

## 【国信计算机·深度研究】

### 东方财富和同花顺深度对比研究： 从战略方向到业务弹性

2021-6-30

证券分析师：熊莉 xiongli1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：朱松 zhusong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520070001



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

# 核心观点

- ▶ **2015年后，东方财富和同花顺发展方向大相径庭。**从2015年东方财富收购券商牌照之后，两家公司的发展方向开始不同。同花顺虽然没有券商牌照，但潜心深耕AI技术，坚持用技术驱动产品的策略为广泛的C端用户提供优质数据资讯产品，另一方面，公司继续扩展B端业务，重点放在iFind终端的推广以及其他机构业务的推进。东方财富则在收购券商之后，一方面深度运营东方财富网、股吧、天天基金网等流量网站，另一方面将这些长期运营的流量通过自身不断拓展的金融业务进行变现。
- ▶ **东方财富和同花顺业绩的高弹性所依赖的业务不同。**东方财富的业绩高弹性主要来自于证券业务和基金代销业务，而同花顺则来自于金融资讯业务和基金代销业务。东方财富和同花顺均有金融资讯类业务，但从业务增长及规模的情况来看，同花顺此块业务运营较好，而东方财富则更多将金融资讯业务作为公司其他金融业务的流量入口。在基金代销层面，东方财富旗下的天天基金网目前处于基金独立第三方销售的第一梯队，而同花顺则位于第二梯队，东方财富的基金销售规模也相对较高。在证券业务方面，东方财富一方面将自身经营的流量引流到证券交易和融资融券等业务，另一方面通过融资不断扩大资本金实力助推两融业务发展，所以公司证券业务中的经纪业务市占率和两融业务市占率在逐年攀升。
- ▶ **在高弹性业务增速相同的情况下，东方财富的业绩弹性较大。**对于东方财富和同花顺的高弹性业务而言，总体运营成本相比营收增长较为缓慢，所以此类业务有规模效应，随着营收的快速放量，净利率也随之提高。我们通过数值模拟的方式，大致测算了每家公司每块业务的净利率情况，同时赋予两家公司的弹性业务以相同的增速（其他业务贡献的利润假设不变），可以看出在这种情况下东方财富的业绩弹性较高（以2020年营收和归母净利润为基数）。

# 目录

## 1.2015年为分水岭，两家发展方向不同

- 1.1 2015年后两家发展方向大相径庭
- 1.2 经营业务对比分析
- 1.3 实控人基因决定公司战略方向

## 2.分业务分析

- 2.1 互联网金融信息服务业务对比
- 2.2 基金代销业务对比
- 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

## 3.业务弹性对比分析

- 3.1 同花顺业务弹性分析
- 3.2 东方财富业务弹性分析
- 3.3 东方财富和同花顺业务弹性对比分析

## 4.风险提示

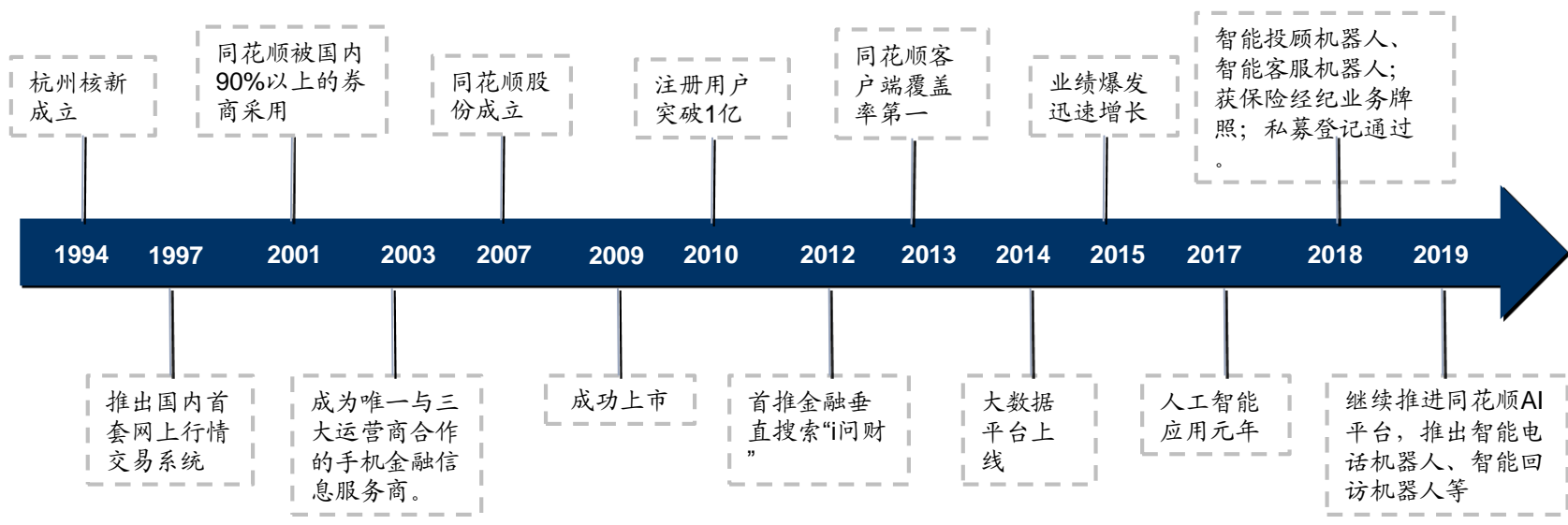
# 1. 2015年为分水岭，两家发展方向不同

# 1.1 2015年后两家发展方向大相径庭

## ➤ 同花顺发展历史：2015年后以AI技术驱动业务升级

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商。公司经过20余年的发展已经成为了国内领先的互联网金融信息服务提供商，目前已经为金融机构以及个人投资者等提供包括增值电信业务、软件销售及服务业务、广告及互联网推广业务、基金销售等在内的信息服务。同时，公司积极探索人工智能、大数据、云计算等技术的业务场景落地，已经推出了同花顺AI平台并利用新技术为不同客户提供细分领域的解决方案。公司于1994年成立，当时主要的业务为证券网上行情交易系统，并在2001年已经被90%的以上的券商采用。随着互联网时代的到来以及移动手机的普及，公司又顺延拓展了手机金融信息业务以及面向个人投资者和专业投资者的数据资讯业务，并在2008年和2015年的牛市中发展成为公司业务的重要组成部分。后续大数据时代的带来，公司对于兴起的人工智能、云计算、大数据等技术尤为重视，不仅推出了同花顺AI平台，而且就新技术如何赋能升级原有业务线进行了积极探索，力求利用新技术打造优质产品。

