

东方财富 (300059.SZ)

三个核心成长因素展望

证券经纪：综合竞争优势突出，长尾流量转化带动市占率持续提升。1) 东方财富网在金融资讯类网站流量行业第一，东方财富 APP 月活排名行业第二。海量、高粘性金融属性流量铸就公司核心价值。并且，相比其它券商，公司用户群体偏年轻化，抢占新时代股民，长期潜在变现价值更高。东财证券佣金率长期低于行业平均水平，成功吸引了大批价格敏感型的长尾客户群。2019 年营业部数目为 148 家，2016-2019 年复合增长率为 52.17%，大幅高于行业，为线上转化而来的客户流量提供良好的线下配套服务，实现高净值客户开发。2) 牌照监管收紧，互联网巨头难以直接涉足证券业务。公司积累的行业 Knowhow 和用户粘性短期较难突破，再考虑监管收紧政策环境，历史数据来看互联网公司难撼动行业前三地位。3) 纯正的互联网基因、扎实的 IT 基础、庞大金融属性流量及金融牌照等综合竞争优势突出，依托海量年轻、长尾流量的持续变现，预期公司证券经纪业务排名或能达到第 5 名左右，对应 4.0-4.5% 市占率。

融资融券：不断渗透经纪业务客群，借力金融市场加速发展。1) 两融业务市占率跟随经纪业务趋势，公司两融业务市占率从 2015 年 0.12% 提升至 2020H1 1.68%，排名从第 81 名提升至第 15 名。而同期经纪业务市占率高出 1.5pct，客户渗透率仍有较大提升空间。2) 2020 年 12 月，公司可转债募集说明书明确将投入不超过 140 亿元，扩大融资融券业务规模。并且年轻客群成熟后，可实现自然转化。长期而言，我们预计公司两融业务大致能达到行业第 10 名左右，对应市占率为 3.0%-3.5%。

基金代销：机构大时代来临，长期享受行业规模扩张叠加格局优化。1) 近几年资本市场政策红利密集释放，公募基金将延续大发展态势。2020 年新成立基金发行份额已达到 3.06 万亿，同比增长 104%。2) 独立基金销售平台市占率快速提升，2019 年占比达 11.03%，基金直销渠道被逐步侵蚀。近些年互联网巨头对行业竞争格局的冲击已逐步消化。2020H1 东方财富代销收入同比增长 102.25%、蚂蚁基金同比增长 136.39%，几家主要基金代销平台均实现高增，佐证行业并非“红海”。3) 居民储蓄搬家大背景下，基金保有量快速上行，2020 年我国基金保有量达到 18.59 万亿元，同比增长 25.32%。随着公募基金保有规模的快速增长，头部第三方代销平台将享受持续的业务分成，公司基金代销商业模式逐步优化，长期价值有望重估。

维持“买入”评级。根据关键假设以及 2020Q3 财报，预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 80.52 亿元、95.74 亿元和 119.35 亿元，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 44.50 亿元、55.03 亿元和 73.00 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：金融业务占比提升不及预期；互联网巨头加剧竞争；宏观经济风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3123	4,232	8,052	9,574	11,935
增长率 yoy (%)	22.6	35.5	90.3	18.9	24.7
归母净利润 (百万元)	958.7	1,831	4,450	5,503	7,300
增长率 yoy (%)	50.5	91.0	143.0	23.6	32.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.1	0.2	0.5	0.6	0.8
净资产收益率 (%)	6.1	8.6	17.1	17.6	19.0
P/E (倍)	278.5	145.8	60.0	48.5	36.6
P/B (倍)	18.44	12.59	10.26	8.54	6.96

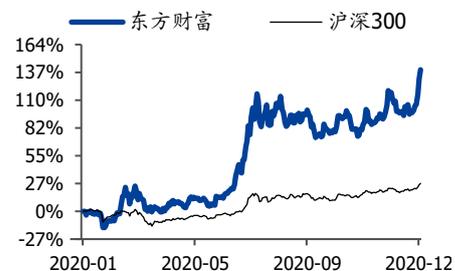
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	证券
前次评级	买入
最新收盘价	32.20
总市值(百万元)	277,343.00
总股本(百万股)	8,613.14
其中自由流通股(%)	82.81
30 日日均成交量(百万股)	170.35

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

- 1、《东方财富 (300059.SZ)：2020Q3 业绩超预期，互联网资管领军优势继续体现》2020-10-21
- 2、《东方财富 (300059.SZ)：2020Q3 业绩超预期，互联网资管领军优势继续佐证》2020-10-17
- 3、《东方财富 (300059.SZ)：2020H1 业绩超预期，互联网券商优势再次体现》2020-08-12



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	34372	56159	59718	64109	70483
现金	11334	25011	27746	32667	38062
应收账款	258	314	775	520	1094
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	64	86	200	140	283
存货	146	0	251	34	296
其他流动资产	22570	30748	30748	30748	30748
非流动资产	5439	5672	8087	9011	10136
长期投资	445	466	543	625	700
固定投资	1716	1558	3843	4674	5699
无形资产	77	180	167	145	144
其他非流动资产	3201	3467	3532	3566	3593
资产总计	39811	61831	67805	73120	80619
流动负债	19289	39377	39848	39993	40413
短期借款	213	403	403	403	403
应付账款	106	116	265	167	333
其他流动负债	18970	38859	39180	39424	39677
非流动负债	4827	1242	1948	1858	1854
长期借款	4815	1223	1929	1839	1835
其他非流动负债	12	19	19	19	19
负债合计	24116	40619	41796	41851	42266
少数股东权益	0	0	-6	-13	-19
股本	5168	6716	8613	8613	8613
资本公积	5504	8931	7587	7587	7587
留存收益	3807	5557	9388	14209	20631
归属母公司股东收益	15695	21212	26016	31282	38372
负债和股东权益	39811	61831	67805	73120	80619

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动净现金流	2667	11721	4004	6471	6992
净利润	958	1831	4444	5496	7294
折旧摊销	247	254	249	386	488
财务费用	156	-12	147	176	179
投资损失	-211	-271	-206	-160	-254
营运资金变动	985	9364	-631	579	-704
其他经营现金流	532	555	1	-5	-12
投资活动净现金流	-1176	799	-2459	-1145	-1348
资本支出	198	77	2337	843	1050
长期投资	-459	844	-77	-74	-76
其他投资现金流	-1437	1720	-199	-376	-374
筹资活动净现金流	-1806	1725	1189	-405	-249
短期借款	-85	189	0	0	0
长期借款	-593	-3592	706	-90	-4
普通股增加	880	1547	1898	0	0
资本公积增加	-740	3426	-1343	0	0
其他筹资现金流	-1268	154	-71	-315	-245
现金净增加额	-305	14249	2735	4921	5395

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3123	4232	8052	9574	11935
营业成本	371	391	672	763	884
营业税金及附加	31	41	147	116	149
营业费用	260	364	473	521	599
管理费用	1192	1289	1680	1780	1917
财务费用	156	-12	147	176	179
资产减值损失	12	0	0	0	0
公允价值变动收益	49	-7	-1	5	12
投资净收益	211	271	206	160	254
营业利润	1131	2142	5136	6384	8473
营业外收入	0	0	37	11	12
营业外支出	10	15	9	9	11
利润总额	1121	2128	5163	6385	8474
所得税	163	296	719	889	1180
净利润	958	1831	4444	5496	7294
少数股东收益	-0	0	-6	-7	-6
归属母公司净利润	959	1831	4450	5503	7300
EBITDA	1665	2412	5409	6767	8942
EPS (元/股)	0.11	0.21	0.52	0.64	0.85

