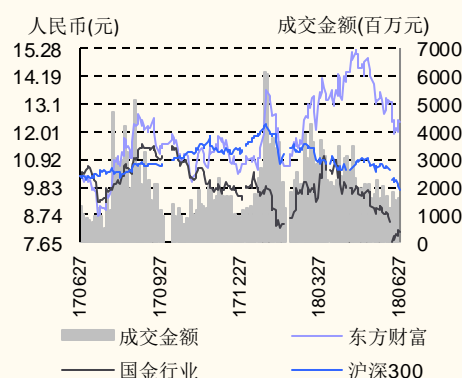


市场价格 (人民币): 12.43 元

证券业务领航，迈入互联网 3.0 阶段

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	4,153.37
总市值 (百万元)	64,240.04
年内股价最高最低 (元)	15.29/8.70
沪深 300 指数	3459.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.201	0.149	0.231	0.320	0.401
每股净资产 (元)	3.60	3.42	3.23	3.49	3.80
每股经营性现金流 (元)	-1.19	-1.44	-0.23	-0.52	-0.32
市盈率 (倍)	84.39	87.20	55.02	39.69	31.67
净利润增长率 (%)	-61.38%	-10.78%	87.15%	38.62%	25.34%
净资产收益率 (%)	5.57%	4.34%	7.14%	9.17%	10.54%
总股本 (百万股)	3,558.32	4,288.78	5,168.15	5,168.15	5,168.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **证券业务领航，迈入互联网 3.0 阶段。** 东方财富定位已不局限于信息平台，而是基于对用户线上行为和需求的深刻理解，利用其在互联网产品、运营的经验以及技术、数据方面的积累，结合自身金融业务的布局及特色，为用户提供不断完善的综合理财服务，打造中国版嘉信；
- **在激烈竞争下东财优势仍可延续：** BAT 巨头虽积极入局，但监管前景不明朗，并且自身用户偏小白流量转化效果存疑；富途等独立互联网券商聚焦港股细分市场，胜在互联网产品及技术，但金融综合能力欠缺；对传统券商来说，他们的意愿和投入是关键，目前成功跑通互联网金融创新模式的并不多；
- **证券业务开启东财流量自营模式：** 获得证券牌照后，东方财富完成了在基金、证券两大板块的布局，一方面基金代销仍可在较长时间内充当现金牛角色，另一方面证券业务开启了东方财富由第三方导流向自营的模式转变，将成为未来探索综合金融服务的重点发力方向；

投资建议

- 东方财富已经开启流量自营的业务模式，在平台聚集了大量专业投资用户、积累了多年的互联网产品、运营经验以及技术能力的基础上，公司未来业务有望实现快速增长。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 11.9、16.5、20.7 亿元；对应 EPS 分别为 0.23、0.32、0.40 元；对应 PE 分别为 55.0、39.7、31.7 倍。

估值

- 我们按照 2019 年 48 倍 PE 估值，对应目标价 15.3 元，给予“买入”评级。

风险

- 政策监管收紧风险；证券业务开展不达预期的风险；证券市场整体下行的风险；公司在 2018 年 6 月 5 日解禁 1956.83 万股；两融等业务开展需要大量融资，存在融资环境不利的风险；公司应收账款占收入比例较高，2015-2017 年分别为 61%、83%、103%，我们预计 2018 年该比例为 92%。

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

内容目录

外部竞争环境：前有强敌后有追兵，东财胜算几何？	4
BAT 等互联网巨头：监管限制趋严，流量转化存疑	4
独立互联网券商：聚焦细分市场，更偏工具属性	6
传统券商的互联网转型：意愿和投入是关键	8
内部业务模式：转为流量自营后，路要怎么走？	9
证券业务：扬长避短，围绕用户需求，打造中国版嘉信	9
基金代销：代销行业龙头地位稳固	14
互联网 VS 传统金融，东财哪个基因更强？	17
业务层面：庞大用户基础+线上化展业模式是根本	17
收入层面：基于用户流量和线上渠道的收入占大头	18
盈利预测与估值	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：阿里巴巴曾以多种方式争取证券牌照	4
图表 2：2017 年 10 月蚂蚁财富与天天基金 App 年龄分布	5
图表 3：蚂蚁财富 App MAU（万人）及占支付宝的比例	5
图表 4：腾讯自选股 App MAU（万人）及占微信的比例	6
图表 5：蚂蚁财富、腾讯自选股与东方财富 App MAU（万人）对比	6
图表 6：港股市场大陆投资者交易规模（亿元）	7
图表 7：美股市场大陆投资者交易规模（亿元）	7
图表 8：富途证券与老虎证券 App MAU（万人）	7
图表 9：科技驱动下的富途产品及服务	8
图表 10：富途 App 用户开户用户占比	8
图表 11：富途员工职能分布	8
图表 12：2018 年 4 月证券公司类 App MAU 排名（万人）	9
图表 13：广发证券贝塔牛截图	9
图表 14：嘉信与东方财富业务模式和策略对比	10
图表 15：主流券商 App MAU（万）	10
图表 16：东方财富经纪业务市占率（%）及排名	11
图表 17：东方财富两融业务市占率（%）及排名	11
图表 18：嘉信营业收入（亿元）	11
图表 19：嘉信营业收入构成	11
图表 20：东方财富产品线丰富	12
图表 21：嘉信 AUM（万亿美元）及归于投资顾问服务的占比	12
图表 22：东方财富 App 各板块讨论截图	13
图表 23：券商类 App 月独立设备平均使用时长（小时/月）	13

图表 24: 上交所不同类型投资者交易占比.....	14
图表 25: 美股不同类型投资者交易占比.....	14
图表 26: A股与美股股票平均换手率(%)对比	14
图表 27: 我国互联网理财用户规模(万人)	15
图表 28: 不同类型代销机构规模(个)	15
图表 29: 不同类型代销机构代销基金数量(万只)	15
图表 30: 主流第三方基金代销平台基金数量(个)	16
图表 31: 主流第三方基金代销平台收入(亿元)	16
图表 32: 主流第三方基金代销平台毛利率.....	16
图表 33: 主流第三方基金代销平台 App MAU(万人)	17
图表 34: 主流第三方基金代销平台 2017 年销售额/MAU(万元/人)	17
图表 35: 东方财富营业收入规模(亿元)	18
图表 36: 东方财富营业收入组成.....	18
图表 37: 分业务收入预测(亿元)	18

以线上财经社区起家的东方财富，可以视为国内互联网金融业务的探路者。如果说之前围绕社区链接人与信息的平台模式是东方财富的互联网 2.0 阶段，那么如今补充了证券板块、业务综合升级的东方财富已经迈入联动线上线下资源、理解用户需求、利用互联网综合能力全方位满足用户需求的互联网 3.0 阶段，这也是其独特的竞争优势。

外部竞争环境：前有强敌后有追兵，东财胜算几何？

近年来，随互联网金融大潮的兴起，以及网上开户、互联网券商试点等监管政策的落地，证券业务的线上化成为一大趋势。以 BAT 为代表的互联网巨头、独立互联网券商、传统券商等各路玩家纷纷入局，试图在这个蓬勃发展的市场分一杯羹，而面对愈发激烈的竞争格局，我们认为东方财富可保持其竞争优势。

BAT 等互联网巨头：监管限制趋严，流量转化存疑

■ 随监管趋严，业务开展愈发受限

- **牌照获取难度大。**作为开展金融业务的重要环节，牌照一直是各大互联网公司积极努力的方向。以阿里巴巴为例，从 2014 年就开始积极谋划证券牌照，先后尝试收购长江证券、德邦证券，以及通过 CEPA 在大陆设立合资证券等多种方式，但均以失败告终。监管对于互联网巨头的牌照问题开始**越发谨慎**：一方面，证监会在 2015 年股市大震荡后，对金融创新的态度从积极支持转为严格管控，而 BAT 享有巨大的用户和数据以及先进的技术，一旦拿到牌照后业务发展可能难以控制；另一方面，传统的证券公司目前仍高度依赖通道业务获利，监管也有保护传统机构、维持金融市场稳定的考虑。

图表 1：阿里巴巴曾以多种方式争取证券牌照

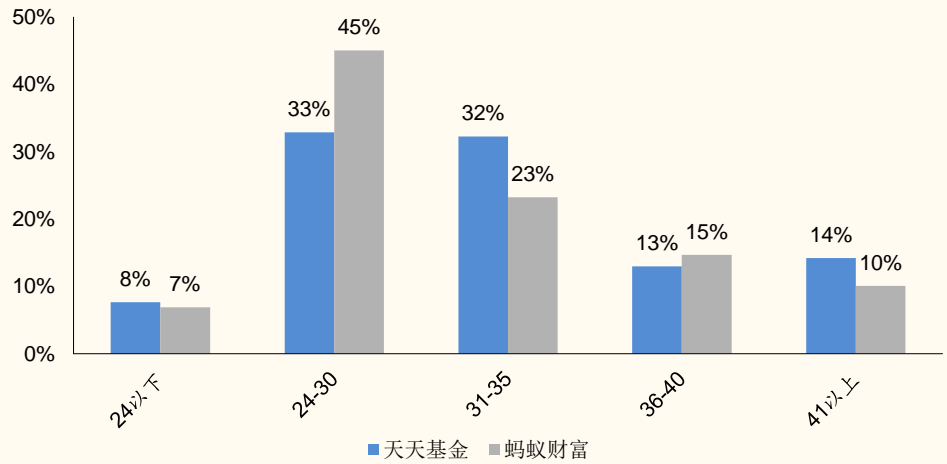
时间	申请牌照的尝试
2014.4	阿里巴巴试图要约收购长江证券，因湖北省政府反对而失败
2015.5	马云旗下云峰基金控股香港瑞东证券
2015.9	以瑞东为主要股东通过CEPA设立内地合资云峰证券，并报证监会审批
2015.11	蚂蚁金服宣布入股德邦证券，已达成资本层面合作协议，待证监会审批
2016.4	和云峰证券同期申请CEPA的华菁证券获批，而云峰证券无审批通过消息
2017.5	有消息传出德邦收购方案被证监会无期限搁置

