

# 用户为王，链接人与财富

公司深度研究

田杰华(分析师)

tianjiehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

## ● 快速崛起的互联网金融巨头

公司是互联网金融龙头企业，形成了围绕投资者的资讯、社交、理财、交易、决策五位一体的全方位业务布局。公司成立至今主要可划分为门户网站导流阶段和流量变现阶段。网站导航阶段，公司坐拥东方财富网、天天基金网两大门户网站，通过将财经网站社交化，积累大量高粘性用户。流量变现阶段，公司通过获得基金代销牌照和证券牌照进入金融行业，导流平台累计的用户，提供证券和基金交易服务，收入快速增长并体现出高弹性。

## ● 用户为王，牌照为盾，研发为矛，协同效应为核心

流量来源于用户体验，公司站在用户的角度出发，在发展历程中，始终贯彻落实“用户为王”的理念。证券、基金代销牌照是确保流量变现的关键，公司是目前唯一一家获得证券牌照的非传统互联网券商。因此，公司的竞争优势体现在对潜在竞争对手有牌照优势，对存量竞争对手有技术优势。目前公司坐拥门户网站、天天基金、证券公司三大流量入口，并以投放广告的形式互相导流，复用流量，充分盘活存量用户。

## ● “用户”变“客户”，开启财富管理新篇章

公司成功转型带来高业绩弹性，但收入与二级市场交易活跃度有较大关联性。对标嘉信理财，公司未来发展方向为一站式综合金融服务平台，将现有平台“用户”，转化为公司存量“客户”，通过由存量AUM驱动的净利息收入和资产管理服务费收入，在一定程度上降低牛熊周期的波动性。

## ● 市场交易量拐点已现，提升评级至“强烈推荐”

我们对公司的各项业务进行拆分，分别对公司的高弹性业务做收入测算。结果表明，二级市场交易活跃度若有较大幅度的回升，公司业绩将有望大幅增长。年初至今市场交易量出现明显拐点，我们看好公司证券业务、基金代销业务可能释放的高弹性。中长期看，公司在金融各领域的布局进一步完善，财富管理之路有望进一步拓宽。我们根据最新市场活跃度情况调整公司盈利预测，预计公司2019~2021年营业收入分别为41.94、49.68、57.39(+6.15%、+10.47%、+12.27%)亿元，EPS分别为0.27、0.35、0.42元，上调至“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：用户导流进度不及预期；行业竞争加剧；市场景气度不及预期

### 财务摘要和估值指标

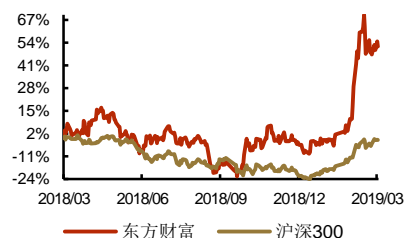
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,547	3,123	4,194	4,968	5,739
增长率(%)	8.3	22.6	34.3	18.5	15.5
净利润(百万元)	637	959	1,419	1,834	2,155
增长率(%)	-10.8	50.5	48.0	29.3	17.5
毛利率(%)	84.4	88.1	90.2	91.7	92.4
净利率(%)	25.0	30.7	33.8	36.9	37.6
ROE(%)	4.3	6.1	8.3	9.9	10.5
EPS(摊薄/元)	0.12	0.19	0.27	0.35	0.42
P/E(倍)	161.1	107.0	72.3	55.9	47.6
P/B(倍)	7.6	7.1	6.5	5.9	5.3

## 强烈推荐(调高评级)

市场数据 时间 2019.03.22

收盘价(元):	19.85
一年最低/最高(元):	10.03/22.88
总股本(亿股):	51.68
总市值(亿元):	1,025.9
流通股本(亿股):	41.54
流通市值(亿元):	824.47
近3月换手率:	311.81%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	20.57	29.62	59.23
绝对	29.48	56.18	54.59

### 相关报告

《业绩逆势增长，市场回暖助力收入弹性释放》2019-03-06

《一季报业绩增长199%，金融电商服务业务快速发展》2018-04-16

《业绩迎来拐点，积极推进互联网金融大平台战略》2018-03-19

## 目 录

1、 快速崛起的互联网金融巨头.....	4
1.1、 从收入结构转变，看公司发展历程.....	4
1.2、 门户网站导流阶段，迅速积累的高粘性流量.....	6
1.2.1、 东方财富网，乘互联网发展之快车.....	6
1.2.2、 天天基金网，与公募基金共同成长.....	8
1.2.3、 引流任务基本完成，两大门户已成为各自领域的冠军.....	8
1.3、 券商+基金代销的变现阶段，流量优势得到充分展现.....	10
1.3.1、 天天基金网获取牌照后迅速转战基金代销.....	10
1.3.2、 收购证券牌照发展证券业务.....	13
2、 用户为王，牌照为盾，研发为矛，协同效应为核心.....	16
2.1、 “用户为王”的理念是公司发展壮大关键.....	16
2.2、 对潜在竞争对手有牌照优势，对存量竞争对手有研发优势.....	18
2.3、 相互导流，流量复用，充分盘活各业务线存量客户.....	19
3、 “用户”变“客户”，开启财富管理新篇章.....	20
4、 证券业务和基金代销业务收入测算.....	23
4.1、 证券业务收入测算.....	23
4.1.1、 证券经纪业务收入测算.....	23
4.1.2、 两融业务利息收入测算.....	25
4.2、 基金代销业务收入测算.....	27
5、 盈利预测与投资建议.....	29
6、 风险提示.....	31
附： 财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	4
图 2： 公司发展历程.....	4
图 3： 公司历年营业总收入及增速.....	5
图 4： 公司历年营业收入来源占比.....	5
图 5： 2004-2008 年网络财经信息服务市场规模（亿元）.....	6
图 6： 2003-2010 年我国网民数量.....	6
图 7： 公司发展初期财经门户网站及金融数据终端商业模式.....	7
图 8： 2005-2010 年我国公募基金管理资产规模（亿元）.....	8
图 9： 我国垂直财经门户网站流量（2017-06）.....	9
图 10： 财经门户网站时期公司发展逻辑总结.....	9
图 11： 近年来公司基金代销收入及占营收比例（亿元）.....	10
图 12： 传统基金代销渠道与公司代销规模对比（亿元）.....	10
图 13： 天天基金平台代销基金数量占比.....	11
图 14： 天天基金销网销基金只数及排名.....	11
图 15： 主流网络基金三方销售平台销售基金只数与市占率.....	11
图 16： 公司近年来基金代销平均费用率.....	12
图 17： 活期宝基金转换提前垫资.....	13
图 18： 近年来东方财富证券（西藏同信证券）股票交易市场份额与排名.....	13
图 19： 公司手机开户界面.....	14

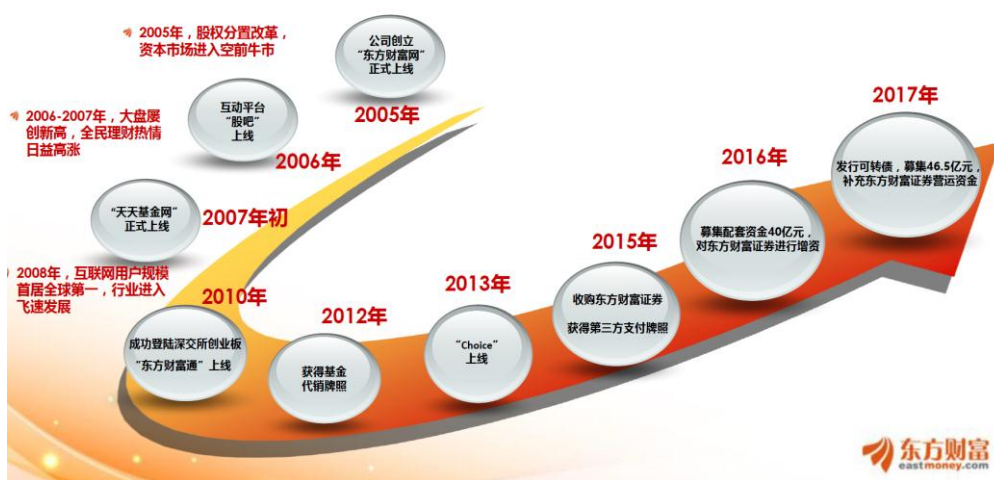
图 20: 东方财富证券开户赠送的附加服务.....	14
图 21: 公司融资融券规模及市占率.....	15
图 22: 东方财富证券历年营业部数量.....	15
图 23: 东方财富证券经纪人数量名列前茅.....	15
图 24: 公司证券业务收入结构.....	16
图 25: 只有用户为王才能稳定流量.....	17
图 26: 公司证券业务收入结构.....	17
图 27: 公司竞争力示意图.....	18
图 28: 公司历年来研发投入及占比.....	19
图 29: 公司历年来研发人员人数及占比.....	19
图 30: 2017 年公司研发投入占比与传统券商对比.....	19
图 31: 东方财富网上的东方财富证券导流广告.....	20
图 32: 东方财富网上的天天基金导流广告.....	20
图 33: 平台间互相导流, 充分盘活存量客户.....	20
图 34: 公司营业收入增速和市场成交量对比.....	21
图 35: 佳信理财历年营收拆分.....	21
图 36: 嘉信理财收入增速与 NASDAQ 走势对比.....	22
图 37: 公司收入拆分示意图.....	23
图 38: 近年来市场年度日均成交金额.....	24
图 39: 2011-2017 年全市场非货币基金申购与赎回总金额.....	27
图 40: 2013-2017 年天天基金申购赎回交易总额市占率.....	28
图 41: A 股市场一年以来日成交金额 (亿元).....	31
表 1: 我国主流基金门户网站 Alexa 全球排名.....	9
表 2: 巨头入局降低基金代销手续费率.....	12
表 3: 公司在金融领域的牌照布局.....	22
表 4: 公司证券经纪业务收入测算.....	24
表 5: 公司 2019 年证券经纪业务收入敏感性分析.....	25
表 6: 公司两融业务利息收入测算.....	26
表 7: 公司 2019 年两融利息收入敏感性分析.....	26
表 8: 证券业务整体净收入测算.....	27
表 9: 公司基金代销业务收入测算.....	29
表 10: 公司基金代销业务收入敏感性分析.....	29
表 11: 盈利预测汇总.....	30
表 12: 财务摘要和估值指标.....	30

# 1、快速崛起的互联网金融巨头

## 1.1、从收入结构转变，看公司发展历程

内生+外延，互联网金融巨头快速崛起。公司成立于2005年，同年上线门户网站“东方财富网”。在2006-2007年股民炒股热情日益高涨之际，公司适时推出投资者互动平台“股吧”。伴随公募基金规模的迅速扩张，公司基金门户网站“天天基金”于2007年起上线运营。在成立仅仅5年后的2010年，公司登录创业板，进入高速发展期。随后公司获取了基金代销牌照，将天天基金由基金门户网站升级为一站式基金代销平台。通过收购宝华世纪证券获取香港券商牌照，同时通过收购西藏同信证券取得中国大陆券商牌照，以外延并购的形式进入证券行业。前者现为东方财富国际证券，后者更名为西藏东方财富证券。

图1：公司发展历程



资料来源：公司投资者关系活动资料，新时代证券研究所

自此公司形成了围绕投资者的资讯、社交、理财、交易、决策五位一体的全方位业务布局，其业务线全面覆盖并渗透个人投资者在投资过程中的各个场景。

图2：公司发展历程

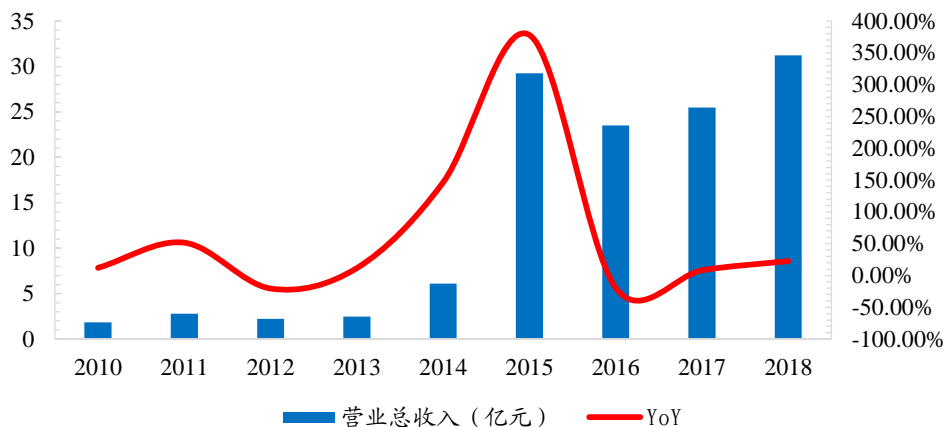


资料来源：公司投资者关系活动资料，新时代证券研究所

公司成立至今主要可划分为两个阶段,分别为门户网站导流阶段和流量变现阶段。我们可以分别从公司的营业总收入及增速、收入结构两方面看出公司两个阶段的战略布局变化和商业模式变化。

2013年可作为公司发展阶段的分水岭。公司在2013年以前的营业收入主要由广告业务和金融数据服务业务贡献,而在2013年以后,将门户网站平台流量变现成为公司成长的主题,公司营业收入也在2013年之后进入快速增长期。2014年起,公司流量变现战略成效逐步显现,营收由2012年的2.23亿元提升至2015年的29.26亿元,表现出高弹性。

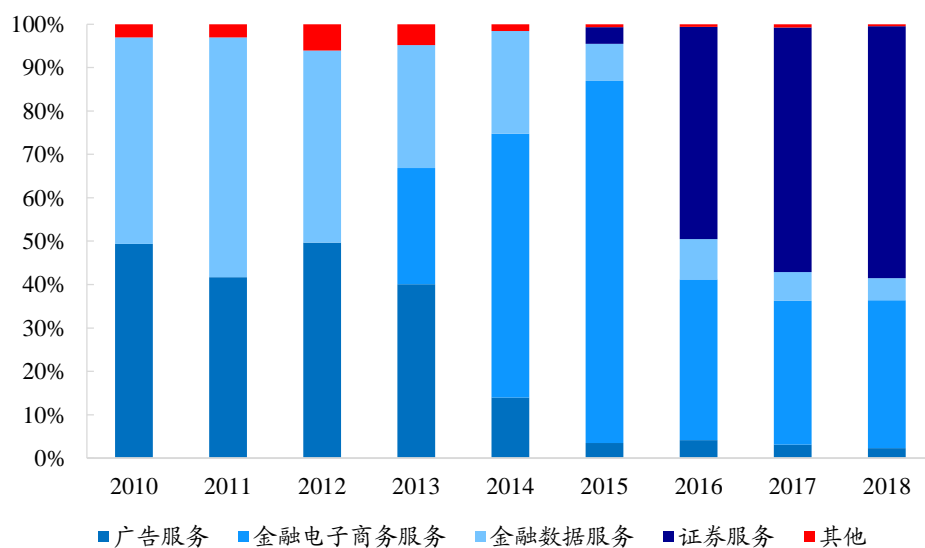
图3: 公司历年营业总收入及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