图1：同花顺发展历史



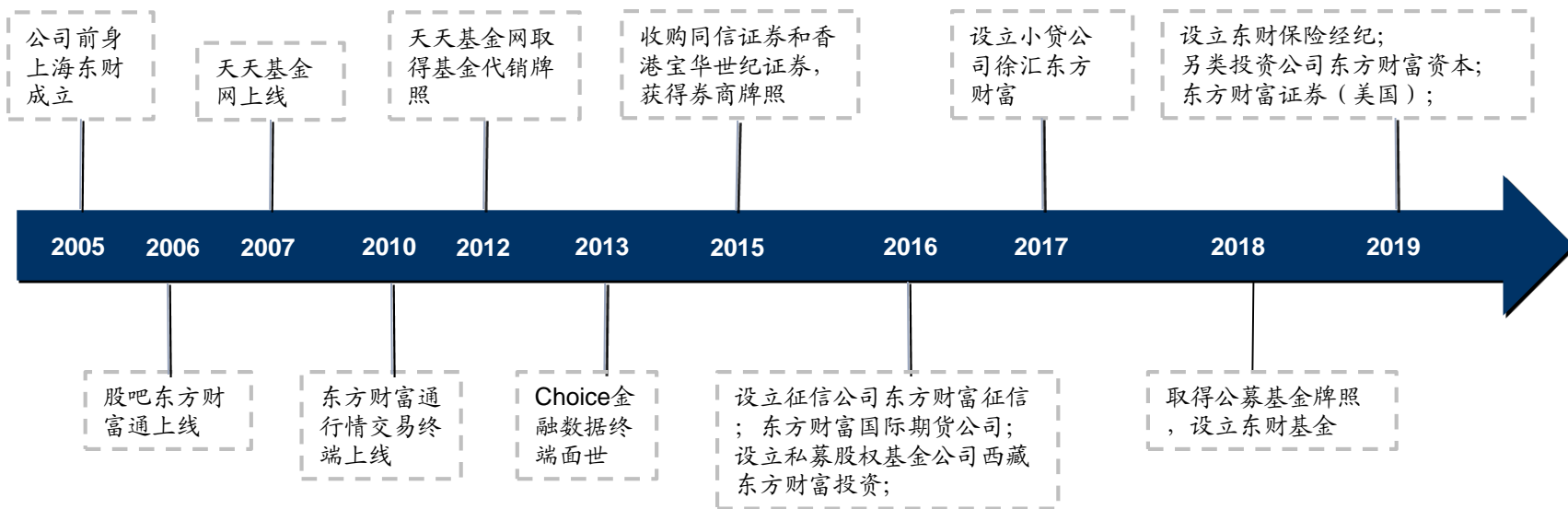
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

# 1.1 2015年后两家发展方向大相径庭

## ► 东方财富发展历史：2015年后重点发力证券和基金等金融业务

互联网金融信息服务起家，华丽转身为互联网券商。公司2005年成立，依托于东方财富网，股吧、天天基金等较早的互联网产品积累了庞大的用户基础，并在2012年天天基金网拿到基金代销牌照后开始基金代销业务。在2015年，由于宽松的监管环境，公司收购了同信证券和香港宝华世纪证券，获得了券商牌照，随后的几年中，公司不停在相关金融领域布局（比如私募基金、征信、小贷、期货、公募基金等），逐步将自身积累的用户流量进行变现（东方财富网、天天基金、股吧的用户可以直接在东方财富体内完成交易、期货交易、认购基金等）。

图2：东方财富发展历史



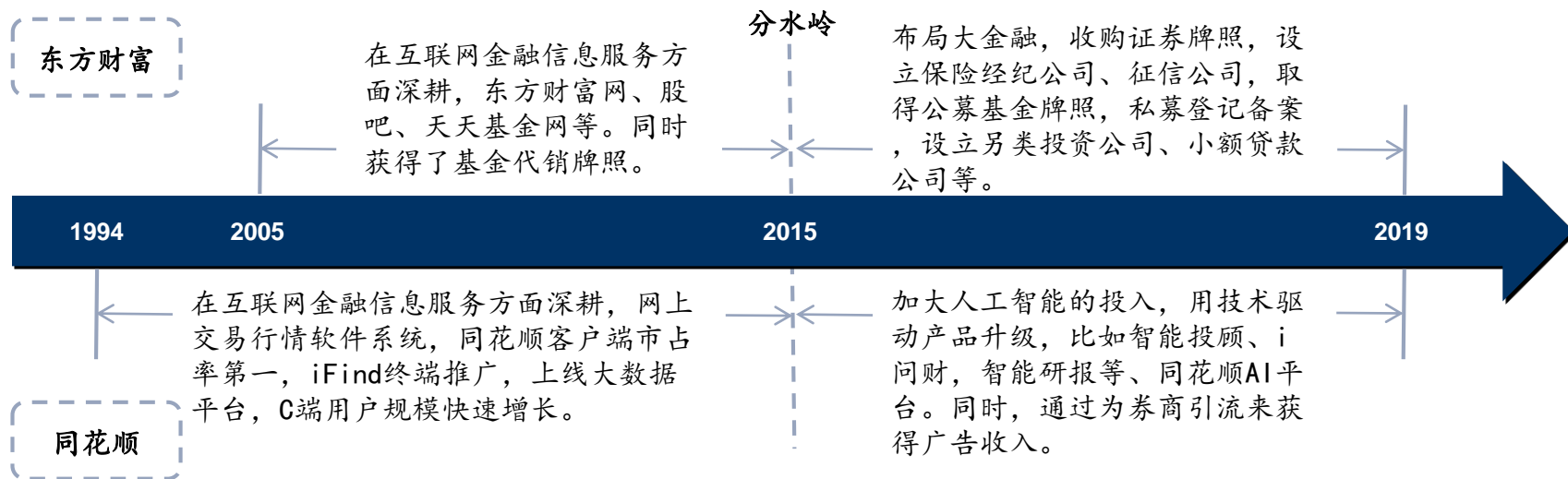
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

