

证券研究报告 / 公司深度报告

**增持**

上次评级: 买入

## 流量为王，打造互联网综合金融服务平台

### 报告摘要:

**互联网基因深厚，流量优势助推业务转型。**公司由互联网财经门户起家，已形成“门户网站+垂直财经频道+互动社区”三大流量入口，奠定自身流量龙头地位。基于长期积累的流量优势和客户粘性，公司积极向综合金融服务平台转型，实现流量的多层次变现，目前公司已形成以证券业务和金融电子商务服务为双支柱的业务结构，未来将在保险代理、期货代理和小额信贷等领域进行布局。

**基金代销虽竞争激烈，但难掩空间蓝海。**公司 2018H1 基金销售金额和交易笔数均增长 91%，实现基金销售收入 5.84 亿元，同比增长 63.7%。公司作为互联网基金代销龙头，凭借自身的高粘性流量，在日益激烈的市场竞争和低迷的市场行情下，依然实现基金代销业务的稳健增长。随着居民理财需求不断旺盛，基金销售市场未来增长可期，其中第三方基金代销具有产品种类丰富，费率低，操作便捷等优势，未来行业空间巨大，公司作为基金代销龙头将首先享受行业空间成长带来的红利。

**证券业务营收逆势增长，流量与成本优势显现。**公司上半年实现证券业务收入为 9.23 亿元，同比增长 50.1%，其中经纪业务收入为 5.47 亿元，同比增长 55.11%；利息净收入为 3.26 亿元，同比增长 65.71%。东方财富互联网销售渠道的流量优势主要体现在经纪业务上，未来经纪业务收入仍将是公司营业总收入的主要来源。公司作为互联网券商成本优势显著，低运营成本支撑公司实施低佣金率策略，超低佣金率将持续稳定地吸引前期积累的高粘性且有交易需求的海量用户转化至证券业务，未来经纪业务有较大的成长空间和业绩弹性。另外东方财富下调融资利率和增厚资本金，在提升两融业务的市占率方面持续发力。

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2018-2020 年归母净利润为 11.70、14.94 和 18.12 亿元，2018-2020 年 EPS 分别为 0.23、0.29、0.35 元，给予“增持”评级。

**风险提示：**基金代销竞争激烈；资本市场景气度不及预期

### 股票数据

2018/9/5

|               |               |
|---------------|---------------|
| 6 个月目标价 (元)   | 15.01         |
| 收盘价 (元)       | 12.51         |
| 12 个月股价区间 (元) | 11.71 ~ 17.09 |
| 总市值 (百万元)     | 65,584        |
| 总股本 (百万股)     | 5,168         |
| A 股 (百万股)     | 5,168         |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0           |
| 日均成交量 (百万股)   | 60            |

### 历史收益率曲线



|         |     |     |     |
|---------|-----|-----|-----|
| 涨跌幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
| 绝对收益    | -6% | -4% | 3%  |
| 相对收益    | 0%  | 8%  | 15% |

### 相关报告

《中信证券 (600030) 深度报告: 各业务行业领跑，稳坐券商头把交椅》

2018-08-21

《【东北非银】2018 年 7 月上市券商月报点评: 业务整体低迷，股债融资表现分化》

2018-08-07

| 财务摘要 (百万元) | 20161A  | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 2,352   | 2,547   | 3,667  | 4,805  | 5,923  |
| (+/-)%     | -19.62% | 8.29%   | 43.99% | 31.03% | 23.27% |
| 归属母公司净利润   | 714     | 637     | 1170   | 1494   | 1812   |
| (+/-)%     | -61.39% | -10.77% | 83.77% | 27.64% | 21.30% |
| 每股收益 (元)   | 0.17    | 0.15    | 0.23   | 0.29   | 0.35   |
| 市盈率        | 73.59   | 84.49   | 55.40  | 43.42  | 35.78  |
| 市净率        | 3.48    | 3.66    | 4.08   | 3.73   | 3.38   |
| 净资产收益率 (%) | 5.57%   | 4.33%   | 7.37%  | 8.59%  | 9.43%  |
| 股息收益率 (%)  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 总股本 (百万股)  | 3,558   | 4,289   | 5,168  | 5,168  | 5,168  |

### 证券分析师: 戴绍文

执业证书编号: S0550517050002  
18209145152 [daisw@nesc.cn](mailto:daisw@nesc.cn)

### 联系人: 李森蔓

执业证书编号: S0550118030026  
18521953685 [lism@nesc.cn](mailto:lism@nesc.cn)

## 目 录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1. 互联网基因深厚，流量优势助力业务转型</b> .....   | <b>4</b>  |
| 1.1. 由门户网站向综合金融服务平台发展.....           | 4         |
| 1.2. 平台流量稳居龙头地位.....                 | 4         |
| 1.3. 如何实现流量变现.....                   | 5         |
| <b>2. 基金代销竞争加剧难掩行业空间蓝海</b> .....     | <b>6</b>  |
| 2.1. 更高行业相关性，忽略行情因素基金销售依然稳健.....     | 6         |
| 2.2. 市场竞争加剧，价格战导致销售费率下降.....         | 8         |
| 2.3. 行业空间望抵消下降的销售费率.....             | 10        |
| 2.4. 金融电子商务服务收入弹性测算.....             | 11        |
| <b>3. 华丽转型互联网券商，营收逆势增长的原因？</b> ..... | <b>12</b> |
| 3.1. 证券业务收入成为营业收入主要来源.....           | 12        |
| 3.2. 流量转化与低佣金率拉动经纪业务市场份额逆势增长.....    | 12        |
| 3.3. 低运营成本支撑公司以价格优势扩张客户群体.....       | 13        |
| 3.4. 低融资利率抢占两融业务市场份额.....            | 14        |
| 3.5. 证券业务收入弹性测算.....                 | 15        |
| <b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....            | <b>16</b> |

## 图表目录

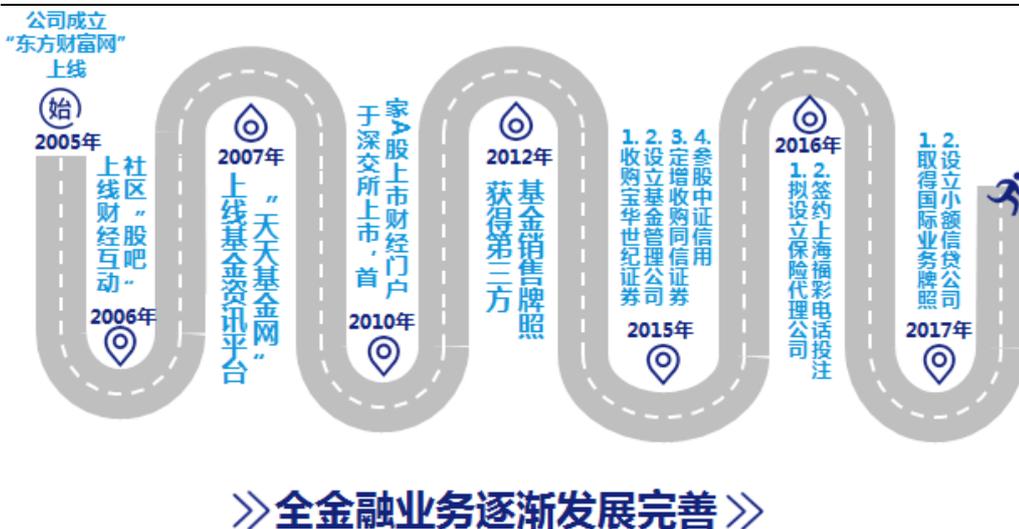
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 东方财富发展历史 .....                    | 4  |
| 图 2: 前十名财经网站日均覆盖人数(2018/5) .....       | 5  |
| 图 3: 前十名财经网站月度浏览时间(2018/5) .....       | 5  |
| 图 4: 前十大股票类 APP 日均独立设备数 (2018/6) ..... | 5  |
| 图 5: 前十大股票类 APP 月度有效时长 (2018/6) .....  | 5  |
| 图 6: 东方财富商业模式 .....                    | 6  |
| 图 7: 我国主要基金代销机构基金销售额 .....             | 7  |
| 图 8: 主要第三方基金销售机构代销收入 .....             | 7  |
| 图 9: 2012-2017 上线基金公司家数及基金产品数 .....    | 7  |
| 图 10: 2012-2018H1 公司基金销售金额及交易笔数 .....  | 7  |
| 图 11: 2012-2018H1 公司基金销售收入及占比 .....    | 8  |
| 图 12: 基金代销综合费率下降 .....                 | 9  |
| 图 13: 我国资产管理总规模逐年增长 .....              | 10 |
| 图 14: 2017 年各机构资产管理规模 .....            | 10 |
| 图 15: 平台日均访问独立设备数 (万台) .....           | 11 |
| 图 16: 平台月度浏览总有效时长 (万小时) .....          | 11 |
| 图 17: 2008-2017 年公司主营业务收入结构变化 .....    | 12 |
| 图 18: 2015-2017 年证券业务各项收入占比 .....      | 12 |
| 图 19: 2010-2018 年公司股基交易额及同比增速 .....    | 13 |
| 图 20: 2010-2018 年公司股基交易市场份额及排名 .....   | 13 |
| 图 21: 可比券商经纪业务市占率 .....                | 13 |
| 图 22: 2017 年各券商佣金率 .....               | 13 |
| 图 23: 基金代销综合费率下降 .....                 | 14 |
| 图 24: 2014-2018H1 公司两融余额及市场份额 .....    | 15 |
| 图 25: 公司两融余额同比增速远超同行 .....             | 15 |
| 图 26: 九成以上的券商融资利率大于或等于 8.35% .....     | 15 |
| <br>                                   |    |
| 表 1: 第三方基金代销行业竞争格局 .....               | 8  |
| 表 2: 基金代销费率 .....                      | 9  |
| 表 3: 基金代销业务收入弹性测算 .....                | 11 |
| 表 4: 证券业务收入弹性测算 .....                  | 16 |
| 表 5: 东方财富各业务收入预测表 .....                | 17 |

