

东方财富(300059)/互联网

东方财富深度系列：龙头+创新=稀缺

评级：买入(维持)

市场价格：15.56

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋峤

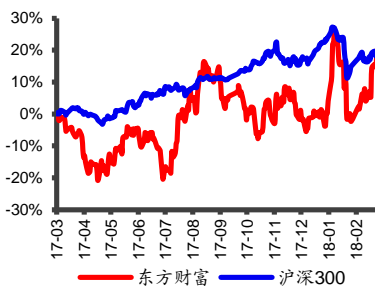
执业证书编号：S0740517090005

联系人：陈倩卉

Email: chenqh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4289
流通股本(百万股)	3444
市价(元)	15.56
市值(亿元)	667
流通市值(亿元)	496

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,351.8	2,546.8	3,647.8	5,036.9	6,544.6
增长率 yoy%	-19.6%	8.3%	43.2%	38.1%	29.9%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,033.5	1,397.5	1,843.7
增长率 yoy%	-61.4%	-10.8%	62.3%	35.2%	31.9%
每股收益(元)	0.17	0.15	0.24	0.33	0.43
每股现金流量	-0.45	0.62	-0.07	-0.23	0.46
净资产收益率	5.6%	4.3%	7.2%	8.9%	10.6%
P/E	93.5	104.8	64.6	47.8	36.2
PEG	3.7	2.5	-3.7	1.9	0.9
P/B	5.2	4.5	4.6	4.3	3.8

备注：

投资要点

- 龙头+创新=稀缺。**东方财富定位于一站式互联网金融服务平台，基于流量、数据、场景、牌照四大因素的互联网金融生态圈，为B端机构和C端用户提供全面的互联网金融服务。公司在财经门户网站、基金销售平台、互联网券商等领域都显示出领先的龙头地位。同时，公司持续进行创新，包括技术创新和业务创新。技术创新方面，公司新技术应用包括CRM系统及账户分析系统、东方财富开户视频见证系统、天天基金活期宝系统升级项目、天天基金组合交易升级项目、天天基金智能投顾系统等。业务创新方面，以融资融券、股票质押式回购、约定购回式证券交易为代表的创新业务已逐渐成为东方财富证券新的增长点。我们认为，东方财富的龙头地位，叠加技术和业务的创新性，使得公司稀缺性更加突显。
- 证券业务：插上科技的翅膀。**东方财富的证券业务包括经纪业务、证券自营业务、信用交易业务、直接投资业务等。借助于东方财富在互联网领域具有的流量、数据、平台等核心优势，公司证券业务真正实现了与科技的深度融合，各项业务快速发展。经纪业务方面，2017年东方财富证券用户规模、股票交易金额及市场份额等同比均实现大幅上升。根据交易所数据统计，2017年12月，东方财富证券股票经纪业务市场份额为1.98%，在所有证券公司中排名第17位，相比上年同期排名提升了7位。融资融券业务方面，东方财富融资融券市场份额从2016年同期0.45%增长至2017年12月0.96%，市场排名第23位，相比上年同期排名提升了26位。
- 电子商务服务：2018年有望快速增长。**2012年7月，天天基金正式对外开展业务，通过互联网平台向用户提供一站式基金自助理财服务。截至2017年12月31日，天天基金网共上线121家公募基金经理人5366只基金产品。2017年，公司互联网金融电子商务平台共计实现基金认购及定期定额申购交易41703741笔，基金销售额为4124亿元，2016年基金销售额为3061亿元，同比增长34.7%，2017年，“活期宝”共计实现申购交易12334229笔，销售额为2424亿元。公司预计2018Q1归母净利润为2.71亿元-3.02亿元，同比增速为170%-200%。其中业绩增长的原因为：公司互联网金融电子商务平台基金销售额同比大幅增长。
- 金融数据服务和广告业务：流量变现，水到渠成。**(1)东方财富的金融数据服务产品实现了“PC端+移动端”全覆盖，并且针对机构和个人投资者两大细分市场分别推出了Choice咨询和东方财富通、Level-2急速版、Level-2决策版等几大产品。除此之外，面向进阶投资决策，东财还推出了投资大师产品。(2)东方财富通过其网站(东方财富网、天天基金网、股吧等)及APP浏览量遥遥领先的优势，为客户提供广告服务。我们认为，公司依靠强大的互联网基因、海量的互联网流量、高粘性的用户基础以及持续的技术和业务创新，有望在2018年推动金融数据服务和广告业务实现恢复式增长。
- 盈利预测与投资建议。**东方财富作为金融IT和互联网券商龙头，在技术和业务方面持续进行创新，稀缺性更加突显。公司依靠“流量+数据+场景+牌照”等优势，未来业务有望实现快速增长。我们预计公司2018年-2020年归母净利润分别为10.34亿元、13.98亿元、18.44亿元，EPS分别为0.24元、0.33元、0.43元，目前股价对应的PE分别为65倍、48倍、36倍。维持“买入”评级。
- 风险提示。**经纪业务佣金率下降的风险；融资融券业务发展低于预期的风险；毛利率下降的风险；市场份额下降风险。

内容目录

1、龙头+创新=稀缺	- 5 -
1.1 龙头地位难以撼动	- 5 -
1.2 流量+数据+场景+牌照	- 5 -
1.3 创新不断：科技创新+业务创新	- 7 -
2、证券业务：插上科技的翅膀	- 10 -
2.1 经纪业务	- 10 -
2.2 信用交易业务	- 14 -
2.3 直接投资业务	- 16 -
3、金融电子商务服务：龙头地位稳固	- 18 -
3.1 第三方基金销售领军者	- 18 -
3.2 业务介绍	- 19 -
3.3 基金销售业务有望快速增长	- 20 -
4、金融数据服务：有望加快发展	- 21 -
4.1 业务介绍	- 21 -
4.2 产品分析	- 21 -
4.3 商业模式分析	- 23 -
4.4 同类产品比较	- 24 -
5、互联网广告服务：流量变现	- 25 -
5.1 互联网广告	- 25 -
5.2 优势明显	- 27 -
6、总结分析	- 29 -
6、盈利预测与投资建议	- 31 -
7、风险提示	- 33 -

图表目录

图表 1: 东方财富收入构成 (2017)	- 5 -
图表 2: 目前公司取得的金融业务牌照	- 6 -
图表 3: 公司研发人员数量	- 7 -
图表 4: 公司研发投入	- 7 -
图表 5: 公司拥有的核心 IT 技术	- 8 -
图表 6: 技术储备项目	- 9 -
图表 7: 可转债募集资金投入项目	- 9 -
图表 8: 公司证券业务收入构成 (2017)	- 10 -
图表 9: 经纪业务收入	- 11 -
图表 10: 公司证券经纪成交额	- 11 -
图表 11: 公司证券经纪业务市占率	- 12 -
图表 12: 证券经纪业务主要指标	- 12 -
图表 13: 证券经济业务交易量市场份额情况	- 12 -
图表 14: 期货经纪业务主要指标	- 12 -
图表 15: 经纪业务盈利模式发展阶段	- 13 -
图表 16: 2016 年券商佣金率排名前十	- 14 -
图表 17: 公司两融利息收入	- 15 -
图表 18: 两融业务期末存量	- 15 -
图表 19: 2016 年券商两融情况	- 16 -
图表 20: 同信投资开展的业务	- 17 -
图表 21: 同信投资股权投资	- 17 -
图表 22: 基金销售渠道占比	- 18 -
图表 23: 基金销售收入情况	- 18 -
图表 24: 天天基金网运营模式	- 19 -
图表 25: 天天基金申购和赎回费率情况	- 19 -
图表 26: 天天基金网上线基金公司和产品数量	- 20 -
图表 27: 天天基金销售额	- 20 -
图表 28: 天天基金网站访问情况 (单位: 万)	- 21 -
图表 29: 东方财富 Choice 终端主要功能模块	- 22 -
图表 30: 东方财富数据终端产品	- 23 -
图表 31: 财经网站 2018 年 1 月日均覆盖人数 (万人)	- 26 -
图表 32: 财经网站 2018 年 1 月有效浏览时间 (万时)	- 26 -
图表 33: 东方财富广告服务报价 (2018Q1)	- 26 -

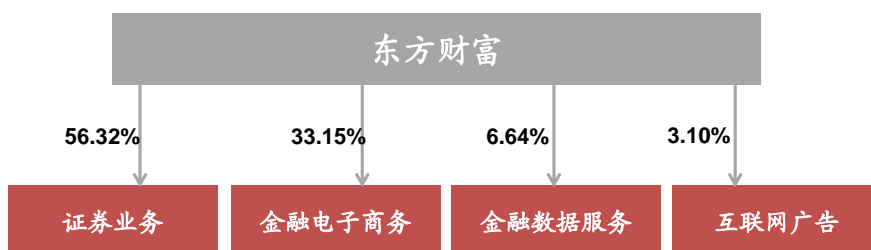
图表 34: 东方财富广告营销案例(部分)	- 27 -
图表 35: 财经网站 2018 年 1 月覆盖人数排名	- 27 -
图表 36: 东方财富网 UV 访问量	- 28 -
图表 37: 东方财富网 PV 访问量	- 28 -
图表 38: 财经网站 2018 年 1 月有效浏览时间排名	- 28 -
图表 39: 东方财富股吧和基金吧主页	- 29 -
图表 40: 东方财富用户的收入分布	- 29 -
图表 41: 东方财富用户学历分布	- 29 -
图表 42: 东方财富早期发展历程	- 30 -
图表 43: 东方财富优势概览	- 30 -
图表 44: 东方财富提供的内容	- 31 -
图表 45: 证券业务收入分拆	- 32 -
图表 46: 公司主要业务分拆	- 33 -
图表 47: 可比公司估值表	- 33 -
图表 48: 公司主要财务数据预测	- 34 -

1、龙头+创新=稀缺

1.1 龙头地位难以撼动

- 一站式互联网金融服务平台。**东方财富定位于一站式互联网金融服务平台，基于流量、数据、场景、牌照四大因素的互联网金融服务生态圈，为B端机构和C端用户提供全面的互联网金融服务。公司以“东方财富网”为核心，延伸至互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融产品和服务。目前公司提供的业务包括：证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务业务等。公司披露2018年第一季度业绩预告，公司预计2018年Q1归母净利润为2.71亿元-3.02亿元，同比增速为170%-200%。业绩增长的原因为：公司互联网金融电子商务平台基金销售额同比大幅增长。

图表 1：东方财富收入构成（2017）



来源：Wind、中泰证券研究所

- 龙头地位显著。**东方财富的龙头地位体现在多个方面。（1）**财经门户网站龙头。**根据国际权威第三方数据ALEXA数据，东方财富网目前位居全球中文网站41位，中国财经类网站第1名，日均页面浏览量超过1亿，在国内财经类网站中遥遥领先。（2）**基金销售龙头。**2017年公司互联网金融电子商务平台共计实现基金认申购及定期定额申购交易41703741笔，基金销售额为4124亿元，2016年基金销售额为3061亿元，同比增长34.7%，2017年，“活期宝”共计实现申购交易12334229笔，销售额为2424亿元。（3）**互联网券商龙头。**2015年公司收购同信证券之后，证券类业务发展迅速。目前，互联网证券的主要参与者包括传统券商，如国金证券、国海证券、太平洋证券等，以及互联网IT企业，如东方财富、同花顺和大智慧等。

1.2 流量+数据+场景+牌照

- 流量：粘性。**流量是公司整个金融平台和金融生态圈的基础。公司以财经综合门户网站“东方财富网”为基础，叠加基金投资垂直门户“天天基金网”和股票社区“股吧”，锁定了一大批关注投资、有投资需求的用户，而且在覆盖人群、浏览时间和用户粘性方面排名靠前，因此带来了

