

东方财富 (300059.SZ)

关键竞争要素改善

历史上东财流量基础极为稳固，且形成错位竞争优势。1)据艾瑞数据，2021年2月东方财富网在金融资讯类网站月度覆盖数达到5805万人、排名第一；2021年2月东方财富APP月活为1414万人、排名第二。海量、高粘性金融属性流量铸就公司核心价值。2)与蚂蚁、腾讯等互联网巨头相比，天天基金的主要客群更成熟、资产规模更大，并且天天基金的服务更精细和全面，包括资讯、交易额度、交易体验、数据及时性、投研能力等，尤其是产品丰富度和交易体验方面。3)相比传统券商，公司用户群体偏年轻化，若对流量进行充分开发，将拥有巨大金融业务空间。

线下服务和资本金两个主要能力短板正迅速补齐。1)近几年营业部数量快速增长，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。公司两大营业部2020年上半年雄踞券商龙虎榜TOP2，成为最大的游资席位，印证了公司大客户服务体系的逐渐完善。2)2019年公司资本金仍与同排名券商存在近一倍差距。随着公司陆续发行公司债与可转债将迅速补充资金短板，带动两融业务近年发力，公司两融业务市占率从2015年0.12%提升至2020H1的1.68%，排名从第81名提升至第15名。根据中登数据，两融业务至少还有一倍渗透空间。

股价对应PE估值目前处于底部区间。根据近五年历史估值分析，公司在高增阶段的PE区间40-70x，按照我们的盈利预测，公司对应2021年的PE估值处于底部区间。

维持“买入”评级。根据关键假设以及2020年业绩快报，预计2020-2022年公司营业收入分别为82.39亿元、115.33亿元和150.35亿元（之前为82.21亿元、115.08亿元和150.04亿元），预计2020-2022年归母净利润分别为47.75亿元、67.86亿元和92.16亿元（之前为46.45亿元、66.48亿元和91.55亿元）。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	8,239	11,533	15,035
增长率 yoy (%)	22.6	35.5	94.7	40.0	30.4
归母净利润(百万元)	958.7	1,831	4,775	6,786	9,216
增长率 yoy (%)	50.5	91.0	160.8	42.1	35.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.1	0.2	0.6	0.8	1.1
净资产收益率(%)	6.1	8.6	18.1	20.6	22.0
P/E(倍)	259.4	135.8	52.1	36.6	27.0
P/B(倍)	17.18	11.72	9.44	7.56	5.94

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	27.88
总市值(百万元)	240,134.25
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)	136.49

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): 2020年业绩预告高增符合预期, 互联网券商规模优势持续体现》2021-01-24
- 2、《东方财富(300059.SZ): 东财证券全年高增符合预期, 互联网券商规模优势持续体现》2021-01-19
- 3、《东方财富(300059.SZ): 三个核心成长因素展望》2021-01-05



内容目录

一、流量基础极为稳固，且形成错位竞争优势	4
1.与互联网巨头相比，基金代销客群处于不同层次；与传统券商相比，客单价更具开发潜力	4
2.东方财富在C端的流量一直处于前列	9
二、线下服务和资本金两个主要短板正迅速补齐	9
1.营业部数量增速大幅高于同业，大客户服务体系快速完善	9
2.资本金迅速补充，两融业务开始发力，可提升客户全方位体验	10
三、股价预计处于近五年估值底部区间	13
四、风险提示	14

图表目录

图表 1: 三大基金代销平台情况对比	4
图表 2: 天天基金与蚂蚁理财代销基金数量对比	5
图表 3: 天天基金的产品模块更丰富完善	5
图表 4: 东方财富投资工具	5
图表 5: 天天基金基金排名界面	6
图表 6: 蚂蚁财富基金排名界面	6
图表 7: 天天基金单个基金产品详情界面	7
图表 8: 天天基金单个基金产品详情界面	7
图表 9: 天天基金用户年龄画像	8
图表 10: 蚂蚁理财用户年龄画像	8
图表 11: 天天基金与蚂蚁理财用户职业画像对比	8
图表 12: 2012-2018年新入市投资者平均年龄	9
图表 13: 东方财富网与券商APP使用人群年龄对比	9
图表 14: 2019/11-2021/02金融资讯类网站PC端月度覆盖人数	9
图表 15: 2015/06-2021/02股票类APP月活	9
图表 16: 2016-2019年部分证券公司及证券行业营业部数目	10
图表 17: 2020年上半年券商营业部龙虎榜TOP10	10
图表 18: 经纪业务收入排名为16-20的证券公司净资本规模	11
图表 19: 近年公司募集资金情况	11
图表 20: 2017-2020Q3公司融出资金利息收入	12
图表 21: 2015-2019年公司两融业务市占率及排名	12
图表 22: 2015-2019年部分券商两融业务市占率及排名	12
图表 23: 2018/04-2020/12两融业务市占率（部分为估计值）	13
图表 24: 经纪业务收入排名为16-20的证券公司融资融券业务与经纪业务高度相关	13
图表 25: 公司目前估值处于底部区间	14