## 1. 互联网基因深厚，流量优势助力业务转型

### 1.1. 由门户网站向综合金融服务平台发展

公司于 2005 年成立，同年上线“东方财富网”，主要为客户提供广告服务和金融数据服务。随后在 2006 年和 2007 年分别上线财经互动社区“股吧”和基金资讯平台“天天基金网”，形成“门户网站+垂直财经频道+互动社区”三大流量入口，奠定自身互联网流量龙头地位，积累海量用户群。公司于 2010 年在深交所上市，成为首家 A 股上市的互联网财经门户。2012 年公司获得第三方基金销售牌照，成为首批获得牌照的独立第三方基金代销机构，正式开展金融电子商务服务，实现流量变现第一步。2015 年 3 月份公司收购宝华世纪证券获批，开始进军香港和国际证券业务，同年 12 月定向增发完成对西藏同信证券的收购，成为首家拥有境内券商牌照的互联网平台。

图 1: 东方财富发展历史



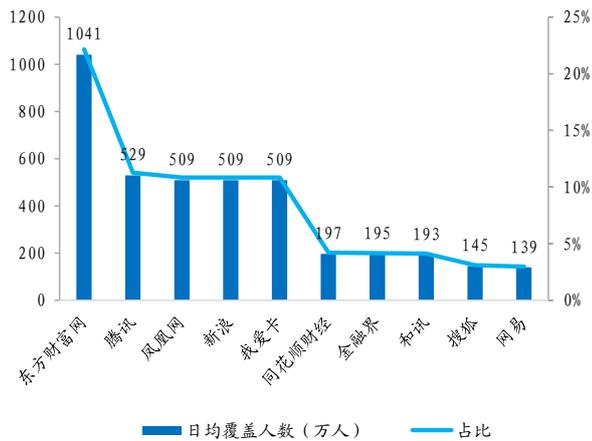
数据来源：公司公告，东北证券

### 1.2. 平台流量稳居龙头地位

作为一家由互联网财经门户起家的综合金融服务平台，平台的用户访问量和用户粘性无疑成为公司的核心竞争力。从 PC 端来看，经艾瑞数据的统计，2018 年 5 月东方财富网日均覆盖人数为 1041 万，占同类财经网站总覆盖人数的 22%，月度浏览时间为 6047 万小时，市场占比为 42%。在同类财经网站的日均覆盖率和月度浏览时间的统计排名中，东方财富网均排名第一，并且远远甩开其他平台，可见公司在 PC 端的流量和用户粘性占据绝对龙头地位。

从移动端来看，2018 年 6 月东方财富网 APP 的日均独立访问设备数为 922 万台，同类 APP 中排名第三，日均独立访问设备数仅为同花顺的 42.3%，月度总有效浏览时长为 16054 万小时，市场占比 24%，排名第二。公司在 APP 方面的布局较为逊色，但考虑到公司庞大的流量基础，后期在移动端的布局还有很大的发力空间。

图 2: 前十名财经网站日均覆盖人数(2018/5)



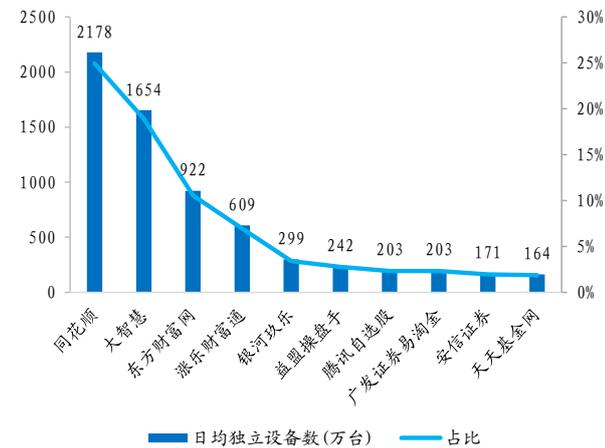
数据来源: Wind, 东北证券

图 3: 前十名财经网站月度浏览时间(2018/5)



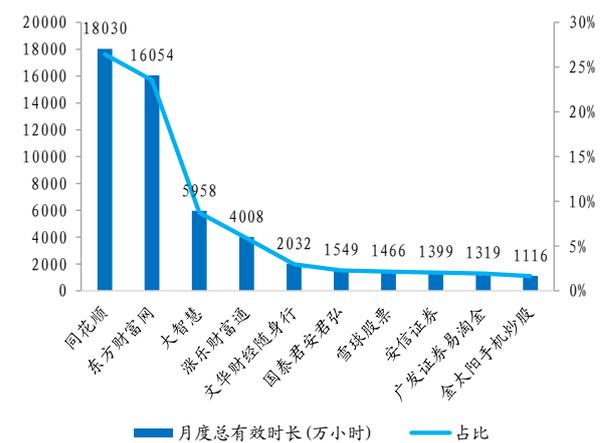
数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 前十大股票类 APP 日均独立设备数(2018/6)



数据来源: Choice, 东北证券

图 5: 前十大股票类 APP 月度有效时长(2018/6)

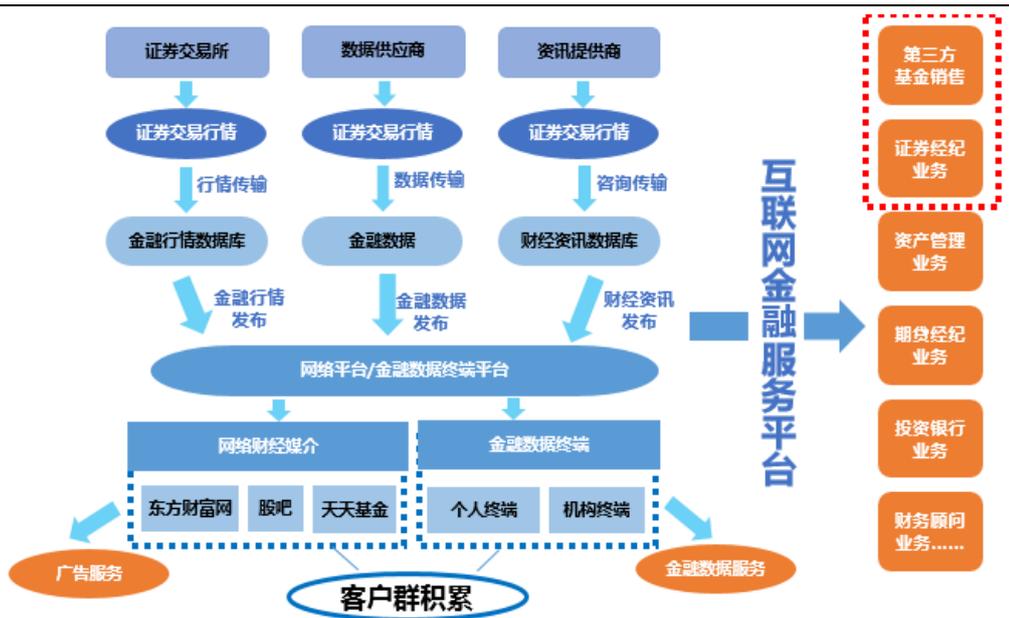


数据来源: Choice, 东北证券

### 1.3. 如何实现流量变现

公司经营初期, 主要发展网络财经媒介和金融数据终端服务, 积累海量的用户群, 主要盈利模式是为用户提供广告服务和金融数据服务。公司于 2012 获取第三方基金销售牌照, 随后在 15 年收购西藏同信, 成为首家获得境内证券业务牌照的互联网公司, 成功实现平台流量的多层次变现, 目前金融电子商务服务与证券业务已成为公司经营收入的两大支柱, 营收占比 90% 左右。

