

2021年01月26日

东方财富与嘉信理财的同与异——兼论嘉信理财是否是东方财富估值的天花板？

东方财富 (300059)

导读

东方财富常常被称为东方的“嘉信理财”，自然东方财富与嘉信理财有很多相似之处，但诞生于不同的背景环境下的二者有本质的区别，本文试图对比二者的同与异，以期加深我们对东方财富商业模式及业务空间的理解，本文同时论证嘉信理财是否是东方财富估值的天花板。

分析判断：

► 同：互联网思维下的低价、创新、开放、多元

我们认为最核心的相同点主要体现在公司治理结构、业务聚焦和互联网思维上，公司治理结构方面主要是双方均有强有力的创始人与稳定的管理层，业务均聚焦于零售经纪与财富管理业务，为个人投资者提供一站式财富管理服务；另外双方在发展过程中均体现了互联网思维下创新、低价、优质、开放、多元的特点。这三点是二者不断攻城略地，成为各自国家经纪与财富管理领域重要力量的最关键因素。

► 异：互联网金融服务平台+券商 VS 最具互联网思维的券商

东方财富与嘉信理财最本质的差异在于，以东方财富网起步的东方财富本质为互联网金融服务平台，券商、基金是目前阶段最核心的变现手段；而以折扣经纪商起步的嘉信理财本质为金融机构，但为最具互联网思维的金融机构。

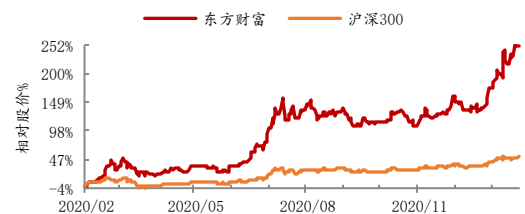
这一本质差异进一步带来两方面差别，一是引流策略上是否严重依赖破坏性低价。背靠巨大流量的东方财富，证券交易的低费率并非最核心的引流策略，而对于嘉信理财来说，低交易费率却是其发展上最关键的核心策略之一。当然这一差异另一个更重要的原因在于二者发展的时代背景不同，低佣金策略可行性与有效性不同。二是自带流量的东方财富，在推广及广告费用上支出大大低于嘉信理财，利润率情况也大大好于嘉信理财。三是二者处于不同的企业生命周期发展阶段，四是二者所处的资本市场成熟度差异也带来盈利模式以及业务空间的巨大差异。

► 东方财富空间远超嘉信理财

1) 嘉信理财对我们理解东方财富盈利模式有重要意义，然而虽然都聚焦于零售经纪与财富管理业务，但从更高维上来讲，两者有本质的区别，嘉信理财是金融机构，而东方财富是互联网金融信息服务平台，旗下金融业务只是目前阶段最重要变现方式。在理解东方财富的金融业务上，我们可参考腾讯控股的游戏业务。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	36.62
股票代码：	300059
52 周最高价/最低价：	40.57/13.0
总市值(亿)	3,407.36
自由流通市值(亿)	2,821.50
自由流通股数(百万)	7,132.21



分析师：吕秀华
邮箱：lvxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040001
联系电话：

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

相关研究

- 【华西非银】业绩点评：2020 业绩符合预期，公司处于高速增长期
2021.01.24
- 【华西非银】东方财富（300059）三季报点评：市场活跃叠加份额提升，Q3 业绩暴增 203%
2020.10.23
- 【华西非银深度】东方财富（300059）：流量积累与变现，打造互联网金融生态圈
2020.08.31
- 【华西证券】海外券商商业模式研究之一：广拓流量 多元变现——解密嘉信理财的生意经
2020.08.05

2) 由于背靠巨大流量体东方财富网，与嘉信理财不同，在金融业务上东方财富最重要的策略并非低价策略，这导致东方财富盈利空间好于历史上同样发展阶段的嘉信理财。在低价并非东方财富导流核心策略的情况下，互联网反垄断下的政策风险将有效降低，同时随着市场份额的提升，公司盈利能力将强于历史上同等发展阶段的嘉信理财。

3) 二者在企业生命周期中所处发展阶段不同。东方财富只有 5 年发展时间，目前处于高速成长期，而嘉信理财已经有 50 年历史，目前处于稳定成长甚至平台期，增速降低。盈利模式上目前嘉信理财已经走到极致，而东方财富还有很大空间。

4) 二者所处的资本市场发展阶段不同。经过 200 多年发展，美国资本市场已经相当成熟，而中国资本市场才发展了 30 年时间，从证券化率、居民金融资产配置水平来看，中国资本市场均会有较高的发展前景，所处其中的金融服务机构有望获得高速发展。

5) 东方财富的用户数非常庞大，2020 年 12 月东方财富网 APP 的安装设备台数继续提升至 4407 万台，用户规模远高于嘉信理财，在资本市场扩容、居民资产配置向金融资产转移的背景下，东方财富空间远超嘉信理财。

投资建议

注册制改革资本市场扩容，叠加人民币升值、“房住不炒”、理财市场打破刚兑等一系列举措，资本市场与财富管理行业迎来快速发展，行业格局相对分散叠加公司互联网思维下创新突破公司市场份额将继续提升。

我们给予公司 2020/2021/2022 年归母净利润预期为 47/65/77 亿元（维持前值），当前股价对应 PE 分别为 67.5/48.8/40.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、基金业务竞争激烈，份额下滑；
- 2、证券业务牌照向互联网巨头或银行放开，竞争加剧（互联网反垄断，以及此前监管表示分业经营格局不变的情况下，认为中短期内本条风险发生概率不高）；
- 3、市场交易萎缩；
- 4、居民增配金融资产趋势反转。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42	81	104	122
YoY (%)	35.5%	90.3%	29.5%	17.1%
归母净利润(亿元)	18	47	65	77
YoY (%)	91.0%	155.3%	38.1%	19.6%
毛利率 (%)	46	64	69	71
每股收益 (元)	0.21	0.54	0.75	0.90
ROE	9%	14%	17%	18%
市盈率	122.7	67.5	48.8	40.8

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 同：互联网思维下的低价、创新、开放、多元.....	5
1.1. 强有力的创始人与稳定的核心管理层.....	5
1.2. 聚焦于零售经纪与财富管理业务，为个人投资者提供一站式理财服务.....	7
1.3. 互联网基因下创新、低价、优质、开放、多元.....	8
2. 异：互联网+券商 VS 最具互联网思维的券商.....	11
2.1. 迥异的背景决定了二者引流策略不同，低价是嘉信理财迅速占领市场的核心策略，但并非东方财富市占率提升的关键.....	12
2.2. 嘉信理财广告与市场发展支出巨大，东方财富自带流量利润率高.....	18
2.3. 嘉信理财进入稳定发展期，盈利模式演绎到极致，而东方财富正处于高速发展期，变现仍有很大空间.....	19
2.4. 嘉信理财与东方财富所处资本市场不同的发展阶段带来二者发展空间差异.....	23
3. 嘉信理财是否是东方财富估值的天花板？.....	25
4. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1 嘉信理财三大支柱业务：证券经纪、财富管理、零售银行.....	7
图 2 嘉信理财 2019 年总收入构成.....	7
图 3 东方财富证券历年各项业务收入情况.....	8
图 4 15 年以来经纪、利息收入占比提升.....	8
图 5 独立投资顾问是嘉信理财的重要合作方及拓展客户渠道.....	9
图 6 嘉信理财的创新、低价、优质、开放、多元.....	10
图 7 东方财富构建开放式平台，推出财富号、浪客直播等邀请各种媒体、机构入驻.....	11
图 8 东方财富不断延伸金融服务链条.....	11
图 9 20 世纪 70 年代美国各类券商针对证券交易收费情况.....	12
图 10 破坏性低价是嘉信理财最重要的发展战略之一.....	13
图 11 国内证券业佣金率在 2015 年已经大幅下降.....	14
图 12 东方财富佣金率低于行业，大幅高于近年份额同样大幅提升的华泰证券.....	15
图 13 雪球草根调研：东方财富的佣金费率与融资利率不低.....	16
图 14 雪球草根调研：资讯服务、产品齐全、App 功能强大是客户选择东财的主要理由.....	17
图 15 雪球草根调研：东财作为二级市场的大牛股也为其贡献流量.....	17
图 16 东方财富广告支出/营业总支出大大低于嘉信理财.....	18
图 17 东方财富广告支出/营业总收入大大低于嘉信理财.....	19
图 18 东方财富利润率大大高于嘉信理财.....	19
图 19 东方财富与嘉信理财分别处于不同企业生命周期发展阶段.....	20
图 20 东方财富与嘉信理财 EPS 增速比较.....	20
图 21 15 年以来东方财富市占率迅速提升.....	21
图 22 东方财富融出资金市占率持续提升.....	21
图 23 东方财富与嘉信理财盈利模式比较.....	22
图 24 嘉信理财各项业务收入.....	23
图 25 嘉信理财各项业务收入占比.....	23
图 26 东方财富各项业务收入.....	23
图 27 东方财富各项业务收入占比.....	23
图 28 中国证券化率仅为美国上世纪 90 年代水平.....	24
图 29 中国居民金融资产占比有较大提升空间.....	24
表 1 嘉信理财的大股东持股情况.....	5
表 2 东方财富创始人背景材料.....	6
表 3 东方财富前十大股东持股.....	6
表 4 中国证券交交易中投资者需要缴纳的税费.....	14

