

东方财富 (300059.SZ)

公司分析

流量基础铸就发展，平台战略纵深推进

投资要点

- ◆ **中期业绩高速增长，证券业务逆市扩张：**公司是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，证券业务和金融电子商务业务成为公司业务双支柱。公司2018年上半年营业收入为16.35亿元，同比上升49.4%，归母净利润5.59亿元，同比增长114.8%。2018年上半年特别是二季度证券市场交易下滑，公司证券业务实现逆市扩张，市占率持续提升。上半年公司基金销售回暖，代销费率下滑趋势收窄。
- ◆ **核心优势：流量基础叠加成本优势，产品线布局丰富：**公司通过旗下东方财富网、天天基金网及股吧三大入口聚合大规模用户，并相互导入流量，获客成本较低，同时实行低价策略快速争夺用户，抢占市场份额，并通过丰富的产品线和多元化的服务提升用户粘性，持续巩固多终端、多平台的流量优势，打造一站式互联网金融服务平台。
- ◆ **行业格局：互联网巨头强势介入，传统券商积极转型：**近年来随着互联网金融风起云涌，证券业务互联化成为发展趋势。互联网巨头通过收购获取牌照难以落地，采取入股参股券商，以技术服务介入证券领域。大型券商自建互联网平台，线上发展卓越成效。中小型券商依靠第三方引流发展线上业务，引发佣金价格战，发展受阻。此外移动端成为证券投资的主要接口，各大券商积极布局金融科技。公司在2015年获得券商牌照，凭借自身流量基础，抢占行业先机。
- ◆ **链接人与财富，打造一站式互联网金融服务平台：**嘉信理财经历佣金折扣证券经纪商、资产集合商、互联网转型、全面服务商四个阶段后，成功走通了折扣经纪商转型综合资产管理平台的道路。公司目前用户基数、市场份额以及大资管平台已经初具规模。未来随着金融牌照的不断落地，东方财富将拓宽金融服务领域，逐步由流量模式转为用户运营模式，有望复制嘉信理财成功模式，向一站式互联网金融服务平台转型。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2018年至2020年每股收益分别为0.25元、0.35元和0.42元。首次覆盖给予买入-B建议。
- ◆ **风险提示：**经纪业务和两融业务市占率扩张不达预期；证券市场成交量不及预期；行业监管政策风险；互联网巨头获得券商牌照对公司业务产生影响

传媒|互联网 III

投资评级

买入-B(首次)

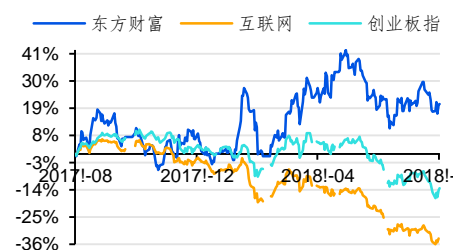
股价(2018-08-10)

12.94元

交易数据

总市值(百万元)	66,876.37
流通市值(百万元)	53,745.24
总股本(百万股)	5,168.19
流通股本(百万股)	4,153.42
12个月价格区间	11.71/17.09元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.91	4.5	30.97
绝对收益	-1.52	-14.04	16.72

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,351.8	2,546.8	3,620.0	4,608.6	5,596.1
同比增长(%)	-19.6%	8.3%	42.1%	27.3%	21.4%
营业利润(百万元)	667.4	676.4	1,338.2	1,905.4	2,321.9
同比增长(%)	-68.4%	1.4%	97.8%	42.4%	21.9%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,292.7	1,817.9	2,182.3
同比增长(%)	-61.4%	-10.8%	103.0%	40.6%	20.0%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.25	0.35	0.42
PE	91.3	102.3	50.4	35.9	29.9
PB	5.1	4.4	4.2	3.8	3.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、中期业绩高速增长，证券业务逆市扩张	4
二、核心优势：流量基础叠加成本优势，产品线布局丰富	6
（一）三大平台构筑流量基础	6
（二）低价策略争夺客户	7
1、证券业务	7
2、基金代销业务	8
3、金融数据业务	9
（三）产品线布局丰富	9
三、行业格局：互联网巨头强势介入，传统券商积极转型	10
四、链接人与财富，打造一站式互联网金融服务平台	12
五、盈利预测及投资建议	14
（一）核心假设及业务拆分	14
（二）投资建议	15
六、风险提示	15

图表目录

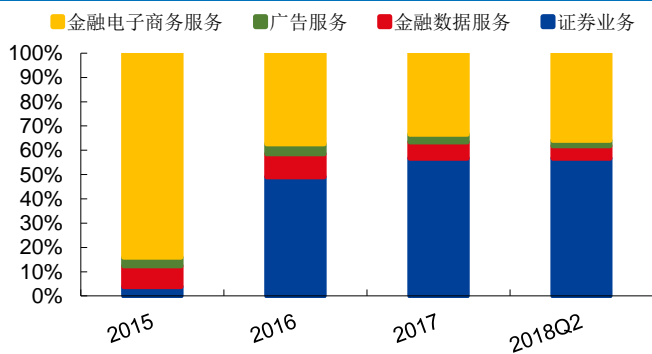
图 1：公司营业收入构成	4
图 2：公司发展轨迹	4
图 3：公司股票市场市占率	4
图 4：公司两融业务市占率	4
图 5：公司股票市场市占率	5
图 6：公司两融业务市占率	5
图 7：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	5
图 8：过往 12 个季度主要费用率变动	5
图 9：2018 年 6 月前十大财经网站日均覆盖人数	6
图 10：2018 年 6 月前十大财经网站月度浏览时间	6
图 11：2018 年 6 月前十大证券 APP 日均独立设备数	6
图 12：2018 年 6 月证券 APP 月度有效时间	6
图 13：东方财富商业模式	7
图 14：2017 年各大券商佣金率	8
图 15：公司产品线布局情况	10
图 16：互联网券商运营模式	10
图 17：嘉信理财营收情况	13
图 18：嘉信理财主营业务构成	13
图 19：2017 年券商代理买卖证券收入与代销金融产品收入排名	14
图 20：财富管理服务机构服务能力评估	14
表 1：第三方基金销售机构费率情况	8
表 2：金融数据终端价格对比	9
表 3：互联网公司参股、并购券商梳理	11
表 4：证券类 APP 功能情况	12
表 5：公司分项业务预测情况	15

一、中期业绩高速增长，证券业务逆市扩张

公司是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，通过以“东方财富网”为核心，集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服务大平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。

