

东方财富 (300059.SZ)

互联网络行业

评级: 中性 维持评级

业绩点评

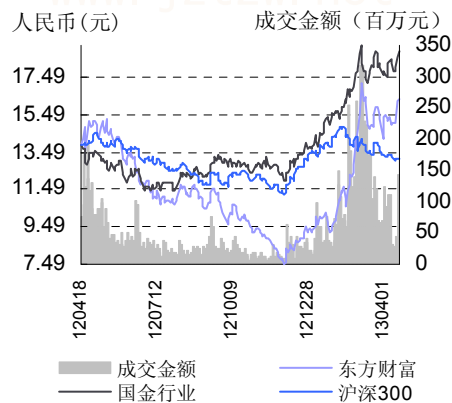
市价(人民币): 16.34元

## 业绩低于预期, 期待电商业务打开成长空间

长期竞争力评级: 低于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	256.25
总市值(百万元)	54.90
年内股价最高最低(元)	17.19/7.49
沪深 300 指数	2464.85



## 相关报告

1. 《与资本市场紧密相关,期待第三方基金销售》, 2012.11.8

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.507	0.112	0.132	0.184	0.258
每股净资产(元)	8.10	5.12	3.96	3.96	4.02
每股经营性现金流(元)	0.74	0.06	0.27	0.22	0.30
市盈率(倍)	37.81	83.86	123.40	88.93	63.24
行业优化市盈率(倍)	58.15	60.55	84.34	84.34	84.34
净利润增长率(%)	59.62%	-64.72%	18.38%	38.76%	40.63%
净资产收益率(%)	6.27%	2.19%	2.43%	3.37%	4.67%
总股本(百万股)	210.00	336.00	336.00	336.00	336.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ **受资本市场低迷和费用影响, 业绩低于预期:** 2012 年东方财富实现营业收入 2.23 亿, 同比下滑 20.55%, 实现归属母公司股东净利润 3758 万, 同比下滑 65%, EPS 为 0.11 元; 2013Q1 实现收入 3287 万, 同比下滑 51.54%, 净利润亏损 1490 万。

## 经营分析

- **资本市场低迷, 各项业务收入均受影响:** (1) 2012 年网络广告收入增速同比下滑 5.36%, 网络广告收入增速一般晚于资本市场 2-3 个季度, 从我们对行业的监测来看, 截止 2013 年 2 月财经网站广告仍未有好转迹象; (2) 终端收入增速同比下滑 36%, 一方面受资本市场低迷影响, 一方面由于公司战略调整使得预收款项大幅减少; (3) 第三方基金销售业务 2012 年 7 月正式展开, 对收入贡献有限。
- **终端毛利率大幅下滑, 管理费用上升导致业绩低于预期:** (1) 2012 年整体业务毛利率下滑 7.5 个百分点至 71%, 2013Q1 为 56%, 主要受累于终端产品毛利率大幅下滑; (2) 2012、2013Q1 管理费用分别同比增长 112%、49%, 人工成本较去年同期大幅增长, 同时组织架构调整将部分销售费用计入管理费用。
- **期待电商业务打开成长空间:** (1) 我们预计第三方基金销售业务整体空间 12-27 亿; (2) 截止 2013 年 2 月, 已有 26 家公司获得牌照, 在业务开展方面东方财富拥有先天的用户和渠道优势, 若市场份额达到 10%, 有望带来 1.2-2.7 亿收入; (3) 2012 年 7 月开展业务至年底基金销售额为 7036 万, 2013Q1 达到 4.45 亿, 若佣金收入为基金销售规模的 0.6%-1%, 对收入的贡献约为 300 万, 全年预计 1500 万左右, 对 2013 年业绩贡献有限, 但有望在未来几年成为新的业绩增长点。

## 盈利预测及投资建议

■ 我们预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.13、0.18、0.26 元, 同比增速分别为 18%、38%、40%, 维持“中性”评级。

