

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年03月07日

市场数据

目前股价	21.33
总市值（亿元）	1,102.40
流通市值（亿元）	885.94
总股本（万股）	516,829
流通股本（万股）	415,351
12个月最高/最低	22.88/10.03

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

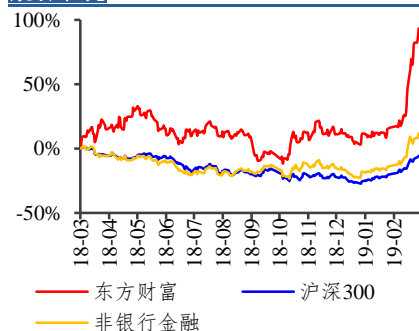
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣洳

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<东方财富（300059.SZ）：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>> 2018-12-07

公司发展顺势而为，持续打造一站式财富管理平台

——东方财富（300059）2018年年报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,380.50	5,595.58	6,629.43
(+/-%)	40.21	27.74	18.48
净利润	1,752.20	2,406.10	2,784.36
(+/-%)	82.82	37.32	15.72
摊薄 EPS	0.34	0.47	0.54
PE	62.91	45.82	39.59

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点
■ 事件

东方财富发布 2018 年年报和第一季度业绩预告，公司实现营业总收入 31.23 亿元，净利润 9.58 亿元，较上年同期增速分别为 22.64% 和 50.52%。预计第一季度公司盈利约 3.01-3.91 亿元，同比增长约 0-30%；2018 年每股收益为 0.1858 元，同比增速为 49.84%；加权平均净资产收益率为 6.32%，同比增长 1.46PCT。

东方财富证券 2018 年总资产为 296.80 亿元，营业收入为 15.98 亿元，净利润为 6.24 亿元，基本符合预期。

■ 投资要点
■ 1.2018 年全年业绩分布前高后低，基本符合预期

2018 年前四季度的营收增速为 53.55%、45.49%、10.83%、-4.72%，归母净利润同比增速分别为 199.49%、61.40%、22.67% 及 -11.98%，环比上看，第二、第三、第四季度营收环比增速为 -1.35%、-8.36%、0.11%，净利润增速为 -14.45%、-5.94%、-34.85%，基本符合预期。

■ 2.证券业务逆势增长+占比继续提升，推动利润上升

2018 年权益市场低迷，沪深 300 下跌 25.31%，两融余额触及低谷 7557 亿元。公司证券板块 2018 年实现营收为 18.14 亿元，占公司总营收比重为 58.05%，2018Q2 占比为 56.45%，2017 年为 56.32%，同比增速为 26.40%。

其他板块业务占比，金融电子商务服务（代销基金）为 34.11%、金融数据服务为 5.11%、广告服务为 2.27%、其他主营业务为 0.45%，其中金融电子商务服务营收较 2017 年的 33.15% 有所提升。

东方财富证券公司实现营收为 15.98 亿元，同比增速为 12.24%，净利润为 6.25 亿元，同比增速为 -1.35%。以经纪业务为主的手续费及佣金净收入为

11.96 亿元，同比增速为 17.35%。细分看，公司代理买卖证券业务和融资融券业务逆势增长，经纪业务净收入为 10.53 亿元，同比增长 22.63%，其中代理买卖证券净收入为 9.14 亿元，同比增速为 19.45%。

利息净收入为 6.19 亿元，同比增速为 48.76%。其中占比高达 58.94% 的融资融券利息收入 5.91 亿元，同比增长 55.05%，前述二者成为推动公司利润增长的主要动力。公司经纪业务净收入的市场份额进一步提升，由 2017 年的 1.05% 提升至 2018 年的 1.69%，互联网券商龙头地位巩固。

■ 3.基金销售规模迅速扩张，保持行业领先地位

我国互联网理财使用率由 2017 年末的 16.7% 提升至 2018 年 12 月的 18.30%，购买互联网理财产品的网民规模达 1.51 亿，同比增长 17.5%，互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养，为公司的发展奠定重要基础。