较大的流量红利。天天基金网 2017 年度日均页面浏览量为 568.29 万，其中，交易日日均页面浏览量为 747.44 万，非交易日日均页面浏览量为 207.01 万。日均独立访问用户数为 66.36 万人，其中，交易日日均独立访问用户数为 82.20 万，非交易日日均独立访问用户数为 34.43 万。

- **数据：海量。**公司提供多样化的金融数据服务，产品覆盖基于量化投资的“投资大师”、面向个人投资者的免费炒股软件“东方财富通”、Level-2 决策版、Level-2 极速版、面向机构投资者 Choice 资讯等。提供宏观经济、行业、股票、财经、数据分析系统、行情统计、上市公司公开信息、其他金融市场以及证券要闻和上市公司资讯等方面的财经资讯和金融信息内容。这些为公司提供了大量的金融海量数据。同时公司拥有众多的用户流量，基于金融和用户行为数据，公司在数据整合能力方面也较为突出。
- **场景：丰富。**随着公司多种金融牌照的获得，公司 PC 端和移动端的海量用户逐步转化为交易用户。公司目标是建立新的证券场景，从以股票为中心的场景转换为以人为中心的场景。
- **牌照：齐全。**牌照是进入金融服务的壁垒。目前，公司拥有的牌照包括基金销售牌照、证券牌照、期货牌照、第三方支付牌照、小贷牌照等。2012 年 2 月，天天基金获中国证监会审批，取得独立第三方基金销售牌照，公司从金融信息服务提供商迈向金融交易市场。2015 年 9 月，公司收购同信证券，更名为东方财富证券，成为第一家获得 A 股券商牌照的互联网公司，由此东方财富拿到了证券、期货两块牌照。并且逐步由原来单一的经纪业务发展为包括经纪业务（包括证券经纪和期货经纪）、证券投资基金代销、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、信用交易业务（包括融资融券、股票质押和约定购回）、证券承销与保荐等综合业务类型。同时，东方财富证券还是取得互联网证券业务试点资格的证券公司之一。

图表 2：目前公司取得的金融业务牌照

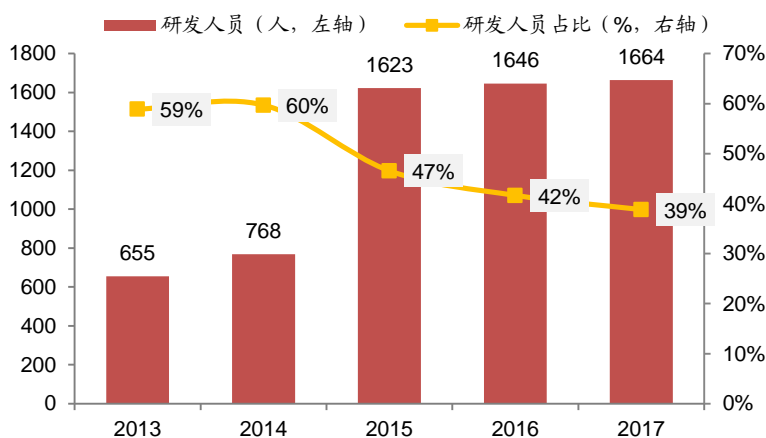
业务主体	持股比例	主要业务	时间
天天基金销售有限公司	100%	基金销售	2012 年 2 月
宝华世纪证券有限公司(通过香港子公司收购)	100%	证券服务	2014 年 12 月
同信证券	100%	证券服务	2015 年 4 月
基金管理公司	100%	基金募集、基金销售、资产管理等	2015 年 5 月
易真网络	25%	支付	2015 年 7 月
保险代理公司	100%	保险专业代理	2016 年 4 月
小额贷款公司	70%	小贷	2016 年 11 月
中证信用云科技	35%	征信	2016 年 11 月

来源：Wind、中泰证券研究所

1.3 创新不断：科技创新+业务创新

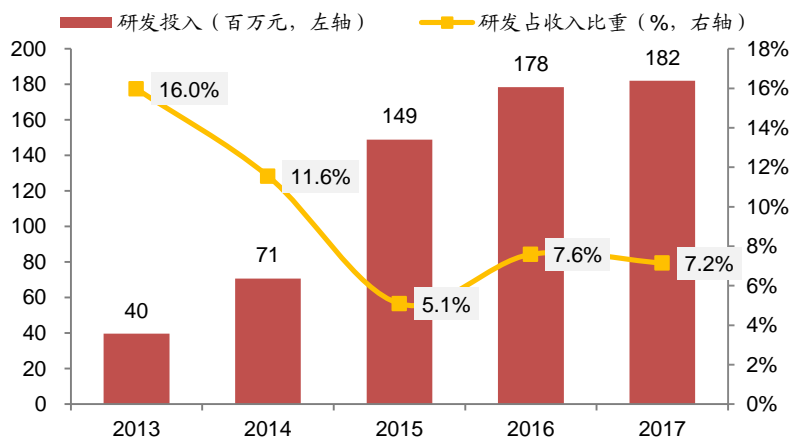
- 研发投入规模持续加大。**公司在研发方面不断持续投入。公司设有研发中心专门从事公司网络软件和金融数据产品软件相关项目的研究与开发。研发中心下设若干工作组，每个工作组设置组长一名，进行本小组技术创新的监督指导。根据具体研发工作成果，研发中心对每位研发部员工每月进行绩效考评。研发中心下设的小组包括：资讯系统开发组、行情数据系统开发组、互动区系统开发组、活动平台系统开发组、终端系统开发组、质量保障及测试组。近年来公司在研发投入方面不断加大。2017年公司研发人员数量为1664人，研发人员占比为39%，研发投入规模为1.82亿元，研发占收入比例为7.2%。

图表 3：公司研发人员数量



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 4：公司研发投入



来源：Wind、中泰证券研究所

- 核心技术积累。**公司研发实力和技术水平均处于行业领先水平，积累了多项自主研发的核心技术，均属于原始创新且处于成熟阶段，主要应用于公司网站运营、互联网金融电子商务平台、证券业务产品、金融数据产品等领域。

图表 5: 公司拥有的核心 IT 技术

序号	应用领域	核心技术简介
1	网站运营	网站信息资讯发布技术, 灵活的发布网站资讯页面, 支持各种功能强大的编辑、审核、关键字匹配、页面自动生成和发布等功能
2		开放式基金盘中净值预估算法模型, 通过算法模型对基金盘中净值进行估算
3		支持大并发访问量的网站证券行情实时发布和转发技术
4		支持大并发访问量的互动区信息发布技术
5		基于互联网的数据库同步技术, 通过互联网对不同网络位置的数据库进行高效率的内容同步
6		高性能网站并发访问统计技术
7		集中式服务器运行状态监控技术
8		网站开发和部署过程中的持续交付技术
9		实现高可用性的服务治理技术
10		大数据量云删除技术
11	金融数据产品	支持大用户量并发访问的实时行情数据网络传输和发布技术, 高速、高效地传输实时 Level-2 行情数据
12		基于 Level-2 行情的实时数据分析系统, 根据市场行情交易数据, 实时进行市场资金流、成交单数据、板块数据、公司基本面数据、历史价格的数据分析, 生成有价值的分析结果
13	互联网金融电子 商务平台	支持分 TA 份额的并行清结算技术
14		基于持续交付的项目运维发布技术
15		基于版本、人群的 APP 灰度发布技术
16		高性能、高并发、高准确性的基金核心业务技术
17		基于每个用户交易行为和持有份额的历史收益及实时收益计算引擎技术
18		支持高并发、多路由、多通道的基金支付智能自动分发技术
19		集中式服务器实时运行状态、业务状态监控技术
20		支持高链接, 高效率的基于 TCP 协议的数据交互技术
21	证券业务产品	支持横向扩展的证券交易服务后台系统技术
22		海量用户的统一客户服务及跨区域, 跨城市呼叫中心系统技术
23		支持海量用户账户资料管理的 CRM 系统技术
24		统一调度, 统一应急的运维监控平台技术
25		支持自动化脚本管理, 支持工单管理, 支持资源管理, 应用场景一键容灾切换的统一运维平台技术

来源: Wind、中泰证券研究所

- 研发技术储备。**除了具备已有的核心技术之外, 公司也在不断加大对新技术的储备。包括 CRM 系统及账户分析系统、东方财富开户视频见证系统、天天基金活期宝系统升级项目、天天基金组合交易升级项目、天天基金智能投顾系统、天天基金移动金融软件升级改造项目。其中, **在智能投顾系统方面**, 该系统是由天天基金自主研发的智能领先的投顾系统, 依据投资者的投资风格、市场热点研究、产品分析三要素, 结合投

资者访问、交易、关注等多维度信息，智能地向用户提供最优的资产配置和智能化的跟踪，促使用户的投资更理性、更省心。

图表 6: 技术储备项目

技术储备项目	功能	研发时点
CRM 系统及账户分析系统	CRM 系统为公司客服提供全面的客户信息用于客户咨询、服务。 账户分析系统为公司账户购买行为进行全面透视，便于每月进行账户情况分析、成本核算	计划于 2017 年底完成
东方财富开户视频见证系统	将以往需在线下完成的身份验证的功能搬至线上，为客户节约了时间，使得开户效率得以提高	计划于 2017 年底完成
天天基金活期宝系统升级项目	将可支持活期宝即充即用、业务处理性能得以提升、发交易储备能力翻倍	计划于 2017 年底完成
天天基金组合交易升级项目	个人用户和机构用户可自行创建和编制组合，且手续费计算将提高到和真实交易同等级别。	计划于 2017 年底完成
天天基金智能投顾系统	智能地向用户提供最优的资产配置和智能化的跟踪，促使用户的投资更理性、更省心	计划于 2017 年底完成
天天基金移动金融软件升级改造项	将可提升 30%~50% 的用户活跃和用户页面停留时间，且可支持千人千面的个性化的投资服务，为投资者提供更优质的资产配置服务，更好地满足客户对资产流动性的需求	计划于 2017 年底完成

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 业务创新不断。**公司在以互联网信息化手段降低成本、大力发展经纪业务的同时，以融资融券、股票质押式回购、约定购回式证券交易为代表的创新业务已逐渐成为东方财富证券新的增长点。我们认为，未来两到三年，融资融券和股票质押式回购等信用交易业务规模有望持续提升。2017 年，公司通过公开发行可转债募集资金，继续加大对创新业务的投入。本次发行可转债募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 46.5 亿元。

图表 7: 可转债募集资金投入项目

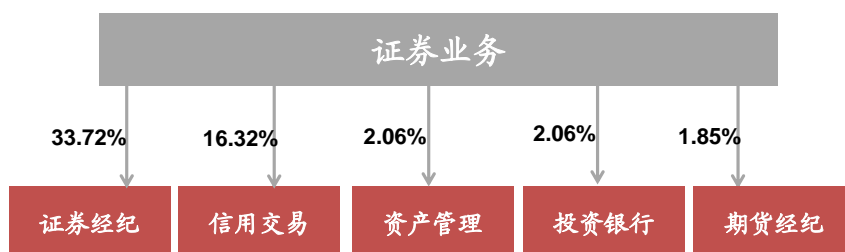
序号	拟投资项目名称	募集资金拟投入金额
1	信用交易业务，包括两融业务及股票质押业务等	不超过 40 亿元
2	证券投资业务	不超过 4 亿元
3	对东方财富证券全资子公司同信投资有限责任公司进行增资	不超过 1 亿元
4	增设证券经纪业务营业网点	不超过 1.5 亿元
	合计	不超过 46.5 亿元

