

## 东方财富 (300059.SZ)

不停歇，不辜负，互联网金融龙头整装待发

评级: **买入** 前次:  
 目标价(元): **61.5**  
 分析师 联系人  
 谢刚 蒋峤  
 S0740510120005  
 021-20315178 13564519805  
 xiegang@r.qlzq.com.cn jiangqiao@r.qlzq.com.cn  
 2016年01月12日

### 基本状况

总股本(百万股)	1,854
流通股本(百万股)	1,291
市价(元)	41.66
市值(百万元)	77,233
流通市值(百万元)	53,793

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	248.47	612.01	3,142.00	7,045.62	9,007.91
营业收入增速	11.57%	146.31%	413.39%	124.24%	27.85%
净利润增长率	-86.69%	3213.59	1047.42	79.54%	26.84%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.14	1.03	1.84	2.34
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	2,039.65	204.08	39.97	22.26	17.55
PEG	—	0.06	0.04	0.28	0.65
每股净资产(元)	2.51	1.55	1.98	3.82	6.16
每股现金流量	0.71	1.95	0.70	0.15	1.36
净资产收益率	0.30%	8.82%	51.81%	48.19%	37.94%
市净率	6.04	17.99	20.71	10.73	6.66
总股本(百万股)	672.00	1,209.60	1,853.89	1,853.89	1,853.89

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- **外延式收购+新设，进一步拓宽互联网金融平台服务范围。**收购西藏同信证券获得券商牌照，切入互联网证券经纪业务；设立天天基金管理有限公司申请公募基金牌照，剑指被动化指数型基金产品；收购香港宝华证券布局证券国际业务；参股易真股份获第三方支付牌照。公司业务将由互联网财经金融信息、数据服务和互联网基金第三方销售等，延伸至证券服务业务，进一步拓展和完善服务链条，打造连接人与财富的互联网金融生态系统。
- **我们认为，流量+场景是互联网时代卡位胜出的王牌，东财流量和用户粘性的市场绝对优势提供了爆发式变现的基础。**专业+先发使得流量集聚和持续变现相佐相成，垂直财经的专业优势和对行业敏锐的嗅觉造就的先发卡位优势是巩固互联网金融巨头地位的核心。东财的海量长尾用户一方面为变现提供基础，基民申赎的海量数据和投资者对于资讯、行情和交易的偏好和习惯所形成的大数据将成为弥足珍贵的财富，由大数据衍生的多元化、特色化服务生态体系可期。
- **互联网证券业务将成为继基金销售之后第二个流量爆发式变现出口，证券经纪业务收入弹性极大。**作为第一家获得A股券商牌照的互联网公司，在愈演愈烈的经纪业务PK中，分享整个经纪业务2500亿市场空间蛋糕，东财每获取1%的市场份额将大约增厚EPS0.5元。凭借前期积累的海量、粘性客户，东财在经纪业务份额上将大概率赶超中型券商。
- **基金销售收入将保持稳定增长。**理财需求的持续扩张、机构投资规模占比提升以及降息周期低收益率环境下对于二级市场股票配置需求，基金行业将保持高景气；互联网作为金融产品销售渠道的规模效应和价值显现，整体金融电子商务水平见长；天天基金网的高市场份额(约11%)和市场定价权(与基金公司的认申购费+尾随佣金分成比例)，以及东方财富的海量高粘性流量基础，将使得公司互联网基金销售

收入持续稳定增长。

- **投资建议：**获券商牌照正式进入互联网证券业务，对于券商经纪业务蛋糕的分享将极大增厚公司利润，且弹性极大。基金市场高景气、金融电子商务水平持续提升和东财稳定的高市场份额，将使得基金代销收入保持增长。收购香港宝华证券布局海外业务，设立基金管理公司申请公募基金牌照，外延式收购+新设，进一步拓宽互联网金融平台服务范围，凭借专业和先发造就的流量和场景优势，公司一站式互联网金融平台的流量集聚效应以及变现能力将不断得到正反馈，看好东财作为连接人与财富的互联网金融巨头继续打开市值空间。考虑同信证券16年并表因素，预计15、16、17年净利润19.02亿、34.14亿、43.30亿，对应EPS1.03、1.84、2.34元，PE40、22、18X，6个月内目标价61.5元/股，首次覆盖给予“买入”投资评级。
- **风险提示：**权益市场低迷；互联网金融政策发生变化。

## 内容目录

<b>流量、场景、专业、先发，打造互联网金融生态系统</b> .....	<b>- 6 -</b>
外延式收购+新设，拓宽互联网金融服务平台服务范围 .....	- 6 -
厚积薄发，互联网基金销售率先实现平台流量变现 .....	- 6 -
流量+场景：互联网时代卡位胜出的王牌 .....	- 8 -
专业+先发：流量集聚和持续变现相佐相成 .....	- 10 -
<b>未来看点：券商、基金销售、支付牌照在手，一站式互联网金融平台优势尽显</b> .....	<b>- 12 -</b>
互联网券商经纪业务，下一个流量爆发式变现出口 .....	- 12 -
高景气+高份额+高议价：互联网基金销售增长可期 .....	- 16 -
申请公募基金牌照，协同效应大于业务本身 .....	- 18 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 19 -</b>
盈利预测与估值 .....	- 19 -
投资建议 .....	- 21 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 22 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 东方财富三大流量入口.....	- 7 -
图表 3: 流量+变现形成闭环.....	- 7 -
图表 4: 1H2015 公司主营业务构成情况.....	- 7 -
图表 5: 东方财富营业收入、净利润.....	- 8 -
图表 6: 销售毛利率迅速提升.....	- 8 -
图表 7: 东方财富主营业务构成 (亿元) .....	- 8 -
图表 8: 东方财富主营业务构成 (%) .....	- 8 -
图表 9: 财经网站日均覆盖人数 (万人) .....	- 9 -
图表 10: 2015 年 11 月财经网站覆盖人数市场份额 (%) .....	- 9 -
图表 11: 财经网站日均访问次数.....	- 9 -
图表 12: 2015 年 11 月财经网站访问次数市场份额 (%) .....	- 10 -
图表 13: 财经网站日均访问时长.....	- 10 -
图表 14: 2015 年 11 月财经网站访问时长市场份额 (%) .....	- 10 -
图表 15: 东方财富商业模式.....	- 11 -
图表 16: 互联网公司进入券商业务途径.....	- 11 -
图表 17: 手机 APP 股票功能入口.....	- 13 -
图表 18: 手机 APP “发现高手” 板块.....	- 13 -
图表 19: 两市股票日均成交额.....	- 14 -
图表 20: 股灾之后两市股票日均成交额.....	- 14 -
图表 21: 券商经纪业务份额.....	- 14 -
图表 22: A 股自然人账户市值分布.....	- 15 -
图表 23: A 股各类投资者交易占比.....	- 15 -
图表 24: A 股各类投资者交易额占比.....	- 15 -
图表 25: 经纪业务收入弹性测算.....	- 16 -
图表 26: 国金证券经纪业务市场份额.....	- 16 -
图表 26: 合作基金公司数量和上线基金产品数量.....	- 17 -
图表 27: 互联网基金销售额.....	- 17 -
图表 28: 中国开放式基金认申购规模.....	- 18 -
图表 29: 中国互联网基金交易规模及互联网化水平.....	- 18 -
图表 30: 偏股型基金销售分成比例.....	- 18 -
图表 31: 网销指数型基金规模及占比.....	- 19 -
图表 32: 基金代销收入预测.....	- 20 -

