国金证券 SINOLINK SECURITIES

东方财富 (300059.SZ)　综合传媒行业

评级：中性　首次评级　　公司研究

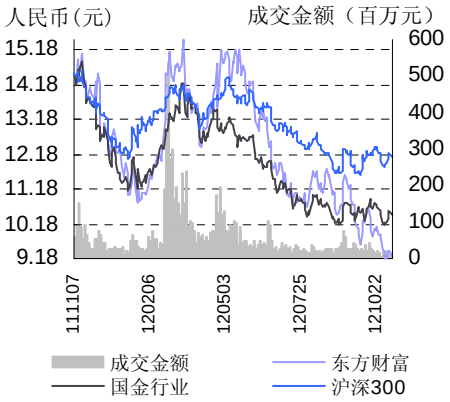
市价（人民币）：9.18 元

与资本市场紧密相关，期待第三方基金销售；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	209.86
总市值(百万元)	30.84
年内股价最高最低(元)	15.47/9.18
沪深 300 指数	2287.51



公司基本情况(人民币)

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.477	0.507	0.192	0.247	0.313
每股净资产(元)	11.52	8.10	5.50	5.61	5.80
每股经营性现金流(元)	0.50	0.74	0.47	0.33	0.41
市盈率(倍)	111.70	37.81	47.72	37.20	29.31
行业优化市盈率(倍)	72.93	20.46	27.06	27.06	27.06
净利润增长率(%)	-7.13%	59.62%	-39.32%	28.28%	26.93%
净资产收益率(%)	4.14%	6.27%	3.50%	4.40%	5.40%
总股本(百万股)	140.00	210.00	336.00	336.00	336.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 行业发展与资本市场景气度紧密相关：（1）网络广告已成为仅次于电视广告的第二大广告载体，财经网站作为金融服务类广告的主要载体，**受资本市场景气度影响，收入表现晚于资本市场 2-3 个季度；**（2）目前我国付费金融数据服务行业规模尚小，2009 年付费用户仅占当年持仓账户数（5148 万）的 1.3%，2012 年 8 月股票账户数达到 1.7 亿，持仓账户数 5630 万，**随着资本市场的好转及用户投资理财观念的进一步提高，有望迎来发展机遇期，收入表现与资本市场较为同步；**（3）我国基金销售一直延续着以银行渠道为主（58%）、基金直销（38%）和券商为辅（6%）的局面，**短期格局变化微弱，多渠道均衡发展是长期趋势。**假设未来 3-5 年第三方基金销售占整体市场规模的 10%-15%，申购费率为 0.6%（第三方销售机构 0.2%），赎回费率为 0.3%（第三方销售机构为 0.1%），尾随佣金 0.3-0.6%，整体佣金收入有望达到 12-27 亿元。
- **东方财富的主要优势在于用户粘性高、协同效应强和渠道优势明显：**（1）公司系列网站东方财富网、天天基金网、股吧等的用户访问量和人均页面流量均居同类网站首位，品牌知名度高，**决定了网络广告将保持超越行业的增速；**（2）东方财富通将东方财富网资讯、股吧、公告/研报等均集成进终端，将原有高粘性用户直接转移到终端，**预计未来在享受行业机遇的同时有望进一步扩大市场份额；**（3）第三方基金销售业务具有天然的渠道优势，利用已有网站的用户基础有利于业务的顺利推广。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司的营业收入分别为 2.48 亿、2.89 亿、3.42 亿，增速分别为-11.61%、16.56%、18.51%，EPS 分别为 0.19、0.25、0.31 元，增速分别为-39.32%、28.28%、26.93%。公司当前股价对应 2012-2013 年 PE 分别为 48、37 倍，估值较高，首次给予“中性”评级。

风险

- 资本市场波动；第三方基金销售业务发展低于预期。

张燕　联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn
程兵　分析师 SAC 执业编号：S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

投资逻辑 4
公司概况：网络广告和金融终端为短中期业绩成长的主要动力 4
行业发展：各项业务与证券市场景气度紧密相关 4
公司看点：用户粘性高、协同效应强及渠道优势明显 4
盈利预测及投资建议 4
风险提示 4
公司概况：网络广告与金融终端为短中期业绩成长的主要动力 5
行业发展：与资本市场景气度紧密相关 5
网络广告：价值提升，增速受资本市场景气度影响 5
金融终端：规模尚小，仍有高成长空间 7
基金销售佣金：未来 3-5 年有望达到 12-27 亿元 7
公司优势：用户粘性高、协同效应强及渠道优势明显 8
用户粘性高，品牌知名度广决定网络广告保持超越于行业的增速 8
系列网站和终端的协同效应有望持续扩大东方财富通市场份额 11
渠道和用户优势有利于第三方基金销售业务的顺利推广 12
盈利预测及投资建议 13
收入预测 13
成本预测 15
投资建议 16
附录：三张报表预测摘要 17

图表目录

图表 1：2007-2011 年公司营业收入、净利润及增长率 5
图表 2：2007-2011 年各项业务占比情况 5
图表 3：网络广告收入占比逐年递增 6
图表 4：金融服务类广告投放费用及增速（单位：万） 6
图表 5：2003-2011 年财经网站广告投放费用占比变化 6
图表 6：财经网站广告投放费用及增速 6
图表 7：财经网站广告投放费用类别分析 6
图表 8：2012 年 7 月财经网站主要广告投放商 6
图表 9：期末股票账户数及新增股票账户数（万） 7
图表 10：期末持仓账户数及新增持仓账户数（万） 7
图表 11：2011 年我国开放式基金销售渠道比例 8
图表 12：2011 年中国开放式基金销售各渠道电商化水平 8
图表 13：2008-2012 年单季基金申购/赎回额 8

图表 14: 2008-2012 年累计基金申购/赎回额 8
图表 15: 主要垂直类财经网站独立访问者对比 9
图表 16: 主要垂直类财经网站人均页面流量 9
图表 17: 东方财富与新浪/腾讯财经独立访问者对比 9
图表 18: 东方财富与新浪/腾讯财经人均页面流量对比 9
图表 19: 主要基金网站独立访问者对比（人/百万人） 10
图表 20: 主要财经网站人均页面流量 10
图表 21: 主要股吧独立访问者对比（人/百万人） 10
图表 22: 主要股吧网站人均页面流量 10
图表 23: 2012 年上半年中国十大用户粘性最强的独立财经网站 10
图表 24: 2012 年上半年中国十大独立财经类网站排行榜 10
图表 25: 垂直类财经网站广告投放费用格局 11
图表 26: 和讯与东方财富网月度广告投放费用 11
图表 27: 2011 年主要财经信息服务提供商收入结构 11
图表 28: 大智慧、同花顺、东方财富网金融数据收入 11
图表 29: 金融信息终端产品销售额及占比（亿元） 12
图表 30: 2009 年主要金融终端收入占比 12
图表 31: 第三方基金销售机构 13
图表 32: 成交量累计增速领先财经网站广告投放费用 14
图表 33: 成交量与财经网站广告投放费用单月增速对比 14
图表 34: 成交量与单月新增持仓账户数对比 14
图表 35: 东方财富网广告增速高于财经网站广告增速 14
图表 36: 2006-2014E 东方财富网网络广告及金融数据收入预测（单位：百万） 15
图表 37: 2007-2011 年东方财富网各业务毛利率 16
图表 38: 2007-2012 年东财销售费用率及管理费用率 16
图表 39: 互联网 A 股可比公司估值表 16

投资逻辑

公司概况：网络广告和金融终端为短中期业绩成长的主要动力

- 东方财富是国内财经信息服务龙头企业，营业收入主要来源于网络广告、金融数据终端，两类业务收入占比高达 97%，是过去业绩成长的主要动力，随着第三方基金销售业务的展开，未来网络广告、金融数据终端、基金销售业务有望三分天下。

行业发展：各项业务与证券市场景气度紧密相关

- **网络广告：价值提升，增速受资本市场景气度影响。**（1）2011 年互联网广告成为仅次于电视广告的第二大广告载体；（2）金融服务类广告作为主要投放主体之一增长迅速，但受宏观经济影响较大；（3）财经网站作为金融服务类广告的主要载体，受资本市场的景气度影响，表现晚于资本市场 2-3 个季度。
- **金融终端：规模尚小，仍有高成长空间。**（1）目前我国付费金融数据服务行业规模较小，2009 年付费用户仅占当年持仓用户数的 1.3%；（2）2012 年 8 月我国股票账户数已达 1.7 亿，持仓账户数 5630 万，**持仓账户数为金融数据终端的潜在客户，随着用户投资理财观念的进一步提高，付费金融信息服务有望迎来发展机遇期。**
- **基金销售佣金：未来 3-5 年有望达到 12-27 亿元。**我国基金销售一直延续着以银行渠道为主（58%）、基金直销（38%）和券商为辅（6%）的局面，**短期格局变化微弱，多渠道均衡发展是长期趋势。**假设未来 3-5 年第三方基金销售发展顺利，占整体市场规模的 10%-15%，申购费率为 0.6%（第三方销售机构 0.2%），赎回费率为 0.3%（第三方销售机构为 0.1%），尾随佣金 0.3%-0.6%，近似计算第三方基金销售申购佣金收入约为 3.97 亿-5.96 亿，赎回佣金收入约为 2.01 亿-3.02 亿，尾随佣金收入约为 6-18 亿元，未来 3-5 年第三方基金销售佣金收入有望达到 12-27 亿。

