



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：互联网金融

魏涛, CPA\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004  
(8610)66229364  
tao.wei@bocichina.com

\*孙艺农为本报告重要贡献者

# 东方财富：三季度盈利超预期、大力发展证券经纪业务

## 事件：

10月27日，东方财富(300059.CH/人民币 64.66, 未有评级)公布第三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入22.9亿元，归母净利润14.8亿元。其中第三季度实现营业收入7.25亿元，归母净利润4.34亿元，超出市场预期。2015年前三季度，公司通过其互联网金融电子商务平台实现基金销售额6,171.61亿元，其中第三季度基金销售额为1,865.71亿元。针对公司经营情况、未来发展战略以及并购重组西藏同信证券进展等热点问题，公司董事会秘书陆威与董事长其实在交流会上进行了发言。

## 调研要点：

### 一、 董事会秘书陆威介绍了公司整体情况：

截至2015年第三季度，东方财富已经和91家基金公司签署了合作协议，近2,700支基金产品通过天天基金网进行公开销售。前三季度，公司实现基金销售总额6,172亿元。从2012年7月21日东方财富开始从事基金销售业务至今，公司基金销售总额已经接近10,000亿人民币。

在公司实现良好健康发展的同时，公司也在积极的探寻外延式发展的机会。2014年12月16日东方财富公告收购了香港宝华世纪证券有限公司，获得了香港证券业务牌照。2015年3月5日，东方财富参股证通股份有限公司。3月27日，参股中证信用公司，进一步拓宽了公司互联网金融服务大平台的服务范围，延伸和完善了服务内容。9月10日，东方财富增资入股易真网络科技，获得了第三方支付牌照。9月30日，公司发行股份收购西藏同信证券获证监会并购重组委无条件通过。2015年，东方财富除了在其主营业务经营上取得快速发展外，在外延式发展上也取得了较大的进展。

2015年9月末中国基金业协会公布的数据显示，公募基金的份额已经接近6.5万亿元，较上一年度的3.5万亿-4万亿大幅提升。东方财富成立至今已超过10年，上市也已有5年半的时间。公司发展战略是“做一站式互联网金融大平台，为超过1亿的互联网金融投资者服务”。未来，东方财富作为互联网金融的代表公司，将会拥有非常良好的发展前景。

## 二、董事长其实发言：

### 1. 东方财富的企业文化。

在这个市场上立足的公司一定要健康。所谓健康一为投资健康，二为心态健康。东方财富不炒作、不编故事、不做配资，不管市场环境如何变化，公司发展一直保持规范和健康，这样的公司才能在这个市场上长期生存下去。

### 2. “互联网+”还是“+互联网”？

很多人会有疑问，所有券商都可以通过互联网和移动端进行交易。作为互联网公司，东方财富进入证券业的意义是什么？东方财富和其他券商相比有哪些竞争优势？

“+互联网”是传统行业+互联网。是传统行业以即有业务为基础，利用互联网技术和概念，提高为客户服务的效率和质量的一种形式。而“互联网+”是互联网加各个传统行业。“互联网+”并不是简单的两者相加，而是利用信息通信技术以及互联网平台，让互联网与传统行业进行深度融合，创造新的发展生态。

“+互联网”的企业将互联网作为一种工具，其本质是对自身原有业务的一种补充。而“互联网+”暗含着对整个行业的改造和重塑。如果“+互联网”是物理反应的话，“互联网+”就是化学反应。搞不清这两个概念，很多传统企业将会在互联网金融的浪潮中飞蛾扑火。

