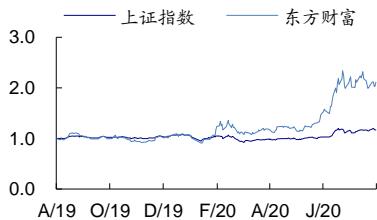


证券研究报告—深度报告
金融
非银行金融
东方财富(300059)
增持

合理估值: 27.6-30 元 昨收盘: 26.15 元 (维持评级)

2020年08月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	8,061/6,547
总市值/流通(百万元)	210,794/171,213
上证综指/深圳成指	3,381/13,478
12个月最高/最低(元)	29.63/13.00

相关研究报告:

《东方财富-300059-2020年半年度报告点评: 基金代销业务驱动盈利大增》——2020-08-12
 《东方财富-300059-深度报告: 中国互联网券商的典范》——2020-06-18
 《东方财富-300059-2019年年报点评: 成本管控良好, 流量优势明显》——2020-04-12
 《东方财富-300059-2019年业绩快报点评: 流量优势明显, 净利大幅增长》——2020-01-23
 《东方财富-300059-2019年中报点评: 证券业务高速增长, 流量变现加速》——2019-07-29

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

在独特赛道一骑绝尘

● 后疫情时代, 互联网券商发展空间巨大

新冠疫情之后, 我国互联网用户线上活跃时间明显增长。疫情好转后, 6月移动网民用户单机单日使用时长仍保持在4小时以上, 仍高于疫情前。此外, 后疫情时代金融理财行业APP使用频率显著提高。

● A股独一无二的互联网券商

东方财富是当前A股唯一一家拥有证券全牌照的互联网公司。和传统券商相比, 胜在流量和成本优势; 和跨境互联网相比, 处于更加独特的竞争赛道, 竞争优势明显: 一方面, 由于公司具有互联网基因, 核心客户是由股吧、东方财富网的流量用户转化而来, 这是传统券商难以企及的客户基础; 另一方面, 股吧、东方财富网和天天基金网的用户多数具有一定投资经验, 而互联网巨头通常面对的是小白用户, 这部分用户积累经验以后, 仍有可能转化成东方财富的用户。

● 公司和盈透证券同为低成本券商的引领者

作为美国顶级互联网券商的代表, 盈透证券重视用户体验, 且费用优势明显。和东方财富类似, 盈透证券盈利稳健, 且风控能力强。

● 公司和富途证券处于不同的竞争赛道

跨境互联网券商竞争更加激烈, 富途证券在狭窄的竞争赛道谋发展。和东方财富相同, 富途证券通过其核心用户网站富途牛牛进行引流, 主要吸引境外市场的个人投资者, 并通过底层交易系统、后端服务以及先发优势领先其他对手。

● 风险提示

网络财经信息服务业受证券市场景气度波动影响的风险; 盈利模式不能及时完善和创新的风险; 一站式互联网服务大平台和网络信息传输系统安全运行风险; 市场竞争加剧的风险。

● 维持“增持”评级

我们预计公司2020-2022年每股收益为0.46/0.64/0.83元, 净利润增速分别为68%/40%/30%。2020年合理估值区间27.6-30元, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,123	4,232	6,143	8,623	11,186
(+/-%)	23%	35%	45%	40%	30%
净利润(百万元)	958	1,831	3,072	4,312	5,593
(+/-%)	51%	91%	68%	40%	30%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.46	0.64	0.83
净资产收益率(ROE)	6.3%	9.9%	15.7%	16.8%	19.5%
市盈率(PE)	65	57.83	57.18	40.73	32.71
市净率(PB)	4.0	5.0	8.8	8.1	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司有两大主要竞争优势：一是从流量龙头转型为零售巨头，以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台集聚了庞大的用户访问量和领先的用户黏性，客户基础雄厚；二是作为 A 股唯一一家互联网券商，成本优势明显，未来在资本市场改革及 T+0 制度推出的背景下，公司将进一步迎来快速稳健的成长。我们预计公司 2020-2022 年每股收益为 0.46/0.50/0.83 元，利润增速分别为 68%/40%/38%。未来一年合理估值区间 27.6-30 元，我们维持“增持”评级。

核心假设与逻辑

从公司 2019 年年报来看，公司主要业务收入来源为证券业务和基金代销业务（金融电子商务服务）。其中，证券业务收入占比为 65%，金融电子商务服务收入占比为 29%。我们的盈利预测基于以下假设：

第一，证券业务方面，主要分为经纪业务和融资融券业务。其中，经纪业务市占率从 2014 年的 0.20% 提升到 2019 年 2.07%，我们假设随着未来 T+0 制度的推出，公司 2020-2022 年股基交易市占率将继续扩大，分别提升 3.0%、3.2%、3.5%。

第二，两融业务方面，公司两融业务的市场份额在过去五年持续增长，2019 年市占率为 1.55%。由于两融业务和经纪业务相关性较大，随着经纪业务市占率提升，我们假设未来三年公司两融业务市占率也将进一步扩大，分别提升到 2%、2.5%、3.0%，且我们假设息差收窄至 4%。

第三，基金代销业务方面，由于公司正进一步加强基金第三方销售服务业务，强化产品及服务创新，提升了金融电子商务服务平台整体服务能力和水平，用户体验持续提升，基金投资者规模有望进一步增长。但与此同时，腾讯、阿里这类搅局者的加入，也将分食基金销售的蛋糕。我们假设 2020-2022 年基金销售业务收入增速分别为 90%、50%、35%。

第四，金融数据服务和广告收入服务方面，两者在收入结构中占比较小，自 2019 年开始，广告业务收入有负转正，随着公司进一步加大终端产品的研发创新，深入挖掘互联网服务海量数据的巨大价值，我们假设未来三年金融数据和广告收入都将继续平稳增长，增速为 5%。

与市场的差异之处

市场常将公司和同花顺作为同类公司，虽然同为互联网服务平台，但公司的战略布局与同花顺存在一定差异。公司目前有券商牌照，且通过发行可转债不断扩大证券业务布局，通过借助其成本低和客户黏性优势，我们认为公司未来较同花顺发展空间更大。