公司看点：用户粘性高、协同效应强及渠道优势明显

- **用户粘性高、品牌知名度广决定网络广告保持超越行业的增速：**网站的核心竞争力为用户访问量、用户粘性及品牌知名度，公司系列网站东方财富网、天天基金网、股吧等用户访问量和人均页面流量均居同类网站首位，品牌知名度高，保证了网络广告的稳定增长，也为终端和第三方基金销售业务的开展奠定了基础。
- **系列网站和终端的协同效应有望扩大东方财富通的市场份额：**东方财富通将东方财富网资讯、股吧、公告/研报等均集成进终端，将原有高粘性用户直接转移到终端，预计未来有望进一步扩大终端市场份额，迎来高成长。
- **渠道和用户优势有利于基金销售业务的顺利推广：**东方财富拥有的系列网站均为访问量最高的网站，吸引了基金、银行等金融机构的青睐，在第三方基金销售业务上具有天然的渠道优势，利用已有网站的用户基础有利于第三方基金销售业务的顺利推广。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司的营业收入分别为 2.48 亿、2.89 亿、3.42 亿，增速分别为-11.61%、16.56%、18.51%，EPS 分别为 0.19、0.25、0.31 元，增速分别为-39.32%、28.28%、26.93%。
- 公司当前股价对应 2012-2013 年 PE 分别为 48、37 倍，估值较高，首次给予“中性”评级。

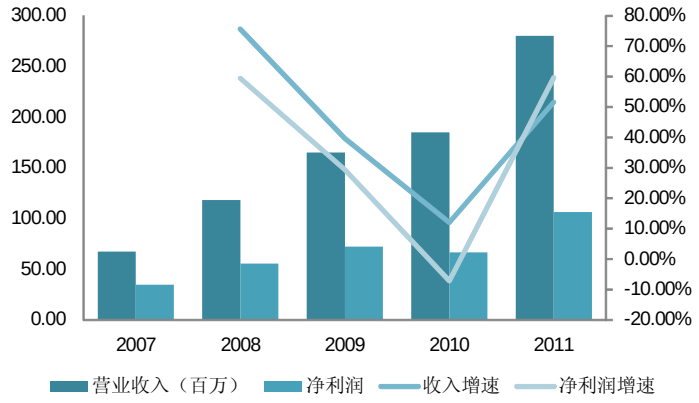
风险提示

- 资本市场波动；第三方基金销售业务发展低于预期。

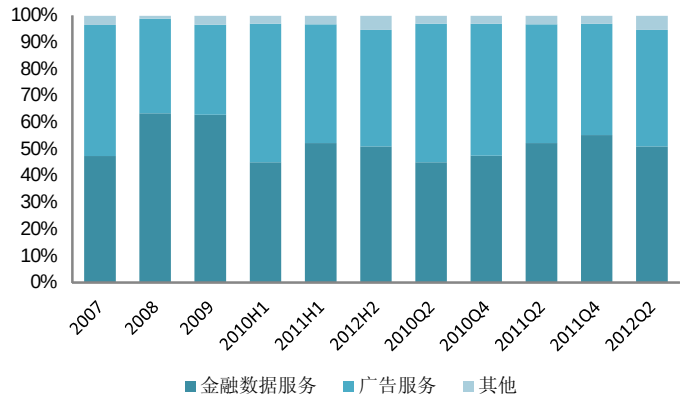
公司概况：网络广告与金融终端为短中期业绩成长的主要动力

- 东方财富是国内财经信息服务龙头企业，营业收入主要来源于网络广告、金融数据终端，两类业务收入占比高达 97%，是过去业绩成长的主要动力，随着第三方基金销售业务的展开，未来网络广告、金融数据终端、基金销售业务有望三分天下。
  - 2007-2011 年，公司营业收入由 0.67 亿元增长至 2.8 亿元，年均复合增长率为 43%，净利润由 0.35 亿元增长至 1.07 亿元，年均复合增长率为 32%。
  - 网络广告业务收入主要来自于旗下东方财富网、天天基金网、股吧等系列网站，网站免费向用户提供财经资讯、点评等，提升访问量，吸引厂商投放广告实现收入。
  - 金融数据业务收入主要通过为用户提供更加专业的金融信息服务及决策实现用户付费，目前公司提供的金融数据终端有免费版和带 level-2 行情收费版的“东方财付通”。
  - 2012 年 2 月，公司成为首批获得第三方基金销售业务牌照的公司，有望凭借之前建立的用户规模优势，低成本迅速发展用户，未来与网络广告、金融终端三分天下。

图表1：2007-2011 年公司营业收入、净利润及增长率



图表2：2007-2011 年各项业务占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

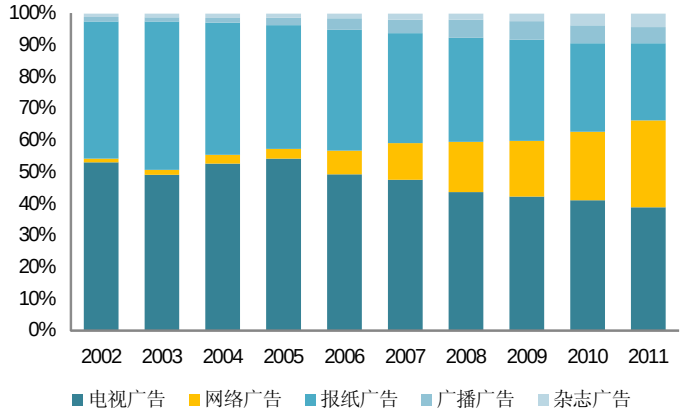
行业发展：与资本市场景气度紧密相关

网络广告：价值提升，增速受资本市场景气度影响

- 2011 年互联网广告成为仅次于电视广告的第二大广告载体；金融服务类广告作为主要投放主体之一增长迅速，但受宏观经济影响较大；财经网站作为金融服务类广告的主要载体，受资本市场景气度影响。
  - 2011 年，我国网络广告收入达到 511.9 亿元，同比增长 57.27%，已经超越报纸广告成为仅次于电视广告（724.4 亿）的第二大广告载体，未来成为第一大广告载体指日可待。
  - 金融服务类广告从 2006 年开始保持快速增长，但受宏观经济影响较大，**在宏观经济较好时，金融服务类广告增速远高于网络广告行业增速，反之亦然。**
  - 财经网站作为金融服务类广告的主要载体，从占比来看，2003 年的广告投放费用仅占整体广告投放费用的 0.56%，2007 年跃升至 3.26%，之后一直维持在 3%附近波动；从增速来看，除 07 年出现了大幅增长外，其余年份受资本市场影响时高时低，**资本市场的景气度直接决定**

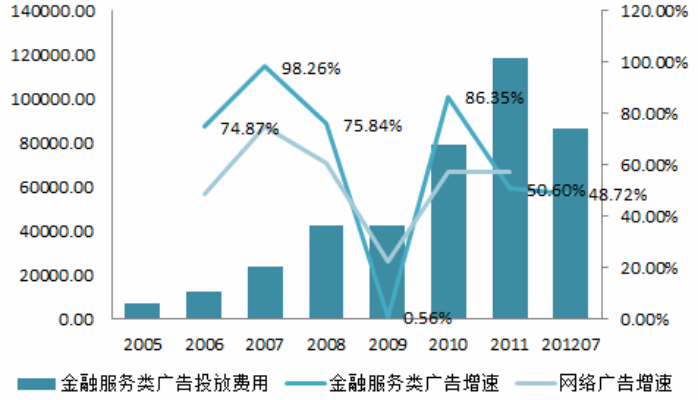
财经网站的广告收入；按类别来分，保险投资、银行、汽车为财经网站的前三大广告投放商，从今年 3 月份开始占比有所下滑，消费电子、食品饮料的广告投放费用有所上升，**财经网站的广告投放商渐渐走向多元化，但金融类企业仍起主导作用。**

