下载日志已记录，仅供内部参考

跨境互联网券商行业复盘与展望

数金掘金系列二

证券研究报告

2026 年 09 月 15 日

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
多元金融	-1.20	-4.84	-15.75
沪深 300	-3.98	-8.41	-1.17

分析师

孙寅 S0800524120007

sunyin@research.xbmail.com.cn

张佳蓉 S0800524080001

zhangjiarong@research.xbmail.com.cn

相关研究

多元金融：期货公司监督管理办法落地，强化监管、推动专业化发展—多元金融热点速递之四 2026-09-13

多元金融：三方平台转接渠道规范落地，资源有望向合规头部集中 —金融科技热点速递之五 2026-09-07

多元金融：【西部非银】AMC 行业梳理：瘦身转型，进入新发展周期 2026-07-14

- **核心结论**

国内互联网券商仍以香港为基本盘，逐步开启全球化增长曲线。2025 年港股 ADT 达 2,498 亿港元、同比增长 89.5%，香港证券行业 ROE 回升至约 12.8%，中资机构与互联网平台继续通过申牌、增资与收购完善在港布局，反映合规展业需求与市场机会仍为旺盛。对富途、老虎等公司而言，香港既是收入的压舱石，也是观察经营质量的第一现场。跨境展业合规要求提高、灰色获客空间终结、但这并不等同于互联网持牌券商模式失效。我们更倾向于把当前时点看作第二阶段的开启：增长从跨境流量快速起量，切换为香港本地经营深化、海外持牌复制，以及利息、融资、财富管理等平台化变现；真正决定长期经营质量的，是技术、账户、清算、融资与多市场运营能否形成闭环。本文以盈透证券、富途控股与老虎证券为样本，从香港市场与行业格局、财务与定价、商业模式路径三条主线讨论这一问题。

互联网券商具备更高增速、利润率和估值弹性，但内部定价显著分化。2016—2025 年富途、老虎、盈透营收 CAGR 分别约 86%、69%、18%，2020—2025 年归母净利 CAGR 分别约 54%、60%、38%，均显著优于综合型投行；盈透与富途近五年 ROE 均值约 17.4%、21.2%，净利率长期维持在 40%以上，且剔除客户资金后杠杆显著低于高盛、摩根士丹利。股价层面，2019 年初至 2026 年 8 月 11 日，富途、盈透区间涨幅分别约 614%、588%，峰值弹性高于传统投行；但富途与老虎 PE 中枢约 22 倍、19 倍，盈透历史 PE 中枢显著更高，三者涨跌与估值分化表明溢价并非板块普惠红利。

商业模式起点不同，最终收敛于全球化、综合化的平台能力。盈透、富途和老虎的发展起点存在明显差异，但随着客户及资产规模扩大，业务模式均由单一交易服务逐步向账户、资产和底层基础设施延伸。盈透从自动化做市起家，先沉淀全球交易、执行、风控与清算基础设施，再将其向外部客户、不同资产及全球市场复用，形成“交易基础设施+客户资产复利”的成熟模式；富途依托科技与“牛牛圈”社区沉淀高质量零售客户，在香港建立较强客户及资产基础后，通过 moomoo 向全球市场复制，当前海外业务正由市场覆盖向客户资产沉淀和盈利兑现深化；老虎则通过 IBKR 全披露账户轻资产起量，此后通过综合账户迁移与自清算建设逐步掌握账户、融资及清算能力，佣金与利息收入自主变现能力明显增强。三者的发展路径表明，互联网券商的长期成长并非单纯依赖交易客户增长，而是伴随规模扩大不断向底层基础设施和客户资产运营延伸，最终形成“技术基础设施—全球客户获取—客户资产沉淀—多元资产变现”的平台闭环。

风险提示：跨境业务监管政策变化风险、市场交投活跃度下降风险、客户信用风险、利率下行及净息差收窄风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 香港市场扩容，互联网券商进入经营质量比拼阶段 4
1.1 跨境证券监管持续完善，境内非法获客模式迎来终结 4
1.2 香港市场持续扩容，中资券商与互联网平台仍在加码 5
二、 互联网券商：同样的赛道，不同的定价 8
2.1 财务表现：平台效应带来高业绩增速和盈利能力 8
2.2 市场表现：高弹性与估值，但内部也有所分化 10
三、 商业模式复盘：起点、客户和全球化路径选择带来分化 11
3.1 盈透证券:从做市技术起家，逐步成长为全球交易基础设施提供商 11
3.2 富途控股：高质量华人零售客户形成优势，海外扩张持续推进 14
3.3 老虎证券：借助外部清算起量，再向自主账户与资产变现升级 17
四、 总结：平台能力的完整度决定行业长期经营质量 20
五、 风险提示 20

图表目录

图 1：港股市场 ADT 持续提升 5
图 2：港股 IPO 募资规模显著回升 5
图 3：香港证券行业活跃客户规模 6
图 4：香港证券行业收入及净利润 6
图 5：香港证券行业 ROE 持续修复 6
图 6：香港证券行业净佣金率（2022-2025） 7
图 7：香港证券行业孖展利率（2022-2025） 7
图 8：联交所成交份额持续向 A 类参与者集中 7
图 9：盈透及富途近五年 ROE 表现领先 9
图 10：盈透及富途近五年净利率表现领先 9
图 11：跨境互联网券商杠杆水平相对较低 9
图 12：盈透证券服务账户体系较为全面 12
图 13：盈透证券开户数量变动情况 13
图 14：盈透客户资产及年化 take rate 变动情况 13
图 15：盈透证券美国以外客户占比持续提升 13
图 16：盈透证券国际化收入占比稳步提升 13
图 17：利息收入是盈透证券核心收入来源（单位：百万美元） 14
图 18：盈透证券客户保证金融资规模及净息差情况 14
图 19：富途控股发展历程 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：富途研发费用及其占比总费用情况.....15
图 21：2025 年富途研发技术人员占比近 60%.....15
图 22：富途控股开户数量变动情况.....15
图 23：富途控股客户资产及年化 take rate 变动情况.....15
图 24：富途客户总资产及户均资产.....16
图 25：富途获客成本情况.....16
图 26：富途香港业务收入及占比（2021-2025 年）.....16
图 27：富途港股相对市场份额（2021—2025 年）.....16
图 28：富途控股营业收入拆分（单位：亿港元）.....17
图 29：富途控股利息收入拆分（单位：亿港元）.....17
图 30：老虎经 IBKR 执行清算产生的净收入占比持续下降.....18
图 31：老虎证券开户数量变动情况.....18
图 32：老虎客户资产及年化 take rate 变动情况.....18
图 33：佣金与利息收入为老虎证券核心收入来源.....19

表 1：跨境互联网券商监管脉络.....4
表 2：中资券商与互联网平台持续布局香港证券市场.....7
表 3：互联网券商收入增速优于综合型券商.....8
表 4：互联网券商利润增速优于综合型券商.....8
表 5：互联网券商估值中枢显著高于传统投行.....10
表 6：富途、盈透股价表现与弹性优于传统投行.....10
表 7：盈透证券发展历程.....11
表 8：截至 2026H1，富途控股 moomoo 海外布局情况.....17

下载日志已记录，仅供内部参考

近年来，监管持续明确跨境证券业务的合规边界，行业依赖跨境监管红利实现粗放扩张的阶段逐步结束；但与此同时，中资券商与互联网平台对香港市场的布局反而加速，通过设立或增资香港子公司、申请牌照及收购持牌券商，持续完善境外金融业务版图。由此产生的核心问题是：如果剥离跨境红利，互联网券商是否仍然是一门好生意，其长期竞争力究竟来自牌照与流量，还是技术、客户资产沉淀和全球化服务能力？本文通过复盘盈透证券、富途控股与老虎证券的发展历程、财务表现及估值变化，尝试回答这一问题。

一、香港市场扩容，互联网券商进入经营质量比拼阶段

1.1 跨境证券监管持续完善，境内非法获客模式迎来终结

2021 年起，监管针对跨境互联网券商的治理脉络一以贯之、稳步推进。自 2021 年起，中国证监会及相关监管部门持续推进跨境互联网券商业务的规范治理，明确境外机构未经核准在境内开展相关金融业务的非法性，并将富途、老虎等机构面向境内投资者开展跨境证券业务定性为非法经营证券业务。2022 年末，监管部门进一步确立“有效遏制增量、有序化解存量”的整改原则，禁止相关机构继续招揽境内投资者、开立新账户，同时允许存量境内投资者通过原境外持牌主体开展交易，但增量资金转入须严格遵守外汇管理规定。在此框架下，富途、老虎陆续调整境内获客、开户及客户服务模式，存量业务阶段性转入合规运营。此后，监管要求持续细化，约束范围由新增开户逐步延伸至客户招揽、交易服务、跨境资金流转及境内技术支持等环节，行业合规门槛不断提高。

2026 年 5 月，跨境证券业务整治方案落地，境内非法获客模式基本终结。2026 年 5 月 22 日，证监会等八部门印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，跨境证券业务监管由“遏制增量、规范存量”进一步升级为“取缔非法、清理存量”。方案设置两年集中整治期，要求逐步压降非法存量境内投资者账户及资产规模；整治期内，非法跨境经营机构不得继续为存量投资者提供买入交易和资金转入服务，仅允许单向卖出并转出资金，整治期满后相关境内网站、交易软件及配套服务将全面关停。同日，证监会对老虎证券（Tiger Brokers NZ Limited）、富途证券国际（香港）、长桥证券（香港）境内外相关主体立案调查并作出行政处罚事先告知——富途合计处罚约 18.5 亿元人民币（没收违法所得 4.7 亿+罚款 13.8 亿）；老虎合计处罚约 4.1 亿元（没收违法所得 1.03 亿+罚款 3.08 亿）；长桥拟被没收全部违法所得并予以罚款，具体金额尚未对外披露。

表 1：跨境互联网券商监管脉络

时间	政策/事件
2021.08.20	十三届全国人大常委会第三十次会议通过《中华人民共和国个人信息保护法》，明确个人信息跨境提供等相关规则，自 2021 年 11 月 1 日起施行。
2021.10.15	证监会通过媒体发声，明确境外证券经营机构未经批准开展的跨境证券业务不符合《证券法》《证券公司监督管理条例》等规定，将依法予以规范。
2021.10.24	央行金融稳定局局长在第三届外滩金融峰会上明确，境外机构在境内从事禁止类、未对外开放的金融业务，或仅持境外牌照在境内展业，均属于非法金融活动。
2021.11.11	证监会对富途控股、老虎证券高管进行监管约谈，要求其全面规范面向境内投资者的跨境证券业务，切实落实监管要求。
2022.12.30	证监会正式界定富途、老虎面向境内投资者的跨境证券业务为非法经营活动，要求其按照 “有效遏制增量、有序化解存量” 的思路推进整改。
2023.01.13	证监会发布《证券经纪业务管理办法》，将非法跨境经纪业务纳入日常监管范畴，明确稳步推进存量业务整改的工作安排。
2023.02.15	证监会明确存量境内投资者可继续通过境外持牌机构开展交易，但增量资金转入需严格遵守外汇管理规定，禁止新增境内投资者。