基金代销业务和证券业务逐渐成为公司业绩主要贡献点。从公司历年营业总收入拆分情况来看,公司在2013年引入金融电子商务服务,即公司天天基金的第三方基金代销服务,在2015年引入证券服务,即当年收购西藏同信证券取得证券牌照后的证券业服务。2015年起,上述两大业务收入之和达25.56亿元,占到公司营业总收入的87.34%,2018年两大业务收入之和达28.79亿元,占公司营收比提升至92.16%。

图4: 公司历年营业收入来源占比



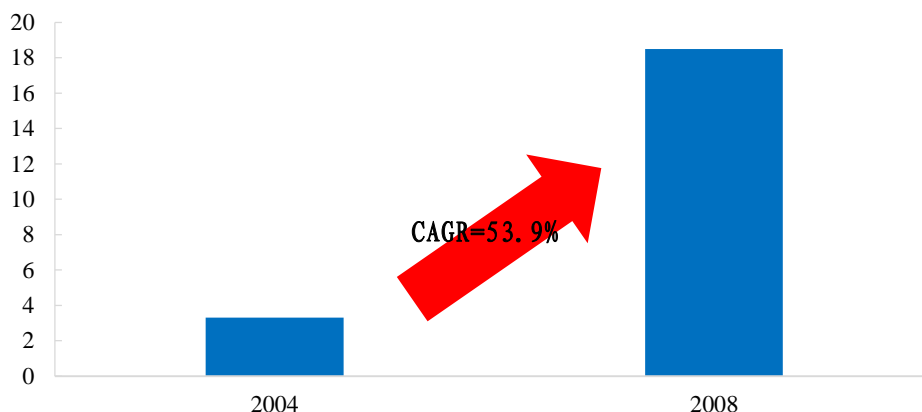
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 1.2、门户网站导流阶段，迅速积累的高粘性流量

### 1.2.1、东方财富网，乘互联网发展之快车

行业初期发展迅速，但缺乏专业财经门户玩家。在公司成立之前，互联网还未完全普及，投资者大多从传统媒体渠道获取信息。互联网上的财经信息提供者主要为各门户网站、券商、IT公司提供的网站财经版，信息以免费的形式发放，品牌优势尚未建立，成熟的商业模式也还未形成。但自股权分置改革以来，证券交易日渐活跃、金融业务迅猛增长、市场对外不断开放，促使网络财经信息服务业进入了快速成长期。我国网络财经信息服务市场规模从2004年的3.3亿元上升到2008年的18.5亿元，年复合增长率达到53.9%。

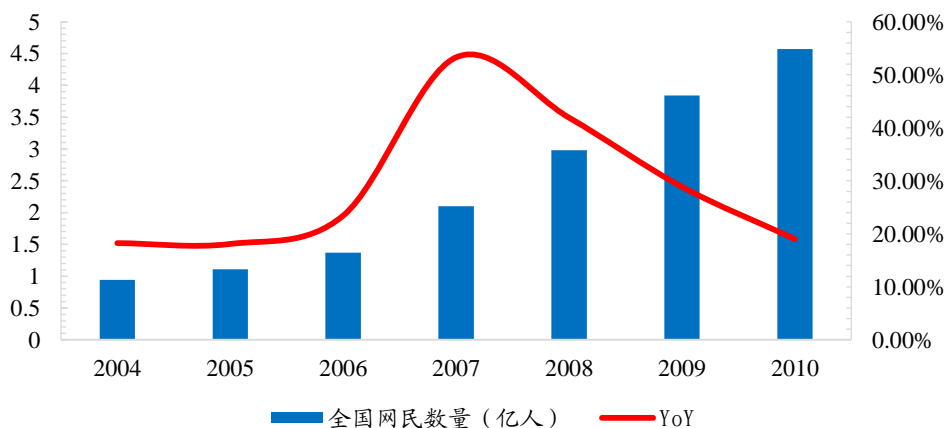
图5： 2004-2008年网络财经信息服务市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，DCCI互联网数据中心，新时代证券研究所

**搭上互联网时代发展的快车。**金融市场，尤其是股票交易市场中信息的及时性尤为重要，先发得到信息的一方将获得信息不对称优势，并且在交易中处于有利地位。互联网的到来，大大加快了信息流通速度，使得互联网成为获取金融资讯的最佳渠道。公司成立之初的2005年，正值互联网在我国进入高速发展前期，当时的互联网市场还是蓝海一片，公司的门户网站“东方财富网”正起源于那个时期。随着电信基础设施的逐渐普及，互联网在往后的几年进入了爆发期，公司赶上了互联网时代发展的快车。

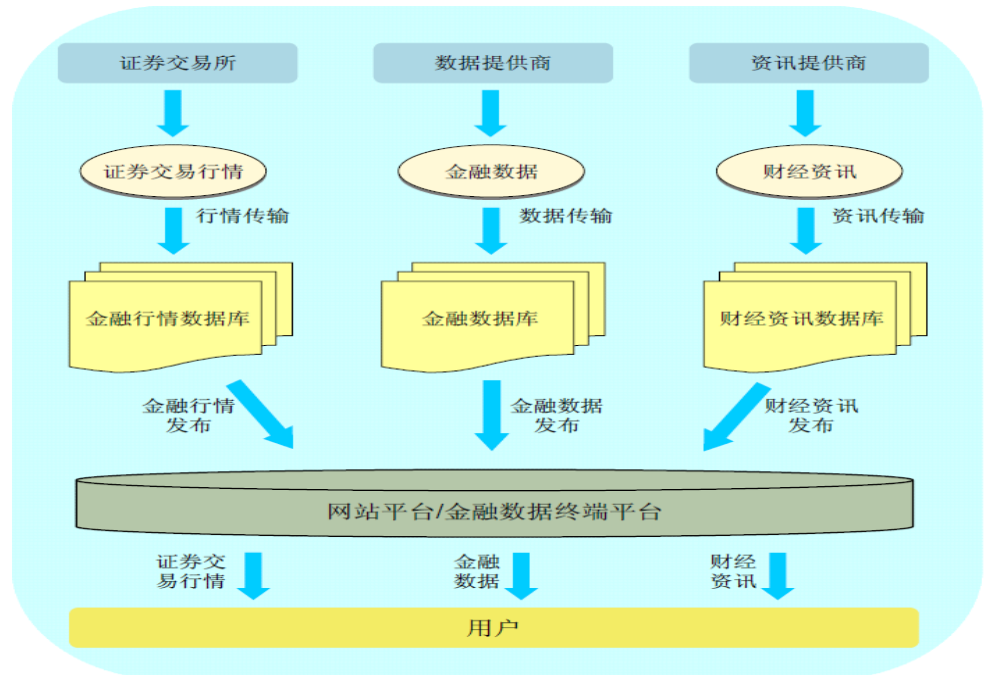
图6： 2003-2010年我国网民数量



资料来源：Wind，新时代证券研究所

上线东方财富网，确定广告变现的商业模式，但差异化不明显。公司上线“东方财富网”后，进入互联网金融资讯媒体的行列。金融资讯媒体的盈利模式也在公司成立是确定，即利用交易所、媒体的财经信息，通过门户网站的整合和编辑发表，利用网站的高流量和明确的目标客户，为广告主创造价值。然而早期的金融媒体秉承“内容为王”、“技术为王”带来的“流量为王”的经营理念，将内容和技术放在了第一位。由于用户切换一个媒体只需点击进入一个另一个网站，转化成本极低，用户粘性不强，因此差异化不明显。

图7：公司发展初期财经门户网站及金融数据终端商业模式



资料来源：公司招股书，新时代证券研究所

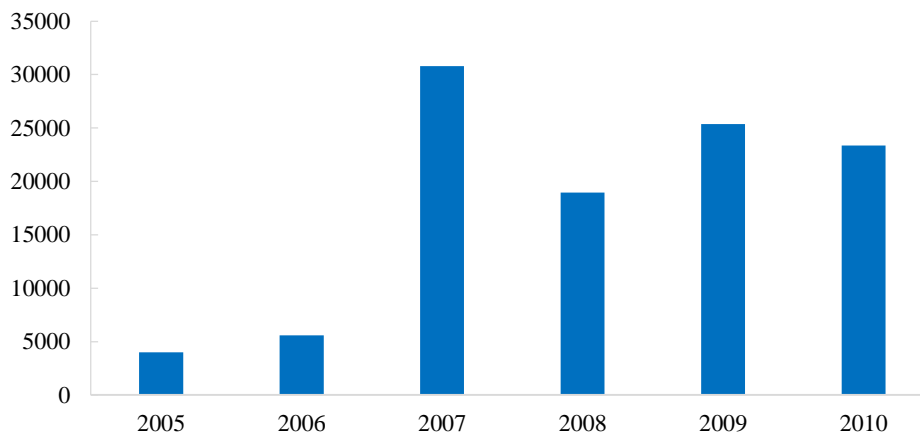
**财经网站社交化，提升用户粘性。**公司率先发现，个人投资者在投资交易的过程中，无论是对个股，或是对整个市场，有着十分强烈的交流讨论需求。2006年时值牛市即将来临，公司的互联网财经互动社区应运而生，产品形式分为股吧和东方博客。**股吧**类似于贴吧，供投资者发帖交流信息，按照A股、B股、H股分成各个子社区，每一只股票又有自身单独的“贴吧”，是公司粘性最高的互联网财经互动社区。**东方博客**是以博客的形式运营的互动社区，按作者分为各个专区，为投资者提供分享投资经验的平台。

**社交为何粘性强？**以股吧为例，投资者可在自己关注的股票对应的股吧中，与同样关注该股票的用户交流。因为互联网社交的属性，投资者大多可以“不负责任”地畅所欲言，与“吧友”共享来自市场上各式各样的观点。同时，股吧发言方式较为随意，因此较传统财经媒体更具有即时性，用户常常将股吧作为获取突发情况信息的渠道，因此出现了“股价异动查股吧”的做法。

### 1.2.2、天天基金网，与公募基金共同成长

天天基金顺应公募基金发展而生。2007年，时值A股大牛市期间，我国公募基金市场发展火爆，公募基金管理资产在2007年达到3.08万亿元，规模达到2006年的近6倍。牛市的到来使得公募基金市场出现大爆发，公募基金成为投资者重要的投资工具。天天基金网诞生与公募基金的爆发前夜，与东方财富网门户网站相似，天天基金网是针对基金的财经信息门户网站。

图8： 2005-2010年我国公募基金管理资产规模（亿元）



资料来源：Choice，新时代证券研究所

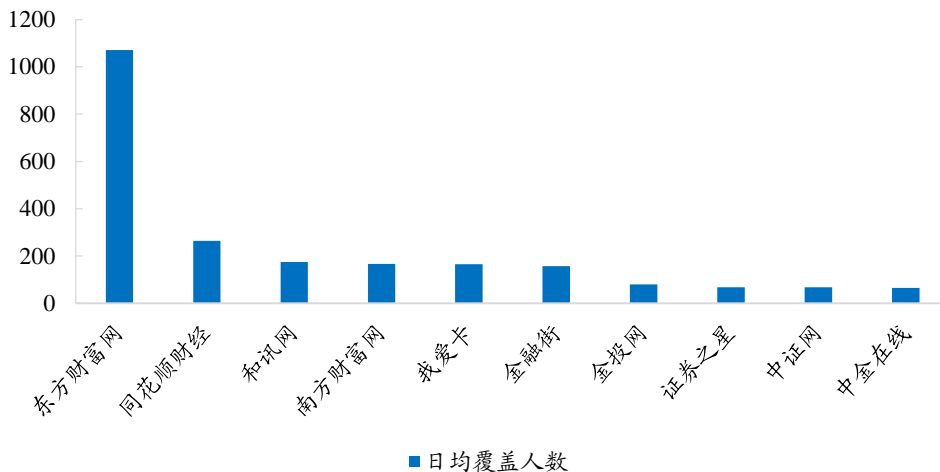
**核心能力是盘中估值和社文化。**天天基金的核心竞争力体现在独有的盘中估值法和以社交为导向的天天基金吧。基金净值一般在交易日晚上20时之后公布，然而作为个人投资者，急切的想在盘后或者盘中得到当日基金净值变动的第一手信息。公司首创盘中估值法，根据基金的重仓个股和换手情况等信息，对基金净值进行实时估值。同样的，天天基金吧也同股吧一样，为基金投资者创造了一个互相交流投资心得，讨论基金经理水平等问题的平台。上述两项杀手级功能助力天天基金成为我国流量最大的基金门户网站。

### 1.2.3、引流任务基本完成，两大门户已成为各自领域的冠军

自此，通过社交属性和强大的功能以及优良的用户体验，东方财富网和天天基金网收获了大批的忠实用户，直到现在仍是排名第一的综合财经门户网站和基金门户网站。



图9: 我国垂直财经门户网站流量 (2017-06)