图 6: 东方财富商业模式



数据来源: 公司公告, 东北证券

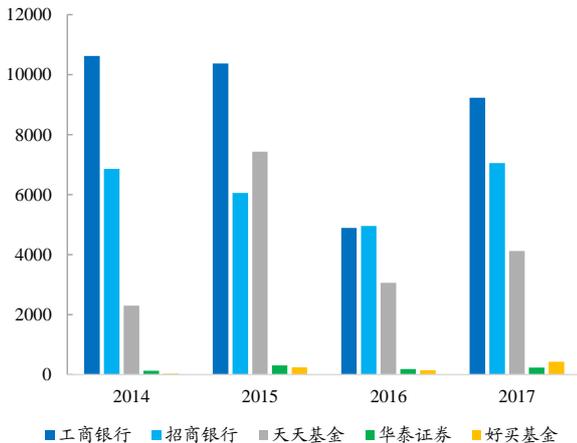
## 2. 基金代销竞争加剧难掩行业空间蓝海

### 2.1. 更高行业相关性, 忽略行情因素基金销售依然稳健

从整个基金代销行业来看, 目前公募基金代销机构主要有银行、券商和第三方独立机构。银行一直是基金代销的主力军, 占据市场主要份额。工商银行和招商银行稳居基金代销前二的地位, 2015 年在景气市场的助推下, 天天基金凭借自身流量优势, 完成基金销售额 7432 亿元, 一举超越招商银行, 位列第二, 仅次于工商银行。2016 年-2017 年受市场景气度影响, 天天基金销售额有所下滑, 但在市场中依然占据重要份额。

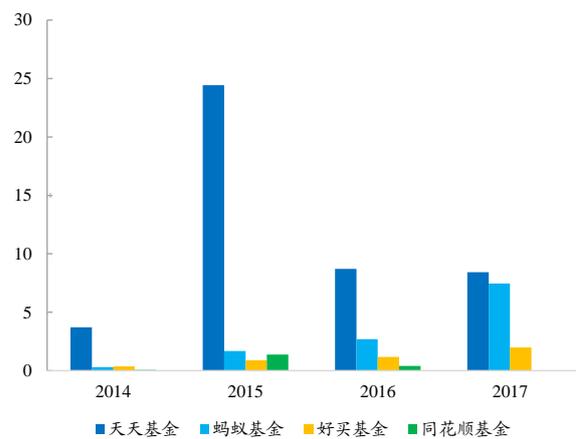
从第三方基金代销机构竞争格局来看, 天天基金一直处于龙头地位, 收入规模远超同时期获得第三方基金销售牌照的其他机构。但是由于这两年市场竞争日益激烈, 互联网巨头纷纷入局, 尤其是蚂蚁金服于 2015 年收购蚂蚁基金(原数米基金)后, 得益于支付宝庞大的流量入口, 蚂蚁基金销售规模增长迅速, 天天基金代销业务与其他机构拉开的差距已经逐步缩小。

图 7: 我国主要基金代销机构基金销售额



数据来源: Wind, 东北证券

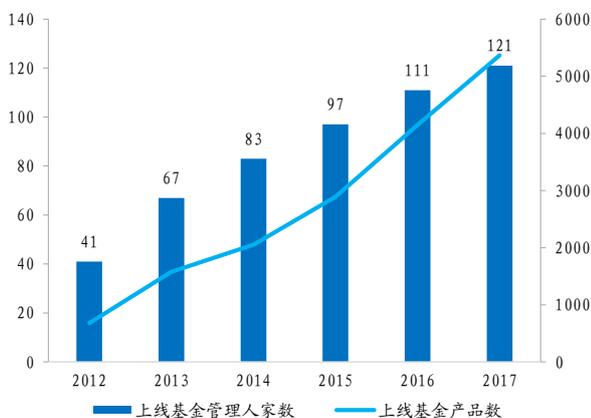
图 8: 主要第三方基金销售机构代销收入



数据来源: Wind, 东北证券

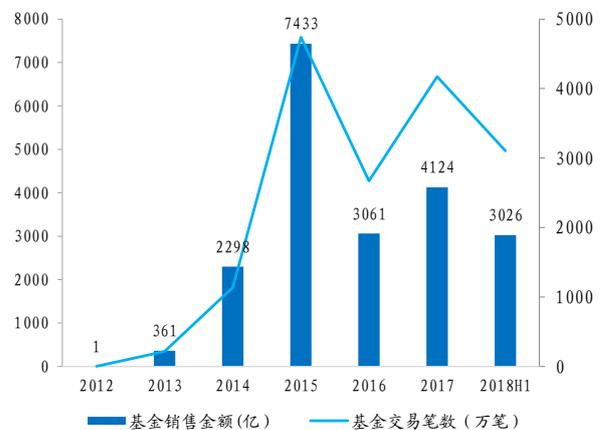
纵向来看, 忽略行情因素, 基金销售依然稳健。2012-2017 公司上线基金管理人家数和基金产品数量几乎成线性增长的趋势, 公司基金产品种类及数量不断丰富, 规模迅速扩大。2014-2015 年基金交易笔数和基金销售额均实现迅猛增长, 2015 年基金销售额达 7433 亿元, 同比增长 223%, 基金交易数量达 4740 万笔, 同比增长 317%。2016 年, 公司受市场行情低迷以及行业竞争加剧的影响, 基金销售额及交易笔数锐减, 销售额同比减少 59% 至 3061 亿元。2017 年基金代销业务企稳回升, 基金交易笔数同比增长 56% 至 4170.4 万笔, 基金销售额同比增长 35% 至 4124 亿元。2018 上半年公司基金销售超预期增长, 主要为上半年全市场货币基金规模增长及一季度权益型基金热销带动公司基金销售业务显著回暖。天天基金 2018H1 销售额为 3025.55 亿元, 同比增长 91%, 交易笔数为 3105.0 万笔, 同比增长 91%。2015 年公司金融电商服务收入增长迅猛, 同比增长 556.5% 至 24.4 亿元。2016 年, 由于市场行情低迷及公司开始下调费率以刺激需求, 金融电商服务收入同比大幅减少 64.4% 至 8.7 亿元。2017 年公司实现金融电商服务收入 8.4 亿元, 同比减少 3%, 降幅有所收窄。2018H1 公司实现基金销售收入 5.84 亿元, 同比增长 63.7%。公司作为互联网基金代销龙头, 凭借自身的流量优势和客户粘性, 在日益激烈的市场竞争和低迷的市场行情下, 依然实现基金代销业务的稳健增长。

图 9: 2012-2017 上线基金公司家数及基金产品数



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 10: 2012-2018H1 公司基金销售额及交易笔数



数据来源: Wind, 东北证券

图 11: 2012-2018H1 公司基金销售收入及占比



数据来源: Wind, 东北证券

## 2.2. 市场竞争加剧, 价格战导致销售费率下降

自 2012 年 2 月第一批第三方基金销售牌照发放以来, 我国独立第三方基金销售机构数量迅速攀升。截止 2018 年 4 月, 共计有 116 家第三方基金销售机构。东方财富作为首批获得基金代销牌照的独立机构之一, 凭借自身的先发优势和流量基础, 逐渐奠定了自身行业领头羊的地位。但随着阿里巴巴和腾讯两大巨头入局, 蚂蚁基金和好买基金在行业中的地位逐渐崛起, 天天基金在第三方基金代销市场中的垄断地位被动摇。

基金代销机构的主要收入来源为基金销售费、申购(认购)费、赎回费和管理费, 其中销售费和申购(认购)费完全归销售机构所有, 赎回费和管理费由基金公司按比例提成给销售机构。由于基金代销是互联网公司流量变现的快速通道, 并且销售模式简单, 受到越来越多互联网企业的追捧, 但由于业务开展同质化严重, 竞争激烈导致基金代销很快陷入了价格战。2016 年蚂蚁基金首次挑起价格战, 将申购费率由基准价的 4 折降至 1 折, 随后其他第三方基金销售平台也纷纷效仿, 行业基金代销综合费率显著下滑。东方财富基金销售综合费率一度由 2015 年的 0.33% 下降至 2017 年的 0.20%。2018 上半年, 公司基金销售综合费率为 0.19%, 与 2017 年基本保持相同水平, 预计公司未来综合费率将保持稳定。