一、流量基础极为稳固，且形成错位竞争优势

1. 与互联网巨头相比，基金代销客群处于不同层次；与传统券商相比，客单价更具开发潜力

与蚂蚁、腾讯等互联网巨头相比，天天基金的主要客群更成熟、资产规模更大，并且天天基金的服务更精细和全面，包括资讯、交易额度、交易体验、数据及时性、投研能力等，尤其是产品丰富度和交易体验方面。

图表 1: 三大基金代销平台情况对比

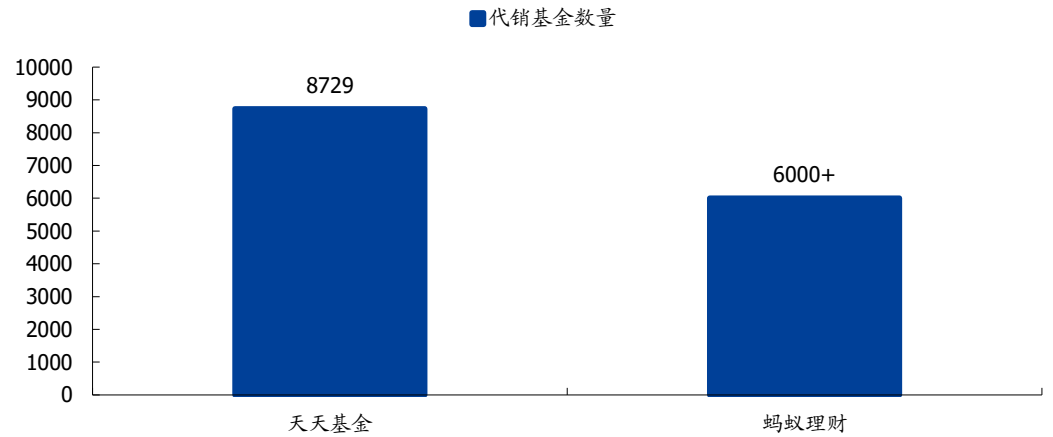
比较对象	天天基金	蚂蚁财富	腾讯理财通
上线时间	2004	2015	2017
基金产品数	8729	6000+	2000+
费率（同支基金）	0.15%	0.15%	0.15%
智能定投工具	三种模式：目标止盈定投、移动止盈定投（达到目标收益后若上涨则继续持有，若回撤则止盈）、慧定投（低估多投+移动止盈）。	主要实现定期买入基本功能，可定期买入，附加“达标卖出”环节。	采用均线定投策略，参考沪深 300 等，自动帮用户调整定投金额，低位时多投，高位时少投，但没有天天基金的“回撤”功能。
特色功能	特色榜单、基金 PK、大 V 跟投、组合分类管理、基金吧。	好基工作室、社区投教内容。	-
用户年龄	主力用户位于 35-44 岁年龄段，占 45%，35 岁以上客户占总体客户比例高达 54%。	主力用户群体位于 26-35 岁年龄段，占 43%，35 岁以上年龄段的用户仅占其总用户量的 26%，用户画像更年轻。	-
用户职业	69% 的客户是企业白领。	51% 的客户为白领。	-
用户购买力	购买力相对较高，8 成以上的用户有房，5 成以上的用户有车，7 成以上用户月收入高于 5000 元。	客户群体相对年轻，高薪职业用户占比相对较低，用户经济实力相对天天基金更低。	-
理财认知与风险偏好	更高的用户平均年龄与经济实力，加上东财背景为用户带来的投教基础，带来用户相对更成熟的风险偏好。	绝大部分用户是风险中性甚至是风险厌恶的，理财老手型用户比例仅占蚂蚁理财总用户数的 10%。	-

资料来源：Mob 研究所、中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院，相关公司财报，国盛证券研究所

原生互联网基因叠加持续研发投入，产品成熟度优势逐步建立。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。公司研发投入持续保持高位，2019 年公司信息技术投入总计 3.05 亿元，占营业收入比例为 7.22%。在此情况下，公司金融产品优势逐步建立。

- 1) **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。
- 2) **覆盖基金数目更丰富，为用户提供更多选择。**截止 2020H1，天天基金代销基金产品数量达到 8729 支，而同期蚂蚁代销基金数量为 6000 余支，数量上存在一定差距。天天基金覆盖更多基金，为用户提供更多购买选项。