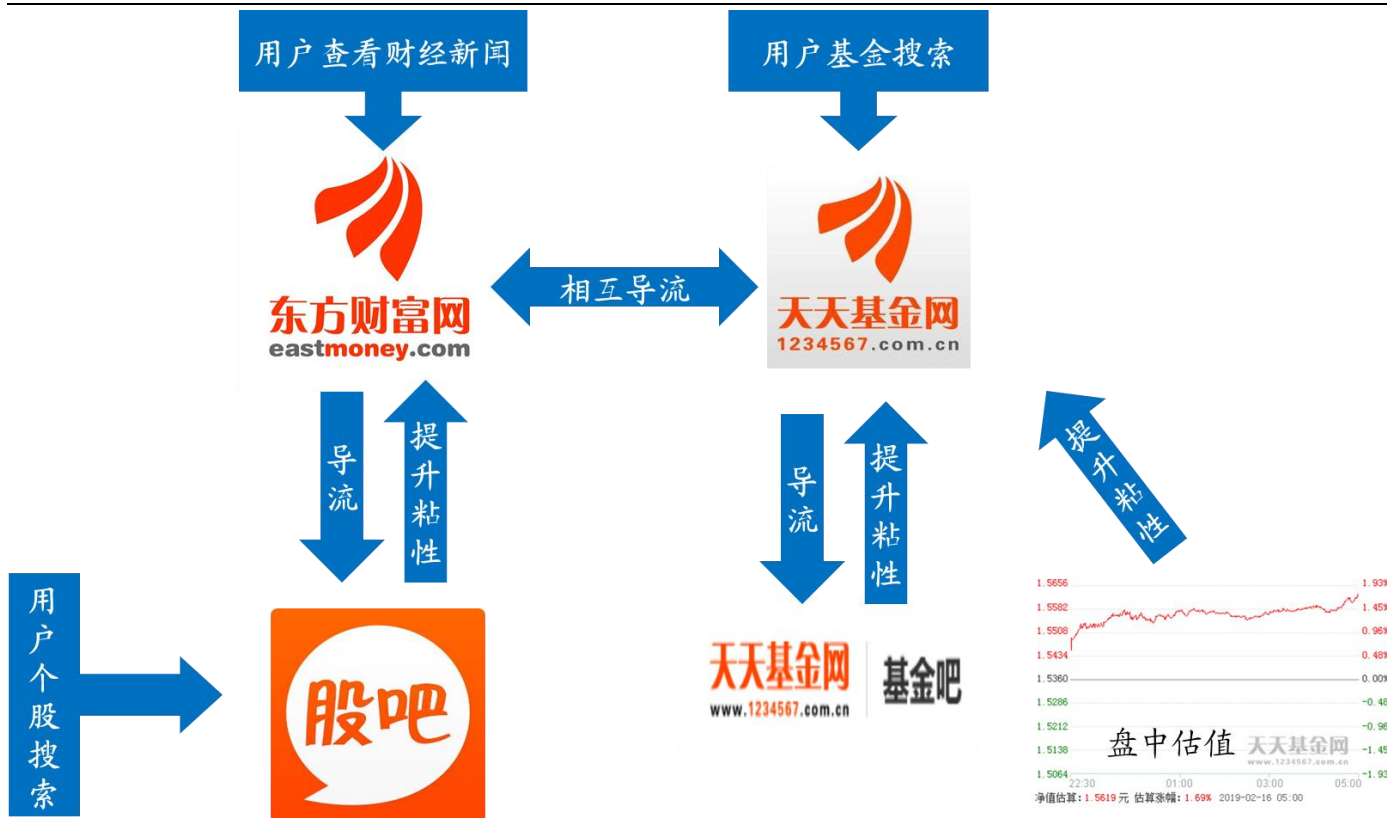
资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

表1: 我国主流基金门户网站 Alexa 全球排名

基金门户网站	Alexa 全球网站排名 (2019-03-07)
天天基金网	33689
好买基金网	701188
中国基金网	780775
基金买卖网	1634096

资料来源: Alexa, 新时代证券研究所

图10: 财经门户网站时期公司发展逻辑总结



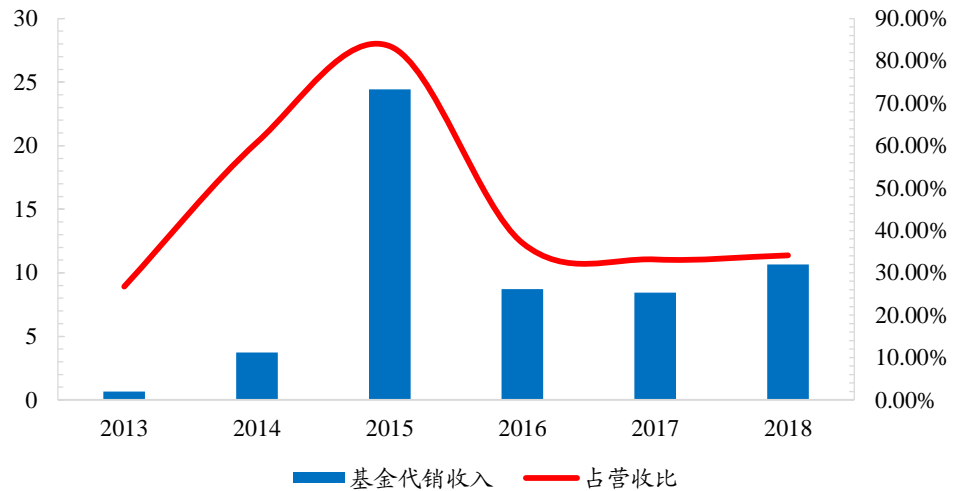
资料来源: 东方财富网, 天天基金网, 新时代证券研究所

### 1.3、券商+基金代销的变现阶段，流量优势得到充分展现

#### 1.3.1、天天基金网获取牌照后迅速转战基金代销

获取基金代销牌照，基金代销收入快速增长。公司于2012年获得第三方基金代销牌照，从此天天基金开启了流量变现之路。2013年起，公司电子金融商务服务收入开始快速增长，成为公司收入中最重要的一大支柱。公司基金代销收入由2013年的0.66亿元，迅速提升至2015年的24.42亿元。

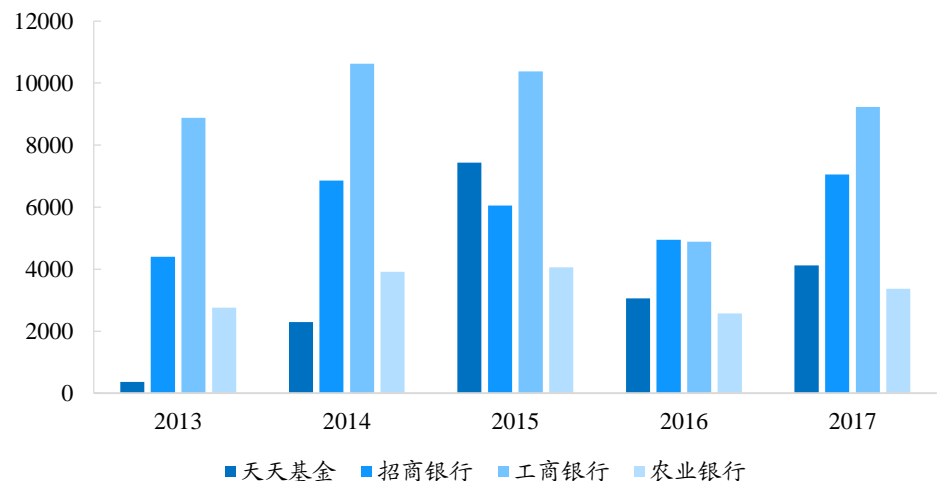
图11：近年来公司基金代销收入及占营收比例（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**打破传统销售渠道封锁，网络代销平台显示出高弹性。**传统基金代销渠道由线下网点较多的银行所垄断，公司靠折扣手续费，成功打破这一局面。我们分别选取规模最大的银行工商银行、网点最多的国有银行农业银行以及最大的股份制商业银行招商银行的基金代销规模与公司规模对比。受2015年牛市行情推动，公司代销基金规模快速成长，跻身于基金代销第一梯队。因线上获客的边际成本低于线下，而线下因为面对面的服务，粘性高于线上。当资本市场行情进入牛市时，网络代销平台规模及收入增长弹性较大。

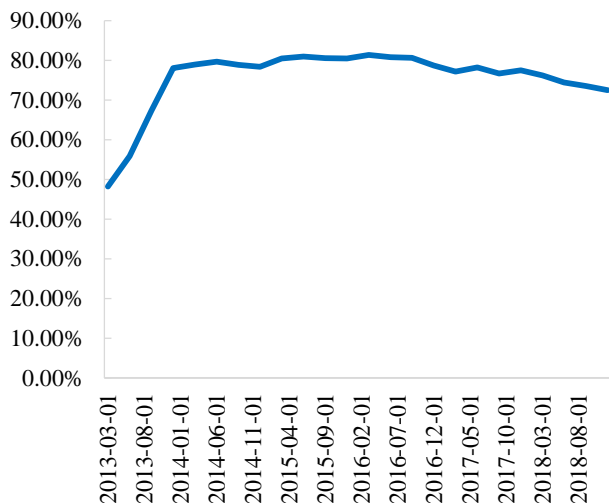
图12：传统基金代销渠道与公司代销规模对比（亿元）



资料来源：Choice，新时代证券研究所

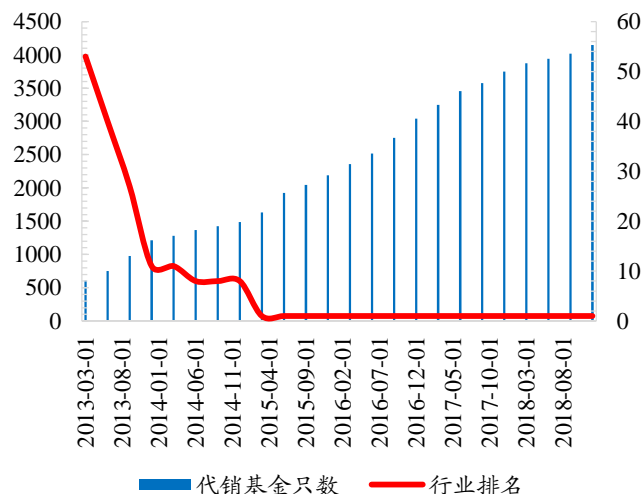
代理的基金产品数量快速增长，在同类平台中地位领先。在获得基金代销牌照后，天天基金平台上的代销产品覆盖率在一年内由 48.21% 提升至 78.39%。若排除 2015 年行情的干扰因素，从代销基金只数来分析。从获得基金代销牌照至今，天天基金的网销基金数量处于快速增长中，排名也在不断提升，直至目前稳坐头把交椅。

图13: 天天基金平台代销基金数量占比



资料来源: Choice, 基金业协会, 新时代证券研究所

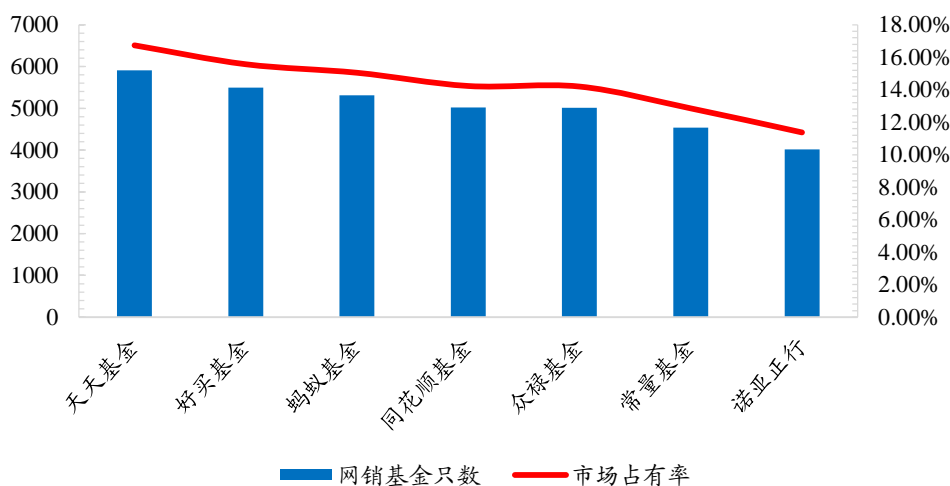
图14: 天天基金销网销基金只数及排名



资料来源: Choice, 新时代证券研究所

截止 2019 年 3 月 7 日，天天基金网销基金数量达到 5821 只（包含前后端）。同期竞争对手的代销基金数量皆小于公司。

图15: 主流网络基金三方销售平台销售基金只数与市占率



资料来源: Choice, 新时代证券研究所

费用率随巨头入局而走低，但未来下降空间不大。2016 年随着阿里巴巴旗下蚂蚁基金进入基金代销市场，公司靠低佣金引流策略被对手复制。阿里背靠支付宝强大的流量，迅速占据市场，公司线上基金代销的垄断地位被打破。公司基金代

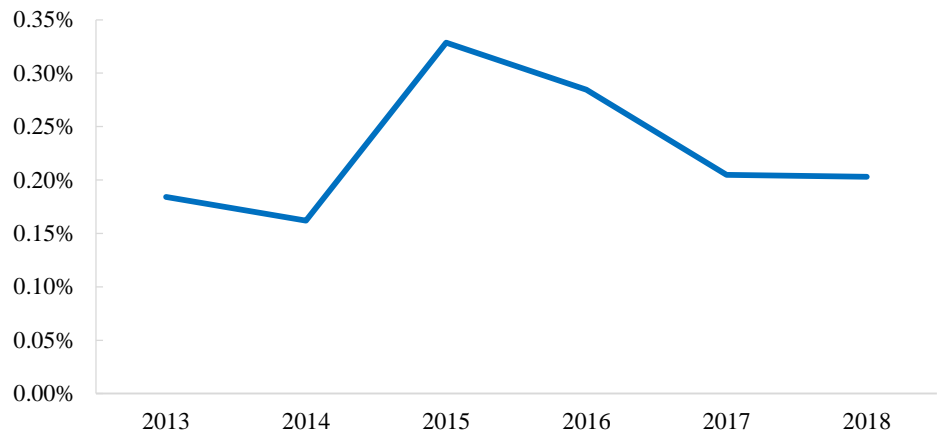
销平均费用率,由于互联网巨头的入局,由2015年的0.33%下降至2018年的0.2%。但介于目前格局基本已经确立,2018年基金代销平均费用率已企稳,未来费用率持续下降的概率不大。

**表2: 巨头入局降低基金代销手续费率**

标题	基准费率			2016年之前	2016年之后
	股票型	债券型	货币型		
申购费	1.5%	0.5%	0%	4折起	1折起
赎回费	0.5%	0.3%	0%	浮动费率	浮动费率
管理费	1.5%	0.6%	0.33%	基准费率	基准费率