# 1.1 2015年后两家发展方向大相径庭

## ➤ 两家公司2015年后发展方向大相径庭

2015年为十字路口，两家公司的发展战略不同。在2015年之前，两家公司基本上还是处于互联网金融信息服务的赛道，同花顺主要的业务包括网上软件交易行情软件、同花顺客户端、iFind终端、C端资讯服务等，而东方财富主要是运营东方财富网、股吧、天天基金网。在2015年之后，随着东方财富收购了同信证券和香港宝华世纪证券，东方财富开始涉足金融业务，将自身的流量变现；而同花顺则在2015年的牛市中，利用自身的庞大流量为证券公司引流进行开户，同时加大对AI技术的研发及AI技术对公司其他业务的赋能，比如做了智能投顾、智能研报、AI平台等产品。

图3：东方财富和同花顺发展历史对比



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

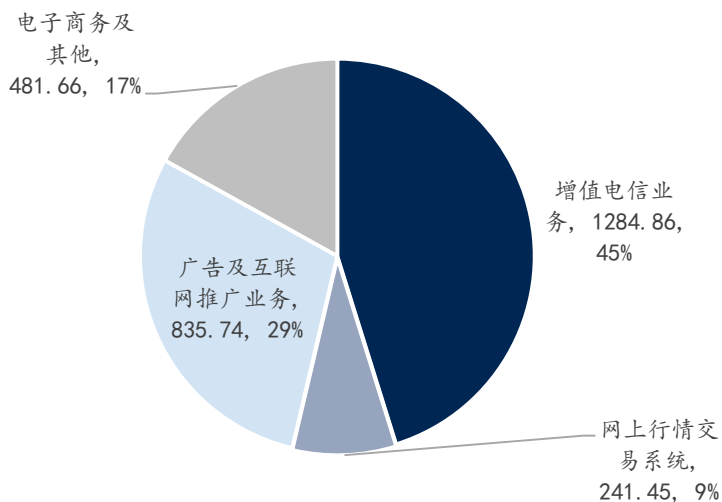
## 1.2 经营业务对比分析

### ► 东方财富营收重心在证券业务，同花顺在增值电信业务

**同花顺：**1) 增值电信业务（45%），主要为C端用户提供数据资讯服务；2) 网上行情交易系统业务（9%），主要为证券公司提供行情交易系统；3) 广告与互联网业务推广服务（29%），主要包括为券商导流开户以及为企业提供互联网推广营销服务；4) 电子商务及其他（17%），主要依托爱基金代销基金产品获得相关费用。

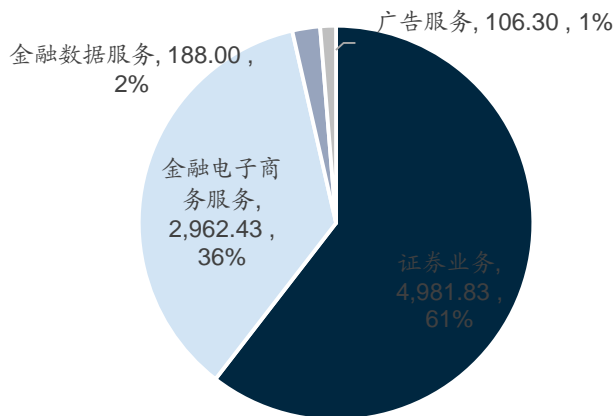
**东方财富：**1) 证券业务（61%），主要包括证券经纪业务、两融业务、资管、自营、期货等业务；2) 金融电子商务服务（36%），主要通过天天基金网代销基金；3) 金融数据服务（2%），主要通过Choice、东方财富客户端等为金融机构和C端用户提供数据资讯服务；4) 广告服务（1%），主要为金融机构提供广告推广服务。

图4：同花顺营收结构（百万元，2020A）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图5：东方财富营收结构（百万元，2020A）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

