

证券研究报告—深度报告

金融

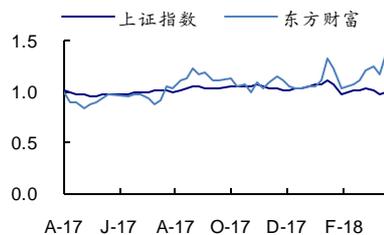
非银行金融

东方财富(300059)
增持

合理估值: 20.03 元 昨收盘: 16.02 元

(首次评级)

2018年04月12日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,289/3,444
总市值/流通(百万元)	68,706/55,171
上证综指/深圳成指	3,208/10,808
12个月最高/最低(元)	17.09/10.20

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人: 李锦儿

电话: 021-60875162

E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

从流量龙头到零售证券龙头

● 中国证券行业有望出现巨头型零售经纪商

零售证券业务的特征是标准化、无差异化, 从海外经验来看, 佣金自由化后零售证券市场份额向龙头集中, 目前中国市场份额集中度极低, 随着市场化进程加速, 我们认为未来国内有望出现巨头型零售经纪商, 市场份额集中度将提升。

● 东方财富有望从流量龙头转型为零售证券龙头

三步战略的演进: 门户网站、零售经纪、财富管理。 第一阶段(2005-2012): 从门户网站起家, 积累了海量长尾客户; 第二阶段(2012-今): 逐步转型零售经纪商, 重心在于提升经纪业务市场份额; 第三阶段(未来): 在庞大客户的基础上, 全面转型财富管理, 重心在于增强客户粘性。

流量优势是零售证券业务的重要基础, 东方财富证券客户流量远超其他传统券商。 基金代销业务开启了流量变现第一步, 凭借前期积累的海量用户资源, 天天基金网的基金销售业务规模迅速攀升, 2015年几乎垄断了互联网第三方基金代销市场。受市场等因素影响, 2016-2017年基金销售规模和收入略有下降。

● 成本优势显著, 未来仍有较大成长空间

成本优势支撑公司以价格优势带动客户基础扩张。 我们构建“成本指数”来反映各券商经纪业务成本, 其中, 东方财富成本指数最低, 凭借其流量优势, 边际成本显著低于其他传统券商,

在目前经纪业务“存量市场”特征明显的环境下, 公司经纪业务市场份额逆势而上难得可贵, 未来仍有较大的成长空间和业绩弹性。 经纪业务市场份额逐步提升, 也为两融业务的推动奠定了良好的基础。随着客户基础的扩张, 规模效应将逐渐体现, 从而进一步降低服务成本, 形成正循环的互联网金融生态。

● 2018年估值区间 783-860 亿元, 对应股价 18.25-20.06 元

运用分部估值法估值, 随着公司经纪业务市占率的提升, 公司业绩进入高速增长期, 对证券业务采用 PEG 法, 对其他主营业务采用 PE 估值法。预计 2018 年估值区间为 783-860 亿元, 对应股价区间为 18.25-20.06 元。

● 风险提示

经纪业务与两融业务市占率扩张不及预期; 证券市场大幅波动及行业监管政策变化对业绩造成的不确定性。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,352	2,547	3,503	4,200	4,952
(+/-%)	-20%	8%	38%	20%	18%
净利润(百万元)	712	637	1,051	1,260	1,485
(+/-%)	-61%	-11%	66%	20%	18%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.15	0.25	0.29	0.35
净资产收益率(ROE)	6.8%	4.6%	6.9%	7.7%	8.4%
市盈率(PE)	97	109	66	55	47
市净率(PB)	5.4	4.7	4.4	4.1	3.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

运用分部估值法估值，随着公司经纪业务市占率的提升，公司业绩进入高速增长期，对证券业务采用 PEG 法，对金融电子商务服务业务、金融数据服务、广告业务及其他主营业务采用 PE 估值法。预测未来两年公司证券业务净利润复合增速为 38%，基于 1.5 倍 PEG，得到公司 2018 年证券业务合理市值 645 亿元。金融电子商务服务业务合理估值为 116-194 亿元，金融数据服务、广告业务及其他主营业务合理估值为 21 亿元。将上述各业务分部估值加总合计，预计 2018 年估值区间为 783-860 亿元，对应股价区间为 18.25-20.06 元。

在流量龙头地位的基础上，公司成本壁垒优势开始显现，支撑其以价格优势带动客户基础扩张，在目前经纪业务“存量市场”特征明显的环境下，公司经纪业务市场份额逆势而上更为难得可贵，未来有较大的成长空间和业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设或逻辑

(1) 经纪业务假设：预测东方财富经纪业务市场份额会继续提升，在 2018、2019、2020 年底分别达到 2.7%、3.2%、3.5%；(2) 两融业务假设：经纪业务份额的提升也会继续带动两融业务发展，预测两融市场份额在 2018、2019、2020 年底达到 1.25%、1.5%、1.75%。

与市场预期的差异之处

市场普遍认为公司经纪业务市占率的提升源于其流量基础与低价策略，我们剖析其背后的原因，低价策略仅仅是一方面，更多地在于其成本运营优势，其经营模式在于拥有流量优势，对线下营业部数量扩张的依赖度不高，从而使公司可以大幅节约大量铺设线下营业部及招募经纪人的成本开支，支撑公司以价格优势带动客户基础扩张。随着客户基础的扩张，规模效应将逐渐体现，进一步降低服务成本，将形成正循环的互联网金融生态。

股价变化的催化因素

股市成交量超预期带动公司业绩超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

经纪业务与两融业务市占率扩张不及预期；证券市场大幅波动及行业监管政策变化对业绩造成的不确定性。

内容目录

战略转型：从流量龙头到零售证券龙头	5
三步战略的演进：门户网站、零售经纪、财富管理	5
主营业务重心转向金融领域	6
流量龙头地位无人撼动	6
平台流量优势显著	6
移动端布局错失良机	7
流量变现加速业务拓展	8
基金代销龙头地位巩固	9
前期流量优势明显，领跑第三方基金销售	9
行业竞争加剧，价格战推动综合费率下降	11
设立基金管理公司，向产销一体化转型	12
零售证券业务转型成长空间巨大	12
拓展业务板块，转型互联网证券	12
低成本运营，经纪市场份额快速攀升	13
实行低价策略，两融业务快速发展	15
盈利预测及估值	16
盈利预测	16
估值	18
风险提示	18
附表：财务预测与估值	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 东方财富营业收入 (2007-2017)	6
图 2: 东方财富主营业务构成变化 (2007-2017)	6
图 3: 前十名财经网站日均覆盖人数	7
图 4: 前十名财经网站月度浏览时间	7
图 5: 证券服务应用领域 APP 月活跃人数	8
图 6: 广告业务收入下滑	9
图 7: 金融数据业务收入下滑	9
图 8: 东方财富基金销售收入及主营收入占比	10
图 9: 东方财富基金销售规模	10
图 10: 天天基金网上线基金公司和基金产品数量	10
图 11: 天天基金销售收入远超同业 (亿元)	11
图 12: 东方财富基金代销综合费率下降	12
图 13: 东方财富证券业务收入及主营收入占比	13
图 14: 东方财富客户数量持续高增长	13
图 15: 东方财富证券经纪业务市场份额稳步提升	14
图 16: 东方财富佣金率仅高于华泰证券 (2017H)	14
图 17: 各券商经纪业务成本指数 (2017H1)	14
图 18: 东方财富经纪市场份额逆市增长	15
图 19: 东方财富证券两融市场份额快速提升	16
图 20: 东方财富两融余额增速远超同业	16
表 1: 东方财富业务布局	6
表 2: 天天基金网流量数据	7
表 3: 证券服务应用领域 APP 用户粘性 top10	8
表 4: 基金代销机构代销基金数量 (2018-3-25)	10
表 5: 2016 年前后第三方基金代销费率对比	11
表 6: 东方财富公开发行可转债募集资金使用计划	16
表 7: 东方财富证券业务收入预测表 (百万元)	17
表 8: 东方财富收入分类预测表 (百万元)	17
表 9: 可比公司对比	18