下载日志已记录，仅供内部参考

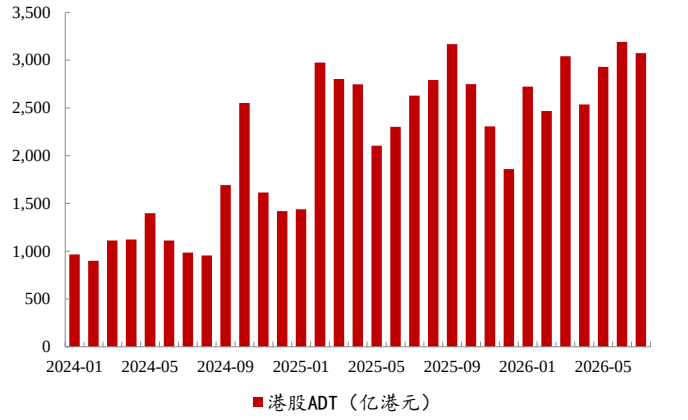
时间	政策/事件
2023.05.16	富途牛牛、老虎国际 APP 在境内主要应用商店下架，富途公告称存量境内客户仍可正常使用 APP 进行交易，服务不受影响。
2024.09	国家外汇管理局联合证监会优化 QFII/RQFII 跨境资金管理规则，进一步明确存量客户资金划转的合规要求，强化对增量违规行为的打击力度。
2025.09	富途公开回应，未收到清退存量账户的监管要求，将继续为存量境内投资者提供服务。
2026.5.22	证监会等八部门印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，设置两年集中整治期，要求全面取缔非法跨境经营活动，并按照“坚决取缔非法、稳妥清理存量”的原则逐步压降存量账户及资产。

资料来源：人民网，证监会，财新网，东方财富，国家外汇管理局，西部证券研发中心

1.2 香港市场持续扩容，中资券商与互联网平台仍在加码

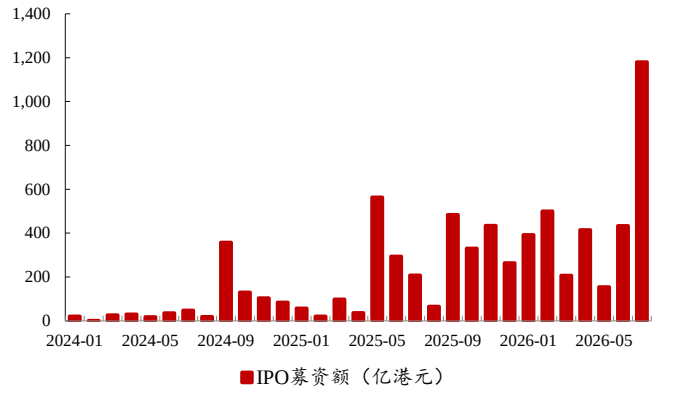
2025 年以来港股市场明显回暖，一级与二级市场活跃度同步提升。2025 年港股证券市场日均成交额达到 2,498 亿港元，同比增长 89.5%，创历史新高；全年共有 119 家公司新上市，IPO 募资额达到 2,858 亿港元，同比分别增长 68%和 227%，香港重回全球 IPO 募资额首位。进入 2026 年，市场活跃趋势延续，2026 年 1-7 月，港股日均成交额约 2,868 亿港元，同比增长 17.7%；共有 104 家公司新上市，较上年同期增加 51 家，IPO 募资额约 3,282 亿港元，同比增长 156.7%。成交放量与融资回暖共同改善香港券商的经纪、孖展、新股融资及投行业务环境。

图 1：港股市场 ADT 持续提升



资料来源：港交所，西部证券研发中心

图 2：港股 IPO 募资规模显著回升

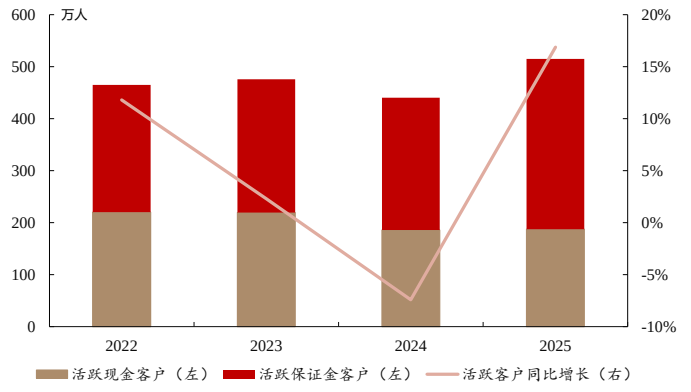


资料来源：港交所，西部证券研发中心

市场回暖带动香港证券行业盈利创出新高，行业参与者众多、竞争格局集中。截至 2025 年末，香港证券活跃客户由 2022 年的 465 万增至 515 万，其中活跃保证金客户由 2022 年的 245 万增至 327 万，累计增长约 33.8%。2025 年行业总收入达到 2,675 亿港元，同比增长 20%；净利润达到 717 亿港元，同比增长 62%。行业 ROE 由 2022 年低点的约 4.7%回升至 2025 年的约 12.8%；2022-2025 年净利润 CAGR 约 46.4%，体现港股成交回暖、利息收入与投行业务修复共同推动行业资本回报回升。从竞争格局来看，2025 年末香港证券交易商及证券保证金融资商达到 1,475 家，较 2024 年增加 78 家，前五大证券交易商约占全港一半活跃客户，前 20 大保证金融资商占行业孖展余额的 85%，行业呈现“参与者数量较多、客户与资产向头部集中”的竞争格局。

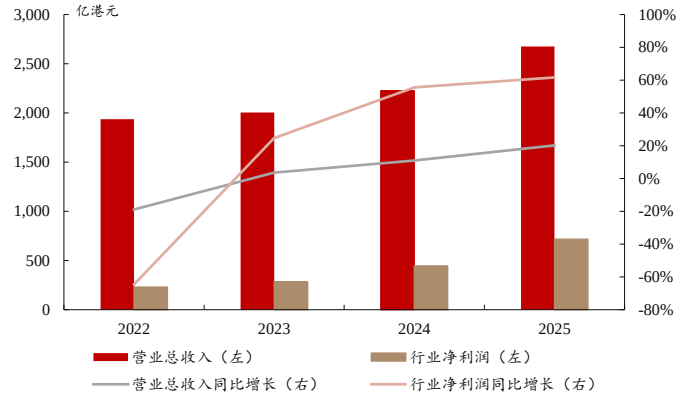
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：香港证券行业活跃客户规模



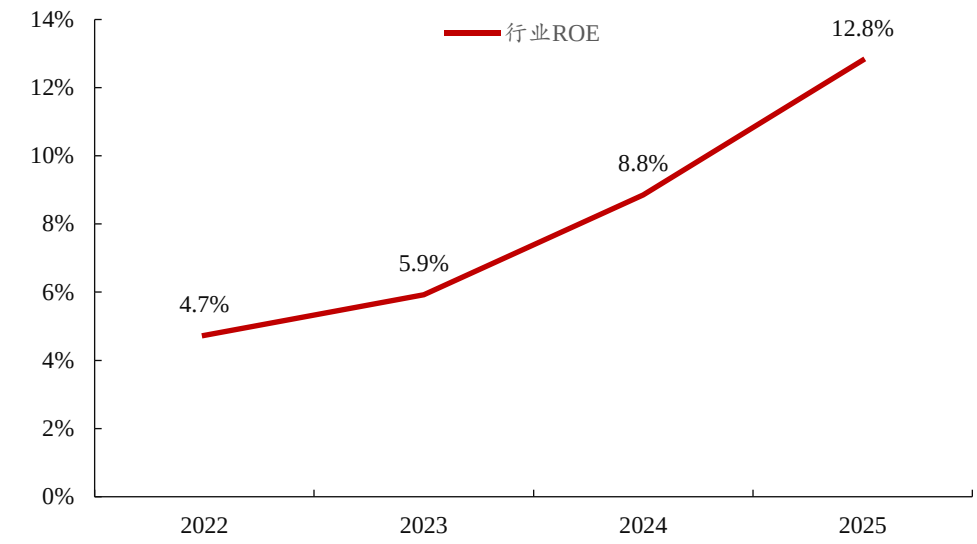
资料来源：香港证券及期货事务监察委员会，西部证券研发中心

图 4：香港证券行业收入及净利润



资料来源：香港证券及期货事务监察委员会，西部证券研发中心

图 5：香港证券行业 ROE 持续修复

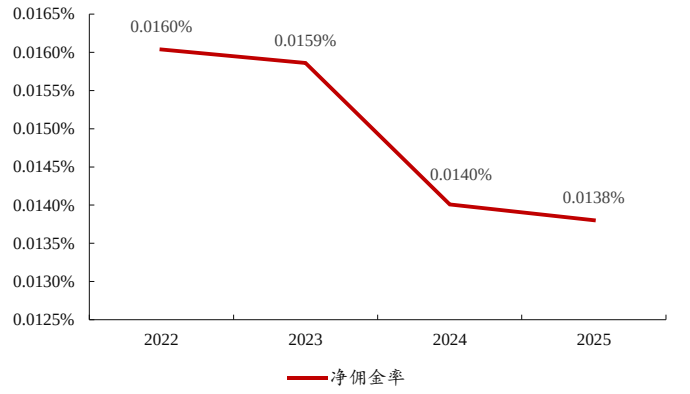


资料来源：香港证券及期货事务监察委员会，西部证券研发中心

行业佣金率整体下行，不同层级券商的费率结构进一步分化。按净证券佣金收入除以证券交易总额计算，香港证券行业净佣金率由 2022 年的 0.0160%下降至 2024 年的 0.0140%，2025 年进一步降至 0.0138%，价格竞争和机构客户占比提升持续压低单位成交佣金。从竞争格局来看，A 类券商占比更高但费率更低。2025 年联交所 A 类前 14 名参与者隐含佣金率仅约 0.0054%，明显低于 B 类的 0.0218%和 C 类的 0.0316%：2025 年 7 月至 2026 年 6 月，联交所前 14 名参与者成交占比基本稳定在 70%—72%，前 65 名合计占比约 96%—97%，头部券商依靠大额成交、机构客户和低费率获取规模，并通过利息及综合金融服务变现；中小券商成交规模有限，仍较依赖相对较高的佣金率。费率下行背景下，规模、客户资产及多元化收入能力的重要性进一步提升。