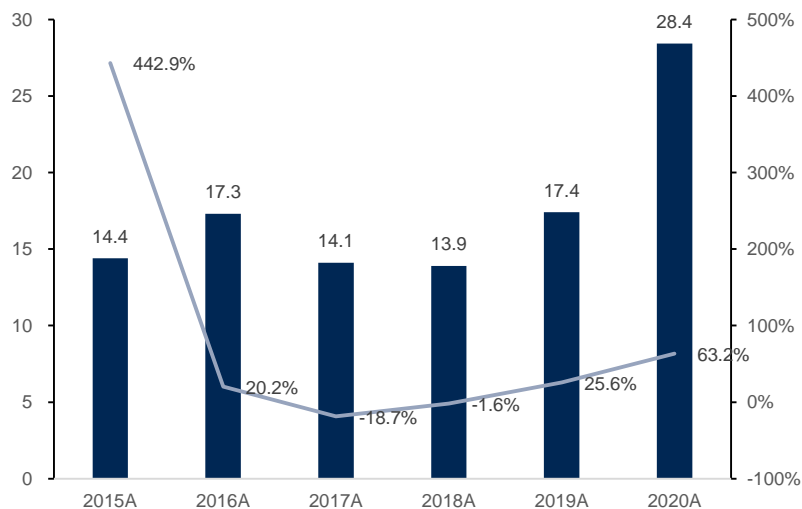


## 1.2 经营业务对比分析

**同花顺：**营收具有周期性，尤其在2015年市场牛市的背景下，公司的营收有了质的飞跃，从2014年的2.7亿增长443%到2015年的14.4亿元，并在随后的几年中，公司的营收保持稳步增长态势，截止到2020年已经达到28.4亿元。

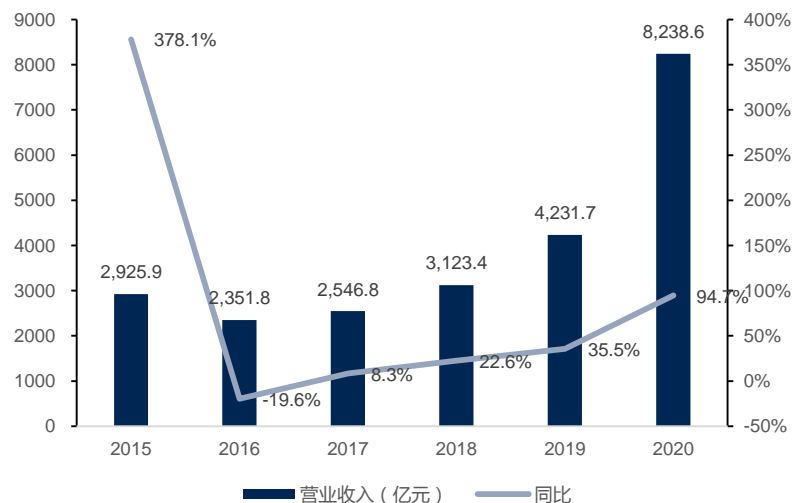
**东方财富：**营收也跟随着市场的波动而波动，2015年在股票市场火热的背景下，营收从2014年的6.1亿元，同比增长378%到2015年的29.3亿元。2015年，公司的营收增长主要来自于基金销售的快速增长以及券商业务的并表（同信证券于2015.12并表）。此后，公司的证券业务和基金代销业务快速增长，截止到2020年，公司实现营收82.4亿元。

图6：同花顺历年营收及增速（单位：亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图7：东方财富营收及增长（单位：百万元）



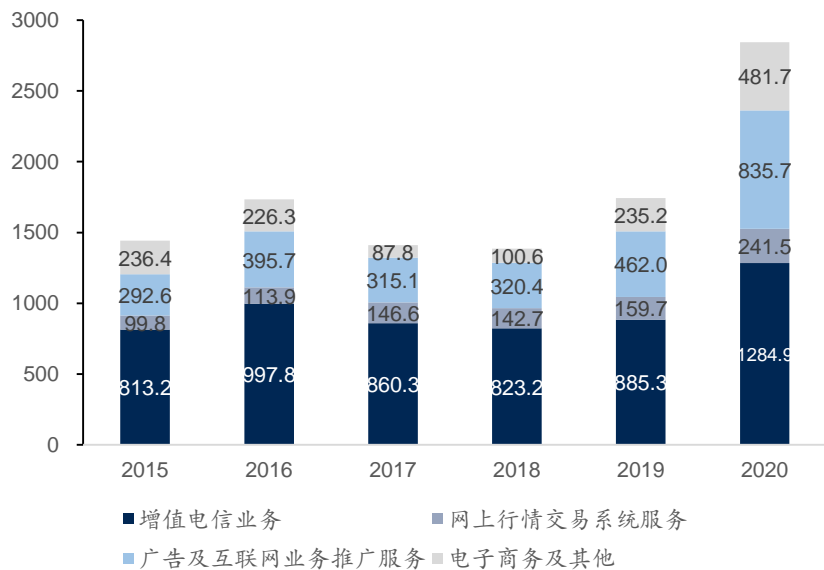
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 1.2 经营业务对比分析

**同花顺：**从公司的营收结构可以看出，由于2015年的股票市场牛市，公司的C端资讯业务得到了迅猛发展，由2014年的2亿元不到增长到2015年的8亿元，并此后一直保持高位。公司基金销售也逐步起量，2020年基金销售收入达到4.8亿元，同时，公司为中小券商的导流业务也稳步推进，广告推广业务在2020年达到了8.4亿元。

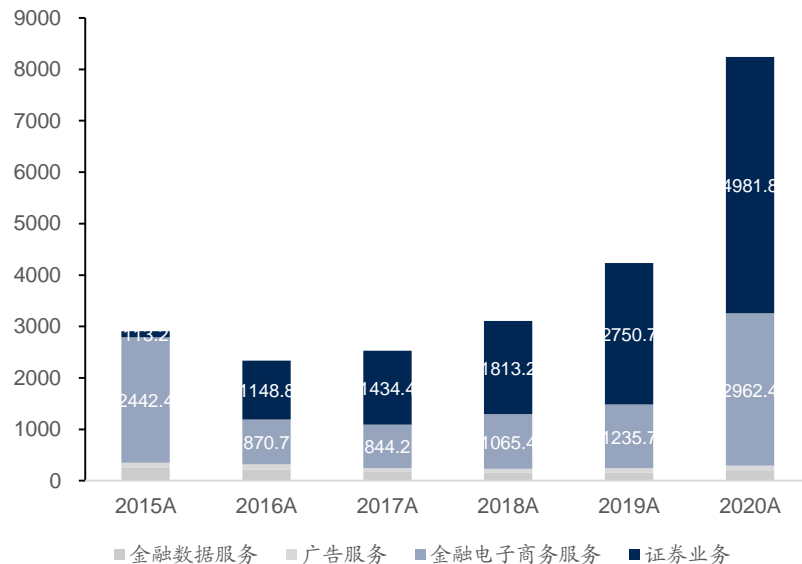
**东方财富：**营收端的高增长在不同阶段的因素不一样，在2015年，营收高增长主要是由于基金销售业务，2015年基金销售收入达到24.4亿，收入占比84%。在随后几年中，由于市场行情有所降温，公司的主要增长动力来自收购的证券业务，从2016年11.5亿增长到2019年的27.5亿，复合增长33.7%，其中主要的增长来自券商的经纪和两融业务。

