

东方财富 (300059)

证券研究报告
2018年10月16日

业绩超市场悲观预期，公募基金牌照获批，东方“嘉信”羽翼渐丰

公司披露三季报预告，预计18年前三季度实现归母净利润7.8亿元-8.3亿元，同比增长70.46%-81.39%。其中，预计18Q3实现归母净利润2.2亿元-2.7亿元，同比增长11.40%-36.72%，环比-14.6%~4.8%。业绩增长主要受益于证券业务和基金代销业务收入同比大幅增长，业绩预告超市场悲观预期。

三季度市场交易量进一步萎缩，公司证券业务市占率继续逆市提升。18Q3市场A股交易量环比减少20%，同比减少42%；截至18年9月末的市场两融余额为8,227亿，相比上季度末减少11%，相比去年同期减少15%。而东方财富基于互联网平台流量优势、低佣金费率及良好的用户体验，继续逆市提升经纪和两融市占率，同时46.5亿可转债等助力两融业务持续扩张，大幅抵消市场下行造成的业绩压力。我们预计公司18年9月股票经纪市占率有望达到2.5%-2.6%。

公募基金牌照获批，东方财富迈向财富管理新征程。子公司东方财富证券近日获证监会核准出资2亿元设立全资子公司西藏东财基金管理有限公司，经营范围包括公开募集证券投资基金管理、基金销售和证监会许可的其他业务。公募基金牌照的获批，是公司继2012年拓展基金代销、2015年收购券商后的又一战略级业务扩张，是东方“嘉信”向财富管理转型的重要里程碑。通过设立公募基金管理公司，公司业务开始延伸至上游产品开发环节，在基金销售的基础上补足基金生产能力，实现产销一体，完善金融服务链条，同时获得基金管理费等增量收入源，有望成为又一业绩增长引擎。结合公司在互联网流量和数据等方面的优势，以及成功探索出平台内的流量转化和变现经验，我们认为公司有望在货币基金、指数基金等领域实现快速增长，以互联网新型模式开拓财富管理市场。

投资建议：我们认为，公司未来三年业绩增长核心是券商经纪及两融业务市占率提升和金融产品多元化。近日公司公告获批公募基金牌照，进一步完善了金融服务版图。考虑下半年来资本市场波动较大，同时公募牌照落地对短期业绩影响不明显，我们等待三季报业绩披露再评估盈利预测调整，暂时维持公司2018-2020年净利润分别为13.20亿元/19.68亿元/28.77亿元，对应PE分别为41.5x/27.8x/19.0x。公司是A股稀缺的互联网金融平台型公司，金融牌照储备日趋健全，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,351.82	2,546.79	3,906.63	5,369.30	6,834.20
增长率(%)	(19.62)	8.29	53.39	37.44	27.28
EBITDA(百万元)	724.45	820.59	1,625.04	2,351.84	3,267.78
净利润(百万元)	713.77	636.90	1,319.77	1,967.75	2,876.80
增长率(%)	(61.39)	(10.77)	107.22	49.10	46.20
EPS(元/股)	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56
市盈率(P/E)	76.68	85.93	41.47	27.81	19.03
市净率(P/B)	4.27	3.73	3.74	3.36	2.94
市销率(P/S)	23.27	21.49	14.01	10.19	8.01
EV/EBITDA	68.37	56.31	25.11	18.25	12.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.59元
目标价格	22.94元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,168.26
流通A股股本(百万股)	4,153.49
A股总市值(百万元)	54,731.92
流通A股市值(百万元)	43,985.50
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	66.12
一年内最高/最低(元)	17.09/10.03

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
周奕纯	联系人
zhouyichun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方财富-半年报点评:证券经纪及两融市占提升抵消市场下行压力，线下网络扩张为后续增长蓄力》2018-08-06
- 《东方财富-季报点评:18Q1季报点评:证券经纪市占率提升略超预期，基金代销触底反弹，长期有望望升“AI+金融”独角兽》2018-04-17
- 《东方财富-首次覆盖报告:连接人与财富，东方“嘉信”再起航》2018-03-19

