

## 互联网券商标杆，零售财富管理龙头

买入（维持）

2020年05月10日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **互联网引流优势无与伦比，围绕高黏性用户打造财富生态圈**：我们强调，公司在财经领域绝对领先的流量优势是公司最稳固的护城河：1) PC端：旗下东方财富网在用户流量和黏性两方面多年稳居垂直财经门户网站第一；2) 移动端：APP用户规模仅次同花顺，用户粘性行业第一，大幅领先其他券商。旗下股吧、天天基金网在细分领域流量优势都居于领先地位。基于核心流量优势，公司积极布局第三方基金代销、证券、征信、期货、互联网保险、小额贷款等金融业务，拓展金融全牌照+延伸金融服务链条，围绕高黏性用户打造财富生态圈，两次转型推进流量变现。2012年后公司构建财富金融生态圈经历了三次大的跃升：基金代销—零售证券—财富管理。每一次跃升，公司均进入了盈利更广阔的市场（基金代销营收百亿级，零售证券千亿级），且基于流量复用性的变现成效显著，客户ARPU值持续提升。

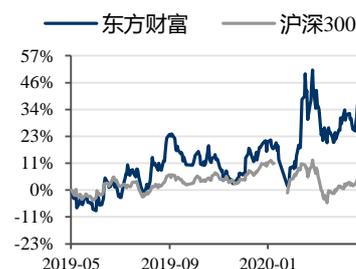
■ **证券业绩持续演绎高成长性，高流量+低成本+优服务构筑核心竞争力**：依托互联网证券模式的导流红利，东财证券经纪业务市场份额快速攀升，实现弯道超车，截至2019年6月市占率达3.0%（预计市场排名前十），驱动公司证券业绩持续高增，收入占比超过六成。我们认为，基于零售证券标准化的特征，未来行业趋势将形成相对稳定的寡头结构，流量基础和成本优势是行业重构过程中的核心优势，随公司可转债发行，补充证券营运资金后，两融有望进一步发力（截至2019年6月市占率1.4%），东财证券有望保持其零售证券龙头地位：1) 互联网证券特有轻资产模式使其边际成本优于传统券商，低成本运营保障利润同步增长；2) 财经流量龙头导流优势显著，零售客户数量持续提升，其累积的流量优势和客户粘性在互联网零售业务推进过程中优势显著；3) 线上线下一体化布局，B端经纪人+C端APP生态体系最为健全，迅速扩张公司零售证券业务版图，在前期蓄力下后续有望最为受益市场回暖。

■ **对标嘉信理财，公司打开长期财富管理发展空间**：1) 嘉信理财适应时代的三次转型（折扣经纪商—互联网券商—综合财富管理平台）均抓住历史机遇，分享时代红利，最终成就全球财富管理龙头。目前嘉信的估值（约3xPB, 17xPE），显著高于传统投资银行如摩根士丹利（约1xPB, 9xPE）。2) 我们认为，嘉信高估值源自：科技驱动，轻资产模式下利润率显著高于同业；转型综合财富管理平台后，经纪佣金占比下降，资产管理和净利息收入成为公司收入来源的两大支柱；嘉信理财客户资产和质量逐年提升，客户复用和成长成为财富管理业务发展的基础，高成长性铸就了互联网券商比起传统券商有着更高的估值空间。3) 嘉信理财为东财提供了一个从互联网零售证券成功转型财富管理的范本，随着东财基金产品不断上线，公司正式切入财富管理市场，财富生态圈进一步完善，看好东方财富在财富管理领域展现客户资源、平台系统、运营成本三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将大有可为。

■ **盈利预测与投资评级**：公司可转债发行增强资本实力，证券业务进一步扩张，叠加基金上线财富金融生态圈进一步完善，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司2020、2021年归母净利润分别为32.23、42.96亿元，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：1) 市场交投活跃度下降；2) 基金代销市场竞争激烈；3) 东财证券市占率提升不及预期；4) 财富管理发展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.40
一年最低/最高价	11.90/20.68
市净率(倍)	5.32
流通A股市值(百万元)	100207.86

### 基础数据

每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	69.53
总股本(百万股)	6715.61
流通A股(百万股)	5446.08

### 相关研究

- 1、《东方财富(300059)：2020年一季报点评：证券基金齐发力，补充资本蓄势待发》2020-04-18
- 2、《东方财富(300059)：一季报大超预期，证券保持高成长性》2020-04-10
- 3、《东方财富(300059)：业绩略超市场预期，保持高成长性》2020-01-21

## 内容目录

<b>1. 互联网金融龙头核心竞争力：拥有忠实用户的财富生态圈 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 围绕东方财富网+股吧，缔造财经流量王者 .....	5
1.2. 基金先行，券商爆发，构建财富金融生态圈 .....	7
1.3. 战略转型第二阶段，业绩拐点确立 .....	10
<b>2. 东财证券因何持续增长？最佳零售券商业务模式 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 业绩持续演绎高成长，市占率持续提升 .....	12
2.2. 互联网券商标杆，流量基础+成本优势+优质服务构筑核心竞争力 .....	14
<b>3. 对标嘉信理财，打开长期发展空间 .....</b>	<b>16</b>
3.1. 三次自我革新，铸就嘉信全美领先地位 .....	16
3.2. 从小型证券经纪商成长为财富管理巨头，嘉信理财成功原因何在 .....	18
3.3. 对标嘉信理财，东方财富的嘉信之路走到了哪里 .....	20
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>23</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 2019/03~2020/02 财经网站月均覆盖人数 (万人)	5
图 2: 2020 年 2 月财经网站月度覆盖人数 (万人)	5
图 3: 2016~2019 天天基金网日均页面浏览量 (万)	6
图 4: 2016~2019 天天基金网日均活跃用户数 (万)	6
图 5: 证券服务类 APP 月度活跃用户数 (万人)	6
图 6: 2020.2-3 证券服务类 APP 月度活跃用户数 (万人)	6
图 7: 公司业务结构随着流量变现	8
图 8: 东方财富半年度基金销售额及交易笔数	8
图 9: 东方财富基金销售收入及同比增速	8
图 10: 东方财富上线基金公司数量及上线基金产品	9
图 11: 2020/3 代销机构代销基金数量 (只)	9
图 12: 2015~2019 公司证券业务收入及占比	9
图 13: 2015~2019 年东财证券客户资产规模持续提升	9
图 14: 东方财富营业收入及同比增速	10
图 15: 东方财富归母净利润及同比增速	10
图 16: 2014~2020Q1 东方财富三项成本率	11
图 17: 2012~2019 东方财富分项业务毛利率	11
图 18: 东方财富研发投入金额及占营业总收入的比例	11
图 19: 东方财富研发人员数量及人员数量占比	11
图 20: 东方财富经纪业务份额及排名快速攀升	12
图 21: 东方财富证券经纪业务份额	12
图 22: 东方财富证券两融业务排名	13
图 23: 东方财富两融余额及市场份额持续上行	13
图 24: 东方财富证券业务收入及占比持续提升	13
图 25: 东方财富证券 2015~2019 收入结构	13
图 26: 2018Q1 东方财富与上市券商净佣金率	14
图 27: 2015~2019 东方财富证券网点数量	15
图 28: 截至 2020/04/30 证券公司经纪人及投顾数量	15
图 29: 嘉信理财的成长历程	16
图 30: 2000~2019 年嘉信理财的客户资产规模	18
图 31: 2004~2019 年嘉信理财的活跃经纪客户数量	18
图 32: 2000~2019 年嘉信理财的业务收入结构	18
图 33: 1998~2019 年资管类/佣金类业务收入占比情况	18
图 34: 嘉信理财 PE 水平总体高于传统投资银行	19
图 35: 嘉信理财 PB 水平总体高于传统投资银行	19
图 36: 2017 年嘉信理财及同业的客户资产管理成本率	20
图 37: 1995~2017 年嘉信理财平均每笔有偿交易佣金	20
图 38: 东方财富对标嘉信理财的业务布局情况	21
图 39: 东方财富与标嘉信理仍有财的 ROE 对比	21
图 40: 2017~2023E 全球金融财富增速	22
图 41: 2007-2017 上交所投资者买卖交易占比	22
图 42: 2005~2019H 中国指数基金规模及同比增速	22

图 43: 2012~2020Q1 行业佣金率走势 .....	22
表 1: 目前东方财富持有的牌照梳理 .....	7
表 2: 东方财富证券 (原西藏同信证券) 各项业务的行业排名情况 .....	14
表 3: 东方财富财务预测表 .....	23