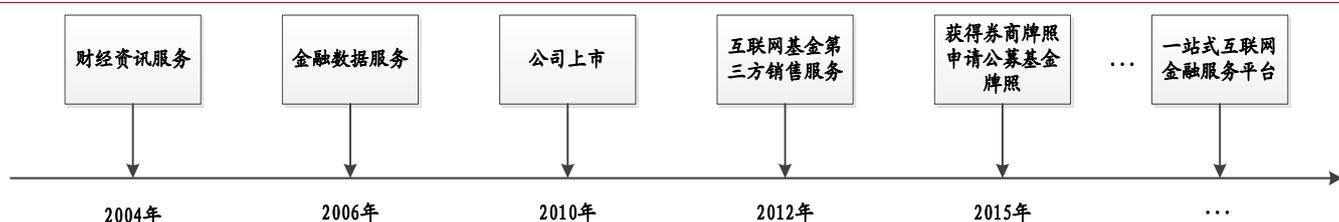
图表 33: 同信证券收入预测.....	- 20 -
图表 34: 东方财富收入预测.....	- 21 -
图表 35: 盈利预测与估值结果.....	- 21 -
图表 36: 财务报表摘要.....	- 23 -

## 流量、场景、专业、先发，打造互联网金融生态系统

### 外延式收购+新设，拓宽互联网金融服务平台服务范围

- 东方财富信息股份有限公司，成立于 2004 年，是国内领先的垂直财经资讯网站，通过内涵+外延的不断发展，逐步打造成为一站式互联网金融服务平台。公司通过“东方财富网”财经资讯门户和“股吧”投资者互动交流社区吸引聚集海量用户，东方财富通和 CHOICE 等产品提供行情、交易和数据服务，获得基金第三方销售牌照并通过天天基金网作为基金销售平台，实现爆发式流量变现。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2015 年公司加速外延式布局，通过收购和新设等形式进一步拓宽公司互联网金融服务平台的服务范围：收购西藏同信证券获得券商牌照，切入互联网券商经纪业务；设立天天基金管理有限公司申请公募基金牌照，剑指被动化基金产品；收购香港宝华证券布局证券国际业务；参股易真股份获第三方支付牌照。将由互联网财经金融信息、数据服务和互联网基金第三方销售等，延伸至证券、基金等相关业务，进一步延伸和完善服务链条，打造连接人与财富的互联网金融生态系统。

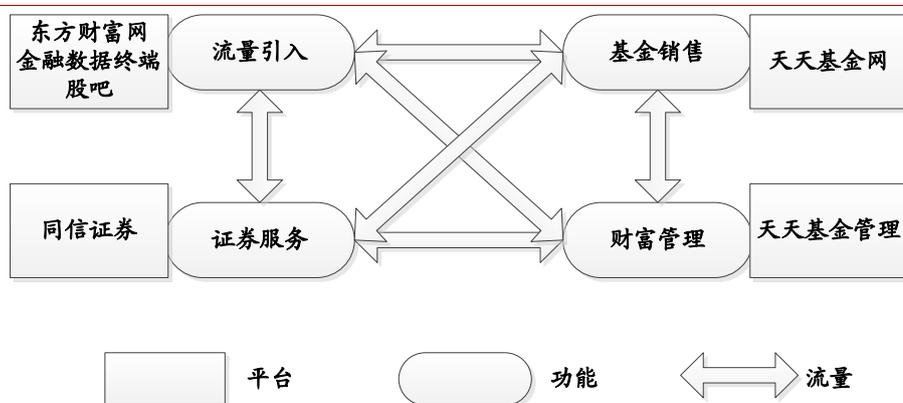
### 厚积薄发，互联网基金销售率先实现平台流量变现

- 作为垂直财经网站龙头，公司凭借东方财富网、股吧和金融数据终端不断吸引聚集海量用户，在覆盖用户规模、访问次数、浏览时长等指标上均大幅领先同类网站。通过天天基金网作为基金销售平台，实现了公司第一个流量爆发式变现。通过收购同信证券获取券商牌照进入互联网证券业务，以及设立基金管理公司申请公募基金牌照，公司打造的一站式互联网金融平台将不断吸引流量并且持续实现变现，满足客户财经资讯和财富管理需求，流量集聚和变现能力将不断得到正反馈。

**图表 2: 东方财富三大流量入口**

流量入口	作用	竞争对手
东方财富网	2005 年正式上线, 设有财经、股票、基金、理财、期货、债券、银行、保险等多个专业频道, 覆盖财经领域的财经资讯与金融信息	腾讯财经、新浪财经、凤凰财经等财经门户网站
股吧	最早推出的投资互动社区之一, 具有高流量和用户粘性, 随着新推出的“发现高手”板块, 将更具有集聚投资者的价值	和讯股吧、金融界“爱吧”、新浪股吧等
天天基金网	向投资者提供专业、及时、全面的基金交易、资讯、净值、数据、评级、分析、互动等全面理财服务, 同时作为基金销售网站为东方财富新增用户	京东基金、新浪基金、好买基金和基金公司网上直销等

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 流量+变现形成闭环**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

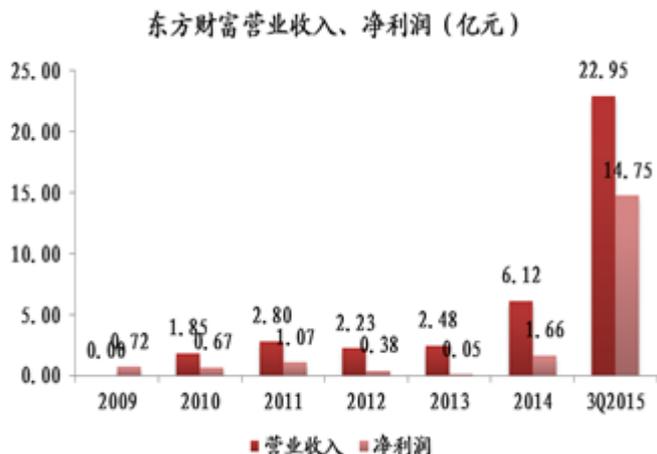
- 2015 年前三季度, 公司实现营业收入 22.95 亿元, 同比高增 592.07%, 实现归属于上市公司股东的净利润 14.75 亿元, 同比高增 2255.16%。公司各主营业务收入构成情况来看, 金融电子商务业务已成为公司最主要的收入来源, 金融电子商务 2013、2014 和 2015 年上半年分别实现营业收入 0.66、3.72 和 14.06 亿元, 占营业收入比例持续提升, 2013、2014 和 2015 年上半年分别占营业收入的 27%、61%和 90%。
- 销售毛利率持续提升的原因主要是金融电子商务的高毛利率以及持续提升的收入占比, 2015 年上半年金融电子商务业务的毛利率高达 91.75% 网络服务业务的轻资产和规模效应在金融电子商务业务上体现至极。

**图表 4: 1H2015 公司主营业务构成情况**

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
金融数据服务	1.13	0.54	51.85%	73.62%	92.70%	-4.77%
广告服务	0.44	0.18	58.41%	37.77%	129.17%	-16.59%
金融电子商务服务业务	14.06	1.15	91.75%	1,321.94%	516.53%	10.77%
其他	0.07	0.03	57.96%	62.65%	307.36%	-25.25%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5: 东方财富营业收入、净利润**



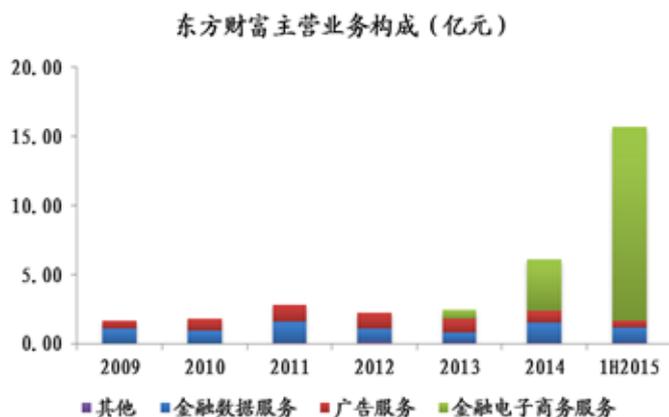
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6: 销售毛利率迅速提升**