来源：公开新闻，国金证券研究所

- **业务范围逐渐收窄。**在我国宏观经济政策的指导下，防范金融风险将成为未来很长一段时期的主题。而没有牌照的互联网公司可以开展的业务也越发受限。2018 年 5 月，证监会发布《关于规范证券公司借助第三方平台开展网上开户交易及相关活动的指导意见》，向证券公司小范围征求意见。该文件就**证券公司利用第三方公司开展网上业务做出了明确规范**，包括不能为第三方提供交易下单通道、不能将网上业务交由第三方运行、不得向第三方提供客户信息及经营数据等——而作为第三方的 BAT 能做的事情被严格限制在外围的用户获取以及技术服务，无法参与核心证券业务。
- **流量虽大，转化是个问题**
 - **用户普遍偏小白。**互联网用户以年轻人居多，该类用户在投资领域属于小白用户，特点是：可支配收入不高、投资经验不足、风险承受能力较低、人均投资金额低。以 BAT 普遍开展的基金代销业务为例：1) 产品类型上，以风险最低的货币基金为主；2) 人均投资金额上，2017 年余额宝的人均持有金额为 3330 元，理财通也在 3000 元左右；3) 年龄分布上，蚂蚁财富 App 30 岁以下用户占比 52%，天天基金 App

为 41%。而证券产品是所有资产配置品类中风险最高的一类，因此这些用户在证券产品上的转化率值得深思。

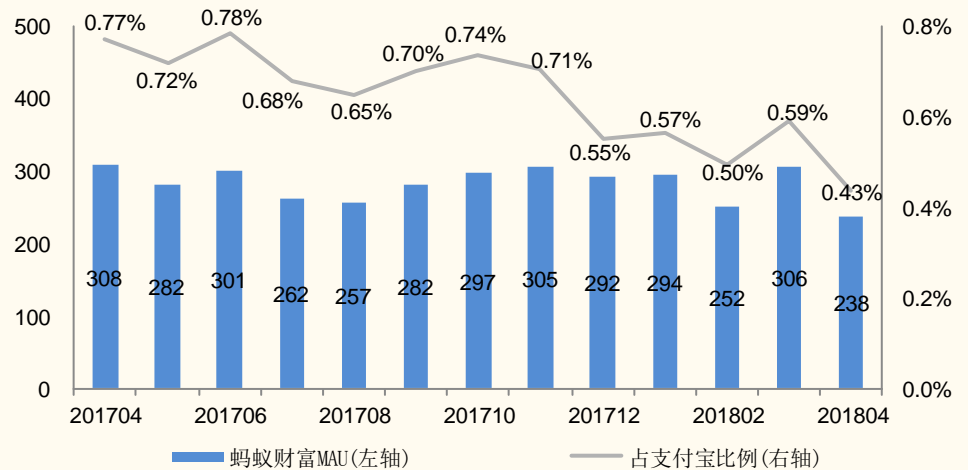
图表 2：2017 年 10 月蚂蚁财富与天天基金 App 年龄分布



来源：易观智库，国金证券研究所

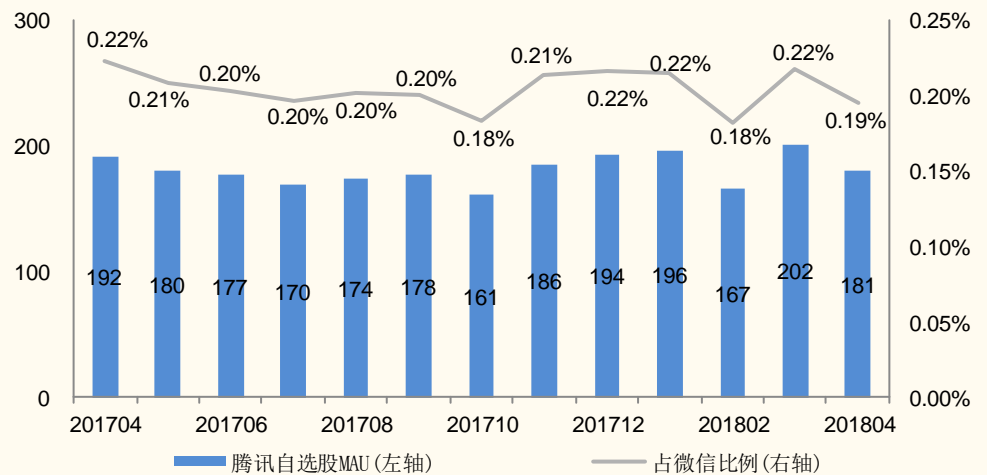
- 目前开展的证券业务效果一般。**目前蚂蚁金服、腾讯分别推出相应投资类 App 蚂蚁财富（提供基金、银行理财、股票等功能的综合投资 App）和腾讯自选股（纯股票资讯交易 App），但证券业务均以行情为主。目前看这两个 App 的活跃用户并不高，其中交易的应该更少。理论上讲，鉴于股票投资和每日行情资讯等息息相关，因此用户活跃度会比基金、定期理财等高很多；而且行情资讯是证券业务中相对最没有专业门槛，最容易被互联网化的部分，但目前看效果依旧一般。这应该和互联网公司用户特点、互联网公司本身对于金融业务的理解与积累能力有关。另外，鉴于上述监管原因，这类 App 接入交易券商难度在增加，无法提供交易闭环会进一步降低其吸引力。

图表 3：蚂蚁财富 App MAU（万人）及占支付宝的比例



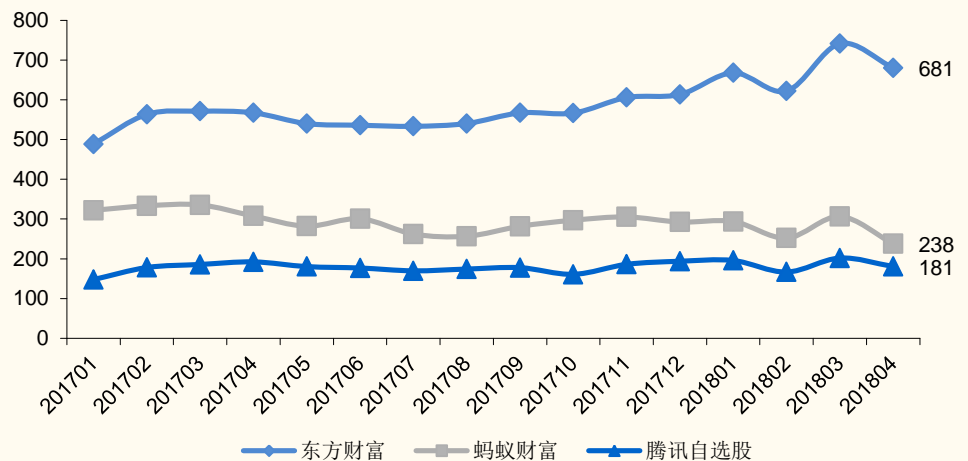
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 4：腾讯自选股 App MAU（万人）及占微信的比例



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

图表 5：蚂蚁财富、腾讯自选股与东方财富 App MAU（万人）对比



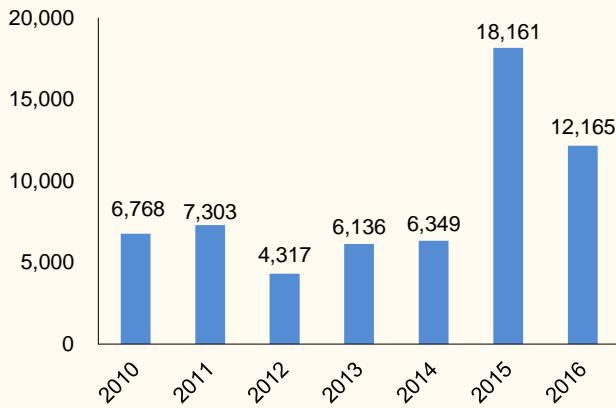
来源：QuestMobile, 国金证券研究所

独立互联网券商：聚焦细分市场，更偏工具属性

近年来，随中国融入全球化经济体系，投资者进行海外资产配置的需求也不断提升。而港美股作为交易流程标准化、信息披露全面、优质标的丰富的投资市场，成为很多大陆投资者进行海外资产配置的首选。为满足这类需求，以富途证券、老虎证券为代表的独立券商 App 应运而生。

