

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2018年12月05日

市场数据

目前股价	13.45
总市值（亿元）	695.13
流通市值（亿元）	558.65
总股本（万股）	516,827
流通股本（万股）	415,349
12个月最高/最低	15.38/10.03

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

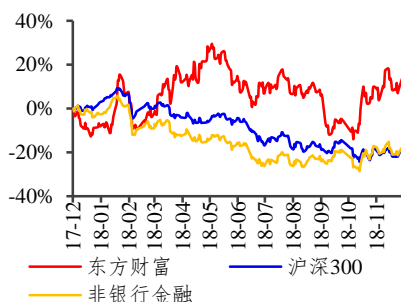
☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

着力打造互联网金融平台生态圈，规模与范围经济优势逐步凸显

——东方财富（300059）公司深度报告

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,578.69	4,649.36	6,041.38
(+/-%)	40.52	29.92	29.94
净利润	1,073.61	1,394.81	1,812.41
(+/-%)	69.11	29.92	29.94
摊薄 EPS	0.21	0.27	0.35
PE	64.48	49.63	38.19

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点

■ 投资要点 1：布局前瞻，打造一站式互联网金融平台

公司以满足用户需求为核心，围绕内容/社交/决策/交易四个方面打造一站式互联网金融平台。公司以财经资讯起家，逐步发展形成互金生态圈，这是纵向深耕和横向拓展的过程，而流量作为核心优势循环利用，贯穿始终。公司成功转型之路也是内外合力的结果。对内东方财富增大科技投入，提高研发实力，对外通过并购收购拓张金融版图。

■ 投资要点 2：业务转型，从金融资讯走向证券业务

东方财富不断发展，逐渐由以金融数据服务与广告收入为主的结构转变成以证券收入与金融电子商务服务为主的收入结构。其中，基金代销持续稳居行业第一，随着我国居民基金理财需求的不断增加，基金代销业务收入也有望进一步提升，但蚂蚁金融等金融巨头的抢食市场，在基金申购费率及申购量给公司带来压力。证券业务则是公司现在的发展重点，利用金融科技、低价策略抢占市场，随着流量优势转化，公司业务份额也在逐渐扩大。

■ 投资要点 3：流量+成本+高粘性，有望成为我国证券零售独角兽

B+C 端生态体系健全，线下持续跑马圈地，线上流量优势完胜传统券商。我们认为，线下营业部的迅猛发展，是基于当前监管下诸多业务必须柜台办理的闲时要求。而 B 端形成了客户信任，而如 choice level2 等航母级产品群奠定了 B 端作战基石，公司经纪人通过东方财富师工作平台展业，目前整体的经纪人的数量已经居于市场前列，同时也通过投资顾问为客户提供资产配置建议。

与传统券商相比，由于公司依托互联网，成本优势明显，在佣金价格战中脱颖而出，迅速占领市场份额。且公司 APP 月活量原高于其他券商，主要以 31-40 岁的客户为主，同时的换手率也比较高。与互联网巨头 BATJ

相比，公司具有金融机构的专业性优势，有助于吸引高粘性的投资者。

从线上到线上线下齐发展，从提供金融资讯的财经网站到一站式金融服务平台，东方财富不断扩展业务与客户群，涉足的领域也更加多样全面，随着牌照的不断完善，满足不同用户群的财富管理需求，营收结构将会不断变迁，有望成为“东方”嘉信理财。

■ 投资要点 4：横向布局，打造综合性金融服务机构

除已有的广告/数据、金融电商、证券业务外，公司还在积极布局公募基金、保险销售、征信等业务，试图打造一个完整可持续、闭环的互金生态圈。流量、成本优势可以帮助公司迅速扩张，提升行业地位。全业务式格局，提升客户粘性，增加公司业务收入，可有效应对不同市场行情对公司收入状况的冲击。

■ 投资要点 5：可转债发行，助力公司战略发展

在完成此次可转债发行后，东方财富证券的净资产提升至 113 亿元。由于东方财富长期以来提供金融数据、资讯，基金代销，券商经纪业务等轻资产业务，公司的总体资产量并不多，尤其是与传统大型券商相比，东财的净资产较小。但随着东方财富券商业务不断开拓，也会对重资本业务不断倾斜，届时公司将完成各项融资以补充净资产和核心资本。此次可转债的融资便为东方财富的业务开拓打下了基础。

■ 估值与投资建议

我们认为，公司净利润增长可靠真实。2018Q3 显示投资收益+公允价值变动等非经营性收益变动的部分约为 2.10 亿元，占利润总额约为 21.84%。若剔除此部分，公司的净利润增长仍能达到 77.45%。东方财富营业利润率、成本费用利润率在 2015 年达到顶峰之后，经历了一个倒 U 型发展路径，2018 年前三季度公司的营业利润率、成本费用利润率分别为 40.65%、54.82%。我们认为，东方财富目前处于边际成本递减阶段，具备规模经济及范围经济优势，未来随着行情的复苏，市占率提升及成本率下降将双轮驱动净利润持续增长。2018 年为新经济元年，展望 2019 年，东方财富作为零售证券领域的独角兽，未来在财富管理领域的继续施展身手。预计公司 2018-2020 年的摊薄 EPS 分别为 0.21/0.27/0.35 元，对应的 PE 分别为 64/49/38 倍，首次覆盖，予以“推荐”评级。

- 风险提示：中美贸易摩擦可能加剧风险；宏观经济下行风险；股票市场系统性下跌风险；市占率提升不及市场预期；科创板对创业板可能存在的冲击风险。

目录

1. 战略清晰，布局一站式互联网金融平台	7
1.1 内外兼攻：战略深入三步走，科技赋能券商	7
1.1.1 战略三步走，流量复用转型互联网券商	7
1.1.2 一站式服务，构筑互金生态圈	10
1.1.3 股权激励激发活力，资本扩张助力战略腾飞	11
1.2 业绩增速超同业高发展，互联网券商独角兽属性凸显	12
2. 基金代销业务红海竞争趋势，未来压力凸显	14
2.1 时代弄潮儿，审时度势	14
2.2 天天基金代销能力突出，未来竞争压力	15
2.2.1 中国基金市场前景广阔	15
2.2.2 依托先发优势，基金代销独领风骚	16
2.2.3 巨头来袭，压力有所显现	20
3. 券商零售行业的独角兽雏形初现	23
3.1 券商零售业务的行业趋势：走向寡头	23
3.1.1 重点关注标准化零售证券业务	23
3.1.2 东方财富市占率上升动力强劲	24
3.2 流量+成本+高粘性客户构筑东方财富核心优势	25
3.2.1 B+C端生态体系健全：线下持续跑马圈地，线上流量优势完胜传统券商	25
3.2.2 成本优势完胜传统券商，信用业务不断发力	29
3.2.3 金融专业性、垂直性及融合优势超过互联网巨头及传统财经媒体	30
3.2.4 对标海外，提升仍有空间	32
3.3 相似发展路径，打造“东方版”的嘉信理财	33
3.3.1 嘉信——全面转型金融服务平台	33
3.3.2 营收结构变化折射向财富管理转型	34
3.3.3 东方财富金融平台转型——打造“东方版”嘉信	37
4. 横向布局，打造综合金融服务机构	38
4.1 金融业务牌照不断增多，打造闭环体系	38
4.2 征信业务助力东财小贷健康发展	39
4.2.1 东财小贷的优势：征信助力	40
4.2.2 征信业务的未来前景	40
4.3 资管、期货加速拓张	40
5. 可转债发行，助力公司战略发展	42
5.1 券商资本扩张军备竞赛，为业务发展奠定基础	42
5.2 破除资本瓶颈，信用业务成重点发力方向	43
6. 盈利预测与投资建议	44
6.1 盈利预测与估值	44
6.2 投资建议	45
7. 风险提示	47

图表目录

图 1: 公司研发投入与成果.....	7
图 2: 2017 年代表性中小券商研发投入对比.....	7
图 3: 全球领先券商正在用不同的方法应对互联网创新大潮.....	8
图 4: 公司重大事项进程图.....	9
图 5: 公司战略转型三阶段.....	9
图 6: 公司证券营业部线下网点布局.....	10
图 7: 公司布局互联网金融全业务链以提供航母级产品服务体系.....	11
图 8: 公司上市以来融资结构.....	12
图 9: 自上市以来营业收入变动趋势 单位: 亿元, %.....	13
图 10: 自上市以来归母净利润变动趋势 单位: 亿元, %.....	13
图 11: 2018H1 公司主营业务结构.....	13
图 12: 2018H1 公司证券业务结构.....	13
图 13: 公司股价与券商指数走势对比.....	14
图 14: 公司股价与创业板指走势对比.....	14
图 15: 东方财富主营业务收入结构变迁图.....	15
图 16: 基金市场规模.....	15
图 17: 中国股票市值规模 单位: 亿元.....	15
图 18: 全球主要国家基金渗透率.....	16
图 19: 中美居民金融资产配置情况.....	16
图 20: 代销基金中前 10 名独立销售机构家数.....	17
图 21: 东方财富基金代销规模.....	17
图 22: 2018 独立基金代销机构情况.....	17
图 23: 东方财富基金代销市场份额.....	18
图 24: 天天基金业绩.....	18
图 25: 我国货币基金规模历年图 单位: 亿元.....	18
图 26: 活期宝历年交易笔数与交易额.....	19
图 27: 活期宝基金、余额宝、银行理财 7 日年化收益/%.....	19
图 28: 组合宝与私募宝特点对比.....	20
图 29: 2017Q2-2018Q2 中国第三方支付交易规模.....	21
图 30: 2018 年第二季度第三方支付市场交易份额.....	21
图 31: 基金牌照获取时间对比.....	21
图 32: 蚂蚁金服导流用户界面.....	22
图 33: 微信导流界面.....	22
图 34: 天天基金基金代销费率变化.....	23
图 35: 券商整体市场规模比较图.....	24
图 36: 东方财富证券经纪业务净收入及市场份额.....	24
图 37: 东方财富利息净收入及市场份额.....	24
图 38: 东方财富证券市占率存在提升空间.....	25
图 39: 东方财富零售市场份额逐年增加.....	25
图 40: 营业部分布情况对比 (截至 2018/03).....	25
图 41: 券商从业人数对比 (截至 2018/11).....	26
图 42: 东方财富网持续高流量.....	28

图 43: 东方财富移动 App 活跃用户情况	28
图 44: 传统券商 app 与东方财富流量对比 (2018 年 10 月).....	28
图 45: 东方财富网用户年龄结构	28
图 46: 户均资产余额比较 单位: 亿元	29
图 47: 券商客户平均换手率比较	29
图 48: 东方财富银证合作过程	29
图 49: 东财佣金率低于行业均值	30
图 50: 主要券商佣金率对比	30
图 51: 东方财富两融余额及市场份额	30
图 52: 股票质押参考市值及市场份额	30
图 53: 东方财富与 ATJ 月度独立设备数(2018 年 10 月数据) 单位: 万台	31
图 54: 东方财富与财经网站流量对比 (频率: 周)	32
图 55: 2013 年至 2018 年 SBI 成交额和市场份额占比变化	32
图 56: Okasan Securities 成交额和市场份额占比变化	32
图 57: 2013 年至 2018 年韩国前三大互联网券商市占率变化	33
图 58: 嘉信理财发展脉络	34
图 59: 嘉信 O2O 财富管理业务模式的核心在于搭建起一套完善的生态体系	35
图 60: 嘉信利用技术支持客户获取, 并助推交叉销售业绩	35
图 61: 嘉信的产品平台能够为多层次客户提供差异化产品组合	36
图 62: 嘉信理财 AUM 规模及增速	36
图 63: 嘉信理财资管产品类型分布	36
图 64: 嘉信理财客户现金余额	36
图 65: 嘉信理财生息资产余额	36
图 66: 嘉信理财 2018Q3 主营构成情况	37
图 67: 嘉信理财净收入构成情况 单位: 百万美元	37
图 68: 东方财富发展过程	38
图 69: 东方财富已取得金融牌照及其控参股公司	39
图 70: 小额贷款公司数量	39
图 71: 小贷公司贷款余额和实收资本	39
图 72: 东财小贷与传统小贷对比	40
图 73: 东方财富资管产品类型 (截至 2018 年 11 月 12 日)	41
图 74: 西藏同信辰景港湾 1 号 (平衡混合型) 单位净值	41
图 75: 西藏东方财富稳健 2 号 (灵活配置型) 单位净值	41
图 76: 截至 2018 年 11 月 12 日尚处于存续期的东方财富资管规模	42
图 77: 2018 年以来部分券商直接融资额统计 单位: 亿元	42
图 78: 2018Q3 券底商净资产比较 单位: 亿元	43
图 79: 2018Q3 券底商权益乘数比较	43
图 80: 东方财富成本费用率等变化	46
图 81: 华泰证券、东方证券、东方财富与行业 ROE 比较	46
图 82: 东方财富投资净收益+公允价值变动净收益占比 单位: 百万	47

表 1: 代表性券商研发人员与研发支出对比	7
表 2: 公司前十大股东持股情况	11
表 3: 公司两次股权激励情况	12
表 4: 活期宝与银行理财、余额宝特点比较	19
表 5: 特色理财产品比较	19
表 6: 天天基金、蚂蚁金服、理财通基金费率比较	22
表 7: 上市券商证券经纪人数据	26
表 8: 传统证券经纪人与东方财富证券经纪人	27
表 9: 东方财富与 BATJ 金融业务对照表	31
表 10: 可转债资金募集用途	43
表 11: 东方财富部分资产科目占比变化 单位: 亿元	44
表 12: 东方财富证券业务盈利预测 单位: 百万	44
表 13: 部分可比公司简要情况	44
表 14: 东方财富收入分类预测表 单位: 百万	45
表 15: 东方财富证券成本管理能力的不断跃升	46

1. 战略清晰，布局一站式互联网金融平台

1.1 内外兼攻：战略深入三步走，科技赋能券商

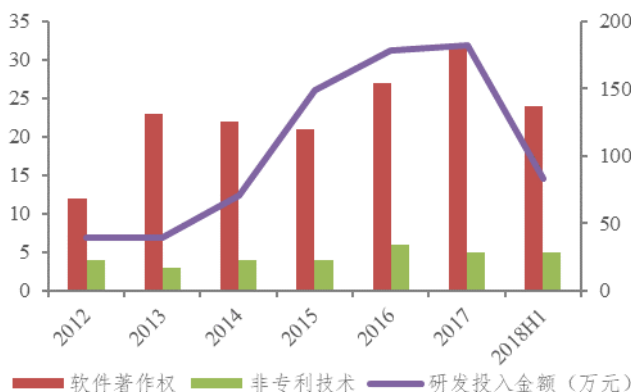
1.1.1 战略三步走，流量复用转型互联网券商

■ 内生赋能，重视技术产品研发

公司成功转型之路是内外合力的结果。公司以财经资讯起家，于 2006 年、2007 年分别上线“股吧”和“天天基金网”，互动社区的出现帮助积累了大批用户流量。另外，行情终端软件“东方财富通”和 Choice 资讯也在金融数据服务上增加了用户积淀。

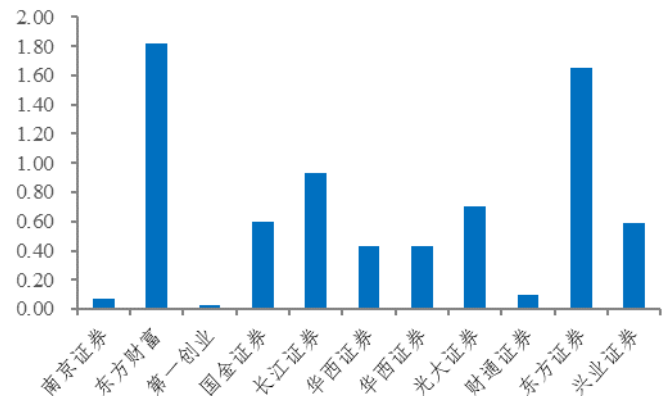
公司的内生发展离不开研发的投入，技术的更新升级对科技型企业（Fintech）至关重要。公司研发人员占员工数量的 40% 左右，研发投入金额从 2012 年的 0.40 亿元增长至 2017 年的 1.82 亿元，年度新增软件著作权由 12 项增加至 32 项。另外，公司 2017 年还取得新注册商标 40 项，非专利技术 5 项。

图 1：公司研发投入与成果



资料来源：定期公告，长城证券研究所

图 2：2017 年代表性中小券商研发投入对比



资料来源：wind，长城证券研究所

根据《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》测算，一个年均营收大概在 100 亿左右的证券公司，平均每年的 IT 投入应该在 3 个亿以上，而一个总数在 1000 人以上的证券公司，应该至少拥有 60 名 IT 人员，目前大多券商均未达到该标准。

表 1：代表性券商研发人员与研发支出对比

	研发投入 (亿元)	研发投入/营业收入 (%)	研发人员	研发人员占比 (%)
南京证券	0.08	0.55		
东方财富	1.82	7.15	1664	38.82
第一创业	0.03	0.14		
国金证券	0.60	1.36	145	4.42
长江证券	0.93	1.66	864	15.82
华西证券	0.43	1.62	52	65.00
华西证券	0.43	1.62	52	65.00
光大证券	0.70	0.71	32	0.35
财通证券	0.10	0.25	38	1.36
东方证券	1.65	1.57	118	2.51

	研发投入(亿元)	研发投入/营业收入(%)	研发人员	研发人员占比(%)
兴业证券	0.59	0.67	92	1.61
华泰证券	4.14	1.96	538	6.61
国信证券	5.82	4.88	445	4.89
广发证券	5.54	2.57		
海通证券	0.87	0.31	108	1.00
长江证券	0.94	1.66	864	15.82

资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 3：全球领先券商正在用不同的方法应对互联网创新大潮

	购买金融科技	内部建立	合作伙伴
主要驱动因素	<ul style="list-style-type: none"> 即时获得技术 现有客户群 	<ul style="list-style-type: none"> 根据顾问和客户需求而设计的产品 修改容易 为整合传统系统而建立 	<ul style="list-style-type: none"> 为金融分析者和客户而提供的白标解决方案 快速开展，费用便宜 一定整合机会
局限	<ul style="list-style-type: none"> 整合技术困难 重要员工流失 收购来的公司具有文化差异 	<ul style="list-style-type: none"> 耗费时间，开展费用高 新技术可能会受已有技术限制 	<ul style="list-style-type: none"> 完全与系统整合有困难 如果供应商被收购，产品会有风险
财富管理企业完成进度*	10%	20%	30%
折扣经纪公司			
风险投资分析/金融分析		雷蒙德詹姆斯以及爱德华琼斯公司曾公开表示他们不打造智能机器人顾问	
全服务经纪			
高净值/超高净值银行/信托			
其他			

注：据一份资产管理全球50强财富管理公司的样本显示，~40%的公司表示会采取“观望的方式”或者没有开发机器人产品的相应计划

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 4：公司重大事项进程图

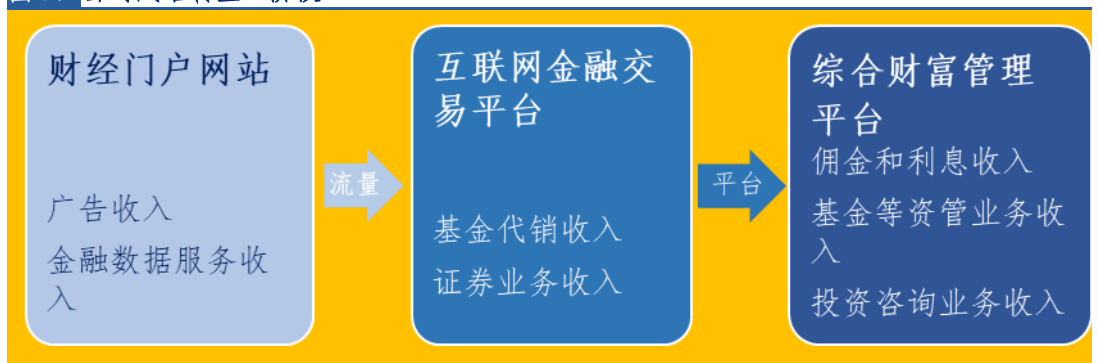


资料来源：公司公告，长城证券研究所

■ 外延重组并购加速扩张

外延重组并购加速了东方财富在业务版图上的扩张。公司于 2014 年、2015 年分别收购香港宝华世纪证券和西藏同信证券（后更名为东方财富证券），同步开启海外和国内的券商业务。2015 年 7 月增资入股上海漫道金服（原易真股份），2017 年参股中证信用云，进军第三方支付和征信领域。