零售证券业务的特征是标准化、无差异化，从海外经验来看，佣金自由化后零售证券市场份额向龙头集中，目前中国零售证券业务市场份额集中度极低，随着政策外力的放开（跨区域设立营业部、互联网开户等），市场化进程加速，我们认为未来中国证券行业有望出现巨头型零售经纪商，市场份额集中度提升。凭借流量优势和成本优势，东方财富有望从流量龙头转型为零售证券龙头。

战略转型：从流量龙头到零售证券龙头

流量优势是零售证券业务的重要基础，目前，东方财富已依据财经平台积累了海量长尾客户，在巩固了基金销售龙头地位的同时，正逐步向零售证券业务（交易+两融）龙头迈进。

三步战略的演进：门户网站、零售经纪、财富管理

回顾嘉信理财的发展历程，其中不乏东方财富的影子。嘉信理财是美国领先的个人金融服务商，通过低佣金策略积累客户，关注客户资产积累，转型为零售客户的综合财富管理平台。收入重心来源已经由依靠交易量赚取不稳定的佣金收入，转变为以客户资产规模为基础的管理费收入，经纪业务收入占比下滑至2016年的11%，资产管理收入占比稳定在40%以上。回顾嘉信的发展历程，从折扣经纪商起步，锁定中小投资客户，与目前东方财富的发展类似，公司的战略演进可分为三步：门户网站、零售经纪、财富管理

第一阶段（2005-2012）：从门户网站起家，迅速积累客户流量。公司成立初期立足于“东方财富网”这一财经门户网站，为互联网用户提供综合的财经信息和专业的金融服务，获得了行业内的竞争优势。2007年，天天基金网上线，并逐步发展成为中国基金理财网站第一门户。随后公司推出东方财富通炒股软件和Choice金融数据研究终端，拓展金融数据服务业务。传统业务为东方财富积累了海量长尾客户，也为流量变现提供了基础。在此阶段，公司盈利来源为金融数据服务收入和广告投放收入。

第二阶段（2012-今）：在流量优势的基础上，公司逐步转型零售经纪商。2012年天天基金网获得代销基金牌照，抢占第三方基金销售市场先机；2014年12月收购宝华世纪证券，涉足香港证券业务领域；2015年7月入股易真网络科技，获得第三方支付牌照；2015年9月收购西藏同信证券，成为首家获得境内证券业务牌照的互联网公司。在此阶段，公司重心在于提升经纪业务市场份额，盈利来源主要为基金代销收入和股票交易佣金。

第三阶段（未来）：在庞大客户的基础上，全面转型财富管理。由于经纪业务高度同质化，随着增量客户的放缓，如何更好地服务存量客户，进行存量客户的二次开发，将成为重要方向。区别于其他佣金折扣经纪商，嘉信理财以低佣金策略培养了一批粘性客户后，推出资管业务，以各类理财产品和一对一的理财顾问咨询服务增加了客户粘性，收入重点转向为顾客提供增值投资服务的资管收益。在此阶段，公司重心在于增强客户粘性，替客户管理更多的资产，盈利来源为利息收入和资产管理收入。目前，公司正申请公募基金牌照，正体现了其财富管理转型的战略布局。

表 1: 东方财富业务布局

布局时间	产品/平台	服务内容	盈利模式
2005	东方财富网	财经资讯网站	广告投放收入, 其他增值服务
2006	股吧	股票交流平台	提供互动平台, 吸引流量为主
2007	天天基金网	第三方基金销售	基金销售申购、赎回费用
2010	东方财富通	行情、交易终端	推出机构付费版
2013	Choice	金融数据研究终端	向金融机构提供金融数据并收费
2015	收购西藏同信证券	经纪、资管、融资等服务	网络开户、代理买卖证券经纪业务、资产管理业务收入

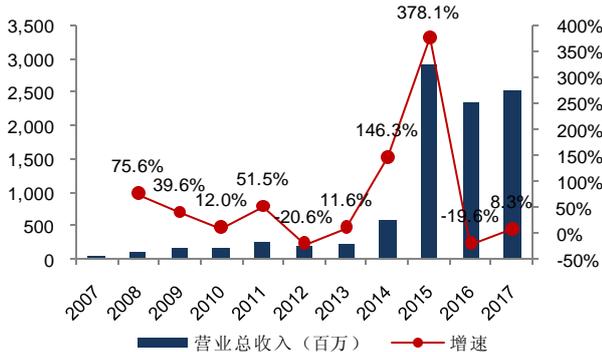
资料来源: 公司历年年报、国信证券经济研究所整理

主营业务重心转向金融领域

主营业务重心由金融数据服务收入和广告投放收入逐渐转向基金销售和券商业务。2012年以前, 东方财富作为互联网财经金融信息和数据服务的互联网金融龙头, 主要收入来源是金融数据服务和资讯网站广告。随着流量变现渠道的开启, 从2012年开始基金代销业务迅猛发展, 到2015年, 基金代销业务对主营收入的贡献已高达83.5%, 2017年, 基金代销业务营收占比为33.1%。2015年12月, 公司收购同信证券, 开始进军券商业务, 随后证券业务在主营业务收入中比重不断提升, 2017年证券业务贡献了56.3%的业务收入。

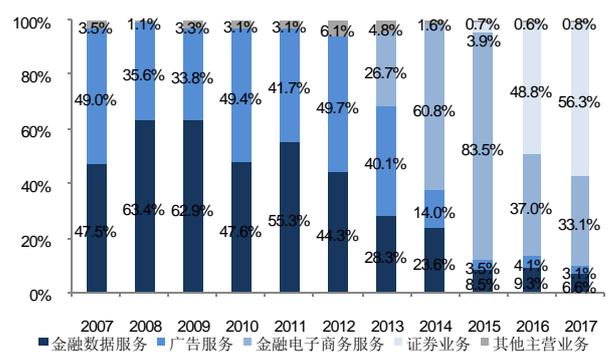
受市场因素影响, 传统业务承压下滑, 证券业务仍快速增长。自2012年公司获取基金代销牌照后, 大力发展金融电商业务, 2015年天天基金网基金销售额达到7433亿元, 推动当年业绩井喷, 主营业务收入同比增长近4倍。近两年, 受市场因素和公司转型影响, 基金代销业务、金融数据服务和互联网广告业务等传统业务收入有所下滑, 证券业务受益于用户导流和良好的协同效应, 实现高速增长。2017年, 公司实现营业收入25.47亿元, 同比增长8.3%; 基金销售业务营收同比下降3.0%, 证券服务业务营收同比增长24.9%。

