

流量奠定优势，金融驱动增长

——东方财富（300059）首次覆盖报告

投资要点：

- **领先的综合型互金平台：**东方财富是国内领先的综合型互联网金融服务平台，凭借以“东方财富网”为核心的流量体系，公司逐步转型综合金融服务平台，实现多层次流量变现。2012-2018 年间，公司营业收入年均复合增速 45.80%；归母净利润年均复合增长率达到 58.60%，业绩持续高增长，彰显转型成效。
- **坐拥三位一体流量体系：**公司起步垂直财经，东方财富网、天天基金网和股吧三大平台协同互联，积累海量用户。1) PC 端：2012 年至今东方财富网页面浏览量 (PV) 和使用时长始终领跑行业，其中 2015 年 140,769 万/周的峰值 PV 是当时主要财经类网站 PV 之和的两倍；2) 移动端：公司当前 1200 万的 app 月活数领跑各大券商。
- **渐成基金代销行业龙头：**天天基金网率先获取三方代销牌照资格，借行业扩张机遇逐渐成为代销平台龙头。尽管近年 BATJ 陆续入场背景下行业竞争加剧，价格已由基准价 4 折下降到 1 折，但公司仍凭借较强的流量黏性在 2018 年将代销规模扩展至 5,251.62 亿元，同时代销收入增速维持 26.2% 的高位。此外 2018 年 10 月公司获批设立公募基金子公司，未来有望达成供销一体，增厚利润。
- **零售证券业务快速崛起：**公司于 2015 年切入证券业务，此后针对长尾客户主打互联网低佣金策略。2015-2018 年初公司股基交易市占率由 0.27% 升至 1.94%，排名也从 72 位飙升至 17 位，相对传统券商呈快速崛起之势；同时公司两融余额市占率也已经达到 1.26%，位列行业第 20 位，随着公司不断增厚资本，两融业务将继续增厚利息收入。
- **盈利预测与投资建议：**2019 年至今市场交易及两融规模均已出现拐点，公司的零售证券业务和基金代销业务有望爆发，两者共振将带来高业绩弹性。此外公司正在积极布局公募、小贷、征信、私募平台等多元金融领域，综合金融生态发展可期。预计公司在 2019/2020/2021 年的归母净利润分别为 16.76/20.55/23.39 亿元，当前股价对应的对应 PE 分别为 62.32/50.83/44.66 倍，对应的 PB 分别为 6.08/5.53/5.01 倍，而通过分部估值法确立的 2019 年第一目标价为 25.97 元。首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济风险企稳有变；公司移动端流量受到压缩；公司经纪、两融市占率提升不及预期。

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	25.47	31.23	44.04	51.09
增长比率(%)	8.29	22.64	41.00	16.02
净利润(亿元)	6.37	9.59	16.76	20.55
增长比率(%)	-10.77	50.53	74.86	22.61
每股收益(元)	0.12	0.18	0.31	0.38
市净率(倍)	7.12	6.66	6.08	5.53

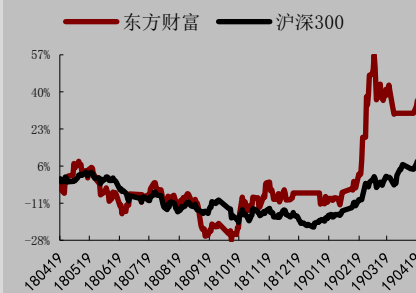
增持（首次）

日期：2019 年 04 月 22 日

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	其实/23.91%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	5,427.33
流通A股(百万股)	4,403.65
收盘价(元)	19.25
总市值(亿元)	1,044.76
流通A股市值(亿元)	847.70

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019 年 04 月 19 日

相关研究

分析师： 缴文超/张译从
执业证书编号
0270518030001/S0270518090001
电话 010-66060126
邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬
电话 010-66060126/021-60883489
邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、公司综述：国内领先的综合型互金平台	5
1.1 发展历程：起步垂直财经，逐步切入金融	5
1.2 公司结构：扁平化管理 + 结构日渐完善	6
2、财务表现：业绩高增速，成本显优势	6
2.1 整体业绩：处于高增长轨道	6
2.2 财务特征：券商属性明显，成本优势渐显	7
2.2.1 强 β 属性	7
2.2.2 加杠杆空间	7
2.2.3 成本管理领先	8
2.3 分业务情况：核心业务不断切换	8
3、流量基础：三位一体集聚高黏性流量	9
3.1 三大平台塑造 PC 端顶级流量	9
3.2 移动端布局略显滞后	12
4、金融变现之一：基金代销率先爆发	13
4.1 公募扩张，第三方代销迎机遇	13
4.2 上下游齐发力，跻身代销龙头	14
4.3 BATJ 入场掀起价格战，行业竞争加剧	15
4.4 获公募牌照寻求供销一体化	18
5、金融变现之二：零售证券表现亮眼	18
5.1 专注经纪与两融	18
5.2 经纪交易份额快速崛起	19
5.2.1 流量基础	20
5.2.2 低佣金策略	21
5.2.3 IT 基础及产品库优势	21
5.2.4 铺设网点，完善人力	22
5.3 价差助推两融业务	23
6、金融变现之三：综合金融发展可期	24
7、盈利预测与投资建议	26
7.1 盈利预测	26
7.2 分部估值	27
7.3 投资建议	28
8、风险提示	28

图表目录

图表 1: 东方财富主要发展历程	5
图表 2: 东方财富业务条线及主要参控股公司	5
图表 3: 东方财富前十大股东变化情况	6
图表 4: 东方财富股权激励情况	6
图表 5: 东方财富业绩情况 (亿元, %)	7
图表 6: 东方财富资产规模情况 (亿元, %)	7
图表 7: 东方财富年化 ROE 情况 (%)	8
图表 8: 东方财富杠杆倍数	8
图表 9: 东方财富成本管理能力	8
图表 10: 2017 年部分券商成本管理能力排名	8
图表 11: 东方财富收入结构变化 (%)	9
图表 12: 东方财富业务收入变化 (%)	9
图表 13: 东方财富战略发展示意图	9
图表 14: 东方财富流量体系	10
图表 15: 各大财经网站周均页面浏览量 (万)	10
图表 16: 各大财经网站周访问时长 (万小时)	10
图表 17: 中国网民规模及互联网率	11
图表 18: 上证指数历史走势	11
图表 19: 三大财经信息服务商 app 比较	12
图表 20: 证券服务类 app Top 5	12
图表 21: 华泰证券 app 交易占比 (%)	13
图表 22: 涨乐财富通平均月活数 (万)	13
图表 23: 中国手机网名规模及占比 (万人, %)	13
图表 24: 居民人均可支配收入中位数 (元, %)	14
图表 25: 资管市场规模变化 (万亿元)	14
图表 26: 东方财富基金公司/产品覆盖情况	14
图表 27: 代销平台对于基金公司/产品覆盖率 (%)	14
图表 28: 天天基金网 PV 情况 (万)	15
图表 29: 东方财富代销规模 (含活期宝)	15
图表 30: 2017 年机构代销规模排名 (亿元)	15
图表 31: 2016 年前后费率对比	16
图表 32: 东方财富代销费率变化	16
图表 33: 主要流量巨头 APP 月活数比较 (万)	17
图表 34: 第三方移动支付市场规模 (亿元)	17
图表 35: 第三份移动支付市场份额 (%)	17
图表 36: 支付宝内置基金购买功能	17
图表 37: 微信内置基金购买功能	17
图表 38: 证券业务内部结构 (%)	19
图表 39: 券商财富管理客户层级细分	19
图表 40: 2017 年东方财富与可比券商换手率对比	19
图表 41: 东方财富经纪交易市占率及排名变化 (%)	20
图表 42: 经纪交易市占率 Top 20 券商	20
图表 43: 东方财富网 app 月活数变化情况 (万)	21
图表 44: 证券服务类 app 活跃用户规模 Top 10	21

图表 45: 东方财富与可比券商佣金率	21
图表 46: 2018 年部分券商研发人员比较	22
图表 47: 2018 年部分券商研发支出比较	22
图表 48: 东方财富研发投入与产出情况	22
图表 49: 东方财富开户赠送产品	22
图表 50: 东方财富营业部发展情况	23
图表 51: 证券经纪人数量 Top 10 券商	23
图表 52: 东方财富两融余额市占率及排名变化 (%)	23
图表 53: 东方财富融资融券利率	23
图表 54: 东方财富多元金融布局大事记	24
图表 55: 嘉信理财四阶段发展历程	25
图表 56: 东方财富分业务收入预测	26
图表 57: 2019 年东方财富经纪业务净收入 (剔除代销) 敏感性分析	26
图表 58: 2019 年东方财富两融业务利息收入敏感性分析	27
图表 59: 证券业务可比公司 PEG	27
图表 60: 非证券业务可比公司 PE	28

1、公司综述：国内领先的综合型互金平台

东方财富是国内领先的综合型互联网金融服务平台。凭借以“东方财富网”为核心的流量体系，公司积极转型综合金融服务平台，实现多层次流量变现，目前已经形成以金融电子商务、证券零售为核心，以小贷、期货、保理等多元金融为辅助的发展模式。

1.1 发展历程：起步垂直财经，逐步切入金融

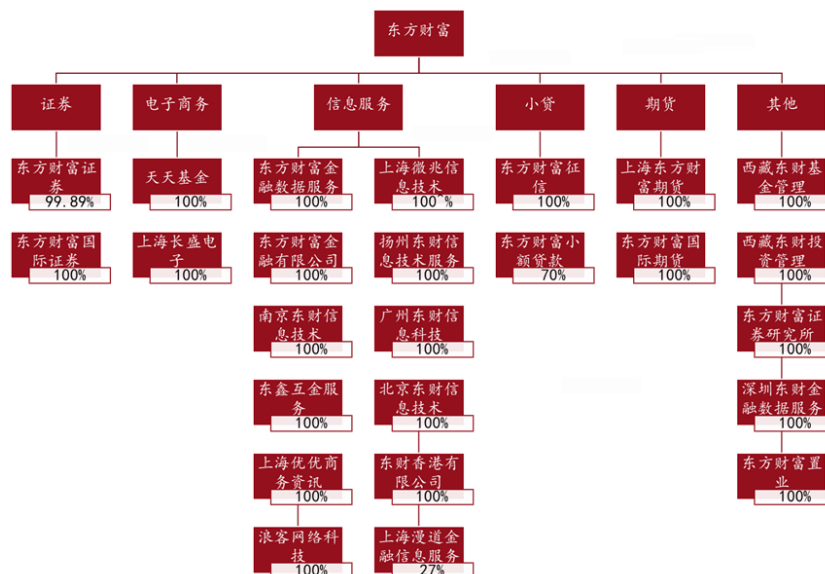
从发展历程来看，公司成立于2005年，并在此后三年内先后设立“东方财富网”、“股吧”和“天天基金网”三大财经类网络平台，分别提供垂直资讯服务、社区互动和基金资讯服务，形成了完整的流量体系。随着客户规模的快速扩张，公司于2010在深交所创业板上市，取得大额股权融资的同时也提升了资本市场影响力。2012年公司取得首批第三方基金代销牌照，通过天天基金网进行流量变现，并逐步成为龙头代销平台。2015年公司收购西藏同信证券，全面切入证券行业，进一步拓宽变现模式。此后公司在经纪、两融方面的市占率提升迅速，形成了零售券商领域的较强竞争力。近两年来公司积极进行牌照扩容，陆续取得征信、小贷、公募等资格，持续加码多元金融布局。

图表1：东方财富主要发展历程



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：东方财富业务条线及主要参控股公司



资料来源：公司财报，万联证券研究所

1.2 公司结构：扁平化管理 + 结构日渐完善

公司大股东和实际控制人为创始人其实（原名沈军），2018年年报显示其持股比例为23.81%，同时第二和第三大股东分别为其一致行动人沈有根（父子关系）和陆丽丽（夫妻关系），三人合计持有29.57%的股份。除以上三人，其他主要大股东的持股比例均低于2%，且近年来变动幅度有限。综合来看，公司股权结构呈现扁平、稳定的特征，且创始人其实先生享有很强的股权掌控力，能在较大程度上决定公司发展路径。而股权激励方面，公司于2011、2014年分别进行了两次股权激励计划。第一次授予股票期权490.5万份，第二次则授予股票期权2,959万份，激励力度不断增强。两次股权激励覆盖了中高级管理人员以及技术骨干，有效地将股东、公司和核心员工的利益绑定，提升了公司高管及核心团队的稳定性。