来源：Wind、中泰证券研究所

2、证券业务：插上科技的翅膀

- 证券业务：全面齐备的业务资质。**公司证券业务主要由东方财富证券开展，东方财富证券前身是西藏自治区信托投资公司证券部。（1）东方财富证券的业务资格由原来单一的经纪业务发展为包括经纪业务、证券投资基金代销、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、融资融券、证券承销与保荐、为期货公司提供中间介绍业务、新三板推荐挂牌、交易、做市业务等综合业务类型。（2）创新业务有所起步，取得了约定购回、质押回购、互联网业务等资格。（3）东方财富证券分别通过下属子公司同信久恒期货和同信投资（东方财富证券持有其 100% 股权）开展期货经纪业务和直接投资业务，为进一步拓展业务范围奠定了基础。目前，东方财富证券主要开展业务包括经纪业务、证券自营业务、信用交易业务、直接投资业务等。

图表 8：公司证券业务收入构成（2017）

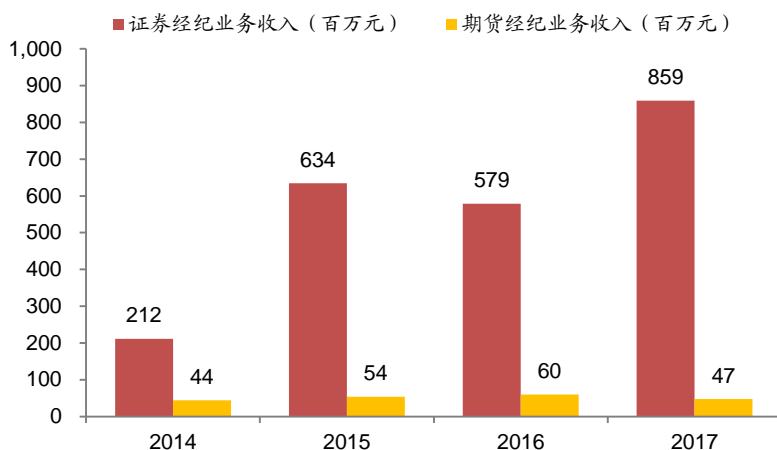


来源：Wind、中泰证券研究所

2.1 经纪业务

- 经纪业务简介。**经纪业务是指证券公司通过其设立的证券营业部，接受客户委托，按照客户要求，代理客户买卖证券的业务。东方财富证券的经纪业务可分为证券经纪业务和期货经纪业务。

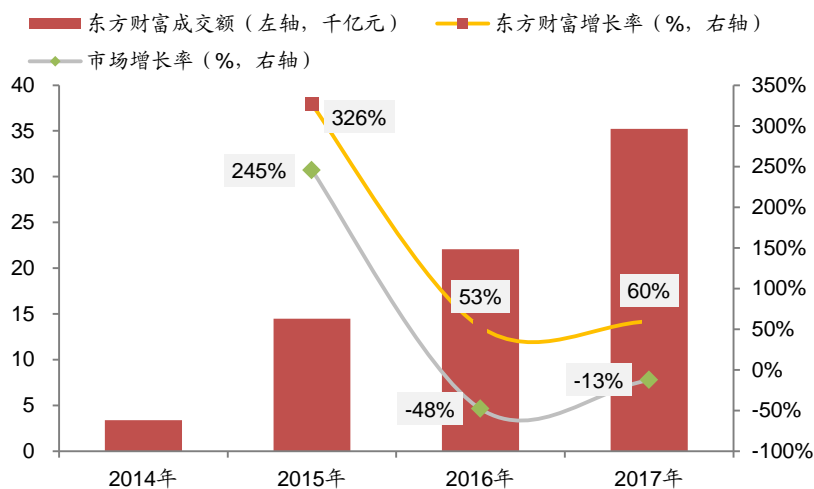
图表 9: 经纪业务收入



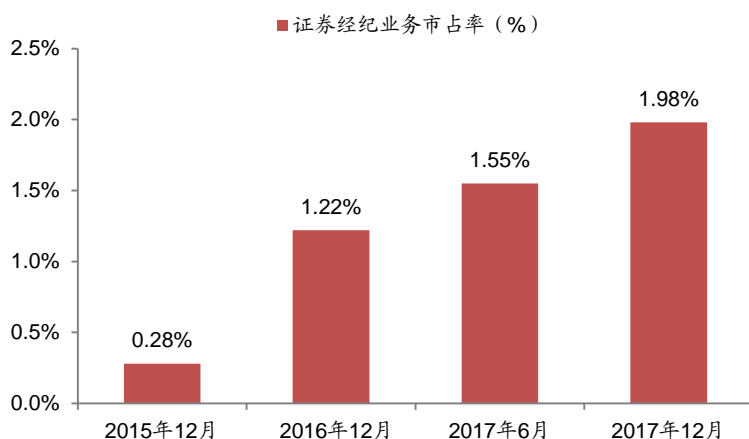
来源: Wind、中泰证券研究所

- 证券经纪业务。** 凭借公司在互联网企业的技术优势、完善的金融场景和海量客户群体的优势,并且在一人多户且非现场开户宽松政策的支持下,东方财富证券快速提升市场份额。截至 2017 年 6 月底,东方财富证券在全国主要省、市、自治区开设 58 家营业部,并分别在上海、河南、山东、福建、湖北、浙江、北京开设了 7 家分公司。东方财富证券托管客户资产也从 2008 年改制之初的 34 亿元增长到 2017 年 6 月底的 1247 亿元,复合增长率达 49.2%。2017 年,东方财富证券用户规模、股票交易金额及市场份额等同比均实现大幅上升。根据上海证券交易所和深圳证券交易所会员股票交易金额数据统计,2017 年 12 月,东方财富证券股票经纪业务市场份额为 1.98%,在所有证券公司(含中国证券金融股份有限公司)中排名第 17 位,相比上年同期排名提升了 7 位。

图表 10: 公司证券经纪成交额



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 公司证券经纪业务市占率


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 12: 证券经纪业务主要指标

(亿元)	2014年	2015年	2016年	2017年H1
交易量	3,138.19	18,356.72	29,514.79	19,100.98
托管市值	794.55	361.64	1,191.27	1,246.51

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 13: 证券经济业务交易量市场份额情况

项目	2014年		2015年		2016年		2017年H1	
	交易量 (亿元)	市场份额 (%)	交易量 (亿元)	市场份额 (%)	交易量 (亿元)	市场份额 (%)	交易量 (亿元)	市场份额 (%)
A股	3,052.19	0.22	13,811.41	0.276	21,538.01	0.846	14,512.70	1.395
B股	0.89	0.03	5.08	0.001	1.55	0.001	0.49	0
基金	28.77	0.03	370.85	0.122	529.1	0.004	196.5	0.224
债券	28.06	0.09	4,169.38	0.16	7,446.14	0.157	4,391.29	0.17
其他债券	28.29	-	-	-	-	-	-	-
合计	3,138.19	-	18,356.72	-	29,514.79	-	19,100.98	-

来源: Wind、中泰证券研究所

- 期货经纪业务。**同信久恒期货为东方财富证券的控股子公司，其主要业务包括商品期货经纪业务、金融期货经纪业务，可代理国内四家期货交易所的所有品种。2017年1-6月同信久恒期货实现营业利润426.56万元，并在2017年上半年度上海地区期货经营机构代理交易额排名中名列第10名。截至2017年6月底，同信久恒期货共有三家营业部：上海期货大厦营业部、大连营业部、拉萨营业部。

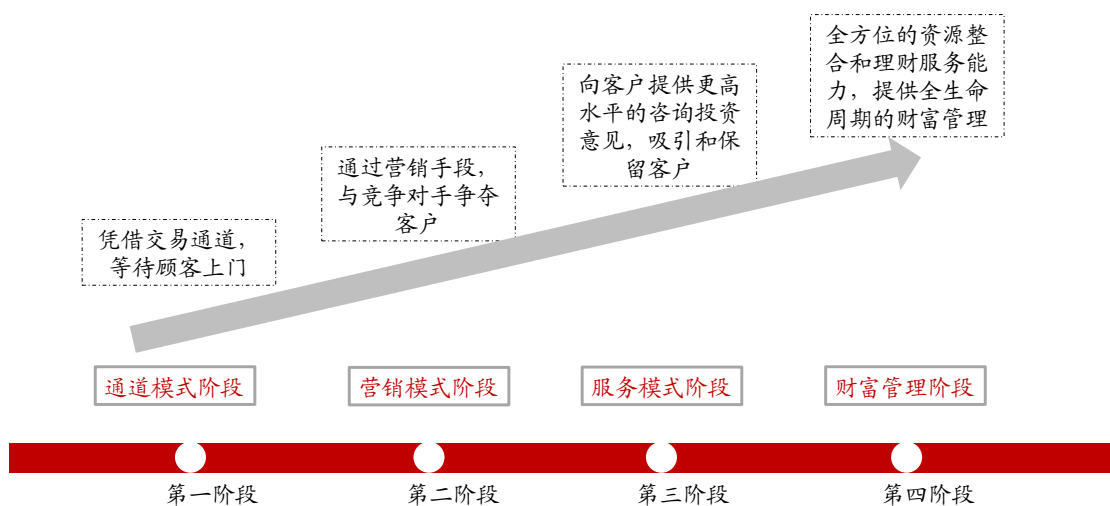
图表 14: 期货经纪业务主要指标

	2014	2015	2016	2017H1
代理交易额(亿元)	53,831.63	68,081.87	44,768.28	17,664.43
代理交易量(万手)	7,639.34	7,653.17	10,832.33	3,103.80

来源: Wind、中泰证券研究所

- **经纪业务盈利模式的四大发展阶段。**从国内外券商经纪业务的发展来看，其盈利模式大致可以分为四个阶段：1) 通道模式阶段：券商通过自身的交易通道等待顾客上门；2) 营销模式阶段：券商通过各种营销手段，与竞争对手争夺客户，以拉开差距；3) 服务模式阶段：通过提升自身的业务能力，向客户提供更加高水平的咨询投资建议，从而吸引和保留客户，深入挖掘客户的价值；4) 财富管理阶段：券商的核心竞争力将演变成其全方位的资源整合和理财服务能力，为客户提供全生命周期的财富管理，从客户角度出发更好的为客户定制财富管理计划。

图表 15：经纪业务盈利模式发展阶段



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- **经纪业务市场面临转型。**2002 年我国实施浮动佣金制度起，证券公司之间逐渐展开了激烈的争客户、争市场的佣金大战。在佣金战中，证券公司通过降低佣金率的方式，以期取得佣金的定价权，从而逐步增加收入。同时不断压低的佣金率也要求证券公司尽可能地减少各种成本和费用，扩大自己的营业利润。目前我国的券商发展正在经历从传统的营销模式向服务模式转型的阶段。一方面，券商将压低佣金率作为营销手段吸引客户，并且大力发展经纪人和客户经理队伍；另一方面，随着券商间竞争的白热化，券商们也逐渐意识到从客户的需求出发，提供客户所需要的财富保值和增值服务才是发展的方向。
- **东方财富优势明显之一：低佣金率。**根据各券商年报中披露的数据和同期股基成交额估算，公司 2016 年的佣金率约为 2.909%%，在同期券商行业中排名第六。2016 年券商行业的平均佣金率在 4.2%%左右，最高的是德邦证券为 6.745%%。可见公司佣金率明显低于行业平均，对于价格敏感的客户来说，东方财富有着较大的吸引力。

图表 16: 2016 年券商佣金率排名前十

券商	佣金率 (单位: %%)	同比%
五矿证券	1.866	-26.04%
上海华信证券	2.19	-26.52%
华泰证券	2.25	-19.63%
华宝证券	2.345	-25.62%
九州证券	2.872	-41.90%
东方财富证券	2.909	-38.84%
华金证券	2.996	-43.37%
第一创业	3.118	-14.02%
华福证券	3.133	-15.68%
中银国际	3.187	-36.36%