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	22.6	35.5	90.3	18.9	24.7
营业利润 (%)	67.2	89.5	139.8	24.3	32.7
归属母公司净利润 (%)	50.5	91.0	143.0	23.6	32.7
盈利能力					
毛利率 (%)	88.1	90.8	91.6	92.0	92.6
净利率 (%)	30.7	43.3	55.3	57.5	61.2
ROE (%)	6.1	8.6	17.1	17.6	19.0
ROIC (%)	5.7	8.1	15.4	16.1	17.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.6	65.7	61.6	57.2	52.4
净负债比率 (%)	-36.3	-109.3	-95.9	-95.4	-91.5
流动比率	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
应收账款周转率	10.6	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	4.0	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.21	0.52	0.64	0.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	1.56	0.46	0.75	0.81
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	2.46	3.02	3.63	4.46
估值指标 (倍)					
P/E	278.51	145.80	60.00	48.52	36.58
P/B	18.44	12.59	10.26	8.54	6.96
EV/EBITDA	153.63	99.0	43.8	34.3	25.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、 证券经纪：综合竞争优势突出，长尾流量转化带动市占率持续提升	5
1. 千万级年轻化流量基础，低佣金+互联网基因+线下网点发力，经纪市占率快速提升	5
2. 金融牌照监管趋紧+先发优势明显，互联网巨头短期难撼动	8
3. 综合竞争优势突出，市占率或再上台阶	13
二、 融资融券：不断渗透经纪业务客群，借力金融市场加速发展	15
1. 两融业务市占率跟随经纪业务趋势，客户渗透率仍有较大提升空间	15
2. 借力金融手段快速补充资本金需求，年轻客群成熟后转化率提升	17
三、 基金代销：机构大时代来临，长期享受行业规模扩张叠加格局优化	17
1. 政策利好不断，基金发行再创新高	18
2. 第三方基金销售平台占比快速提升，互联网巨头对行业冲击已逐步消化	19
3. 居民储蓄搬家大背景下，基金保有量快速上行，头部代销平台商业模式优化	21
四、 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2019/11-2020/10 金融资讯类网站 PC 端月度覆盖人数	5
图表 2: 2015/06-2020/11 股票类 APP 月活	5
图表 3: 2012-2018 年新入市投资者平均年龄	6
图表 4: 东方财富网与券商 APP 使用人群年龄对比	6
图表 5: 2019-2020H1 部分证券公司销售净利率	6
图表 6: 2015-2019 年东财证券及行业佣金率	6
图表 7: 2016-2019 年部分证券公司及证券行业营业部数目	7
图表 8: 2019 年证券公司信息技术投入及占营收比例	7
图表 9: 东方财富投资工具	7
图表 10: 2020 年 8 月至 11 月华泰证券 APP 月活	8
图表 11: 2016/01-2012/11 新增投资者数量	8
图表 12: 2015-2020 年东方财富证券股票交易市场份额	8
图表 13: 截至 2019 年末互联网巨头金融牌照布局	9
图表 14: 2014-2016 年阿里巴巴多次尝试申请券商牌照	10
图表 15: 截至 2019 年互联网巨头的证券业务合作	11
图表 16: 2020/11 东方财富及腾讯自选股 APP 月活	12
图表 17: 2015-2020 年国内金融类 APP 月度独立设备数排名	12
图表 18: 腾讯自选股开户的多个跳转界面	13
图表 19: 2012-2019 年证券公司股基交易额市占率	14
图表 20: 2020H1 部分券商客户结构	14
图表 21: 部分券商 2020H1 营业部数量和股基市占率情况	14
图表 22: 2020 年 11 月券商 APP 月活排名	15
图表 23: 2019 年东方财富证券代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比例	15
图表 24: 2016-2019 年主要证券公司营业部数量	15
图表 25: 2017-2020Q3 公司融出资金利息收入	16
图表 26: 2015-2019 年公司两融业务市占率及排名	16
图表 27: 2015-2019 年部分券商两融业务市占率及排名	16
图表 28: 2018/04-2020/12 两融业务市占率（部分为估计值）	17
图表 29: 近年募集资金情况	17
图表 30: 2020 年引导机构资金相关政策梳理	18

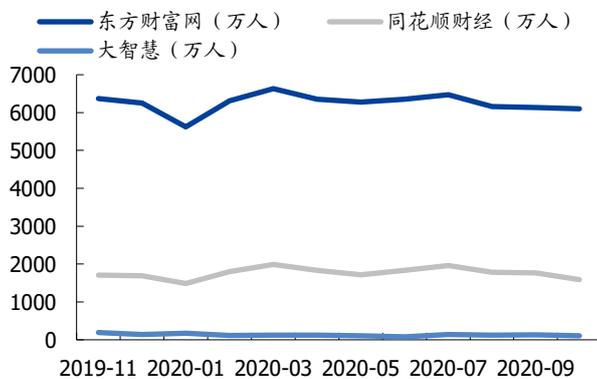
图表 31: 2014/01-2020/12 新成立基金发行份额	19
图表 32: 2015-2019 年基金销售保有量份额.....	19
图表 33: 互联网公司基金销售布局	20
图表 34: 2016-2020H1 主要公司基金代销业务收入 (亿元)	20
图表 35: 2016-2020H1 东方财富基金代销收入.....	20
图表 36: 2016-2020H1 东方财富基金销售额.....	20
图表 37: 部分平台基金客户转化率	21
图表 38: 2016-2020 年基金规模及增速	21

一、 证券经纪：综合竞争优势突出，长尾流量转化带动市占率持续提升

1. 千万级年轻化流量基础，低佣金+互联网基因+线下网点发力，经纪市占率快速提升

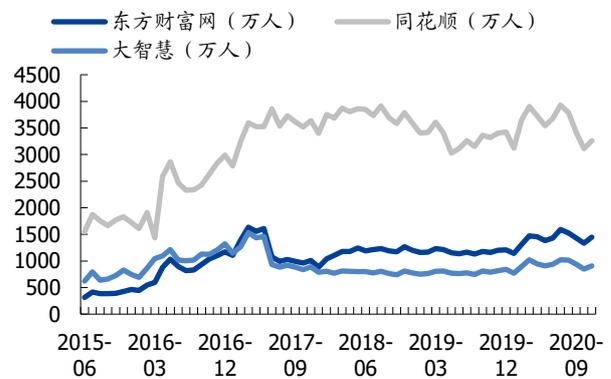
海量、高粘性金融属性流量铸就公司核心价值。1)公司以东方财富网、股吧等优质财经类网站为起点,发展至今已积累了海量金融属性流量。根据艾瑞数据显示,PC端方面,2020年10月,东方财富网在金融资讯类网站月度覆盖数达到6101万人,大幅超过第二名1589万人水平;移动端方面,2020年11月,东方财富APP月活为1445万人,排名行业第二。2)目前,公司已完成由原先互联网财经资讯网站向一体化互联网金融平台的转型,建立东方财富网站、股吧社区、基金平台、Choice系列金融终端为一体的综合平台,深耕股票资讯和交易场景,体系内流量也在深度垂直运营下展现出高粘性。

图表 1: 2019/11-2020/10 金融资讯类网站 PC 端月度覆盖人数



资料来源: 艾瑞数据, 国盛证券研究所

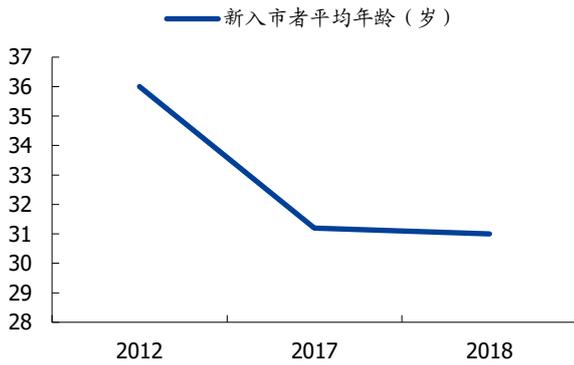
图表 2: 2015/06-2020/11 股票类 APP 月活



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

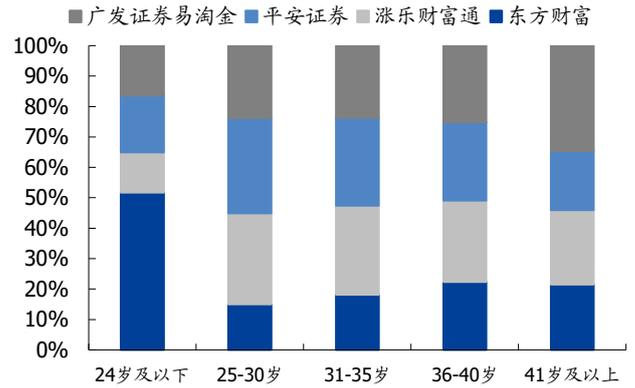
用户群体年轻化, 抢占新时代股民, 长期潜在变现价值更高。1) 根据深交所统计, 股票投资群体年轻化趋势明显, 2018年新入市投资者平均年龄约为31岁, 相比6年前下降约5岁。而公司借助成熟的互联网运营, 相比其他证券公司更广泛地覆盖了这一年轻群体。根据艾瑞数据统计, 东方财富PC端使用人群中24岁及以下人群占比38.92% (其中, 18岁及以下占比8.21%, 19-24岁占比30.71%); 而同年龄段, 华泰证券、平安证券及广发证券APP占比分别为9.94%、14.01%及12.34%。2) 随着青年群体金融理财习惯逐步成型、人均收入逐步步入中产, 年轻化、长尾客群的覆盖为公司未来财富管理提供更加广阔的空间。海量高粘性用户叠加旺盛金融需求, 构成公司海量潜在客户群, 相比传统券商具有显著优势, 若对流量进行充分开发, 将拥有巨大金融业务空间。