东方财富常常被称为东方的“嘉信理财”，自然东方财富与嘉信理财有很多相似之处，包括公司治理结构、业务聚焦、互联网基因等，但诞生于不同背景环境下的二者不同之处也非常明显，本文试图对比二者的同与异，以期加深对东方财富商业模式及业务空间的理解，本文同时论证嘉信理财是否是东方财富估值的天花板。

1. 同：互联网思维下的低价、创新、开放、多元

东方财富与嘉信理财的相同之处很多，但我们认为最核心的相同点主要体现在公司治理结构、业务聚焦和互联网思维上，公司治理结构方面主要是双方均有强有力的创始人与稳定的管理层，业务均聚焦于零售经纪与财富管理业务，为个人投资者提供一站式财富管理服务；另外双方在发展过程中均体现了互联网思维下创新、低价、优质、开放、多元的特点。这三点是二者不断攻城略地，成为各自国家经纪与财富管理领域重要力量的最关键因素。

1.1. 强有力的创始人与稳定的核心管理层

与国内券商背景绝大多数为央企或地方国企不同，东方财富与嘉信理财均具强有力的创始人与稳定的核心管理层，这保证了创新活动的持续进行以及创新的成功率。

嘉信屡次引领创新并取得成功，与创始人能力出众、核心管理团队的稳定密不可分。自1971年创立嘉信理财后，Charles Schwab一直担任公司CEO直到2008年，至今还是公司的董事会主席。持股比例来看，直到2009年，创始人持股仍高达17.4%，截至2019年公司创始人持股比例才逐渐降至10.56%，多年发展中公司创始人保持了控股地位。发展过程中多个关键节点的重要决策都由Charles Schwab推动¹，创始人控制权与核心管理团队的稳定是公司各项创新成功的关键。

另外良好的激励机制对于公司的成功也起了较大作用，公司在1978年就开始实行员工持股计划(ESOP)，公司管理层与员工的持股比例超过30%，有效激发了员工的积极性与创造性。

表1 嘉信理财的大股东持股情况

	股东名称	持股数量(万股)	占已发行普通股比例(%)
1	Schwab (Charles R)	13537	10.56
2	Dodge & Cox	9639	7.52
3	The Vanguard Group	8903	6.94
4	BlackRock, Inc.	8678	6.77
	合计	40756	31.79

资料来源：2019 公司年报，华西证券研究所

¹ 施瓦布认为，为了能坚持在市场的的前沿，应该不停地进行新的实验，向客户提供新的产品和服务。对于那些明显不成功的举措，必须马上停止。成功的创新是最终能够得到客户认可的创新。为取得客户信息反馈，要时常与客户保持联系。直至今日施瓦布依然定期与客户交谈。

东方财富由其实先生创建于2004年。其实先生1992年进入证券市场，拥有丰富的财经媒体、证券研究、投资与交易经历，复合的互联网金融背景对于东方财富创业成功起了关键作用，包括创立时机选择、历次战略布局的决策上。

与嘉信理财类似，自成立以来东方财富创始人保持了实际控制人地位拥有稳固的控制权并拥有稳定的核心管理层。东方财富的实际控制人与总经理一直是创始人其实先生，经过多次募资之后，截至2020年三季度末，其实先生在公司持股比例仍高达20.57%，加上一致行动人则比例高达27.31%。此外公司已多次实施股票期权激励计划，充分调动了公司中高级管理人员及员工的积极性。

表2 东方财富创始人背景材料

经历	具体内容
教育背景	1993年毕业于上海交通大学、工科学士学位，复旦大学博士。
财经媒体经历	1996年底至1997年负责《四川金融证券报》编辑及推广工作； 1998年至2000年担任上海电视台财经报道节目的特约主持人； 2003年至2005年兼任中央电视台《中国证券》栏目驻上海观察员；
证券研究、投资、交易经历	2000年8月至2001年5月，筹建并担任久联证券总裁助理，分管研究、投资及网上交易。 2001年5月至2003年6月，创建上海益邦投资有限公司并担任董事长。
企业及社会任职	2004年3月至今，创办东方财富网。目前担任全国政协委员，中国民主建国会中央委员，中国证券投资基金业协会副会长，上海市信息化青年人才协会会长等社会职务。

资料来源：公司公告，百度百科，华西证券研究所

表3 东方财富前十大股东持股

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	其实	177,209.30	20.57
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	23,543.45	2.73
3	沈友根(一致行动人, 其实父亲)	21,621.08	2.51
4	陆丽丽(一致行动人, 其实妻子)	21,230.88	2.46
5	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金	13,085.18	1.52
6	中央汇金资产管理有限责任公司	11,670.72	1.35
7	鲍一青	9,041.42	1.05
8	史佳	7,896.87	0.92
9	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金	7,597.85	0.88
10	阿布达比投资局	4,895.31	0.57
	合计	297,792.06	34.56

资料来源：公司2020年三季报，华西证券研究所

1.2. 聚焦于零售经纪与财富管理业务，为个人投资者提供一站式理财服务

专注于个人投资者以及投资顾问服务是嘉信理财与美林、高盛等著名的大投资银行的显著不同之处。嘉信理财公司不涉足服务企业的投资银行业务，投资管理业务方面嘉信理财主要提供货币基金、指数基金以及 ETF，主动管理基金不多。做市业务方面，嘉信理财公司的做市涉及各种场外公司证券、市政债券、美国政府债券、单位投资信托和抵押证券。然而与高盛等高杠杆大规模进行做市与交易活动的券商不同，嘉信仅仅保持了最低水平的做市规模以方便客户交易。

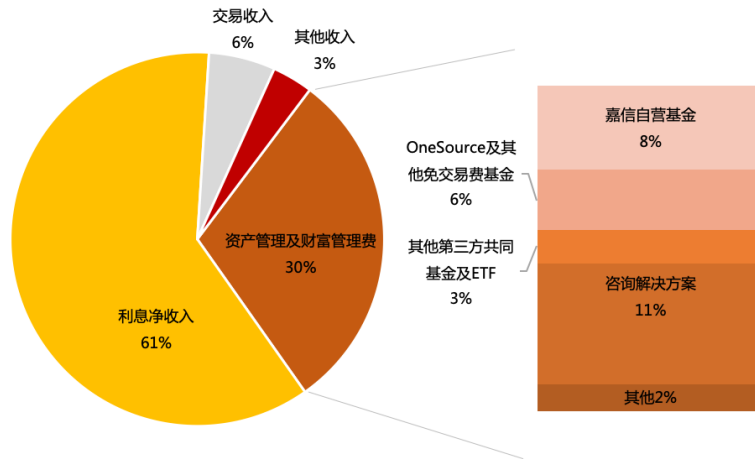
收入结构来看，嘉信理财收入来源以息差业务、资产管理与财富管理业务和经纪业务为主，三者共占总营收 90%以上。2019 年基于资产管理与财富管理的收入占比 30%，基于交易的收入占比 6%，净利息收入占比 61%，其他收入占比 3%。

图 1 嘉信理财三大支柱业务：证券经纪、财富管理、零售银行



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 2 嘉信理财 2019 年总收入构成

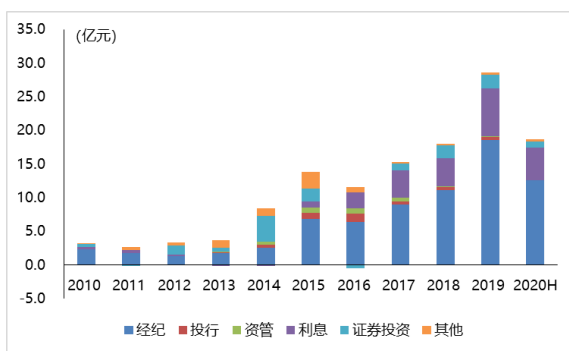


资料来源：公司年报，华西证券研究所

东方财富2019年报中所披露的公司定位为，“公司是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，通过以“东方财富网”为核心，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”。