股价变化的催化因素

随着资本市场改革推进，资本市场基础制度不断向成熟资本市场靠拢，T+0 制度引入以后，市场成交量将快速放大，将促进公司股价加速上扬。

核心假设或逻辑的主要风险

盈利模式不能及时完善和创新、网络财经信息服务业受证券市场景气度影响导

致公司业务市占率波动过大的风险。

内容目录

主要内容与核心结论	6
估值与投资建议	6
估值	6
投资建议	6
后疫情时代的互联网券商	7
疫情后用户“宅生活”习惯加深	7
金融理财类 APP 使用频率提高	7
A 股独一无二的互联网券商	8
和传统券商形成错位竞争	9
跨境互联网券商竞争激烈	10
和盈透证券同为低成本券商的引领者	11
盈透证券注重用户体验	11
美国互联网券商的“1+N”模式	12
和富途证券处于不同竞争赛道	17
通过互联网引流	17
在狭窄竞争赛道谋发展	19
盈利预测	20
假设前提	20
未来三年盈利预测	21
盈利预测的敏感性分析	22
风险提示	22
附表：财务预测与估值	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 2018-2020 年 6 月中国移动网民单机单日使用时长	7
图 2: 2020 年 1-6 月中国移动网民单机单日使用时长	7
图 3: 疫情后各类别 APP 单机单日使用时长及同比增长率	8
图 4: 我国互联网券商分类	9
图 5: 2019 年我国证券公司信息技术投入占营业收入的比例排名	10
图 6: 2019 年我国证券公司净资产收益率	10
图 7: 2019 年日本互联网券商经纪业务交易资金额市场占有率	11
图 8: 2014-2020H 东方财富主营业务构成	13
图 9: 2014-2020H 盈透证券主营业务构成	13
图 10: 2014-2019 年东方财富营业收入	14
图 11: 2014-2019 年盈透证券营业收入	14
图 12: 2014-2019 年东方财富归母净利润	14
图 13: 2014-2019 年盈透证券归母净利润	14
图 14: 2014-2019 年东方财富总资产收益率	15
图 15: 2014-2019 年盈透证券总资产收益率	15
图 16: 2014-2019 年东方财富净利率	15
图 17: 2014-2019 年盈透证券净利率	15
图 18: 2014-2019 年东方财富净资产收益率	15
图 19: 2014-2019 年盈透证券净资产收益率	15
图 20: 2013-2020 年东方财富股价和沪深 300 走势对比	16
图 21: 2013-2020 年盈透证券股价和标普 500 走势对比	17
图 22: 2016-2020H 富途证券主营业务构成	18
图 23: 2016-2019 年富途证券营业收入	18
图 24: 2016-2019 年富途证券净利润	18
图 25: 2014-2019 年富途证券总资产收益率	19
图 26: 2014-2019 年富途证券净利率	19
图 27: 2016-2020H 富途证券净资产收益率	19
图 28: 富途控股股价走势	20
表 1: 可比公司估值	6
表 2: 东方财富面临的竞争格局	8
表 3: 中资互联网公司在香港的金融服务	11
表 4: 2019 年《巴伦周刊》最佳互联网券商	12
表 5: 盈透证券和东方财富证券近三年净资产受益良的杜邦分析	16
表 6: 富途证券和东方财富证券近三年净资产受益良的杜邦分析	19
表 7: 东方财富证券业务未来 3 年盈利预测表	21
表 8: 东方财富未来 3 年盈利预测表	22
表 9: 2020EPS 随经纪业务和两融业务市场份额变化的敏感性分析	22

主要内容与核心结论

我们在上一篇报告《东方财富：中国互联网券商的典范》中提到，公司主要有两大主要竞争优势：一是互联网服务平台集聚了庞大的用户访问量，客户基础雄厚；二是作为 A 股唯一一家互联网券商，竞争赛道独特。

东方财富是当前 A 股唯一一家拥有证券全牌照的互联网公司。和传统券商相比，胜在流量和成本优势；和跨境互联网相比，处于更加独特的竞争赛道，竞争优势明显：一方面，由于公司具有互联网基因，核心竞争客户是从股吧、东方财富网的流量用户转化而来，这是传统券商难以企及的客户基础；另一方面，面对互联网巨头的市场竞争，由于股吧和东方财富的用户多数具有一定投资经验，而互联网巨头通常面对的是小白用户，当这部分用户积累经验以后，仍有可能转化成东方财富的用户。

公司和盈透证券同为低成本券商的引领者。作为美国顶级互联网券商的代表，盈透证券重视用户体验，且费用优势明显。和东方财富类似，盈透证券盈利稳健，且风控能力强。

公司和富途证券处于不同的竞争赛道。跨境互联网券商竞争更加激烈，富途证券在狭窄的竞争赛道谋发展。和东方财富相同，富途证券通过其核心用户网站富途牛牛进行引流，并主要吸引境外市场的个人投资者，并通过底层交易系统、后端服务以及宪法优势领先其他对手。

我们预计公司 2020-2022 年每股收益为 0.46/0.64/0.83 元，净利润增速分别为 68%/40%/30%。未来一年合理估值区间 27.6-30 元，维持“增持”评级。

估值与投资建议

估值

公司是 A 股唯一一家互联网券商，证券业务特点是经纪业务占比较高（60%），由于公司处在独特的互联网属性，和传统券商估值差异较大。我们选取同类信息技术供应商同花顺和恒生电子作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可得到 2020 年 PE 均值为 70.27 倍，我们给予公司 62-65 倍目标 PE。

表 1：可比公司估值

	PE				EPS			
	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
同花顺	65.34	61.36	47.51	37.78	1.67	2.30	2.97	3.74
恒生电子	44.09	79.17	63.27	50.49	1.76	1.27	1.59	1.99
均值	54.72	70.27	55.39	44.14	1.72	1.79	2.28	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议

根据以上估值，我们认为 2020 年公司对合理股价区间为 28.52-30 元，相对目前股价有 10%-15% 的溢价空间。我们对公司维持“增持”评级。

后疫情时代的互联网券商

从互联网行业最新趋势来看，后疫情时代，我国互联网用户对手机 APP 依赖度显著提高，且金融理财类 APP 使用频率也明显提高，这意味着在后疫情时代，互联网券商的发展仍有较大空间。

疫情后用户“宅生活”习惯加深

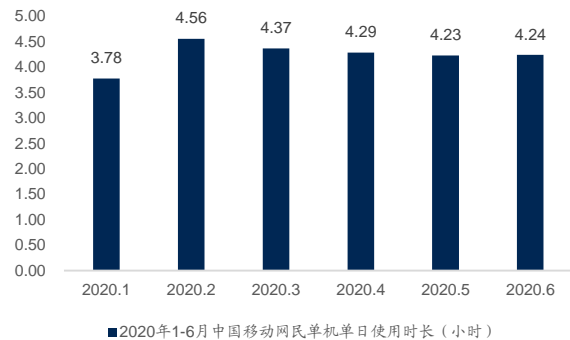
新冠疫情之后，我国互联网用户线上活跃时间明显增长。从 2018 年 6 月至 2020 年 6 月，我国移动网民用户单机单日使用时长从 3.07 小时增长到 4.24 小时；从今年来看，用户单机单日使用时长在 2 月达到最高峰 4.56 小时，疫情好转后，6 月仍保持在 4 小时以上，仍高于疫情前的使用时长。

图 1：2018-2020 年 6 月中国移动网民单机单日使用时长



资料来源：艾瑞咨询 UserTracker 多平台网民行为监测数据库、国信证券经济研究所整理

图 2：2020 年 1-6 月中国移动网民单机单日使用时长

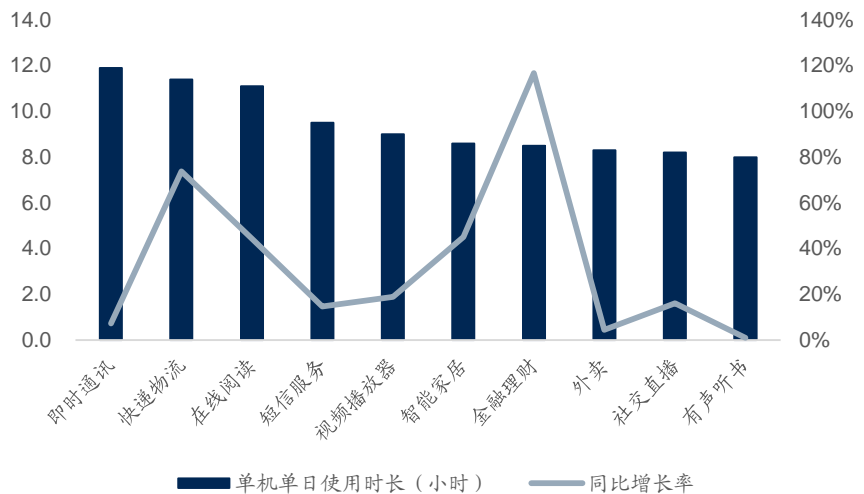


资料来源：艾瑞咨询 UserTracker 多平台网民行为监测数据库、国信证券经济研究所整理

金融理财类 APP 使用频率提高

后疫情时代金融理财行业 APP 使用频率显著提高。疫情过后，金融理财类 APP 单机单日使用时长为 8.5 小时，同比增长 116%，增长幅度在所有类别 APP 类排名第一。

图 3: 疫情后各类别 APP 单机单日使用时长及同比增长率



资料来源: 艾瑞咨询 UserTracker 多平台网民行为监测数据库、国信证券经济研究所整理

A 股独一无二的互联网券商

公司是“互联网+券商”的典型代表，也是当前 A 股唯一一家互联网券商。公司由互联网平台起家，是目前国内顶尖的互联网金融平台综合运营商。公司通过以“东方财富网”为核心，集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网服务大平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网服务平台之一，“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”等在用户数量和用户黏性方面长期居于市场领先地位。