图 1: 东方财富营业收入 (2007-2017)



资料来源: 东方财富历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 2: 东方财富主营业务构成变化 (2007-2017)



资料来源: 东方财富历年年报, 国信证券经济研究所整理

流量龙头地位无人撼动

东方财富通过东方财富网、天天基金网、股吧、东方财富通及 Choice 等业务板块, 形成了流量优势、品牌优势、先发优势的多维核心竞争力。与其他传统券商相比, 公司优势在于其流量优势, 积累了海量长尾客户。

平台流量优势显著

东方财富以提供财经资讯和数据服务起家，打造用户资源优势。东方财富作为依托网站平台的互联网金融信息服务商，通过运营财经网站向广大互联网用户提供财经资讯、金融信息和数据分析服务，积累网站用户访问量、凝聚用户黏性并最终形成强大的信息渠道。

PC端流量优势显著，用户数&用户粘性占据绝对的龙头地位。

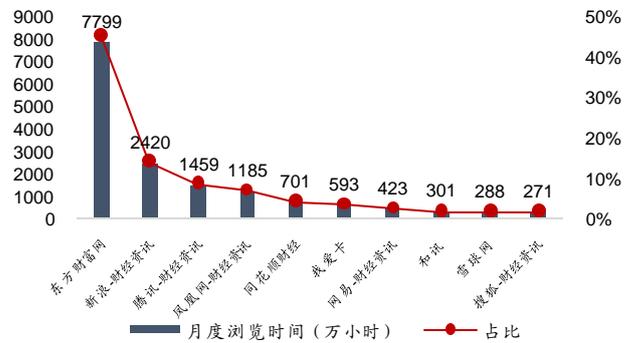
A.东方财富网：东方财富网是中国访问量最大、影响力最大的财经证券门户网站之一，是公司核心竞争能力的来源。通过对同类财经网站覆盖人数和浏览时长的比较，可以看出东方财富在流量和用户粘性方面占据绝对的龙头优势。2018年1月艾瑞数据的监测显示，东方财富网日均覆盖人数1184万人，在同类财经网站中市场占比达22%；月度有效浏览时间7799万小时，市场占比45%，超过前十名财经网站中其余九家之和。

图 3: 前十名财经网站日均覆盖人数



资料来源：艾瑞数据，国信证券经济研究所整理

图 4: 前十名财经网站月度浏览时间



资料来源：艾瑞数据，国信证券经济研究所整理

B.天天基金网：天天基金网自 2007 年上线，为当时线下渠道购买基金的客户提供在线基金数据查询和筛选工具，形成了极高的品牌知名度。天天基金网 2017 年日均页面浏览量达到 568.29 万次，其中，交易日日均页面浏览量为 747.44 万次，非交易日日均页面浏览量为 207.01 万次；日均独立访问用户数为 66.36 万人。海量而稳定的平台用户为互联网基金销售的开展奠定了良好的基础。

表 2: 天天基金网流量数据

	2016	2017
日均页面浏览量 (万)	533.78	568.29
交易日	705.58	747.44
非交易日	190.16	207.01
日均独立访问用户数 (万人)	67.78	66.36
交易日	84.02	82.2
非交易日	35.31	34.43

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

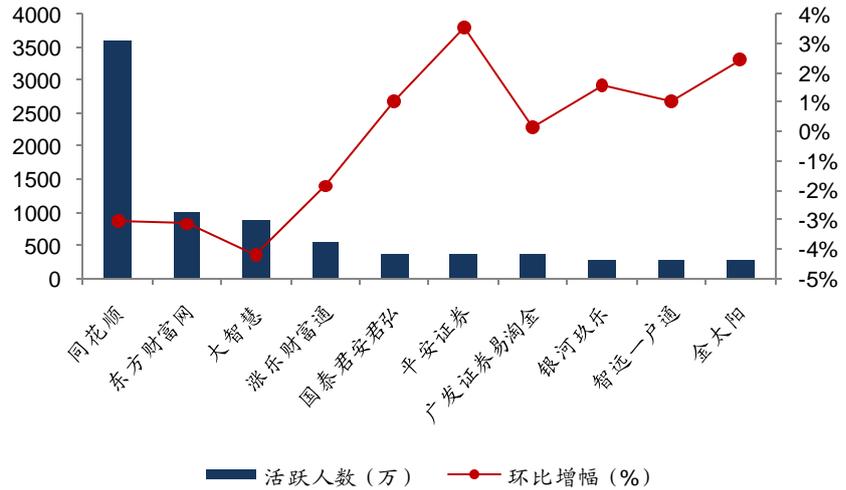
移动端布局错失良机

作为垂直财经信息服务 PC 端的流量王者，东方财富在移动端的布局却略为逊色。在移动互联网时代，APP 平台的建设和优化尤为重要，东方财富移动端布局错失良机，目前在垂直金融信息服务商中一直位于第二梯队。易观千帆 2017 年 8 月最新数据统计显示，在证券服务应用 APP 的榜单上，东方财富网以 992.14 万的月活跃人数居于榜单的第二位，距离榜首同花顺 3610.7 万的月活

跃人数有较大差距。

传统券商布局互联网转型，移动端竞争激烈。随着移动互联网技术的发展，传统券商也在加快移动端平台的建设和优化。如坚持互联网转型的华泰证券，根据 2017 年中报数据，其旗下涨乐财富通炒股终端的累计下载量已达到 3314.55 万，通过涨乐财富通移动终端开户的客户在总开户数中的占比达到了 98.6%。

图 5: 证券服务应用领域 APP 月活跃人数



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

表 3: 证券服务应用领域 APP 用户粘性 top10

排名	人均单日启动次数	人均单日使用时长	单次使用时长
1	同花顺	同花顺	金贝壳手机证券
2	牛股王股票	东方财富网	东方财富网
3	东方财富网	华彩人生	中泰齐富通
4	雪球	雪球	掌中投
5	华彩人生	大智慧	海通 e 海通财
6	益盟操盘手加强版	海通 e 海通财	国泰君安君弘
7	益盟加强版	益盟加强版	华彩人生
8	大智慧	涨乐财富通	大智慧
9	涨乐财富通	安信安翼金融终端	同花顺
10	自选股	国泰君安君弘	安信安翼金融终端

