

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年07月31日

市场数据

目前股价	14.55
总市值（亿元）	977.12
流通市值（亿元）	790.85
总股本（万股）	671,561
流通股本（万股）	543,540
12个月最高/最低	19.04/8.35

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

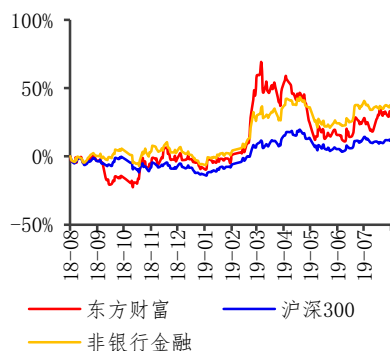
☎ 021-31829700

✉ 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

<<预计4月助力业绩增长超预期，闭环体系不断升级>> 2019-07-16

<<市场回暖下证券业务板块增长符合预期，看好公司互金一站式平台前景>>

2019-04-27

<<公司发展顺势而为，持续打造一站式财富管理平台>> 2019-03-07

证券业务持续发力，闭环体系逐渐完善

——东方财富（300059）2019年中报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,003.74	4,975.43	5,954.33
(+/-%)	28.15	24.27	19.67
净利润	1,521.42	1,990.17	2,381.73
(+/-%)	58.74	30.81	19.67
摊薄 EPS	0.29	0.39	0.46
PE	49.43	37.78	31.57

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点

■ 事件

东方财富发布 2019 年中期业绩报告，上半年公司实现营业收入 19.98 亿元，同比增长 22.20%，归母净利润 8.71 亿元，同比增长 55.88%，扣非归母净利润 8.37 亿元，同比增长 52%。公司上半年加权 ROE 4.88%，同比增长 1.14pct。其中，2019 年第二季度实现营业收入 10.71 亿元，同比增长 31.92%，环比增长 15.56%；归母净利润 4.85 亿元，同比增长 88.31%，环比增长 25.73%；扣非归母净利润 4.61 亿元，同比增长 78.29%，环比增长 22.96%。

报告期内，公司证券业务实现快速发展，客户开户数同比较大程度增长，股票交易额同比大幅增加，证券业务相关收入同比实现大幅增长。报告期内，公司互联网金融电子商务平台基金销售业务平稳发展。公司营业总成本同比略有增长。综合前述因素等影响，公司实现归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长。

■ 投资要点

■ 1. 经纪业务增长助力业绩略超预期

分季度看，2018 年前四季度、2019Q1、2019Q2 的总营收同比增速为 53.55%、45.49%、10.83%、-4.72%、12.62%、31.92%，归母净利同比增速分别为 199.49%、61.40%、22.67%、-11.98%、28.14%及 88.31%，环比上看，第二、第三、第四季度、2019Q1 及 2019Q2 营收增速为-1.35%、-8.36%、0.11%、24.44%及 15.56%，净利润增速为-14.45%、-5.94%、-34.85%、144.43%及 25.73%。

上半年，公司证券业务实现快速发展，客户开户数同比较大程度增长，股票交易额同比大幅增加，证券业务相关收入同比实现大幅增长。从信息技术服务业拆分看，主要涵盖金融电子商务服务业，即基金代销业务。上半年，信息技术服务业营收为 6.77 亿元，同比增速为-4.90%，其中金融电子商务服务下滑-3.25%。

而归属于证券业务条线看，上半年，公司证券业务实现营收为 13.19 亿元，同比增速为 42.90%；上半年，公司实现手续费及佣金净收入 9.56 亿元，同比增长 60.10%；利息净收入为 3.65 亿元，同比增速 11.96%。其中，二季度实现手续费及佣金净收入 5.19 亿元，同比增长 77.85%，环比增长 18.60%。

细分看，2019H 代理买卖证券业务与两融业务增长，2019H 经纪业务净收入为 8.76 亿元，同比增速为 60.14%，代理买卖证券业务净收入为 7.85 亿元，同比增速为 62.68%。其中占比高达 60.33%的两融利息收入 3.36 亿元，同比增速为 6.50%。而 2018 年经纪业务净收入为 10.53 亿元，同比增速 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%。2018 年利息净收入为 6.19 亿元，同比增速为 48.76%。其中占比高达 58.94%的两融利息收入 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。