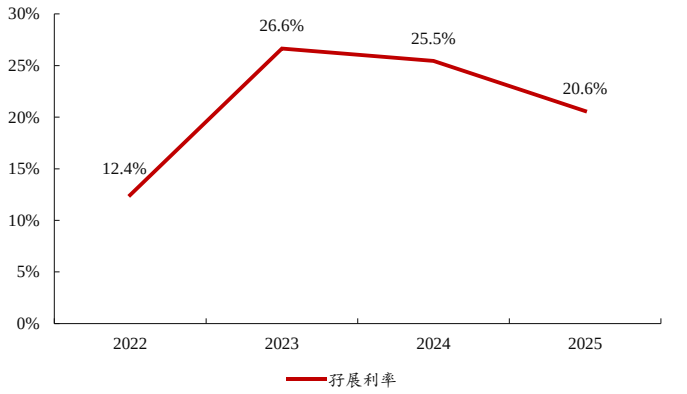
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：香港证券行业净佣金率（2022-2025）



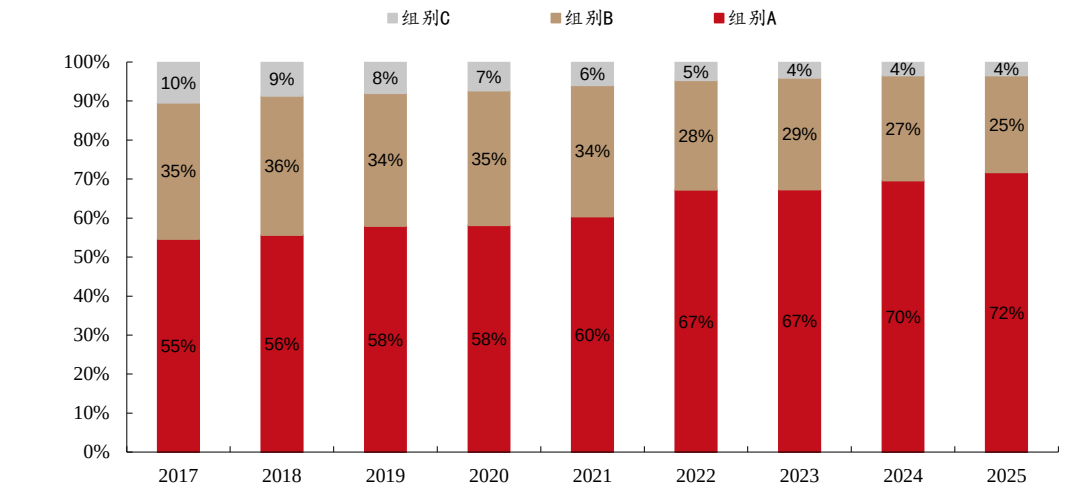
资料来源：香港证券及期货事务监察委员会，西部证券研发中心

图 7：香港证券行业扜展利率（2022-2025）



资料来源：香港证券及期货事务监察委员会，西部证券研发中心

图 8：联交所成交份额持续向 A 类参与者集中



资料来源：港交所，西部证券研发中心

中资券商与互联网平台持续加码香港市场。近年来，多家中资券商通过设立香港子公司、增资和申请牌照完善国际业务布局，例如西部证券、东北证券新设香港平台，长城证券陆续取得第 1、4、9 类牌照，华安证券和广发证券则进一步补充香港子公司资本；民营互联网平台亦开始通过收购持牌券商切入市场，蚂蚁集团拟收购耀才证券 50.55%股权，九方智投完成对 JF Financial 的收购，间接取得方德证券与方德资本。香港券商牌照正成为中资机构承接跨境业务、拓展海外客户，并将流量、投顾和技术能力延伸至交易及财富管理业务的重要入口。

表 2：中资券商与互联网平台持续布局香港证券市场

主体	主体类型	最新公告	动作类型	标的或香港子公司	最新状态
九方智投控股	互联网投顾平台	2026-01-06	收购持牌券商	JF Financial（方德证券、方德资本）	2026-01-06 完成收购。
蚂蚁集团	互联网金融平台	2026-03-30	收购上市券商控制权	耀才证券金融集团 50.55%股权	2026-03 完成条件获满足并推进强制要约。
西部证券	中资券商	2025-06	新设香港子公司	西部证券国际金融控股（暂定）	董事会及股东大会议案，仍需监管批准/备案。
东北证券	中资券商	2026-04	新设香港子公司	东证国际金融控股	中国证监会无异议，2026-04 完成香港注册。

下载日志已记录，仅供内部参考

主体	主体类型	最新公告	动作类型	标的或香港子公司	最新状态
长城证券	中资券商	2026-05	新设子公司并申牌	长证国际金融	2025 年报披露推进申牌；2026-05 公告取得牌照。
华安证券	中资券商	2026-02	增资香港子公司	华安证券（香港）金融控股	中国证监会对增资无异议。
广发证券	中资券商	2026-03	增资香港子公司	广发控股（香港）	董事会通过，尚需监管备案/认可。

资料来源：九方智投控股《完成收购 JF Financial》公告，耀才证券金融《完成购股协议及无条件强制性现金要约联合公告》，西部证券《2025 年第一次临时股东大会资料》及决议公告，东北证券《关于"质量回报双提升"行动方案的进展公告》，长城证券《2026 年 5 月 14 日投资者关系活动记录表》，华安证券《关于向香港全资子公司增资事项取得中国证监会复函的公告》，广发证券《第十一届董事会第十三次会议决议公告》，西部证券研发中心

二、互联网券商：同样的赛道，不同的定价

2.1 财务表现：平台效应带来高业绩增速和盈利能力

近十年跨境互联网券商的业绩增速显著优于综合型券商。从业绩增长来看，富途控股、老虎证券及盈透证券这三家互联网券商的营收复合增速显著高于高盛集团、中信证券等传统券商：2016-2025 年富途、老虎及盈透营收 CAGR 分别为 86%、69%和 18%，同期综合型投行营收增速均为个位数。从利润增长表现来看，2020-2025 年富途、老虎及盈透归母净利润 CAGR 分别为 54%、60%和 38%，同样优于综合性券商。

表 3：互联网券商收入增速优于综合型券商

公司名称（单位：亿美元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2016-2025cagr
富途控股	0.11	0.40	1.04	1.36	4.27	9.12	9.77	12.81	17.51	29.36	85.63%
老虎证券	0.05	0.17	0.34	0.59	1.38	2.64	2.25	2.73	3.92	6.12	68.89%
盈透证券(INTERACTIVE BROKERS)	13.96	17.02	19.03	19.37	22.18	27.14	30.67	43.40	51.85	62.05	18.03%
高盛集团(GOLDMAN SACHS)	306.08	320.73	359.42	354.81	414.62	589.82	446.50	452.26	521.64	593.96	7.64%
中信证券	56.98	69.85	55.50	64.29	82.18	128.65	99.09	90.64	95.89	124.04	9.03%
摩根士丹利(MORGAN STANLEY)	346.31	379.45	401.07	414.19	481.98	597.51	533.88	536.11	614.97	702.96	8.18%

资料来源：Wind，西部证券研发中心。汇率来源为 Wind。

表 4：互联网券商利润增速优于综合型券商

公司名称（单位：亿美元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025cagr
富途控股	-0.13	-0.01	0.18	0.21	1.71	3.60	3.75	5.48	7.01	14.57	53.50%
老虎证券	-0.11	-0.08	-0.43	-0.07	0.16	0.15	-0.02	0.33	0.61	1.71	60.46%
盈透证券(INTERACTIVE BROKERS)	0.84	0.76	1.69	1.61	1.95	3.08	3.80	6.00	7.55	9.84	38.23%
高盛集团(GOLDMAN SACHS)	73.98	42.86	104.59	84.66	94.59	216.35	112.61	85.16	142.76	171.76	12.67%
中信证券	14.94	17.50	13.68	17.53	22.84	36.23	30.61	27.84	30.19	42.79	13.38%
摩根士丹利(MORGAN STANLEY)	59.79	61.11	87.48	90.42	109.96	150.34	110.29	90.87	133.90	16	

资料来源：Wind，西部证券研发中心。汇率来源为 Wind。

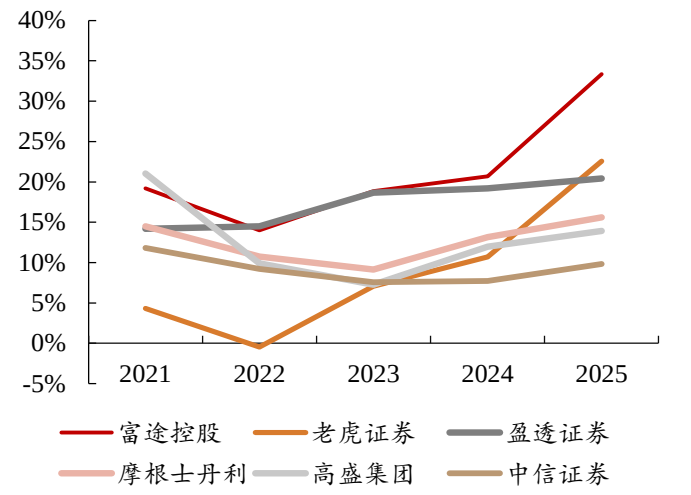
互联网券商拥有更强的盈利能力但波动相对更大。从 ROE 来看，盈
高于综合型券商，2021-2025 年均值分别为 17.4%和 21.2%，老虎证