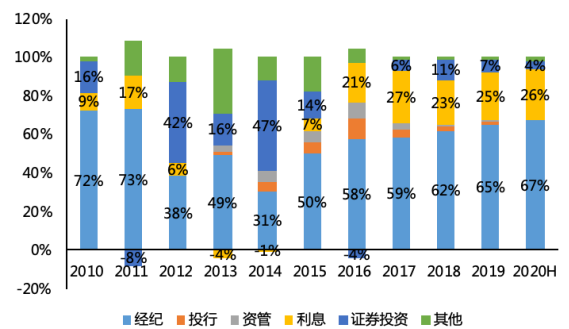
从券商的角度来看，与嘉信理财一样，东方财富聚焦于零售经纪与财富管理服务，投行业务、做市交易自营业务等机构业务并非其发展重点。从收入构成来看旗下证券部分以经纪业务及其衍生的两融业务为主，投行业务与证券投资业务收入占比很小，基金代销业务在天天基金网，也是重要的收入来源。近年来公司进一步布局保险经纪、公募基金等业务，一站式财富管理拼图正在打造中。

图3 东方财富证券历年各项业务收入情况



资料来源：东方财富证券年报，华西证券研究所

图4 15年以来经纪、利息收入占比提升



资料来源：东方财富证券年报，华西证券研究所

1.3. 互联网基因下创新、低价、优质、开放、多元

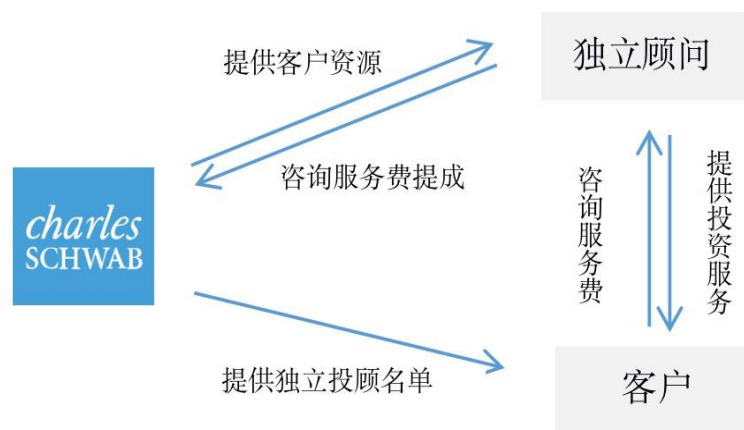
在各个阶段引领行业创新，打造比较优势是嘉信成功的关键。低价优质是以折扣经纪商起步的嘉信理财最核心的特色，从折扣经纪到“零”佣金，从 IRA 账户免年费到免费购买一站式共同基金无不体现了这一特点。

嘉信理财致力于为客户提供多元的、一站式服务，最典型的便是各类产品的丰富度，从货币基金到股票债券基金，从信托到银行贷款，既有为工薪阶层设计的诸如养老金，及为教育或其他花费较多的活动所作储蓄的终生理财服务，也有为富裕家族提供资产管理服务。

互联网平台开放式的特点在嘉信理财身上也得到了充分体现，例如在对待 RIA（独立投资顾问）的态度上，彼时其他证券经纪公司视投资顾问为竞争者，而嘉信把投资顾问看作联系投资者的独特渠道，并为投资顾问提供低成本高效率的账户管理、交易结算服务、研究工具支持等服务。嘉信成为投资顾问的后台管理人并通过与他们合作扩大了客户资源。

创新则体现在方方面面，特别是服务模式创新方面，推出交易时间延长服务、智能投顾、混合咨询，以及 2020 年推出的零股交易，均引领了行业创新。事实上上述破坏性低价、开放平台本身也是重要的行业创新。

图 5 独立投资顾问是嘉信理财的重要合作方及拓展客户渠道



资料来源：嘉信理财，华西证券研究所

图 6 嘉信理财的创新、低价、优质、开放、多元



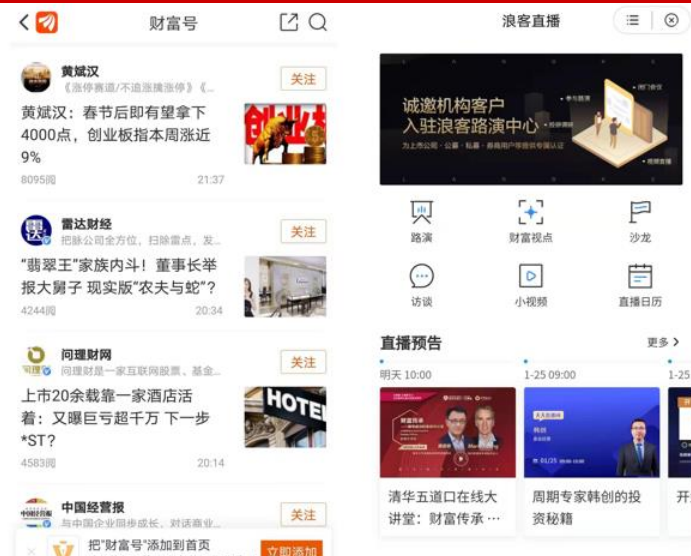
资料来源：公司官网、公司年报、华西证券研究所

东方财富发展中同样体现互联网基因下创新、低价、优质、开放、多元的思路。在介入证券基金等传统金融行业获得良好的盈利后，公司继续践行互联网思维下提供低价、优质服务的原则，不断打破常规提升客户体验，例如推出低价、质优的choice数据终端，早在2016年在率先尝试浪客视频直播等创新方式服务客户。

构建开放式平台吸引各类相关资源入驻，提升服务内容的丰富度增加客户粘性。推出财富号让各种专业财经自媒体入驻，例如一点财经、萝卜投研、富国基金等；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；浪客视频中邀请公募、私募、券商进行平台路演；同各大基金公司合作，是基金市场产品最多的平台。

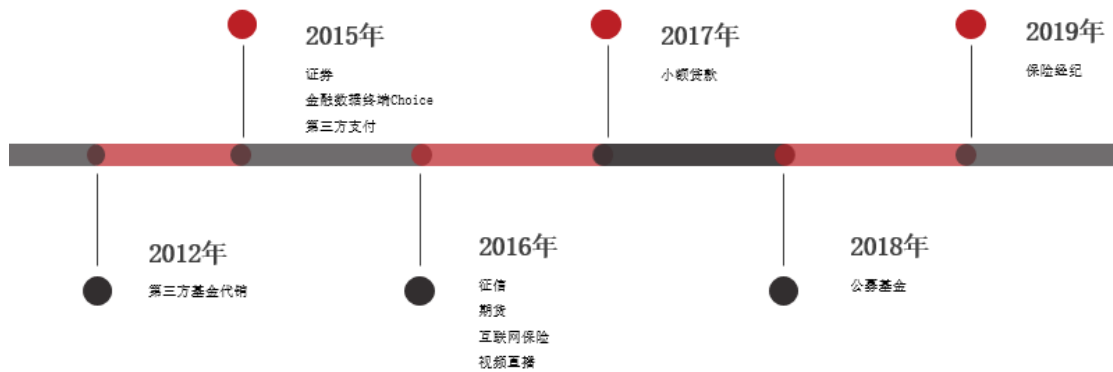
致力于为客户提供一站式、全方位交易与财富管理服务。在2012年布局第三方基金代销，2015年获得证券交易牌照、第三方支付牌照后，2016年进一步布局征信、期货、互联网保险；2018年布局公募基金，2019年取得保险经纪业务牌照，不断延伸金融服务链条，实现从资讯信息、投资交易到财富管理的全覆盖。

图 7 东方财富构建开放式平台，推出财富号、浪客直播等邀请各种媒体、机构入驻



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 8 东方财富不断延伸金融服务链条



资料来源：公司公告、华西证券研究所

2. 异：互联网+券商 VS 最具互联网思维的券商

我们认为东方财富与嘉信理财最本质的差异在于，以东方财富网起步的东方财富本质为互联网金融服务平台，券商、基金是目前阶段最核心的变现手段；而以折扣经纪商起步的嘉信理财本质为金融机构，但为最具互联网思维的金融机构，其所践行的开放、低价、创新等思路颇具互联网思维。

这一本质差异进一步带来两方面差别，一是导流策略上是否严重依赖破坏性低价策略。背靠巨大流量的东方财富，证券交易的低费率并非最核心的引流策略（低

价无疑是互联网思维的精髓，东方财富的低价更多体现在金融服务方面，例如 Choice 软件、Level2 行情)，而对于嘉信理财来说，低交易费率却是其发展史中最关键的核心策略之一。当然这一差异另一个更重要的原因在于二者发展的时代背景差异下低佣金策略的可行性有效性不同，下文详述；二是自带流量的东方财富，在推广及广告费用上支出大大低于嘉信理财，利润率情况也大大好于嘉信理财。

