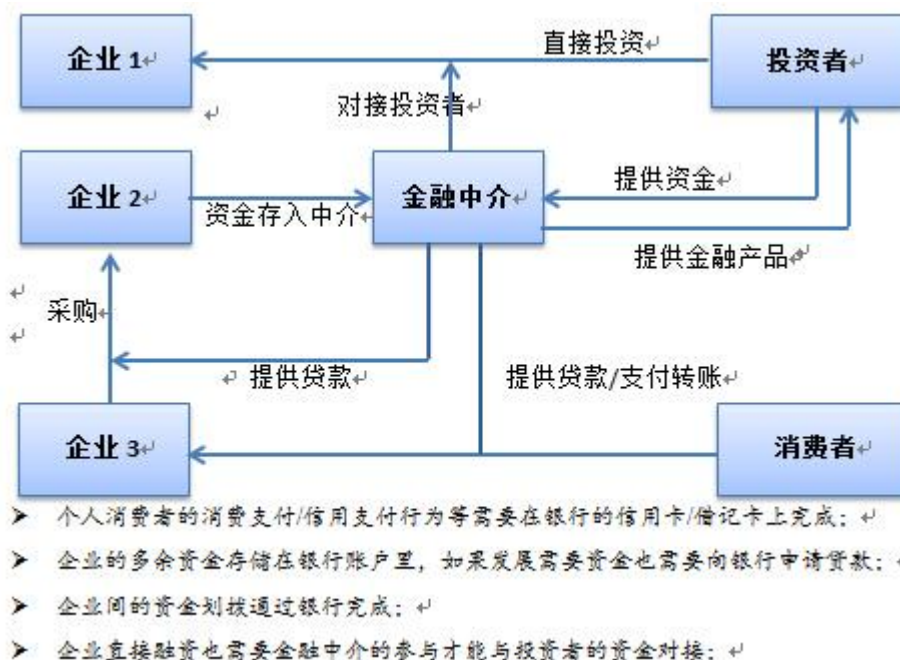
融垂直领域“三剑客”：东方财富、大智慧、同花顺。看好具有B端垄断优势的恒生电子。

1. 互联网与金融中介的特征与本质不同

1.1. 传统金融中介：利用信息不对称、解决资金供需平衡

传统银行、保险、信托等金融机构本质是在不确定性的环境下跨期跨空间配置资金。个人或企业由于不确定性、交易成本高、信息不对称性的存在，需要金融中介帮助解决投融资等资金配置。传统金融解决这一问题的方法是借助信息优势，实现资金在不同需求方的流动。

图 1：传统金融机构主要起中介作用



数据来源：国泰君安证券研究

传统金融中介能够扮演其角色的主要原因在于信息优势，企业、消费者、投资者的各项经济活动，都必须通过金融中介完成，因此金融中介具有很强的信息优势。加上其专业的资产配置、风险控制能力，能在很大程度上消除信息不对称性带来的风险。传统金融时代，金融体系是我们资金流通、资金使用的直接平台，具有信息优势，因此能够帮助我们更好地配置资金。

1.2. 互联网特征：信息流网络化、平台效应聚集用户流量

信息流网络化既是指信息的传递不再是点对点的传播，而是一个信息由点及面的网络状传播。互联网的本质是信息流快速、透明地传播，以消除传统领域巨大的信息不对称，互联网有两个特点：一是平台效应，一旦平台效应形成，其边际成本将大幅降低；二是网络效应，网络效应会使互联网流量向大平台集中，导致。每个垂直行业只有少数企业能够胜

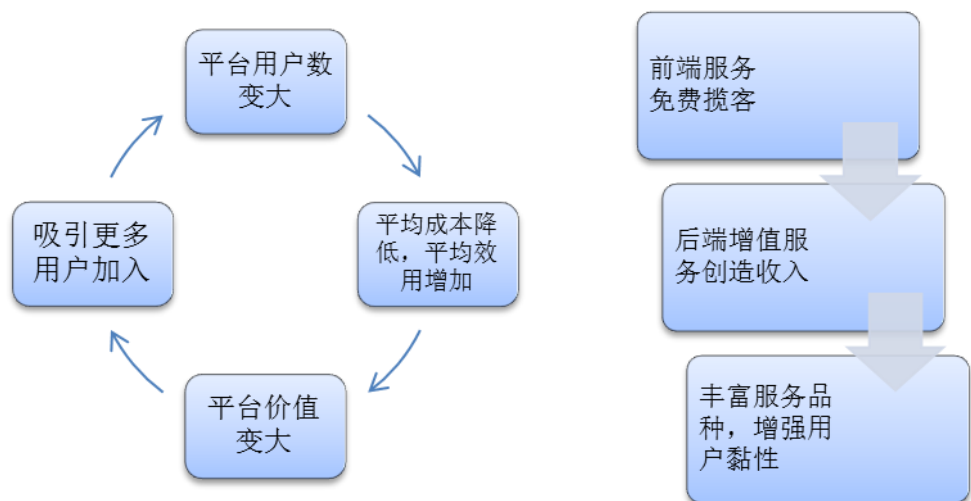
出。

首先，互联网公司服务单个客户与批量客户的成本变动与传统行业比要小得多，主要是人员成本和技术投入。当用户数不断增加的时候，规模效应将使平台的平均成本下降，因此互联网公司就能以更低的平均成本服务更多的用户，这是互联网服务“长尾用户”的优势所在。

其次，互联网平台具有显著的“网络效应”——通过平台，互联网聚集了流量与用户，用户和流量带给这个平台更大的价值，吸引更多的用户进入这个平台，这是一个正反馈过程，因此形成了互联网的网络效应，这个特性决定了细分行业内只会存在少数几个大平台。

平台首先需要给用户创造价值，这样才能完成用户和流量的初始积累。用户和流量的积累完成后，通过延伸价值链，对不同的客户群体提供不同的增值服务，并利用各项服务之间的协同效应增强用户粘性，这是互联网公司的盈利之道。

图 2：互联网有很强的平台与网络效应



数据来源：国泰君安证券研究

我们认为，互联网平台形成后，用户在平台上的行为形成的海量数据对研究分析各个主体的活动具有很强的指导意义，因而可以创造巨大的价值，这也是互联网平台公司参与金融行业竞争的核心竞争力之一。

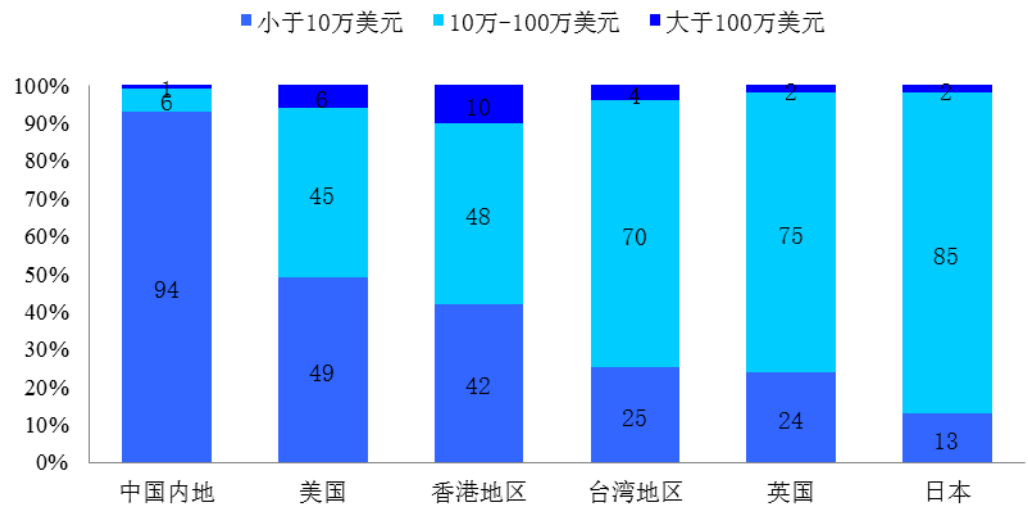
2. 我国互联网金融“长尾效应”价值更大

通过分析我国家庭及个人投资者特征和比例，我们认为互联网金融最大的价值来源于长尾客户。首先，这部分客户数量足够庞大，能够支撑起平台的巨大流量；其次，虽然现阶段单个长尾客户的金融投资资产不大，如果有好的渠道和产品足够吸引客户投资，我们认为其可用于金融投资或理财的新增资产空间还很大。

2.1. 我国家庭金融资产水平与发达国家差距很大

中国家庭财富的结构与发达国家不同，长尾客户一端较厚。目前的传统服务模式更多地关注了高收入、高净值客户，并没有能够深度挖掘收入处于中低水平的潜在。而中低收入人群在中国的比例要显著高于外国，意味着我国的金融市场长尾市场庞大，而且还并没有被很好的开发。因此我们认为如果互联网金融企业能够深度挖掘中国的长尾市场，将会产生更大的价值。

图 3：我国内地财富水平较低的家庭占比显著高于发达国家



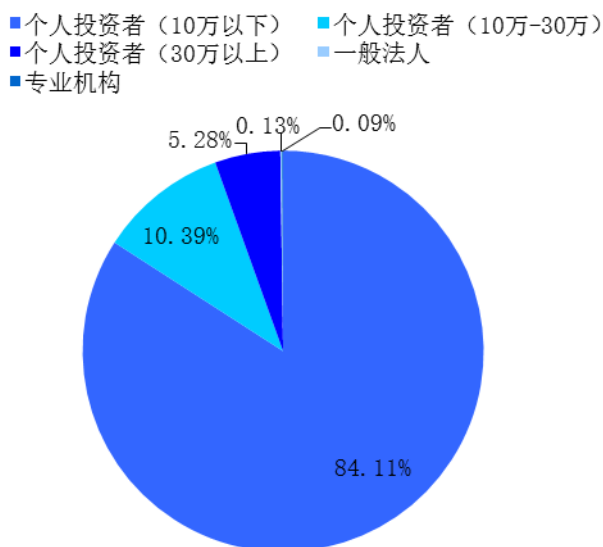
数据来源：BCG 国泰君安证券研究

2.2. 小额投资者占我国投资者比例超 90%

我们认为要研究互联网金融市场，就必须先搞清楚互联网金融在不同阶段的市場主要参与者和定价者。我们从上海证券交易所统计的数据可以看出，资产在 30 万以下的个人投资者账户数占整体账户数的 94.5%，也就是说小额投资者是证券投资市场最主要的参与者，仅上交所个人持股账户数就接近 3000 万。从持股市值来看，一般法人机构 2013 年底持股总市值 86517 亿元，占比为 63.64%，但这些法人持股一般都是控股股东或相关股东，他们不直接参与证券市场的交易。自然人投资者持股市值在 2013 年底为 29610 亿元，占比为 21.78%；专业机构持股市值为 19817 亿元，占比 14.58%。所以，从能够产生交易并对市场价格产生很大影响的投资者来看，无论从账户数还是持股市值分析，我国金融证券市场的主力投资者是散户。

所以，我们认为现阶段互联网金融市场的潜在客户群体依然是数量众多的小额投资者。一方面，互联网方式的单客户获取成本不会很高，想获取高净值投资者难度较大；另一方面，小额投资者在信息获取方面更加缺乏，对信息流动性更好更透明的互联网金融平台的需求更加强烈。