## 业绩低于预期，期待电商业务打开成长空间

### 资本市场低迷，各项业务收入均受影响

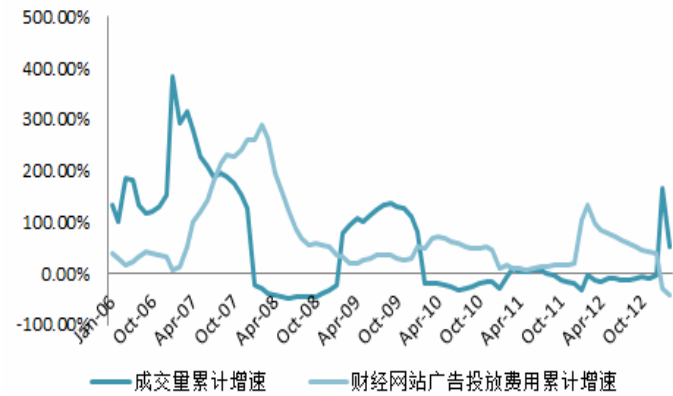
- 2012年东方财富实现营业收入2.23亿，同比下滑20.55%；2013Q1实现收入3287万，同比下滑51.54%。根据研究，网络广告收入表现一般晚于资本市场2-3个季度，终端收入增速与资本市场较为同步，但受累于资本市场和公司策略调整，收入下滑幅度较大，还未有改善迹象，第三方基金销售业务已步入正轨，期待未来成为新的收入增长点。
- 2012年网络广告收入1.11亿，同比下滑5.36%。在《东方财富深度报告》中，我们已经提出网络广告收入表现晚于资本市场2-3个季度，从目前我们对行业的跟踪来看，截止2013年2月，财经网站广告收入增速还一直呈现下滑态势，未有改善迹象；但从网站访问流量来看，东方财富依旧遥遥领先，龙头地位难以撼动，若资本市场好转也必然是最大的受益者。
- 2012年终端产品收入9875万，同比下滑36%。去年公司在终端产品战略方面做了较大调整，逐渐减少高端个人付费，推广低端付费，并对免费个人终端投入了较大的人力、物力，所以导致终端业务出现下滑。从目前终端下载量来看，东方财富通已位列第三，未来凭借东方财富网和终端的协同效应有望继续扩大市场份额。
- 截止2013年3月，已有26家公司获得第三方基金牌照，其中6家投资咨询机构，20家独立基金销售机构。东方财富第三方基金销售2012年7月20日正式开展业务，截止年底，实现基金认申购及定期定额申购交易6175笔，基金销售额为7,035.80万元；而2013Q1实现基金认申购及定期定额申购交易49561笔，基金销售额也增长至4.45亿元，已经对收入有一定贡献。第三方基金销售业务已步入正轨，期待未来成为新的收入增长点。

图表1：东方财富利润简表（单位：百万）

利润简表	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
<b>营业收入</b>	<b>4.12</b>	<b>67.35</b>	<b>118.24</b>	<b>165.13</b>	<b>184.96</b>	<b>280.31</b>	<b>222.70</b>	<b>32.87</b>
金融数据服务	1.92	31.98	74.96	103.84	87.99	154.89	98.57	
广告服务	1.09	33.02	42.04	55.76	91.30	116.86	110.59	
其他	1.11	2.35	1.25	5.52	5.67	8.56	13.54	
销售费用		16.45	32.53	52.53	73.19	109.84	96.75	27.00
管理费用	1.98	1.92	4.77	8.77	23.46	30.79	65.39	17.53
<b>净利润</b>	<b>1.10</b>	<b>34.87</b>	<b>55.58</b>	<b>71.87</b>	<b>66.74</b>	<b>106.53</b>	<b>37.58</b>	<b>-14.90</b>
<b>收入增速</b>		<b>1535.67%</b>	<b>75.57%</b>	<b>39.65%</b>	<b>12.01%</b>	<b>51.55%</b>	<b>-20.55%</b>	<b>-51.54%</b>
金融数据服务		1567.78%	134.38%	38.53%	-15.27%	76.04%	-36.36%	
广告服务		2942.07%	27.30%	32.66%	63.73%	27.99%	-5.36%	
其他		110.47%	-46.68%	341.62%	2.72%	50.87%	58.19%	
<b>毛利率</b>	<b>84.44%</b>	<b>79.51%</b>	<b>78.65%</b>	<b>86.93%</b>	<b>82.64%</b>	<b>78.54%</b>	<b>70.93%</b>	<b>56.27%</b>
金融数据服务	95.81%	77.18%	74.34%	89.79%	79.35%	80.59%	65.30%	
广告服务	48.38%	80.88%	85.97%	84.19%	85.88%	76.44%	76.50%	
其他	100.00%	92.05%	91.16%	60.88%	81.42%	70.06%	66.50%	
销售费用率		24.43%	27.51%	31.81%	39.57%	39.18%	43.44%	82.14%
管理费用率	48.07%	2.86%	4.04%	5.31%	12.69%	10.98%	29.36%	53.34%
<b>净利润增速</b>		<b>3063.07%</b>	<b>59.37%</b>	<b>29.31%</b>	<b>-7.13%</b>	<b>59.62%</b>	<b>-64.72%</b>	<b>-161.81%</b>

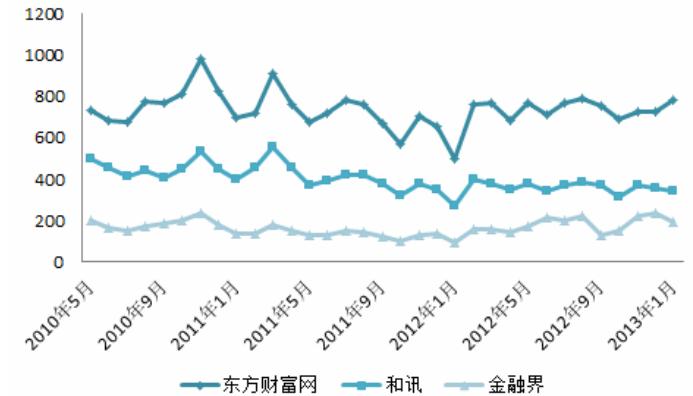
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 成交量和财经网站广告投放费用增速对比