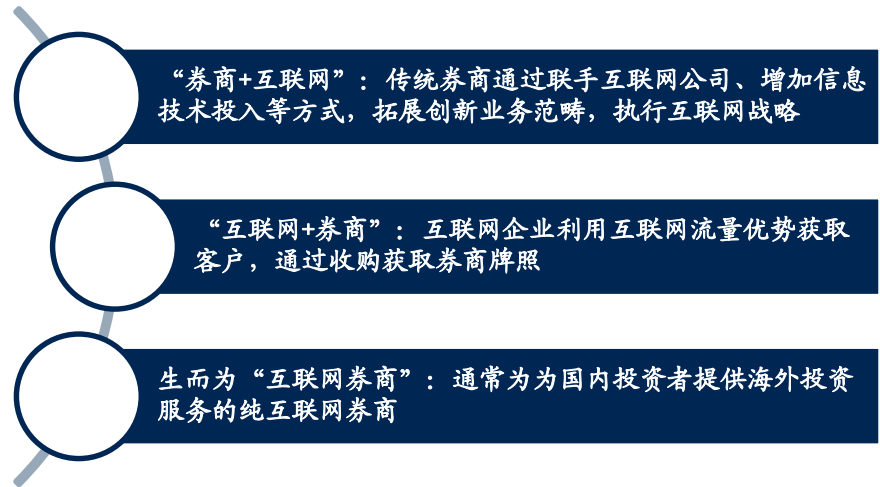
表 2: 东方财富面临的竞争格局

业务类型	平台	服务内容	竞争对手	盈利模式
证券业务	东方财富网	经纪业务、融资融券业务	传统券商	证券公司各项业务服务费
金融资讯和数据服务	股吧	投资分享	雪球	流量变现
	东方财富网	通过门户网站提供财经资讯 为专业投资者提供数据服务	同花顺、和讯、新浪财经、大智慧	广告及其他增值服务
基金代销业务	Choice		Wind	数据库服务费
	天天基金网	第三方基金代销平台	其他第三方基金代销平台、银行	基金服务费
	基金管理公司	设计基金产品	其他基金公司	基金管理费

资料来源: 国信证券经济研究所整理

我们在“指尖上的券商”系列报告中提到，从发展路径与模式的维度，我们把国内的互联网券商分为三种模式：一是“**券商+互联网**”模式，指的是传统券商通过联手互联网公司、增加信息技术投入等方式，拓展创新业务范畴，执行互联网战略，在这一模式下发展较早、发展较好的代表是华泰证券；二是“**互联网+券商**”模式，指的是互联网企业利用互联网流量优势获取客户，通过收购来获取券商牌照，在这一模式下影响力最大的是东方财富；三是生而为“**互联网券商**”模式，指的是成立之初即为互联网券商，这类券商通常为国内投资者提供海外投资服务，如富途证券、老虎证券。

图 4：我国互联网券商分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

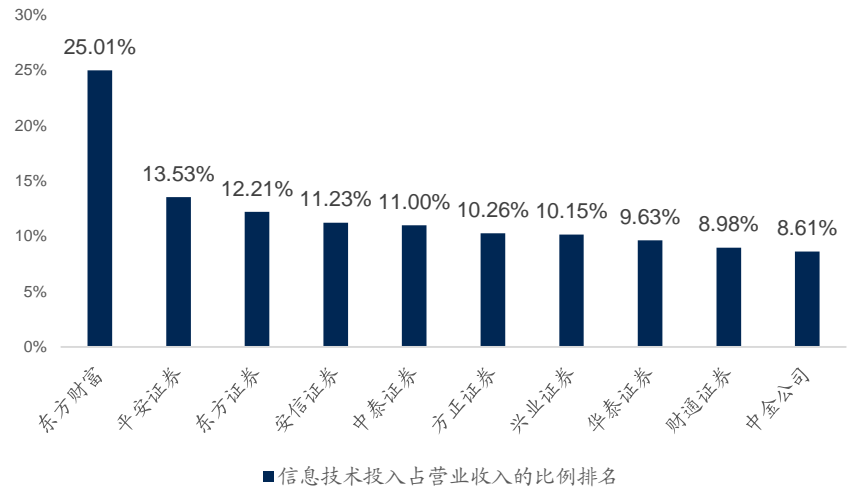
从业务类型来看，公司每一块业务都有不同的竞争者。证券业务方面面临传统券商的竞争，基金代销业务方面面临阿里巴巴、腾讯的抢夺。但公司的竞争优势依然明显：一方面，由于公司具有互联网基因，核心客户是从股吧、东方财富网的流量用户转化而来，这是传统券商难以企及的客户基础；另一方面，股吧、天天基金网的用户多数具有一定投资经验，而互联网巨头通常面对的是小白用户，当这部分用户积累经验以后，仍有可能转化成天天基金的用户。

和传统券商形成错位竞争

公司主要吸引长尾客户。由于互联网巨头具有流量优势，平台成本低、覆盖广，为零售业务大规模、低成本获取增量客户提供了可能。零售经纪业务的核心竞争力包括便利的渠道便利和优惠的价格。互联网的应用有利于券商零售经纪业务降低服务成本，提升服务效率。相较于传统券商，互联网券商打破时间和空间的限制，通过提供灵活多样的产品选择和服务方式来满足大众零售客户的理财需求

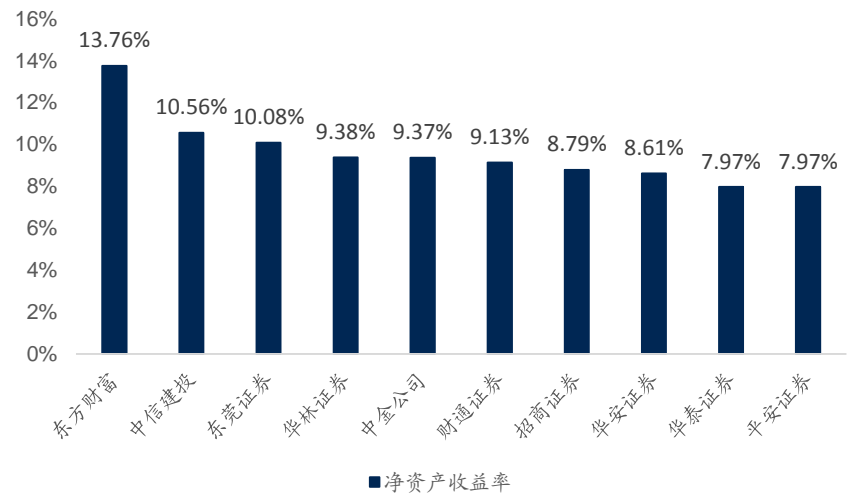
公司信息技术投入占营业收入比例比传统券商更高。2019年，公司信息技术投入为4.21亿元，信息技术投入占营业收入比例为25.01%，在国内证券行业排名第一。此外，在国内证券行业，东方财富以13.76%的净资产收益率排名第一。

图 5：2019 年我国证券公司信息技术投入占营业收入的比例排名



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 6：2019 年我国证券公司净资产收益率



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

跨境互联网券商竞争激烈

互联网巨头在香港金融业纷纷布局。字节跳动近日已获得香港证监会的第 1、4、5、6 及 9 类牌照。拿到这五类牌照后，字节跳动便能提供以下服务：证券交易、证券咨询、期货交易咨询、机构融资咨询以及资产管理业务；阿里巴巴已布局云锋金融、蚂蚁银行、万通保险、Alipay HK 等，且参股了华泰证券和中金公司；腾讯已布局富融银行、富途证券、微信支付(香港)、微蓝保险等实现金融布局，同时也参股了中金公司；小米布局了天星银行；京东布局了 Livi Bank 和京东咨询。