图表3：网络广告收入占比逐年递增

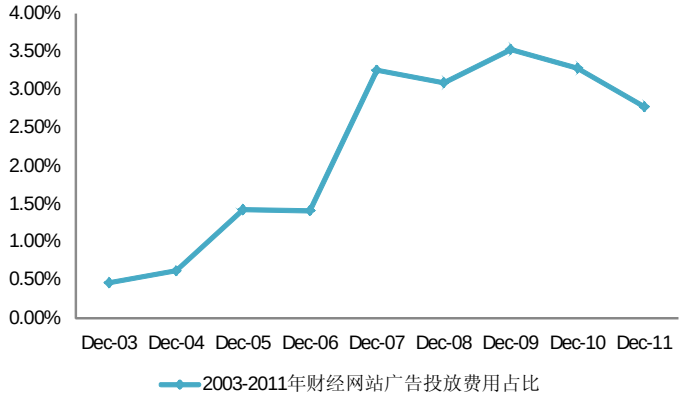


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表4：金融服务类广告投放费用及增速（单位：万）

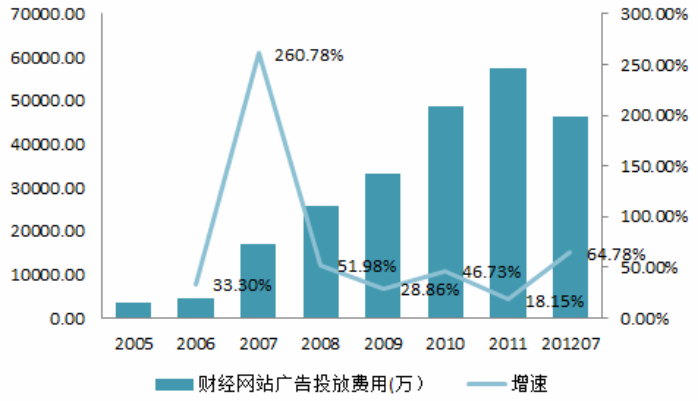


图表5：2003-2011 年财经网站广告投放费用占比变化



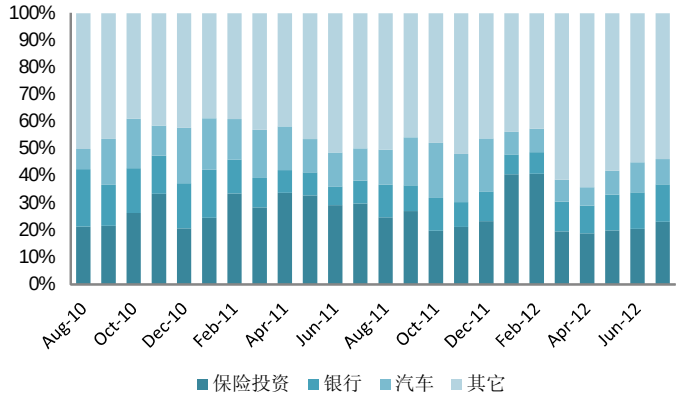
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表6：财经网站广告投放费用及增速



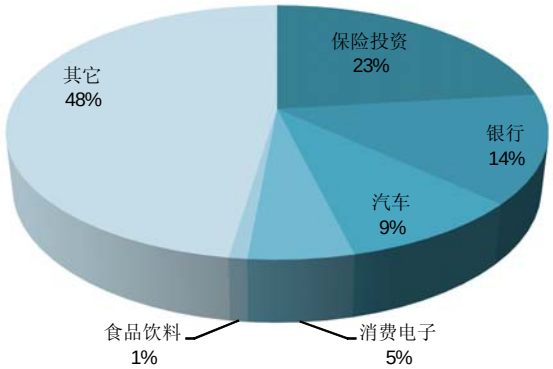
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表7：财经网站广告投放费用类别分析



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

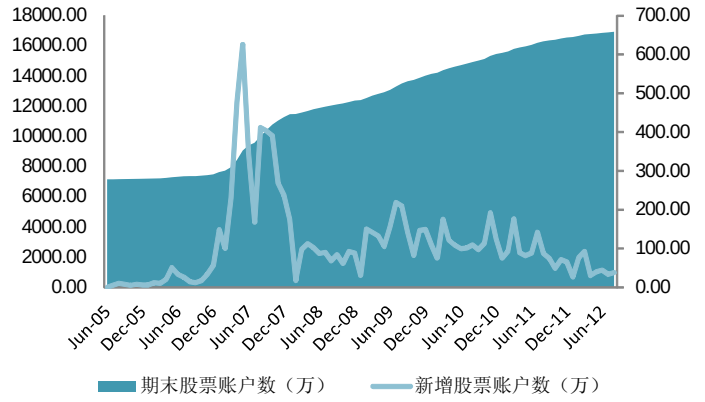
图表8：2012 年 7 月财经网站主要广告投放商



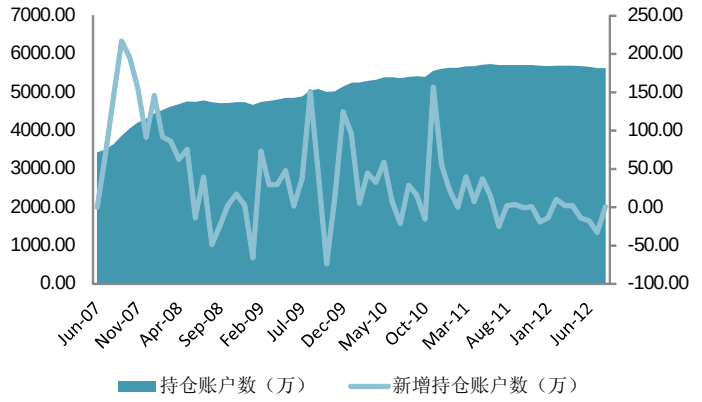
金融终端：规模尚小，仍有高成长空间

- 目前我国付费金融数据服务行业规模较小，随着用户投资理财观念的进一步提高，付费金融信息服务有望迎来发展机遇期。
  - 截止 2012 年 8 月，我国股票账户数 1.7 亿，有效账户数 1.4 亿，持仓账户数 5630 万。受资本市场影响，所有新增账户数在 2007 年都出现了爆发式增长，而持仓账户数在 2007、2009、2010 年下半年均表现较为活跃，持仓账户数为金融终端的潜在客户。
  - 截止 2009 年，我国付费金融数据终端用户 65 万，仅占股票账户数的 0.5%，有效账户数的 0.6%，持仓用户数的 1.3%，未来随着用户投资理财观念的进一步提高，付费金融信息服务有望迎来发展机遇期。

图表9：期末股票账户数及新增股票账户数（万）



图表10：期末持仓账户数及新增持仓账户数（万）



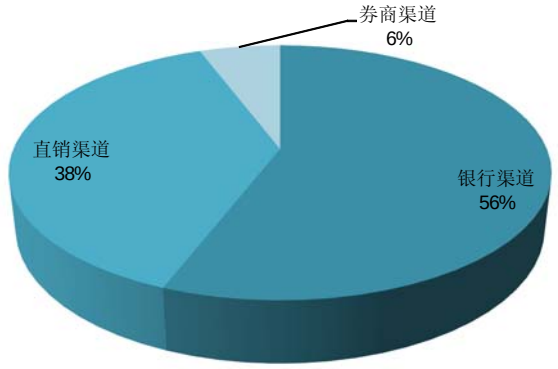
来源：中国证券登记结算有限责任公司，国金证券研究所

基金销售佣金：未来 3-5 年有望达到 12-27 亿元

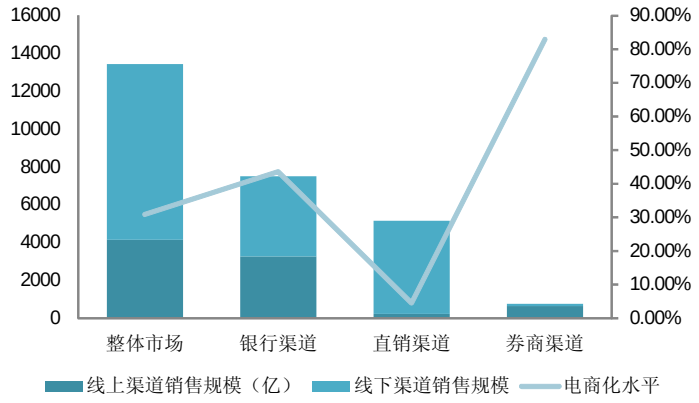
- 我国在基金销售渠道上一直延续着以银行渠道为主、基金直销和券商为辅的局面，**第三方基金销售与传统方式相比，价格优惠且方便快捷，短期由于面临基金签约、客户培育等诸多问题，格局变化微弱，但多渠道均衡发展是长期趋势。**
  - 我国开放式基金直销渠道占比 38%，券商渠道占比 6%，银行渠道占比 56%，**整体还延续着以银行渠道为主、基金直销和券商为辅的局面。**
  - 与传统的基金销售相比，**第三方基金销售价格便宜：**以银行为例，申购费率在 0.6%-1.5%之间，赎回费率为 0.6%左右，尾随佣金为 0.7%左右，而第三方基金销售的申购费率一般为 0.6%，其它费率预计也比银行渠道低；**另一方面第三方基金销售方便快捷：**通过网上银行只能使用单一银行账户进行基金购买；通过基金直销，虽然可以使用多个银行账户购买基金，但基金品种仅限于该公司提供的产品范围，然而以第三方基金销售机构、第三方支付和基金公司共同形成的新交易平台中，用户可以同时使用多个银行账户选购多家基金产品。
  - 因 2012 年年初发放第三方基金牌照，各主要第三方销售机构于中期之后才陆续开展业务，还面临基金签约、客户体验度等诸多问题，因此基金销售业务**短期格局变化微弱，但电商化发展趋势已得到认可。**根据艾瑞咨询统计数据显示，2011 年我国基金销售市场整体规模为 13438.1 亿元，通过线上渠道销售的基金规模为 4144 亿元，电商化水平为 30.8%；券商（包括天相投顾）通过证券公司交易软件实现销售规模 640.6 亿元，电商化水平达到 82.9%；商业银行通过网上银行实现销售规模 3271.6 亿元，电商化水平为 43.5%；基金公司通过网上直销渠道实现交易额 231.8 亿元，电商化水平为 4.5%，**因此多渠道均衡发展是长期趋势。**