■ 2. 证券业务占稳中有升，持续推动利润上升

受市场回暖影响，2019H 全市场的股基累计交易量为 73.82 万亿，其中 Q1 交易量为 36.06 万亿，Q2 为 37.77 万亿；2018H 为 57.54 万亿，其中 Q1 交易量为 30.31 万亿，Q2 为 27.24 万亿。2019H、Q1 及 Q2 累计日均成交量 6255.92 亿元、6216.58 亿元及 6293.94 亿元，Q1、Q2 及 1H 同比为 21.08%、38.65%及 29.40%，Q2 较 Q1 环比为 1.24%，2018Q2 较 Q1 环比为-11.59%。

从占比情况看，2019H、2019Q2、2019Q1、2018Q1 公司证券板块营收占比分别为 66.11%、66.76%、65.36%、55.38%，其他业务板块（主要为代销基金）分别为 33.89%、33.24%、34.64%、44.62%，内部看利息收入占比为 18.26%、18.34%、18.18%、18.26%，手续费及佣金收入占比为 47.85%、48.43%、47.18%、37.12%。

在市占率方面，我们预计东财有所提升。市场数据显示，2019 年上半年上交所开户数为 1258.98 万户，深交所预计为 1131.29 万户（6 月预计为 156.29 万户）。其中 2019 年 3 月为半年来的开户高峰，分别为 337.97 万户、299 万户，而之前 Q1 业绩低于市场预期，我们预计主要与市场的休眠账户激活高度相关，存量客户存在一定的分流效应。而在二季度整体市场表现有所低迷，在新增开户数方面有所降低，而按照东方财富等平台开户经验规律看，开户速度是快于传统券商渠道，有理由相信二季度的市占率有所提升。1H 数据显示，代理买卖证券款个人投资者占比为 86.57%，较 2018 年、2017 年分别变化为-3.61%、3.80%。此外，公司完成对东方财富证券增资 54.00 亿元，进一步增强了东方财富证券整体资本实力，后续证券经纪业务发力可期。

■ 3. 两融业务规模增长，市占率提升

2019 年上半年末公司融出资金 127.99 亿元，较年初增长了 52.96%。市场的两融数据持续下滑，截止到 2019 年中期 9107.90 亿元，同比略微下滑 -0.93%，较上半年高点下滑 8.13%。

东方财富两融业务逆势提升，上半年末市占率约 1.41%，较 2018 年末月

增长 0.3pct。1H 数据显示，公司信用业务代理买卖证券金额中个人投资者占比高达 97.89%，较 2018 年、2017 年分别变化为 0.04%、1.09%。考虑到经纪业务市占率提升，结合公司目前拟发行不超过 73 亿元的可转债（含 73 亿元），预计在总体的融资成本方面具备优势，其中拟投向 65 亿元用于加快发展融资融券等信用交易业务，提升市场份额，进一步缩小与一流经纪类券商的差距。

■ 4.Q2 基金发行回暖，公司基金销售规模相对稳定

上半年，市场基金发行数量有所提升。数据显示，2019Q2 新发行基金份额为 2,406.40 亿元，较 2019Q1 发行规模环比提升 8.23%。公司上半年共上线 133 家公募基金管理人 7179 只基金产品，公司基金销售额为 3090.04 亿元，其中 Q1、Q2 销售规模分别为 1508.54 亿元、1581.50 亿元，20191H 同比增速为 2.13%，2019Q2 同比、环比增速分别为 13.95%、4.84%。

2019 年 1H “活期宝”销售额为 1525.34 亿元，非货币基销售为 1564.7 亿元，占比为 50.64%，首次超过 50%。非货基 20191H 同比增速为 42.85%，2019Q2 同比、环比增速分别为 83.09%、22.29%。但如前文所述，公司基金销售收入面临一定压力。