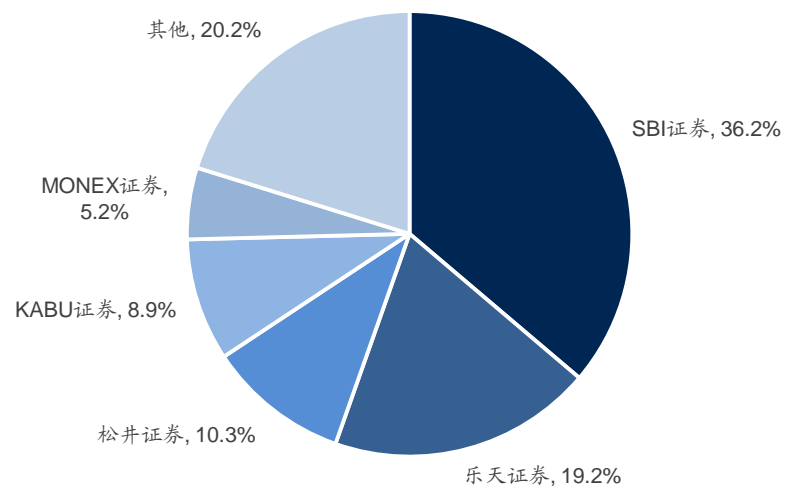
表 3: 中资互联网公司在香港的金融服务

互联网公司名称	金融服务领域	互联网金融公司名称
字节跳动	券商	松鼠证券
阿里巴巴	券商	云峰金融、华泰国际、中金公司
	储值支付工具	Alipay HK
	虚拟银行	蚂蚁银行
	保险公司	万通保险
腾讯	虚拟银行	富融银行
	储值支付工具	Wechat Pay HK
	券商	富途证券、中金公司
	保险公司	Blue Insurance
小米	虚拟银行	天星银行
京东	虚拟银行	Livi Bank
	券商	京东咨询
众安在线	虚拟银行	ZA Bank
	保险公司	ZA Insure

资料来源: 国信证券经济研究所整理

互联网券商马太效应会逐渐明显。参照日本, 经过充分竞争, 日本互联网券商形成了较高集中度, 且特色鲜明。目前, 前 5 名互联网券商经纪业务交易资金额占据了 80% 的市场份额。这五家头部互联网券商各有特点: 有从软银集团的金融投资转向网络金融服务, 并最终打造为网络金融生态系统的 SBI 集团; 有从电商起家, 后转型互联网金融的乐天集团; 有面向相对于佣金更重视服务和稳定系统客户的网络经纪商松井; 也有突显产品创新、注重服务体验的纯粹互联网券商 Monex。

图 7: 2019 年日本互联网券商经纪业务交易资金额市场占有率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

和盈透证券同为低成本券商的引领者

东方财富和盈透证券 (Interactive Brokers) 分别为中国和美国互联网券商的典范。作为美国顶级互联网券商的代表, 盈透证券重视用户体验, 且费用优势明显。和东方财富类似, 盈透证券盈利稳健, 且风控能力强。

盈透证券注重用户体验

对于互联网券商来说，核心竞争力体现在提供让普通交易者可以更便捷地获取信息的交易工具。在《巴伦周刊》2019年最佳互联网券商的评选中，盈透证券位列第一，这是盈透证券第九年位列该评选的第一。该评选反映了主流投资者的需求，评比条件包括交易体验和技术、使用性、移动性、交易产品范围、研究手段、投资组合分析和报告、客户服务、教育和安全以及交易成本。

表 4: 2019 年《巴伦周刊》最佳互联网券商

排名	互联网券商
1	Interactive Brokers
2	Fidelity
3	E Trade
4	TD Ameritrade
5	Merrill Edge
6	Charles Schwab
7	Trade Station
8	Tasty Woks
9	Ally Invest
10	Option

资料来源: Barron's rankings、国信证券经济研究所整理

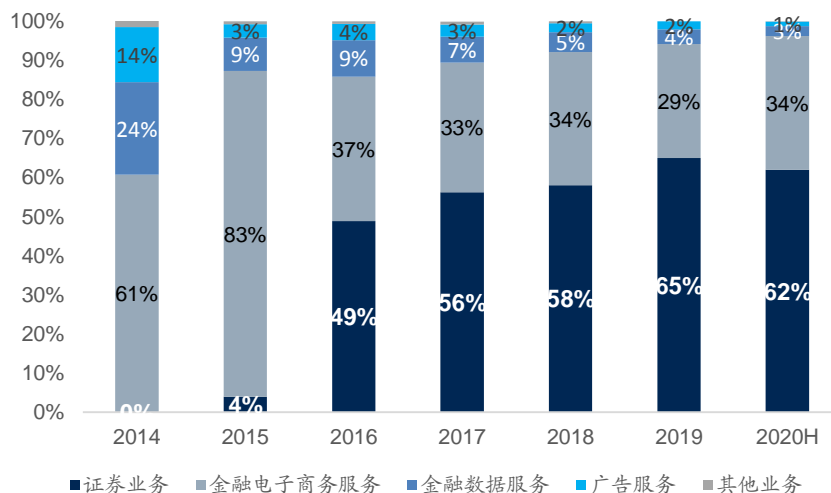
盈透证券在用户体验上表现出色。公司不仅广受活跃交易者的青睐，并且通过其开发的一系列功能，吸引了越来越多寻求成熟度和灵活性的交易者。例如，盈透证券于 2018 年发布了客户端 Client Portal 这一全新的交易平台，主要突出易用性；推出 IBot，这是一款利用人工智能协助客户并控制可预知行为的工具。此外，盈透证券的移动应用技术属业界翘楚，他们将 IBot 的功能扩展到了其手机应用上。盈透的移动客户端可以提供二级交易、差价模板工具以及定单轮盘等功能。

盈透证券费用优势明显。2019 年 1 月，盈透证券单笔交易的平均佣金为每 1656 股 2.17 美元。该公司根据交易量的不同，对每 100 股股票收取 5 美分至 35 美分不等的佣金。盈透的期权合同不设基本成本，且保证金利率远低于其它公司。此外，盈透证券还向借出全额付款股票的投资者进行 50/50 的收益分配。

美国互联网券商的“1+N”模式

东方财富收入占比最高的是证券业务。2015 年，公司收购同信证券之后，证券业务收入贡献率不断提升，从 2015 年至 2020 年上半年，证券业务收入占比从 4% 提升到 62%。占比第二高的是金融电子商务服务，即基金代销业务，但近年来贡献率逐渐降低，从 2014 年 61% 下降到 2019 年 29%。此外，金融数据服务和广告服务主要是 chioce 数据平台为用户提供专业化的数据服务和广告主在公司平台投放广告交的广告费。在公司拿到券商牌照以前，两者是收入的重要来源，2014 年收入贡献比为 38%，但随后不断降低，2019 年仅为 6%。

图 8：2014-2020H 东方财富主营业务构成

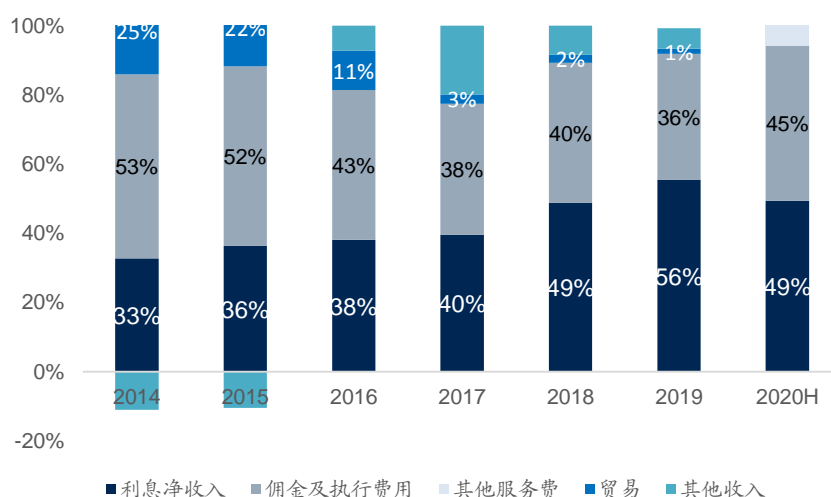


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在美国，互联网券商的盈利模式可归结为“1+N”。1 指经纪业务，N 指将经纪业务的客户资源进行拓展的其他业务模式，包括资产管理、银行合作和融资融券等。其中资产管理是最为成功的，主要表现为向客户提供自有或第三方理财产品带来的销售收入以及咨询业务收费；银行合作模式则是将客户流量导入到自己成立的银行或母公司的银行从而实现货币化；传统模式货币化的方式就是做大融资融券等传统业务。