- **未来 3-5 年第三方基金销售佣金收入有望达到 12-27 亿：**我们假设未来 3-5 年第三方基金销售占整体市场规模的 10%-15%，申购费率为 0.6%（第三方销售机构 0.2%、托管银行 0.1%，第三方支付机构 0.3%），赎回费率为 0.3%（第三方销售机构、托管银行、支付机构各为 0.1%），尾随佣金 0.3%-0.6%，2011 年开放式基金的申购份额为 19857.95 亿份，赎回份额为 20129.55 亿份（注：因无申购/赎回金额，近似采用份额计算），由此近似计算第三方基金销售申购佣金收入约为 3.97 亿-5.96 亿，赎回佣金收入约为 2.01 亿-3.02 亿，尾随佣金收入约为 6-18 亿元（按基金销售规模为 2 万亿，管理费 1.5%），若第三方基金销售业务发展顺利，未来 3-5 年第三方基金销售佣金收入有望达到 12-27 亿。

图表11：2011 年我国开放式基金销售渠道比例

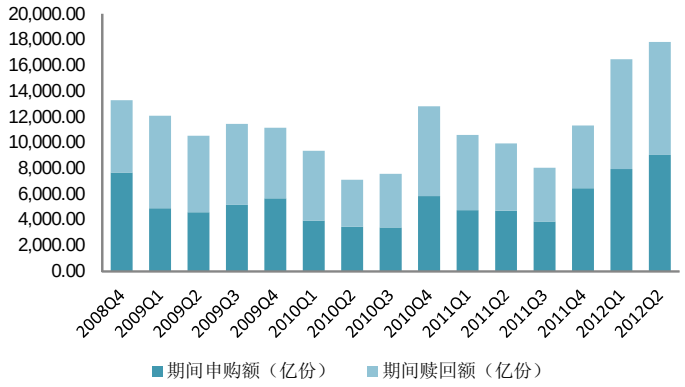


图表12：2011 年中国开放式基金销售各渠道电商化水平

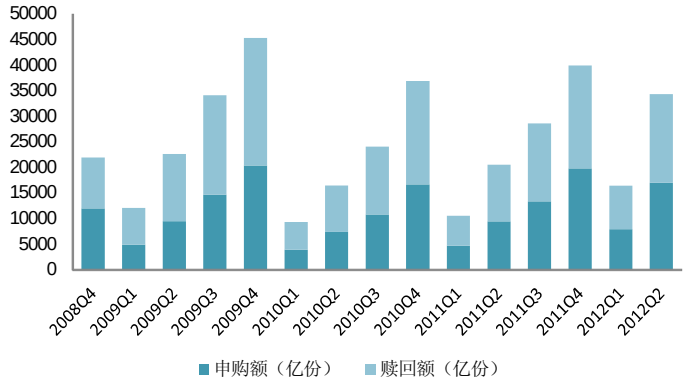


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表13：2008-2012 年单季基金申购/赎回额



图表14：2008-2012 年累计基金申购/赎回额



来源：中国证券业协会，国金证券研究所

公司优势：用户粘性高、协同效应强及渠道优势明显

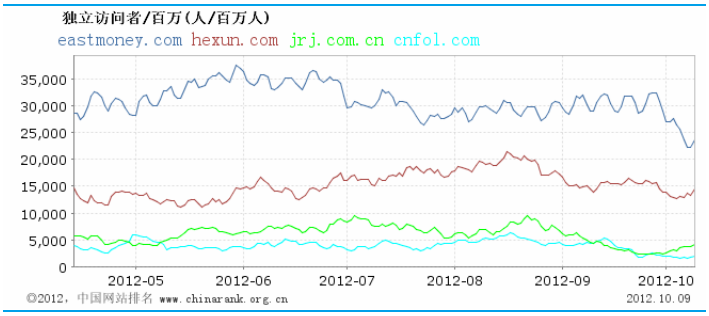
用户粘性高，品牌知名度广决定网络广告保持超越于行业的增速

- 网站的核心竞争力为用户访问量、用户粘性及品牌知名度，公司系列网站东方财富网、天天基金网、股吧等的用户访问量和人均页面流量均居同类网站首位，品牌知名度高，保证了网络广告的稳定增长，也为终端和第三方基金销售业务的开展奠定了基础。
  - 垂直类财经网站主要有东方财富、和讯、金融界等；基金类网站主要有天天基金网、酷基金网、123 基金网；股吧主要有东方财富股吧、和讯股吧、金融界爱股等。据中国网站排名统计，公司旗下的系列网站在同类型网站中的独立访问者和人均页面流量均居第一；据艾瑞咨

询统计，2012 年上半年东方财富网的用户粘性排名第一，知名度略微落后于和讯网排名第二。

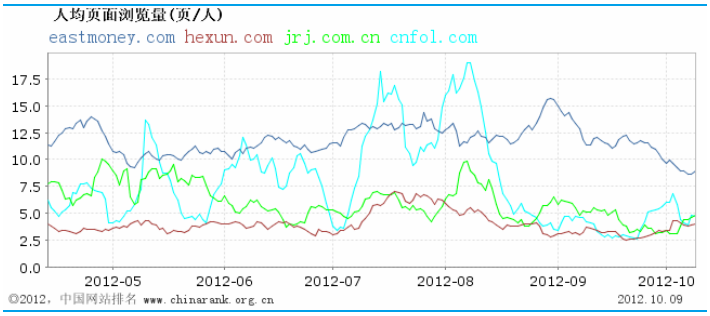
- 公司在垂直类财经网站中的地位毋庸置疑，但也面临着依托综合门户起家的新浪财经、腾讯财经的挑战，从独立访问者来看，仅略低于东方财富，但东财在专业性、深度、用户体验等方面要优于新浪/腾讯财经，因此用户黏性会更高，东财的人均页面流量远远高于新浪/腾讯财经也验证了这一点。
- 东方财富网、天天基金网是网络广告的主要收入来源，2008 年和讯、东财、FT 中文网的广告投放费用占整体财经网站广告投放费用的 80%，随着财经网站的增多，2011 年三家的占比下滑至 56%；与和讯（1996 年）相比，东财（2005 年）起步较晚，在网络广告投放上和讯一直位居首位，东方财富排在第二，但从 2010 年开始，东财与和讯的差距渐渐缩小，一度有赶超之势。**从目前的用户数据推断未来东方财富网超越和讯成为第一大垂直类财经网络广告投放网站是大概率事件，因此有望保持超于行业的增速发展。**
- 天天基金网将成为第三方基金销售的主要通道；股吧作为个人投资者相互交流的平台，两者与东方财富网相辅相成，也为第三方基金销售业务的开展奠定了基础。