图 5：公司战略转型三阶段



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司的战略布局可根据商业模式和主要盈利来源的变化划分为三个阶段，是纵向深耕和横向拓展的过程，而流量作为核心优势循环利用，贯穿始终，并逐步推进财富管理平台建设，形成规模与范围经济优势。

■ 财经门户网站积累流量，互联网金融属性明显

2005-2012 年是战略演进的第一阶段。公司成立之初，盈利来源主要有二：一是通过“东方财富网”门户网站免费发布财经资讯，以及建立“股吧”等财经社区帮助互动交流，来积累流量并获取广告收入。二是通过行情终端“东方财富通”等付费软件赚取金融数据服务收入。该阶段具有极强的互联网属性，流量平台的天花板明显。

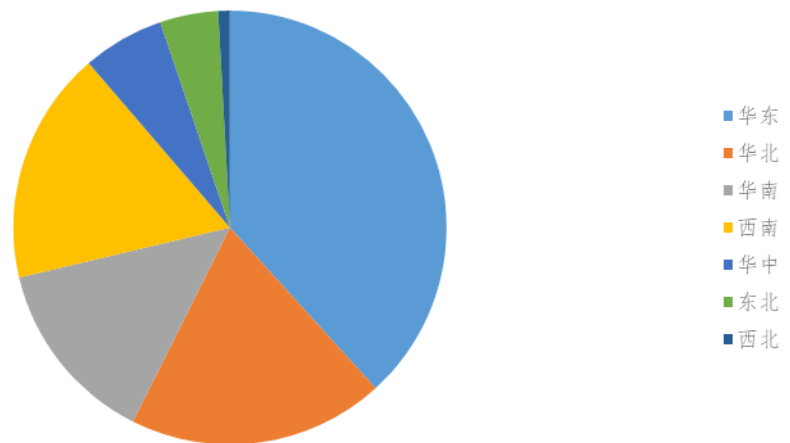
■ 互金交易平台收获流量红利，金融属性增强

2013 年至今是战略演进的第二阶段。公司在上一阶段积累的流量+品牌效应在垂直财经领域得到利用。2012 年天天基金网获得基金代销资格后，流量引流效果显著，并借助市场东风于 2015 年出现井喷式增长。公司开展证券业务后，同样以流量+成本优势取得高市占，并迅速赶超基金代销，营收占比逾半。现阶段的主要收入来源是证券佣金收入与基金代销收入，金融属性提升。

■ 财富管理平台巩固流量积淀，转变存管获利

公司发展的下一阶段可能是看齐嘉信理财，成长为综合财富管理平台。公司于 2015 年开始筹划设立基金管理公司，2018 年 10 月设立西藏东财基金管理有限公司，进军财富管理领域意图明显。未来阶段，公司或以线上线下多渠道和更丰富的资管产品为零售用户提供财富管理服务，打造基金代销/证券业务/资产管理/保险代理/小贷/征信/第三方支付等全牌照平台，主要盈利来源证券经纪业务、资本中介业务所带来的利息收入、财富及资产管理业务收入。

图 6：公司证券营业部线下网点布局



资料来源：公司财报，长城证券研究所，数据截至 2018 年 6 月 30 日

1.1.2 一站式服务，构筑互金生态圈

公司以满足用户需求为核心，围绕内容/社交/决策/交易四个方面打造一站式互联网金融平台。用户可以在东方财富网平台上获取财经资讯方面的内容，或者在股吧、基金吧等财经社区进行互动交流，在需要进行进一步的投资决策时，可以向 Choice 等金融数据终端寻求数据支持。东方财富网站上，有明显的基金与证券业务的接口，方便用户在确定投资决策后及时进行基金的申购赎回或股票期货的交易而实现流量变现。

除已有的广告/数据、金融电商、证券业务外，公司还在积极布局公募基金、保险销售、征信等业务，力求打造一个完整可持续的互金生态圈。在该生态圈中，客户全产业链需求可得到满足，系统的一体化将提升用户体验感，增强用户粘性，流量不易流失，用户产生的数据还能被用于征信，形成生态闭环。

图 7：公司布局互联网金融全业务链以提供航母级产品服务体系



资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.1.3 股权激励激发活力，资本扩张助力战略腾飞

公司股权结构均衡稳定，根据 2018 年半年报，前十大股东合计持股 39.61%。实际控制人其实先生以 23.81% 控股，其他九大股东持股比例均在 5% 以下。其中，第二、第三大股东沈有根先生、陆丽丽女士与董事长其实先生分别系父亲子和夫妻关系，三位关联人合计持股 29.57%。

表 2：公司前十大股东持股情况

股东名称	持股比例	股东性质
其实	23.81%	境内自然人
沈友根	2.91%	境内自然人
陆丽丽	2.85%	境内自然人
西藏自治区投资有限公司	2.09%	国有法人
中央汇金资产管理有限责 任公司"	1.57%	国有法人
郑州宇通集团有限公司	1.50%	境内非国有法人
香港中央结算有限公司	1.32%	境外法人
鲍一青	1.21%	境内自然人
天安人寿保险股份有限公	1.21%	其他
合计	1.14%	国有法人
	39.61%	

资料来源：公司财报，长城证券研究所

■ 股权激励促进公司长远发展

公司于 2011 年、2014 年分别进行了两次股权激励计划。第二次的股权激励授予股票期权 2959 万份，较第一次的 490.5 万份激励力度明显增强。股权激励有利于调动公司中高级管理人员及员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，促进公司长远发展。

表 3: 公司两次股权激励情况

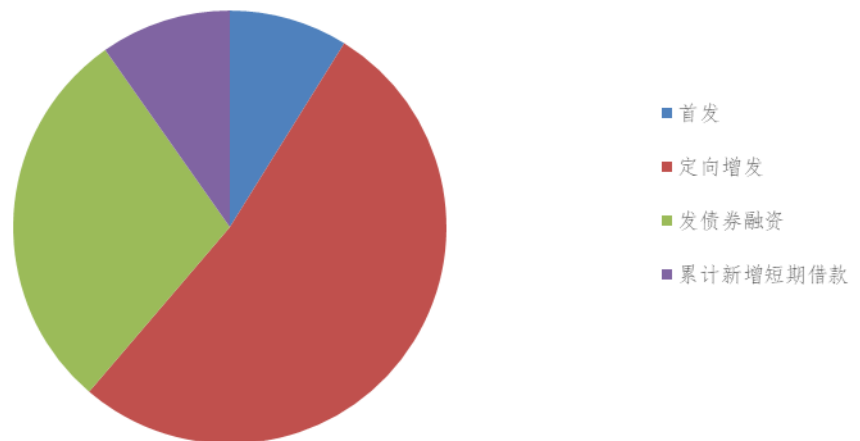
时间	激励对象人数	股票期权数量 (万份)	股票期权占当期总股本比例	业绩考核指标 (首次)
2011 年 5 月	152	490.5	2.36%	以 2010 年净利润为基数, 2011-2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 25%、50%、80%、120%, 2011-2014 年净资产收益率分别不低于 5%、6%、7%、8%。
2014 年 11 月	176	2959	2.45%	以 2012-2014 年净利润均值为基数, 2015/2016/2017/2018 年净利润增长率分别不低于 100%/150%/200%/250%。

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

■ 多次资本扩张助力战略实施

为助力经营及战略发展, 公司以直接或间接的多种融资方式进行了资本的募集。截至 2018 年第一季度, 公司自上市以来累计募资 160.40 亿元, 直接融资居多。其中, 首发筹资占比 8.85%, 两次定向增发占比最高, 合计为 52.40%。公司于 2017 年底成功发行 46.5 亿可转债, 限制发展的资本瓶颈将被打开, 筹资占比 28.99%。

图 8: 公司上市以来融资结构



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2018 年第三季度

1.2 业绩增速超同业高发展, 互联网券商独角兽属性凸显

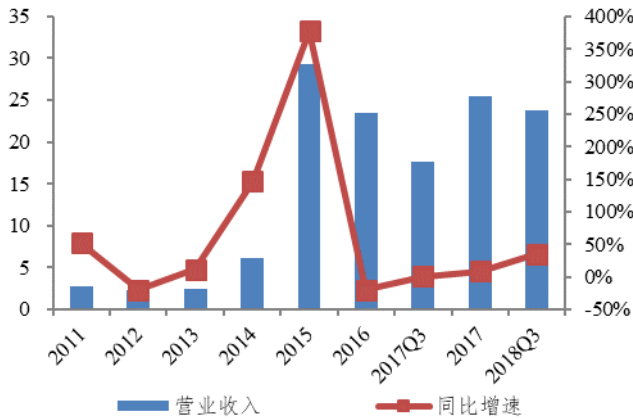
■ 业绩持续增长, 基金代销拉升营收新量级

自上市以来, 公司业绩持续增长。从近年的业绩表现来看, 营业总收入从 2012 年的 2.23 亿元增长至 2017 年的 25.47 亿元, CAGR 达到 50.10%。归母公司净利润从 0.38 亿元跃至 6.37 亿元, CAGR 高达 60.27%。2018 年前三季度营收 23.79 亿元, 同比增长 34.76%。2018 前三季度归母净利润 8.01 亿元, 同比增长 75.02%。

其中, 2014-2015 年是公司发展最为迅速的两年, 2014 年营收同比增速接近 150%, 归母公司净利润翻了 30 倍以上, 2015 年营收同比增速达到 378%, 归母公司净利润也翻了 10

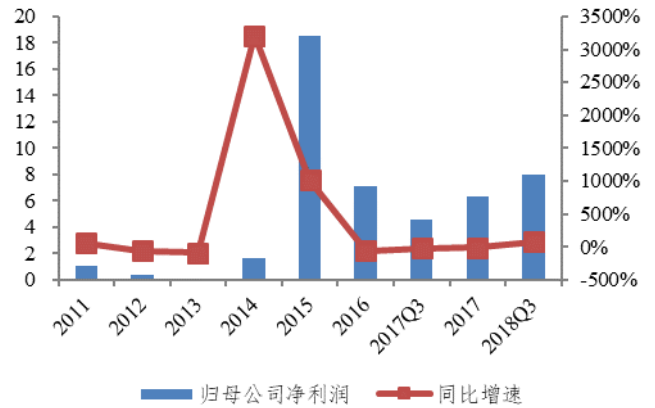
倍以上。公司营收和利润的增长主要得益于基金代销业务的飞速发展，互联网电商的低成本和便捷性优势明显。

图 9：自上市以来营业收入变动趋势 单位：亿元，%



资料来源：wind，长城证券研究所

图 10：自上市以来归母净利润变动趋势 单位：亿元，%



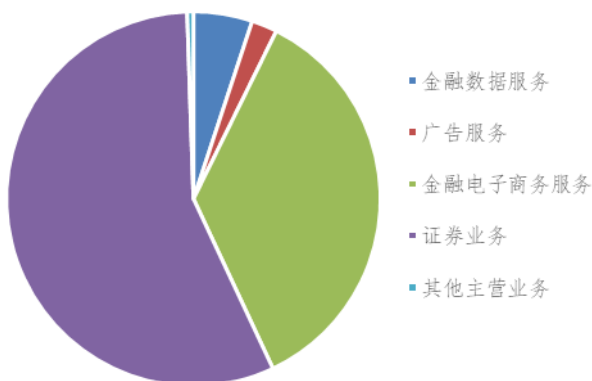
资料来源：wind，长城证券研究所

■ 证券业务打开新局面，经纪+利息收入成重要支点

自公司 2015 年拓展证券业务后，证券经纪和融资融券发展迅速，加之 2016 年基金销售行情走低，证券业务一跃成为公司业绩增长的主力军。在 2017 年的主营业务收入结构中，证券业务以 14.34 亿元占据半壁江山，同比增长 24.87%。基金代销以 8.44 亿元占比营收 32%。

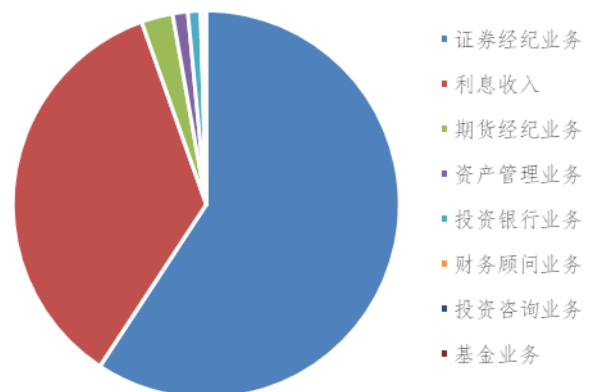
在证券业务细分中，占比最多的是证券经纪业务，2018 年上半年的经纪收入为 5.47 亿元，同比增长 54.96%，占比 59.27%；其次是利息净收入 3.26 亿元，占证券业务收入的 35.30%。除此外，资管业务、投行业务和期货经纪业务分别占比 1.27%、1.06%、2.63%。

图 11：2018H1 公司主营业务结构



资料来源：wind，长城证券研究所

图 12：2018H1 公司证券业务结构



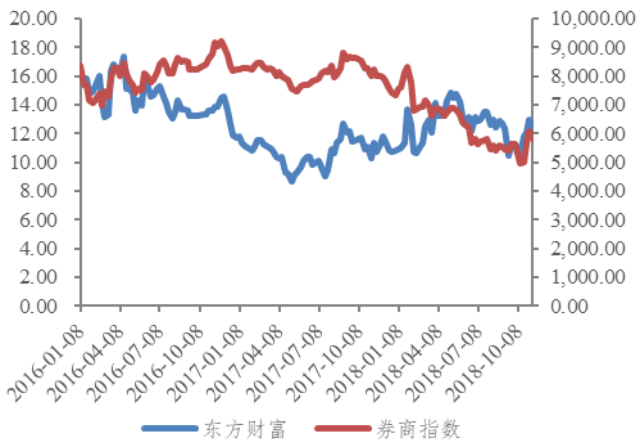
资料来源：wind，长城证券研究所

■ 券商属性凸显，零售证券业务的独角兽成色渐显

公司自 2015 年布局证券业务后，与原有金融数据服务和基金代销等业务协同效应显著，券商属性逐渐凸显。2015 年下半年至 2017 年底，公司股价与券商指数之间的相关系数为 0.68，与创业板指的相关性为 0.55，均具有较强的正相关性。

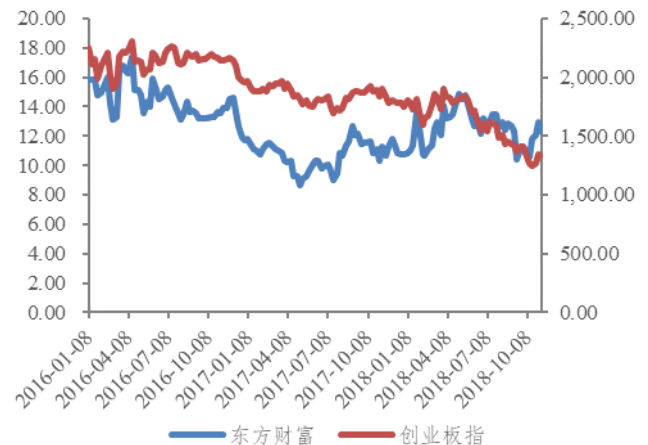
东方财富的波动率更大，在 wind 二级行业多元金融中，公司的 Beta 值（最近 24 个月）为 0.6874 左右，排名第二十九位，券商界龙头中信证券的 Beta 值为 1.1260 左右，排名第七。东方财富作为新兴互联网券商，波动率高意味着一定的成长性。

图 13: 公司股价与券商指数走势对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 公司股价与创业板指走势对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

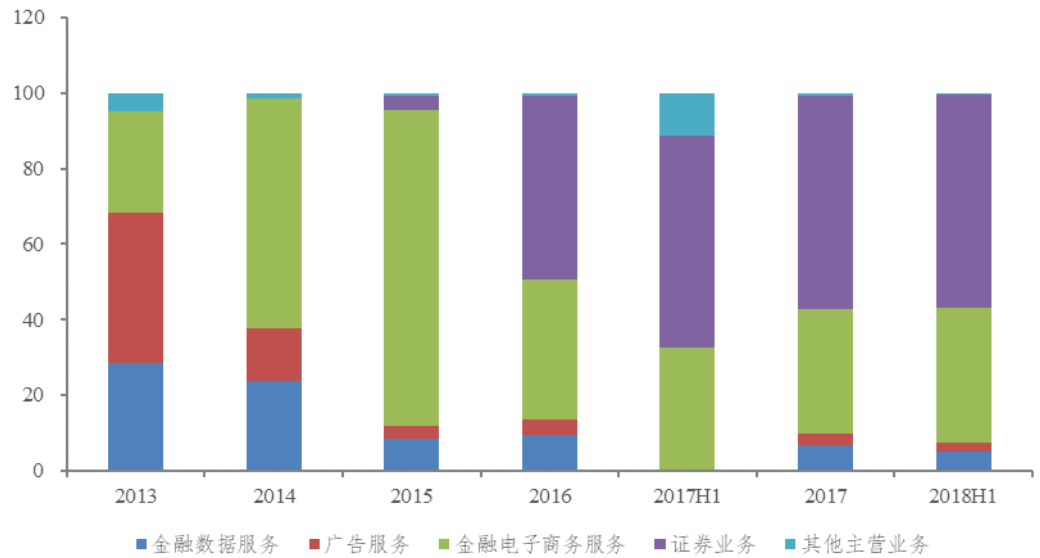
2. 基金代销业务红海竞争趋势，未来压力凸显

2.1 时代弄潮儿，审时度势

2012 年以前，金融数据服务和广告服务是东方财富的主要营收来源。自 2012 年，公司获得基金牌照、并在同年 7 月开始销售基金后，金融数据和广告业务占比逐年减少，2013 年，基金代销业务正式成为公司主要营收来源之一，占比约 27%，并从此逐年迅速增长，2014 年基金代销业务取代金融数据服务、广告业务的地位，跃升为公司第一大营收来源，占比 60%，2015 年进一步提升为超过 83%。2015 年，基金代销势头有所减弱，与此同时东方财富顺应市场提前预判，并获得券商牌照，2016 年证券业务便取代基金代销跃升为公司最主要的营收来源，近两年继续稳步增长。从 2018H1 的收入构成来看，证券业务收入 9.23 亿元，约占 56.45%，金融电子商务收入 5.84 亿元，占比约 35.72%。

目前公司主营业务有证券业务、基金代销、金融数据服务和广告业务，其中基金代销业务由公司近年开始布局、并且迅速增长成为公司主要业务之一。

图 15: 东方财富主营业务收入结构变迁图



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

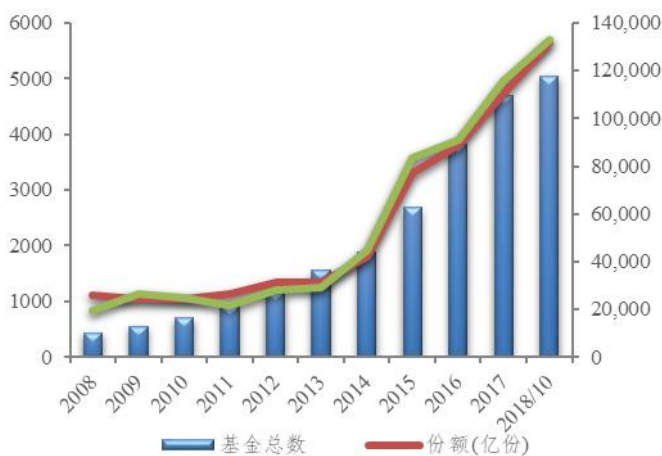
2.2 天天基金代销能力突出, 未来竞争压力

2.2.1 中国基金市场前景广阔

■ 中国基金市场迅猛增长, 股票市值规模不断壮大

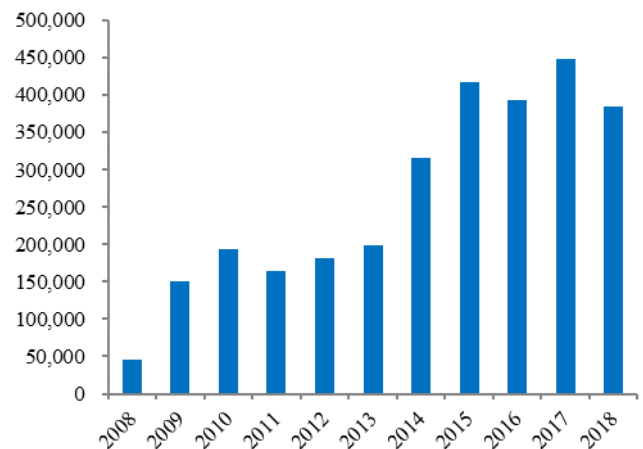
数据库显示, 在过去的十年里, 基金市场迅猛增长。截至 2018 年 6 月 31 日, 中国基金市场上 4974 只基金, 份额达到 12.40 万亿人民币, 资产净值达到 12.68 万亿人民币。A 股市场方面, 截止 2018 年 8 月 31 日 A 股股票市值达到了 47.57 万亿, 2008-2017 年的 CAGR 高达 15.05%, 随着中国资本市场不断开放推进, 包括基金、股票在内的市场规模将不断扩大, 服务于实体经济发展。