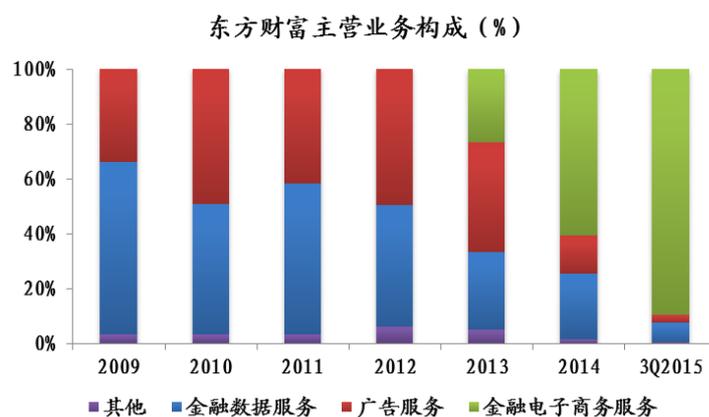
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 7: 东方财富主营业务构成 (亿元)**



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 8: 东方财富主营业务构成 (%)**



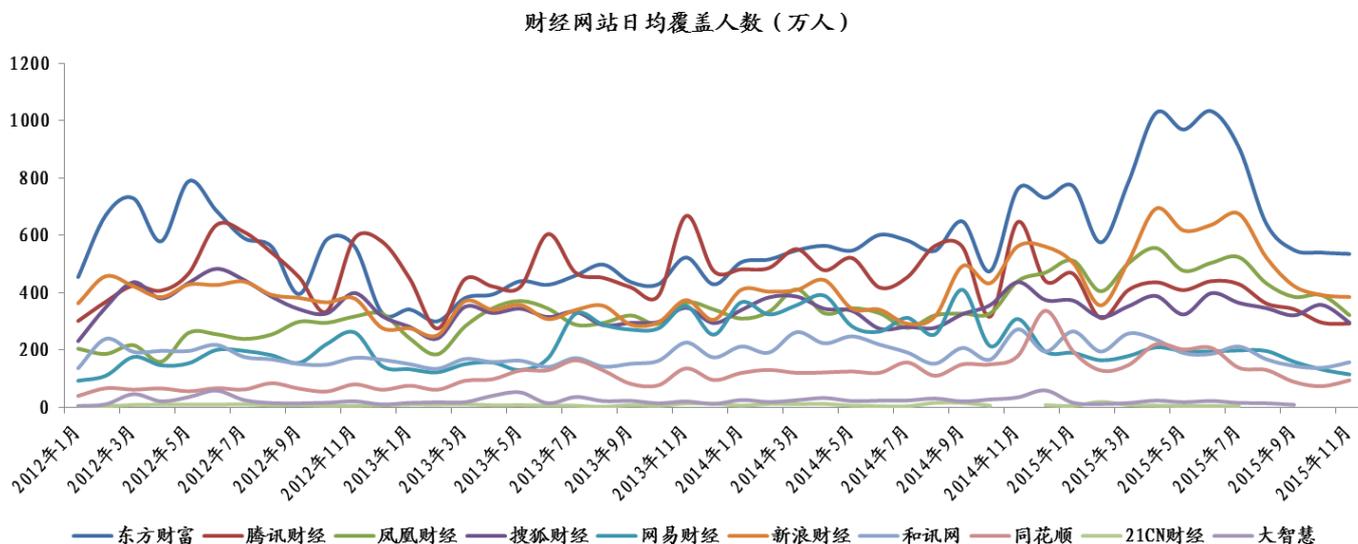
来源：wind，中泰证券研究所

**流量+场景：互联网时代卡位胜出的王牌**

- 从财经网站覆盖人数、访问次数和访问时长可以看到东方财富在流量和用户粘性方面的绝对优势。2015年11月东方财富网日均覆盖人数为535万人，市场份额为25.51%；日均访问次数为2011.8万次，市场份额为35.31%；日均访问市场113.18万小时，市场份额为30.07%。东方财富用户流量、粘性均远超腾讯财经、新浪财经和搜狐财经等财经门户网站，腾讯作为互联网巨头坐拥海量流量，足见东方财富在垂直财经领域的专业性带来的高流量转化率。
- 流量和粘性的市场绝对优势一方面说明东方财富目前稳居垂直财经网站龙头的地位，更重要的另一方面在于运用目前核心竞争力不断创造出超越市场预期的基础和价值。东财的海量长尾用户一方面为变现提供基础，

基金申赎的海量数据和投资者对于资讯、行情和交易的偏好和习惯所形成的数据将成为弥足珍贵的财富，由大数据衍生的多元化、特色化服务生态体系可期。

图表 9: 财经网站日均覆盖人数 (万人)



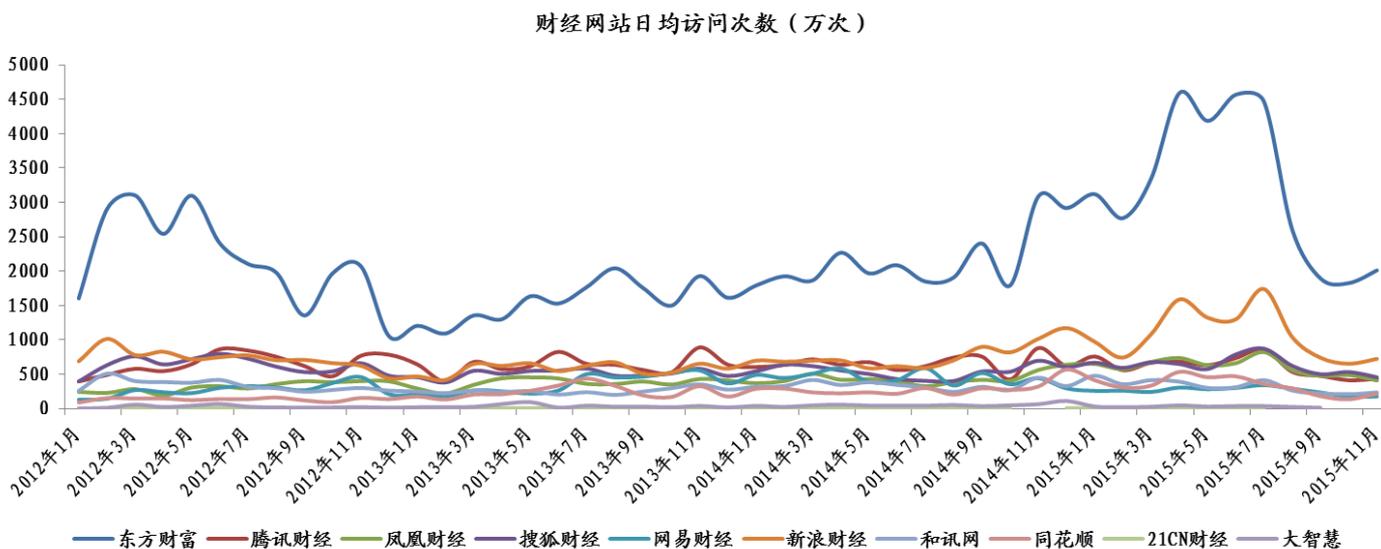
来源: Choice, 中泰证券研究所

图表 10: 2015 年 11 月财经网站覆盖人数市场份额 (%)

东方财富	腾讯财经	凤凰财经	搜狐财经	网易财经	新浪财经	和讯网	中国经济网	中信金融网	同花顺
25.51	13.92	15.34	14.09	5.47	18.34	7.49	5.65	9.19	4.48