图表15：主要垂直类财经网站独立访问者对比

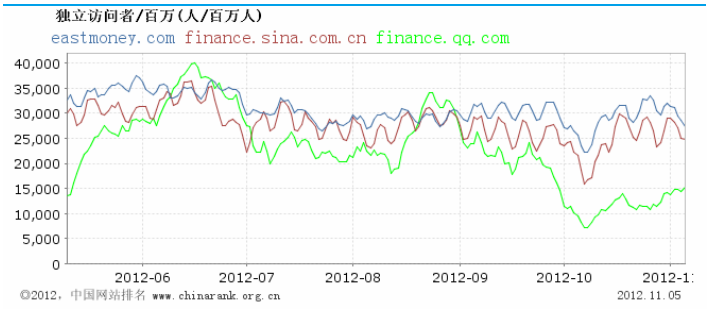


来源：中国网站排名，国金证券研究所

图表16：主要垂直类财经网站人均页面流量

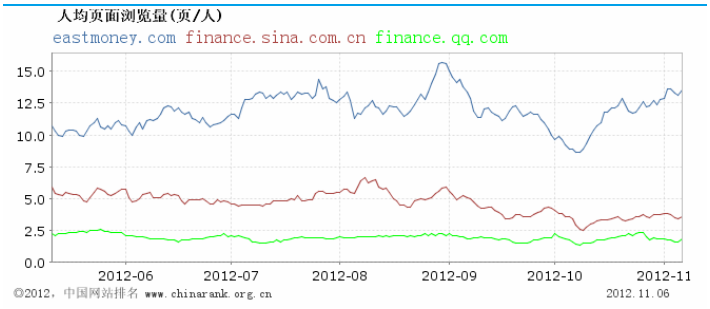


图表17：东方财富与新浪/腾讯财经独立访问者对比

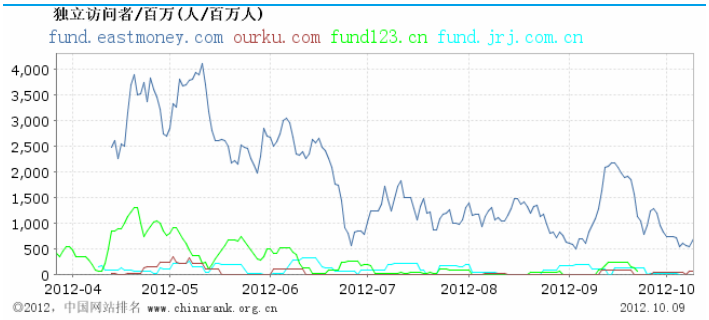


来源：中国网站排名，国金证券研究所

图表18：东方财富与新浪/腾讯财经人均页面流量对比

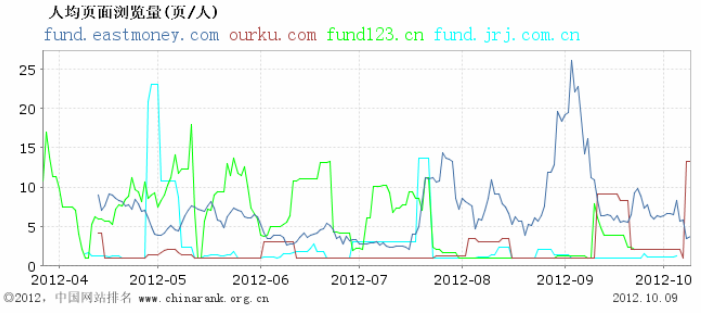


图表19：主要基金网站独立访问者对比（人/百万人）

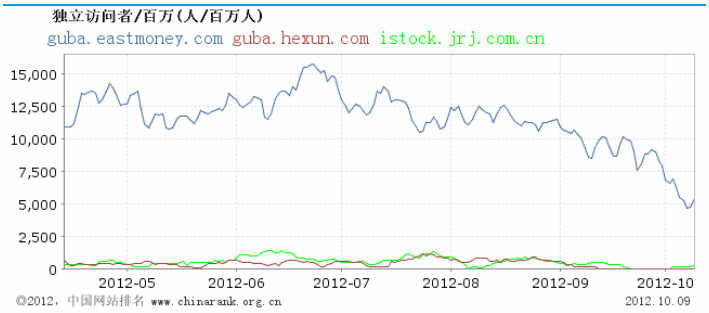


来源：中国网站排名，国金证券研究所

图表20：主要财经网站人均页面流量

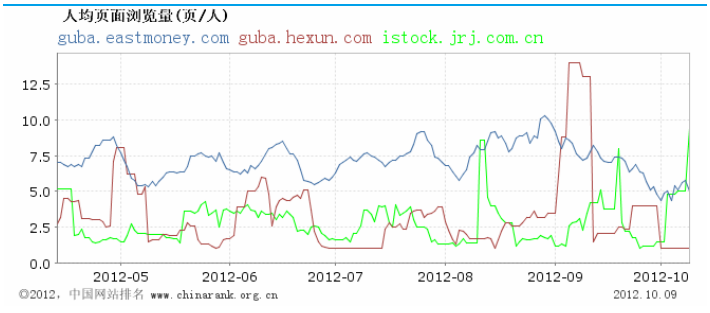


图表21：主要股吧独立访问者对比（人/百万人）



来源：中国网站排名，国金证券研究所

图表22：主要股吧网站人均页面流量



图表23：2012 年上半年中国十大用户粘性最强的独立财经网站

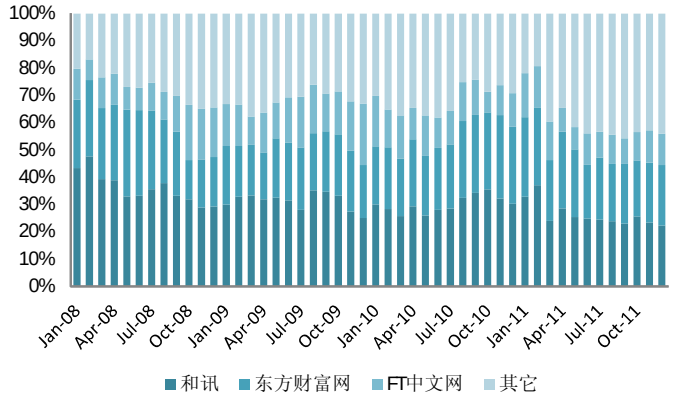
网站	月均人均月度有效浏览时长（分：秒）	人均月度有效浏览时长趋势 2012.1-2012.6
东方财富网	33:02	
第一财经	22:20	
中国财经信息	17:34	
华尔街日报	13:08	
21世纪网	13:04	
FT中文网	11:41	
同花顺	10:53	
我爱卡	9:07	
金融界	8:14	
中国证券网	7:50	

来源：艾瑞咨询（月度覆盖人数指该网站在该月的独立访问用户数，用户重复访问不重复统计），国金证券研究所

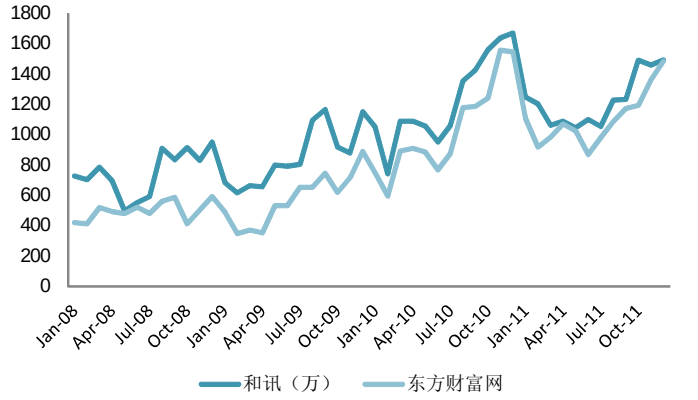
图表24：2012 年上半年中国十大独立财经类网站排行榜

网站	域名	月均月度覆盖人数（万人）2012.1-2012.6
和讯	hexun.com	5041.5
东方财富网	eastmoney.com	4540.9
金融界	jrj.com.cn	2240.0
证券之星	stockstar.com	2150.0
中国经济网	ce.cn	1770.1
中金在线	cnfol.com	1543.5
华讯财经	591hx.com	1122.2
同花顺	10jqka.com.cn	1085.8
财新网	caixin.com	758.3
证券大智慧	gw.com.cn	616.8

图表25：垂直类财经网站广告投放费用格局



图表26：和讯与东方财富网月度广告投放费用

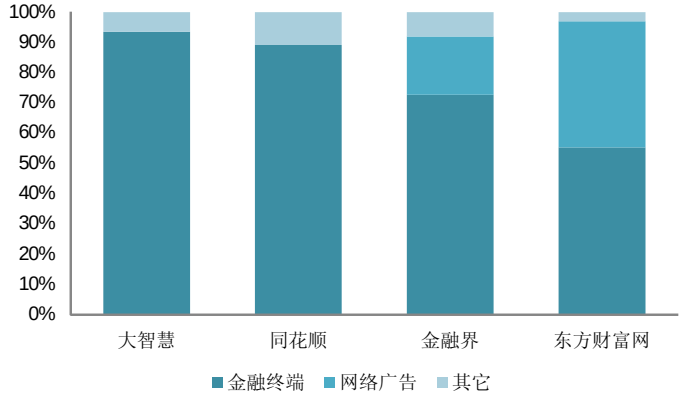


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

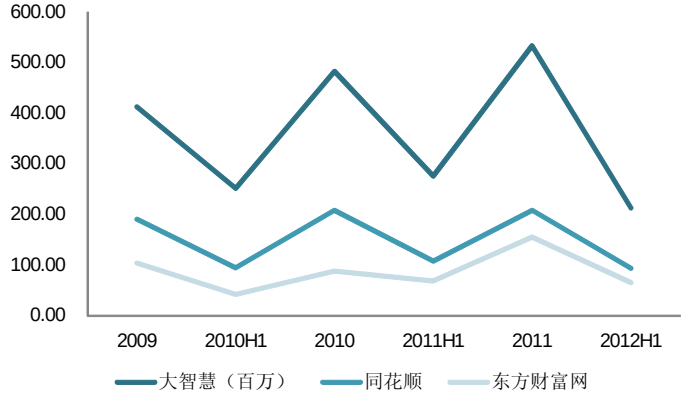
系列网站和终端的协同效应有望持续扩大东方财富通市场份额

- **东方财富通将东方财富网资讯、股吧、公告/研报等均集成进终端，将原有高粘性用户直接转移到终端，预计未来在享受行业发展机遇的同时有望进一步扩大终端市场份额。**
  - 东方财富的终端主要有免费版和带 level-2 行情收费版的东方财富通，费用为 6980 元/年、8989 元/两年，据公司介绍，免费版的东方财富通下载量已排在前三。
  - 国内金融终端较强的公司有大智慧、金融界、同花顺等；从收入构成来看，大智慧、同花顺和金融界均以金融终端收入为主要来源，大智慧的金融数据终端收入最高，2009 年约占行业收入的 30%，东方财富为 7.6%，排名第四。
  - 大智慧终端的知名度高于东方财富通，**但东方财富通最大的优势是将东方财富网资讯、股吧、公告/研报等做了很好的整合。**大智慧、同花顺等因其先发优势及品牌知名度在个人用户中市场占有率较高，但从收入结构中可以看出，其它类收入占比非常小，在一定程度上说明了大部分金融终端类公司的资讯收集/评论要弱于东方财富，而东方财富通将资讯、股吧等全部移植到了终端中，可以将东方财富网、天天基金网、股吧的原有高粘性用户直接转移到终端，**有望进一步扩大终端市场份额，迎来高成长。**