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表3: 主要财经网站日均覆盖人数(万)



图表4: 第三方基金销售机构

机构名称	网址	核准日期	机构名称	网址	核准日期	机构名称	网址	核准日期
<b>证券投资咨询机构</b>			<b>独立基金销售机构</b>					
天相投顾	www.txsec.com	2004年7月	诺亚正行	www.noah-fund.com	2012年2月	中期时代基金	www.cifcofund.com	2012年11月
江苏金百临	www.jsjbl.com	2012年5月	深圳众禄	www.jjmmw.com	2012年2月	杭州金观诚基金	www.jincheng-fund.com	2012年12月
鼎信汇金	www.9ifund.com	2012年5月	上海天天基金	www.1234567.com.cn	2012年2月	北京创金启富投资	www.5irich.com	2012年12月
和讯信息	www.hexun.com	2012年6月	上海好买基金	www.ehowbuy.com	2012年2月	嘉实财富管理	www.harvestwm.cn	2012年12月
新兰德证券投资咨询	www.new-rand.cn	2012年6月	杭州数米基金	www.fund123.cn	2012年4月	北京万银财富	www.wy-fund.com	2013年2月
鑫鼎盛证券投资咨询	www.xds.com.cn	2013年2月	上海长量基金	www.e-rich.com.cn	2012年4月	北京中天嘉华	www.5ilicai.cn	2013年2月
			浙江同花顺基金	www.ijijin.cn	2012年4月	北京增财投资	www.zvcv.com.cn	2013年2月
			北京展恒	www.myfund.com	2012年6月	泛华普益基金	www.pyfund.com.cn	2013年2月
			上海利得基金	www.jidefund.com	2012年8月	宜信普泽投资	www.yixinfund.com	2013年2月
			天津凤凰财富基金	www.fhcaifu.com	2012年10月	深圳德银投资	www.dowinfund.com	2013年3月

来源: 证监会, 国金证券研究所

终端毛利大幅下滑, 销售费用增幅较大, 业绩低于预期

- 2012 年东方财富实现归属母公司股东净利润 3758 万, 同比下滑 65%, EPS 为 0.11 元; 2013Q1 净利润亏损 1490 万。受累于终端产品毛利持续下滑及费用大幅增长导致业绩低于预期。
- 2012 年整体业务毛利率为 71%, 下滑 7.5 个百分点, 其中金融终端产品毛利率为 65%, 较去年下滑 15 个百分点, 拉低整体业务毛利率; 2013Q1 整体业务毛利率继续下滑至 56%。一方面是因为资本市场景气度差, 另一方面中低端产品毛利较低。
- 2012 年管理费用较去年大幅增长 112%, 2013Q1 增长 49%, 主要因为公司进一步加大了战略及业务投入, 人员规模较去年同期有较大幅度增长; 同时由于组织架构调整将一部分销售费用计入管理费用。

期待电商业务打开成长空间

- 我们预计第三方基金销售佣金整体空间 12-27 亿, 若东财市场份额达到 10%-15%, 有望带来 1.2-4 亿收入, 在未来几年成为新的业绩增长点。
- 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。

- 若东财市场份额达到 10%，有望带来 1.2-2.7 亿收入，2012 年 7 月开展业务至年底基金销售额为 7036 万，2013Q1 达到 4.45 亿，若佣金收入为基金销售规模的 0.6%-1%，则对收入的贡献约为 300 万，全年预计 1500 万左右，对 2013 年业绩贡献有限，有望在未来几年成为新的业绩增长点。

### 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.13、0.18、0.26 元，同比增速分别为 18%、38%、40%，维持“中性”评级。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	0	0	0	2
增持	0	0	0	1	4
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.88

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-11-08	中性	9.06	8.80 ~ 9.50

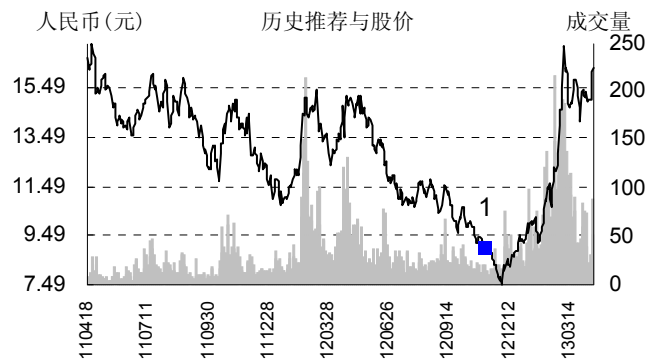
来源：国金证券研究所

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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net