公司 2018 年金融电子商务服务实现毛利 9.72 亿元，同比增长 26.73%，是带动利润增长的又一动力。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。2018 年，东方财富基金销售额为 5251.62 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，代销规模稳居行业第一。

■ 4.营业成本有所增长，主要系前期可转债发行

营业总成本 22.73 亿元，同比增长 9.67%。其中东方财富财务费用较 2017 年增长了 584.32%，由 2017 年的 -0.32 亿元增长至 2018 年的 1.56 亿元，主要系公司可转债利息费用增加。2017 年东方财富公开发行可转债，截止 2018 年末，东财转债尚有 46,484,104 张，可转债金额为 46.48 亿元。目前，公司已通过可转债发行募集的全部资金及利息已全部用于补充东方财富证券营运资金，可见公司更加重视券商子公司的经营发展。东方财富在 2018 年 10 月增资东方财富证券 2 亿元，并由东方财富证券出资设立东财基金，静待业务结出硕果。

此外，公司的研发费用加大，2018 年为 2.51 亿元，同比增长 37.51%。

■ 5.继续加大金融 IT 研发投入，拓宽护城河

如上所述东方财富持续加大研发投入，加强产品研发创新，增加用户黏性，提高核心竞争力。2018 年研发投入金额为 2.50 亿元，同比增长 37.51%，同时研发人员由 2017 年的 1664 人增加至 2018 年的 1690 人，研发人员占比由 38.82% 增加至 39.08%。另外，公司新获注册商标 43 项，软件著作权 44 项，新增非专利技术项 14 项。在金融企业积极布局财富管理的新格局中，增加产品和服务研发创新是占领市场先机的王道，东方财富不断增加研发投入，向财富管理转型、实现一站式互联网金融服务的战略开展更扎实的布局，优化互联网金融服务大平台，不断拓宽行业竞争中的“护城河”。

■ 6.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。

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。

■ 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%。2018年显示投资收益+公允价值变动等非经营性收益变动的部分约2.61亿元，占利润总额约为23.24%。若剔除此部分，公司的净利润增长仍能达到53.01%。

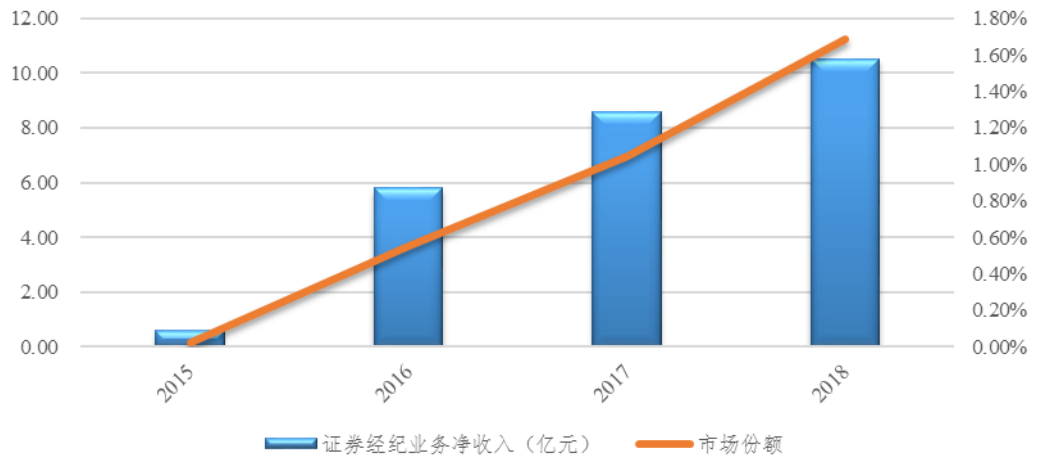
基金代销与零售证券，是互联网经营模式的集中体现，公司具备流量优势、成本优势及服务于500万以下高端客户。东方财富经过前期几年的IT、渠道建设等基础设施的布局，目前已进入了规模经济时代，向范围经济跨越，基本没有边际经济成本。2018年公司营收增长为22.64%，营业总成本同比增速为9.67%；2018Q3公司收入增长34.76%，营业总成本同比增速为17.25%。