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

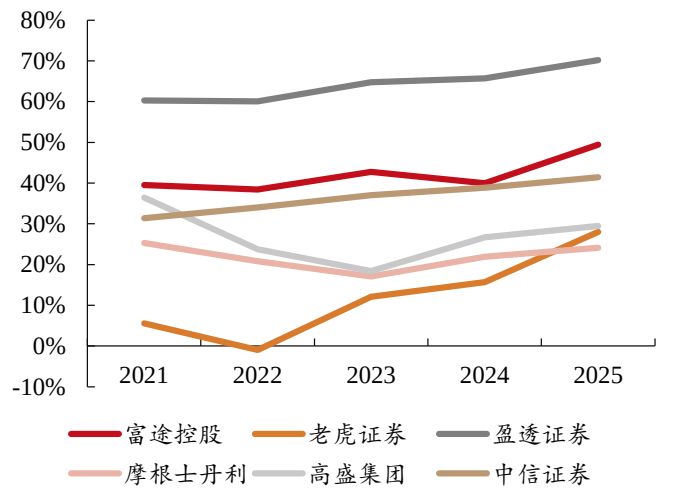
从净利率来看，盈透及富途同样显著高于综合型券商，分别维持在 60%以上及 35%以上，2025 年进一步升至 70.2%和 49.5%；老虎证券盈利能力逐步修复，同期净利率回升至 28.0%。

图 9：盈透及富途近五年 ROE 表现领先



资料来源：富途控股、老虎证券、盈透证券、摩根士丹利、高盛集团及中信证券 2020—2025 年相关年报及财务报表，西部证券研发中心

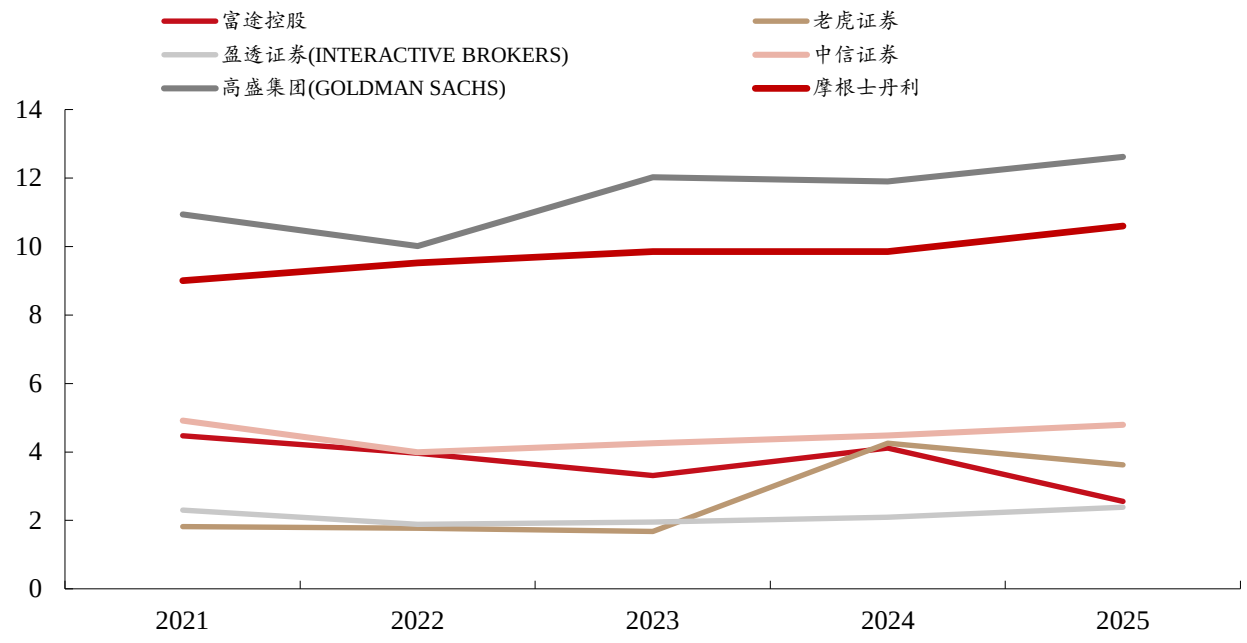
图 10：盈透及富途近五年净利率表现领先



资料来源：富途控股、老虎证券、盈透证券、摩根士丹利、高盛集团及中信证券 2020—2025 年相关年报及财务报表，西部证券研发中心

互联网券商的杠杆水平相对较低，并不依赖于表内资产的扩张。2021—2025 年，富途、盈透及老虎的平均杠杆水平分别维持在 3.69、2.12 及 2.63 倍，远低于高盛的 11.50 倍与摩根士丹利的 9.77 倍，与中信证券的 4.49 倍更为接近。整体来看，互联网券商的杠杆水平更为审慎，表内资产规模并非增长的关键因素，更多依靠平台运营与经营效率驱动。

图 11：跨境互联网券商杠杆水平相对较低



资料来源：Wind，西部证券研发中心。杠杆水平为剔除客户资金后总资产/所有者权益

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 市场表现：高弹性与估值，但内部也有所分化

互联网券商较传统投行具备估值溢价，但有所分化。从 PE 估值看，2019/1/1-2026/8/11 区间，盈透证券 PE 中枢高达 109.1 倍、富途中枢 22.7 倍，老虎 PE 中枢 19.1 倍均明显高于传统投行；但一方面，盈利的高波动性使得互联网券商的 PE 估值同样存在较为显著的波动与分化，富途控股与老虎证券的 PE 波动范围高于盈透证券，但估值中枢低于盈透证券。

表 5：互联网券商估值中枢显著高于传统投行

PE（倍）	富途控股	盈透证券(INTERACTIVE BROKERS)	老虎证券	高盛集团(GOLDMAN SACHS)	中信证券	摩根士丹利(MORGAN STANLEY)
最大值	438.5	182.3	665.5	19.1	35.9	20.5
最小值	8.6	35.3	-1445.9	5.0	11.1	5.2
中枢	**22.7**	**109.1**	**19.1**	**11.2**	**16.9**	**13.5**
均值	50.5	108.5	-0.7	11.5	18.6	13.5

资料来源：Wind，西部证券研发中心，时间为 2019/1/1-2026/8/11

从股价表现看，富途、盈透与传统投行龙头均大幅跑赢宽基基准。2019/1/1-2026/8/11 区间，富途控股的股价以 613.88%的涨幅领跑互联网券商，盈透证券亦达 588.03%，二者与高盛（635.90%）、摩根士丹利（585.55%）等传统投行龙头处于同一梯队，且远超标普 500 的 208.28%。若观察区间收盘最大涨幅（即区间内曾触及的峰值涨幅），互联网券商的高弹性特征更为突出——富途最大涨幅高达 1240.27%、盈透 1004.85%，均高于高盛（814.92%）与摩根士丹利（864.79%），显示出互联网券商在市场景气期具备更强的向上弹性。

表 6：富途、盈透股价表现与弹性优于传统投行

涨幅情况（%）	富途控股	老虎证券	盈透证券(INTERACTIVE BROKERS)	高盛集团(GOLDMAN SACHS)	摩根士丹利(MORGAN STANLEY)	标普 500
区间涨幅	614	-57	588	636	586	208
区间收盘最大涨幅	1,240	134	1,005	815	865	253

资料来源：Wind，西部证券研发中心，时间为 2019/1/1-2026/8/11

综合估值与股价两个维度，我们认为 2019 年以来富途、盈透在长期回报与向上弹性上已不逊于、部分甚至超越高盛、摩根士丹利等传统投行龙头，并显著跑赢标普 500 等宽基基准，同时享有明显更高的 PE 中枢；但富途、盈透与老虎之间在区间涨幅、峰值弹性与估值中枢上的巨大分化表明，互联网券商的估值溢价并非板块性的普惠红利，而是取决于各自的盈利兑现度、商业模式确定性及全球化能力的差异。我们将在第三部分详细分析三家公司的发展起点、客户结构和全球化路径，试图探讨互联网券商内部估值分化的原因。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、商业模式复盘：起点、客户和全球化路径选择带来分化

3.1 盈透证券:从做市技术起家，逐步成长为全球交易基础设施提供商

盈透证券以期权做市业务起家，逐步成长为全球交易基础设施提供商。公司由创始人 Thomas Peterffy 于 1970 年代末从期权做市业务起步，并围绕做市业务持续开发自动定价、交易执行及风险管理系统；1990—1992 年，公司先后进入德国和瑞士市场，将美国市场积累的自动化交易能力复制至欧洲；1993 年成立 Interactive Brokers，开始将原本服务自营做市的全球交易网络向外部客户开放，业务模式逐步由自营做市向电子经纪延伸。此后公司持续拓展全球市场，1995—2002 年陆续进入法国、中国香港、澳大利亚、英国及日本等地区；2017 年出售大部分做市业务予 Two Sigma Securities，战略重心进一步聚焦电子经纪；近年来继续向东南亚和中东等市场扩张。截至 2026Q2，公司已连接全球 170 个市场中心，覆盖 40 个国家、支持 29 种货币，客户遍及 200 多个国家和地区。

表 7：盈透证券发展历程

发展阶段	业务定位	业务版图	时间	事件
做市技术积累期（1977—1992 年）	电子化做市商	美国起步 → 德国、瑞士	1977 年	Thomas Peterffy 购入美国证券交易所席位，以个人做市商身份开展股票期权交易，盈透证券由此起步。
			1983—1987 年	Timber Hill 先后推出交易用手持电脑、集中定价与风险管理系统，并建立与 NASDAQ 中央撮合系统直接连接的全自动交易系统，初步形成自动定价、交易执行和风险管理能力。
			1990 年	在德国设立 Timber Hill Deutschland，并将自动做市系统接入德国 DTB（现 Eurex），该系统首次在全自动交易所落地，公司迅速取得超过 10%的交易份额。
			1992	公司进入瑞士期权与金融期货交易所（SOFFEX），在该全自动交易所开展期权及金融期货交易。
			1993 年	Interactive Brokers 成立并取得美国经纪交易商资格，将 Timber Hill 的全球交易网络向客户开放。
电子经纪转型期（1993—2016 年）	自动化电子经纪商	欧洲纵深 → 亚太市场	1995—2002 年	1995 年，公司进入法国和中国香港市场；1997 年，在澳大利亚设立业务主体；1999 年，在中国香港推出线上直达经纪服务，并上线智能路由和线上交易清算；2000 年，设立英国业务；2002 年，进入日本市场，并推出智能路由，开展线上交易清算，上线统一账户、API 和移动交易工具。
			2007—2011 年	2007 年公司登陆纳斯达克；2011 年按日均收益交易笔数计算成为美国最大的线上券商。
			2017 年	公司将大部分期权做市业务转让给 Two Sigma Securities。
			2019—2020 年	公司推出零佣金 IBKR Lite 和碎股交易，扩大零售客户覆盖；并在新加坡、爱尔兰和匈牙利设立办公室。
电子经纪聚焦期（2017 年至今）	全球交易基础设施提供商	欧美成熟市场 → 东南亚及中东 → 全球覆盖	2023—2024 年	公司新增中国台湾、丹麦和捷克等交易所接入，并进入马来西亚和沙特市场、设立迪拜办公室.
			截至 2026 年 Q2	公司平台覆盖全球 170 个市场中心、40 个国家和 29 种货币，客户来自 200 多个国家和地区；客户账户达到 518.5 万、客户资产达到 9,033 亿美元。