图 4：沪市个人投资者账户占绝大多数



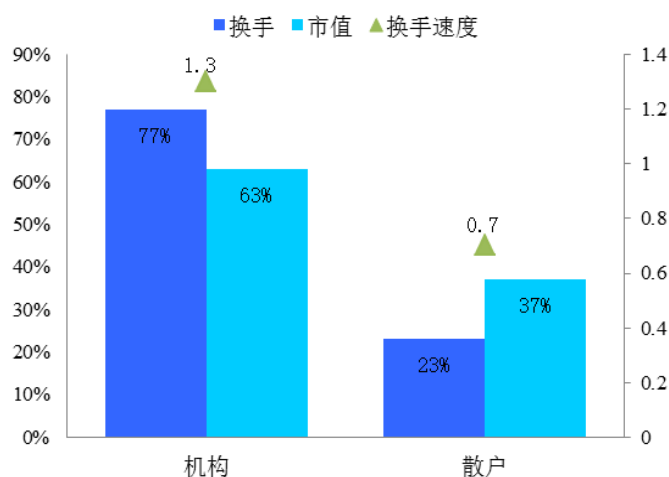
数据来源：上海证券交易所统计年鉴（2014 卷） 国泰君安证券研究

2.3. A 股与其他成熟市场的主要参与投资者差异较大

2.3.1. 对比 A 股和港股，A 股散户交易活跃度更大

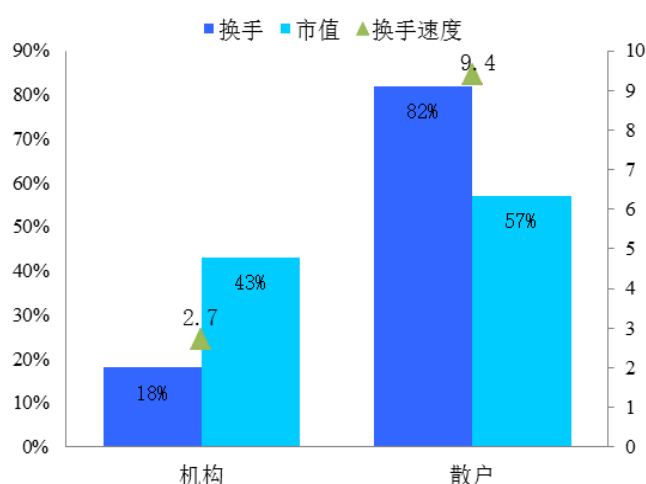
我们通过分析 A 股、港股与美股的投资者的结构发现，A 股市场参与交易活跃程度最高的主要是散户，散户的整体换手率占到市场的 82%，换手速度是 9.4，而机构的换手速度仅有 2.4，整体换手率占比为 18%，不到散户的三分之一。而港股参与交易的投资者主要是机构，机构的换手速度为 1.3，换手率占整个市场的 77%，散户换手速度为 0.7，换手率占市场的 23%。对比 A 股和港股参与交易的主要投资者发现，A 股参与交易的投资者主要是散户，而且交易活跃程度远比港股高，我们认为这一特征充分说明我国的金融投资市场的参与者还是散户。

图 5： 港股投资者主要以机构为主



数据来源：WIND 香港金融管理局 WFE 国泰君安证券研究

图 6： A 股投资者主要以散户为主

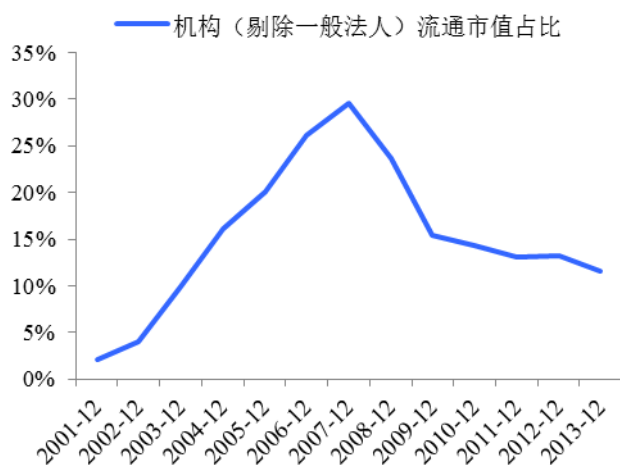


数据来源：WIND 香港金融管理局 WFE 国泰君安证券研究

A 股的定价权并不在机构

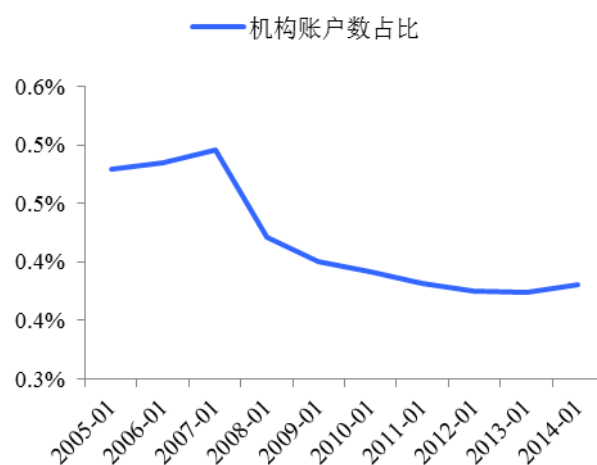
我们通过分析 A 股机构的账户占比和市值占比变化，发现机构近些年这在逐步失去市场的定价权。在 2007 年之前，机构占流通市值的比重一度接近 30%，但随着市场的回落以及股权分置改革，机构在市场的比重便快速回落。尤其是近 5 年股权分置改革后，流通股比例大幅提升后，机构占流通市值比例依旧缓慢下降，我们认为这一现象说明我国专业投资机构基本失去了市场的定价权，且这一趋势还在延续。

图 7： 港股投资者主要以机构为主



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

图 8： A 股投资者主要以散户为主

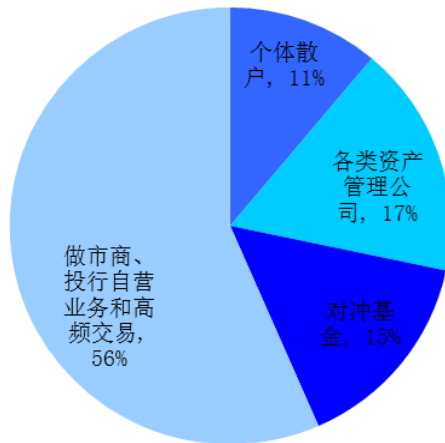


数据来源：WIND 国泰君安证券研究

2.3.2. 美股参与交易的投资者主要是机构

我们认为简单地以数据对比中美两国的市场差异意义并不大，弄清楚市场的参与主体是研究了两国金融市场的基础。我们看参与美股的投资者结构，其中个人散户只占整体投资交易额的 11%，做市商、投行自营和高频交易商占了美国金融市场交易额的 56%，对冲基金占 15%，资产管理公司占 17%，当然这与美国金融市场产品的丰富程度也有一定关系。

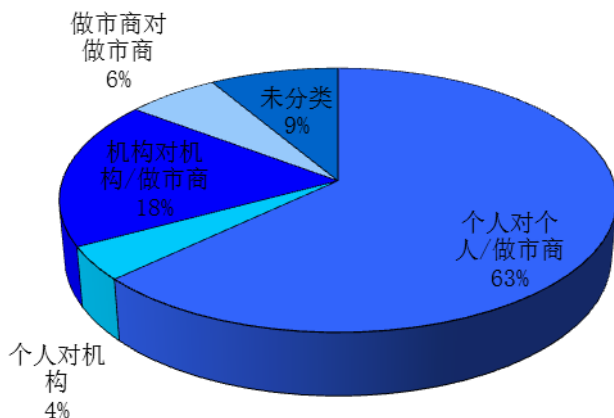
图 9： 美国机构投资者占总成交量 80%以上



数据来源: The Conference Board 国泰君安证券研究

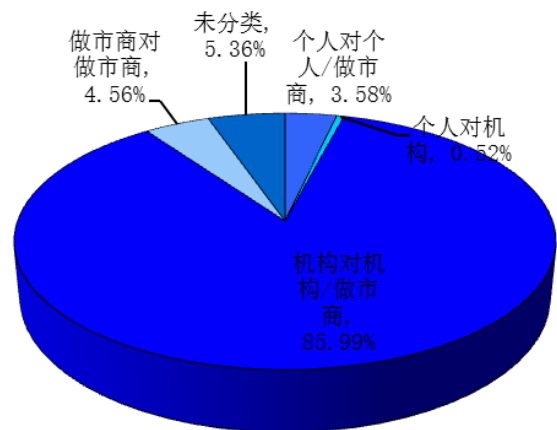
从交易金额的细分统计发现，美国的个人投资者主要是小额交易的参与者，而大额交易主要是机构与做市商在参与。这点也能说明美国金融市场的定价权主要掌握在机构的手中。所以通过分析不同国家的市场参与主体，我们认为简单地对比中美两国互联网金融市场和企业意义不大。在我国，金融市场的主要参与主体是散户，互联网金融的业务和产品也应该主要针对金融市场的参与主体来设计和开发。

图 10: 美国市场小于 500 股的交易主体为散户



数据来源: 新浪财经 国泰君安证券研究

图 11: 美国市场大于 10000 股的交易主体为机构

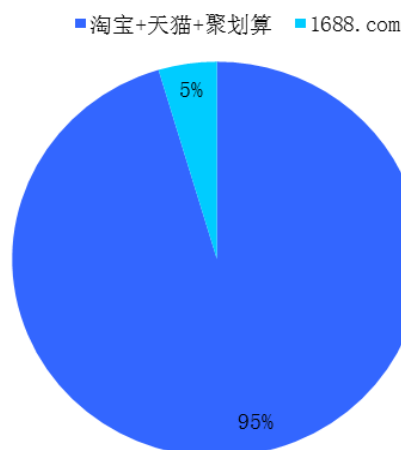


数据来源: 新浪财经 国泰君安证券研究

2.4. 我们认为我国互联网金融用户价值在“长尾”

参考我国互联网的发展业态，BAT 三巨头均是通过服务广大个人客户，积累的巨大流量从而打造一个具有网络效应的平台，而并不是做企业级客户做大了规模。我们以阿里巴巴作为参考对象，根据阿里巴巴的招股说明书披露，阿里巴巴拥有 2.31 亿活跃消费者，平均每人每年有 49 张订单，800 万的活跃卖家，1.36 亿月度手机活跃用户；同时，阿里巴巴旗下还有类似于“机构版淘宝”的 1688 网上批发平台，但是无论是从交易总量和活跃用户数上，机构版的 1688 网上批发平台都和零售平台完全不是一个数量级。

图 12: 阿里巴巴不同平台用数差距巨大



数据来源：阿里巴巴招股书 国泰君安证券研究

表 1: 阿里巴巴的消费者平台用户数显著高于机构平台用户数

平台	用户数
淘宝+天猫+聚划算	年度活跃卖家：800 万 年度活跃买家：23100 万
1688.com	付费用户：69 万
Alibaba.com	付费用户：11.7 万

数据来源：阿里巴巴 国泰君安证券研究

我们认为互联网金融的模式也应该与其他互联网公司有类似的特征，广大的“长尾”客户是最大的价值体现之处。有了众多的客户流量后，一方面可以通过提供专业化的金融产品和服务获得收入，另一方面还可以提供与金融相关的服务进行收费。

3. 互联网降低金融交易成本，扩大客户覆盖度

我们认为用户是互联网金融企业最大的资产，区别于传统金融企业更加重视用户的资产多少，用户对互联网金融的用处更大。主要逻辑是：传统金融企业的成本较高，需要快速从客户处获得收入和利润，以至于他们更重视客户现有和可见的资产。而互联网金融企业的成本较低，可以较低成本对中小客户进行金融服务，从而扩大客户覆盖度，吸引以前没有接触或购买过金融产品的客户。同时，如果用户数量足够多，通过发掘用户需求开发标准化的创新金融产品，则可以逐步将用户的资产吸引到自己的平台。