图表 2: 天天基金与蚂蚁理财代销基金数量对比

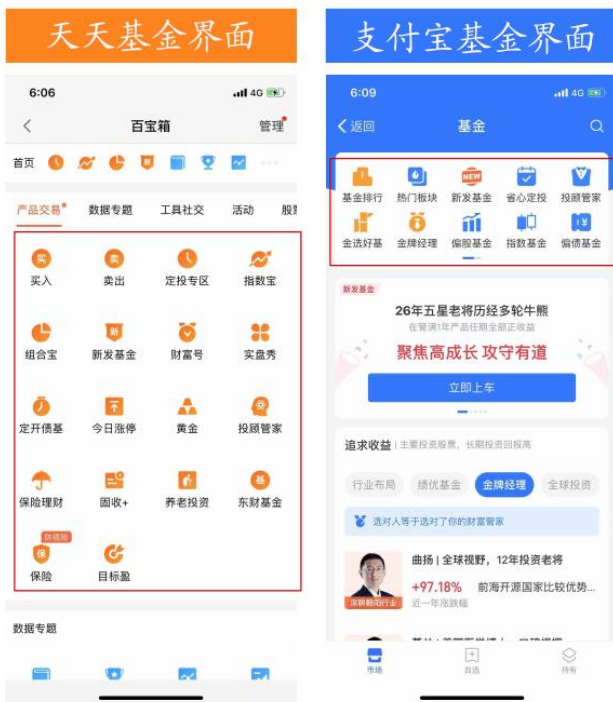


资料来源: 公司公告, 蚂蚁招股书, 国盛证券研究所

- 3) 基于多年基金数据积累, 帮助用户精准选购适合自己的基金。而天天基金具备基金 PK、一键跟投、排行榜直卖等等蚂蚁不具备的特色功能, 可以允许客户详细直观地对比自选的某几支基金, 或一键跟投 APP 中的达人用户的基金组合、或直接通过基金排行榜入口买入, 有效减少客户的信息搜索成本, 提升选购效率。
- 4) 更加丰富和实用的交易工具提升交易效率。以定投工具为例, 支付宝的定投功能仅能解决定期自动买入的问题, 而天天基金的智能定投工具却有目标止盈定投、移动止盈定投 (达到目标收益后若上涨则继续持有, 若回撤则止盈)、慧定投 (低估多投+移动止盈) 三种模式, 为客户实现了从买入到卖出一条龙的自动化定投。此外, 天天基金的工资理财计算器、养老计算器、养老税延计算器等实用工具也满足了用户的其他理财需求。

图表 3: 天天基金的产品模块更丰富完善

图表 4: 东方财富投资工具



资料来源: 天天基金、支付宝 APP, 国盛证券研究所

资料来源: 东方财富网, 国盛证券研究所

- 5) 数据展示界面设计更精细, 便于用户深入跟踪行情资讯。1) 以基金排名模块为例, 天天基金比蚂蚁精细: 蚂蚁的基金排行进入后是一个简单的业绩排行榜界面,

仅可选择时间期限和排行标准，并且只展示8类基金的最新净值与涨幅；而天天基金的排名页面，对基金分类更全，进入后可以观看多达18类不同类型的基金的排行情况，查看它们的净值、涨幅、当前规模，甚至可以直接通过页面上的购买按钮购买榜上基金。2) 在单支基金的介绍页面中，天天基金的数据可视化更为一目了然，采用了饼图体现单支基金的持仓行业分布，并以列表形式列出重仓股及持仓比例；相比之下，蚂蚁的基金产品详情界面设计则相对冗杂。

6) 基于东财流量体系，专业化客群构建“社区”。蚂蚁的社交功能基本集中在各个基金和财富号下的讨论区，模式上偏私域流量运营，且入口较深，不易寻找加入；而天天基金背靠东财，天然具有公域流量社交基因，在社交模块的设计上更为成熟，直接从首页可进入“社区”板块参与问答与讨论，还参考了微博等社交媒体，可以关注其他用户（不仅限于基金公司的财富号），跟踪他们的社区发言、实盘分享，甚至可以一键跟投其他用户的基金组合，“社区”属性强化能够促进用户体验与用户粘性。

根据 Wind 数据，自 2018 年起天天基金 APP 月活稳定上升，2021 年 2 月天天基金移动 APP 月活数达 566.6 万人。

图表 5: 天天基金基金排名界面

基金名称	立来	规模	操作
☆ 鹏华美国房地产(QDII)	1.94%	1.08亿	购买
1 206011			
☆ 工银丰盈回报灵活配置混合	5.10%	2.49亿	购买
2 001320			
☆ 南方道琼斯美国精选A	36%	0.50亿	购买
3 160140			
☆ 广发美国房地产指数	1.60%	0.98亿	购买
4 000179			
☆ 南方道琼斯美国精选C	89%	0.26亿	购买
5 160141			
☆ 西部利得策略优选混合	70%	12.84万	购买
6 001060			