图表 3: 2012-2018 年新入市投资者平均年龄



资料来源: 深交所, 国盛证券研究所

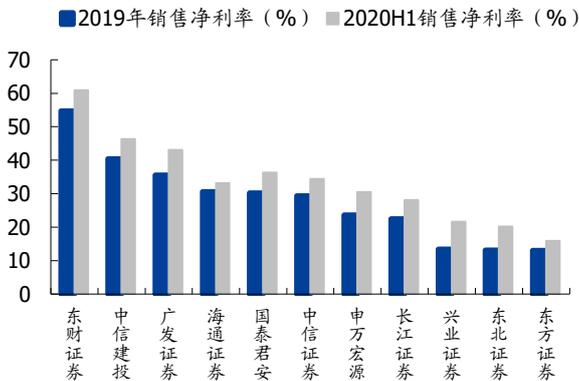
图表 4: 东方财富网与券商 APP 使用人群年龄对比



资料来源: 艾瑞数据, 艾媒咨询, 国盛证券研究所 (东方财富网年龄分布取自 2020 年 10 月, 涨乐财富通、平安证券、广发证券易淘金年龄分布取自 2018 年 6 月)

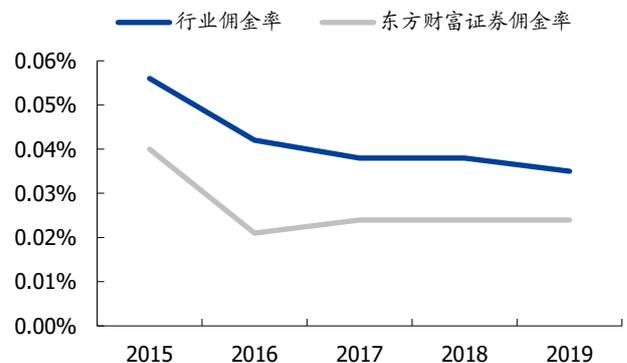
以低佣金打造经纪业务卖点, 充分利用互联网流量先发优势。 1) 2015 年公司通过收购获得券商牌照, 此时正值互联网金融浪潮高峰。通过互联网运营, 公司相比传统券商可有效削减线下网点铺设、地推销售及日常运营成本; 同时经纪业务扩张迅速, 规模效应显著, 进一步摊薄费用、提升收入效率。东方财富证券 2019 年销售净利率为 54.70%、2020H1 销售净利率为 60.90%, 领先于绝大多数传统券商。2) 低水平的成本及费用率给予公司充分的降价空间, 根据公司证券经纪业务收入与股基交易额估算, 东财证券 2019 年佣金率约为 0.024%, 长期低于行业平均水平。通过低佣金策略, 公司在互联网趋势下, 成功吸引了大批价格敏感型的长尾客户群。随着行业整体佣金水平下降, 部分传统券商逐步向线上转型, 甚至提出更低的佣金; 但由于公司充分利用先发优势, 在互联网运营、技术积累等方面与其他竞争者拉开差距, 故而传统证券公司以及互联网巨头并未能夺取市场。

图表 5: 2019-2020H1 部分证券公司销售净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

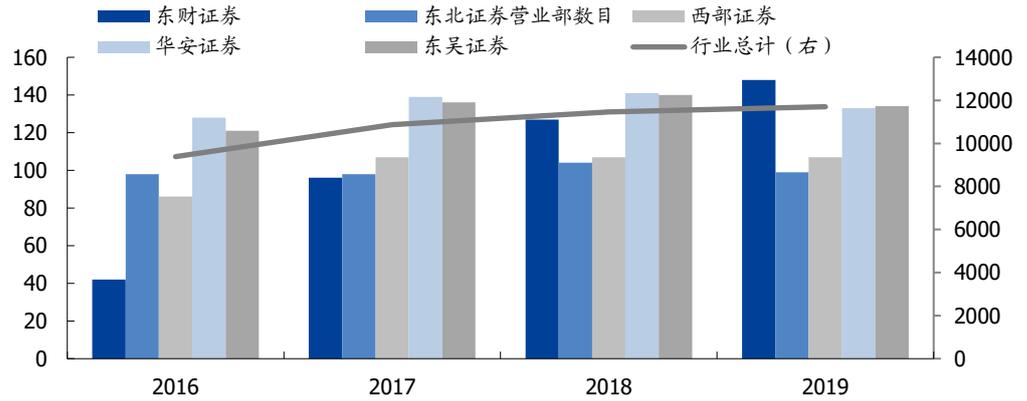
图表 6: 2015-2019 年东财证券及行业佣金率



资料来源: Wind, 证券业协会, 国盛证券研究所

线下网点扩张也发力, 深挖高净值客群。 1) 根据监管要求, 临柜业务、鉴证服务等均需要线下办理; 同时, 为了更好激活包括游资私募在内的高端客户, 公司自收购东方财富证券以来, 也在不断完善各级城市的营业网点布局。2) 2019 年, 东方财富证券营业部数目为 148 家, 2016-2019 年复合增长率为 52.17%, 大幅高于行业平均 7.63% 水平。另一方面, 公司线下网点扩张速度也大幅高于类似规模券商 (参考 2019 年营业收入), 尤其是 2018 年熊市期间, 公司仍大举投入营业部铺设, 为线上转化而来的客户流量提供良好的配套服务。

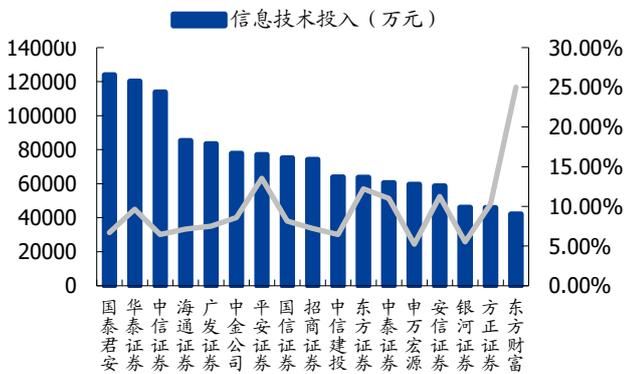
图表 7: 2016-2019 年部分证券公司及证券行业营业部数目



资料来源: 公司公告, 证券业协会, 国盛证券研究所

原生互联网基因叠加持续研发投入, 产品成熟度远优于同业。 1) 公司互联网原生基因显著, 董事长其实先生是国内“证券+互联网”复合型领军人才, 近期子公司东方财富证券也多次提任具备互联网及技术背景的高管。2020年5月, 80后郑立坤上任东方财富证券总经理, 此前其曾在东方财富集团负责 Choice 数据终端, 并在东方财富证券担任首席信息官; 蔡开璟接任副总经理、首席信息官等职务, 具备工科教育背景, 原东方财富证券技术开发部总监、运营中心总监。并且, 公司管理风格相比传统券商也更加偏向互联网。2) 公司研发投入持续保持高位, 2019年, 公司信息技术投入总计 4.22 亿元, 占营业收入比例为 25.01%, 相对值投入力度行业领先。在此情况下, 公司产品优势逐步建立, 尤其是全产品线的铺设有效提升了开户吸引力, 例如新开户用户可享受手机专业版及 Choice 金融终端、高速 Level2 交易、操盘机器人等七项特权产品, 试用期限约 3 个月。

图表 8: 2019 年证券公司信息技术投入及占营收比例



资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所 (根据证券业协会指标, 信息技术投入=信息技术资本性支出+信息技术费用+信息技术人员薪酬*120%)

图表 9: 东方财富投资工具

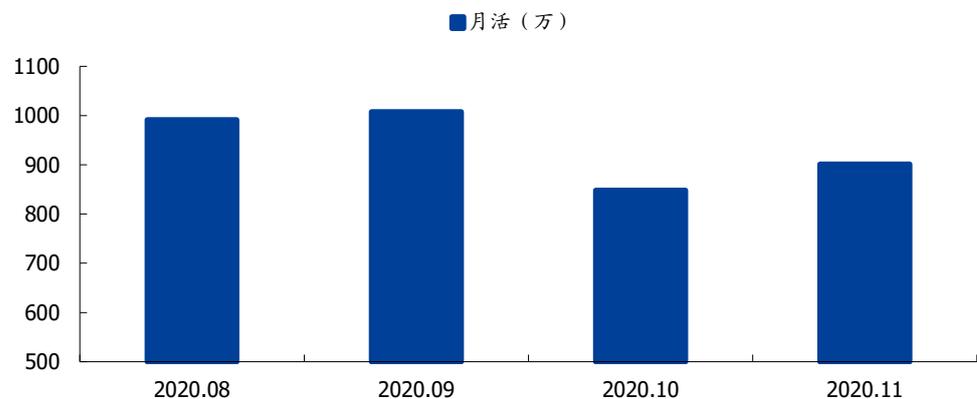


资料来源: 东方财富网, 国盛证券研究所

绝大部分券商处于探索阶段, 少数跑通线上化模式。 1) 目前, 主流中大型券商基本均开发了自身 APP, 其中某些为了保持证券经纪业务独立性, 选择切断第三方接口, 以掌握渠道话语权; 小型券商由于自身规模及研发能力限制, 选择从第三方平台导流, 以发展互联网业务。由于传统线下运营模式与互联网运营在业务模式、人员团队、技术架构、营销模式等方面存在较大差异, 绝大多数券商在互联网业务上处于探索阶段, 少数以华泰证券、广发证券等为代表成功跑通线上化模式。2) 以华泰证券为例, 早在 2010 年, 互联网金融趋势尚未兴起之前, 华泰证券就开始充分布局互联网, 通过公司官网、“涨乐网”、“涨乐财富通手机客户端”等“两网一端”实现经纪业务通道服务以及围绕通道服务的基础理财服务向互联网集中; 且其董事长具备多年技术背景, 指导华泰证券积极投