资料来源: 天天基金, 新时代证券研究所

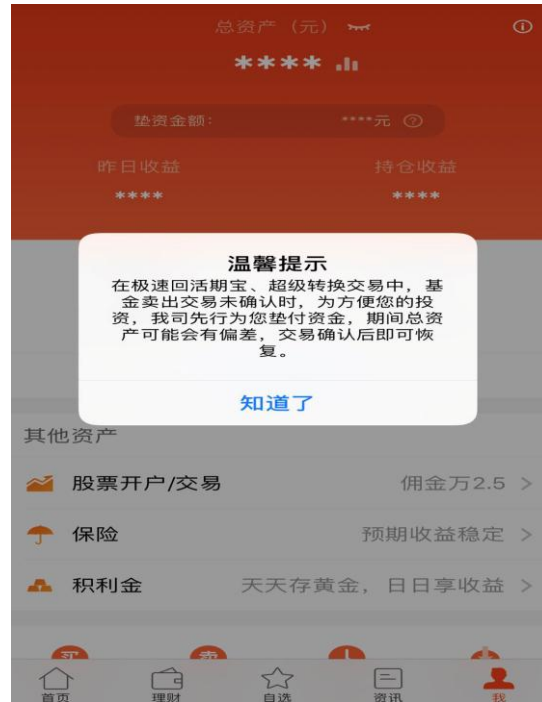
**图16: 公司近年来基金代销平均费用率**



资料来源: Choice, 新时代证券研究所 注: 费用率计算公式: 基金代销规模/基金代销收入

**极速赎回、超级转换、活期宝提前垫资, 方便高换手客户。**上述功能是公司天天基金交易平台特有功能: **极速赎回**客户资金 T+1 返回活期宝, 按客户选择买入指定货币基金; **超级转换**支持自动赎回并买入另一只基金。在赎回和转换件的操作之所以快于传统渠道, 是因为公司提前为投资者颠覆活期宝资金, 方便客户的下一步投资。公司利用一部分资金先行垫付的方式, 大大减少了交易时间, 提高了交易频率, 极大程度上吸引了喜欢在不同基金之间来回转换的投资者。

图17: 活期宝基金转换提前垫资

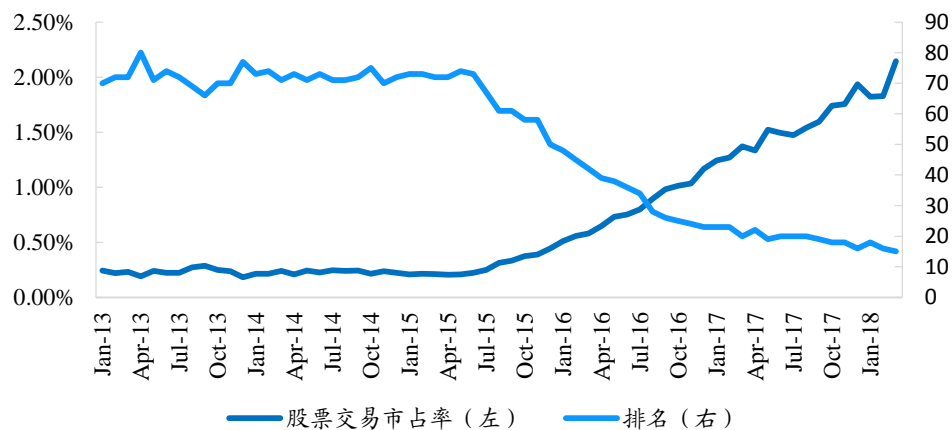


资料来源：天天基金 App，新时代证券研究所

### 1.3.2、收购证券牌照发展证券业务

导流效果明显，股票交易市占率快速提升。公司于2015年收购原西藏通信证券，更名为西藏东方财富证券，随即成为证券行业的一匹黑马。自更名起，东方财富证券股票交易市占率迅速提升。

图18: 近年来东方财富证券（西藏同信证券）股票交易市场份额与排名



资料来源：Choice，新时代证券研究所

东方财富证券市占率的不断提升的原因有以下三点：

- 1、前提条件：财经门户网站积累的海量用户。**公司依靠门户网站积累多年的流量，向东方财富证券导流。作为财经类的门户网站，其受众定位精准，成为券商重要的线上流量入口，母公司与证券子公司协同效应得到充分的

释放。

- 2、**催化剂：一人多户，远程开户。**2015年4月13日一人一户的限制政策被取消，投资者可以在多个券商开设至多20个账户。虽然政策又在一年多之后的2016年6月9日有所收紧，但单个投资人还是可以在最多三个券商开立沪深两市的股东账户，大幅降低了客户原有的迁移成本。另外，公司在合规的条件，采用远程视频开户技术，巧妙的避免了公司线下营业部数量不足的短板，简化了投资人的开户流程。

图19： 公司手机开户界面



资料来源：东方财富证券官网，新时代证券研究所

- 3、**附加服务：新客开户送好礼。**万2.5佣金仅仅是公司提供的其中一种类型的附加服务。投资者在东方财富证券开户还附赠手机Level-2行情、短线雷达、VIP财富内参、核心内参、DK操盘密码等服务。相较于在其他券商需要额外花钱购买，东方财富证券在佣金缺乏下行空间时用免费提供的附加服务形成与传统券商的差异化竞争。

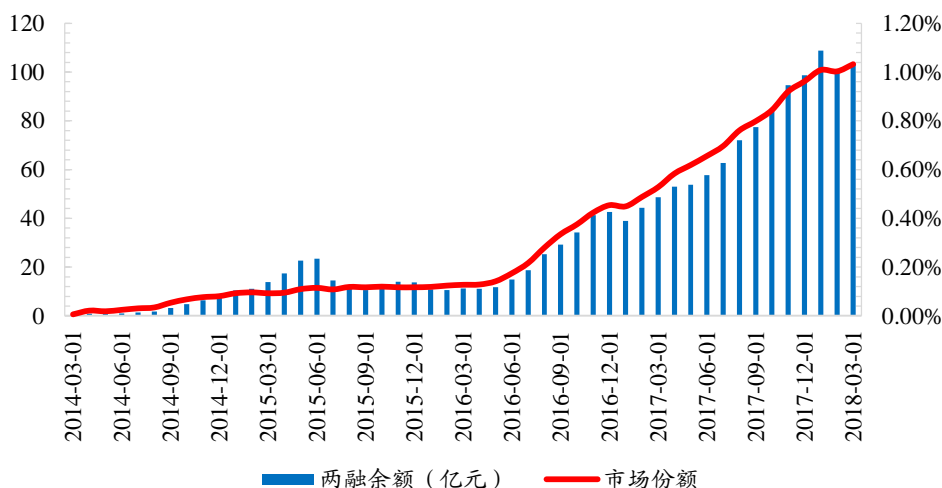
图20： 东方财富证券开户赠送的附加服务



资料来源：东方财富证券官网，新时代证券研究所

**融资融券业务快速发展，利息净收入迅速提升。**出于合规因素，公司融资融券规模受到净资产限制。公司先后对东方财富证券进行多次增资，根据东方财富证券披露的2018年未经审计的年度报告显示，截止2018年12月31日，东方财富证券净资产为69.97亿元，相较收购初期的西藏同信证券2015年期末净资产15.20亿元增长了四倍有余。充足的净资产为公司开展融资融券业务扫清障碍。公司融资年化利率低至6.99%，在低融资成本的刺激下，公司融资融券规模也不断扩大，市占率也在不断提升。

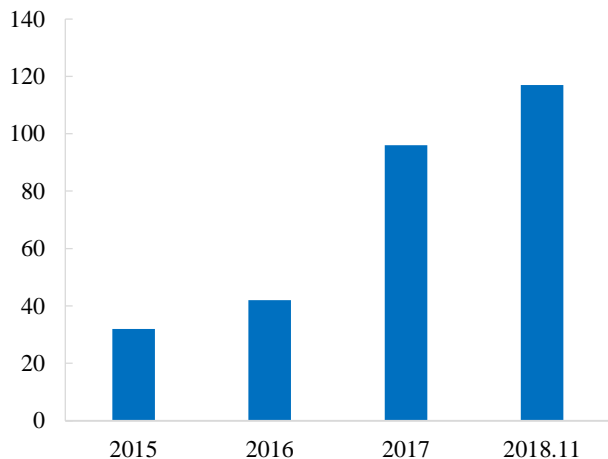
图21: 公司融资融券规模及市占率



资料来源: Choice, 新时代证券研究所

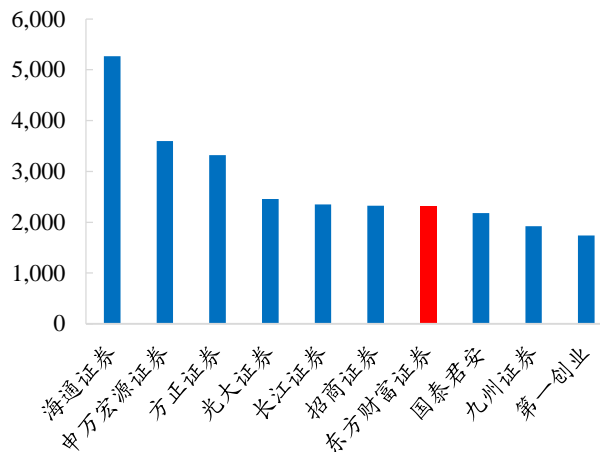
**线下扩张迅速，营业部和经纪人数量大幅增长。**出于合规要求，投资者开立创业板账户或融资融券账户需要临柜办理，若没有线下网点的配合，会对投资者造成诸多不便。公司在大力发展线上业务的同时也不忘开展线下业务，截止2018年11月，公司在全国已开设117家营业部，较2015年末大幅增长。公司营业部大多为非临街的C类营业部，明确了辅助投资者办理线下业务的定位，又兼具线下流量入口的性质。随着网点的大范围铺设，公司经纪人数量也在持续增多，截止2019年3月7日，东方财富证券共计拥有2307名经纪人，在所有券商中排名第七。

图22: 东方财富证券历年营业部数量



资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

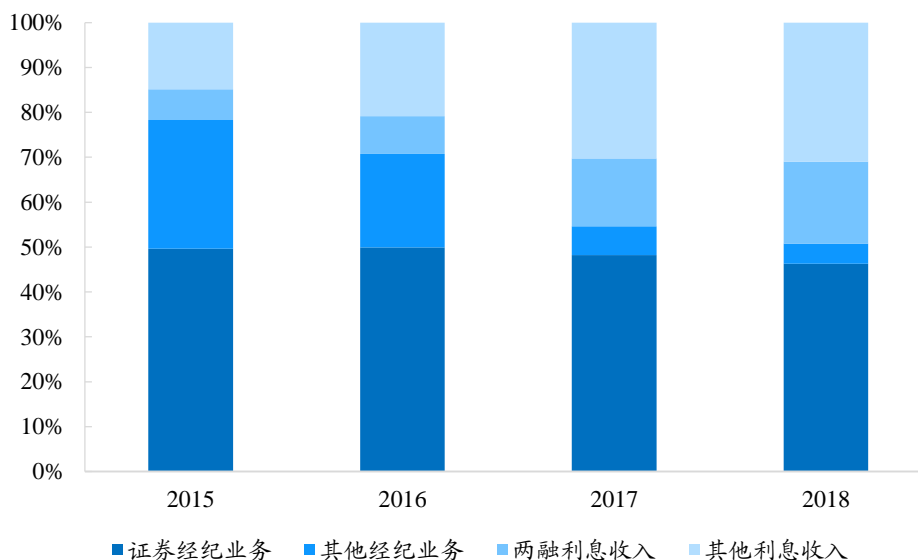
图23: 东方财富证券经纪人数量名列前茅



资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

证券业务以为投资者提供交易服务为主，好钢用在刀刃上。从东方财富证券的收入结构上来看，还是以代理证券买卖业务产生的佣金收入与融资融券业务产生的利息收入为主，其他业务的比重和实际收入都在逐渐减小。作为金融服务布局的一部分，公司明确证券公司交易服务定位，将有限的资源投入到与公司战略协同效应最高的业务上来。

**图24： 公司证券业务收入结构**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

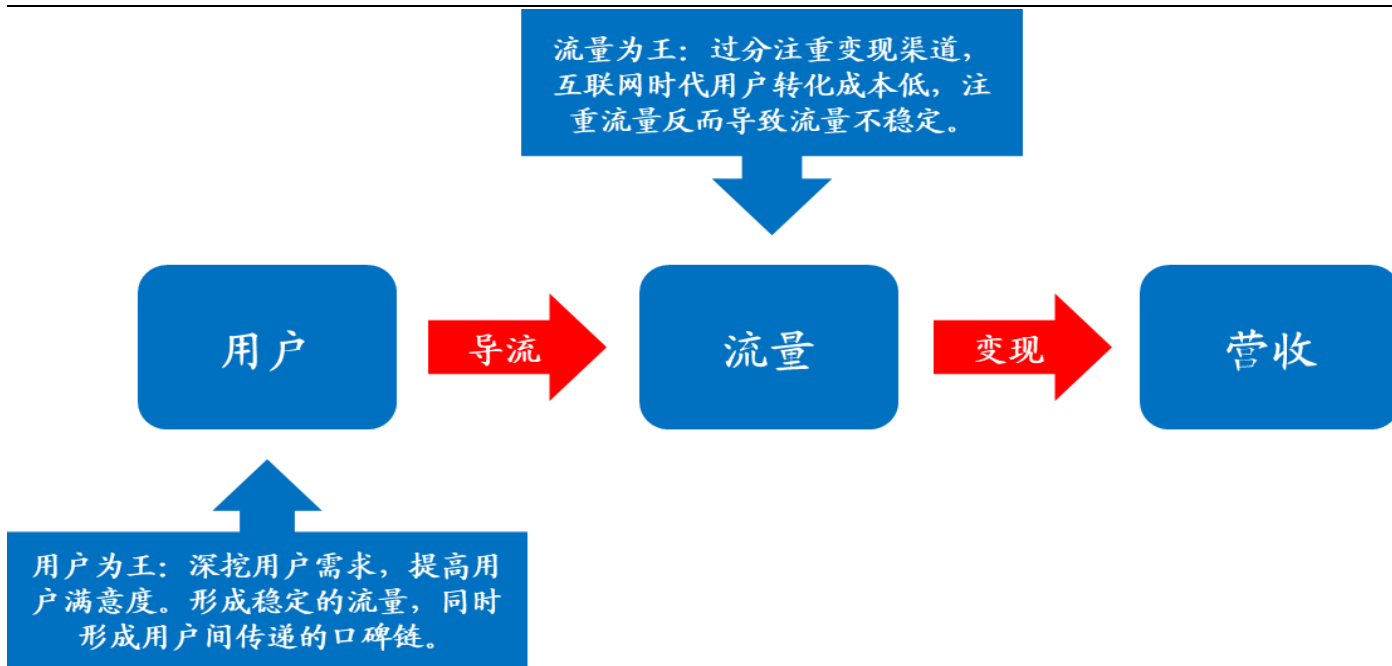
## 2、用户为王，牌照为盾，研发为矛，协同效应为核心

### 2.1、“用户为王”的理念是公司发展壮大关键

“用户为王”理念在各时期得到贯彻。在公司的成长历程中，无论是财经门户网站网站的导流时期，还是券商+基金代销的流量表现时期，始终贯彻落实“用户为王”的理念。成长初期，公司站在用户的角度出发，发现了投资者在线交流的需求，利用社交改变了传统财经门户网站新闻媒体的性质，增强了用户粘性，在获客后能有效减少客户流失。在变现时代，公司同样站在投资者的角度，以满足投资者多样化投资需求为出发点，为投资者提供方便快捷的一站式互联网金融服务，降低投资者的交易成本，为投资者提供及时的咨询服务与交流平台。在强大的导流能力基础上，“用户为王”的理念有助于将现有流量稳定住。