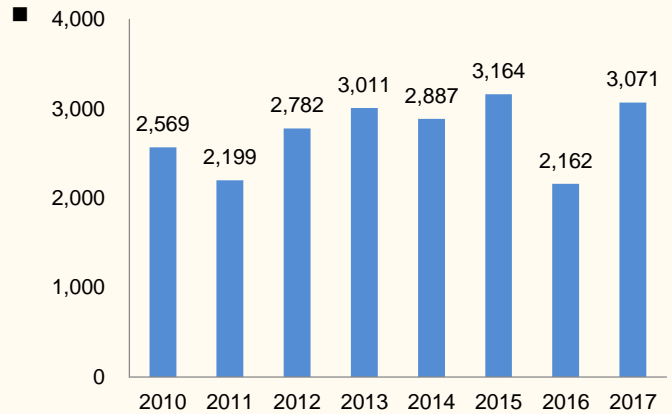
- 定位港美股市场，服务大陆的跨境投资者。**这类 App 的主打客群是大陆进行港美股投资的用户，而我们认为**这个市场在短期内规模有限**：一方面，该类投资者目前的绝对规模非常小——2017 年 A 股开户数有 1.3 亿，而大陆的港美股投资者只有 100-200 万；另一方面，对于大部分大陆投资者来说，境外投资更多还是聚焦大陆公司在港美上市的股票，而随着国内监管对于 CDR、独角兽企业等惠及 A 股的政策推行，未来很多国内优质公司有望在 A 股上市，届时会有一些海外资金转回 A 股，削弱部分港美股投资需求。从 App MAU 来看，也只有 10 万量级，和国内券商 App 差距较大。

图表 6：港股市场大陆投资者交易规模（亿元）



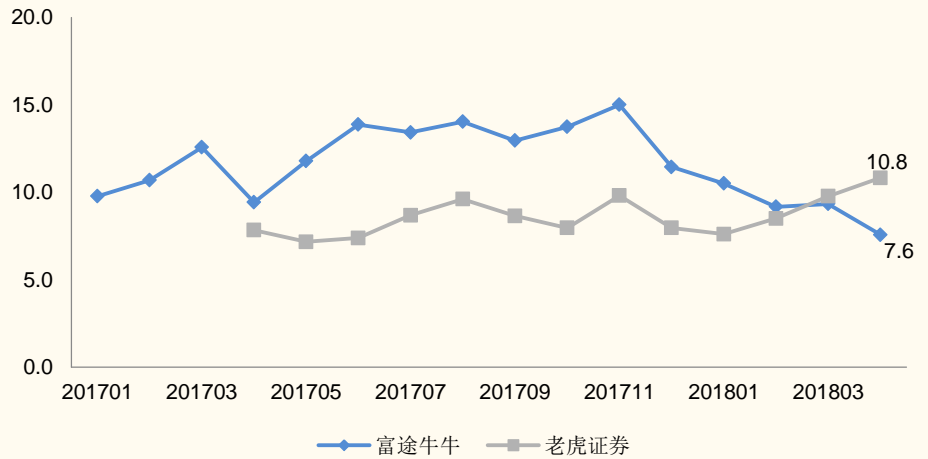
来源：香港联交所，国金证券研究所

图表 7：美股市场大陆投资者交易规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：富途证券与老虎证券 App MAU（万人）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **优势主要在产品和技术层面。**传统方式下，大陆投资者进行港美股交易的门槛非常高，要面临开户流程冗长、交易佣金高企、语言不通导致增值服务难以获取等痛点，而这也是富途、老虎等成立之初的切入点——他们通过优化前端界面改进操作流程、零售转批发降低交易成本、提供国内客服等举措，在大陆投资者和海外证券交易中间嫁接了桥梁。尤其是腾讯前员工创立的富途证券，更是以**技术驱动、不断打磨产品体验**，成立 5 年即成为国内最大的港美股互联网券商，2017 年全年交易额 5000 亿，2018 年 1 月交易额超 900 亿，位居香港券商 TOP5% 行列。

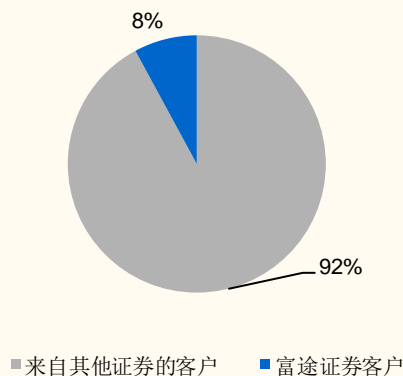
图表 9：科技驱动下的富途产品及服务

开户	身份验证+人脸识别+活体识别技术，开户流程线上化
出入金	首家支持双币种银证转账；几十种汇款操作简化至三个步骤
交易	交易速度0.0037秒；交易通道扩容，客户每日下单数量多达数百万
结算	自主研发结算系统，满足针对结算侧的个性化衍生业务需求
客服	采用AI回复，自建智能工单系统，高定制化客户流程，提高客服效率

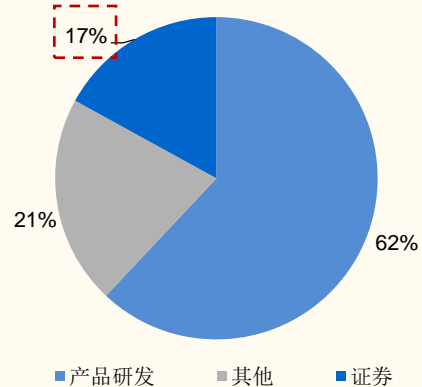
来源：WISE2017 新商业大会，国金证券研究所

- **金融综合能力不足。**然而不可忽视的是，这类 App 在**牌照、金融服务能力**方面仍有欠缺：1) 鉴于**牌照申请的难度较高**，目前没有一家国内互联网券商申请到美股证券牌照，只能作为美国券商在国内的代理商，因此只充当渠道服务的角色；港股牌照也只有极少数公司申请成功。2) **公司员工多为互联网背景**，对金融业务的理解以及相关的资源、能力积累较少。以富途为例，其员工中有 70%来自腾讯，来自金融机构的不到 15%；员工职能中证券业务相关的占比仅 17%。而富途 App 目前 380 万用户中，仅有 30 万是富途自有客户。若此类互联网券商想向传统证券公司靠拢，为用户提供综合金融服务，还有较长的路要走。

图表 10：富途 App 用户开户用户占比



图表 11：富途员工职能分布



来源：WISE2017 新商业大会，国金证券研究所

来源：WISE2017 新商业大会，国金证券研究所

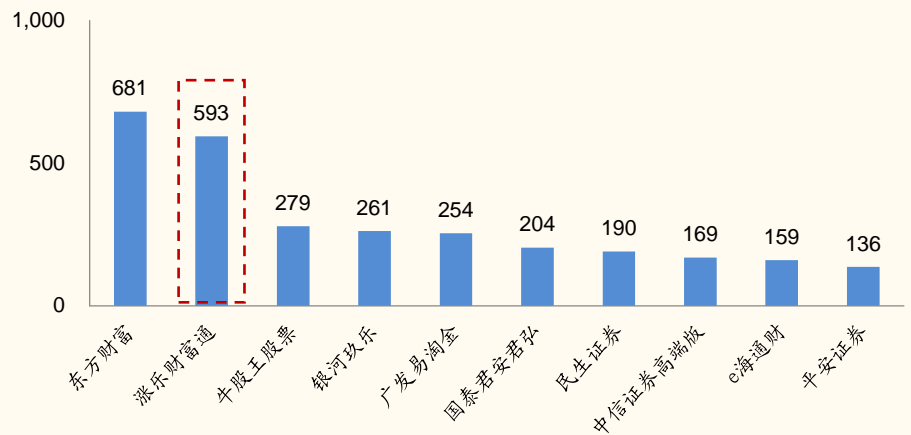
传统券商的互联网转型：意愿和投入是关键

与互联网玩家和独立券商 App 相比，传统券商在自己的业务领域有得天独厚的优势，但鉴于已在传统模式下运作多年，在**互联网经验、技术能力、创新意识**等方面均存在不足。而线上化转型已经成为证券业务不可阻挡的趋势，对于传统券商来说，越早意识到这个问题并积极做准备，才能在未来赢得更多主动权。

- **华泰是传统券商中积极“触网”的代表。**1) **业务模式层面**：早在 2009 年，华泰就提出了线上化战略，2010 年即推出 App “涨乐财付通”，并在 2013 年开始自我革命主动放弃对仍是券商主要盈利支撑的通道业务收入的依赖，拥抱移动互联网，将经纪这种标准化业务向线上集中，并配以低佣金政策，迅速吸引了大量线上用户。其 App 长期居券商领先地位，在 2016 年通过 App 开户的用户就占公司全部开户数九成，而有超八成的交易客户在 App 端进行交易。2) **技术层面**，在有技术背景的董事长周易的带领下，华泰进行积极投入——截至 2017 年末，公司共拥有 538 名技术员工，占员工总

数 6.61%，在传统上市券商里排名第一；研发费用 4.13 亿元，占营业收入比例 1.96%。可以说，技术层面的布局为华泰互联网化转型铺平了道路。

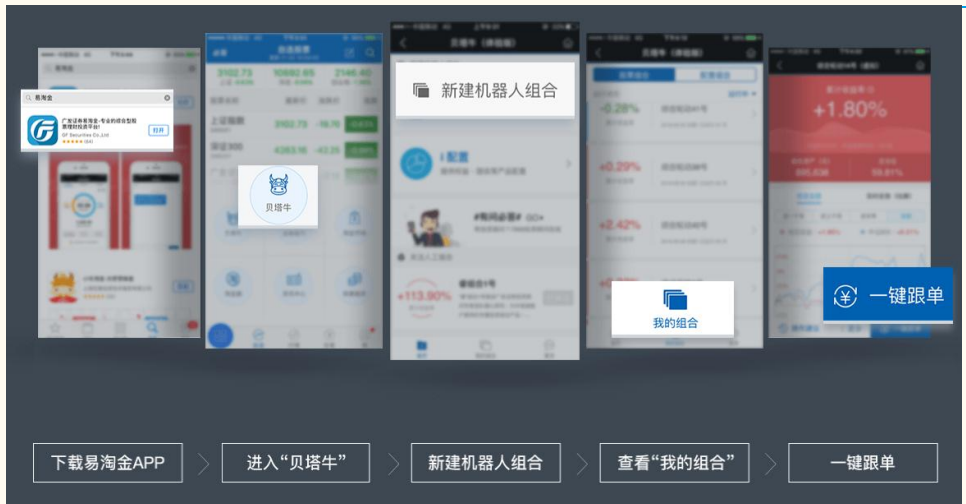
图表 12：2018 年 4 月证券公司类 App MAU 排名（万人）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **越来越多券商加入线上化大军，但大部分还在探索阶段。**现在主流券商基本都开发了自己的 App，有些还不止一个，还有一些和同花顺等平台合作引流；除此之外，一些头部券商还在大数据、金融科技等方向积极探索，如广发推出的贝塔牛机器人投顾。但鉴于传统模式和互联网模式在用户获取、业务开展、技术储备、从业人员能力要求等方面存在较大不同，目前成功跑通线上化模式的券商还不多，大部分还处在探索阶段。