来源: Choice, 中泰证券研究所

图表 11: 财经网站日均访问次数

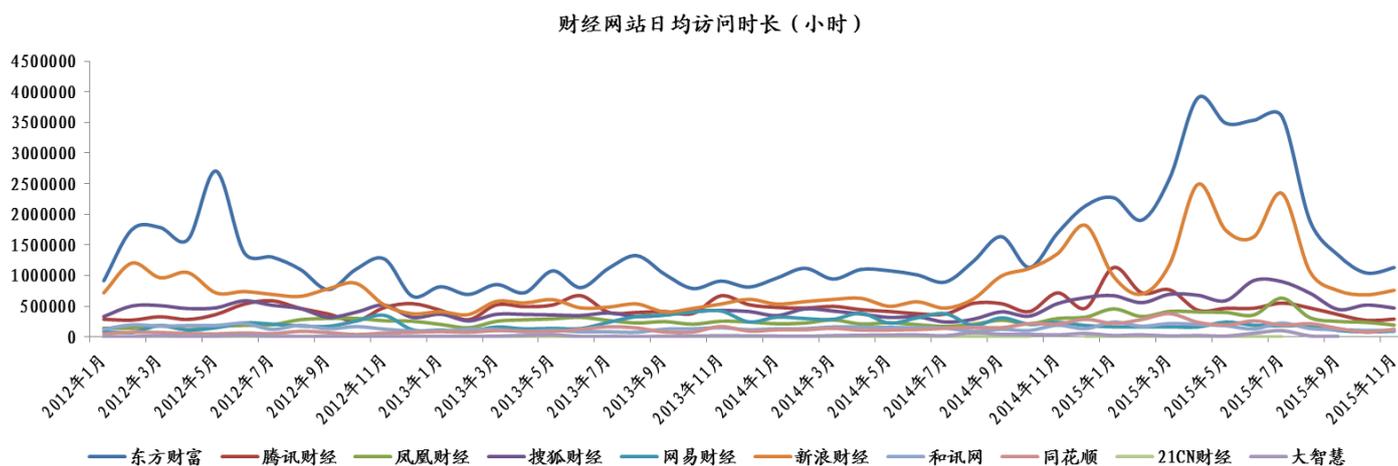


来源: Choice, 中泰证券研究所

**图表 12: 2015 年 11 月财经网站访问次数市场份额 (%)**

东方财富	新浪财经	搜狐财经	腾讯财经	凤凰财经	中信金融网	中国经济网	和讯网	同花顺	网易财经
35.31	12.71	8.01	7.63	7.19	5.78	4.64	4.16	3.85	3.09

来源: Choice, 中泰证券研究所

**图表 13: 财经网站日均访问时长**


来源: Choice, 中泰证券研究所

**图表 14: 2015 年 11 月财经网站访问时长市场份额 (%)**

东方财富	新浪财经	搜狐财经	腾讯财经	中信金融网	凤凰财经	中国经济网	同花顺	和讯网	网易财经
30.07	20.2	12.52	7.69	5.17	5.11	3.58	3.33	2.76	2.45

来源: Choice, 中泰证券研究所

### 专业+先发: 流量集聚和持续变现相佐相成

- 东财的入口、场景在垂直财经网站同业中占据领先地位, 在用户粘性、场景、流量方面都具有明显的优势, 形成了流量优势、品牌优势、先发优势的多维核心竞争力。已经较为成熟的东方财富网、天天基金网、股吧社区、东方财富通为基础, 2013 年推出数据终端 Choice 资讯, 第三方基金销售业务全面发展。未来依靠券商牌照将进一步加入券商经纪、资管和融资业务, 形成连接人与财富的财富管理闭环。

图表 15: 东方财富商业模式

产品/平台	服务内容	主要竞争对手	盈利模式	核心竞争力
东方财富网	财经资讯	同花顺、第一财经、和讯等垂直财经网站	广告投放收入,其他增值服务	垂直财经网站中,覆盖人数、浏览时间、用户粘性排名第一
股吧	股民互动平台/SNS 社区	雪球社区	提供互动平台,吸引流量为主	集聚大量股民,流量储备变现将带来丰厚盈利
东方财富通	行情、交易终端	同花顺、大智慧	推出付费版、机构版等收费版本	巩固核心活跃用户
Choice	金融数据库	万得	向金融机构提供金融数据并收费	新三板、私募等特色子版块
天天基金网	基金第三方网络销售	数米基金; 银行网点等物理渠道	基金销售申购、赎回费用,尾随佣金分成等	上线基金公司及产品数量领先;“活期宝”用户体验好
收购西藏同信证券获券商牌照	布局经纪、资产管理、融资等业务	传统券商经纪业务	网络开户,代理买卖证券经纪业务收入,以及资管、两融等进一步盈利模式	在所有垂直财经网站和互联网公司中率先拿到券商牌照,将在经纪业务份额争夺中占据先机
成立基金管理公司	推出被动投资、指数化投资基金产品	传统基金管理公司	基金管理费	针对股民、基民的交易、申赎数据,开发定制化产品,内部平台协同效应明显

来源:公司公告,中泰证券研究所

- 互联网公司流量的变现需要风口,更需要提前卡位的意识所造就的先发优势。对于第一个流量爆发式变现窗口——互联网基金销售,东方财富是首批获得第三方基金销售牌照的四家公司之一,早在 2011 年 7 月份,就增资金全资子公司东财顾问 4900 万元,由东财顾问负责第三方渠道产品销售与服务平台项目具体建设和运营工作。由于布局较早及综合优势,公司在获批第三方基金销售牌照之前已经初步具备运营服务能力。敏锐的行业嗅觉和先发意识让东财在互联网基金销售上获得了第一的市场份额,实现了爆发式流量变现。

图表 16: 互联网公司进入券商业务途径

切入互联网券商业务途径	优势	劣势
只做第三方交易平台,将券商端口接入	避免收购成本; 券商导流效果好	业务地位被动; 受监管政策影响左右
等待券商牌照放开后申请牌照	避免收购成本	时效性差
直接收购一家券商	先发优势; 业务主动性强	收购券商成本高

来源:中泰证券研究所

- 关于获得券商牌照从而进入互联网券商业务的途径,东财曾面临三个选

择： 1.不要券商牌照，只做第三方交易平台，将所有券商端口接入； 2.等待券商牌照放开后申请牌照； 3.收购一家券商获得牌照。直接收购券商获得券商牌照的途径最为直接，最具先发优势，不必受制于政策层面对第三方接口的界定，同时将在互联网券商方兴未艾，互联网巨头站在门口而未实际进入的时候优先抢占一定的市场份额，为之后叩开财富管理公司的大门做好准备。东财愿意付出接近 300%的高溢价的原因也正是为了给自身证券业务发展争取更多时间。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，且受制于政策对于第三方平台接入的要求。

## 未来看点：券商、基金销售、支付牌照在手，一站式互联网金融平台优势尽显

### 互联网券商经纪业务，下一个流量爆发式变现出口

- 收购同信证券，获得券商牌照。公司以发行股份购买资产方式收购西藏同信证券 100%股权事项，目前已经正式获得证监会核准批文，且截至 2015 年 12 月 11 日，标的资产西藏同信证券 100%股权已经过户至东财。公司获得券商牌照，成为互联网券商。同信证券具有券商全牌照，包括经纪、自营、保荐承销和财务顾问、证券投资咨询、资产管理、融资融券，充分打开了东财的券商业务。
- 我们认为东方财富能占据券商经纪业务一定市场份额的原因主要包括：第一，“一人一户”限制的取消，无论是新开账户还是存量账户的转户都更为便利，为东方财富打破现有经纪业务竞争格局提供了基础；第二，零售客户在选择开户券商时将优先选择佣金率低、操作方便、资讯内容丰富的互联网券商，东方财富推出市场最低万 2.5 佣金率，并且作为深耕财经资讯、交易终端多年的垂直财经网站龙头，在互联网券商中具有优势；第三，相比传统券商，东方财富具有流量的巨大优势，参照基金销售的流量转化率，经纪业务具有相当的变现价值；第四，相比介入互联网券商业务的其他流量平台以及互联网公司，率先拿到券商牌照的东方财富具有无可比拟的先发优势。