资料来源：盈透证券官网、盈透证券 2017 年年报，美国证券交易委员会，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

深耕经纪及衍生品业务，技术创新构建专业壁垒。公司早期即以自动化做市起家，形成算法定价、自动执行和实时风控的技术底座，与传统券商更依赖人工交易及前台销售的业务模式形成差异；1993 年成立 Interactive Brokers 后，公司将原本服务自营做市的技术基础设施向经纪业务开放，并持续在同一底层架构上复用能力，先后推出 SmartRouting 智能路由、统一账户、API、组合保证金及 Risk Navigator，并逐步向证券借贷、投研、顾问服务和现金管理等环节延伸。目前公司已形成覆盖 GlobalTrader、Desktop、Mobile、TWS 及 API 的多层平台体系，可在单一账户下交易股票、期权、期货、外汇、债券、基金及加密资产，并持续延伸至隔夜交易、预测市场、加密衍生品和 AI 工具等新场景；账户体系也由个人投资者进一步拓展至联名、信托、退休账户，以及顾问、家族办公室、企业、资金经理、Broker 及 FCM、自营交易集团、对冲基金和共同基金等专业及机构客户。截至 2024 年末，公司约 55%的客户权益来自机构账户。

图 12：盈透证券服务账户体系较为全面

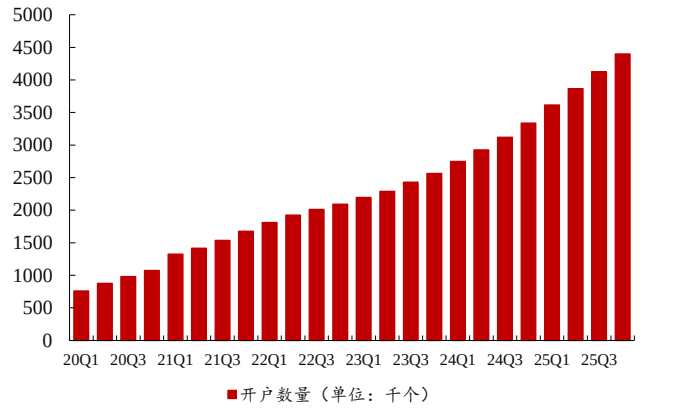


资料来源：盈透证券官网“账户类型”页面，西部证券研发中心

技术复用推动客户与资产规模持续增长，全球化扩张验证平台飞轮效应。2020-2025 年期间，公司开户客户数量保持快速增长，由 76 万户增长至 439.9 万户，CAGR 为 36%。伴随客户规模持续扩张，公司客户资产同步增长：由 1607 亿美元增至 7799 亿美元，CAGR 为 32%。从区域分布来看，公司客户结构的国际化程度不断提升：居住在美国以外的客户占比由 2019 年的 70%升至 2024 年的 83%，同期新增客户亦明显向海外倾斜，2024 年超过 85%的新增客户来自美国以外，海外市场已成为公司账户增长的主要来源。从收入来看，公司国际地区净收入由 2018 年的 4.02 亿美元增至 2025 年的 18.81 亿美元，CAGR 约 25%，国际收入占总净收入比重由约 21%提升至 30%左右。

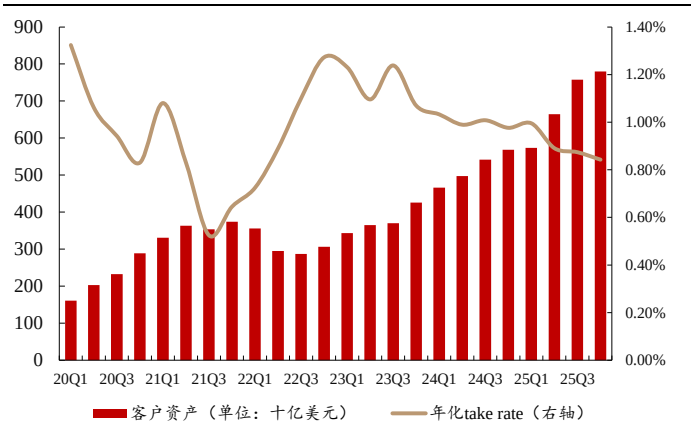
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：盈透证券开户数量变动情况



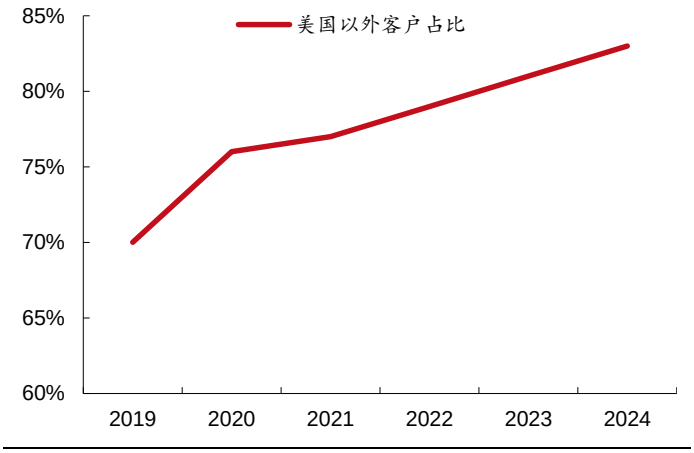
资料来源：盈透证券 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

图 14：盈透客户资产及年化 take rate 变动情况



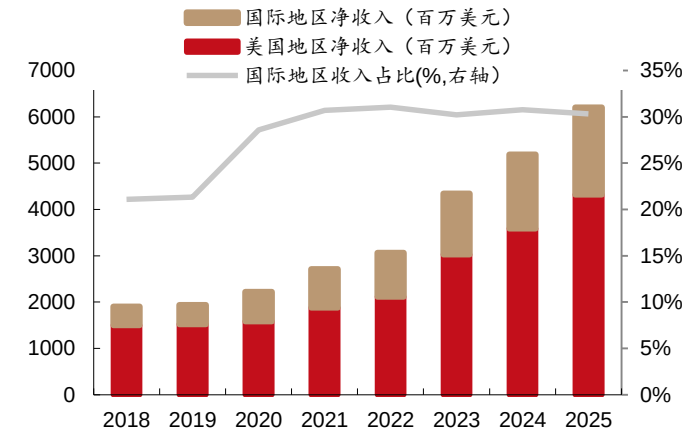
资料来源：盈透证券 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

图 15：盈透证券美国以外客户占比持续提升



资料来源：盈透证券 2019—2024 年年报，西部证券研发中心

图 16：盈透证券国际化收入占比稳步提升

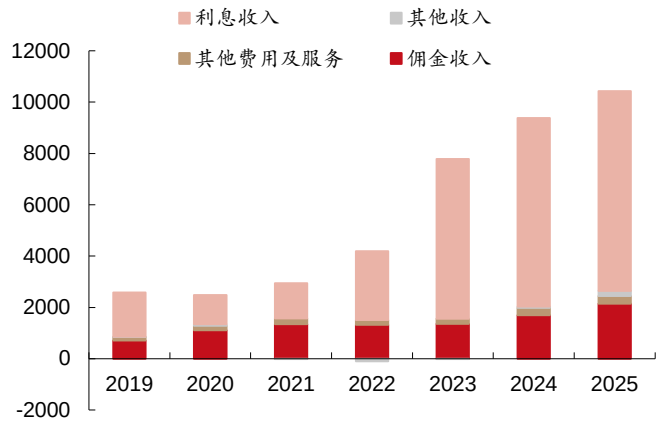


资料来源：盈透证券 2018-2025 年年报，西部证券研发中心

客户资产持续沉淀推动资产负债表扩张，利息收入为盈透证券最主要的收入来源。伴随客户账户、现金余额及融资需求持续增长，盈透证券的利息收入由 2019 年的 17.26 亿美元增至 2025 年的 77.82 亿美元，CAGR 达 29%，高于佣金收入增长，利息收入占公司营业收入的比重由 2019 年的 67%提升至 75%。从利息收入的拆分来看，公司利息收入主要来自客户保证金融资（公司以自身及客户资金向客户提供融资并收取融资利率）、隔离客户资金及证券产生的投资收益（按监管要求隔离存放于银行存款、美国国债等高流动性资产，公司获取资产端收益并向符合条件的客户支付现金利息），以及证券借贷（通过借入和贷出证券、管理现金抵押品获取借贷利差）等业务，其中保证金融资是最主要的收入来源。公司客户保证金融资规模持续扩张，平均余额由 2019 年的 265 亿美元增至 2025 年的 700 亿美元，2026H1 进一步升至 929 亿美元。在市场利率回落、融资收益率下行的背景下，资产规模的快速扩张有效对冲利差收窄，推动净利息收入继续增长。截至 26H1，盈透证券净息差为 1.91%。

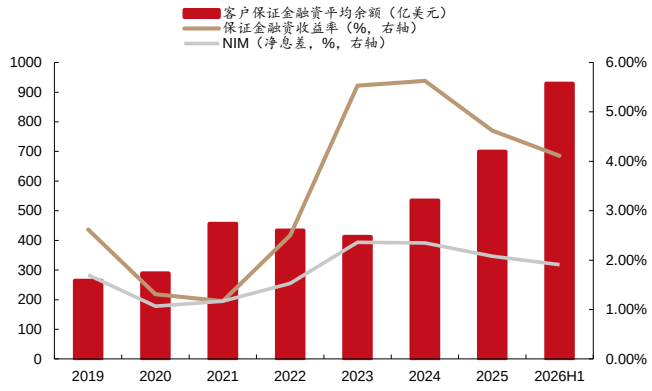
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：利息收入是盈透证券核心收入来源（单位：百万美元）