图表3：东方财富前十大股东变化情况

排名	2016十大股东	2017十大股东	2018十大股东	当前持股比例
1	其实	其实	其实	23.81%
2	郑州宇通集团	郑州宇通集团	沈有根	2.91%
3	沈有根	沈有根	陆丽丽	2.85%
4	陆丽丽	陆丽丽	西藏自治区投资	1.93%
5	天安财产保险股份有限公司-保赢1号	西藏自治区投资	中央汇金资管	1.57%
6	西藏自治区投资	天安财产保险股份有限公司-保赢1号	工商银行-易方达创业板ETF	1.54%
7	中央汇金资管	中央汇金资管	建设银行-华安创业板50ETF	1.31%
8	鲍一青	鲍一青	鲍一青	1.21%
9	史佳	安徽省铁路发展基金	安徽省铁路发展基金	1.14%
10	章建平	史佳	史佳	1.06%

资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：东方财富股权激励情况

时间	2011-05-31	2014-11-25
激励标的物	期权	期权
激励方式	行权股票来源为上市公司定向发行股票	行权股票来源为上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	490.5	2959
激励总数占当时总股本比例(%)	2.36	2.4463
期权初始行权价格(股票转让价格)	35.7	13.03
有效期(年)	6	6
行权特别条件	(1) 在本股票期权激励计划有效期内，以2010年净利润为基数，2011-2014年相对于2010年的净利润增长率分别不低于25%、50%、80%、120%。“净利润”指归属于母公司所有者的净利润，净利润指扣除非经常性损益后的净利润。(2) 2011-2014年净资产收益率分别不低于5%、6%、7%、8%。	

资料来源：公司财报，万联证券研究所

2、财务表现：业绩高增速，成本显优势

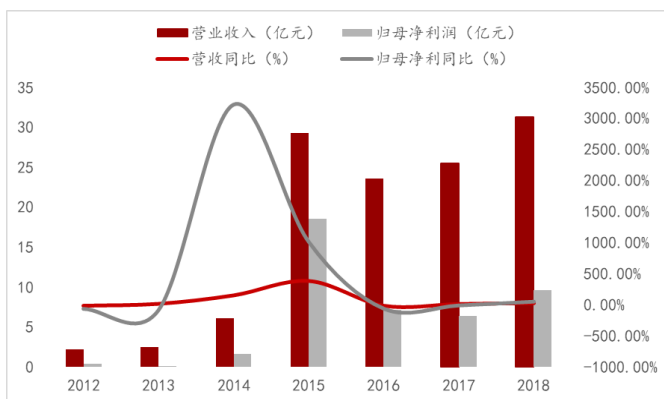
2.1 整体业绩：处于高增长轨道

自上市以来，公司业绩持续高增长。营业收入从2012年的2.23亿元增至2018年的31.23亿元，年均复合增长率达到45.80%；归母公司净利润从0.38亿元增至9.59亿元，年均复合增长率高达58.60%。2014-2015年是公司快速发展的两年，2014年营收同比增速为146.77%，归母公司净利润增长在30倍以上，2015年营收同比增速达到378.10%，归母公司净利润也取得10倍以上增长。两项指标的大幅增长主要得益于基金代销业务的爆发，公司业绩显著提振。2015年公司又切入证券业务，随着经纪和两融业务份额快速扩张，证券业务顺势取代基金业务成为最大的增长点。2018年来看，公司

年度营收31.23亿元，同比增长22.64%；年度归母净利润9.59亿元，同比增长50.52%，在一、二级市场整体弱势的情况，表现较为稳健，证券业务增速放缓，但基金业务增速有所回升，导致公司整体业绩远优于券商整体水平。

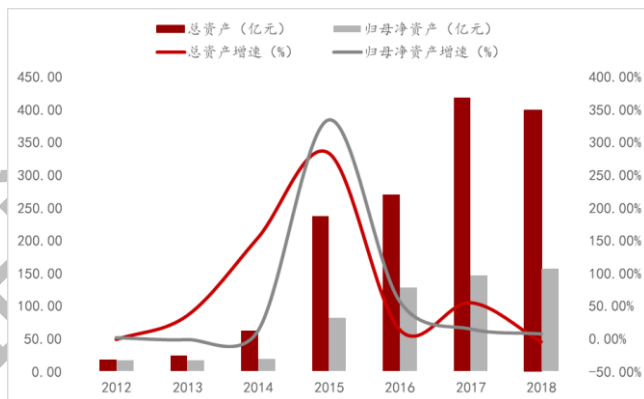
规模方面来看，公司总资产和归母净资产分别从2012年的18.01亿元和17.19亿元，增长至2018年的418.45亿元和146.80亿元，对应年均复合增速分别为55.62%和37.16%。其中2018年公司总资产规模略有下滑，主要原因是受资本市场股权质押风险影响，公司主动收缩买入返售金融资产规模。

图表5：东方财富业绩情况（亿元，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：东方财富资产规模情况（亿元，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 财务特征：券商属性明显，成本优势渐显

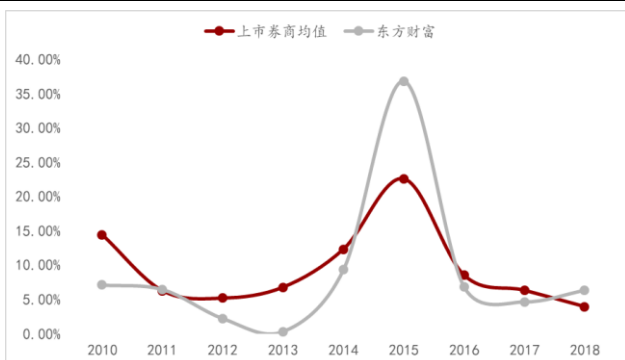
2.2.1 强β属性

一直以来，公司的营业收入及净利润展现出较强的β属性。以2015年为例，该年是公司业绩爆发的一年，有两方面促成因素。一是行情整体上扬，基金销售火热，二是公司收购西藏同信证券后协同效应良好，新增的券商属性导致公司业绩加速爆发。而在2016年，基金市场景气度随二级市场下行，基金销售额大幅下滑，叠加证券业务低迷导致公司业绩大幅下滑。综合来看，券商业务自身较强的市场联动性，叠加基金代销业务对于行情的放大作用，导致公司具有明显的强β属性。以ROE弹性来看，公司在与传统券商板块的对比中呈现更大振幅，其在市场波峰的上升高度值得期待，但在市场波谷的下探空间也须警惕。

2.2.2 加杠杆空间

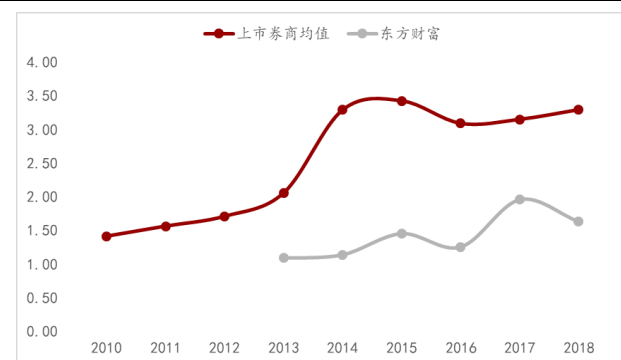
杠杆方面来看，2014-2018年公司的杠杆倍数由1.13倍升至1.63倍，但较上市券商整体3.29-3.42倍的杠杆区间仍有明显差距。就近两年情况而言，公司接连进行股债募资，其由轻资产券商（单一证券经纪主导）转向综合零售券商（兼顾两融、质押业务）的发展意图较为明显。具体来看，公司2016年完成定向增发，募资39.76亿元以增资证券业务；2017年完成可转债发行，募资46.21亿元用于补充证券营运资金，并在同年使用自有资金4.59亿元及部分募集资金1.41亿元，合计6亿元对东财证券增资。两次募资行为导致杠杆倍数先降后升，整体维持上行。尽管公司杠杆倍数在2018年受质押规模收缩因素影响有所回落，但考虑到其他上市券商的较高的杠杆水平，预计公司在下一阶段继续举债募资的可能性较大，杠杆倍数仍有上行空间。

图表7：东方财富年化ROE情况（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：东方财富杠杆倍数

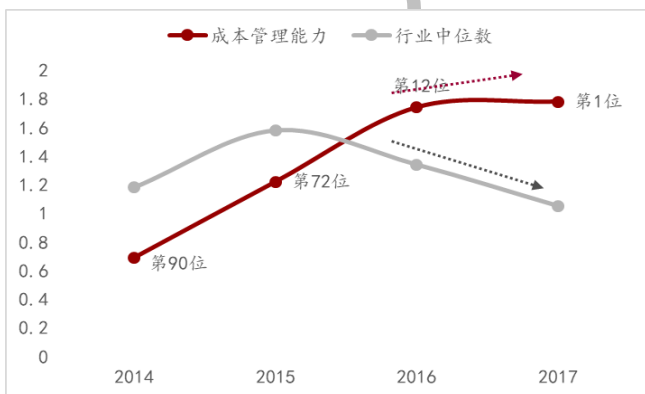


资料来源：wind，万联证券研究所

2.2.3 成本管理领先

根据证券业协会公布的2017年证券公司经营情况排名，公司成本管理指标继续大幅跃升，已达到行业首位。在2015-2017年间，公司的成本管理指标逆行业提升，在2017年已经达到1.78，领跑行业且远高于1.05的行业均值，展现了成本端的优势地位。具体来看，成本管理指标=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/ 营业支出，公司在该指标取得领先的原因是：在分子端聚焦非投资类业务收入以及在分母端有效控制营业支出。就2018年数据来看，公司的销售费用占比下降4.1个百分点至8.3%，管理费用占比下降12.2个百分点至38.2%，成本率继续呈现边际递减趋势。

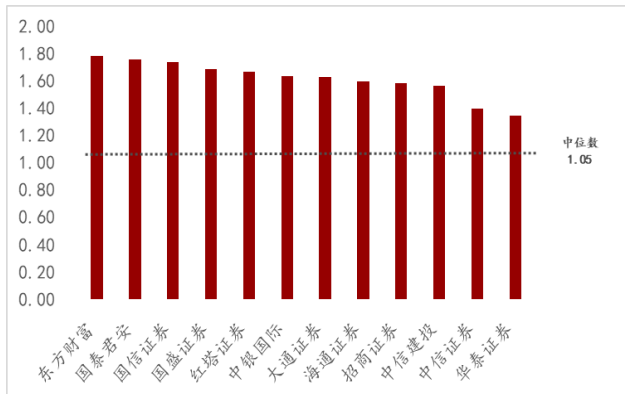
图表9：东方财富成本管理指标



资料来源：中证协，万联证券研究所

备注：成本管理指标=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/ 营业支出

图表10：2017年部分券商成本管理指标排名



资料来源：中证协，万联证券研究所

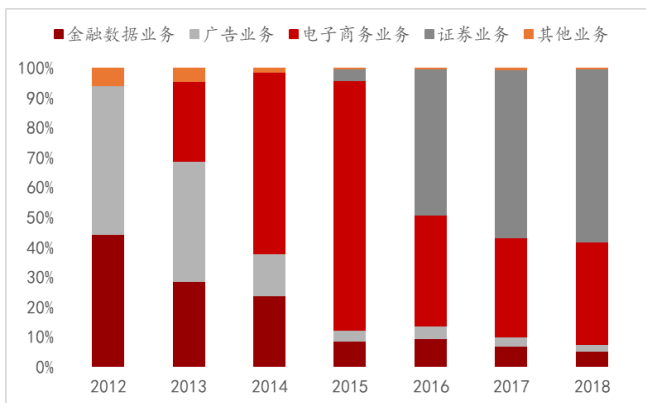
备注：成本管理指标=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/ 营业支出

2.3 分业务情况：核心业务不断切换

2012年及以前，金融数据服务和广告服务是公司的主要营收构成，占比分别为44.20%和49.55%。2013年，随着公司获得基金代销牌照并发展天天基金代销业务，金融数据和广告业务占比逐年减少，而电子商务服务收入提升至10.78%。随后电子商务服务业务持续扩张，并在2015年达到83.46%的顶峰比例。但同年公司顺利获取券商牌照，证券业务收入随之崛起，占比快速提升至48.83%，超越电子商务业务成为第一大营收来源。随后两年间，电子商务业务和证券业务保持此消彼长态势，收入比例分别变化至34.10%和58.05%。

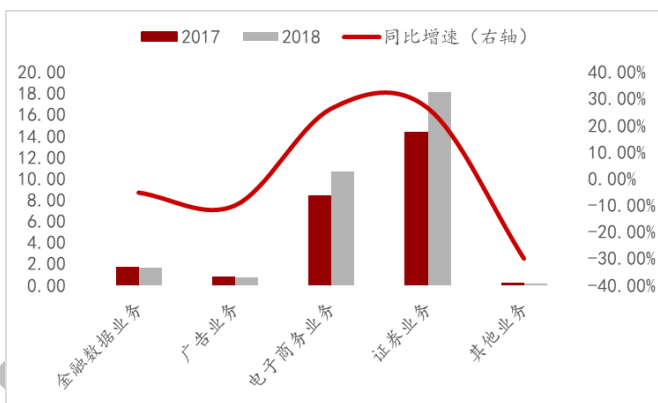
2018年来看，营业收入整体增长22.66%，依旧主要由电子商务（+26.18%）和证券服务（+26.43%）拉动，其中电子商务服务继2016、2017年增速放缓后逆势重启高增长，显示行业降费对公司代销业务的影响正在边际弱化，而证券业务增速放缓但整体依旧稳步扩张。其他业务如金融数据服务（-5.33%）、广告业务（-10.13%）和其他业务（-30.00%）均有下滑，主因是公司业务侧重点转移，多项业务转为辅助职能。