入研发，其研发水平、技术水平处于行业前列。业务经验及技术积累使华泰成为少数跑通线上化模式的券商之一。2020年8-11月，华泰证券自有APP涨乐财富通MAU均超过500万人，并于2020年11月达到901.6万人。

图表 10: 2020年8月至11月华泰证券APP月活



资料来源: 易观千帆, 国盛证券研究所

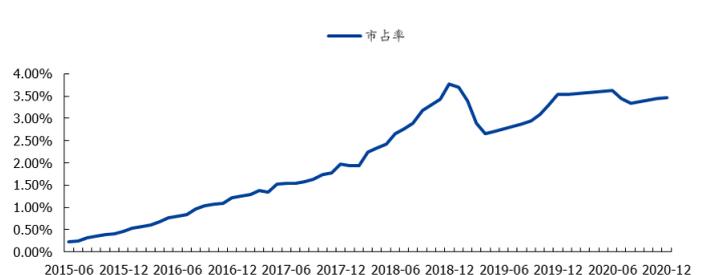
千万级长尾流量持续转化，即使资本市场低谷期间市占率仍保持提升。 1) 2015年，公司成功收购西藏同信证券（后更名为东方财富证券）并获得券商牌照。自此，公司证券经纪业务市占率持续提升。根据Wind数据，东方财富证券的股票交易市场份额由2015年1月排名第74位，提升至2018年3月第15位，其市占率达到2.24%，环比增长15%。根据交易所披露信息，我们估算其市占率在2020年底达到约3.6%，并且，业务占比提升趋势预计持续。2) 值得注意的是，无论是市场情绪较高的2015、2020年，还是市场情绪较低的2018年，公司股票交易市场份额均实现稳定增长。一方面得益于公司互联网平台流量优势、低佣金费率及良好的用户体验，另一方面也依托于公司挖掘长尾客户流量的坚定战略及配套投入，例如线上及线下的广告宣传、线下营业部的配合扩张等。凭借深厚客群积累及强力引流转化，东财证券获客效率显著优于传统券商，有效把握新股民，提升市占率。

图表 11: 2016/01-2012/11 新增投资者数量



资料来源: 中国证券登记结算公司, 国盛证券研究所

图表 12: 2015-2020年东方财富证券股票交易市场份额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (根据交易所披露, 2018.04以后为估计值)

2. 金融牌照监管趋紧+先发优势明显，互联网巨头短期难撼动

牌照监管收紧，互联网巨头难以直接涉足证券业务。 1) 为了延展其原生业务并借助金融丰富C端变现手段，互联网巨头快速推进金融业务布局，并积极获取金融牌照。截至2019年底，BATJ共获得金融牌照38张，其中以第三方支付、小额贷款、基金支付及销售、保险经纪为主，而证券业务及融资业务上鲜有布局。2) 2015年股市大幅震荡，监管对于金融牌照态度趋严；2020年蚂蚁集团暂停上市也验证监管对金融风险的稳健考量。互联网巨头享有庞大流量及深度科技积累，与传统证券牌照结合易引发业务发展的

不确定性、不可控性，故其在牌照获取上存在较大难度。以阿里巴巴为例，自2014年起，其先后尝试收购长江证券、控股德邦证券、设立合资证券等多次经历，均以失败结束。

图表 13: 截至 2019 年末互联网巨头金融牌照布局

	百度	阿里巴巴	腾讯	京东
银行	中信百信银行股份有限公司（持股 30%）	浙江网商银行股份有限公司（持股 30%）	深圳前海微众银行股份有限公司（持股 30%）	-
虚拟银行	-	蚂蚁银行（香港）有限公司	怡丰香港控股有限公司	Livi VB Limited
保险	-	国泰财产保险有限责任公司 信美人寿相互保险社 众安在线财产保险股份有限公司	众安在线财产保险股份有限公司	京东安联财产保险有限公司
保险经纪	黑龙江明朵龙江保曜纪有限责任公司	-	北京腾诺保险经纪有限公司	天津津投保保险经纪有限公司
保险代理	-	蚂蚁保保险代理有限公司	微民保险代理有限公司	
商业保理	-	商融（上海）商业保理有限公司	-	上海邦汇商业保理有限公司
券商	-	-	-	-
证券投顾	-	-	-	-
基金管理	-	天弘基金管理有限公司	-	-
基金销售	北京百度百盈基金销售有限公司	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	腾安基金销售（深圳）有限公司	北京肯特瑞基金销售有限公司
基金支付	北京度小满支付科技有限公司	支付宝（中国）网络技术有限公司	财付通支付科技有限公司	网银在线（北京）科技有限公司
第三方支付	北京度小满支付科技有限公司	支付宝（中国）网络技术有限公司	财付通支付科技有限公司	网银在线（北京）科技有限公司
消费金融	哈尔滨哈银消费金融有限责任公司	-	-	-
小额贷款	重庆度小满小额贷款有限公司	浙江阿里巴巴小额贷款股份有限公司 重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司 重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司	深圳市财付通网络金融小额贷款有限公司	重庆京东同盈小额贷款有限公司 北京京汇小额贷款有限公司
个人征信		芝麻信用管理有限公司	腾讯征信有限公司	-
企业征信	北京度小满征信有限公司	-	-	上海窗君展企业信用征信服务有限公司
融资租赁	-	-	-	-
融资担保	-	-	-	-

资料来源：零壹财经，国盛证券研究所

图表 14: 2014-2016 年阿里巴巴多次尝试申请券商牌照

时间	多次申请牌照
2014-04	阿里巴巴金融板块要约收购长江证券的动议, 遭到了湖北省政府方面的反击而失败
2015-05	阿里系云锋金融控股持股 73.21% 的附属公司 Jade Passion 斥资 26.8 亿港元, 认购香港老牌券商瑞东集团 13.4 亿股股份
2015-11	蚂蚁金服通过其官方微博宣布将入股德邦证券, 与德邦证券已达成资本层面合作, 不过这一收购被监管层“搁置”长达 18 个月未获得明确批复, 最终“流产”
2016-02	瑞东集团公告称与巨人投资、江苏鱼跃科技订立就成立合营公司云峰证券一事签订发起人协议, 证监会 4 月受理后无任何进展

资料来源: 财新网, 华尔街日报, 相关公司公告, 国盛证券研究所

互联网巨头转向合作参股思路, 存在第三方导流可能性。1) 2018 年起, 互联网巨头转变思路, 积极参股证券公司或与其开展合作。从开始的宣传引流, 再到战略合作, 到如今的金融科技融合, “互联网+证券”模式持续深化。以较为开放的腾讯为例, 截止到 2019 年初, 虽然监管部门并没有放开微信小程序交易, 但是, 通过接入外部券商, 其微信公众号“腾讯微证券”可以顺利的进行股票账户开户与交易, 其独立运行的 APP “自选股”, 也可以进行沪深股票市场的交易与港美股等信息查询。2) 参考基金代销行业发展情况, 第三方独立基金销售份额逐步增加, 2019 年市占率为 11.03%; 其中, 以蚂蚁基金为代表的互联网平台收入已赶超天天基金。若监管对外部接入及三方合作继续持保留态度, 互联网巨头凭借其 10 亿级别流量以及极为深厚的技术积累, 可能对现有竞争态势形成一定程度冲击。