图25： 只有用户为王才能稳定流量

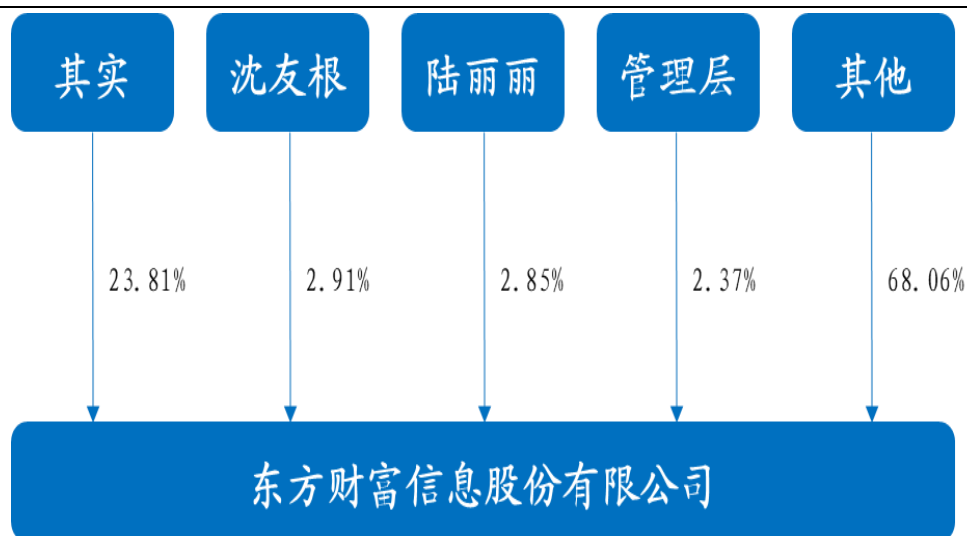


资料来源：新时代证券研究所

**基因来源于创始人。**公司“用户为王”理念的形成，很大程度上源于公司的创始人、董事长其实。董事长 1998 年成为中国首批证券分析师，彼时中国证券市场的主导力量还是散户，董事长凭借二十余年的证券研究经验和对散户行为的充分理解，结合互联网思维，为公司注入“用户为王”的基因。

**上市以来股权结构集中，董事长拥有高度决策权。**公司股权结构相对集中，董事长其实在公司有高度决策权。上市以来，也从未减持过公司股份，充分体现出对公司的长期发展信心。互联网的其中一个特性就是变化速度极快，为了适应新的市场环境，公司审时度势做出了多次的战略转型，目前来看转型较为成功，说明领导层较强的决策能力。

图26： 公司证券业务收入结构

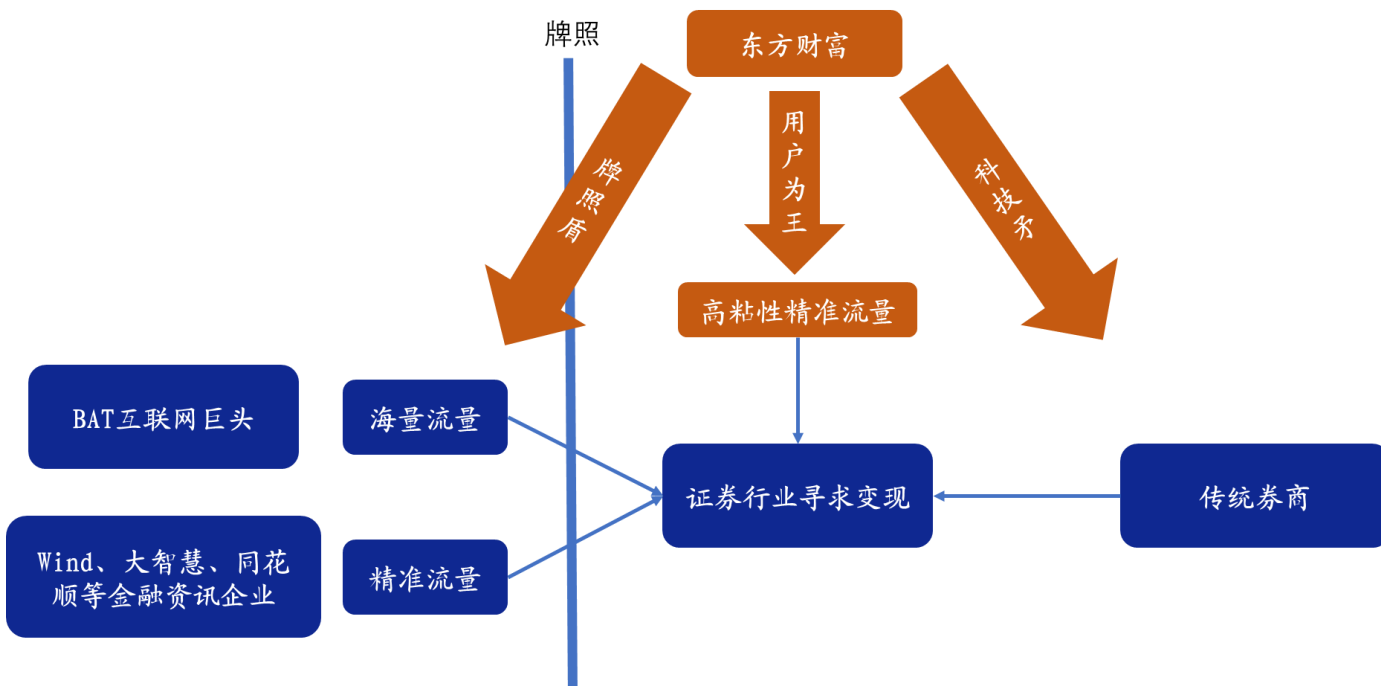


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司具备强大执行力。我们发现，每次新的业务引进后，其营收占公司营业总收入的份额快速提升，成为当年营收增速的引爆点，2013年公司转型基金代销后基金代销收入即占到当年公司营业总收入的26.75%，2015年底收购通信证券后，公司第二年的营业收入中48.85%是由证券业务贡献，印证公司强大执行力和业务整合速度。

## 2.2、对潜在竞争对手有牌照优势，对存量竞争对手有研发优势

图27： 公司竞争力示意图



资料来源：新时代证券研究所

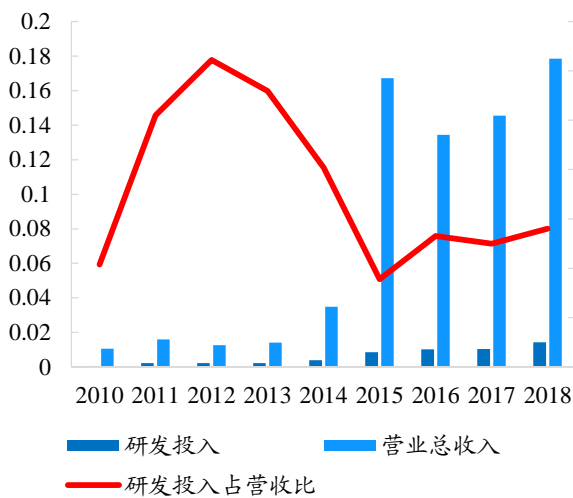
证券、基金代销牌照是确保流量变现的关键。2012年2月23日，公司全资子公司上海东方财富投资顾问有限公司的证券投资基金销售业务资格获得证监会核准，并更名为上海天天基金销售有限公司。公司基金代销牌照正式获批，基金代销业务成为公司走上平台流量变现的第一步。为了进一步拓宽公司金融服务的领域，公司于2015年初向宇通客车和西藏投资购买西藏同信证券100%股权，该预案于2015年9月30日获证监会通过。自此公司获得了证券牌照，开启了基于证券业务流量变现之路。

进入证券行业的前提是获得证券牌照，目前牌照主要掌握在传统券商手中。证券行业玩家可分为三类，传统券商、互联网巨头、金融资讯企业。以BAT为代表的互联网巨头和以同花顺、大智慧为代表的金融资讯企业，都希望通过自身积累的流量，在证券行业得到变现。然而2015年场外配资事件导致监管对金融在互联网领域的开放态度骤然收紧。阿里巴巴拟成立的云峰证券，以及收购德邦证券事项，截止目前仍未获得证监会批准。大智慧收购湘财证券也意外折戟。公司率先在政策收紧前获得证券业务牌照，将潜在的竞争对手挡在门外。

公司目前唯一一家获得证券牌照的非传统券商。相较于传统券商，公司具有强大的互联网属性和流量平台变现能力。为满足投资者不断更新的需求，公司需要适时在平台上线新的功能，这要求强大的研发能力支撑。公司从上市以来一直保持

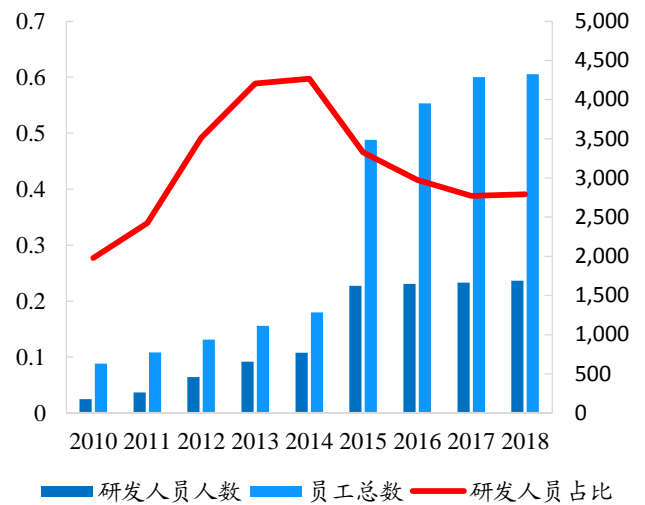
高额的研发投入，研发投入占营收比以及研发人员占员工总数比持续保持在高位。

图28: 公司历年来研发投入及占比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

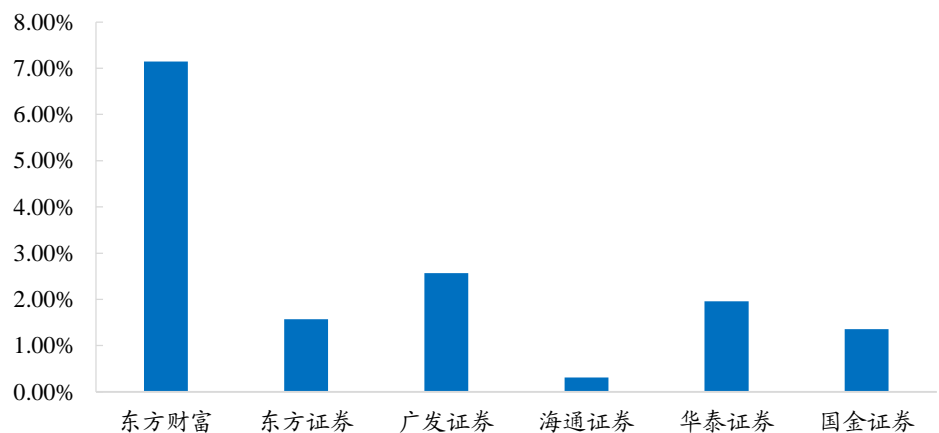
图29: 公司历年来研发人员人数及占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

横向对比传统券商，公司研发投入占比也处于领先地位。根据各家公司2017年年报数据，公司的研发投入占营业总收入的比重达到7.15%，远高于传统券商。高额的研发投入确保公司强大的研发能力，为公司“用户为王”的战略思想提供坚实保障。

图30: 2017年公司研发投入占比与传统券商对比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 2.3、相互导流，流量复用，充分盘活各业务线存量客户

三大流量入口互相导流。公司的门户网站、天天基金、证券公司各自有单独的获客渠道，公司将这些渠道进行整合，强化东方财富的品牌，在三个品台之间互相投放广告，开放入口，形成相互引流的局面。