图表 13：广发证券贝塔牛截图



来源：公司官网，国金证券研究所

内部业务模式：转为流量自营后，路要怎么走？

以垂直财经社区“股吧”起家的东方财富，凭借先发优势以及敏锐的互联网嗅觉，积累了大量优质用户，同时不断积累牌照资源，逐步成长为今天的互联网金融领域龙头。2015 年，随着东方财富收购西藏同信证券，获得证券业务全牌照，东方财富开始在第三方导流的基础上，探索流量自营业务，这条路应该怎么走？东方财富还能保持之前的优势吗？

证券业务：扬长避短，围绕用户需求，打造中国版嘉信

通过收购西藏同信证券，东方财富拥有了国内券商业务全牌照，并于 2015 年进军证券行业。而嘉信作为美国典型的互联网券商，成功走通了折扣经纪商转型综合资产管理平台的道路。我们认为结合发展较成熟的东方财富网、天天基金平台，进一步增加经纪、两融、资管等业务，东方财富将形成连接人与财富的财富管理闭环，成长为中国版的嘉信。

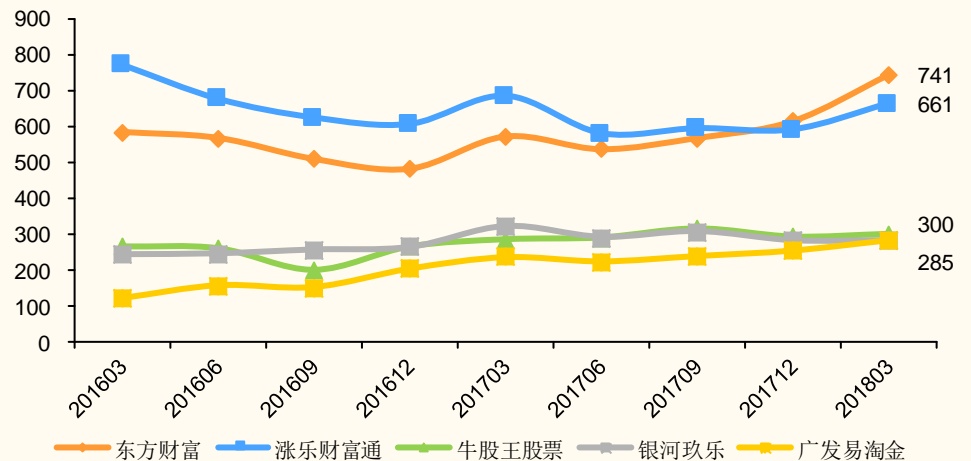
图表 14：嘉信与东方财富业务模式和策略对比

	用户	产品	服务
嘉信	<ul style="list-style-type: none"> 在行业监管放开后，率先推出经纪费率折扣 	<ul style="list-style-type: none"> 推出基金超市 OneSource 统一交易账户 Schwab One 	<ul style="list-style-type: none"> 客户分层 外包投顾服务 线上线下结合
东方财富	<ul style="list-style-type: none"> 早期“股吧”积累大量优质客户 基金代销和证券业务均以低佣金开拓市场 	<ul style="list-style-type: none"> 天天基金成长为市场最大非货基代销平台 逐步补充股票、期货等产品，打造资管平台 	<ul style="list-style-type: none"> 浓厚的社区氛围 拓展线下网点，服务线上客户

来源：公司公告，国金证券研究所整理

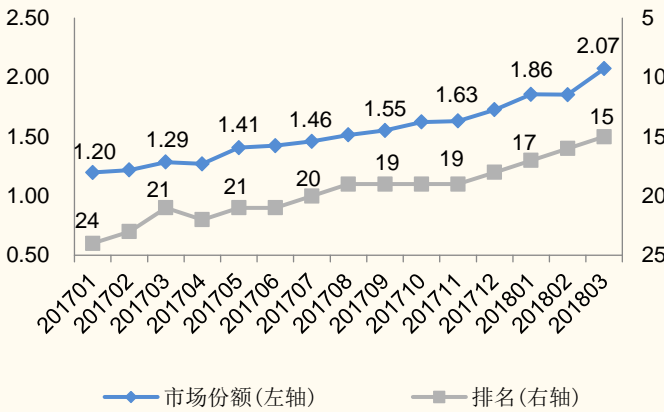
- **第一步：用户——借力经纪和两融这类流量业务，快速积累初始用户。**纵观证券牌照包含的业务类型，经纪和两融有明显的流量属性——需求简单、标准化程度高、专业门槛较低，因此规模的增长更多依赖流量，而这正是东方财富优势所在。从下图可以看到，在流量的巨大作用下，东方财富的 App MAU 稳居同类领先地位，经纪和两融业务的市占率也在快速提升——这为东方财富拓展其他业务奠定了坚实的用户基础。而嘉信在发展初期，也是通过率先推出线上折扣经纪服务，吸引了大量用户，迅速崛起。

图表 15：主流券商 App MAU (万)



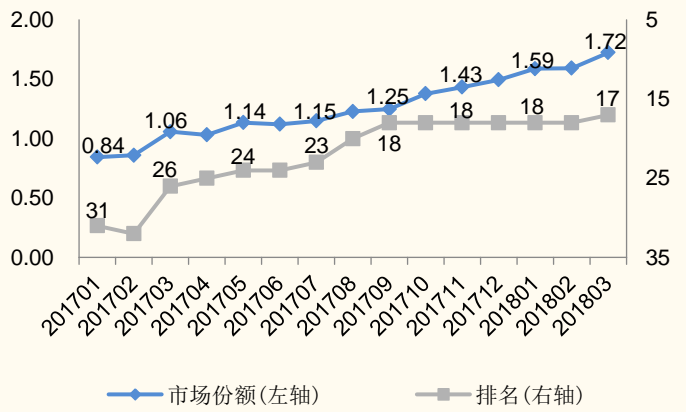
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 16: 东方财富经纪业务市占率 (%) 及排名



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 东方财富两融业务市占率 (%) 及排名

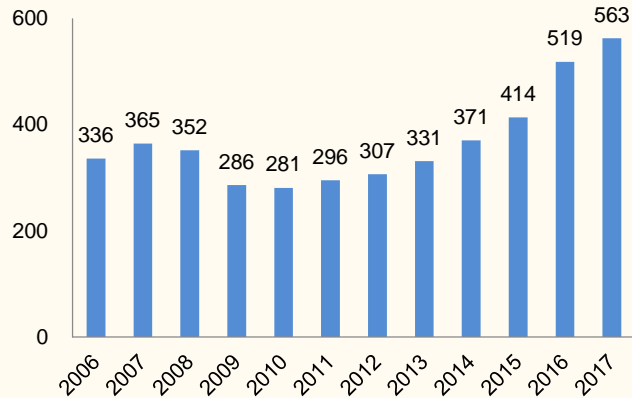


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 第二步: 产品——丰富产品选择, 搭建大资管平台

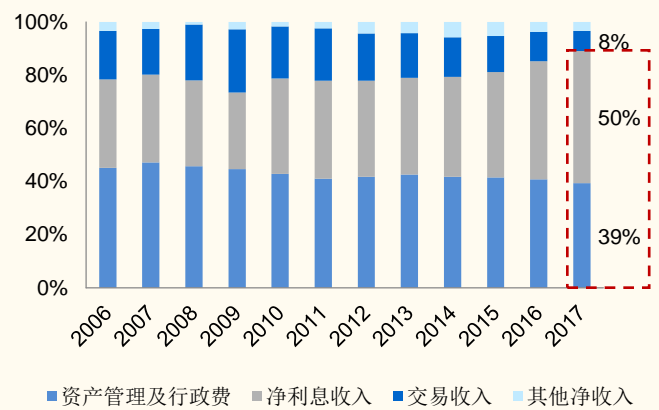
- 嘉信在初期积累了一定用户后, 开始丰富产品选择, 搭建大资管平台:
 - 1) 推出基金销售平台 **OneSource**, 对接散户和众多基金公司, 用户可以直接在线上进行基金的筛选及购买, 大大提升了便利性, 并可享受免佣金等优惠
 - 2) 推出客户统一交易账户 **Schwab One**, 用户可在一个账户内完成股票、基金、债券、海外产品等交易。在这种模式下, 用户将资金统一存入该账户, 然后在不同产品间进行分配——这不仅提升了操作的便利性, 更引入了资产管理的概念。
 - 3) 获得银行牌照, 得以大量吸收用户资金, 利于向其他投资品类的转化。随着产品的不断丰富, 嘉信的收入构成中利息和资管业务的占比也不断提升, 这背后反映了客户资产的沉淀。