图8：同花顺历年营收构成（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图9：东方财富历年营收构成（单位：百万元）



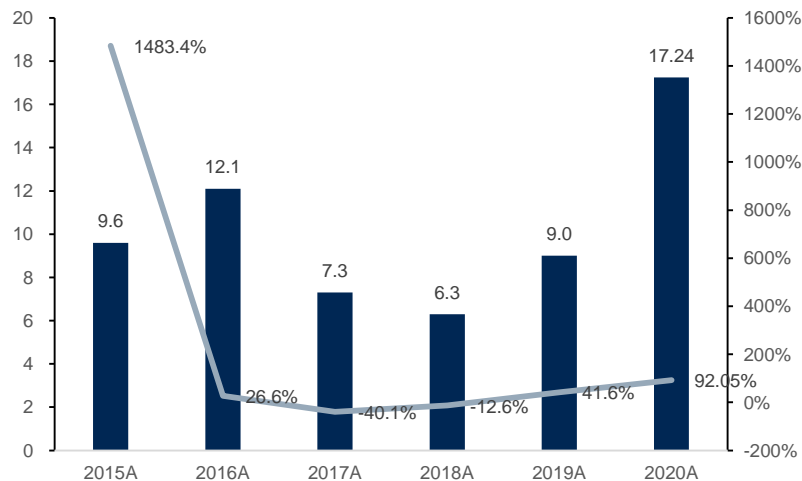
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 1.2 经营业务对比分析

**同花顺：**公司的利润弹性和营收弹性一样，在2015年得到了极致的放大，归母净利润从2014年的0.6亿，增长了接近15倍到2015年的9.6亿元。随后几年，公司凭借对C端用户的运营、基金代销的稳步推进以及以导流业务为主的广告及推广业务的增长，公司总体的净利润水平还是维持在高位。

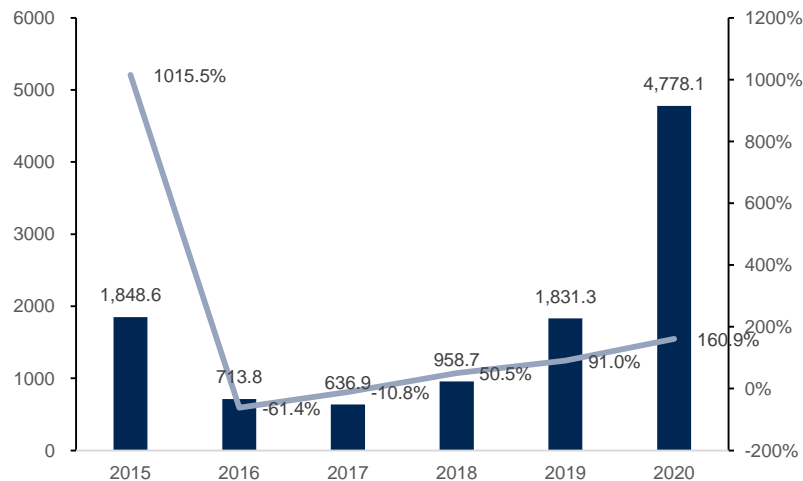
**东方财富：**公司的利润弹性相较于营收弹性更大。在2014年利润增长32.1倍主要系2013年归母净利润的基数较低（500百万元）。受益于市场的高景气度，公司2015年归母净利润依旧高增长10.2倍左右。随着证券业务的并表以及公司对证券业务的妥善经营，公司后续几年利润保持快速增长，2020年实现归母净利润47.8亿元，同比增长约161%。

图10：同花顺归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图11：东方财富归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 1.3 实控人基因决定公司战略方向

## ► 创始人基因对公司发展战略影响重大

同花顺的易峥先生，工科背景出生，对于技术尤其是当下较为热门的AI技术较为青睐，AI研究团队也是直接向易峥先生汇报，希望通过AI技术去赋能公司的各项业务，公司陆续推出了智能研报、i问财、AI平台等产品。东方财富的其实先生，一直从事证券研究及管理，所以对于公司的盈利模式以及市场机会较为敏感，于2015年果断出手收购券商牌照，转型互联网券商，同时围绕着东方财富网、股吧、天天基金网的流量优势不断对流量进行变现。

图12：东方财富和同花顺创始人情况对比



**易峥，同花顺创始人、董事长，持股36%。**

- 1993年毕业于浙江大学电机工程系，为公司创始人；
- 2007年至今任浙江同花顺网络科技有限公司和杭州核新软件技术有限公司董事长兼总经理；
- 2011年至今任杭州同花顺数据开发公司执行董事兼总经理；
- 2011年至今任浙江同花顺基金销售有限公司董事；
- 2001年8月至今任公司董事长兼总经理。