内容目录

1. 核心观点.....	3
2. 投资建议.....	6

图表目录

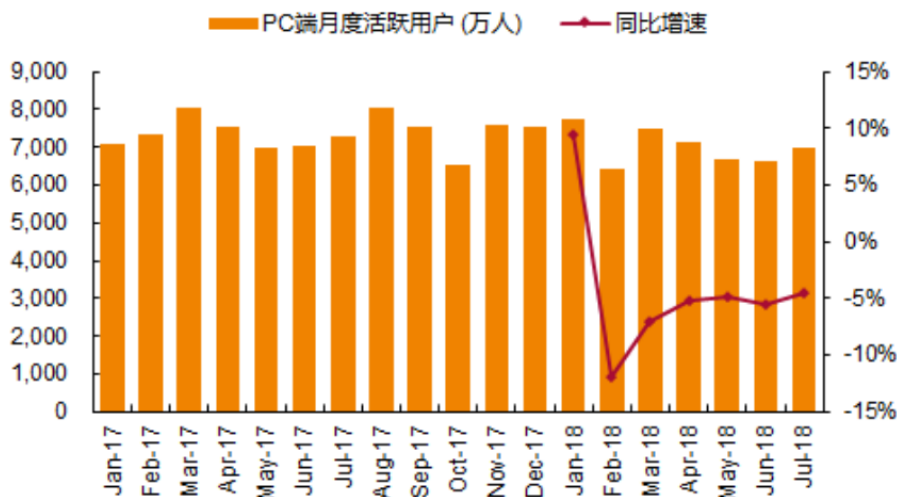
图 1: 东方财富网 PC 端 MAU 及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 7 月)	3
图 2: 东方财富网移动端 MAU 及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 8 月)	3
图 3: 东方财富证券营业部数量 (2016 年 12 月-2018 年 9 月)	4
图 4: 中国券商证券经纪人数量 Top10 (截至 2018 年 10 月 1 日)	4
图 5: 东方财富持有金融牌照梳理	5

1. 核心观点

公司披露三季报预告，预计 18 年前三季度实现归母净利润 7.8 亿元-8.3 亿元，同比增长 70.46%-81.39%。其中，预计 18Q3 实现归母净利润 2.2 亿元-2.7 亿元，同比增长 11.40%-36.72%，环比-14.6%~4.8%。业绩增长主要受益于证券业务和基金代销业务收入同比大幅增长，业绩预告超市场悲观预期。

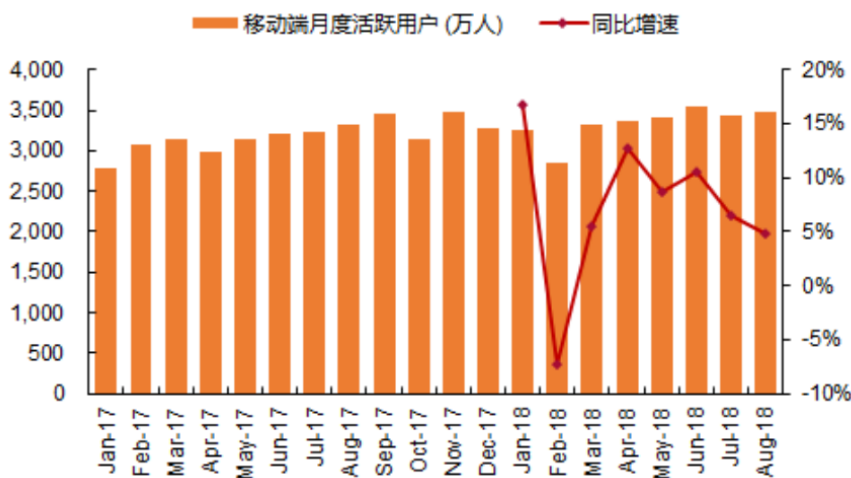
三季度市场交易量进一步萎缩，公司证券业务市占率继续逆市提升。18Q3 市场 A 股交易量为 19.2 万亿元，环比减少 20%，同比减少 42%；截至 18 年 9 月末的市场两融余额为 8,227 亿，相比上季度末减少 11%，相比去年同期减少 15%。而东方财富基于互联网平台流量优势、低佣金费率及良好的用户体验，继续逆市提升经纪和两融市占率，同时 46.5 亿可转债等助力两融业务持续扩张，大幅抵消市场下行造成的业绩压力。我们预计公司 18 年 9 月股票经纪市占率有望达到 2.5%-2.6%。从线上流量来看，根据艾瑞咨询的最新数据，18 年 7 月东方财富网 PC 端 MAU 为 6,986 万，同比下降 4.5%，环比增长 5.1%；18 年 8 月移动端 MAU 为 3,473 万，同比增长 4.8%，环比增长 1.0%。