图表 18: 嘉信营业收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

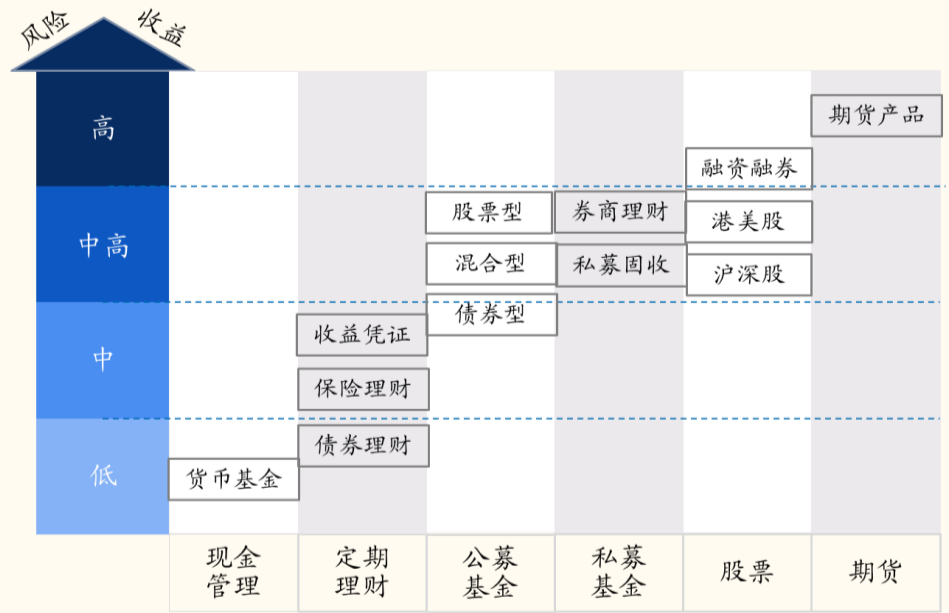
图表 19: 嘉信营业收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 而东方财富旗下的天天基金可以说和 **OneSource** 异曲同工。而从产品供给上看, 目前平台提供定期理财 (债券、保险、收益凭证等)、公募基金 (几乎涵盖市场上 100% 产品)、私募基金 (针对高净值客户)、股票 (包括沪深和港美股)、融资融券、期货等产品。同时, 东方财富正在申请公募基金管理牌照、保险经纪牌照, 未来将进一步丰富产品供给, 打造一站式财富管理平台。

图表 20：东方财富产品线丰富

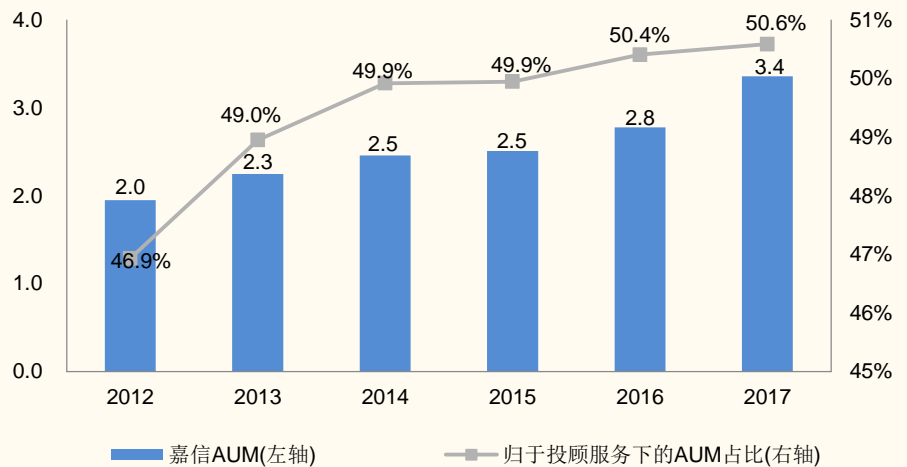


来源：公司官网，国金证券研究所整理

■ 第三步：服务——精准把握用户需求，推出针对性服务，提升粘性

- 嘉信在有了大量用户+丰富产品后，下一个自然的发展方向就是投顾服务。嘉信根据客户需求及自身特点，有针对性的开展业务：1) 首先进行客户分层，将平台用户分为一般散户和高净值客户（包括中小型机构客户），鉴于这两类用户的需求显著不同，嘉信提供针对性的区别服务——面对价格敏感、追求使用体验、投资经验并不丰富的散户，嘉信提供线上智能投顾服务，根据用户风险偏好利用算法提供资产配置建议，操作便利，价格低廉，可批量服务；而面对价格不敏感，看重服务质量，需求多样化的高净值客户，嘉信提供专门的投顾服务人员，并开设线下网点提供一对一服务。2) 外包不擅长的业务。随着用户对于投顾需求的增加，嘉信推出 RIA(registered investment advisor) 平台，连接用户与外部投顾——不仅可以满足用户多样化的投顾需求，也节约了一定成本。随着业务的发展，归于投资咨询服务项下的资产管理占比也不断提高，2017 年末达到 50.6%，由此可见投顾服务在进一步完善财富管理生态中的重要作用。

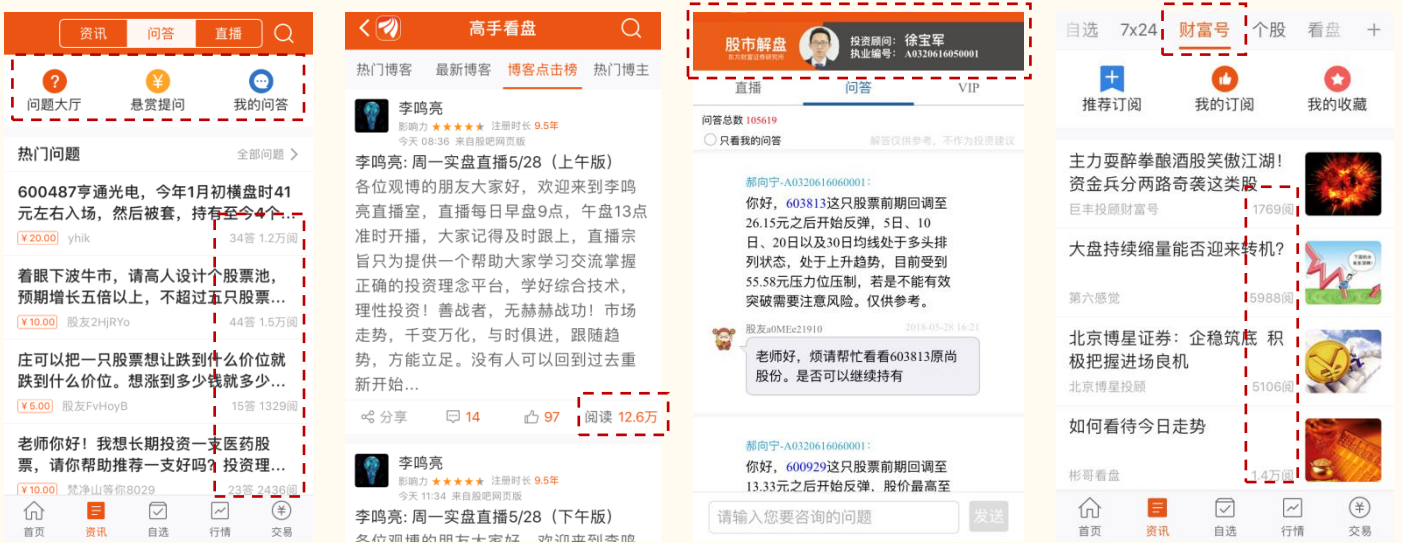
图表 21：嘉信 AUM（万亿美元）及归于投资顾问服务的占比



来源：公司公告，国金证券研究所

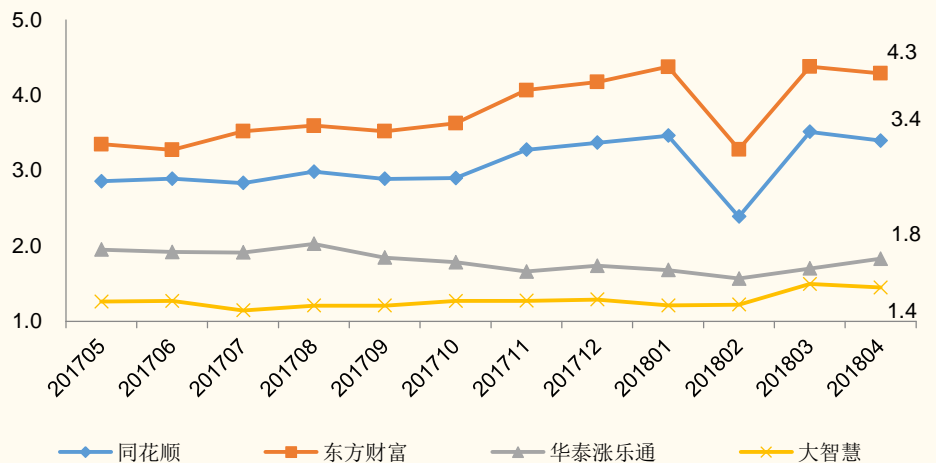
- 而东财借助平台社区调性+线下网点，打造有特色的投顾服务。一方面，鉴于国内散户居多，且多为行情驱动，东方财富 App 延续了 PC 端的社区氛围，UGC 内容丰富：1) 行情&资讯方面，提供动态、要闻、快讯、自选等选择，兼顾全面性、及时性，文章/个股下的用户评论活跃，常常可以提前爆出重大新闻。2) 咨询方面，分为问答广场——用户直接提问；股市解盘——专业的投资顾问提供投顾服务；高手看盘——股票大 V 发布投资观点；股民学校——股票投资培训。而各种资讯、观点的交流碰撞也增强了用户粘性。另一方面，东方财富也在积极开设线下网点——截至 2018 年 3 月已开设 106 家，相比 2016 年底的 42 家涨了一倍多——形成线上获客、线下服务的模式，通过网点进一步保证当地客户的粘性。