来源: Wind、中泰证券研究所

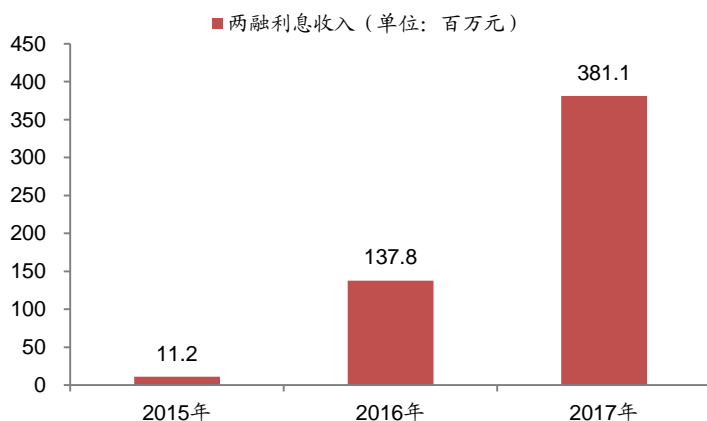
- **东方财富优势明显之二: 增值服务。**由于业内佣金率的普遍下降导致传统经济业务的竞争压力增大, 公司也在不断地拓展更多的增值业务, 例如资产管理业务、财务顾问业务和投资咨询业务等。与传统券商不同的是, 东方财富基于互联网, 更加重视用户体验, 能够提供全天候不间断的网络服务。在经纪业务市场从营销模式向服务模式转型的过程中, 这种以客户体验为导向的经营模式无疑会大大增强公司的竞争力。
- **东方财富优势明显之三: 用户资源与品牌效应。**公司运营的“东方财富网”目前已成为我国用户访问量最大、用户粘性最高的互联网金融服务平台之一, 为公司树立了的品牌知名度与投资者认可度, 从而形成了强大的品牌优势。不论是在营销模式下还是服务模式下, 拥有大量的基础用户和品牌知名度都是公司的毋庸置疑的核心竞争优势。公司在此基础上, 能够更加高效地发展客户、开展经济业务。

2.2 信用交易业务

- **三大信用交易业务。**为实现业务收入的多元化和差异化, 东方财富证券积极开拓创新业务模式, 通过自主研发开发出融资融券网上开户审核系统, 成为业内率先实现融资融券网上开户的证券公司之一。公司在融资融券方面的业务包括: **1) 融资融券业务。**接受投资者提供的资金或证券作为质押, 向投资者融出资金, 供其买入证券, 投资者须在约定的期限内偿还借款本金和利息; 或者向投资者融出证券, 投资者须在约定期限内买入证券归还东方财富证券并支付相应的融券费用, 是公司目前信用交易业务的重心; **2) 股票质押业务。**接受投资者将股票按照内部规定的折算率通过质押在特殊交易单元的方式质押给东方财富证券, T+1 日获得融资资金, 到期后进行到期购回; **3) 约定购回业务。**接受投资者将股票按照内部规定的折算率通过质押过户的方式质押给东方财富证券, T+2 日获得融资资金, 到期后进行到期购回。
- **融资融券业务快速增长。**2015 年公司开始经营两融业务。从两融业务的期末存量来看, 公司在 2017 年年末已达到 98.69 亿元, 年增长率为 132%。而且, 在 2016 年市场的两融业务期末存量呈现大幅减小的情况 (增长率为

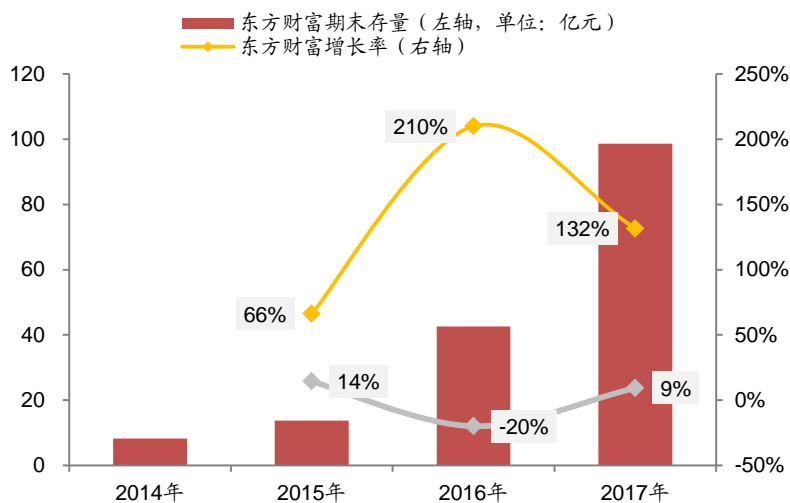
-20%)下，东方财富该业务仍保持了一定增长，可见公司在两融业务上有着无法替代的竞争力和广阔的市场前景。东方财富证券融资融券市场份额从2016年同期0.45%增长至2017年12月0.96%，市场排名第23位，相比上年同期排名提升了26位。

图表 17: 公司两融利息收入



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 两融业务期末存量



来源: Wind、中泰证券研究所

- **低利息收入与高利润率实现高速发展。**对比两融存量排名前20的券商的存量与两融利息收入，可以发现，东方财富的利息收入/两融存量比为3.23，而其他大券商的这一比率则在7-8之间。可以看出，东方财富在两融业务上有着其他券商无法比拟的低利率优势。公司以互联网平台为主的运营模式，为公司节省了较大的营业开支，降低了经营成本，使得公司能够在保持高于行业平均利润率的同时，增强自身的利率优势，以吸引大量客户，实现公司的高速发展。

图表 19: 2016 年券商两融情况

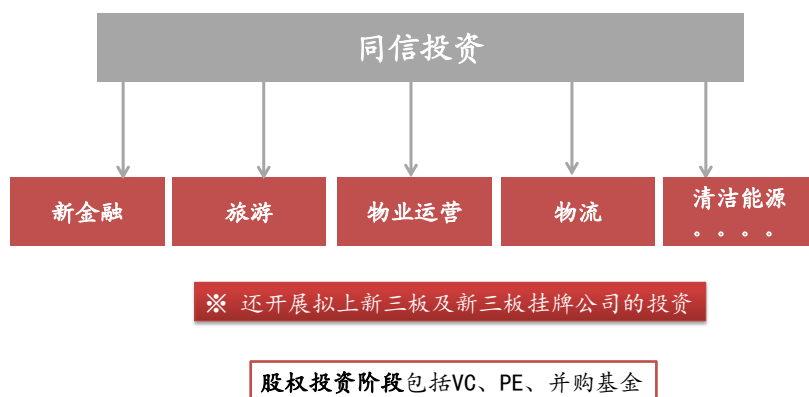
排名	券商	两融存量	利息收入	利息收入/两融存量
1	中信证券	62.64	462.55	7.38
2	国泰君安	57.73	445.06	7.71
3	华泰证券	55.14	427.82	7.76
4	申万宏源证券	54.49	416.09	7.64
5	广发证券	54.09	418.88	7.74
6	中国银河	52.91	417.51	7.89
7	招商证券	51.01	389.07	7.63
8	海通证券	44.71	364.53	8.15
9	国信证券	37.94	311.45	8.21
10	光大证券	30.40	231.54	7.62
11	中信建投证券	29.87	232.93	7.80
12	中泰证券	23.61	184.28	7.81
13	方正证券	23.12	184.45	7.98
14	安信证券	23.01	179.74	7.81
15	长江证券	22.34	170.79	7.65
16	中投证券	18.83	150.27	7.98
17	兴业证券	12.05	94.84	7.87
18	平安证券	11.39	50.61	4.44
19	国元证券	10.72	83.93	7.83
20	东方证券	10.30	79.55	7.72
45	东方财富证券	4.26	13.78	3.23

来源: Wind、中泰证券研究所

2.3 直接投资业务

- 业务简介——同信投资。** 东方财富证券经相关监管部门批准，成立了券商直投子公司——同信投资。作为东方财富证券的全资私募投资基金子公司，同信投资开展以私募股权投资为主的私募投资基金业务。依《证券公司直接投资业务规范》，同信投资开展股权投资、债权投资、投资顾问等业务。
- 同信投资经营模式。** 目前，东方财富证券的重点投资领域包括旅游、新金融、经营性物业运营、物流、清洁能源等，股权投资阶段包括 VC、PE、并购基金。此外，东方财富证券还开展拟上新三板及新三板挂牌公司的投资，通过与投资银行业务资源相结合，以独立及与第三方合作的方式，将发起设立新三板基金，用于投资拟上新三板的优秀企业，以及参与部分优质新三板挂牌企业的投资。

图表 20: 同信投资开展的业务



来源: Wind、中泰证券研究所

- 经营情况介绍。**截至 2017 年 6 月底, 同信投资完成了 2 笔股权投资。

其一: 南京同辉股权投资合伙企业(有限合伙)投资的协纵青年公寓是为都市白领提供长租公寓, 主要通过获取物业项目, 改造成集中式公寓后出租。协纵青年汇公寓从需求未被满足的市场区间切入, 将坚持定位于服务城市白领及青年人群, 针对真正的刚需居住需求。协纵青年汇公寓已经成功运营, 形成稳定的发展模式, 体现出较强的盈利能力, 并在区域市场中形成了一定的品牌认知度。

其二: 上海盛桐信息技术有限公司运营的梧桐理财是一个个人金融资产投资融资转让平台, 金融资产持有人可通过该平台将金融资产质押并获得借款, 从而实现金融资产的流动性。大众投资人则可选择投资这些债权, 获取约定的投资收益。

图表 21: 同信投资股权投资

被投资公司名称	原始投资金额	被投资公司注册资本	持股比例	核算方法	截至 2017 年 6 月底账面价值
南京同辉股权投资合伙企业 (有限合伙)	450 万元	-	18.37%	成本法	450 万元
上海盛桐信息技术有限公司	200 万元	7090 万元	1.43%	成本法	200 万元

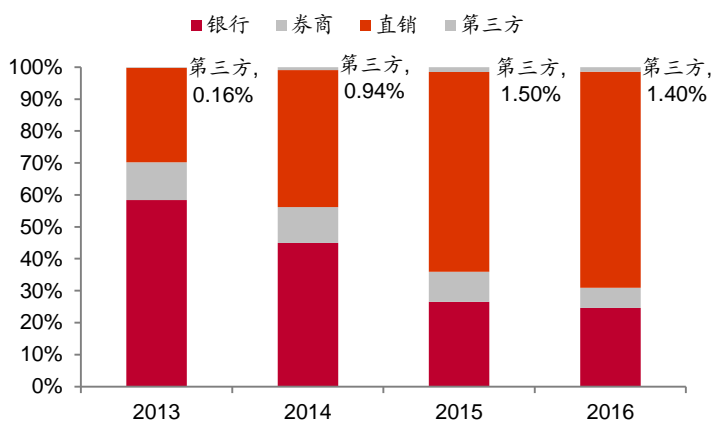
来源: Wind、中泰证券研究所

3、金融电子商务服务：龙头地位稳固

3.1 第三方基金销售领军者

- 第三方基金销售领军者。**东方财富的金融电子商务服务业务主要为通过天天基金进行的基金第三方销售服务。2012年以前，基金第三方销售处于空白，根据证券业协会数据，2010年基金销售银行渠道占比60%，券商渠道占比9%，直销渠道占比31%。2012年，监管放开，四家公司获得基金第三方销售牌照，东方财富成为首批获得独立基金销售资格的机构之一。此后行业发展迅速，时至今日，获得第三方独立基金销售资格的机构已超过百家。