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年公司的营业利润率、成本费用利润率分别为36.2%、48.42%。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。2019年为新经济持续推进之年，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。此外，公司拟以未来实施权益分派股权登记日总股本为基数，向股东每10股派发现金红利0.20元(含税)，送红股0股(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增2股。预计公司2019-2021年的摊薄EPS分别为0.34/0.47/0.54元，对应的PE分别为62.91/45.82/39.59倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；宏观经济下行风险；公司业绩不及预期风险；股市系统性下跌风险

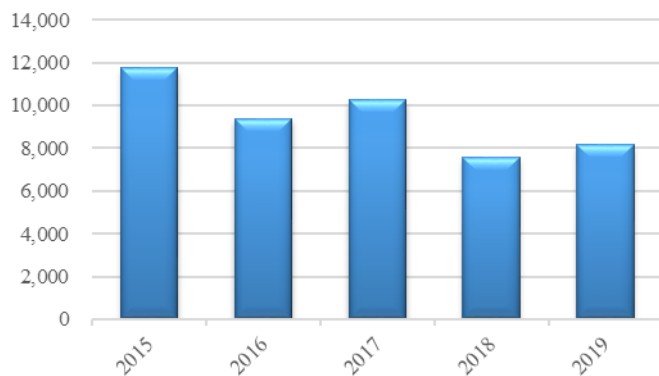
附图表

图 1: 东方财富经纪业务净收入及市场份额



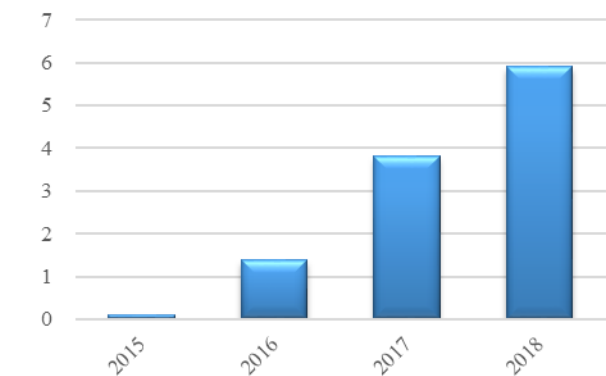
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 2: 市场两融数据 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止到 2019 年 3 月 4 日

图 3: 东方财富融资融券利息收入 单位: 亿元



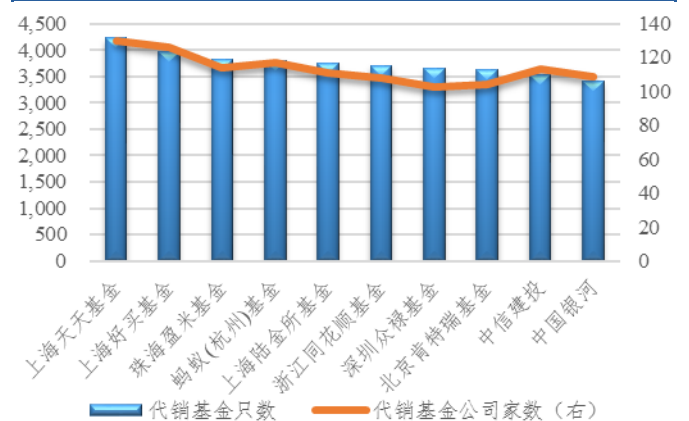
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 东方财富基金代销规模 单位: 亿元