图表27：2011 年主要财经信息服务提供商收入结构

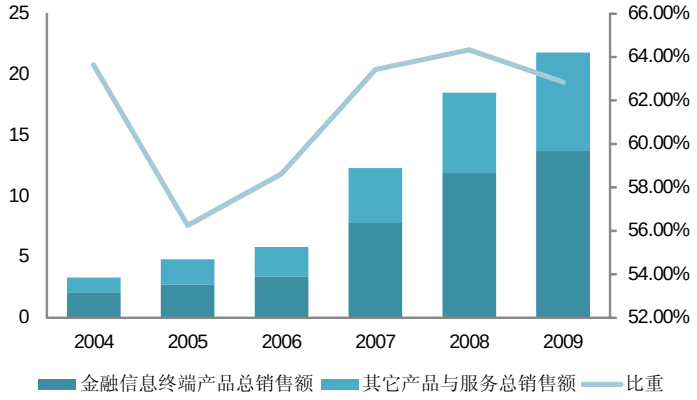


图表28：大智慧、同花顺、东方财富网金融数据收入

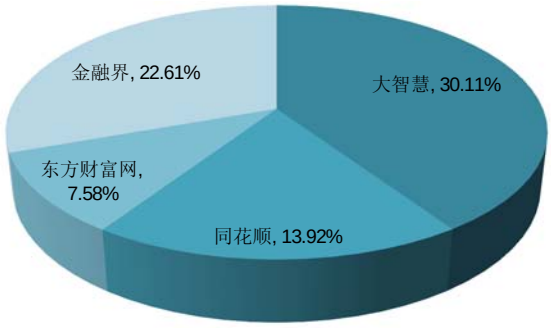


来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：金融信息终端产品销售额及占比（亿元）



图表30：2009 年主要金融终端收入占比



来源：大智慧招股说明书，艾瑞咨询，国金证券研究所

渠道和用户优势有利于第三方基金销售业务的顺利推广

- **东方财富拥有的系列网站均为访问量最高的网站，吸引了基金、银行等金融机构的青睐，在第三方基金销售业务上具有天然的渠道优势，利用已有网站的用户基础有利于第三方基金销售业务的顺利推广。**
  - 2011 年 10 月，新的《证券投资基金管理办法》正式实施，组建第三方销售机构进入实质性的操作阶段；截止 2012 年 8 月证监会陆续发放 12 家第三方基金销售牌照（证券投资咨询机构 4 家，独立基金销售机构 9 家，天相投顾 2004 年获得牌照），5 家第三方基金支付牌照，标志着我国基金销售渠道将走向多元化。
  - 截止目前，按基金签约家数来看，依次为天相投顾（约 52 家）、深圳众禄（41）、好买基金（40）、长海长量（35）、杭州数米（33）、天天基金（19）、诺亚正行（17）、北京展恒（6）、同花顺（2）、江苏金百临（1）。
  - 东方财富作为财经信息服务类龙头，系列网站已经吸引了大量金融机构的青睐，在第三方基金销售业务上与其它获得牌照的公司相比，**具有天然的渠道优势，再加上天天基金网也为目前基金类网站中访问量最高的网站，有利于第三方基金销售业务的推广。**
  - **短期我们认为第三方基金销售对公司的收入贡献有限，一方面业务处于发展初期，不仅面临基金签约、用户体验等问题，还面临着业务规模较小，尾随佣金对收入贡献较小的问题，但长期来说这项业务会为公司带来质的改变。**

图表31：第三方基金销售机构

机构名称	网址	核准时间	基金规模（亿元）	目前签约情况
证券投资咨询机构				
天相投顾	www.txsec.com	2004年7月	19919.05	约52家：国泰、富国、国投瑞银、鹏华、融通、招商、万家、金鹰、泰达宏利、海富通、广发、长信、中欧、浙商、银华、南方、宝盈、大摩、兴业、天治、光大保德信、上投摩根、国富、华泰柏瑞、汇添富、浦银安盛、交银、信诚、诺德、华商、财通、华夏、华安、博时、嘉实、大成、银河、纽银、国联安、景顺长城、信达澳、金元惠理、中邮、东吴、诺安、中银、天弘、长城、工银瑞信、中海、招商、益民
江苏金百临	www.jsjbl.com	2012年5月	432.27	1家：富国
鼎信汇金	www. 9ifund .com	2012年5月		
和讯信息	www.hexun.com	2012年6月		
独立基金销售机构				
诺亚正行	www.noah-fund.com	2012年2月	7051.74	约17家：国泰、博时、长盛、富国、国投瑞银、鹏华、万家、泰达宏利、大摩、汇添富、南方、兴业全球、光大、上投摩根、国富、新华、信达澳
深圳众禄	www.jjmmw.com	2012年2月	10678.56	约41家：国泰、富国、国投瑞银、鹏华、融通、金鹰、泰达宏利、海富通、广发、中欧、浙商、银华、南方、大摩、兴业、光大保德信、上投摩根、国富、汇添富、交银、信诚、诺德、华商、华夏、博时、银河、纽银、景顺长城、信达澳、东吴、天弘、长城、南方、建信、东方、汇丰晋信、民生加银、长安、新华、中海、长盛
上海天天基金	www.1234567.com.cn	2012年2月	2332.30	约19家：富国、光大、国富、国联安、汇丰晋信、金鹰、大摩、泰达宏利、天弘、天治、新华、信诚、信达澳银、益民、银河、华泰柏瑞、中欧、纽银、浙商
上海好买基金	www.ehowbuy.com	2012年2月	8973.83	约40家：国泰、华安、长盛、大成、富国、国投瑞银、银河、鹏华、融通、万家、金鹰、泰达宏利、海富通、国联安、申万菱信、大摩、天弘、诺德、中欧、南方、兴业、天治、光大保德信、上投摩根、东方、国富、华泰柏瑞、汇添富、新华、浦银安盛、交银、信诚、益民、诺德、信达澳、金元惠理、华商、民生加银、德邦、长安
杭州数米基金	www.fund123.cn	2012年4月	9220.80	约33家：国泰、富国、国投瑞银、银河、鹏华、融通、金鹰、泰达宏利、海富通、申万菱信、大摩、天弘、诺德、中欧、南方、兴业、光大保德信、国富、浦银安盛、交银、信诚、华商、泰信、长信、汇添富、建信、长城、中海、东方、华富、新华、汇丰晋信、浙商
上海长量基金	www.e-rich.com.cn	2012年4月	10013.33	约35家：国泰、富国、国投瑞银、鹏华、融通、招商、万家、金鹰、泰达宏利、海富通、广发、长信、申万菱信、中欧、浙商、银华、南方、宝盈、大摩、兴业、天治、光大保德信、上投摩根、东方、国富、华泰柏瑞、汇添富、浦银安盛、交银、信诚、诺德、华商、富安达、财通、长安
浙江同花顺基金	www.ijijin.cn	2012年4月	99.97	2家：大摩、浙商
北京展恒	www.myfund.com	2012年6月	2958.73	6家：博时、富国、鹏华、金鹰、国联安、银河、中邮
上海基德	www.jidefund.com	2012年8月		