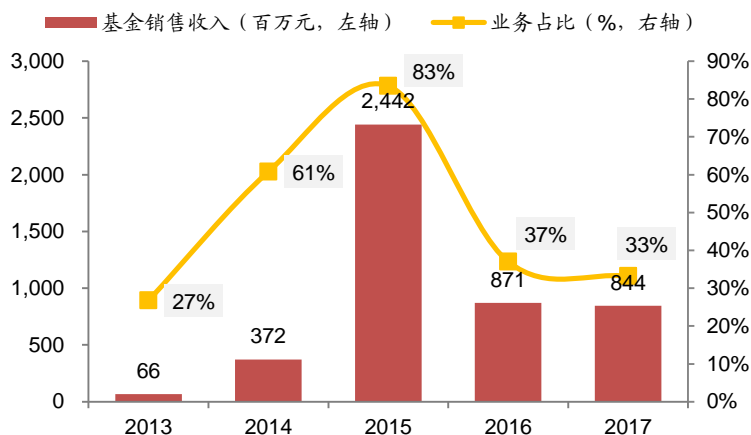
图表 22：基金销售渠道占比



来源：Wind、中泰证券研究所

- 货币基金井喷助力增长。**2015年是基金销售行业高速增长的一年，受到货币市场型基金井喷的影响，直销渠道和第三方渠道销售保有量迅速增长，银行渠道和券商渠道受到压缩。天天基金的基金销售业务也在2015年实现跨越式增长，收入超过24亿元，在公司内占比超过80%。2016年，基金销售业务出现下滑，天天基金收入稳定在8亿多元，占比超过30%。

图表 23：基金销售收入情况

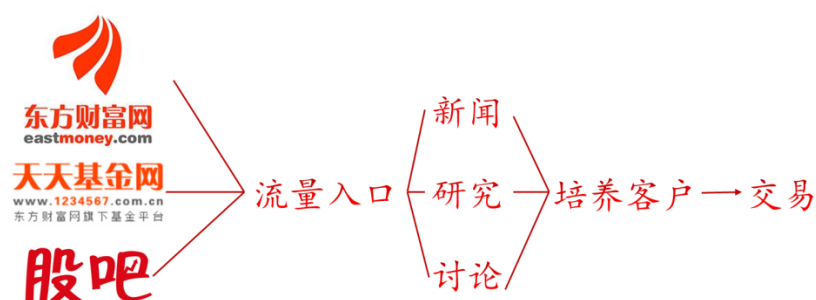


来源：Wind、中泰证券研究所

3.2 业务介绍

- **基金代销业务。**天天基金金融电子商务服务业务主要为基金第三方销售服务。2012年2月，天天基金获中国证监会审批，取得独立第三方基金销售牌照，并按照法律法规要求，与民生银行签订了基金销售账户监督协议。2012年7月，天天基金正式对外开展业务，通过互联网平台向用户提供一站式基金自助理财服务。
- **“活期宝”**是天天基金推出的特色投资工具，具有类似“余额宝”的功能，可以支持个人用户 7×24 小时随时取现、快速到账。与“余额宝”不同的是，“活期宝”不绑定单一货币型基金，而是与二十多支货币型基金关联，用户可以在不同货币型基金之间转换，选择收益率高的产品，实现较投资单一货币基金更高的收益。
- **流量带动销售：**天天基金的主要运营模式是借助东方财富网的品牌和流量，通过财经新闻、市场研究、社区（股吧）讨论等内容，吸引客户，对客户进行投资理念的教育和宣传，藉此培养客户投资的兴趣和想法，最终促使客户购买基金产品。此外，天天基金在费率上提供了较大的优惠，部分基金的申购费率给与了最低1折的折扣，来吸引银行和券商的客户。

图表 24：天天基金网运营模式



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **商业模式：服务费用+分成。**公司第三方基金销售业务的主要盈利模式是向客户收取一定比例的服务费。包括前端购买产生的基金认购费、申购费；因赎回转换交易产生的赎回费用及转换费用；根据基金合同及与基金公司服务协议约定，收取销售服务费（仅针对货币基金及部分债券基金产品）；以及客户维护费用（管理费用分成）等基金销售费用。

图表 25：天天基金申购和赎回费率情况

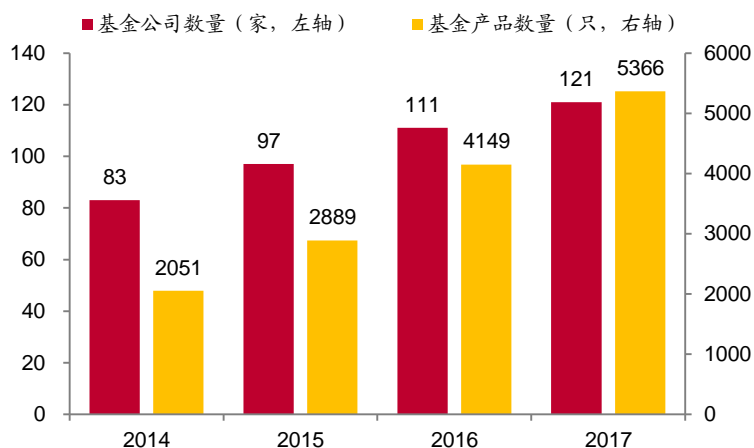
基金类型	申购费率	天天基金优惠费率	短期赎回费率	中长期赎回费率
混合型/股票型	1.2%-1.5%	0.12%-0.15%	0.5%-1.5%	0-0.25%
固收类	0.8%-1.0%	0.08%-0.1%	0.1%-0.75%	0-0.05%
货币市场型	0	0	0	0

来源：天天基金网、中泰证券研究所

3.3 基金销售有望快速增长

- 代销基金数量持续增长:** 天天基金一直保持着和众多基金公司的合作关系，上线的产品基本覆盖了市场上大部分公募基金。近几年来，在天天基金上线的基金产品数量和基金公司数量保持持续增长，2017 年上线基金产品总数达到 5366 只，来自 121 家公募基金管理人，包括货币型基金、债券型基金、股票型基金、混合型基金、指数型基金、QDII 基金、LOF 基金等多种基金类型，继续在互联网基金代销行业保持领先地位。

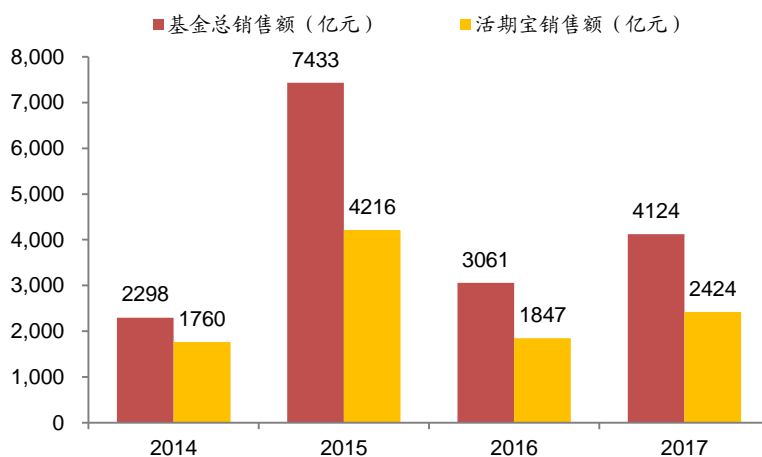
图表 26: 天天基金网上线基金公司和产品数量



来源: Wind、中泰证券研究所

- 基金销售规模恢复增长:** 过去四年，天天基金销售的基金金额保持年均 21.53% 的增长率，2016 年销售额出现下滑后，公司在 2017 年实现了基金销售额 34.74% 的同比增长。我们认为基金销售行业趋势向好，天天基金作为第三方基金销售龙头公司，有望继续保持高速增长。

图表 27: 天天基金销售额



来源: Wind、中泰证券研究所

- 网站保持大流量访问:** 2017 年报中公布了天天基金网全年页面浏览量情

况,相比上半年,下半年的访问量有了明显回升,全年日均浏览量与 2016 年基本保持一致。我们注意到,2017 年报披露的销售费用由于广告宣传费等增加,同比增加 18.71%。我们认为这其中的原因,可能是行业竞争压力促使公司在市场上做出更主动的宣传。流量变现是天天基金重要的运营模式,只要能保持网站较高的访问量,业务增长就可以得到保证。

图表 28: 天天基金网站访问情况 (单位: 万)

单位: 万	日均 PV	交易日日均 PV	非交易日日均 PV	日均 UV	交易日日均 UV	非交易日日均 UV
2016H1	625.52	832.49	224.93	76.19	94.06	41.62
2016	533.78	705.58	190.16	67.78	84.02	35.31
2017H1	460.83	608.15	178.05	62.15	77.00	33.62
2017	568.29	747.44	207.01	66.36	82.20	34.43

来源: Wind、中泰证券研究所

4、金融数据服务: 有望加快发展

4.1 业务介绍

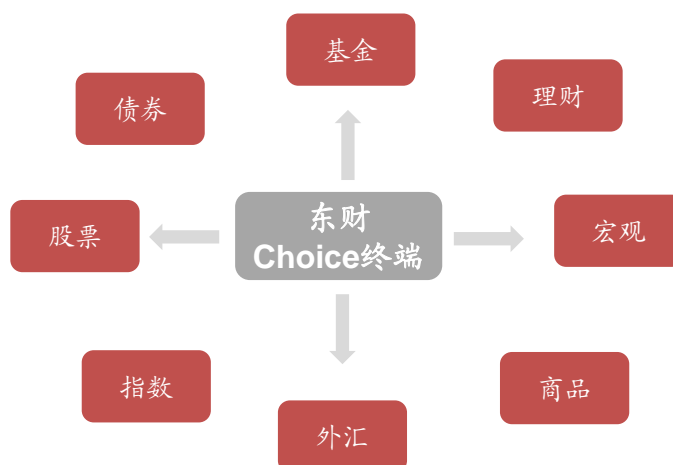
- **布局完整。**东方财富的金融数据服务旨在为用户提供高效、丰富的金融信息以及精准的实时数据分析服务。经过近几年的积淀,东方财富实现了 PC+移动端的全覆盖,并且针对机构和个人投资者两大细分市场分别推出了 Choice 咨询和东方财富通、Level-2 急速版、Level-2 决策版几大产品。除此之外,面向进阶投资决策,东财还推出了投资大师产品。丰富的产品线使得东财有能力服务更多的客户。
- **高粘性+高覆盖。**“东方财富网”积累的海量客户流量以及丰富的客户渠道资源,为东方财富进军金融数据业务提供了坚实的后盾。根据 iResearch 在 2015 年所做的统计,东方财富网覆盖了超过 9 成的股民群体,同时在股民流量时间上仅次于腾讯,体现了该平台同时拥有高粘性和高覆盖的优势。东财在 APP 使用者的数量上也有较快的增长。截止 2018 年 2 月,东财移动 APP 的用户数量已从 2015 年的 400 万左右增长到现在的 1100 万左右。用户访问量指标和用户黏性指标在垂直财经领域的领先地位,使东方财富在业务推广方面保持先机。

4.2 产品分析

- 如前所述,东财金融数据的产品线主要包括机构、散户和量化三大方面:机构主要为 Choice 终端,散户主要为东方财富通、Level-2 急速版、Level-2 决策版,进阶投资决策方面主要为投资大师。
- **服务机构端: 东财 Choice 金融终端。**
 - 东财 Choice 是一款面向机构用户和学界的互联网大数据终端,数据面涵盖股票、基金、债券、商品期货、外汇、宏观等多项品种,且能够做到 7x24 小时的实时更新。