图31: 东方财富网上的东方财富证券导流广告



资料来源: 东方财富网, 新时代证券研究所

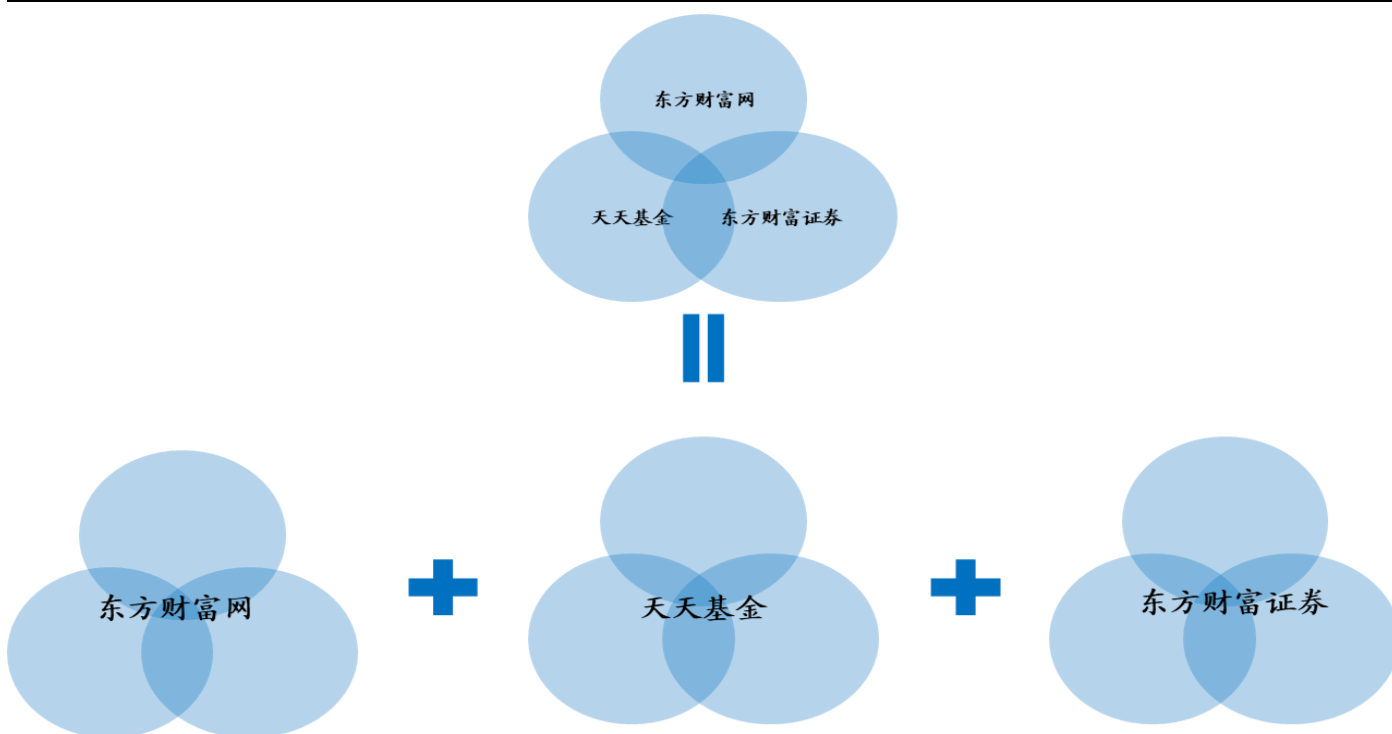
图32: 东方财富网上的天天基金导流广告



资料来源: 东方财富网, 新时代证券研究所

流量复用, 公司存量客户被充分盘活。通过平台之间相互作为各自的流量入口, 公司单个平台中的客户会被转移为另一个平台的潜在客户, 多个平台共同满足投资者包含资讯、交易、理财等一站式金融投资需求, 充分盘活各个平台的存量客户。

图33: 平台间互相导流, 充分盘活存量客户



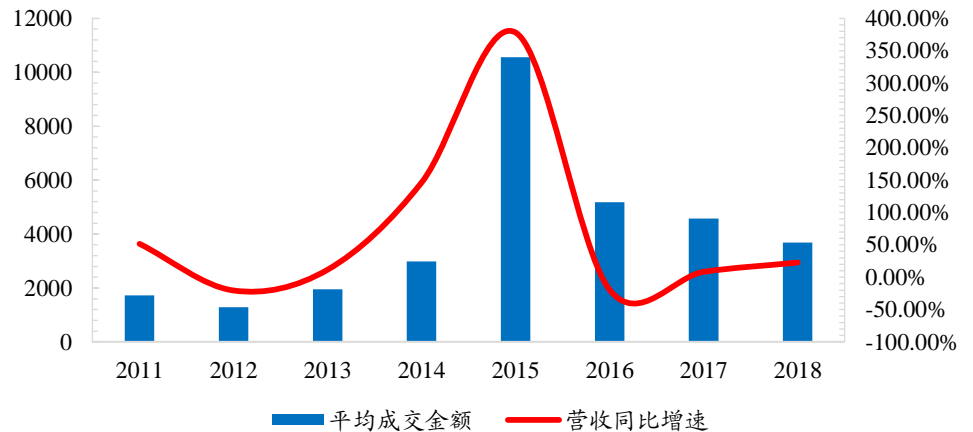
资料来源: 新时代证券研究所

### 3、“用户”变“客户”，开启财富管理新篇章

公司成功转型带来高业绩弹性, 但难逃“靠天吃饭”命运。公司在获得基金代销牌照和证券牌照引进新业务后, 收入结构立即发生改变, 依托流量变现的业务成为收入的主要增长点。然而基金代销业务和证券业务体量与资本市场景气度高度相

关，因此公司的收入波动较大。

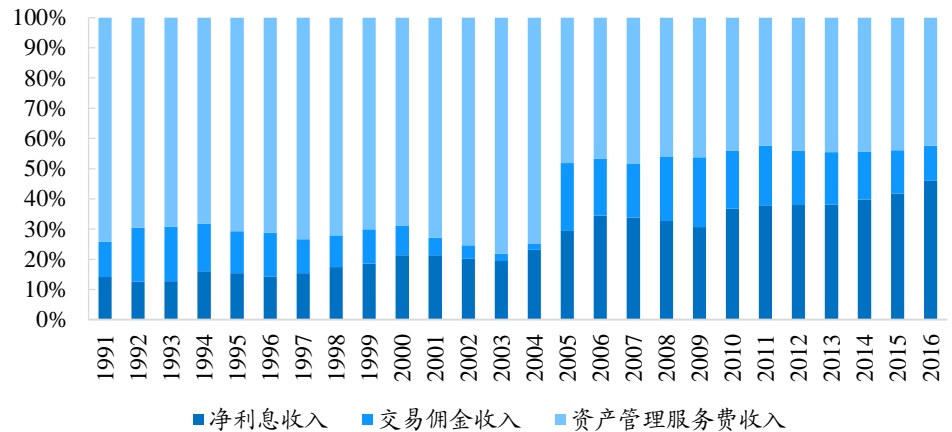
**图34： 公司营业收入增速和市场成交量对比**



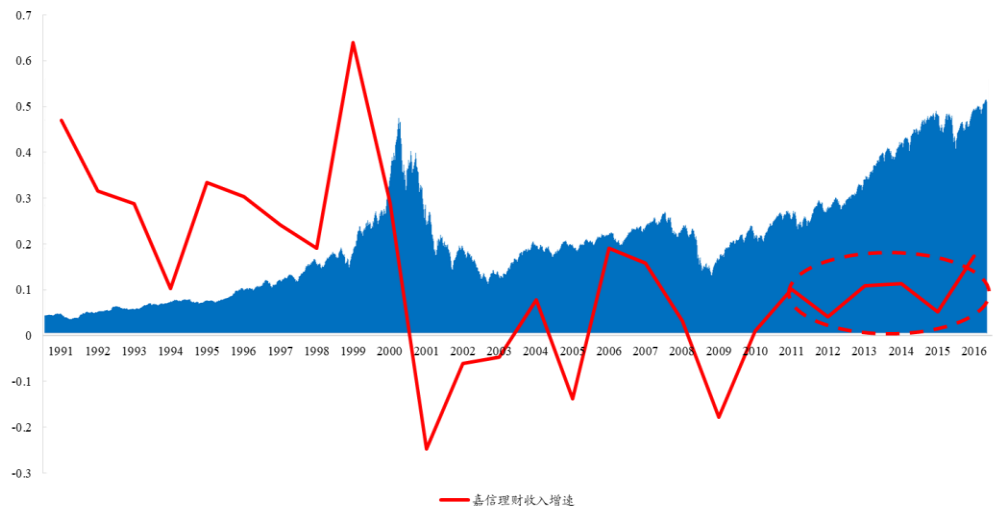
资料来源：Choice，新时代证券研究所

**对标嘉信理财，存量驱动提升业绩确定性。**嘉信理财为美国金融服务市场领导者，其发展路径由折扣经纪商到互联网券商，最后成为一站式综合金融服务平台。嘉信理财的营业收入结构随着公司的转型而变动，其中由存量 AUM 驱动的净利息收入和资产管理服务费收入逐渐成为公司收入主要来源。上述两项业务的波动性远远小于以增量交易量驱动的证券经济业务，其收入的确定性大大提高，嘉信理财通过成功转型在一定程度上摆脱了“靠天吃饭”的命运。

**图35： 佳信理财历年营收拆分**



资料来源：嘉信理财年报，新时代证券研究所

**图36: 嘉信理财收入增速与 NASDAQ 走势对比**

资料来源：嘉信理财年报，Wind，新时代证券研究所

**积极布局，打造财富管理大平台，让“流量不再流”。**公司依托的东方财富网和天天基金网优质流量，以证券交易和基金代销为工具实现变现，成为公司的产品的“用户”，其服务在性质上仍然属于“工具”类业务。然而在证券市场活跃度低迷时，投资者的风险偏好降低，公司的“用户”对证券类投资的需求下降，对公司收入端产生较大冲击。公司依托现有资源，进行积极而广泛的互联网金融布局。截止目前，公司已取得基金代销牌照、内地和香港证券牌照、公募基金牌照、私募基金牌照、期货经纪牌照、企业征信牌照、第三方支付牌照、小贷牌照等一系列泛金融领域牌照。公司对金融领域的全面布局，将简单的资讯、交易业务，拓展为集资讯、证券投资、基金投资、理财等功能为一体的一站式互联网财富管理大平台。公司将以多元的功能满足各层次的投资者需求，有望实现将现有平台“用户”，转化为公司存量“客户”，在一定程度上降低收入相对于市场牛熊周期的波动性。

**表3: 公司在金融领域的牌照布局**

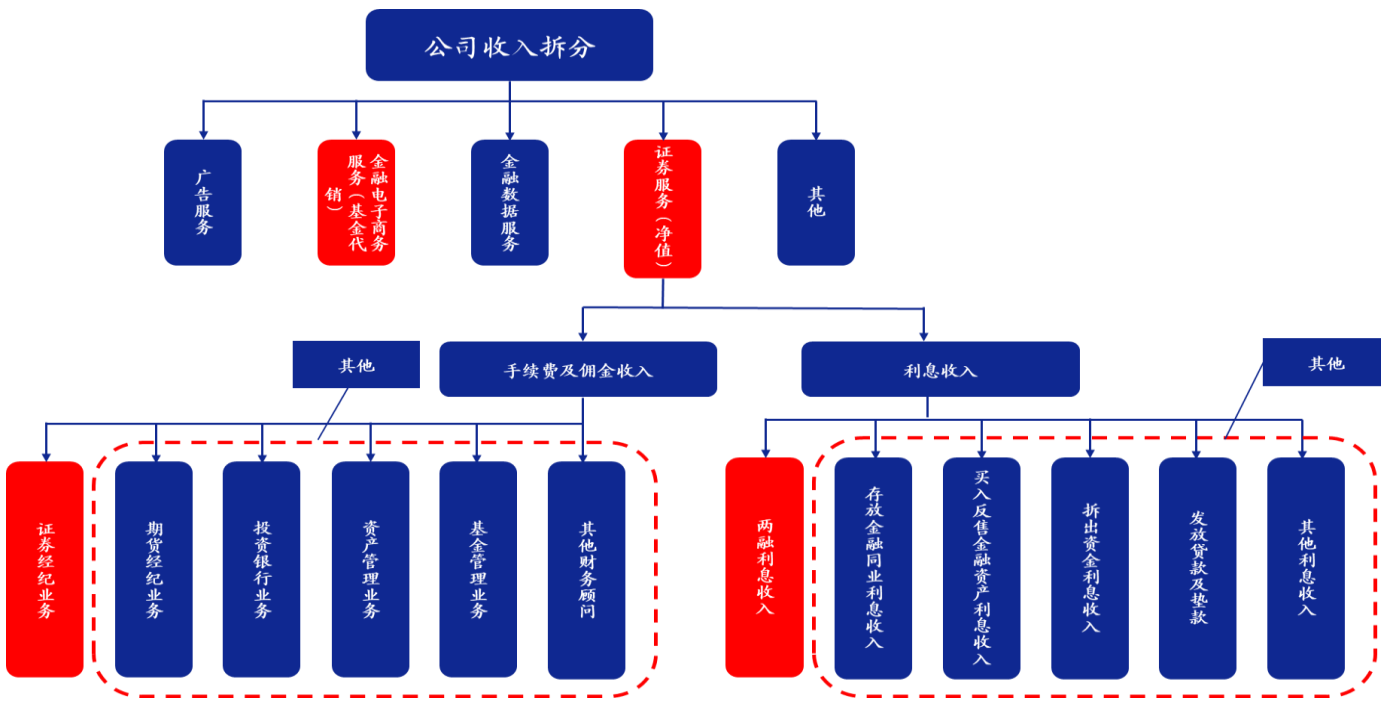
取得牌照	实施主体
基金代销	上海天天基金销售有限公司
内地证券	西藏东方财富证券股份有限公司
香港证券	东方财富国际证券有限责任公司
公募基金	西藏东财基金管理有限公司
私募基金	西藏东方财富投资管理有限公司
期货经纪	上海东方财富期货有限公司
企业征信	东方财富征信有限公司
第三方支付	宝付网络科技(上海)有限公司
小额贷款	上海徐汇东方财富小额贷款有限公司

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 4、 证券业务和基金代销业务收入测算

公司业务可分为广告服务、基金代销、金融数据、证券业务和其他五大类，其中，证券业务收入以净收入的形式计入公司损益表。证券业务中的证券经纪业务和两融利息收入，与基金代销业务共同组成公司两大支柱流量变现业务，受资本市场景气度影响较大。我们分别测算证券业务和基金代销业务未来三年收入，以及相对于资本场景气度的弹性。

图37: 公司收入拆分示意图



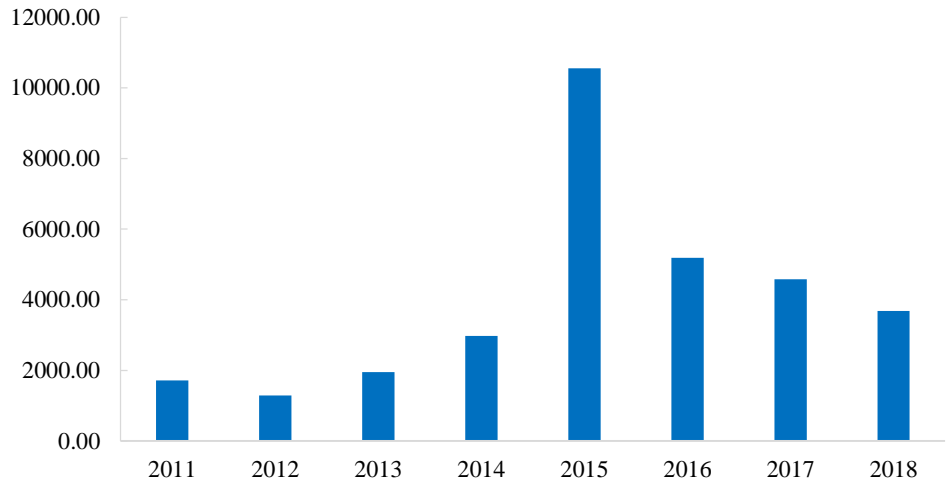
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