除此之外，二者处于不同的企业生命周期发展阶段，以及二者所处的资本市场环境成熟度差异也带来二者盈利模式以及业务空间的巨大差异。

2.1.迥异的背景决定了二者引流策略不同，低价是嘉信理财迅速占领市场的核心策略，但并非东方财富市占率提升的关键

嘉信理财公司成立于 1971 年，以折扣券商起步，低价是其吸引流量的最重要方式之一。20 世纪 30 年代到 70 年代，在凯恩斯主义国家干预理论指导下，美国在金融方面一直实行较为严厉的金融管制政策。70 年代经济滞胀，美国政府开始寻求金融自由化改革，费率管制政策得以放松。

彼时美国证券交易行业对于散户交易相当不友好，据《颠覆者：嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》一书，1975 年美国纽交所的会员公司向交易 25 股 IBM 股票的散户实际收取的佣金，与它向交易 10000 股 IBM 股票的保险公司所收取的佣金是相同的。据陈尊厚等（2002），70 年代美林等综合服务型券商针对每笔交易的收费高达数百美元，而嘉信等折扣经纪商则仅仅收费数十美元，也就是降费幅度接近 90%²，此种幅度的降佣自然极具吸引力，成为有效的引流手段。同时电子计算机和网络的进步又为费率降低提供了技术条件。

图 9 20 世纪 70 年代美国各类券商针对证券交易收费情况

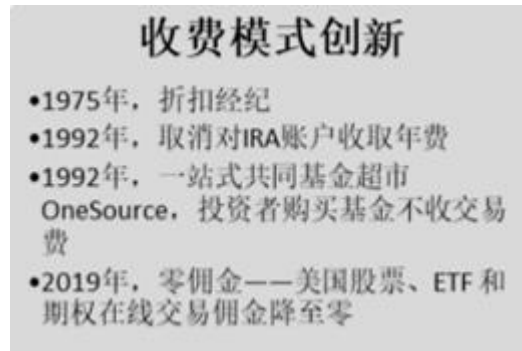
经纪商类型	综合服务型券商	折价经纪商	网上经纪商
经营目标	通过提供充分的服务,获取相应的手续费	以低成本、低手续费作为竞争武器,与综合型券商形成对峙	不但提供丰富的信息服务,而且实现低手续费
佣金费率	每笔约数百美元	每笔约数十美元	每笔约十美元
代表性券商	Merill lynch; Salomon Smith Barney; Morgan Stanley;	Charles Schwab; Fidelity; Waterhouse	E 3 Trade; Dataq; DLJdirect

资料来源：陈尊厚等（2002）：佣金制度的国际比较及借鉴，华西证券研究所整理

纵观嘉信理财多年发展史，可以发现在继证券交易极低收费获取大量流量之后，多项业务上的破坏性低价是嘉信理财发展壮大最核心的原因之一。比如 1992 年取消对 IRA 账户收取年费，同时投资者购买基金不收交易费，2019 年对美国股票、ETF 和期权在线交易佣金降至零。

² 《颠覆者_嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》记录了一段折扣经纪商兴起之后一位美林的经纪人与客户对话，客户表示“如果我花费 29.95 美元能获得同样的交易服务，为什么要付给你 250 美元”。

图 10 破坏性低价是嘉信理财最重要的发展战略之一



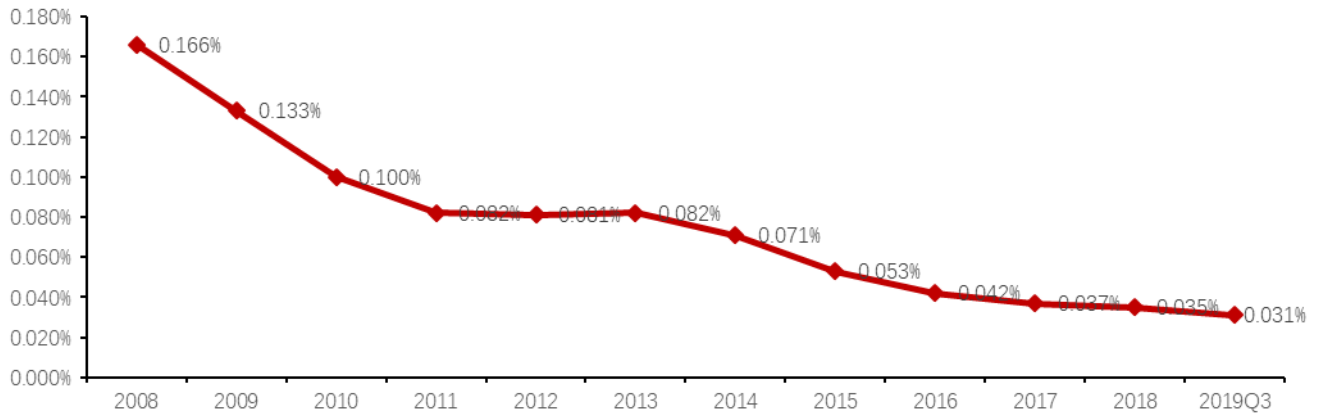
资料来源：魏涛、吕秀华，2020.8，华西证券《海外券商商业模式研究之一：广拓流量 多元变现——解密嘉信理财的生意经》

不同于嘉信理财，诞生于佣金费率极低环境下的东方财富低价策略引流效果将极为有限。东方财富证券诞生于 2015 年³，彼时中国证券行业在互联网证券、一人多户冲击下佣金费率已经充分调整，多数券商新开户佣金费率低至万 2.5，或万 2，而这还包含了券商代监管机构征收的万 0.687 的规费。无论从成本端，还是从投资者感受端，降费的效果都将有限。

首先从券商成本端来看，如果券商收取万 2 佣金率，扣掉规费券商收取的净佣金率不到万 1.5，还需要缴纳投资者保护基金、人工成本等，因此从成本端行业佣金费率下降空间极为有限。从投资者端来看，由于我国并未征收资本利得税，而是每笔交易征收出让方千 1 的印花税，以单边交易千 0.5、券商佣金费率万 2 来计，每笔交易成本中，券商净佣金只占投资者所付费用的 18%。即使券商端收取费率为 0，投资者所付费率仅仅下降 18%。此外监管也在不断干预禁止行业低于成本倾销，2010 年，中国证券业协会曾向各家券商发送关于佣金管理的征求意见稿，表示证券公司向客户收取的佣金不得低于经纪业务全成本，并在文件中提供了相应成本计算公式。2014 年 4 月中山证券推出零佣金被紧急叫停。

³ 东方财富网于 2015 年完成对西藏同信证券收购，此前西藏同信证券仅为一家地方小券商，2014 年净资产排名行业 93 名，营业收入排名行业 76 名。

图 11 国内证券业佣金率在 2015 年已经大幅下降



资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所

表 4 中国证劵交易中投资者需要缴纳的税费

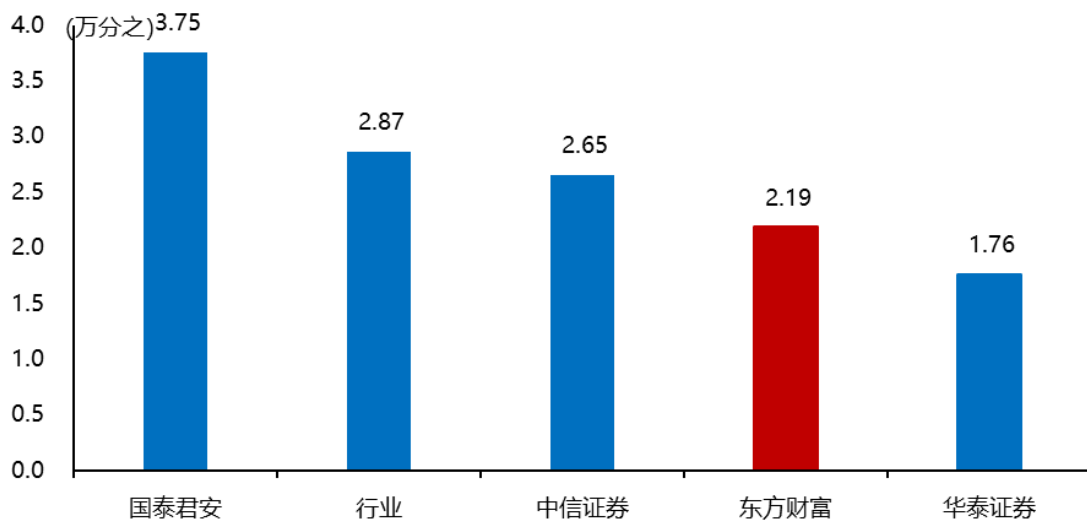
税费	比率	百分比	征收对象	征收单位
印花稅	0.05000%	69%	证劵出讓方	征稅机关
過戶費	0.00200%	3%	交易双方	证劵登記清算机构（券商代收）
佣金	0.02000%	28%		
经手費	0.00487%	7%	交易双方	交易所（券商代收）
证管費	0.00200%	3%	交易双方	证監会（券商代收）
净佣金	0.01313%	18%	交易双方	券商
合计	0.07200%	100%		