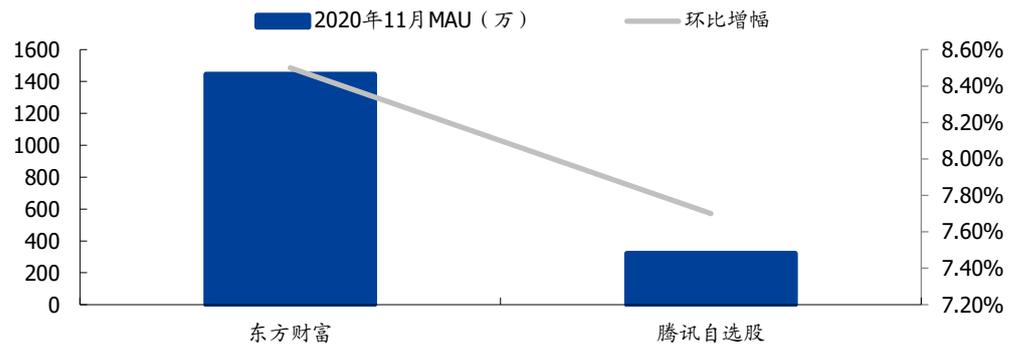
图表 15: 截至 2019 年互联网巨头的证券业务合作

内容	腾讯系		阿里巴巴 蚂蚁金服	百度 股市通	京东 京东股票	新浪系	
佣金宝 (已停止)	腾讯微证券	腾讯自选股				新浪财经	微博
性质	APP	公众号	APP	APP	APP	APP	APP
开户合作券商	国金证券	招商证券、华林证券	中山证券	无	光大证券、国金证券	开发中	东亚前海、东莞证券、广发证券、第一创业、爱建证券、华西证券、五矿证券
股吧社区	无	公众号仅有 2 篇文章	股票评论功能	有社区留言	评论	评论	有, 评论
参股券商及持股比例	中金证券 (4.95%)		华泰证券 (3.25%) 中金公司 (4.84%)	无	无	无	无
战略合作及合作时间	中信集团 (2018 年 1 月)、国泰君安证券 (2018 年 11 月)		银河证券 (2018 年 1 月)	无	山西证券 (2018 年 1 月) 国元证券 (2017 年 12 月)	无	无
金融科技合作	无		财通证券 (2019 年 9 月)	无	无	无	无
模拟炒股	无		有	有	有	有	有

资料来源: 相关公司公告, 相关官方 APP, 每日经济新闻, 国盛证券研究所

专业公司积累的 **Knowhow** 和用户粘性较难突破, 历史数据来看互联网公司难撼动行业前三地位。1) 互联网巨头在证券业务上缺乏专业的运营团队, 导致其金融流量的规模及活跃度不及预期。以腾讯微证券为例, 2020 年 12 月 26 日, 其上证指数讨论区仅有约 100 条评论; 而同样时期, 东方财富股吧中上证指数分区约有 700 个讨论帖, 帖子评论数 10-8000/个不等, 其中包括多位认证大 V 的发帖。证券讨论区为投资者获取信息、收集意见的重要来源。证券社交板块活跃度较低是运营不足的重要体现。2) 根据已有实践, 以腾讯自选股为代表的互联网证券业务表现一般, 根据易观千帆数据, 2020 年 11 月, 成立于 2012 年的腾讯自选股 APP 月活为 321.4 万人, 环比增幅为 7.7%, 与东方财富 APP 存在较大差距。并且, 腾讯自选股月度独立设备数排名曾在 2015 年达到第五, 但 2016 年跌出前五后再无起色, 佐证业内公司的 Knowhow 和用户粘性, 互联网巨头切入市场难度较大。

图表 16: 2020/11 东方财富及腾讯自选股 APP 月活



资料来源: 易观千帆, 国盛证券研究所

图表 17: 2015-2020 年国内金融类 APP 月度独立设备数排名

排名	2015.7	2016.8	2017.9	2017.12	2018.10	2019.12	2020.11
第 1 名	同花顺	同花顺	同花顺	同花顺	同花顺	同花顺	同花顺
第 2 名	大智慧	大智慧	大智慧	大智慧	大智慧	大智慧	大智慧
第 3 名	东方财富	东方财富	东方财富	东方财富	东方财富	东方财富	东方财富
第 4 名	益盟操盘手	天天基金网	涨乐财富通	涨乐财富通	涨乐财富通	涨乐财富通	涨乐财富通
第 5 名	腾讯自选股	益盟操盘手	银河玖乐	银河玖乐	银河玖乐	银河玖乐	银河玖乐

资料来源: 艾瑞数据, 国盛证券研究所

长期来看, 支付宝或成最大潜在竞争者, 但监管层面存在制约因素。

1) 可能出于风险合规因素以及监管层考量, 阿里系在证券业务方面展开并不多, 支付宝中“股票”入口也仅提供股票行情及模拟炒股模块, 不涉及开户、交易等实际操作。如果第三方导流逐步正轨化, 支付宝可能进一步涉足证券业务, 与证券公司展开广告合作。并且, 由于蚂蚁集团在基金等金融业务上表现良好、运营经验丰富, 旗下支付宝可能成为互联网平台中最具竞争潜力的主体。

2) 但实际上, 监管层对互联网公司介入证券账户的登录、交易等环节一直保持否定态度。此外, 严格的新投资者适当性支付也限制了线上业务流程。2020年8月, 为规范证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动, 证监会起草了《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定(试行)》, 并向社会公开征求意见, 引导平台与券商合作导流的规范化。《管理规定》列明, 对于第三方机构, 仅限于为券商提供网络空间经营场所等信息服务, 不得介入投资者招揽、投资者适当性管理、接收交易指令等证券业务活动的任何环节。

3) 基于此, 支付宝可能为合作券商提供引流服务, 更有可能是链接跳转的方式, 然后账户登录、验证码、交易指令等由合作券商负责, 蚂蚁财富看不到任何数据。对于蚂蚁集团而言, 上述模式既占用支付宝的客户端入口和服务器资源, 同时产生不了任何数据积淀, 对互联网公司来说, 数据是第一位的, 没有用户数据, 也无法提供定向营销方案。并且, 链接跳转也会引起新的用户体验问题。

图表 18: 腾讯自选股开户的多个跳转界面



资料来源: 腾讯自选股, 国盛证券研究所

3. 综合竞争优势突出，市占率或再上台阶

我们认为，东方财富具备纯正互联网基因、扎实 IT 基础、庞大金融流量及金融牌照等优势。相较于传统券商与互联网巨头而言，其综合竞争力具备比较优势。因此，长期而言，依托海量年轻、长尾流量的持续变现，公司证券经纪业务排名大约能达到第 5 名左右，对应 4.0-4.5% 市占率。

根据历史数据，证券经纪业务竞争格局较为稳定，特别是前三名。1) 股基市占率基本反映了各家券商在经纪业务上的竞争力。2014-2019 年，行业竞争格局较为稳定，尤其是前 3 名基本未发生改变。2019 年，华泰证券以 7.53% 股基市占率排名第一，中信证券以 6.10% 股基市占率排名第二，国泰君安以 4.92% 市占率排名第三。2) 另外，广发证券 2012 年排名第 9，最高于 2015-2017 年达到第 4 位，之后稳定在第 5 名左右，也佐证行业龙头竞争格局的稳固。

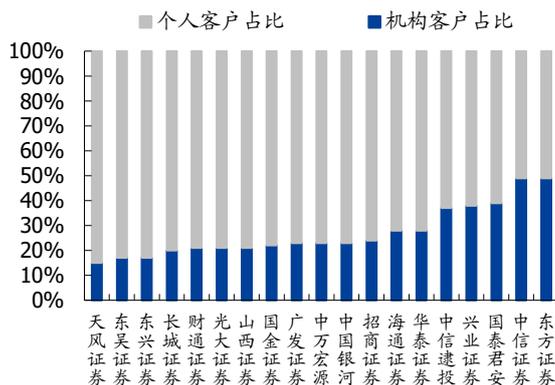
图表 19: 2012-2019 年证券公司股基交易额市占率

	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	市占率	排名														
华泰证券	5.54%	2	6.10%	2	7.90%	1	8.30%	1	8.83%	1	7.75%	1	7.10%	1	7.53%	1
中信证券	5.76%	1	6.18%	1	6.54%	2	6.37%	2	5.79%	2	5.89%	2	6.10%	2	6.10%	2
国泰君安	4.92%	4	4.79%	4	5.06%	3	5.42%	3	5.71%	3	5.87%	3	5.14%	3	4.92%	3
中国银河	5.10%	3	5.00%	3	3.90%	8	5.00%	6	4.80%	5	4.57%	6	4.61%	6	4.51%	4
广发证券	4.01%	9	3.98%	8	4.08%	6	5.04%	4	5.19%	4	5.76%	4	4.63%	5	4.32%	5
海通证券	4.54%	5	4.73%	5	4.74%	4	5.02%	5	4.47%	7	4.68%	5	4.74%	4	4.30%	6
招商证券	4.06%	8	4.31%	6	4.14%	5	4.11%	8	3.79%	8	4.01%	8	3.95%	8	4.09%	8
申万宏源	4.33%	6	4.22%	7	4.01%	7	4.97%	7	4.54%	6	4.11%	7	4.36%	7	4.21%	7