### 4.1、 证券业务收入测算

公司证券业务采用证券行业的财报模式，将手续费及佣金收入以及利息收入的净值计入损益表。我们将公司的证券业务拆解为手续费及佣金收入、利息收入两大类。手续费及佣金收入中的证券经纪业务收入与二级市场成交量高度相关，利息收入中的两融利息收入与市场两融存量高度相关。我们导出了2011年1月1日至2018年12月31日的沪深两市的日交易数据以及两融存量数据进行了如下的测算。

#### 4.1.1、 证券经纪业务收入测算

**收入测算逻辑：**公司证券经纪业务收入理论上=A股市场年度日均成交金额\*年度交易日数量\*2（买卖各收一次佣金）\*公司市场占有率\*平均佣金率。其中，每年的交易日数量为相对固定值，预计公司的佣金率也将稳定在万分之2.5，因此对结果影响较大的两个变量分别为**市场年度日均成交金额**以及**公司的市场占有率**。

**图38: 近年来市场年度日均成交金额**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**对未来三年证券经纪业务收入测算的关键假设:**

**(1) 交易量数据:** 因交易量指标的弹性较大, 样本中的日交易量最大值 29542.25 亿元, 最小值为 626.97 亿元, 平均数为 4011.61 亿元, 标准差为 3421.52 亿元。根据 2019 年前两个月交易量回暖的趋势, 我们假设 2019 年全年市场日均成交金额较 2018 年增长 40%, 2020 年和 2021 年因市场容量扩大以及交易活跃, 假设市场日均成交金额同比增长 15%、15%。即便保持入次增长, 也尚未超过样本日均成交金额+1 标准差, 处于合理范围。

**(2) 市占率数据:** 2018 年 3 月之后交易所不再公布各券商市占率后, 市占率只能通过券商公布的代理证券买卖收入与平均佣金率, 结合市场交易量进行推算, 东财的独特的核心竞争力有望确保公司的市占率稳步提升。我们假设 2019-2021 年公司估计交易市占率分别为 3.20%、3.50%、3.70%。

**(3) 平均佣金率:** 虽然公司广告宣传股票交易佣金率为万 2.5, 但单笔交易佣金不足 5 元仍按 5 元收取, 且各个客户之间可能存在佣金率差异。因此, 实际的佣金率要高于 0.025%, 我们假设 2018 年平均佣金率为 0.029%, 之后逐年递减并向 0.025% 趋近。

**表4: 公司证券经纪业务收入测算**

	2018A	2019E	2020E	2021E
日均成交金额 (亿元)	3686.83	5161.56	5935.79	6826.16
<b>YoY</b>	<b>-19.45%</b>	<b>40%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
年度交易日数量 (天)	243	244	245	244
<b>公司市场占有率</b>	<b>2.90%</b>	<b>3.20%</b>	<b>3.50%</b>	<b>3.70%</b>
平均佣金率	0.029%	0.028%	0.027%	0.026%
<b>证券经纪业务收入 (亿元)</b>	<b>14.97</b>	<b>22.57</b>	<b>27.49</b>	<b>32.05</b>
<b>YoY</b>	<b>23.31%</b>	<b>50.81%</b>	<b>21.79%</b>	<b>16.59%</b>

资料来源: 新时代证券研究所 注: 2018 年市占率由年报公布的证券经纪业务收入推算得来



证券经纪业务收入的弹性存在于市场交易量以及公司市占率两个关键指标。我们针对市场年度日均成交金额以及公司的市场占有率两个指标对公司证券经纪业务收入做了敏感性分析，因计算公式无非线性变化，因此计算结果无论对横纵轴指标都是线性的。

若 2019 年交易大幅回暖，公司证券经纪业务收入有望突破 30 亿元。2015 年资本市场波动剧烈，交易景气度高涨，市场日均交易量在 10000 亿元以上。根据敏感性分析结果，若公司 2019 年市占率能到 3.20% 的水平，市场日均交易量若突破 7000 亿元，公司证券经纪业务收入将突破 30.73 亿元，表现出极大的弹性。

**表5：公司 2019 年证券经纪业务收入敏感性分析**

	横轴：日均成交金额（亿元）				纵轴：公司经纪业务市占率				
	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	
2.00%	5.47	8.20	10.93	13.66	16.40	19.13	21.86	24.60	
2.20%	6.01	9.02	12.02	15.03	18.04	21.04	24.05	27.05	
2.40%	6.56	9.84	13.12	16.40	19.68	22.96	26.23	29.51	
2.60%	7.11	10.66	14.21	17.76	21.32	24.87	28.42	31.97	
2.80%	7.65	11.48	15.30	19.13	22.96	26.78	30.61	34.43	
3.00%	8.20	12.30	16.40	20.50	24.60	28.69	32.79	36.89	
3.20%	8.74	13.12	17.49	21.86	26.23	30.61	34.98	39.35	
3.40%	9.29	13.94	18.58	23.23	27.87	32.52	37.17	41.81	
3.60%	9.84	14.76	19.68	24.60	29.51	34.43	39.35	44.27	
3.80%	10.38	15.58	20.77	25.96	31.15	36.35	41.54	46.73	
4.00%	10.93	16.40	21.86	27.33	32.79	38.26	43.72	49.19	

资料来源：新时代证券研究所

#### 4.1.2、两融业务利息收入测算

**两融业务利息收入测算逻辑：**公司两融业务收入理论上=融资融券存量\*公司市占率\*融资融券利率。其中，公司公布的融资融券利率为 6.99%，实际操作中的利率预计低于该水平，我们假设利率稳定在 6.25% 左右。因此对结果影响较大的两个变量分别为融资融券存量与公司市占率。

##### 对未来三年两融业务利息收入测算的关键假设：

**(1) 融资融券余额：**2011 年到 2018 年，全市场两融日均余额为 6253.18 亿元，最大值为 22730.35 亿元，最小值为 128.57 亿元，标准差为 4813.12 亿元。历史上两融余额存量与市场规模以及市场景气度都高度相关，因 2019 年景气度有望回升，我们假设 2019 年两融余额较 2018 年增长 20%，2020 年、2021 年因市场规模持续扩大，两融余额有望提升，假设年增长率为 10%。

**(2) 市占率数据：**公司依托庞大的平台流量引流，叠加低利率率，有望吸引更多的客户在东方财富证券开展融资融券业务。同时，线下营业部的大范围铺设也为融资融券业务的开展扫清障碍，我们假设 2019-2021 年公司市占率逐步提升。由于监管要求，公司两融业务投入的资金不得超过净资本的四倍，一般券商在操作时出于风险控制考虑一般会将这个数字控制在 2 倍以内。2018 年底公司近 70 亿元，基于谨慎原则，我们将公司投入的最大资金限额限制在 140 亿元，并以每年 10% 递

增。综上所述我们假设公司 2019-2021 年两融市占率分别为 1.30%、1.40%、1.40%。

**(3) 两融平均利率：**虽然公司广告宣传两融利率为 6.99%，但在实际操作中还有一定的下行空间，我们假设 2018 年的利率为 6.22%，今后三年将稳定在 6.25%。

**表6： 公司两融业务利息收入测算**

	2018A	2019E	2020E	2021E
融资融券余额（亿元）	9,131.02	10,957.23	12,052.95	13,258.25
<i>YoY</i>	<b>-2.49%</b>	<b>20.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
两融平均利率	6.22%	6.25%	6.25%	6.25%
<b>公司市占率</b>	<b>1.04%</b>	<b>1.30%</b>	<b>1.40%</b>	<b>1.40%</b>
两融业务收入（亿元）	5.91	8.90	10.55	11.60
<i>YoY</i>	55.05%	50.72%	18.46%	10.00%

资料来源：新时代证券研究所 注：2018 年市占率由年报公布的两融利息收入推算得来

**公司的弹性可能受制于公司净资本，未来增资是确保两融增长的关键。**2011 年到 2018 年，全市场两融日均余额为 6253.18 亿元，最大值为 22730.35 亿元，最小值为 128.57 亿元，标准差为 4813.12 亿元。近两年来，全市场的两融余额体量大体保持在 8000-9000 亿元。若市场融资融券存量持续攀升，公司市占率会受到净资本体量的限制。预计未来公司会动用资本市场的优势进行再融资，持续增资东方财富证券子公司，为融资融券业务提供充足的资金保证。

**表7： 公司 2019 年两融利息收入敏感性分析**

	横轴：融资融券余额（亿元）							
	纵轴：公司两融业务市占率							
	6000	7000	8000	9000	10000	11000	12000	13000
1.00%	3.75	4.38	5.00	5.63	6.25	6.88	7.50	8.13
1.10%	4.13	4.81	5.50	6.19	6.88	7.56	8.25	8.94
1.20%	4.50	5.25	6.00	6.75	7.50	8.25	9.00	9.75
1.30%	4.88	5.69	6.50	7.31	8.13	8.94	9.75	10.56
1.40%	5.25	6.13	7.00	7.88	8.75	9.63	10.50	11.38
1.50%	5.63	6.56	7.50	8.44	9.38	10.31	11.25	12.19
1.60%	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00
1.70%	6.38	7.44	8.50	9.56	10.63	11.69	12.75	13.81
1.80%	6.75	7.88	9.00	10.13	11.25	12.38	13.50	14.63
1.90%	7.13	8.31	9.50	10.69	11.88	13.06	14.25	15.44
2.00%	7.50	8.75	10.00	11.25	12.50	13.75	15.00	16.25

资料来源：新时代证券研究所 注：红色字体为公司净资本限制无法达到。

**其他业务测算：**体量较小，属于非敏感项，且非证券子公司战略发展之要点，预计未来收入将保持稳定小幅增长。

**表8: 证券业务整体净收入测算**

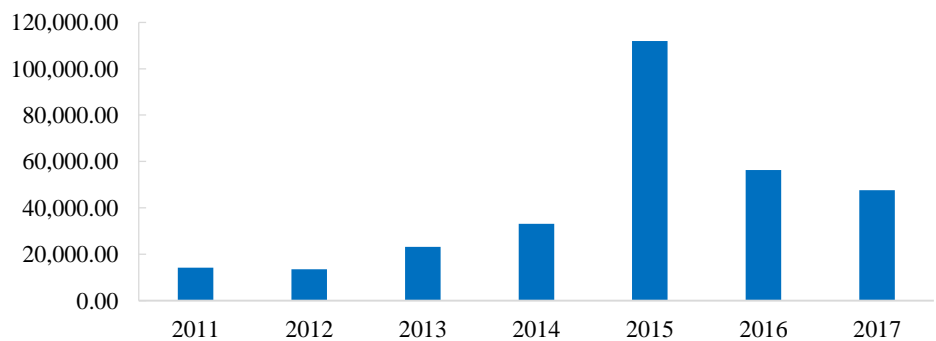
	2018A	2019E	2020E	2021E
证券经纪业务	14.97	22.57	27.49	32.05
YoY	23.31%	50.81%	21.79%	16.59%
其他手续费及佣金收入	1.46	1.53	1.61	1.69
YoY	-9.20%	5.00%	5.00%	5.00%
小计	16.43	24.10	29.10	33.74
YoY	19.51%	46.74%	20.72%	15.95%
手续费及佣金支出占比	27.24%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>手续费及佣金净收入</b>	<b>11.95</b>	<b>16.87</b>	<b>20.37</b>	<b>23.62</b>
YoY	17.35%	41.17%	20.72%	15.95%
两融利息收入	5.91	8.90	10.55	11.60
YoY	55.05%	50.72%	18.46%	10.00%
其他利息收入	4.12	4.45	4.80	5.19
YoY	7.85%	8.00%	8.00%	8.00%
小计	10.02	13.35	15.35	16.79
YoY	31.43%	33.18%	14.98%	9.37%
利息支出占比	38.33%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>利息净收入</b>	<b>6.18</b>	<b>8.01</b>	<b>9.21</b>	<b>10.07</b>
YoY	48.76%	29.56%	14.98%	9.37%
<b>证券业务收入合计</b>	<b>18.13</b>	<b>24.88</b>	<b>29.58</b>	<b>33.69</b>
YoY	26.45%	37.22%	18.87%	13.90%

资料来源: 新时代证券研究所

我们预测, 公司 2019、2020、2021 年证券业务收入分别为 24.88、29.58、33.69 亿元, 同比增长 37.522%、18.87%、13.90%。

## 4.2、基金代销业务收入测算

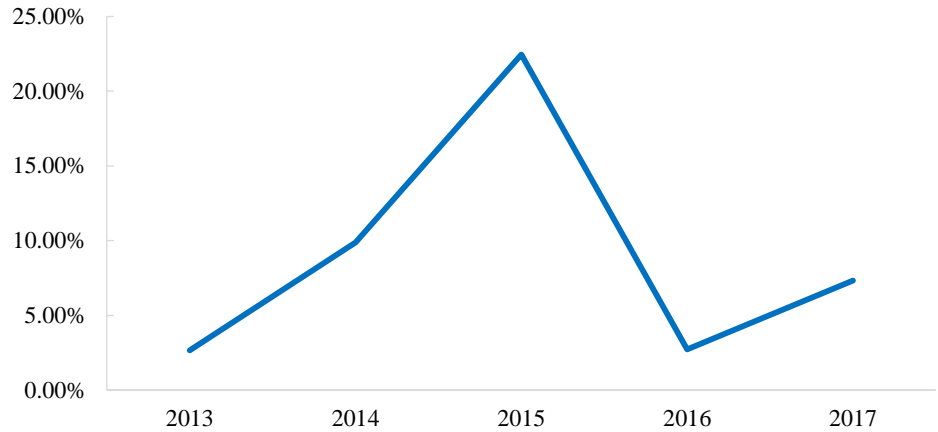
近年来基金申赎金额弹性巨大, 且与资本市场景气度密切相关。我们导出了 2011 年至 2018 年非货币型基金的申购份额、赎回份额, 并用期初期末单位净值的平均值近似代替当年平均单位净值, 算得 2010 年至 2017 年全市场非货币基金申购与赎回总金额。(货币基金不收取申购费和赎回费)。可以看出, 近年来基金申购赎回总金额弹性巨大, 最高值和最低值相差在 8 倍以上, 且申购赎回总金额与资本市场的活跃度密切相关。