图 16: 基金市场规模



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 17: 中国股票市值规模 单位: 亿元

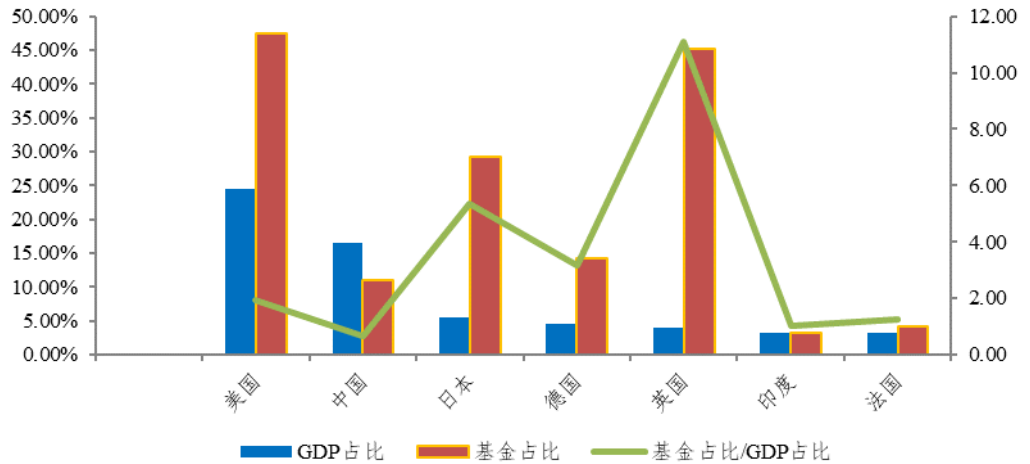


资料来源: wind, 长城证券研究所, 2018 年数据截至 8 月 31 日

■ 中国基金渗透率偏低

但是与全球主要国家对比，中国基金市场仍有很大的发展空间。中国基金行业协会的数据显示，相对于GDP全球占比，中国基金市场规模占全球市场份额还有较大的发展空间。中国的基金占比/GDP占比仅为0.6，远低于英美日等发达国家，也低于一些发展中国家，如印度。

图 18：全球主要国家基金渗透率

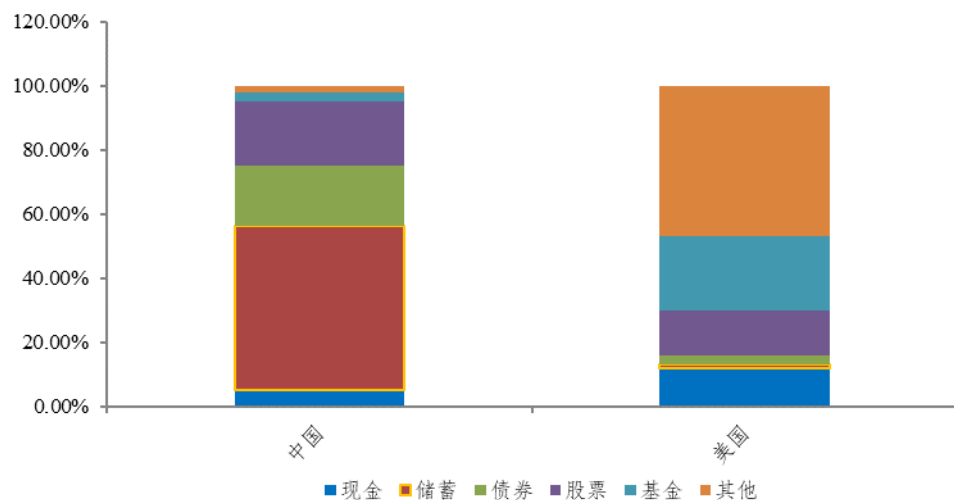


资料来源：wind，长城证券研究所

■ 中国居民资产配置中基金占比有待提高

从居民金融资产结构数据来看，中国居民资产配置偏向储蓄，占比超过40%，基金占比约1%；而从美国居民的金融资产配置来看，美国居民更偏向于风险类资产，如股票、基金，其中基金占比超过20%，储蓄类金融资产则相对较少。从中美居民金融资产配置的对比来看，中国基金行业还有很大的增长空间。

图 19：中美居民金融资产配置情况



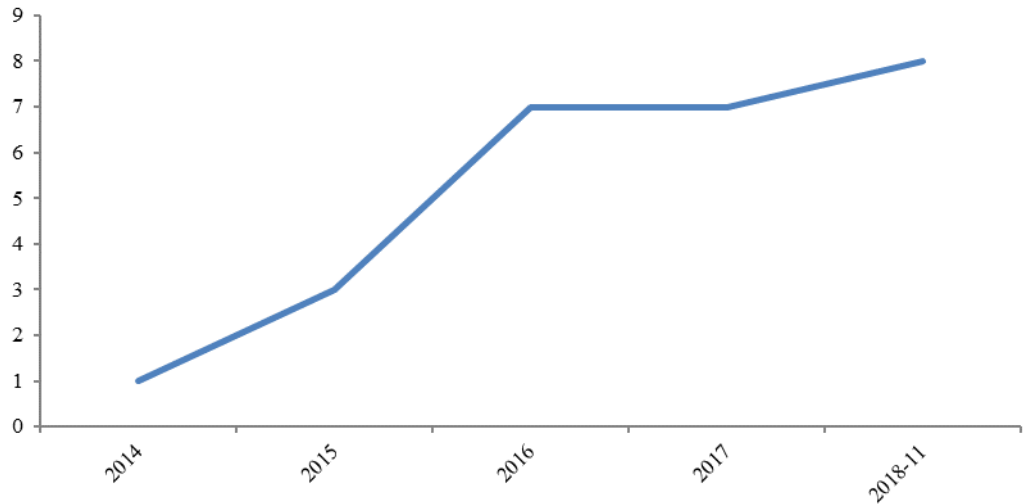
资料来源：wind，长城证券研究所

2.2.2 依托先发优势，基金代销独领风骚

■ 基金代销转向独立代销机构

从基金代销机构的分布来看，基金代销正从传统的银行、券商逐步转移至独立基金代销机构，如天天基金，同花顺。wind 数据显示，在代销基金数前 10 名的机构中，独立基金销售机构正在不断提高占比，从 2015 年的 3 家提升至 2017 年的 6 家。天天基金等独立基金代销机构符合市场导向，发展前景更加广阔。

图 20：代销基金中前 10 名独立销售机构家数

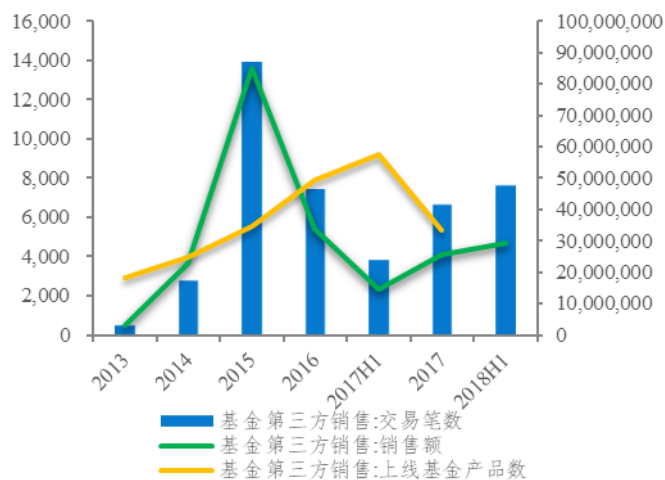


资料来源：wind，长城证券研究所

■ 基金代销规模排名稳居第一，重要的收入来源+边际有所下滑

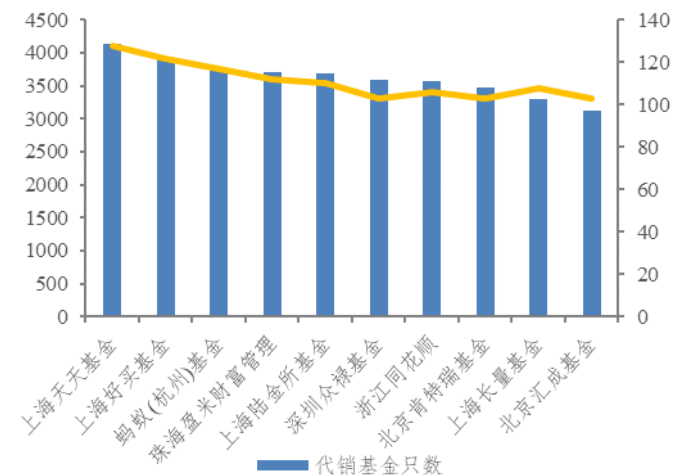
借助前瞻的布局、及其带来的先发优势，历年来天天基金代销业务增长迅速。截至 2018 年上半年东方财富基金销售额为 4663.19 亿元，从基金代销数量排名来看，天天基金依托流量和用户黏性优势，基金代销业务稳居行业第一。

图 21：东方财富基金代销规模



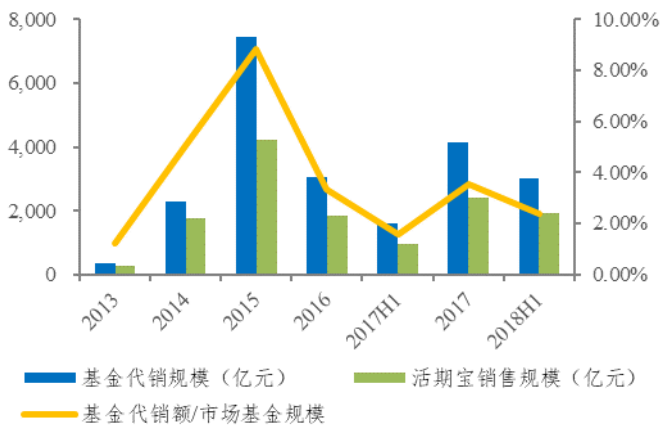
资料来源：wind，长城证券研究所

图 22：2018 独立基金代销机构情况



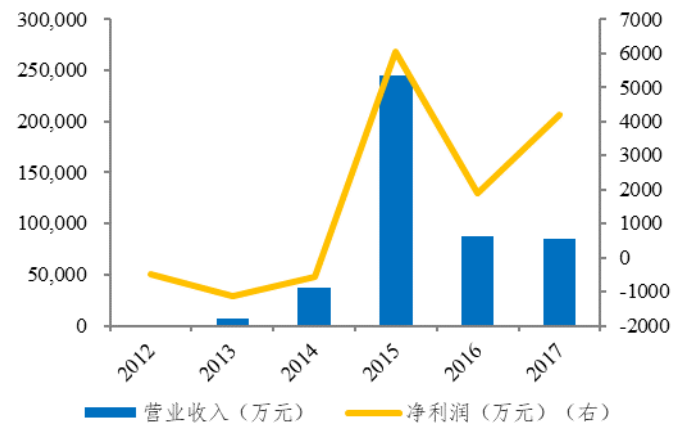
资料来源：wind，长城证券研究所

图 23: 东方财富基金代销市场份额



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 24: 天天基金业绩



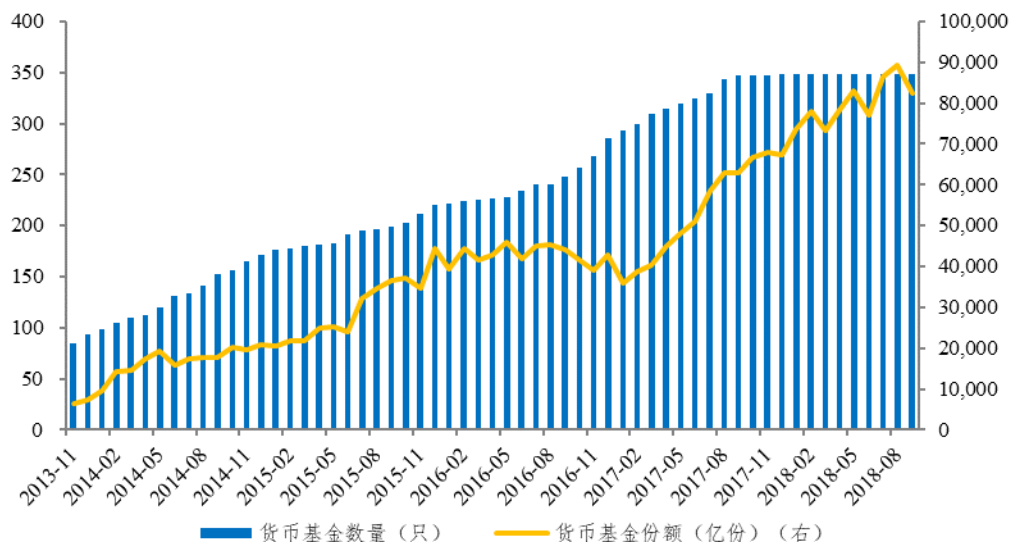
资料来源: wind, 长城证券研究所

✓ 货币基金“活期宝”占领市场，资管新规下存隐忧

依托天天基金的迅速发展, 东方财富的基金代销数量居行业第一。在 2018 年三季度报中, 东方财富净利润同比上涨 75.45%, 这正是券商业务和代销基金业务收入同比大幅上涨的结果, 虽然较中期的增速有所下滑。在渠道优势明显的基金业务上, 东方财富也在加强产品供应端的研发。

自 2013 年以余额宝为代表的“宝宝们”的相继问世, 货币基金迅速在国内打开市场, 增速惊人。货币基金从 2013 年底的不足 1 万亿规模到 2018 年 9 月底超过 8 万亿, 我国货币基金市场需求很大。但在资管新规下, 货币基金收益率面临下滑至货币基金面临收缩压力。

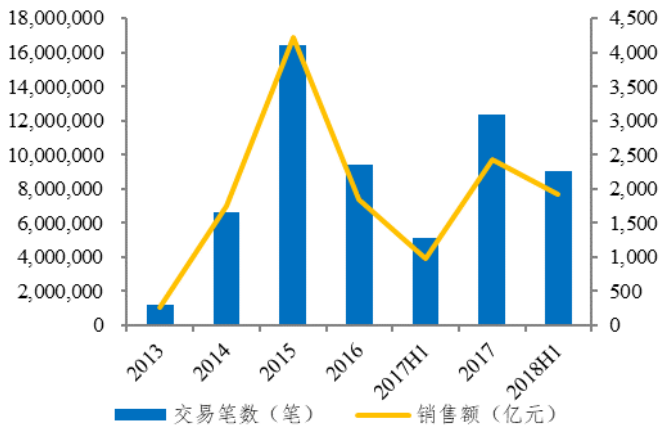
图 25: 我国货币基金规模历年图 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

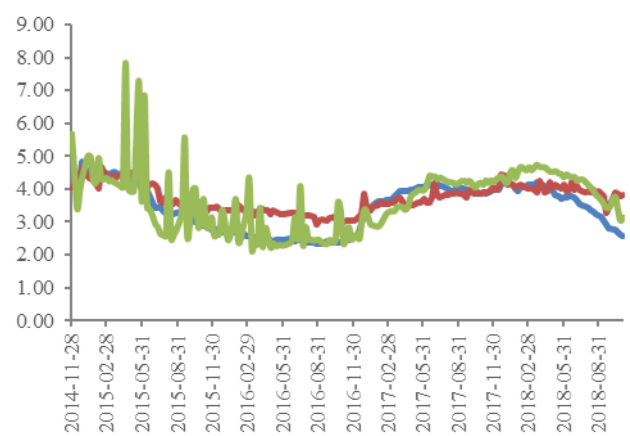
由于现金管理和固定收益产品具有较明显的同质化特征, 具有渠道优势的东方财富可以迅速占领一席之地。为此, 东方财富推出了特色产品活期宝。活期宝是针对天天基金旗下货币基金而专设的一款理财产品, 活期宝里的资金可以购买任一货币基金, 并可以实现一键互转, 将低收益的产品迅速转为高收益的产品, 支持随时取现且无手续费。

图 26: 活期宝历年交易笔数与交易额



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 27: 活期宝基金、余额宝、银行理财 7 日年化收益/%



资料来源: wind, 长城证券研究所

从活期宝的规模看，2015 年扩张迅猛，2016 年随着监管趋严销售规模大幅回调，2017 年重新实现平稳增长，总体趋势平稳向好。在货币基金迅速扩张市场的几年里，活期宝抓住机遇，在货币基金领域站稳脚跟。

以活期宝关联基金博时现金 B 为例，对比活期宝、余额宝、银行理财的 7 日年化收益率。基本而言，活期宝收益基本一直高于余额宝，且个别周的收益非常高。与银行理财收益相比，银行理财的整体收益更为平稳，但考虑到银行理财产品需要定期周转，手续相对复杂，不如活期宝买卖方便。

表 4: 活期宝与银行理财、余额宝特点比较

产品	取现自由度	基金购买多样性程度	支付功能	金额门槛
活期宝	随时取现，实时到账； 无手续费	多种基金产品自由切换	无	低
余额宝	次日转出；手机端不收手续费，电脑端收手续费	余额宝只关联一种货币基金，但可通过支付宝、银行卡、余额宝资金购买其他产品	有	低
银行理财	到期才可取出，自由度低	一次性购买一项理财产品，到期后才可取出资金购买其他产品	无	高

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

✓ 特色类理财产品出现，满足客户多元需求

为满足客户多元化的投资需求，东方财富不仅提供了风险低收益稳健的货币基金产品，还打造了品种丰富的特色产品，定期宝、指数宝、组合宝、私募宝等。

表 5: 特色理财产品比较

特色产品	推出时间	定位	基本特征
定期宝	2013 年 8 月	“懒人理财”	短期理财工具、低门槛、利滚利、透明度高
指数宝	2014 年 5 月	投资指数型基金	费用低、规避个股风险、被动型管理
组合宝	2016 年 8 月	以基金公司为投顾，帮助客户购买一揽子基金	规避单一投资风险、专业化投资建议
私募宝	2015 年 5 月	为高净值客户提供私募基金交	高端定制、精选优势、资金安全

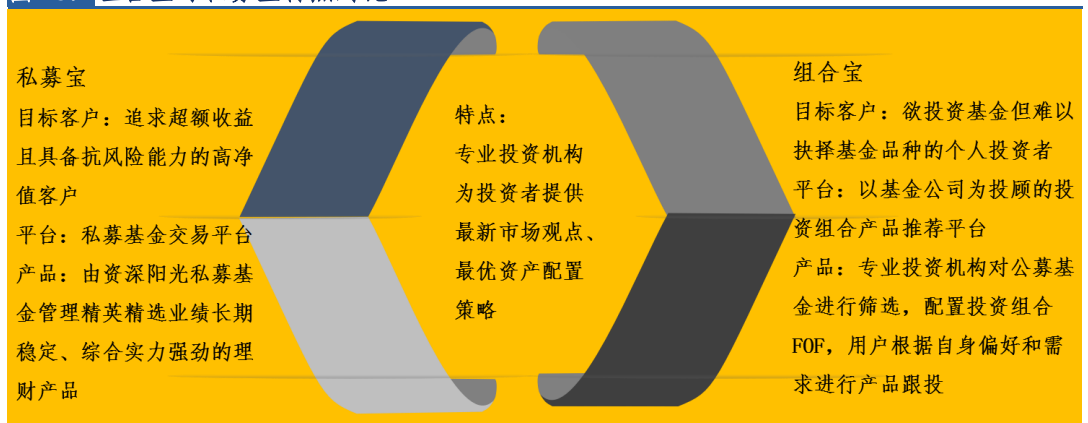
特色产品	推出时间	定位	基本特征
		易平台	

资料来源：公司财报，长城证券研究

与银行定期理财相比，定期宝降低了理财门槛，且结合了基金管理的优势，透明度更高，随时可买，到期滚存。凭借操作方便、利率较高的特点，定期宝吸引了潜在的银行理财产品客户。指数宝则定位于风险偏好的客户群体。由于指数宝直接跟踪指数进行被动投资，满足了牛市中客户对高收益的要求，同时被动投资策略大大降低了管理费用，形成了自身的优势。