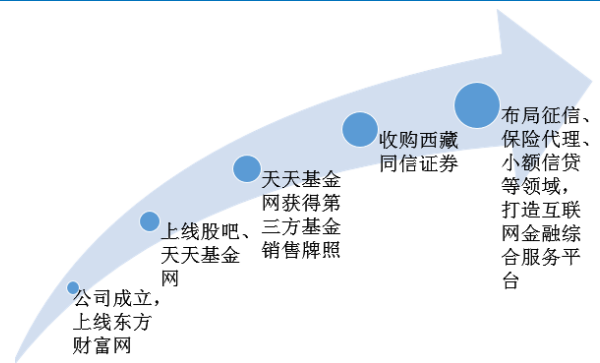
公司主要业务有证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务等。自 2012 年公司获取基金代销牌照后，大力发展金融电子商务业务，2015 年天天基金网基金销售额达到 7433 亿元，推动当年业绩井喷，主营业务收入同比增长近 4 倍。2015 年公司收购同信证券（后改名为东方财富证券），成为首家拥有券商牌照的互联网平台。此后受市场因素金融电子商务业务、金融数据服务和互联网广告业务等传统业务收入有所下滑，公司积极转型，以“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”为平台，凭借互联网技术优势、完善的金融场景和海量客户群体的优势，大力拓展证券业务，市场份额实现快速提升，2018 年二季度证券业务收入占主营收入接近 57%。目前证券业务和金融电子商务业务成为公司营收主要来源。

图 1：公司营业收入构成



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司发展轨迹



资料来源：华金证券研究所整理

公司 2018 年上半年营业收入为 16.35 亿元，同比上升 49.4%，归母净利润 5.59 亿元，同比增长 114.8%。其中 2018 年第二季度，公司营业收入为 8.12 亿元，同比增长 45.5%，归母净利润为 2.58 亿元，同比增长 61.4%。报告期内，公司充分发挥大平台和海量用户的核心竞争优势及整体协同效应，加强服务网点建设，持续丰富平台产品，证券业务和金融电子商务收入同比大幅增长。

图 3：公司历年收入情况

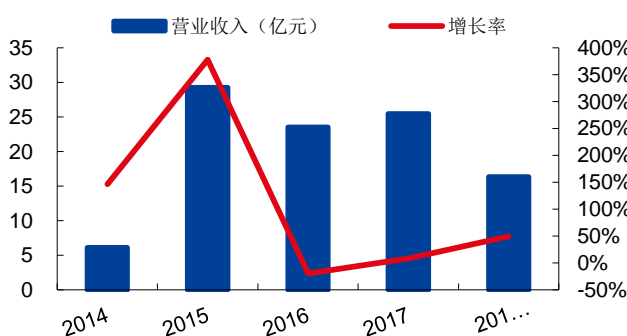
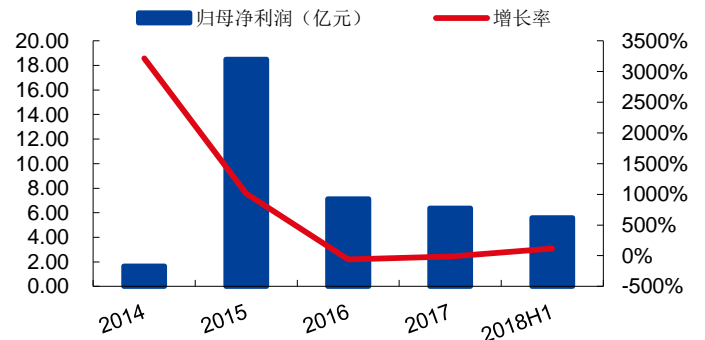


图 4：公司历年归母净利润情况

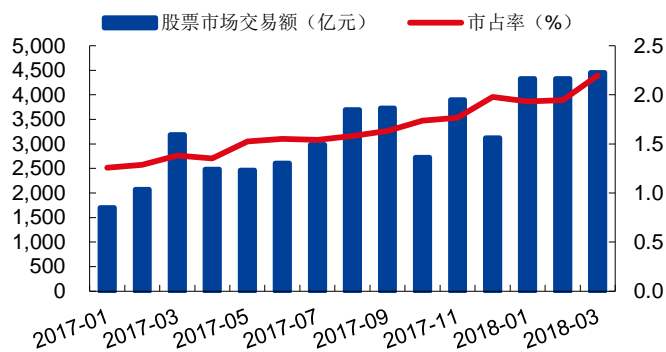


资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

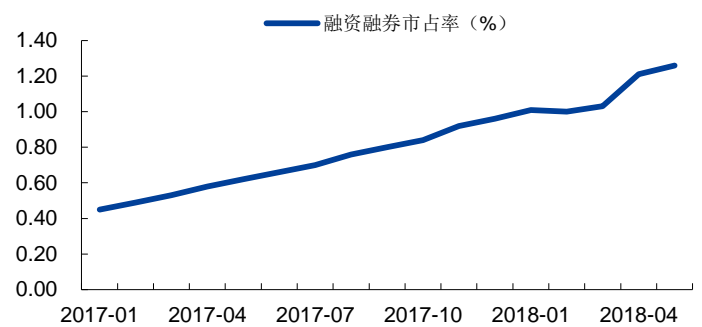
分业务来看, 2018 上半年公司证券业务收入为 9.23 亿元, 同比增长 50.1%。2018 年上半年, 公司手续费及佣金收入为 5.97 亿元, 同比增长 42.7%, 其中经纪业务收入 5.47 亿元。根据 wind 数据显示, 2018 年二季度两市成交量为 24.07 万亿, 环比一季度减少 14.4%, 尽管公司经纪业务受到两市成交量下滑影响, 但公司经纪业务市占率仍在快速提升, 2018 年二季度公司手续费及佣金收入收入为 2.92 亿元, 环比仅减少 4.5%, 我们判断 2018 年 6 月末公司经纪业务市占率约为 2.4%。2018 年上半年, 公司利息净收入为 3.26 亿元, 同比增长 65.7%。根据 Wind 数据, 2018 年 6 月末全市场两融余额, 相比与 2018 年 3 月末下降-8.15%。2018 年二季度公司利息净收入为 1.76 亿元, 环比增长 16.9%。公司在融资融券市场份额快速提升带动两融业务保持较快增长。2018 上半年金融电子商务业务收入为 5.84 亿元, 同比增长 63.7%。上半年基金销售额为 3025.55 亿元, 同比增长 90.80%, 基金认申购及定期申购交易 3105 万笔, 同比增长 91%。其中“活期宝”销售额为 1930.21 亿元, 同比增长 97%。收入增速低于基金销售规模主要受费率下降影响, 上半年平均费率为 0.193%, 2017 年全年平均费率为 0.20%, 上半年平均费率下滑趋势收窄。

图 5: 公司股票市场市占率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6: 公司两融业务市占率



资料来源: wind, 华金证券研究所

公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 87.62%，同比上升 3.21 个百分点，其中第二季度的毛利率为 87.27%，同比下降 0.7 个百分点，在证券业务收入持续提升以及基金代销行业需求向好情况下，规模效应带动主营业务毛利率出现了明显的提升。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 7.25%、40.69%、5.02%，其中第二季度的分别为 7.92%、42.49%、4.47%，公司新增线下网点以及投入增加是管理费用率水平上升的主要原因，公司利息收入的增加主要由于可转债利息成本的计提。