**图39: 2011-2017 年全市场非货币基金申购与赎回总金额**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

天天基金市占率持续提升。自 2013 年取得基金代销牌照以来，天天基金的交易份额稳步提升，2017 年市场占有率已达 8.65%（包括线上和线下）。

**图 40: 2013-2017 年天天基金申购赎回交易总额市占率**



资料来源: Choice, 新时代证券研究所 注: 市占率=公司公布基金成交金额/图 40 推算所得成交总额

**基金代销业务测算逻辑:** 公司的基金代销业务主要的收入来源是收取投资者在申购或赎回基金时产生的申购费和赎回费。理论上基金代销业务收入=(年度申购总金额+年度赎回总金额)\*平均费率\*天天基金的市占率。

#### 对未来三年基金代销业务收入测算的关键假设:

(1) **申赎基金总额数据:** 申赎基金总额与资本市场波动率高度相关，2011 年到 2018 年，全市场申购赎回平均金额为 40718.30 亿元，最大值为 111973.99 亿元，最小值为 13539.79 亿元，标准差为 32509.90 亿元。因基金产品 2018 年年报尚未披露，无法获取 2018 年全年的基金申赎金额总额，因此 2018 年算中的申赎总额为估计值，因市场在 2018 年波动较大，预计申赎金额总额较 2017 年增长 30%。2019 年预计市场波动率将维持在较大水平，我们假设申赎金额总额增长 30%，2020 年和 2021 年随着市场的进一步扩容，申赎金额有望保持稳定增长，假设增长率为 15%。

(2) **市占率数据:** 虽然因巨头入局和线下基金代销在熊市中拥有较强粘性的原因，公司市占率在 2016 年严重下滑。但此数据在 2017 年市场格局稳定后逐渐企稳回升，我们假设 2019-2021 年公司市占率缓慢上升，分别为 9.00%、9.40%、9.80%。

(3) **代销费用数据:** 介于目前格局基本已经确立，2018 年基金代销平均费率已企稳，未来费率持续下降的概率不大。我们假设未来基金代销平均费率稳定在千分之二。

**表9： 公司基金代销业务收入测算**

	2018A	2019E	2020E	2021E
年中购赎回金额（亿元）	61,972.77 *	80,564.60	92,649.29	106,546.68
<i>YoY</i>	<b>30.00%</b>	<b>30.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
公司市场占有率	8.60%*	9.00%	9.40%	9.80%
平均费用率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
基金代销业务收入（亿元）	<b>10.66</b>	<b>14.50</b>	<b>17.42</b>	<b>20.88</b>
<i>YoY</i>	26.20%	36.05%	20.11%	19.89%

资料来源：新时代证券研究所，注：\*非实际值（2018年度数据暂未披露），市占率数据为推算

我们预测，公司 2019、2020、2021 年基金代销业务收入分别为 14.50、17.42、22.88 亿元，同比增长 36.05%、20.11%、19.89%。

公司基金代销业务收入的弹性存在于申购赎回规模以及公司市占率两个关键指标。我们针对上述两个指标对公司基金代销业务收入做了敏感性分析，因计算公式无非线性变化，因此计算结果无论对横纵轴指标都是线性的。若基金申赎规模回到 2015 年的水平，且天天基金市占率达到 9%，公司基金代销业务收入有望突破 18 亿元。

**表10： 公司基金代销业务收入敏感性分析**

	横轴：年度非货币基金申购赎回总额（亿元） 纵轴：天天基金市占率							
	40000	50000	60000	70000	80000	90000	100000	110000
8.50%	6.80	8.50	10.20	11.90	13.60	15.30	17.00	18.70
8.75%	7.00	8.75	10.50	12.25	14.00	15.75	17.50	19.25
9.00%	7.20	9.00	10.80	12.60	14.40	16.20	18.00	19.80
9.25%	7.40	9.25	11.10	12.95	14.80	16.65	18.50	20.35
9.50%	7.60	9.50	11.40	13.30	15.20	17.10	19.00	20.90
9.75%	7.80	9.75	11.70	13.65	15.60	17.55	19.50	21.45
10.00%	8.00	10.00	12.00	14.00	16.00	18.00	20.00	22.00
10.25%	8.20	10.25	12.30	14.35	16.40	18.45	20.50	22.55
10.50%	8.40	10.50	12.60	14.70	16.80	18.90	21.00	23.10
10.75%	8.60	10.75	12.90	15.05	17.20	19.35	21.50	23.65
11.00%	8.80	11.00	13.20	15.40	17.60	19.80	22.00	24.20

资料来源：新时代证券研究所

## 5、 盈利预测与投资建议

### 关键假设：

证券业务、基金代销业务的预测如第四节所示。

预计广告业务、金融数据服务业务保持稳定缓慢增长。

**表11: 盈利预测汇总**

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>广告服务(亿元)</b>	<b>0.71</b>	<b>0.75</b>	<b>0.78</b>	<b>0.82</b>
YoY	-10.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-6.78%	5.00%	10.00%	10.00%
<b>金融电子商务服务(基金代销)(亿元)</b>	<b>10.66</b>	<b>14.50</b>	<b>17.42</b>	<b>20.88</b>
YoY	26.20%	36.05%	20.11%	19.89%
毛利率	91.21%	91.00%	91.00%	91.00%
<b>金融数据服务(亿元)</b>	<b>1.60</b>	<b>1.68</b>	<b>1.76</b>	<b>1.85</b>
YoY	-5.60%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-22.33%	-20.00%	0.00%	10.00%
<b>证券服务(净值)(亿元)</b>	<b>18.13</b>	<b>24.88</b>	<b>29.58</b>	<b>33.69</b>
YoY	26.45%	37.22%	18.87%	13.90%
<b>其他(亿元)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.16</b>
YoY	-29.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	53.84%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>合计</b>	<b>31.24</b>	<b>41.95</b>	<b>49.69</b>	<b>57.41</b>
YoY	22.64%	34.29%	18.45%	15.52%
毛利率	88.11%	90.23%	91.73%	92.40%

资料来源: 新时代证券研究所

我们根据最新市场活跃度情况调整公司盈利预测, 预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 41.94、49.68、57.39 (+6.15%, +10.47%, +12.27%) 亿元, 归母净利润分别为 14.19、18.34、21.55 亿元, EPS 分别为 0.27, 0.35, 0.42 元, 对应 PE 分别为 72.3、55.9、47.6 倍。

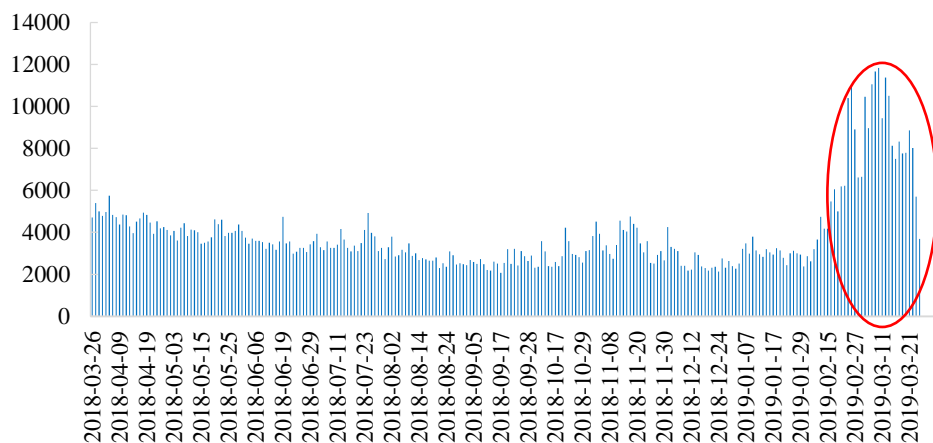
**表12: 财务摘要和估值指标**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,547	3,123	4,194	4,968	5,739
增长率(%)	8.3	22.6	34.3	18.5	15.5
净利润(百万元)	637	959	1,419	1,834	2,155
增长率(%)	-10.8	50.5	48.0	29.3	17.5
毛利率(%)	84.4	88.1	90.2	91.7	92.4
净利率(%)	25.0	30.7	33.8	36.9	37.6
ROE(%)	4.3	6.1	8.3	9.9	10.5
EPS(摊薄/元)	0.12	0.19	0.27	0.35	0.42
P/E(倍)	161.1	107.0	72.3	55.9	47.6
P/B(倍)	7.6	7.1	6.5	5.9	5.3

资料来源: 新时代证券研究所

2019 年年初以来，A 股市场交易活跃度明显提升。截止 3 月 22 日，A 股日均成交金额为 5695.67 亿元，较 2018 年全年均值提升 54.49%。

**图41: A 股市场一年以来日成交金额（亿元）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

年初至今市场活跃度大幅提升，交易量出现明显拐点。我们看好公司证券业务、基金代销业务可能释放的高弹性。中长期看，公司在金融各领域的布局进一步完善，财富管理之路有望进一步拓宽，上调至“强烈推荐”评级。

## 6、风险提示

用户导流进度不及预期；

行业竞争加剧；

市场景气度不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	36340	34372	36220	37595	39687	<b>营业收入</b>	<b>2547</b>	<b>3123</b>	<b>4194</b>	<b>4968</b>	<b>5739</b>
现金	12080	11334	11699	12952	14599	营业成本	397	371	410	411	436
应收账款	329	258	301	361	404	营业税金及附加	27	31	82	78	89
其他应收款	2295	3101	3610	3643	4010	营业费用	316	260	336	413	497
预付账款	57	64	119	92	150	管理费用	1283	1192	1758	2042	2382
存货	<b>142</b>	<b>146</b>	<b>124</b>	<b>164</b>	<b>140</b>	财务费用	-32	156	233	206	160
其他流动资产	21436	19469	20366	20383	20384	资产减值损失	81	12	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5505	5439	5391	5336	5263	公允价值变动收益	-22	49	5	6	3
长期投资	410	445	548	648	749	投资净收益	201	211	202	208	205
固定资产	1761	1716	1584	1453	1321	<b>营业利润</b>	<b>676</b>	<b>1131</b>	<b>1583</b>	<b>2033</b>	<b>2383</b>
无形资产	69	77	60	41	9	营业外收入	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>48</b>
其他非流动资产	<b>3264</b>	<b>3201</b>	<b>3199</b>	<b>3194</b>	<b>3184</b>	营业外支出	3	10	5	6	7
<b>资产总计</b>	<b>41845</b>	<b>39811</b>	<b>41611</b>	<b>42930</b>	<b>44950</b>	<b>利润总额</b>	<b>679</b>	<b>1121</b>	<b>1620</b>	<b>2077</b>	<b>2424</b>
<b>流动负债</b>	21744	19289	19936	19882	20193	所得税	<b>44</b>	<b>163</b>	<b>203</b>	<b>246</b>	<b>272</b>
短期借款	298	213	241	232	235	<b>净利润</b>	<b>635</b>	<b>958</b>	<b>1417</b>	<b>1831</b>	<b>2152</b>
应付账款	82	106	168	190	247	少数股东损益	<b>-2</b>	<b>-0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
其他流动负债	<b>21364</b>	<b>18970</b>	<b>19527</b>	<b>19461</b>	<b>19711</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>637</b>	<b>959</b>	<b>1419</b>	<b>1834</b>	<b>2155</b>
<b>非流动负债</b>	5420	4827	4666	4506	4345	EBITDA	<b>908</b>	<b>1359</b>	<b>1765</b>	<b>2192</b>	<b>2488</b>
长期借款	5408	4815	4654	4494	4333	EPS (元)	0.12	0.19	0.27	0.35	0.42
其他非流动负债	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>						
<b>负债合计</b>	<b>27164</b>	<b>24116</b>	<b>24602</b>	<b>24388</b>	<b>24538</b>	主要财务比率					
少数股东权益	3	0	-2	-4	-8	<b>成长能力</b>					
股本	4289	5168	6202	6202	6202	营业收入(%)	8.3	22.6	34.3	18.5	15.5
资本公积	6244	5504	4471	4471	4471	营业利润(%)	1.4	67.2	40.0	28.4	17.2
留存收益	2934	3807	4947	6508	8321	归属于母公司净利润(%)	-10.8	50.5	48.0	29.3	17.5
归属母公司股东权益	14678	15695	17011	18547	20419	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>41845</b>	<b>39811</b>	<b>41611</b>	<b>42930</b>	<b>44950</b>	毛利率(%)	84.4	88.1	90.2	91.7	92.4
						净利率(%)	25.0	30.7	33.8	36.9	37.6
						ROE(%)	4.3	6.1	8.3	9.9	10.5
						ROIC(%)	3.2	4.5	6.3	7.6	8.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	64.9	60.6	59.1	56.8	54.6
						净负债比率(%)	-43.4	-36.3	-39.1	-43.5	-48.4
						流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0
						速动比率	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
						应收账款周转率	8.4	10.6	15.0	15.0	15.0
						应付账款周转率	4.1	4.0	3.0	2.3	2.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.12	0.19	0.27	0.35	0.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.49	0.44	0.23	0.35	0.41
						每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.80	3.06	3.35	3.72
						<b>估值比率</b>					
						P/E	161.1	107.0	72.3	55.9	47.6
						P/B	7.6	7.1	6.5	5.9	5.3
						EV/EBITDA	125.7	82.3	62.8	50.0	43.3

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	-6160	2667	1188	1826	2138
净利润	635	958	1417	1831	2152
折旧摊销	216	247	164	168	172
财务费用	-32	156	233	206	160
投资损失	-201	-211	-202	-208	-205
营运资金变动	-7219	985	-419	-166	-138
其他经营现金流	441	532	-5	-6	-3
<b>投资活动现金流</b>	-70	-1176	92	100	108
资本支出	<b>249</b>	<b>198</b>	<b>-151</b>	<b>-155</b>	<b>-174</b>
长期投资	-32	-459	-103	-101	-101
其他投资现金流	147	-1437	-162	-155	-167
<b>筹资活动现金流</b>	8894	-1806	-915	-673	-600
短期借款	<b>224</b>	<b>-85</b>	<b>28</b>	<b>-9</b>	<b>3</b>
长期借款	5108	-593	-160	-160	-160
普通股增加	730	880	1034	0	0
资本公积增加	-583	-740	-1034	0	0
其他筹资现金流	<b>3415</b>	<b>-1268</b>	<b>-782</b>	<b>-504</b>	<b>-442</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>2650</b>	<b>-305</b>	<b>365</b>	<b>1253</b>	<b>1647</b>



## 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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**田杰华**，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>