资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

流量变现加速业务拓展

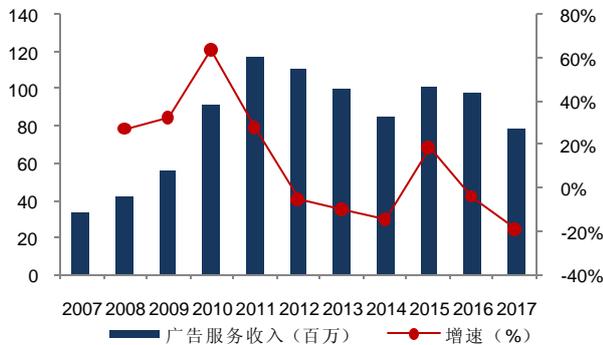
互联网平台打造营销渠道优势。互联网营销具有不受地域、空间、时间限制的渠道优势，通过网络平台可以 24 小时不间断地发布产品信息并可以和客户进行便利的互动交流。互联网营销覆盖用户群广泛，营销渠道的价值与网站用户数量和用户访问量成正比。东方财富网作为目前国内访问量最大、影响力最大的财经证券门户网站，拥有良好的互联网营销渠道优势

流量优势转向客户导流，加速业务拓展。庞大的网站用户基础和强大的渠道优势为东方财富的业务拓展提供了坚实的基础，流量变现渠道也在逐步打开。2012 年天天基金网获基金代销牌照后，迅速开拓基金代销市场，凭借积累的客

户资源，2015年几乎垄断整个互联网第三方基金代销市场。2015年收购证券牌照后，又凭借低佣金和炒股终端增值服务吸引用户的转化，推动经纪业务市场份额逐月提升。如今东方财富网最重要的功能就是导流功能，向东方财富证券和天天基金网导流的链接占据网站主要位置。

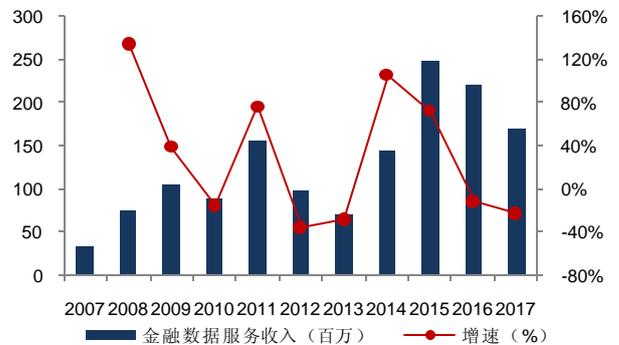
服务公司战略转型，金融数据服务及互联网广告业务收入下滑。自东方财富向互联网基金代销和互联网券商转型以来，主营业务重心逐步转移，从前作为收入主要来源的金融数据服务及广告业务收入在主营中占比一路从90%下滑到15%左右。目前，东方财富网的主要广告位均导向基金销售和券商开户；同时，为服务于互联网券商开户推广，公司向用户提供炒股终端增值服务——开户赠送12个月Level-2主力检测功能，这都导致了金融数据服务及广告收入的下滑。2017年，金融数据服务营收1.69亿元，占主营业务收入6.6%；广告服务营收0.79亿元，占比3.1%。

图6：广告业务收入下滑



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

图7：金融数据业务收入下滑



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

基金代销龙头地位巩固

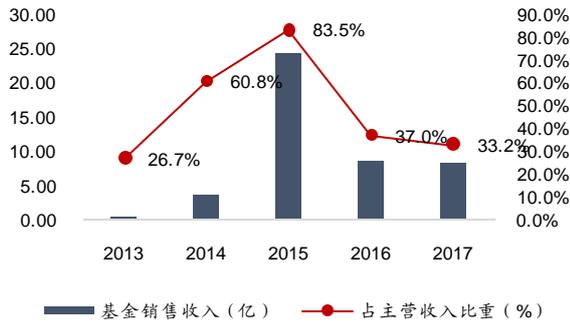
基金代销业务是东方财富实现流量变现的第一步，凭借着前期积累的优质用户资源和营销渠道优势，运用核心竞争力将渠道价值变现，推动基金代销业务量持续增长。

前期流量优势明显，领跑第三方基金销售

凭借前期积累的海量用户资源优势，基金销售业务规模迅速攀升。在市场景气行情的助推下，天天基金网基金销售额从2013年的360亿增长到2015年的7433亿，规模实现了20倍的爆发式增长。2015年实现基金销售收入24亿元，占主营业务收入83%，成为推动当年业绩爆发的核心业务。

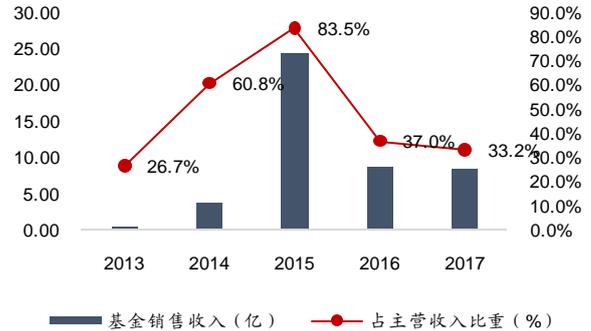
2017年，天天基金网实现基金认购及定期定额申购交易4170万笔，基金销售金额为4124亿元，同比增长34.7%；实现基金销售收入8.44亿元，同比下降3.04%。自2012年东方财富开展基金代销业务以来，基金销售规模总额已接近1.7万亿元。

图 8: 东方财富基金销售收入及主营收入占比



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 9: 东方财富基金销售规模



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

上线基金公司覆盖率超 90%，上线的基金产品数领先于同业。作为首批获得第三方基金销售资格的机构，公司积极与基金公司开展深度合作，上线的基金公司和基金产品都在不断更新扩张。截至 2017 年末，天天基金网上线基金公司已达 121 家，占全行业 131 家的 92.37%；上线基金产品 5366 只，领先于好买、陆金所、同花顺等位居行业首位。

据 Wind 数据统计，截至 2018 年 3 月 25 日，国内基金代销机构中代销基金数量最多的前五强分别为天天基金、好买基金、上海陆金所、盈米财富和同花顺基金销售，天天基金网以 79.12% 的覆盖率居于榜首。

表 4: 基金代销机构代销基金数量 (2018-3-25)

机构名称	只数	覆盖率 (%)	本月新增代销只数
天天基金销售	3933	79.12	44
上海好买基金销售	3637	73.16	36
上海陆金所	3558	71.58	30
珠海盈米财富管理	3422	68.84	86
浙江同花顺基金销售	3403	68.46	24