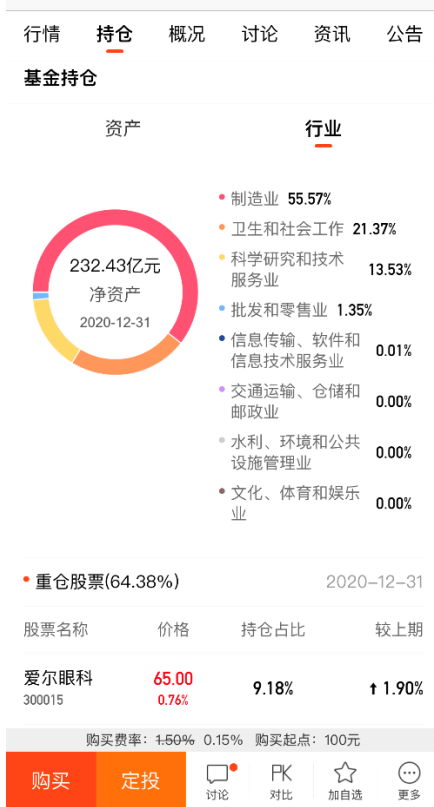
资料来源: 天天基金, 国盛证券研究所

图表 6: 蚂蚁财富基金排名界面

基金名称	最新净值	近三月
混合型		
广发多因子灵活配...	2.5322	+24.97%
002943		
安信鑫发优选灵活...	2.0450	+23.34%
000433		
宝盈优势产业灵活...	2.3600	+21.77%
001487		
中欧价值智选回报...	4.9396	+21.29%
001887		
中欧价值智选回报...	4.4761	+21.29%
166019		
中欧价值智选回报...	4.2878	+21.06%
004235		
大成新锐产业混合	4.3200	+19.73%
090018		
大成睿景灵活配置...	1.6910	+17.27%
001300		
大成睿景灵活配置...	1.6130	+17.14%
001301		

资料来源: 支付宝 APP, 国盛证券研究所

图表 7: 天天基金单个基金产品详情界面



资料来源: 天天基金, 国盛证券研究所

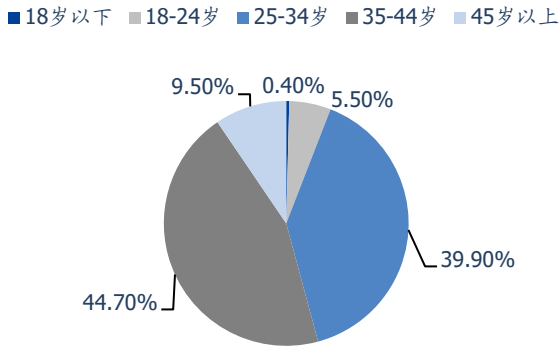
图表 8: 天天基金单个基金产品详情界面



资料来源: 支付宝 APP, 国盛证券研究所

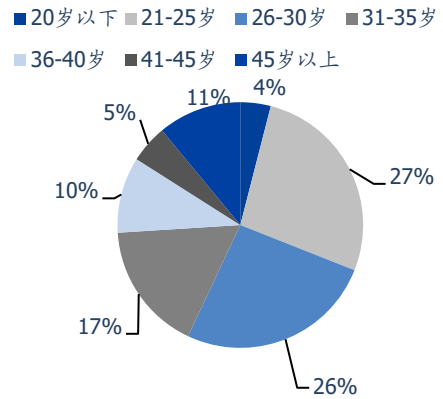
客群处于不同层次: 天天基金客群的年龄段、购买力较高, 且投资能力更成熟。1) 根据 Mob 研究院数据, 天天基金有 45% 的客户位于 35-44 岁这个年龄段, 35 岁以上客户占总体客户比例高达 54%, 这是天天基金最主要的客户群体, 该年龄段客户具备一定经济基础积累, 因此我们可以发现, 天天基金 8 成以上的用户有房, 5 成以上的用户有车, 7 成以上用户月收入高于 5000 元, 进一步佐证了天天基金用户具备一定的经济实力; 而相比之下, 蚂蚁位于 35 岁以上年龄段的用户仅占其总用户量的 26%, 用户画像更年轻, 最主力的用户群体来自 26-35 岁群体, 占 43% 左右。2) 从客户职业来看, 天天基金 69% 的客户是企业白领, 而蚂蚁仅有 51% 的客户为白领, 其他职业分布在蓝领、学生及其他购买力相对更低的领域。根据人大与蚂蚁共同发布的《互联网理财与消费升级研究报告》, 理财老手型用户比例仅占蚂蚁理财总用户数的 10%, 虽然用户普遍具有一定的理财认知, 但大多投资者的金融知识水平及理财能力仍有待提高, 绝大部分用户是风险中性甚至是风险厌恶的。