资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所

背靠东方财富网巨大流量优势，证券业务是东方财富目前最核心的变现渠道之一。其市场份额的迅速扩大并非来自交易费率破坏性低价，而是由优异的 App 平台、资讯产品以及股吧等交互平台带来。

统计数据来看，东方财富的佣金费率并非行业最低，2019 年数据来看，东方财富费率为万 2.19，低于行业的万 2.87，大幅高于华泰证券的万 1.76，考虑到东方财富、华泰证券等近年新开户较多的券商佣金费率自然偏低，在新开户费率上东方财富并不系统性低于行业。

图 12 东方财富佣金率低于行业，大幅高于近年份额同样大幅提升的华泰证券



资料来源：2019 年公司年报，Wind，华西证券研究所

曾有人在雪球进行草根调研选择东方财富的理由，App 好用，资讯及时全面，股票基金一站式服务是大家选择东方财富的主要原因，特别是 Level2 行情与 Choice 软件，几乎没有人回答低费率，甚至有球友表示资金量小的话东财佣金高。

非常有意思的是，作为二级市场的大牛股，股票表现较好、群众基础广泛本身也为东方财富贡献流量，有部分东方财富的股东也将交易放在东方财富，当然也有中国平安的股东将交易放在平安证券。这种思路类似巴菲特重仓可口可乐，同时每天喝 5 罐可口可乐，也就是买“自己看得懂的股票”逻辑。

在低价并非东方财富导流核心因素的背景下，互联网反垄断下的政策风险将有效降低，同时随着市场份额的提升，公司盈利能力将强于历史上同等发展阶段的嘉信理财。

图 13 雪球草根调研：东方财富的佣金费率与融资利率不低



资料来源：雪球、华西证券研究所

图 14 雪球草根调研：资讯服务、产品齐全、App 功能强大是客户选择东财的主要理由



资料来源：雪球、华西证券研究所

图 15 雪球草根调研：东财作为二级市场的大牛股也为其贡献流量



资料来源：雪球、华西证券研究所

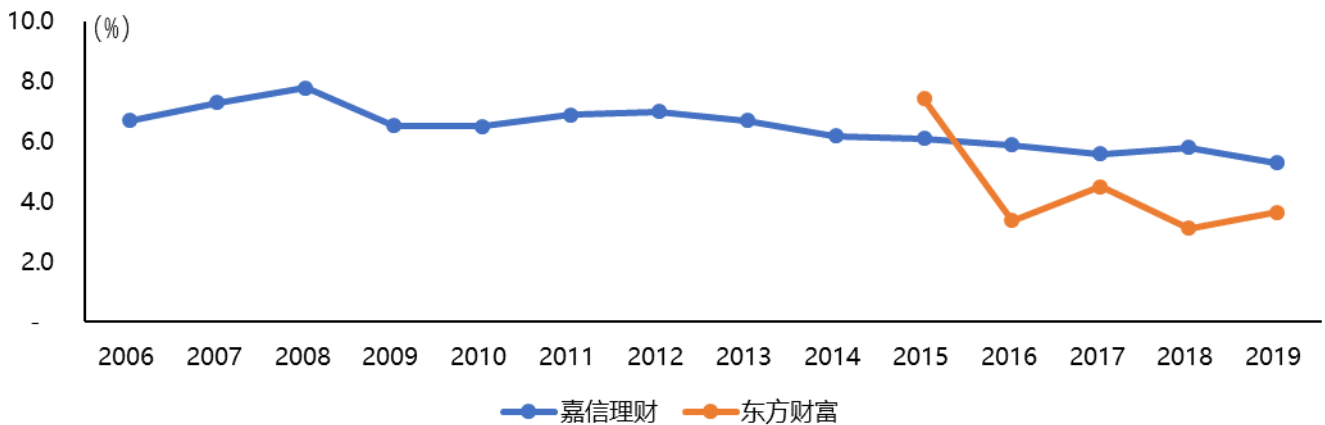
2.2. 嘉信理财广告与市场发展支出巨大, 东方财富自带流量利润率高

作为直接面向 C 端消费者的品牌, 通过必要的推广使消费者了解自己的品牌, 在提高品牌影响力的同时提高消费者的信任度是有意义的。从推广支出在营业支出中占比, 以及推广支出在营业收入中占比来看, 嘉信理财远高于高盛与摩根士丹利等传统券商。除去传统的广告投资, 嘉信理财在第三方社交媒体网站 (包括 Twitter, Facebook, LinkedIn, YouTube, Vimeo, Google+ 和 Instagram) 上常驻, 提供投资信息并进行品牌宣传。

但东方财富的广告支出却大大低于嘉信理财, 主要是由于东方财富本身便为垂直财经领域的流量巨头, 额外推广的需求相对降低, 事实上在取得基金代销、证券业务牌照之前, 广告收入曾是东方财富最重要的收入之一。目前东方财富牺牲了大部分对外广告收入, 将广告位让与自己旗下的东财证券与天天基金。以广告支出/营业总支出比值均值来看, 15 年以来嘉信理财为 5.7%, 而东方财富均值为 4.4%, 低于嘉信理财 1.3pct; 以广告支出/营业总收入比值来看, 15 年以来嘉信理财为 3.3%, 而东方财富均值为 2.5%, 低于嘉信理财 0.8pct。公司整理利润率来看, 东方财富更是大大高于嘉信理财, 15 年以来均值来看, 嘉信理财净利润率为 27.2%, 东方财富为 38.5%, 高于嘉信理财 11.3pct。

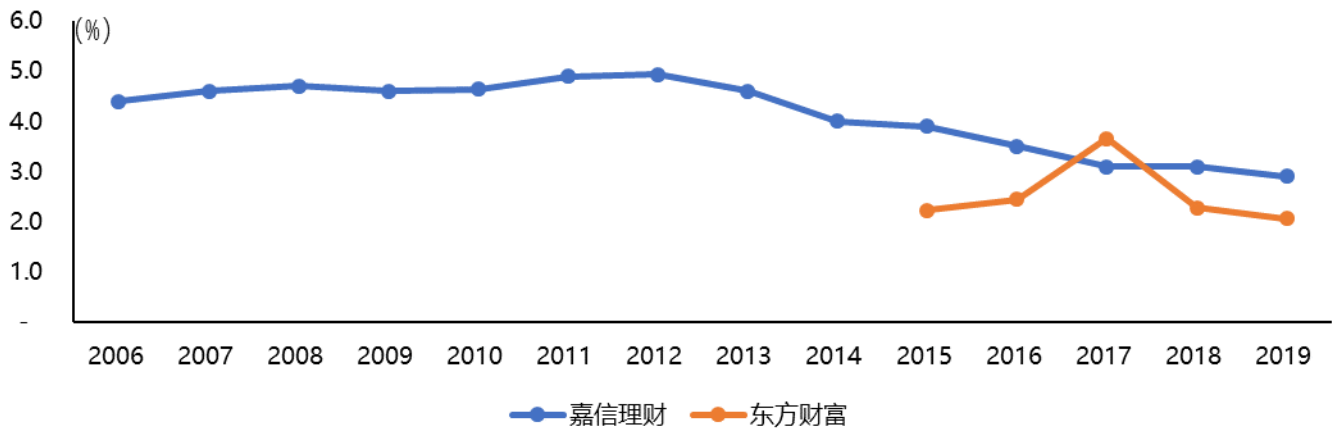
当然我们并非认为广告支出越低越好, 相反我们认为东方财富推广支出事实上可适当提高以更快地占领市场份额。