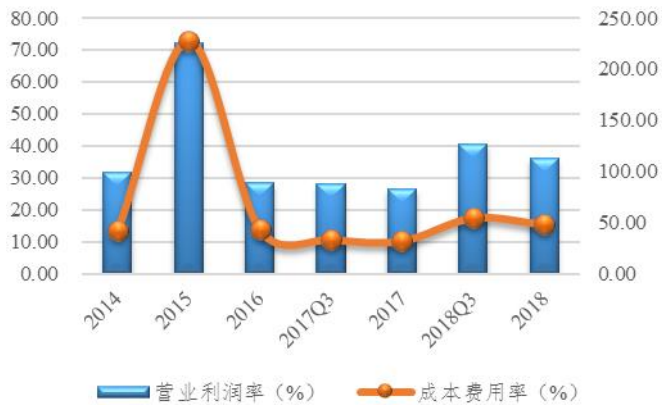
资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止到 2019 年 3 月 4 日

图 5: 2018 独立基金代销机构情况



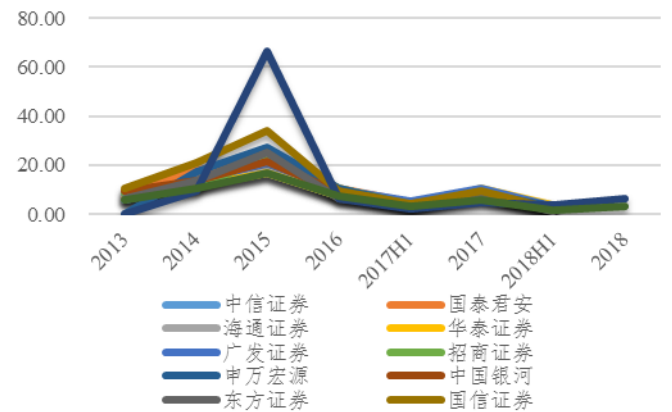
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6：东方财富成本费用率等变化