图表 9: 天天基金用户年龄画像



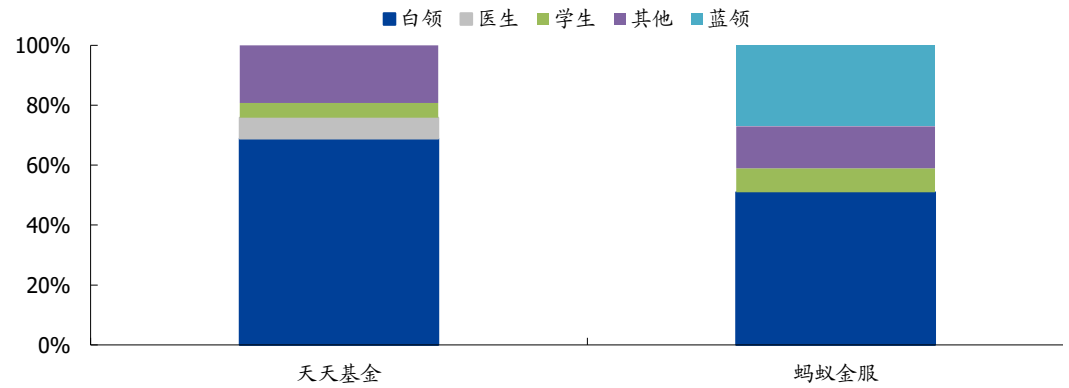
资料来源: Mob 研究所, 国盛证券研究所

图表 10: 蚂蚁理财用户年龄画像



资料来源: 中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院, 国盛证券研究所

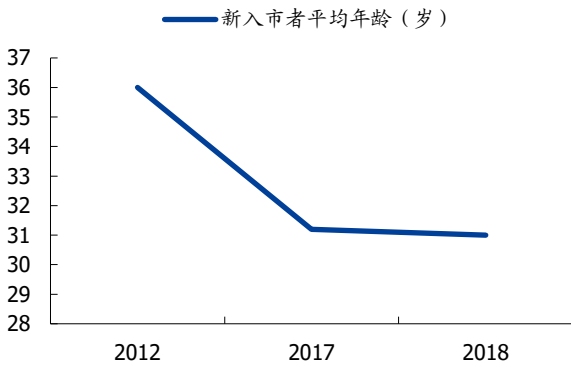
图表 11: 天天基金与蚂蚁理财用户职业画像对比



资料来源: Mob 研究所、中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院, 国盛证券研究所

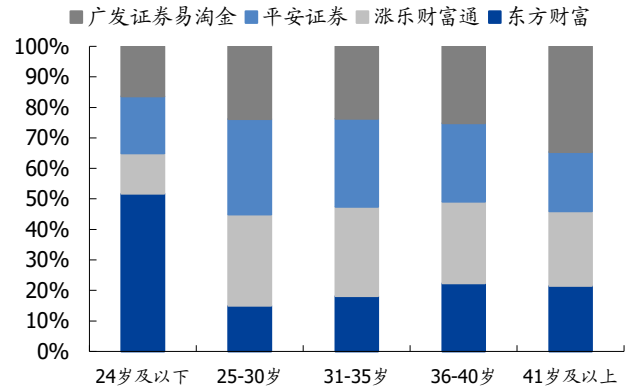
与传统券商相比, 东财客群更年轻化, 长期挖掘价值更大。1) 根据深交所统计, 股票投资群体年轻化趋势明显, 2018年新入市投资者平均年龄约为31岁, 相比6年前下降约5岁。而公司借助成熟的互联网运营, 相比其他证券公司更广泛地覆盖了这一年轻群体。根据艾瑞数据统计, 东方财富PC端使用人群中24岁及以下人群占比38.92% (其中, 18岁及以下占比8.21%, 19-24岁占比30.71%); 而同年龄段, 华泰证券、平安证券及广发证券APP占比分别为9.94%、14.01%及12.34%。2) 随着青年群体金融理财习惯逐步成型、人均收入逐步步入中产, 年轻化、长尾客群的覆盖为公司未来财富管理提供更加广阔的空间。海量高粘性的年轻用户叠加旺盛金融需求, 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 12: 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 13: 东方财富网与券商 APP 使用人群年龄对比

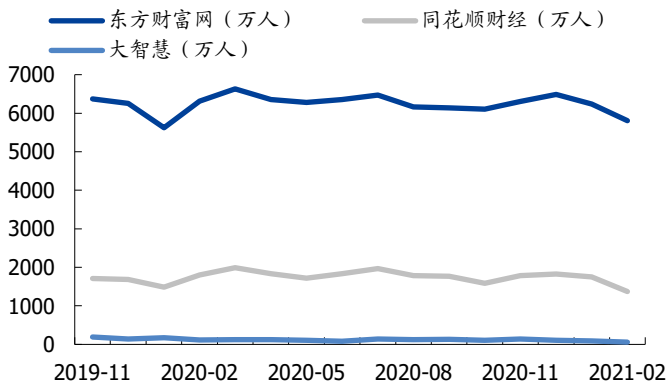


资料来源: 艾瑞数据、艾媒咨询、国盛证券研究所 (东方财富网年龄分布取自 2020 年 10 月, 涨乐财富通、平安证券、广发证券易淘金年龄分布取自 2018 年 6 月)