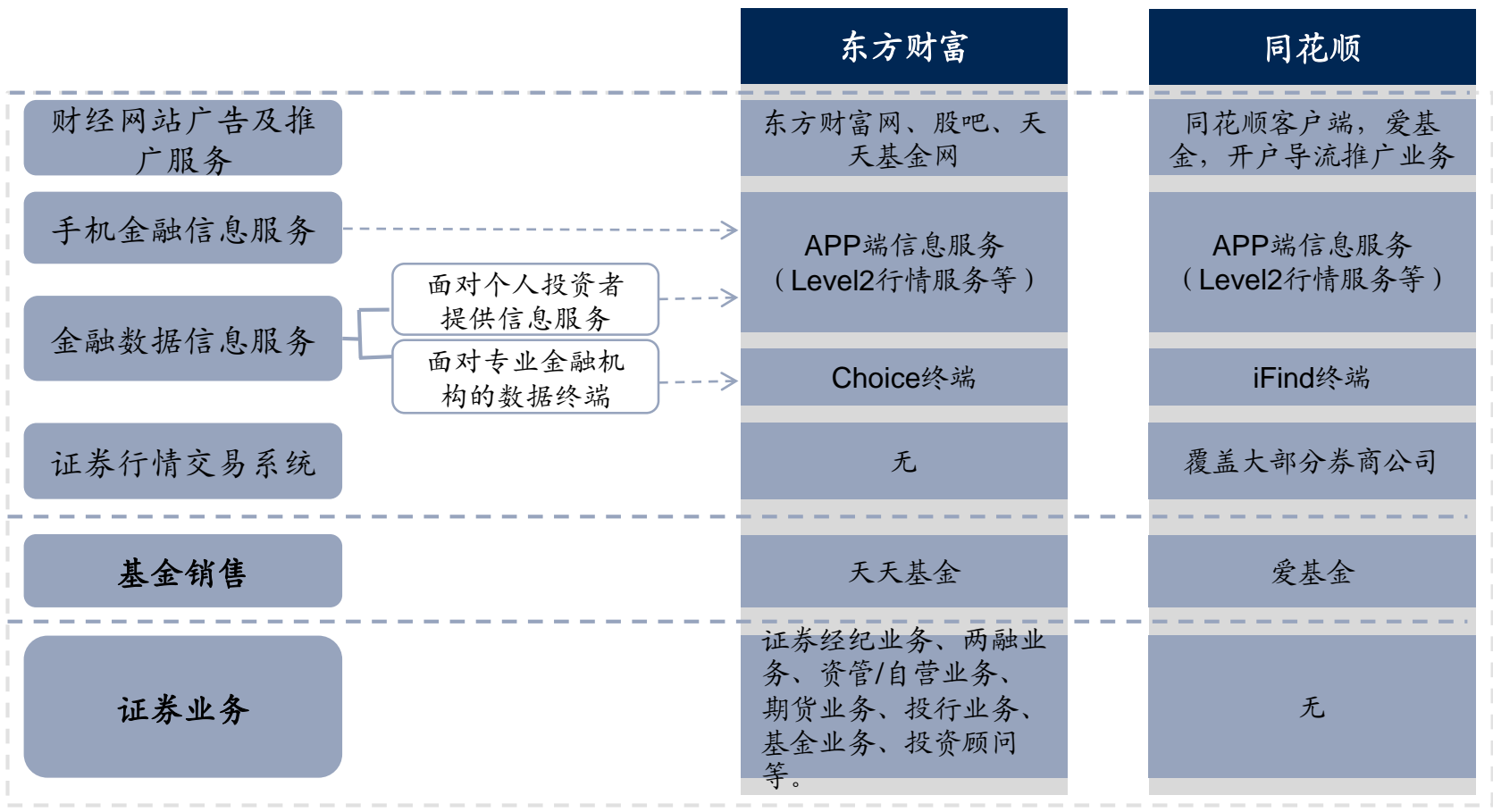
**其实，东方财富创始人、董事长，持股20.6%。**

- 1993年毕业后，进入中国国际期货经纪（上海）有限公司；
- 1996年前后，参与创办上海世基顾问投资有限公司，并出任副总经理；
- 2000年，参与久联证券创办，任总裁助理、研发部经理；
- 2005年，主导设立上海东财信息技术有限公司，持股87%；
- 其实先生，具有十六年财经证券研究及管理经验，并具有丰富的互联网运营经验。

资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

# 1.3 实控人基因决定公司战略方向

图13: 东方财富和同花顺总体业务对比



资料来源: 各公司年报、国信证券经济研究所整理

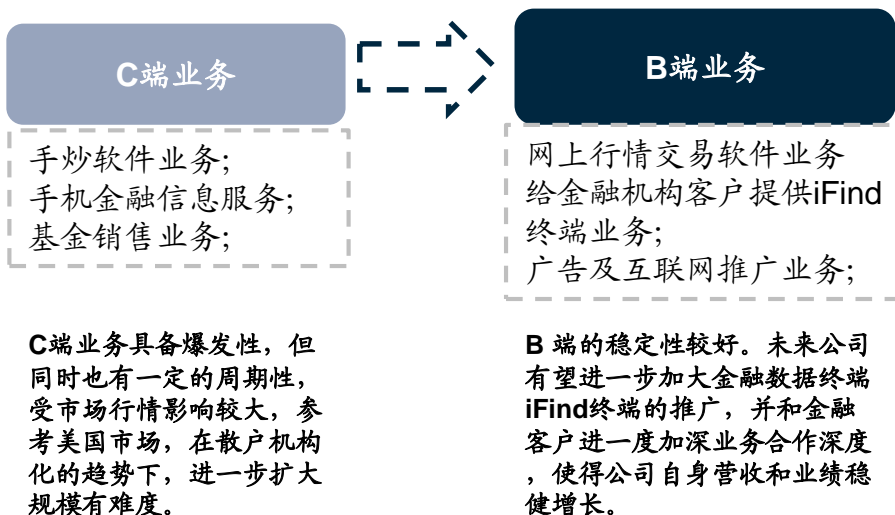
# 1.3 实控人基因决定公司战略方向

两家公司在战略方向上有所不同。

**同花顺：**公司未来一方面要兼顾C端业务，继续坚持用技术驱动产品的策略，通过AI技术为C端用户提供更多的资讯产品（C端业务可以为公司带来充足的现金流）；另一方面公司要重点拓展B端业务，重点放在iFind终端的推广以及和金融机构做业务的推进。