“天天基金网”网站 2019 年半年度日均页面浏览量为 357.28 万，其中，交易日日均页面浏览量为 493.31 万，非交易日日均页面浏览量为 101.90 万；“天天基金网”2019 年半年度用户日均使用时长为 15 分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 123.85 万，其中，交易日日均活跃访问用户数为 153.30 万，非交易日日均活跃访问用户数为 64.93 万。

■ 5.公司继续加大金融 IT 研发投入，拓宽护城河

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。20191H 研发费用为 1.35 亿元，同比增速为 62.26%；公司及子公司获得注册商标 129 项、软件著作权 206 项、非专利技术 68 项；其中上半年获得注册商标 24 项、软件著作权 5 项、非专利技术 9 项。

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”。

值得注意的是，证券业协会公布的 2018 年证券公司经营业绩排名中，公司涉及到 IT 分类项目：信息系统投入金额居 23 名、信息技术人员薪酬居 20 名及信息技术投入考核值居 18 名，其中信息技术投入考核值计入 2019 年证券公司分类评价工作，此项排名东方财富领先于兴业证券、光大证券、国金证券及东吴证券等券商。

■ 6.金融业务牌照不断增多，打造升级闭环体系

为打造全业务链的金融服务机构，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、公募、保险代理等牌照。东财基金产品布局或趋向被动型产品，应该会以指数基金为突破口以发展业务，且结合天天基金的平台化销售整合能力，省去中间的渠道费用和后续管理费分成的费用，预计东财基金产品更具竞争力。

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，实现内地、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。20191H、2018 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 1.61 亿元、2.61 亿元，占利润总额约为 15.39%、23.24%。若剔除此部分，公司的净利润增长仍能达到 65.63%、53.01%。而 2018Q1、2019Q1、2019Q2 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 0.70 亿元、0.98 亿元、0.64 亿元，占利润总额约为 18.85%、21.20%、15.39%，若剔除此部分，公司净利润增长仍能达到 237.52%、24.58%（原净利润增速为 28.22%）、113.82%；2018Q4、2019Q1、2019Q2 环比增速为-37.89%、93.80%、46.21%。

从市场数据看，2019Q1 上证综指、沪深 300 涨跌幅分别为 30.40%、25.37%，Q2 分别为-1.21%、-3.62%；预计 2019Q2 总体表现相对稳健。

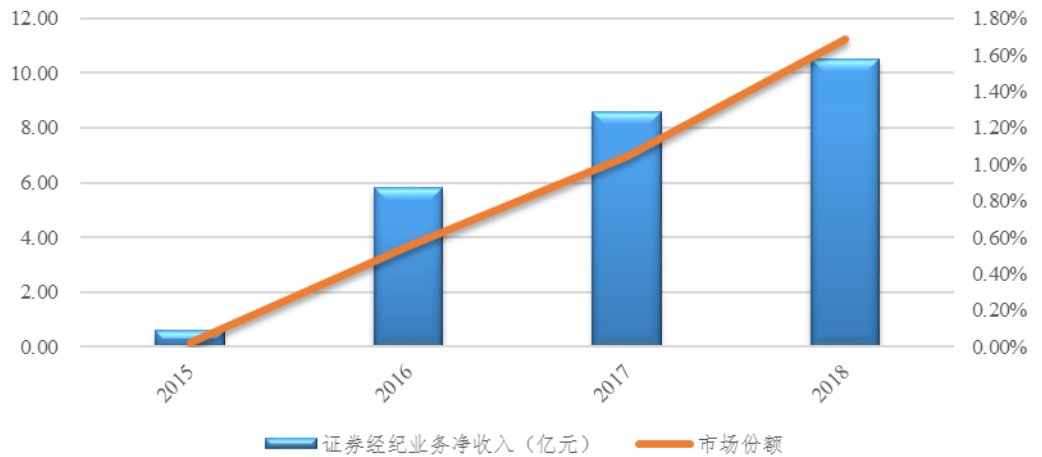
同时，如前文所述，东方财富经过前期几年的 IT、渠道建设等基础设施的布局，目前已进入了规模经济时代，向范围经济跨越。2019Q2、2019Q1、2018 年公司营收增长为 31.92%、12.62%、22.64%，营业总成本同比增速为-0.70%、4.94%、9.67%。未来更多体现为销售费用及新增的财务费用。其中 2019 年 5 月 13 日进行了全部赎回了 2017 年发行的可转债（此部分利息应该在 2018-2019 年前 5 月）。