2. 东方财富在 C 端的流量一直处于前列

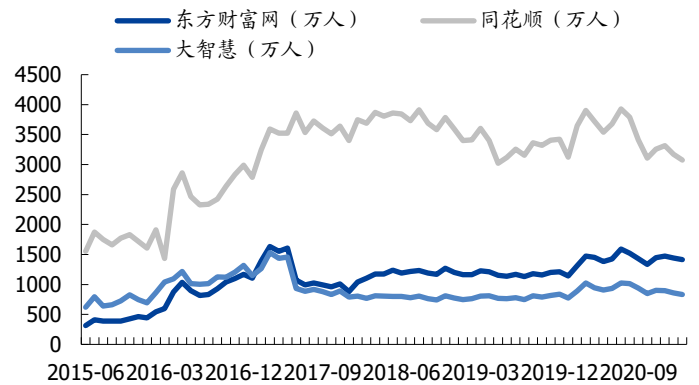
海量、高粘性金融属性流量铸就公司核心价值。1) 公司以东方财富网、股吧等优质财经类网站为起点, 发展至今已积累了海量金融属性流量。根据艾瑞数据显示, PC 端方面, 2021 年 2 月, 东方财富网在金融资讯类网站月度覆盖数达到 5805 万人, 大幅超过第二名 1372 万人水平; 移动端方面, 2021 年 2 月, 东方财富 APP 月活为 1414 万人, 排名行业第二。2) 目前, 公司已完成由原先互联网财经资讯网站向一体化互联网金融平台的转型, 建立东方财富网站、股吧社区、基金平台、Choice 系列金融终端为一体的综合平台, 深耕股票资讯和交易场景, 体系内流量也在深度垂直运营下展现出高粘性。

图表 14: 2019/11-2021/02 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 15: 2015/06-2021/02 股票类 APP 月活



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

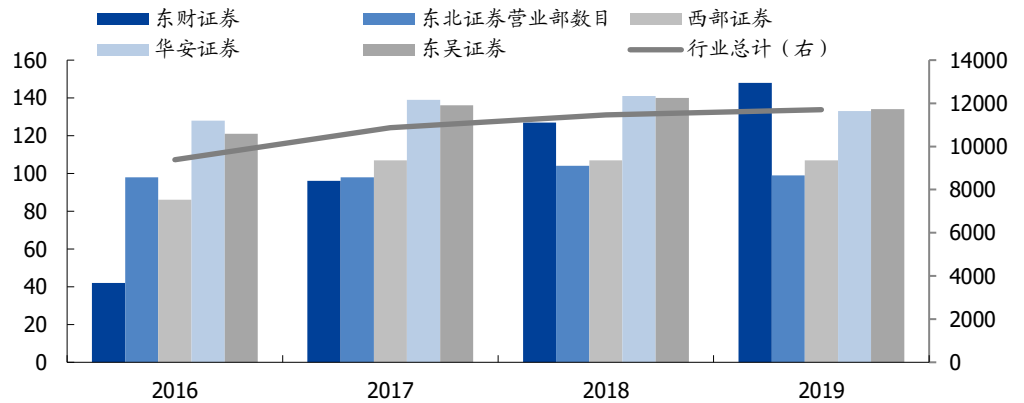
二、 线下服务和资本金两个主要短板正迅速补齐

1. 营业部数量增速大幅高于同业, 大客户服务体系快速完善

线下网点扩张发力, 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。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。2) 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。2020年上半年，券商营业部龙虎榜前100中，公司雄踞前两席，东方财富证券拉萨团结路第二营业部以357.53亿元的交易额位居榜首，成为最大的游资席位，东方财富证券拉萨东环路第二证券营业部则以交易额304.23亿元位列第二位，印证了公司大客户服务体系逐步完善。

图表 16: 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

图表 17: 2020 年上半年券商营业部龙虎榜 TOP10

排名	营业部名称	2020H1 成交金额 (亿元)
1	西藏东方财富证券拉萨团结路第二证券营业部	357.54
2	西藏东方财富拉萨东环路第二证券营业部	304.23
3	国泰君安证券上海江苏路证券营业部	135.33
4	兴业证券陕西分公司	124.27
5	中国银河证券绍兴证券营业部	117.19
6	华鑫证券湖州劳动路浙北金融中心证券营业部	108.67
7	国泰君安证券南京太平南路证券营业部	106.68
8	国盛证券宁波桑田路证券营业部	105.2
9	中国银河证券北京中关村大街证券营业部	81.09
10	中信证券上海牡丹江路证券营业部	71.55