图表 22：东方财富 App 各板块讨论截图



来源：国金证券研究所

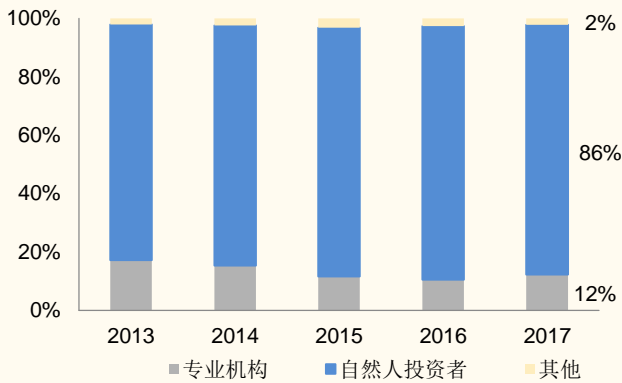
图表 23：券商类 App 月独立设备平均使用时长 (小时/月)



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

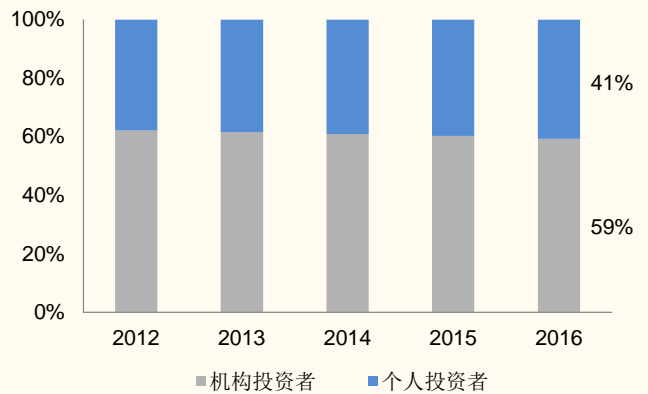
- 从市场潜力上看，鉴于国内个人投资者占比高、交易更加活跃——上交所个人投资者交易占比超过 80%，而在美国股票市场个人投资者交易只占 40%左右；从股票的平均换手率来看，2017 年 A 股接近 600%，而美股不到 300%——因此，同样定位零售客户的东方财富在国内的潜在市场规模要比嘉信更大。

图表 24: 上交所不同类型投资者交易占比



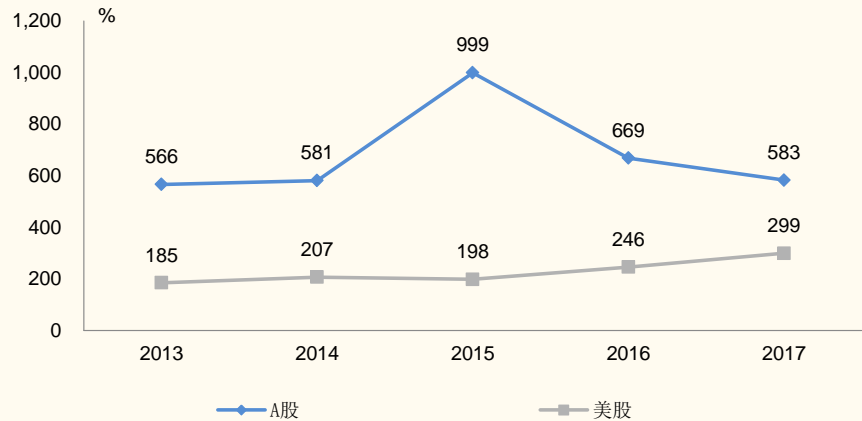
来源: 上交所, 国金证券研究所

图表 25: 美股不同类型投资者交易占比



来源: SIFMA, 国金证券研究所

图表 26: A股与美股股票平均换手率 (%) 对比



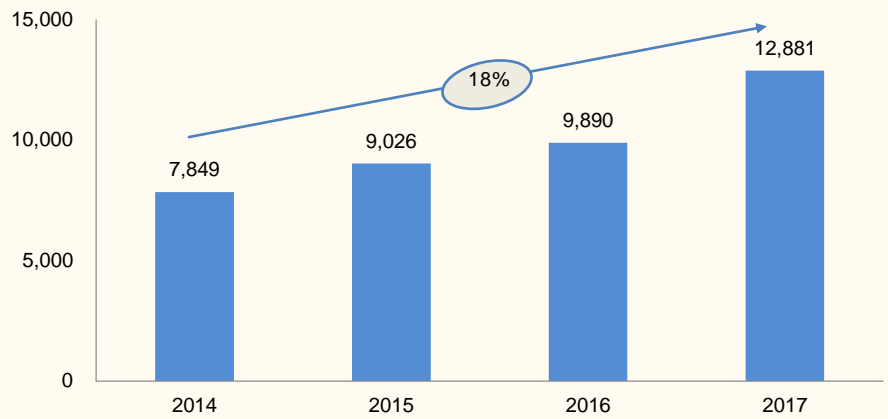
来源: Wind, 国金证券研究所

基金代销: 代销行业龙头地位稳固

■ 从基金销售渠道上看, 第三方平台占比快速提升

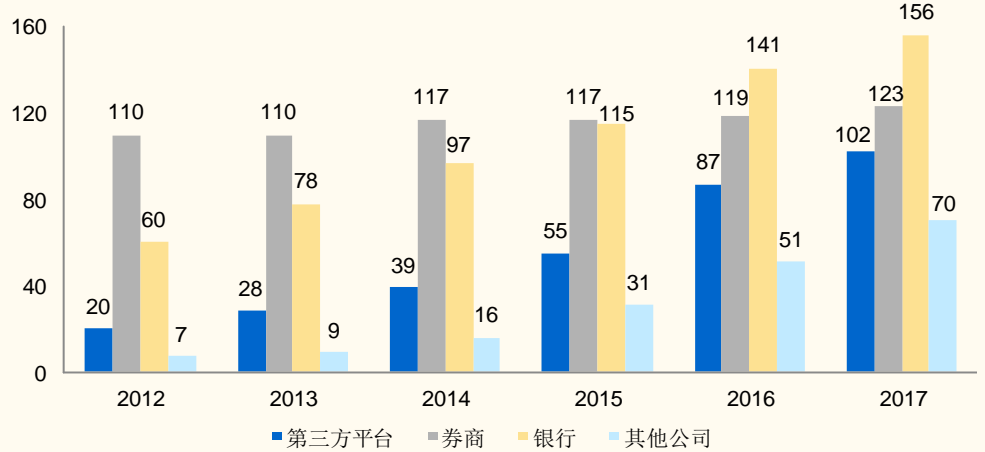
- 银行和券商作为老牌代销机构, 凭借物理网点覆盖多、机构公信力强、享有监管红利、以及掌握部分用户资金(如银行的存款资金)等优势, 多年占据代销大头, 但也存在产品同质化、服务能力不足等问题。
- 2012年, 监管放开第三方机构申请基金销售牌照, 允许独立第三方进入基金销售领域, 这些第三方平台更加侧重服务对价格敏感、注重购买便捷性的个人投资者, 并凭借费率低、纯线上操作、机制灵活、服务意识强等优势异军突起。

图表 27: 我国互联网理财用户规模 (万人)



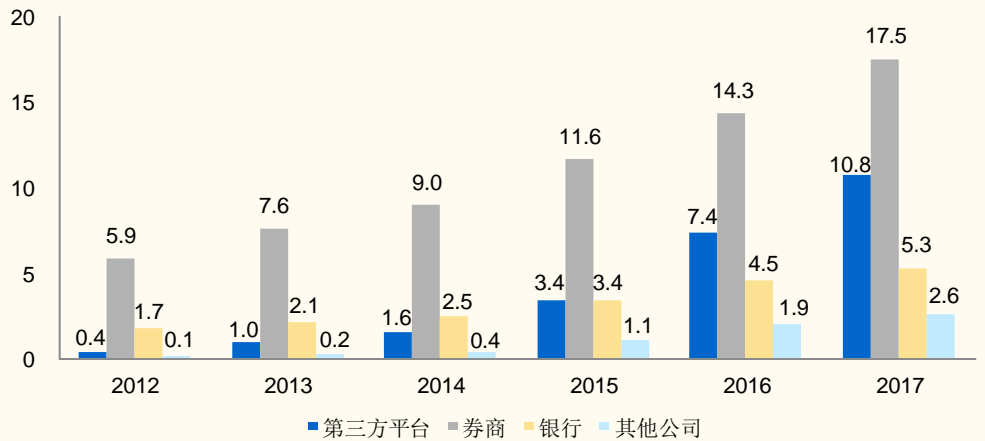
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 不同类型代销机构规模 (个)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 不同类型代销机构代销基金数量 (万只)