- 东财 Choice 的数据做到了来源规范、准确。所有数据在上线前都做过人工的清洗、修正、录入以及测试，提供的数据规模对接市面上主流的机构金融数据解决方案，为机构实行深度研究提供了充分的数据来源。
- 在基础的数据类别之外，东财 choice 还为专业机构提供了公募、私募、新三板、量化四大专业数据库；以满足金融机构在特定领域的的数据需求。同时，东财的数据量化接口能够使用户以更加个性化和复杂的方式处理数据，满足量化数据分析的需求。

图表 29: 东方财富 Choice 终端主要功能模块



来源: Wind、中泰证券研究所

■ **服务散户: 东方财富通、Level-2 急速版、Level-2 决策版**

- 东方财富通是一款面向散户的免费炒股软件，其主要功能包括行情、资讯、技术分析指标、财务数据、公司财报、资金（大单）流向等；同时，软件还能完整对接东方财富网的海量资讯，从行情、资讯、指标功能三大角度为客户提供服务。
- 相比于免费版本，Level-2 版本提供了更为完整的十档委托队列（免费版为五档）、Tick 级逐笔交易数据、更快（毫秒级）的传输，为投资者提供更多的数据维度。东财 Level-2 的年费价格在 280 元，完全对标同花顺的同类竞争产品价格，也低于大智慧软件的价格，在市场上颇具竞争力。

■ **进阶投资决策: 投资大师**

在东方财富通 Level-2 版本的基础之上，投资大师产品整合了更多的进阶功能。进阶功能包括：深度 F9（类似于东财 Choice 的 F9 信息）、研报平台、高级选股、投顾服务、策略池等，其中策略池功能为用户提供了一系列封装的量化交易策略，包括政策导向、机构精选、活跃交易跟踪等，为用户提供了更丰富的投资建议。投资大师产品的定价在 1 万每年左右，面向对进阶功能有所要求的个人投资者。

图表 30: 东方财富数据终端产品

产品	价格	主要定位
东方财富 Choice	20000 元一年 (原价) 3100 元一年 (推广价)	机构及专业投资者
东方财富通	免费	参与度较低的中小散户
东方财富通 Level-2	280 元一年	参与度中等或较高的散户
投资大师	10000 元一年	对进阶功能有所要求的散户

来源: Wind、中泰证券研究所

4.3 商业模式分析

- **核心逻辑: 流量变现。**东方财富在金融数据领域的核心逻辑是通过免费产品(东财网站、免费的东方财富通等,甚至包括限时免费的东财 Choice 终端)吸引客户,再通过增值服务进行变现。如面向散户的东方财富通产品以及其增值产品 Level-2 服务。从资讯网站起家的东方财富在用户流量方面有着领先优势:根据中国互联网信息中心的数据,东方财富在垂直财经领域流量从 2012 年的 1000 万左右上升到 2018 年的 2000 万左右,保持同类领先地位。高流量+低门槛(同类产品中较低的价格)使得东方财富在流量变现上取得先机。
- **客户群体: 海量用户。**东方财富金融数据业务的主要服务对象是中小散户,他们具有高流量、低单价的特点。针对价格敏感的散户,东财采取了低价扩张的策略:免费平台吸引+低附加值产品*高基数。在 2013 年初步推出 Level-2 产品的时候,东财采取了免费策略,优先培养用户消费习惯以及粘性。在 Level-2 进入收费模式时,其定价也是业内并列最低的水平。
- **定价策略: 差异化+低价。**
 - **差异化:**针对不同产品及不同客户需求,东方财富使用了差异化定价策略。针对散户市场,东财有三个档次的产品,分别为:免费的东方财富通、低价(280 元一年)的 Level-2 产品和较高价(1 万左右一年)的投资大师产品。这充分体现了差异化定价策略的运用:通过对价格敏感性不同的消费群体设定不同的价格以最大化生产者剩余。
 - **低价:**初入机构及专业投资者市场,东方财富 Choice 采取了低价策略,以扩张市场份额。东财 choice 采取了先免费、后逐步加价的定价模式,全力培养客户数量和客户粘性。在 2015 年,东财 choice 采用了免费策略,这使得一些小型机构、私募及较为专业的个人投资者使用东财 Choice 终端,而在 2016 年,东财 choice 将产品加价到了 980 元左右(批量购买),在 2017 年,产品又被加价到 3100 元左右。预计在确保市场份额情况下,随着加价策略的实行,产品利润有望逐步释放。
- **研发策略: 发力机构产品。**在 2014 年-2017 年,东财在研发费用和研发人员数量方面持续增长,其中研发费用从 2015 年的 1.5 亿上升到 2017 年的 1.8 亿左右;同时研发投入占比也在近两年稳定在 7%左右。东财

研发的主要发力点在互联网金融产品和面向机构的 Choice 终端业务。由于散户市场已挖掘到一定程度，且单客户附加值较低，收入较为受行情周期性影响，产品开发空间也有限，东财选择发力深耕附加值更高、潜力更大的机构产品。目前 Choice 在数据方面已经相比同类产品积累了一些比较优势。

4.4 同类产品比较

在金融数据领域，东财的竞争对手主要有 wind、恒生聚源、同花顺等。

■ 与 wind 的对比：面向机构功能对标。

Wind：行业传统领导者。Wind 有“中国的彭博”之称，是中国市占率第一的金融数据终端。经过 20 多年的积淀，Wind 基本主导和重定义了机构金融数据市场，并引领行业标准的发展。在高专业性功能的齐全方面，Wind 有着领先优势：不论是量化接口的支持范围，还是海外以及新兴市场的衍生品板块，Wind 都是行业领先的。但 Wind 高昂的定价（6 万-10 万+一年）和较为封闭的销售模式使得其只能主要服务机构客户，专业个人投资者并不能参与其中。

■ 东财 Choice：功能对标+高性价比战略切入市场。

面对有着深厚积淀的行业巨头 Wind，东财在实现功能对标的同时通过高性价比战略来寻找自身的比较优势。在功能对标方面，东财洞察机构的核心需求，基本完成了数据、研报、股票、宏观商品、固定收益、新三板领域的功能对标，同时在基金和资讯领域有一定程度的自我创新。在定价方面，东财通过极高的性价比（同类中最低）和亲民的销售渠道，力图将客户范围发展到小型机构和一部分专业个人投资者中去，并将成本高昂的量化接口业务剥离出来以降低成本；在吸引老用户的同时，也培养潜在新用户的消费习惯，以此扩大自身的市场份额。

■ 与恒生聚源的对比。

恒生聚源：数据库起家，专业程度高。上海聚源数据服务有限公司成立于 2000 年，并于 2010 年被恒生电子全资收购。恒生聚源从数据库业务起家，专业程度高。在接口方面，恒生聚源除了支持市面上主流的编程语言外，还支持 Oracle 和 SQL Server 两大数据库软件；在稳定性方面，恒生聚源也优于同类产品。除此之外，聚源在人工智能方面也有所投入，其上线的“机器人小梵”能够提供类似于苹果 Siri 的功能，智能回答用户提出的问题；同时聚源还具备智能学习、语义识别、自动问答功能，通过人工智能有效提升了软件的生产率。

■ 东财 Choice：资讯行业起家，专注用户体验。

在软件设计方面，资讯行业起价的东财 Choice 在数据的查找、指标的可视化上更加用户友好。由于产品设计较晚，东财可以通过后发优势选择可视化程度更加高的界面设计模式，同时较为顺畅地加入新功能。在基金业务方面，东财依托自身的基金销售平台结算数据也做到了数据上的权威性。

■ 与同花顺的对比。

同花顺：盟友丰富，用户体验佳。同花顺在散户炒股软件领域有着较大的覆盖率优势，并拥有丰富的券商盟友资源。在 08 年以前的股市客户端市场中，同花顺通过低价策略吸引了大量券商和散户使用其产品，建

立了系统使用+开户导流生态圈。在 2017 年，同花顺的增值电信业务（Level-2 行情等）占到了总营收的 61%，而广告及互联网业务推广（开户导流）则占到了总营收的 22%左右，且毛利率在 97%左右。面向散户，同花顺积极地进行迭代，以求优化用户体验。如面向东方财富在资讯交流平台上的优势，同花顺也推出了自身的交流平台。同时同花顺也不断通过海量用户反馈数据更新其软件界面，让用户更易上手。

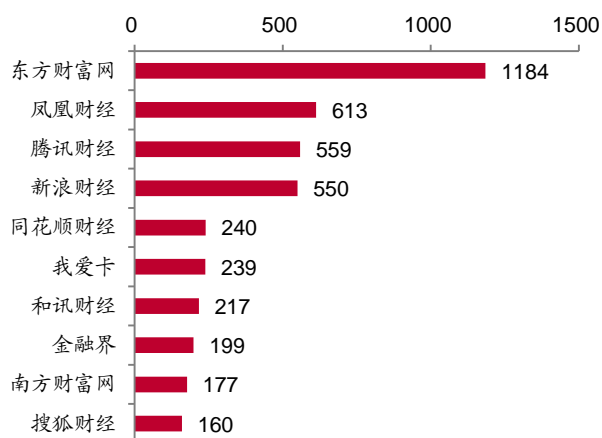
- **东方财富：附加值高，Choice 产品有优势。**在散户市场，东方财富与同花顺构成了直接竞争关系。东方财富网在流量上有明显优势，但在移动 APP 上由于东财的交易功能推出较晚，致使其移动端用户落后于同花顺。面对流量转化率不如竞争对手的问题，东财选择了正面抗衡。在 2015 年 12 月收购同信证券完成后，东方财富实现了散户开户功能，并通过互联网券商的低佣金优势吸引更多的新用户。于此同时，东财还对部分同花顺的增值业务（如 Level-2 行情等）实现限时免费的策略，以提升份额。
- **东财在高附加值产品上具有优势。**并购同信证券后，东财可以通过线下营业部进行附加值较高的融资融券业务，而这时轻资产的同花顺无法提供的。同时东财的 Choice 终端市场定位更为鲜明，且相对于同花顺 iFind（6 万一年）有较明显的价格优势，有望获得更大的市场份额。

5、互联网广告服务：流量变现

5.1 互联网广告

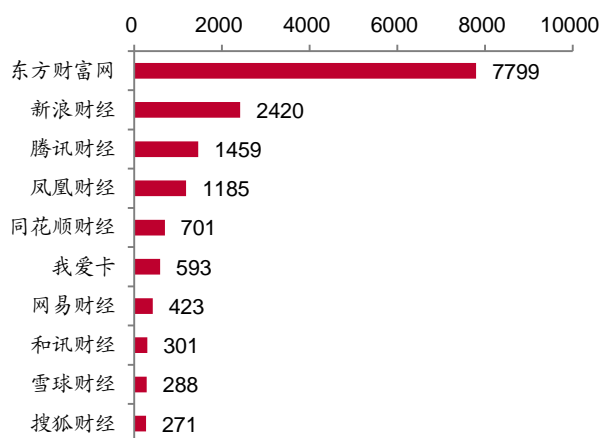
- **流量优势助力客户实现价值。**东方财富通过其网站（东方财富网、天天基金网、股吧等）及 APP 浏览量遥遥领先的优势，为客户在网页广告区中刊登广告，收取相应的广告费。与传统的广告（报纸、杂志、电视、广播）和户外广告相比，互联网广告具有速度快效果理想的特点，可以追踪、研究用户偏好，协助投放客户实现精准营销。东方财富拥有不同行业、品牌的广告投放经验，在基金、银行、汽车、饮料和房地产等行业卓有成效。

图表 31: 财经网站 2018 年 1 月日均覆盖人数(万人)



来源: iUserTracke、中泰证券研究所

图表 32: 财经网站 2018 年 1 月有效浏览时间(万时)