组合宝和私募宝则邀请了行业精英坐镇，为客户提供专业化的投资意见。东方财富建立了首个以基金公司为投顾的产品组合。组合投资可以配置一揽子优质基金，享受专业化投资理财建议的同时又达到了分散风险的目的。东方财富通过不同理财产品的构建满足了不同风险偏好、不同金融知识水平、不同资金实力的客户的需求，将便捷化投资、专业化投资成为一种可能。

图 28：组合宝与私募宝特点对比



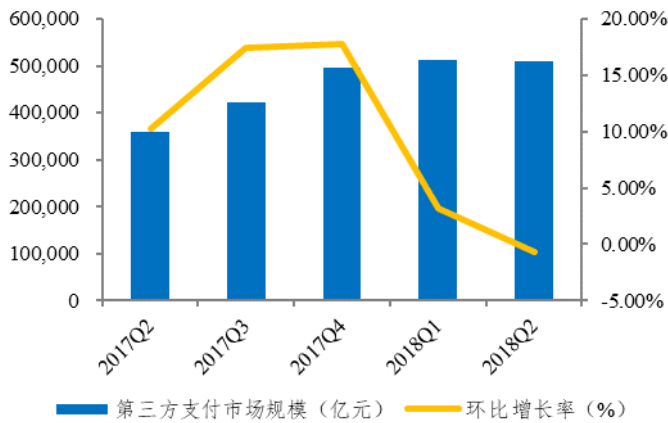
资料来源：wind，长城证券研究所

2.2.3 巨头来袭，压力有所显现

■ 巨头来袭，流量为王

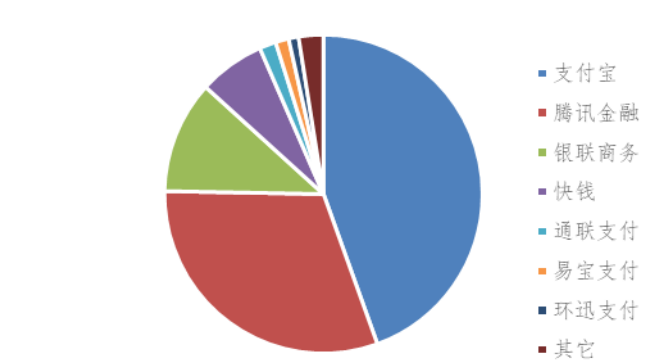
阿里与腾讯分别于 2015 年、2018 年获得基金销售牌照。支付宝、微信作为社交+支付的场景平台，拥有海量的用户，占据了流量入口。根据易观千帆统计，2018 年第 2 季度中国第三方支付机构综合支付市场交易份额占比统计，支付宝、腾讯金融分别以 44.50% 和 30.80% 的市场份额位居前两位，二者市场份额总和达到 75.30%。

图 29: 2017Q2-2018Q2 中国第三方支付交易规模



资料来源: 易观千帆, 长城证券研究所

图 30: 2018 年第二季度第三方支付市场交易份额



资料来源: 易观千帆, 长城证券研究所

■ 蚂蚁财富号与理财通：借力 AI 等技术，实现个性化导流

蚂蚁财富入口升级为主页面的一级入口，理财/基金产品覆盖不同时长，申购费率低，加强了对基金销售、黄金等业务的引流。蚂蚁财富号借助 AI 技术，帮助用户实现需求定位。基金公司则通过财富号、用户社区、服务市场陪伴用户投资的每一个环节，24 家基金公司一共生产了约 7600+ 篇内容，持有陪伴、音频内容、市场观点等内容全面覆盖。入驻的 27 家基金公司关注数分层明显。2017H1-2018H1，27 家基金公司的平均 UV（每日独立访客量）增长 10 倍，用户复购金额增长了 3 倍，财富号用户持有时长增加了 89%，定投坚持周期增加了 61%，过去一年能赚钱的用户比例增加了 20%。截至 2018 年 1 月底，理财通资产规模累计超过人民币 3000 亿元。截至 2018 年一季度末，理财通活跃用户 8500 万，资金保有量超过 4500 亿元。腾讯获得第三方基金代销牌照之后，严选白名单，同时将客户分层经营，竞争之势不容小觑。

图 31: 基金牌照获取时间对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 32: 蚂蚁金服导流用户界面



资料来源: 支付宝, 长城证券研究所

图 33: 微信导流界面



资料来源: 微信, 长城证券研究所

■ 价格战挤压利润空间

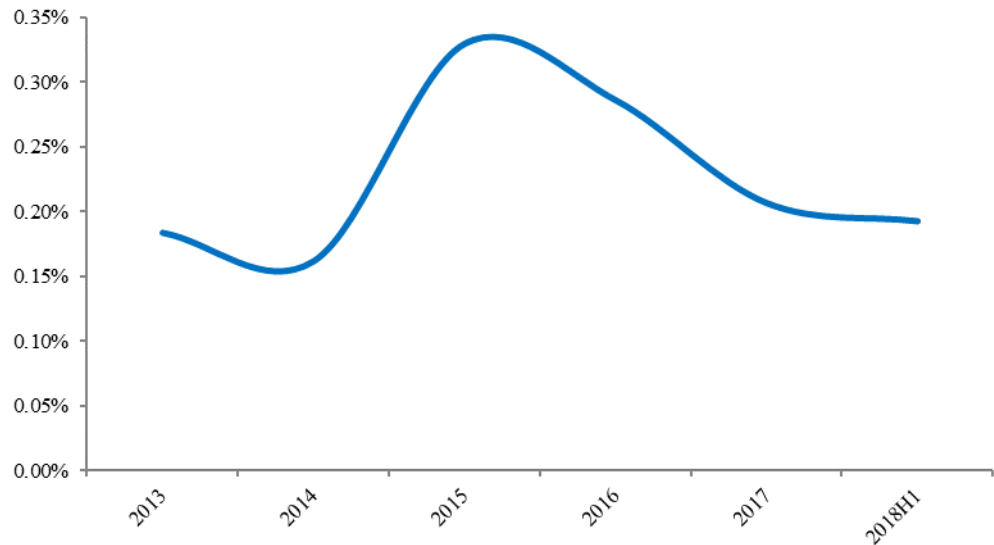
除货币基金外, 债券型基金、混合型基金、股票型基金的申购费率一般在 0.6%-1.5%, 管理费率均在 1.5% 以下。随着各平台竞争, 基金申购费率降为原申购费率的 1 折, 管理费率降为 0.7% 以下。天天基金的利润空间在逐步压缩, 面临一定的竞争压力。

表 6: 天天基金、蚂蚁金服、理财通基金费率比较

	基金类型	直销费率	蚂蚁金服	天天基金	理财通
申购费率	货币基金	0	0	0	-
	其他基金	0.4%-0.6%	0.1%-0.15%	0.1%-0.15%	申购金额<100 万元, 0.15%—0.6%; 100 万元<=申购金额<500 万元, 0.10%-0.60%; 申购金额>=500 万元, 1000 元/笔
管理费率	货币基金	2%	1.50%	0.5%-1.5%	-
	债券型基金	1%-1.5%	0.3%-0.7%	0.3%-0.7%	-
	股票型基金	0.33%	0.15%-0.3%	0.33%	-
服务费率	所有基金	0%-0.5%	0%-1.0%	0%-0.5%	-

资料来源：公开资料，长城证券研究所

图 34：天天基金基金代销费率变化



资料来源：wind，长城证券研究所

3. 券商零售行业的独角兽雏形初现

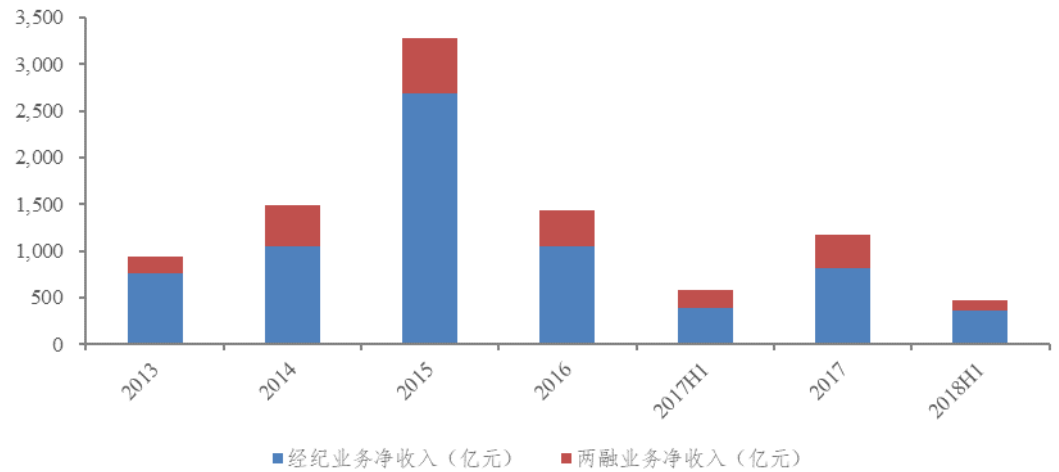
3.1 券商零售业务的行业趋势：走向寡头

3.1.1 重点关注标准化零售证券业务

按照个人可投资资产规模进行划分，投资者可以分为：高净值客户群 (>500 万元)、大众富裕人群 (50-500 万元)、新兴中产及普通人群 (<50 万元)¹。传统大型券商侧重关注机构投资者以及高净值客户群体，因为这两类投资者有更高的稳定性，对传统券商经纪业收入的贡献可超过 50%，还可能带来更多资产管理等业务。而东方财富这样的互联网券商，现阶段则侧重关注需求简单、标准化程度高的零售证券市场，提供满足长尾客户需求的服务与产品。零售证券市场主要涉及证券的交易与利息这两部分，然而交易与利息是很难实现差异化，大体上都是基于一个标准化的业务流程，无论是在国际市场进行比较，还是国内市场展现出来的趋势，在没有外在政策干扰的情况下，零售证券市场都会走向细分行业的寡头。在这样的大趋势中，东方财富凭借自身的核心竞争优势：低成本、高流量、高粘性、多元增值业务等，极有可能成为证券零售行业龙头或者独角兽。

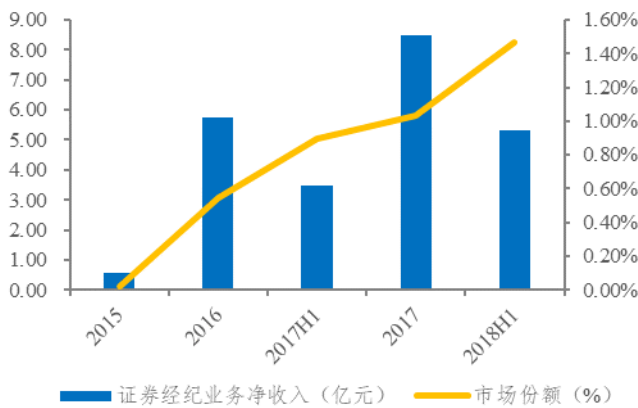
¹ 资产规模根据贝恩招行《2017 年中国私人财富报告》来进行划分。

图 35: 券商整体市场规模比较图



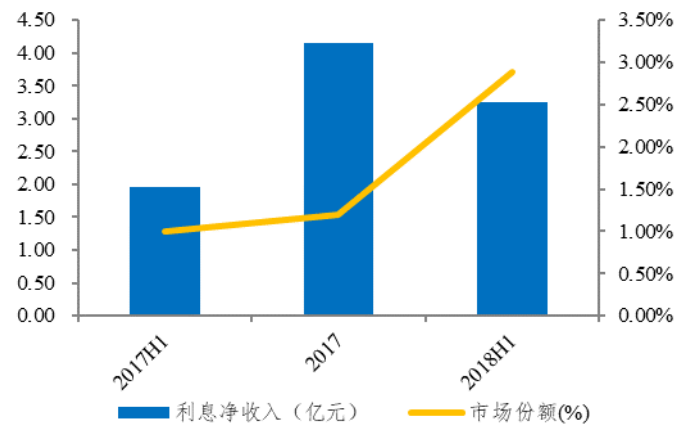
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 36: 东方财富证券经纪业务净收入及市场份额



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 37: 东方财富利息净收入及市场份额

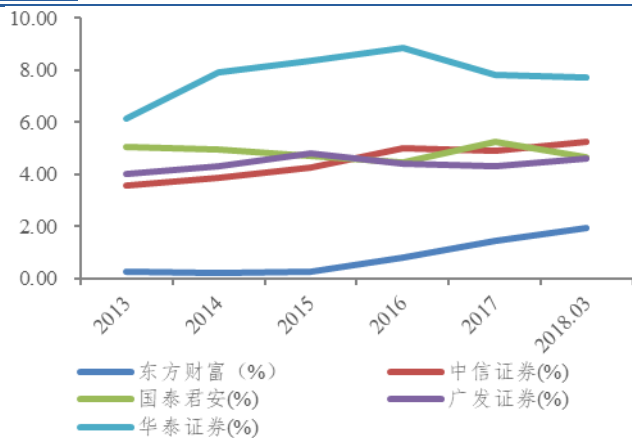


资料来源: wind, 长城证券研究所

3.1.2 东方财富市占率上升动力强劲

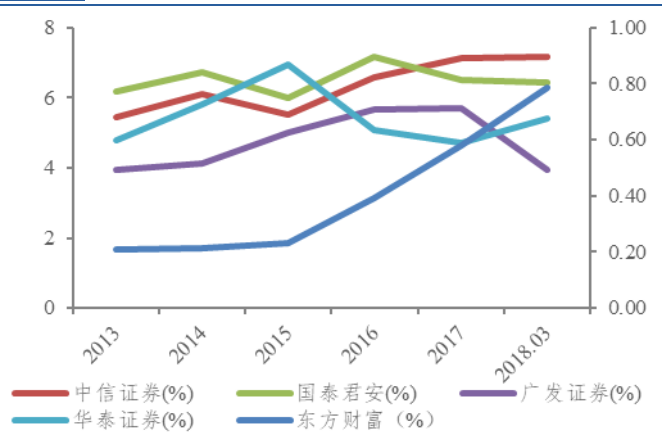
东方财富网是互联网券商的先驱，其网站拥有高流量、高粘性客户的优势，2018年2月移动端 app 的月活数高达 1.07 万人，零售证券市场的市占率也不断攀升，券商业务已经成为公司的支柱业务。自 2013 年开始，东方财富证券的股基市占率与交易总额市占率持续上升，相比而言，前几大传统券商自 2013 年来股基市占率与交易总额市占率并未呈现上升趋势，2017 年排名前 20 大券商里面只 4 家券商市占率上升，其中就东方财富证券，市占率上升的幅度最大，这表明了东方财富证券的市占率上升只是个券现象。市场景气回升时，东方财富证券不仅行业基本面得到修复，而且公司各方面业务迅猛发展，公司成为市场景气回升的最大受益者。若东方财富充分利用网站流量与客户的粘性，满足客户对投资理财的多种需求，撬动长尾效应下的尾部客户，其市占率还有更多的上升空间。

图 38: 东方财富证券市占率存在提升空间



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 39: 东方财富零售市场份额逐年增加



资料来源: wind, 长城证券研究所

3.2 流量+成本+高粘性客户构筑东方财富核心优势

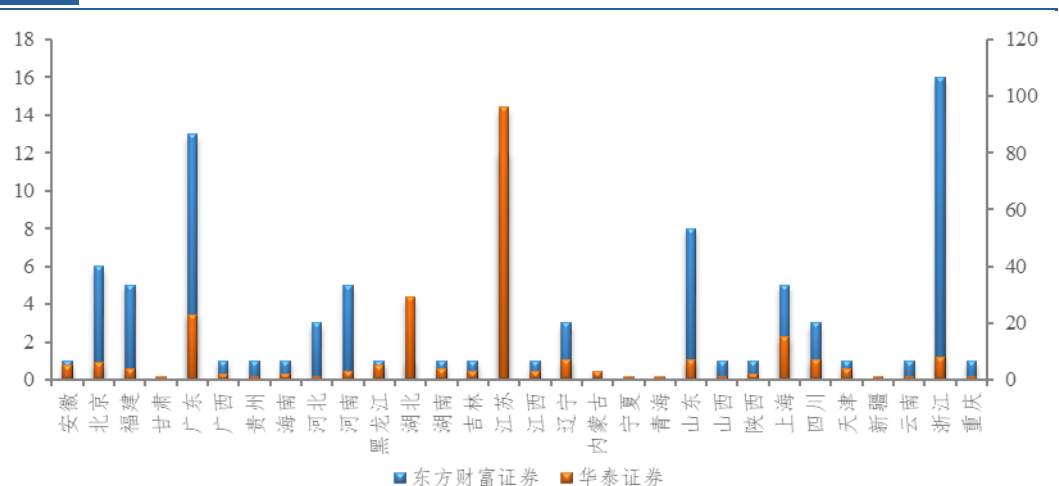
3.2.1 B+C 端生态体系健全: 线下持续跑马圈地, 线上流量优势完胜传统券商

■ 线下业务迅猛发展: 当前监管下诸多业务仍必须柜台办理

✓ 营业部扩张势头强劲, 奠定根基

通过 2015 年 100% 收购西藏同信证券 (后更名为东方财富证券), 东方财富获得了证券业务经营资格 (证券全牌照)。因为监管并未完全开放, 许多业务必须临柜办理, 广阔的区域覆盖会使得客户业务办理更加便捷, 覆盖客户数自然也会因此增多, 所以东方财富证券提前布局, 开始发力线下业务。截至到 2018 年 3 月, 东方财富证券在 2 年多的时间内已拥有 106 家营业部, 分布于 26 个省份, 其中个浙城省的营业部最多, 较 2016 年末的 42 家增加了 64 家。对比像华泰证券这样的传统券商, 其营业部的数量已经趋于稳定, 目前已拥有 247 家营业部, 比 2016 年的 242 家增加了 5 家。

图 40: 营业部分布情况对比 (截至 2018/03)



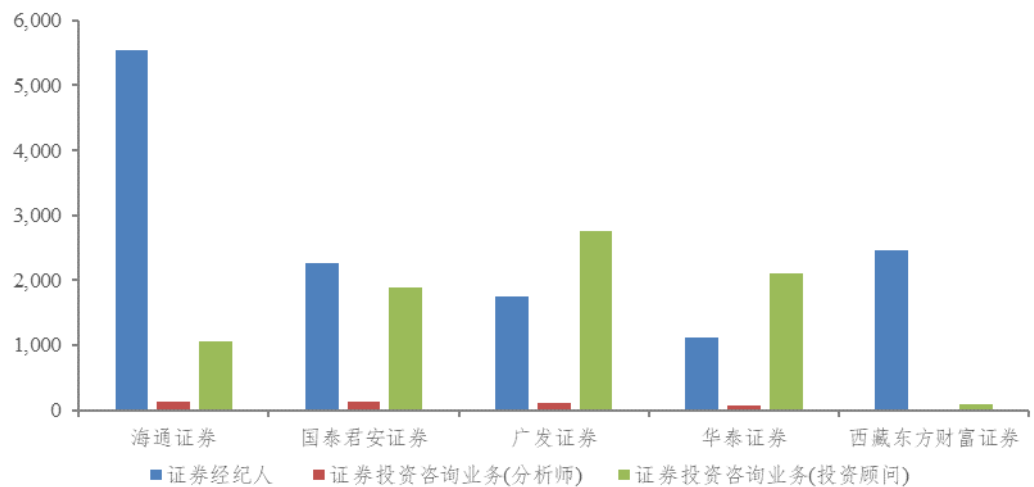
资料来源: wind, 长城证券研究所

✓ B 端形成了客户信任，而航母级产品群奠定了 B 端作战基石

东方财富充分发挥了一站式互联网金融服务大平台和海量用户核心竞争优势及整体用户粘性，不断蚕食传统券商的证券业务市场份额。东方财富也在发力证券经纪业务，证券经纪人已经超过华泰证券，可有效赢得客户信任，投顾人员虽较少，但是也开始增长。而东方财富面对相对庞大的经纪人发展规模与经纪业务占比较大的背景下，推出了经纪人工作 APP 平台-东方理财师，九州证券的经纪宝、第一创业的终极经纪人。核心目标是通过 B 端来强化 C 端服务，如成为东方财富经纪人会送 Level2、股票雷达等 C 端产品，正如华泰证券收购 AssetMark 是给投顾用的为客户进行资产配置的工具。我们认为存在若将所有 C 端客户都变成 B 端，那么 C 端流失率也会相应减小。近期从草根调研险企在营销过程中，存在着以增客户方式以实现增员有异曲同工之处。