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

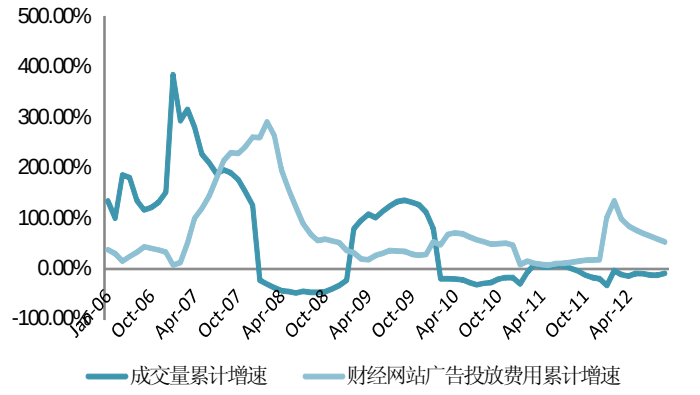
盈利预测及投资建议

收入预测

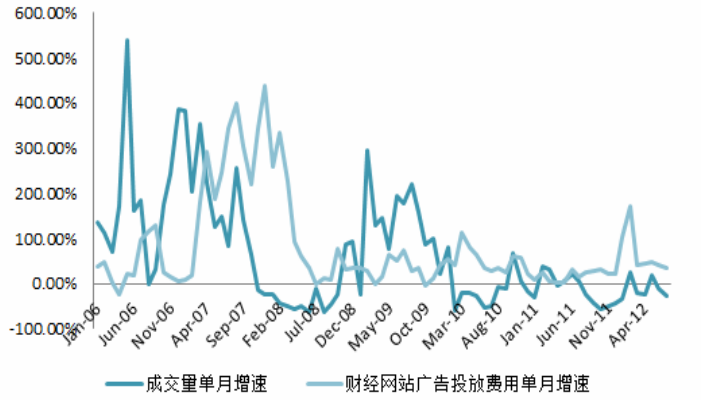
- **根据国金证券研究所非银行金融行业研究员王琨对 2012-2014 年股基日均成交额分别为 1400、1600、1800 亿元的预测，2012-2014 年成交额累计增速分别为-20%，14%、12.5%，我们预计 2012-2014 年东方财富的收入分别为 2.48、2.89、3.42 亿元，同比增速分别为-11.61%、16.56%、18.51%。**
  - 从过去的数据中可以看出，东方财富网的广告收入增速明显高于行业，作为垂直类财经网站的龙头企业，预计今后仍将保持高于行业的增速，收入增速晚于资本市场 2-3 个季度有所体现。
  - 金融终端市场规模尚小，行业面临巨大空间，东方财富通将东方财富网资讯、股吧等有效的整合有望使得东方财富通在享受行业机遇的同时扩大市场份额。金融数据终端的潜在客户为持仓用户数，而新增持仓用户数与成交量的变化趋势一致，预计金融数据收入累计增速与资本市场几乎同步。

- 根据国金证券研究所非银行金融行业研究员王琨对 2012-2014 年股基日均成交额分别为 1400、1600、1800 亿元的预测，2012-2014 年成交额累计增速分别为-20%，14%、12.5%，**考虑到网络广告增速要滞后资本市场 2-3 个季度有所体现，终端与资本市场反应基本同步，我们预计公司网络广告 2012-2014 年增速分别为-5%、10%、15%，金融终端增速分别为-20%、20%、20%（三季度终端收入增速预计低于-20%）**，由此预计 2012-2014 年东方财富的收入分别为 2.48、2.89、3.42 亿元，同比增速分别为-11.61%、16.56%、18.51%。

图表32：成交量累计增速领先财经网站广告投放费用

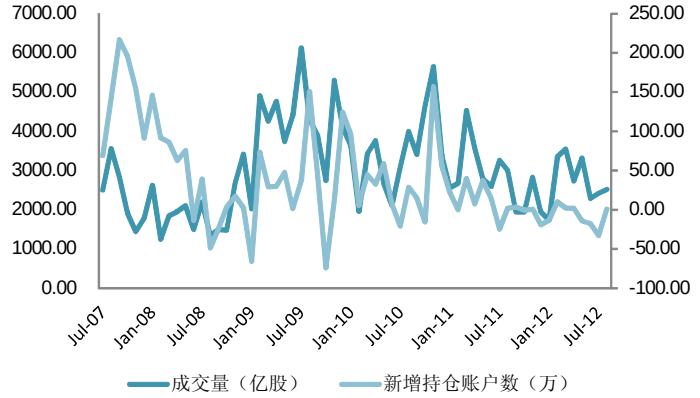


图表33：成交量与财经网站广告投放费用单月增速对比

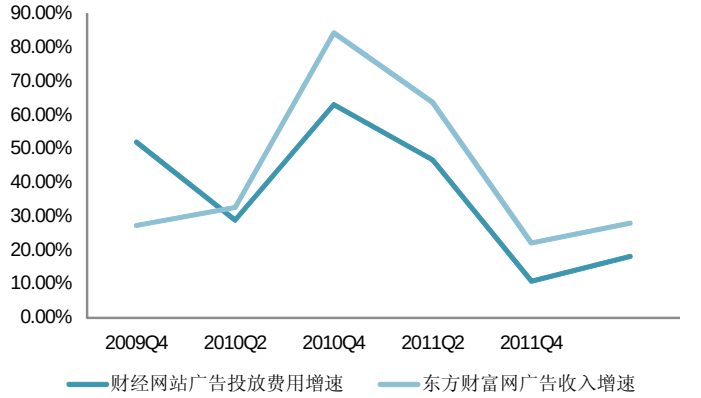


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表34：成交量与单月新增持仓账户数对比



图表35：东方财富网广告增速高于财经网站广告增速



来源：中国证券登记结算有限责任公司，国金证券研究所

图表36：2006-2014E 东方财富网网络广告及金融数据收入预测（单位：百万）

项目	2006Q4	2007Q4	2008Q4	2009Q4	2010Q2	2010Q4	2011Q2	2011Q4	2012Q2	2012E	2013E	2014E
日均成交额（亿）	370.74	1893.64	1106.15	2220.72	1877.89	2260.70	2045.18	1745.66	1448.01	1400.00	1600.00	1800.00
全年累计成交额（十亿）	8897.66	45447.38	26547.53	53297.31	22534.72	54256.76	24542.14	41895.93	17376.18	33600.00	38400.00	43200.00
东方财富网络广告收入（百万）	1.09	33.02	42.04	55.76	48.05	91.30	58.66	116.86	56.01	111.01	122.11	140.43
东方财富金融数据收入（百万）	1.92	31.98	74.96	103.84	41.69	87.99	68.85	154.89	65.40	123.91	148.70	178.44
东方财富整体收入（百万）	4.12	67.35	118.24	165.13	92.45	184.96	131.77	280.31	128.22	247.77	288.79	342.23
成交额增速	*194.39%*	*410.78%*	*-41.59%*	*100.76%*	*2.19%*	*1.80%*	*8.91%*	*-22.78%*	*-29.20%*	*-19.80%*	*14.29%*	*12.50%*
东方财富网络广告增速		*2942.07%*	*27.30%*	*32.66%*	*84.29%*	*63.73%*	*22.08%*	*27.99%*	*-4.52%*	*-5.00%*	*10.00%*	*15.00%*
金融数据收入增速		*1567.78%*	*134.38%*	*38.53%*	*-9.04%*	*-15.27%*	*65.14%*	*76.04%*	*-5.01%*	*-20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
整体收入增速		*1535.67%*	*75.57%*	*39.65%*	*25.14%*	*12.01%*	*42.52%*	*51.55%*	*-2.69%*	*-11.61%*	*16.56%*	*18.51%*