图表 17: 手机 APP 股票功能入口

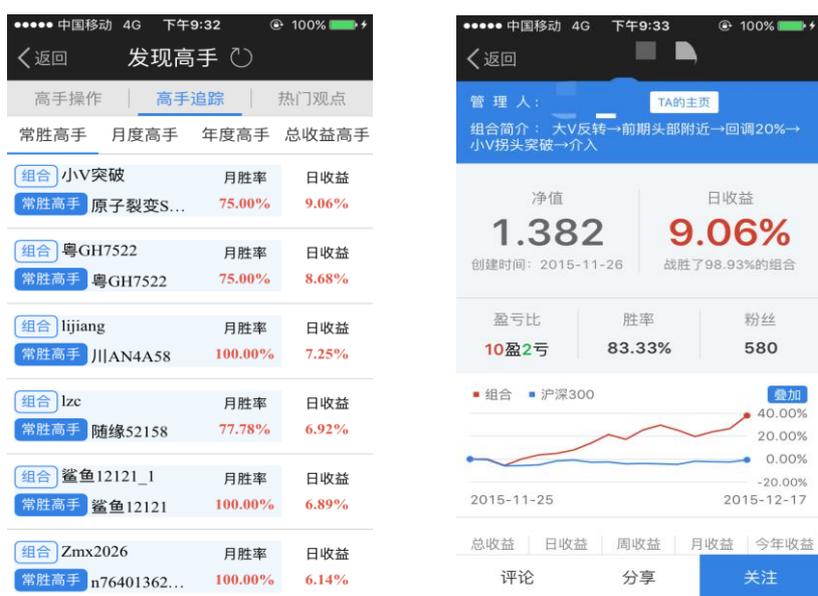


来源: 东方财富网, 中泰证券研究所

- “发现高手”打造中国版 Stocktwits。美国社交化数据服务公司 Stocktwits，是利用互联网技术实现社交投资功能的互联网券商前沿公司，是通过提供社区中投资高手的交易行为的复制和跟随，集聚投资用户的互联网券商前沿模式。国内股票雷达的“跟高手买”和雪球网的“雪球组合”都是社交投资的功能应用。

我们认为“发现高手”将是提高用户粘性，助力经纪业务份额争夺的一大利器。投资收益率呈正态分布的概率特性，决定了大样本下将产生更多的顶尖投资高手，股吧积累的海量、活跃用户优势将在“发现高手”中得到体现，坐拥流量绝对优势的东财比其他任何社交投资社区更具吸引力。

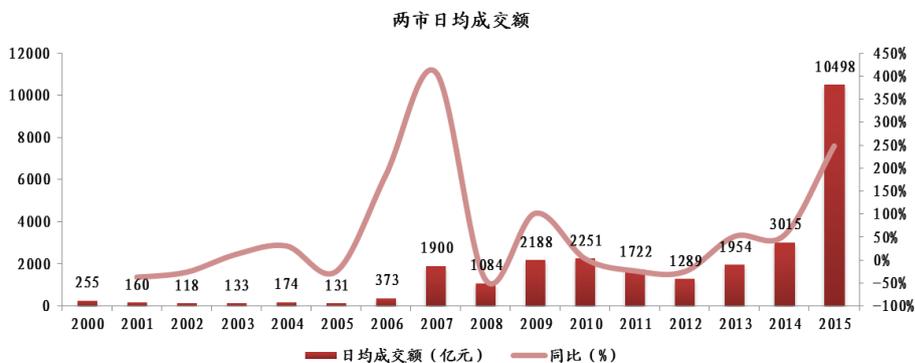
图表 18: 手机 APP “发现高手” 板块



来源: 东方财富网, 中泰证券研究所

- 2015 年牛熊交替的市场环境下，两市股票日均成交额为 10498 亿元。我们预计 2016 年市场大概率呈现慢牛格局，日均交易额将与股灾之后（9、10、11、12 月）的日均成交额相当，那么日均交易额将稳定在 8600 亿元。

**图表 19: 两市股票日均成交额**



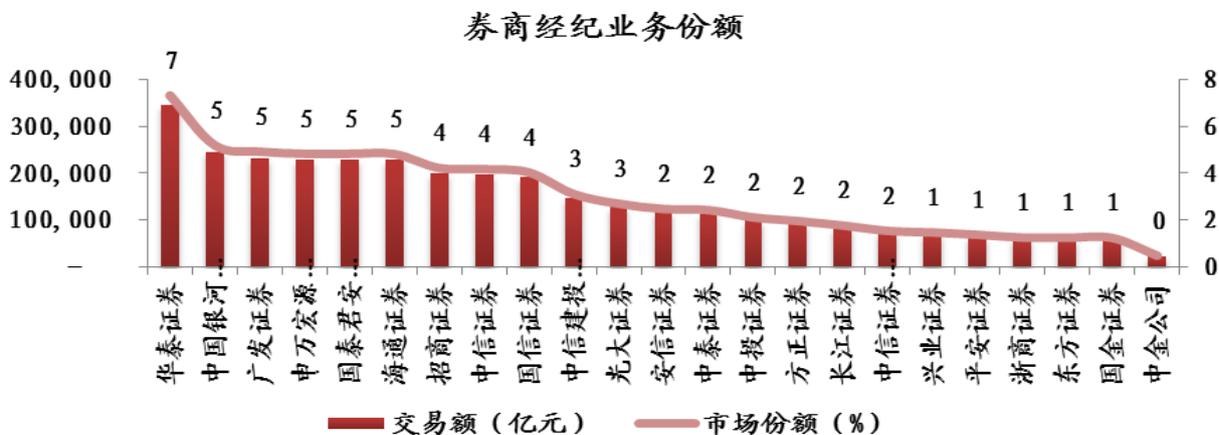
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 20: 股灾之后两市股票日均成交额**



来源: Wind, 中泰证券研究所

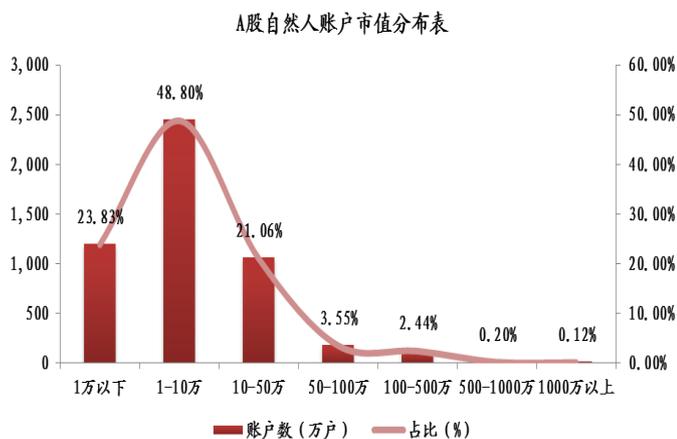
**图表 21: 券商经纪业务份额**



来源: Wind, 中泰证券研究所

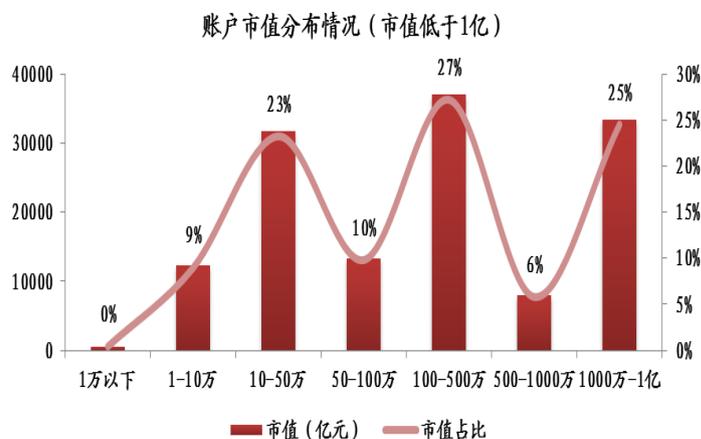
- A股自然人投资者的交易额占比达到80%以上，并且中低净值的自然人投资者（账户市值低于100万）的账户数量占比为97%，账户持有市值占比为70%左右，这部分具备长尾特征的个人投资者正是东财互联网券商业务的服务主体，因此东财在互联网证券经纪业务上的空间非常大。

图表 22: A股自然人账户市值分布



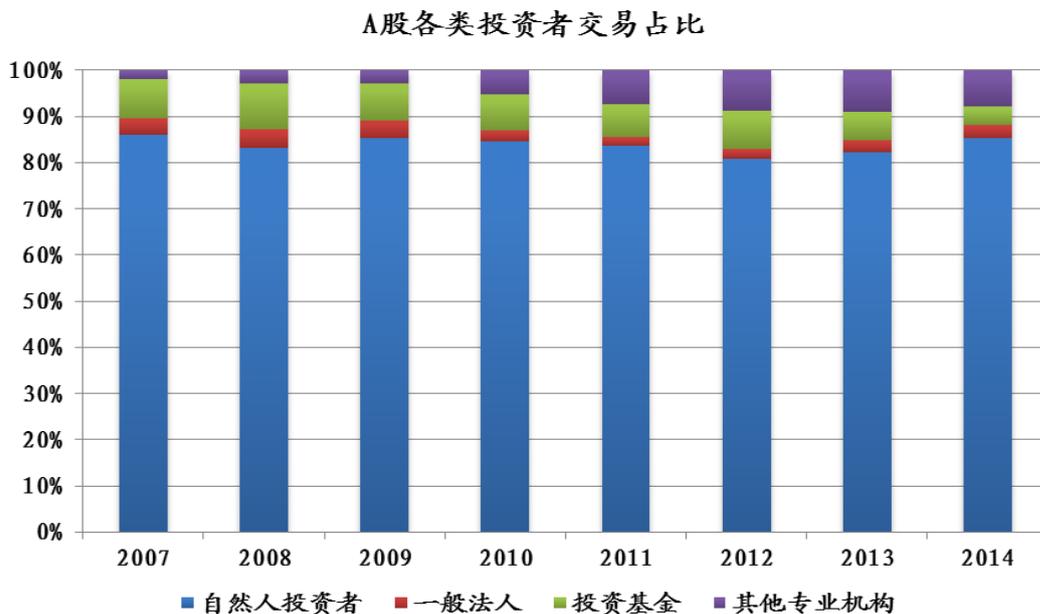
来源：上交所年鉴，中泰证券研究所

图表 23: A股各类投资者交易占比



来源：上交所年鉴，中泰证券研究所

图表 24: A股各类投资者交易额占比



来源：上交所年鉴，中泰证券研究所

- 初期东财将先切入经纪业务，获得佣金手续费收入，预计将在2016年并表。假设2016年股票日均成交额分别为8000、10000、12000亿元，东财市场份额分别为1%、2%、3%，目前行业佣金率为万分之五，那么可实现经纪业务收入如下表所示。中性条件下（10000/2%）可实现25亿元收入，假设网络经纪业务毛利率和公司目前毛利率持平，经纪业务将带来非常可观的利润。

**图表 25: 经纪业务收入弹性测算**

市场份额/股票日均成交额 (亿)	8000	10000	12000
1%	20	26	30
2%	40	50	60
3%	60	76	90

来源: 中泰证券研究所

- 我们认为, 同信证券 2016 年经纪业务市场份额将至少达到 1%。首先, 凭借东财流量和用户粘性的市场地位, 以及互联网金融一站式平台提供的渠道优势, 对同信证券的引流将效果明显; 其次, 参考与互联网巨头合作进行导流的国金证券, 自 2014 年携手腾讯推出万 2.5 线上开户的“佣金宝”之后, 经纪业务份额已经由 0.753% 增长至 1.465%, 增长份额达到了 0.7%。同信证券 2014 年经纪业务份额为 0.3%, 因此保守估计东财在 2016 年能达到 1% 的经纪业务市场份额。同信证券并表之后对于上市公司的盈利贡献测算, 请参见本文盈利预测与估值部分。

**图表 26: 国金证券经纪业务市场份额**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**高景气+高份额+高溢价: 互联网基金销售增长可期**

- 互联网基金销售是东财海量客户变现的第一个出口。合作基金公司数和上线基金产品数量不断增加, 截止 2015 年第三季度, 天天基金网已经上线 91 家基金公司的 2688 只基金产品。受益于货币基金余额理财市场景气以及 2015 年上半年牛市, 公司基金销售规模实现了爆发式增长。公司 2013 年度、2014 年度和 2015 前三季度基金销售额分别为 361、

2298 和 6172 亿元，其中活期宝分别实现 262、1760 和 3456 亿元的销售额。

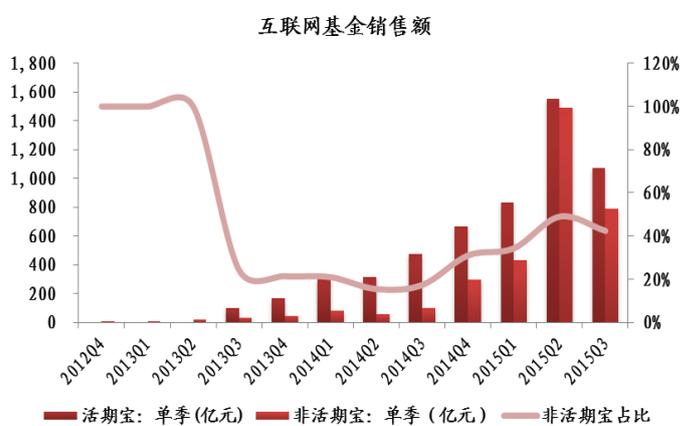
- 东方财富互联网基金销售业绩的井喷有多方面原因。第一，受益于 2014 年下半年启动的牛市行情，A 股日均成交量以及基金申赎额大幅提高，投资者对于基金尤其是股票型基金的认购热情高涨；第二，对于掌握海量用户数量和极高用户粘性的东方财富，对于吸引基金产品上线，以及把握与基金公司申购赎回费用和尾佣提成方面的定价权起着决定性作用，以股票型基金为例，主要收入分为申购费（费率 1.5%\*100%归东财\*打六折优惠=0.9%）、尾随佣金（1.5%管理费\*50%归东财=0.75%）、赎回费（费率 0.5%\*50%归东财=0.25%），东财在尾佣提成比例上的定价是互联网基金销售中最高的；第三，东财特色“活期宝”提供了多种货币基金，且实现由活期宝直接购买其他类型基金的便利。

**图表 27: 合作基金公司数量和上线基金产品数量**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 28: 互联网基金销售额**



来源: Wind, 中泰证券研究所

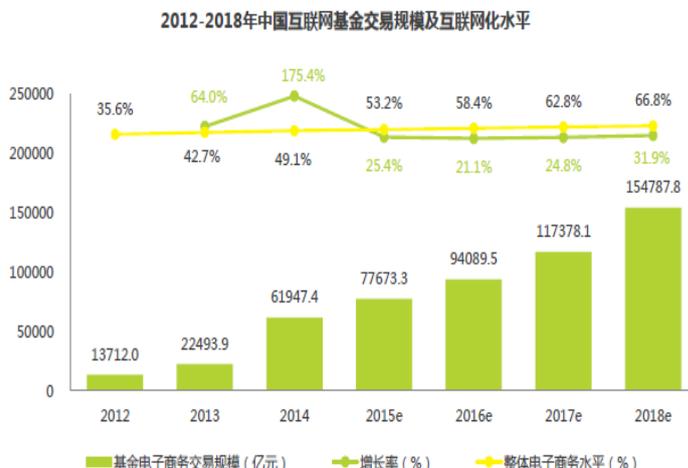
- 我们认为公司互联网基金销售收入将保持增长的原因在于：第一，我国基金认申购规模持续提升，2012、2013 和 2014 三年基金认申购规模增长率分别为 89.9%、32.4%和 139.5%，2014 年规模大幅增长的原因主要为货币基金市场的爆发，而我们认为随着理财需求的持续扩张、机构投资规模占比提升以及降息周期下对于二级市场股票配置比例的提升，基金市场将保持高景气；第二，互联网作为金融产品销售渠道的规模效应和价值显现，根据艾瑞咨询统计，基金市场金融电子商务化水平持续提升，预计 2016、2017 和 2018 年互联网基金交易规模将分别达到 94089、117378 和 154787 亿元，整体电子商务水平由 58.4%提升至 66.8%；第三，天天基金网目前的高市场份额（约 11%）和高市场定价权（与基金公司的认申购费+尾随佣金分成比例），以及东方财富的海量高粘性流量基础，将使得公司互联网基金销售收入持续增长，收入预测详见本报告盈利预测与投资建议部分。

图表 29: 中国开放式基金认申购规模



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 30: 中国互联网基金交易规模及互联网化水平



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

### 申请公募基金牌照, 协同效应大于业务本身

- 公司使用超募资金设立基金管理公司——天天基金管理有限公司, 注册资金 2 亿元, 并向证监会申请公募基金牌照, 目前处于证监会行政许可受理公示阶段。设立基金管理公司将拓宽公司互联网金融服务大平台的服务范围, 由互联网财经金融信息、数据服务和互联网基金第三方销售服务等, 延伸至基金募集、基金销售、资产管理, 进一步延伸和完善服务链条, 促进公司一站式互联网金融大平台的构建和完善。
- 我们认为东财设立基金管理公司, 若申请公募牌照获批之后, 将同时拥有公募牌照和基金第三方销售牌照的公司, 内部协同效应大于进入公募业务本身。手握公募牌照和基金第三方销售牌照的“自产自销”模式, 一方面通过发行不同于传统公募的特色基金产品提高用户粘性, 另一方面现成的天天基金网的强大线上销售渠道, 基金管理公司实现的申赎费用和尾佣将全部转化为收入, 省去了银行和第三方销售渠道的高比例收入分成, 这是协同效应的体现。

图表 31: 偏股型基金销售分成比例

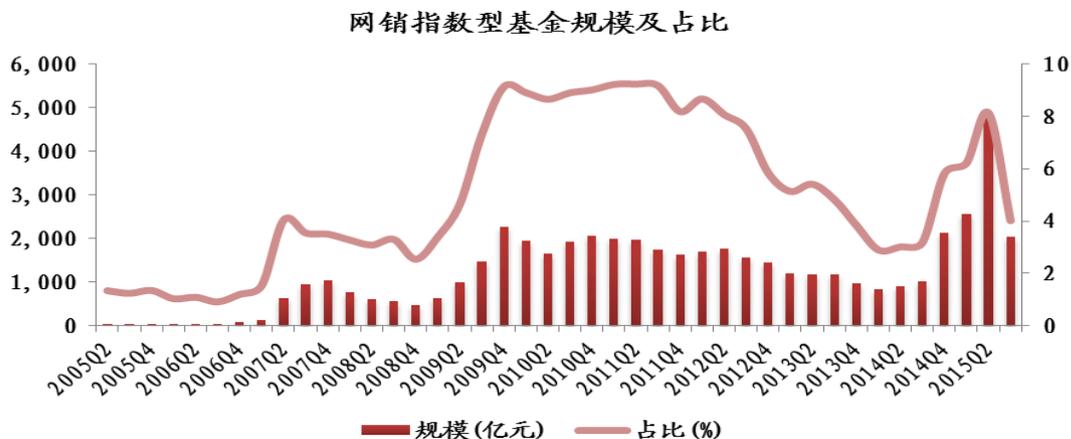
	银行销售渠道 分成比例	第三方销售渠道 分成比例
认申购费	100%	100%
管理费 (尾随佣金)	70%-80%	40%-50%
赎回费	40%-50%	40%-50%

来源: 中泰证券研究所

- 初期将定位于被动管理型指数化基金产品。第一, 指数化产品对主动管理能力要求低, 东财无需打造抗衡传统基金公司的高成本投研团队; 第二, 在低利率市场环境、投资者趋于成熟的资产配置和投资理念以及趋于慢牛格局的权益市场环境下, 指数化产品将受到市场青睐。第三, 指

数字化产品的销售状况将被渠道所主导，而渠道正是东财的强项。凭借在平台、场景、客户基数和费率方面的优势，东财将获得较高的被动管理型基金市场份额。

图表 32: 网销指数型基金规模及占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测与估值

■ 我们对公司 2015-2017 年盈利预测作如下假设:

1. 预计公司 2015-2017 年公司金融数据服务和广告服务两项业务保持平稳增长，而基金代销和证券服务两项业务带来的收入占比将达到将近 90%，因此我们对基金代销和证券服务分别进行收入预测；
2. 基金代销业务方面，根据艾瑞咨询预测，2016-2017 年全市场互联网基金销售规模分别达到 94089 亿元和 117378 亿元；东方财富基金代销市场份额相较 2015 年略上升至 12%；东方财富收取基金销售的综合费率（包括认申购和尾随佣金费）为 0.3%；
3. 证券服务业务方面，根据独立财务顾问出具的发行股份收购同信证券并募集配套资金报告书中对收购标的同信证券的披露，我们对同信证券经纪、自营、投行、资管、两融等业务份额、费率以及全市场情况作出假设如表 33 所示。我们预计在东方财富海量用户导流以及发挥东方财富一站式互联网金融平台优势下，同信证券 2015-2017 将为上市公司并表实现收入 12.79、32.77、43.69 亿元，未来两年 CAGR 达到 184%；
4. 2015-2017 年公司各项业务毛利率保持稳定，与 2015 年中报披露的毛利率基本持平；预计销售费用率和管理费用率相比 2015 年中报披露数据略有增加，主要原因是收购同信证券之后员工人员增加、营销推广网路开户等新业务的支出增长。

图表 33: 基金代销收入预测

基金代销业务收入预测 (百万元, %)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
业务收入		66	372	2812	3387	4226
同比增长			464%	656%	20%	25%
全市场互联网基金销售规模	1371200	2249390	6194740	7767330	9408950	11737810
东财市场份额		1.6%	3.7%	11.1%	12.0%	12.0%
东财基金销售额		36089	229767	862522	1129074	1408537.2
综合费率 (认申购+尾随)		0.18%	0.16%	0.33%	0.30%	0.30%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 同信证券收入预测

同信证券盈利预测假设 (亿元, %)	业务	假设	2015E	2016E	2017E
市场	经纪	股基日均成交额	10500	11000	12000
	自营	股市指数涨跌	10%	10%	10%
		债市指数涨跌	5%	5%	5%
	投行	股票融资额	9000	12000	15000
		债券融资额	34000	35000	35000
	资管	券商资管规模	120000	150000	180000
两融	融资融券平均余额	12000	13000	13000	
公司	经纪	经纪业务佣金率	0.06%	0.05%	0.04%
		经纪业务份额	0.30%	1%	1.50%
	自营	自营规模	20	22	25
	投行	股票承销份额	0.04%	0.10%	0.15%
		股票承销保荐费率	7.00%	6.00%	6.00%
		债券承销份额	0.002%	0.005%	0.010%
		债券承销费率	0.80%	0.80%	0.80%
	资管	券商资管份额	0.50%	0.80%	1.00%
		券商资管费率	0.20%	0.20%	0.20%
	两融	融资融券份额	0.12%	0.20%	0.30%
融资融券息差		4.00%	4.00%	4.00%	
同信证券业务收入		经纪业务收入	9.261	26.95	35.28
		自营业务收入	1.5	1.65	1.875
		投行业务收入	0.25744	0.734	1.378
		资管业务	1.2	2.4	3.6
		两融业务收入	0.576	1.04	1.56
		合计	12.79444	32.774	43.693

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 35: 东方财富收入预测**

东方财富收入预测 (百万元, %)		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
基金代销	业务收入		66	372	2812	3387	4226
	同比增长率 (%)			464%	656%	20%	25%
	毛利率 (%)		76.97%	80.52%	92%	90%	90%
金融数据服务	业务收入	99	70	145	226	271	298
	同比增长率 (%)		-29%	107%	56%	20%	10%
	毛利率 (%)	65.30%	30.90%	60.87%	51.85%	52%	52%
广告服务	业务收入	111	100	86	90	95	100
	同比增长率 (%)		-10%	-14%	5%	6%	5%
	毛利率 (%)	76.50%	75.67%	79.40%	58.41%	59%	59%
证券服务	业务收入					3277	4369
	同比增长率 (%)						33%
	营业利润率					60%	60%
其他	业务收入	14	12	10	14	15	15
	同比增长率 (%)		-14%	-17%	40%	7%	0%
	毛利率 (%)	66.50%	87.15%	81.09%	57.96%	60%	60%
合计	业务收入	223	248	612	3142	7046	9008
	同比增长率 (%)		11%	147%	413%	124%	28%
	毛利率 (%)	70.93%	63.89%	75.72%	87.77%	74.10%	73.80%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 36: 盈利预测与估值结果**

盈利预测与估值结果 (百万元, %)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、主营业务收入	223	248	612	3,142	7,046	9,008
基金代销	-	66	372	2,812	3,387	4,226
金融数据服务	99	70	145	226	271	298
广告服务	111	100	86	90	95	100
证券服务	-	-	-	-	3277	4369
其他业务	14	12	10	14	15	15
二、营业成本	-65	-90	-149	-384	-1,825	-2,360
三、营业利润	35	-3	194	2,258	4,059	5,234
归属于母公司的净利润	38	5	166	1,902	3,414	4,401
业绩增速	-64.72%	-86.69%	3213.59%	1047.42%	79.54%	28.91%
EPS	0.112	0.007	0.137	1.119	1.765	2.276
PE	83.86	2039.65	204.08	51.47	32.62	25.31

来源: Wind, 中泰证券研究所

### 投资建议

- 基金市场高景气、金融电子商务水平持续提升和东财稳定的高市场份额, 将使得基金代销收入保持增长。凭借流量和场景优势, 对于券商经纪业

务蛋糕的分享将极大增厚公司利润，且弹性极大。收购香港宝华证券布局海外业务，设立基金管理公司申请公募基金牌照，一站式互联网金融平台的流量集聚效应以及变现能力巩固不断得到正反馈，看好东财作为连接人与财富的互联网金融巨头继续打开市值空间。考虑同信证券 16 年并表因素，预计 15、16、17 年净利润 19.02 亿、34.14 亿、43.30 亿，对应 EPS1.03、1.84、2.34 元，PE40、22、18X，6 个月内目标价 61.5 元/股，首次覆盖给予“买入”投资评级。

## 风险提示

- 权益市场低迷：公司基金销售业务收入和证券服务收入与二级市场行情度相关度较高，若权益市场低迷将对公司业绩以及业务开展产生负面的影响；
- 互联网金融政策变化：互联网券商加入行业竞争使得传统券商业务及地位受到威胁，若互联网金融的相关政策发生变化将影响公司后续业务拓展。

图表 37: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>223</b>	<b>248</b>	<b>612</b>	<b>3,142</b>	<b>7,046</b>	<b>9,008</b>
增长率	-20.55%	11.6%	146.3%	413.4%	124.2%	27.9%
营业成本	-65	-90	-149	-384	-1,825	-2,360
%销售收入	29.1%	36.1%	24.3%	12.2%	25.9%	26.2%
毛利	158	159	463	2,758	5,221	6,648
%销售收入	70.9%	63.9%	75.7%	87.8%	74.1%	73.8%
营业税金及附加	-8	-6	-24	-37	-84	-107
%销售收入	3.5%	2.5%	3.9%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-97	-111	-115	-189	-423	-540
%销售收入	43.4%	44.6%	18.8%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-65	-84	-184	-314	-705	-901
%销售收入	29.4%	34.0%	30.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	-12	-43	140	2,218	4,010	5,099
%销售收入	-5.4%	-17.3%	23.0%	70.6%	56.9%	56.6%
财务费用	49	42	60	40	49	51
%销售收入	-21.9%	-16.8%	-9.8%	-1.3%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	-2	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	-3	194	2,258	4,059	5,150
营业利润率	15.9%	-1.4%	31.7%	71.9%	57.6%	57.2%
营业外收支	8	8	3	6	5	5
税前利润	43	5	197	2,264	4,064	5,155
利润率	19.5%	2.0%	32.2%	72.0%	57.7%	57.2%
所得税	-6	0	-32	-362	-650	-825
所得税率	13.3%	-0.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	38	5	166	1,902	3,414	4,330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	38	5	166	1,902	3,414	4,330
净利率	16.9%	2.0%	27.1%	60.5%	48.5%	48.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38	5	166	1,902	3,414	4,330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	22	27	22	27	27
非经营收益	0	0	-7	-6	-5	-5
营运资金变动	-36	449	2,177	-626	-3,153	-1,825
<b>经营活动现金净流</b>	<b>20</b>	<b>476</b>	<b>2,363</b>	<b>1,291</b>	<b>283</b>	<b>2,528</b>
资本开支	14	27	13	36	-8	-9
投资	0	0	-88	-347	0	0
其他	61	-200	40	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>46</b>	<b>-227</b>	<b>-61</b>	<b>-383</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-21	-30	-14	0	-111	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>-111</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>45</b>	<b>220</b>	<b>2,288</b>	<b>908</b>	<b>180</b>	<b>2,536</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,527	1,746	4,028	4,937	5,117	7,654
应收款项	40	259	1,661	3,182	7,957	10,482
存货	0	0	0	0	1	1
其他流动资产	35	224	261	289	468	543
流动资产	1,602	2,229	5,950	8,409	13,543	18,679
%总资产	88.9%	91.6%	96.2%	93.3%	96.0%	97.2%
长期投资	0	0	28	375	375	375
固定资产	50	52	48	76	53	30
%总资产	2.8%	2.1%	0.8%	0.8%	0.4%	0.2%
无形资产	149	151	147	139	132	125
非流动资产	200	204	232	600	569	539
%总资产	11.1%	8.4%	3.8%	6.7%	4.0%	2.8%
<b>资产总计</b>	<b>1,801</b>	<b>2,433</b>	<b>6,183</b>	<b>9,008</b>	<b>14,112</b>	<b>19,218</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	80	128	189	1,007	2,489	3,111
其他流动负债	0	610	4,109	4,327	4,534	4,688
流动负债	80	738	4,298	5,334	7,024	7,799
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	6	5	5	5	5
<b>负债</b>	<b>82</b>	<b>744</b>	<b>4,303</b>	<b>5,338</b>	<b>7,028</b>	<b>7,804</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,719</b>	<b>1,689</b>	<b>1,880</b>	<b>3,670</b>	<b>7,084</b>	<b>11,414</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,801</b>	<b>2,433</b>	<b>6,183</b>	<b>9,008</b>	<b>14,112</b>	<b>19,218</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.112	0.007	0.137	1.026	1.842	2.336
每股净资产(元)	5.118	2.514	1.554	1.980	3.821	6.157
每股经营现金净流(元)	0.060	0.708	1.953	0.697	0.153	1.363
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.19%	0.30%	8.82%	51.81%	48.19%	37.94%
总资产收益率	2.09%	0.21%	2.68%	21.11%	24.19%	22.53%
投入资本收益率	-5.41%	75.45%	-5.42%	-113.45%	211.59%	126.49%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-20.55%	11.57%	146.31%	413.39%	124.24%	27.85%
EBIT增长率	-117.49%	-256.97%	427.52%	1478.63%	80.80%	27.17%
净利润增长率	-64.72%	-86.69%	3213.59%	1047.42%	79.54%	26.84%
总资产增长率	-1.22%	35.05%	154.14%	45.70%	56.66%	36.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	57.7	63.7	45.7	53.7	52.7	51.9
存货周转天数	0.0	—	—	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	74.1	95.3	99.2	93.7	95.8	95.6
固定资产周转天数	85.4	74.8	29.9	7.3	3.4	1.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-88.79%	-103.38%	-214.32%	-134.52%	-72.24%	-67.05%
EBIT利息保障倍数	0.2	1.0	-2.4	-55.0	-81.2	-99.6
资产负债率	4.54%	30.57%	69.60%	59.26%	49.80%	40.61%

来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。