盈透证券收入占比最高的利息净收入。2020 年上半年利息净收入贡献为 49%，其次为佣金业务收入，占比为 45%。从近年来的变化趋势来看，盈透证券的利息净收入占比呈现逐渐增加的趋势。

图 9：2014-2020H 盈透证券主营业务构成



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从营收和净利润来看，东方财富和盈透证券近年来均呈现出不断上升的趋势。盈透证券比东方财富利润规模更大，但东方财富比盈透证券财增速更高。2019 年，东方财富实现营业收入 42.32 亿元，归母净利润 18.31 亿元，盈透证券实

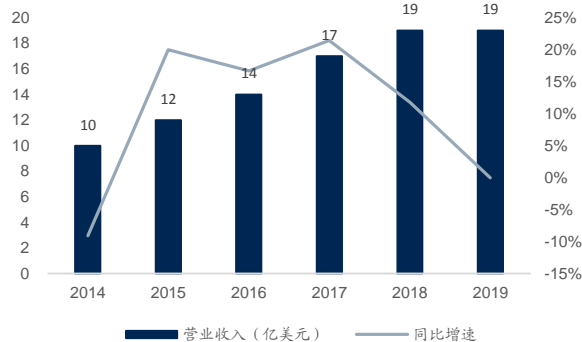
现营业收入 19 亿美元，归母净利润 1.81 亿美元。2014 年至 2019 年，东方财富营收和净利润的年复合增长率分别为 47.21%、61.63%；盈透证券营收和净利润的年复合增长率分别为 13.88%、29.04%。

图 10: 2014-2019 年东方财富营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2014-2019 年盈透证券营业收入



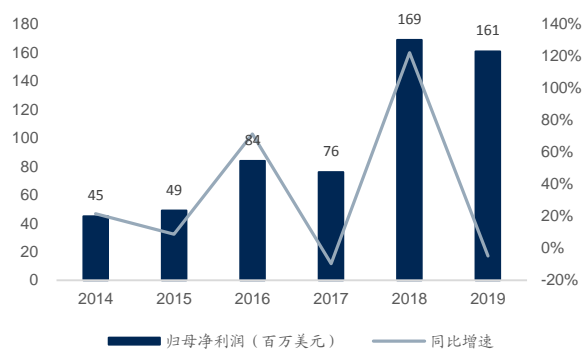
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2019 年东方财富归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

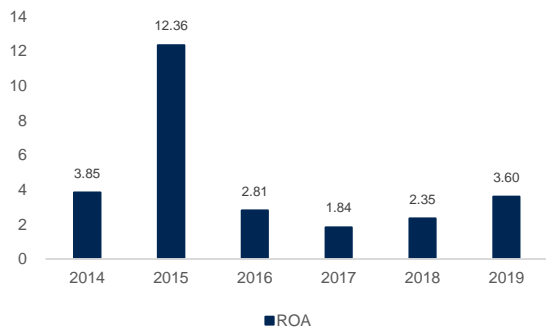
图 13: 2014-2019 年盈透证券归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

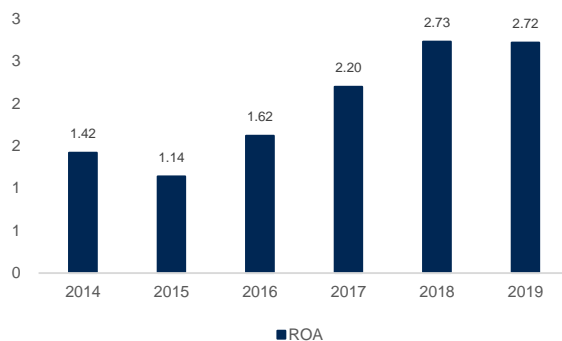
公司与盈透证券净资产收益率的差异主要源于杠杆倍数不同。除了 2015 年以外，公司的净资产收益率都远远低于盈透证券。2017 至 2019 年，公司 ROE 分别为 4.63%、6.31%、9.92%，盈透证券 ROE 分别为 7.36%、14.25%、11.78%。我们对公司和盈透证券近三年的 ROE 进行杜邦分析，可以看到两者的主要差异在于权益乘数。盈透证券的杠杆在 40-50 倍左右。

图 14: 2014-2019 年东方财富总资产收益率



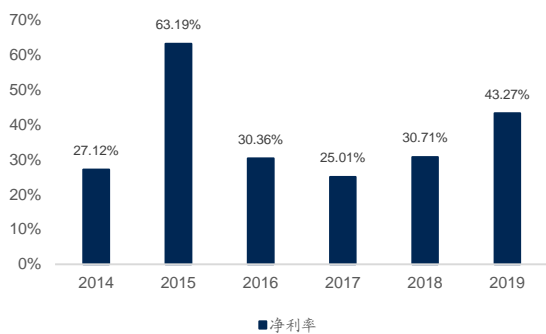
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2014-2019 年盈透证券总资产收益率



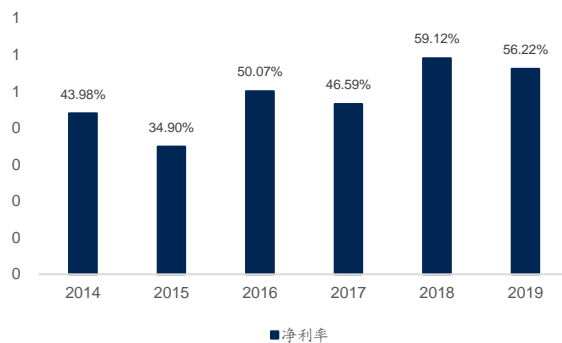
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2014-2019 年东方财富净利率



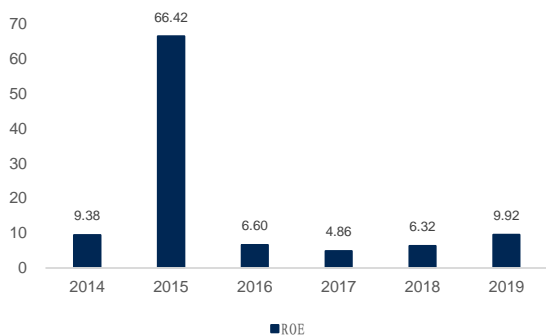
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2014-2019 年盈透证券净利率



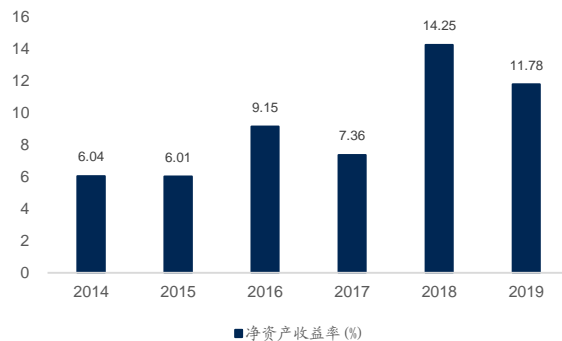
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2014-2019 年东方财富净资产收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2014-2019 年盈透证券净资产收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