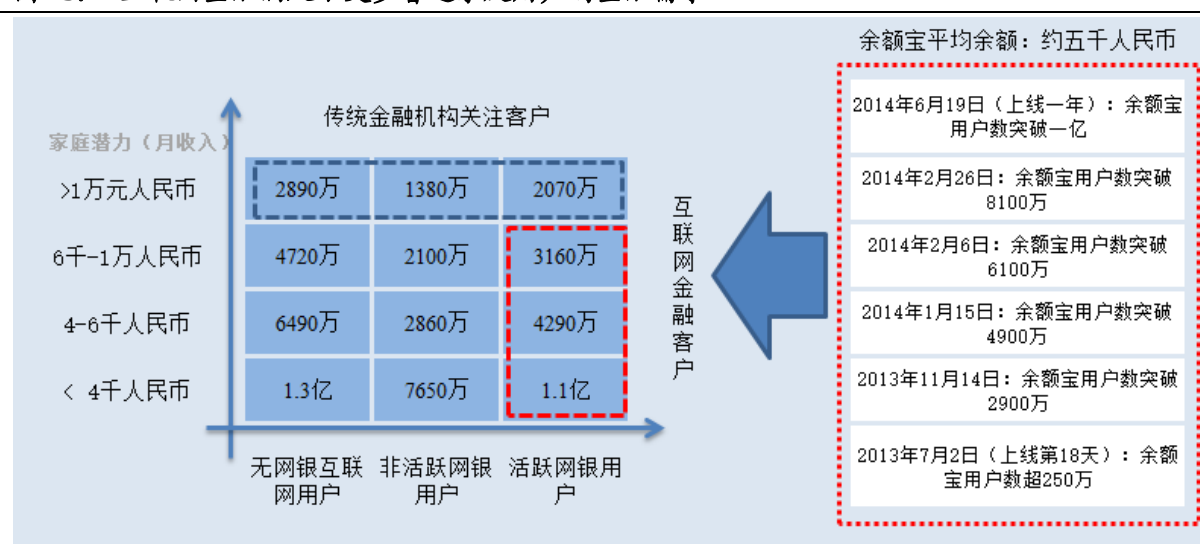
3.1. 用户是互联网金融企业的最大资产

3.1.1. 中低收入人群给互联网金融提供广阔空间

目前有一种观点认为互联网金融会颠覆传统金融行业，我们对此观点持保守态度，并认为互联网金融从一定程度上是对金融行业的效率提升和改造，并在此过程中能够分到一定的市场份额。我们认为互联网金融和传统金融体系服务的客户实际上是有一定分割的，传统金融

的专业服务水平能够为高净值客户提供更加深入的服务，而互联网的
 低成本快速复制标准化服务的能力能够覆盖到更多传统金融无法覆盖
 的中低收入客户。在互联网金融没有大规模爆发前，中低收入客户的
 需求是没有被传统金融公司关注到的。两者实际上是各自耕耘不同的
 市场，把金融服务的蛋糕做得更大。

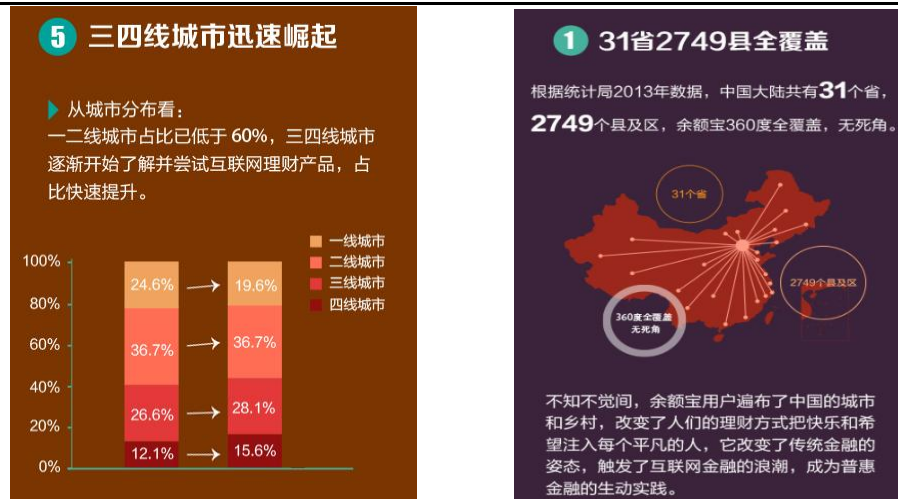
图 13: 互联网金融满足了更多普通家庭用户的金融需求



数据来源：BCG 国泰君安证券研究

根据波士顿咨询公司的统计，我国家庭金融资产低于 10 万美金的家庭
 数量占到了全国的 94%，尤其其中的中低收入阶层是很缺乏金融服务的，
 一般只有简单的储蓄。同时，这一部分家庭在地域上很大一部分是分布
 在三四线城市或者是农村。由于营业部设立成本较高，而且这部分中低
 收入客户能够带来的营收较低，传统的银行、证券、保险不会将服务的
 触角延伸至这些客户。而互联网金融可以以一种低成本的方式覆盖到这
 部分用户的金融需求。以余额宝为例，根据《余额宝运行一周年数据报
 告》，三四线城市用户占比在不断增加，而且产品覆盖做到了全国 31
 个省 2749 个县。

图 14: 余额宝在低收入区域快速崛起

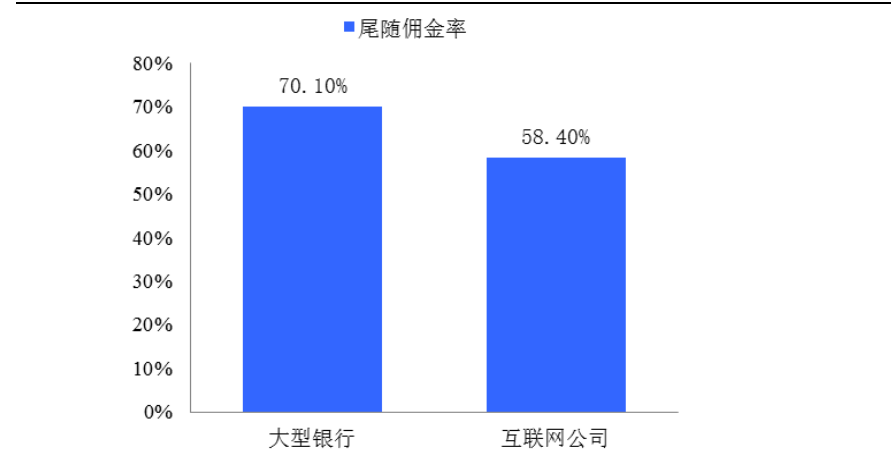


数据来源：BCG 国泰君安证券研究

低成本是互联网金融的最大优势之一

从渠道成本的比较上来说，传统渠道由于不能通过技术快速复制标准化服务，会导致无法降低成本。以基金代销为例，银行代销渠道由于营业部成本、客户经理薪酬等成本的存在，以及银行在基金代销的强势地位，银行销售基金除了有代销手续费以外，还有较高的尾随佣金率。互联网渠道的尾随佣金相较于传统银行渠道要低不少，而且不仅具有成本优势，还可以通过比较基金以往业绩、基金分类导购、基金分级评分等方式更好地满足用户了解产品、货比三家的需求。

图 15： 互联网公司基金销售尾随佣金率较银行渠道低



数据来源：BCG 国泰君安证券研究

3.1.2. 大客户并非互联网金融最佳客户群体

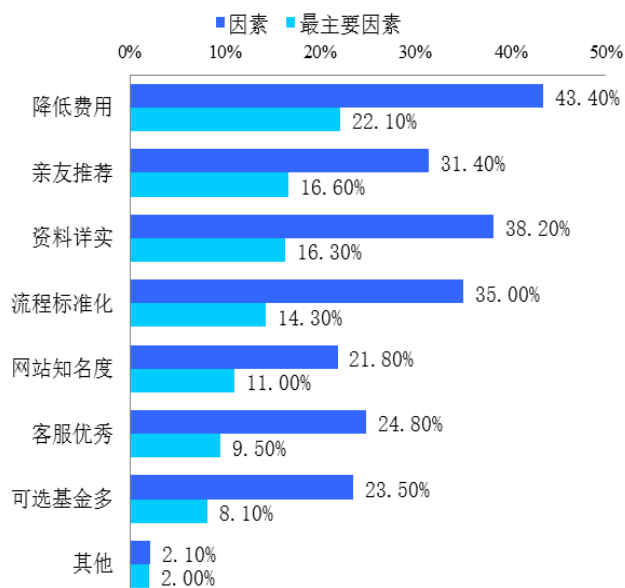
市场上有一种观点认为，互联网企业在逐步抓住长尾市场后，会逐步渗透传统金融的大客户市场。但是我们认为，互联网金融企业进军大客户、专业化服务市场并不一定是很好的方向。

第一，大客户需要的是个性化非同质的金融服务，并且高度关注资金安全，维护成本较高，这并不是互联网的专长。

第二，专业化的业务需要建立良好的管理团队，拥有长期的风险控制

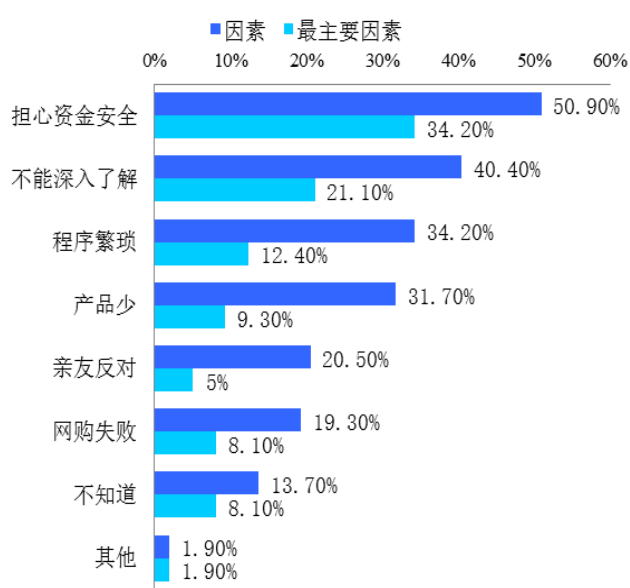
经验的积累，IT 技术本身没有消除金融活动中的不确定性。

图 16：成本是网民网上购买基金的重要因素



数据来源：iResearch 国泰君安证券研究

图 17：安全是网民不通过网上购买基金的重要因素



数据来源：iResearch 国泰君安证券研究

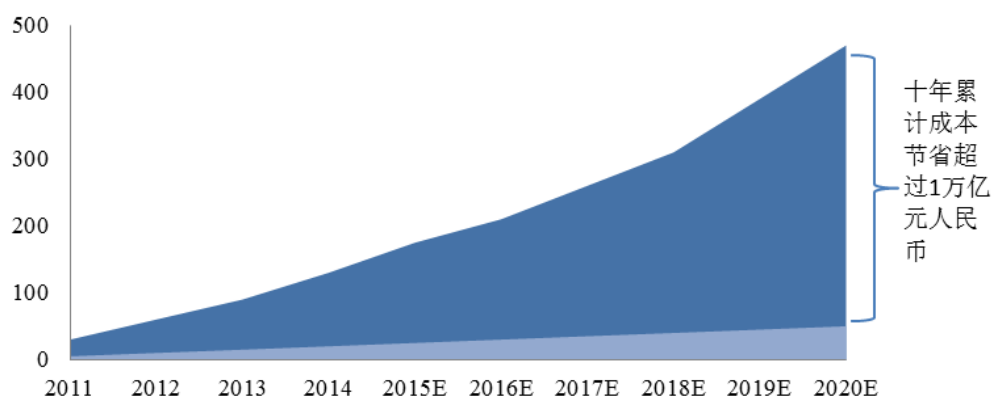
通过我国网民通过互联网购买基金行为的分析可以看出，互联网基金销售最重要的三个因素分别是费用低、资料详实、流程标准化，这正是互联网金融垂直网站的优势所在。而分析不通过网上买基金的因素可以发现，程序繁琐、产品少、不能深入了解产品信息是三个主要因素，这三个因素是非专业垂直互联网金融企业的通病，也凸显了金融垂直类互联网企业的优势。

3.2. 移动支付加强互联网金融的成本优势

在第三方支付业务的比较上，移动支付相比传统三方支付也显示除了显著的低成本优势。根据央行统计，2013 年全年，将线下 POS 机收费考虑在内，三方支付行业的运营成本在 250 亿人民币的规模，由 BCG 推算，互联网支付和移动支付（主要指基于软件、不需要较高硬件改造成本的移动支付）可以带来 500 亿人民币的成本节省。