东方财富证券以互联网为依托，线上与线下业务同时发展，单客户成本较低，拥有传统券商不具备的成本优势。同时，前述的各类产品及 IT 服务形成了有效的航母战斗群，为东财发展起到有效的客户体验。2016 年东方财富正式运营东方财富证券后，佣金率持续走低，2017 年上半年佣金率低至 0.024%，只有行业平均水平的 2/3，其较低的佣金率能获得市场份额，提高市占率。依靠东方财富的高流量发力线下业务，2018 年 3 月股票经纪业务市场累计份额为 2.20%，排名第 15 位（包括了所有的证券公司），相比上年同期上升了 5 位，2018 年 3 月股票经纪业务市场份额环比上升了 13.01%，两融余额市场份额为 1.03%，较 2017 年末上升 95.53%，市场排名第 23 名，相比上年同期排名提升了 22 位。

图 41：券商从业人数对比（截至 2018/11）



资料来源: chioce, 长城证券研究所

表 7：上市券商证券经纪人数据

上市券商	证券经纪人数量	上市券商	证券经纪人数量
海通证券	5,513	天风证券	1,070
方正证券	3,025	东吴证券	1,040
光大证券	2,600	东北证券	943
东方财富	2,479	东方证券	936
长江证券	2,377	华安证券	898
招商证券	2,265	财通证券	811
国泰君安	2,262	山西证券	808
第一创业	1,935	太平洋	750
中信建投	1,874	浙商证券	723

上市券商	证券经纪人数量	上市券商	证券经纪人数量
广发证券	1,735	南京证券	516
国元证券	1,332	西部证券	453
兴业证券	1,283	中原证券	383
长城证券	1,272	国金证券	193
国海证券	1,210	东兴证券	175
中国银河	1,160	中信证券	139
华泰证券	1,101	华西证券	60
西南证券	1,092	国信证券	46

资料来源: choice, 长城证券研究所, 截止到2018年11月23日

表 8: 传统证券经纪人与东方财富证券经纪人

提成比例低	提成比例高: 万 1.5 以上 100%提成
政策不稳定	政策长久稳定
考核压力大, 达标难度高	无业绩考核
工资按月发放	工资每天发, 另有额外收益
需自掏腰包提供增值服务	高端增值服务免费送, 供客户开发

资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

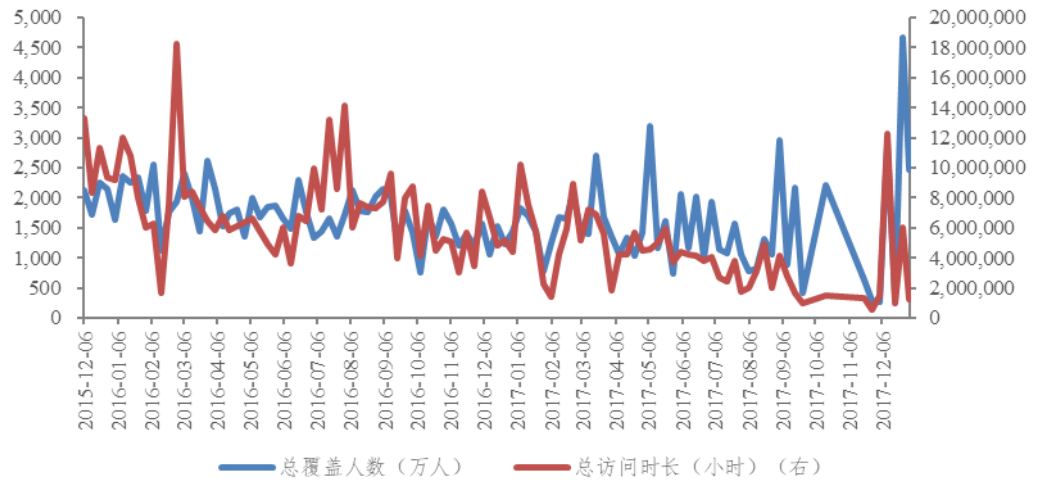
■ C 端互联网流量先占优势显著, 年轻人成主力军

✓ App 活跃度小胜传统券商

互联网+的兴起, 使得传统券商也纷纷开发或借助第三方自己合作推出手机 app。但是在客户流量方面, 东方财富网具有先发优势, 2005 年就以财经网站的形式进入公众视野, 而后逐步发展金融数据服务, 建立了社区互动平台“股吧”, 发展天天基金网, 取得基金代销资管, 收购同信证券, 拓展证券业务, 打造自己的一站式金融服务平台。这样的一站式金融服务平台以客户为中心, 能吸引大量的青年客户, 东方财富移动 app 2018 年 10 月月度独立设备数为 3313 万台, 明显高于其他券商。高流量、高粘性、低成本的优势使得东方财富在零售证券市场小胜传统券商。从用户结构看, 以 31-40 岁的青年客户为主, 用户具有一定的经济基础, 且是互联网群体的主力军。相对于中信、银河等券商, 东方财富的户均资产余额较低, 用户换手率较高, 反映出了公司以散户为主的用户结构。

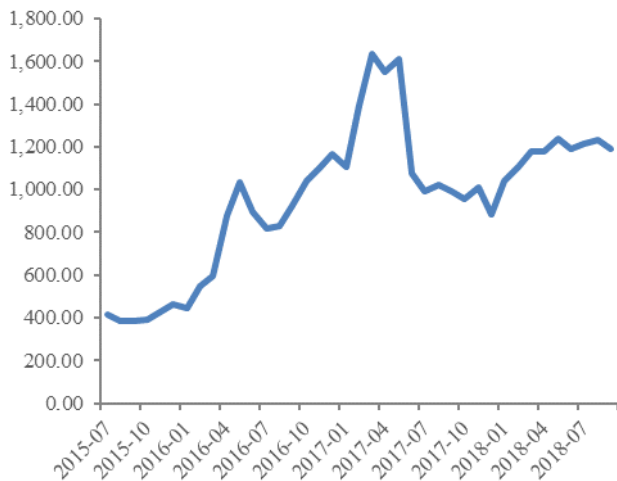
总体而言, 任何单一服务手段都不足以完全吸引并留住客户, 但从 B 端、C 端以及前述所讲的航母级产品, 能够相对有效的发起挑战。

图 42: 东方财富网持续高流量



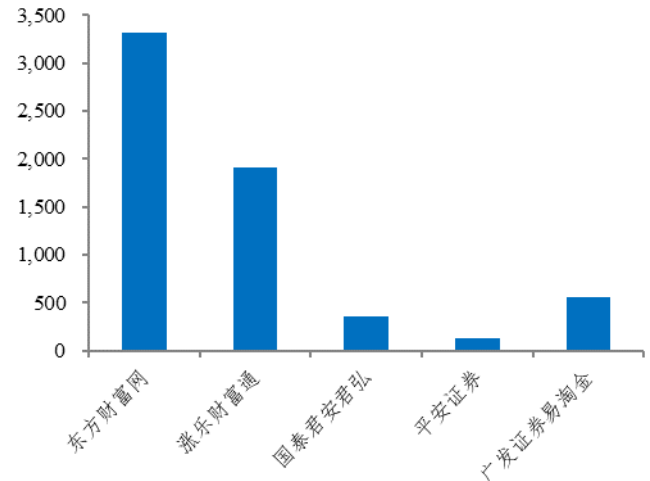
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 43: 东方财富移动 App 活跃用户情况



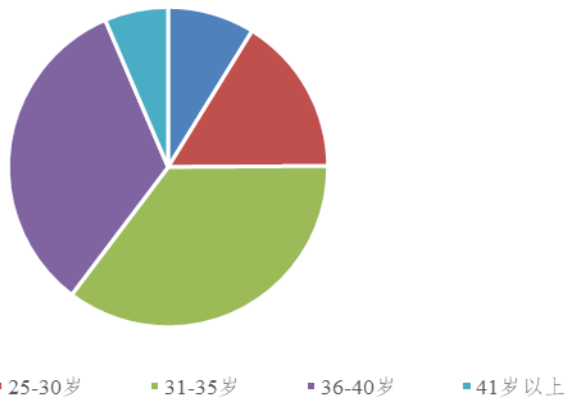
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 44: 传统券商 app 与东方财富流量对比 (2018 年 10 月)



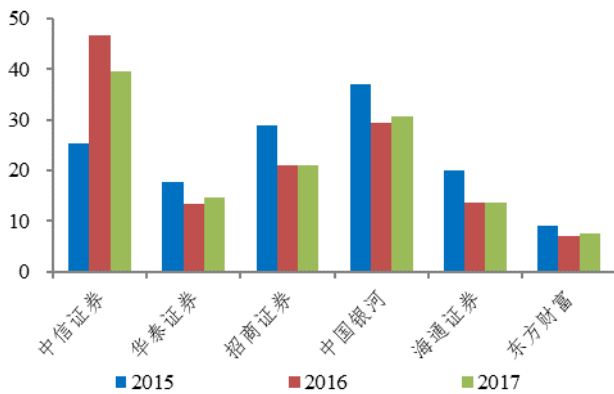
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 45: 东方财富网用户年龄结构



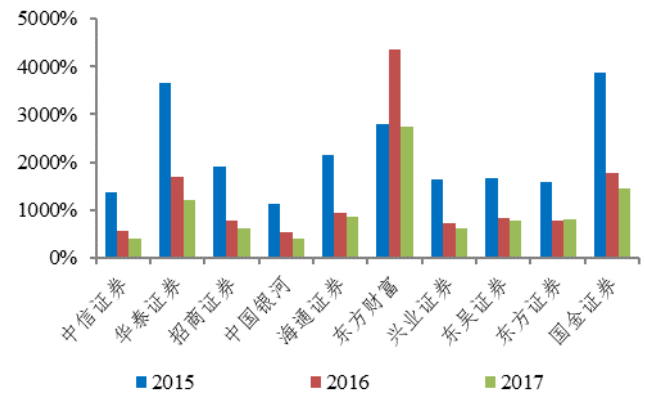
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所, 截止 2018 年 10 月

图 46: 户均资产余额比较 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 证券业协会, 长城证券研究所

图 47: 券商客户平均换手率比较

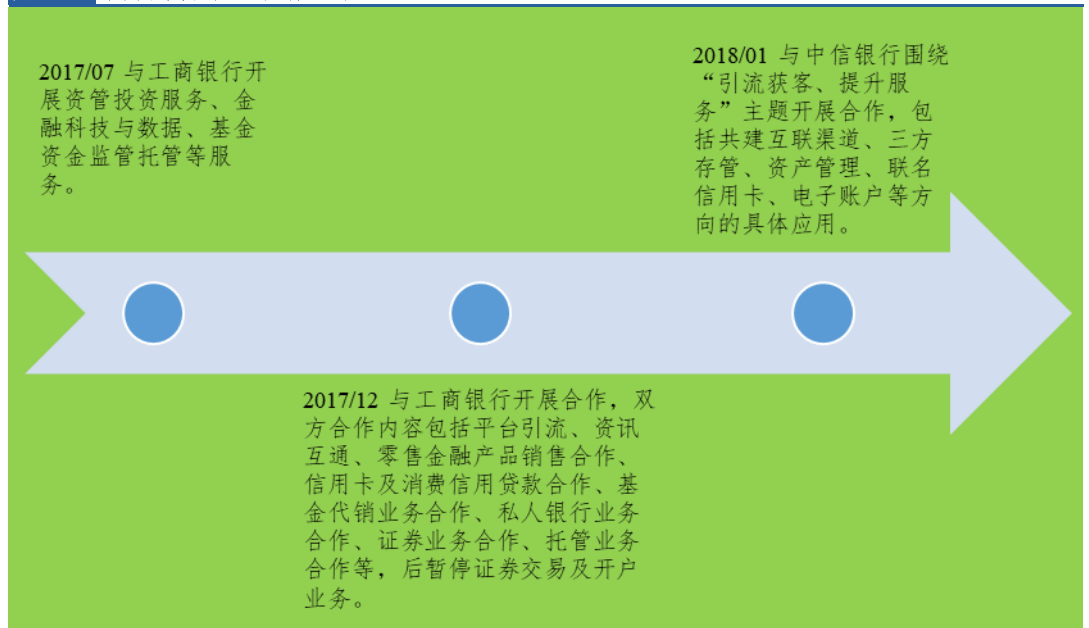


资料来源: 公司公告, 证券业协会, 长城证券研究所

✓ 外部合作赋能, 渠道合作打通任督二脉

目前, 东方财富已经与部分银行展开合作, 探索银证合作的新模式, 合作业务包括共建互联渠道、三方存管、资产管理等。资产管理方面, 公司力图将银行零售渠道以及金融科技特色自身优势相结合, 探索机构资产管理业务。

图 48: 东方财富银证合作过程



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

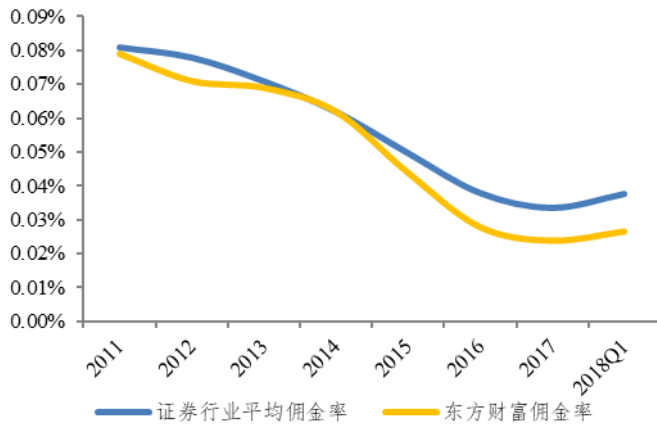
3.2.2 成本优势完胜传统券商, 信用业务不断发力

借助于互联网的低成本优势, 除华泰证券外, 东方财富佣金率远低于其他券商。2017 年, 东方财富佣金率 0.0244%, 远低于行业均值 0.0336%。低成本优势为公司吸引了大量的散户, 将为以后的财富转型奠定客户基础。

从两融余额来看, 东方财富的市场份额从 2014 年的不到 0.1%, 迅速扩展到 2018 年的 1%。经纪业务群体一般与两融客户高度融合, 因此融资融券的市占率有一定的代表性和前瞻性, 未来公司经纪业务发展空间巨大。公司股票质押业务处于起步阶段, 截至 2018 年 10 月, 股票质押参考市值 1.97 亿元, 市场份额 0.02%, 股票质押业务风险极小。我们也可

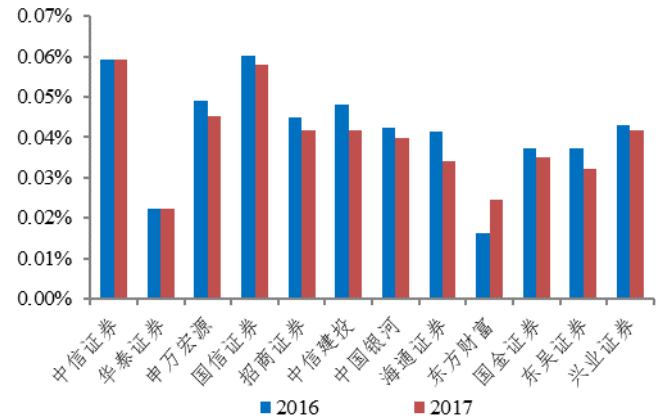
以得到一个论断，股票质押违约风险对东方财富净利润乃至净资产的蚕食的担忧基本可以忽略不计。

图 49: 东财佣金率低于行业均值



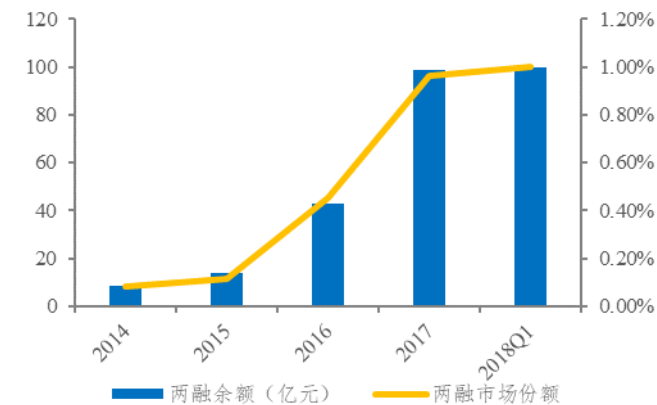
资料来源: 公司公告, choice, 长城证券研究所

图 50: 主要券商佣金率对比



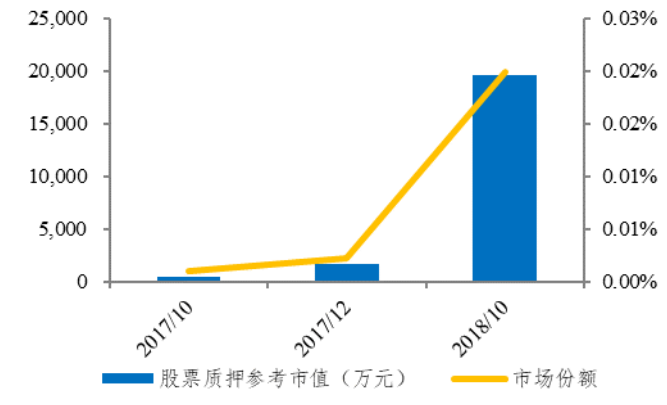
资料来源: 公司公告, choice, 长城证券研究所

图 51: 东方财富两融余额及市场份额



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 52: 股票质押参考市值及市场份额



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.2.3 金融专业性、垂直性及融合优势超过互联网巨头及传统财经媒体

■ 深耕金融领域，不逊流量巨头

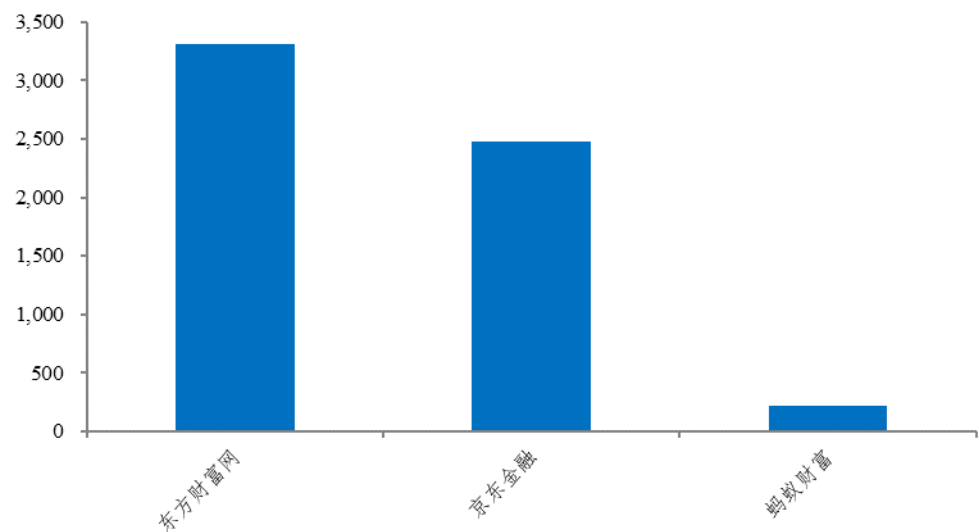
东方财富专注于金融领域，在金融领域方面布局更加深入，天天基金网在销售基金方面，专业性更强，东方财富还拥有稀缺的证券业务全牌照。四大互联网巨头 BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）关注顾客的综合需求，但是随着 Fintech 的发展，也涉足金融领域，布局了自身的金融业务，其业务基本上已经涵盖了金融的各行各业。互联网金融基于互联网的技术优势，发展大数据，开放共享云平台，助力实现普惠金融，已经成为金融行业一个不可忽视的重要组成部分。