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

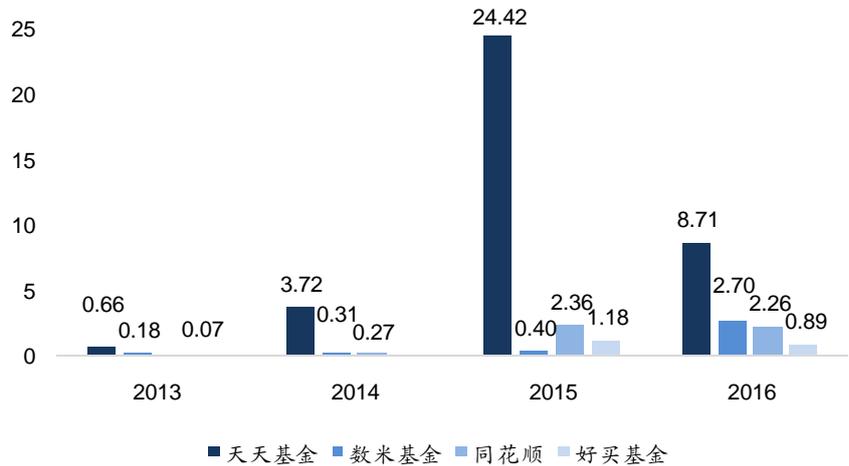
图 10: 天天基金网上线基金公司和基金产品数量



资料来源: 公司历年年报及半年报, 国信证券经济研究所整理

领跑互联网第三方基金代销市场，销售收入远超同业。作为同在 2012 年便获得第三方销售资格的互联网基金代销机构，天天基金网的基金销售业绩明显优于数米基金、同花顺和好买基金。在基金销售业绩井喷的 2015 年，天天基金网实现基金销售收入 24.42 亿元，是当年同花顺基金销售收入的 10 倍，几乎垄断了互联网第三方基金代销市场。2016 年，受市场等综合因素影响，东方财富基金销售收入同比大幅下降，但仍远超同业。

图 11: 天天基金销售收入远超同业 (亿元)



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

行业竞争加剧，价格战推动综合费率下降

第三方基金销售竞争激烈，综合费率下降。自 2012 年首批 4 家机构获得第三方基金销售牌照以来，独立基金销售机构数量不断攀升，根据证监会公开的基金销售机构名录，截至目前，独立基金销售机构已达 107 家。2013 年 6 月，证监会修订《开放式证券投资基金销售费用管理规定》，放开对基金销售申购和赎回费率不能低于 4 折规定的限制，也由此点燃了第三方销售机构之间价格战的战火。

在基金销售过程中，基金代销机构主要获取四项收入：销售费、申购（认购）费、赎回费和管理费，其中销售费和申购费完全归销售机构所有，管理费和赎回费则由基金公司按比例分成给销售机构。

A: 受价格战影响，主动降低申购费率

在 2016 年之前，基金的申购费率基本维持在基准价的 4 折，而自 2016 年蚂蚁入股数米基金后，作为市场的后进入者率先挑起价格战，将原先行业约定的基准价 4 折申购费率下降到基准价 1 折。各家第三方基金代销机构随之跟进价格战，东方财富也主动将申购费率调整到 1 折。

表 5: 2016 年前后第三方基金代销费率对比

	基准价格	2016 年价格战前	2016 年价格战后
申购费	股票型 1.5%; 债券型 0.5%	基准价 4 折	东财、蚂蚁基准价 1 折; 好买基准价 0.6%; 同花顺 1 折为主, 少部分 4 折; 陆金所部分 1 折, 部分 4 折
赎回费	股票型 0.5%; 债券型 0.3%	基准价, 无折扣	一般按基准价无折扣, 陆金所部分基准价 1 折
管理费	股票型 1.5%; 债券型 0.6%; 货币型 0.33%	协商确定	协商确定

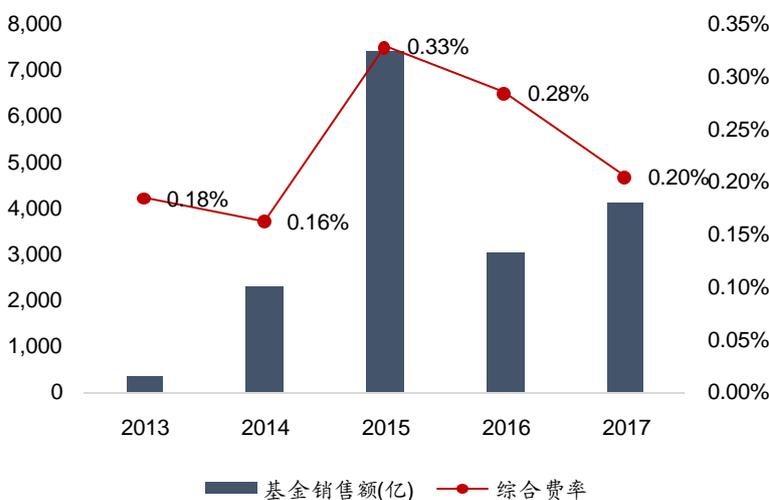
资料来源：国信证券经济研究所整理

B: 市场份额大，对尾随佣金有一定话语权

基金代销费用中对管理费分成部分即为尾随佣金，按照基金销售规模的保有量和约定的计提比例从基金资产中每日计提，与基金“存量”相关。尾随佣金的高低取决于基金代销机构与基金公司之间的谈判能力。天天基金网在第三方基金销售机构中占领龙头地位，市场份额高，拥有一定的市场定价权，对尾随佣金的分成比例有一定的话语权。

综合来看，东方财富基金销售综合费率近年来有所下降。2015年，东方财富基金销售几乎垄断第三方代销市场，尾随佣金分成比例较高，综合费率达0.33%；2016年以后，受市场行情走弱和价格战综合影响，综合费率下行，从0.33%一路下降至2017年的0.20%。

图 12: 东方财富基金代销综合费率下降



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

设立基金管理公司，向产销一体化转型

2015年5月，东方财富发布公告，拟使用超募资金2亿元投资设立全资子公司东方财富基金管理有限公司，将业务范围延伸至基金募集、基金销售、资产管理，从下游销售向产业链的上游生产制造转型。2017年3月，东方财富收到证监会下发的受理通知书，对申请予以受理。目前天天基金网主要代销同业的基金产品，可以获得的收入包括全部的申购费和部分的赎回费及管理费。

零售证券业务转型成长空间巨大

在流量龙头地位的基础上，公司成本壁垒优势开始显现，支撑其以价格优势带动客户基础扩张，在目前经纪业务“存量市场”特征明显的环境下，公司经纪业务市场份额逆势而上更为难得可贵，未来有较大的成长空间和业绩弹性。随着客户基础的扩张，规模效应将逐渐体现，进一步降低服务成本，形成正循环的互联网金融生态。

拓展业务板块，转型互联网证券

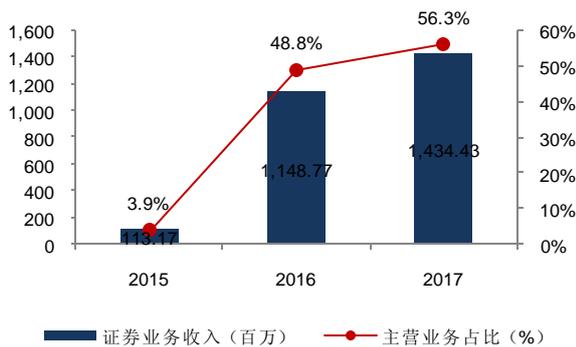
收购全牌照券商，加宽流量变现渠道。东方财富于2015年9月30日收购西藏同信证券成功过会，成为第一家获得A股券商牌照的互联网金融公司，先发优