图 7: 过往 12 个季度毛利率及净利率变动

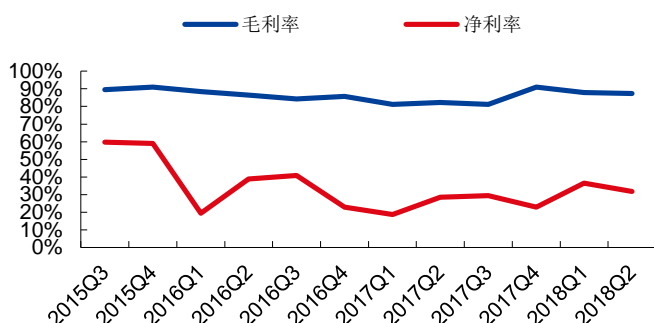
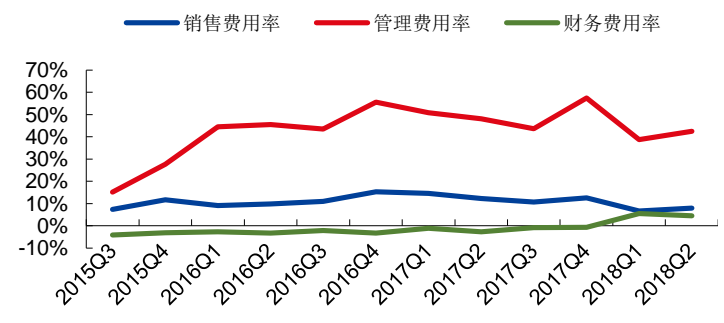


图 8: 过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

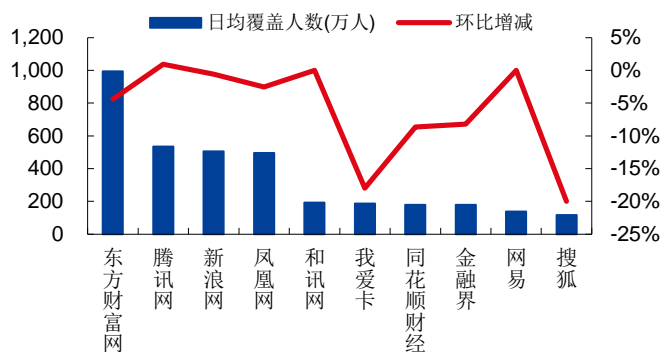
二、核心优势：流量基础叠加成本优势，产品线布局丰富

公司通过旗下东方财富网、天天基金网及股吧三大入口聚合大规模用户，并相互导入流量，获客成本较低，同时实行低价策略快速争夺用户，抢占市场份额，并通过丰富的产品线和多元化的服务提升用户粘性，持续巩固多终端、多平台的流量优势，打造一站式互联网金融服务平台。

(一) 三大平台构筑流量基础

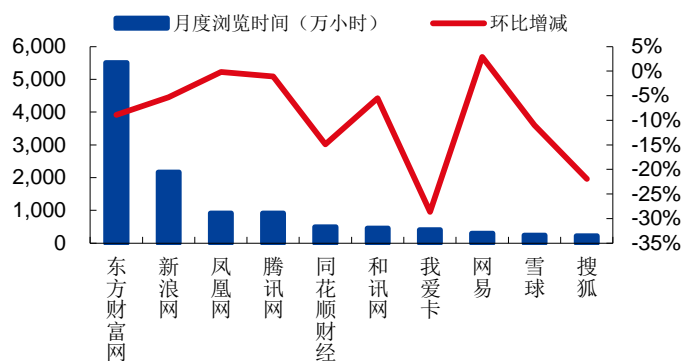
目前，东方财富的旗舰产品东方财富网已成为中国最领先的财经门户网站。东方财富网提供全面、丰富、符合用户需求的财经资讯服务，在 PC 端的用户规模及粘性优势显著，在所有垂直财经门户网站中稳居第一。根据 2018 年 6 月艾瑞数据，东方财富网日均覆盖人数 995 万人，在前十大同类财经网站中市场占比达 28%；月度有效浏览时间 5508 万小时，超过其余九家之和。

图 9：2018 年 6 月前十大财经网站日均覆盖人数



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

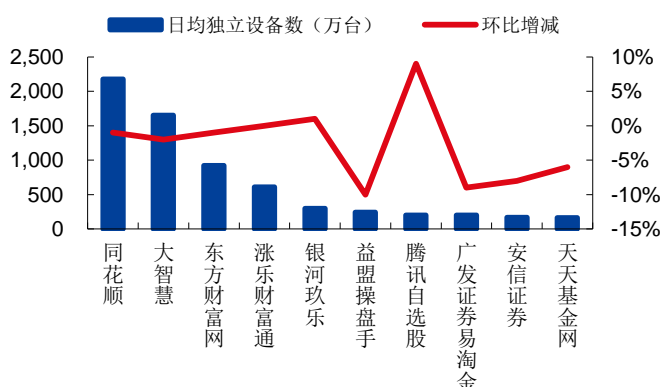
图 10：2018 年 6 月前十大财经网站月度浏览时间



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

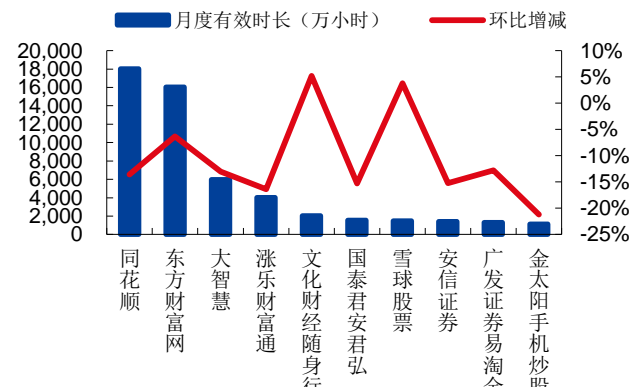
移动端方面，东方财富网 APP 的用户规模处于行业第二梯队，根据 2018 年 6 月艾瑞数据，证券 APP 日均独立设备数前三名分别为同花顺、大智慧、东方财富，同时天天基金网 app 进入前十名。东方财富网 APP 的月度有效时长为 16054 万小时，仅此与同花顺，具有明显的用户粘性优势。