此外，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，20191H 年公司的营业利润率、成本费用利润率分别为 52.61%、90.41%。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 2018 年在协会证券公司成本管理能力强，其测算公式为成本管理=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/营业支出，2017 年第二，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继续复苏，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，在《证券公司股权管理规定》落地后，预计东方财富证券作为零售证券领域的专业化独角兽，有望未来在财富管理领域继续施展身手。预计公司 2019-2021 年的摊薄 EPS 分别为 0.29/0.39/0.46 元，对应的 PE 分别为 49.43/37.78/31.57 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；监管风险

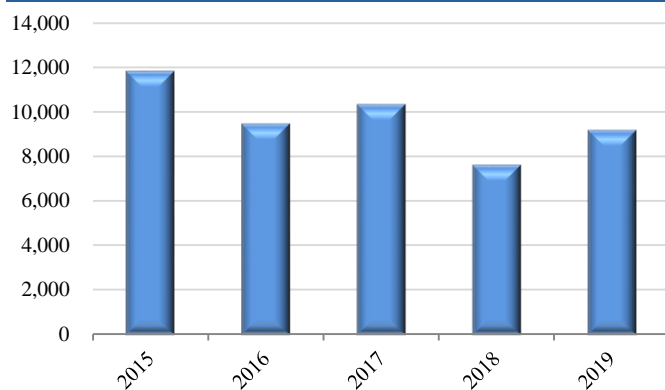
附图表

图 1: 东方财富经纪业务净收入及市场份额



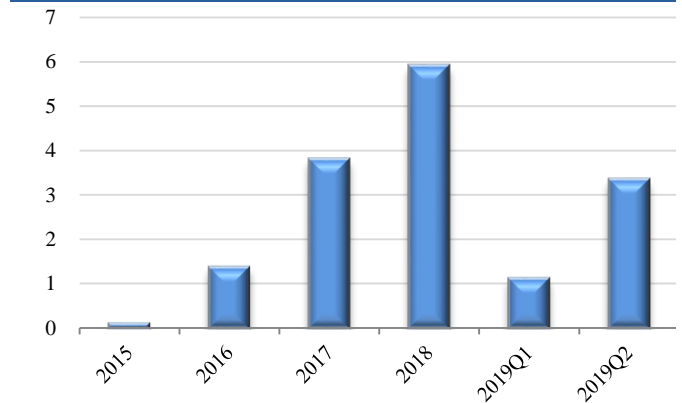
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 2: 市场两融数据 单位: 亿元



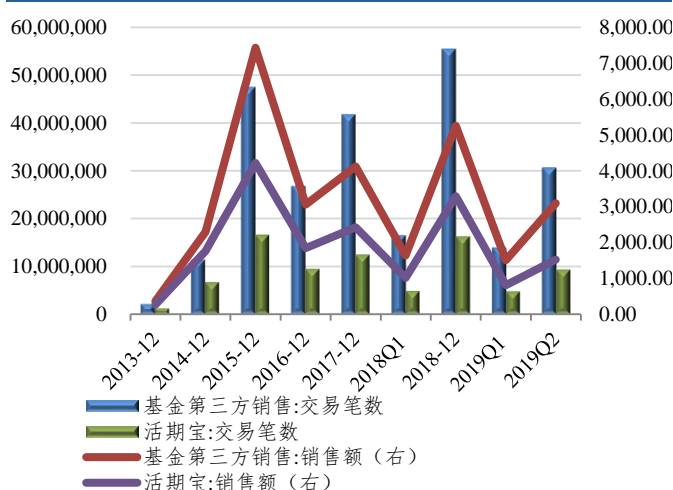
资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止到 2019 年 6 月 30 日