图 18：互联网及移动支付为第三方支付行业累计节省成本将达一万亿

■无互联网支付的交易成本（十亿人民币） ■有互联网支付情形下的成本（十亿人民币）

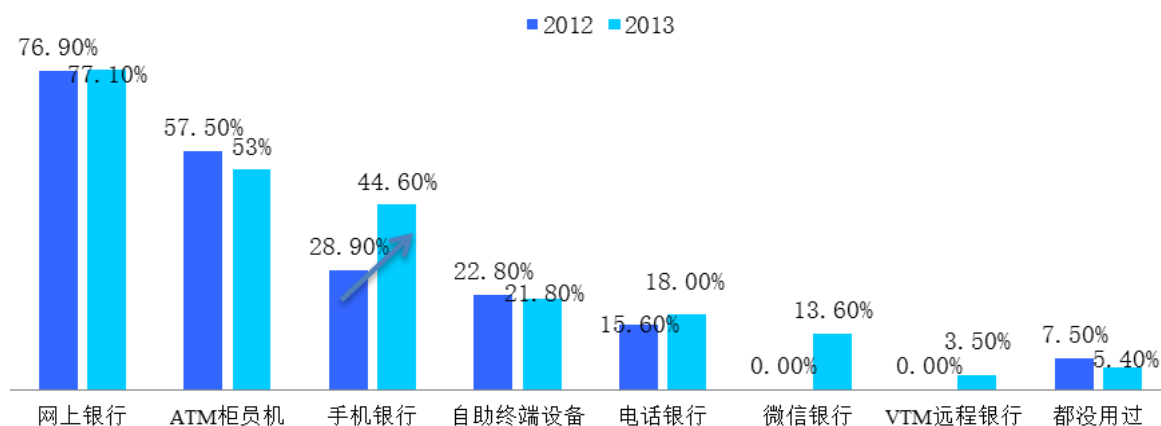


数据来源：BCG 国泰君安证券研究

用户更倾向于互联网和自助服务

随着生活节奏的加快，用户也对金融服务提出了更高要求。消费者开始希望自主化选择接受服务的时间，这也是传统线下实体营业部的方式无法满足的新需求，需要通过互联网的方式完成。传统金融只能提供早上9点到下午5点的服务时间，而互联网能够提供7*24小时的全天候服务，因此网上银行、手机银行的使用率在逐步提高，同时传统的ATM、自助终端等传统服务渠道的使用率在逐步下滑。

图 19： 2012-2013 年中国网民使用电手机银行比例提升很快

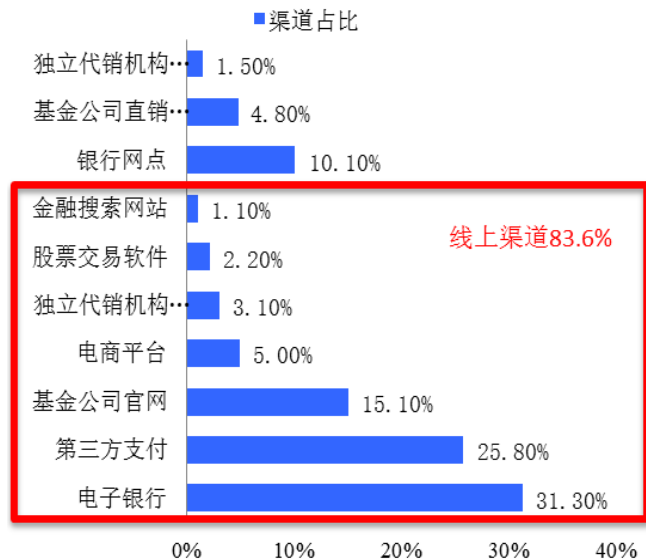


数据来源：iResearch 国泰君安证券研究

3.3. 产品标准化是互联网金融产品大规模快速开展的重要因素

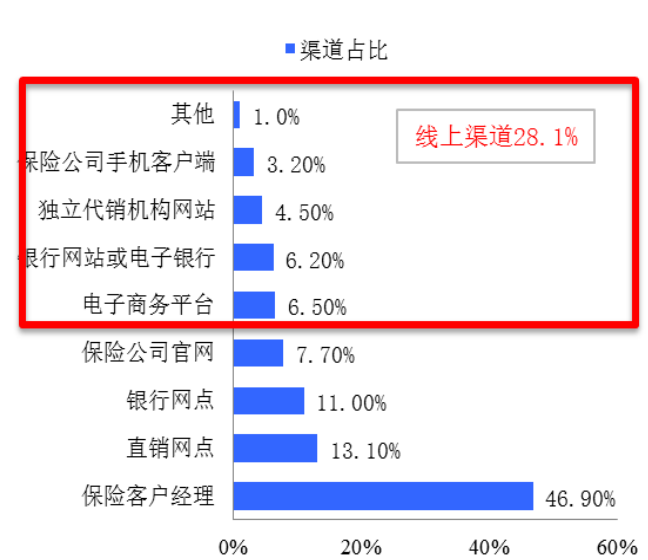
我们认为金融产品的标准化是互联网金融得以快速推广的重要因素，例如基金产品大多是标准化的，互联网销售具有很大优势，而很多保险产品由于各种条例较多且有较长的学习过程，通过互联网等模式销售比例较低。同时标准化产品主要面对的是中低端客户，高端客户往往对定制化产品和服务需求更强烈。

图 20：我国基金购买渠道向线上倾斜



数据来源：iResearch 国泰君安证券研究

图 21：线下仍是购买保险的主要方式



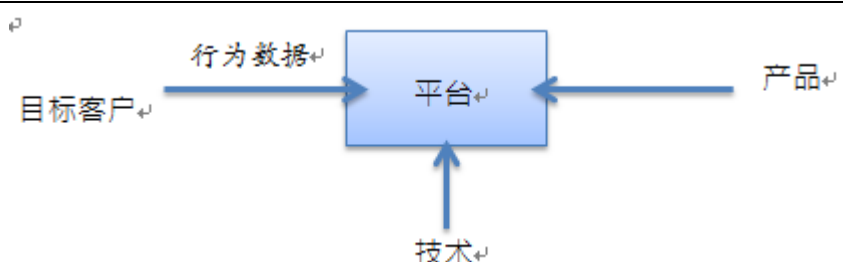
数据来源：iResearch 国泰君安证券研究

4. 垂直互联网金融平台胜出几率更大

4.1. 互联网平台显著提升金融效率

我们总结，目前市场普遍认识的互联网金融发展路径主要有两条：一是传统金融企业利用互联网手段做金融的事情；二是互联网企业开发金融产品或利用互联网方式做金融的事情。我们认为互联网金融的核心是在打破信息不对称的情况下，新业务模式和盈利模式的建立。因此，平台型的互联网金融模式更具有爆发性。互联网时代最具价值的资源就是入口流量，一方面，平台占据了入口优势、能够不断地积累稳定客户流量；另一方面，可利用平台给客户id提供丰富多样的内容和服务，从而提高可和粘性，同时吸引更多客户。

图 22：互联网平台具有聚集效应

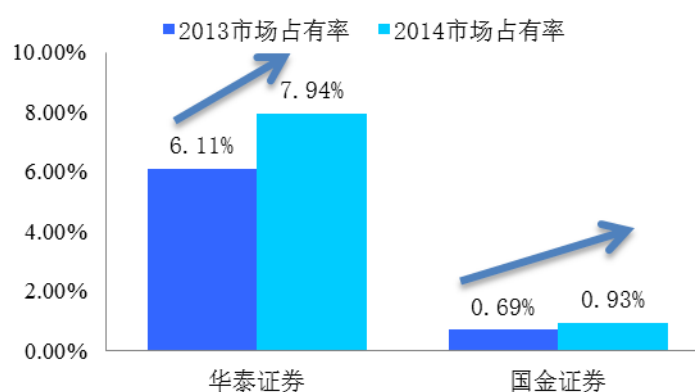


数据来源：国泰君安证券研究

互联网公司拥有大量用户流量，国内大型互联网公司尝试金融业务也是利用其平台优势进行流量导入，如支付宝向余额宝（网购消费群体有小额理财需求），东方财富向天天基金网（炒股群体必然有理财需求）；或是大网站向金融企业导流量（网易→华泰，腾讯→国金佣金宝）。

以券商经纪业务为例，2013 年 11 年其国金与腾讯开始合作，腾讯向国金证券导流。2014 年 3 月开始，华泰证券与网易合作，网易向其导流。截止 2014 年 11 月，华泰经纪业务市场占有率上升 1.83 个百分点，排名上升至第一；国金证券市场占有率从 0.69% 上升至 0.93%，排名上升 11 位至 26 位。

图 23: 与互联网平台合作后对券商经纪业务有明显促进



数据来源: wind 国泰君安证券研究

4.2. 互联网企业展开金融业务并非全都成功

我们认为非金融专业的互联网企业在没有很好的风险控制能力的情况下，盲目地开展专业化性质较强的互联网金融业务，很难获得巨大成功，也很容易产生风险。

我们列举了几个具有代表性的互联网金融失败案例：

表 2: 以往失败的互联网金融案例

公司名称	失败经历
E*Trade	2007 年，由于金融危机的影响，Etrade 出售其持有的资产支持债券亏损 22 亿美元。同时，由于其风险控制能力不佳，其在线银行业务的坏账率显著高于同业水平，贷款坏账准备从 2006 年的 5.95 亿美元增加到 2007 年的 6.4 亿美元，导致公司 2007 年亏损 14 亿美元。危机过后，公司重新回到其证券经纪业务这个主业上，削减了一系列不必要的扩张业务，公司状况得到了持续改善。
众贷网 (P2P)	2013 年 4 月 2 日，上线仅一个月的众贷网宣布破产，成为史上最短命的 P2P 网贷公司。众贷网破产是“栽”在了一个项目上。由于缺乏行业经验，审核工作没有做到位，众贷网未能及时发现一个 300 万左右的融资项目的抵押房产已经同时抵押给了多个人，到众贷网这里已经是第三次抵押。

互联网银行 SFNB 由于资金运作渠道少,受营业网点、从业人员等的限制, SFNB 很难像传统国际性大银行那样以专业的金融服务、技能为核心竞争力,灵活运用各种金融工具获取利润;而是以网络操作的便捷性和更高的储蓄利率吸引客户,从而导致客户黏性不足,机构盈利能力单薄。随着进入这个行业的竞争者越来越多和大银行加快电子银行布局并降低成本, SFNB 的优势消失。1998 年, SFNB 被加拿大皇家银行以 2000 万美元收购。

资料来源: 各公司官网 国泰君安证券研究

4.3. 垂直类互联网金融平台成功概率更大, 更具爆发力

我们总结目前参与互联网金融竞争的球员主要有五类: 垂直综合金融互联网平台(东方财富、大智慧、同花顺), 大型互联网公司(百度、阿里、腾讯), 金融 IT 企业, 传统金融企业, 单一产品平台(如 P2P 网贷公司)。我们认为在这五类竞争者中, 最有可能胜出的是垂直类金融互联网平台。

表 3: 不同类型企业开展互联网金融的优劣势(垂直类互联网金融优势明显)

指标	垂直互联网金融平台	BAT	传统金融	金融 IT 企业	单一产品平台
目标客户	✓	×	✓	×	✓
平台	✓	✓	×	×	✓
技术	✓	✓	✓	✓	×
交易数据	✓	✓	×	×	✓
金融产品	待开发	待开发	✓	×	×
专业知识	✓	×	✓	×	×

数据来源: 国泰君安证券研究

4.3.1. 垂直流量更具有针对性, 目标客户明确、流量转化率高

根据我们的理解, 金融产品由于其专业属性较强, 类似于淘宝等互联网平台由于之前没有涉足金融理财, 大部分客户对其上面的金融产品并不熟悉, 导致综合性平台对互联网金融目标客户群不明确。我们以淘宝基金为例, 截止 2014 年 9 月 24 日, 淘宝网仅有 22 家基金公司的 29 款货币基金在售, 月成交量在 500 笔以上的也仅有几家。就连数米基金在淘宝基金平台上的销售也较自身平台销量低不少, 数米基金与 2014 年 6 月 3 日入驻淘宝, 截止 2014 年 12 月 31 日, 淘宝上的数米基金店铺仅上线 370 只基金, 共销售 65910 笔基金, 根据我们推算, 基金销售金额可能在 20 亿元以内。

与垂直类平台东方财富旗下天天基金网对比, 数米基金网淘宝平台平均单季交易笔数在 33000 笔左右, 东方财富下天天基金网单季交易笔数 1955738 笔左右, 垂直互联网金融渠道凸显了绝对优势。同时, 天天基金网对每个基金公司、每支基金设置了专门的讨论区, 并且有网上基金路演中心, 有利于在讨论中进一步明确基金的特性, 提高交易量。