资料来源: 相关公司公告, 证券业协会, 国盛证券研究所 (注: 部分公司根据成交额及证券业协会数据测算, 或与实际有一定出入)

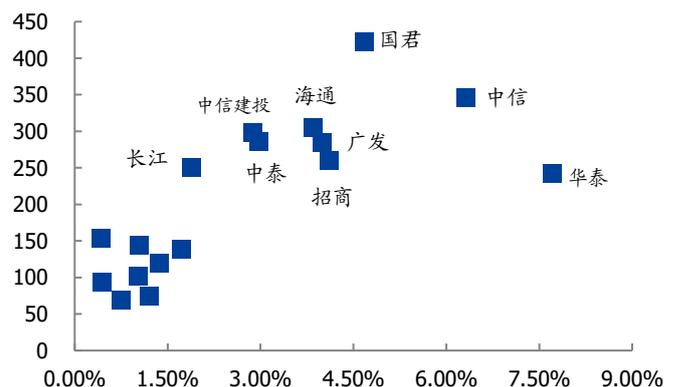
机构客户在龙头公司中占比较高, 以其高粘性属性构成经纪业务重要壁垒。1) 2020H1, 中信证券机构客户占比 49%, 国泰君安机构客户占比 39%, 华泰证券机构客户占比 28%, 海通证券机构客户占比 28%, 均保持较高水平。2) 机构客户服务更加综合化, 包括投顾 (研究所)、资金融通业务等, 另外价格敏感性较低, 因此客户粘性相对较强; 同时, 券商也需要进行线下营业部的配套铺设, 以便更好地服务机构客户, 国泰君安、中信证券、海通证券、华泰证券营业部数量均处于行业前列。

图表 20: 2020H1 部分券商客户结构



资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 部分券商 2020H1 营业部数量和股基市占率情况

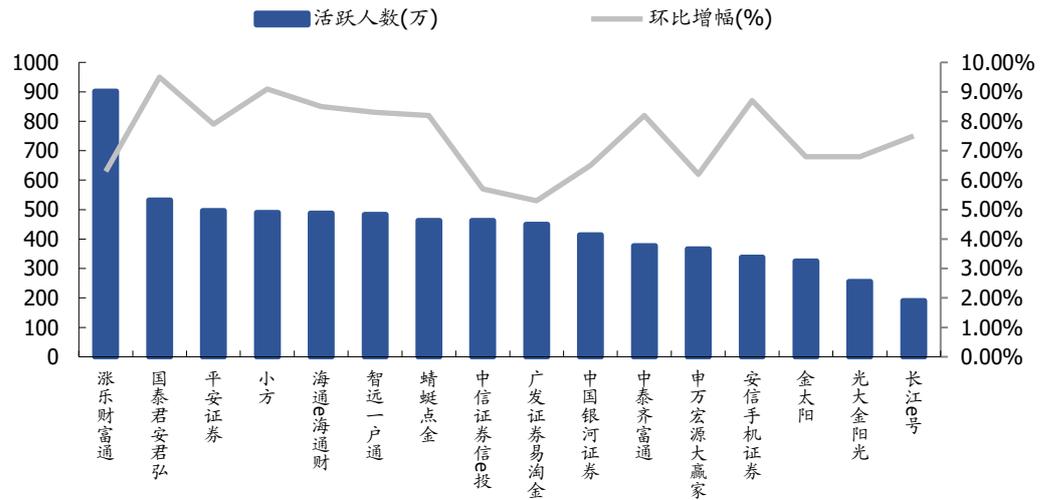


资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

网上经纪是个人客户的重要开户渠道, 龙头券商也在加大投入 APP, 目前流量处于第二序列。1) 根据证监会数据, 2020 年, 超过 95% 的证券交易通过互联网渠道进行, 网上经纪已成为服务客户、尤其是个人客户的重要渠道。2) 经纪业务实战率较高的公司, 其互联网渠道建设也较为发达, 反映了其对于个人客户的把握能力。根据易观千帆数据, 2020 年 11 月, 华泰证券 APP 涨乐财富通月活 901.6 万人, 居券商 APP 越活用户排名第一; 国泰君安君弘月活 532.4 万人, 排名第二; 海通 e 通海通财月活 487.3 万人, 排

名第5；中信证券信e投月活462.4万人，排名第八。

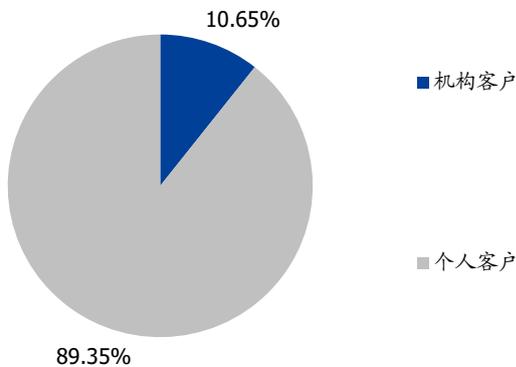
图表 22：2020年11月券商APP月活排名



资料来源：易观千帆，国盛证券研究所

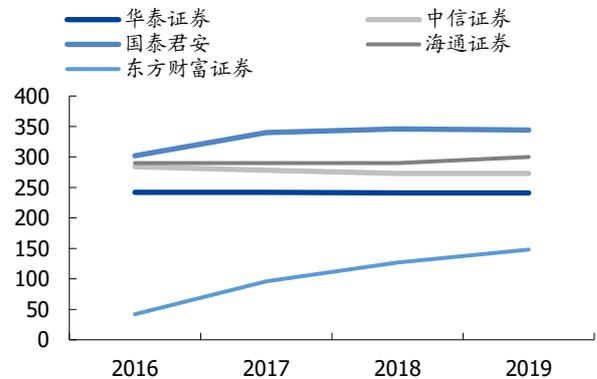
总体上，证券经纪前三的券商对机构客户有较好覆盖，线上渠道也在逐步建设。而东财证券依托海量年轻、长尾线上流量的持续转化，同时线下营业部数量增速大幅领先行业，互联网基因的运营能力和执行力突出。长期来看市占率还有望进一步提升，行业排名或能达到第5名左右，对应4.0-4.5%市占率。

图表 23：2019年东方财富证券代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比例



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

图表 24：2016-2019年主要证券公司营业部数量



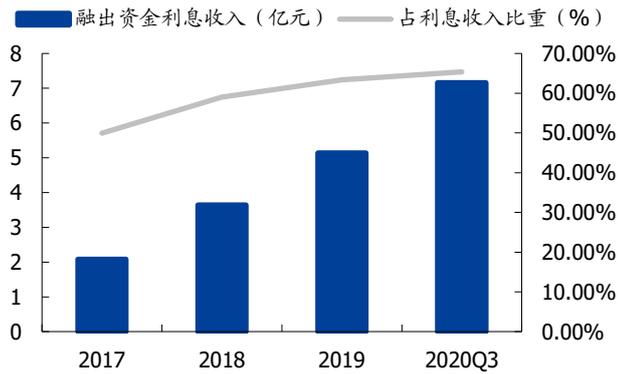
资料来源：相关公司公告，国盛证券研究所

二、融资融券：不断渗透经纪业务客群，借力金融市场加速发展

1. 两融业务市占率跟随经纪业务趋势，客户渗透率仍有较大提升空间

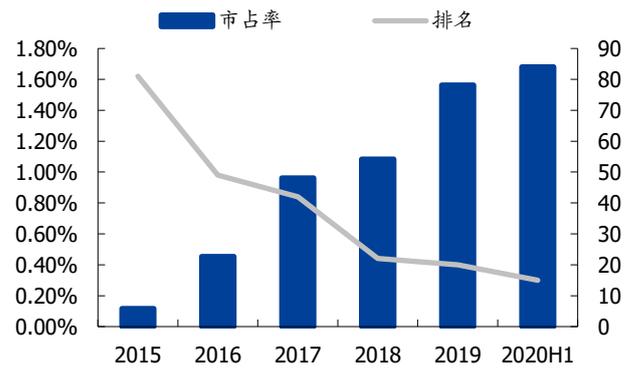
两融业务市占率也在持续提升，成为重要收入来源和新增长点。1) 依托东方财富证券逐步扩张的证券经纪客群，公司两融业务营收规模快速扩张。2019年，公司融出资金利息收入为5.14亿元，同比增长41.05%；2020Q3，公司融出资金利息收入为7.16亿元，占营业总收入比重为12.03%。2) 以融资融券余额计算，公司两融业务市占率从2015年0.12%提升至2020H1 1.68%，排名从第81名提升至第15名。

图表 25: 2017-2020Q3 公司融出资金利息收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 2015-2019 年公司两融业务市占率及排名