表 9：东方财富与 BATJ 金融业务对照表

类别	东方财富	百度金融	蚂蚁金服	腾讯金融	京东金融
支付	第三方支付	第三方支付	第三方支付	第三方支付	第三方支付
理财	基金销售	基金销售	基金销售	基金销售	基金销售
	保险中介	保险中介	保险中介	保险中介	保险中介
	证券公司	财险公司	财险公司	证券公司	保险中介
	公募管理	寿险公司	相互保险	财险公司	
			寿险公司	寿险公司	
征信	-	-	个人征信	个人征信	-
	小额贷款	小额贷款	小额贷款	小额贷款	小额贷款
融资			银行	银行	

资料来源：公司公告，央行，证监会，银保监会，长城证券研究所

图 53：东方财富与 ATJ 月度独立设备数(2018 年 10 月数据) 单位：万台

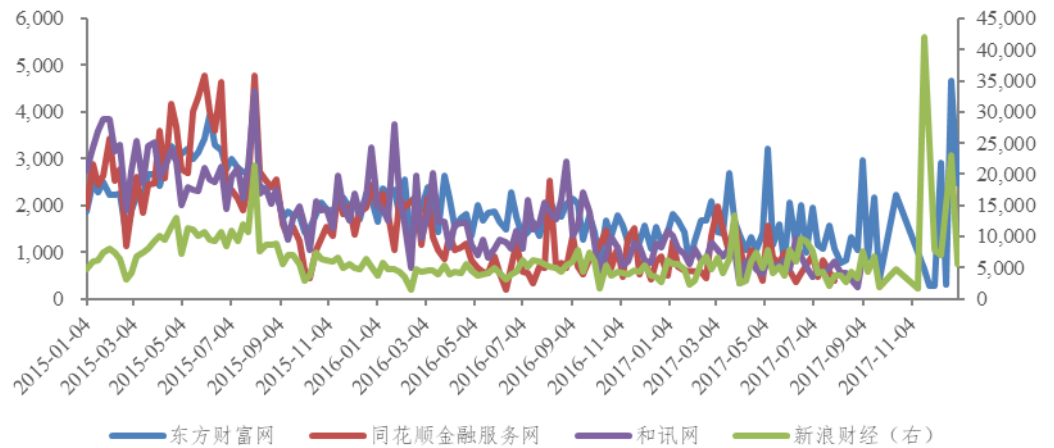


资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所

■ 加强研发优势，塑造品牌与护城河效应

在东方财富网成立之前，已有新浪、搜狐、网易三大门户网站拥有财经频道，和讯、金融界、证券之星三大财经网站也经营已久。现阶段，财经类网站的周覆盖总人数，新浪财经与东方财富增长幅度接近，远高于和讯与同花顺周总覆盖人数。早期的财经网站或者财经频道遵循“内容”或“技术为王”的经营理念，东方财富先后研发了股吧、Choice 资讯、A 股 Level-2 极速版/决策版等产品，更加贴近用户需求，强化粘性，拓宽护城河。

图 54：东方财富与财经网站流量对比（频率：周）



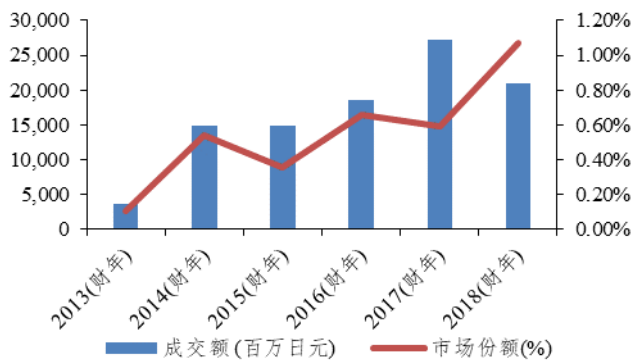
资料来源：wind，长城证券研究所

3.2.4 对标海外，提升仍有空间

近五年来日本券商市占率居高不下，互联网券商占一席之地，具备一定的优势。截止 2018 年 11 月 20 日（财年），市场份额占比超过 10% 的共计 6 家券商，其中日本券商占 4 家。其中野村控股市占率排名第一，成交额达 3112.27 亿日元，占据日本股票市场份额的 15.82%。三井住友金融集团排名第三，成交额达 2,943.29 亿日元，占据日本股票市场份额的 14.97%。大和证券和瑞穗金融集团市场份额占比分别排名第五和第六，分别占据日本股票市场份额的 11.28% 和 10.66%。对于排名靠前的日本互联网券商，SBI 控股株式会社和 Okasan Securities Group Inc 市占率分别排名第十和第十五名，分别占据日本股票市场份额的 1.07% 和 0.07%。

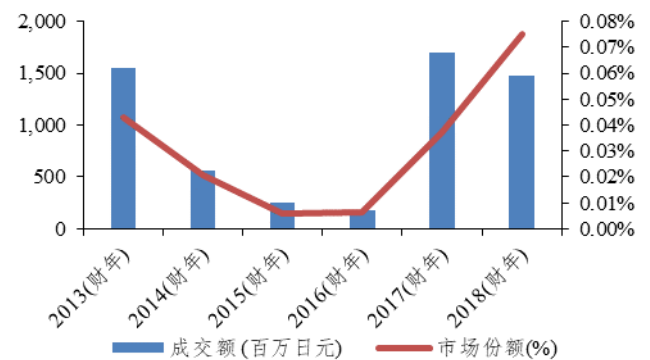
2013 年至 2018 年韩国券商市场份额占比波动较大，在 2015 年和 2017 年冲高后回落，降至 2018 年的 32.76%。其中大信证券势头强劲，市场份额占比从 2014 年的 0.25% 升至 2018 年的 10.74%。对于排名前三的韩国互联网券商，截止 2018 年 11 月 20 日，未来资产大宇有限公司、Kiwoom 证券和三星证券市占率分别排名第八、十三和十四名，分别占据韩国股票市场份额的 3.72%、1.52% 和 1.04%。

图 55：2013 年至 2018 年 SBI 成交额和市场份额占比变化



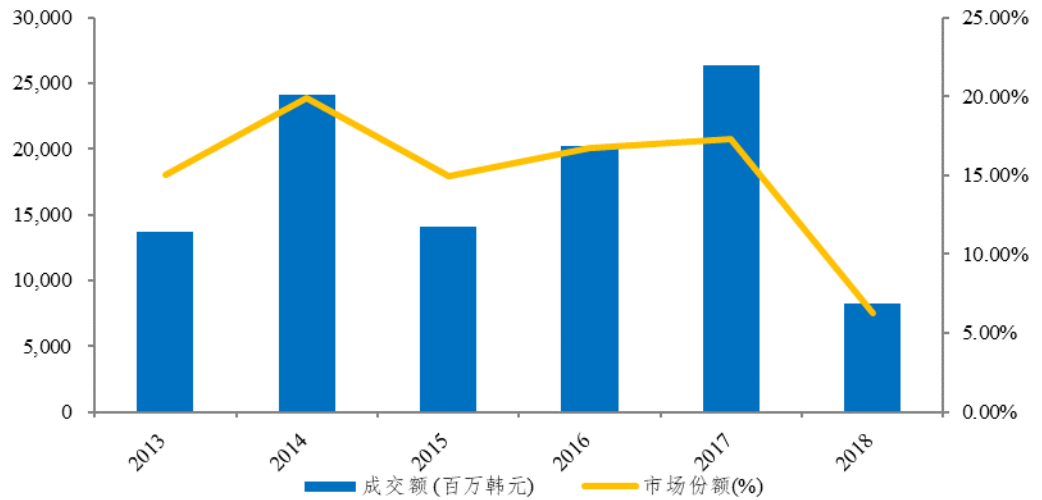
资料来源：Bloomberg，长城证券研究所，备注：财年指的是每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，数据截至 2018 年 11 月 20 日

图 56：Okasan Securities 成交额和市场份额占比变化



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所，备注：财年指的是每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，数据截至 2018 年 11 月 20 日

图 57：2013 年至 2018 年韩国前三大互联网券商市占率变化



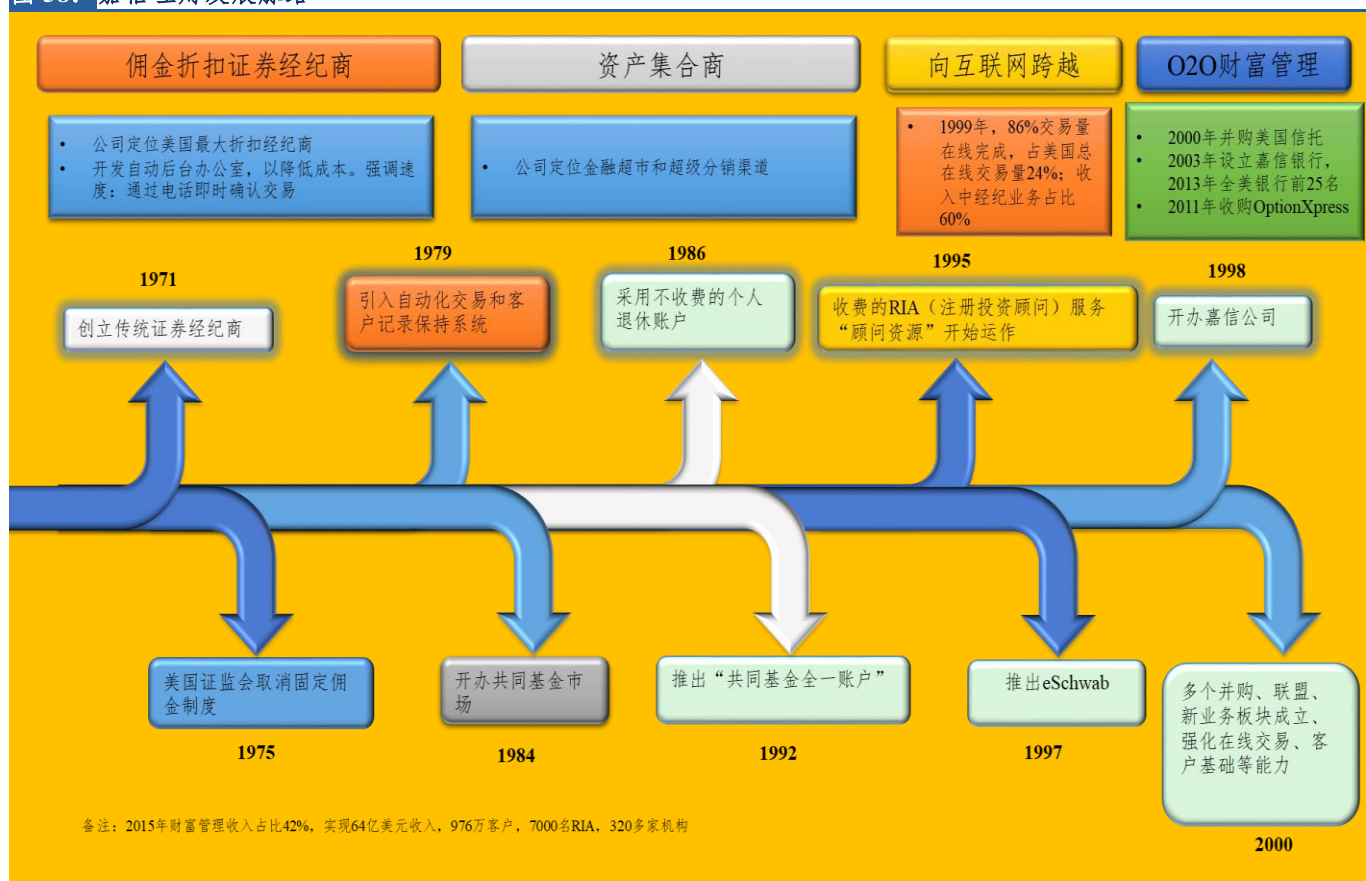
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所, 数据截至 2018 年 11 月 20 日

3.3 相似发展路径，打造“东方版”的嘉信理财

3.3.1 嘉信——全面转型金融服务平台

美国嘉信理财成立于 1971 年，经历了“折扣经纪商—资产集合商—网络经纪商—全品类金融服务”四个阶段，涉足证券、基金、银行、信托、保险等领域的业务，是一家综合的金融服务商。1975 年，美国证监会放开佣金管制，嘉信理财向所有客户降低佣金，吸引了大量的中小客户。1981 年，对推出个人养老金账户免费政策，吸收了大量资产。这两项措施为之后的资产管理和财富管理转型奠定了基础。1992 年，针对基金市场中投资者共同基金管理难度大的现象，嘉信理财推出共同基金 Onesource 平台以及共同基金一账通，实现了同一账户下管理、出售、转换基金，建立起资产管理的平台。1996 年，公司转型电子经纪商，并统一了线上线下交易价格，迅速成为经纪业务龙头。进入 21 世纪，美国佣金价格战进入白热化阶段，嘉信理财转向综合金融服务，提供类贷款、资产管理等综合服务，实现了差异化竞争。

图 58: 嘉信理财发展脉络



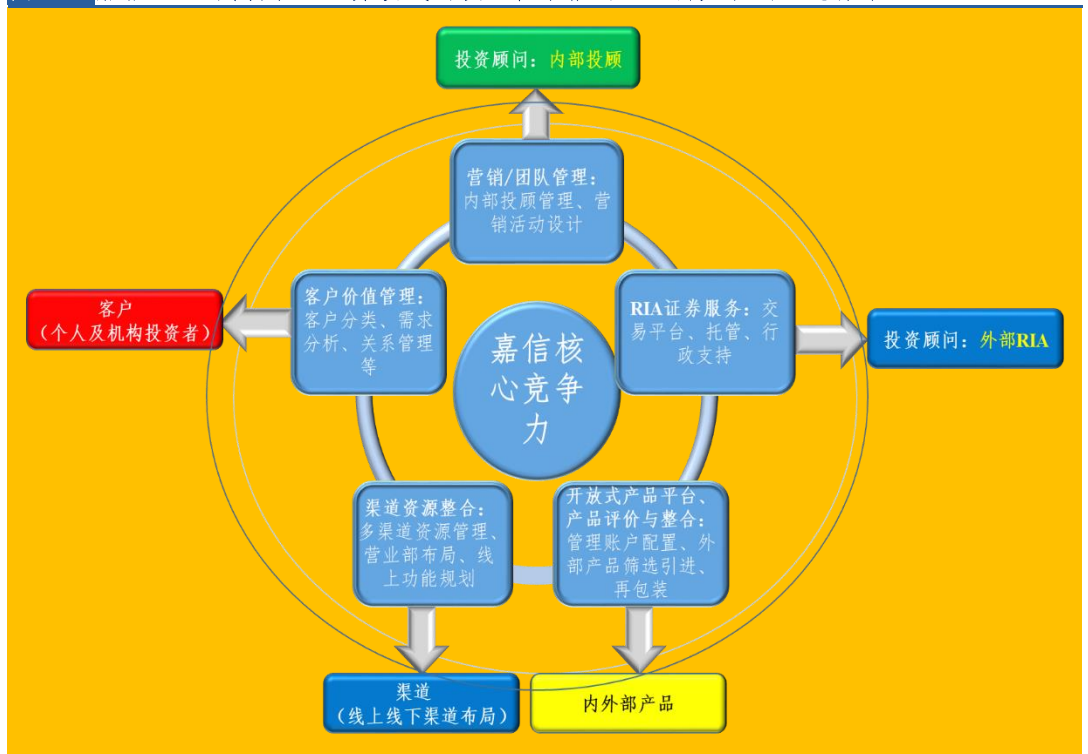
资料来源：公司官网，长城证券研究所

3.3.2 营收结构变化折射向财富管理转型

2000年为应对日益激烈的同质化竞争，嘉信理财实行“蓝海战略”，基于庞大的客户群，公司对客户实行分层管理，从产品开发、管理到销售提供差异化服务，提升服务附加值。截至2018年9月末，嘉信AUM达3.56万亿美元。嘉信产品构成以财富管理产品为主，规模为27897亿元；资管产品2017年为5703亿元。根据我们测算，公司综合资管&财富管理费率常年保持在千二以上。

截至2018年11月16日收盘，嘉信理财的总市值达634.17亿美元，居美股投资银行与经济业务第三（仅次于摩根士丹利、高盛集团）。根据wind数据库显示，2018Q3资产管理及行政费收入、利息收入分别占嘉信理财主营收入的30.80%、59.34%，是收入的主要来源，交易收入仅占6.93%。从嘉信的发展过程来看，其业务的转型与拓展直接体现在了营收结构的变化上。交易证券的收入降低，而资产管理收入与利息收入占总收入的比重持续上升。

图 59：嘉信 O2O 财富管理业务模式的核心在于搭建起一套完善的生态体系



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

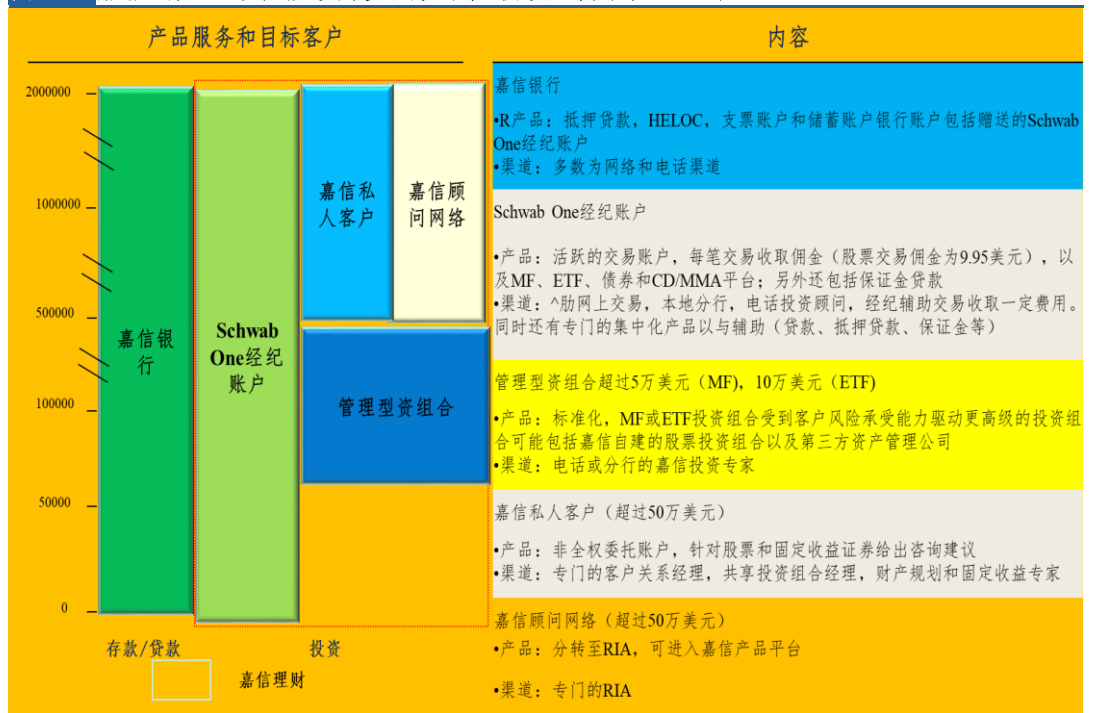
图 60：嘉信利用技术支持客户获取，并助推交叉销售业绩

顾客生命周期	步骤	一流的监控系统
潜在客户	<ul style="list-style-type: none"> 从客户转介、呼叫中心、已获得潜在客户信息中，利用自动化数据分析，挖掘获客机会 ◆筛选由总部完成，并于投资顾问沟通 ◆在分支机构使用软件工具 ◆如果分支机构未能实现跟踪，总部将会接管 	<ul style="list-style-type: none"> 整合CRM以创造流畅的客户体验 ◆推动有效的客户引导系统 ◆跨渠道信息之间无缝衔接，减少信息流失
客户获取	<ul style="list-style-type: none"> 分支机构的投资顾问来服务客户 ◆进行客户细分 ◆引导客户进行正确选择 ◆基于简单的金融规划 ◆保持长期关系 	<ul style="list-style-type: none"> 标准化技术，支持规划流程 ◆可以实现众多产品和细分客户之间的自动匹配
交叉销售	<ul style="list-style-type: none"> 提供产品间清晰的购买路径，以满足多样化的客户需求和客户需求的变动 在适当时候提供高利润产品，如专属共同基金等 	<ul style="list-style-type: none"> 利用强大的科技以实现交叉销售 ◆当客户资产变化时，系统会自动提醒，使投顾能够及时跟踪