资料来源：财联社，国盛证券研究所

2. 资本金迅速补充，两融业务开始发力，可提升客户全方位体验

资本金与券商实力直接挂钩，公司与经纪业务同排名券商尚有一倍差距需要追赶。证券公司相关业务资质的取得、融资能力、业务规模的大小与其净资本实力直接挂钩，巩固传统业务优势、发展创新业务都离不开雄厚的资本规模支持。在东方财富客户数量迅速拓展、业务规模迅速扩张、市场份额迅速提升的良好发展态势下，其资本规模不足也成为制约公司业务进一步发展的掣肘。同时，与经纪业务收入排名较为接近的证券公司相比，东方财富净资本规模仍有较大差距，无法与证券业务的快速发展相匹配，亟需进一步补充资本金。

图表 18: 经纪业务收入排名为 16-20 的证券公司净资本规模

公司名称	截至 2019 年末净资本 (亿元)	2019 年经纪业务收入 (亿元)	2019 年经纪业务收入市场排名
光大证券	407.91	18.99	16
长江证券	251.18	17.97	17
兴业证券	283.37	14.42	19
东方证券	426.81	12.65	20
平均	342.32	16.01	-
东方财富证券	132.23	16.42	18

资料来源: 中国证券业协会, 国盛证券研究所

借力资本市场, 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, 补足资金实力上的短板。

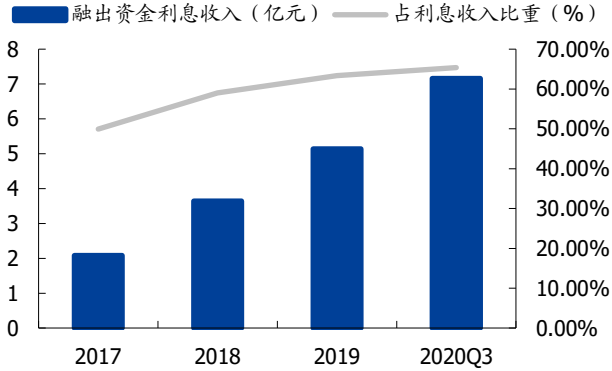
图表 19: 近年公司募集资金情况

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

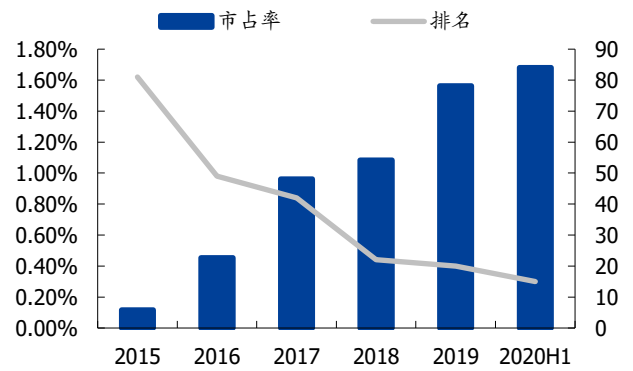
两融业务市占率持续提升, 成为重要收入来源和新增长点。1) 依托东方财富证券逐步扩张的证券经纪客群, 公司两融业务营收规模快速扩张。融资融券余额由 2017 年末的 98.69 亿元, 上升至 2020 年 9 月末的 261.78 亿元, 融资融券利息收入排名由 2017 年末的第 42 名大幅上升至 2019 年末的第 20 名。2019 年, 公司融出资金利息收入为 5.14 亿元, 同比增长 41.05%; 2020Q3, 公司融出资金利息收入为 7.16 亿元, 占营业总收入比重为 12.03%。2) 以融资融券余额计算, 公司两融业务市占率从 2015 年 0.12% 提升至 2020Q3 的 1.80%。

图表 20: 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 21: 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,至少还有一倍的长期渗透空间。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) 根据公告,截至2020Q3公司两融业务市占率约为1.80%,与经纪业务市占率约3.22%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。3) 据中登公司统计显示,2020年9月末,证券行业内融资融券业务开立账户数达546.75万户,占经纪业务开立账户数的3%左右。而东方财富证券目前仅有约1.68%的经纪客户转化为融资融券客户,距离行业平均水平仍有较大空间。