资料来源：盈透证券 2019—2025 年年报，西部证券研发中心

图 18：盈透证券客户保证金融资规模及净息差情况

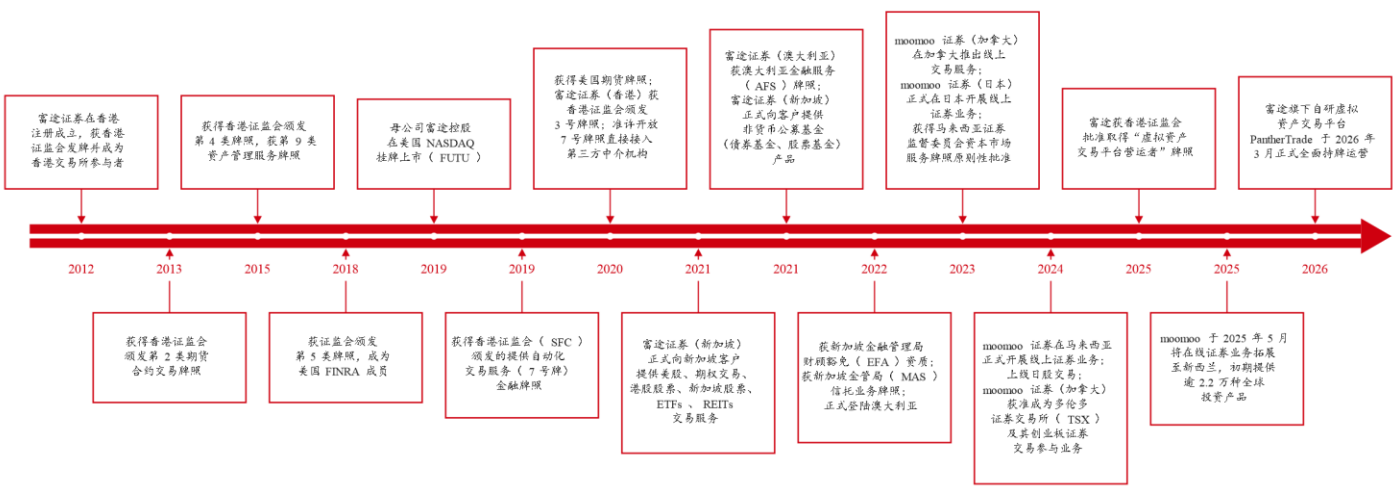


资料来源：盈透证券 2019—2025 年年报，西部证券研发中心

3.2 富途控股：高质量华人零售客户形成优势，海外扩张持续推进

公司是科技能力领先的一站式全球交易平台。公司于 2011 年 12 月上线自主研发的港股交易系统。2012 年 4 月富途证券在香港注册成立，同年 10 月获香港证监会发牌正式对外营业；随后公司于 2013 年至 2019 年分别获得香港证监会 2/4/5/7/9 号牌照。2019 年 3 月，富途证券母公司富途控股（FUTU）正式挂牌美国纳斯达克交易所，成为中国首家海外上市互联网券商。2021 年，公司进军新加坡市场，通过 moomoo 为投资者提供美股、期权、港股等交易服务，随后 moomoo 业务范围持续扩张至澳大利亚、日本、马来西亚等国家。2025 年 5 月，moomoo 将在线证券业务拓展至新西兰，初期提供逾 2.2 万种全球投资产品；2026 年 3 月，富途旗下自研虚拟资产交易平台 PantherTrade 正式全面持牌运营，进一步拓展虚拟资产交易服务。截至 2026 年，公司业务已覆盖中国香港、新加坡、美国、澳大利亚、日本、加拿大、马来西亚和新西兰八大市场。

图 19：富途控股发展历程

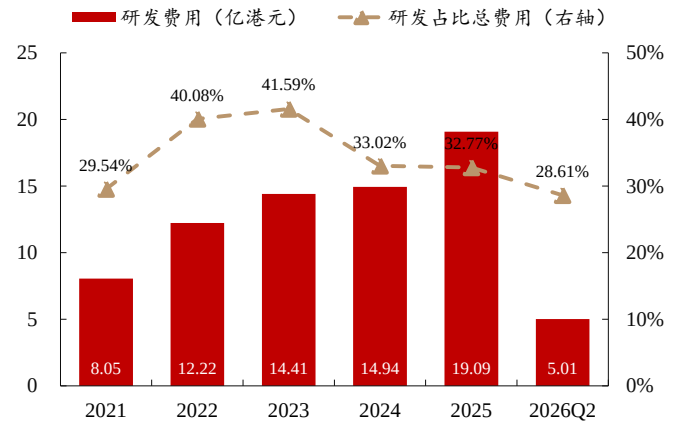


资料来源：富途控股公司官网，公司 2025 年年报，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

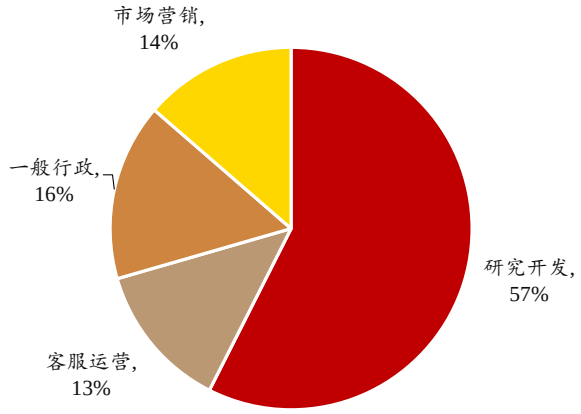
以科技为底层驱动力，公司持续深化“牛牛圈”社区生态，夯实平台用户黏性。在技术侧，公司搭建了覆盖前端交易应用到后端清算的全栈自研架构，并形成高度自动化的研发与运维体系，既保障行情数据的极速传输与系统稳定运行，也使交易工具在功能完整度与使用体验上持续领跑行业。2020 年以来，研发投入占公司总费用比重始终维持在 28%以上，研发人员占比亦保持在六成左右。在社区侧，“牛牛圈”已成为全球华语投资者交流港美股的核心聚集地：一方面通过社区互动满足个人投资者的高频交流需求；另一方面逐步引入企业与机构入驻，形成覆盖投资者关系管理、品牌沟通与信息披露的互动生态。截至目前，富途投资者社区用户规模约达 2,900 万，累计吸引 1,000 余家企业、机构及财经 KOL 进驻。社区沉淀的用户行为数据与需求洞察能够持续反哺产品功能、内容供给与服务形态迭代，为平台由“交易工具”向“投资入口”升级提供数据支撑。

图 20：富途研发费用及其占比总费用情况



资料来源：富途控股 2021—2025 年第四季度及全年业绩公告、2026 年第二季度业绩公告，西部证券研发中心

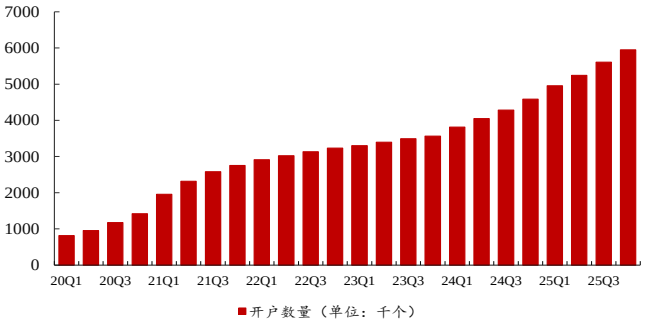
图 21：2025 年富途研发技术人员占比近 60%



资料来源：富途控股 2025 年年报，西部证券研发中心

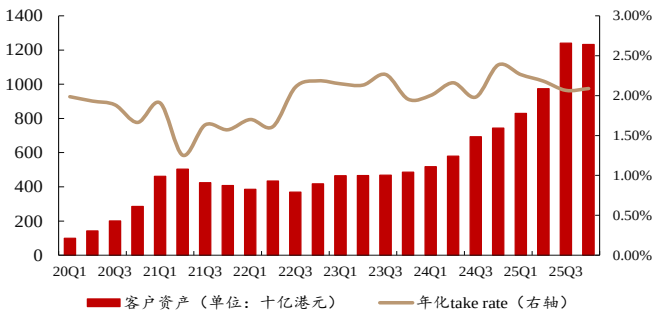
技术与运营协同驱动，付费客户数量及户均资产实现双升。在技术与运营的协同驱动下，公司经营杠杆正持续释放。从资产端来看，公司 2020-2025 年间开户客户数量由 81.5 万户增长至 594.8 万户，CAGR 达 41.3%；客户总资产由 2021 年的 4,078 亿港元增至 2025 年的 12,330 亿港元，并于 2026Q2 达到 14,000 亿港元，较 2025 年末增长 13.5%；户均资产自 2022 年触底后也进入持续修复提升通道，从 28.08 万港元增长至 2026 年第二季度的 36.43 万港元。

图 22：富途控股开户数量变动情况



资料来源：富途控股 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

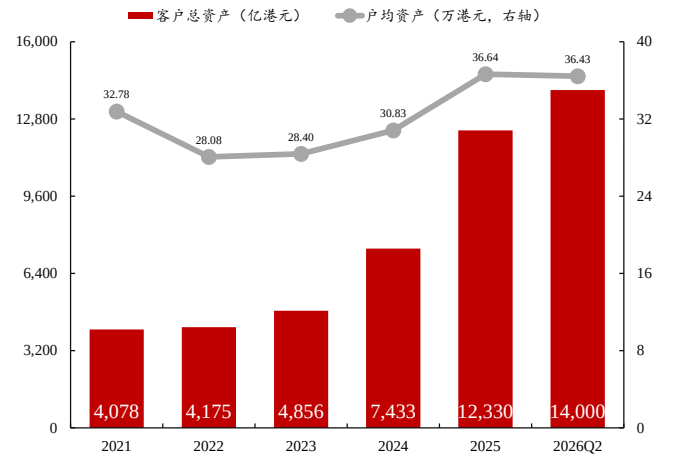
图 23：富途控股客户资产及年化 take rate 变动情况



资料来源：富途控股 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

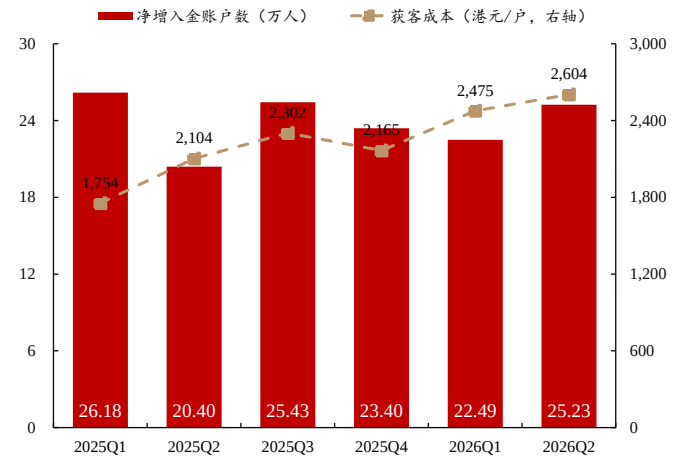
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：富途客户总资产及户均资产