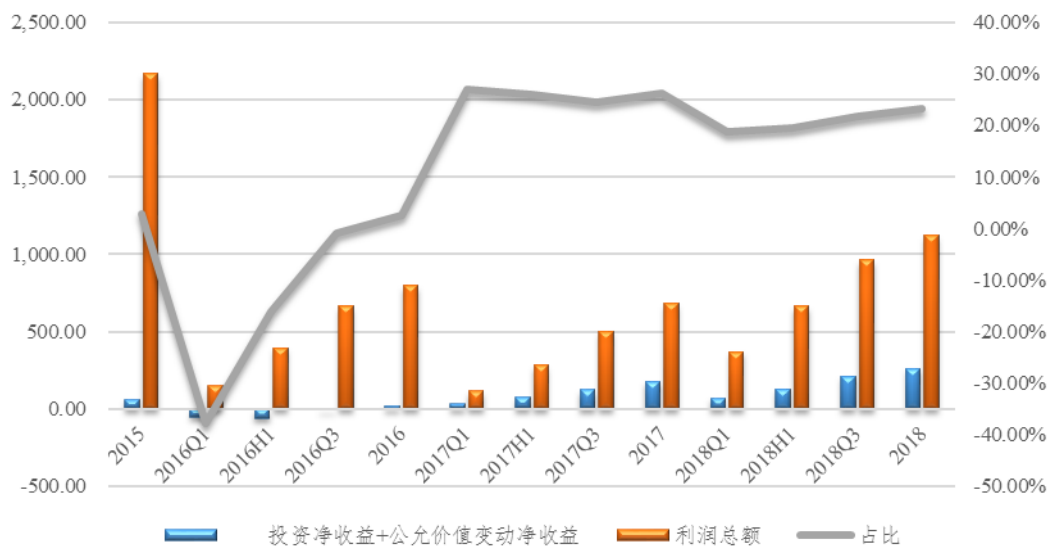
资料来源：wind，长城证券研究所

图 7：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

图 8：东方财富投资净收益+公允价值变动净收益占比 单位：百万



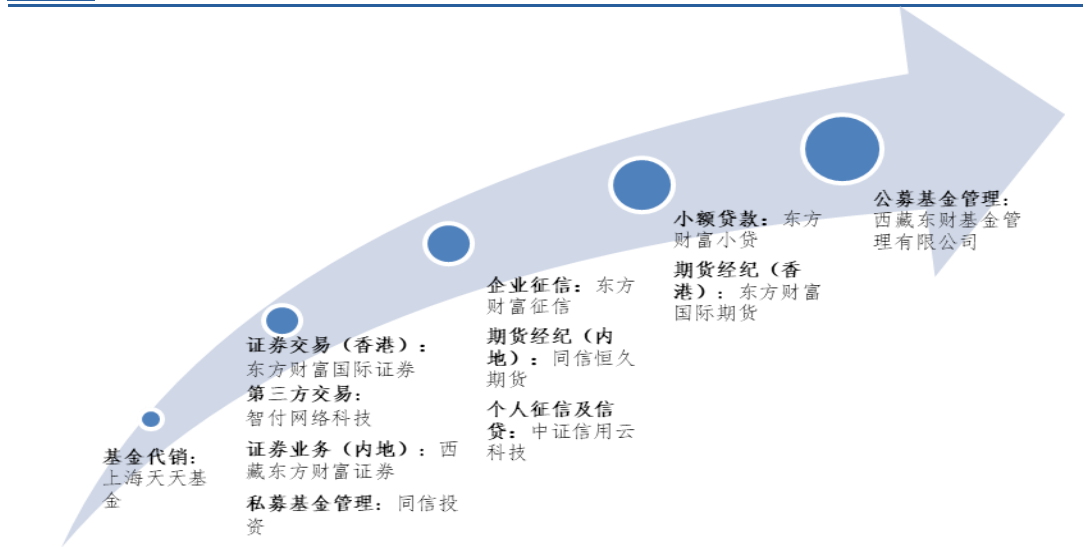
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 9：东方财富发展过程



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 10：东方财富已取得金融牌照及其控参股公司



资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 1: 东方财富证券成本管理能力的不断跃升

2015			2016			2017		
序号	公司名称	成本管理能力的	序号	公司名称	成本管理能力的	序号	公司名称	成本管理能力的
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
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: 成本管理能力的 = (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。

附：盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
证券业务收入	1,813.88	2,911.11	3,994.45	4,815.88
增长率	26%	60%	37%	21%
毛利率	100%	100%	100%	100%
毛利	1,813.88	2,911.11	3,994.45	4,815.88
金融电子商务服务收入	1,065.42	1,225.23	1,347.76	1,549.92
增长率	26%	15%	10%	5%
毛利率	91%	88%	88%	88%
成本	93.62	147.03	161.73	185.99
毛利	971.77	1,078.20	1,186.02	1,363.93
金融数据服务收入	159.68	166.07	172.71	179.62
增长率	-6%	4%	4%	4%
毛利率	-22%	-9%	6%	6%
成本	195.35	180.73	162.71	169.62
毛利	-35.66	-14.66	10.00	10.00
广告服务收入	71.01	66.75	68.75	71.50
增长率	-10%	-6%	3%	4%
毛利率	-7%	-3%	3%	4%
成本	75.83	68.75	66.69	68.64
毛利	-4.81	-2.00	2.06	2.86
其他主营业务	14.18	11.34	11.91	12.51
收入	-29%	-20%	5%	5%
增长率	54%	55%	60%	60%
毛利率	6.54	5.10	4.76	5.00
成本	7.64	6.24	7.15	7.50
营业收入	3,124.17	4,380.50	5,595.58	6,629.43
增长率	23%	40%	28%	18%
综合毛利率	88%	91%	93%	94%
净利润率	31%	40%	43%	42%
净利润	958.44	1,752.20	2,406.10	2,784.36

资料来源: wind, 长城证券研究所

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>