图表11：东方财富收入结构变化（%）



资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表12：东方财富业务收入变化（%）



资料来源：公司财报，万联证券研究所

综合来看，东方财富的核心利润点在近年来不断变化，反映的正是公司在战略上的层层递进。下一部分中，我们将分别对流量基础、基金变现、证券变现和综合金融探索探索这四个阶段进行逐级向上的分析。

图表13：东方财富战略发展示意图



资料来源：wind，万联证券研究所

3、流量基础：三位一体集聚高黏性流量

3.1 三大平台塑造PC端顶级流量

公司的业务起点是以“东方财富网”为核心的互金服务平台。在前期发展中，东方财富网、天天基金网、股吧三个子平台分别从财经新闻、基金研究和股民互动三个

方向切入用户需求，提供了较同期竞争者更为丰富的财经服务体验。三者协同效应较强，一体化的流量生态在获客、引流、沉淀具有较高的效率。

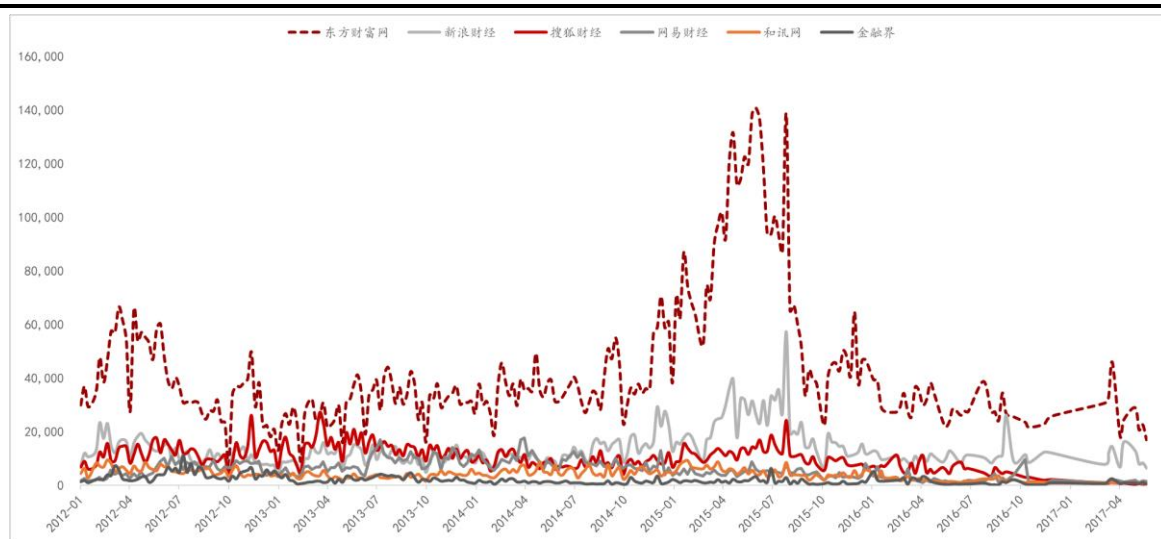
图表14：东方财富流量体系



资料来源：wind，万联证券研究所

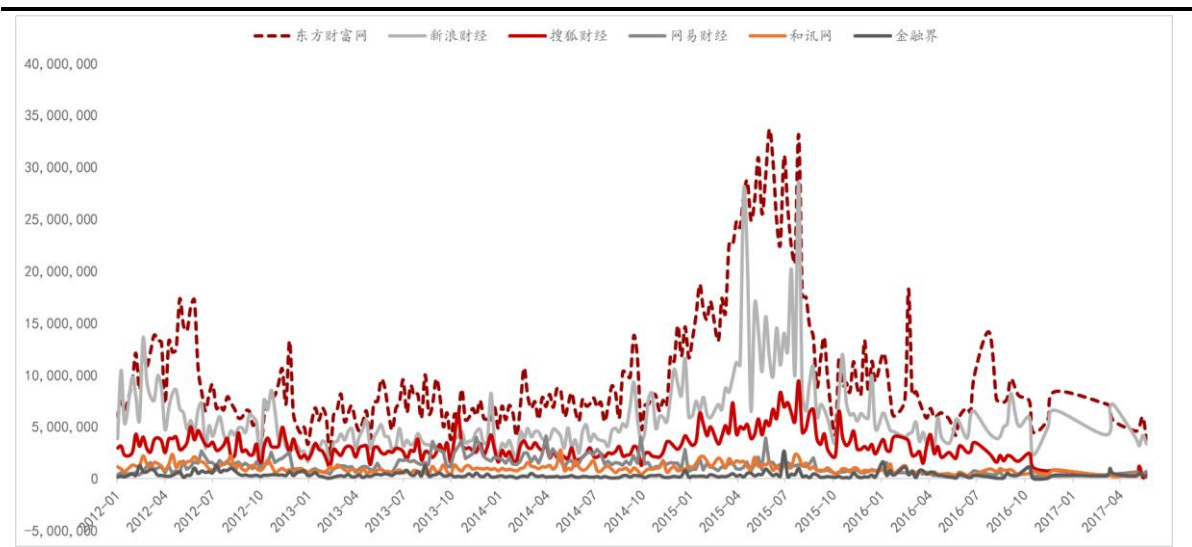
经过多年的发展，公司三位一体的平台模式日趋成熟，已经形成了财经流量领域的顶级竞争力。以主网站东方财富网为例，中国互联网络信息中心的统计数据显示，2012年以后东方财富网的周均页面浏览量(PV)已经远超所有主要竞争者(包括新浪、搜狐、网易三大门户网站财经板块以及和讯、金融界等专业财经网站)，其在2015年140,769万/周的峰值表现达到当时主要竞争者PV之和的两倍，在PC端财经流量领域占据绝对优势。在流量黏性方面，东方财富网也占据明显优势，2012-2017年中期网站的平均周访问时长高达9,873,610万小时，领跑同类网站，第二位新浪财经同期平均周访问时长为5,884,331万小时，亦有较大落后。

图表15：各大财经网站周均页面浏览量（万）



资料来源：wind，万联证券研究所

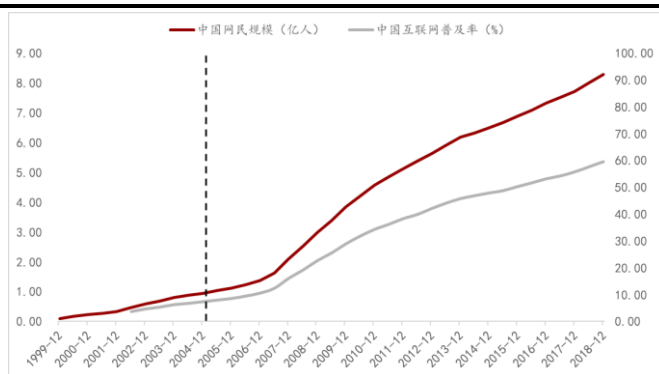
图表16：各大财经网站周访问时长（万小时）



资料来源: wind, 万联证券研究所

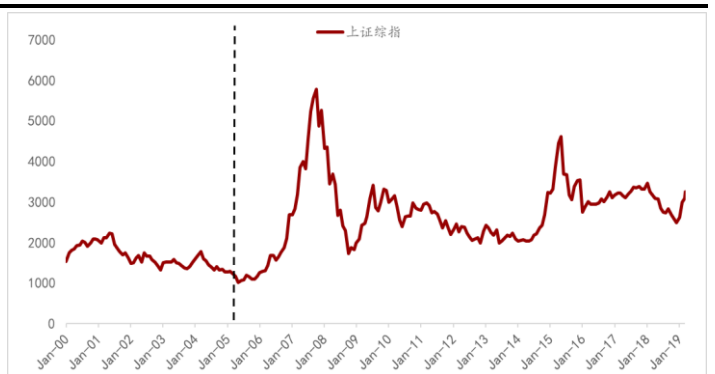
公司之所以能后来居上, 主要有两方面原因。1) 外因来看, 东方财富网生逢其时, 行情助力前期发展。公司成立前的四年, 即2000-2004年, 我国迎来互联网元年引领的网民规模扩张, 四年间网民人数由900万人大增11倍至1.11亿人, 网络普及率则快速增长至7.9%, 新浪、搜狐、网易几大门户网站快速崛起, 旗下财经板块也纷纷落地。但是, 由于当时正值市场底部时期, 财经网站用户整体增长有限, 导致财经类网站规模并未爆发, 以新浪财经为代表的门户财经网站并未建立起实质性先发优势。而公司在2015成立后, 东方财富网则凭借当年牛市东风快速做大, 尽管起步较晚但依然形成了显著的竞争优势。

图表17: 中国网民规模及互联网率



资料来源: CNNIC, 万联证券研究所

图表18: 上证指数历史走势



资料来源: wind, 万联证券研究所

2) 内因来看, 股吧和天天基金网的协同发展塑造了差异化竞争力。早期的垂直财经网站大多遵循“技术至上”或“内容为王”的经营理念, 但对于用户体验以及客户细分需求并没有深入研究。而公司很好地把握了财经领域客户交流以及投资基金的需求, 先后推出股吧以及天天基金网, 形成了特色鲜明的差异化服务。具体而言: a) 股吧塑造UGC属性, 强化流量黏性。参照“贴吧”的组织形式, 股吧按照个股名称划分子社区, 供个人投资者进行发帖、评论互动, 自由讨论各类投资话题。股吧最大的特点在于UGC (User Generated Content), 即用户原创内容。UGC属性的平台中, 一方面用户自主进行原创输出, 另一方面又能进行讨论反馈, 两者相互作用, 极大提升了参与感与吸引力, 导致网站流量黏性获得提升。b) 天天基金网主打基金研究, 满足客

户细分需求。网站内容覆盖基金资讯、产品信息（介绍、净值、估值）和路演信息等方面，同时提供一站式基金搜索和对比功能，极大提高了基金自住投资的效率。时值基金公司快速扩张期，网站的辅助投资功能恰好迎合了广大投资者的细分需求，获客引流效果显著。更重要的是，以上两个网站和东方财富网高度协同互联，东方财富网的相当一部分流量能在股吧和天天基金网得到黏性提升，而后两者各自获取的流量也有较大概率导向东方财富网，便捷的三位一体生态在获客、引流、沉淀反面都具有明显优势。

3.2移动端布局略显滞后

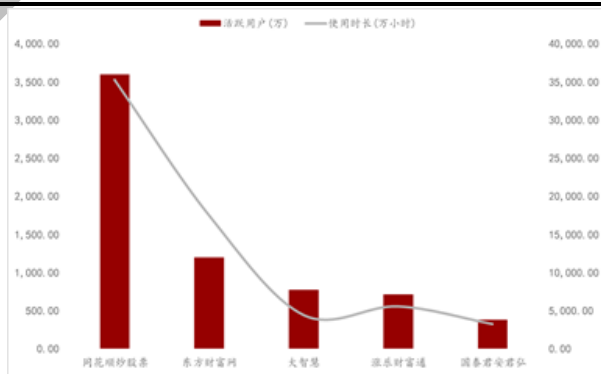
作为财经信息服务PC端流量的领先者，公司在移动端的布局却相对滞后。wind数据显示，截止2015年6月，东方财富、同花顺和大智慧的app月均活跃用户数分别为314万、1552万和621万。即公司在PC端流量快速崛起的同时，移动端流量却远远落后于主要竞争对手同花顺及大智慧。此后几年间，尽管公司的移动端流量逐步赶超大智慧，但与同花顺之间的差距却并未弥合。截止2018年末，公司和同花顺的app月活数分别为1200万和3594万，差距依旧明显。

图表19：三大财经信息服务商app比较



资料来源：wind，万联证券研究所

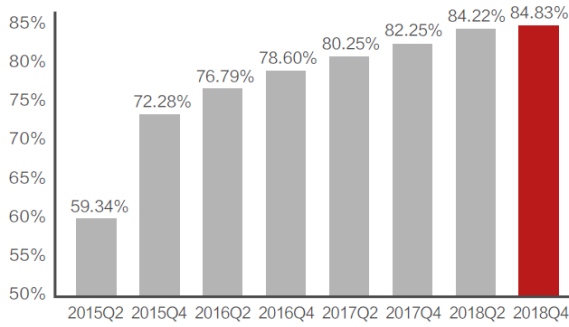
图表20：证券服务类app Top 5



资料来源：wind，万联证券研究所

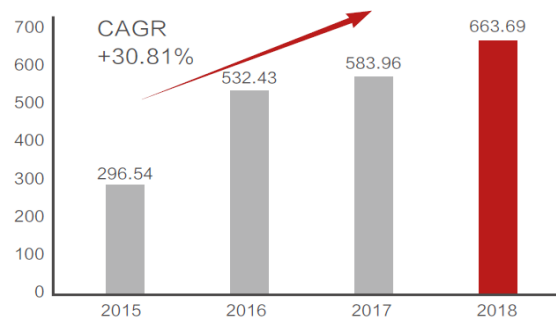
此外，在证券服务应用app的榜单上，除了身前的同花顺，身后的涨乐财富通、国泰君安君弘等券商系app也值得警惕。随着传统券商加快移动端平台的建设和优化，证券服务类app的市场竞争激烈。其中主打互联网转型华泰证券的势头尤为强劲。2018年年报数据显示，华泰证券旗下涨乐财富通终端的累计下载量已达到4569.71万，通过该app开户的比例（占总开户数）达到98.78%，交易占比达到87.34%，且2018年平均月活数达到663.69万（CAGR达30.81%），稳居券商app类首位。而易观千帆数据显示，2018年末涨乐财富通712.88万的月活数已经与大智慧相差无几（使用时长已经实现超越），与东方财富网app的差距也在初步缩小。

图表21：华泰证券app交易占比（%）



资料来源：易观智库，万联证券研究所

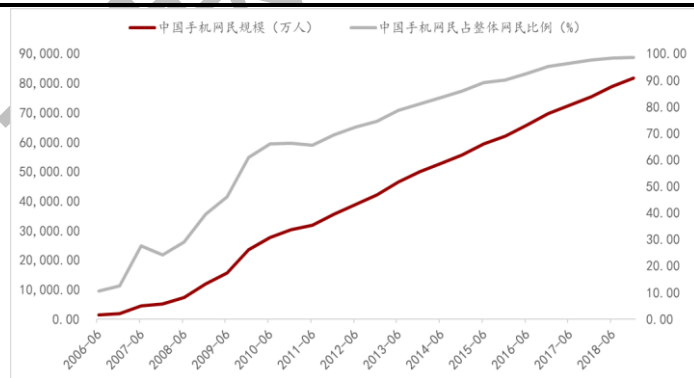
图表22：涨乐财富通平均月活数（万）



资料来源：华泰证券报，万联证券研究所

我们认为，当前已经进入移动互联时代，我国手机网民占整体网民比例在2018年末升至98.60%，PC端优势已经不复存在，而随着5G网络的逐步推进，移动端将确定性成为线上流量竞争的焦点。综合来看，当前公司旗下app的流量和黏性仍领先券商竞争者，但相较于龙头同花顺则有明显落后。未来公司能否在顺利实现PC端向移动端的流量转移从而维持流量优势，将是下一阶段发展中的重大挑战。

图表23：中国手机网民规模及占比（万人，%）



资料来源：CNNIC，万联证券研究所

4、金融变现之一：基金代销率先爆发

基金代销业务是东方财富第一次关键的流量变现。凭借天天基金网以及其他两大平台在前期积累的优质用户资源，公司抓住行业扩张机遇，快速成为第三方代销龙头，完成业绩爆发。

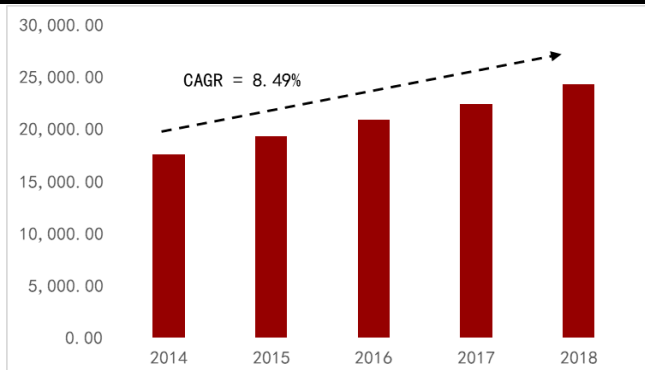
4.1公募扩张，第三方代销迎机遇

近年来我国居民的个人可支配收入快速增长。国家统计局数据显示，2014-2018年居民人均可支配收入中位数由17,569.80元/年增至24,336.00元/年，年均复合增长率为8.49%，2018年在宏观经济面临下行压力的情况下，增速依然达到8.60%，显示稳健上行态势。

随着收入、财富的快速增长，居民对于资产管理的需求随之扩张。根据基金业协会的统计数据，过去五年我国资管市场整体规模增长接近1.5倍，尽管2017-2018年资管新规的规范效应导致通道业务萎缩，市场增速大幅放缓，但随着行业逐步完成主动管理转型，资管规模增速有望企稳回升。在大资管版图中，公募基金始终是重要构成部分，

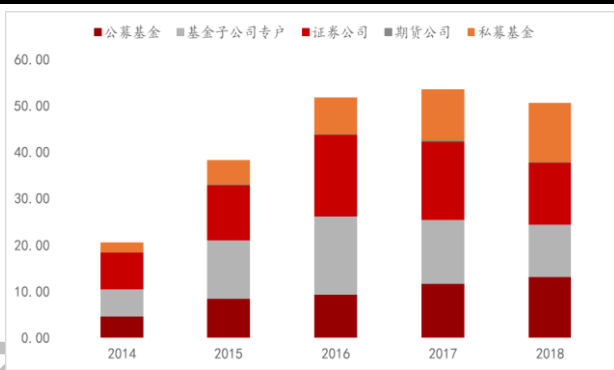
2014-2018年间公募基金资产占比稳定在20%。而2018年公募规模继续增长12.33%，大幅优于资管行业增速，主因是受资管新规约束有限。当前公募基金13.03亿元的资产规模已经占据资管总规模的25.87%，仅次于证券公司。

图表24：居民人均可支配收入中位数（元，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表25：资管市场规模变化（万亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

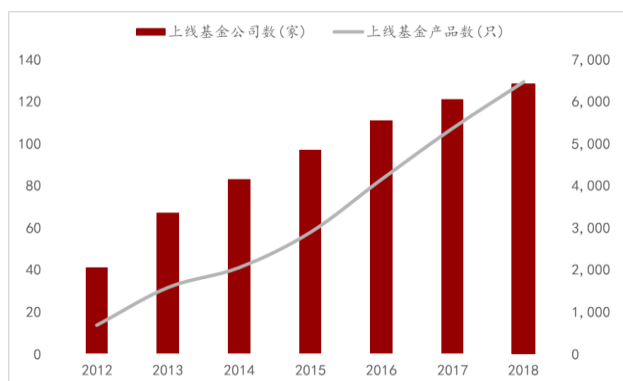
随着公募基金市场的规模崛起，其销售渠道也在快速变化，从最初银行代销一家独大的局面发展到直销、银行代销、券商代销、第三方代销共同角逐的格局。其中第三方独立代销机构凭借网络渠道的优势快速崛起，不断抢占市场份额。第三方平台的规模爆发的原因主要是：a) 普遍存在客群基础，引流转化的下，平台前期获客效率较高；b) 对比传统渠道，具有一定的技术、服务优势，良好的购买体验易于引发口碑效应；c) 相对低的费率对于价格敏感型客户具有更强吸引力，易于吸纳低净值客户。

4.2 上下游齐发力，跻身代销龙头

2012年公司旗下天天基金网成为首批被证监会授予第三方公募基金代销牌照的机构，一同获批的还有好买、众禄、诺亚三家机构。

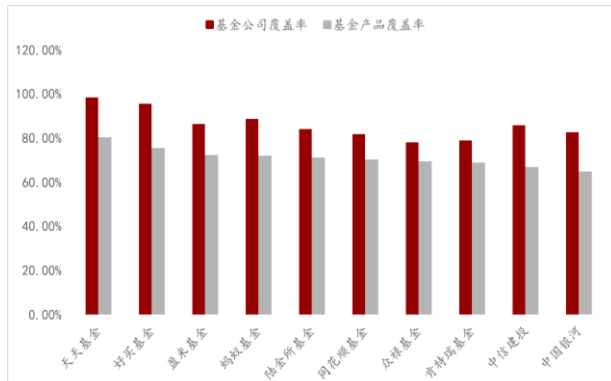
在上游产品端，公司与基金公司开展广泛合作，大力扩充产品库。2012-2018年间，与天天基金网开展代销合作的基金公司由41家增至128家，上线的基金产品数量则由681只增至6,470只，数量扩充接近10倍。根据wind统计数据，目前天天基金在基金公司和产品的覆盖率分别为98.48%和95.45%，均处于行业首位。同样在产品线上大举扩张的还有包括好买基金、盈米基金、蚂蚁基金等在内的多家第三方平台以及中信建投和中国银河等券商。

图表26：东方财富基金公司/产品覆盖情况



资料来源：wind，万联证券研究所

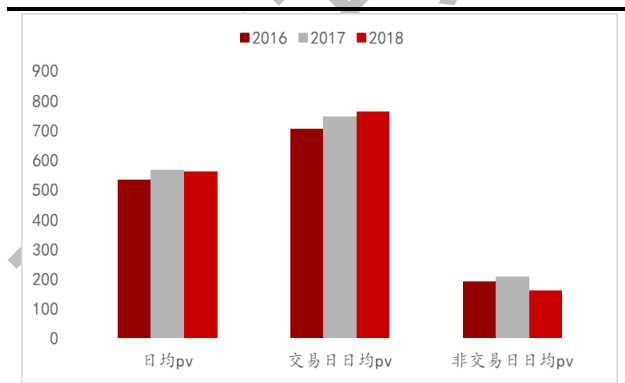
图表27：代销平台对于基金公司/产品覆盖率 (%)



资料来源：wind，万联证券研究所

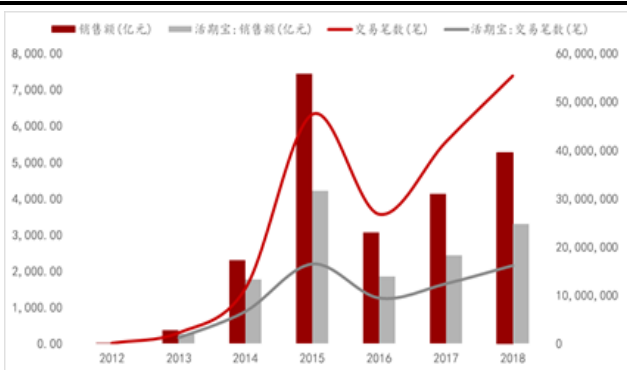
在下游销售端，优质流量叠加市场景气导致规模爆发。天天基金网的流量资源是销售变现的基础，该网站自建立以来就逐步积聚了大量以基金投资为导向的目标客户，进行匹配销售可谓水到渠成。以公司年报数据来看，2018年度网站的日均页面浏览量已经达到562万（交易日763万；非交易日161万）；用户日均使用时长达到22.31分钟；日均活跃访问用户数达到161万（交易日175万，非交易日73万），近三年来基本持稳，流量规模和黏性均维持在高位。凭借日渐丰富的产品库和优质的流量基础，公司的销售规模随之扩张，并在行业景气度的助推下实现爆发。2012-2018年间公司的基金代销规模快速增至5,251.62亿元，其中2015年的规模增长贡献尤其显著。该年我国资本市场迎来向上行情，资管总规模和基金规模分别同比大增86.34%和85.02%，而公司顺势发力推进销售端引流获客，进一步放大 β 效应，销售规模暴增223.48%，一举突破7000亿元，奠定行业优势地位。尽管此后一年规模随行业整体波动而收缩，但近两年增速回升至34.74%和27.34%，重又步入稳增长态势。此外，公司旗下货币基金活期宝增长稳健，以较小的波动率在过去五年间实现10倍以上的规模增长。

图表28：天天基金网PV情况（万）



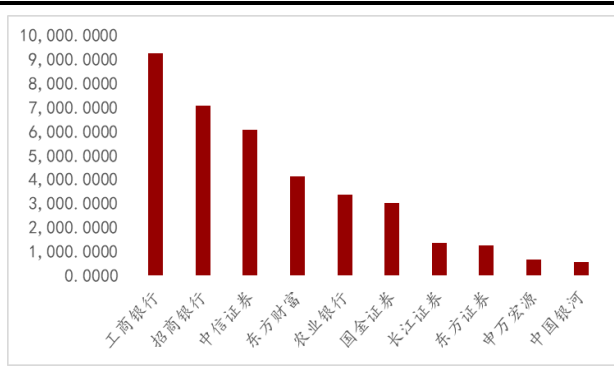
资料来源：wind，万联证券研究所

图表29：东方财富代销规模（含活期宝）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表30：2017年机构代销规模排名（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

4.3 BATJ入场掀起价格战，行业竞争加剧

2016年巨头陆续加入代销市场，主要带来两方面影响：

1) 蚂蚁金服入场掀起价格战，压缩行业整体利润空间。代销业务开展初期，根据《开放式证券投资基金销售费用管理规定》，第三方销售机构的申购费率不得低于基准价的4折。尽管此后证监会于2013年6月修订《管理规定》放开4折限制，但第三方销售机构大多默契地维持4折价格，避免价格战压缩利润空间。不过，价格战在两年半后

依旧爆发。2016年随着阿里旗下的蚂蚁金服入股数米基金，后者作为市场后来者率先挑起价格战，将原先行业约定俗成基准价的4折下降到1折，以巨大的价格优势圈地获客。而后第三方基金销售平台迫于压力纷纷跟进价格战，推出低至1折的销售策略，公司也不例外。在申购费率大降的背景下，第三方代销机构的利润开始全面下滑。

图表31：2016年前后费率对比

	基准价格	2016年及之前	2016年后
申购费	股票型：1.5% 债券型：0.5%	基准价4折	基准价1折
赎回费	股票型：0.5% 债券型：0.3%	基准价	基准价
管理费	股票型：1.5% 债券型：0.6% 货币型：0.33%	据尾随佣金协商	据尾随佣金协商

资料来源：wind，万联证券研究所

备注：以上为大多数情况，但不排除个别情况，如2016年后好买申购费低至0.6折、陆金所赎回费率低至1折等

但值得注意的是，申购费率并不是代销价格的全部。在管理费方面，公司较同业仍有一定优势。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，与基金存量规模相关。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。考虑到天天基金网在第三方基金销售机构中占领龙头地位，市场份额较高，具有一点的市场定价权，对尾随佣金的分成比例也有较强的话语权。

综合来看，天天基金销售综合费率近年来确有下降。2015年天天基金已经稳居第三方代销市场龙头位置，4折的申购费率叠加较高的尾随佣金分成比例，使得公司可以保持0.33%的综合费率。但2016年以后，受市场行情走弱和价格战的影响，公司综合费率从0.33%一路下降至2017年的0.20%。但此后，公司凭借优于同业的尾随佣金话语权，综合费率逐步企稳，2018年公司综合费率为0.20%，与2017年基本持平。

图表32：东方财富代销费率变化

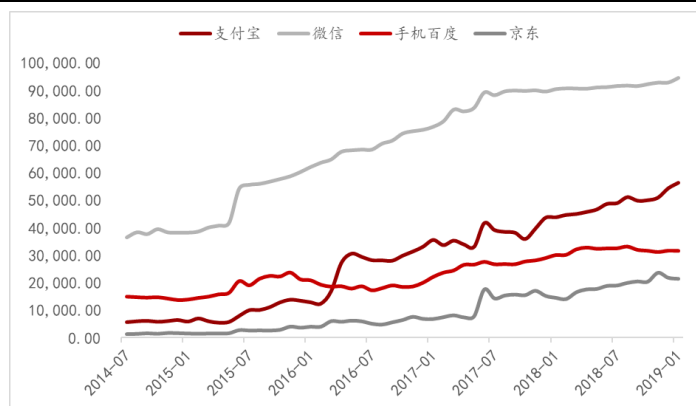


资料来源：wind，万联证券研究所

2) 流量巨头纷纷跟进，三方支付优势巨大。除了阿里巴巴以外，中国平安(陆金所)、京东(肯特瑞)、腾讯(腾安)、百度(百盈)也陆续入场，齐聚第三方代销市场，整体竞争环境趋于激烈。而流量巨头中优势最为明显的依旧是阿里和腾讯一方面，两者的移动端流量已经处于显著领先地位。截止2019年1月，支付宝和微信的app月活数分别达到5.63万亿和9.44万亿，遥遥领先手机百度和京东，同时在过去五年间的整

体增速上也更胜一筹。另一方面，两者在第三方支付领域形成了双寡头控制。近三年来看，第三方支付移动支付市场快速扩容，总支付规模已经由2016年初的不足6万亿大幅增至2018年末的47万亿元，其中支付宝占比达到53.78%，微信支付占比达到38.87%，而其他所有竞争者的份额不足8%，双寡头态势已经形成。

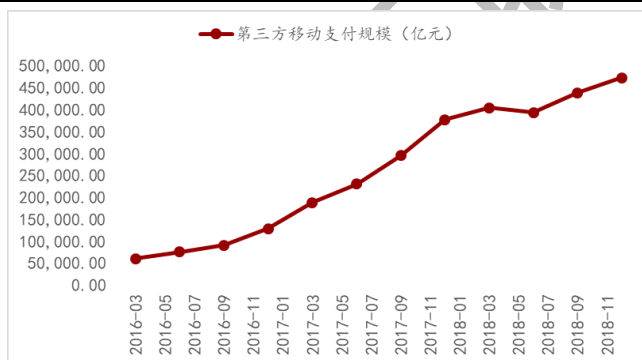
图表33：主要流量巨头APP月活数比较（万）



资料来源：wind，万联证券研究所

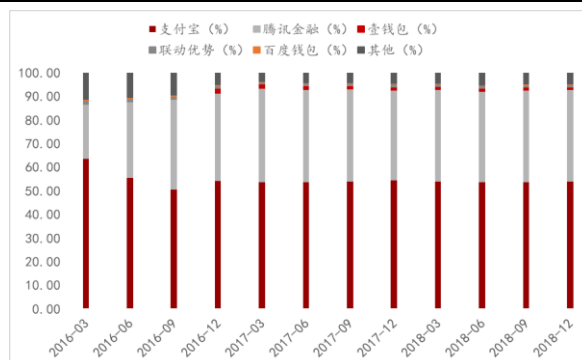
备注：中国平安旗下app较为分散，暂不纳入比较

图表34：第三方支付移动支付市场规模（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表35：第三份移动支付市场份额（%）



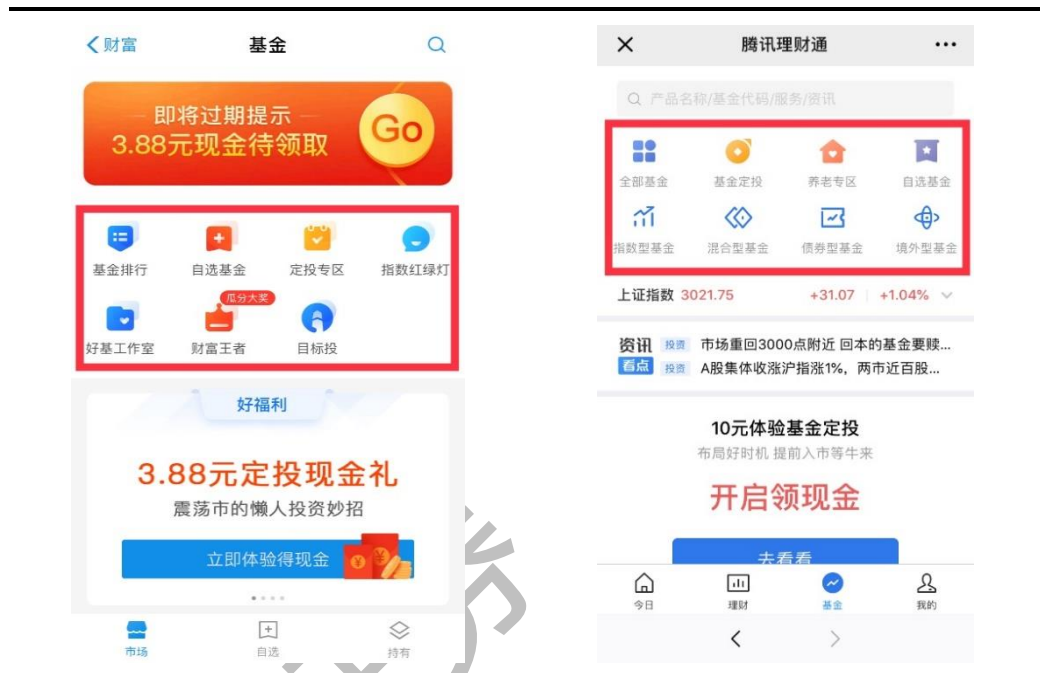
资料来源：wind，万联证券研究所

事实上，凭借以上优势，两家公司旗下的蚂蚁财富和理财通已经实现了快速崛起。蚂蚁财富方面，根据平台公开披露的数据，其在2017年末的注册用户已经超过1.8亿，且用户活跃处于高位。而在2019年1月，蚂蚁金服财富事业群副总裁祖国明更是公开表示，2018年蚂蚁财富理财用户规模同比增长110%，定投用户数增长210%。尽管统计口径明细尚未披露，但蚂蚁财富大体量+高增速的发展路径已经确立。理财通方面也不遑多让，腾讯理财平台负责人闫敏同样在2019年1月公开披露，目前理财通用户量超过1.5亿，资金保有量超5000亿元。

整体而言，天天基金网在流量巨头的竞争中存在一定劣势，随着蚂蚁财富、理财通持续在第三方支付入口进行导流，公司在基金代销领域的份额扩张速度或将趋缓。

图表36：支付宝内置基金购买功能

图表37：微信内置基金购买功能



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

4.4 获公募牌照寻求供销一体化

2015年5月,公司发布公告,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延伸。2018年10月证监会正式核准公司申请。

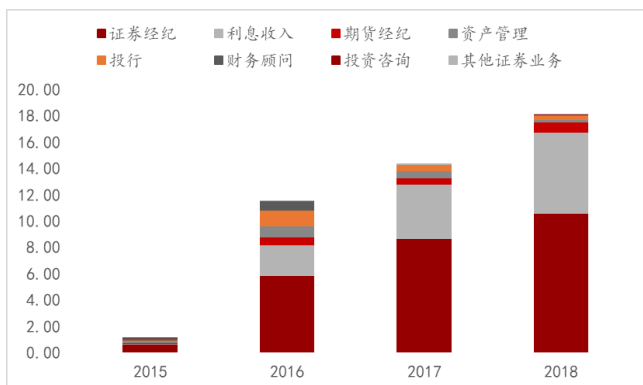
目前天天基金网主要代销同业的基金产品,可以获得的收入包括全部的申购费和部分的赎回费及管理费,但在目前巨头入场、费率下滑的情况下,继续依赖现有流量体系维持代销利润并不可行。而通过设立公募基金基金管理公司,公司成功将业务延伸至上游产品开发环节,有望实现供销一体,在业务协同的基础上取得基金管理费的增量收入,同时可为天天基金网开拓新的发展路径。

5、金融变现之二:零售证券表现亮眼

5.1 专注经纪与两融

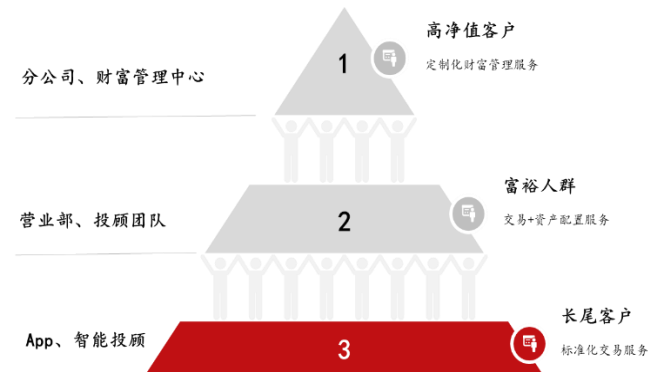
通过2015年100%收购西藏同信证券,公司获得了证券业务全牌照经营资格。从具体业务类型来看,公司主打证券经纪和信用业务,两者占比在近年来呈不断增长趋势。2018年年报显示,公司的经纪收入占比已经高达58.08%,而利息收入占比也达到34.09%,其他业务包括了期货、资管、投行、财务顾问、投资咨询则不断压缩,合计收入占比已经压缩至7.83%,显示出公司目前正在将资源集聚至证券零售业务,从而建立差异化竞争力。

图表38：证券业务内部结构（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表39：券商财富管理客户层级细分



资料来源：wind，万联证券研究所

公司锁定长尾用户，开展零售券商战略。近年来券商交易服务体系快速发展，已经从原有的“营业部+投顾团队”的单一模式开始逐步分层演进。一方面，各大券商对于头部高净值客户的关注度不断提升。随着财富管理服务理念日渐深入，分公司直接管理、设立财富管理中心/旗舰店的做法较为普遍，多部门协作提供的高端服务也带来了较高的价值回报。另一方面，移动互联网浪潮之下，券商也加强了对于长尾客户的服务。随着移动互联网的普及，人工智能和大数据等金融科技发展迅速，各家券商纷纷成立互联网金融部或金融科技部，加码智能投顾和移动端应用以覆盖广大中小投资者，而东方财富正是其中佼佼者。作为起步于流量平台的互联网券商，公司在服务方面优势明显，对于中小投资者具有较强吸引力。从存量客户特点来看，公司的客户具有明显的低资产、高交易特性，属于典型的长尾个人投资者。根据证券业协会披露的数据，公司在2017年的户均资产余额是中信证券的22%、华泰证券的52%，同时换手率是中信证券的8.3倍、华泰证券的2.5倍。此外，还有一点值得注意，广大新生代投资者也是当前未被充分挖掘的长尾客户，随着80、90后的崛起，以60后为代表的客户在总客户中的比例越来越低。而新生代投资者更习惯于移动互联网，其行为模式也倾向于网络化，公司主打的线上证券服务具有广阔市场。

图表40：2017年东方财富与可比券商换手率对比

	2017			2016-2017	
	托管证券市值	户均资产余额	股票交易额	托管证券市值年均值	换手率
	(万元)	(万元)	(亿元)	(亿元)	(%)
东方财富	15,949,666	7.67	34,666	1,282	2703.94%
华泰证券	172,857,300	14.81	168,117	15,628	1075.76%
海通证券	139,915,628	13.59	97,880	13,323	734.69%
中国银河	293,587,044	33.93	102,056	27,217	374.97%
中信证券	381,527,208	35.22	110,910	34,165	324.64%

资料来源：wind，万联证券研究所

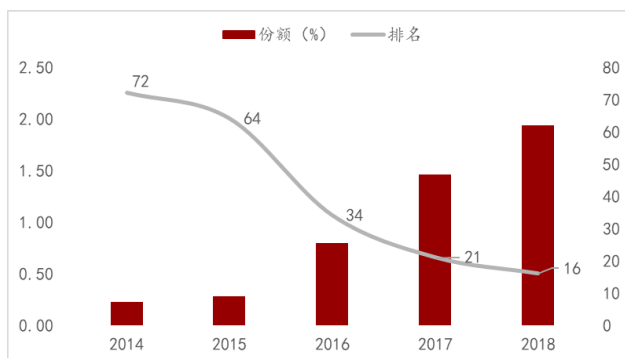
备注：客均资金余额=（客户资金余额+托管证券市值）/账户数；换手率=股票交易额/年均托管证券市值

5.2 经纪交易份额快速崛起

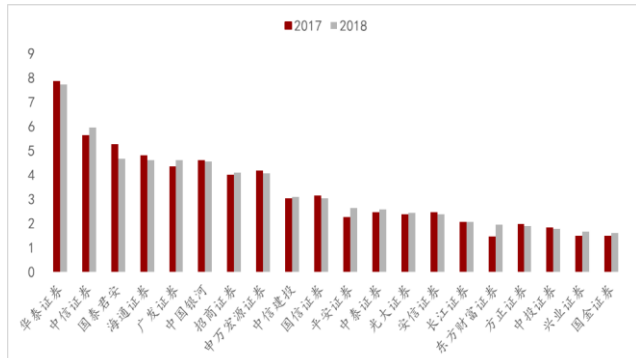
自2015年以来，公司的股基交易市占率持续上升，从原先的0.27%升至2018年初的1.94%，业内排名从72位飙升至17位。相较而言，传统头部券商的经纪市占率提升幅度较为有限，以2017-2018年为例，市占率排名前20券商市占率整体提升0.61%，但公

司则大幅提升0.48%，增幅巨大。公司的经纪交易零售券商业务之所以能快速扩张，主要得益于以下四方面优势：

图表41：东方财富经纪交易市占率及排名变化（%）



图表42：经纪交易市占率 Top 20 券商



资料来源：choice，万联证券研究所

资料来源：choice，万联证券研究所

备注：交易所自2018年4月起不再统一披露券商交易数据，2018年数据以当年一季度为准

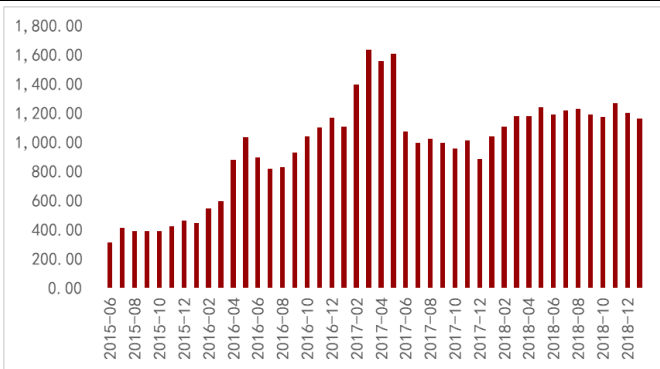
5.2.1 流量基础

正如前文所述，以东方财富网为核心的三位一体流量体系是公司开展证券业务的重要基础。在证券服务类app的流量竞争中，尽管公司落后于主要竞争对手同花顺，但相较于传统券商仍有优势。根据易观千帆的统计，东方财富网app在2018年末月度活跃用户数为1,200万，使用时长为17,497万小时，距离首位同花顺（3,594万；35,274万小时）的差距较为明显，但是相较于传统券商中的领先者如华泰证券（713万；5,554万小时）和国泰君安（378万；3,237万小时）还是具备一定领先优势。同为证券服务类app，券商系app的活跃用户大都已经各自是券商的交易客户，但东方财富网等信息服务app的活跃用户仍有较大开发空间，由财经信息用户向证券交易客户的转化过程正是公司过去两年份额崛起的关键。

目前来看，公司正在加码引流环节以加速这一转化过程，广告业务的部分转型就是重要的尝试。公司前期发展中广告业务仍是重要利润来源，通过传统硬广（网页版面直接推送广告）和特色资源广告（股吧日均回帖超过150万；视频访谈栏目推送等）两种模式，公司为基金、银行、汽车、地产等多个行业的客户进行广告推送。但近年来，主要的广告投放已逐步转为自身业务导流，其中又以证券开户占据主要导向。整体来看，尽管广告业务的方向调整牺牲了部分对外收入，但对内引流力度的增强无疑是极大催化了公司证券业务的快速发展。

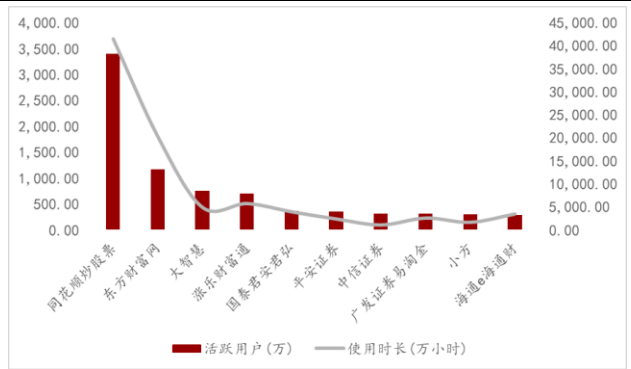
综合而言，目前公司在开户、交易领域具有显著优势，大规模原生流量叠加强力引流模式使得公司能保持优于大部分同业的获客效率，份额有望继续扩张。但与此同时也需要在两方面保持警惕，一是主要竞争对手同花顺通过直接或间接的方式切入证券业务；二是紧随其后的华泰证券、国泰君安旗下app加速崛起，两者都对公司的强大的流量基础构成潜在威胁。

图表43: 东方财富网app月活数变化情况 (万)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表44: 证券服务类app活跃用户规模 Top 10

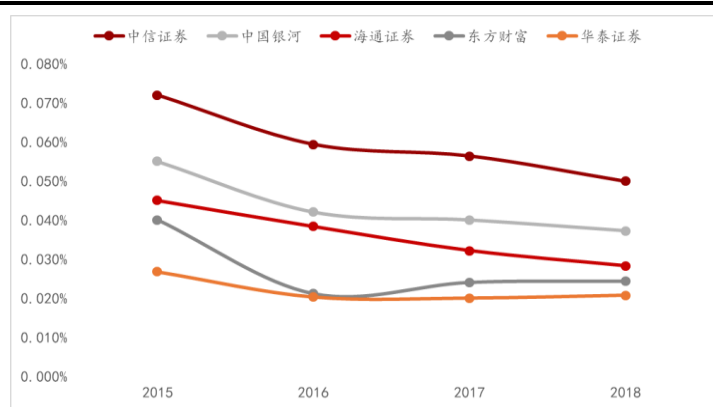


资料来源: ifind, 万联证券研究所

5.2.2 低佣金策略

凭借互联网运营带来的低成本优势, 公司采用低佣金策略迅速抢占市场份额。2018年公司的佣金率仅为0.024%, 远低于行业均值0.034%, 相较于主要经纪业务主要竞争对手中信证券 (0.050%)、中国银河 (0.037%)、海通证券 (0.028%) 具有明显优势, 但落后于同样专注低价战略的经纪龙头华泰证券 (0.021%)。我们认为, 自券商打响价格战以来, 行业佣金率持续下行, 但进入2017年下半年, 受到整体运营成本的影响, 佣金率下滑趋势显著缓和, 目前仍处于万三水位。在此情况下公司低至万二点四的价格对于价格敏感性长尾客户依然具有较强吸引力, 而且低佣金策略和互联网渠道优势相辅相成, 构成公司持续获客的关键。预计公司和华泰证券的在近似策略下的博弈将是公司战略能否延续的关键。

图表45: 东方财富与可比券商佣金率



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

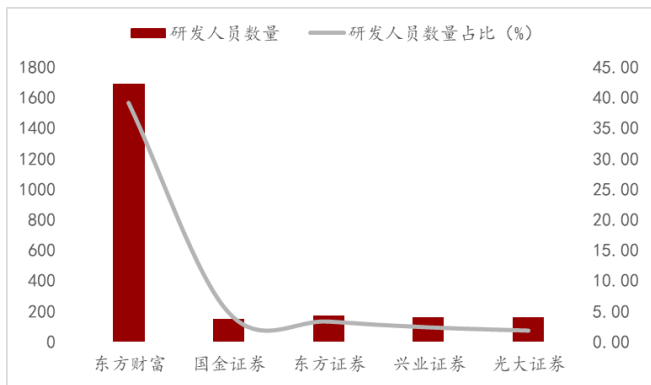
5.2.3 IT基础及产品库优势

公司在IT领域基础较为雄厚, 目前研发人员占员工总数比例为39.08%, 研发投入占总营收比例为8.01%, 两项均处于券商业内首位。其中研发投入金额在近年保持快速增长, 从2012年的0.40亿元增长至2018年的2.50亿元, 导致同期年度新增软件著作权由12项增加至44项, 非专利技术由3项增至14项。在此情况下, 公司的金融软件产品库优势也逐步建立, 针对陆续推出了包括choice终端、Level-2在内的系列产品, 以极高性价比获得市场较优评价。

现阶段来看, 尽管公司的产品研发导向涵盖了机构客户和个人客户, 但目前的产品用

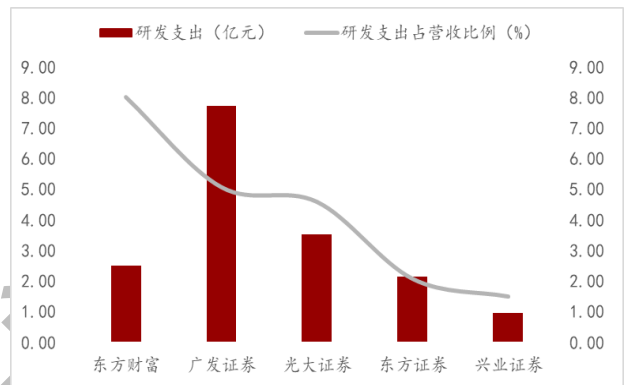
途已经更多地向C端导流倾斜，主要体现在对于新用户提供终端增值服务，如开户赠送东方财富专业版、choice金融终端、DK操盘密码、核心内参、VIP财富内参、手机Level-2、短线雷达等七项产品。产品端优势有效提升了开户吸引力，对于拓展增量客户具有重要促进作用。

图表46：2018年部分券商研发人员比较



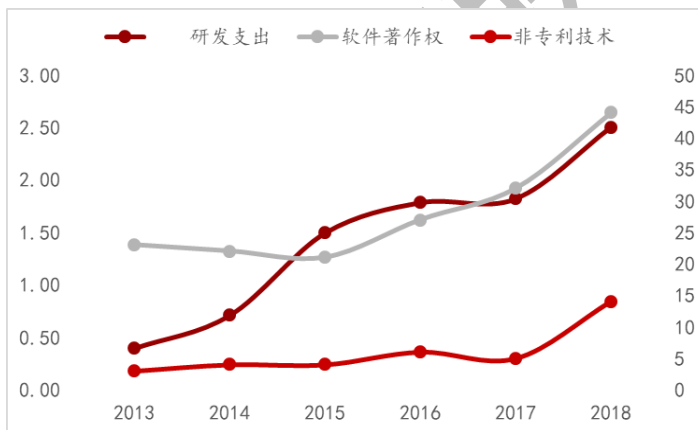
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表47：2018年部分券商研发支出比较



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表48：东方财富研发投入与产出情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表49：东方财富开户赠送产品

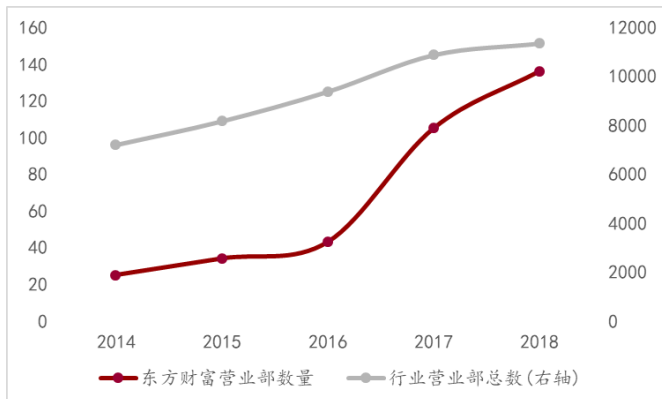


资料来源: wind, 万联证券研究所

5.2.4 铺设网点，完善人力

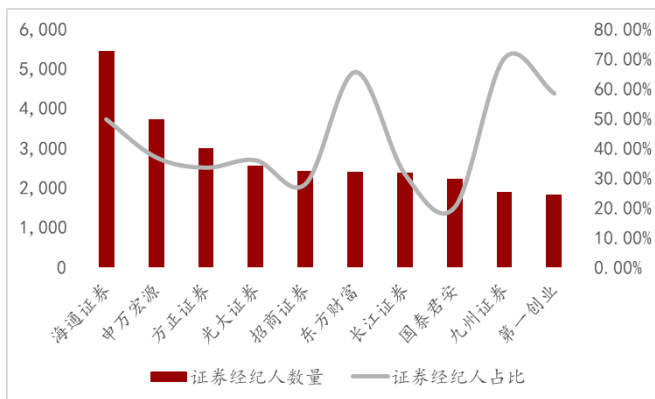
公司在线上的优势无需赘述，但根据当前监管要求，仍有部分业务必须临柜办理，线下网络的补充也有其必要性。基于这一考虑，同时出于扩大覆盖地区以提升用户体验、品牌影响力的目的，公司在近年持续发力线下业务。截至2018年公司已经拥有136家营业部，分布于26个省份。目前传统券商整体的网点铺设已经开始减速，而公司的网络建设则逆市加速。此外，在人力资源方面，由于公司的经纪人待遇优于行业整体，队伍规模已达到3,667人，规模占比达到65.39%，整体扩张速度同样优于行业。

图表50：东方财富营业部发展情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表51：证券经纪人数量 Top 10 券商



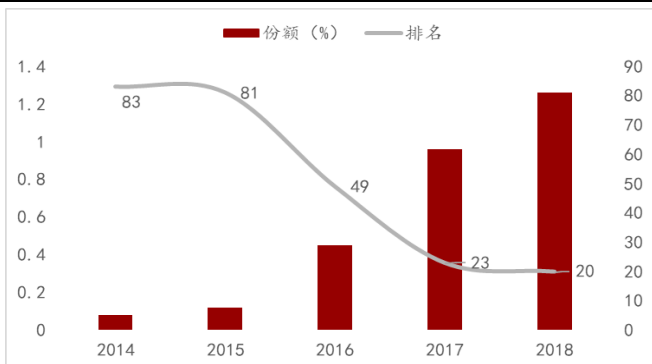
资料来源: wind, 万联证券研究所

综合以上四方面因素来看，公司以强大的互联网流量为依托，基于成本端优势采取低佣金策略，同时有效利用产品库优势增强开户吸引力，并积极补全线下配置，整体战略清晰，优势有望延续。

5.3 价差助推两融业务

融资融券业务方面，公司两融余额市占率同样快速提升，由2015年的0.12%增至2018年的1.26%，排名由81位升至20位。由于融资融券业务与经纪业务具有较高的关联性，两项业务的客户高度重合，公司在业务战略上同样采取了基于流量的低价策略，以低利率来进行市占率扩张。目前公司公布的两融费率可低至6.99%，而业界其他券商普遍高于8%，大部分券商长期坚持8.35%或8.6%的两融费率，因此公司价格优势明显。

图表52：东方财富两融余额市占率及排名变化 (%)



资料来源: choice, 万联证券研究所

图表53：东方财富融资融券利率

融资融券利率

融资限时优惠利率	融资基准利率	融券基准费率
6.99% ?	8.6%	10.6%

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

但值得注意的是，目前公司两融余额市占率为1.26%，相比证券经纪交易1.94%的市占水平仍有落后，主要因素有以下几点：1) 两融业务存在滞后效应。融资融券业务资格需要在证券交易的基础上进行额外开通，而开通的基础要求就是满足开户并从事证券交易至少六个月。受此影响两融业务份额的提升存在一定滞后效应。但只要经纪业务市占率维持升势，两融余额份额也将跟随提升。2) 客户资产规模限制开户。开通融资融券业务资格的另一项条件就是最近20个交易日日均资产不低于50万元。一般情况下券商的两融市场份额会与经纪市场份额达到同一水平，但50万的开通门槛，对于公司的主要客户群——长尾客户而言却构成了一定的限制。3) 网点数量有限。投资者

开通融资融券业务需临柜办理，而公司前期网点有限，无法对于客户的业务办理提供足够便利，极大影响其开通积极性。但公司目前已经开始积极补强线下网络。4) **资本有待进一步扩张**。当前公司有效杠杆水平仅为1.63倍，处于行业较低水平。但随着公司开始逐步加强举债募资力度，公司资本金水平有望提升，资本制约瓶颈或将被打破。

综合来看，随着公司网点数量的提升以及资本实力的扩充，公司两融业务发展有望提速，市占率也将逐步向经纪业务靠拢。

6、金融变现之三：综合金融发展可期

公司已经经历了两次成功变现，“流量复用+牌照变现”的发展思路已然成熟，在目前基金代销和证券业务都面临较强竞争的情况下，进一步开拓新的金融变现渠道可谓顺理成章。

1) **短期来看，公司全面布局多元金融，完善业务链以拓宽变现口径**。2016年起，公司开始加速设立各类多元金融子公司以完善互联网金融服务业务链。公司不仅进入征信、小额贷款、期货代理等业务领域，还拟成立保险代理公司，试图进军互联网保险行业。此外，在私募平台、视频网站等各个方面也均有尝试。尽管大部分布局仍处于相对初级阶段，但公司延伸价值链，打造综合金融服务体系的意图十分明确。

图表54：东方财富多元金融布局大事记

布局领域	相关公司名称	持股比例	参股/设立时间
私募平台	上海优优商务咨询有限公司	100%	2008年4月
私募投资	西藏东方财富投资管理有限公司	100%	2015年4月
企业征信	东方财富征信有限公司	100%	2016年7月
信息服务	东方财富金融有限公司	100%	2016年8月
视频直播	浪客网络科技有限公司	100%	2016年9月
期货代理	东方财富国际期货有限公司	100%	2016年11月
个人增信	中证信用云科技股份有限公司	35%	2016年12月
小额贷款	东方财富小额贷款有限公司	70%	2017年7月
保险代理	东方财富保险代理有限公司		待审批

资料来源：公司公告，万联证券研究所

我们认为，在诸多尝试中有两项布局颇具亮点：

a) 东财小贷 & 征信：小额贷款行业在近年来取得较快发展，尤其2010-2014年期间小贷公司数量呈现爆发式增长，反映了小微企业融资难、融资贵问题带来的巨大市场需求。然而2015年以后，随着不良贷款问题日渐暴露，业内破产现象屡见不鲜，小贷公司发展整体趋缓。在这一背景下，公司却在2017年正式涉足小额贷款业务，出资2亿元设立东财小贷公司，主要原因就在于此前布局征信业务。

其实小额贷款体系作为间接融资市场的重要补充，对于小微民营企业的资金支持作用毋庸置疑，市场发展前景也具有相当的确定性，关键问题就是我国尚不完善的企业征信体系令多数小贷公司无法准确把握信用筛选环节，导致信用风险高企。而公司早在2016年7月已经取得了企业征信业务资格（东方财富征信有限公司），其在企业信用识别、分层方面具有较强优势，能有效降低不良风险，因此小贷布局其实是顺势而为。此外值得注意的是，除了企业征信，公司在个人征信也有动向。2016年公司参股中证信用云，以35%的持股比例位列第二大股东，考虑到中证信用云在个人数据风控和增信担保领域具有业内领先的技术，公司有望将征信优势扩展至大量长尾个人投资者，强化对于存量客户的二次开发。

b) 优优私募平台：2019年1月，公司发布私募基金咨询与交易平台优优私募，试图

将天天基金的成功模式复制到私募行业。优优私募能为私募基金管理人和投资者提供线上私募交易服务解决方案，包括合格投资者认证、合同签署、双录、到最后的资金划拨与归集等各个环节都将得线上一站式解决，极大解决了私募交易的信息不对称问题，同时提升交易效率。考虑到公司在公募基金综合服务领域内的丰富经验，我们认为优优私募将在引流、数据、技术、运维等多个维度建立较强优势，有望迅速开拓市场，建立龙头发展路径。

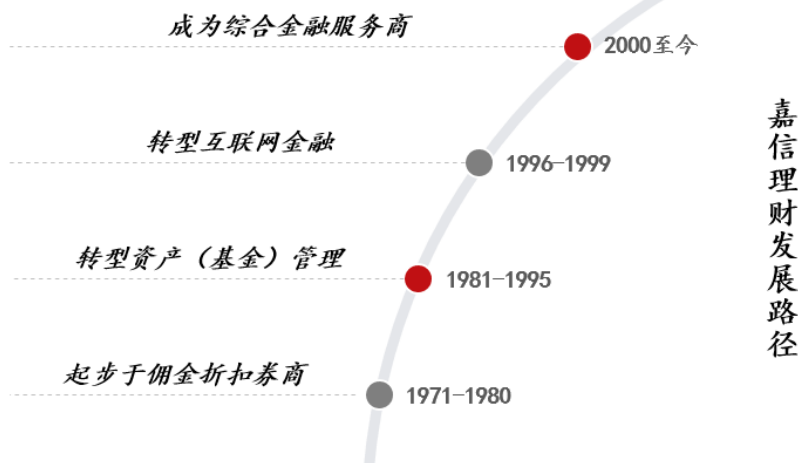
公司早在2008年就建立了优优商务咨询有限公司，但彼时私募市场的尚不成熟，私募平台发展计划一直搁浅。但如今私募基金规模已经达到12.8万亿元，与公募相差基本持平，发展条件已经较为成熟，公司有望在乘势实现公/私募平台的双管齐下，打造完整的基金服务体系迈进。

2) 长期来看，公司或将对标嘉信理财，实现综合金融服务商变现模式。短期的多元布局更偏向战术层面，而公司的长期战略发展仍是“东方嘉信”发展路径。市场对于东方财富和美国嘉信理财（Charles Schwab）的比较由来已久，相似的背景、转型路径使得嘉信理财一度成为公司的主要发展标杆。

嘉信理财成立于1971年，发展中先后经历了“佣金折扣券商-资产（基金）转型-互联网金融转型”三个阶段，进入2000年，公司开始布局多个金融子领域，先后拓展信托、银行、保险等业务，最终进入当前的综合金融服务商阶段。目前嘉信理财已经成为美国最大的财富管理机构之一，2017年末其用户数及资产管理规模已经分别达到1080万及3.36万亿美元，美股市值也已经高达607.74亿美元，处于投资银行业与经纪业板块领先地位。

图表55：嘉信理财四阶段发展历程

- 2015：低费率智能投顾探索
- 2009：推出线上无交易费 ETFs 交易
- 2003：创办嘉信银行
- 2000：收购 US Trust 信托公司
- 1998：整合线上线下交易通道，统一佣金
- 1996：推出 eSchwab，发展电子经纪业务
- 1992：共同基金统一账户
- 1990：成立首只货币型基金——嘉信基金
- 1984：开启共同基金市场，推出140只无附加费基金
- 1980：成为首家室内自动化交易券商
- 1975：固定佣金制，成为首家佣金折扣券商
- 1971：作为传统证券经纪商成立



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司和嘉信理财的发展阶段具有很高的相似性，除了互联网爆发时点因素导致两者经营互联网金融业务的时期不同以外，其余的低价经纪业务、基金平台业务、综合金融业务阶段均可对号入座，因而嘉信理财或能为公司的长期发展提供借鉴经验。

当前来看，随着多元金融布局陆续完成，公司或将效仿嘉信理财将关注点由客户交易规模切换到客户资金规模上，通过全方位金融综合服务来进一步提升客户黏性和资金留存规模，从而寻求更为稳定的利息收入和财富管理业务收入。

7、盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

金融电子商务业务和证券业务是公司的核心利润增长点。金融电子商务业务方面，我们预计2019/2020/2021年的业务收入增速分别为36.66%/13.11%/15.40%，当前天天基金依旧在代销领域维持扩张态势，但随着支付宝和理财通的介入，公司的规模增速或有所放缓。此外考虑到公司较优的业务成本控制，毛利率稳定在91%-93%区间。证券业务方面，预计2019/2020/2021年的业务净收入增速分别为49.19%/18.87%/10.26%。核心假设方面，投行、资管等业务的贡献度较低，我们主要关注经纪佣金和两融利差两方面。针对2019年行情确定性大、同比基数低的情况，我们在敏感性测算的基础上采用偏乐观的业务假设，即6000亿元股基日均交易额的情况下2.40%的交易市占率，以及9500亿元融资融券余额的情况下1.50%的两融市占率。而2020和2021年则采取相对保守的假设，反映资本市场周期性波动。

其他业务方面，金融数据业务、广告服务的营业收入贡献在近年逐步走低，基本维持在10%以内。预计2019/2020/2021年两项业务进一步转向辅助职能，收入增速和毛利率逐步收正后维持低增长。

图表56：东方财富分业务收入预测

盈利预测表	单位：亿元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
金融数据业务	1.60	1.59	1.61	1.66
同比增速	-5.60%	-0.50%	1.50%	3.00%
毛利率	-22.34%	-10.00%	2.00%	5.00%
广告业务	0.71	0.69	0.70	0.72
同比增速	-10.10%	-2.50%	1.50%	2.00%
毛利率	-6.79%	2.50%	5.00%	5.00%
金融电子商务业务	10.65	14.56	16.47	19.01
同比增速	26.20%	36.66%	13.11%	15.40%
毛利率	91.21%	91.60%	92.00%	92.30%
其他业务	0.14	0.15	0.15	0.16
同比增速	-29.14%	3.50%	4.50%	5.00%
毛利率	53.81%	55.00%	57.00%	59.00%
证券业务（净收入）	18.13	27.05	32.16	35.46
同比增速	26.40%	49.19%	18.87%	10.26%
其中：经纪业务	11.31	15.73	18.20	21.21
同比增速	24.89%	39.05%	15.68%	16.53%
投行业务	0.40	0.56	0.59	0.62
同比增速	-25.44%	41.82%	5.97%	3.74%
资管业务	0.14	0.07	0.07	0.08
同比增速	-73.40%	-48.83%	3.12%	3.64%
信用业务	6.18	10.59	13.19	13.45
同比增速	48.77%	71.22%	24.55%	2.01%

资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表57：2019年东方财富经纪业务净收入（剔除代销）敏感性分析

日均股基交易额（横轴）								
	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	
交易市占率（纵轴）	1.80%	5.27	7.03	8.78	10.54	12.30	14.05	15.81
	1.90%	5.56	7.42	9.27	11.13	12.98	14.84	16.69
	2.00%	5.86	7.81	9.76	11.71	13.66	15.62	17.57
	2.10%	6.15	8.20	10.25	12.30	14.35	16.40	18.45
	2.20%	6.44	8.59	10.74	12.88	15.03	17.18	19.32
	2.30%	6.73	8.98	11.22	13.47	15.71	17.96	20.20
	2.40%	7.03	9.37	11.71	14.05	16.40	18.74	21.08
	2.50%	7.32	9.76	12.20	14.64	17.08	19.52	21.96
	2.60%	7.61	10.15	12.69	15.23	17.76	20.30	22.84
	2.70%	7.91	10.54	13.18	15.81	18.45	21.08	23.72
2.80%	8.20	10.93	13.66	16.40	19.13	21.86	24.60	
2.90%	8.49	11.32	14.15	16.98	19.81	22.64	25.47	
3.00%	8.78	11.71	14.64	17.57	20.50	23.42	26.35	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表58: 2019年东方财富两融业务利息收入敏感性分析

两融市占率（纵轴）	融资融券余额（横轴）							
	6500	7500	8500	9500	10500	11500	12500	
	1.00%	6.14	6.51	6.87	7.24	7.60	7.97	8.33
	1.10%	6.38	6.78	7.18	7.59	7.99	8.39	8.79
	1.20%	6.62	7.06	7.49	7.93	8.37	8.81	9.25
	1.30%	6.86	7.33	7.80	8.28	8.75	9.23	9.70
	1.40%	7.09	7.60	8.11	8.63	9.14	9.65	10.16
	1.50%	7.33	7.88	8.42	8.97	9.52	10.07	10.61
	1.60%	7.57	8.15	8.74	9.32	9.90	10.49	11.07
	1.70%	7.80	8.42	9.05	9.67	10.29	10.91	11.53
1.80%	8.04	8.70	9.36	10.01	10.67	11.33	11.98	
1.90%	8.28	8.97	9.67	10.36	11.05	11.75	12.44	
2.00%	8.52	9.25	9.98	10.71	11.44	12.17	12.90	

资料来源: wind, 万联证券研究所

备注: 标红部分为超出资金本2倍的两融规模

7.2分部估值

1) 证券业务方面: 公司作为新晋互联网券商, 自身成长性远高于行业整体水平, 因此我们选取PEG的方法进行估值。为了取得合理的行业PE, 我们根据公司2018年的归母净资产和归母净利润, 选出业内水平相近的国元、国金和华安三家券商, 取其在2019年的平均PEG, 即1.72倍。同时为了平滑数据波动, 我们将参数G设定为18-20年预计净利润复合增速49.33%, 同时考虑证券业务对净利润的估算贡献为11.24亿元, 得出其证券业务的市值为956.38亿元。

2) 非证券业务方面: 我们直接采用PE估值法。选取同花顺、恒生电子、焦点科技几家等金融软件服务公司作为可比公司, 使用以其在2019年平均82.13倍的PE对公司非证券业务估值, 代入其2019年5.52亿元的估算净利润贡献, 得到合理市值453.04亿元。综合两者, 公司在2019年的目标市值水平为1409.42亿元, 对应目标价为25.97元。

图表59: 证券业务可比公司PEG

证券业务估值				单位：亿元
证券代码	证券简称	2018归母净资产	2018归母净利润	2019PEG
000728.SZ	国元证券	246.36	6.70	0.73
600109.SH	国金证券	194.90	10.10	1.01
600909.SH	华安证券	125.25	5.54	3.44
均值		188.84	7.45	1.72

资料来源：wind，万联证券研究所

图表60：非证券业务可比公司PE

证券代码	证券简称	2018归母净资产	2018归母净利润	2019PE
300033.SZ	同花顺	33.40	6.34	90.32
600570.SH	恒生电子	31.82	6.45	86.40
002315.SZ	焦点科技	17.91	0.56	69.66
均值		27.71	4.45	82.13

资料来源：wind，万联证券研究所

7.3投资建议

2019年来看，开年至今市场快速回暖，经纪交易规模及融资融券规模均已出现拐点，公司的零售证券业务有望迎来爆发，而后续如果赚钱效应持续强化，基金代销业务也将极大受益，两大核心业务的共振将带来高业绩弹性，叠加公司“金融科技+券商属性”的市场标签，戴维斯双击值得期待。

而长期来看，公司两大利润增长点都将受到一定挑战，无论代销行业的流量巨头，还是证券行业的龙头券商，都对公司业务发展形成制约。但就公司的发展历程来看，其实先生与其管理团队素来就以战略选择和赛道切换见长，目前公司正在积极布局公募、小贷、征信、私募平台等多元金融领域，持续加码综合金融生态的建设，我们对于公司的长周期发展依旧保持乐观。

结合此前的分析及预测，我们预计公司在2019/2020/2021年的归母净利润分别为16.76/20.55/23.39亿元，当前股价对应的对应PE分别为62.32/50.83/44.66倍，对应的PB分别为6.08/5.53/5.01倍，而通过分部估值法确立的2019年第一目标价为25.97元。首次覆盖，予以“增持”评级。

8、风险提示

宏观经济企稳趋势有变；全球金融市场系统性风险；互联网金融业务监管超预期；公司移动端流量受到压缩；公司经纪、两融市占率提升不及预期。

资产负债表

单位：亿元

利润表

单位：亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	398.111	484.99	540.80	581.83	营业收入	31.23	44.04	51.09	57.00
货币资金	113.34	130.34	143.38	150.5	金融数据业务收入	1.60	1.59	1.61	1.66
结算备付金	27.76	42.96	41.88	42.88	广告业务收入	0.71	0.69	0.70	0.72
融出资金	81.86	129.55	160.67	179.6	金融电子商务收入	10.65	14.56	16.47	19.01
衍生金融资产	0.00	0.01	0.01	0.02	证券手续费及佣金	11.95	16.46	18.97	22.00
买入返售金融资产	15.09	16.60	17.43	18.30	利息净收入	6.18	10.59	13.19	13.45
存出保证金	5.87	5.99	6.20	6.41	其他主营业务收入	0.14	0.15	0.15	0.16
以公允价值计量且其变动计					营业支出	22.72	29.27	32.17	35.12
入当期损益的金融资产					主营业务成本	3.71	3.71	3.63	3.79
应收款项	2.58	3.02	3.79	4.93	税金及附加	0.31	0.44	0.51	0.57
预付账款	0.64	0.65	0.67	0.70	销售费用	2.60	3.52	4.04	4.50
其他应收款	28.41	31.25	35.94	41.33	管理费用	11.92	15.63	16.86	18.24
可供出售金融资产	0.89	0.94	0.95	0.96	研发费用	2.50	3.74	4.60	5.24
长期股权投资	4.45	4.45	4.45	4.45	财务费用	1.56	2.11	2.45	2.68
固定资产	17.16	17.51	17.95	18.48	资产减值损失	0.12	0.10	0.09	0.10
在建工程	0.10	0.18	0.18	0.18	加：投资净收益	2.11	4.17	4.39	4.76
无形资产	0.77	0.77	0.77	0.77	公允价值变动收益	0.49	0.11	0.11	0.12
商誉	29.27	29.27	29.27	29.27	其他收益	0.19	0.18	0.18	0.18
长期待摊费用	0.90	0.90	0.90	0.90	营业利润	11.31	19.24	23.61	26.94
递延所得税资产	0.69	0.69	0.69	0.69	营业外收入	0.00	0.43	0.51	0.48
其他资产	12.68	14.02	15.66	17.50	营业外支出	0.10	0.07	0.08	0.08
负债	241.16	313.06	351.66	373.39	利润总额	11.21	19.60	24.03	27.35
短期借款	2.13	2.44	4.49	4.99	所得税费用	1.63	2.84	3.49	3.97
应付短期融资款	19.17	22.00	40.44	44.91	净利润	9.58	16.76	20.54	23.38
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
卖出回购金融资产款	0.86	0.99	1.81	2.01	归母股东净利润	9.59	16.76	20.55	23.39
代理买卖证券款	142.93	203.69	173.65	177.73	主要财务比率				
应付职工薪酬	2.45	2.52	2.60	2.68	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
应交税费	0.35	0.59	0.76	0.91	成长能力				
应付款项	1.06	1.13	1.21	1.30	营业收入增速(%)	22.64	41.00	16.02	11.56
预收账款	1.37	1.58	1.81	2.08	归母净利润增速(%)	50.53	74.86	22.61	13.81
应付利息	0.54	0.43	0.47	0.82	收入结构				
其他应付款	15.96	16.20	16.45	16.69	金融数据(%)	5.11	3.61	3.16	2.91
应付债券	48.15	55.25	101.57	112.79	广告(%)	2.27	1.57	1.38	1.26
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	金融电子商务(%)	34.11	33.06	32.23	33.34
递延所得税负债	0.10	0.12	0.21	0.24	证券手续费及佣金(%)	38.25	37.39	37.13	38.60
其他负债	6.08	6.12	6.19	6.25	利息净收入(%)	19.80	24.04	25.81	23.60
所有者权益	156.95	171.92	189.14	208.44	其他业务(%)	0.45	0.33	0.30	0.28
股本	51.68	51.68	51.68	51.68	获利能力				
其他权益工具	12.19	12.19	12.19	12.19	代理买卖手续费率(%)	0.02	0.02	0.02	0.02
资本公积	55.04	55.04	55.04	55.04	杠杆倍数	1.63	1.64	1.65	1.67
其他综合收益	-0.04	0.01	0.01	0.02	ROE(%)	6.31	10.20	11.39	11.77
盈余公积	3.95	5.29	6.93	8.80	每股指标				
未分配利润	34.13	47.63	63.19	80.60	EPS(元)	0.18	0.31	0.38	0.43
归母所有者权益	156.95	171.84	189.04	208.33	BVPS(元)	2.89	3.17	3.48	3.84
少数股东权益	0.00	0.09	0.09	0.10	PE	108.98	62.32	50.83	44.66
					PB	6.66	6.08	5.53	5.01

资料来源：wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场