图 16 东方财富广告支出/营业总支出大大低于嘉信理财



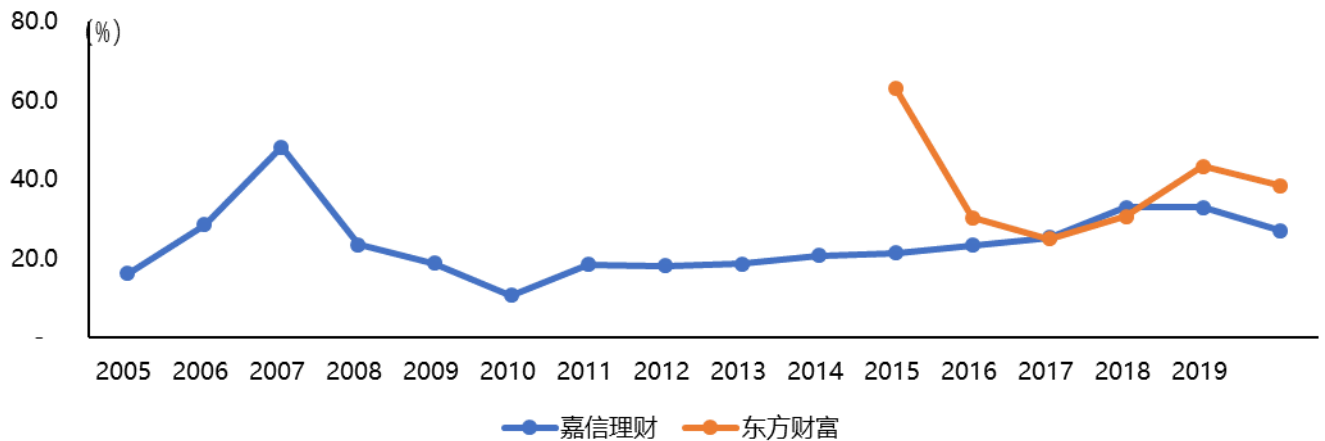
资料来源: 公司年报、华西证券研究所

图 17 东方财富广告支出/营业总收入大大低于嘉信理财



资料来源：公司年报、华西证券研究所

图 18 东方财富利润率大大高于嘉信理财



资料来源：公司年报、华西证券研究所

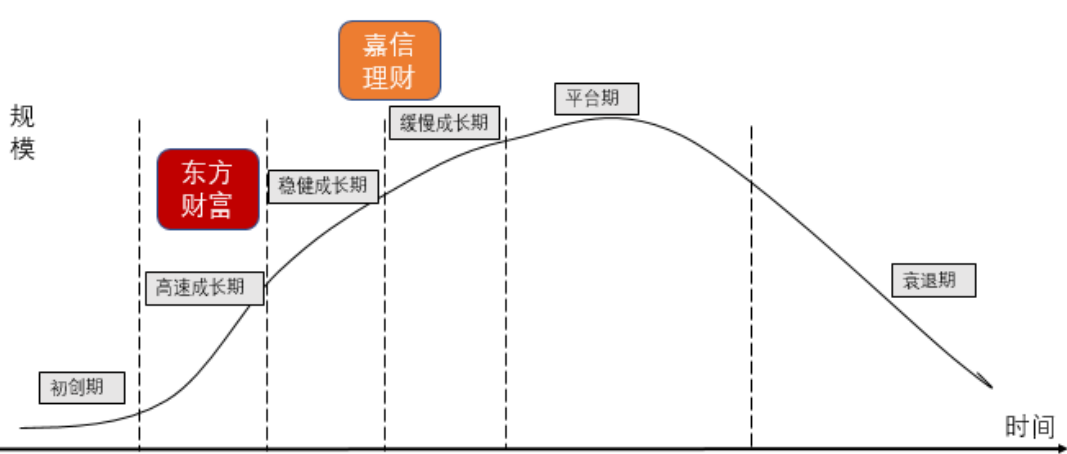
2.3. 嘉信理财进入稳定发展期，盈利模式演绎到极致，而东方财富正处于高速发展期，变现仍有很大空间

2.3.1. 从企业生命周期来讲，嘉信理财已经进入稳定发展期，而东方财富正处于高速发展期

现阶段的嘉信理财已处于稳定发展期，拥有 50 年历史的嘉信理财已经成长为美国投资银行与经纪业的巨头，在美国理财市场占据相当高的市场份额，特别是中产客户中。截至 2019 年末，管理资产总额接近 4.038 万亿美元，在全美可投资财富中占

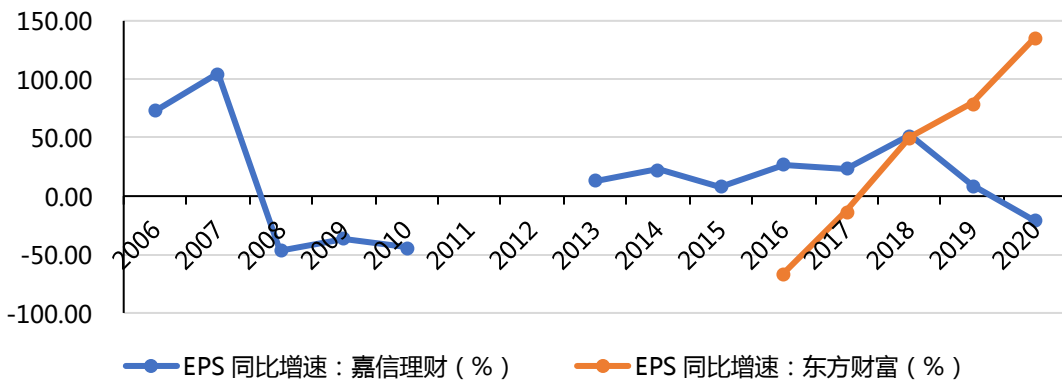
比约为 9.0%。2020 年嘉信收购 Ameritrade，而根据 2019 年四季度盈利电话会披露，嘉信与 Ameritrade 两家券商的合计 AUM 占到全美可投资产的 11%，拥有的 RIA 占到全国的 40%-50%。以 2021 年 1 月 21 日市值来看，在投资银行与经纪业中，嘉信理财市值仅次于摩根士丹利，具行业第二位，高于高盛。嘉信理财的高速发展阶段已经过去，进入稳定增长期，2006 年以来，嘉信理财的 EPS 同比增速均值为 14.32%。

图 19 东方财富与嘉信理财分别处于不同企业生命周期发展阶段



资料来源：华西证券研究所

图 20 东方财富与嘉信理财 EPS 增速比较



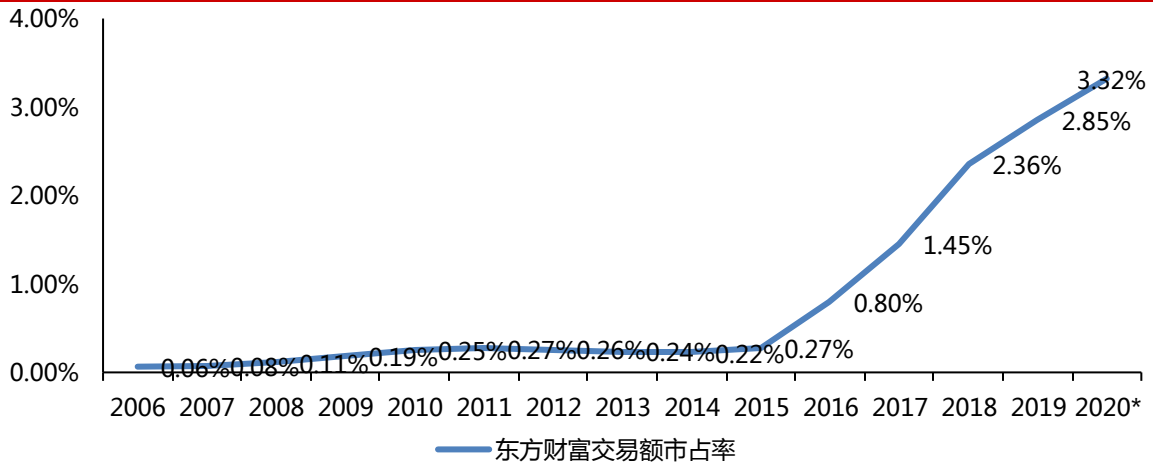
资料来源：Wind，华西证券研究所

而 2015 年通过收购获取券商牌照的东方财富，证券业务发展仅仅 5 年，市场份额处于快速提升过程中。2015 年收购之初券商交易市场份额仅仅 0.27%，据我们推算 2020 年份额提升至 3.32%，2016 年至今交易市占率年均提升 0.6pct。

据艾瑞咨询，2020 年 12 月，东方财富网 APP 的安装设备台数继续提升至 4407 万台，在有牌照券商中排名第一，背靠庞大客户基础及资讯服务优势，公司旗下证券业务市占率将继续提升。我们认为起码在交易份额达到行业第一之前，公司证券业务仍将处于高速成长期。

交易业务所衍生的两融业务同样处于份额持续提升过程中。良好的融资能力为进一步降低客户融资成本、提升公司份额创造资本条件。2020 年公司公告拟发行可转债募资不超过 158 亿元，其中 140 亿（近 90%）投入两融业务。公司前两次可转债均已成功转股，大大提升公司资本实力。