势明显。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。通过外延式的业务拓展，互联网证券业务成为东方财富继基金销售之后的第二个流量爆发式变现出口。

证券业务迅速发展，成为主营业务中占比最高的板块。2015年公司完成对西藏同信证券的收购之后，于2015年12月将同信证券纳入公司合并报表范围，更名为“西藏东方财富证券”，当年证券业务实现营业收入1.13亿元。随后通过高效整合，充分发挥东方财富互联网金融平台的协同效应和海量用户的核心优势，东方财富证券的综合实力和市场份额都有了显著提升。2017年，证券业务实现营业收入14.34亿元，占当年营业总收入的56.3%，超过基金代销业务成为主营业务中权重最大的业务。

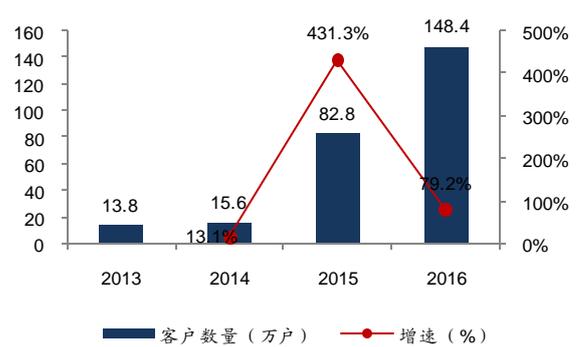
充分利用平台流量优势，迅速提升客户数量。作为领跑财经资讯、交易终端多年的垂直财经网站龙头，东方财富累计的流量优势和客户粘性在拓展互联网券商业务过程中发挥着巨大的推动力。“一人一户”限制的取消，让无论是新开账户还是存量账户的转户都更为便利。同时，凭借着平台积累的海量客户资源和原有业务基础，东方财富向新用户提供炒股终端增值服务（开户赠送12个月Level-2主力检测功能），东方财富网的主要广告也都导向券商开户和终端下载，这都为东方财富证券快速地吸引客户、积累客户，推动开户数量的持续高增长。数据显示，公司2016年新增开户数达65.6万户，累计客户148.4万户。

图 13: 东方财富证券业务收入及主营收入占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 14: 东方财富客户数量持续高增长

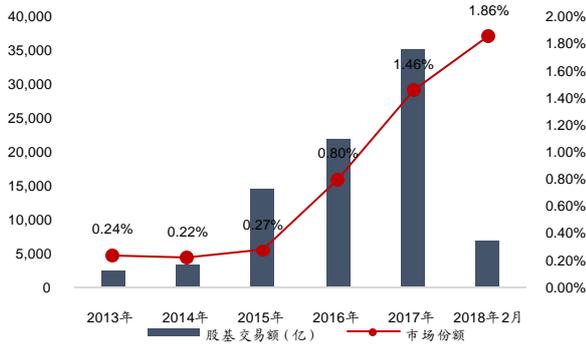


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

低成本运营，经纪市场份额快速攀升

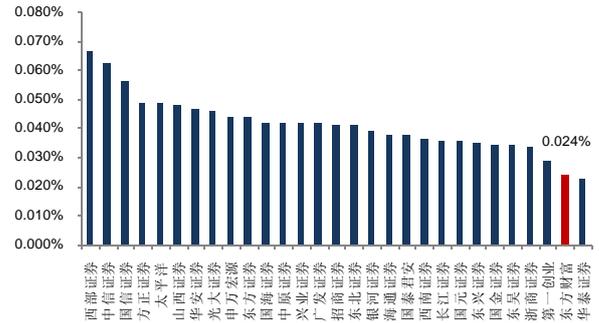
互联网券商导流效应显著，经纪份额快速攀升。得益于平台优质客户的流量转化，和互联网券商超低的佣金率和低成本运营优势，东方财富证券经纪业务的市场份额逐年抬升。2015年底，公司转型初期，经纪份额仅为0.27%，在券商中排名61位；截至今年2月份，经纪份额上升到1.86%，排名提升到21位。从佣金水平上来看，东方财富的佣金率约为万分之2.4，在同业中仅高于华泰证券，超低手续费使东方财富在价格战中脱颖而出，抢占传统券商的市场份额。相信凭借前期积累的海量、粘性客户，东方财富在经纪业务份额上将大概率赶超中型券商。

图 15: 东方财富证券经纪业务市场份额稳步提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 东方财富佣金率仅高于华泰证券 (2017H)

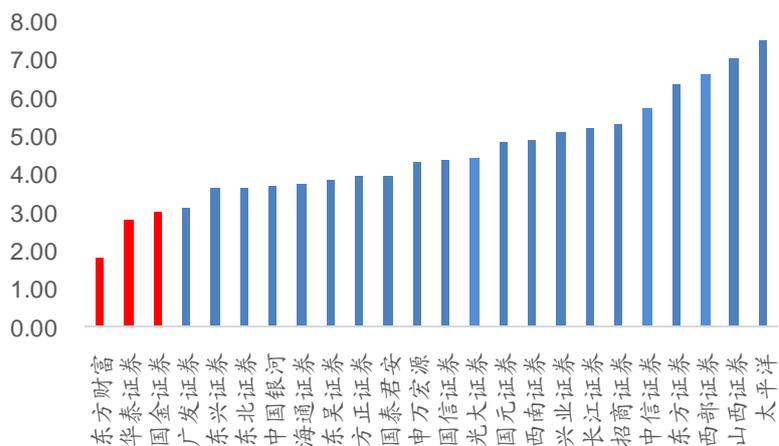


资料来源: 公司 2017 半年报, 国信证券经济研究所整理

我们前期发布深度报告《经纪业务从价格战迈入转型期》，认为以商业规律来看，同质化业务的价格竞争难以避免，券商的成本优势值得重视。经纪业务成本水平比佣金率高低更为重要，在市场化竞争过程中，拥有成本优势的券商将公司以价格优势带动客户基础扩张。我们构建“成本指数”来反映各券商经纪业务成本，以“（经纪业务营业支出+经纪业务手续费及佣金支出）/交易额”（2017H1）来表示，其中，东方财富、华泰证券、国金证券成本最低，成本指数分别为 1.84、2.80、3.03（东方财富证券由于没有单独公布经纪业务的成本信息，我们以东方财富证券全部成本作为替代），三家公司均在互联网技术应用上具有特点。

我们认为，经纪业务上的运营成本更易体现券商的运营功底，可持续性也更强发挥低成本运营优势，以低佣金抢占市场份额。东方财富的经营模式在于拥有流量优势，对线下营业部数量扩张的依赖度不高，从而使公司可以大幅节约大量铺设线下营业部及招募经纪人的成本开支，成本优势显现，同时支撑公司以价格优势带动客户基础扩张。

图 17: 各券商经纪业务成本指数 (2017H1)