图 24: 淘宝基金

图 25: 天天基金网



数米基金销售有限公司

卖家: 数米基金销售有限公司 浙江

主营: 各类型基金理财产品



销量50265 共342件宝贝

好评率: 0.00%

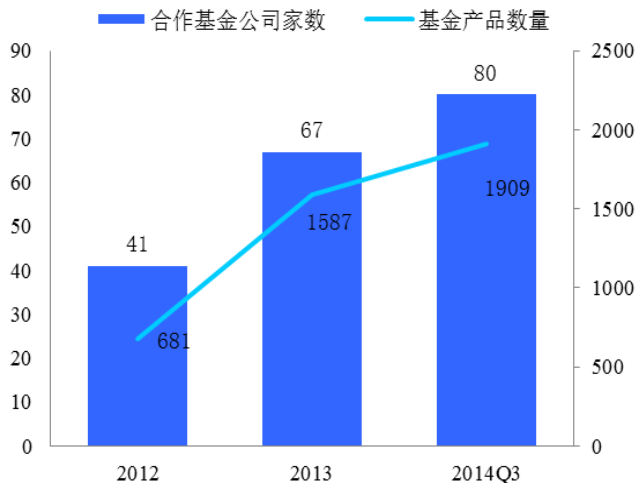
店铺动态评分	与同行业相比
描述相符: 0.00	高于 0.00%
服务态度: 0.00	高于 0.00%
发货速度: 0.00	高于 0.00%

数据来源: 淘宝网

点击	回复	标题
495	7	8号刚买就暴跌。这运气也太不好了吧。 [博时转债增强债券C]
1190	3	说句公道话, 今年以来涨得还不错。今天大盘大跌... [博时精选]
8388	25	坚定持有, 准备补仓 [博时转债增强债券C]
1269	9	今天十号八点五十赎回的怎么算? 谢谢! [博时转债增强债券C]
716	6	前天买两万, 昨天就站在高高的山顶了... [博时信用债券C]
1	1	雷锋 出来露露 [博时信用债券C]
2387	9	才买十万, 昨天跌成那样, 能不能涨? [博时转债增强债券C]
734	9	今天涨跌讨论? [博时转债增强债券C]
8	2	加仓6.5w [博时转债增强债券C]
766	4	强力加仓! [博时转债增强债券C]
491	6	我八号晚上十一一点买的, 这跌的有我份吗 [博时转债增强债券C]

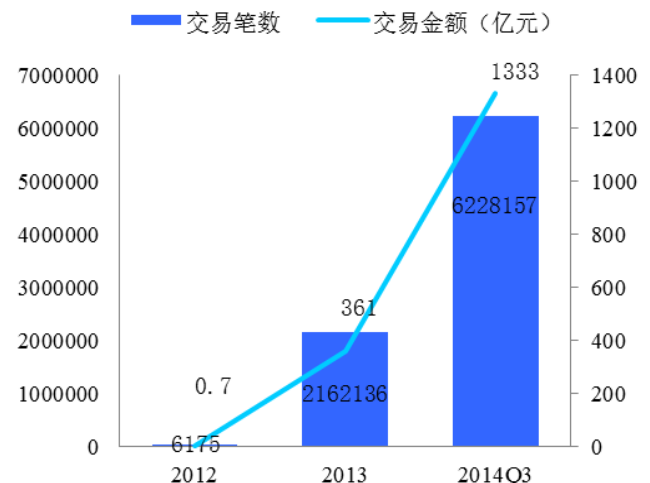
数据来源: 天天基金网

图 26: 东方财富合作基金产品数量增长迅速



数据来源: 淘宝网 国泰君安证券研究

图 27: 东方财富基金销售量爆发增长

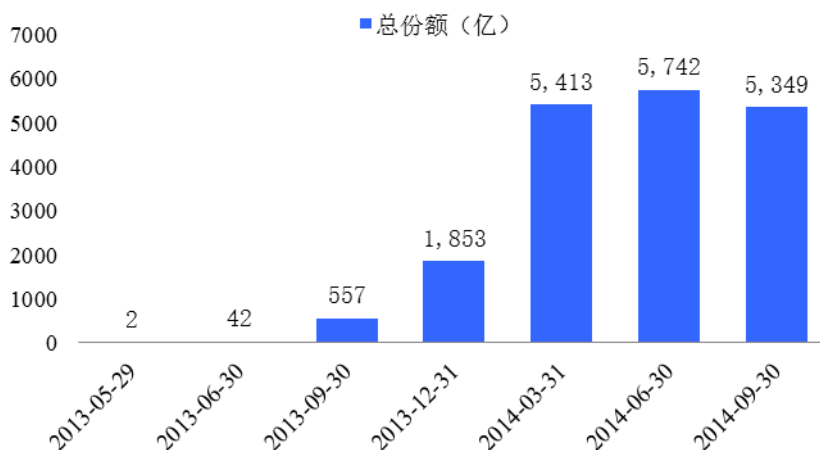


数据来源: 天天基金网 国泰君安证券研究

4.3.2. 大型互联网平台客户与互联网金融的目标客户重合度不高，流量转化率偏低

以较为成功的余额宝为例，我们认为，阿里巴巴平台能实现的转化率会显著地低于垂直的金融互联网公司。根据天弘基金 2014 年 7 月 1 日发布的《余额宝运行一周年数据报告》，余额宝用户平均年龄 29 岁，80 后、90 后用户占比合计 76%，客单量(人均持有金额)5030 元。我们认为：1、80 后和 90 后并非是目前金融投资理财的主要客户群体；2、金融理财市场的平均资金规模会显著高于余额宝的客户平均规模，余额宝规模的天花板也相对较低。3、余额宝等现金类理财更多的满足用户小资金的管理需求，还没有满足用户的投资收益需求。

图 28: 余额宝份额进入瓶颈期



数据来源：余额宝 国泰君安证券研究

我们根据目前 A 股账户的数据分析，发现已开户的用户中 30-50 岁占有所有 A 股账户的 55% 以上。按照我们的理解，有较大投资理财收益需求个人的年龄应该分布在 30-50 岁之间，即主要是 60 后、70 后和一部分 80 后，这部分人的年龄与余额宝主要用户的年龄有较大差异。

表 4：自然人 A 股账户持有人集中在 30-50 岁

单位：万户

年龄	沪市		深市		合计	
	有效账户数	占比%	有效账户数	占比%	有效账户数	占比%
20 岁以下	11.86	0.18	10.78	0.17	22.64	0.17
20-30 岁	1045.09	16.02	1024.14	15.93	2069.23	15.98
30-40	1812.49	27.79	1798.89	27.97	3611.38	27.88
40-50	1826.21	28.00	1811.86	28.17	3638.07	28.09
50-60	1115.57	17.11	1097.95	17.07	2213.52	17.09

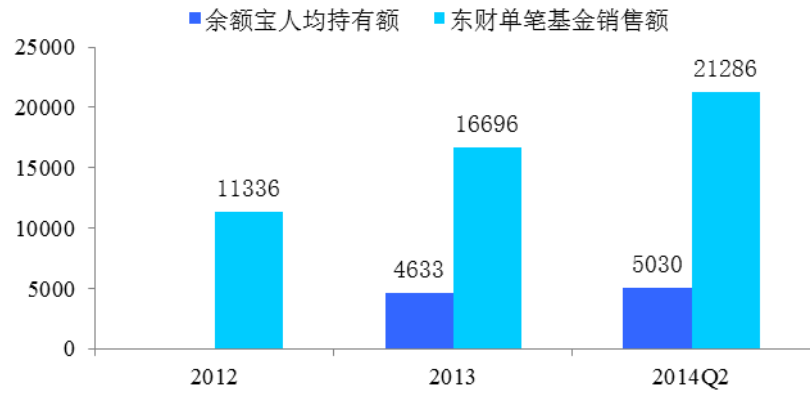
数据来源：《中国证券登记结算统计年鉴 2013》国泰君安证券研究

4.3.3. 垂直互联网金融平台单客户价值更高

我们经过分析余额宝的单用户持有金额和东方财富的单笔基金销售额，发现垂直类互联网单用户价值更高。余额宝单用户持有金额为 5030 元，东方财富 2012 年、2013 年、2014 年前三季度单笔基金销售额分别是 11336 元、16696 元、21403 元，且正处在上升期。我们认为这主要是因为不同需求的客户对现金类金融管理工具和投资理财类金融工具的需求不同，支付宝更多满足的是普通现金管理类用户需求，而垂直类互联网金融平台更多满足了客户的投资理财需求。

图 29：天天基金网单客户价值显著高于余额宝

单位：元

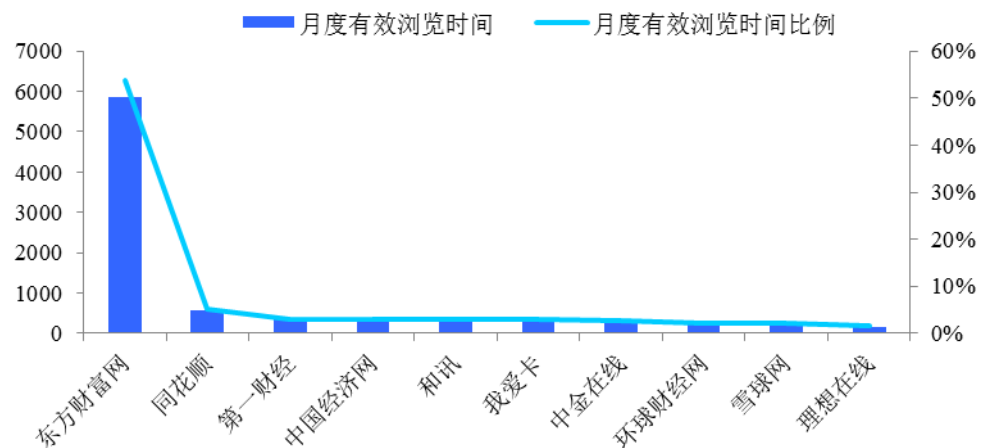


数据来源：余额宝 国泰君安证券研究

4.3.4. 垂直互联网金融平台拥有大量目标用户，前几大平台占比优势突出

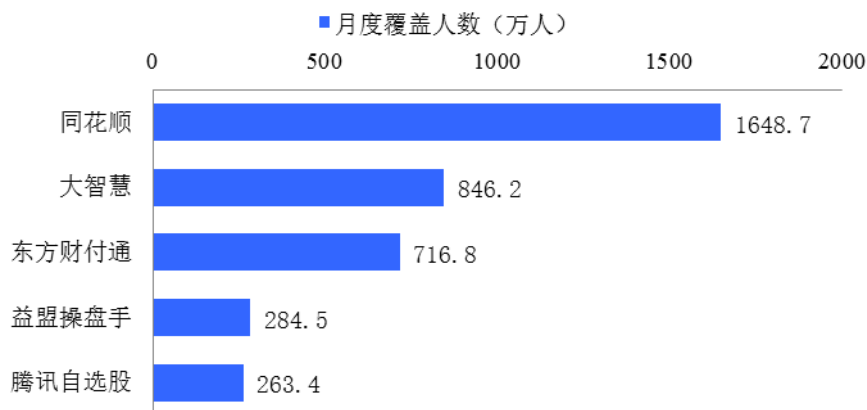
通过分析专业的财经类网站的用户流量我们可以发现，东方财富具有绝对优势，占据所有浏览时间的 50% 以上。在证券类 APP 中，同花顺、大智慧具有先发优势的平台还是牢牢占据第一第二的位置，即便是腾讯具有大平台优势、技术优势，也很难赶超。也印证了我们的观点：互联网金融垂直流量更具价值。

图 30：东方财富流量遥遥领先于其他财经网站



数据来源：艾瑞咨询 国泰君安证券研究

图 31：“三剑客”证券 APP 月覆盖人数领先优势明显



数据来源：艾瑞咨询 国泰君安证券研究

4.4. 垂直类互联网金融平台更靠近用户，掌握大量用户数据

互联网时代，市场普遍认为离用户越近的平台，价值越高。例如虽然使用联通、移动提供的电信服务，但用户的主要行为都在微信等 APP 上实现，因而让微信具有更大的价值。经济行为完全信息化的时代，更大的价值，会产生在与用户直接对接的平台上。