图 3: 东方财富融资融券利息收入 单位: 亿元



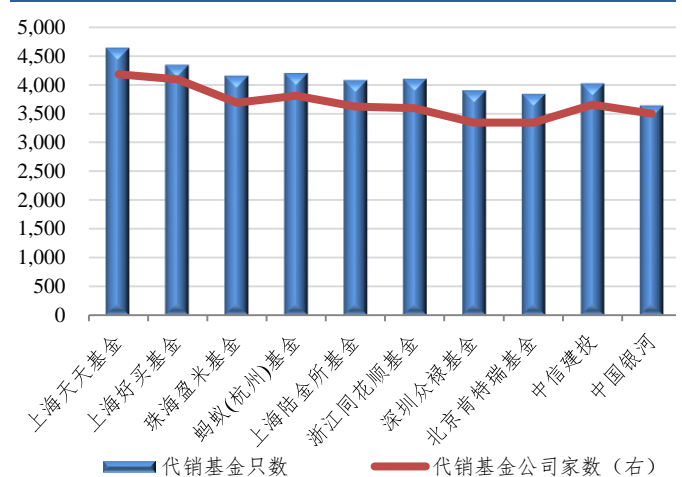
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 东方财富基金代销规模 单位: 亿元



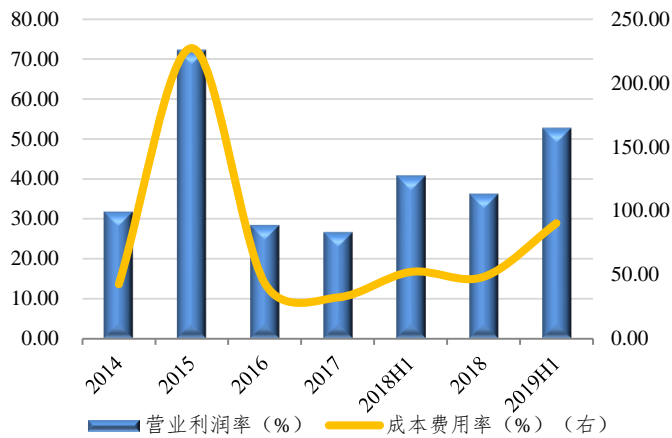
资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止到 2019 年 6 月 30 日

图 5: 2018 独立基金代销机构情况



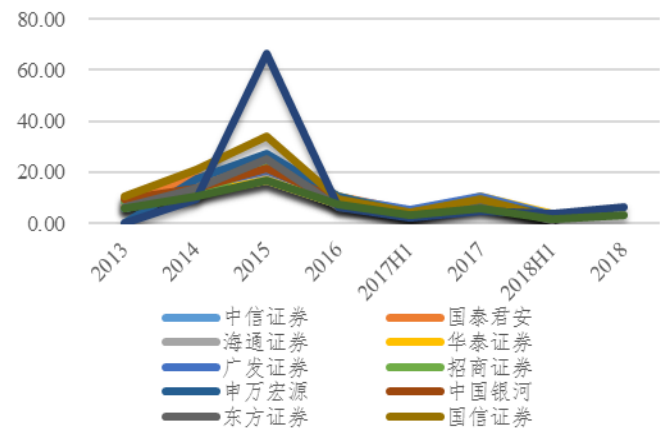
资料来源: wind, 长城证券研究所

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



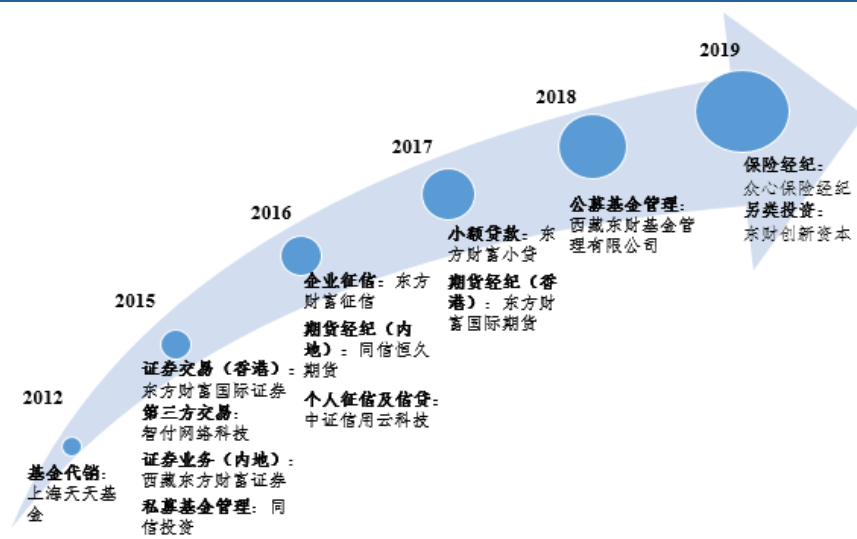
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