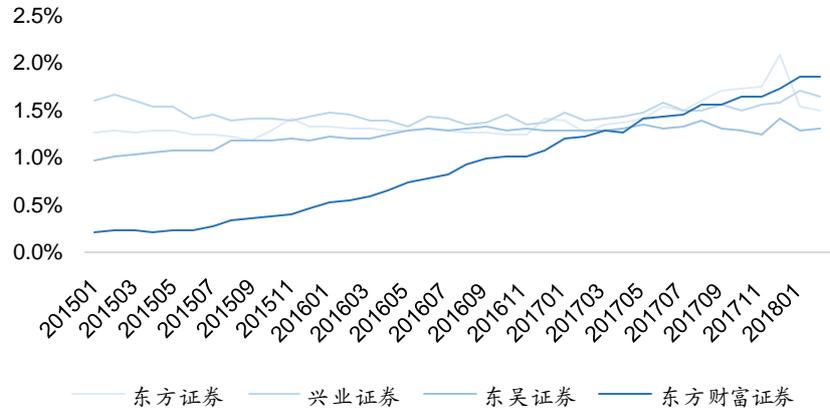


资料来源: 公司 2017 半年报、Wind, 国信证券经济研究所整理

市场份额逆市增长，未来有较大的成长空间和业绩弹性。目前从经纪业务交易额来看，多数券商的市场份额基本稳定，2015 年以来甚至有下降趋势。而在其他券商交易量萎缩下滑时，东方财富证券自 2015 年收购以来，经纪市场份额

一直逆市增长，且增速稳定，没有达到增长瓶颈。我们预计凭借低佣金率和低成本优势，东方财富证券市占率会继续增长，保守估计两年内达到 3.2%。

图 18: 东方财富经纪市场份额逆市增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

实行低价策略，两融业务快速发展

经纪业务发展带动两融业务提升。经纪业务市场份额逐步提升，客户的积累也为两融业务的推动奠定了良好的基础。虽然由于法规限定，投资者交易账户需开通 6 个月后才能开两融业务，这让两融业务份额的提升有一定的滞后效应。东方财富自 2015 年底开展证券业务，从延后 6 个月的 2016 年 6 月起的数据可以看出，东方财富证券的两融余额和两融市场份额都在显著提升，从 2016 年 6 月的 0.17%，到 2017 年的 0.96%。

客户以散户为主，或抑制两融规模增长。两融业务在 2010 年推出初期，证监会对参与客户设定了 50 万的资金门槛；2013 年资金门槛放低，券商可自行决定客户进入两融业务的门槛；2015 年，证监会重新要求券商不得向证券资产低于 50 万元的客户融资融券。根据市场规律，一般券商的两融市场份额会与经纪市场份额达到同一水平，但 50 万的客户参与门槛，对于东方财富以散户为主的客户群体而言有较大资金压力，可能会对东方财富两融市场份额向经纪市场份额的收敛造成一定的限制作用。

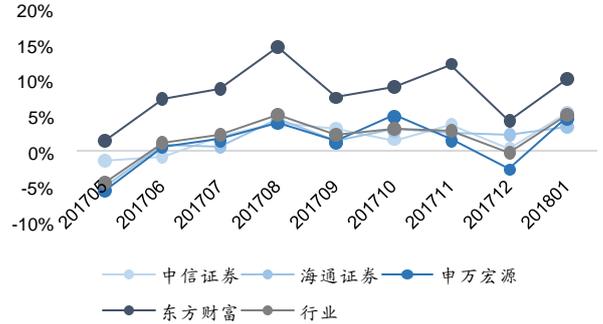
实行低价策略，市场份额快速提升。2017 年 5 月，东方财富下调融资利率，由原本的 8.35% 调低到 6.99%。目前券商整体融资利率在 8% 以上，近六成券商长期坚持 8.35% 的融资利息，36 家执行 8.6% 的利率，除东方财富，仅有九州证券（7.5%）和广州证券（7.9%）的融资利率低于 8%。东方财富实行的低融资利率策略成效明显，自 5 月份以来，东方财富两融余额增速显著高于同业。

图 19: 东方财富证券两融市场份额快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 东方财富两融余额增速远超同业



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可转债获批, 解决两融业务资本瓶颈问题。 融资融券业务为资本消耗型业务, 须按照规定根据业务规模计提风险资本准备, 东方财富证券融资融券规模和市场占有率的进一步提升受到资金规模的限制。2017年10月20日, 东方财富公开发行人 46.5 亿元可转换公司债券申请获证监会批复通过, 其募集资金的使用方面拟将不超过 40 亿元投入信用交易业务, 用于进一步扩大融资融券业务、约定式购回业务及股票质押式回购交易业务等信用交易业务的市场份额。这有效地解决了两融业务资本受限的问题, 有助于提升市场份额并逐步缩小与一流经纪类券商的差距, 两融业务有望成为未来新的增长点。

表 6: 东方财富公开发行可转债募集资金使用计划

拟投资项目名称	募集资金拟投入金额
信用交易业务, 包括两融业务及股票质押业务等	不超过 40 亿元
证券投资业务	不超过 4 亿元
对东方财富证券全资子公司同信投资有限责任公司进行增资	不超过 1 亿元
增设证券经纪业务营业网点	不超过 1.5 亿元
合计	不超过 46.5 亿元

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值

盈利预测

我们对东方财富 2018-2020 年盈利预测做如下假设:

A: 随着公司转型步伐的加快, 逐步形成基金代销业务与证券业务双支撑的业务结构, 金融数据服务及广告业务收入占主营收入比重已基本保持在 10%左右。我们预计未来三年, 金融数据服务及广告业务及其他主营业务保持平稳增长, 收入增速均为 5%。

B: 证券业务方面: 自 2015 年底收购券商牌照后, 经纪业务市场份额持续提升, 从 2015 底的 0.27%增长至 2018 年 2 月份的 1.86%。我们预测东方财富经纪业务市场份额会继续提升, 在 2018、2019、2020 年底分别达到 2.7%、3.2%、3.5%; 目前东方财富净佣金率趋于平稳, 预计未来两年维持在万分之 2.4 的水平。经纪业务份额的提升也会继续带动两融业务发展, 预测两融市场份额在 2018、2019、2020 年底达到 1.25%、1.5%、1.75%; 考虑公司融资利率, 预计未来息差将逐步缩减至 3%。投行、资管等其他证券业务占比较小, 预计未来