来源: iUserTracker、中泰证券研究所

- 优势硬广+特色资源。**东方财富的广告资源分为两类，一类是传统硬广，即将广告投放在首页、基金频道、行情频道、股吧频道和股票财经正文等处，借助其自身流量的领先优势为客户推送广告。另一类是东方财富独有的特色广告资源，包括股吧(国内最大财经社区，日均回帖超过 150 万)、财迷(国内最大财经微博)、特色视频访谈栏目以及行业性专题栏目，可以根据客户所需投放。

图表 33: 东方财富广告服务报价 (2018Q1)

频道	广告形式	广告位名称	刊例价(元)
网站首页	全屏	全屏	450000
网站首页	文字链接	TOP 文字链	60000
网站首页	通栏	顶通	300000
网站首页	按钮	一屏右侧按钮	140000
行情中心	通栏	第一通栏	240000
股票财经正文	通栏	大通栏	280000
股吧首页	通栏	通栏	160000
股吧正文	通栏	底部通栏	200000
财富生活首页	焦点图	焦点图	100000
基金首页	全屏	全屏	360000

来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 营销案例丰富，品牌活动+行业定制。**品牌活动方面，“古往今来英雄汇投资大赛”是东财一张响亮的名片，该活动以股票投资为切入点，充分结合网站用户特性，同时根据当下市场情况设定活动主题及活动方式，丰富大奖刺激用户的积极参与。此外，“东方财富风云榜”、“中国资产与财富管理论坛”等品牌活动同样由东财之手打造。行业案例方面，基金(申万、易方达、海富通等)、银行(光大、农业、汇丰等)、汽车(克莱斯勒、雪弗兰、东风等)、地产等领域东财都积累了大量经验，通过结合公司的大数据与过往案例，能够为客户量身定制方案。

图表 34: 东方财富广告营销案例 (部分)



来源: 公司官网、中泰证券研究所

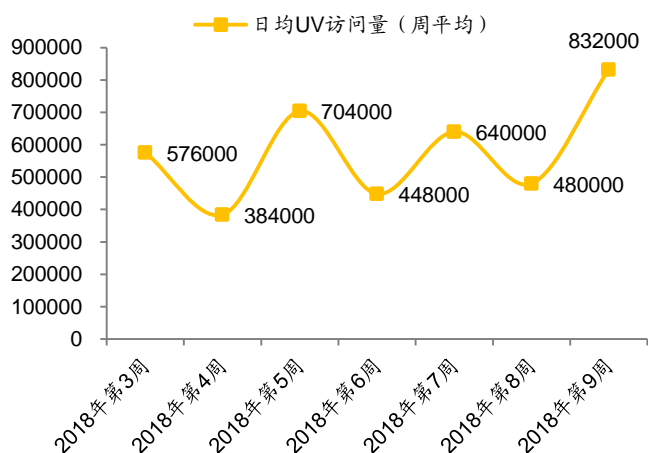
5.2 优势明显

- **访问量, 影响力。**东方财富网的覆盖人数长期位居“金融服务”分类网站第一名, 同时也是唯一一家长期位居中国综合排名前 20 强的财经门户, 多项用户访问量指标位居中国各财经网站之首。日均流量超过 2 亿, 人均页面浏览超过 10 页, 股吧的每日回帖数在 150 万以上, 是中国国内投资者互动的首选平台。

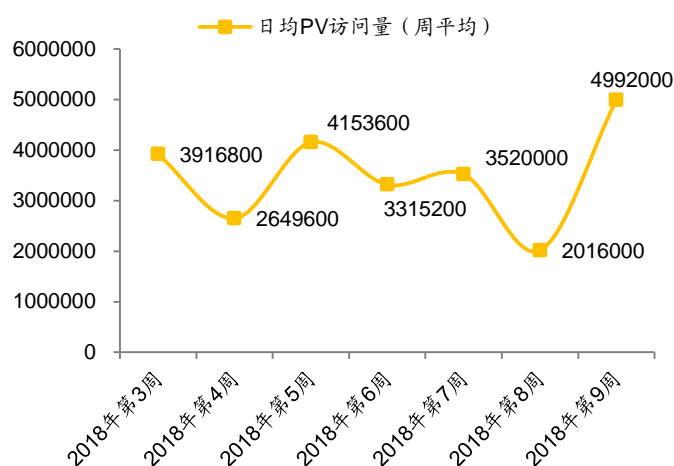
图表 35: 财经网站 2018 年 1 月覆盖人数排名

排名	网站	日均覆盖人数 (万人)	环比增幅 (%)
1	东方财富网	1184	8
2	凤凰财经	613	-1
3	腾讯财经	559	-2
4	新浪财经	550	9
5	同花顺财经	240	5
6	我爱卡	239	-5
7	和讯财经	217	-2
8	金融界	199	18
9	南方财富网	177	1
10	搜狐财经	160	3

来源: iUserTracker、中泰证券研究所

图表 36: 东方财富网 UV 访问量


来源: ALEXA、中泰证券研究所

图表 37: 东方财富网 PV 访问量


来源: ALEXA、中泰证券研究所

- 不可复制的用户粘性。**东方财富拥有财经网站中不可复制的客户粘性，用户财经网站的平均浏览时间约在 5 分钟，东方财富网浏览时间则能够达到 15 分钟左右，远高于同类型网站访问时间。东方财富网是财经资讯的首选网站，日均访问量和访问时长均遥遥领先业内，排名第二的网站与其有显著差距，东财的用户粘性可见一斑。

图表 38: 财经网站 2018 年 1 月有效浏览时间排名

排名	网站	月度有效浏览时间 (万小时)	环比增幅 (%)
1	东方财富网	7799	29.1
2	新浪财经	2420	11.9
3	腾讯财经	1459	5.4
4	凤凰财经	1185	6.8
5	同花顺财经	701	-7.5
6	我爱卡	593	-2
7	网易财经	423	23.5
8	和讯财经	301	7.1
9	雪球财经	288	77.1
10	搜狐财经	271	-5.4

来源: iUserTracker、中泰证券研究所

- 股吧、基金吧-中国最火爆的财经社区。**东财旗下的股吧和基金吧是中国最大、最火爆的财经人士专署社区。这里汇聚了关注各个行业的财经人士，同时也是品牌企业和基金公司关注的焦点。投资者在这里可以畅所欲言，用自己的视角和思维方式对股票市场以及中国金融发展发表自己的真知灼见。借助东财财经社区平台的大流量和领先地位，在广告业务投放市场中更能吸引到有需求客户的关注。

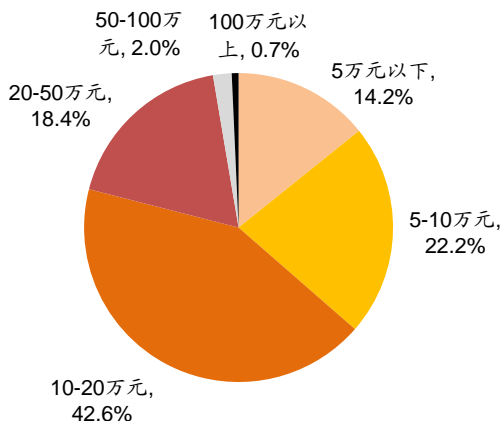
图表 39: 东方财富股吧和基金吧主页



来源: 工信部、中泰证券研究所

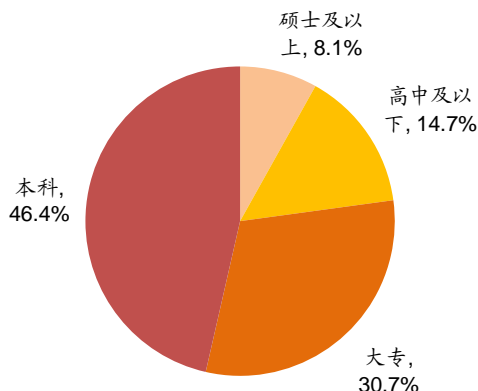
- **大数据下的精准营销。**东方财富借助大数据在营业活动中积累了大量用户相关数据,包括用户的区域分布、学历年龄状况、投资理财方式、收入规模、支付手段等等。在广告服务过程中能为客户提供更多的价值参考,协助客户精准营销。

图表 40: 东方财富用户的收入分布



来源: ALEXA、中泰证券研究所

图表 41: 东方财富用户学历分布



来源: ALEXA、中泰证券研究所

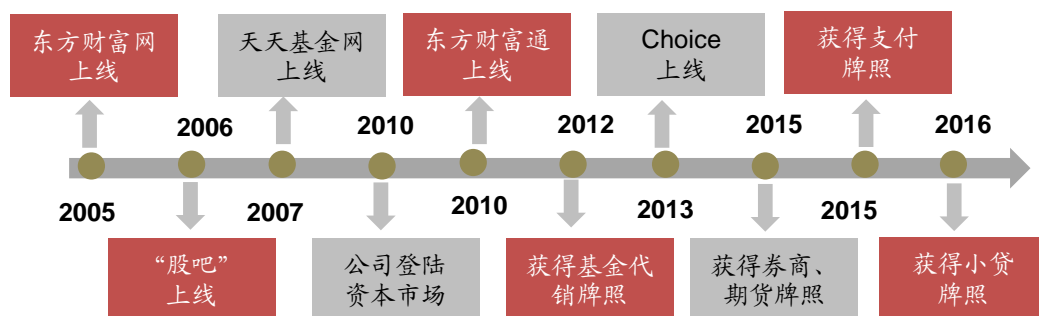
- **合作伙伴涵盖各个行业。**凭借多年在行业内的深耕细作,东财积累了各行各业的客户和合作伙伴,在广告服务及品牌推广、活动策划方面都为客户实现了价值创造,加强了客户粘性和合作关系,为后续业务的接续和新业务的拓展奠定了基础。

6、总结分析

- **强大的互联网基因。**公司早在 2005 年就上线“东方财富网”,2006 年上线互动平台“股吧”,2007 年初上线“天天基金网”。就在 2008 年,国内互联网用户规模首次位居全球第一并迎来快速发展期,借着这股东风,在行业竞争产品不多的情况下东财迅速抢占了市场,财经细分领域市场份额第一位持续至今。在随后又陆续推出了“基金吧”、“东方财富通”、“Choice”以及相应的移动端 APP,财经资讯 7X24 小时全覆盖用

户，积累了良好的口碑和用户粘性，也彰显出东财强大的互联网基因。

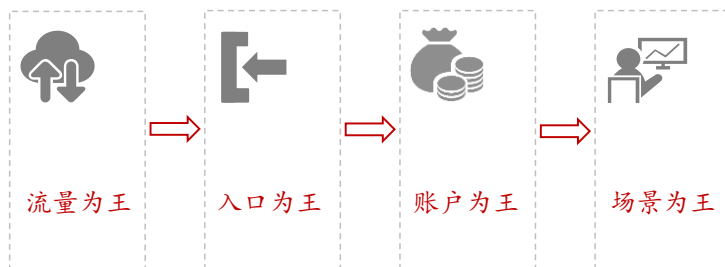
图表 42: 东方财富早期发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 流量+场景：双王在手。**在互联网时代，流量直接影响到用户的获取，而场景代表了用户在产品上花费的时间，传统证券公司的短板正凸显于此。反观东财，在流量上超过任何一家证券；场景上，其本身就拥有海量的信息浏览用户。在收购东方财富证券后，用户由浏览转向交易的潜在规模十分可观。在东财看来，流量和场景犹如双王在手，能够抓住源头，就能立于不败之地。

图表 43: 东方财富优势概览



来源：公司官网、中泰证券研究所

- “低佣金+增值服务”：你要的、我都有。**佣金方面，东方财富是市场的跟进者，竞争对手率先进行费率降低，东财会进行跟进，现阶段东财的佣金低于全行业平均，长期来看对用户的积累是有益的，具有一定的优势。而仅仅靠佣金单方面很难吸引用户，东财随即提出“金融生态圈”概念，通过构建集资讯、决策、开户、交易、理财为一体的互联网金融服务生态圈，将用户无死角的细心呵护，打造一站式互联网金融服务平台，7X24 小时，你要的，我都有。