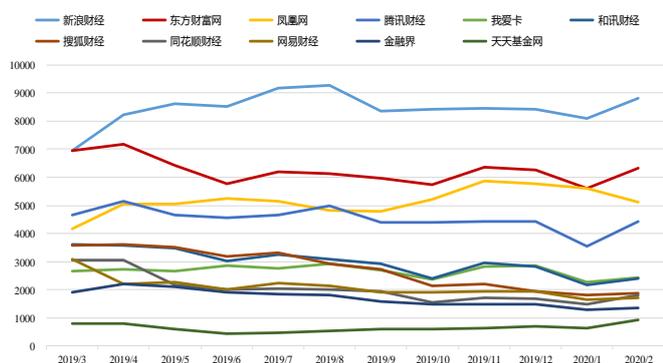
## 1. 互联网金融龙头核心竞争力：拥有忠实用户的财富生态圈

### 1.1. 围绕东方财富网+股吧，缔造财经流量王者

东方财富网在 PC 端财经领域流量优势不可比拟，最受益居民财富管理红利。我们强调流量优势是公司最稳固的护城河，以“东方财富网”为核心的互联网金融平台是国内用户访问量最大、用户黏性最高的财经平台之一，旗下财经信息门户东方财富网、股吧、天天基金网在细分领域流量优势都居于领先地位。

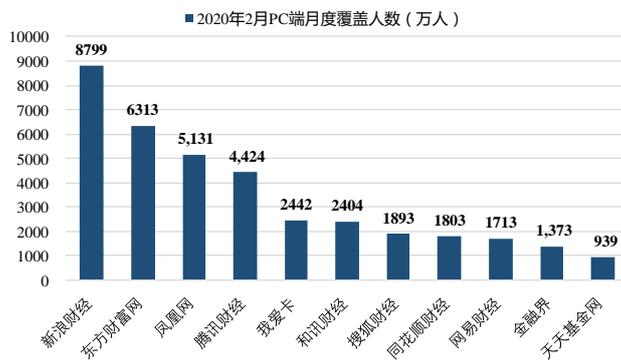
1) PC 端：东方财富网在用户流量和黏性两方面稳居垂直财经门户网站前列。东方财富网是公司最大的流量入口，2004 年正式上线后，依托海量、及时、专业的财经资讯与金融信息，形成了强大的信息渠道和用户积累，据艾瑞咨询，截至 2020 年 2 月，东方财富月度覆盖人数 6313 万人，仅次于新浪财经，在前十名同类财经平台中市场占比高达 17%，相较于竞争对手和讯、金融界、同花顺财经等财经类网站大幅领先，平台用户粘性强，流量优势可持续。

图 1：2019/03~2020/02 财经网站月均覆盖人数（万人）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

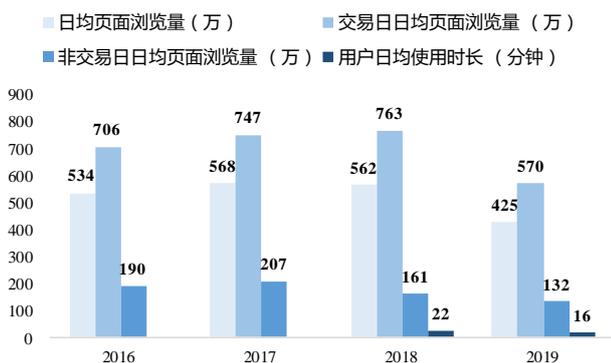
图 2：2020 年 2 月财经网站月度覆盖人数（万人）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

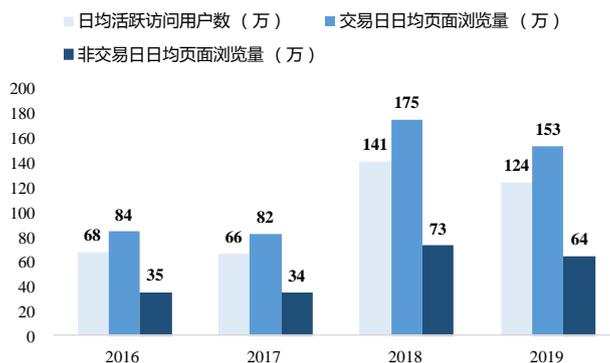
2) 股吧+天天基金网流量优势领先，成就一体化互联网金融服务平台。“股吧”于 2006 年上线，先发布局率先聚集大量投资用户，在互联网财经互动社区中占据绝对领先的行业地位，活跃度远超新浪股吧、和讯股吧等同类竞争对手，且用户依赖度与黏性更强。“天天基金网”2007 年上线后通过提供基金代销与查询服务吸收了大批基民，目前在垂直基金网站中优势突出且具备较高弹性。天天基金网 2019 年日均页面浏览量为 425 万，其中，交易日日均页面浏览量为 570 万，非交易日日均页面浏览量为 132 万，市场交易活跃时天天基金网浏览量具备较其他网站更高的弹性。据艾瑞咨询，2020 年 2 月天天基金网月度覆盖人数环比+50%至 939 万人，增速远超其他同类网站。

图 3：2016~2019 天天基金网日均页面浏览量（万）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

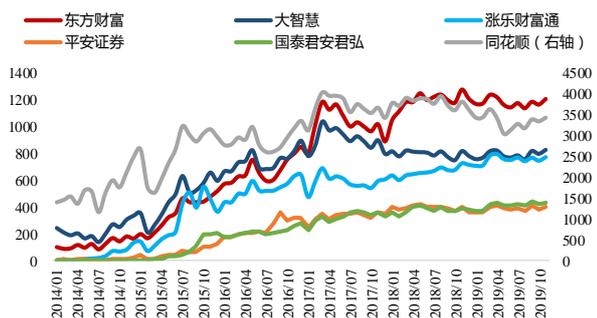
图 4：2016~2019 天天基金网日均活跃用户数（万）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

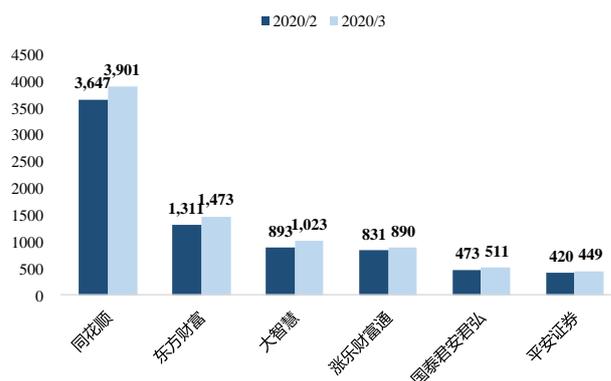
2) 移动端：用户规模仅次于同花顺，用户粘性行业第一。公司 2014 年起开始布局移动端，由于起步较晚，目前 APP 端用户规模暂处于行业第二梯队。据易观千帆数据，截至 2020 年 3 月，东方财富 MAU 为 1473 万人，次于同花顺（规模约为同花顺的 38%，2018 年底为 33%，差距正逐步缩小），但在券商 APP 中居首，相较于第三梯队的涨乐财富通、平安证券、国泰君安君弘等优势显著。用户粘性方面，东方财富 APP 依托其财经资讯优势+较强社交属性，人均单日使用时长基本维持行业第一，据艾瑞咨询数据，东方财富网为 2020 年 3 月证券服务行业 APP 月度独立设备数增长最快（371.9 万台），超越同花顺（344.6 万台）、大智慧（223.3 万台）及涨乐财富通（117.0 万台）。

图 5：证券服务类 APP 月度活跃用户数（万人）



数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

图 6：2020.2-3 证券服务类 APP 月度活跃用户数（万人）



数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

## 1.2. 基金先行，券商爆发，构建财富金融生态圈

基于流量优势打造互联网金融大平台，财富生态圈布局趋于完善。依托东方财富网、股吧、天天基金、Choice 终端等平台积淀大量活跃用户后，公司基于核心流量优势，近年来在线上线下积极布局第三方基金代销（2012 年）、证券（2015 年）、征信（2016 年）、期货（2016 年）、互联网保险（2016 年）、小额贷款（2017 年）、公募基金（2018 年）、保险经纪（2019）等金融业务，不断拓展金融全牌照，延伸金融服务链条，逐步完成从门户网站到综合互联网金融服务平台的转型，实现从资讯信息、投资决策到投资交易的全覆盖，满足用户一站式、全方位的投资需求。2018 年 10 月，东财基金的公募牌照获批，截至目前东财基金已上线 4 只指数基金，金融版图进一步扩张。

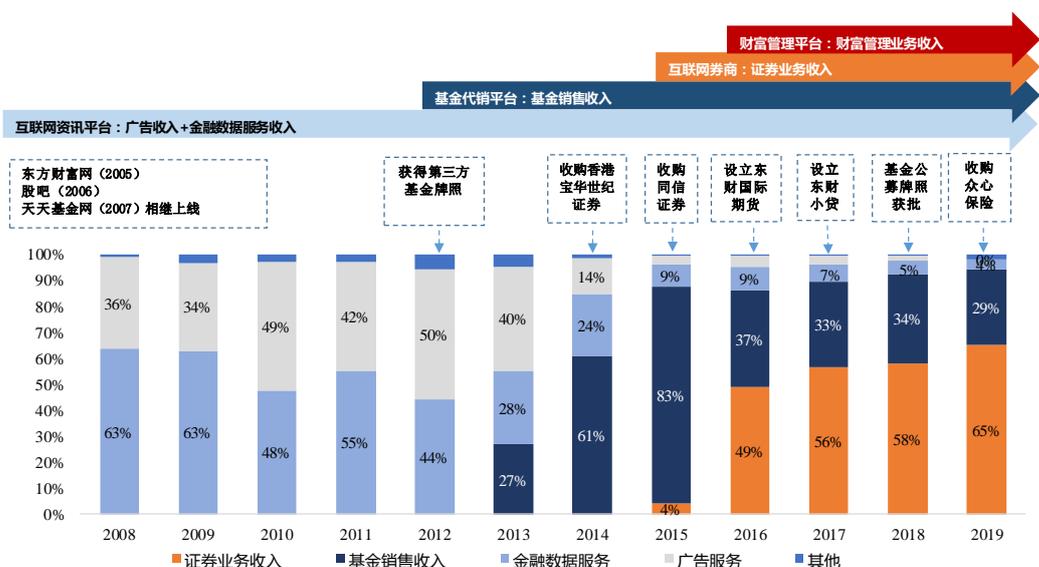
表 1：目前东方财富持有的牌照梳理

业务类型	持有主体	持股方式	持股比例	牌照获取时间
基金代销	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）	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	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）	西藏东方财富证券股份有限公司	直接&间接持股	100%	2015 年 12 月
私募基金	西藏东方财富投资管理有限公司	间接持股	100%	2015 年 12 月
企业征信	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）	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	上海徐汇东方财富小额贷款有限公司	直接和间接持股	100%	2017 年 7 月
期货经纪（香港）	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	西藏东财基金管理有限公司	间接持股	100%	2018 年 10 月
保险经纪	东财保险经纪有限公司	直接持股	100%	2019 年 5 月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心价值在于构建多层次财富生态圈，客户 ARPU 值持续提升。我们认为，公司核心的商业模式是依托流量、数据、牌照、场景四大要素实现财富生态圈多层次流量变现。从其业务结构变迁来看，管理层对公司战略的布局和执行是成功的。自 2012 年获取第三方基金销售资格后，公司构建财富生态圈经历了三个阶段：基金代销—零售证券—财富管理。每一次的跃升，公司均进入了盈利更广阔的市场（基金代销营收百亿级，零售证券千亿级），且基于流量复用性的变现成效显著（第一轮流量变现从金融数据到基金代销，基金销售驱动 2014 年归母净利润爆发式增长 33 倍；第二轮转型零售证券，2019 年归母净利润+91%，我们预计以财富管理为核心的第三轮转型成效将更为显著）。

图 7：公司业务结构随着流量变现



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

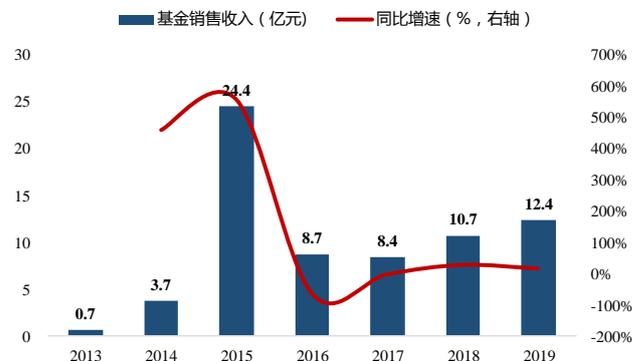
**构建财富生态圈第一步：基金代销。**依托天天基金网 2007 年起积累的客户资源+品牌影响，2012 年首批获得第三方基金销售资格后，天天基金上线基金数量和业务规模迅速攀升。2015 年，在市场行情助推下，公司基金代销规模达到 7433 亿元，基金销售收入 24 亿元，同比+557%，成为推动当年业绩爆发的核心业务(营收占比 83%)。2019 年，公司基金销售规模 6589 亿元，其中货币基金活期宝 2831 亿元；上线基金公司 140 家，上线基金产品数量 7861 只，仍领先于好买基金、同花顺等位居行业首位。2019 年基金销售收入保持稳健上升趋势，同比增长 16%至 12.4 亿元，2020 年一季度以基金销售为主的“营业收入”单季度环比下滑 4%、同比大幅增长 102.3%至 6.49 亿元。

图 8：东方财富半年度基金销售额及交易笔数



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：东方财富基金销售收入及同比增速



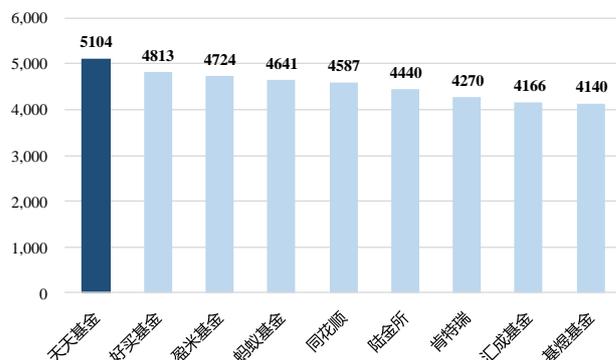
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：东方财富上线基金公司数量及上线基金产品



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

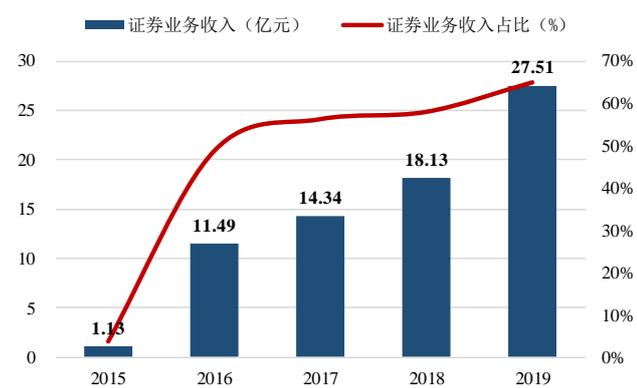
图 11：2020/3 代销机构代销基金数量（只）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**构建财富生态圈第二步：零售证券业务。**由于行业竞争加剧导致基金代销费率逐步下行，2015 年公司并购西藏同信证券，正式进军证券领域，开启二次转型之路，市场空间再扩容。依托“股吧”积累的存量投资交易型用户+互联网引流新增优势，公司活跃客户持续向证券业务客户转化，东方财富证券快速抢占零售业务市场份额，驱动券商业绩爆发（2016 年证券业务收入同比增长 9.15 倍至 11.5 亿元），且展现出极强的成长性（经纪业务、两融业务等市占率仍在持续提升）。2019 年，公司的证券业务收入占比已经达 65%，成为公司第一大收入来源，二次转型成效显著。2019 年 5 月，东方财富以自有及募集资金对东方财富证券增资 54 亿元，提升资本实力，推动证券业务的进一步增长；2020 年初公司发行可转债（总额为 73 亿元），募集资金用于补充东方财富证券的营运资金，其中不超过 65 亿元用于扩大两融业务规模、提升市场份额，随资本金补充，融资融券业务有望加速推动公司的高成长。

图 12：2015~2019 公司证券业务收入及占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13：2015~2019 年东财证券客户资产规模持续提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**构建财富生态圈第三步：公募基金业务。**2018 年 10 月 10 日，东方财富证券获证监会核准出资 2 亿元设立全资子公司西藏东财基金管理有限公司，此次公募基金牌照落地，是继 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，标志着公司拿

到了进入财富生态圈第三阶段的钥匙，正式开启财富管理新时代，未来发展空间更为广阔。通过设立公募基金管理公司，公司业务将逐步从下游销售渠道向上游产品开发环节延伸，实现基金产销一体，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。美国的贝莱德集团（BlackRock）截至2019年末管理的全球资产为7.43万亿美元，净利润实现45.3亿元；中国易方达基金截至2019年末管理的公募基金规模达7309亿元，实现净利润17.26亿元。结合公司在互联网流量和数据等方面的优势，以及前两次流量转化变现经验，我们认为公司未来有望在货币基金、指数基金等领域实现快速增长。

### 1.3. 战略转型第二阶段，业绩拐点确立

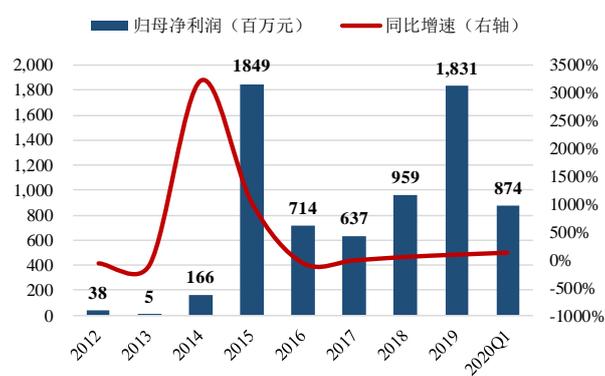
**业绩拐点确立，全年表现预计持续优于预期。**2014-2015年公司营收和净利润均实现高速增长后，2016年受市场景气度下降的影响，基金销售收入缩水导致公司业绩大幅下滑（证券业务收入同比高增915.1%部分抵消业绩下滑）。2017年公司归母净利润6.37亿元，同比下滑10.8%，降幅明显改善，且四季度单季归母净利润+29.3%确立业绩拐点。受到公司证券经纪业务和融资融券业务收入大幅增长驱动，2018年业绩表现持续好转，2019年继续保持高增长，归母净利润18.31亿元，同比增加91%，2020Q1实现归母净利润同比大增126.5%至8.74亿元。

图 14：东方财富营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：东方财富归母净利润及同比增速

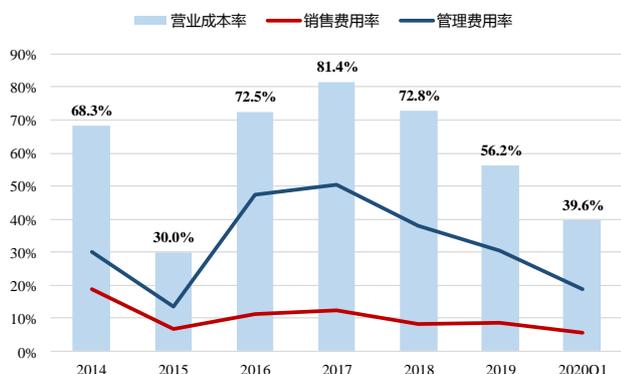


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**成本率转降，业绩增长进入规模效应区间。**由于公司基金代销及零售证券业务均为典型的互联网扩张模式，前期渠道、平台、系统等投入成本较大，但边际成本很小，因此在市占率不高时会体现为成本率高企的特点，但一旦市占率越过临界点（即市占率对应的营收可覆盖母公司系统/平台的刚性投入成本），业绩将会进入到规模效应区间（新增收入大部分都会体现为利润，总成本率会逐步下滑且利润率大幅提升）。2020年一季

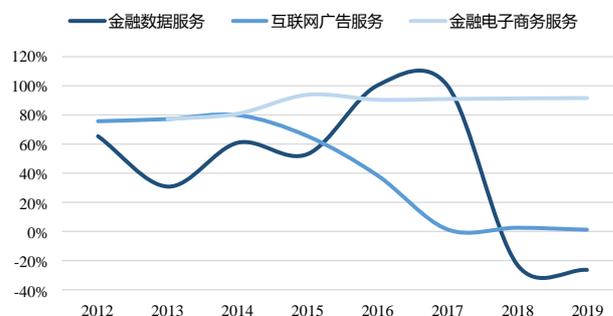
度公司营业成本率、销售费用率及管理费用率分别为 39.6%、5.7%、18.8%，成本率同比持续下行，我们认为，公司的业绩增长正进入规模效应区间。

图 16: 2014~2020Q1 东方财富三项成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 17: 2012~2019 东方财富分项业务毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

研发费用稳定成长，为一站式互金服务平台提供技术基础和成长动能。2019 年东方财富的研发费用为 3.05 亿元，是 2012 年的 7.7 倍，2012-2019 年复合年增长率达 34%，2015-2019 年占营业总收入的比重维持在 5%~8%之间。从员工结构来看，2019 年公司的研发人员数量 1726 人，占员工总数的 37.91%；研发人员人均研发费用为 17.7 万元，与同花顺（2018 年 21.6 万）和大智慧（2018 年 19.6 万）相比，研发投入仍存在提升空间。公司现已进入规模效应区间，我们预计将在研发费用有更多投入，为公司技术发展注入新的动能。

图 18: 东方财富研发投入金额及占营业总收入的比例



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 19: 东方财富研发人员数量及人员数量占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 东财证券因何持续增长？最佳零售券商业务模式

### 2.1. 业绩持续演绎高成长，市占率持续提升

母公司平台流量优势显著，经纪业务实现弯道超车。2013 年以来互联网证券爆发，激烈竞争下大券商逐步流失市场份额（经纪业务市场份额 CR10 持续下行），而东财证券依托母公司平台流量优势+互联网证券模式导流红利，大幅提升经纪业务市场份额，实现弯道超车。东财证券股基成交额逆势增长，经纪业务市场份额快速攀升。截至 2019 年 6 月，东财经纪业务市场份额提高至 3.00%，成为 2016 年以来经纪业务发展势头最迅猛的券商。

图 20：东方财富经纪业务份额及排名快速攀升



数据来源：交易所&公司年报，东吴证券研究所

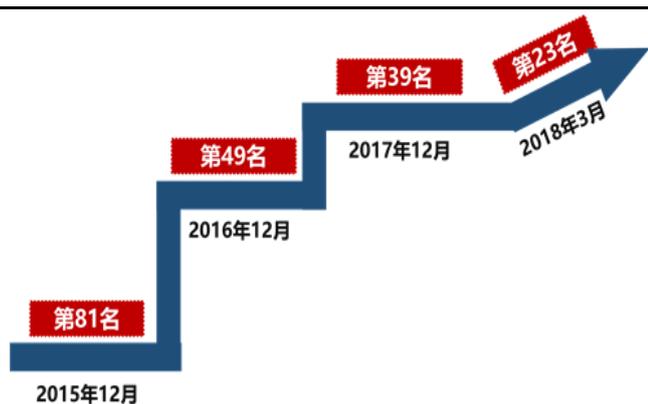
图 21：东方财富证券经纪业务份额



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

融资融券业务逆势加速增长，有望成为证券业务下一增长点。东财证券两融市场份额自 2016 年 6 月（完成收购后 6 个月）起持续提升，主要依托母公司海量互联网用户基础及具有竞争力的融资利率（6.99%），量、价优势共同加速平台构建。截至 2020 年一季度，东财证券融出资金 170 亿元，市场份额 1.60%（融出资金/市场两融余额）。2019 年末，以两融为主的利息净收入同比增长 31.63% 至 8.14 亿元，公司年初发行可转债（总额为 73 亿元），募集资金用于补充东方财富证券的营运资金，其中不超过 65 亿元用于扩大两融业务规模、提升市场份额，由于两融业务市占率提升存在滞后效应（投资者开通融资融券业务通常须在开户满 6 个月以后），预计随资本金的补充，公司两融业务有望继续高速增长。

图 22：东方财富证券两融业务排名



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

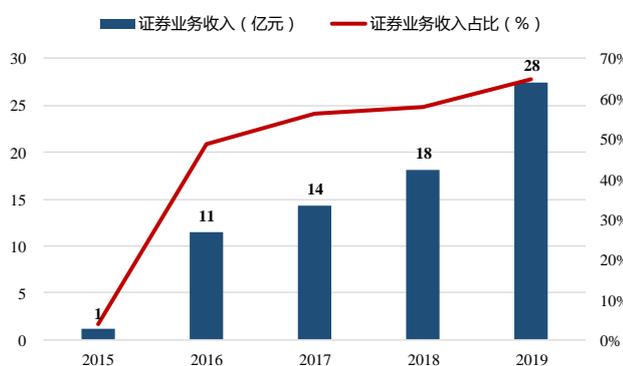
图 23：东方财富两融余额及市场份额持续上行



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

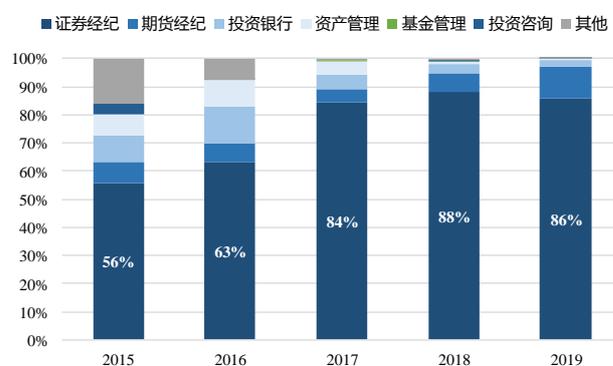
**证券业务业绩持续演绎高成长，收入占比超过五成。**在经纪业务和两融业务市占率快速提升的背景下，公司证券业务收入实现快速增长，2019 年，公司合并报表口径的证券经纪业务实现净收入 16.62 亿元(占手续费及佣金净收入的 85.69%)，同比增长 57.85%，收入占比从 2015 年的 3.9% 提升至 2018 年的 65.00%，成为公司收入的主要来源。从业务结构来看，东财证券目前仍以经纪业务和两融业务为主，2018 年以经纪业务为主的手续费及佣金净收入 11.96 亿元，同比增长 17.35%；利息收入 6.18 亿元，同比增长 48.76%，收入占比分别达到 38% 和 20%。近年来，东财证券基于其互联网渠道的流量优势，以经纪、两融业务为主的通道业务竞争力持续提升，驱动公司业绩持续演绎高成长，成功跻身 A 类券商。

图 24：东方财富证券业务收入及占比持续提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 25：东方财富证券 2015~2019 收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 2：东方财富证券（原西藏同信证券）各项业务的行业排名情况

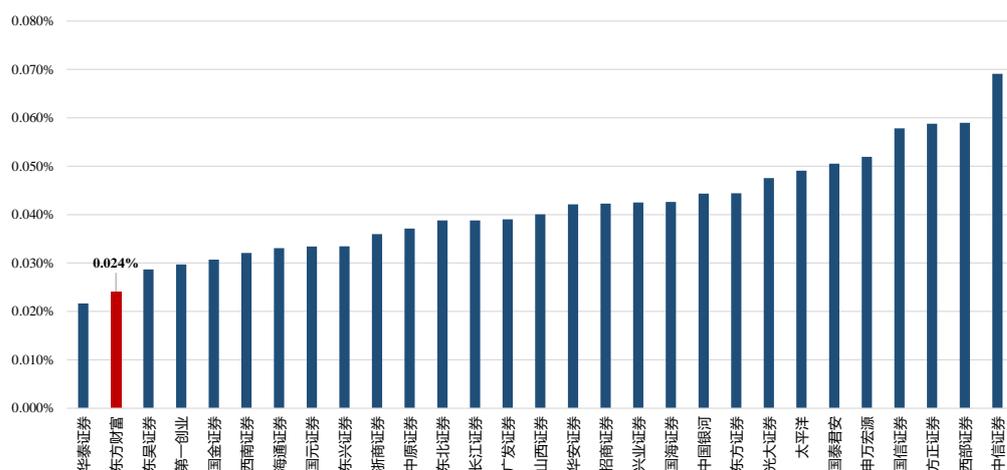
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
期末净资本规模排名	101	96	97	99	63	59	57	33
营业收入排名	78	83	76	82	66	51	40	37
净利润排名	79	88	76	92	62	37	22	26
经纪业务收入排名	77	77	75	72	46	24	20	17
代销金融产品收入排名	-	-	67	70	62	37	24	-
融资融券业务收入排名	-	-	82	78	74	45	25	21
成本管理能力排名	-	-	90	72	12	1	2	-
证券公司分类结果	CCC	B	BBB	BB	BBB	A	A	A

数据来源：中国证券业协会、东吴证券研究所

## 2.2. 互联网券商标杆，流量基础+成本优势+优质服务构筑核心竞争力

超低佣金率体现互联网证券特色，低成本运营保障利润同步增长。东财证券 2018Q1 经纪业务净佣金率约 0.024%（2017H1 行业平均 0.034%，2018H1 降至 0.033%），仅高于同期的华泰证券（佣金率 0.0216%），低廉的价格竞争优势明显，互联网证券特色鲜明。此外，尽管东财证券采取超低佣金率，但以互联网平台为主的经纪业务模式节省了大量开设线下营业部及招募投资顾问的成本，因而与传统券商相比，轻资产经纪业务运营模式的利润率更高，保障东财证券在低佣金率的战略下保持业绩同步增长。

图 26：2018Q1 东方财富与上市券商净佣金率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

平台导流优势显著，客户数量持续提升。我们前面提到，作为财经资讯和交易终端

的绝对流量龙头，东方财富网及旗下“股吧”累积的流量优势和客户粘性驱动公司证券业务客户数量持续提升（尤其 2015 年“一人一户”限制的取消，提升新开账户和存量账户转户便利性）。截止 2016 年底，公司累计客户 148.4 万（目前约 200 多万）。

**线上+线下全方位布局，迅速扩张公司零售证券业务版图。**线上方面，东财的互联网基因赋予其绝对优势（证券 APP 端用户数仅次于同花顺，远超其他券商）；线下方面，东财不断扩张其业务版图布局，建设相对低成本的轻型营业部，2017 年全年营业部数量翻倍增长，截止 2019 年 12 月，共拥有 148 家营业部和 12 家分公司，相较于年初分别增加 21 家、1 家，线上线下的结合进一步稳固互联网零售券商龙头地位。截至 2020 年 4 月底，东财经纪人数量达到 1656 人，位居市场第 9 位，积极拓展获客并满足零售客户的线下服务需求。我们认为，东财在 B 端（经纪人）和 C 端（APP）的生态布局最为健全，前期蓄力下后续有望最为受益市场回暖，零售证券业务版图有望进一步扩张。

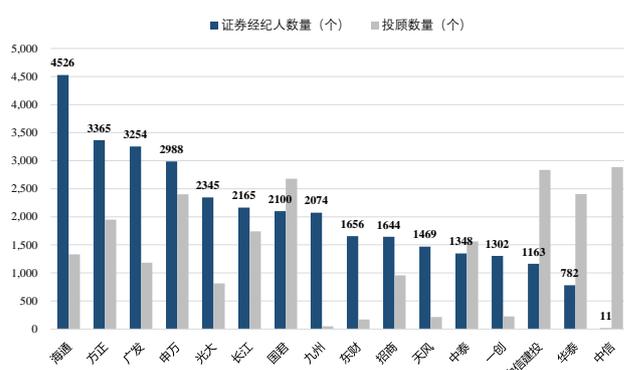
**优质的服务链条与服务质量，不断提升客户黏性。**东方财富 APP 提供包括智能开户办理、便携交易体验、特色行情资讯等在内的一站式服务，并实现 7\*24 小时全时段在线，全球财经资讯滚动直播；同时，东财 APP 拥有专业的投资交流渠道，“财富号”自媒体平台内各种专业财经自媒体团队均有入驻，例如红刊财经、叶檀财经、天弘基金等，同时用户可以通过悬赏问答方式实现精准互动交流，也可以在股吧平台上随时获取全面、及时、接地气的股市消息。东财依靠其不断完善的服务链条与专业的服务质量，提升客户黏性，形成了公司核心的竞争优势之一，为公司持续健康发展奠定了坚实基础。

图 27：2015~2019 东方财富证券网点数量



数据来源：公司年报&官网，东吴证券研究所

图 28：截至 2020/04/30 证券公司经纪人及投顾数量



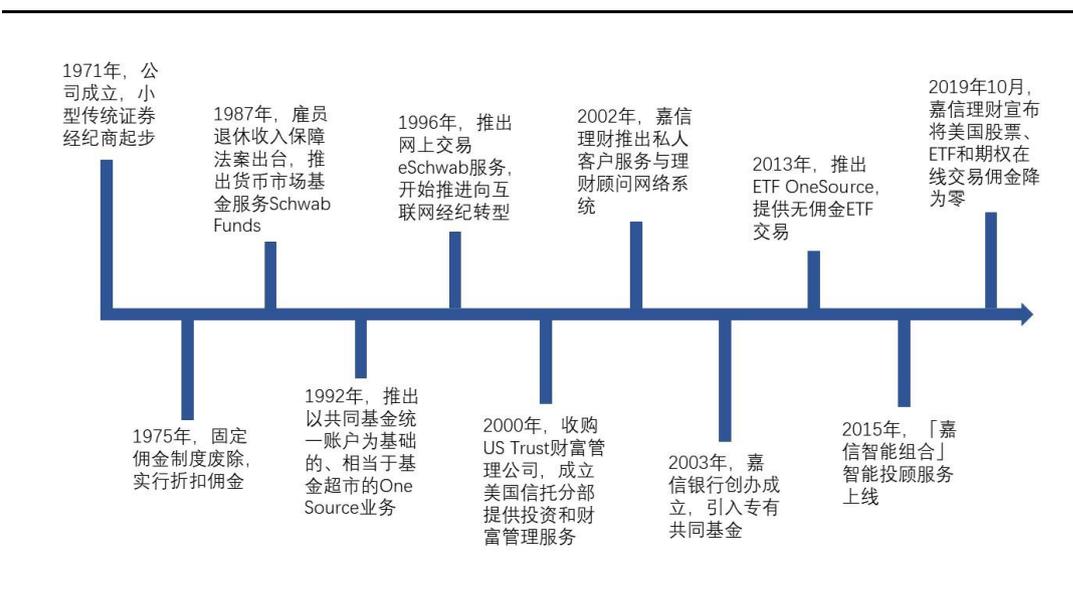
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 对标嘉信理财，打开长期发展空间

#### 3.1. 三次自我革新，铸就嘉信全美领先地位

嘉信理财（Charles Schwab）成立于1971年，是一家总部设立在旧金山的金融服务公司。公司提供资产管理和经纪交易等综合金融服务，是美国乃至全球最大的财富管理公司之一。嘉信理财发展阶段可归纳三个阶段：折扣经纪商、互联网券商和财富管理全服务型券商。嘉信理财每一次的转型都能抓住历史机遇，分享时代的红利，成就了全球财富管理龙头。嘉信理财成立之初，凭借折扣券商的定位，依托明显的价格优势，市场份额迅速扩大。然而折扣券商的低佣通道可复制性强，嘉信之所以能在几十年中保持强势，关键在于其总是能紧跟客户需求，并不断寻求技术层面创新。纵观嘉信理财的发展路径，从轻服务起步，经历了价格战，网络战，最终回归重服务、差异化的本质。低佣交易从原先的颠覆手段逐渐演变成整个行业的既定规则。后来嘉信陆续完成电子券商和全服务券商的转型，每一次转型都是紧跟客户需求，始终将客户导向放在公司战略的第一位。

图 29：嘉信理财的成长历程



数据来源：东吴证券研究所整理

#### 1971~1995年：反其道而行之，以折扣经纪业务抢占市场。

1975年美国取消统一佣金制，开始在证券交易中实行议价佣金制，大多数证券经纪公司采取降低机构投资者缴纳的佣金率，提高一般投资者缴纳的佣金率措施；在散户希望有更低的交易费用，而非捆绑咨询、顾问服务时，嘉信成为一个典型的折扣经纪商，将客户群体锁定在那些拥有自主投资意识的客户上，节省服务成本。1987年，美国出台了雇员退休收入保障法案，刺激美国居民的股票、基金的配置需求，尽管个人退休账户是一种特殊的产品，但银行业内人士仍把个人退休账户仅仅当成一种普通账户看待，对

客户开立和维持个人退休账户收年费，相关产品费用高昂。嘉信理财看准个人退休账户群体，快速抢占市场份额，推出了个人退休账户业务 IRA 以及货币市场基金服务 Schwab Funds，涵盖货币市场基金、股票基金、债券基金等多种类型基金服务，并于 1992 年推出以共同基金统一账户为基础的 One Source 业务，允许客户将多支证券资产和基金全部放入，便于管理，且无手续费，无交易费。嘉信理财依靠折扣佣金与基金超市的革新，实现市场份额的迅速扩大，客户数量与客户资产规模高速增长。

### 1996~2001 年：抓住电子经纪时机，实现从传统经纪向互联网经纪转型。

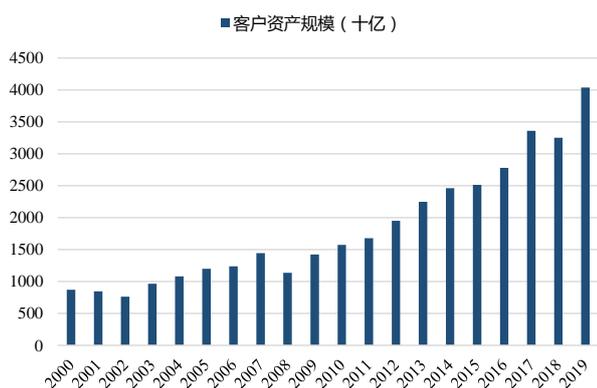
实行折扣佣金后公司面临重大竞争，折扣佣金可复制性强，折扣经纪公司相继涌现，且大多数公司收取的佣金低于嘉信理财；1995 年，互联网作用的凸显，许多银行、软件开发公司、保险公司和其他公司相继扩大产品线，竞争逐渐加剧。1996 年嘉信开始推进向互联网经纪转型，推出网上交易 eSchwab 服务，将嘉信旗下全部电子服务并入 eSchwab。至此，公司形成两种电子经纪渠道：第一种为电话频道，嘉信理财是第一个使用语音的电话服务识别技术为个人投资者提供实时报价的公司；第二种为电脑端的在线服务，于 1996 年第三季度推出，通过公司的万维网站点提供信息和交易服务。这些电子经纪渠道使投资者能够下订单、接受账户信息并获取实时证券市场信息。

### 2002 年至今：贯彻差异化竞争，财富管理转型提升客户黏性。

初入二十一世纪，网上经纪业务竞争进入白热化阶段，经纪业务同质化严重，许多大型投行也通过数字化平台收揽客户，为了寻求差异化，嘉信理财开展机构业务，涉及银行、资产管理、保险、养老金等多种业务的综合金融服务商模式，实行财富管理转型。2000 年，公司收购 US Trust 财富管理公司，成立美国信托分部，提供包括投资、财富管理、信托、金融和私人银行在内的服务，实现从证券经纪业务客户向财富管理客户的转移。2001 年公司提供各种基于网络的研究和分析工具，包括头寸监控器、股票筛选器、资产分配工具等，旨在帮助客户提供更好的投资成果。2003 年，公司成立嘉信银行，并引入专有共同基金，至此完成了涵盖证券经纪、财富管理和零售银行三大支柱业务的完整布局，公司的客户资产规模稳步提升。

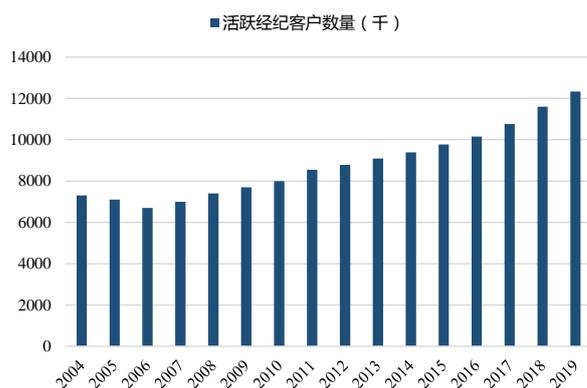
2019 年 10 月，嘉信理财实施“零佣金”政策，资产管理和利息净收入成为公司两大收入支柱，当前嘉信理财业务结构可视为两块业务的组合：赚取净息差的银行及赚取资产管理费的财富管理公司。2019 年度资产管理和净利息收入分别占 30.1%、60.8%，成为公司收入来源的两大支柱。嘉信近年高成长的驱动力在于平台化+客户成长。一方面，嘉信拥有强大的互联网平台和包含证券信托银行在内的综合投资渠道。另一方面，客户复用和成长是财富管理业务成长的基础。嘉信理财客户资产规模逐年上升，客户质量进一步提高，为其业务进一步发展奠定基础，截至 2019 年 12 月 31 日，嘉信理财拥有 4.04 万亿美元客户资产，活跃经纪客户数量达 1233 万。

图 30：2000~2019 年嘉信理财的客户资产规模



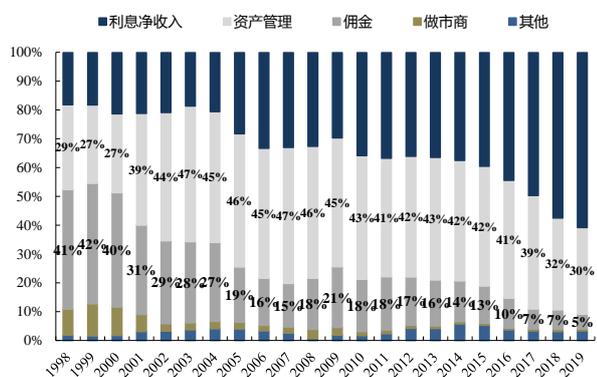
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 31：2004~2019 年嘉信理财的活跃经纪客户数量



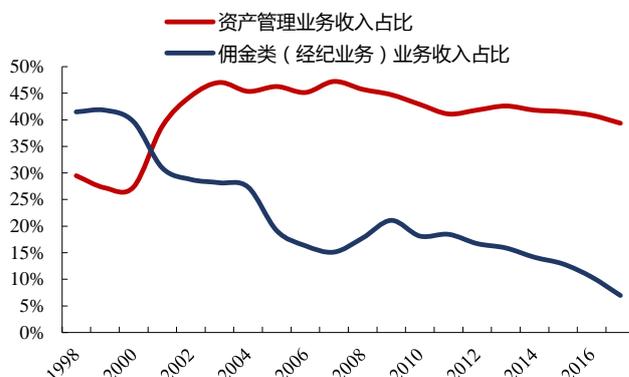
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 32：2000~2019 年嘉信理财的业务收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 33：1998~2019 年资管类/佣金类业务收入占比情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. 从小型证券经纪商成长为财富管理巨头，嘉信理财成功原因何在

嘉信理财于 1987 年在纽交所上市，30 年来市值提升约 30 倍（目前市值约 471.01 亿美元，在美股证券公司中仅次于大摩和高盛）。截止到 2019 年底，公司共计管理客户资产 4.04 万亿美元，1230 万活跃证券账户，在全美 48 个州设有 360 多家营业部。从估值上来看，嘉信理财(约 3xPB, 17xPE)，显著高于传统投资银行如摩根士丹利(约 1xPB, 9xPE)。纵观嘉信从小型证券经纪商到财富管理巨头的成长之路，嘉信理财成功的原因可以分为三部分：前瞻性的眼光与举措，不断拓宽的业务面和永不停止的创新步伐，始终如一以客户为导向的理念。

图 34：嘉信理财 PE 水平总体高于传统投资银行



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 35：嘉信理财 PB 水平总体高于传统投资银行



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### 前瞻性的眼光与举措，是嘉信成功的重要原因。

嘉信在成立初期，就曾推行第一个“经纪操作和交易分析”系统，大大降低处理订单成本，提高精确度；后来又推出“均衡器”、“街上聪明人”等网络工具，得到了不少公众的好感。1996 年，嘉信顺理成章推出“eSchwab”，成为第一个涉足电子商务的经纪商，敏锐地握住了历史机遇，尽管此后美国相当一批证券公司纷纷开始重视电子商务，互联网经纪进入大发展时期，但最早进入该领域的公司往往能够取得最高的市场份额。1996 年一年内，嘉信理财账户 Schwab One 的客户数量上涨 29%，达到 96 万个；客户资产规模增加 42%，达到 1147 亿美元。个人退休账户业务 Schwab IRA 中，活跃的个人退休账户增加 20%，达到 134 万户，客户资产增加 35%至 654 亿美元。

### 不断拓宽的业务面，从未停滞的创新步伐，铸就嘉信成为行业龙头。

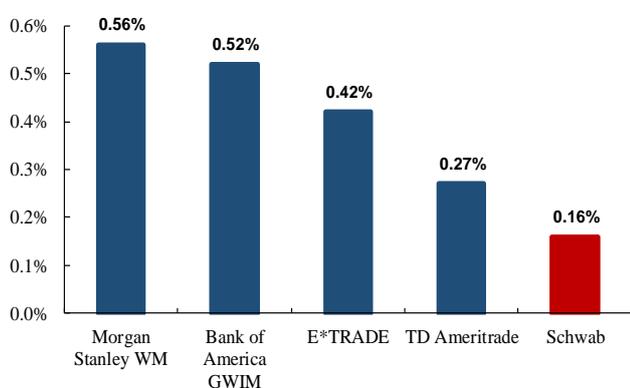
2002 年财富管理转型开始，公司不断拓宽业务面：首先，成立嘉信银行，为所有客户提供银行服务，以补充其现有的服务资产和财富管理能力；其次，公司设计嘉信理财专有基金，包括主要投资于美国小型公司的 Schwab 小型股股票基金 (TM)，以及主要投资于支付股息股票的 Schwab 股息股票基金 (TM) 以及核心固定收益共同基金 Schwab GNMA 基金等，完善公司的资产管理业务；除此之外，2008 年金融危机后，公司大力发展智能投顾业务，上线“智能投资组合管理系统”，实行零咨询费率。目前嘉信理财已完成从零售证券商到综合财富管理平台增长逻辑的变化，提供多元化和一站式的便捷服务，成长性和抗市场风险能力均达到较高水平。

### 始终如一以客户为导向的理念，是嘉信屹立不倒的核心。

嘉信理财从创办开始，坚持以客户为导向的公司战略：1) 自成立初期实行折扣佣金起，公司将低佣金的理念贯彻至今，经纪业务平均每笔有偿交易佣金逐年下滑，至 2019 年 10 月，公司宣布开启零佣金时代，宣布公司在线交易不再收取佣金费用，这一降价

与公司希望所有人都能进行投资的愿景一致；2) 对公司成长起决定性作用的互联网经纪转型来源于公司对客户便利性的思考，实施网上交易前，客户需要使用分支机构获取市场信息、开设账户、交付和接受支票和证券等服务，但大多数分支机构活动都是通过现场、人工电话和邮件进行的，交易效率低下。开通电子经纪既开放客户便利，也提升公司竞争力。近年来，公司的客户平均资产管理成本率显著低于摩根财富管理部门、美银美林、Etrade 等相关同业。嘉信理财从小型传统证券经纪商成长为财富管理龙头，始终不变以客户为导向，这可以提高公司的价值主张和竞争地位，有助于嘉信理财的客户总资产和客户规模的长期增长，从而帮助建立长期的股东价值。

图 36: 2017 年嘉信理财及同业的客户资产管理成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 37: 1995~2017 年嘉信理财平均每笔有偿交易佣金



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

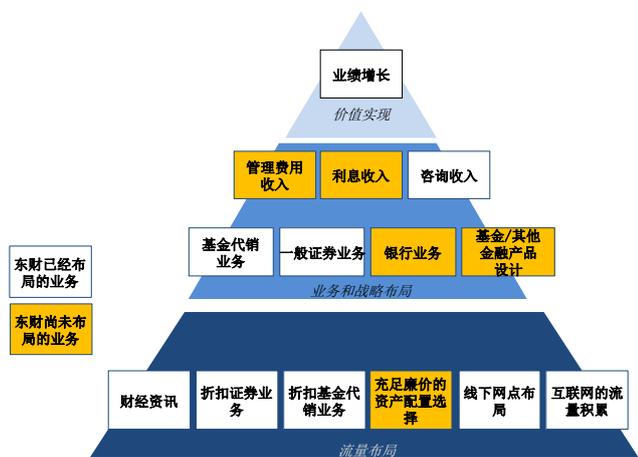
### 3.3. 对标嘉信理财，东方财富的嘉信之路走到了哪里

#### 互联网折扣经纪：同样的发展起点和方向。

嘉信理财创立之初的定位就是为客户提供低价服务的折扣经纪商，起始战略就是通过低价战略覆盖大部分长尾客户。在以地推和电销为主的 70-80 年代，这一思路并未发挥太大威力。随着 90 年代互联网的逐步普及，公司于 1995 年推出网络折扣经纪业务，利用低佣金策略吸引了大量中小散户。客户规模和营收水平持续增加，1995~2000 年年化增速 36%，佣金收入占比 50% 左右，是主要收入来源。目前嘉信理财已完成从零售证券商到综合财富管理平台增长逻辑的变化，提供多元化和一站式的便捷服务，成长性和抗市场风险能力均达到较高水平。截至 2019 年末，东方财富的 ROE 水平为 8.6%，较嘉信理财的 19% 还有较大差距。东方财富的三大利润支柱——一般证券业务、基金代销业务和融资融券业务，在产品布局、产品设计和综合性财富管理平台建设上和嘉信理财相比还有所缺陷：1) 1990 年，嘉信理财发行了旗下第一款自有产品货币基金，次年嘉信上线第一只指数基金 Schwab 1000 指数基金，随着资管行业的发展，目前嘉信资管旗下管理多种主动型和被动型产品；东财基金目前上线 4 只指数基金，在基金及其他产品创设上仍有较大发展空间。2) 除了丰富的基金产品线外，嘉信理财提供充足的投资顾问服

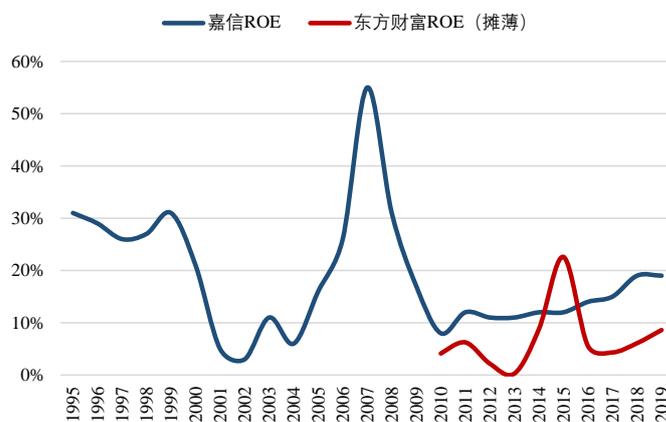
务与资产配置选择，2015 年推出智能投顾系统、2017 年上线综合人工理财顾问及自动化智能投顾的“混合型理财服务”，截至 2019 年，嘉信理财实现咨询服务收入 12.0 亿元；东财的投顾服务尚处于起步阶段，随着公司 2018 年获得公募基金牌照，开启财富管理新时代，预计未来东方财富会在嘉信之路上更进一步。

图 38：东方财富对标嘉信理财的业务布局情况



数据来源：东吴证券研究所整理

图 39：东方财富与标嘉信理财仍有财的 ROE 对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**对标嘉信，东方财富发行可转债补充资本，加速拓宽业务面。**

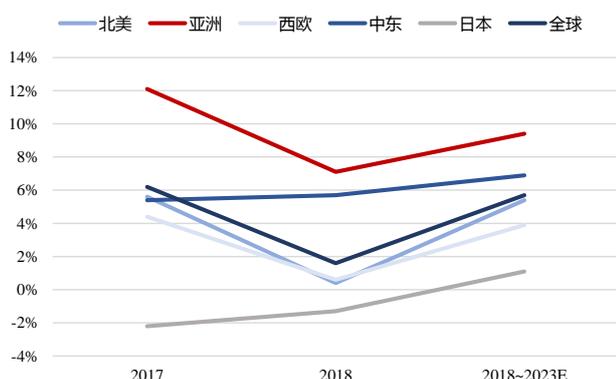
从国际经验来看，嘉信理财提供了一个从互联网零售证券成功转型财富管理的范本。东方财富当前的发展态势对标嘉信理财的成长道路，首先公司目前已基本具备在财富管理平台搭建中所需的主要牌照——公募基金管理、基金销售（公募/私募/资管/信托等）、券商（A 股及海外市场交易及融资），在金融监管进一步趋严的背景下拥有显著的先发优势；其次，公司年初发行可转债补充东方财富证券的运营资金，用于扩大公司两融规模、提升市场份额，有望加速推动公司的高成长。对标嘉信理财，未来公司在基金产品创设、投资顾问，客户资产配置等诸多领域大有可为。

**顺应中国市场财富管理黄金期，东方财富未来发展空间可观。**

与美国不同，中国个人投资者交易金额占投资者买卖交易八成以上，机构投资者交易占比较少，但自 2017 年起有逐渐上升趋势。自上而下来看，在中国散户机构化，现金产品化的大趋势下，财富管理领域或将迎来快速发展的黄金周期。公司成功切入财富管理业务，将充分受益于财富管理行业的大发展。首先，亚洲地区全球金融财富增速领先全球，预计 2018 至 2023 年增速达到 9.4%，据波士顿统计，2018 年中国在亚洲地区财富总额中占比高达 57%，中国市场将成为全球财富增长新引擎，蕴含财富管理行业新的发展机遇。其次，2018 年至今我国指数基金开始快速增长，截至 2019 年 6 月 30 日，中国指数基金规模达 10747 亿元，同比增长 39%，在全市场占比由去年同期的 4% 增长为 7%，资源配置需求逐渐起色，被动投资逐渐受追捧，成为资管行业的新增长点，东方财富基于客户资源、平台系统、运营成本三大天然核心优势，业绩有望维持高增，未

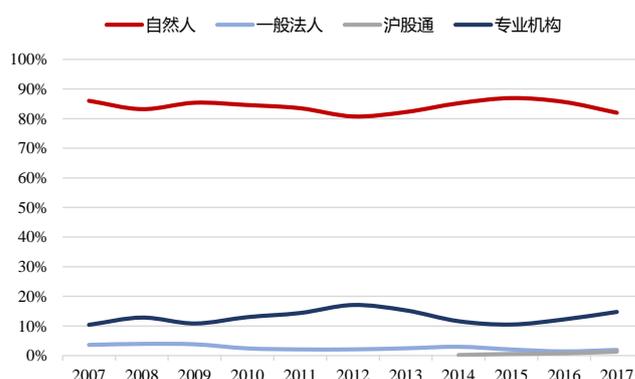
来发展空间较大。最后，相较于美国，中国的经纪业务降佣空间大，在全美实行零佣金浪潮的同时，中国 2020 年一季度行业佣金率水平为 0.0278%，中国券商佣金率持续趋势性下滑，把握时期财富管理转型，关注投顾、资产管理领域，是东方财富顺应市场趋势、扩大发展空间的必然选择，公司顺应中国市场财富管理黄金期，未来前景非常可观。

图 40：2017~2023E 全球金融财富增速



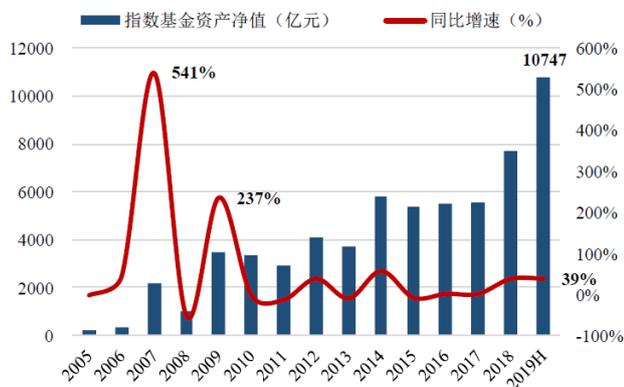
数据来源：BCG《2019 年全球财富报告：升级业务模式，重燃增长动力》，东吴证券研究所

图 41：2007-2017 上交所投资者买卖交易占比



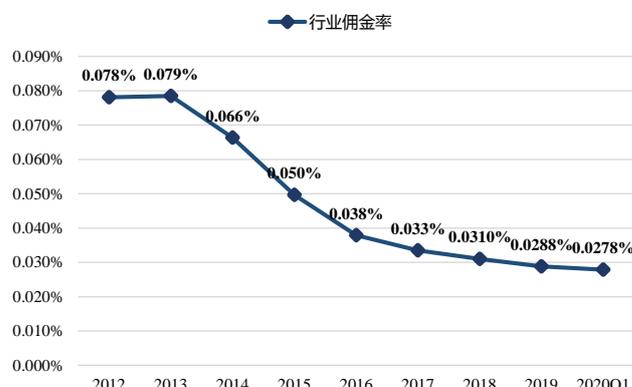
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 42：2005~2019H 中国指数基金规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：2012~2020Q1 行业佣金率走势



数据来源：交易所，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

公司可转债发行增强资本实力，证券业务进一步扩张，叠加基金上线，财富金融生态圈布局逐步完善，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 32.23、42.96 亿元，维持“买入”评级。

表 3：东方财富财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>56159</b>	<b>98203</b>	<b>116912</b>	<b>146789</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4232</b>	<b>5983</b>	<b>7317</b>	<b>8817</b>
货币资金	25011	42629	41038	52722	证券业务收入	3789	4281	5420	6769
结算备付金	3368	5330	5100	7547	金融电子商务收入	1275	1346	1470	1545
融出资金	15939	33440	53000	67600	金融数据服务	192	230	310	345
交易性金融资产	5006	11131	12244	13469	广告服务及其他	87	126	117	158
应收账款	314	288	297	289	<b>营业总成本</b>	<b>2379</b>	<b>2418</b>	<b>2720</b>	<b>2942</b>
预付款项	86	91	74	79	营业成本	391	444	500	540
其他应收款	4333	3309	2978	2680	税金及附加	41	39	47	56
存出保证金	1070	704	845	1014	销售费用	364	389	439	485
买入返售金融资产	967	1007	1007	1007	管理费用	1289	1167	1317	1481
其他流动资产	65	50	100	150	研发费用	305	329	366	317
<b>非流动资产</b>	<b>5672</b>	<b>5509</b>	<b>5560</b>	<b>5617</b>	财务费用	-12	53	59	71
发放贷款及垫款	13	17	17	17	信用减值损失	-21	-3	-7	-9
长期股权投资	466	513	564	620	公允价值变动净收益	-7	8	234	554
固定资产	1558	1676	1676	1676	投资收益	271	234	258	330
无形资产	180	180	180	180	其他收益	49	49	49	49
<b>资产总计</b>	<b>61831</b>	<b>103712</b>	<b>122472</b>	<b>152405</b>	<b>营业利润</b>	<b>2142</b>	<b>3857</b>	<b>5138</b>	<b>6808</b>
<b>流动负债</b>	<b>39377</b>	<b>44808</b>	<b>42976</b>	<b>60238</b>	<b>利润总额</b>	<b>2128</b>	<b>3857</b>	<b>5138</b>	<b>6808</b>
短期借款	403	310	310	310	减：所得税	296	634	843	1055
应付短期融资券	4187	4200	4200	4200	<b>净利润</b>	<b>1831</b>	<b>3223</b>	<b>4296</b>	<b>5752</b>
应付账款	116	90	90	90	减：少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	153	137	137	137	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1831</b>	<b>3223</b>	<b>4296</b>	<b>5753</b>
卖出回购金融资产款	3199	3679	4231	4865					
应付职工薪酬	276	135	191	262	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
应交税费	77	35	35	35	毛利率	50.62%	64.46%	70.22%	77.21%
其他应付款	531	649	519	415	销售费用率	8.60%	6.50%	6.00%	5.50%
代理买卖证券款	29627	35451	33150	49810	管理费用率	30.46%	19.50%	18.00%	16.80%
<b>非流动负债</b>	<b>1242</b>	<b>35631</b>	<b>52316</b>	<b>59751</b>	研发费用率	7.22%	5.50%	5.00%	3.60%
应付债券	1223	8195	4097	4917	财务费用率	-0.28%	0.89%	0.80%	0.80%
<b>负债合计</b>	<b>40619</b>	<b>80440</b>	<b>95292</b>	<b>119989</b>	营业总收入增速	35.48%	41.38%	22.30%	20.50%
归属于母公司股东权益	21212	23269	27176	32411	归母净利润增速	91.02%	76.00%	33.29%	33.91%
少数股东权益	3	4	5	5	EPS	0.27	0.48	0.64	0.86
<b>负债和所有者权益</b>	<b>61831</b>	<b>103712</b>	<b>122472</b>	<b>152405</b>	P/E	67.48	38.34	28.76	21.48

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **市场交投活跃度下降**: 市场交投活跃度下降将直接影响到成交量及两融余额, 东财证券的经纪业务收入及佣金净收入和利息净收入将受到直接影响;
- 2) **基金代销市场竞争激烈**: 互联网巨头的崛起可能会对天天基金造成冲击;
- 3) **东财证券市占率提升不及预期**: 互联网巨头的崛起可能会对天天基金造成冲击;
- 4) **财富管理发展不及预期**: 东财基金刚起步, 后续发展仍存在不确定性。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>