表 5：互联网金融平台演进示意

行业分类	平台出现前	平台出现后
PC 行业		
电信行业		
金融行业		

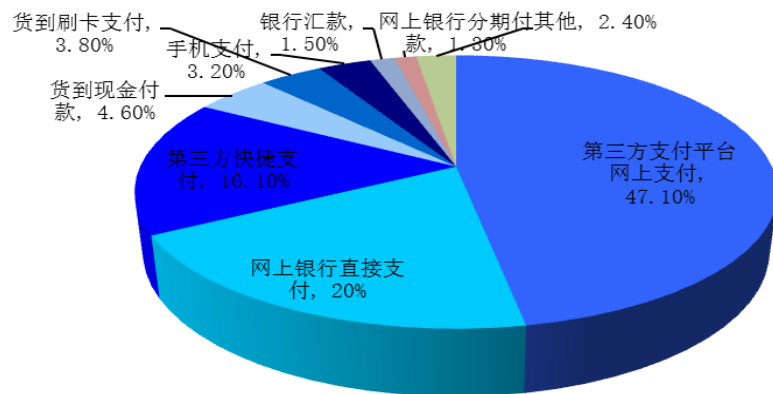
资料来源：各公司官网 国泰君安证券研究

互联网第三方支付平台价值体现：支付宝

以三方支付为例，目前第三方平台的网上支付已经占据了三方支付近 50% 的份额。目前市场上的一般认识仅仅从利润端的影响来分析三方支付对银行的影响。虽然这部分利润降低不会对银行的利润产生显著影响，但银行对消费者支付行为的信息来源并不知情，银行只知道支付行为在发生，收款行为在发生，却不知道用户的具体行为。这种数据的缺失使得银行无法衡量用户的信用水平以及消费偏好，使得银行无

法进一步为用户提供深入的服务。

图 32：2013 年中国网络购物第三方支付已是主流



数据来源：艾瑞咨询 国泰君安证券研究

互联网第三方支付平台掌握了用户大量的交易行为信息，这一部分用户数据的价值就转移到了互联网平台上，阿里利用网店的交易状况衡量小微网店主的资信水平，提供小微贷款；京东可以通过调用客户的消费支付数据，了解客户的信用情况，并提供贷款。

我们认为在可以预见的将来，如果互联网垂直金融平台承担起了大部分用户的理财、证券投资、交易等需求，反应用户行为特性的数据将在平台上积累，拥有用户数据的公司将能够以更精准的方式来对客户进行服务，因而具备更大的价值。

4.5. 互联网金融方向：专注平台，连接用户、创新服务

市场普遍认为：互联网金融平台一旦成功，应该逐步取代传统金融服务商的功能，使得自己成为新的金融中介。但我们认为，更佳的模式是，互联网平台专注于做连接用户的平台，提供更多创新金融服务和产品，专业性要求更高的服务可以与传统金融服务商合作，或者在积累的过程中逐步提高自身的专业技能。我们的理由是：

1)、互联网金融企业如果提供专业性的金融产品和服务，与现有金融业务具有很强的同质性，相当于另起炉灶，不具有规模效益。而在创新金融产品和服务方面，互联网金融平台比传统金融企业更灵活快捷。

2)、整条价值链中，最具有价值的部分仍然在于平台，互联网企业没有必要过多的涉足专业化金融服务与产品提供。电商兴起之前，国美等电器连锁店的盈利能力远好于一般的家电厂商；阿里巴巴出现后，淘宝、天猫平台的盈利能力也远大于在平台上销售的厂商；这些平台运营的例子都说明的平台是最具价值的一环。

3)、平台形成后，产品、服务提供商更容易找到目标客户，目标客户更容易发现适合自己的产品，使得需求与供给的对接成本大大降低。

这将使得用户端和产品服务提供端处于一个不断放大的正循环中，平台价值将会被不断放大，平台只要专注于为交易双方提供更好的服务，就可以占据主导地位。

5. 互联网金融正处于爆发前夜

随着我国金融产品的不断丰富和标准化的提高，互联网金融在我国快速生根发芽，我们研究认为，在风险控制较好的情况下，一些形态的互联网金融可以快速渗透，实现爆发。2015 年，我们认为是互联网金融加速落地的一年，业绩有望快速爆发。

5.1. 互联网金融新模式正在快速发展

根据我们的理解，互联网金融按照实现不同功能可按划分为以下几种类型：

1)、互联网金融服务

互联网对标准化的服务具有边际成本为 0 的特性，因此相比于传统银行、证券营业部的成本具有很大优势，可以以非常低的价格吸引客户；另外，随着互联网渗透率不断提高，网络也逐步成为服务客户的更有效手段。

2)、互联网金融产品

互联网平台具有大流量优势，较线下销售渠道能够以更低的成本、更高的效率获得传统金融无法顾及的“长尾用户”，实质上是一种新的销售渠道。

3)、互联网个人借贷（P2P）

目前国内的 P2P 要么是线上获得资金，贷款给线下审核的项目；要么是线下获得资金，贷给线上需要资金的个人；实际上是利用了互联网的信息优势在对接个人小额理财和个人小额贷款的市场。

4)、互联网股权融资（众筹）

网上众筹实际上是将 VC/PE 找项目的过程搬到网上来进行，并给普通大众当股权投资者的机会。

5)、互联网个人经营贷款

电商供应链金融实际上是利用网店经营数据，将小微网店主的个人经营贷款放在互联网平台上来完成。

按照我们的理解：(1)互联网金融服务；(2)互联网金融产品是利用互联

网成本优势和流量优势对传统金融的效率改进，使用户价值从传统渠道逐步转向互联网渠道；(3)(4)(5)是传统金融没有办法用合理成本、合理风险覆盖到的需求，互联网金融可以挖掘这部分市场的新需求，但并非是“颠覆传统金融”，而是扩大了金融市场做大“蛋糕”。这部分金融需求风险显著高于传统金融的风险，因此传统金融企业并没有足够的动机去发展此类业务。

表 6：互联网金融新模式：新渠道、新需求

互联网金融	对应传统金融	实现功能	对应互联网特性
支付宝/财付通	网银/银行转账	金融服务网络化	低成本
网上证券低佣金开户	证券营业部开户	金融服务网络化	低成本
网上基金销售	理财产品销售	金融产品网络化	网络效应
网络保险	保险产品销售	金融产品网络化	网络效应
P2P 借贷	个人消费信贷	挖掘新需求	网络效应、信息透明、流动快
众筹	预售/VC/PE	挖掘新需求	网络效应、信息透明、流动快
电商供应链金融	小微金融/个人经营贷款	挖掘新需求	网络效应、信息透明、流动快

数据来源：国泰君安证券研究

5.2. 全联网券商呼之欲出

目前，证券行业是开放程度最大的金融细分行业。2014 年 10 月一码通正式推出，“一人多户”随之逐步推进，使得券商对存量用户可以公平竞争。而明年的证券法大修订，有望进一步放开证券牌照。现有模式是三种：一是券商自建平台，二是券商与互联网公司合作导流，三是互联网公司直接收购券商进军零售经纪业务。

表 7：互联网平台公司和券商进军互联网证券方式

日期	事件	模式
2014 年 8 月	大智慧将以定增换股合并方式，整体收购湘财证券 96.5% 股份，剩余 3.5% 的股份将由财汇科技以现金方式购买，后者为大智慧控股子公司。	收购
2014 年 7 月	同花顺和东吴证券签署战略合作协议，双方合作范围及内容将涵盖互联网渠道、大数据服务和互联网信用平台等三大模块。	合作
2014 年 6 月	由腾讯和金证合作开发的腾讯企业 QQ 证券理财服务平台正式上线，该平台旨在打造一个基于企业 QQ 集证券开户、交易、营销、客服、互动、社交传播于一体的全新金融服务平台。	合作
2014 年 6 月	海通证券推出“e 海通财”互联网金融综合理财服务平台，以账户为基础，依靠海通平台推出了账户 5 项功能、互联网 5 大平台和 5 类产品。	自建
2014 年 4 月	华泰证券与网易签署《战略合作协议》，网易或关联公司在相关产品或频道增加证券开户功能或入口，并引导用户在华泰证券开户。	合作
2013 年 12 月	国泰君安推出综合理财服务平台——“君弘一户通”，集成了资金汇划、消费支付、生活服务等多项支付功能。	自建

2013 年 11 月 腾讯将向国金证券开放核心广告资源,协助国金证券进行用户合作流量导入,并提供证券在线开户和交易、在线金融产品销售等服务。

数据来源:公司公告 国泰君安证券研究

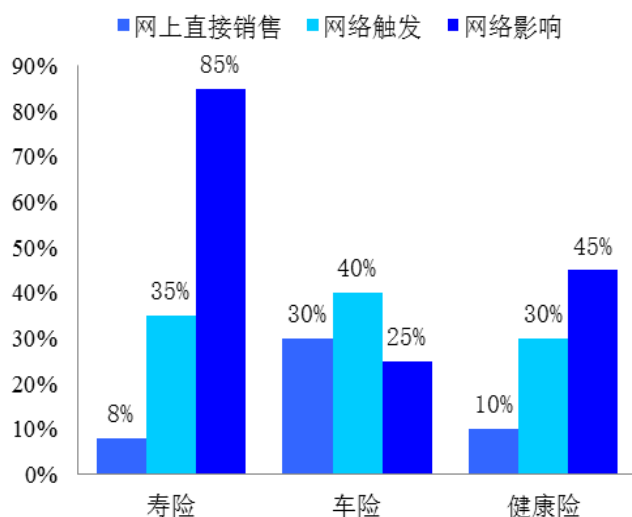
就短期而言,最有效的方式是券商与大流量网站合作,这说明互联网时代的最大价值是平台与流量的价值。上表中与大网站合作的两家券商(华泰、国金)的经纪业务市场份额均有较大提升。

但长期来看,我们认为垂直类互联网金融平台更具有优势。目前券商牌照尚未放开,大智慧收购湘财证券事宜也尚未完成。我们认为一旦目标用户群体匹配度更高的互联网平台公司(如东方财富、大智慧、同花顺)进入券商零售经纪业务的竞争中,会进一步削弱传统券商的经纪业务份额。以大智慧为例,注册用户 1.3 亿,日均在线人数 2000 万,并且具有高用户黏性(炒股一般不会换交易软件,并且直接打交道的是交易软件,而不是券商),平台价值极高,将会成为零售经纪业务的有力争夺者。

5.3. 互联网保险开辟新渠道

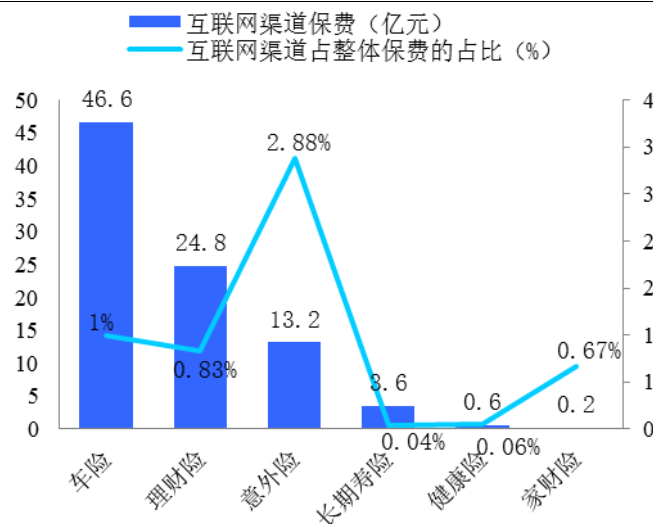
相比银行和券商,保险公司的渠道最少,目前主要的两个渠道是代理人与银保渠道,因此互联网为保险公司提供了一个新的渠道。海外互联网保险市场起步更早、份额更大,通过海外的情况我们可以了解到互联网渠道已是保险公司降低成本的有效方式,世界第二大再保险公司——瑞士再保险公司曾表示,电子商务帮助该公司平均每年节省 7.5 亿瑞士法郎。