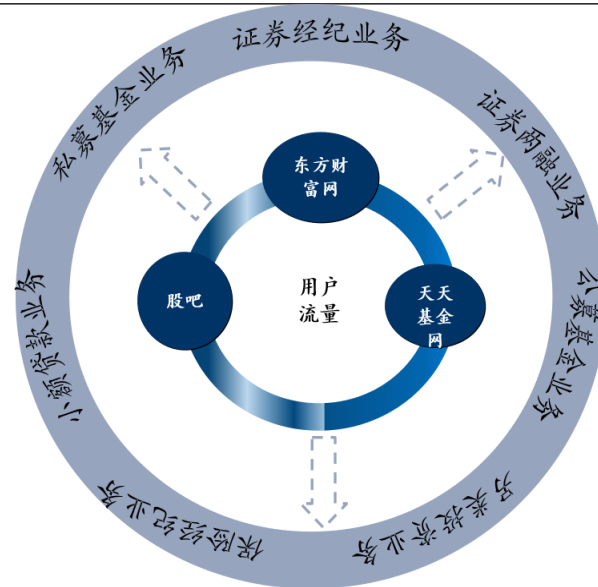
**东方财富：**公司未来一方面要继续运营东方财富网、股吧、天天基金网等流量网站，汇聚众多投资者，另一方面更重要的是要将这些长期运营的流量变现，变现的渠道主要靠公司自身不断拓展的金融业务，比如将用户吸引到东方财富开户赚取经纪业务佣金、两融业务利差，比如为自身的公募基金产品导流等。

图15：同花顺战略发展方向



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图16：东方财富战略发展方向



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

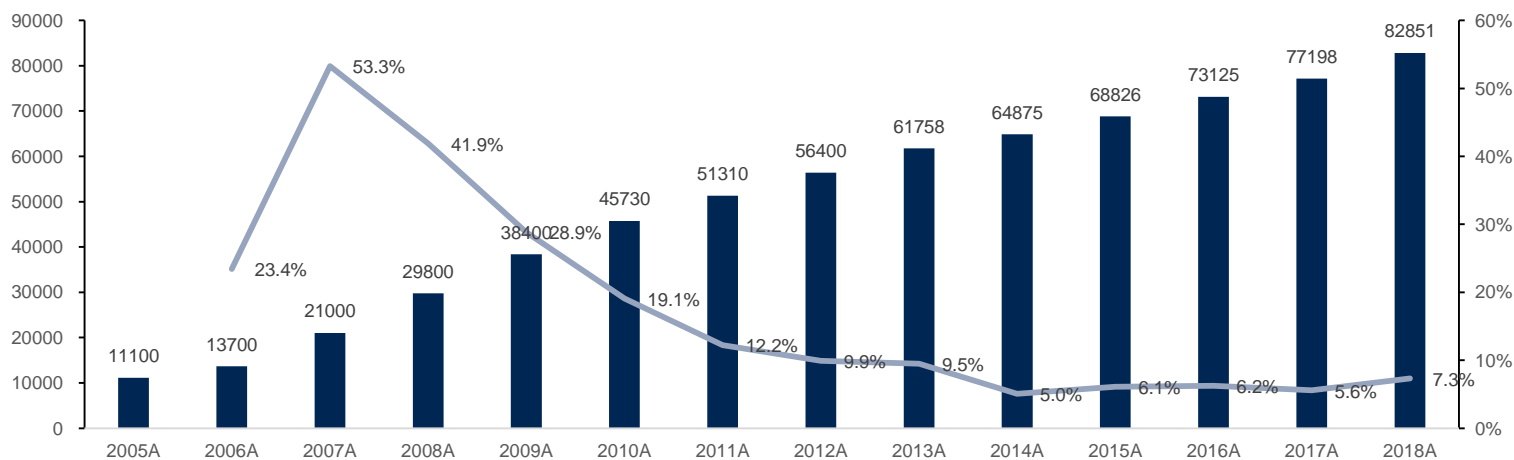
## 2. 分业务对比分析

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

### ► 互联网金融信息服务产业步入稳定增长期

- **20世纪90年代到2004年，市场培育期：**行业的参与者有传统媒体、券商或IT企业出资组建的财经类网站和传统的免费金融数据服务商，主要提供为财经信息服务。同时，2005年以前，由于受股权分置等历史遗留问题影响，我国证券市场交易规模较小，交易品种较单一，行业内的企业总体规模偏小，提供的产品和服务以股票行情软件和简单资讯为主，行业内各企业的产品和经营模式高度同质化，行业处于完全竞争状态。
- **2005年到2012年，快速成长期：**2005年，中国证券市场实行了股权分置改革，证券市场迅速扩容，进入快速发展期，同时由于互联网的逐渐普及，使得C端用户逐渐习惯于在网络上获取财经信息，这给互联网金融信息服务行业的发展提供了技术条件。2005年-2012年的中国网民数量在2012年前都实现了超越10%以上的增长。
- **2013年到至今，稳定增长期：**2013年及以后，中国网民数量的增长进入稳步增长阶段，增长率在10%以下，整个互联网金融信息服务行业从快速渗透切换为深度挖掘价值，提高ARPU值的方向发展。