平稳增长。综合计算，我们预计东方财富证券业务在 2018、2019、2020 年收入分别为 22.5、27.4、31.8 亿元。

表 7: 东方财富证券业务收入预测表 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
行业股基交易总额	276,973,203	242,571,004	254,800,000	269,500,000	279,300,000
东方财富经纪市场份额	0.80%	1.46%	2.70%	3.20%	3.50%
东方财富股基交易量	2,206,866	3,541,537	6,879,600	8,624,000	9,775,500
佣金率	0.026%	0.024%	0.024%	0.024%	0.024%
经纪业务收入	579.43	858.71	1651.10	2069.76	2346.12
行业两融余额	939,151	1,026,264	1,128,890	1241779.045	1365956.95
东方财富两融市场份额	0.45%	0.96%	1.25%	1.50%	1.75%
东方财富两融余额	4,262	9,871	14,111	18,627	23,904
息差	5.51%	4.21%	3.00%	3.00%	3.00%
利息收入	235.06	415.63	423.33	558.80	717.13
投资银行业务收入	120.06	52.34	57.57	52.34	57.57
资产管理业务收入	85.29	52.48	57.73	47.23	51.95
期货经纪业务收入	59.77	47.23	51.95	1.30	1.43
财务顾问及其他业务收入	69.15	8.05	8.86	9.74	10.71
营业总收入	1,148.76	1,434.44	2,250.55	2,739.17	3,184.92

资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所预测

C: 金融电子商务服务（基金代销）业务方面，2017 年受目前市场行情不景气和低费率价格战的影响，东方财富也采取低价策略以维持市场份额，使得基金代销收入下滑，2017 年基金销售收入下降 3%。但随着市场回暖和东方财富基金管理公司的成功设立，预计 2018 年基金代销规模及综合费率均会回升，预测 2018 年基金销售收入增速为 15%。

表 8: 东方财富收入分类预测表 (百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
证券业务						
收入	113	1,149	1,434	2,251	2,739	3,185
增长率		915%	25%	57%	22%	16%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
成本						
毛利	113	1,149	1,434	2,251	2,739	3,185
金融电子商务服务						
收入	2,442	871	844	971	1,165	1,456
增长率	557%	-64%	-3%	15%	20%	25%
毛利率	94%	90%	90%	90%	90%	90%
成本	153	84	78	97	116	146
毛利	2,290	786	760	874	1,048	1,311
金融数据服务						
收入	249	220	169	178	186	196
增长率	72%	-12%	-23%	5%	5%	5%
毛利率	53%	23%	-31%	30%	30%	30%
成本	117	169	222	124	131	137
毛利	132	51	-53	53	56	59
广告服务						
收入	102	98	79	83	87	91
增长率	19%	-4%	-19%	5%	5%	5%
毛利率	58%	33%	30%	30%	30%	30%
成本	42	65	92	58	61	64
毛利	59	32	-13	25	26	27
其他主营业务						
收入	20	15	20	21	22	23
增长率	104%	-24%	33%	5%	5%	5%

毛利率	38%	73%	70%	60%	60%	60%
成本	12	4	6	8	9	9
毛利	7	11	14	13	13	14
营业收入	2,926	2,352	2,547	3,503	4,200	4,952
增长率	378%	-20%	8%	38%	20%	18%
综合毛利率	89%	86%	84%	92%	92%	93%
净利润率	63%	30%	25%	30%	30%	30%
净利润	1,849	712	635	1,051	1,260	1,485

资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所预测

估值

我们运用分部估值法，分别对不同业务进行估值。

A: 证券业务: 东方财富转型互联网券商，经纪业务和两融业务市场份额都快速增长。截至 2018 年 2 月份，东方财富证券的经纪份额和两融份额分别为 1.86% 和 1.00%，并预计未来仍会逐步提升。采用 PEG 法对证券业务部分进行估值，预测未来两年公司净利润复合增速为 38%。2017 年东方财富证券净资产为 67 亿元，净利润为 6.3 亿元，属于小券商，选取规模与公司相近的中小券商作为可比公司，2018 年平均 PEG 为 1.5 倍，基于我们预测的 2018 年证券业务部分净利润 11.25 亿元，得到公司 2018 年合理市值 645 亿元。

表 9: 可比公司对比

证券代码	证券简称	2018 年 PEG (倍)	2017 年所有者权益 (亿元)	2017 年净利润 (亿元)
000728.SZ	国元证券	1.91	253.8	12.24
000783.SZ	长江证券	1.68	265.27	15.72
600958.SH	东方证券	1.27	529.86	35.54
601377.SH	兴业证券	1.62	334.36	23.13
601788.SH	光大证券	1.02	486.86	29.63
平均		1.50	374.03	23.252

资料来源：公司 2017 年年报、国信证券经济研究所预测

B: 金融电子商务服务业务: 对于基金代销业务采用 PE 估值法。上文我们预计基金代销业务 2018 年实现营业收入 9.71 亿元，假设基金代销业务净利润率为 40%，预计净利润为 3.88 亿元，参考互联网金融指数市盈率，并考虑公司实际业务情况，给予 30-50 倍 PE，合理估值区间为 116-194 亿元。

C: 金融数据服务、广告业务及其他主营业务: 对于这部分业务我们也采用 PE 估值法。上文我们预计金融数据服务、广告业务及其他主营业务 2018 年共实现营业收入 2.82 亿元，假设净利润率为 25%，预计净利润为 0.70 亿元，参考创业板指数市盈率，给予 30 倍 PE，合理估值区间为 21 亿元。

D: 整体估值: 将上述各业务分部估值汇总合计，预计 2018 年估值区间为 783-860 亿元，对应股价区间为 18.25-20.06 元。

风险提示

经纪业务与两融业务市占率扩张不及预期；证券市场大幅波动及行业监管政策变化对业绩造成的不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	12080	14496	16671	19171	营业收入	2547	3503	4200	4952
应收款项	2625	3610	4328	5103	营业成本	397	288	317	356
存货净额	142	142	142	142	营业税金及附加	27	33	39	47
其他流动资产	16489	22680	27191	32059	销售费用	316	434	521	614
流动资产合计	36340	43597	51002	59144	管理费用	1283	1735	2079	2451
固定资产	1805	1805	1805	1805	投资收益	201	67	67	67
无形资产及其他	69	66	64	61	资产减值及公允价值变动	(103)	(60)	(60)	(60)
投资性房地产	3220	3220	3220	3220	其他收入	23	91	63	52
长期股权投资	410	448	486	523	营业利润	676	1097	1300	1529
资产总计	41845	49137	56576	64754	营业外净收支	12	23	43	54
短期借款及交易性金融负债	298	417	626	939	利润总额	679	1120	1343	1583
应付款项	82	82	107	139	所得税费用	210	346	415	490
其他流动负债	21364	28295	33346	38795	少数股东损益	-2	-7	-13	-19
流动负债合计	21744	28794	34078	39872	归属于母公司净利润	637	1051	1260	1485
长期借款及应付债券	5408	5211	6839	8600					
其他长期负债	12	9	5	1					
长期负债合计	5420	5219	6844	8601					
负债合计	27164	34013	40922	48473					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益	14678	15121	15652	16278					
负债和股东权益总计	41845	49137	56576	64754					

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.15	0.25	0.29	0.35
每股红利	0.06	0.14	0.17	0.20
每股净资产	3.42	3.53	3.65	3.80
ROE	4%	7%	8%	9%
毛利率	84%	92%	92%	93%
收入增长	8%	38%	20%	18%
净利润增长率	-11%	65%	20%	18%
资产负债率	65%	69%	72%	75%
P/E	109	66	55	47
P/B	4.7	4.4	4.1	3.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032