

2018年10月11日

公司研究•证券研究报告

# 东方财富 (300059.SZ)

## 基金牌照落地，财富管理前景可期

### 投资要点

- ◆ **事件：**2018年10月9日，公司公告子公司东方财富证券获批西藏东财基金管理有限公司，注册资本为2亿元。
- ◆ **基金牌照落地，开启财富管理征程：**公司申请公募牌照历时三年多，此次牌照顺利落地，成为公司从流量平台向财富管理战略转型的重要环节。随着基金代销行业竞争日趋激烈以及公司证券业务市占率逐渐接近天花板，财富管理有望成为公司未来重要的业绩来源。公司盈利模式从单纯的收取佣金和费率，向提供投资顾问、资产配置方向转变，有望形成更强大的核心竞争力，实现流量的深度变现。同时，财富管理业务周期性相对较弱，有利于提高公司业绩的稳定性。
- ◆ **指数基金或将成为主攻方向：**由于政策监管影响，新发货币基金受到限制，风险准备金也将成为货基规模扩张的限制因素。天弘基金借助蚂蚁金服的渠道优势，实现了货币基金的爆发式增长，截止上半年余额宝基金规模为1.45万亿，但是目前监管环境趋严，行业竞争激烈，货币基金很难实现大规模增长。指数基金方面，2017年国内指数基金规模占比约为5%左右，和美国(35%)相比有较大提升空间。从美国发展情况来看，指数基金业绩长期来看优于主动管理的股票基金，随着国内投资者日趋成熟，未来投资指数基金比例将会加大。此外，相比于传统基金公司，公司能够覆盖基金产品的各个环节，对于降低指数基金费率有着明显优势，我们认为指数基金有望成为公司未来主攻方向。
- ◆ **金融科技助力财富管理提效降本：**国内市场以散户为主的投资者结构，随着财富管理需求的提升，利用智能投顾提升服务效率势在必行。智能投顾的各个环节都需要大量的数据分析，公司凭借股吧、choice终端、东方财富网等用户入口，拥有用户行为等的海量数据基础。公司重视IT投入和技术研发，利用人工智能、大数据分析等金融科技手段，可以满足中小投资者个性化的财富管理需求，同时构筑较强行业竞争壁垒。除了智能投顾以外，国内像平安银行、华泰证券、华夏基金等金融机构，已经开始应用金融科技手段实现数据管理、客户服务和投资交易等等，未来金融科技的渗透率会逐步加大。我们认为流量基础为公司带来海量用户数据，公司将数据和金融科技结合，能够有效提升财富管理效率和降低运营成本。
- ◆ **投资建议：**长期来看，公司获得公募基金牌照以后，产品线将不断丰富，财富管理平台战略有望逐步兑现。短期来看，公司证券业务和基金业务受市场行情低迷影响，业绩增速趋缓。我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为0.23、0.28和0.34元，下调至增持-B评级。
- ◆ **风险提示：**证券市场交易量下滑风险；公募基金业务开展不及预期；监管政策趋严的风险；市场格局发生重大变化的风险

## 公司快报

传媒|互联网 III

投资评级

增持-B(下调)

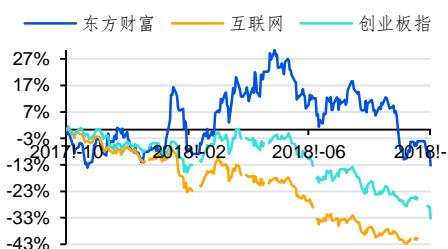
股价(2018-10-11)

10.16元

### 交易数据

总市值（百万元）	52,509.57
流通市值（百万元）	42,199.50
总股本（百万股）	5,168.26
流通股本（百万股）	4,153.49
12个月价格区间	10.03/17.09元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.68	1.61	25.33
绝对收益	-3.06	-17.84	-7.75

### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsc.cn  
 021-20377068

### 报告联系人

崔安杰  
 cuianjie@huajinsc.cn

### 相关报告

东方财富：流量基础铸就发展，平台战略纵深推进 2018-08-13

## 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,351.8	2,546.8	3,306.4	4,214.3	5,153.1
同比增长(%)	-19.6%	8.3%	29.8%	27.5%	22.3%
营业利润(百万元)	667.4	676.4	1,207.6	1,519.0	1,863.6
同比增长(%)	-68.4%	1.4%	78.5%	25.8%	22.7%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,172.4	1,461.6	1,759.6
同比增长(%)	-61.4%	-10.8%	84.1%	24.7%	20.4%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.23	0.28	0.34
PE	91.3	102.3	55.6	44.6	37.0
PB	5.1	4.4	4.2	3.9	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,351.8	2,546.8	3,306.4	4,214.3	5,153.1	年增长率					
减:营业成本	323.1	397.0	402.0	466.5	478.4	营业收入增长率	-19.6%	8.3%	29.8%	27.5%	22.3%
营业税费	51.8	26.9	39.7	50.6	61.8	营业利润增长率	-68.4%	1.4%	78.5%	25.8%	22.7%
销售费用	266.0	315.8	429.8	590.0	773.0	净利润增长率	-61.4%	-10.8%	84.1%	24.7%	20.4%
管理费用	1,113.7	1,283.3	1,487.9	1,896.4	2,318.9	EBITDA增长率	-64.4%	13.3%	62.6%	23.4%	21.6%
财务费用	-66.5	-32.3	-69.6	-69.1	-58.2	EBIT增长率	-70.0%	3.3%	83.4%	27.4%	24.5%
资产减值损失	17.2	81.4	38.9	45.9	55.4	NOPLAT增长率	-68.5%	12.3%	73.9%	27.4%	24.5%
加:公允价值变动收益	-25.0	-21.8	-10.0	-5.0	-	投资资本增长率	-136.9	152.9%	-76.1%	238.7%	-1.1%
投资和汇兑收益	45.8	200.0	240.0	290.0	339.8	净资产增长率	56.9%	14.4%	4.6%	8.0%	9.0%
<b>营业利润</b>	<b>667.4</b>	<b>676.4</b>	<b>1,207.6</b>	<b>1,519.0</b>	<b>1,863.6</b>	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	130.8	2.7	64.5	66.0	44.4	毛利率	86.3%	84.4%	87.8%	88.9%	90.7%
<b>利润总额</b>	<b>798.2</b>	<b>679.1</b>	<b>1,272.1</b>	<b>1,585.1</b>	<b>1,908.0</b>	营业利润率	28.4%	26.6%	36.5%	36.0%	36.2%
减:所得税	85.7	44.2	101.8	126.8	152.6	净利润率	30.3%	25.0%	35.5%	34.7%	34.1%
<b>净利润</b>	<b>713.8</b>	<b>636.9</b>	<b>1,172.4</b>	<b>1,461.6</b>	<b>1,759.6</b>	EBITDA/营业收入	30.8%	32.2%	40.4%	39.1%	38.8%
<b>资产负债表</b>						EBIT/营业收入	25.5%	24.4%	34.4%	34.4%	35.0%
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
货币资金	9,694.1	12,080.3	16,057.0	12,868.2	15,509.5	资产负债率	52.5%	64.9%	58.5%	56.5%	56.1%
交易性金融资产	1,172.5	2,668.8	2,658.8	2,653.8	2,653.8	负债权益比	110.3%	185.0%	140.8%	129.9%	127.8%
应收帐款	1,956.0	2,624.8	2,404.5	4,490.4	4,022.1	流动比率	1.56	1.67	1.89	1.83	1.96
应收票据	-	-	-	-	-	速动比率	1.55	1.66	1.89	1.82	1.96
预付帐款	67.5	56.7	71.0	88.1	66.8	利息保障倍数	-9.03	-19.21	-16.36	-20.98	-31.04
存货	134.9	142.2	7.3	224.1	25.7	<b>营运能力</b>					
其他流动资产	8,621.3	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0	固定资产周转天数	167	250	189	139	102
可供出售金融资产	96.6	90.0	94.8	93.8	92.9	流动营业资本周转天数	-956	-201	-202	-190	-37
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	3,168	4,098	3,696	2,753	2,413
长期股权投资	305.8	410.4	410.4	410.4	410.4	应收帐款周转天数	286	324	274	294	297
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	10	20	8	10	9
固定资产	1,780.7	1,761.3	1,713.1	1,539.8	1,366.6	总资产周转天数	3,882	4,865	4,291	3,207	2,770
在建工程	29.3	43.8	43.8	43.8	43.8	投资资本周转天数	-277	528	361	240	301
无形资产	68.3	69.2	46.1	23.1	-	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	3,058.9	3,130.0	3,105.6	3,103.3	3,086.8	销售费用率	11.3%	12.4%	13.0%	14.0%	15.0%
<b>资产总额</b>	<b>26,985.9</b>	<b>41,844.8</b>	<b>36,971.5</b>	<b>38,121.4</b>	<b>41,181.4</b>	管理费用率	47.4%	50.4%	45.0%	45.0%	45.0%
短期债务	73.6	298.0	-	-	-	财务费用率	-2.8%	-1.3%	-2.1%	-1.6%	-1.1%
应付帐款	893.1	969.2	747.6	1,480.2	710.3	三费/营业收入	55.8%	61.5%	55.9%	57.4%	58.9%
应付票据	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	12,871.9	20,477.1	15,944.5	16,508.8	17,762.8	ROE	5.6%	4.3%	7.6%	8.8%	9.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	1.5%	3.2%	3.8%	4.3%
其他非流动负债	316.1	5,420.0	4,924.5	3,553.5	4,632.7	ROIC	-9.4%	28.5%	19.6%	104.3%	38.4%
<b>负债总额</b>	<b>14,154.7</b>	<b>27,164.3</b>	<b>21,616.6</b>	<b>21,542.6</b>	<b>23,105.8</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	6.1	2.6	0.6	-2.7	-7.0	DPS(元)	0.03	0.02	0.03	0.05	0.05
股本	3,558.3	4,288.8	5,168.2	5,168.2	5,168.2	分红比率	19.9%	13.5%	14.5%	16.0%	14.6%
留存收益	9,267.0	9,178.6	10,186.1	11,413.3	12,914.4	股息收益率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
<b>股东权益</b>	<b>12,831.2</b>	<b>14,680.4</b>	<b>15,354.9</b>	<b>16,578.8</b>	<b>18,075.6</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	712.4	634.8	1,172.4	1,461.6	1,759.6	EPS(元)	0.14	0.12	0.23	0.28	0.34
加:折旧和摊销	139.9	216.1	196.3	196.3	196.3	BVPS(元)	2.48	2.84	2.97	3.21	3.50
资产减值准备	17.2	81.4	-	-	-	PE(X)	91.3	102.3	55.6	44.6	37.0
公允价值变动损失	25.0	21.8	-10.0	-5.0	-	PB(X)	5.1	4.4	4.2	3.9	3.6
财务费用	39.6	202.0	-69.6	-69.1	-58.2	P/FCF	-9.0	23.8	14.7	-22.0	22.6
投资损失	-41.6	-85.8	-240.0	-290.0	-340.0	P/S	27.7	25.6	19.7	15.5	12.6
少数股东损益	-1.3	-2.1	-2.0	-3.3	-4.2	EV/EBITDA	47.2	54.5	38.3	32.1	25.7
营运资金的变动	-11,402.4	-9,802.7	4,023.9	-3,245.8	-132.3	CAGR(%)	27.0%	40.4%	-14.1%	27.0%	40.4%
经营活动产生现金流量	-4,227.9	-6,159.9	5,071.0	-1,955.4	1,421.2	PEG	3.4	2.5	-3.9	1.7	0.9
投资活动产生现金流量	-1,817.6	-69.6	130.1	301.0	340.9	ROIC/WACC	-0.9	2.8	1.9	10.4	3.8
融资活动产生现金流量	4,104.4	8,894.3	-1,224.4	-1,534.4	879.2						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)