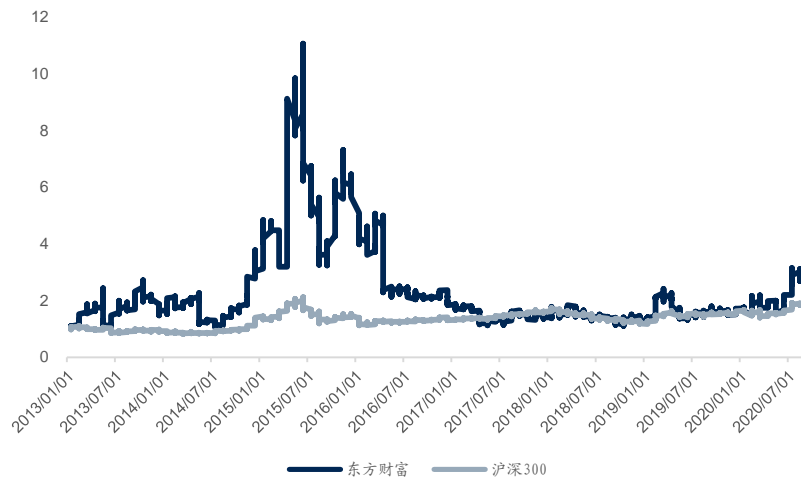
表 5: 盈透证券和东方财富证券近三年净资产受益良的杜邦分析

	2017	2018	2019	
盈透证券	净资产收益率	7.36	14.25	11.78
	销售净利率	46.59	59.12	56.22
	资产周转率	0.03	0.03	0.03
	权益乘数	56.12	51.31	48.36
东方财富	净资产收益率	4.63	6.31	9.92
	销售净利率	25.01	30.69	43.28
	资产周转率	0.07	0.08	0.08
	权益乘数	2.5	2.69	2.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 单位: %

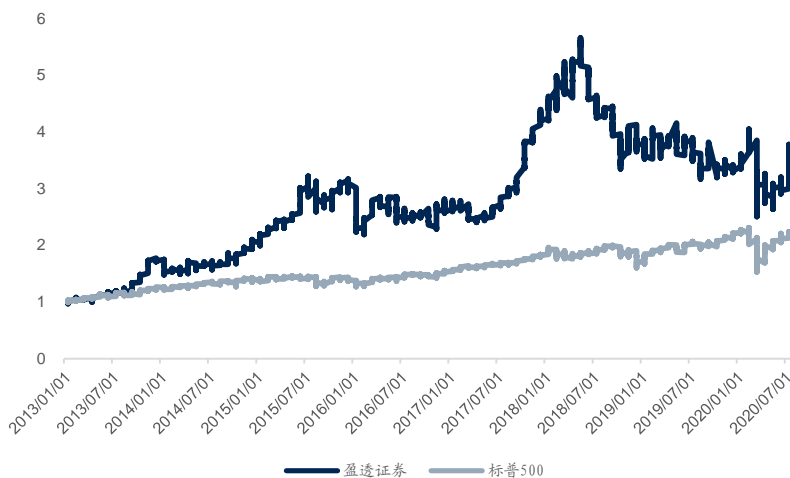
从股价变化趋势来看, 我们分别选取沪深 300 和标普 500 为基准, 可以看到不论是东方财富还是盈透证券, 均实现了超额收益。我们注意到, 在市场指数走高的阶段(如中国 2014 年 10 月至 2016 年 3 月期间、美国 2016 年 9 月至 2019 年 4 月), 两者的超额回报都会随之提高。

图 20: 2013-2020 年东方财富股价和沪深 300 走势对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21：2013-2020 年盈透证券股价和标普 500 走势对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

和富途证券处于不同竞争赛道

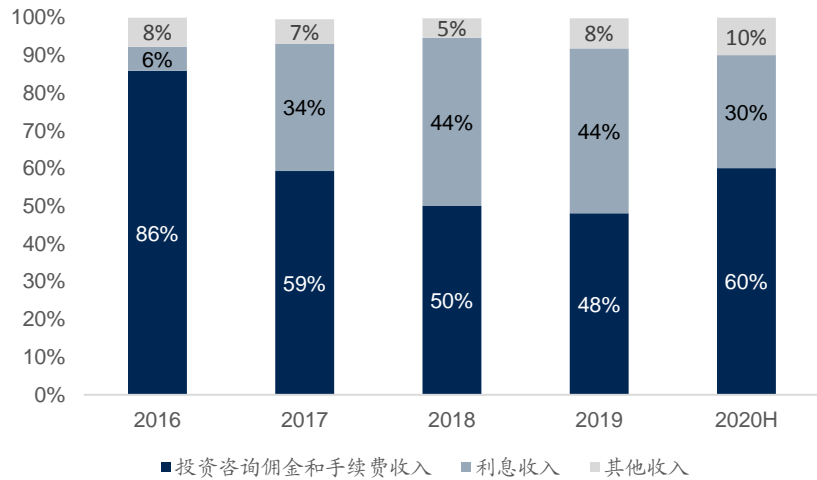
国内个人投资者有一些投资美股和港股的需求，随着沪港通和深港通的开通，这方面的障碍已被消除，跨境互联网券商的兴起，迎合了投资者的这部分需求，比较典型的代表是富途证券和老虎证券。和东方财富类似的是，富途证券的发展同样是通过互联网引流，并抓住机遇发展壮大。但不同的是，在跨境互联网券商领域，富途证券面临的竞争更加激烈，

通过互联网引流

和东方财富类似，富途证券的盈利模式也是通过互联网引流。富途证券核心产品是自身的官方网站和“富途牛牛”。目前整个集团包含了研发、产品、运营等一系列部门，富途证券团队大部分成员来自于腾讯。公司于 2012 年 4 月注册成立，2013 年富途牛牛的 PC、MAC、IOS、Android 版发布后，公司每年持续更新版本，不断推出新功能与服务。

富途证券近年来客户数量和客户资产规模均持续增长，逐渐向财富管理转型。截至 2019 年 12 月 31 日，富途客户数已超过 19.8 万，同比增长 49.4%。富途旗下 APP“富途牛牛”注册用户数超 750 万，同比增长 34.7%，富途证券开户客户数达 71.8 万，同比增长 42.9%。2019 年富途证券推出涵盖现金宝（货币基金）、债券基金、股票基金等丰富基金产品。截至 2019 年 12 月 31 日，即富途基金宝正式上线后的 4 个多月内，其累计资产规模已超过 60 亿港元。

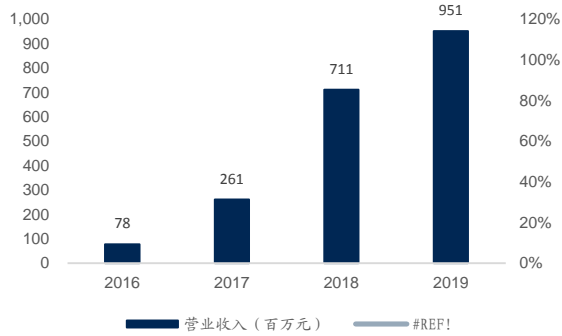
图 22: 2016-2020H 富途证券主营业务构成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

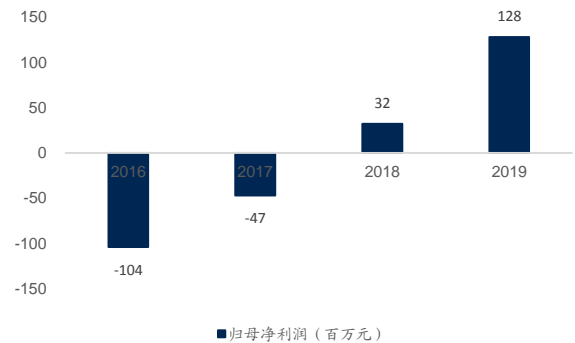
从营收和净利润来看,富途证券近年来均呈现出不断上升的趋势。2019年,富途证券实现营业收入9.51亿元,同比增长34%。净利润从2018年扭亏为盈,2019年实现净利润1.28亿元。同比增长300%。从杜邦分析来看,富途证券的净资产收益率也是依赖高杠杆倍数。2019年,富途证券和东方财富的净资产收益率分别为9.08%和9.99%,但杠杆倍数分别为10.27倍、2.75倍。

图 23: 2016-2019 年富途证券营业收入



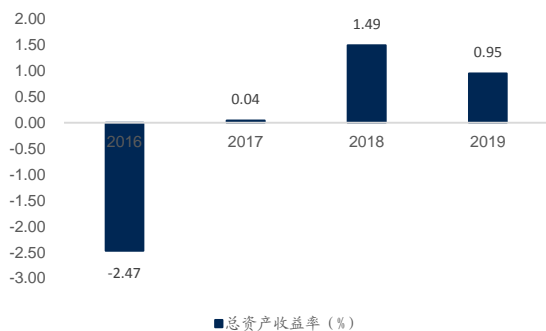
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 2016-2019 年富途证券净利润