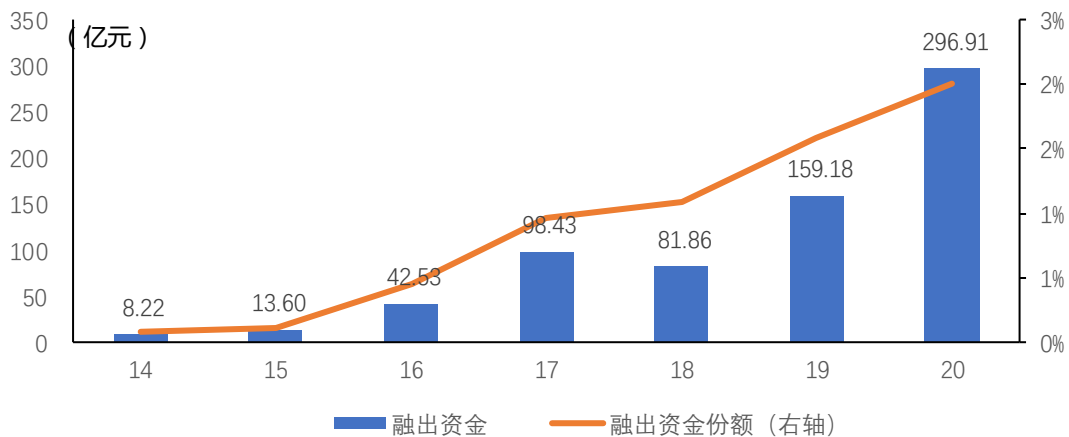
图 21 15 年以来东方财富市占率迅速提升



注：2020 年数据为推算值

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 22 东方财富融出资金市占率持续提升



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

2.3.2. 盈利模式上嘉信理财已经走到极致，东方财富盈利模式进化仍具相当空间

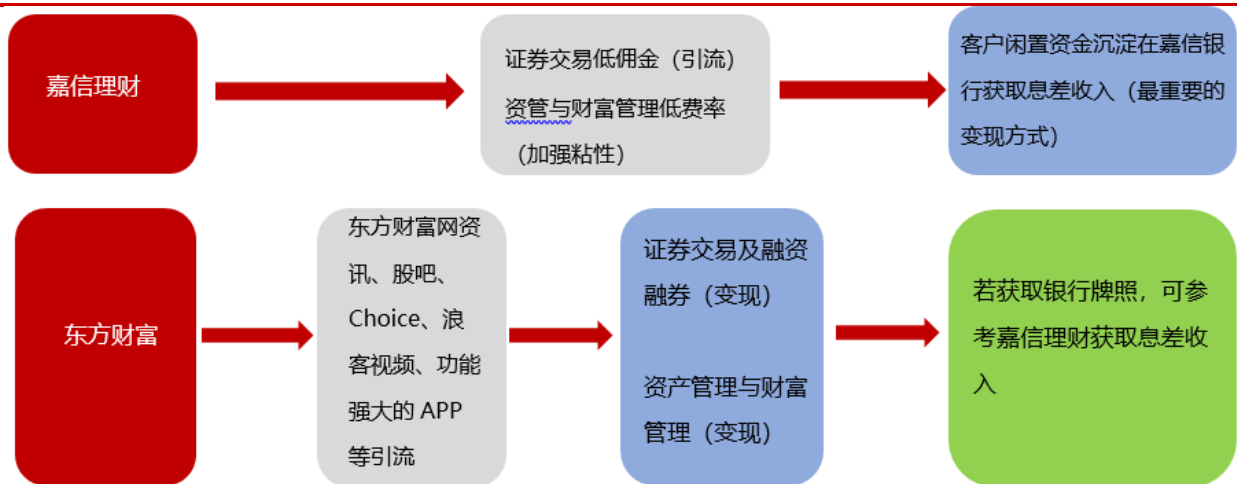
嘉信理财通过低佣金证券交易吸引海量客户资源，低资产管理与财富管理费率进一步加强客户粘性，为嘉信银行带来极低成本的客户资金存款发展息差业务。经纪、

资管、银行三大业务板块相辅相成、协同发展，构成嘉信理财独特的盈利生态圈，收入来源以息差业务、资产管理与财富管理、经纪业务为主，三者共占总营收 90%以上，2019 年三大业务占比分别为 61%、30%和 6%。其中嘉信银行资产端并不下沉亲自发放企业类贷款，而主要是购买持有至到期证券为主，贷款也主要是证券相关的质押贷款、两融业务等。

因此嘉信理财的盈利模式上，经纪交易佣金极低（目前美国股票交易 0 佣金），资产管理与财富管理费率很低，最主要的盈利在于客户闲置资金流转至嘉信银行以获取息差收入，当然这种极致的盈利模式也是市场竞争不断加剧，交易、资管费率不断下降的结果。

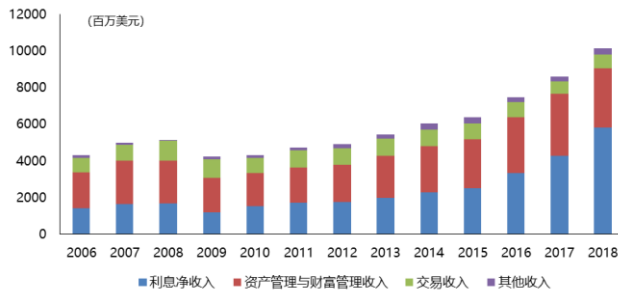
现阶段的东方财富盈利模式的进化仍具相当空间。目前证券交易佣金、基金代销以及融资融券利息收入是东方财富收入的三驾马车，公司公募基金业务刚刚起步，随着行业基金投顾业务的发展后续等资产管理与财富管理业务有望带来较大增量，后续如果监管放松银行牌照，东方财富自然也可以参考嘉信理财将客户闲置资金流转至旗下银行来获取息差收入。

图 23 东方财富与嘉信理财盈利模式比较



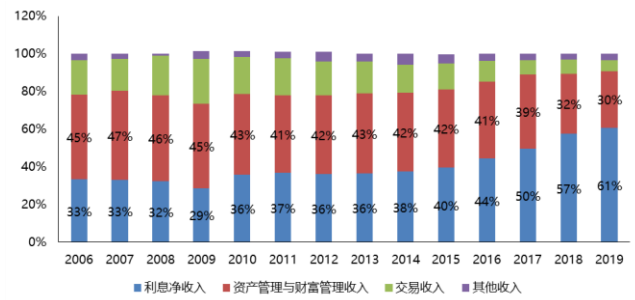
资料来源：华西证券研究所

图 24 嘉信理财各项业务收入



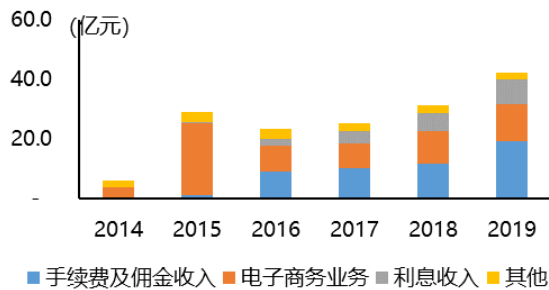
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 25 嘉信理财各项业务收入占比



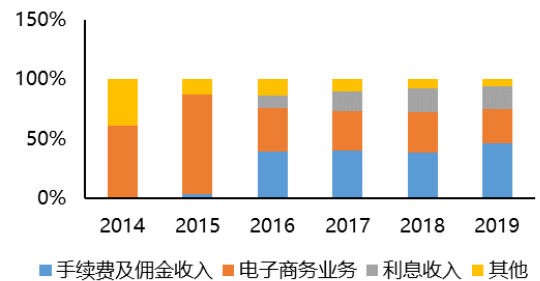
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 26 东方财富各项业务收入