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

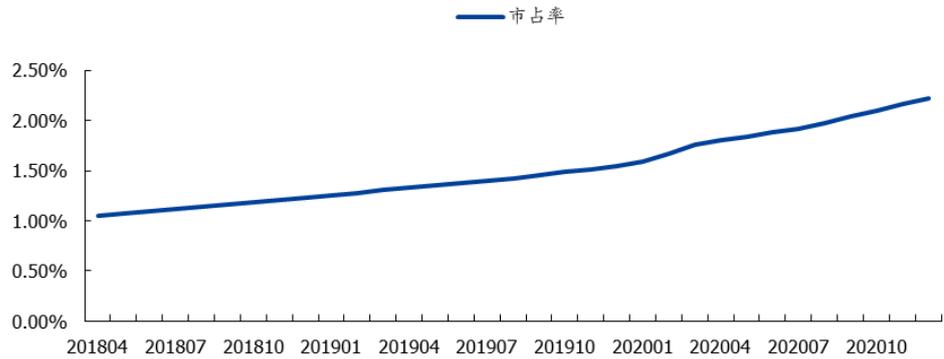
两融业务具有滞后效应, 但跟随经纪业务增长趋势, 且渗透率逐步增加。1) 两融业务的开展也是以经纪业务客户为基础, 基本和经纪业务表现一致。根据历史数据, 2015-2019 年, 两融业务市占率行业前 10 名券商结构基本与证券经纪格局一致, 市占率水平也较为接近。2) 截至 2020Q3 公司两融业务市占率约为 2.01%, 与经纪业务市占率约 3.6% 存在一定差距。重要原因之一为两融业务存在滞后效应, 即投资者在开户并从事证券交易至少 6 个月后才能开通融资融券业务资格。伴随证券经纪持续提升, 公司两融余额份额也将跟随提升。

图表 27: 2015-2019 年部分券商两融业务市占率及排名

	2015		2016		2017		2018		2019	
	市占率	排名								
国泰君安	5.55%	5	5.45%	5	5.66%	3	7.10%	2	7.07%	1
中信证券	5.61%	4	6.03%	1	6.33%	1	7.57%	1	6.93%	2
华泰证券	5.63%	3	5.87%	2	5.73%	2	6.01%	4	6.68%	3
中国银河	5.89%	1	5.63%	4	5.56%	4	5.91%	6	5.76%	4
广发证券	5.70%	2	5.76%	3	5.46%	5	6.00%	5	5.38%	5
申万宏源	4.18%	8	3.96%	9	3.70%	10	5.84%	7	5.20%	6
海通证券	5.17%	7	4.76%	7	4.68%	7	6.47%	3	5.18%	7
招商证券	5.35%	6	5.43%	6	5.33%	6	5.17%	8	5.03%	8
国信证券	3.91%	9	4.04%	8	3.79%	9	3.93%	10	3.70%	9
光大证券	3.30%	10	3.24%	10	2.93%	11	4.01%	9	3.35%	10

资料来源: Wind, 相关公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2018/04-2020/12 两融业务市占率 (部分为估计值)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 根据交易所披露, 2018.04 后为估计值)

2. 借力金融手段快速补充资本金需求, 年轻客群成熟后转化率提升

借力金融市场, 快速补足资本金短板。融资融券业务为资本消耗型业务, 2020年1月发布的《关于证券公司风险控制指标计算标准规定》对融资业务风险资本准备提出了更高要求。为了满足两融业务发展需求, 公司积极通过资本市场融资筹措资金。2020年12月, 公司发布《创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(修订稿)》将不超过140亿元投入信用交易业务, 扩大融资融券业务规模。

图表 29: 近年募集资金情况

时间	融资方式	募资总额 (亿元)	募集资金用途
2016/5/14	定向增发	40	增加同信证券资本金
2017/12/18	可转债	47	投资于信用交易业务(包括两融及股票质押)、证券投资业务、对东方财富证券全资子公司同信投资有限责任公司增资、增设证券经纪业务网点
2020/1/9	可转债	73	补充东方财富证券资本金
2020/9/9	非公开发行公司债券	不超过人民币 80 亿元 (含 80 亿元)	补充东方财富证券流动资金, 调整和改善东方财富证券财务结构、偿还到期债务以及其他
2020/12/15	可转债	不超过人民币 158 亿元 (含 158 亿元)	将不超过 140 亿元投入信用交易业务, 扩大融资融券业务规模; 将不超过 18 亿元用于扩大证券投资业务规模

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

另一方面, 融资融券业务资格开通要求用户账户最近 20 个交易日日均资产不低于 50 万元, 而公司流量基础及业务对象均为长尾客户, 50 万元的资产门槛构成一定限制; 同时, 如前所述, 公司线下营业部数量与行业龙头公司相比, 依旧有较大提升空间。

因此, 综合考虑公司证券经纪业务地位、资本金补充等因素, 长期而言, 我们预计公司两融业务大致能达到行业第 10 名左右, 对应市占率为 3.0%-3.5%。

三、基金代销: 机构大时代来临, 长期享受行业规模扩张叠加格局优化

1. 政策利好不断，基金发行再创新高

资本市场政策红利密集释放，公募基金将延续大发展态势。自2018年底资本市场改革以来，监管层意在“慢牛”而非“疯牛”，始终强调推动“中长线资金”而非“短线资金”入市，居民储蓄入市要通过培育机构投资者实现。一方面，监管层多举措推动更多中长线资金加配权益类资产，如鼓励多支柱养老金入市，加大公募权益类产品发行力度；另一方面，监管多次严查场外配资、违规资金等短线资金入市。

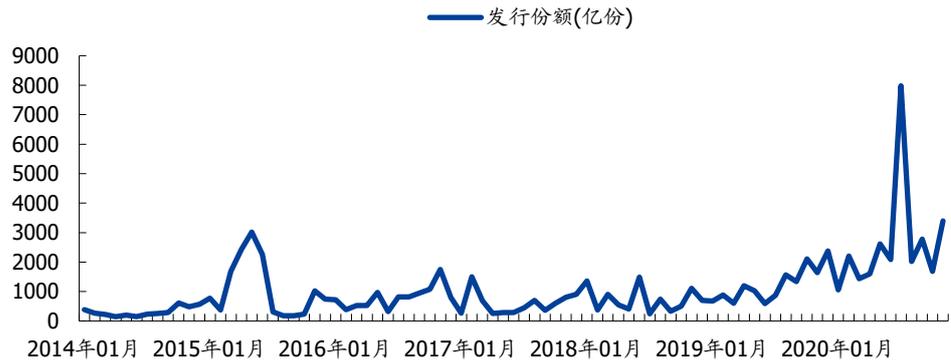
图表 30: 2020 年引导机构资金相关政策梳理

日期	机构	内容
2020/1/4	银保监会	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》有效发挥理财、保险、信托等产品的直接融资功能，培育价值投资和长期投资理念，改善资本市场投资者结构。大力发展企业年金、职业年金、各类健康和养老保险业务， 多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。
2020/2/15	证监会	积极拓展中长期资金来源。 进一步提升权益类基金占比 ，扩大公募基金投顾业务试点， 鼓励和支持社保、保险、养老金等中长期资金入市 ，推动个人养老金税收递延账户投资公募基金政策落地
2020/5/7	央行、外管局	取消 QFII 境内证券投资额度管理要求 ，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求
2020/6/18	银保监会	六项举措支持资本市场发展： 增加新的机构投资者；加大权益类资管产品发行力度，支持理财子公司提高权益类产品比重； 推进银行与基金公司、银行与保险公司等各类机构深度合作； 支持保险公司通过直接投资、委托投资、公募基金等各种渠道 ，增加资本市场投资等
2020/7/17	银保监会	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》 明确保险公司权益类资产最高可占到上季末总资产的 45%。
2020/7/8	证监会	证监会对于 258 家场外配资平台进行了集中曝光
2020/7/9	中国证券报	2015 年股市异常波动的惨痛教训更是历历在目，警示我们须以正确姿势推进股市健康繁荣
2020/7/14	银保监会	通报影子银行和交叉金融业务存在的突出问题，主要集中在“资管新规”“理财新规”执行不到位、非标投资业务管控不力等方面。坚决防止影子银行回潮和结构复杂产品死灰复燃， 严禁资金违规流入股市 ，违规投向房地产领域等限制性领域。
2020/10/9	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》探索建立对机构投资者的长周期考核机制， 吸引更多中长期资金入市
2020/11/19	银保监会	引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设， 推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平
2020/12/22	证监会	着力加强资本市场投资端建设， 促进居民储蓄向投资转化。 推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接， 继续大力发展权益类公募基金 ，推动健全各类专业机构投资者长周期考核机制。

资料来源：相关机构官网，国盛证券研究所

2019 年起基金发行规模大幅增长，2020 年发行创下历史新高。2020 年，公募基金新发规模创下历史新高。根据 Wind 数据，2020 年新成立基金发行份额已达到 3.06 万亿，同比增长 104%。基金规模高速增长也提振了基金代销行业的景气度。