### 3. 东方财富的盈利质量优于传统券商。

东方财富作为一家互联网公司，一直以来从不对员工进行利润考核、不进行公司财务预算。互联网行业瞬息万变，很多传统的经营管理观念对互联网公司并不适用。东方财富虽然不考核利润，但是如果公司做好产品、做好服务，市场成熟时，公司利润会出现一个井喷式发展。而且东方财富的利润绝大多数来自于基金销售相关的手续费和佣金，公司重视“长尾效应”，覆盖客户数量大、单个客户利润贡献较低是公司盈利结构的特点。今年前三季度，东方财富超过6,000亿的基金销售额仅仅产生了不到15亿的净利润。这种模型下产生的利润健康、粘性较强。2015年第三季度证券市场出现大幅波动的情况下，公司仍然实现4.34亿净利润。反观传统证券公司，自营业务占总利润的比重过大，而这部分（自营业务）的利润往往是不可持续的，计算市盈率时应该将其排除在外。

### 4. 东方财富链接人与财富

从目前情况来看，百度建立了人与信息的链接；阿里巴巴建立了人与商品的链接；腾讯建立了人与人的链接；而东方财富则是人与财富的链接。

### 5. “场景为王”的时代

互联网行业的发展经历了从“流量为王”到“入口为王”到“账户为王”再到今天“场景为王”这样一个过程。在现今的互联网行业，技术、产品、专业能力价值都无法与一个平台的价值相提并论。这也是传统行业无法完全互联网化的一个重要原因。

2000年前后，新浪、搜狐、网易三大门户在纳斯达克上市。彼时，三家公司几乎没有营业收入，公司可以上市并且获得较高估值的原因就是其规模巨大的流量。那是一个“流量为王”的时代。

在互联网行业发展的初级阶段，很多互联网公司延缓或拒绝支付技术服务费，这促使百度下定决心做大自身业务、独立发展自己的搜索引擎，由此开启了一个“入口为王”的时代。百度首先意识到了“入口”这一概念，以及一个优秀的“入口”对于互联网公司的价值。百度收购 hao123 现在被认为是一笔超值的交易。入口为王的时代，百度作为大众登录互联网的入口，其价值逐渐超越了门户。

“账户为王”是前国泰君安董事长万建华首先提出的概念。开设账户代表着客户对公司的信任和依赖。支付宝和腾讯是账户为王时代的最大受益者。

“账户为王”时代末期生存下来的是能为客户建立场景的公司，因此在 BAT 的竞争中百度已经逐渐掉队。而东方财富网和天天基金网则胜在能为客户建立一个场景，客户在公司的网站上开设账户并享受一站式全方位金融服务。这种模式下，东方财富的客户质量高，粘性强。现在，平台价值以及庞大的客户基数是东方财富主要的竞争优势。

## 6. 公司流量优势明显

Iresearch 的数据显示，东方财富网以 92.25% 的覆盖率成为 2015 年上半年股民覆盖人数第六的网站，落后于百度、腾讯、新浪、淘宝和搜狐。在股民页面浏览数的 TOP10 排行榜中，东方财富网位居第四。在股民浏览时长的排行榜中，东方财富网位列第二，仅次于腾讯。东方财富网在金融领域并不惧怕任何一家公司的竞争。

## 7. 公司 PE 估值合理

目前，高盛市盈率为 10.84；摩根斯坦利为 10.11；摩根大通为 10.51；而嘉信理财作为一家成熟的个人金融服务公司市盈率为 30.29。由此可以看出，依托于互联网的金融服务公司市盈率达到传统投行的 3 倍是一个合理的估值区间。目前上市券商加权平均市盈率约为 11，基于上述“3 倍于传统券商”的理论，东方财富的合理市盈率起码应该超过 33。而西藏同信证券所能产生的利润还没有并表计算，考虑到公司未来在证券经纪业务上的巨大发展空间，目前公司 46 倍的市盈率并不算太高。东方财富的利润 90% 由手续费和佣金构成，利润质量高、可持续性强。相比于传统券商经纪+自营+投行的主营构成，同样利润产出的情况下，东方财富公司价值更高。