图 11：2018 年 6 月前十大证券 APP 日均独立设备数



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

图 12：2018 年 6 月证券 APP 月度有效时间



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

资料来源：艾瑞，华金证券研究所

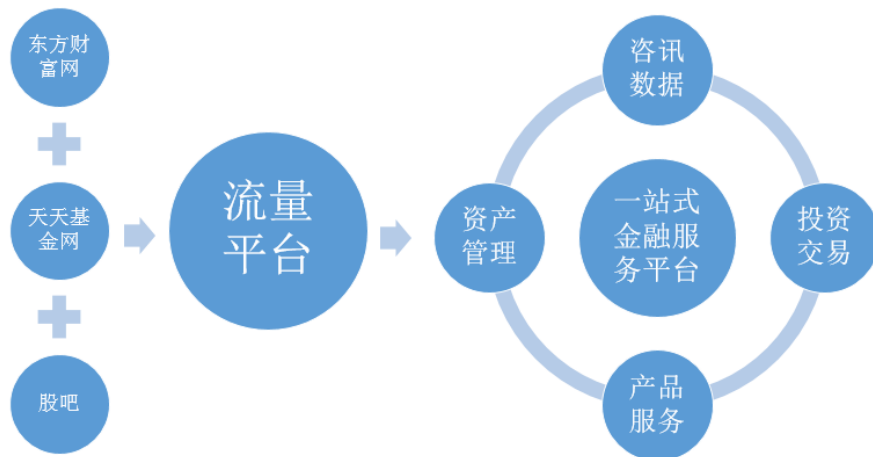
资料来源：艾瑞，华金证券研究所

天天基金网自 2007 年上线，致力向投资者提供专业、及时、全面的基金交易、资讯、净值、数据、评级、分析、互动等全面理财服务，为线下渠道购买基金的客户提供在线基金数据查询和筛选工具，形成了极高的品牌知名度。截至 2018 年 6 月 30 日，天天基金网 2018 年上半年日均页面浏览量为 690.87 万次，比 2017 年末增长 122.58 万次，天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 160.89 万人，比 2017 年末增长 94.53 万人，稳定增长的流量基础为互联网基金销售实现导流。

股吧是东方财富网旗下的股票投资交流社区，包括实时行情评论和个股交流等。投资者可以根据自己的投资理念和选股策略，发表对市场、行业、事件以及公司的各种看法和观点，并且相互评论和留言，股吧已经成为中国最大最热门的财经交流社区。股吧凭借其强社交属性，并进一步巩固了东方财富网的用户粘性。

公司在东方财富网、天天基金网和股吧三大流量平台基础上，以东方财富网为流量中枢进行平台之间的相互导流，并以此加强用户使用的粘性，成为线上垂直财经领域的领跑者。

图 13：东方财富商业模式



资料来源：华金证券研究所

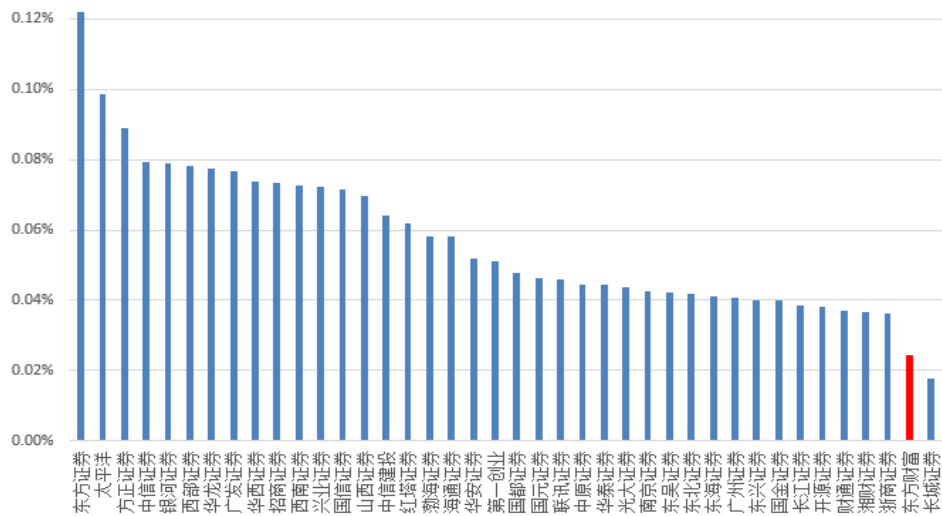
（二）低价策略争夺客户

1、证券业务

由于证券互联网化以及监管政策鼓励创新等因素，券商同质化通道服务竞争加剧，加上国内证券市场以个人投资者为主，多数券商采取降低佣金费率的方式抢占市场份额，行业进入“佣金战”时期。截至 2017 年末，行业平均佣金费率已下调至 0.0378%。部分券商的佣金费率已接近监管部门明确规定的底线（即不得明显低于经纪业务成本，约为万分之二）。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 2017 年的佣金率约为 0.0244%，在同期券商行业中排名第二，仅次于长城证券的 0.0177%。公司佣金率明显低于大多数券商，对于价格敏感的客户

来说，选择东方财富有着较大的吸引力。我们认为公司能够实行较低的佣金率原因是流量基础使得获客成本较低和重视互联网技术应用。

图 14：2017 年各大券商佣金率



资料来源：wind，华金证券研究所

融资利率方面，2017 年 5 月东方财富将利率由原本的 8.35% 调低至 6.99%。目前券商整体融资利率在 8% 以上，近六成券商长期坚持 8.35% 的融资利息，36 家执行 8.6% 的利率，除东方财富，仅有九州证券（7.5%）和广州证券（7.9%）的融资利率低于 8%。东方财富实行的低融资利率策略吸引客户，两融业务市占率快速提升。

2、基金代销业务

基金代销机构主要获取四项收入：销售费、申购（认购）费、赎回费和管理费，其中销售费和申购费完全归销售机构所有，管理费和赎回费则由基金公司按比例分成给销售机构。

互联网已成为基金销售的主要渠道，基金代销电商化程度较高，第三方销售机构以丰富的产品和优惠的费率深受投资者的青睐。随着第三方销售机构数量猛增，加上阿里、中国平安、京东、腾讯等巨头陆续进场，行业竞争持续加剧。为了争夺用户，2016 年天天基金网率先将基金申购费率由 4 折减低至 1 折，其余机构相继跟随降费率，目前申购费 1 折已成第三方基金销售行业常态。

表 1：第三方基金销售机构费率情况

公司	申购费率	赎回费率	管理费率
天天基金（东方财富）	基准价 1 折	基准价	按约定比例分成
蚂蚁基金（阿里）	基准价 1 折	基准价	
好买基金（腾讯）	基准价 0.6 折	基准价	
同花顺基金（同花顺）	基准价 1 折	基准价	
众禄基金	基准价 1 折	基准价	
陆金所（平安）	部分 1 折，部分 4 折	部分 1 折	

资料来源：公司官网、华金证券研究所

随着今年腾讯旗下全资子公司腾安信息科技获批第三方基金销售牌照,目前总共有 116 家第三方理财机构获得基金代销牌照,基金代销市场竞争愈演愈烈,具有先发优势和渠道优势的代销机构逐步确立领先地位,行业格局逐渐清晰。以天天基金、蚂蚁基金、好买基金等为代表的第三方基金销售机构领先优势持续稳固,行业马太效应显现。

3、金融数据业务

公司的金融数据服务已完整布局 PC 端、移动端,包括基于量化投资的“投资大师”软件、面向个人投资者的免费“东方财富终端”、收费版 Level-2 决策版、Level-2 极速版、面向机构投资者的 Choice 数据等。Choice 数据还可以根据客户自身的需求,提供个性化专题实时定制服务。

价格方面,东方财富的金融数据产品具有较高的性价比。Choice 金融终端单套价格为 5800 元/年,加上沪深 Level-2 功能的价格为 6520 元/年,移动版东方财富网 APP 则完全免费。整体来看,东方财富的产品相比大智慧、同花顺等价格更具性价比。