资料来源：富途控股 2021—2025 年第四季度及全年业绩公告、2026 年第二季度业绩公告，西部证券研发中心

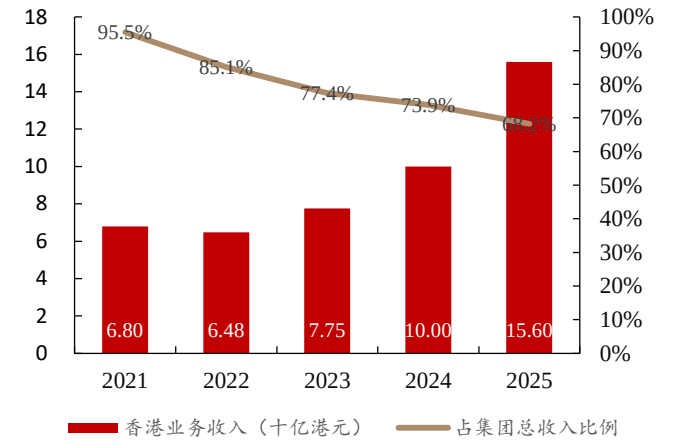
图 25：富途获客成本情况



资料来源：富途控股 2025 年第一季度至 2026 年第二季度业绩公告，西部证券研发中心

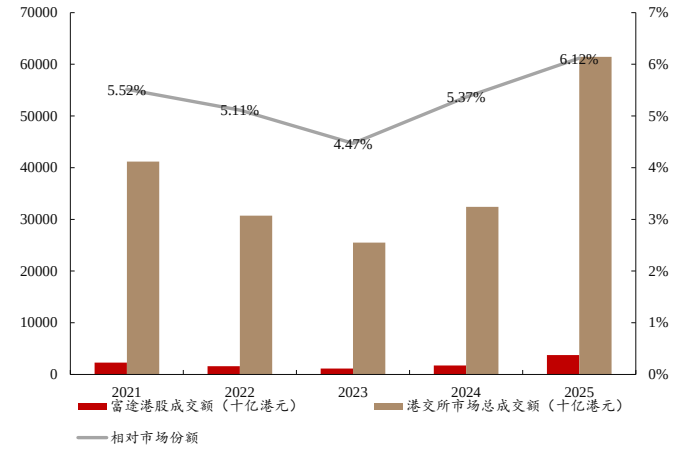
香港市占稳固，为当前香港最大的零售互联网券商。公司以香港为核心业务基石。根据公司年报披露的分地区收入数据，2023–2025 年富途香港业务收入分别约为 77 亿港元、100 亿港元及 156 亿港元，对应占集团总收入比例分别约为 77.4%、73.9%及 68.2%。按富途证券年度港股成交额除以港交所证券市场年度总成交额算，2025 年，富途的成交额占港股市场的比例为 6.12%，近五年相对市场份额维持在 4.5%—6.1%区间。

图 26：富途香港业务收入及占比（2021-2025 年）



资料来源：富途控股 2023—2025 年年报，西部证券研发中心

图 27：富途港股相对市场份额（2021—2025 年）



资料来源：富途控股 2021—2025 年季度业绩公告、港交所 2021—2025 年市场统计资料，西部证券研发中心

富途全球化扩张由牌照与市场覆盖逐步进入本地客户获取及资产沉淀阶段。富途自 2018 年在美国推出 moomoo 以来，先后进入新加坡、澳大利亚、日本、马来西亚、加拿大及新西兰等市场，并逐步形成“牌照及清算能力搭建—轻量化产品获客—交易及财富管理产品扩充—本地化运营”的复制路径。近年来海外市场已由单纯的市场覆盖逐步转向经营兑现：2026Q2 公司净增入金账户约 25.2 万户；截至季末，入金账户总数达 384.3 万户，同比增长 33.6%，其中 moomoo 占期末总入金账户总数的比例接近 60%。马来西亚连续第

下载日志已记录，仅供内部参考

三个季度成为新增入金账户贡献最大的市场。与此同时，公司已取得泰国证券牌照，进一步完善东南亚布局。盈利端亦开始验证规模效应，新加坡业务已实现持续盈利且净利润率继续提升，马来西亚于 2026Q2 首次实现经营层面盈亏平衡。

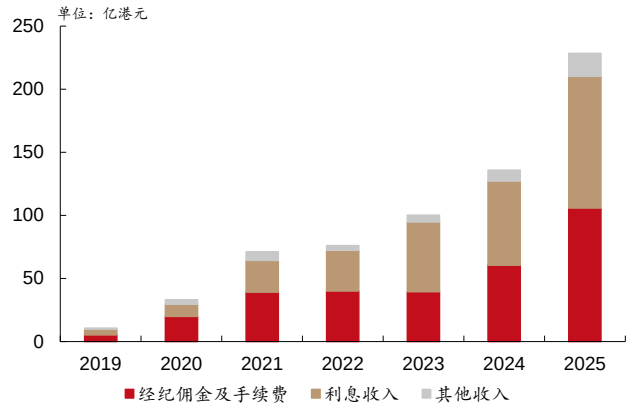
表 8：截至 2026H1，富途控股 moomoo 海外布局情况

时间	新加坡	马来西亚	美国	澳大利亚	加拿大	新西兰
2026Q2	注册用户突破 200 万；新增入金客户平均入金环比双位数增长；已实现持港合计贡献当季超过 50%的长期盈利，净利润绝对额及净利润率继续提升	连续第三个季度为新增入金客户贡献最大的市场；新增入金客户平均账户资产环比双位数增长；首次实现经营层面盈亏平衡	与香港合计贡献当季超过 50%的长期入金客户；为 moomoo 主要入金账户来源之一	新增入金客户平均收入环比双位数增长	入金账户环比双位数增长；户均客户资产环比提升	入金账户环比双位数增长；户均客户资产环比提升	入金账户环比双位数增长；户均客户资产环比提升

资料来源：富途控股 2026 年第二季度业绩公告及业绩电话会，西部证券研发中心

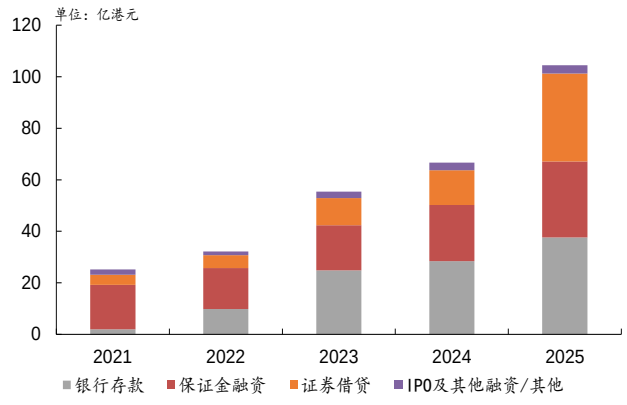
客户资产持续沉淀推动利息业务扩张，经纪与利息收入形成双轮驱动。伴随客户规模、客户资产及融资需求持续增长，富途的利息收入由 2019 年的 4.65 亿港元增至 2025 年的 104.42 亿港元，CAGR 为 68%；2022 年以来受益于加息周期及客户资产扩张，利息收入占总收入比重由 2021 年的 35%提升至 2023 年的 55%，首次超过佣金收入，此后随着交易活跃度回升，2025 年回落至 46%，但仍为公司核心收入来源。从利息收入拆分来看，公司主要通过客户资金形成的银行存款、保证金融资及证券借贷获取收益，其中 2025 年分别贡献 37.59、29.56 和 34.13 亿港元；早期利息业务主要由保证金融资驱动，2022 年以来伴随利率上行，客户现金沉淀的变现能力显著提升，2025 年证券借贷规模及借券需求增长进一步贡献收入增量。

图 28：富途控股营业收入拆分（单位：亿港元）



资料来源：富途控股 2019—2025 年年报，西部证券研发中心

图 29：富途控股利息收入拆分（单位：亿港元）



资料来源：富途控股 2021—2025 年年报，西部证券研发中心

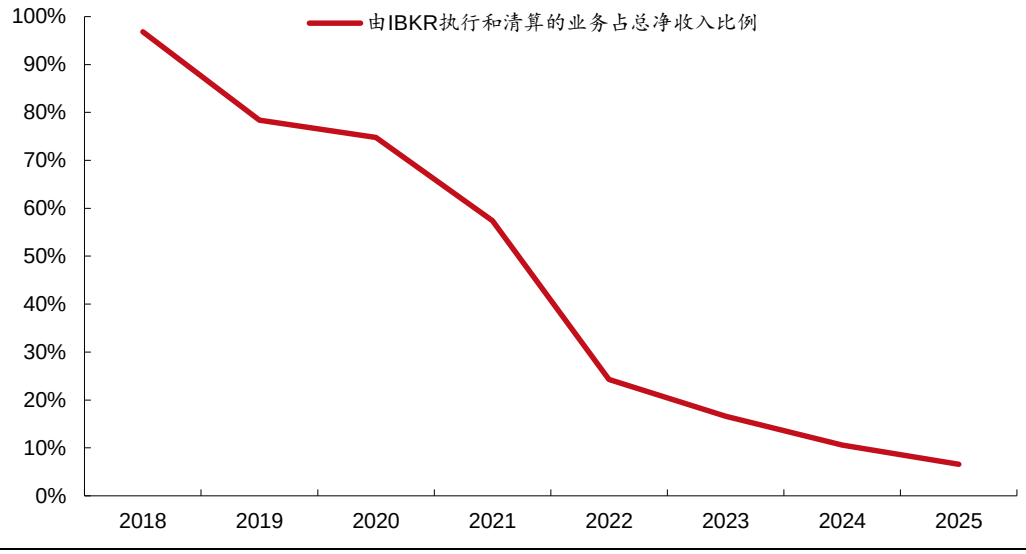
3.3 老虎证券：借助外部清算起量，再向自主账户与资产变现升级

老虎借助 IBKR 基础设施轻资产起步，随后通过综合账户迁移及自清算建设逐步补齐底层

下载日志已记录，仅供内部参考

能力。老虎早期主要通过 IBKR 全披露账户（Fully Disclosed Account）快速上线多市场交易，2016—2017 年平台全部或绝大多数账户均采用该模式：客户通过 Tiger 前端开户及交易，同时在 IBKR 开立对应账户，由 IBKR 承担交易执行、清算结算以及部分 KYC、AML 等后台职能，客户融资亦主要由 IBKR 提供。依托 IBKR 成熟的交易及清算体系，公司以较低资本和系统投入实现快速起量，客户账户由 2016 年末 7.9 万户增至 2018 年末 50.2 万户，同期交易额由 163 亿美元增至 1,192 亿美元。2018 年起，公司逐步扩大综合账户（Omnibus Account），将开户、KYC/AML、账户管理及融资等环节纳入自身体系；2019 年又通过收购 Marsco Investment Corporation 取得美国清算牌照，并持续升级 TradeUP 清算系统，美股现金证券、期权及港股自清算能力逐步提升。随着账户及清算基础设施自主化，公司对外部机构依赖明显下降，经 IBKR 执行清算产生的净收入占比由 2018 年的 96.8%降至 2025 年的 6.6%。