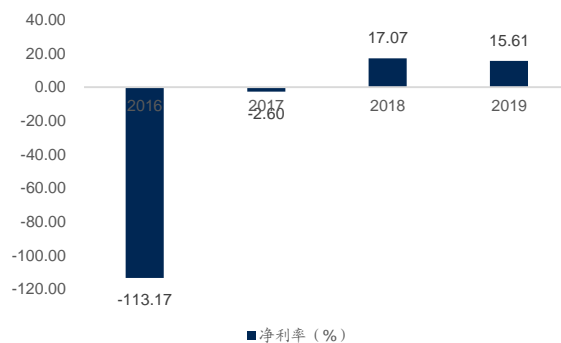
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2014-2019 年富途证券总资产收益率



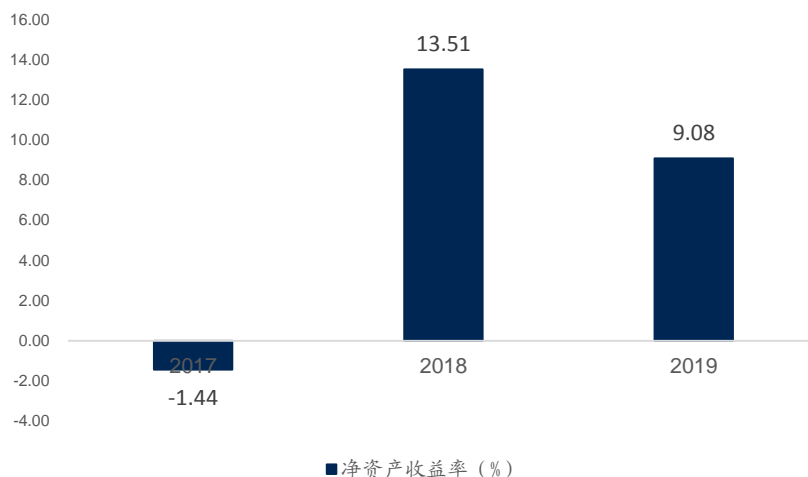
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 2014-2019 年富途证券净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 2016-2020H 富途证券净资产收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 6: 富途证券和东方财富证券近三年净资产受益良的杜邦分析

	2017	2018	2019	
富途证券	净资产收益率	-1.44	13.51	9.08
	销售净利率	-2.6	17.07	15.61
	资产周转率	0.04	0.06	0.06
	权益乘数	13.77	13.16	10.27
东方财富	净资产收益率	4.63	6.31	9.92
	销售净利率	25.01	30.69	43.28
	资产周转率	0.07	0.08	0.08
	权益乘数	2.5	2.69	2.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 单位: %

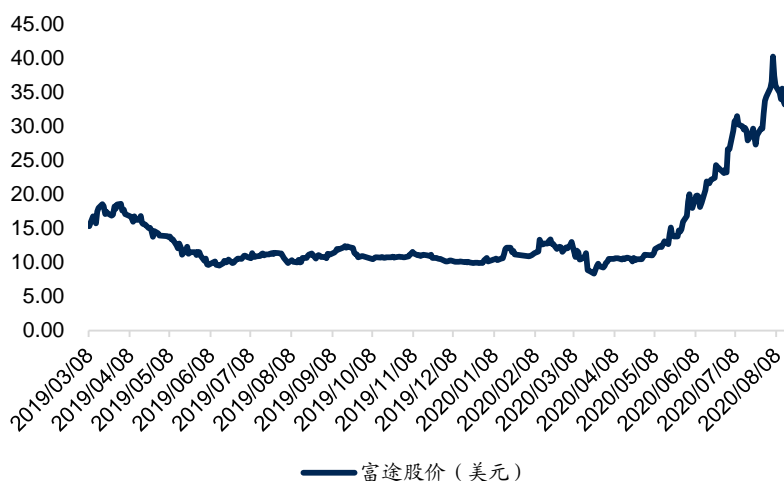
在狭窄竞争赛道谋发展

富途证券主要面临的竞争者为具有互联网基因的纯互联网券商。香港的券商主要分为外资、中资和本地券商, 其中外资券商主要面对的是机构投资者, 富途

证券主要面对的是个人投资者，因此外资券商与富途证券直接竞争较小，此外，香港本地券商自身竞争力较弱。我们在前文中提到，越来越多的互联网巨头在香港展开金融布局，将使香港互联网券商市场赛道更加拥挤。

抓住发展壮大的历史机遇。和东方财富发展壮大的路径类似，富途发展的关键机遇包括 2014 年的“沪港通”、2015 年的“大众创业，万众创新”、今年以来港股市场打新牛市。今年以来，公司股价不断走高，截止到 2020 年 8 月 20 日，公司股价自年初已上涨 196%。

图 28: 富途控股股价走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

从公司 2019 年年报来看，公司主要业务收入来源为证券业务和基金代销业务（金融电子商务服务）。其中，证券业务收入占比为 65%，金融电子商务服务收入占比为 29%。我们的盈利预测基于以下假设：

第一，证券业务方面，公司的业务主要分为经纪业务和融资融券业务。我们假设随着未来 T+0 制度的推出，公司 2020-2022 年股基交易市占率进一步扩大，分别提升为 3%、3.2%、3.5%。公司两融业务的市场份额在过去五年持续增长，2019 年市占率为 1.55%。由于两融业务和经纪业务相关性较大，随着经纪业务市占率扩大，我们假设未来三年公司两融业务市占率也将进一步扩大，分别提升到 2%、2.5%、3.0%，且我们假设息差收窄至 4%。

第二，基金代销业务方面，由于公司正进一步加强基金第三方销售服务业务，强化产品及服务创新，提升了金融电子商务服务平台整体服务能力和水平，用户体验持续提升，基金投资者规模有望进一步增长。但与此同时，腾讯、阿里这类搅局者的加入，也将分食基金销售的蛋糕。我们假设 2020-2022 年基金销售业务收入增速分别为 90%、50%、30%。

第三，金融数据服务和广告收入服务占比较小，自 2019 年开始，广告业务收

入由负转正，随着公司进一步加大终端产品的研发创新，深入挖掘互联网服务海量数据的巨大价值，我们假设未来三年金融数据和广告收入都将继续平稳增长，增速为 5%。

未来三年盈利预测

根据上述假设，我们可以得到公司未来三年的盈利预测。我们预测 2020 年-2022 年三年证券业务的收入分别为 35.38 亿元、48.31 亿元、63.23 亿元。其中，经纪业务收入分别为 22.00 亿元、29.29 亿元、36.84 亿元；利息收入分别为 10.67 亿元、16.01 亿元、23.05 亿元。

表 7：东方财富证券业务未来 3 年盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
行业股基交易总额	225,681,948	293,386,533	381,402,493	457,682,991
东方财富经纪市场份额	2.07%	3.00%	3.20%	3.50%
东方财富股基交易量	4,671,616	8,801,596	12,204,880	16,018,905
佣金率	0.036%	0.025%	0.024%	0.023%
经纪业务收入	1662.22	2200.40	2929.17	3684.35
行业两融余额	1,019,300	1,334,143	1,600,971	1,921,166
东方财富两融市场份额	1.55%	2.00%	2.50%	3.00%
东方财富两融余额	15,835	26,683	40,024	57,635
息差	5.14%	4.00%	4.00%	4.00%
利息收入	813.89	1,067.31	1,600.97	2,305.40
投资银行业务收入	45.83	20.00	25.00	30.00
资产管理业务收入	7.12	3.00	4.00	5.00
期货经纪业务收入	219.00	240.90	264.99	291.49
财务顾问及其他业务收入	5.58	6.14	6.75	7.43
证券业务总收入	2,753.64	3,537.75	4,830.88	6,323.66