表 2: 金融数据终端价格对比

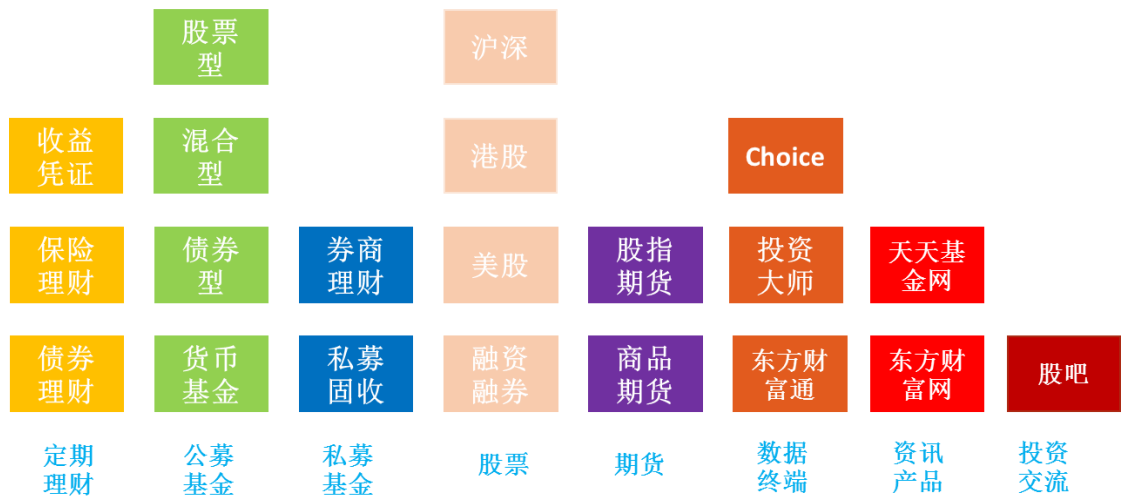
公司	产品	价格
东方财富	东方财富(手机版、电脑版)	免费
	Choice 金融终端	5800 元/年
	Choice 金融终端+Level-2	6520 元/年
大智慧	大智慧(手机版、电脑版)	免费
	大智慧专业版	2680 元/年
	大智慧财富版	9800 元/年
	大智慧策略投资终端	38000 元/年
同花顺	同花顺(手机版、电脑版)	免费
	同花顺 level-2 基础版	2880 元/年
	iFind	78000 元/年

资料来源:公司官网、华金证券研究所

(三) 产品线布局丰富

公司持续拓展业务范围,以投资入股等方式获取多个金融业务牌照,逐步切入理财、证券交易、支付、消费金融等不同场景。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。同时,东方财富正在申请公募基金管理牌照、保险经纪牌照。从产品线来看,东方财富提供定期理财、公募基金、私募基金、股票、期货、数据终端、资讯以及投资交流等产品,未来将进一步丰富产品线,打造一站式财富管理平台,为用户提供一体化的金融服务。

图 15: 公司产品线布局情况

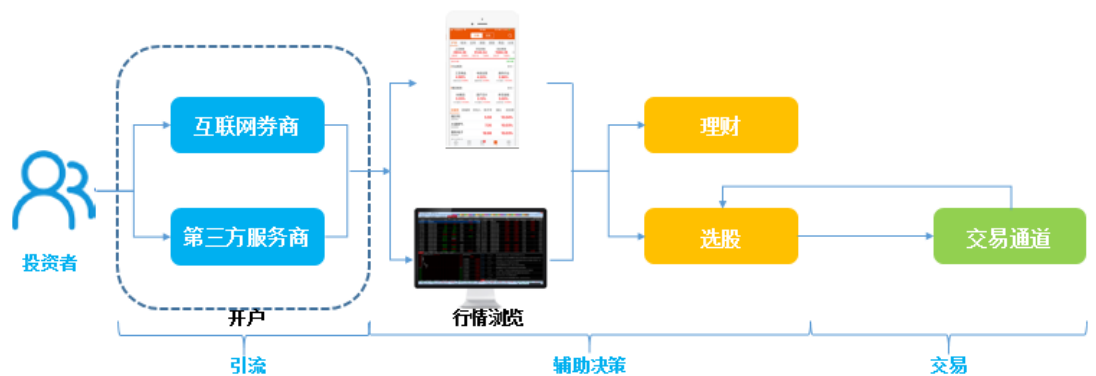


资料来源: 华金证券研究所整理

三、行业格局：互联网巨头强势介入，传统券商积极转型

近年来随着互联网金融风起云涌，网上开户、互联网券商试点等监管政策逐步落地，证券业务互联化成为发展趋势。互联网券商不仅仅是将券商的产品放到互联网上，也不仅仅是线上销售，而是包含了一系列线上化运营和服务，注重对用户赋能。相较于传统证券服务，用户在互联网渠道上的选择范围更广，其主要思路是提供用户需求的产品和服务，凭借品牌优势获取更多用户。从参与主体来看，中国互联网证券行业的参与主体主要包括传统券商和互联网公司以及第三方服务商。

图 16: 互联网券商运营模式



资料来源: 易观智库, 华金证券研究所

作为开展金融业务的重要环节，牌照一直是各大互联网公司积极努力的方向。BAT 享有巨大的用户和数据以及先进的技术，一旦拥有券商牌照，借助巨大的流量优势，证券业务将呈现爆发式的增长。监管层对于互联网巨头的牌照问题比较谨慎，加上 2015 年股灾以后，对金融创新的态度从积极支持转为严格管控，使得互联网巨头获取牌照迟迟难以落地。以阿里为例，分别在 2014 年和 2017 年计划通过收购长江证券以及德邦证券获取券商牌照，最后均以失败告终。另一方面，BAT 积极入股传统券商，通过技术服务介入金融领域。由于证券业务牌照限制和金融监

管合规审慎等原因，互联网科技公司还没有大范围布局证券业务，BAT 涉及的证券业务主要为证券投资者提供行情资讯、交流社区、智能投顾等服务，无法涉足券商的核心业务，巨大的流量基础无法转化。东方财富在 2015 年收购同信证券，顺利获得券商牌照，凭借自身流量基础，快速提升证券业务市场份额，抢占行业先机。

表 3：互联网公司参股、并购券商梳理

互联网公司	参股事项	收购事件
东方财富		收购西藏同信证券 100% 股权；收购宝华世纪证券（香港）100% 股权
大智慧		拟收购湘财证券 100%（终止）
腾讯	投资富途证券；认购中金公司 H 股，占发行总股本 4.95%	
阿里	35 亿入股华泰证券 3.25% 股权	要约收购长江证券（遭湖北政府反对）、蚂蚁金服拟收购德邦证券 75% 股权（终止）

资料来源：公司公告、华金证券研究所

和互联网公司相比，传统券商在自己的业务领域具有极强竞争优势，在互联网经验、技术能力、创新意识等方面均存在不足，而线上化转型成为证券业务发展趋势。传统券商的互联网化模式主要包括自建网络平台和通过互联网平台导流。华泰证券、国泰君安证券为主的大型券商凭借自身的实力自建互联网平台，展开一系列线上改革，推动证券行业线上发展。华泰证券以互联网为平台依托，将经纪业务向线上集中，以低佣金政策迅速吸引了大量线上用户，并引入金融科技，拓宽线上服务的边界，成为传统券商向互联网转型的典范。

由于自建平台需要大规模 IT 资源投入，中小型券商只能寻求第三方平台合作，让第三方平台为其导流，导流之后用户的开户行为和交易行为还是停留在第三方平台，券商难以提供增值服务，随着佣金率持续走低，中小券商的议价能力越来越弱，只能形成佣金的恶性竞争。

随着针对个人投资者的证券零售业务互联网化，移动应用端已经成为证券投资的主要接口。截至 2017 年底，中国证券交易类应用累计有 289 个，独立证券开户类应用有 38 个，多数交易类应用端都有开户功能。移动端开户占比达 96.1%，基本实现了全移动端开户，移动端成交量占证券成交量 36.8%，证券服务应用的月活为 1 亿，活跃用户规模接近证券市场投资人数。

金融科技推动证券类服务 APP 在功能服务方面不断升级，智能盯盘、相似 K 线、成本分析等科技应用等成为应用标配。各大券商也采用不同的发展策略，力求移动应用实现个性化和科技化。华泰证券的涨乐财富通计划打造智能应用，推出涨乐智能家族、全景行情、超级账户以及严选理财等四大核心模块；平安证券主推智能选股和智能投顾，为客户提供持仓诊断和换股建议；国泰君安重视移动应用社区化，打造投资者交流学习的平台，提供用户留存和使用时间。

表 4: 证券类 APP 功能情况

App 名称	开户	一键申购	智能选股	智能盯盘	相似 K 线	成本分析	数据分析	智能投顾	账户可视化	直播	跟牛人	社区	小游戏	模拟炒股
涨乐财富通	√	√		√	√	√	√		√	√	√	√	√	√
平安证券	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√	√	√	√
国泰君安君弘	√	√		√	√	√	√		√	√	√	√		√
广发证券易淘金	√	√	√	√	√	√		√						
安信手机证券	√	√				√	√		√	√	√	√	√	√

资料来源: 易观智库, 华金证券研究所

第三方证券服务商主要通过向券商提供导流服务的模式促进行业发展。其中包括同花顺、东方财富、大智慧、雪球、益盟、万得等等。在所有第三方证券服务应用里, 同花顺以超过 3000 万的月活跃用户排名行业第一。由于第三方平台接入券商较多, 导流之后用户仍停留在第三方平台, 以及行业恶性竞争导致佣金率大幅下降, 因此通过第三方平台导流对券商盈利提升的作用十分有限。

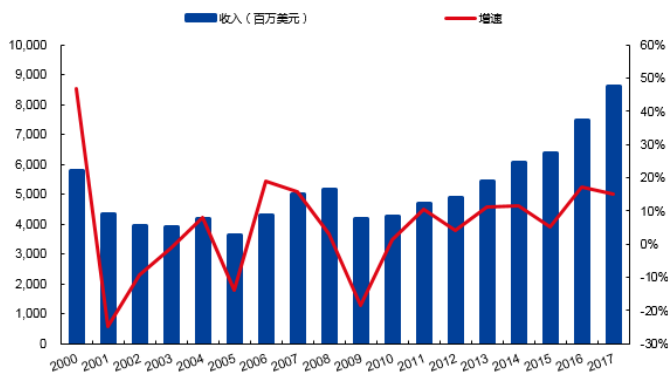
目前, 整体证券市场存量竞争市场, 在佣金收入持续降低的背景下, 用户争夺会十分激烈, 挖掘用户剩余价值, 提供增值服务成为行业发展趋势, 其中包括财经推文、研究报告等内容付费、辅助决策等软件付费以及理财产品等产品付费服务。同时以人工智能为依托的智能投顾、智能客服、智能风控、智能选股和智能移动应用, 成为各大券商发展金融科技的方向。

四、链接人与财富, 打造一站式互联网金融服务平台

嘉信理财作为美国典型的互联网券商, 经历佣金折扣证券经纪商、资产集合商、互联网转型、全面服务商四个阶段后, 布局多个金融子领域, 逐步拓展至信托、银行、保险等业务, 成功走通了折扣经纪商转型综合资产管理平台的道路。东方财富凭借流量、场景、牌照和数据, 链接人与财富, 打造一站式互联网金融服务平台, 有望复制嘉信理财的成功模式。

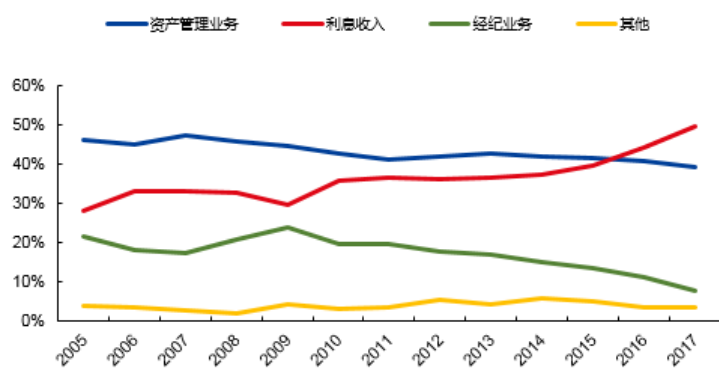
嘉信理财目前主要收入为三大块: 资管管理收入、利差收入和交易佣金收入。随着嘉信逐步转型成全服务券商, 目前最大的收入来自资产管理收入和利差收入, 营收占比逐年提升, 2017 年两项业务营收占比达到 89%, 其中利息收入占比呈现稳定增长趋势。而经纪业务和其他业务营收呈现下降趋势。嘉信理财已经实现发展重心向资产管理转移, 成为高净值客户的一站式服务平台。

图 17: 嘉信理财营收情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 18: 嘉信理财主营业务构成



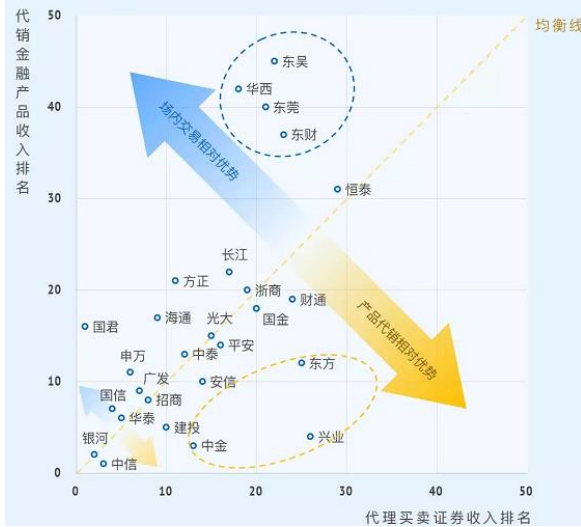
资料来源: wind, 华金证券研究所

嘉信理财发展第一阶段，在美国固定佣金制取消以后，嘉信理财抓住机遇，转型提供佣金折扣经纪商，以中小投资散户为目标客户，为投资者提供最有效的服务。第二阶段，经营模式从获取交易费用转变成通过管理客户资产获取收益，推出基金超市 **Onesource** 和统一交易账户 **SchwabOne**，允许客户将多支证券资产和基金全部放入，便于管理，并采取无手续费，无交易费等特点，深受客户青睐。第三阶段，推出了 **eschwab** 账户来满足线上交易需求，并建立电子商务与传统零售业务相结合的新模式，成为最大的网上理财交易商。第四阶段，设立银行，收购信托，建立金融服务联盟，塑造全方位投资模式，成为美国第四大综合金融服务公司。