图 33: 2011 年网络已成美国购买保险的主要渠道



数据来源: CELENT 咨询 国泰君安证券研究

图 34: 2013 年中国来自互联网保费收入占比较低



数据来源: 艾瑞咨询 国泰君安证券研究

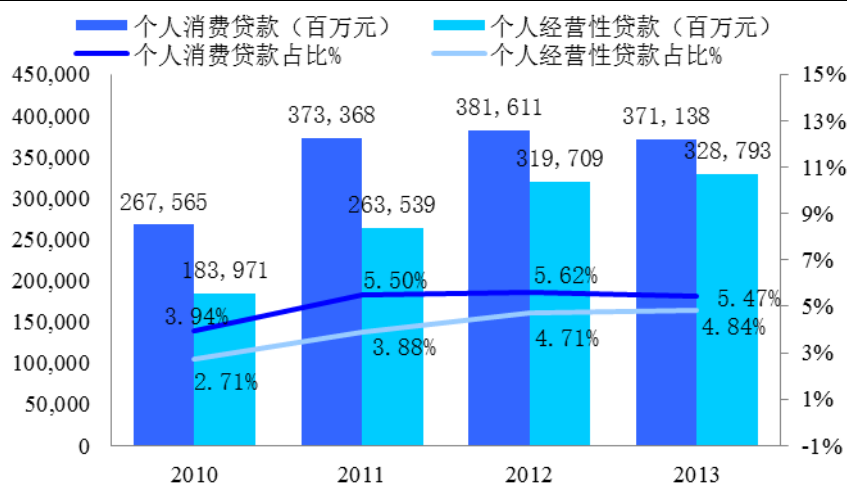
以美国为例,不同险种的网上销售占比是不同的,寿险、健康险等复杂的险种占比低,车险这种容易标准化的产品占比高,说明互联网更适合于销售标准化的产品。同时,受到网络影响的保单占比都相当高。在这种情况下,线上线下共同发展的保险公司将会受益,如中国

平安。

5.4. P2P 大行其道，但风险值得关注

近两年我国 P2P 借贷（服务于个人贷款）、供应链金融（服务于小微企业、个人）正在兴起，满足了一些无法在银行贷款的个人、小企业主。对传统金融来说，小微规模的信贷并不经济。以工商银行为例，个人经营性贷款和消费贷款都只占到贷款总额的 5% 左右，而且相比 P2P 平台，银行只愿意贷给资信水平较高的个人。

图 35：工商银行个人消费贷款/个人经营性贷款占总贷款比例较低



数据来源：公司年报 国泰君安证券研究

现阶段，我国 P2P 的发展进入风险暴露期，据中国证券报统计，倒闭、跑路、提现困难等各种问题平台及主动停业平台 2014 年 11 月新发生 42 家，1 至 11 月份新发生 178 家，远远超过 2013 年全年的 75 家。即便是陆金所在 P2P 行业里被视为相对规范、安全的平台，其 CEO 也承认年化坏账率在 5% - 6%。对比 LendingClub，中国 P2P 未能在风控良好的前提蓬勃发展，原因主要在于缺乏详细的信用评级数据，无法对贷款人的资信水平做出合理估计。

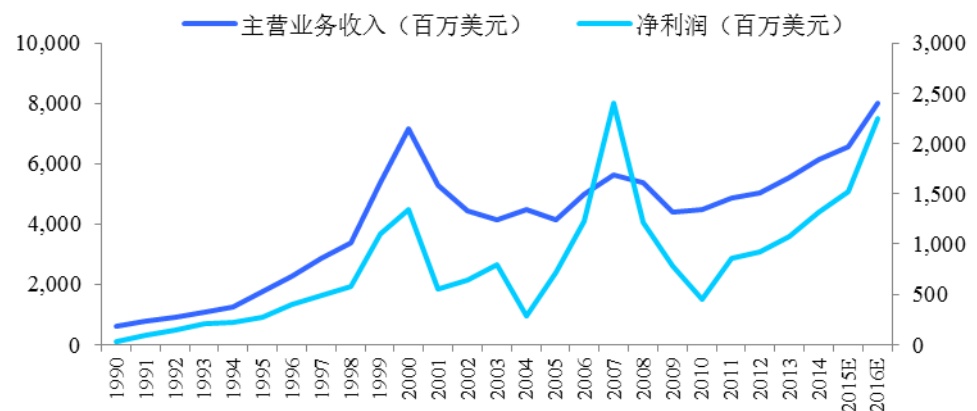
与 P2P 陷入调整期不同，阿里小贷由于能够获得卖家的淘宝流水数据，能够对卖家的资信水平做出很好的判断，因而坏账率极低，甚至只有银行业的 1/5 左右的水平。这一对比充分说明互联网金融数据和信用的重要性。

6. 海外案例研究

6.1. 嘉信理财

嘉信理财集团是全美国最大的金融服务公司之一，提供证券经纪、银行、资产管理与相关的金融服务，客户包括美国国内以及世界各地的独立投资者、独立投资顾问以及公司退休与投资计划的企业。

图 36: 嘉信理财营业收入和净利润增长迅速



数据来源: Bloomberg 国泰君安证券研究

嘉信经营亮点:

1)、抓住互联网大潮打下客户基础

90 年代后期以来, 互联网用户在美国大规模增加。嘉信理财颇具慧眼地对在线交易系统进行了较大的投资, 把传统的证券经纪业务和基金都放到了在线端上。借助互联网的这一波浪潮, 公司积累了非常多的中小型客户, 业绩迅速提升, 成为美国最大的在线证券交易商。

2)、“水泥”+“鼠标”多种渠道齐头并进

2000 年 2 月, 公司并购了网上证券经纪交易商 CyBerCorp。同年 6 月, 嘉信理财公司和爱立信公司结成战略联盟, 共同开发利用 WAP 手机进行网上证券交易。到目前为止, 嘉信的客户可以通过线下网点渠道、在线交易系统 eSchwab、电话呼叫中心、手机客户端等多种渠道进行交易。

3)、不断开拓有协同效应的相关业务, 开发各类产品

2000 年 4 月, 公司宣布和电子信贷公司 E-Loan 结成战略联盟, 提供在线房地产抵押贷款解决方案。同年 6 月, 嘉信理财公司完成了以换股的方式对美国信托公司 U.S. Trust Corporation 的并购。在可以交易的证券类型方面, 有上市公司的股票、非上市公司的私募股份、债券、基金受益凭证。在个性化产品方面, 有为工薪阶层设计的诸如养老金、为教育或其它花钱较多的活动所作储蓄等等的终生理财服务, 也有为富裕家族提供资产管理服务。

图 37: 嘉信理财发展路径总结

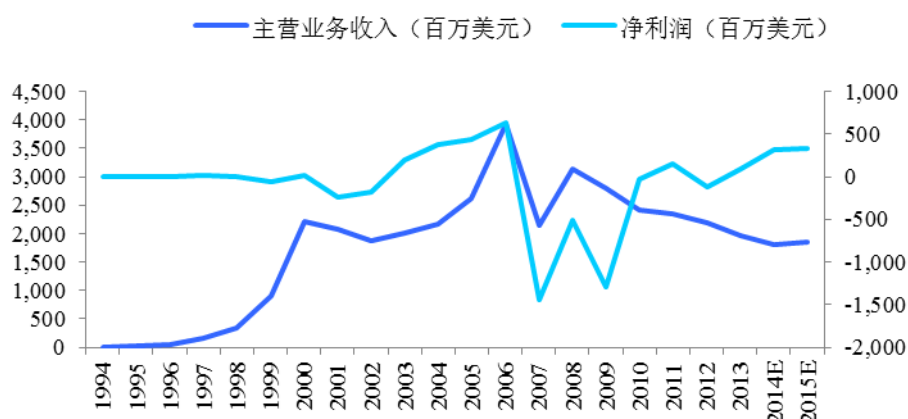


数据来源：公司官网 国泰君安证券研究

6.2. Etrade

E-trade 是全球著名的网络金融交易商，主要为企业机构客户提供理财服务，并为客户提供一站式投资、银行、借贷等服务，1996 年在纳斯达克上市。

图 38: E-trade 营业收入和净利润进入瓶颈期



数据来源：Bloomberg 国泰君安证券研究

E-trade 启示:

- 1)、Etrade 是在线交易领域的一个先驱者。1992 年，华尔街恢复涨势，进入了 90 年代的大牛市，与此同时，由于计算机设备价格的下降，越来越多的人开始使用计算机交易。公司凭借着之前为各类证券公司提供电子报单系统的经验，迅速占领了新投资者网上交易的市场。
- 2)、公司在金融危机期间的遭遇说明互联网公司在延伸业务的过程中要注意提高专业服务水平与风控能力。科技股泡沫后，Etrade 为了避免日益激烈的折扣佣金经纪业务市场，进入了在线银行市场，但由于其风险控制能力不佳，其在线银行业务在 2007 年的坏账率显著高于同业水平，贷款坏账准备大幅提高。危机过后，公司重新回到其证券经纪业务这个主业上，削减了一系列不必要的扩张业务，公司状况才得到了改善。

图 39: E-trade 发展路程



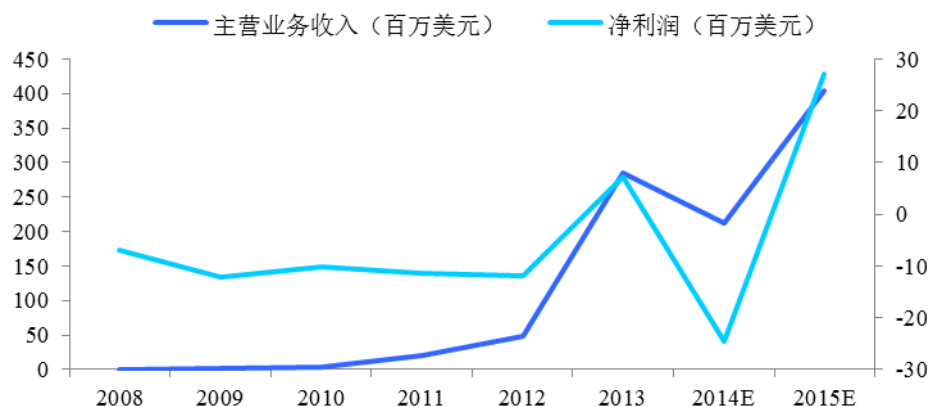
数据来源：公司官网 国泰君安证券研究

6.3. Lending Club

Lending Club 是一个直接连接贷款人和借款人的互联网平台。这部分满足的是个人小额理财和个人小额贷款的需求。传统金融无法实现高效的资金点对点对接，信誉高的客户仍然要以较高的利率向银行借款，与此同时，客户向银行存款，只能获得很低的利息。互联网的出现，

能够把这种资金的需求和盈余连接起来，满足了新的金融需求。Lending Club 的主要盈利模式是撮合借款人的借款需求与投资者的理财需求，向投资者收取管理费与服务费，向借款人收取交易费。

图 40: Lending Club 营业收入和净利润正在快速增长期



数据来源: Bloomberg 国泰君安证券研究

公司经营亮点:

1)、严格的信用条件，大大降低了违约的可能性

Lending Club 一开始是作为 Facebook 的应用程序而存在，通过一套名为 LendingMatch 的系统，LendingClub 可以让投资人发现与借款人之间的各种社会联系，降低违约的可能。在成立网站后，主要是根据 FICO 评分给予放款，一般也只向高信用等级的客户放款。这样高的贷款要求使得贷款的违约率大大低于传统金融。