资料来源：国信证券经济研究所整理，单位：百万元

从总体业务收入和增长率来看，我们预测 2020-2022 年营业收入分别为 61.43 亿元、86.23 亿元、111.86 亿元，净利润分别为 30.72 亿元、43.12 亿元、53.69 亿元，对应的净利润率分别为 50%、50%、48%。

表 8: 东方财富未来 3 年盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
证券业务				
收入	2,751	3,538	4,831	6,324
增长率	52%	29%	37%	31%
毛利率	100%	100%	100%	100%
成本				
毛利	2,751	3,538	4,831	6,324
金融电子商务服务				
收入	1,236	2,348	3,522	4,578
增长率	16%	90%	50%	30%
毛利率	91%	89%	89%	89%
成本	106.	258	386	502
毛利	1,130	2,090	3,135	4,076
金融数据服务				
收入	158	166	174	183
增长率	-1%	5%	5%	5%
毛利率	-26%	-15%	-10%	1%
成本	199	191	191	181
毛利	-41	-25	-17	2
广告服务				
收入	87	92	96	101
增长率	23%	5%	5%	5%
毛利率	1%	5%	5%	5%
成本	86	87	92	96
毛利	1	5	5	5
营业收入	4,232	6,143	8,623	11,186
增长率	35%	45%	40%	30%
综合毛利率	91%	91%	92%	93%
净利润率	43%	50%	50%	48%
净利润	1,831	3,072	4,312	5,369

资料来源：国信证券经济研究所整理，单位：百万元

盈利预测的敏感性分析

公司的证券业务在收入结构中占比最高，当市场景气度变化，公司股基交易额市占率随之波动变化，经纪业务和两融业务市占比也会发生变化，从而对公司未来盈利产生较大影响。我们对公司股基交易额市占率的变化做出悲观和乐观情景的不同分析，可以测算得出 EPS 在 0.41 元-0.50 元这一区间。

表 9: 2020EPS 随经纪业务和两融业务市场份额变化的敏感性分析

EPS	股基交易市场份额占比变化					
		2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%
两融业务占比	1.6%	0.41	0.43	0.44	0.45	0.47
	1.8%	0.42	0.44	0.45	0.46	0.48
	2.0%	0.43	0.45	0.46	0.47	0.48
	2.2%	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49
	2.5%	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50

资料来源：国信证券经济研究所分析（单位：元）

风险提示

估值和盈利预测的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在元之间。在估值方面，我们参考了同花顺、恒生电子等同类金融信息供应商的估值，最终给予公司 50-52 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。在盈利预测方面，我们进行了较多的假设，尤其是对公司业务占比最高的证券经纪业务和两融业务进行假设时，给出了较为乐观的判断，即假设公司未来市占率会在未来三年进一步扩大。这可能导致我们最终估值偏乐观的风险。

网络财经信息服务业受证券场景气度波动影响的风险

目前国内网络财经信息服务的市场需求与证券场景气度仍具有较高的相关性，一是因为国内金融市场尚未完全成熟、各金融子市场发展尚不均衡，居民理财观念和渠道较发达国家相比仍存在局限，证券市场投资者（包括直接投资 A 股或购买基金间接投资 A 股的投资者）在网络财经信息服务用户中仍占较高比重；二是国内证券市场尚缺乏做空机制，一旦证券场景气度下降，市场活跃程度和投资者热情均会受到直接影响，并进而可能抑制投资者对网络财经信息服务的需求。如果未来证券场景气度继续出现大幅波动，有可能对网络财经信息服务行业市场需求的持续快速增长带来不利影响。

盈利模式不能及时完善和创新的风险

互联网行业作为新经济的典型代表，用户需求转化快，盈利模式创新多。若公司在未来经营过程中，不能把握网络财经信息服务业的市场动态和发展趋势、及时捕捉和快速响应网络财经信息用户需求的变化，公司已有的收费能力和现有盈利模式的有效性将可能受到削弱，从而对公司未来业绩成长带来不利影响。

财经资讯和金融信息采集成本增加的风险

随着网络财经信息用户对财经资讯和金融信息内容广度、深度要求的不断提高，公司需要适应用户需求、扩大财经资讯和金融信息的采集面和采集量，并进而增加相应的成本支出；同时，对于公司需有偿取得的财经资讯和金融信息，相关信息提供方对信息的定价亦可能发生变化，从而导致公司财经资讯和金融信息采集成本增加，进而对公司经营业绩产生不利影响。

市场竞争日趋激烈的风险

鉴于行业广阔的发展前景、国内资本市场的进一步健全开放和相关政策的出台，行业的参与者将越来越多，相关费率市场化程度会越来越高，行业竞争将会进一步加剧，缺乏竞争力和核心优势的企业将会被市场淘汰，如果公司不能紧跟行业发展形势，提高公司的竞争力和核心优势，可能将无法适应激烈的行业竞争。随着网络财经信息服务业市场参与者不断增加，公司业务亦面临着市场竞争环境日趋激烈的风险。

系统安全运行风险

虽然公司已制定了完善的数据库备份、数据安全传输和质量管理体系等措施，但由于电信运营商或第三方服务提供方而造成的互联网系统安全运行问题，将可能影响公司网站的正常运行和财经信息服务的正常提供，降低用户体验和满意度，甚至给公司品牌形象带来不利影响。

网络传播内容可能面临的侵权诉讼或处罚风险

公司网站内容及所提供的金融数据服务具有合法的资讯和信息来源，在日常运营中亦采取严格的内控措施避免侵害第三方的网络版权或其他权利，公司可以据此主张免于承担侵权责任。但鉴于互联网海量的信息内容以及目前国内尚不完善的互联网法律环境，所以仍不能完全排除公司可能面临他人主张侵权诉讼的风险。即使相关诉讼主张不成立，公司亦会为应对相关诉讼支付一定的成本。虽然公司已经就 BBS 论坛建立了相应的管理制度，告知用户不得通过 BBS 发

布任何涉及违法或侵权的信息，并指定专门的技术人员对 BBS 服务进行管理，对用户通过 BBS 上传之内容进行严格审查，及时删去违反管理制度的信息，但上述措施仍不能完全避免用户在“东方财富网”BBS 上发布、传播可能涉及违法或侵权信息。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	25011	40018	54024	70232	营业收入	4231	6143	8623	11186
交易性金融资产	5006	8009	12815	20504	证券业务	2751	3538	4831	6324
应收账款	314	453	652	939	金融电子商务服务	1236	2348	3522	4578
其他流动资产	65	78	93	112	金融数据服务	158	166	174	183
流动资产合计	56159	84239	101087	121304	广告服务	87	92	96	101
固定资产	1558	1792	1971	2070	营业成本	391	402	431	448
无形资产及其他	180	202	226	253	证券业务	0	0	0	0
长期股权投资	466	489	514	540	金融电子商务服务	106	258	386	502
资产总计	61831	89656	107587	123725	金融数据服务	191	191	181	191
短期借款及交易性金融负债	403	483	580	696	广告服务	86	87	92	96
应付账款	116	151	188	226	毛利	3841	5608	7954	10407
其他金融类流动负债	33429	46801	56161	67394	净利润率	50%	50%	48%	50%
流动负债合计	39377	55128	71666	85999	净利润	1831	3072	4312	5369
长期借款及应付债券	1223	7523	8275	9103					
递延所得税负债	18	20	22	24					
非流动负债合计	5672	7657	8806	9686					
负债合计	40619	64990	81238	93424					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	21212	24665	26349	30301					
负债和股东权益总计	61831	89656	107587	123725					

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.27	0.46	0.64	0.80
每股净资产	3.16	2.96	3.24	3.72
ROE	9.9%	15.7%	16.8%	18.7%
毛利率	91%	91%	92%	93%
收入增长率	35%	45%	40%	30%
净利润增长率	91%	68%	40%	25%
资产负债率	66%	68%	71%	71%
P/E	57.83	57.18	40.73	32.71
P/B	5.0	8.8	8.1	7.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032