图 1：东方财富网 PC 端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 7 月）



资料来源：艾瑞咨询（更新至 18 年 7 月）、天风证券研究所

图 2：东方财富网移动端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 8 月）

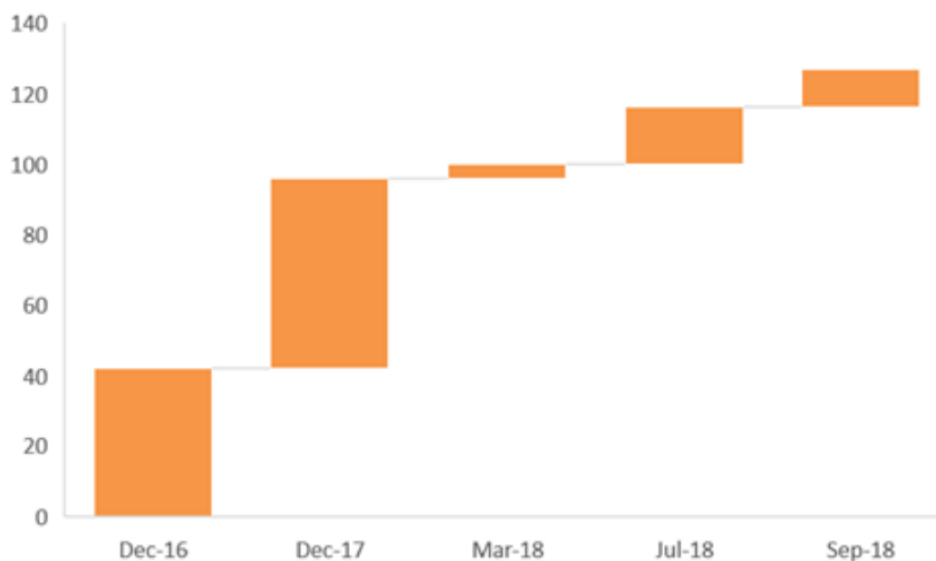


资料来源：艾瑞咨询（更新至 18 年 8 月）、天风证券研究所

线下服务网络扩张影响短期利润率，但为中长期更快增长提前蓄力。2018 年前三季度，公司营业总成本同比一定幅度增长，除财务费用同比大幅增长外（可转债等融资成本增加），职工薪酬、租赁费等亦同比一定幅度增长，体现线下服务网络全国扩张。1）线下营业部数量持续增加，截至 18 年 9 月，公司拥有 127 家营业部和 11 家分公司，2 个月内新增 11 家营业部，相比 18 年前 7 个月新增 20 家，相比 4 月-7 月的 4 个月内新增 16 家；2）线下经纪人团队规模行业第 6，截至 18 年 9 月末已超过 2,500 人，相较于 18 年 6 月末基本维持稳定。

值得注意的是，公司的线下服务网络成本效益比相较于传统券商具有相对优势，通过建设相对低成本的轻型营业部、实行自由经纪人制度（鼓励将其作为第二职业）等降低成本同时提高效益，核心满足零售客户的线下服务需求，同时拓展线下获客并实现渠道下沉，打破东财互联网平台的用户天花板进行多元获客，为后续满足牛市更大量的服务需求以及发展零售财富管理业务提前蓄力。

图 3：东方财富证券营业部数量（2016 年 12 月-2018 年 9 月）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 4：中国券商证券经纪人数量 Top10（截至 2018 年 10 月 1 日）

排名	公司名称	证券经纪人数量 (个)
1	海通证券股份有限公司	5582
2	申万宏源证券有限公司	3813
3	方正证券股份有限公司	3045
4	光大证券股份有限公司	2640
5	长江证券股份有限公司	2629
6	西藏东方财富证券股份有限公司	2545
7	招商证券股份有限公司	2407
8	国泰君安证券股份有限公司	2318
9	第一创业证券股份有限公司	2067
10	九州证券股份有限公司	1970

资料来源：中国证券业协会、天风证券研究所

公募基金存量规模持续增长，但市场新发基金规模萎缩，公司代销的前端申购费增长或承压。从存量基金来看，截至 2018 年 9 月，公募基金资产管理规模达到 12.86 万亿元，同比增长 16%，环比上季度末增长 1.4%，其中，货币基金规模占比最高且持续提升至 65.6%；从新发基金来看，按认购起始日计，18Q3 市场新发基金规模环比下降 75%，同比下降 62%，规模大幅萎缩，基金销售额及申购交易量相比 18H1 增速或有所放缓（18H1 基金销售额同比增长 91%，基金申购交易量同比增长 91%，同期市场新发基金规模同比增长 28%）。

公募基金牌照获批，东方财富迈向财富管理新征程。子公司东方财富证券近日获证监会核准出资 2 亿元设立全资子公司西藏东财基金管理有限公司，经营范围包括公开募集证券投资基金管理、基金销售和证监会许可的其他业务。公募基金牌照的获批，是公司继 2012 年拓展基金代销、2015 年收购券商后的又一战略级业务扩张，是东方“嘉信”向财富管理转型的重要里程碑。通过设立公募基金管理公司，公司业务开始延伸至上游产品开发环节，在基金销售的基础上补足基金生产能力，实现产销一体，完善金融服务链条，同时获得基金管理费等增量收入源，有望成为又一业绩增长引擎。结合公司在互联网流量和数据等方面的优势，以及通过基金代销、证券业务等成功探索出平台内的流量转化和变现经验，我们认为公司有望在货币基金、指数基金等领域，通过直销、基金代销龙头天天基金、东财证券等多个销售渠道实现快速增长，以互联网新型模式开拓财富管理市场。同时，公司在多业务领域中持续积累用户投资相关数据，通过大数据促进精准化服务，有助于实现智能投顾服务。

互联网财富管理前景广阔，东方“嘉信”羽翼渐丰。中国个人可投资资产增长，结合金融市场结构变化和互联网行业发展，互联网理财规模迅速增长，由 2013 年的 2,153 亿元增长到 2017 年的 3.15 万亿元，年均复合增速达 95.6%，预计 2018 年将达到 5.36 万亿元，到 2020 年将达到 15.5 万亿元，行业发展前景可期。对标嘉信理财，东方财富逐步拓展财富管理业务，有望乘财富管理行业发展东风启航。目前公司通过自设和投资等方式，已拥有较丰富的金融业务牌照，涵盖证券、基金代销、公募基金、私募基金、期货、第三方支付、征信、小额信贷等，形成覆盖较广的金融服务版图，逐步打造一站式互联网金融服务大平台。我们看好公司基于流量复用性，通过产品品类扩张及产业链延伸，满足不同用户群的多样化财富管理需求，进一步挖掘用户价值。

图 5：东方财富持有金融牌照梳理

业务类型	牌照名称	持有主体	持股方式	持股比例	牌照获取时间
基金代销	经营证券期货业务许可证 (基金销售)	上海天天基金销售有限公司	直接持股	100%	2012年2月
证券(香港)	香港一号金融牌照 (证券交易)	东方财富国际证券有限公司	间接持股	100%	2015年4月
第三方支付	支付业务许可证	宝付网络科技(上海)有限公司	间接持股	27%	2015年7月
证券(内地)	经营证券期货业务许可证 (证券相关业务)	西藏东方财富证券股份有限公司	直接与间接持股	100%	2015年12月
私募基金	私募投资基金管理人登记证	同信投资有限责任公司	间接持股	100%	2015年12月
企业征信	企业征信业务经营备案证	东方财富征信有限公司	直接持股	100%	2016年7月
期货经纪(内地)	经营证券期货业务许可证 (期货经纪)	同信久恒期货有限责任公司	间接持股	96.84%	2016年12月
小额贷款	小额贷款经营许可证	上海徐汇东方财富小额贷款有限公司	直接与间接持股	100%	2017年7月
期货经纪(香港)	香港二号金融牌照 (期货合约交易)	东方财富国际期货有限公司	间接持股	100%	2017年11月
公募基金	经营证券期货业务许可证 (公开募集证券投资基金管理/基金销售)	西藏东财基金管理有限公司	间接持股	100%	2018年10月
保险代理	经营保险代理业务许可证	上海东方财富保险代理有限公司	尚未设立	-	尚未取得

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 投资建议

我们认为，公司未来三年业绩增长核心是券商经纪及两融业务市占率提升和金融产品多元化。近日公司公告获批公募基金牌照，进一步完善了金融服务版图。考虑下半年来资本市场波动较大，同时公募牌照落地对短期业绩影响不明显，我们等待三季报业绩披露再评估盈利预测调整，暂时维持公司 2018-2020 年净利润分别为 13.20 亿元/19.68 亿元/28.77 亿元，对应 PE 分别为 41.5x/27.8x/19.0x。公司是 A 股稀缺的互联网金融平台型公司，金融牌照储备日趋健全，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,694.13	12,080.28	15,935.23	12,450.74	15,229.25
应收账款	1,956.02	2,624.75	3,317.43	5,467.12	5,822.46
预付账款	67.47	56.67	55.02	85.42	68.64
存货	134.92	142.25	130.86	73.40	115.41
其他	9,793.82	21,436.11	13,027.85	15,251.37	16,571.78
流动资产合计	21,646.36	36,340.06	32,466.39	33,328.05	37,807.54
长期股权投资	305.77	410.44	410.44	410.44	410.44
固定资产	1,780.67	1,761.27	1,584.27	1,407.26	1,230.26
在建工程	29.26	43.83	43.83	43.83	43.83
无形资产	68.27	69.20	45.04	20.87	0.00
其他	3,155.54	3,217.06	3,164.81	3,154.42	3,135.73
非流动资产合计	5,339.51	5,501.81	5,248.39	5,036.83	4,820.26
资产总计	26,985.87	41,844.76	37,717.67	38,367.77	42,630.68
短期借款	73.58	297.99	0.00	0.00	0.00
应付账款	893.08	969.22	533.19	1,433.83	745.34
其他	12,871.93	20,477.09	17,638.16	17,116.27	18,633.07
流动负债合计	13,838.59	21,744.30	18,171.35	18,550.10	19,378.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	300.00	5,407.61	4,907.61	3,538.40	4,617.87
其他	16.10	12.40	16.89	15.13	14.81
非流动负债合计	316.10	5,420.01	4,924.50	3,553.54	4,632.68
负债合计	14,154.69	27,164.31	23,095.85	22,103.63	24,011.09
少数股东权益	6.15	2.58	0.32	(4.15)	(11.07)
股本	3,558.32	4,288.78	5,168.26	5,168.26	5,168.26
资本公积	6,827.16	6,244.20	5,486.84	5,486.84	5,486.84
留存收益	9,267.03	9,178.63	9,453.23	11,100.02	13,462.39
其他	(6,827.47)	(5,033.75)	(5,486.84)	(5,486.84)	(5,486.84)
股东权益合计	12,831.18	14,680.45	14,621.82	16,264.13	18,619.59
负债和股东权益总	26,985.87	41,844.76	37,717.67	38,367.77	42,630.68

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	712.43	634.84	1,319.77	1,967.75	2,876.80
折旧摊销	139.95	216.08	201.17	201.17	197.88
财务费用	39.58	202.00	79.07	116.59	74.45
投资损失	(41.56)	(85.76)	(94.92)	(113.59)	(136.38)
营运资金变动	(11,802.40)	(12,336.60)	4,710.39	(3,246.50)	(1,395.81)
其它	6,724.06	5,209.51	(2.26)	(4.47)	(6.92)
经营活动现金流	(4,227.94)	(6,159.93)	6,213.22	(1,079.05)	1,610.03
资本支出	1,446.03	304.52	(4.50)	1.76	0.32
长期投资	39.52	104.66	0.00	0.00	0.00
其他	(3,303.16)	(478.82)	99.42	111.83	136.05
投资活动现金流	(1,817.61)	(69.64)	94.92	113.59	136.38
债权融资	373.58	5,705.59	4,907.61	3,538.40	4,617.87
股权融资	4,193.90	1,390.57	(1,167.40)	(116.59)	(74.45)
其他	(463.04)	1,798.13	(6,193.40)	(5,940.84)	(3,511.32)
筹资活动现金流	4,104.43	8,894.29	(2,453.20)	(2,519.02)	1,032.10
汇率变动影响	0.54	(0.58)	0.02	0.01	0.18
现金净增加额	(1,940.59)	2,664.14	3,854.97	(3,484.47)	2,778.69

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,351.82	2,546.79	3,906.63	5,369.30	6,834.20
营业成本	323.05	397.00	351.83	411.87	475.90
营业税金及附加	51.83	26.89	47.11	62.74	73.36
营业费用	266.04	315.82	398.92	497.10	521.00
管理费用	1,113.68	1,283.31	1,760.90	2,341.34	2,812.73
财务费用	(66.54)	(32.30)	79.07	116.59	74.45
资产减值损失	17.17	81.45	18.95	19.19	17.86
公允价值变动收益	(24.99)	(21.79)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.78	200.03	94.95	113.60	136.56
其他	(41.56)	(379.99)	(189.89)	(227.20)	(273.12)
营业利润	667.36	676.38	1,344.79	2,034.08	2,995.45
营业外收入	140.49	6.18	69.85	72.17	79.40
营业外支出	9.67	3.48	5.32	6.16	4.99
利润总额	798.18	679.08	1,409.32	2,100.09	3,069.87
所得税	85.74	44.24	91.81	136.81	199.99
净利润	712.43	634.84	1,317.51	1,963.28	2,869.88
少数股东损益	(1.33)	(2.06)	(2.26)	(4.47)	(6.92)
归属于母公司净利润	713.77	636.90	1,319.77	1,967.75	2,876.80
每股收益(元)	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-19.62%	8.29%	53.39%	37.44%	27.28%
营业利润	-68.38%	1.35%	98.82%	51.26%	47.26%
归属于母公司净利润	-61.39%	-10.77%	107.22%	49.10%	46.20%
获利能力					
毛利率	86.26%	84.41%	90.99%	92.33%	93.04%
净利率	30.35%	25.01%	33.78%	36.65%	42.09%
ROE	5.57%	4.34%	9.03%	12.10%	15.44%
ROIC	-9.70%	22.18%	15.69%	55.44%	42.95%
偿债能力					
资产负债率	52.45%	64.92%	61.23%	57.61%	56.32%
净负债率	20.33%	23.75%	42.69%	-4.20%	20.89%
流动比率	1.56	1.67	1.79	1.80	1.95
速动比率	1.55	1.66	1.78	1.79	1.95
营运能力					
应收账款周转率	1.26	1.11	1.31	1.22	1.21
存货周转率	34.86	18.38	28.61	52.57	72.39
总资产周转率	0.09	0.07	0.10	0.14	0.17
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56
每股经营现金流	-0.82	-1.19	1.20	-0.21	0.31
每股净资产	2.48	2.84	2.83	3.15	3.60
估值比率					
市盈率	76.68	85.93	41.47	27.81	19.03
市净率	4.27	3.73	3.74	3.36	2.94
EV/EBITDA	68.37	56.31	25.11	18.25	12.62
EV/EBIT	82.44	74.47	28.65	19.96	13.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com