表 1: 第三方基金代销行业竞争格局

| 基金代销机构        | 天天基金        | 蚂蚁基金                                    | 好买基金           | 陆金所        | 肯特锐        |
|---------------|-------------|---|----------------|------------|------------|
| 相关上市公司        | 东方财富        | 阿里巴巴、恒生电子                               | 好买财富(腾讯为第一大股东) | 中国平安       | 京东         |
| 成立时间          | 2008 年 12 月 | 2007 年 8 月                              | 2011 年 8 月     | 2011 年 9 月 | 2015 年 8 月 |
| 取得第三方基金销售牌照时间 | 2012 年 2 月  | 2012 年 4 月(2015 年 4 月蚂蚁金服收购 68.63% 的股份) | 2012 年 2 月     | 2015 年 8 月 | 2016 年 1 月 |
| 上线基金产品数量(个)   | 3817        | 3309                                    | 3537           | 3488       | 2906       |

|               |   |   |   |  |  |
|---------------|---|---|---|--|--|
| 上线基金管理人个数     | 122   | 108   | 116   | 108  | 97   |
| 用户规模(2018年6月) | 东方财富 app 日均独立设备数 922w, 东方财富 Pc 端财经资讯日均覆盖人数 995w, 天天基金网 pc 端日均覆盖人数 39 万, 天天基金网 app 股票日均独立设备 164 万台 | 支付宝 app 日均独立设备数 14011 万台, 支付宝 pc 端网上支付日均覆盖人数 320w, 蚂蚁财富 app 综合理财日均独立设备 43 万台, 余额宝用户数 4.74 亿 | 微信 app 日均独立设备数 83518 万台, 财付通 pc 端网上支付日均覆盖人数 23w, 财付通 app 支付日均独立设备 4 万台, 腾讯网财经资讯日均覆盖人数 534w, | 陆金所 app 综合理财日均独立设备 15 万台, 平安财富宝 app 综合理财日均独立设备 12 万台, 陆金所 pc 端网上借贷日均覆盖人数 65 万, 中国平安 pc 端网上保险日均覆盖人数 122w, | 京东金融 app 综合理财日均独立设备 383 万台, 京东钱包 pc 端网上支付日均覆盖人数 282w, 京东钱包 app 支付日均独立设备 10 万台, |

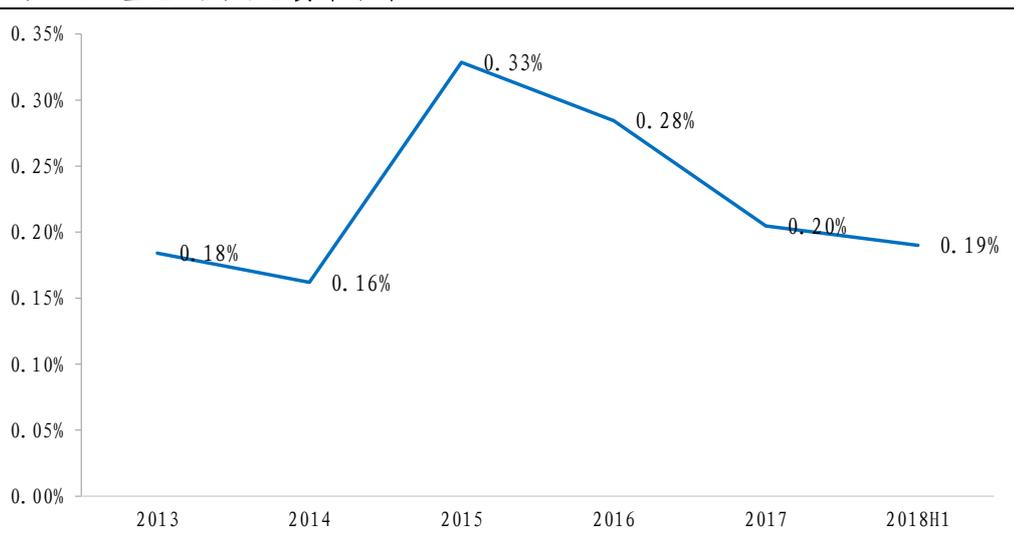
数据来源: 公开资料, 东北证券

**表 2: 基金代销费率**

|     | 基准价格  |       |       | 价格战前 (2016 年前) | 价格战后 (2016 年后) |
|-----|-------|-------|-------|----------------|----------------|
|     | 股票型   | 债券型   | 货币型   |                |                |
| 申购费 | 1.50% | 0.50% | -     | 基准价 4 折        | 基准价 1 折        |
| 管理费 | 1.50% | 0.60% | 0.33% | 尾随佣金协商而定       | 尾随佣金协商而定       |
| 赎回费 | 0.50% | 0.30% | -     | 无折扣、按基准价       |                |

数据来源: 公开资料, 东北证券

**图 12: 基金代销综合费率下降**



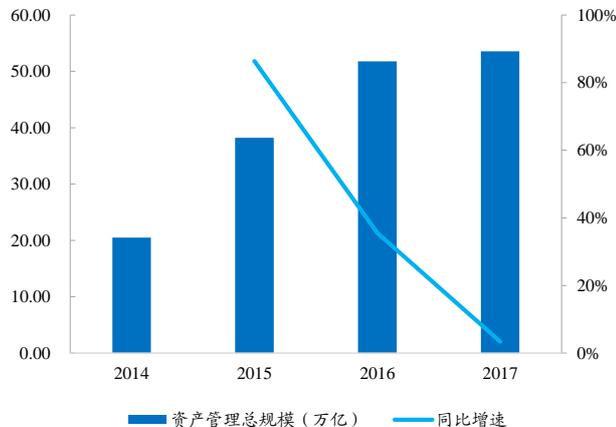
数据来源: 公司公告, 东北证券

### 2.3. 行业空间望抵消下降的销售费率

虽然基金代销行业竞争激烈，但公司享受行业成长空间，基金代销业务未来依然可期。随着我国居民理财需求的不断旺盛，我国的资产管理规模逐年增长。2014-2015年我国资产管理规模实现爆发式增长，由 20.50 万亿同比增长 86% 至 38.20 万亿，即使在 2016 年和 2017 年市场走弱的情况下，依然分别实现 36% 和 3% 的增速，可见我国居民投资需求增长在不断加快。2017 年公募基金的资管规模占总资产管理规模的 21.65%，与过去几年的占比基本保持一致。公募基金资产管理规模随着我国资产总规模的持续增长也会有较大的提升空间。

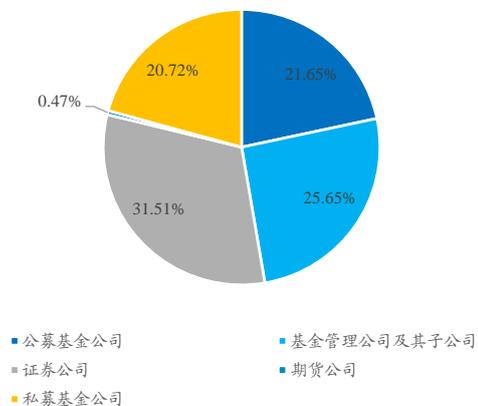
公募基金的销售渠道分为直销和代销，直销由基金公司的自有渠道进行销售，而代销主要由银行、券商和第三方独立机构进行承担。相对于自有渠道直销，第三方机构代销具有产品种类丰富，客户选择多的优点，对于银行和券商来说，第三方基金代销具有费率低、电商化程度高、操作便捷的优势，而目前独立第三方机构的基金代销比例仅占 9%，未来该渠道的销售占比还有较大提升空间。另外，第三方基金代销主要以电商的形式进行销售，所以平台流量为核心竞争力。根据艾瑞数据的统计，天天基金网的日均独立访问设备数和月度浏览总有效时长均远超其他基金平台，可见天天基金的用户覆盖率和用户粘度优势显著。我们认为虽然基金代销市场竞争日趋激烈，但公司凭借流量优势+客户粘性，有望最先享受行业成长带来的红利。

图 13: 我国资产管理总规模逐年增长



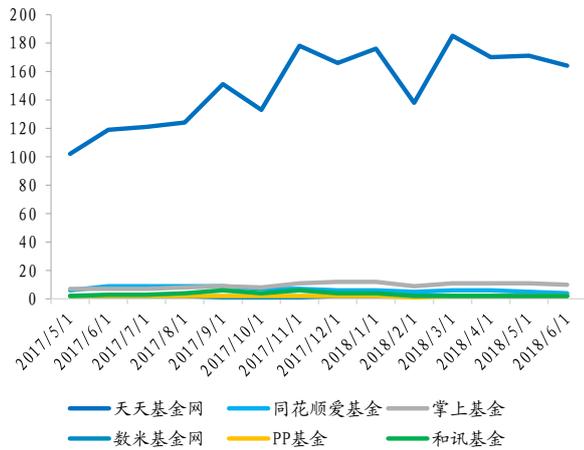
数据来源: Wind, 东北证券

图 14: 2017 年各机构资产管理规模



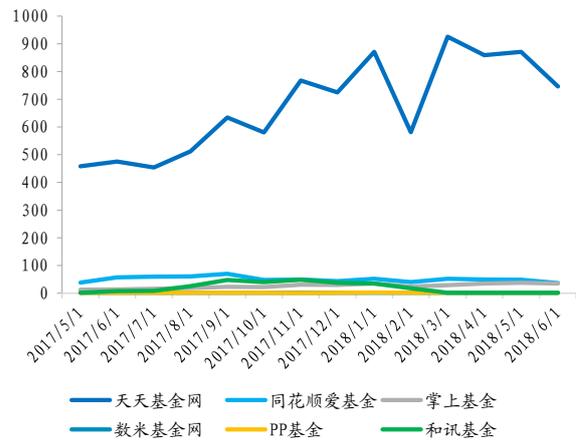
数据来源: Wind, 东北证券

图 15: 平台日均访问独立设备数 (万台)



数据来源: 艾瑞数据, 东北证券

图 16: 平台月度浏览总有效时长 (万小时)



数据来源: 艾瑞数据, 东北证券

## 2.4. 金融电子商务服务收入弹性测算

2014-2015 年我国的资产管理总规模实现迅猛增长, 同比增长 86%, 随后一直保持稳步增长的趋势, 我们预计 2018 年-2020 年资产管理总规模的增速为 5%, 其中公募基金规模占比在 2014-2017 年一直维持在 22% 左右, 预计未来三年依然维持在 22% 的水平。2018 上半年基金市场回暖, 基金销售交易活跃度明显提升 (基金销售金额及交易笔数均同比增长 91%), 我们预计第三方基金代销比例会有较大幅度提升, 在 2018、2019、2020 年底分别达到 10%、15%、20%。基于目前天天基金在第三方基金销售行业的市场地位, 预计未来 3 年基金代销的市占率为 40%。目前市场的第三方基金代销费率已十分透明和低廉, 不再有下调可能, 预计未来三年综合费率维持在 0.20%。综合计算, 我们预计东方财富金融电子商务服务 (基金代销) 业务方面在 2018、2019、2020 年收入分别为 9.9、15.6、21.8 亿元, 同比增长 17%、58%、40%。

表 3: 基金代销业务收入弹性测算

|                 | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产管理规模 (亿元)     | 517900 | 535700 | 562485 | 590609 | 620140 |
| 增长率             | 35.60% | 3%     | 5%     | 5%     | 5%     |
| 公募基金规模占比        | 18%    | 22%    | 22%    | 22%    | 22%    |
| 公募基金资产管理规模 (亿元) | 91593  | 115979 | 123747 | 129934 | 136431 |
| 第三方基金销售比例       | 5%     | 9%     | 10%    | 15%    | 20%    |
| 第三方基金销售额 (亿元)   | 4569   | 10311  | 12375  | 19490  | 27286  |
| 东方财富基金代销市占率     | 67%    | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 东方财富基金销售规模 (亿元) | 3061   | 4124   | 4950   | 7796   | 10914  |
| 东方财富基金销售综合费率    | 0.28%  | 0.20%  | 0.20%  | 0.20%  | 0.20%  |
| 东方财富基金销售收入 (亿元) | 8.71   | 8.44   | 9.90   | 15.59  | 21.83  |
| 东方财富基金销售收入增长率   | -64%   | -3%    | 17%    | 58%    | 40%    |

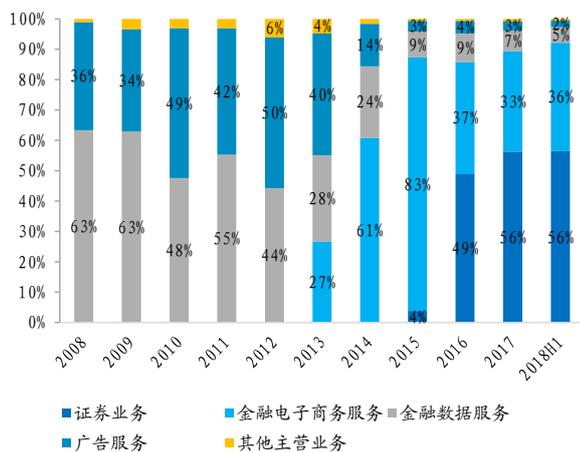
数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3. 华丽转型互联网券商，营收逆势增长的原因？

#### 3.1. 证券业务收入成为营业收入主要来源

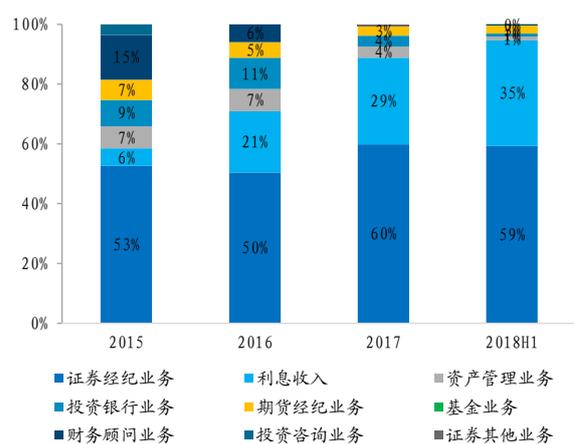
公司 2015 年底完成收购同信证券，正式开始布局证券业务。2018H1 公司实现营业收入 16.35 亿元，同比增长 49.4%。其中证券业务实现收入 9.23 亿元，证券业务收入占比由 2015 年的 3.87% 提升至 2018H1 的 56%，证券业务迅速成为公司收入主要来源。目前，公司证券业务以经纪业务和两融业务为主，2018H1 公司实现手续费及佣金净收入 5.97 亿元，同比增长 42.71%；实现利息净收入 3.26 亿元，同比增长 65.71%，经纪业务和两融业务收入分别占证券业务收入的 59% 和 35%。公司证券业务取得高增长，得益于公司积累的高粘性客户向证券业务客户转化以及线下营业部和经纪人的拓展。相对于证券行业经纪业务收入占比逐渐下滑的现象，东方财富经纪业务收入占比不断攀升，我们认为东方财富互联网销售渠道的流量优势主要体现在经纪业务上，未来经纪业务收入仍将是公司营业总收入的主要来源。

图 17: 2008-2017 年公司主营业务收入结构变化



数据来源: wind, 东北证券

图 18: 2015-2017 年证券业务各项收入占比

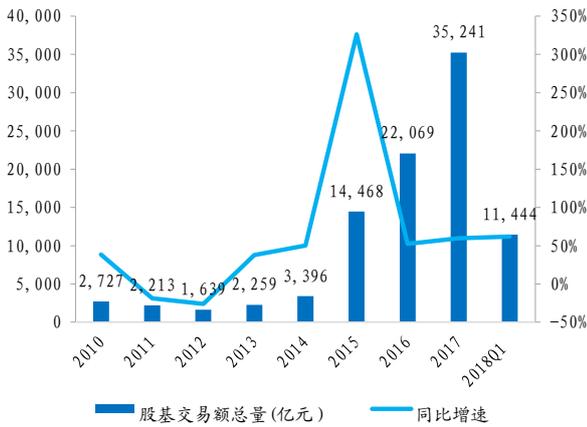


数据来源: wind, 东北证券

#### 3.2. 流量转化与低佣金率拉动经纪业务市场份额逆势增长

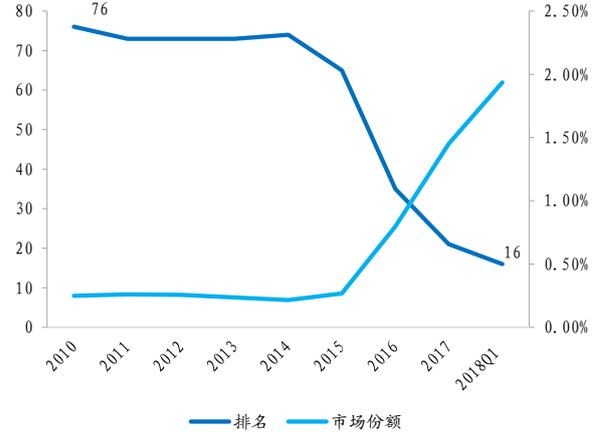
2017 年市场股基交易惨淡，而东方财富股基交易额为 35241 亿元，逆势增长 60%。相比于其他券商经纪业务市占率基本保持稳定，甚至出现下滑的情况，15-18 年东方财富经纪业务市占率快速攀升，由 2015 年的 0.27% 提升至 2017 年的 1.45%，股基交易额的行业排名也由 2015 年的 65 名迅速攀升至 2017 年的 21 名。截止 2018 年 3 月，股基成交额市场份额进一步提升至 1.94%，排名升至第 16 名。公司经纪业务发展如此迅速除了有流量支持外，低佣金率也是主要促进因素。根据统计，2017 年东方财富佣金率仅 0.024%，处于行业最低水平，公司的超低佣金率将持续稳定地吸引前期积累的高粘性且有交易需求的海量用户转化至证券业务，未来经纪业务有较大的成长空间和业绩弹性。

图 19: 2010-2018 公司股基交易额及同比增速



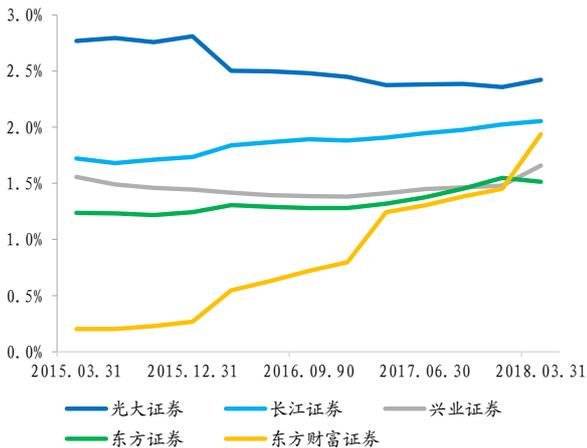
数据来源: Wind, 东北证券

图 20: 2010-2018 年公司股基交易市占率及排名



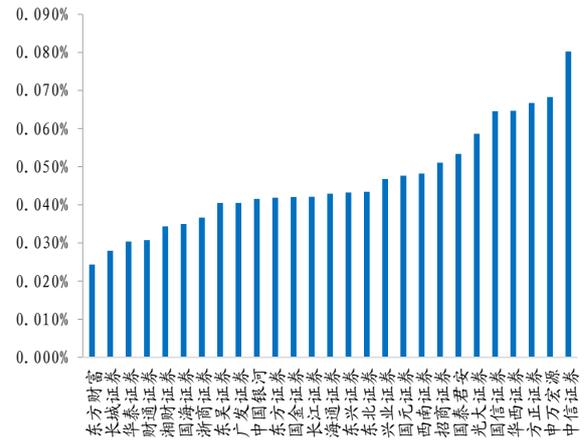
数据来源: Wind, 东北证券

图 21: 可比券商经纪业务市占率



数据来源: Choice, 东北证券

图 22: 2017 年各券商佣金率

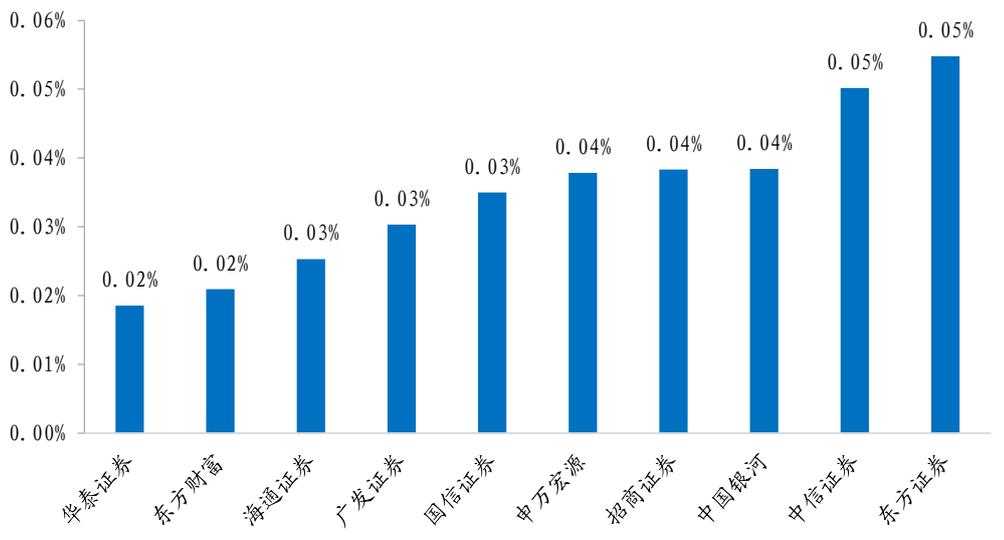


数据来源: Choice, 东北证券

### 3.3. 底运营成本支撑公司以价格优势扩张客户群体

在市场经纪业务大打价格战，佣金率不断下滑的背景下，成本的高低成为影响经纪业务收入的首要因素，低运营成本的公司更易在市场竞争中占据优势。我们以经纪业务成本/股基交易额的值作为经纪业务成本指数，东方财富和华泰证券经纪业务成本/股基交易额 的值均为 0.02%，处于行业最低水平，而东方财富和华泰证券在互联网金融领域都具有独特优势，华泰证券经纪业务市占率连续四年位居行业第一，东方财富有望向华泰看齐。公司能以低运营成本不断扩展市场份额，主要原因是公司作为互联网券商，不像传统券商对线下营业部数量扩张有较高的依赖度，从而大幅减少因铺设营业部及招募经纪人带来职工薪酬和租赁费等开支，公司成本端优势显著，低运营成本支撑公司以价格优势持续扩张客户基础。

图 23: 基金代销综合费率下降



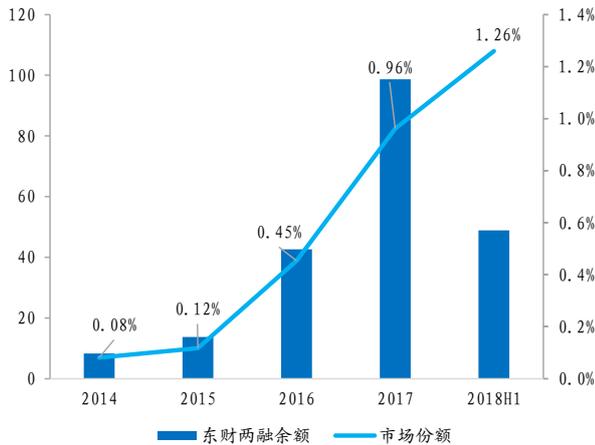
数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.4. 低融资利率抢占两融业务市场份额

由于两融业务与经纪业务的客户群体重合度较高, 所以两融业务和经纪业务具有高度相关性。但 2017 公司经纪业务市占率为 1.45%, 两融业务市占率为 0.96%, 两者偏离较大。目前两融业务市占率远低于经纪业务市占率的主要原因有两个: 1. 法律规定投资者开通融资融券业务需要在开户满 6 个月以后, 这导致两融业务的提升存在滞后效应; 2. 公司客户主要以散户为主, 而证监会规定两融业务客户参与资金门槛为 50 万, 这给公司有两融业务需求的客户群体带来一定的资金压力, 造成两融业务市占率滞后于经纪业务市占率。

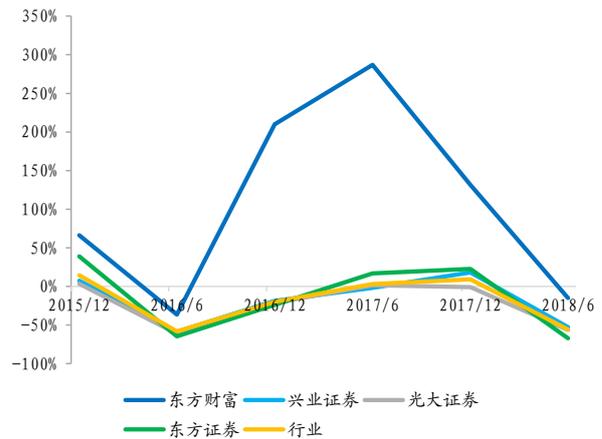
东方财富为提升两融业务的市占率在两方面进行发力, 分别为下调融资利率和增厚资本金。公司 2017 年 5 月下调融资利率至 6.99%, 在统计的 95 家券商中, 九成以上的券商融资利率在 8.35% 以上, 目前只有东方财富的融资利率低于 7%。公司实施的低融资利率抢占市场份额的策略卓有成效, 两融余额自 2015 年以来迅速攀升, 2017 两融余额为 98.69 亿元, 同比增长 132%, 市占率由 2015 年的 0.12% 提升至 2018H1 年的 1.26%, 同比增速远超行业水平, 尤其是 2017 年下半年两融业务同比增速达 287%, 是行业整体增速的近 100 倍。为进一步扩张业务规模, 公司分别于 2017 年 9 月和 12 月发行 12 亿次级债和 46.5 亿可转债用以补充运营资金, 解决两融业务资本受限问题。预计未来两融业务市占率还有较大提升空间, 将维持快速增长态势, 未来增量可期。

图 24: 2014-2018H1 公司两融余额及市场份额



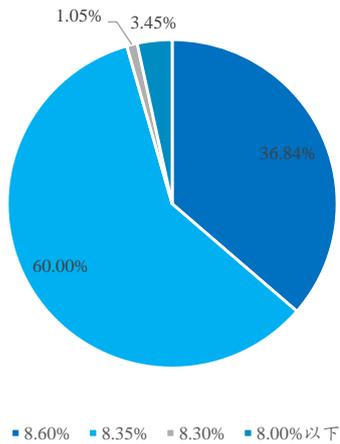
数据来源: Wind, 东北证券

图 25: 公司两融余额同比增速远超同行



数据来源: Wind, 东北证券

图 26: 九成以上券商融资利率大于或等于 8.35%



数据来源: Wind, 东北证券

### 3.5. 证券业务收入弹性测算

我们对东方财富 2018-2020 年证券业务收入做如下测算:

自 2015 年公司收购西藏同信证券后, 公司股基交易额市占率迅速攀升, 由 2015 年的 0.27% 增长至 2018Q1 的 1.94%, 我们预测未来三年东方财富市占率会继续提升, 在 2018 年、2019 年、2020 年底分别达到 2.8%, 3.3%, 3.6%。我们预计 2018-2020 年行业股基交易额增速为 5%, 目前东方财富的佣金率保持在相对稳定的状态, 预计未来三年维持在 0.024% 的水平。低融资利率和资本金的扩充将拉动两融业务持续增长, 预计两融业务市占率在 2018、2019、2020 年底分别达到 1.2%, 1.5%, 2.0%, 考虑公司压低价格抢占市场份额, 预计息差将缩减至 3%。投行、资管、期货等其他证券业务占比较小, 预计未来收入保持稳定。基于以上假设条件, 我预计东方财富 2018、2019、2020 年证券业务收入分别为 23.95 亿元、29.51 亿元、34.30 亿元。

**表 4: 证券业务收入弹性测算**

|               | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 行业股基交易总额      | 276,973,203    | 242,571,004    | 254,699,554    | 267,434,532    | 280,806,259    |
| 同比增速          | -49%           | -12%           | 5%             | 5%             | 5%             |
| 经纪业务市场份额      | 0.80%          | 1.46%          | 2.80%          | 3.30%          | 3.60%          |
| 股基交易额         | 2,215,786      | 3,541,537      | 7,131,588      | 8,825,340      | 10,109,025     |
| 佣金率           | 0.026%         | 0.024%         | 0.024%         | 0.024%         | 0.024%         |
| <b>经纪业务收入</b> | <b>579.43</b>  | <b>858.71</b>  | <b>1711.58</b> | <b>2118.08</b> | <b>2426.17</b> |
| 行业两融余额        | 939,151        | 1,026,264      | 1,128,890      | 1241779.045    | 1365956.95     |
| 同比增速          | -20%           | 9%             | 10%            | 10%            | 10%            |
| 两融市场份额        | 0.45%          | 0.96%          | 1.50%          | 1.75%          | 2.00%          |
| 两融余额          | 4,262          | 9,871          | 16,933         | 21,731         | 27,319         |
| 息差            | 5.51%          | 4.21%          | 3.00%          | 3.00%          | 3.00%          |
| <b>利息收入</b>   | <b>235.06</b>  | <b>415.63</b>  | <b>508.00</b>  | <b>651.93</b>  | <b>819.57</b>  |
| 投资银行业务收入      | 120.06         | 52.34          | 56.57          | 59.34          | 60.57          |
| 资产管理业务收入      | 85.29          | 52.48          | 57.73          | 60.23          | 60.95          |
| 期货经纪业务收入      | 59.77          | 47.23          | 51.95          | 52.01          | 51.92          |
| 财务顾问及其他业务收入   | 69.15          | 8.05           | 8.86           | 9.74           | 10.71          |
| <b>营业总收入</b>  | <b>1148.76</b> | <b>1434.44</b> | <b>2394.69</b> | <b>2951.34</b> | <b>3429.89</b> |

数据来源: Wind, 东北证券

#### 4. 盈利预测及投资建议

东方财富证券业务和金融电子商务服务市占率稳步提升, 基于我们的假设, 预计 2018、2019、2020 年证券业务营收增速为 67%、23%、16%, 金融电子商务服务对应 2018、2019、2020 年营收增速分别为 17%、57%、40%, 东方财富金融电子商务服务的毛利率基本保持稳定, 预测 2018-2020 年毛利率维持在 90%。随着公司的成功转型, 基金代销收入和证券业务收入成为公司营收结构中的两大支柱, 金融数据服务和广告服务的营收占比基本维持在 10% 左右。我们预计金融数据服务、广告服务和和其他主营业务营收保持平稳增长的趋势, 预测 2018-2020 年增速维持在 5%, 毛利率保持在原有水平, 分别为 30%, 30% 和 60%。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 36.67、48.05、59.23 亿元, 实现归母净利润分别为 11.70、14.94、18.12 亿元, 对应的 PE 分别为 55.40x、43.42x、35.78x, 6 个月对应目标价格为 15.01 元, 给予“增持”评级。

表 5: 东方财富各业务收入预测表

|                 | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>证券业务</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 收入              | 113          | 1,149        | 1,434        | 2,395        | 2,951        | 3,430        |
| 增长率             |              | 917%         | 25%          | 67%          | 23%          | 16%          |
| 毛利率             | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| 成本              |              |              |              |              |              |              |
| 毛利              | 113          | 1,149        | 1,434        | 2,395        | 2,951        | 3,430        |
| <b>金融电子商务服务</b> |              |              |              |              |              |              |
| 收入              | 2,442        | 871          | 844          | 990          | 1,559        | 2,183        |
| 增长率             | 557%         | -64%         | -3%          | 17%          | 57%          | 40%          |
| 毛利率             | 94%          | 90%          | 90%          | 90%          | 90%          | 90%          |
| 成本              | 152          | 85           | 84           | 99           | 155.9        | 218.3        |
| 毛利              | 2,290        | 786          | 760          | 891          | 1403.1       | 1964.7       |
| <b>金融数据服务</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 收入              | 249          | 220          | 169          | 178          | 186          | 196          |
| 增长率             | 72%          | -12%         | -23%         | 5%           | 5%           | 5%           |
| 毛利率             | 53%          | 23%          | -31%         | 30%          | 30%          | 30%          |
| 成本              | 117          | 169          | 222          | 124          | 131          | 137          |
| 毛利              | 132          | 51           | -53          | 53           | 56           | 59           |
| <b>广告服务</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 收入              | 102          | 98           | 79           | 83           | 87           | 91           |
| 增长率             | 19%          | -4%          | -19%         | 5%           | 5%           | 5%           |
| 毛利率             | 58%          | 33%          | 30%          | 30%          | 30%          | 30%          |
| 成本              | 42           | 65           | 92           | 58           | 61           | 64           |
| 毛利              | 59           | 32           | -13          | 25           | 26           | 27           |
| <b>其他主营业务</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 收入              | 20           | 15           | 20           | 21           | 22           | 23           |
| 增长率             | 104%         | -24%         | 33%          | 5%           | 5%           | 5%           |
| 毛利率             | 38%          | 73%          | 70%          | 60%          | 60%          | 60%          |
| 成本              | 12           | 4            | 6            | 8            | 9            | 9            |
| 毛利              | 7            | 11           | 14           | 13           | 13           | 14           |
| <b>营业收入</b>     | <b>2,926</b> | <b>2,353</b> | <b>2,546</b> | <b>3,667</b> | <b>4,805</b> | <b>5,923</b> |
| 增长率             | 378%         | -20%         | 8%           | 44%          | 31%          | 23%          |
| 综合毛利率           | 89%          | 86%          | 84%          | 92%          | 93%          | 93%          |
| 营业成本            | 323          | 323          | 397          | 289          | 357          | 428          |
| 净利润率            | 63%          | 30%          | 25%          | 32%          | 31%          | 31%          |
| <b>净利润</b>      | <b>1,849</b> | <b>714</b>   | <b>637</b>   | <b>1,170</b> | <b>1,494</b> | <b>1,812</b> |

数据来源: 公开资料, 东北证券

**附表：财务报表预测摘要及指标**

| 资产负债表 (百万元)      | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 12,080        | 14,722        | 14,858        | 15,042        |
| 交易性金融资产          | 2,669         | 2,669         | 2,669         | 2,669         |
| 应收款项             | 329           | 448           | 582           | 720           |
| 存货               | 142           | 87            | 113           | 134           |
| 其他流动资产           | 18,767        | 18,767        | 18,767        | 18,767        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>36,340</b> | <b>39,462</b> | <b>40,673</b> | <b>41,846</b> |
| 可供出售金融资产         | 90            | 90            | 90            | 90            |
| 长期投资净额           | 500           | 500           | 500           | 500           |
| 固定资产             | 1,761         | 2,248         | 2,754         | 3,237         |
| 无形资产             | 69            | 71            | 56            | 36            |
| 商誉               | 2,932         | 2,932         | 2,932         | 2,932         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>5,505</b>  | <b>5,666</b>  | <b>5,929</b>  | <b>6,115</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>41,845</b> | <b>49,972</b> | <b>53,214</b> | <b>52,816</b> |
| 短期借款             | 298           | 6,567         | 6,682         | 5,565         |
| 应付款项             | 82            | 79            | 94            | 114           |
| 预收款项             | 135           | 196           | 256           | 316           |
| 一年内到期的非流动负债      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>21,744</b> | <b>28,717</b> | <b>30,459</b> | <b>28,256</b> |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债           | 1             | 0             | 0             | 0             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>5,420</b>  | <b>5,418</b>  | <b>5,418</b>  | <b>5,418</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>27,164</b> | <b>34,134</b> | <b>35,877</b> | <b>33,674</b> |
| 归属于母公司股东权益合计     | 14,678        | 15,839        | 17,343        | 19,154        |
| 少数股东权益           | 3             | -1            | -6            | -11           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>41,845</b> | <b>49,972</b> | <b>53,214</b> | <b>52,816</b> |

| 利润表 (百万元)        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,547</b> | <b>3,667</b> | <b>4,805</b> | <b>5,923</b> |
| 营业成本             | 397          | 289          | 357          | 428          |
| 营业税金及附加          | 27           | 53           | 63           | 80           |
| 资产减值损失           | 81           | 0            | 0            | 0            |
| 销售费用             | 316          | 441          | 584          | 718          |
| 管理费用             | 1,283        | 1,811        | 2,389        | 2,938        |
| 财务费用             | -32          | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动净收益        | -22          | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益            | 201          | 149          | 166          | 160          |
| <b>营业利润</b>      | <b>676</b>   | <b>1,222</b> | <b>1,578</b> | <b>1,919</b> |
| 营业外收支净额          | 3            | 45           | 31           | 36           |
| <b>利润总额</b>      | <b>679</b>   | <b>1,267</b> | <b>1,609</b> | <b>1,955</b> |
| 所得税              | 44           | 100          | 120          | 149          |
| 净利润              | 635          | 1,167        | 1,489        | 1,807        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>637</b>   | <b>1,170</b> | <b>1,494</b> | <b>1,812</b> |
| 少数股东损益           | -2           | -4           | -5           | -6           |

| 现金流量表 (百万元)      | 2017A         | 2018E        | 2019E        | 2020E         |
|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>净利润</b>       | <b>637</b>    | <b>1,170</b> | <b>1,494</b> | <b>1,812</b>  |
| 资产减值准备           | 81            | 0            | 0            | 0             |
| 折旧及摊销            | 216           | 194          | 256          | 300           |
| 公允价值变动损失         | 22            | 0            | 0            | 0             |
| 财务费用             | 202           | 0            | 0            | 0             |
| 投资损失             | -86           | -149         | -166         | -160          |
| 运营资本变动           | -7,180        | 223          | 553          | -2,075        |
| 其他               | 40            | 438          | 1,134        | -1,572        |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>-6,160</b> | <b>1,505</b> | <b>2,102</b> | <b>-166</b>   |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-70</b>    | <b>-277</b>  | <b>-323</b>  | <b>-289</b>   |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>8,894</b>  | <b>6,258</b> | <b>125</b>   | <b>-1,118</b> |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>-120</b>   | <b>541</b>   | <b>494</b>   | <b>972</b>    |

| 财务与估值指标       | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |        |        |
| 每股收益 (元)      | 0.15    | 0.23   | 0.29   | 0.35   |
| 每股净资产 (元)     | 3.42    | 3.06   | 3.36   | 3.71   |
| 每股经营性现金流量 (元) | -1.44   | 0.35   | 0.49   | -0.04  |
| <b>成长性指标</b>  |         |        |        |        |
| 营业收入增长率       | 8.29%   | 43.99% | 31.03% | 23.27% |
| 净利润增长率        | -10.77% | 83.77% | 27.64% | 21.30% |
| <b>盈利能力指标</b> |         |        |        |        |
| 毛利率           | 84.41%  | 92.12% | 92.57% | 92.77% |
| 净利率           | 25.01%  | 31.92% | 31.09% | 30.60% |
| <b>运营效率指标</b> |         |        |        |        |
| 应收账款周转率 (次)   | 43.43   | 44.61  | 44.22  | 44.35  |
| 存货周转率 (次)     | 127.42  | 110.35 | 116.04 | 114.14 |
| <b>偿债能力指标</b> |         |        |        |        |
| 资产负债率         | 64.92%  | 68.31% | 67.42% | 63.76% |
| 流动比率          | 1.67    | 1.37   | 1.34   | 1.48   |
| 速动比率          | 1.66    | 1.37   | 1.33   | 1.48   |
| <b>费用率指标</b>  |         |        |        |        |
| 销售费用率         | 12.40%  | 12.04% | 12.16% | 12.12% |
| 管理费用率         | 50.39%  | 49.38% | 49.71% | 49.60% |
| 财务费用率         | -1.27%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| <b>分红指标</b>   |         |        |        |        |
| 分红比例          |         |        |        |        |
| 股息收益率         | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| <b>估值指标</b>   |         |        |        |        |
| P/E (倍)       | 84.49   | 55.40  | 43.42  | 35.78  |
| P/B (倍)       | 3.66    | 4.08   | 3.73   | 3.38   |
| P/S (倍)       | 21.24   | 17.77  | 13.56  | 11.00  |
| 净资产收益率        | 4.33%   | 7.37%  | 8.59%  | 9.43%  |

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

戴绍文：中央财经大学硕士，曾就职于中国太保（集团）、东方证券，现任东北证券非银金融行业分析师

李森蔓：浙江大学学士、香港大学硕士。2018年加入东北证券，现任东北证券非银金融行业研究员

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                             |
|----------------------|------|-----------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。     |
|                      | 增持   | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。  |
|                      | 中性   | 未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。  |
|                      | 减持   | 在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |
|                      | 卖出   | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。     |
|                      | 同步大势 | 未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。    |
|                      | 落后大势 | 未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。    |

**东北证券股份有限公司**

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                          | 邮编     |
|-----------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号         | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座   | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号         | 200127 |
| 中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D | 518000 |

**机构销售联系方式**

| 姓名              | 办公电话          | 手机          | 邮箱               |
|-----------------|---------------|-------------|------------------|
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                  |
| 袁颖 (总监)         | 021-20361100  | 13621693507 | yuanying@nesc.cn |
| 王博              | 021-20361111  | 13761500624 | wangbo@nesc.cn   |
| 李寅              | 021-20361229  | 15221688595 | liyin@nesc.cn    |
| 杨涛              | 021-20361106  | 18601722659 | yangtao@nesc.cn  |
| 阮敏              | 021-20361121  | 13564972909 | ruanmin@nesc.cn  |
| 李喆莹             | 021-20361101  | 13641900351 | lizy@nesc.cn     |
| 齐健              | 021-20361258  | 18221628116 | qijian@nesc.cn   |
| 陈希豪             | 021-20361267  | 13956071185 | chen-xh@nesc.cn  |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                  |
| 李航 (总监)         | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn   |
| 殷璐璐             | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn  |
| 温中朝             | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn    |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn   |
| 颜玮              | 010-58034565  | 18601018177 | yanwei@nesc.cn   |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                  |
| 邱晓星 (总监)        | 0755-33975865 | 18664579712 | qiuxx@nesc.cn    |
| 刘璇              | 0755-33975865 | 18938029743 | liu-xuan@nesc.cn |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn   |
| 林钰乔             | 0755-33975865 | 13662669201 | linyq@nesc.cn    |
| 周逸群             | 0755-33975865 | 18682251183 | zhouyq@nesc.cn   |