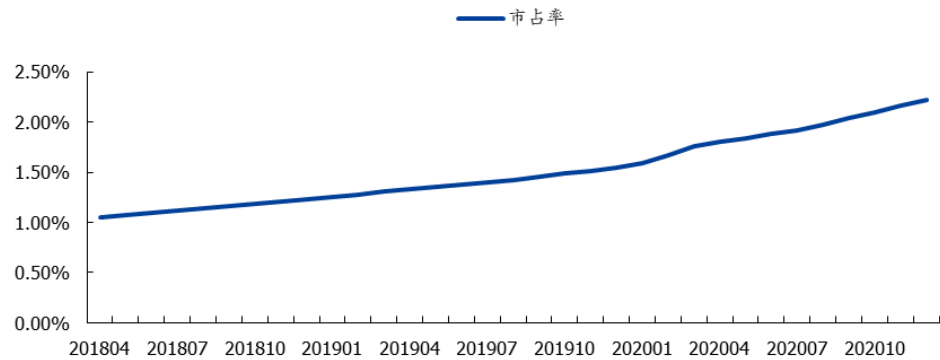
融资融券业务资格开通要求用户账户最近20个交易日日均资产不低于50万元,而公司流量基础及业务对象均为长尾客户,50万元的资产门槛构成一定限制。因此,综合考虑公司证券经纪业务地位、资本金补充等因素,长期而言,我们预计公司两融业务大致能达到行业第10名左右,对应市占率为3.0%-3.5%。

图表 22: 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	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	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 23: 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: 2018.04 以后, 未披露市占率数据根据收入推算)

融资融券业务与经纪业务高度相关, 能够全方位提升用户体验。融资融券客户主要来源于经纪业务客户, 因此经纪业务的发展状况和市场份额与融资融券业务具有高度的正相关性, 即具有较高经纪业务市场份额的证券公司, 一般情况下其融资融券业务的市场份额也会较高。融资融券业务开通后, 使得投资者可以利用自有的少量资金做几倍于自己资金量的交易, 通过杠杆提升收益。因此, 融资融券业务可以全方位提升用户体验。同时, 对公司而言, 融资融券业务具有风险可控、收益稳定的特征, 对于提高证券公司盈利水平、改善收入结构、丰富综合金融服务品种、增加客户粘性具有重要意义。

图表 24: 经纪业务收入排名为 16-20 的证券公司融资融券业务与经纪业务高度相关

公司名称	2019 年经纪业务收入 市场排名	2019 年度融资融券业 务收入规模 (亿元)	2019 年度经纪业务收 入 (亿元)
光大证券	16	18.61	18.99
长江证券	17	13.17	17.97
兴业证券	19	10.66	14.41
东方证券	20	7.71	12.65
平均	-	12.54	16.01
东方财富证券	18	7.73	16.42

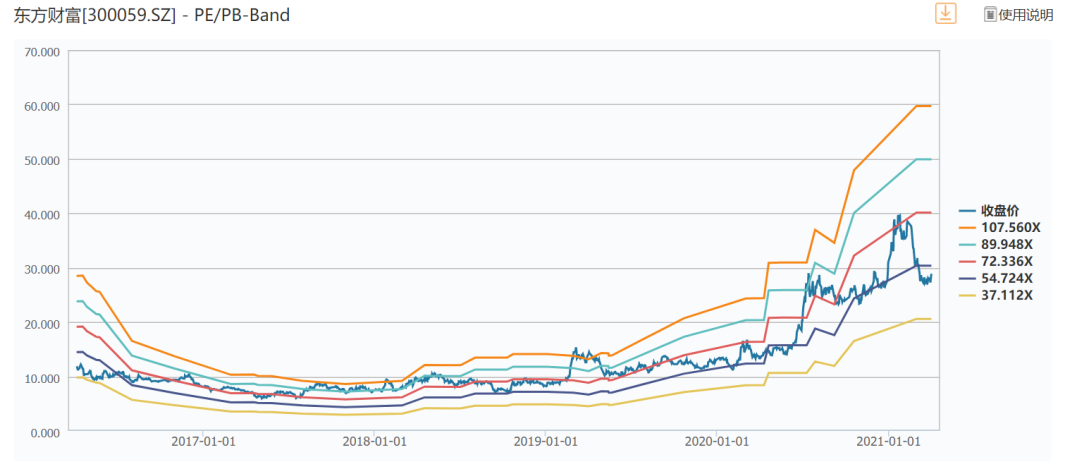
资料来源: 中国证券业协会, 公司公告, 国盛证券研究所

三、 股价预计处于近五年估值底部区间

根据关键假设以及 2020 年业绩快报, 预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 82.39 亿元、115.33 亿元和 150.35 亿元 (之前为 82.21 亿元、115.08 亿元和 150.04 亿元), 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 47.75 亿元、67.86 亿元和 92.16 亿元 (之前为 46.45 亿元、66.48 亿元和 91.55 亿元)。

根据近五年历史估值分析, 公司在高增阶段的 PE 区间 40-70x, 按照我们的盈利预测, 公司对应 2021 年的 PE 估值处于底部区间。

图表 25: 公司目前估值处于底部区间



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