图表 31: 2014/01-2020/12 新成立基金发行份额

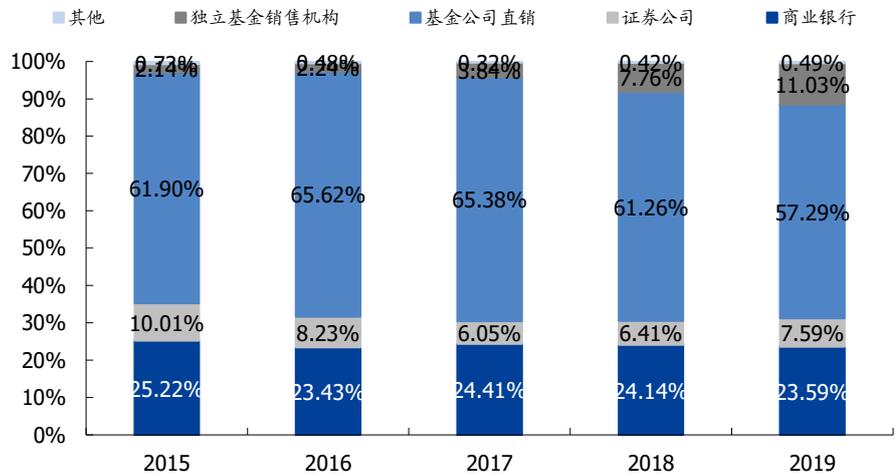


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 第三方基金销售平台占比快速提升, 互联网巨头对行业冲击已逐步消化

独立基金销售平台市占率快速提升, 基金直销渠道被逐步侵蚀。渠道结构方面, 近年来第三方基金销售机构以其流量优势, 主要抢占了基金公司直销份额, 未来可替代空间较大。根据基金业协会统计, 独立基金销售机构份额从 2015 年 2.14% 上升至 2019 年 11.03%; 同时, 基金公司直销渠道从 2015 年 61.90% 下降至 2019 年 57.29%。随着公募基金市场规模持续扩大, 直销渠道进一步萎缩, 独立基金销售平台以其流量及运营优势, 有望持续高速增长。

图表 32: 2015-2019 年基金销售保有量份额



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 国盛证券研究所

互联网巨头对行业竞争格局的冲击已逐步消化。1) 随着金融理财愈加普及, 基金成为众多人群重要的理财手段, 尤其是对财经领域稍有了解的群体。基金代销市场的扩大也吸引了互联网巨头的入局, 而互联网公司凭借高量级的技术及流量积累, 已成为行业内的重要参与者。根据易观千帆数据, 支付宝、京东及微信移动 APP 月活分别为 8.39 亿人、3.40 亿人及微信 9.96 亿人, 远高于东方财富网 6306 万人的月活水平。2) 2016 年受蚂蚁基金代销“一折”政策以及资本市场行情影响, 公司基金代销收入曾经进入低谷。但近几年伴随资本市场大发展, 机构化趋势更加凸显, 基金销售平台规模持续增长。2020H1, 公司基金代销收入为 11.43 亿元, 同比增长 102.25%; 基金销售额 5683.63 亿元, 同比增长 83.93%, 主要受公募基金行业繁荣带动, 这也显示其受到互联网巨头的冲击逐步消化。

几家主要基金代销平台均实现高增, 佐证行业并非“红海”。2016-2019 年几家主要独

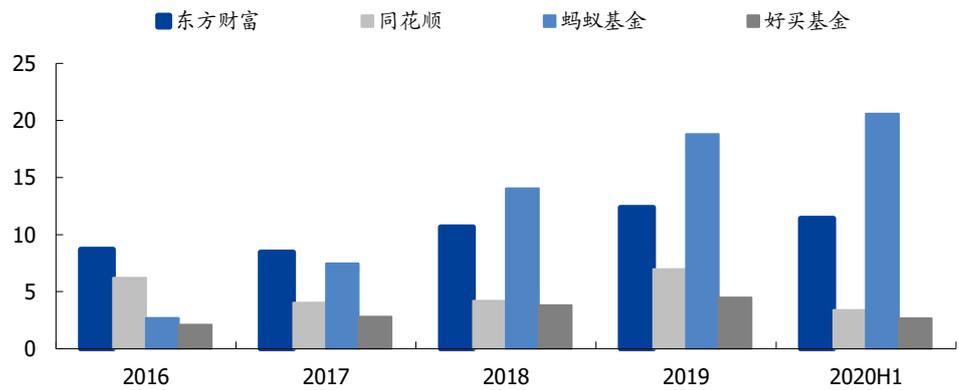
立基金代销平台营收均实现增长，特别是2020H1东方财富同比增长102.25%、同花顺同比增长62.52%、好买基金同比增长31.25%、蚂蚁基金同比增长136.39%。

图表33: 互联网公司基金销售布局

取得牌照时间	平台	股东	基础流量
2012.12	天天基金	东方财富	东方财富网月活 6306 万人
2015.4	蚂蚁基金	蚂蚁集团	支付宝月活 83864 万人
2016.1	肯特瑞	京东	京东月活 34009 万人
2012.2	好买基金	腾讯	微信月活 99635 万人

资料来源: Wind, 青年报, 易观千帆, 国盛证券研究所

图表34: 2016-2020H1 主要公司基金代销业务收入 (亿元)



资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 2016-2020H1 东方财富基金代销收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表36: 2016-2020H1 东方财富基金销售额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

另外, 对比其它几家金融流量属性平台, 公司的客户转化率还存在提升空间。由于有内容专业性和理财社交粘性加成, 相较其他平台, 公司积累的流量具有明显的金融属性, 对基金代销、理财投资等业务引流的转化率可达到较高水平。根据东方财富网与天天基金网的月活数据简单估算, 2020年11月, 公司基金代销客户转化率约为10.82%, 对比其它几家金融流量属性平台, 依然存在一定提升空间。

图表 37: 部分平台基金客户转化率

	绝对量	转化率
2020年11月东方财富网月活	6306万	10.82%
2020年11月天天基金网月活	682万	
2019年支付宝用户数	约10亿	16%
2019年支付宝平台理财交易用户数	1.6亿	
2019年招商银行APP月活	5513.63万	13.82%
2019年招商银行APP投资理财用户数	762.09万	

资料来源: 易观千帆, 招商银行公告, 凤凰网, 国盛证券研究所

3. 居民储蓄搬家大背景下, 基金保有量快速上行, 头部代销平台商业模式优化

居民资产配置转移, 基金保有量快速增长, 代销业务商业模式优化。1) 根据中国经济网报道, 目前投资者的资金投向从传统的楼市、银行逐渐流向资本市场。在房住不炒、银行理财打破刚兑甚至出现“负收益”的背景下, 这一趋势更加明显。基金公司管理费实际操作中, 要按照一定比例以客户维护费的名义返佣支付给销售渠道方。部分基金公司甚至可能会把六到七成的管理费划给渠道方。2) 2020年我国基金保有量达到185,869.45亿元, 同比增长25.32%; 2016-2020年基金保有量复合增长率为19.40%。天天基金作为第三方独立代销龙头, 对尾随佣金的分成比例具有一定议价权。由于申购费率在行业充分竞争情况下普遍较低(一折后股票型基金约为0.15%, 债券型基金约为0.05%), 预计尾随佣金在平台代销收入中占据重要份额。因此, 随着居民资产配置逐步向基金倾斜, 基金保有量提升带来的尾随佣金收入, 将极大提升公司收入的持续性。

图表 38: 2016-2020年基金规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

政策引导方向来看, 居民大量通过基金申购入市的趋势已经形成, 基金代销行业将维持高景气度。而公司拥有千万级金融属性流量卡位, 且竞争格局改善, 第三方代销的市场占比仍有较大提升空间。随着公募基金保有规模的快速增长, 头部第三方代销平台将享受持续的业务分成, 公司基金代销商业模式逐步优化, 长期价值有望重估。

维持“买入”评级。根据关键假设以及2020Q3财报, 预计2020-2022年公司营业收入分别为80.52亿元、95.74亿元和119.35亿元, 预计2020-2022年归母净利润分别为44.50亿元、55.03亿元和73.00亿元。维持“买入”评级。

四、 风险提示

金融业务占比提升不及预期：证券经纪业务和基金业务均属于较为成熟行业，竞争较为激烈，未来公司市占率提升幅度可能不及预期。

互联网巨头加剧竞争：互联网巨头在线上流量优势，如果大力发展证券类业务可能会对存量格局形成影响。

宏观经济风险：若受疫情等因素影响、经济下行较快，可能导致资本市场后续风险，对公司主要证券业务收入产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com