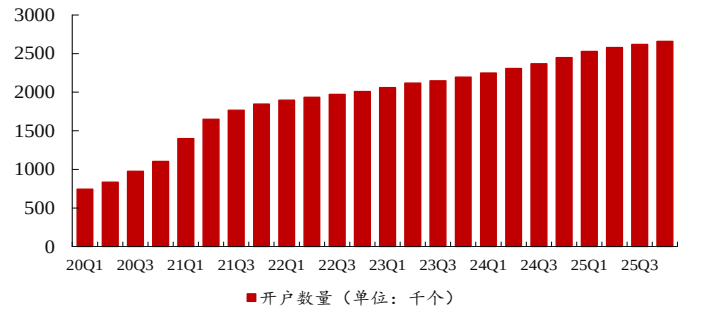
图 30：老虎经 IBKR 执行清算产生的净收入占比持续下降



资料来源：老虎证券 2020—2025 年年报，西部证券研发中心

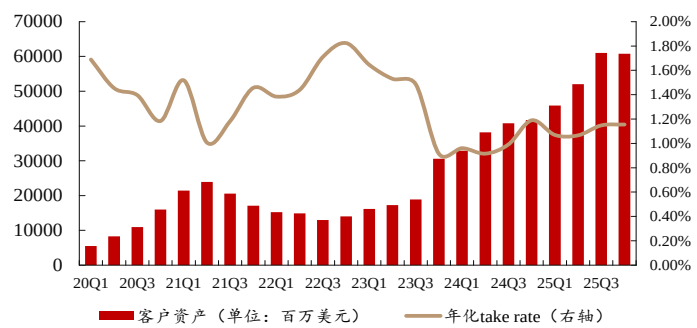
客户规模保持较快增长，资产沉淀能力持续增强。老虎证券开户客户数量由 2020 年 Q1 的 74.3 万户增长至 2025 年末 265.8 万户，CAGR 约 24.8%；同期客户资产由 54.9 亿美元增至 608.1 亿美元，CAGR 约 51.9%，客户资产增速显著快于账户增长，反映平台户均客户资产进一步提升，客户资产沉淀持续加深。

图 31：老虎证券开户数量变动情况



资料来源：老虎证券 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

图 32：老虎客户资产及年化 take rate 变动情况

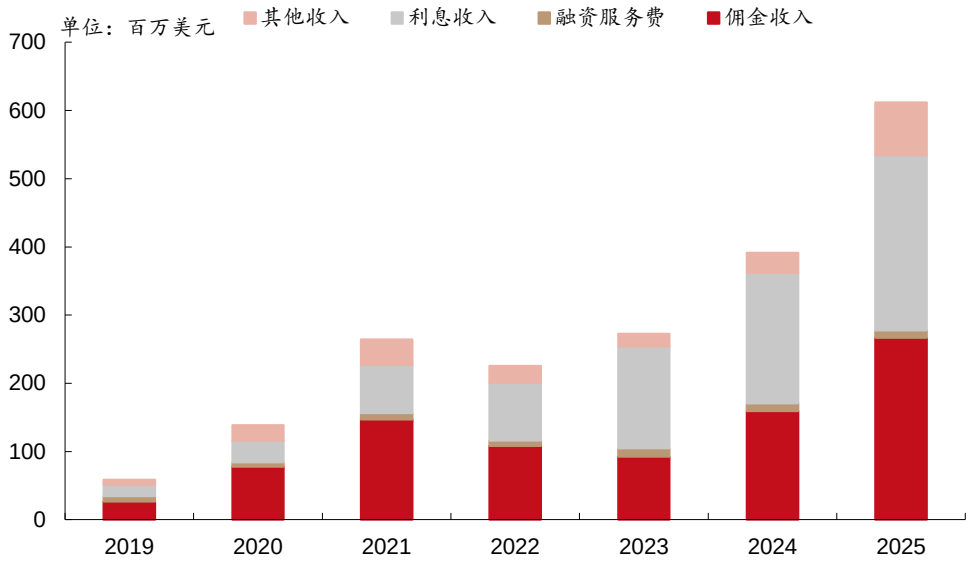


资料来源：老虎证券 2020—2025 年季度业绩公告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

账户与清算能力自主化进一步拓宽客户资产变现方式，佣金与利息收入为核心收入来源。在全披露账户模式下，老虎主要获取扣除 IBKR 费用后的净佣金及融资服务费；随着综合账户占比提升，公司可直接管理客户资产，并自主获取交易佣金、保证金融资及证券借贷收入。2019—2025 年公司总收入由 0.59 亿美元增至 6.12 亿美元，其中佣金收入由 0.27 亿美元增至 2.67 亿美元，利息收入由 0.17 亿美元增至 2.57 亿美元；利息收入占比由 28%提升至 42%，并在 2023 年加息周期中一度达到 55%。2025 年佣金及利息收入合计贡献总收入 86%，而融资服务费占比持续下降，反映公司收入来源正由早期依赖外部执行、清算及融资服务，逐步转向围绕自有客户账户和资产开展多元变现。

图 33：佣金与利息收入为老虎证券核心收入来源



资料来源：老虎证券 2019—2025 年年报，西部证券研发中心

全球化布局持续完善，本地化经营逐步由客户扩张向客户质量提升深化。老虎较早开展海外市场布局，目前已在新加坡、中国香港、美国、澳大利亚及新西兰等主要市场建立持牌经营体系，并持续通过本地化产品和营销提升当地客户覆盖。随着核心市场经营逐步深化，公司获客重心开始由单纯扩大账户数量转向提升客户质量。2026Q2 新增入金客户 3.26 万户，其中新加坡和中国香港合计贡献超过 70%，澳新市场贡献约 25%；同期新入金客户平均净资产流入由 Q1 不足 2 万美元提升至超过 2.5 万美元，显示新增客户资产质量进一步提升。客户资产亦在主要市场保持增长，其中中国香港客户资产环比增长近 30%，澳新和美国分别增长超过 30%和近 50%。在客户资产持续沉淀基础上，公司进一步拓展保证金融资、证券借贷及财富管理等产品，增长重心逐步由新增账户向客户资产规模和产品渗透延伸，为提升单客收入提供基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、总结：平台能力的完整度决定行业长期经营质量

复盘盈透、富途和老虎的发展路径，我们认为互联网券商长期竞争力并不来自单一的交易功能或获客能力，而取决于技术基础设施、全球化拓展、客户资产沉淀及资产变现能力能否形成完整闭环。盈透的优势在于上述能力形成时间更早、体系更完整：公司首先通过自动化做市积累全球交易、执行、风控和清算基础设施，再将上述能力复用于零售、投顾、Broker、对冲基金等不同客户类型和全球市场，形成较低边际成本的客户扩张；客户规模增长进一步带动现金、保证金融资及证券借贷余额持续扩大，使客户资产不仅贡献佣金，也能够持续转化为利息和借贷收入，形成较强的平台复利效应。

富途和老虎当前的演进方向，本质上也分别表现为扩大海外客户资产和补齐清算、融资及资产管理等能力。相比之下，富途和老虎仍处于补齐闭环的不同阶段。富途已经验证了高质量零售客户、香港市场份额及客户资产沉淀能力，当前重点在于将香港市场形成的客户获取和资产变现模式复制至更多海外市场；老虎则借助 IBKR 完成早期轻资产扩张，近年来通过综合账户迁移显著提升账户和资产自主运营能力，但不同海外市场的客户资产深度和单客价值仍有进一步提升空间。

综上所述，剥离跨境红利后，互联网券商仍可以是一门好生意，但好生意的门槛已由“流量获取”切换为“平台闭环”。互联网券商的长期竞争力在于把技术、账户、清算、融资和多市场运营做成闭环，在于后台能力能否支撑多市场、多资产、多客户类型的低成本复制。对后续新进入者而言，单纯依靠低佣金、营销或单一区域红利实现快速获客的空间正在收窄，更可行的发展路径是在特定市场、客群或资产类别建立差异化入口，在客户规模形成后逐步补齐账户、风控、清算、融资及资产管理能力，并向更多市场和产品复用；长期竞争的核心也将由“谁拥有更多交易客户”，转向“谁能够以更低边际成本沉淀更多全球客户资产，并围绕客户资产实现更高效、更稳定的多元变现”。

五、风险提示

1）跨境业务监管政策变化风险。跨境互联网券商在不同市场开展开户、交易、清算及资金服务，需遵守当地牌照、投资者适当性、数据保护和跨境资金流动等要求。若相关政策收紧、监管口径调整，或公司未能及时满足新的合规要求，可能影响新增客户获取及存量客户服务，增加合规与运营成本，进而对客户资产规模和业务收入造成不利影响。

2）市场交投活跃度下降风险。互联网券商的佣金收入与客户交易频率、成交金额密切相关。若港美股等主要市场行情转弱、波动率下降或投资者风险偏好回落，客户交易及新股认购需求可能减少，保证金融资余额也可能随之下降。即使客户数量保持增长，单客收入仍可能下滑，拖累公司收入和利润表现。

3）客户信用风险。互联网券商开展保证金融资、证券借贷等业务时，面临客户无法按约履行偿付义务的风险。若市场出现剧烈波动或个别资产流动性不足，抵押证券价值可能快速下降；如追加保证金、强制平仓等措施未能及时覆盖风险敞口，公司可能承担客户穿仓或交易对手违约损失，并对盈利及资本充足水平产生影响。

4）利率下行及净息差收窄风险。客户现金、保证金融资及证券借贷利息为互联网券商重要收入来源。若市场利率下降而资金成本未同步降低，净息差将承压；若客户资产及融资余额增长不足以抵消收益率下降，净利息收入及盈利能力可能低于预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。