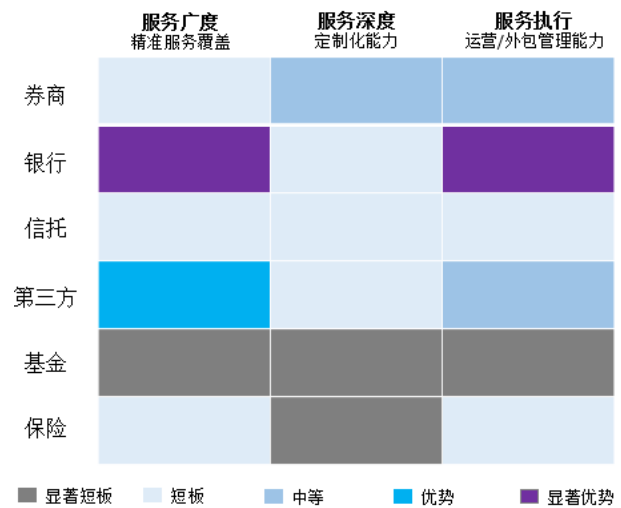
东方财富的发展战略可分为三步：建立流量基础、转型零售经纪商、打造一站式互联网金融服务平台。东方财富凭借自身流量基础，实现经纪和两融业务的市占率的快速提升，为东方财富拓展其他业务奠定了坚实的用户基础。目前用户基数以及大资管平台已经初具规模。参考嘉信理财发展路径，在完成用户积累和产品丰富之后，下一步方向是针对客户分类提供差异化的投资顾问服务，嘉信理财将投资者分为三类：全权委托类、意见咨询类和自我导向类，针对不同的客户收取不同的费用，并聚焦高净值客户群体，目前嘉信理财的服务主体已经从中小投资者变成了平均年龄 **35-40** 岁的高净值人群。国内来看，华泰证券率先通过加强大数据应用力度，深挖客户交易及行为数据价值。同时借鉴现有零售业务场景，推出领先的券商会员服务体系。为用户提供分层级的金融专业服务，引领券商服务新趋势。

东方财富目前仍处于追求客户交易规模市占率的阶段，近两年交易市占率的提升更多依靠换手率较高的中低净值客户的增长，客户结构比较单一，交易类客户占比较高，对标嘉信理财以高净值客户群体为主，客户质量的提升将成为东方财富转型发展的重要推动力。此外，从财富管理机构服务能力来看，银行借助渠道优势，在客户覆盖广度和服务执行上具有显著优势，但是定制化产品能力较弱，而券商在服务深度上要优于其它金融机构，此外传统信托、银行理财产品、第三方财富机构产品一般都设有资金门槛及流动性较差，对低净值的长尾客户吸引力较弱，对费率也较为敏感，而大众理财市场对于服务深度需求巨大，互联网平台低佣金和便捷性是获得大众理财客户青睐的重要原因。因此打造一站式互联网金融服务平台，增强客户粘性对东方财富发展尤为重要。目前国内证券公司的账户体系在支付、余额管理和理财产品购买等功能尚不健全，使得东方财富构建综合资管服务体系面临一定瓶颈。未来随着金融牌照的不断落地，东方财富将拓宽金融服务领域，逐步由流量模式转为用户运营模式，持续优化收入结构，向一站式互联网金融服务平台转型。

图 19: 2017 年券商代理买卖证券收入与代销金融产品收入排名 图 20: 财富管理机构服务能力评估



资料来源: 券业星球, 华金证券研究所



资料来源: 华金证券研究所整理

五、盈利预测及投资建议

(一) 核心假设及业务拆分

盈利预测主要基于如下假设:

1、假设 2018、2019、2020 年公司股基成交额市占率绝对额分别为 2.30%、2.8%和 3.10%，目前东方财富净佣金率趋于平稳，预计未来三年维持在万分之 2.4 的水平。经纪业务份额的提升也会继续带动两融业务发展，假设两融市场份额在 2018、2019、2020 年底达到 1.40%、1.8%、2.1%；考虑公司融资利率，预计未来息差将逐步缩减至 3%。

2、2017 年公司基金代销规模为 4124 亿元，2017 年基金代销费率为 0.2%，假设 2018、2019、2020 年代销规模同比增速分别为 40%、25%、15%，假设 2018、2019、2020 年代销费率分别同比-6%、-6%、0%。

3、在毛利率方面，公司证券业务占比逐步提升，为公司维持高毛利率水平提供基础，金融数据业务逐步扭亏，我们预测未来三年业务综合毛利率分别为 89%、89.86%和 91.55%。

表 5: 公司分项业务预测情况

		2017A	2018E	2019E	2020E
收入 (万元)	营业总收入	254,679	361,997	460,858	559,607
	证券业务	143,503	217,507	288,449	367,013
	金融电子商务	84,420	111,040	130,472	150,043
	金融数据服务	16,916	21,970	28,561	26,900
	广告服务	7,899	9,480	11,376	13,651
	其他收入	2,000	2,000	2,000	2,000
收入增速	营业总收入	8.29%	42.14%	27.31%	21.43%
	证券业务	24.87%	51.57%	32.62%	27.24%
	金融电子商务	-3.04%	31.56%	17.50%	15.00%
	金融数据服务	-23.03%	30.00%	30.00%	30.00%
	广告服务	-19.06%	20.00%	20.00%	20.00%
	其他收入				
毛利率	综合毛利率	84.41%	89.00%	89.86%	91.55%
	证券业务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	金融电子商务	90.80%	90.61%	90.61%	90.61%
	金融数据服务	-31.00%	0.00%	10.00%	15.00%
	广告服务	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	其他收入				

资料来源: 华金证券研究所

基于以上假设,我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 36.20 亿元、46.09 亿元和 55.96 亿元,归母净利润分别为 12.93 亿元、18.18 亿元和 21.82 亿元, EPS 分别为 0.25 元、0.35 元和 0.42 元。

(二) 投资建议

公司致力于链接人与财富,以打造一站式互联网金融服务平台为发展战略定位,凭借流量、数据、场景、牌照等核心要素,持续完善互联网金融业务布局,未来有望复制嘉信理财成功模式。我们预测公司 2018 年-2019 年净利润为 12.93 亿元、18.18 亿元和 21.82 亿元,对应 EPS 为 0.25 元、0.35 元和 0.42 元,对应 2018 年 PE 为 51.8 倍,首次覆盖给予“买入-B”的投资评级