嘉信投顾平台系统为实现跨渠道资源整合，提升投顾销售成功率奠定了坚实基础

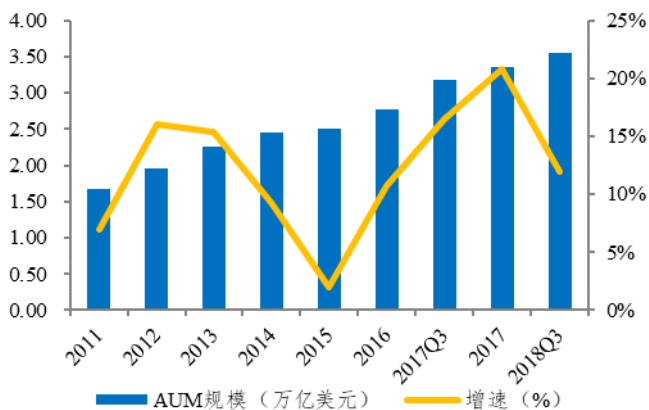
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 61: 嘉信的产品平台能够为多层次客户提供差异化产品组合



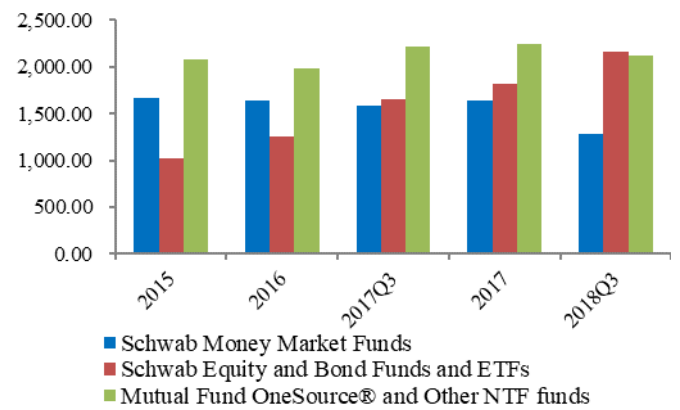
资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 62: 嘉信理财 AUM 规模及增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 63: 嘉信理财资管产品类型分布



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 64: 嘉信理财客户现金余额

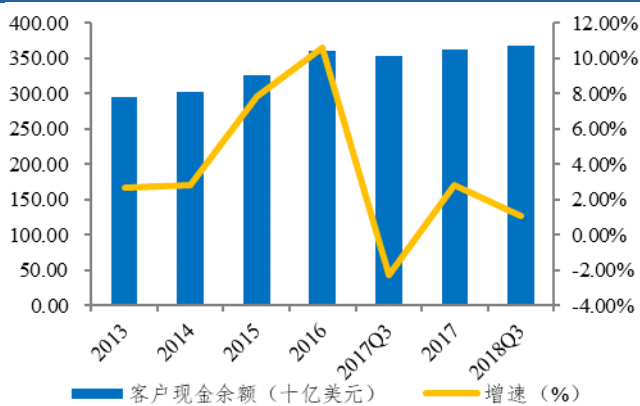
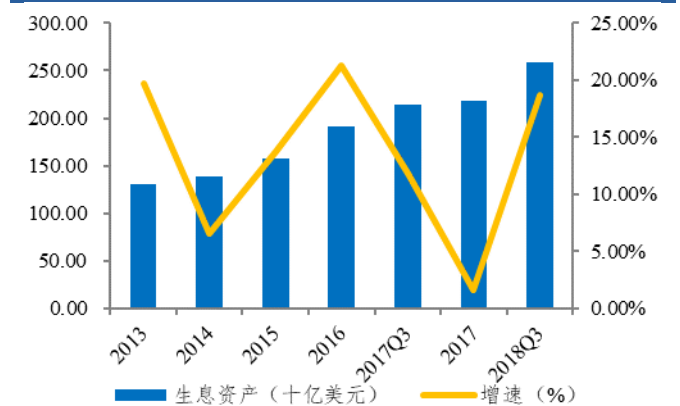


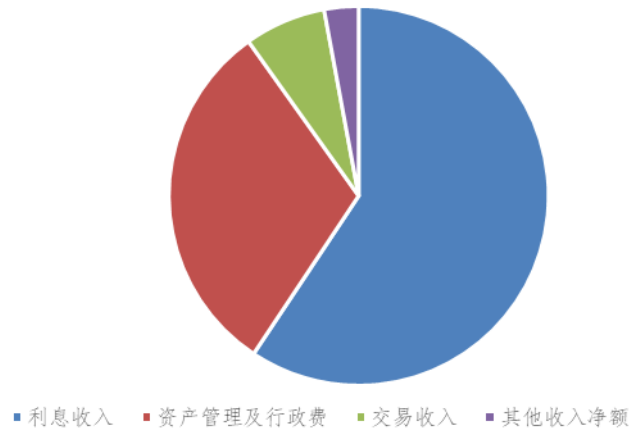
图 65: 嘉信理财生息资产余额



资料来源：公司公告，长城证券研究所

资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 66: 嘉信理财 2018Q3 主营构成情况



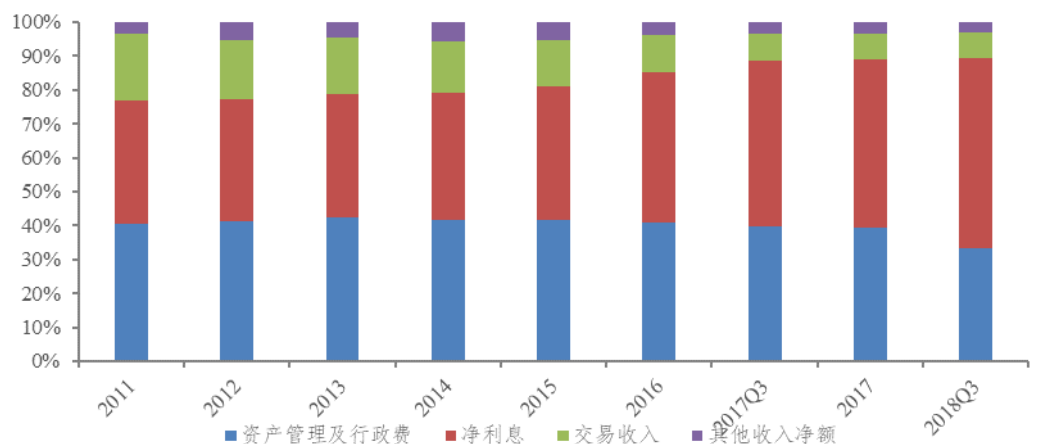
资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.3.3 东方财富金融平台转型——打造“东方版”嘉信

■ 相似路径，相似故事

东方财富网与嘉信理财有着相似的起点，都是从线上业务开始，逐渐发展成线上线下业务同时进行。嘉信理财 2000 年交易收入占净收入比重 49.48%，到了 2017 年，占比大幅度下降到了 7.58%；净利息收入占净收入的比重大幅度上升，从 2000 年的 23.37% 上升到 2017 年的 49.69%，嘉信理财在收入结构上有了一个较大的转变，从以证券交易业务为主转移到了资管与利息收入为主。东方财富由最开始的财经网站逐步发展拓宽业务，成立了天天基金网，获得基金代销牌照，收购同信证券，获得证券销售全牌照，设立东财国际期货、小额贷款公司，涉足期货贷款等领域。随着东方财富的不断发展，一站式金融服务平台逐渐完善，涉足的领域也更加多样全面，逐渐由以金融数据服务与广告收入为主的结构转变成以证券收入与金融电子商务服务为主得到收入结构。东方财富将继续申请保险代理等牌照，拓宽金融服务领域，优化收入结构，向综合金融服务平台转型。

图 67: 嘉信理财净收入构成情况 单位：百万美元



资料来源：公司公告，长城证券研究所

■ 面临着相似的金融政策及金融环境

东方财富还面临着与嘉信相似的金融政策以及金融环境。严监管政策与持续创新共同催化了新的发展机遇，给基于互联网的金融平台提供了较好的发展平台。云计算、大数据、物联网和区块链技术的发展将进一步提升供应链金融的风控能力，降低业务的综合成本。东方财富基于互联网技术，利用流量的重复性，不断扩展业务与客户群，满足不同用户群的财富管理需求，有望打造“东方”嘉信理财。

图 68：东方财富发展过程



资料来源：公司公告，长城证券研究所

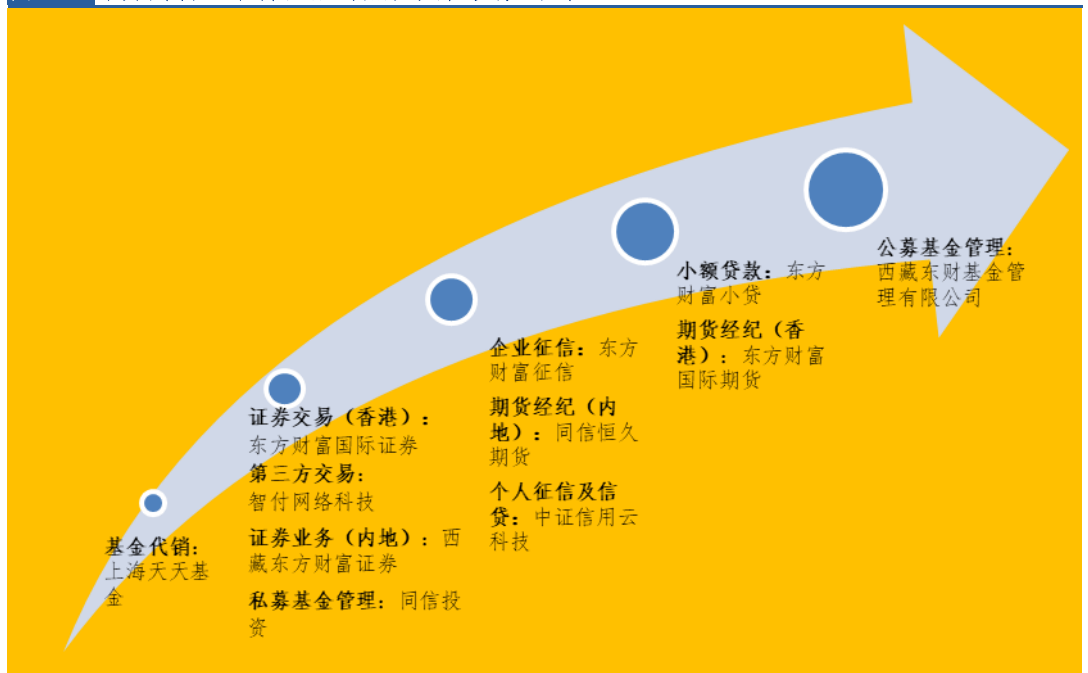
4. 横向布局，打造综合金融服务机构

4.1 金融业务牌照不断增多，打造闭环体系

为打造全业务金融服务机构，东方财富还在积极拓展征信、小贷、期货、资管等业务。目前公司已获得基金代销、证券业务、第三方支付、资管、小贷、期货经纪、征信等资格，2018年10月份获得公募基金牌照，目前还在申请保险代理资格。我们认为东财基金的发展前景是取决于东方财富对其的定位，无非为天天基金网的产品供应商，与独立发展的基金公司。若定位为产品供应商，东财基金产品布局或趋向被动型产品，若定位为独立发展的基金公司，应该会逐步布局主动权益及养老目标基金等公募基金全产品线。我们认为目前货币基金发行放缓，东财基金应该会以指数基金为突破口以发展业务，且业务开展到开花结果需要予以一定时间。同时，对行业影响可能会导致部分小型且无特色的基金公司形成压力，可能就会有基金公司直接或是降低费率。

全牌照式的金融业务格局彰显着公司打造全业务金融机构的野心，随着公司一步步的收购、新设进程，东方财富已获得多种多样的业务资格，内地、香港两地共同发展。

图 69：东方财富已取得金融牌照及其控参股公司



资料来源：wind，长城证券研究所

4.2 征信业务助力东财小贷健康发展

近年来，为解决小微企业融资难、融资贵的问题，政府出台了一系列措施。小额贷款公司的成立正是解决这一问题的良方。2010-2014 年期间，小贷公司数量不断上涨，但 2015 年后由于小贷公司不良贷款的上升，一些小贷公司更是面临破产的局面，自此小贷公司数量缓慢下行。

从小贷公司的贷款余额和实收资本可以看到产生这一现象的原因。由于小微企业资金薄弱，难以从银行融资，对小贷公司资金的需求加大，但我国企业征信系统不完善，无法有效区分优质高信用企业和劣质企业，导致小贷公司不良贷款率上升。而对比贷款余额和实收资本可以发现，我国小贷公司的实收资本一直低于贷款余额，即小贷公司也需要通过向银行贷款来给小微企业提供资金支持。较高的不良贷款率成为小贷公司破产的直接原因。

图 70：小额贷款公司数量

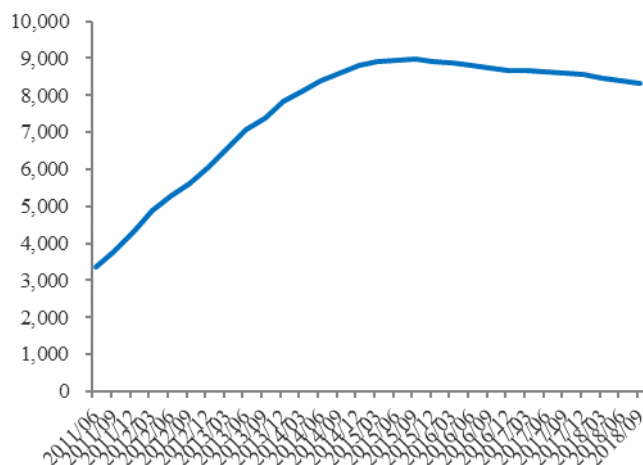
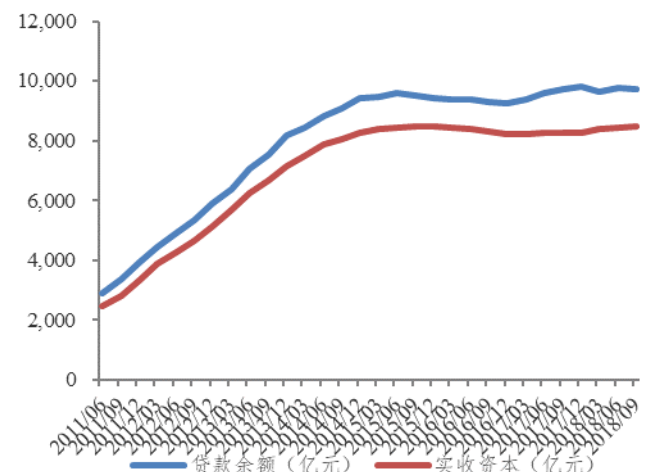


图 71：小贷公司贷款余额和实收资本



资料来源: wind, 长城证券研究所

资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2.1 东财小贷的优势：征信助力

由于民营企业具有国有企业难以企及的高效率和创新性，政府呼吁鼓励小微企业、民营企业发展的声音愈发强烈。2017年，东方财富也拓展了小额贷款业务。注册资本为2亿元的东财小贷公司成立。

由于东方财富还拥有具备征信业务资格的东方财富征信有限公司，可以更容易地识别优质企业与信用不良企业，对贷款人的了解考察也更加深入，这对东财小贷的发展是大有裨益的。同时，不同业务的扩展可以形成客户的引流效应，进一步扩大公司的客户规模。

图 72：东财小贷与传统小贷对比



资料来源: 网络资料整理, 长城证券研究所

4.2.2 征信业务的未来前景

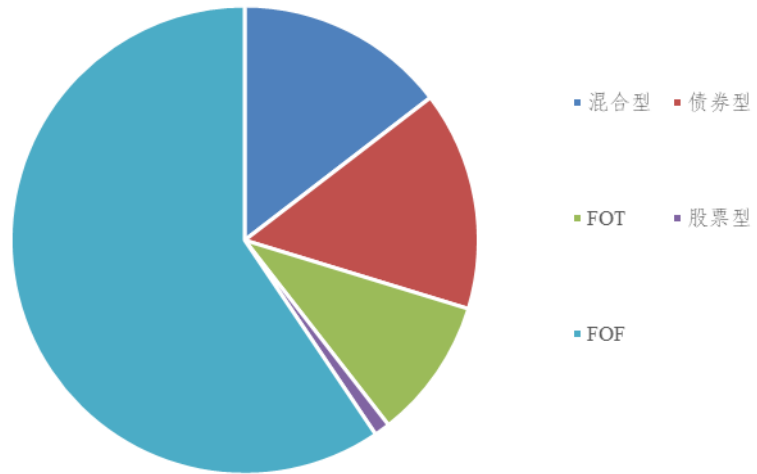
虽然我国现行征信系统并不完善，但社会征信评分正在如火如荼地展开，我国信用社会的建立将是一种必然趋势。取得了个人征信和企业征信资格的东方财富可以更有效地识别客户情况，这种筛选和把关有助于东方财富在两融业务、小贷业务的健康发展。信用系统的建立也可以成为东方财富的另一业务板块，通过提供信用数据服务获取收入。

4.3 资管、期货加速拓张

2015年，西藏东方财富证券和同信投资的成立标志了东方财富开始进军内地市场证券业务、私募业务。随着资管市场的日渐火热，东财也推出了西藏东方财富益进集合管理计划、西藏东方财富量化集合管理计划、西藏东方财富稳健集合管理计划等，不同的集合管理计划投资于不同的标的，满足不同风险偏好人群的需求。

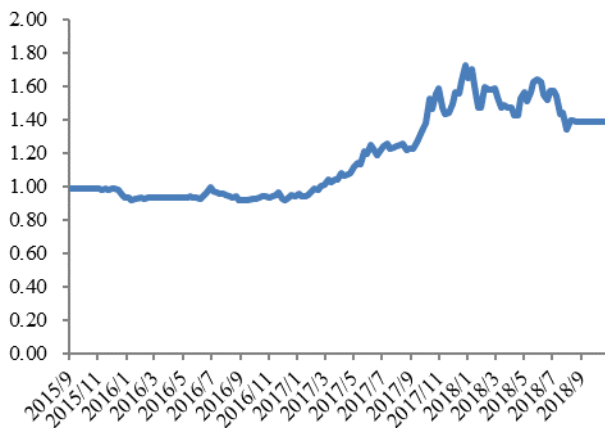
截至2018年11月，东财共发行了185只资管产品。从产品类型来看，东财主要发行FOF、混合型产品及债券型产品，还有少部分股票型产品。同时混合型产品由于资产配置策略的不同分为灵活配置型和平衡型，债券型产品则根据投资不同期限的债券分为中长期纯债券型和短期纯债券型。不同类型的产品既满足了追求高收益高风险的投资者，也满足了追求固定收益的投资者。

图 73: 东方财富资管产品类型 (截至 2018 年 11 月 12 日)



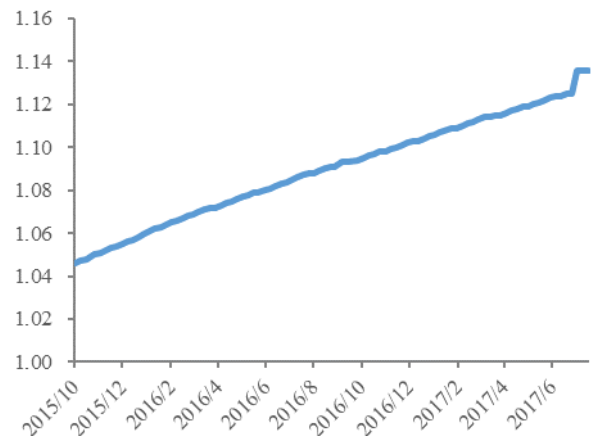
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 74: 西藏同信辰景港湾 1 号 (平衡混合型) 单位净值



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 75: 西藏东方财富稳健 2 号 (灵活配置型) 单位净值