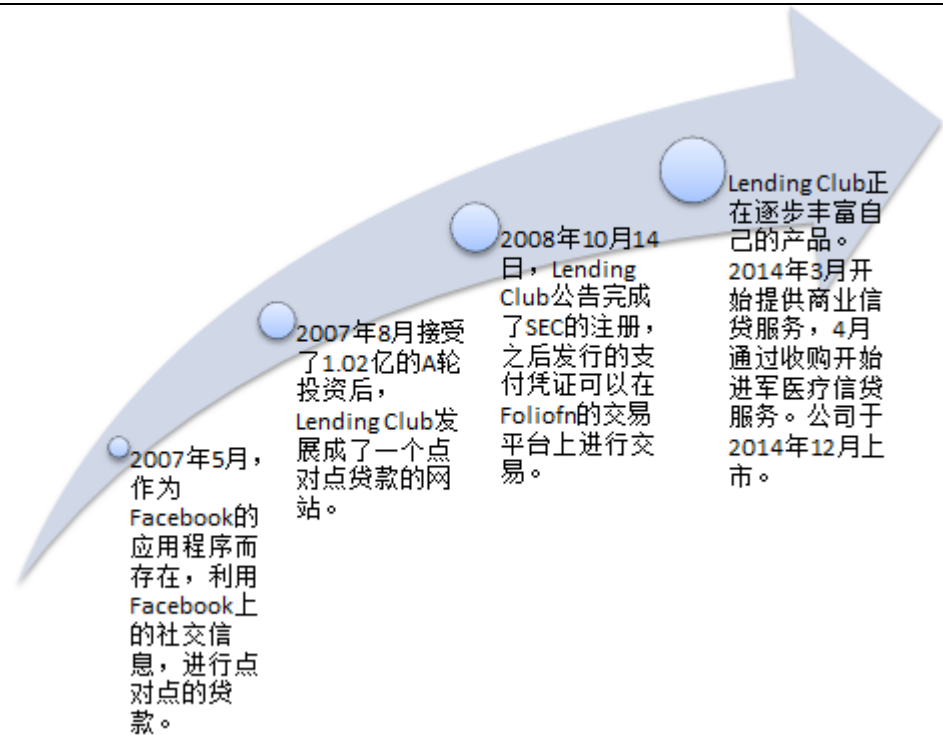
2)、通过 SEC 的审核，避免了遭到监管暂停的风险

2008 年 4 月 8 日，Lending Club 暂时暂停了新借款者的注册，等待着 SEC 批准其向借款人发行支付凭证。同年 10 月 14 日，Lending Club 公告完成了 SEC 的注册。而其竞争对手 Prosper 就因为没有得到 SEC 的通过而丢失了大量市场份额。

3)、支付凭证可以在 Foliofn 的交易平台上进行交易，提高了流动性。

在向 SEC 注册后，LendingClub 的模式变为与银行合作，合作银行提供贷款给借款人，再将贷款转手给 LendingClub，LendingClub 再将通过发行收益凭证获得的资金给合作银行。与此同时，支付凭证可以在 Foliofn 的交易平台上进行交易，提高了流动性，吸引更多投资者购买收益凭证。

图 41: Lending Club 发展路程



数据来源：公司官网 国泰君安证券研究

7. 首推互联网金融“三剑客”

推荐逻辑：

我们认为如果撇开具体的业务形式，互联网金融平台最重要的资产是用户和其掌握的数据资源。用户是互联网金融平台流量变现的基础，用户可大致分为两种：第一种是类似于百度、腾讯等大型互联网平台的流量，这部分流量我们将之称作综合流量，大型互联网平台上的用户数量虽然足够多，但是其属性和特征并不明显，各行各业、各种兴趣爱好的用户无法分别；第二种是专业性互联网平台的流量，这部分流量我们称之为垂直类流量，比如大众点评网、滴滴打车、东方财富、大智慧这些平台，这些平台的特征和属性比较明确。使用大众点评的用户需求基本是吃饭和娱乐、滴滴打车用户需求就是打车，东方财富和大智慧用户就是炒股、买基金等金融需求。

所以，我们认为垂直类互联网金融平台在流量变现方面具有很大优势，首先，用户具有天然的金融需求，东方财富、大智慧和同花顺的用户基本是都具有金融理财需求的，天然形成了非常明确目标客户；

其次，具有金融投资和理财属性的用户与一般用户相比，其风险认知和风险承受能力更高，这部分用户对金融产品已有一定认知，所以流量转化率和转化速度更高。

数据资源和数据分析处理能力是互联网金融平台的核心能力。其一，虽然目前互联网金融平台可以用标准化产品以低成本快速获取用户，但当渗透率达到一定比例时，各家平台的同质化竞争也会出现，比如现在的P2P已出现同质化。所以能够体现平台综合能力和差异化能力的地方就在于其数据资源和数据处理能力。其二，强大的数据处理能力能够很大程度上提高客户黏性，互联网金融发展初期会有很多平台出现，单从业务模式开展的平台很容易陷入同质化竞争，但像“三剑客”已经有很多年数据积累的平台并不多，“三剑客”一方面积累了很多客户的资料数据，另一方面也积累了很多金融专业数据，比如很多金融指标和指数。同时，每年还需要投入大量的数据收集和处理成本，还需要很多金融相关人才，所以金融数据分析的门槛相对也很高。

因此，互联网金融“三剑客”已从用户和数据方面构筑了很高的壁垒，且在政策逐步松绑的时期，有望率先通过创新的金融产品和服务模式实现流量变现。

表 8：“三剑客” 2014 年预计净利润增速高，估值普遍较高

单位：百万元

代码	公司	2013 年 收入	2013 年 净利润	2013 年 PE	2014 年预 测收入	2014 年预 测净利润	2014 年 预测 PE
300059.SZ	东方财富	248	5	5426	540	145	334
300033.SZ	同花顺	184	22	353	231	56	466
300059.SZ	大智慧	894	12	1012	917	100	65
平均值		442	13	2264	563	141	288

数据来源：Wind 资讯 国泰君安证券研究

注：估值数据采用 2015 年 1 月 23 日收盘价计算

估值为根据 Wind 一致预期得出（东方财富因 2013 年净利润只有 500 万，故其市盈率数值属于异常情况。大智慧因收购湘财证券以及停牌时间较长，2014 年预测市盈率异常）

1 月 22 日大智慧公告 100%收购湘财证券，标志着我国第一家互联网券商正式落地，我们认为大智慧与湘财证券的结合很可能会带动互联网券商在我国加速落地，东方财富和同花顺也因此可能受益。目前我国互联网券商还处于刚起步阶段，未来的收入和净利润规模还较难有比较准确的预测，估我们可以参考目前券商的估值与市值水平，来对比“三剑客”的市值空间。我们主要选取上市的 7 家中小型券商：东吴证券、国金证券、西部证券、太平洋证券、山西证券、国海证券、东北证券。

表 9：“三剑客”与 7 家上市中小型券商市值比较

单位：亿元

代码	公司	总市值 (最新)	2013 年 收入	2014Q3 收入	2013 年 净利润	2014 Q3 净利润	2014 年预 测净利润
601555.SH	东吴证券	499.8	16.0	21.1	3.9	7.8	12.0
600109.SH	国金证券	492.8	15.5	17.8	3.2	5.5	8.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

32 of 36

601099.SH	太平洋	433.9	4.9	8.7	0.7	3.7	6.1
002673.SZ	西部证券	380.0	11.3	11.1	2.7	4.2	6.0
002500.SZ	山西证券	363.5	13.2	13.5	2.5	3.8	5.4
000750.SZ	国海证券	383.8	18.2	16.7	3.4	4.8	5.9
000686.SZ	东北证券	348.4	17.7	18.5	4.8	6.1	6.4
券商平均值		414.6	13.8	15.3	3.0	5.1	7.2
300059.SZ	东方财富	485.7	2.5	3.3	0.1	0.6	1.5
601519.SH	大智慧	130.8	8.9	6.1	0.2	0.8	1.0
300033.SZ	同花顺	155.0	1.8	1.6	0.2	0.2	0.6
“三剑客”平均值		257.1	4.4	3.7	0.2	0.5	1.0

数据来源：Wind 资讯 国泰君安证券研究

注：估值数据采用 2015 年 1 月 23 日收盘价计算

“三剑客”2014 年盈利预测我们按公司公告已进行调整

从平均市值角度看，“三剑客”平均市值 257 亿元，2014 年预测平均净利润 1 亿元，平均净利润增速为 500%。7 家券商平均市值 412 亿元，2014 年预测平均净利润 7.2 亿元，平均净利润增速为 240%。“三剑客”净利润增速明显高于券商整体的净利润增速，我们认为如果互联网券商 2015 年落地，则会对三家公司的净利润产生较大影响。例如大智慧于 1 月 22 日公告收购湘财证券，大智慧预计 2014 年净利润 0.8—1.2 亿元，收购标的湘财证券 2014 年前三季度净利润 2.97 亿元，如果收购获批，大智慧 2014 年净利润有望超过 5 亿元。合并净利润规模与西部证券、山西证券、国海证券相当。因此，我们认为互联网券商的落地有望大大提高“三剑客”的盈利能力和利润规模。

7.1. 东方财富

公司是我国领先的金融信息网络平台，旗下拥有国内访问量和用户量最大的财经信息平台“东方财富网”，以及金融客户端“东方财富通”。公司通过互联网基金销售的方式率先实现了流量变现，也从一方面验证了我们的对垂直类互联网金融平台有望率先实现流量变现的逻辑判断。公司于 2015 年 1 月 10 日公布了 2014 年业绩预告，净利润为 1.55—1.75 亿元，业绩增幅达到 30-34 倍。主要因为互联网基金销售同比增长 400%以上，以及传统金融数据服务产品增速较高。

2015 年，我们认为随着金融监管的逐步放开和对金融创新的鼓励，互联网券商业务有望落地，公司流量变现有望迎来一个新的爆发点。后续的互联网金融业务，如：大宗商品电子商务平台、贵金属交易平台、P2P、众筹的等各种模式有望陆续落地，公司业绩有望实现持续爆发，我们维持公司 2014-16 年 EPS 为 0.14/0.28/0.53 元，维持目标价 51 元，维持增持评级。

7.2. 大智慧

公司是国内专业的金融数据和数据分析的互联网平台，其金融咨询产品在全国营业部的市场占有率达到 85%，公司 Internet 个人版目前已是全国使用率最高的证券软件，目前手机版“大智慧”APP 市场占有率名

列前茅。公司 2013 年、2014 年通过贵金属业务实现的流量变现验证了我们的推荐逻辑。2013 年第四季度，公司通过贵金属交易的方式进行流量变现，单季实现直接投资收益 2.03 亿元，帮助公司当年扭亏为盈。

目前，公司于 1 月 22 日公告收购湘财证券，我们认为如果收购成功，则标志着国内互联网券商的实质性落地。大智慧可以通过自身在互联网金融平台庞大的用户优势，嫁接湘财证券的具体业务，实现流量快速变现。我们维持公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.17/0.04/0.05 元（未调整），维持目标价 15.4 元，维持增持评级。

7.3. 同花顺

公司是国内最全面的互联网金融信息服务商之一、目前已于中国移动、中国联通、中国电信三大运营商合作提供手机金融信息，产品覆盖面较全。手机 APP 金融终端市场占有率排名第一。公司 2014 年 7 月 10 日公告与东吴证券签订战略合作协议，共同开展互联网金融业务的合作。

现阶段，公司主要是以合作的模式探索互联网金融业务开展的具体流程和模式，还未实现基于自身金融业务的流量变现。但我们认为一旦公司探索出一条适合自己的互联网金融流量变现方式，有望类似于东方财富和大智慧，实现业绩的快速爆发。我们预计公司 2014-16 年公司 EPS 为 0.15/0.17/0.21 元（未调整），增持评级。

7.4. 推荐具有卡位优势的：恒生电子

按照我们的理解，除了直接掌握 C 端客户资源，能够率先实现流量变现的“三剑客”，掌握互联网金融 IT 平台和技术的公司也值得重点关注。我们推荐在券商和基金具有垄断优势的恒生电子。

表 10：“三剑客”估值、盈利预测、评级总表

单位：元

推荐公司	评级	股价 (最新)	PE (2015E)	2013 年 EPS	2013 年 增速	2014E EPS	2014E 增速	2015E EPS	2015E 增速
东方财富	增持	41.66	149	0.01	-87%	0.14	3178%	0.28	104%
大智慧	增持	7.96	199	0.01	104%	0.17	2807%	0.04	-78%
同花顺	增持	60.08	353	0.08	-16%	0.15	280%	0.17	14%
恒生电子	增持	63.00	90	0.52	61.8%	0.60	14%	0.70	17%

数据来源：Wind 国泰君安证券研究

注：数据采用 2015 年 1 月 27 日收盘价（大智慧、同花顺盈利预测未按最新公告调整）

8. 风险提示

8.1. 互联网券商牌照低于预期导致业务进展低于预期

如果互联网券商牌照不能获批或者推出时间较晚，可能导致互联网金

融流量变现进度低于市场预期，导致公司股价波动。

8.2. 资本市场陷入长期低迷

我们对“三剑客”流量变现加速的逻辑基础是资本市场能够保持一定的活跃度和热度，如果资本市场长期走熊，变现进度很可能受到压制，同时估值也可能有下降风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		