六、风险提示

- 1、经纪业务和两融业务市占率扩张不达预期;
- 2、证券市场成交量不及预期
- 3、行业监管政策风险;
- 4、互联网巨头获得券商牌照对公司业务产生影响

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,351.8	2,546.8	3,620.0	4,608.6	5,596.1
减:营业成本	323.1	397.0	398.3	467.2	473.1
营业税费	51.8	26.9	43.4	55.3	67.2
销售费用	266.0	315.8	470.6	645.2	839.4
管理费用	1,113.7	1,283.3	1,629.0	1,843.4	2,238.4
财务费用	-66.5	-32.3	-68.5	-68.8	-59.6
资产减值损失	17.2	81.4	38.9	45.9	55.4
加:公允价值变动收益	-25.0	-21.8	-10.0	-5.0	-
投资和汇兑收益	45.8	200.0	240.0	290.0	339.8
营业利润	667.4	676.4	1,338.2	1,905.4	2,321.9
加:营业外净收支	130.8	2.7	64.5	66.0	44.4
利润总额	798.2	679.1	1,402.7	1,971.4	2,366.3
减:所得税	85.7	44.2	112.2	157.7	189.3
净利润	713.8	636.9	1,292.7	1,817.9	2,182.3

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,694.1	12,080.3	15,705.6	13,127.4	15,710.8
交易性金融资产	1,172.5	2,668.8	2,658.8	2,653.8	2,653.8
应收帐款	1,956.0	2,624.8	2,881.4	4,658.5	4,585.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	67.5	56.7	69.8	89.5	63.6
存货	134.9	142.2	5.9	225.8	21.2
其他流动资产	8,621.3	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0
可供出售金融资产	96.6	90.0	94.8	93.8	92.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	305.8	410.4	410.4	410.4	410.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,780.7	1,761.3	1,713.1	1,539.8	1,366.6
在建工程	29.3	43.8	43.8	43.8	43.8
无形资产	68.3	69.2	46.1	23.1	-
其他非流动资产	3,058.9	3,130.0	3,105.6	3,103.3	3,086.8
资产总额	26,985.9	41,844.8	37,094.4	38,551.9	41,938.6
短期债务	73.6	298.0	-	-	-
应付帐款	893.1	969.2	731.7	1,499.5	666.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	12,871.9	20,477.1	15,980.6	16,518.8	17,802.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	316.1	5,420.0	4,924.5	3,553.5	4,632.7
负债总额	14,154.7	27,164.3	21,636.8	21,571.8	23,101.8
少数股东权益	6.1	2.6	0.4	-3.8	-9.0
股本	3,558.3	4,288.8	5,168.2	5,168.2	5,168.2
留存收益	9,267.0	9,178.6	10,289.0	11,815.7	13,677.6
股东权益	12,831.2	14,680.4	15,457.6	16,980.1	18,836.8

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	712.4	634.8	1,292.7	1,817.9	2,182.3
加:折旧和摊销	139.9	216.1	196.3	196.3	196.3
资产减值准备	17.2	81.4	-	-	-
公允价值变动损失	25.0	21.8	-10.0	-5.0	-
财务费用	39.6	202.0	-68.5	-68.8	-59.6
投资损失	-41.6	-85.8	-240.0	-290.0	-340.0
少数股东损益	-1.3	-2.1	-2.2	-4.1	-5.2
营运资金的变动	-11,402.4	-9,802.7	3,569.7	-2,933.8	-550.1
经营活动产生现金流量	-4,227.9	-6,159.9	4,738.0	-1,287.6	1,423.7
投资活动产生现金流量	-1,817.6	-69.6	130.1	301.0	340.9
融资活动产生现金流量	4,104.4	8,894.3	-1,242.9	-1,591.6	818.7

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	-19.6%	8.3%	42.1%	27.3%	21.4%
营业利润增长率	-68.4%	1.4%	97.8%	42.4%	21.9%
净利润增长率	-61.4%	-10.8%	103.0%	40.6%	20.0%
EBITDA 增长率	-64.4%	13.3%	78.7%	38.7%	20.9%
EBIT 增长率	-70.0%	3.3%	104.6%	44.6%	23.2%
NOPLAT 增长率	-68.5%	12.3%	94.0%	44.6%	23.2%
投资资本增长率	-136.9	152.9%	-67.6%	158.1%	8.3%
净资产增长率	56.9%	14.4%	5.3%	9.8%	10.9%
盈利能力					
毛利率	86.3%	84.4%	89.0%	89.9%	91.5%
营业利润率	28.4%	26.6%	37.0%	41.3%	41.5%
净利润率	30.3%	25.0%	35.7%	39.4%	39.0%
EBITDA/营业收入	30.8%	32.2%	40.5%	44.1%	43.9%
EBIT/营业收入	25.5%	24.4%	35.1%	39.9%	40.4%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	64.9%	58.3%	56.0%	55.1%
负债权益比	110.3%	185.0%	140.0%	127.0%	122.6%
流动比率	1.56	1.67	1.90	1.85	2.00
速动比率	1.55	1.66	1.90	1.84	2.00
利息保障倍数	-9.03	-19.21	-18.54	-26.68	-37.98
营运能力					
固定资产周转天数	167	250	173	127	93
流动营业资本周转天数	-956	-201	-162	-151	-12
流动资产周转天数	3,168	4,098	3,382	2,539	2,260
应收帐款周转天数	286	324	274	294	297
存货周转天数	10	20	7	9	8
总资产周转天数	3,882	4,865	3,925	2,955	2,589
投资资本周转天数	-277	528	352	242	300
费用率					
销售费用率	11.3%	12.4%	13.0%	14.0%	15.0%
管理费用率	47.4%	50.4%	45.0%	40.0%	40.0%
财务费用率	-2.8%	-1.3%	-1.9%	-1.5%	-1.1%
三费/营业收入	55.8%	61.5%	56.1%	52.5%	53.9%
投资回报率					
ROE	5.6%	4.3%	8.4%	10.7%	11.6%
ROA	2.6%	1.5%	3.5%	4.7%	5.2%
ROIC	-9.4%	28.5%	21.8%	97.5%	46.5%
分红指标					
DPS(元)	0.03	0.02	0.04	0.06	0.06
分红比率	19.9%	13.5%	14.5%	16.0%	14.6%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.14	0.12	0.25	0.35	0.42
BVPS(元)	2.48	2.84	2.99	3.29	3.65
PE(X)	91.3	102.3	50.4	35.9	29.9
PB(X)	5.1	4.4	4.2	3.8	3.5
P/FCF	-9.0	23.8	15.9	-28.4	22.5
P/S	27.7	25.6	18.0	14.1	11.6
EV/EBITDA	47.2	54.5	35.1	25.9	20.8
CAGR(%)	36.5%	50.8%	-11.3%	36.5%	50.8%
PEG	2.5	2.0	-4.5	1.0	0.6
ROIC/WACC	-0.9	2.8	2.2	9.7	4.6

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn