



Research and
Development Center

持续增长的东方财富，骨子里的互联网基因 —— 东方财富（300059.SZ）深度报告

2020年07月23日

王舫朝 非银金融行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

东方财富 (300059.SZ)

买入 增持 持有 卖出

首次评级

东方财富相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020. 7. 22)

收盘价(元)	26.69
52周内股价波动区间(元)	10.71-29.63
最近一月涨跌幅(%)	38.86%
总股本(亿股)	80.61
流通 A 股比例(%)	81.2
总市值(亿元)	2151.47

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

持续增长的东财证券，骨子里的互联网基因

2020 年 07 月 23 日

本期内容提要：

- ◆ **依托渠道价值，保证流量稳定变现。** 公司是国内领先的综合互联网零售商，核心流量优势持续保领先。2012年2月，天天基金网获得首批基金销售业务资格，公司正式开展基金代销业务。天天基金充分发挥平台引流与财经服务专业性的优势，在互联网竞争激烈下基金代销支数仍稳居第一，流量龙头地位不容小觑。目前基金代销业务的变现能力良好，保证了公司业务不受挑战。
- ◆ **零售证券持续发力，市占率稳步提升。** 公司2015年转型互联网零售证券，证券业务收入2016年超过代销收入成为第一大收入来源。东财证券凭借流量、低佣金以及优异的服务，平台使用者转化带动了经纪业务规模的增长。经纪业务市占率从收购同信时的0.3%大幅提升至目前的超过3%，未来有望进一步提升至5%-6%。两融业务市占率也随之提升，互联网轻资产模式下规模的稳步提升也带来了成本的边际下降，利润有望加速释放。另外，年初发行73亿可转债主要用于补充两融业务资本金，支撑两融业务规模的快速扩张。凭借低佣金率和低成本模式以及借鉴海外互联网券商份额向头部集中的经验，我们预计东财市占率仍有望进一步提升。
- ◆ **财富管理未来具备较大发展空间。** 公募业务获批有望打开财富管理蓝海。东财差异化切入低净值客户群体，在现金管理类产品方面具备优势储备。此类产品更能发挥东财的流量优势，形成天然的规模优势，同时也更契合低净值客户群体稳定收益率的需求。其次、凭借天天基金网丰富的产品库，有望为客户提供更全面更丰富的资产配置方案。第三、从当前我国资管总量以及居民可投资资产总量来看，资产管理规模仍有较大发展空间。财富管理通过轻资产模式，有望提升公司ROE水平。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们采用分部估值法，对证券业务采用 PEG 估值法，其他业务采用 PE 估值法，我们预计 2020 年估值为 2912 亿元，对应目标价 36.12 元。考虑到公司未来仍具备较高的成长性，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 证券市场活跃度提升，证券业务市占率继续提升，财富管理业务发展超预期。
- ◆ **风险因素：** 证券市场景气度波动影响的风险；基金代销竞争进一步加剧的风险；财富管理发展不及预期的风险。

重要财务指标

2018A

2019A

2020E

2021E

2022E

营业总收入(百万元)	3,124	4,232	7,427	8,874	9,994
增长率 YoY %	22.67%	35.45%	75.51%	19.48%	12.63%
归属母公司净利润(百万元)	959	1,831	3,412	4,422	5,148
增长率 YoY%	50.53%	91.02%	86.32%	29.61%	16.40%
毛利率%	88.1%	90.8%	91.00%	91.50%	91.80%
净资产收益率 ROE%	6.11%	8.63%	13.26%	14.83%	14.91%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.27	0.42	0.55	0.64
市盈率 P/E(倍)	143.88	97.88	63.06	48.65	41.79
市净率 P/B(倍)	8.79	8.45	8.36	7.21	6.23

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 07 月 22 日收盘价

目 录

外延式布局打造互联网金融龙头.....	1
外延布局发展历程.....	1
股权结构清晰稳定.....	1
主营业务构成情况.....	3
强势核心实力维护行业领先地位.....	4
互联网与金融交叉融合，朝阳行业发展空间广阔.....	4
用户资源营销渠道优势，夯实公司行业领先地位.....	6
依托渠道价值保证流量稳定变现.....	8
基金代销竞争加剧.....	8
规模增长变现稳定.....	10
收购同信证券实现公司战略转型.....	12
互联网冲击促券商转型.....	12
依靠收购加速公司转型.....	14
互联网金融服务平台综合运营商.....	19
四大业务协同发展互联网生态圈，拓宽平台服务范围延伸服务链条.....	19
设立公募基金，财富管理再提速.....	17
设立基金管理公司，基金业务开始向上游生产端转型.....	17
财富管理将引领智慧化、一站式、差异化服务长尾客户的发展趋势.....	18
对标嘉信理财，打开业绩成长空间.....	18
短期贝塔、长期阿尔法实现共振.....	19
短期：改革力度超预期，市场成交量放大.....	20
长期：公司具有较好业绩弹性和估值弹性.....	21
盈利预测.....	21
估值.....	24
风险分析.....	25

表 目 录

表 1: 公司前十大股东持股明细（2020 年第一季度）.....	2
表 2: 东方财富网在日均访问次数和日均访问时长市场份额居同类财经网站第一.....	7
表 3: 2019 年天天基金网用户使用情况.....	10
表 4: 东方财富收入预测表（百万元）.....	22
表 5: 证券业务同业比较.....	25
表 6: 互联网金融业务同业比较.....	26
表 7: 东方财富分部估值表.....	27

图 目 录

图 1: 不断尝试外延式布局发展.....	1
图 2: 公司股权结构图	2
图 3: 公司 2019 年主营业务收入构成	3
图 4: 公司 2007 年以来各项业务收入变化趋势	3
图 5: 公司 2010 年以来营业收入变化趋势	4
图 6: 公司 2010 年以来归母净利润变化趋势	4
图 7: 公司十年主营业务收入构成百分比变化趋势	4
图 8: 中国网民规模和互联网普及率不断攀升	5
图 9: 中国手机网民规模和占比快速增长	5
图 10: PC 端财经网站月均覆盖人数（万人）	6
图 11: 2020 年 4 月 PC 端财经网站月度覆盖人数（万人）	6
图 12: 2020 年 5 月证券服务类 APP 月均活跃用户数（万人）	7
图 13: 其他（除券商、银行之外）基金代销机构数量增幅最大	9
图 14: 2016 年前后第三方销售机构费用定价对比	9
图 15: 公司基金代销业务量不断扩展	11
图 16: 公司代销基金数量前五名机构	11
图 17: 代销业务销售额和交易笔数	12
图 18: 基金代销业务收入和占比	12
图 19: 美国网上证券经纪公司和网上证券业务发展四个阶段	12
图 20: 美国网上证券经纪公司和网上证券业务发展四个阶段	13
图 21: 东方财富证券经纪业务市占率	15
图 22: 东方财富证券在收购完成后业务量大增	16
图 23: 两融业务市场份额快速增长	16
图 24: 东方财富货币资金储备不足，未来证券业务发展空间很大	16
图 25: 打造国内领先互联网金融服务平台综合运营商	19
图 26: 公司业务的链条延伸和完善	20
图 27: 东方财富过去五年 PB Band	24

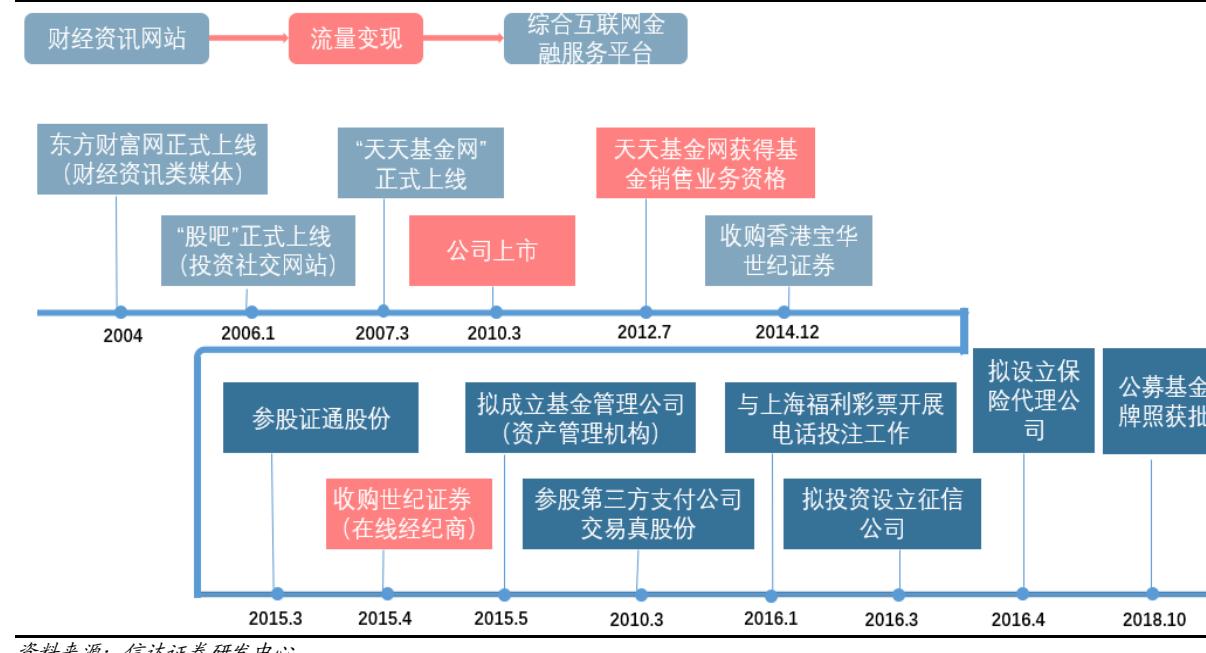
外延式布局打造互联网金融龙头

外延布局发展历程

公司成立于 2005 年，旗下的核心网站“东方财富网”属于财经资讯类媒体，主要业务是向互联网用户提供综合性的财经资讯和金融信息服务，同时开展互联网广告服务业务。公司通过传统业务发展，积累了丰富的用户，形成了良好的销售渠道优势和互联网流量优势。

在此基础上，公司不断尝试外延式布局发展，拓展新的业务板块，以“东方财富网”为核心，着力实现流量变现，打造国内领先的互联网金融服务平台综合运营商。其中，公司最重要的三次业务板块拓展分别为：2007 年设立天天基金网并取得基金销售业务资格；2015 年收购西藏同信证券；2018 年公募基金牌照获批。

图 1：不断尝试外延式布局发展



股权结构清晰稳定

根据公司 2020 年第一季度报告，公司前十大股东持股合计为 35.31%。

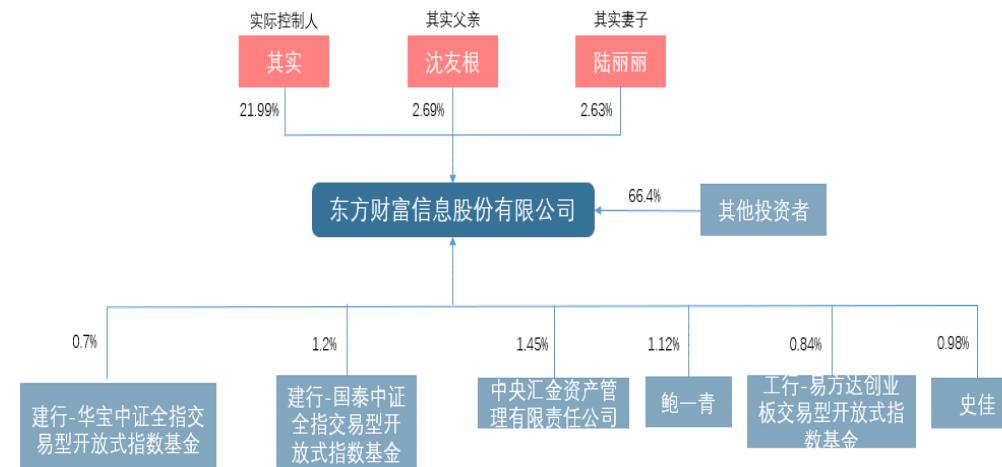
公司董事长、实际控制人其实先生个人持股 22%，前十大股东中其他股东持股均在 5%以下。前十大股东中第二名沈友根和第三名陆丽丽与其实先生为父子和夫妻关系，三人合计持股 27.3%。

表 1：公司前十大股东持股明细（2020 年第一季度）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
其实	1476744144	22.0%	限售流通 A 股, A 股流通股
沈友根	180592313	2.7%	A 股流通股
陆丽丽	176924032	2.6%	A 股流通股
香港中央结算有限公司(陆股通)	114526482	1.7%	A 股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	97255987	1.5%	A 股流通股
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基	80331317	1.2%	A 股流通股
鲍一青	75345161	1.1%	限售流通 A 股, A 股流通股
史佳	65807270	1.0%	限售流通 A 股, A 股流通股
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基	56107820	0.8%	A 股流通股
中国建设银行股份有限公司-华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基	46947117	0.7%	A 股流通股
合 计	2370581643	35.31%	

数据来源：Wind, 信达证券研发中心

图 2：公司股权结构图



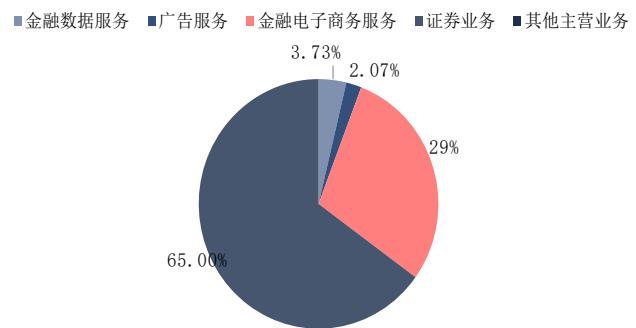
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

主营业务构成情况

公司目前主要业务有证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务业务等。

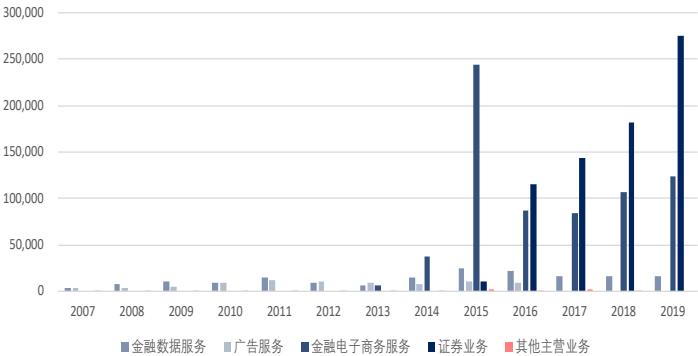
2019年,公司实现营业总收入42.32亿元,同比上升35.48%,实现归属于上市公司股东的净利润18.31亿元,同比上升61.39%。2019年,公司主营收入构成中,证券业务收入27.5亿元,占比65%;金融电子商务服务业务(基金代销业务)收入12.36亿元,占比29%;金融数据服务业务收入1.6亿元,占比3.73%;广告服务业务收入0.87亿元,占比2.07%。

图3: 公司2019年主营业务收入构成



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

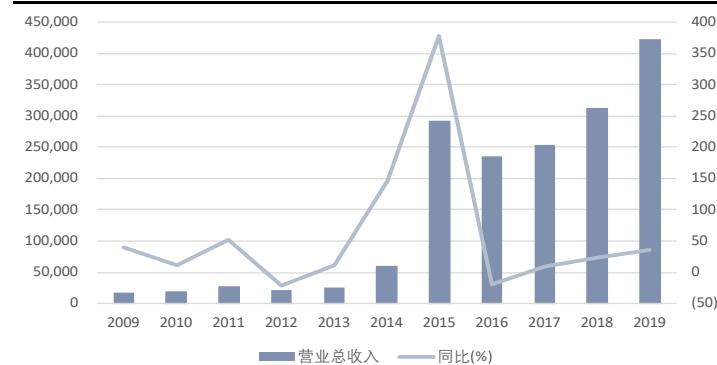
图4: 公司2007年以来各项业务收入变化趋势



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

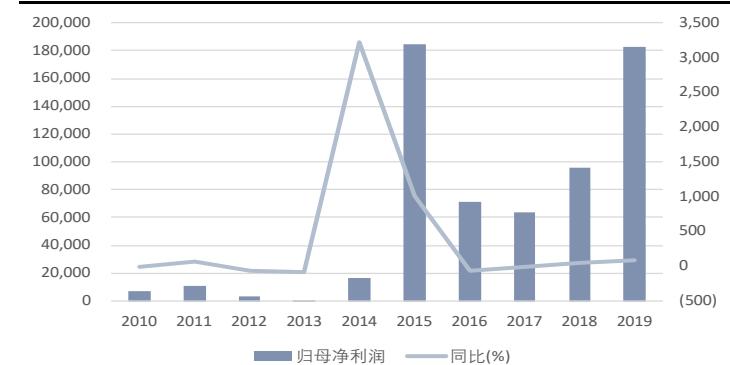
从公司收入结构变化来看,体现了互联网基因带给公司的“二次曲线”特征。2015年由于证券业务并表且基金代销业务火爆带动公司业绩高增,2017年起证券业务收入占比达56%,首次超过基金代销业务。后随着公司经纪业务和两融业务市占率的不断提升,证券业务逆势增长,2018年证券行业利润整体下滑41%,公司实现50.5%同比增长。基金代销业务近年来销售额持续增加,由于费率调低,对公司业绩影响下降。

图 5: 公司 2010 年以来营业收入变化趋势



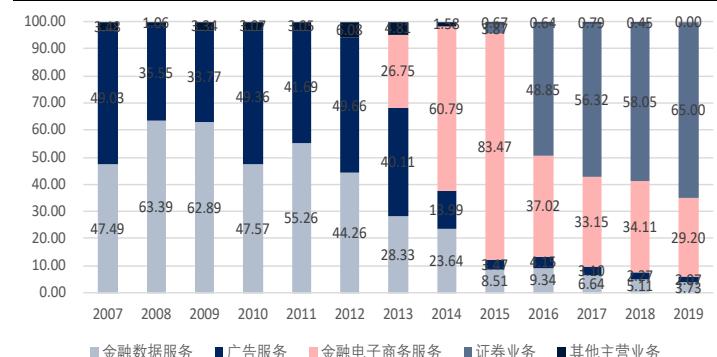
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司 2010 年以来归母净利润变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 公司十年主营业务收入构成百分比变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

强势核心实力维护行业领先地位

互联网与金融交叉融合，朝阳行业发展空间广阔

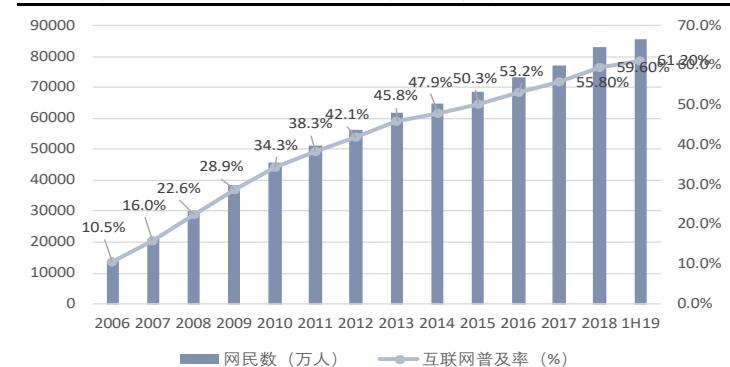
公司所处的互联网金融服务行业，属于互联网行业与金融服务业的交叉融合行业，是新兴朝阳行业，具有广阔的发展空间。

互联网行业飞速发展

随着我国信息基础设施和网络技术的不断完善，互联网行业飞速发展。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第 39

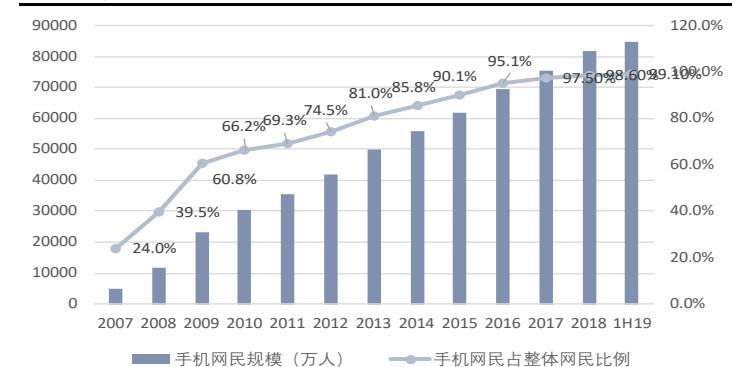
次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2019 年 6 月，我国网民规模达 8.5 亿，普及率达到 61.2%。全年共计新增网民 5283 万人，增长率为 6.6%。中国网民规模已经相当于欧洲人口总量。截至 2019 年 6 月，我国手机网民规模达 8.5 亿，过去三年年复合增长率达 8.9%。

图 8：中国网民规模和互联网普及率不断攀升



资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查, 信达证券研发中心

图 9：中国手机网民规模和占比快速增长



资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查, 信达证券研发中心

互联网普及率及手机网民规模的不断提升，中国上市互联网企业数量不断攀升。截至 2019 年底，我国境内外上市互联网企业数量达到 135 家，总体市值为 11.12 万亿人民币。同时，互联网的快速发展，网络环境日趋完善，用户体验不断得到提升，促进了互联网用户规模，特别是移动互联网用户规模持续提升，为互联网金融行业发展奠定了坚实基础。

投资需求的持续增长

根据中国证券登记结算有限责任公司最新统计，投资者数量持续增加，截至 2019 年 2 月 22 日，期末投资者数为 14807.48 万。截至 2018 年，我国个人持有的可投资资产规模已达 190 万亿元，其中资产大于 1000 万的高净值人群的可投资资产规模达到了 61 万亿元。在巨大的投资需求下，我国居民对金融资产的配置也越发重视，2008 年至 2018 年居民金融资产配置增长 3.8 倍，民众理财意识提高，资产保值增值的意愿高涨。

目前在大资管行业中，银行理财产品仍占据首要地位，但多种类型的金融资产也在快速增长，其中专业的资产管理机构——基金，也在增长迅速。根据中国证券投资基金管理协会的统计数据，截至 2020 年 5 月底，我国境内共有公募基金管理公司 143 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 13 家，保险资管公司 2 家。以上机构管理的公募基金资产合计 17.64 万亿元。

随着我国投资者投资需求的持续增长，为互联网金融服务行业奠定了发展空间，互联网金融服务行业将迎来非常大的发展机遇。

遇。

用户资源营销渠道优势，夯实公司行业领先地位

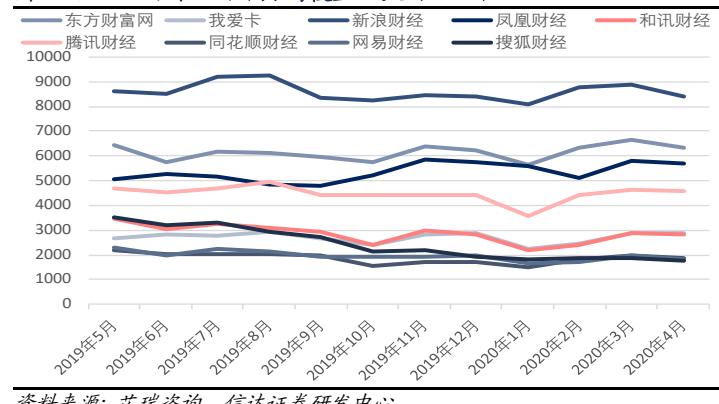
用户资源优势明显，数量粘性傲视群雄

经过多年的发展，公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台，在同类型的垂直财经网站中一直处于龙头地位。作为互联网金融服务平台，公司流量优势突出，竞争实力傲视群雄，为公司提供了优质的变现基础和业务转型机会。另外，“股吧”是中国用户访问量最大的互联网财经互动平台之一，陌生用户之间可以分享投资经验以及评论文章等形成互动，增强了用户粘性。“东方财富网”、“股吧”的重要作用就是向东方财富证券导流实现平台用户转化，并拓宽流量变现的渠道。

用户数量

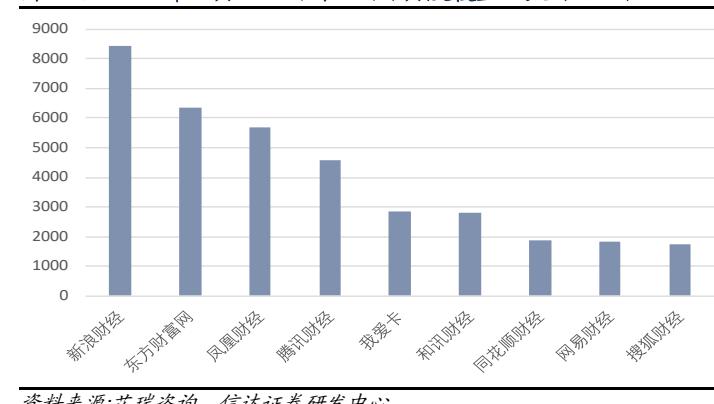
根据艾瑞咨询 PC Web 指数，过去一年（2019 年 5 月至 2020 年 4 月）财经资讯类互联网网站月均覆盖人数数据可以看出，东方财富网月均覆盖人数一直处于行业领先水平。截至 2020 年 4 月，东方财富网 PC 端月度覆盖人数达到 6353 万人，仅次于新浪财经，远超过 Top10 其他财经网站凤凰财经、腾讯财经、和讯财经、同花顺财经、网易财经、搜狐财经等。

图 10：PC 端财经网站月均覆盖人数（万人）



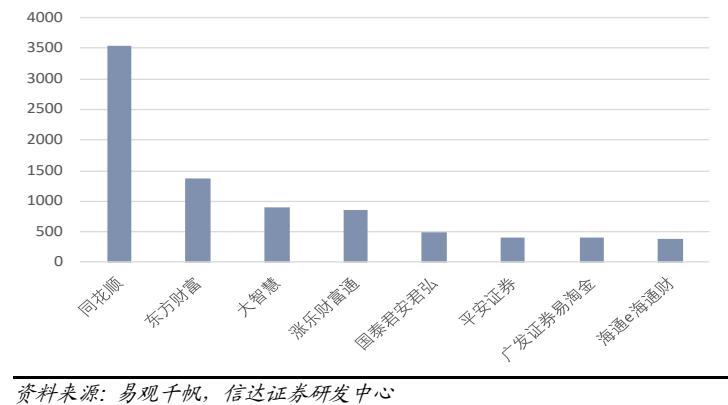
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 11：2020 年 4 月 PC 端财经网站月度覆盖人数（万人）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 12: 2020 年 5 月证券服务类 APP 月均活跃用户数 (万人)



资料来源: 易观千帆, 信达证券研发中心

公司移动端布局稍晚, 在 APP 月活用户数与同花顺有较大差距。易观千帆数据显示, 截止 2020 年 5 月, 东方财富 APP 月活跃用户 1382.2 万人, 而同花顺为 3542.4 万人, 但远超过同期大智慧、华泰证券涨乐财富通、国泰君安君弘月活数。

用户粘性

根据中国互联网信息中心监测, 从 2012 年初至今财经资讯类互联网网站日均访问次数和日均访问时长数据可以看出, 东方财富处于行业龙头地位, 优势明显。2017 年 5 月, 东方财富网在日均访问次数和日均访问时长市场份额占比分别为 35.94% 和 30.73%, 居同类财经网站第一, 网站用户粘性高。根据艾瑞数据监测, 2016 年 5 月至 2017 年 4 月, PC 端东方财富网月度人均浏览时间约为 53 分钟, 是位列第二的同花顺的三倍有余, 亦可见网站用户粘性极强。

表 2: 东方财富网在日均访问次数和日均访问时长市场份额居同类财经网站第一

(%)	日均访问次数	日均访问时长
东方财富网	35.94	30.73
新浪财经	22.52	25.94
腾讯财经	7.55	11.09
凤凰网财经	7.01	3.88
同花顺金融服务网	3.75	3.08
中财网	3.63	6.58
网易财经	3.52	3.59

中信金融网	3.11	3.96
和讯网	3.06	2.16
金融界	2.89	2.77
搜狐财经	1.93	2.93

数据来源: Choice, 信达证券研发中心

优质网络营销渠道，品牌优势不断提升

互联网营销渠道不受地域、空间、时间的限制，可以提供全天候不间断的网上营销信息发布、网上产品展示、互动交流的平台，用户覆盖区域广，具有极高的渠道价值。同时，营销渠道价值与网站用户数量和用户访问量成正比。公司依托以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台，拥有大量的用户访问量和稳定的用户粘性，形成了良好的网络营销渠道优势。

另外，公司通过四大业务板块，满足客户的全方位需求，依托“东方财富网”树立的品牌知名度和投资者认可度，形成了强大的品牌影响力和知名度。市场认可的品牌优势，能够进一步提升公司的广告媒体价值，巩固公司的用户资源，对各项业务的开展都将起到积极促进作用。

依托渠道价值保证流量稳定变现

基金代销竞争加剧

其他基金代销机构快速增长

2012年2月22日，中国证监会公布首批第三方基金销售牌照名单，好买、众禄、诺亚、东方财富网等四家机构同批获得。此前基金代销业务主力为券商和银行机构，此后公募基金利用互联网渠道直销和代销已经成为继银行渠道、券商渠道之外市场份额最大的途径，这一趋势正是发端于互联网宝类货币基金产品。

互联网渠道快捷、低费率、技术高超等优势，已经呈现超越传统银行代销渠道的趋势，使得其他基金代销机构数量激增。截至2020年6月18日，基金代销机构中券商为122家，银行为159家，其他代销机构由2012年底的3家增加至194家，增幅达到65倍，占总机构比例40.8%。

图 13: 其他(除券商、银行之外)基金代销机构数量增幅最大



资料来源: Wind,信达证券研发中心

相关费率市场化程度越来越高

用户购买基金主要涉及四块费用: 销售费、申购费、赎回费、管理费。基金公司一般与第三方销售机构约定, 销售费用归第三方销售机构。剩下的申购费、赎回费、管理费由双方分成。销售机构一般能分得整体费用的20%至80%。

随着基金代销机构数量的大幅增加, 行业竞争愈演愈烈, 许多机构开始采用价格战的方式吸引客户, 用低价提升客户满意度, 使得相关费率市场化程度越来越高。2016年第三方基金销售平台纷纷推出申购费低至1折的销售策略。东方财富也从整体战略出发, 主动降低了基金第三方销售申购费率, 绝大多数产品可以一折申购。

图 14: 2016年前后第三方销售机构费用定价对比



资料来源: 公开资源,信达证券研发中心

规模增长变现稳定

2007 年公司开始涉足基金领域，“天天基金网”正式上线，为线下渠道购买基金的投资者提供在线基金数据查询和筛选的工具，奠定了公司在基金领域的品牌知名度。2012 年 2 月，天天基金网获得首批基金销售业务资格，公司正式开展基金第三方销售服务业务。2013 年 5 月推出“天天现金宝”（6 月更名为“活期宝”）。

基金代销业务是东方财富实现流量变现的重要一步，也是打造互联网金融生态圈的关键之举。公司在同类型垂直财经网站中稳居龙头，拥有用户流量和用户粘性的市场绝对优势。公司基于前期积累的优质用户资源和营销渠道优势发展基金代销业务，运用核心竞争力将渠道价值变现，促使基金代销业务量保持着持续增长。目前，虽然受制于市场行情不景气，公司基金代销业务收入受到一定影响，但是从用户使用情况、合作基金数量、代销基金只数、行业竞争地位等方面来看，目前基金代销业务的变现能力良好。

业务规模稳定增长

用户使用情况可观

从天天基金网用户使用情况来看，2019 年日均页面浏览量和独立用户访问数情况可观。

表 3：2019 年天天基金网用户使用情况

	页面浏览量	独立访问用户数
年度日均数据	424.98 万	123.62 万
交易日	570.16 万	153.05 万
非交易日	131.91 万	64.26 万

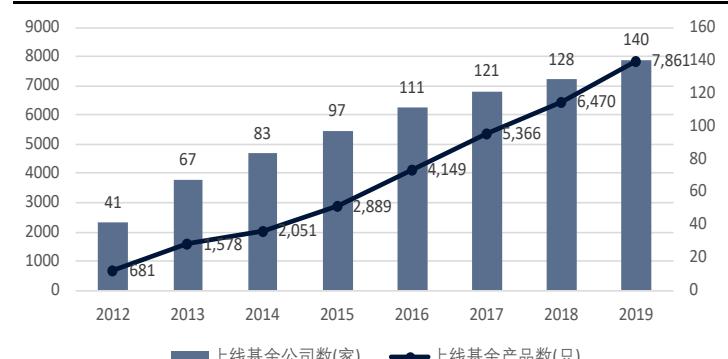
数据来源：公司 2019 年年报，信达证券研发中心

基金数量行业领先

从基金代销业务量来看，公司互联网金融电子商务平台基金投资者规模自上线以来不断增加，保持着市场领先地位。即使在 2016 年，整体市场环境不景气的情况下，上线基金公司数量和基金产品数量仍然保持着 14.43% 和 43.61% 的增幅。

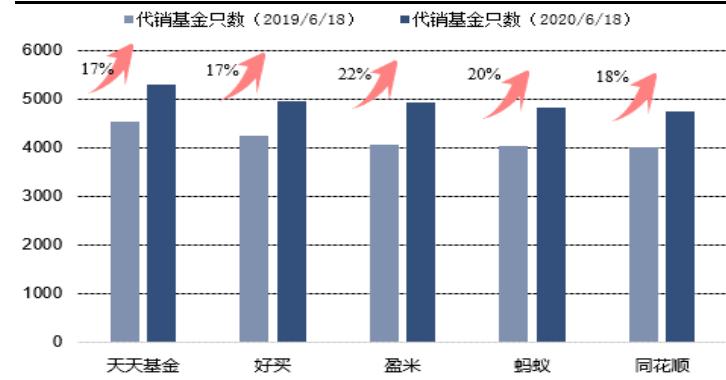
根据 WIND 统计数据来看，目前天天基金位列代销基金数量第一，截止 2020 年 6 月 18 日，排名前五的另外几家机构分别为好买、盈米、蚂蚁、同花顺。尽管 2016-2017 年，由于受到市场行情的冲击以及行业竞争的加剧（如陆金所、蚂蚁等），基金代销业务收入有所下滑，但是公司代销基金数量一直保持着持续增长，维系着行业龙头的地位。

图 15：公司基金代销业务量不断扩展



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 16：公司代销基金数量前五名机构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

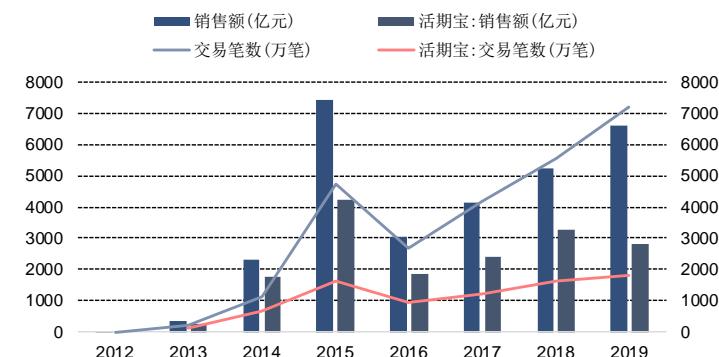
流量变现不受挑战

公司基金代销业务从 2013 年开始发展迅猛，基金交易笔数和销售额均有巨幅增长，快速实现流量变现，为公司带来可观收入，2014 年和 2015 年，基金代销业务收入涨幅分别达到了 459.71% 和 556.52%。同时，基金代销业务占比由 2013 年的 26.75% 增长至 2015 年的 83.47%。

2016 年，受资本市场波动及景气度下降的整体形势和压力等市场综合因素影响，公司基金第三方销售额和交易笔数大幅下降，基金代销业务收入相应大幅降低。同时，受到公司多元化发展战略和证券业务收入增加的多重影响，基金代销业务收入占比下滑至 37.02%。

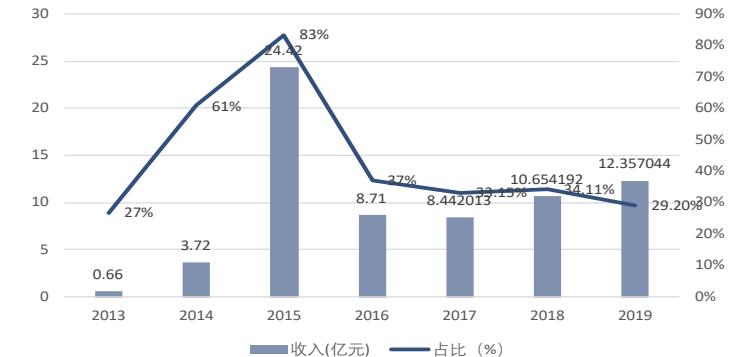
虽然受制于市场原因，公司基金代销业务在 2016 和 2017 年有收缩的态势，但上线基金公司和产品数量一直保持着持续增长。而 2018 年尽管市场颓势，公司凭借流量优势，基金销售业务显著回暖，全年基金销售额同比+26.2%。2019 年市场回暖叠加流量进一步变现拉动，收入实现平稳增长 (YoY +16%)。我们认为，基金代销业务的行业领先地位，保证了公司该业务板块在未来不受到来自同业的挑战，为公司抵抗市场波动风险提供优质保障。同时，基金投资者对于资讯的使用、行情的判断、基金的偏好、交易的操作等形成的海量数据，对于东方财富来说，是宝贵的数据来源，为后续进一步打造综合互联网金融服务平台夯实了数据基础。2020 年 Q1 以基金代销为主要构成的营业收入同比增长 102% 至 3.21 亿元，表明基金代销业务进一步加速。

图 17: 代销业务销售额和交易笔数



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18: 基金代销业务收入和占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

收购同信证券实现公司战略转型

互联网冲击促券商转型

互联网金融的兴起和金融改革的环境加快了我国券商转型和分化的进程，影响券商未来的发展路径。在券商行业中，传统经纪业务受到的冲击最大。经纪业务主要依赖通道，技术含量较低，受低成本互联网影响最大。

美国网络经纪发展

从美国券商发展的经验来看，美国网上证券经纪公司和网上证券业务的起源和发展与佣金制度的改革、计算机及互联网络的发展、分业经营的突破紧密相连。

20世纪90年代中期互联网技术广泛投入商业化使用，企业纷纷将电子商务作为一条低成本、高效率的交易渠道而推广。1999年，美国颁布实施《金融服务现代化法》，废除关于分业经营的限制，消除了银行、证券、保险公司和其他金融服务提供者之间经营业务范围的严格界限，更为网上证券经纪公司提供广泛全面的一揽子金融产品和服务奠定了制度基础，引发了网上证券经纪公司一系列的金融创新活动。在此过程中，传统折扣经纪券商嘉信理财和新兴网络券商E-Trade开创了基于互联网的交易模式，拉开了证券电子商务发展序幕。

图 19: 美国网上证券经纪公司和网上证券业务发展四个阶段



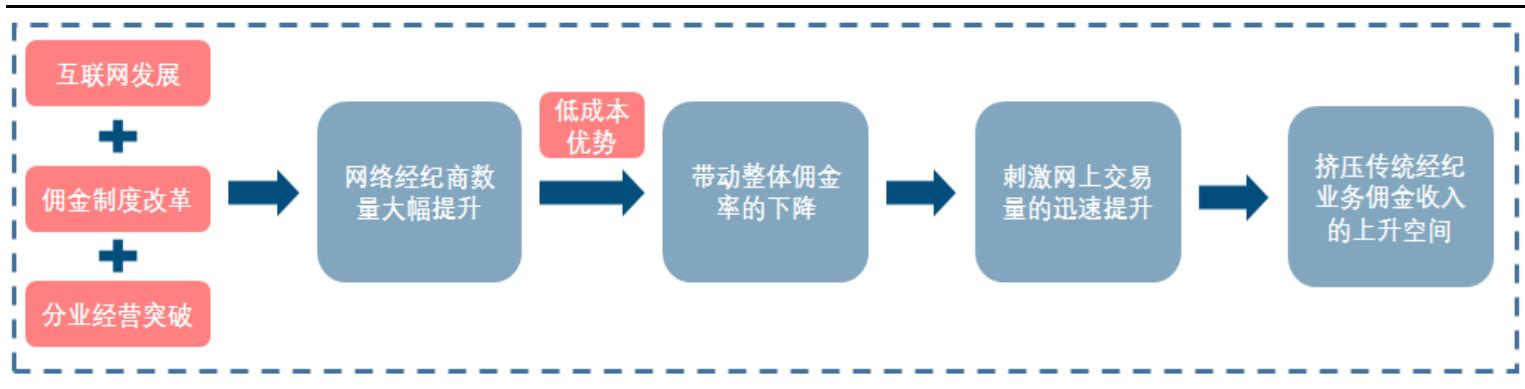
资料来源：公开资料,信达证券研发中心

三大要素促使发展

互联网金融对于经纪业务的冲击主要依托三大要素：计算机及互联网络的发展、佣金制度的改革、分业经营的突破。具体的发展过程概括如下：(1) 三大因素促使网络经纪商数量大幅提升；(2) 网络券商无需像传统券商设立营业厅争取客户，大幅降低了固定资产投资和人力投资，从而能够将节约的成本回馈给客户，提供给客户较低的佣金率，这种低成本优势带动整体佣金率的下降；(3) 网上交易使投资交易更为方便快捷，便捷的交易方式和低廉的佣金刺激了投资者的投资热情，使网上交易量的迅速提升；(4) 网上证券业务挤压券商传统经纪业务佣金收入的上升空间，加剧券商业务结构的变化。

互联网发展对券商行业产生实质性的影响主要包括两点：一是行业佣金率下降；二是长尾客户的互联网化（客户分层）。在券商业务网络的大背景下，券商积极开发新产品，多样化其收入来源，以弥补经纪佣金收入增长乏力带来的业绩压力，发展趋势是由传统的通道经纪向代销金融产品和资产管理的全方位转型。

图 20：美国网上证券经纪公司和网上证券业务发展四个阶段



资料来源：公开资料,信达证券研发中心

中国具备基本要素

2013年3月，证监会出台《证券公司分支机构监管规定》，放开营业部的设立条件；同年3月15日，证券业协会正式发布《证券公司开立客户账户规范》，正式启动非现场开户，允许通过见证和网上的方式为客户开立证券账户。

政策的放开和互联网飞速发展使得中国已经具备了发展网络经纪业务的基本要素。目前国内网络经纪业务的发展主要有三种模式：(1)大而全的券商已经启动网上开户业务，如华泰证券、国泰君安等。(2)部分券商与互联网公司进行合作，线上线下渠道相互配合，如国金证券。(3)金融软件和网站服务商走E-Trade(网络折扣经纪商)模式或嘉信模式发展证券业务，如东方财富、大智慧和同花顺等。

依靠收购加速公司转型

收购获取券商牌照

对东方财富来说，作为一家以财经资讯平台起家的金融软件和网站服务商，公司通过多年发展积累了相当数量的客户基础。随着互联网金融的普及和用户习惯的改变，平台上的客户逐渐出现了多种多样的金融需求，其中重点包括交易需求。参考美国券商嘉信或者E-Trade模式发展经验，从最初的网络佣金折扣经纪商起家发展为出色的全面金融服务商，是公司未来可能的选择。结合公司未来战略布局，东方财富力图打造互联网金融生态圈，完善产业链，为客户提供多元化、全方位的互联网金融服务。

发展互联网证券公司是东方财富战略的重要布局，关键的第一步就在于经纪业务牌照的获取。2015年4月，公司发行股份以约44亿元收购西藏同信证券，并配套募资40亿元用于增加同信证券资本金。2015年12月公司正式完成对同信证券收购，

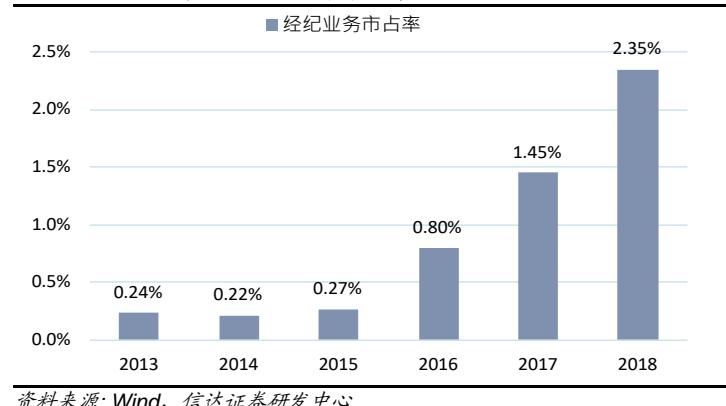
具备了券商全牌照，包括经纪、自营、保荐承销和财务顾问、证券投资咨询、资产管理、融资融券，一跃成为首家互联网券商，拓展证券业务，加速公司转型。

凭借低成本和流量优势，经纪业务市占率攀升

公司通过在东方财富网站中累积的流量优势，瓜分存量市场的蛋糕，抢占经纪业务市场份额，效果非常明显。东方财富证券经纪业务的快速发展主要源自于两点要素。第一，综合平台优质客户流量转化。第二，互联网证券超低佣金率和低成本运营优势。

根据上海证券交易所和深圳证券交易所会员股票交易金额数据统计计算，2015年12月，公司在完成对同信证券的收购时，经纪业务市场份额为0.470%，我们测算2019年东方财富证券经纪业务市场份额飞升至2.62%，增长5.6倍。

图 21：东方财富证券经纪业务市占率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

两融业务快速发展，低价策略助力市占率提升

公司着力拓展互联网券商业务，充分发挥综合互联网金融服务平台、优质用户来源、发展协同效应等核心竞争优势，全面加强流量转化，已实现经纪业务发展带动整体证券业务发展。东方财富证券用户规模、股票交易金额及市场份额等同比均实现大幅上升，综合实力不断加强。

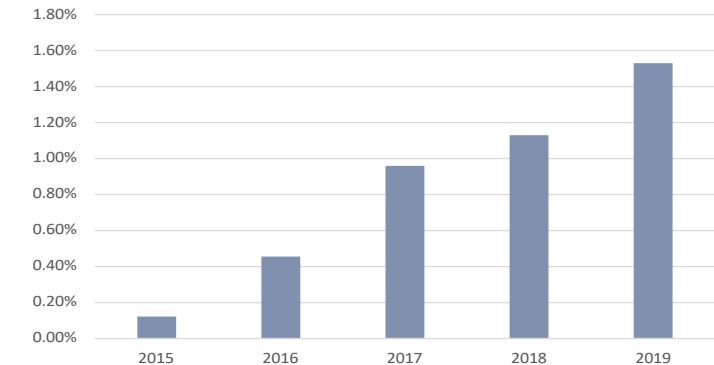
在其他证券业务中，两融业务随着经纪业务的增长而快速上升。由于法规条例的限定，投资者开通融资融券业务须开户满6个月，因而两融业务份额的提升存在6个月的滞后效应。公司两融业务市占率自2016年起逐步提升，由2016年的0.45%，提升至2019年1.53%（基于我们估算），增长超过三倍。

图 22：东方财富证券在收购完成后业务量大增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23：两融业务市场份额快速增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

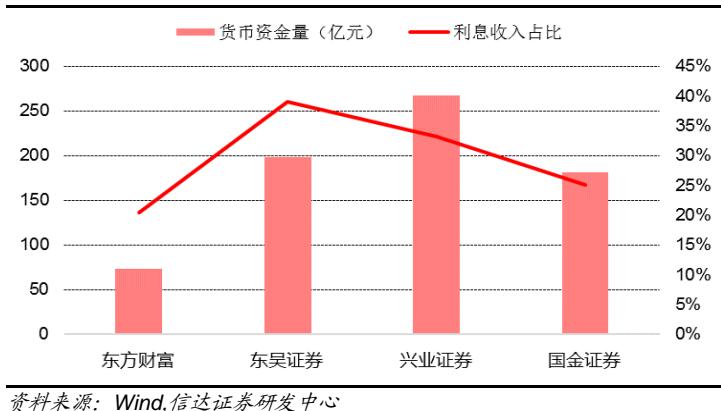
增资提升券商实力

公司按照互联网券商发展模式，走轻资产运营道路。但在证券业务的发展过程中，依然需要雄厚的资金支持，特别是两融业务。通过对比经纪业务市占率相似的其他券商货币资金储备水平，我们可以看出，东方财富 2016 年末整体货币资金储备 96.94 亿，其中东方财富证券的货币资金 73.41 亿，不到兴业证券的 30%，相应的利息收入占总收入比重也处于相对较低水平。

公司通过再融资和发行可转债等方式来补充资本金，提升证券业务实力。2017 年发行可转债募集资金总额(含发行费用)46.50 亿元，其中 40 亿用于风险可控的信用业务。2019年上半年，公司完成对东方财富证券 54 亿元的增资，进一步增强了东方财富证券整体的资本实力。2020年初公司发行可转债 73 亿元，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，有利于为公司两融业务提供低成本资金，解决两融规模受限问题，助力两融业务市占率进一步提升。

整体来说，公司证券业务存在较大增长空间，在储备充足资本金之后，未来证券业务有望更好的发展。

图 24：东方财富货币资金储备不足，未来证券业务发展空间很大



两手准备应对牛市

为了能够抓住下一波上涨行情带来的发展机会，公司在积极储备实力，主要通过两手准备应对牛市来临。(1) 在经纪业务方面，在保证市占率持续增长的同时，公司通过多种途径吸引客户资金投入，实现经纪业务的进一步发展。公司不断拓展增量客户，同时深度开发存量客户，双重突击扩大经纪业务收入。(2) 在资本实力方面，资本金的增加可进一步提升东方财富证券综合实力，补充营运资金促进东方财富证券业务规模的拓展，优化业务结构，增强抗风险能力，促进公司互联网金融服务大平台整体服务能力和水平的提升。

总体来看，东方财富战略布局明确，证券业务有很大的成长空间和业绩弹性。目前公司正处于资本实力积累阶段，打好坚实的基础，期待牛市来临，公司业绩将在下一波增长行情中爆发。

设立公募基金，财富管理再提速

设立基金管理公司，基金业务开始向上游生产端转型

2018年10月，证监会核准东方财富子公司东方财富证券设立东财基金，注册资本为2亿元，东财证券出资2亿元，出资比例为100%。2019年7月，东财基金获得经营证券期货业务许可证，至此公司将开始流量变现的又一阶段，从零售证券业务开始进军财富管理业务。公司将基金业务开始从下游销售向上游产品生产端转型，范围从代销延伸延伸至基金募集、销售、资产管理等，公募牌照的落地将加速公司财富管理的转型。凭借庞大的流量优势、客户粘性，公募基金业务有望成为公司未来业绩新的增长点，9月公司率先发力“上证50指数型发起式”指数基金。未来财富管理业务的转型有望弥补佣金率下滑以及基金代销业务竞争激励的不利局面。

财富管理将引领智慧化、一站式、差异化服务长尾客户的趋势

过去以产品为导向的服务将转变为以客户需求为导向。互联网券商相比传统券商在效率、成本以及满足客户的需求上具有得天独厚的优势，未来财富管理优势主要体现在 1) 东方财富差异化切入低净值目标客户，利用天天基金、股吧等渠道导流，东财已实现对目标客户的高频覆盖；2) 东财有望通过 Fintech 为客户画像，并能逐个定位到客户的需求，为客户提供更全面更丰富的资产配置方案；3) 被动投资形成规模优势。客户群体以低净值的散户为主，更加追求稳定收益，而东财在这方面的产品定位正好契合。未来东财基金更加偏向于被动型的标准化基金产品，比如指数基金，此类产品更能发挥东财的流量优势，形成天然的规模优势，且指数型基金的运营成本也相对较低。另外，东财有望遵循嘉信理财模式，对客户进行分类，并通过 AI、投顾机器人等提供高附加值服务，满足客户多样化的财富管理需求。

对标嘉信理财，打开业绩成长空间

嘉信理财：全球最大的财富管理公司之一

嘉信理财成立于 1971 年，起步于传统的经纪业务。1975 年美国废除了拥有 183 年历史的固定佣金制度，嘉信理财大幅降低交易佣金，通过低价策略提升市占率，开启了折扣经纪商的全新模式。90 年代，嘉信抓住互联网发展机遇，推出线上交易系统 eSchwab，基本实现了服务全线上化，成功了转型为互联网券商。1999 年美国放开金融混业监管，嘉信通过一连串并购，完成了全服务链布局，开始向综合理财服务商转型。

嘉信的营收主要由佣金收入、资产管理收入和息差收入构成。嘉信通过低费率经纪业务吸引海量客户资源，凭借智能投顾等优质的资管服务加强客户粘性，进而发展盈利能力较好的息差业务。资管业务和息差业务营收 2019 年占比高达 90.8%，其中息差业务贡献绝大部分营收，2019 年占比高达 60.8%。

息差业务主要是嘉信通过与客户签约协议，通过支付极低的利息，将客户证券账户中闲置资金用于投资债券、发展两融等息差业务。嘉信通过低折扣的经纪业务沉淀大量优质客户，进而获取低成本资金，赚取较高的息差收入。目前国内由于监管要求，券商不得将经纪客户资金作为低成本负债来源，限制了相关资金的使用效率。未来如果监管放松将会极大带来盈利改善。资管业务主要包括基金销售以及咨询服务。基金销售业务赚取销售费用以及部分管理费用，咨询服务类似于买方投顾业务，一定程度上都能增强客户粘性。

嘉信受益于持续高增的盈利能力，以及跨越周期的成长性，相较传统券商享受较高的估值溢价。2006-2019 年，嘉信 PE 平均水平维持在 26 倍左右，同期高盛等国际投行仅为 11 倍左右。

东方财富：“中国版嘉信理财”

公司通过东方财富网、股吧、天天基金网等积累了大量优质客户资源，证券经纪业务、两融业务以及基金业务等产业链布局

已初具规模。公司借助互联网海量客户流量，借助万 2.5 低佣金以及 6.99% 融资利率，大力发展经纪业务以及两融业务。公司互联网技术赋能证券业务，打造互联网客群天然护城河，储蓄持续实现穿越牛熊的高增长。

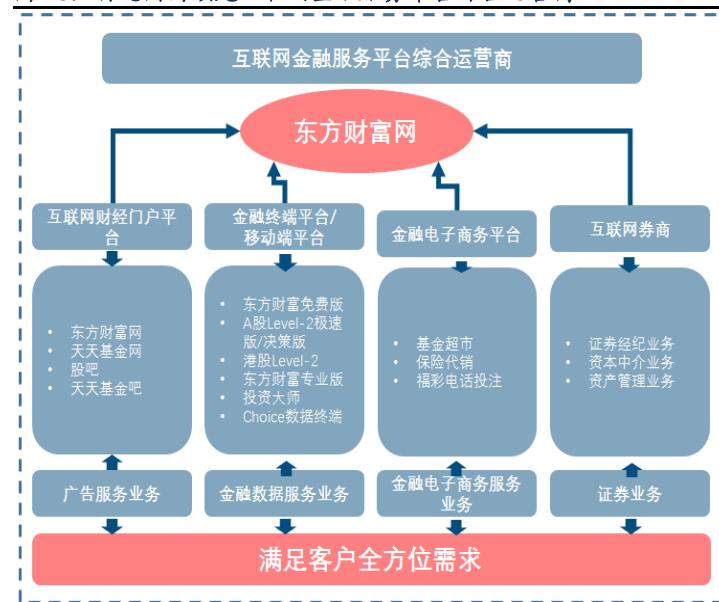
公司经纪、两融业务占比不断提升，不断拓展财富财富管理业务。公司 18 年获得公募基金牌照，到目前为止发行 5 支被动型指数基金，有望在财富管理领域实现二次增长。

互联网金融服务平台综合运营商

四大业务协同发展互联网生态圈，拓宽平台服务范围延伸服务链条

公司以“东方财富网”为核心，打造国内领先的互联网金融服务平台综合运营商。目前，公司的主要业务有证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务业务等。公司围绕实现一站式互联网金融服务的整体战略目标，通过四大主营业务充分发挥整体协同效应，积极推进以人为中心，基于流量、数据、场景、牌照四大要素的互联网金融服务生态圈的构建和完善。目前已形成集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台，向广大互联网用户提供基于互联网平台应用的产品和服务，满足客户的全方位需求。

图 25：打造国内领先互联网金融服务平台综合运营商



资料来源：公司年报,信达证券研发中心

公司加速外延式布局，通过收购和新设等各种形式进一步延伸和完善公司业务链条。公司设立天天基金管理有限公司申请公募基金牌照；收购西藏同信证券获得券商牌照开展互联网券商经纪业务。此外，公司积极探索互联网金融服务新业务，在征信服务、保险代理、视频直播、网络技术等业务上均有所发展：收购香港宝华证券布局证券国际业务；参股易真股份获第三方支付牌照；设立东方财富征信有限公司发展征信服务业务；设立保险代理公司涉足保险领域；通过浪客网络科技有限公司布局视频直播平台运营业务；设立南京东方财富信息技术有限公司提供计算机软件及网络系统技术。最终公司将实现综合互联网金融服务平台和生态圈的建设。

图 26：公司业务的链条延伸和完善



资料来源：公司年报,信达证券研发中心

短期贝塔、长期阿尔法实现共振

短期：改革力度超预期，市场成交量放大

制度变革推动传统营收和创新业务增长，推动行业整体 ROE 中枢抬升。近年来为实现经济高质量发展，政府着力于提高直接融资比例，推出科创板，试行注册制，出台一系列切实可行的改革举措。自 2019 年以来，新证券法推出、科创板加速落地以及注册制稳步推进，对证券行业产生深远影响。一方面，基于注册制的一系列改革激活了二级市场，带来市场成交量的急剧放大，截止目前为止，沪深两市日成交额连续六个交易日维持在 1.5 万亿以上。成交量的放大以及随着而来的融资余额的爆发式增长，极大地推动券商基本面的持续改善。另一方面，IPO 业务、定增业务以及并购重组业务的发展，进一步增厚证券行业的利润。

长期：公司具有较好业绩弹性和估值弹性

公司三大核心业务具有较高成长性。公司经纪零售业务借助互联网海量流量，未来 3 年内仍将继续保持高速增长，推动市占率攀升至 5%-6% 左右，构成盈利中枢抬升的核心驱动因素，进而提升公司估值水平。两融业务借助两次可转债募资得到较大的资本金补充，有望持续受益资本市场的逐步改善，实现超过交易市场率增长。

公司基金代销业务享受行业扩容红利。公司在基金代销领域运用互联网思维，成功进入第一梯队，目前市占率提升空间有限。2020 年以来，我国居民资产配置意识逐步加强，资产配置逐步向基金等倾斜，伴随而来是权益基金代销市场容量的不断扩大。目前权益基金代销费率已经降至千分之 1.5，我们坚定看好基金市场扩容带来的红利。

公司财富管理业务未来 3-5 年有望成为核心阿尔法。财富管理业务起步于 2018 年，实现从 0 到 1 的突破。在机构投资者对被动投资工具产品不断增长的需求以及零售客户端不断增长的资产配置需求的背景下，公司财富管理业务凭借互联网渠道优势、成本优势等，有望实现快速发展，未来 3-5 年成为公司的核心阿尔法。我们坚定看好公司四大业务板块协同效应。

盈利预测

基于前文论述，我们对公司 2020-2022 年盈利预测作如下假设：

1.根据公司战略和业务板块扩张趋势，2019 年公司金融电子商务服务（基金代销）和证券业务两项业务板块带来的收入占比已达到 94.2%，而金融数据服务和广告服务两项业务收入占比逐年下降，从 2016 年的 13.5% 下降至 2019 年的 5.8%。因此，我们预计 2020-2022 年，公司金融数据服务和广告服务两项业务保持平稳增长，金融数据服务增速均为 5%，广告服务收入增速均为 2%。以下我们重点对基金代销和证券服务进行收入预测。

2.基金代销业务方面，随着我国投资者投资需求的持续增长以及大资管行业的迅速发展，各类资管机构管理资产的规模不断扩张。2016 年以来，市场行情不景气叠加公司战略性降低基金申购费率，造成基金代销业务收入连续两年下滑，其中 2019 年代销费率已大幅下降至 0.19%，预计未来继续下降的空间已不大，我们预计 2020 年往后代销费率稳定在 0.18%，但规模方面，源于公司加大服务与创新，提升了用户体验，增长了用户粘性，平台上线基金公司和产品数量持续增长，带来规模持续增长，

助力代销业务在 2018-2019 反弹。我们预计东方财富基金代销业务 2020-2022 增长率有望达到 80.0%、40.0%、20.0%。

3.证券服务业务方面，公司收购同信证券之后，不断抢占经纪业务市场份额。即使在市场行情较差的情况下，其市场份额也保持着较快的增速。同时由于经纪业务的增长产生的协同效应，带动了两融业务的快速增长。我们预计，2020-2022 年，公司经纪业务市场份额分别为 3.50%、3.80%、4.00%，两融业务市场份额分别为 1.70%、1.80%、1.90%。且随着市场份额占比的逐步稳定，公司证券业务收入增长水平也将趋于稳定,2020-2022 年增速分别为 83%、11.6%、9.1%。

4.公司 2019 年营业总成本率 45%，较 2016 年下降 11pct，规模效应逐步显现，其中管理费用率较 2016 年下降 16.89pct 至 30.46%，销售费用率较 2016 年下降 2.71pct 至 8.6%。由于证券业务采用轻资产模式，预计未来随着证券业务规模效应的扩大，边际成本有望逐步下降。我们预计 2020-2022E 销售费用率和管理费用率逐步递减，销售费用率分别为 7.40%、6.90%、6.50%，管理费用率分别为 26.0%、24.0%、23.0%。

表4、东方财富收入预测表（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
一、证券业务收入(手续费+利息净收入)	2751	5037	5620	6132
YoY	51.65%	83.12%	11.57%	9.12%
成本	-	-	-	-
毛利率	100%	100%	100%	100%
1、经纪业务收入	1662	3259	3724	4116
YoY	57.85%	96.03%	14.29%	10.53%
行业股票基金交易总额	126,875,251	232,750,000	245,000,000	257,250,000
YoY	41.5%	83.4%	5.3%	5.0%
东财市场份额	3.12%	3.50%	3.80%	4.00%
东财股基交易量	7,915,310	16,292,500	18,620,000	20,580,000
佣金率	0.021%	0.020%	0.020%	0.020%
2、利息收入	814	1473	1560	1647
YoY	31.63%	81.02%	5.88%	5.56%
行业两融余额	1,019,285	1,300,000	1,300,000	1,300,000
YoY	34.88%	27.54%	0.00%	0.00%
东财市场份额	1.26%	1.70%	1.80%	1.90%
东财两融余额	12,860	22,100	23,400	24,700

息差	4. 00%	4. 00%	4. 00%	4. 00%
两融收入占比	63. 20%	60. 00%	60. 00%	60. 00%
3、其他证券业务	278	305	336	369
YoY	94. 72%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
投资银行业务	45. 8	50. 42	55. 46	61. 00
资产管理业务	7. 1	7. 83	8. 61	9. 47
期货经纪业务	219. 0	240. 90	264. 99	291. 48
财务顾问业务				
其他	5. 6	6. 14	6. 75	7. 43
二、金融电子商务收入	1236	2135	2989	3587
YoY	16. 0%	72. 8%	40. 0%	20. 0%
东财代销基金规模	658, 910	1, 186, 038	1, 660, 453	1, 992, 544
YoY	25. 5%	80. 00%	40. 00%	20. 00%
代销基金费率	0. 19%	0. 18%	0. 18%	0. 18%
成本	106	181	254	305
毛利率	91%	92%	92%	92%
三、金融数据服务收入	158	166	174	183
YoY	-1. 2%	5. 00%	5. 00%	5. 00%
成本	199	207	217	228
毛利率	-26. 0%	-25%	-25%	-25%
四、广告服务收入	87	89	91	93
YoY	23. 2%	2. 00%	2. 00%	2. 00%
成本	86	88	91	93
毛利率	1. 1%	1%	0%	0%
五、其他收入	0	0	0	0
YoY	-100. 0%			
成本	0	0	0	0
毛利率	0. 0%	0. 0%	0. 0%	0. 0%
营业收入	4232	7427	8874	9994
YoY	35. 45%	75. 51%	19. 48%	12. 63%
成本	391	668	754	820

毛利率	90.8%	91.00%	91.50%	91.80%
净利润	1831	3412	4422	5148
净利润率	43%	46%	50%	52%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值

我们采用分部估值法对公司进行估值，分证券业务、电子商务服务业务和其他业务（金融数据服务、广告业务以及其他主营业务）。

证券业务：采用 PEG 估值法。公司作为互联网券商龙头，经纪业务和两融业务市占率仍在较快增长中，2019~2021E 净利润 CAGR 预计为 55.4%，远高于券商行业平均，因此选用 PEG 对证券业务部分进行估值。我们选取规模相近的中小券商作为可比公司。基于可比公司 2020E PEG 均值 2.3x，2020E 东方财富证券业务净利润 25.7 亿元，得出公司 2019 年证券业务市值为 2135 亿元。

证券业务同业比较

表 1：证券业务同业比较

证券代码	简称	7/22 总市值（亿元）	2020E PEG	净利润(亿元)			净 利 润 CAGR
				2019	2020E	2021E	
000750.SZ	国海证券	320.7	1.353	4.88	7.51	8.44	31.5%
600109.SH	国金证券	449.1	3.180	12.99	14.25	15.69	9.9%
601555.SH	东吴证券	395.4	2.366	10.37	11.62	13.57	14.4%
Average			2.300	9.41	11.13	12.57	15.5%
300059.SZ	东方财富	2151.5	1.138	18.31	34.12	44.22	55.4%

数据来源：WIND、信达证券研发中心

电子商务服务业务：采用 PE 估值法，假设该项业务净利润率为 40%，基金销售 2020 年预计实现营业收入 21.35 亿元，预计实现净利润为 8.4 亿元，我们选取同花顺、恒生电子等互联网金融板块个股对东方财富的电子商务业务进行估值，采用 2020E 可比公司均值 85x，合理估值为 714 亿元。

互联网金融业务同业比较

表 2：互联网金融业务同业比较

证券代码	证券简称	7/22 总市值(亿元)	PE			净利润(亿元)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300033.SZ	同花顺	816.7	90.976	66.01	51.12	8.98	12.37	15.98
600570.SH	恒生电子	1118.5	79.001	84.43	67.73	14.16	13.25	16.51
Average			84.988	75.22	59.42	11.57	12.81	16.25
300059.SZ	东方财富	2151.5	117.484	63.06	48.65	18.31	34.12	44.22

数据来源：WIND、信达证券研发中心

其他业务：2020 年营业收入 2.55 亿元，我们假设公司非证券业务 2020 年净利润率 30%，预计非证券业务净利润 0.77 亿元，参考创业板指数 82xPE，得到公司非证券业务合理市值 63.1 亿元。

将上述分布估值相加，我们预计 2020 年估值为 2912 亿元，对应目标价 36.12 元，考虑到公司未来仍具备较高的成长性，给予“买入”评级。

表 3：东方财富分部估值表

证券业务估值(亿元)	2135
电子商务业务估值(亿元)	714
其他业务估值(亿元)	63.1
目标市值(亿元)	2912
目标价(元)	36.12
收盘价(元)	26.69

资料来源：信达证券研发中心

风险分析

行业及业务受证券市场景气度波动影响的风险

基金代销竞争进一步加剧的风险

财富管理发展不及预期

合并损益表				
	百万 RMB			
	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
营业收入	4,232	7,427	8,874	9,994
营业成本	391	668	754	820
税金及附加	41	63	71	80
销售费用	364	550	612	650
管理费用	1,289	1,931	2,130	2,299
财务费用	-12	74	9	10
资产减值损失	-21	-21	-21	-21
投资净收益	271	325	390	468
公允价值变动净收益	-7	0	0	0
三、营业利润	2,142	4,078	5,220	6,076
加：营业外收支净额	-15	-16	-18	-19
四、利润总额	2,128	4,062	5,203	6,056
减：所得税费用	296	650	780	908
五、净利润	1,831	3,412	4,422	5,148
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,831	3,412	4,422	5,148

重要财务指标				
	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
每股指标				
基本 EPS	0.27	0.42	0.55	0.64
每股红利	0.03	0.04	0.05	0.06
BVPS	3.16	3.19	3.70	4.28
年成长率(%)				
营业收入	35.4%	75.5%	19.5%	12.6%
净利润	91.0%	86.3%	29.6%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	90.8%	91.0%	91.5%	91.8%
净利率	43.3%	45.9%	49.8%	51.5%

资产负债表				
	百万 RMB			
	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
货币资金	25,011	27,512	30,264	33,290
应收款项	314	159	217	257
交易性金融资产	5,006	5,256	5,519	5,795
其他流动资产	25,742	26,256	26,782	27,317
流动资产合计	56,159	59,527	63,195	67,126
固定资产	1,558	1,636	1,718	1,804
无形资产	180	189	199	209
长期股权投资	466	466	466	466
投资性房地产	0	0	0	0
其他流动资产	490	5,297	9,638	14,682
资产总计	61,831	70,094	78,196	87,267
短期借款	403	411	419	427
应付款项	116	167	189	205
预收款项	2,954	2,954	2,954	2,954
其他流动负债	34,519	37,971	41,768	45,944
流动负债合计	39,377	43,118	47,138	51,502
长期借款	0	0	0	0
其他长期借款	0	0	0	0
负债合计	40,619	44,355	48,376	52,742
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	21,212	25,739	29,820	34,526
负债和股东权益合计	61,831	70,094	78,196	87,267

重要财务指标				
	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
运营效率				
应收账款周转率	14.8	15.0	15.0	15.0
存货周转率	5.4	3.0	3.0	3.0
总资产周转率	0.14	0.11	0.12	0.12

ROA (%)	3. 0%	4. 9%	5. 7%	5. 9%
ROE (%)	8. 6%	13. 3%	14. 8%	14. 9%
估值分析				
市盈率(x)	97. 9	63. 0	48. 6	41. 8
市净率(x)	8. 4	8. 4	7. 2	6. 2

偿债能力				
资产负债率	65. 7%	63. 3%	61. 9%	60. 4%
流动比率	1. 43	1. 38	1. 34	1. 30
速动比率	1. 43	1. 38	1. 34	1. 30

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。