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 27 东方财富各项业务收入占比



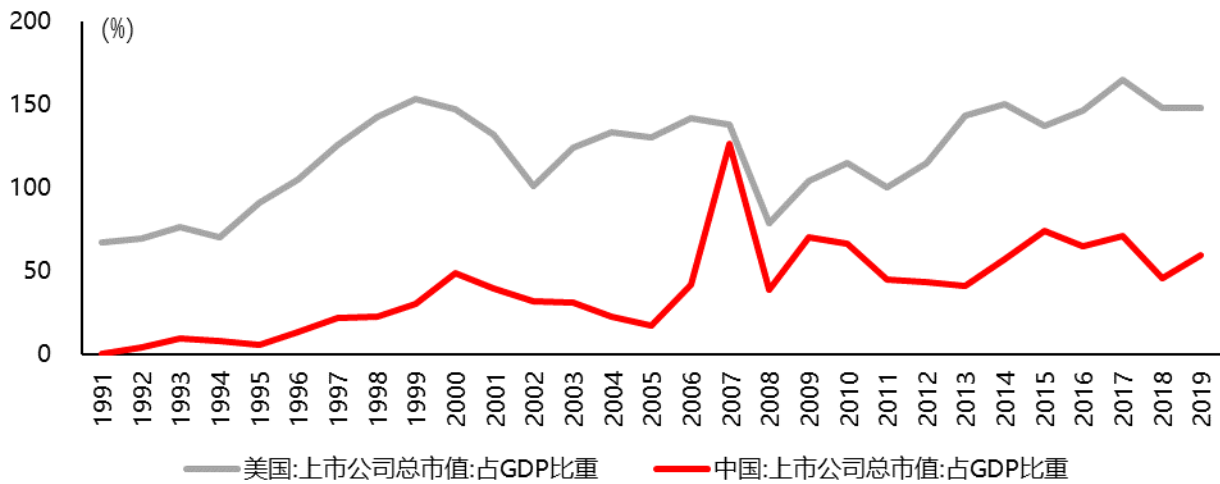
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.4. 嘉信理财与东方财富所处资本市场不同的发展阶段带来二者发展空间差异

中美资本市场发展程度差异较大，美国资本市场已经有超过 200 年历史⁴，中国资本市场则只有 30 年。从证券化率（股票市场总市值/GDP）来看，2019 年末，美国比值超过 140%，中国这一数值不到 60%，约为美国上世纪 90 年代初水平。中国资本市场正处于高速发展过程中。

⁴ 美国资本市场萌芽于 18 世纪末。1783 年，独立战争结束，美国联邦政府为战争欠下的各类负债达到 2700 万美元。为了改善混乱脆弱的财政状况，33 岁的财政部长汉密尔顿设计了一个大胆的方案：以美国政府的信用为担保，统一发行新的国债来偿还各种旧债。大规模发行债券直接导致了证券市场的活跃。

图 28 中国证券化率仅为美国上世纪 90 年代水平



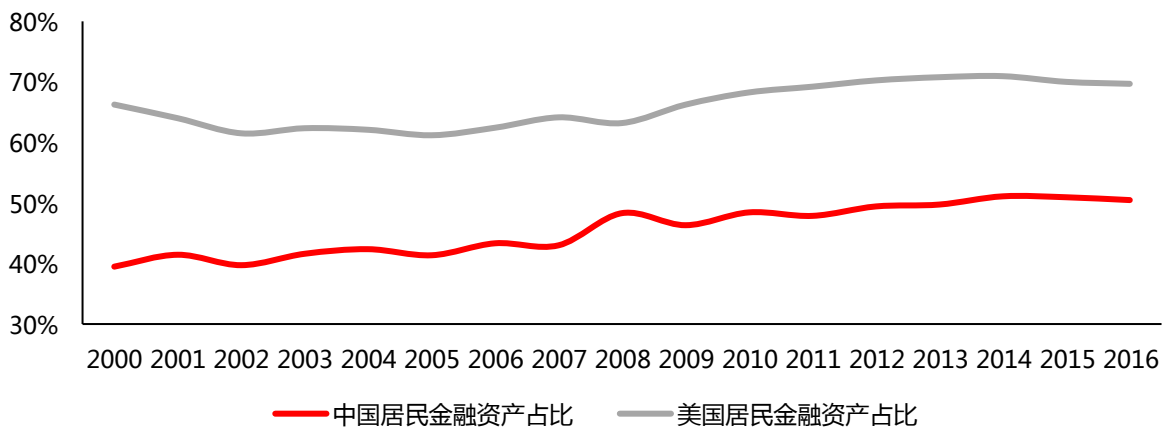
资料来源：世界银行，Wind，华西证券研究所

注：美国 2019 数据为根据 wind 数据计算后调整得到，其他值来自世界银行

从居民资产配置角度，2000 至 2016 年间，我国居民金融资产占比从 39% 升至 50%，但与美国仍存在较大差距。美国股市相对成熟，居民金融资产占比自 2010 年以来一直维持在 70% 的水平。

有研究表明，金融资产占比与经济发展水平、人口结构占比密切相关，随着经济发展水平的提升，以及 20-55 岁年龄段人口占比的下降，短周期叠加“房住不炒”、理财市场打破刚兑等一系列政策举措，我们迎来居民金融资产配置占比提升拐点。

图 29 中国居民金融资产占比有较大提升空间



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

3. 嘉信理财是否是东方财富估值的天花板？

1) 嘉信理财对我们理解东方财富盈利模式有重要意义，然而虽然都聚焦于零售经纪与财富管理业务，但从更高维上来讲，两者有本质的区别，嘉信理财是金融机构，而东方财富是互联网金融信息服务平台，旗下金融业务只是目前阶段的变现方式（在取得基金代销与证券业务牌照之前，广告收入是重要部分）。从这个意义上，腾讯对于我们理解东方财富有更重要的意义，金融业务之于东方财富可类比游戏业务之于腾讯控股。

2) 由于背靠巨大流量体东方财富网，与嘉信理财不同，在金融业务上东方财富最重要的策略并非低价策略，当然同时也由于目前国内经纪交易与财富管理竞争环境好于嘉信理财，这导致东方财富盈利模式上好于同样发展阶段的嘉信理财。

3) 成长时间不同，在企业生命周期中所处发展阶段不同。东方财富只有 5 年发展时间，目前处于高速成长期，而嘉信理财已经有 50 年历史，目前处于稳定成长期，增速显著降低。目前阶段嘉信理财盈利模式上证券经纪零佣金引流，资产与财富管理低费率进一步增强客户黏性，客户闲置资金流转至银行产生的息差收入是最重要的收入构成。盈利模式上嘉信理财已经走到极致，而东方财富盈利模式的演化还有很大空间。

4) 二者所处的资本市场发展阶段不同。经过 200 多年发展，美国资本市场已经相当成熟，而中国资本市场才发展了 30 年时间，从证券化率、居民金融资产配置水平来看，中国资本市场均会有较高的发展前景。所处其中的金融服务机构有望获得高速发展。

5) 东方财富的用户数非常庞大，2020 年 12 月东方财富网 APP 的安装设备台数继续提升至 4407 万台，用户规模远高于嘉信理财，在资本市场扩容、居民资产配置向金融资产转移的背景下，东方财富空间将远超嘉信理财。

4. 投资建议

注册制改革资本市场扩容，叠加人民币升值、“房住不炒”、理财市场打破刚兑等一系列举措，资本市场与财富管理行业迎来快速发展，行业格局相对分散叠加公司互联网思维下创新突破公司市场份额将继续提升。

我们给予公司 2020/2021/2022 年归母净利润预期为 47/65/77 亿元（47/63/78 亿元，根据已披露数据进行微调），当前股价对应 PE 分别为 67.5/48.8/40.8 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、基金业务竞争激烈，份额降低；
- 2、证券业务牌照向互联网巨头或银行放开，竞争加剧（互联网反垄断，以及此前监管表示分业经营格局不变的情况下，认为中短期内本条风险发生概率不高），公司市场份额提升不及预期；
- 3、市场交易萎缩；
- 4、居民增配金融资产趋势反转。

财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42	81	104	122	现金及现金等价物	250	486	567	616
手续费及佣金收入	12	35	42	45	其他流动资产	93	69	195	254
电子商务	11	26	31	36	流动资产合计	562	924	1334	1632
利息收入	6	17	29	38	无形资产及其他	30	30	30	30
其他	2	2	2	2	长期股权投资	5	5	5	5
营业成本	23	29	32	35	资产总计	618	980	1389	1687
税前利润	21	55	76	91	其他流动负债	52	79	83	87
所得税	3	8	11	14	流动负债合计	394	570	933	1179
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款及应付债券	12	71	71	71
归母净利润	18	47	65	77	其他长期负债	0	12	12	12
					长期负债合计	12	83	83	83
					负债合计	406	653	1015	1262
					股东权益	212	327	373	425
					负债和股东权益总计	618	980	1389	1687

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益 (元)	0.21	0.54	0.75	0.90
每股红利 (元)	0.04	0.22	0.30	0.36
每股净资产 (元)	2.46	3.80	4.33	4.93
ROE	8.63%	14.28%	17.30%	18.19%
毛利率	46.30%	64.08%	69.26%	71.04%
收入增长	35%	90%	29%	17%
净利润增长率	91%	155%	38%	20%
资产负债率	66%	67%	73%	75%
股息率	0.1%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	172.2	67.46	48.84	40.83
P/B	14.9	9.6	9.1	8.4

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。