## 三、董事长其实 Q&A 部分

**Q: 东方财富成立的基金管理子公司目前筹划情况如何?**

**A:** 公司去年牛市来临前基于对市场前景的良好预期，有过与基金公司合作布局专属的指数基金的打算。从东方财富的角度，被动管理型的基金对于基金经理的投资能力要求并不是太高，不同产品之间的收益差别较小，因此公司希望获得较大的收入分成。但正是这种经营理念上的冲突，导致与基金公司的谈判进程并不顺利。公司最终打算筹划建立自己的基金管理公司。在未来的指数基金市场，东方财富可以凭借其平台、场景、客户基数、费率上的优势打败传统基金公司。货币基金的现在就是指数基金的未来，基金的销售状况会被渠道所主导。渠道是否全力支持将很大程度上决定基金销售的整体情况。

在公司的经营战略里，主要强调指数基金的发展，暂时先不考虑主动管理型基金。除非有能力很强的基金经理愿意降薪 70% 来为东方财富工作，公司可以分给其 50% 的管理费作为绩效奖金。

**Q: 东方财富收购了西藏同信证券, 那么对于券商业务, 公司在短期内有什么战略规划和展望?**

**A:** 公司收购券商的计划现在被证监会无条件通过, 但是由于流程还没走完, 所以短期内还不太方便披露具体业务规划。关于券商业务, 公司曾经面临着三个选择: 1.做第三方交易平台, 将所有券商端口接入。2.直接收购一家证券公司。3.等待券商牌照放开后直接申请证券业务牌照。公司经过很长一段时间的讨论决定收购一家券商, 并且是通过增发这样一种成本最低的方式。公司愿意付出接近 300% 的高溢价的原因是为了给自身证券业务发展争取更多时间。选择同信证券的主要原因是很多券商资本结构复杂, 有较多国有资本参与, 收购过程会被迫延长。

具体业务来讲, 券商与基金不同, 主动管理类基金各支产品各不相同, 不同的基金产品有不同的业务模式, 收益天差地别。而券商的交易是一个标准化的流程, 所以公司完全没有必要作为第三方平台接入所有券商的交易单元。可能未来某一天, 东方财富会在手机端关闭所有券商的接口, 只留下自己的通道。目前, 政策上也有关闭第三方软件的券商下单通道的倾向。如果这一政策实施, 将会是对东方财富的重大利好。因为现在东方财富在移动端较为弱势, 如果关闭第三方交易接口, 投资者对于这一类金融服务类软件的需求就只剩下投资资讯服务了, 那么东方财富将会取得巨大的竞争优势, 获得更大市场份额。

**Q: 对于互联网金融行业的未来发展有何展望?**

**A:** 目前互联网金融行业形势比较复杂, 各类公司水平参差不齐, 未来可能出现行业内部的一个整合。在金融业发展上, 美国一直被认为是我国市场发展的标杆。美国最大的 P2P 公司 LendingClub 目前市值也只有 50 亿美元左右。与之相比, 中国 P2P 公司估值普遍较高。所以我个人认为 P2P 领域风险较大, 东方财富应该不会轻易介入。

未来, 互联网保险可能会有很大的发展空间。但目前, 投资者对于保险产品仍有一定的偏见, 整个市场的发展成熟以及投资者投资偏好的培养仍需一定时间。

众筹与东方财富的业务模式契合度较高。但是众筹模式在中国发展所需的先决条件较多。首先需要监管部门制定相关制度、规章, 而后市场要对投资者投资理念进行培养, 使其接受众筹有风险的概念, 如果在投资者的观念里, 能接受众筹和股票基金一样存在风险和收益两面性, 那时众筹将是一块非常诱人的市场。众筹在我国市场的发展可能还需要经历一段时间。目前, 互联网+基金和互联网+券商的模式还是比较成熟可靠的。

**Q: 东方财富未来将会是轻资本模式还是重资本模式? 东方财富作为一个“互联网+”的公司将会对证券业带来怎样的颠覆?**

**A:** 东方财富旗下的证券公司将会走轻资本路线。券商营业部多、雇员多、规模庞大已经成为拖累其净利润增长的重要原因。东方财富在未来可能不会涉足自营领域, 在融资融券方面公司也不准备重点发展。公司会着重利用其平台优势, 保持其轻资本高利润率的特点。