图表 44: 东方财富提供的内容



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **客户粘性：拉的来、留得住。**对互联网基因强大的东方财富而言，自身浏览端用户转化为交易用户的潜力就非常可观。但其并不满足于此，根据 2017 年 9 月公司公告《公开发行人可转换公司债券预案》中显示，公司将动用不超过 1.5 亿元的募集资金增设证券经纪业务营业网点，拓展业务覆盖面，提高服务能力和市场占有率，并全面提升经纪业务的行业地位和市场竞争力。可以说，在拉客户这件事上，东财是不遗余力的。同时，东财留住客户的能力通过艾瑞咨询最新的数据就可见一斑。

6、盈利预测与投资建议

收入分拆

- **经纪业务：**我们假设 2018-2020 年股票日均交易额分别为 4900/5400、5700 亿元。2018-2020 年东方财富经纪业务佣金率为 0.025%。我们预计 2018-2020 年，公司佣金净收入和手续费收入合计为 11.69/16.57/20.73 亿元。
- **信用业务：**我们假设 2018-2020 年市场两融余额（年末）分别为 10177/12212/14043 亿元，2018-2020 年东方财富两融利率为 3.26%，我们预计，2018-2020 年两融业务收入分别为 4.47/6.96/9.83 亿元。我们预计 2018-2020 年东方财富股票质押收入分别为 1.83/2.38/3.10 亿元。综合以上两个业务，我们预计，2018-2020 年，东方财富信用业务收入分别为 6.31/9.34/12.93 亿元。
- **金融电子商务业务（基金销售）：**我们预计 2018 年公司基金销售业务有望快速增长，2018-2020 年金融电子商务收入增速分别为 55%/35%/30%，该业务收入分别为 13.08/17.66/22.96 亿元。
- **金融数据业务和广告业务：**我们认为 2018 年这两个业务有望实现恢复式增长，我们预计，2018-2020 年金融数据业务收入分别 2.28/2.96/4.01 亿元，广告业务收入分别为 0.91/1.09/1.36 亿元。

图表 45：证券业务收入分拆

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经纪业务					
股基日均交易额 (亿元)	5179	4580	4900	5400	5700
交易天数 (天)	244	244	244	244	244
股基市场交易额 (亿元)	1263778	1117583	1195600	1317600	1390800
东财市占率 (%)	0.80%	1.65%	2.10%	2.70%	3.20%
东财交易规模 (亿元)	10110	18440	25108	35575	44506
东财佣金率 (%)	0.028%	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%
东财买卖证券代理收入 (亿元)	2.83	4.61	6.28	8.89	11.13
手续费收入 (亿元)	2.96	3.98	5.42	7.67	9.60
东财佣金净收入和手续费收入 (亿元)	5.79	8.59	11.69	16.57	20.73
增速 (%)		48.4%	36.2%	41.7%	25.1%
信用业务					
市场两融余额 (亿元, 年末)	8945.24	9251.53	10176.68	12212.02	14043.82
东财市占率 (% , 年末)	0.45%	0.96%	1.35%	1.75%	2.15%
东财两融余额 (亿元)	40.25	88.81	137.39	213.71	301.94
东财两融利息率 (%)	5.23%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
两融业务收入 (亿元)	2.10	2.89	4.47	6.96	9.83
增速 (%)		37.4%	54.7%	55.6%	41.3%
东财股票质押规模 (亿元)	12.10	52.00	75.40	98.02	127.42
增速 (%)		329.78%	45.00%	30.00%	30.00%
东财股票质押收益率 (%)	2.03%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%
股票质押收入 (亿元)	0.25	1.27	1.83	2.38	3.10
两融+股票质押收入 (亿元)	2.35	4.16	6.31	9.34	12.93
增速 (%)		76.8%	51.7%	48.1%	38.4%
资管业务 (亿元)	0.85	0.52	0.71	0.96	1.29
增速 (%)		-38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
投行业务 (亿元)	1.20	0.52	0.63	0.79	1.02
增速 (%)		-56.4%	20.0%	25.0%	30.0%
其他业务 (亿元)	1.30	0.55	0.64	0.73	0.84
增速 (%)		-57.4%	15.0%	15.0%	15.0%
证券业务合计收入 (亿元)	11.49	14.34	19.97	28.38	36.81
增速 (%)		24.9%	39.2%	42.1%	29.7%

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 46: 公司主要业务分拆

收入(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
证券业务	113.2	1148.8	1434.4	1997.1	2838.1	3680.7
同比增长(%)		915.1%	24.9%	39.2%	42.1%	29.7%
金融电子商务服务	2442.4	870.6	844.2	1308.5	1766.5	2296.4
同比增长(%)		-64.4%	-3.0%	55.0%	35.0%	30.0%
金融数据服务	249.0	219.8	169.2	228.4	296.9	400.8
同比增长(%)		-11.7%	-23.0%	35.0%	30.0%	35.0%
广告服务	101.6	97.6	79.0	90.8	109.0	136.3
同比增长(%)		-3.9%	-19.1%	15.0%	20.0%	25.0%
其他主营业务	19.7	15.0	20.0	23.0	26.5	30.4
同比增长(%)		-23.8%	33.1%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	2925.9	2351.8	2546.8	3647.8	5036.9	6544.6
同比增长(%)		-19.6%	8.3%	43.2%	38.1%	29.9%

来源: Wind、中泰证券研究所

- 我们认为, 东方财富作为金融 IT 和互联网券商龙头, 在技术和业务方面持续进行创新, 稀缺性更加突显。公司依靠“流量+数据+场景+牌照”等优势, 未来业务有望实现快速增长。我们预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 10.34 亿元、13.98 亿元、18.44 亿元, EPS 分别为 0.24 元、0.33 元、0.43 元, 目前股价对应的 PE 分别为 65 倍、48 倍、36 倍。维持“买入”评级。

图表 47: 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	CAGR(16-19E) (%)	PEG
同花顺	300033.SZ	51.36	276.1	1.71	1.85	2.22	30.0	27.8	23.1	14.0%	1.99
恒生电子	600570.SH	52.80	326.2	0.80	0.92	1.18	65.9	57.2	44.9	21.2%	2.70
赢时胜	300377.SZ	14.82	110.0	0.29	0.42	0.60	51.9	35.3	24.7	54.3%	0.65
金证股份	600446.SH	16.33	139.3	0.22	0.44	0.58	74.3	37.2	28.0	28.4%	1.31
平均				0.75	0.91	1.15	55.5	39.4	30.2	29.5%	1.66
东方财富	300059.SZ	15.56	667.3	0.15	0.24	0.33	104.8	64.6	47.8	48.1%	1.34

来源: Wind、中泰证券研究所, 股价为 2018 年 3 月 16 日收盘价

7、风险提示

经纪业务佣金率下降的风险; 融资融券业务发展低于预期的风险; 毛利率下降的风险; 市场份额下降风险。

图表 48: 公司主要财务数据预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,546.8	3,647.8	5,036.9	6,544.6	净利润	634.8	1,033.5	1,397.5	1,843.7
减:营业成本	397.0	379.7	489.3	665.6	加:折旧和摊销	216.1	201.2	201.2	197.9
营业税	26.9	58.6	81.7	93.4	资产减值准备	81.4	-	-	-
销售费用	315.8	341.3	479.7	682.4	公允价值变动损失	21.8	-82.5	-43.8	56.7
管理费用	1,283.3	1,582.1	2,285.8	2,904.2	财务费用	202.0	-51.5	-68.6	-71.6
财务费用	-32.3	-51.5	-68.6	-71.6	投资收益	-85.8	-94.9	-113.6	-136.4
资产减值损失	81.4	38.9	45.9	55.4	少数股东损益	-2.1	-1.8	-3.2	-4.4
加:公允价值变动收益	-21.8	-82.5	-43.8	56.7	营运资金的变动	-12,336.6	5,173.9	-3,363.5	-1,020.4
投资和汇兑收益	200.0	94.9	113.6	136.2	经营活动产生现金流量	-6,159.9	6,177.9	-1,994.0	865.4
营业利润	676.4	1,311.1	1,793.0	2,408.0	投资活动产生现金流量	-69.6	257.1	201.8	23.5
加:营业外净收支	2.7	64.5	66.0	44.4	融资活动产生现金流量	8,894.3	-6,718.3	822.0	1,073.1
利润总额	679.1	1,375.6	1,859.0	2,452.4	现金净流量	2,667.2	-281.6	-967.7	1,964.3
减:所得税	44.2	343.9	464.8	613.1					
净利润	636.9	1,033.5	1,397.5	1,843.7					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,080.3	11,796.9	10,826.7	12,788.7	成长性				
交易性金融资产	2,668.8	2,586.3	2,542.5	2,599.2	营业收入增长率	8.3%	43.2%	38.1%	29.9%
应收帐款	2,624.8	2,923.8	5,317.0	5,494.2	营业利润增长率	1.4%	93.8%	36.8%	34.3%
应收票据	-	-	-	-	净利润增长率	-10.8%	62.3%	35.2%	31.9%
预付帐款	56.7	63.9	103.0	112.5	EBITDA增长率	13.3%	78.0%	31.8%	31.6%
存货	142.2	141.2	101.4	246.0	EBIT增长率	3.3%	103.0%	36.9%	35.5%
其他流动资产	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0	净资产增长率	14.4%	-1.9%	8.7%	11.0%
可供出售金融资产	90.0	94.8	93.8	92.9	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	84.4%	89.6%	90.3%	89.8%
长期股权投资	410.4	410.4	410.4	410.4	营业利润率	26.6%	35.9%	35.6%	36.8%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	25.0%	28.3%	27.7%	28.2%
固定资产	1,761.3	1,584.3	1,407.3	1,230.3	EBITDA/营业收入	32.2%	40.0%	38.2%	38.7%
在建工程	43.8	43.8	43.8	43.8	EBIT/营业收入	24.4%	34.5%	34.2%	35.7%
无形资产	69.2	45.0	20.9	-	运营效率				
其他非流动资产	3,127.1	3,074.8	3,064.4	3,045.7	固定资产周转天数	250	165	107	73
资产总额	41,844.8	33,125.3	36,515.1	39,968.4	流动资产周转天数	4,098	3,168	2,121	1,832
短期债务	298.0	-	-	-	应收帐款周转天数	324	274	294	297
应付帐款	969.2	652.0	1,684.8	1,363.1	存货周转天数	20	14	9	10
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	4,865	3,699	2,489	2,104
其他流动负债	20,477.1	15,983.8	16,565.7	17,861.4	投资资本周转天数	792	575	339	372
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	5,420.0	2,086.1	2,607.4	3,371.2	ROE	4.3%	7.2%	8.9%	10.6%
负债总额	27,164.3	18,721.9	20,857.9	22,595.6	ROA	1.5%	3.1%	3.8%	4.6%
少数股东权益	2.6	0.8	-2.4	-6.8	ROIC	22.2%	11.1%	40.9%	27.7%
股本	4,288.8	4,288.8	4,288.8	4,288.8	费用率				
留存收益	9,178.6	10,113.7	11,370.7	13,090.8	销售费用率	12.4%	9.4%	9.5%	10.4%
股东权益	14,680.4	14,403.3	15,657.2	17,372.8	管理费用率	50.4%	43.4%	45.4%	44.4%
负债和股东权益合计	41,844.8	33,125.3	36,515.1	39,968.4	财务费用率	-1.3%	-1.4%	-1.4%	-1.1%
					三费/营业收入	61.5%	51.3%	53.5%	53.7%

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。