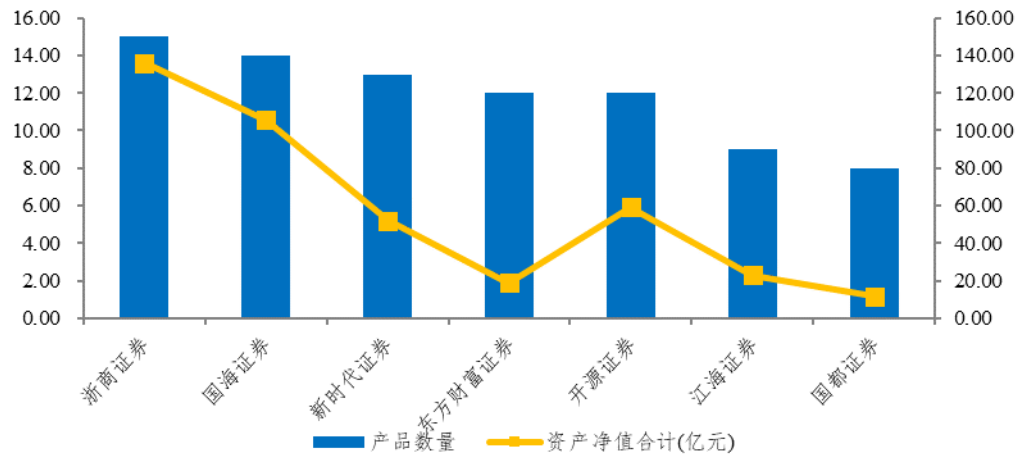


资料来源: wind, 长城证券研究所

以东方财富发行的 21 只灵活配置型资管产品中收益率处于中位数的西藏东方财富稳健 2 号日薪月益 3 月 7 日号产品为例进行分析, 该项资管产品在 wind 评级中获得 5 星, 综合排名处于行业前 30%, 年化收益率 3.34%, 远高于行业平均 1.71%。平衡混合型产品西藏东方同信辰景港湾 1 号的总收益更是高达 47.5%。

整体而言, 东财的资管产品收益率较高, 混合型产品主要受股市波动的影响, 在牛市中具有非常突出的表现。债券型产品的收益率则较为平稳。此外, 由于东方财富证券成立时间较晚, 其资管规模尚不能与传统大型券商相比。且与基本提供同质化产品的经纪业务不同, 资管产品对研发人员素质要求较高, 需要较强的专业能力, 因此资管规模和市场份额的提升不如经纪业务一样迅速。但作为目前公司的主营券商业务领域, 资管业务可以有效连接资金端与产品端, 增加公司业务收入, 有效应对不同市场行情对公司收入状况的冲击。

图 76: 截至 2018 年 11 月 12 日尚处于存续期的东方财富资管规模



资料来源: wind, 长城证券研究所

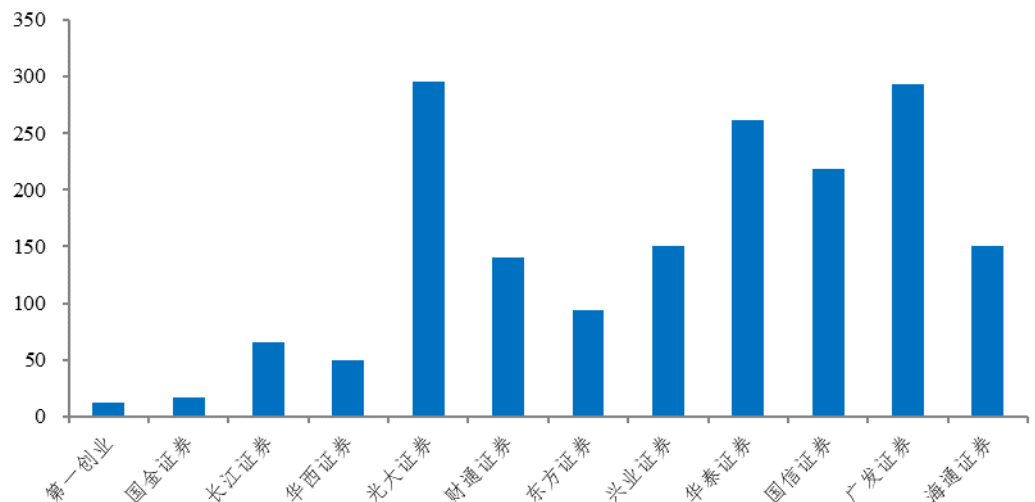
东财还拥有期货经纪资格。虽然现在我国期货市场规模还比较小，但随着资本市场的进一步完善和开放，为有效避险，将有更多的机构投资者参与进来，期货的业务收入也将进一步提升。此外，东财还拟成立保险代理公司，若能获批牌照，基于东方财富现有的互联网客户基础，保险代理也将形成新的利润增长挖掘点。公募基金牌照获批，大资管生态体系形成。2018 年 10 月，西藏东财基金管理有限公司设立，目前公司已获得基金代销、证券业务、第三方支付、资管、征信、基金管理等资格，公司大资管生态体逐步形成。

5. 可转债发行，助力公司战略发展

5.1 券商资本扩张军备竞赛，为业务发展奠定基础

2017 年 12 月，东方财富公开发行可转债，采用原股东优先配售，网上投资者自行申购的发行方法，共募集资金 46.5 亿元。本次可转债期限为 6 年，第一年至第六年的票面利率分别为 0.2% /0.4% /0.6%/1.0% /1.5%/2.0%。可转债有六个月的封闭期，在此期间公司能以较低的成本补充东财的营运资本。

图 77: 2018 年以来部分券商直接融资额统计 单位: 亿元



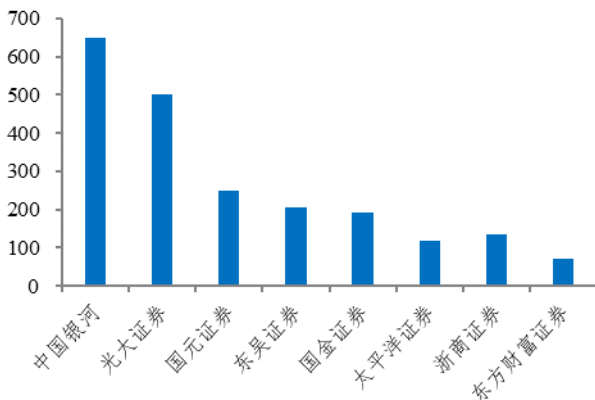
资料来源: wind, 长城证券研究所

5.2 破除资本瓶颈，信用业务成重点发力方向

截至 2018 年上半年，东方财富证券净资产 69.75 亿元，东方财富。在完成东方财富可转债发行后，募集资金净额将用于补充公司全资子公司东方财富证券股份的营运资金，在可转债转股后按照相关监管要求用于补充东方财富证券的资本金，预计将为东方财富证券增加 46 亿元左右的资本金。由于东方财富长期以来提供金融数据、资讯，基金代销，券商经纪业务等轻资产业务，公司的总资产业务并不多，尤其是与传统大型券商相比，东财的净资产较小。但随着东方财富券商业务不断开拓，也会对重资本业务不断倾斜，届时公司将完成各项融资以补充净资产和核心资本。此次可转债的融资便为东方财富的业务开拓打下了基础。

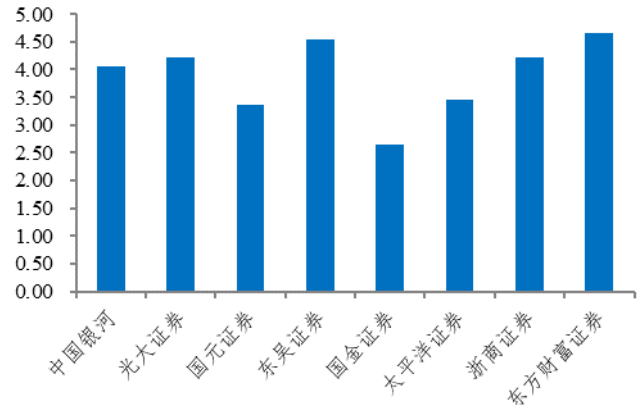
从公司此次募集资金的用途看，绝大部分资金用于资本中介业务，即扩大两融业务及为客户提供股票质押等业务，这将破除东财提升两融市占率的资本瓶颈，大大提升东方财富在经纪业务领域的利润率。传统的佣金业务竞争已达白热化阶段，低价营销导致各家券商佣金率一低再低，此时充分利用广泛客户资源优势发展利润率较高的资本中介业务是一个很好的选择。此外，此次融资还将增设经纪业务营业网点，线下线下业务的融合也将有助于东方财富扩张市场，提高客户粘性。

图 78: 2018Q3 券底商净资产比较 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 79: 2018Q3 券底商权益乘数比较



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 10: 可转债资金募集用途

资金用途	金额
资本中介业务	40 亿元
证券投资业务	4 亿元
增设经纪业务营业网点	1.5 亿元
增资子公司同信投资	1 亿元

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 11: 东方财富部分资产科目占比变化 单位: 亿元

	2016	占比	2017 中报	占比	2017	占比	2018 中报	占比
货币资金	96.94	35.92%	123.03	37.37%	120.80	28.87%	151.81	33.67%
融出资金	42.53	15.76%	57.48	17.46%	98.43	23.52%	98.05	21.75%
买入返售金融资产	12.13	4.49%	20.87	6.34%	54.68	13.07%	26.17	5.81%
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产	11.72	4.34%	24.24	7.36%	26.69	6.38%	31.61	7.01%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测与估值

表 12: 东方财富证券业务盈利预测 单位: 百万

	2017	2018E	2019E	2020E
行业股基交易总额	242,571,004	257,348,000	274,890,000	282,093,000
东方财富经纪市场份额	1.46%	2.50%	2.80%	3.30%
东方财富股基交易量	3,541,537	6,433,700	7,696,920	9,309,069
经纪业务收入	859.63	1544.09	1847.26	2234.18
行业两融余额	1028285	1,108,365	1330037	1596045
东方财富两融市占率	0.97%	1.27%	1.70%	1.90%
东方财富两融余额	9,871	13,965	22,611	30,325
息差	4.21%	4.50%	4.50%	4.50%
利息收入	415.63	628.44	1,017.48	1,455.59
投资银行业务收入	52.34	54.96	71.44	78.59
资产管理业务收入	52.48	56.68	59.51	65.46
期货经纪业务收入	47.23	51.01	56.11	61.72
财务顾问及其他业务收入	8.05	8.69	9.56	10.52
营业总收入	1,436.44	2,343.87	3,061.37	3,906.06

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 13: 部分可比公司简要情况

证券代码	证券简称	2018 年 PEG (倍)	2018Q3 所有者权 益 (亿元)	2018Q3 净利润 (亿 元)	2017 年所有者权益 (亿元)	2017 年净利润 (亿 元)
000728.SZ	国元证券	-1.92	249.21	3.28	253.8	12.24
000783.SZ	长江证券	-0.83	274.04	5.84	265.27	15.72
600958.SH	东方证券	-0.73	519.87	9.52	529.86	35.54
601377.SH	兴业证券	-0.71	360.06	10.95	334.36	23.13
601108.SH	财通证券	-2.34	200.94	6.67	208.11	14.77
601198.SH	东兴证券	2.28	195.64	7.78	192.53	13.10
600109.SH	国金证券	-1.47	193.43	7.25	188.87	12.02
平均	-	-0.82	284.74	7.33	281.83	18.07

资料来源: wind, 长城证券研究所, 2018PEG 取自 wind 一致预期

表 14: 东方财富收入分类预测表 单位: 百万

	2017	2018E	2019E	2020E
证券业务收入	1,434.43	2,343.87	3,061.37	3,906.06
增长率	25%	63%	31%	28%
毛利率	100%	100%	100%	100%
毛利	1,434.43	2,343.87	3,061.37	3,906.06
金融电子商务服务收入	844.20	953.95	1,297.37	1,829.29
增长率	-3%	18%	26%	31%
毛利率	90%	88%	88%	88%
成本	77.69	114.47	155.68	219.51
毛利	759.78	839.47	1,141.68	1,609.77
金融数据服务收入	169.16	177.62	181.17	190.23
增长率	-23%	4%	2%	5%
毛利率	-31%	30%	30%	30%
成本	221.68	124.33	126.82	133.16
毛利	-52.52	53.29	54.35	57.07
广告服务收入	78.99	82.15	87.08	92.30
增长率	-19%	4%	6%	6%
毛利率	30%	30%	30%	30%
成本	91.52	57.50	60.96	64.61
毛利	-12.53	24.64	26.12	27.69
其他主营业务	20.01	21.11	22.38	23.50
收入	33%	6%	6%	5%
增长率	70%	60%	60%	60%
毛利率	6.10	8.44	8.95	9.40
成本	13.91	12.67	13.43	14.10
营业收入	2,546.79	3,578.69	4,649.36	6,041.38
增长率	8%	41%	30%	30%
综合毛利率	84%	91%	92%	93%
净利润率	25%	30%	30%	30%
净利润	634.84	1,073.61	1,394.81	1,812.41

资料来源: wind, 长城证券研究所

6.2 投资建议

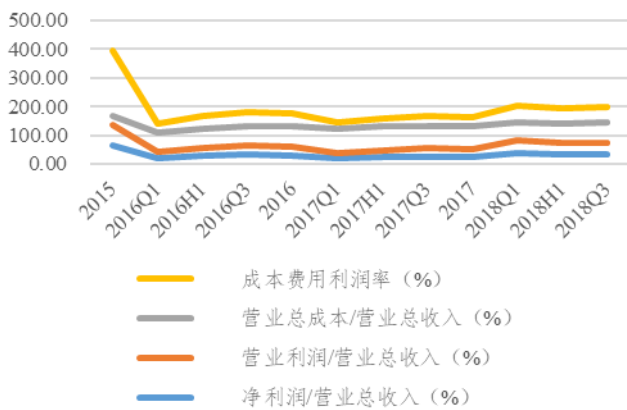
我们认为, 公司净利润增长可靠真实。2018Q3 显示投资收益+公允价值变动等非经营性收益变动的部分约为 2.10 亿元, 占利润总额约为 21.84%。若剔除此部分, 公司的净利润增长仍能达到 77.45%。

基金代销与零售证券, 是互联网经营模式的集中体现, 公司具备流量优势、成本优势及服务于 500 万以下高端客户。东方财富经过前期几年的 IT、渠道建设等基础设施的布局, 目前已进入了规模经济时代, 向范围经济跨越, 基本没有边际经济成本。2018Q3 公司收入增长 34.76%, 营业成本由 13.95 亿增至 16.36 亿, 同比增速为 21.80%。

东方财富营业利润率、成本费用利润率在 2015 年达到顶峰之后, 经历了一个倒 U 型发展路径, 2018 年前三季度公司的营业利润率、成本费用利润率分别为 40.65%、54.82%。我

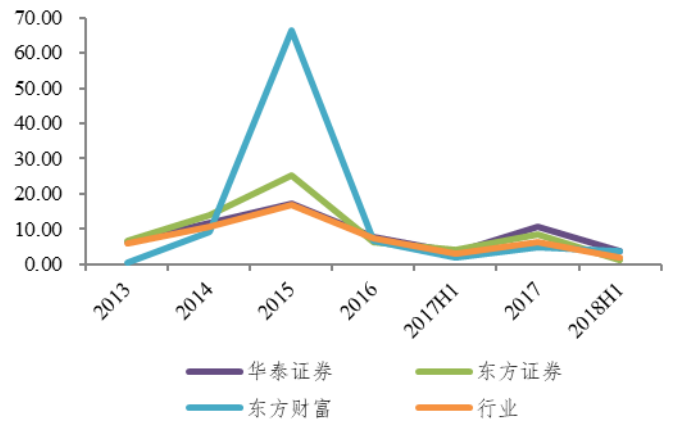
们认为，东方财富目前处于边际成本递减阶段，东方财富证券 2017 年在协会证券公司成本管理能力大幅跃升至第一，已经具备一定的规模经济及范围经济优势，我们有理由相信未来随着行情的复苏，市占率提升及成本率下降将双轮驱动净利润持续增长。2018 年为新经济元年，展望 2019 年，东方财富作为零售证券领域的独角兽，未来在财富管理领域的继续施展身手。预计公司 2018-2020 年的摊薄 EPS 分别为 0.21/0.27/0.35 元，对应的 PE 分别为 64/49/38 倍，首次覆盖，予以“推荐”评级。

图 80: 东方财富成本费用率等变化



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 81: 华泰证券、东方证券、东方财富与行业 ROE 比较



资料来源: wind, 长城证券研究所, 东方财富证券 2017 年的 ROE 行业排名第四高达 10.04%, 高于华泰证券的 9.84%

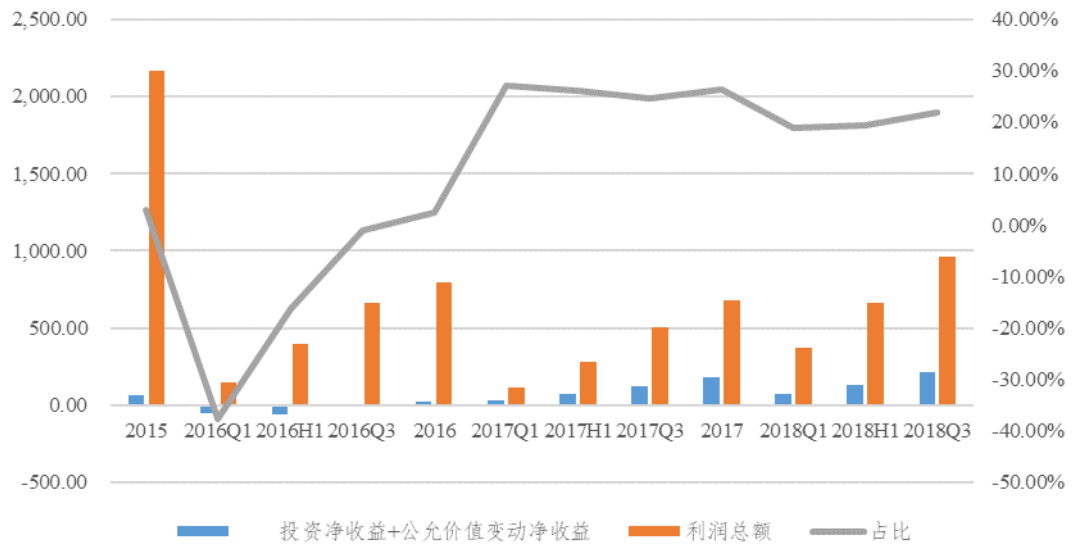
表 15: 东方财富证券成本管理能力不断跃升

2015			2016			2017		
序号	公司名称	成本管理能力	序号	公司名称	成本管理能力	序号	公司名称	成本管理能力
1	财达证券	2.78	1	国盛证券	2.101	1	东方财富	1.78
2	华西证券	2.47	2	东海证券	2.044	2	国泰君安	1.755
3	华安证券	2.39	3	招商证券	1.972	3	国信证券	1.733
4	大通证券	2.37	4	红塔证券	1.938	4	国盛证券	1.681
5	红塔证券	2.36	5	中信建投	1.83	5	红塔证券	1.664
6	大同证券	2.32	6	光大证券	1.81	6	中银国际	1.628
7	国信证券	2.27	7	华西证券	1.78	7	大通证券	1.623
8	中航证券	2.27	8	华安证券	1.773	8	海通证券	1.594
9	华林证券	2.25	9	海通证券	1.773	9	招商证券	1.576
10	中投证券	2.22	10	国信证券	1.76	10	中信建投	1.558
11	国联证券	2.2	11	中航证券	1.759	11	中航证券	1.553
12	南京证券	2.1	12	东方财富	1.736	12	东莞证券	1.533
13	中信建投	2.06	13	财富证券	1.725	13	安信证券	1.515
14	国元证券	2.01	14	大通证券	1.718	14	德邦证券	1.503
15	光大证券	2	15	湘财证券	1.713	15	光大证券	1.482
16	山西证券	1.94	16	华泰证券	1.677	16	华西证券	1.473
17	川财证券	1.91	17	国都证券	1.647	17	国联证券	1.472
18	湘财证券	1.91	18	中银国际	1.628	18	财富证券	1.458
19	申万宏源	1.88	19	国联证券	1.623	19	湘财证券	1.45
20	东莞证券	1.88	20	南京证券	1.621	20	华融证券	1.446

2015			2016			2017		
序号	公司名称	成本管理能力	序号	公司名称	成本管理能力	序号	公司名称	成本管理能力
72	西藏东方财富	1.22	21	华融证券	1.613	21	华安证券	1.444

资料来源：证券业协会，长城证券研究所，计算公式：成本管理能力=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/营业支出，2015、2016、2017 年该指标中位数为该指标中位数为 1.58、1.336、1.050。

图 82：东方财富投资净收益+公允价值变动净收益占比 单位：百万



资料来源：wind，长城证券研究所

7. 风险提示

中美贸易摩擦可能加剧风险；宏观经济下行风险；股票市场系统性下跌风险；市占率提升不及市场预期；科创板对创业板可能存在的冲击风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>