我本人兼有金融和 IT 背景, 我认为对一家证券公司和整个证券业来讲首先最重要的是让员工产生归属感; 让员工为了公司的未来去奋斗。东方财富是同类公司中使用期权激励最多的一家。第二是更好的服务客户。公司对于券商的改变主要体现在用户体验的改变。公司未来会主动通知所有支付佣金超出公司最低佣金线的客户, 提醒其申请下调佣金。不同于传统券商服务于机构和大客户的模式, 东方财富将更加注重服务散户。更具体的业务模式上的信息, 今天不方便披露。

**Q:** 目前中国股市投资者结构特殊，散户占比较大，而发达国家机构客户占比较大。从长期来讲，当股票市场中机构投资者占比越来越大的时候，东方财富将会对机构提供什么样的创新型产品和服务呢？

**A:** 首先，即便是机构投资者真正占据了市场的主导，机构手中的资金最终来源还是个人投资者，而机构发行产品也需要经过渠道。现在，每天都有很多香港的基金管理公司想要与我们进行合作。香港或者发达国家的机构，无论是公募还是私募，募集资金还是需要通过渠道进行。所以我们现在还是会主要考虑客户需求，考虑如何更好的服务个人投资者。

其次，随着互联网公司的发展，传统企业的市场份额将会被不断瓜分。腾讯微信的发展分享了移动、联通等运营商的利润。东方财富未来发展首先考虑的是如何分享传统企业由于制度红利带来的超额收益，并且降低整个市场费率。金融业需要改变，金融公司需要更多的让利客户。东方财富将会保持健康发展的模式更好的为中小投资者提供服务。

**Q:** 公司第三季度基金申购和赎回具体的情况是怎样的呢？净赎回比例大概有多少？

**A:** 只要公司报表上未披露的数据，我今天都不能披露。持有 100 股的散户不知道的数据，对于 100 亿的大客户我们也不会透露。对于研究员和基金经理关于公司业绩的问题，我只能回答：“欢迎长期投资”，这是一种对你我双方的保护。

大数据时代，很多经营数据所蕴含的价值是巨大的。7 月救市时期，我们曾经创出一个当日申购的天量。这说明投资者其实并不害怕下跌，而是害怕没有趋势。6 月股市暴跌前，大概 6 月 5 号左右，我发现了一个奇怪的现象，基金申购量开始逐天下滑，这种现象持续一段时间之后，6 月 15 日，股市开始暴跌。相对来讲，投资基金要比直接投资股票投资周期更长，这个数据意味着，在 6 月初的时候，长线资金进场速度就开始减弱，而与此同时股市成交金额在频创新高，也就是说，这段时间的行情主要是由场内资金杠杆推动的。在全国范围内，拥有如此完整的基金申购赎回数据的公司只有东方财富这一家。我们几乎与所有的基金公司合作，所以我们可以通过自身的数据推算全市场的情况。在股灾前，我们可以看到场外资金的减弱，在股灾后我们可以看到很多基金面临着巨大的赎回压力，很多基金已经无股可抛，基金公司被迫在跌停板抛售股票。东方财富手中的这套基金数据的价值是很大的，未来我们可能发展自己的资管和投顾业务。

**Q:** 券商经济业务整体市场规模很难有一个巨大突破，传统券商纷纷开始重点发展资管和直投等业务。东方财富仍将经纪业务作为自身发展的重点方向么？

**A:** 首先，经济业务目前 1,000 亿左右的市场规模并不算小。其次，由于东方财富互联网公司的特征，我们的成本极大的低于传统券商，如果东方财富能够取得一定的市场份额，这部分利润是非常可观的。我们在经纪业务上的毛利率甚至有可能超过基金销售。同时，证券经纪是一个重要的入口，长期来讲，如果东方财富的经纪业务市场份额大到已经可以叫板几家龙头券商的时候，我们会利用我们的客户粘性发展资产管理业务。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371