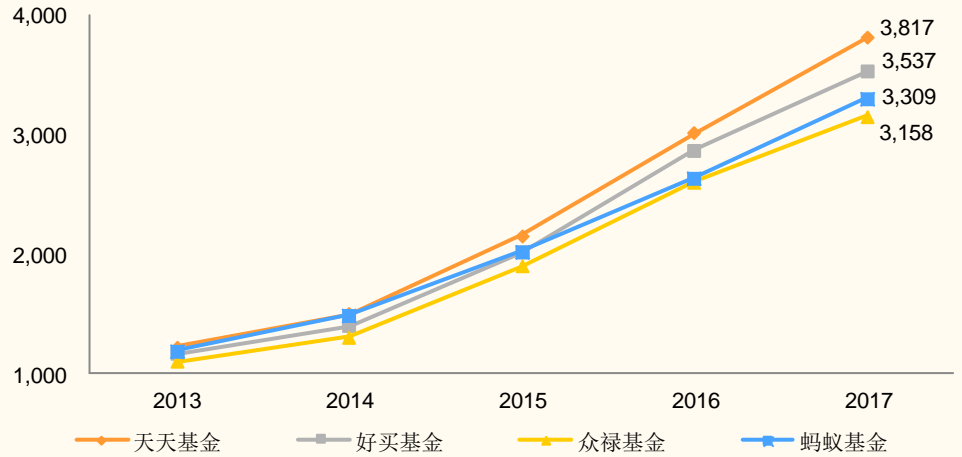


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 东方财富旗下的天天基金是第三方代销平台中的佼佼者

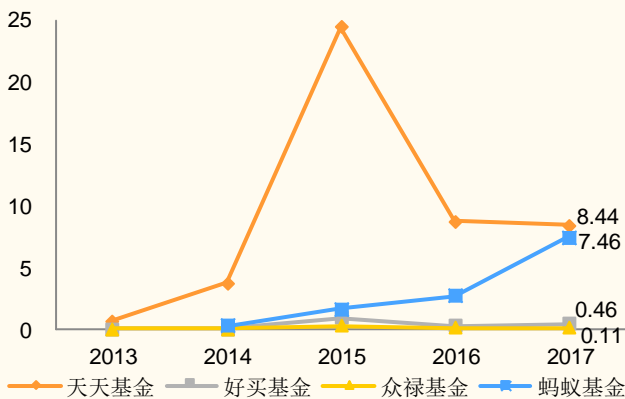
- 规模稳居龙头。天天基金网是第三方平台中，接入基金公司最多（基本 100%覆盖）、接入基金产品最全、非货基代销规模最大的独立第三方平台。在巨大规模的作用下，平台收入和毛利率均处于领先水平。

图表 30：主流第三方基金代销平台基金数量（个）



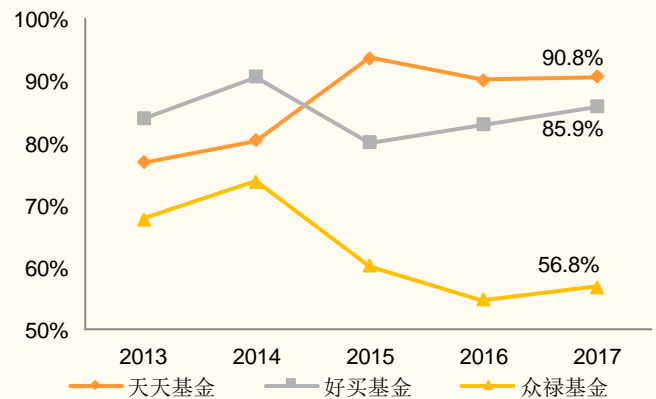
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：主流第三方基金代销平台收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

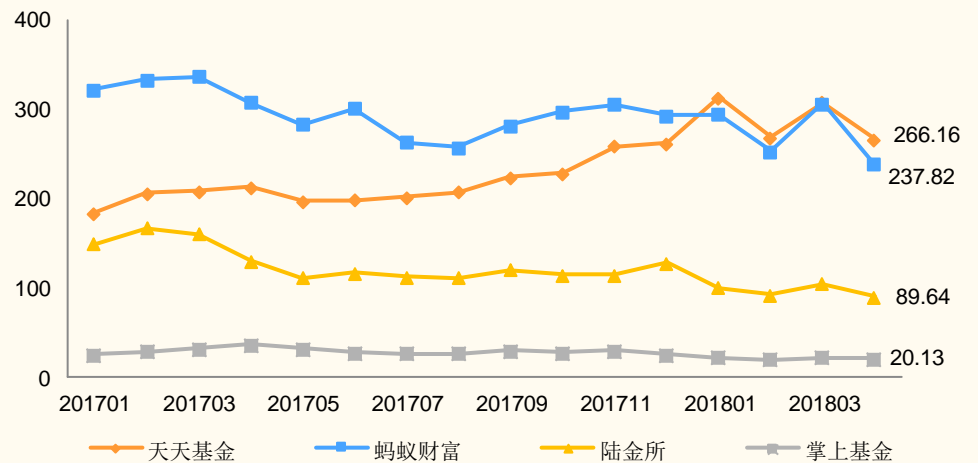
图表 32：主流第三方基金代销平台毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

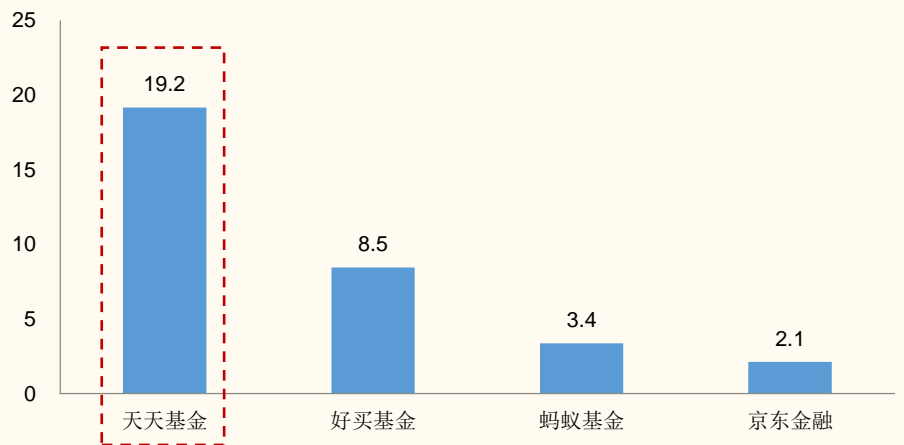
- 巨大且优质的流量是持续的助推器。东方财富之所以可以稳坐龙头地位，流量优势是核心原因。凭借早年“股吧”论坛，东方财富积累了大量投资用户，他们不仅数量庞大，而且质量很高——从画像上看属于收入较高、投资经验相对丰富、人均投资金额高、风险承受能力较强的类型，因此在基金销售的转化率上也表现抢眼。可以看到，天天基金的 MAU 处于行业领先地位，且单个 MAU 对应的年销售额最高，接近 20 万。我们认为，东财明显优于其他平台的用户数量+质量，会持续巩固其在基金代销领域的龙头地位。

图表 33：主流第三方基金代销平台 App MAU (万人)



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

图表 34：主流第三方基金代销平台 2017 年销售额/MAU (万元/人)



来源：公司公告, QuestMobile, 国金证券研究所

注：鉴于蚂蚁销售额绝对比例为余额宝，此处销售额使用余额宝规模。

互联网 VS 传统金融，东财哪个基因更强？

从业务模式和收入层面，我们认为目前东方财富的互联网属性更胜一筹。

业务层面：庞大用户基础+线上化展业模式是根本

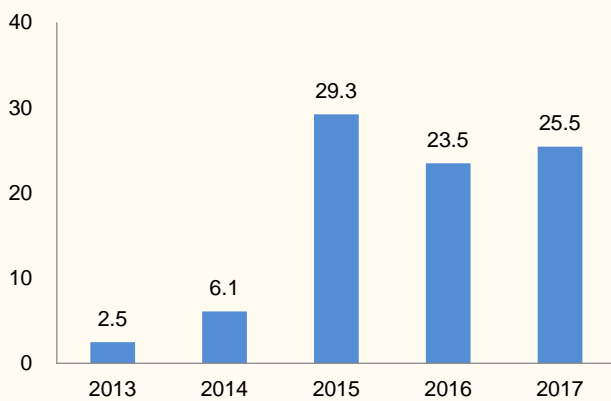
- 业务始于互联网。**东方财富以线上垂直财经社区起家，属于典型的互联网垂直社区，和汽车之家、B 站等模式类似。在积累了一定用户后，东方财富开始探索流量变现之路——和其他互联网社区一样，东方财富最初选择了广告这种门槛相对较低的变现模式；但随着用户不断扩大、平台投资氛围逐步成熟，东财适时拓展电商变现——基金销售，此举满足了用户信息消费后的投资需求，过渡自然，因此规模增长迅速，基金销售也演变为主要收入来源。
- 模式基于互联网。**即便开始证券的流量自营后，东方财富的业务开展也带有浓厚的互联网特色——将标准化的经纪、两融业务以低价在线上开展；注重 App 端产品的打磨，以浓厚的社区氛围带动移动端用户粘性；以用户

为中心而不是以牌照为中心——基于对用户行为和需求的深刻理解，逐步打造综合财富管理服务...

收入层面：基于用户流量和线上渠道的收入占大头

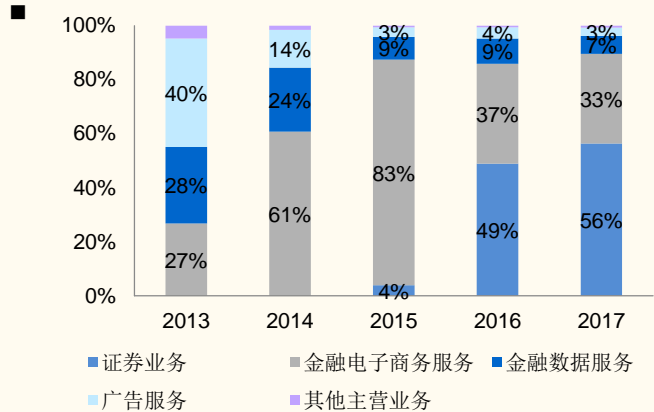
- 收入中的互联网广告业务、金融电子商务服务以及大部分的证券服务收入均依托互联网。广告、基金代销、证券中的经纪和两融业务均属于流量变现的范畴。近年来证券业务占比逐渐提升，这主要源于经纪和两融规模的扩大，也体现了其流量多次变现的能力。

图表 35：东方财富营业收入规模（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：东方财富营业收入组成



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 盈利预测：**我们预测公司 2018-2020 年的收入分别为 34.4、43.7、55.9 亿元，同比增长 35%、27%、28%；归母净利润分别为 11.9、16.5、20.7 亿元；对应 EPS 分别为 0.23、0.32、0.40 元；对应 PE 分别为 55.0、39.7、31.7 倍。
- 分业务收入预测：**我们对收入进行了拆分，认为证券业务将继续作为最重要的增长引擎，2018 年收入达到 19.5 亿元，占总收入的 57%，其中经纪业务收入 13.35 亿，对应交易额 60705 亿元，比 2017 年提升 72%，主要源于市占率的快速提升；基金代销业务也将继续作为稳定现金牛，2018 年将贡献 36% 的收入。随着业务规模的不断扩大，规模效应将持续显现，预计整体毛利率在 2018-2020 年分别达到 88.4%、90.6% 和 92.1%。

图表 37：分业务收入预测（亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
证券业务	14.34	19.50	23.88	28.47
金融电子商务服务	8.44	12.32	17.29	24.94
金融数据服务	1.69	1.56	1.46	1.40
广告服务	0.79	0.73	0.68	0.66
其他	0.20	0.26	0.34	0.44
总计	25.47	34.36	43.65	55.90

来源：国金证券研究所

- 投资建议：**从业务性质以及公司成长性方面，我们认为可以将东方财富和嘉信对标，并采用 PEG 估值法。嘉信 1-yr PEG 为 1.5 倍，我们预计东方财富 2018-2020 年 EPS 平均增速为 32%，因此给予东方财富 2019 年 48 倍 PE 估值，目标价 15.3 元，对应涨幅约 23%。

风险提示

- **政策监管风险。**鉴于目前金融行业监管收紧态势明显，尤其对互联网金融业务要求更加规范，可能出台限制业务开展领域、放缓业务拓展进度等政策意见，对东方财富造成不利影响。
- **证券业务开展不达预期的风险。**东方财富的证券业务还处在早期发展阶段，面临与所收购西藏同信证券的内部整合、线下网点的快速铺设、相关人员与组织的配备建立等问题，若处理不当会显著影响证券业务的开展。
- **证券市场风险。**东方财富提供的产品和服务与证券市场整体景气度高度相关。若股票和基金市场表现不佳，会较大程度影响东方财富的业务规模，以及收入和盈利情况。
- **股票解禁风险。**公司在 2018 年 6 月 5 日解禁 1956.83 万股，占解禁前流通股 0.47%，占总股本 0.38%。
- **融资风险。**公司 2017 年来自融资融券等业务的净利息收入占证券业务总收入的 29%，而该类业务对资金要求较高，公司需进行较大规模的融资，在目前的融资环境下，存在一定融资风险。
- **应收账款占收入比例较高的风险。**公司因开展基金代销和证券经纪业务而产生的应收基金销售业务赎回款、代垫基金销售业务赎回款和应收经纪业务清算款，均计入其他应收款，因此公司的应收款项净额占收入比例较高，2015-2017 年分别为 61%、83%、103%，我们预计 2018 年该比例为 92%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,926	2,352	2,547	3,436	4,365	5,590	货币资金	12,249	9,694	12,080	19,605	26,692	36,508
增长率		-19.6%	8.3%	34.9%	27.0%	28.1%	应收账款	1,780	1,956	2,625	3,148	3,990	5,097
主营业务成本	-324	-323	-397	-397	-412	-442	存货	0	135	142	196	226	266
%销售收入	11.1%	13.7%	15.6%	11.6%	9.4%	7.9%	其他流动资产	5,715	9,861	21,493	27,897	38,331	50,291
毛利	2,602	2,029	2,150	3,039	3,954	5,148	流动资产	19,744	21,646	36,340	50,846	69,239	92,163
%销售收入	88.9%	86.3%	84.4%	88.4%	90.6%	92.1%	%总资产	83.2%	80.2%	86.8%	90.0%	92.3%	94.0%
营业税金及附加	-46	-52	-27	-34	-44	-56	长期投资	364	402	500	606	660	712
%销售收入	1.6%	2.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	415	1,810	1,808	1,837	1,847	1,882
营业费用	-203	-266	-316	-447	-611	-839	%总资产	1.7%	6.7%	4.3%	3.3%	2.5%	1.9%
%销售收入	6.9%	11.3%	12.4%	13.0%	14.0%	15.0%	无形资产	3,158	3,039	3,080	3,107	3,116	3,115
管理费用	-394	-1,114	-1,283	-1,546	-1,746	-2,236	非流动资产	3,989	5,340	5,505	5,671	5,754	5,850
%销售收入	13.5%	47.4%	50.4%	45.0%	40.0%	40.0%	%总资产	16.8%	19.8%	13.2%	10.0%	7.7%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	1,959	597	524	1,012	1,553	2,018	资产总计	23,733	26,986	41,845	56,517	74,992	98,013
%销售收入	67.0%	25.4%	20.6%	29.4%	35.6%	36.1%	短期借款	0	74	298	0	0	0
财务费用	108	67	32	-28	-94	-192	应付款项	1,025	1,020	1,104	1,339	1,513	1,845
%销售收入	-3.7%	-2.8%	-1.3%	0.8%	2.2%	3.4%	其他流动负债	14,009	12,745	20,342	28,058	39,038	53,092
资产减值损失	-18	-17	-81	-81	-19	-25	流动负债	15,035	13,839	21,744	29,396	40,552	54,937
公允价值变动收益	22	-25	-22	-10	-5	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	45	201	250	300	400	其他长期负债	522	316	5,420	10,423	16,424	23,425
%税前利润	1.8%	5.7%	29.5%	18.9%	15.6%	16.6%	负债	15,557	14,155	27,164	39,819	56,975	78,362
营业利润	2,111	667	676	1,143	1,734	2,201	普通股股东权益	8,169	12,825	14,678	16,698	18,018	19,654
营业利润率	72.1%	28.4%	26.6%	33.3%	39.7%	39.4%	少数股东权益	8	6	3	1	-1	-3
营业外收支	60	131	3	179	185	205	负债股东权益合计	23,733	26,986	41,845	56,517	74,992	98,013
税前利润	2,171	798	679	1,322	1,919	2,406	比率分析						
利润率	74.2%	33.9%	26.7%	38.5%	44.0%	43.0%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-322	-86	-44	-132	-269	-337	每股指标						
所得税率	14.9%	10.7%	6.5%	10.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.997	0.201	0.149	0.231	0.320	0.401
净利润	1,849	713	635	1,190	1,650	2,069	每股净资产	4.407	3.604	3.422	3.231	3.486	3.803
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.293	-1.193	-1.440	-0.233	-0.516	-0.315
归属于母公司的净利润	1,849	714	637	1,192	1,652	2,071	每股股利	0.100	0.040	0.020	0.060	0.070	0.090
净利率	63.2%	30.4%	25.0%	34.7%	37.8%	37.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.63%	5.57%	4.34%	7.14%	9.17%	10.54%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	7.79%	2.65%	1.52%	2.11%	2.20%	2.11%
净利润	1,849	712	635	1,190	1,650	2,069	投入资本收益率	19.19%	4.03%	2.40%	3.36%	3.88%	4.03%
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2	增长率						
非现金支出	51	141	281	277	237	266	主营业务收入增长率	378.08%	-19.62%	8.29%	34.93%	27.04%	28.05%
非经营收益	-49	25	87	-56	114	282	EBIT增长率	1294.72%	-69.52%	-12.30%	93.19%	53.45%	29.95%
营运资金变动	-1,307	-5,122	-7,180	-2,613	-4,669	-4,247	净利润增长率	1015.45%	-61.38%	-10.78%	87.15%	38.62%	25.34%
经营活动现金净流	543	-4,244	-6,176	-1,202	-2,668	-1,630	总资产增长率	283.86%	13.70%	55.06%	35.06%	32.69%	30.70%
资本开支	-196	-1,639	-248	-73	-52	-70	资产管理能力						
投资	-296	-1	-32	-606	-554	-552	应收账款周转天数	27.0	47.0	43.4	43.0	42.0	41.0
其他	9,653	-178	211	240	295	400	存货周转天数	NA	76.2	127.4	180.0	200.0	220.0
投资活动现金净流	9,161	-1,818	-70	-439	-311	-222	应付账款周转天数	86.7	121.4	89.1	90.0	90.0	90.0
股权募资	29	4,057	81	918	30	30	固定资产周转天数	49.3	276.4	252.4	188.7	148.2	117.3
债权募资	0	274	9,077	8,704	11,000	13,000	偿债能力						
其他	-68	-224	-277	-456	-965	-1,361	净负债/股东权益	-167.75%	-81.78%	-61.60%	-74.06%	-77.44%	-87.88%
筹资活动现金净流	-39	4,107	8,880	9,166	10,065	11,669	EBIT利息保障倍数	-18.1	-9.0	-16.2	36.5	16.5	10.5
现金净流量	9,665	-1,955	2,634	7,525	7,087	9,816	资产负债率	65.55%	52.45%	64.92%	70.45%	75.98%	79.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	10
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.44

来源：贝格数据

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

投资评级的说明：

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%；
 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%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH