

## 互联网券商战略持续推进，业绩或已见底

■事件：7月28日公司公告，2017年上半年实现营收109391.75万，同比下降6.17%；归母净利润26010.10万，同比下降22.77%。其中，证券业务贡献营收61501.52万，同比增加20.86%；包括基金代销、数据及广告服务在内的非证券业务贡献营收47890.23万，同比下降27.10%。

■经纪、两融增速显著，证券业务逆势扩张。报告期内，公司证券业务的业绩提振得益于经纪、两融的逆势扩张，其中：1) 证券经纪业务净收入为37891.98万，同比增长14.1%；2) 包括两融收入在内的利息净收入为19662.81万，同比增长190.17%。两项业务绝对量增速显著的背后是市占率更明显的上升：2017年上半年，东方财富证券两市股票交易额市占率为1.40%（去年同期为0.66%）；两融余额市占率为0.66%（去年同期为0.17%）。市场整体走弱之时，公司经纪、两融业务绝对量增速显著，市占率上升势头明显。

■流量巨头坚定互联网券商转型路，优势明显。上半年东方财富证券子公司净利润为30762.03万，净利润占比超过100%，非券商业务合计亏损，一定程度上说明了公司加大投入构建流量入口、向互联网券商转型的决心。我们认为，公司在以下几点区别于传统券商，优势明显：1) 以金融数据服务及资讯网站广告起家，拥有巨额流量积累（据运营商统计2017H1移动端APP平均月活达544.55万），携更低廉价格（万2.5佣金率及5.99%融资利率），充分受益于一人多户政策，促成客户快速转化；2) 一站式金融服务平台+海量数据积累+强技术优势，可满足客户全方位需求，提供更好服务，利用良好口碑彰显互联网马太效应；3) 轻资产运作模式使得成本端边际效应显著，规模增大后可使其客户价值充分显现。

■拥有强客户运营能力，业绩增长不可只看现在。券商2.0时代，服务取代标准化交易，成为最核心的环节。公司以现有业务为核心，利用客户、数据、技术优势增强客户运营能力，并不断探索互联网金融服务模式，包括设立保险代理公司进军互联网保险、依靠旗下基金平台推出智能投顾产品、开展财经视频直播、设立征信子公司等，打造互联网金融生态圈。观嘉信理财成功之路，互联网券商的高成长性可见一斑；而我国财富管理空间巨大，据《2015年中国私人财富报告》统计，截止2015年底，中国个人可投资资产总额达到129万亿元，将加速互联网券商崛起；公司流量变现只是开始。

■投资建议：公司是国内领先的互联网金融企业，业务正从证券、基

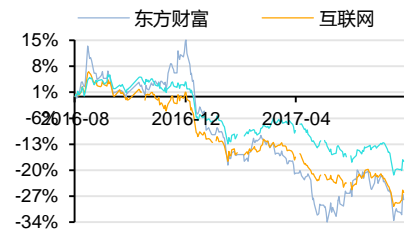
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**14.00元**  
股价(2017-07-28) **11.33元**

### 交易数据

总市值(百万元)	48,591.87
流通市值(百万元)	36,122.26
总股本(百万股)	4,288.78
流通股本(百万股)	3,188.20
12个月价格区间	10.38/21.76元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.58	8.38	-14.99
绝对收益	-7.96	2.07	-33.29

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

孙雨轩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050006

### 相关报告

东方财富：经纪、两融增速显著，互联网券商优势已现/胡又文	2017-07-20
东方财富：“流量+数据”助力智能投顾业务抢占市场先机/胡又文	2017-06-04
东方财富：互金生态雏形显现，智能投顾高扬帆/吕伟	2017-04-08

金不断拓展，拥有突出的数据优势、技术优势以及客户优势。依靠更低廉成本及更优质服务，公司互联网券商优势已现；依托强客户运营能力，致力打造互联网金融生态圈，其流量变现只是开始。预计 2017、2018 年 EPS 为 0.16、0.31 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

■风险提示：业务创新政策不确定性、证券市场交易活跃度下滑。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,925.9	2,351.8	2,425.7	3,348.7	4,318.8
净利润	1,848.6	713.8	668.7	1,308.7	1,941.5
每股收益(元)	0.43	0.17	0.16	0.31	0.45
每股净资产(元)	1.90	2.99	3.27	3.53	3.88
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	26.3	68.1	72.7	37.1	25.0
市净率(倍)	5.9	3.8	3.5	3.2	2.9
净利润率	63.2%	30.3%	27.6%	39.1%	45.0%
净资产收益率	22.6%	5.6%	4.8%	8.6%	11.6%
股息收益率	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
ROIC	-77.6%	-9.7%	20.1%	520.2%	361.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,925.9	2,351.8	2,425.7	3,348.7	4,318.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	324.1	323.1	339.6	468.8	604.6	营业收入增长率	378.1%	-19.6%	3.1%	38.1%	29.0%
营业税费	45.6	51.8	26.7	40.2	51.8	营业利润增长率	988.7%	-68.4%	1.5%	101.8%	50.8%
销售费用	202.5	266.0	345.8	449.6	584.5	净利润增长率	1015.5%	-61.4%	-6.3%	95.7%	48.4%
管理费用	394.4	1,113.7	1,113.7	1,113.7	1,113.7	EBITDA 增长率	1238.2%	-64.4%	-9.4%	102.9%	51.8%
财务费用	-108.4	-66.5	-71.2	-87.2	-92.8	EBIT 增长率	1392.2%	-70.0%	0.9%	111.2%	53.8%
资产减值损失	18.2	17.2	13.9	16.4	15.8	NOPLAT 增长率	1412.9%	-68.5%	1.7%	111.2%	53.8%
加:公允价值变动收益	22.4	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	投资资本增长率	151.6%	-149.1%	-91.8%	121.1%	129.7%
投资和汇兑收益	39.0	45.8	45.2	45.3	45.3	净资产增长率	335.0%	56.9%	9.4%	7.7%	10.1%
<b>营业利润</b>	2,110.9	667.4	677.5	1,367.5	2,061.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	60.1	130.8	64.8	85.2	93.6	毛利率	88.9%	86.3%	86.0%	86.0%	86.0%
<b>利润总额</b>	2,170.9	798.2	742.2	1,452.7	2,155.1	营业利润率	72.1%	28.4%	27.9%	40.8%	47.7%
减:所得税	322.4	85.7	74.2	145.3	215.5	净利润率	63.2%	30.3%	27.6%	39.1%	45.0%
<b>净利润</b>	1,848.6	713.8	668.7	1,308.7	1,941.5	EBITDA/营业收入	69.6%	30.8%	27.1%	39.8%	46.8%
						EBIT/营业收入	68.4%	25.5%	25.0%	38.2%	45.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	27	167	262	186	142
						流动资产周转天数	-719	-895	-536	-503	-348
						流动资产周转天数	1,581	3,168	3,080	2,380	2,060
						应收帐款周转天数	212	286	249	267	258
						存货周转天数		10	14	5	6
						总资产周转天数	1,840	3,882	3,864	2,939	2,490
						投资资本周转天数	-475	-215	218	38	67
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	22.6%	5.6%	4.8%	8.6%	11.6%
						ROA	7.8%	2.6%	2.7%	4.4%	6.4%
						ROIC	-77.6%	-9.7%	20.1%	520.2%	361.8%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	6.9%	11.3%	14.3%	13.4%	13.5%
						管理费用率	13.5%	47.4%	45.9%	33.3%	25.8%
						财务费用率	-3.7%	-2.8%	-2.9%	-2.6%	-2.1%
						三费/营业收入	16.7%	55.8%	57.2%	44.1%	37.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	65.5%	52.5%	44.0%	48.9%	44.7%
						负债权益比	190.3%	110.3%	78.6%	95.7%	80.9%
						流动比率	1.31	1.56	1.85	1.73	1.90
						速动比率	1.31	1.55	1.84	1.73	1.89
						利息保障倍数	-18.48	-9.03	-8.51	-14.69	-21.22
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.04	0.03	0.04	0.06	0.09
						分红比率	10.0%	19.9%	24.6%	18.2%	20.9%
						股息收益率	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	1,848.5	712.4	668.7	1,308.7	1,941.5	EPS(元)	0.43	0.17	0.16	0.31	0.45
加:折旧和摊销	36.7	139.9	50.3	51.5	52.7	BVPS(元)	1.90	2.99	3.27	3.53	3.88
资产减值准备	18.2	17.2	-	-	-	PE(X)	26.3	68.1	72.7	37.1	25.0
公允价值变动损失	-22.4	25.0	-25.0	-25.0	-25.0	PB(X)	5.9	3.8	3.5	3.2	2.9
财务费用	-0.5	39.6	-71.2	-87.2	-92.8	P/FCF	8.3	-6.7	17.9	39.9	37.1
投资损失	-19.1	-41.6	-45.0	-45.0	-45.0	P/S	16.6	20.7	20.0	14.5	11.3
少数股东损益	-0.1	-1.3	-0.7	-1.3	-1.9	EV/EBITDA	40.6	68.4	52.6	25.2	16.2
营运资金的变动	4,878.9	-11,802.4	2,502.5	-312.3	-680.4	CAGR(%)	-10.9%	39.6%	59.2%	-10.9%	39.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	547.4	-4,227.9	3,079.5	889.5	1,149.2	PEG	-2.4	1.7	1.2	-3.4	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	9,161.2	-1,817.6	213.2	-299.2	258.4	ROIC/WACC	-4.8	-0.6	1.3	32.4	22.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	-42.7	4,104.4	175.0	42.3	-312.2	REP	3.1	-30.2	124.6	2.1	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文、孙雨轩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034