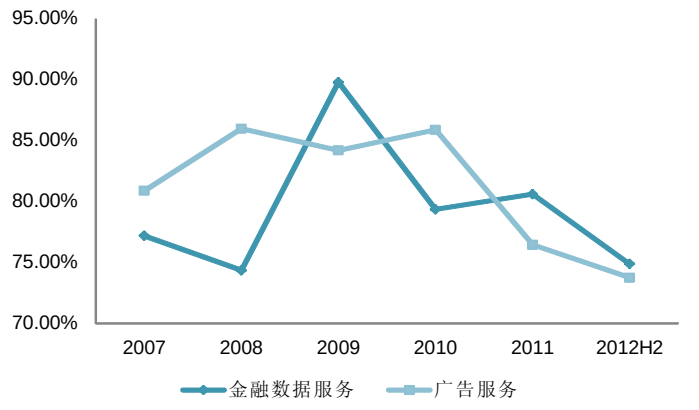
注：日均成交额根据国金证券研究所非银行金融行业研究员王琨预测

来源：同花顺，国金证券研究所

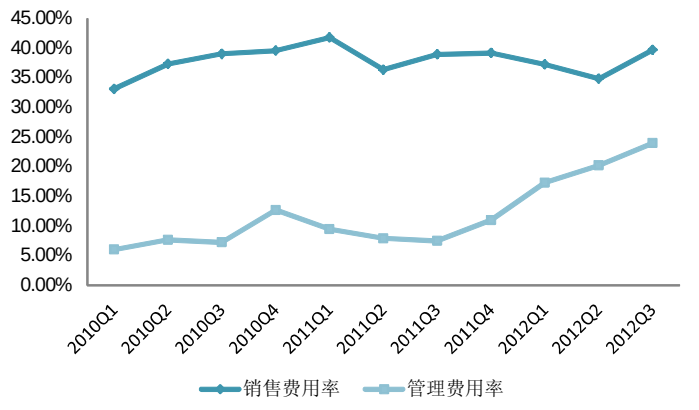
成本预测

- **毛利率预测**：预计 2012-2014 年网络广告毛利率分别为 72%、73%、74%；金融终端毛利率分别为 73%、74%、75%。
  - **网络广告毛利率缓慢回升**：2007-2010 年网络广告毛利率维持在 85%左右，2011H1 出现大幅下滑，主要是公司进一步加大了广告业务投入，运营成本增加，预计之后网络广告的毛利率会缓慢回升，2012-2014 年毛利率分别为 72%、73%、74%。
  - **金融终端毛利率维持稳定，若资本市场转好，有望回升**：除 2009 年金融终端的毛利率高达 90%外，其余年份维持在 75%-80%之间，2012H1 与 2011 年相比出现了下滑，一方面是因为公司从今年开始对金融终端收费产品做了一定调整，大力开展低端收费用户，另一方面是受到资本市场持续低迷影响。随着战略转型过渡期完成，收费终端增多，毛利率有望回升，此外若资本市场转好，有望迅速好转，预计 2012-2014 年毛利率均为 73%、74%、75%。
- **费用率预测**：2012-2014 年预计销售费用率和管理费用率均呈略微下滑趋势，销售费用率分别为 40%、38%、36%，管理费用率分别为 24%、22%、20%。
  - 销售费用率：2010 年开始由于广告业务规模扩大，业务人员增加，以及品牌宣传、市场拓展、业务推广活动增加等原因导致销售费用率达到 39%；2012H1 对销售费用做了调整，将原计入销售费用的相关部门费用，自报告期初起，统一完善核算口径计入管理费用，因此销售费用率降至 34.83%，但 2012Q3 单季由于收入下滑，人员增加等原因导致销售费用占当季收入的 54%，目前为止股市仍未有明显好转迹象，四季度单季销售费用率不会显著下降，全年预计为 40%，但展望未来两年，销售费用有望逐年递减，分别为 38%、36%。
  - 管理费用率：2012 年公司加大了战略及业务投入，人员规模较去年有一定程度的增长，另外部分销售费用计入管理费用，导致 2012Q3 管理费用率大幅上升至 24%，预计全年保持不变，未来有望下滑，2013-2014 年分别为 22%、20%。

图表37：2007-2011 年东方财富网各业务毛利率



图表38：2007-2012 年东财销售费用率及管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 由此，我们预计 2012-2014 年公司的净利润分别为 6464 万、8292 万、1.05 亿，同比增速分别为-39.32%、28.28%、26.93%，EPS 分别为 0.19、0.25、0.31 元。

投资建议

- 公司当前股价对应 2012-2013 年 PE 分别为 48、37 倍，估值较高，首次给予“中性”评级。

图表39：互联网 A 股可比公司估值表

代码	公司	股价	股本（百万）	EPS 2011	EPS 2012E	EPS 2013E	EPS 2014E	PE 2012E	PE 2013E	PE 2014E
002095.SZ	生意宝	12.24	162.00	0.20	0.31	0.41	0.32	39.07	29.85	38.25
002315.SZ	焦点科技	27.90	117.50	1.39	1.53	1.81	1.97	18.28	15.38	14.20
601519.SH	大智慧	4.50	1,390.00	0.16	0.18	0.28		25.00	16.36	
300226.SZ	上海钢联	13.50	80.00	1.08	0.55	0.71	0.86	24.35	18.98	15.64
300295.SZ	三六五网	45.13	53.35	1.81	1.80	2.43	3.19	25.07	18.56	14.16
300033.SZ	同花顺	13.87	134.40	0.46	0.47	0.74	1.11	29.68	18.68	12.44
均值								26.91	19.64	18.94
300059.SZ	东方财富	9.18	336.00	0.51	0.19	0.25	0.31	47.72	37.20	29.31

来源：wind，同花顺，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**165**	**185**	**280**	**248**	**289**	**342**
增长率		*12.0%*	*51.5%*	*-11.6%*	*16.6%*	*18.5%*
主营业务成本	-22	-32	-60	-71	-79	-90
%销售收入	*13.1%*	*17.4%*	*21.5%*	*28.6%*	*27.3%*	*26.4%*
毛利	144	153	220	177	210	252
%销售收入	*86.9%*	*82.6%*	*78.5%*	*71.4%*	*72.7%*	*73.6%*
营业税金及附加	-11	-14	-11	-9	-10	-12
%销售收入	*6.5%*	*7.4%*	*3.9%*	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*
营业费用	-53	-73	-110	-99	-110	-123
%销售收入	*31.8%*	*39.6%*	*39.2%*	*40.0%*	*38.0%*	*36.0%*
管理费用	-9	-23	-31	-59	-64	-68
%销售收入	*5.3%*	*12.7%*	*11.0%*	*24.0%*	*22.0%*	*20.0%*
息税前利润（EBIT）	72	42	69	9	26	48
%销售收入	*43.3%*	*23.0%*	*24.5%*	*3.8%*	*9.1%*	*14.0%*
财务费用	5	28	42	52	55	56
%销售收入	*-3.3%*	*-15.3%*	*-15.1%*	*-20.8%*	*-19.0%*	*-16.5%*
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.9%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	77	70	110	60	80	102
营业利润率	*46.8%*	*38.0%*	*39.1%*	*24.0%*	*27.6%*	*29.9%*
营业外收支	5	4	12	14	14	17
税前利润	**82**	**74**	**121**	**73**	**94**	**120**
利润率	*49.8%*	*40.0%*	*43.3%*	*29.6%*	*32.6%*	*34.9%*
所得税	-10	-7	-15	-9	-11	-14
所得税率	*12.3%*	*9.8%*	*12.3%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*
净利润	72	67	107	65	83	105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	**72**	**67**	**107**	**65**	**83**	**105**
净利率	*43.5%*	*36.1%*	*38.0%*	*26.1%*	*28.7%*	*30.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	72	67	107	65	83	105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	6	16	30	33	36
非经营收益	-1	0	0	-13	-14	-17
营运资金变动	0	-3	34	78	11	14
经营活动现金净流	**76**	**70**	**156**	**159**	**112**	**138**
资本开支	-5	-72	-175	-11	-11	-8
投资	-6	-3	0	0	0	0
其他	0	0	-19	0	0	0
投资活动现金净流	**-11**	**-75**	**-194**	**-11**	**-11**	**-8**
股权募资	55	1,305	0	126	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-50	-28	-21	0	-44	-44
筹资活动现金净流	**5**	**1,277**	**-21**	**126**	**-44**	**-43**
现金净流量	**69**	**1,271**	**-59**	**274**	**58**	**88**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	269	1,540	1,481	1,755	1,813	1,901
应收款项	26	29	35	33	38	45
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	67	103	14	16	18
流动资产	301	1,637	1,620	1,802	1,868	1,965
%总资产	*93.7%*	*97.3%*	*88.8%*	*90.1%*	*90.8%*	*91.7%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	11	37	54	55	52	46
%总资产	*3.6%*	*2.2%*	*3.0%*	*2.7%*	*2.5%*	*2.2%*
无形资产	9	8	149	143	138	132
非流动资产	20	45	204	198	190	179
%总资产	*6.3%*	*2.7%*	*11.2%*	*9.9%*	*9.2%*	*8.3%*
资产总计	**321**	**1,682**	**1,824**	**2,001**	**2,058**	**2,143**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	48	72	120	107	125	147
其他流动负债	0	-3	3	46	47	47
流动负债	48	69	123	153	171	194
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**48**	**69**	**123**	**153**	**171**	**195**
普通股股东权益	271	1,613	1,700	1,847	1,887	1,948
少数股东权益	2	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**321**	**1,682**	**1,824**	**2,001**	**2,058**	**2,143**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.684	0.477	0.507	0.192	0.247	0.313
每股净资产	2.579	11.522	8.097	5.498	5.615	5.798
每股经营现金净流	0.720	0.499	0.743	0.472	0.334	0.412
每股股利	0.200	0.150	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	26.54%	4.14%	6.27%	3.50%	4.40%	5.40%
总资产收益率	22.38%	3.97%	5.84%	3.23%	4.03%	4.91%
投入资本收益率	22.98%	2.37%	3.55%	0.44%	1.23%	2.16%
增长率						
主营业务收入增长率	39.65%	12.01%	51.55%	-11.61%	16.56%	18.51%
EBIT增长率	49.86%	-40.60%	61.78%	-86.44%	182.26%	81.76%
净利润增长率	29.31%	-7.13%	59.62%	-39.32%	28.28%	26.93%
总资产增长率	35.50%	423.77%	8.44%	9.70%	2.85%	4.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.3	51.7	39.5	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	21.0	16.3	33.5	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	25.3	72.7	70.6	81.0	66.2	49.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-98.75%	-95.50%	-87.12%	-95.02%	-96.12%	-97.53%
EBIT利息保障倍数	-13.3	-1.5	-1.6	-0.2	-0.5	-0.8
资产负债率	15.06%	4.09%	6.76%	7.67%	8.31%	9.11%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	2
增持	0	2	2	6	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.67**	**1.67**	**1.71**	**1.74**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B