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			2018		
序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	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	1	广发证券	1.804
2	华西证券	2.47	2	东海证券	2.044	2	国泰君安	1.755	2	东方财富	1.639
3	华安证券	2.39	3	招商证券	1.972	3	国信证券	1.733	3	海通证券	1.521
4	大通证券	2.37	4	红塔证券	1.938	4	国盛证券	1.681	4	银河证券	1.487
5	红塔证券	2.36	5	中信建投	1.83	5	红塔证券	1.664	5	大通证券	1.393
6	大同证券	2.32	6	光大证券	1.81	6	中银国际	1.628	6	华泰证券	1.384
7	国信证券	2.27	7	华西证券	1.78	7	大通证券	1.623	7	国泰君安	1.369
8	中航证券	2.27	8	华安证券	1.773	8	海通证券	1.594	8	中银国际	1.285
9	华林证券	2.25	9	海通证券	1.773	9	招商证券	1.576	9	北京高华	1.263
10	中投证券	2.22	10	国信证券	1.76	10	中信建投	1.558	10	中信建投	1.254
11	国联证券	2.2	11	中航证券	1.759	11	中航证券	1.553	11	东方财富	1.244
12	南京证券	2.1	12	东方财富	1.736	12	东莞证券	1.533	12	招商证券	1.205
13	中信建投	2.06	13	财富证券	1.725	13	安信证券	1.515	13	德邦证券	1.198
14	国元证券	2.01	14	大通证券	1.718	14	德邦证券	1.503	14	中信证券	1.186
15	光大证券	2	15	湘财证券	1.713	15	光大证券	1.482	15	申万宏源	1.177
16	山西证券	1.94	16	华泰证券	1.677	16	华西证券	1.473	16	国联证券	1.174
17	川财证券	1.91	17	国都证券	1.647	17	国联证券	1.472	17	国信证券	1.145
18	湘财证券	1.91	18	中银国际	1.628	18	财富证券	1.458	18	华西证券	1.142
19	申万宏源	1.88	19	国联证券	1.623	19	湘财证券	1.45	19	华林证券	1.104
20	东莞证券	1.88	20	南京证券	1.621	20	华融证券	1.446	20	国金证券	1.086
72	西藏东方财富	1.22	21	华融证券	1.613	21	华安证券	1.444	21	南京证券	1.032

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、2018 年该指标中位数为该指标中位数为 1.58、1.336、1.050、0.767。

表 2: 2019 年度公开发行可转换公司债券规模及资金用途

序号	资金用途	金额
1	信用交易业务, 扩大融资融券业务规模	不超过 65 亿元
2	证券投资业务	不超过 5 亿元
3	增资金全资子公司东方财富创新资本	不超过 3 亿元
合计	不超过 73 亿元	

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

附：盈利预测表

表 3: 东方财富收入分类预测表 单位: 百万

	2018	2019E	2020E	2021E
证券业务收入	1,813.88	2,853.98	3,888.90	4,815.88
增长率	26%	57%	36%	24%
毛利率	100%	100%	100%	100%
毛利	1,813.88	2,853.98	3,888.90	4,815.88
金融电子商务服务收入	1,065.42	905.61	833.16	874.82
增长率	26%	-15%	-8%	-5%
毛利率	91%	88%	88%	88%
成本	93.62	108.67	99.98	104.98
毛利	971.77	796.93	733.18	769.84
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	4,003.74	4,975.43	5,954.33
增长率	23%	28%	24%	20%
综合毛利率	88%	91%	93%	94%
净利润率	31%	38%	40%	40%
净利润	958.44	1,521.42	1,990.17	2,381.73

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>