图17：中国网民数量规模及历年增速（单位：万人）



资料来源：CNNIC（中国互联网络信息中心）、国信证券经济研究所整理

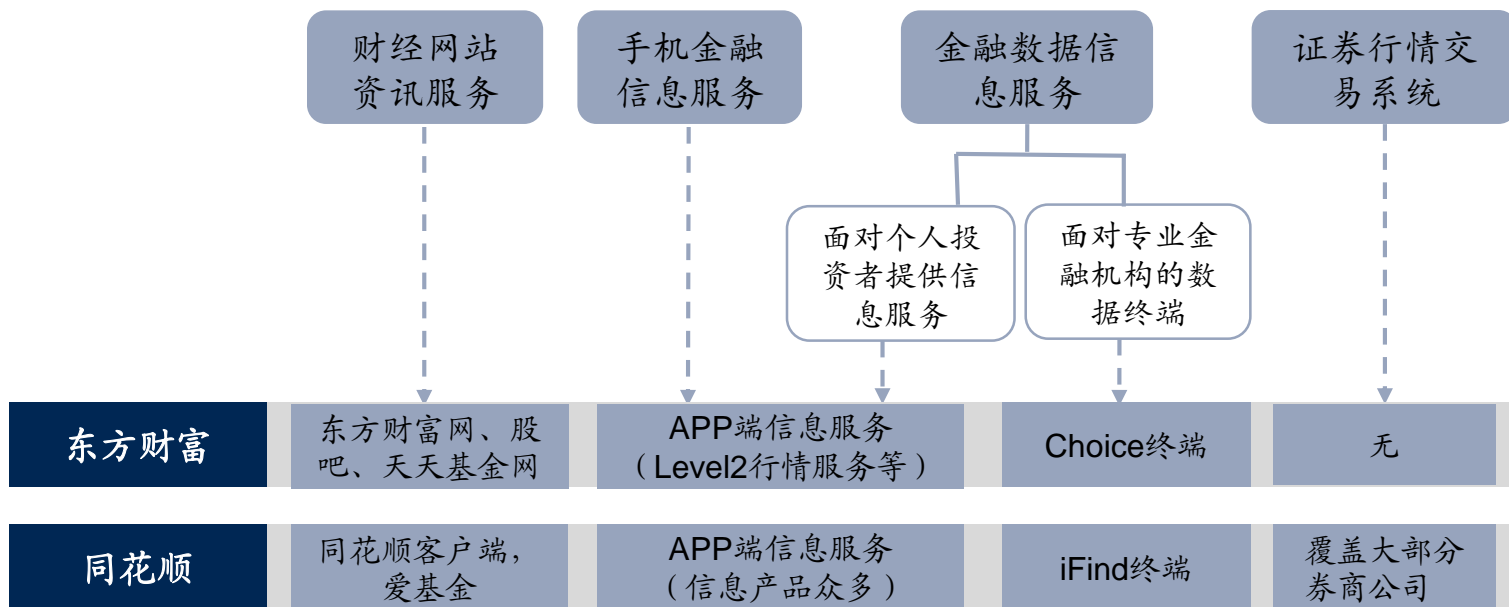


## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

互联网金融信息产业主要分为财经网站、手机金融信息服务、金融数据信息服务以及证券行情交易系统等四种类型：

- 1) 财经网站资讯服务，主要是指通过提供免费资讯，进而通过广告变现；（两家都提供此服务）
- 2) 金融数据信息服务，主要是指通过网站和专用客户端为投资者提供信息服务，收取一定收费；（两家都提供此服务）
- 3) 手机金融信息服务，主要是指通过短信、彩信等方式提供手机终端的金融信息服务；（两家都提供此服务）
- 4) 证券行情交易系统，主要是为证券公司开发软件及提供后续的运维服务，收取开发费及维护费。（只同花顺提供此服务）

图18：东方财富和同花顺互联网金融信息服务业务对比



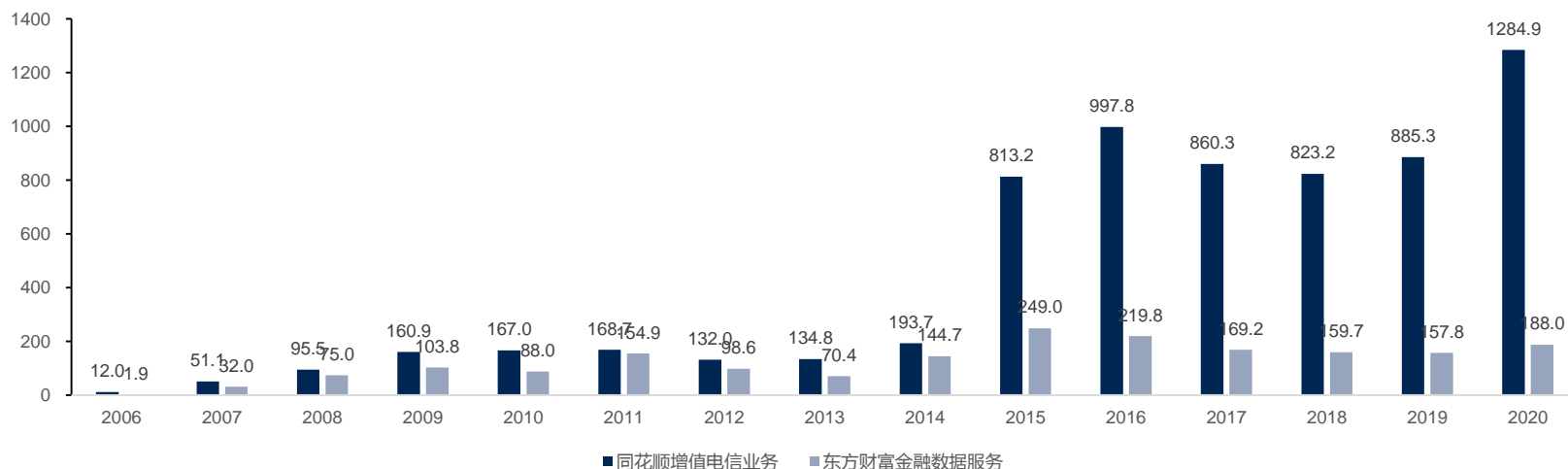
资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

### ► 同花顺的金融数据服务优势明显

- 同花顺的金融数据服务业务相比东方财富而言规模更大，进展更加顺畅。同花顺的金融数据服务，从2015年开始大规模增长后，直到2020年已经达到12.85亿元规模，东方财富的金融数据服务业务规模并未实现快速增长，2020年规模在1.88亿元。在金融数据服务业务中，同花顺和东方财富都是为C端和B端用户提供金融数据服务，其中：1) 在C端的数据资讯产品旨在帮助用户提升投资效用（比如涨停宝、操盘密码等产品，帮助用户更好的投资）；2) 在B端主要是为金融机构客户提供涵盖经济领域各个层面的数据库服务，帮助机构客户进行更好的投资研究，一般通过收取年费的方式。

图19：东方财富和同花顺金融数据服务历年收入对比（单位：百万元）

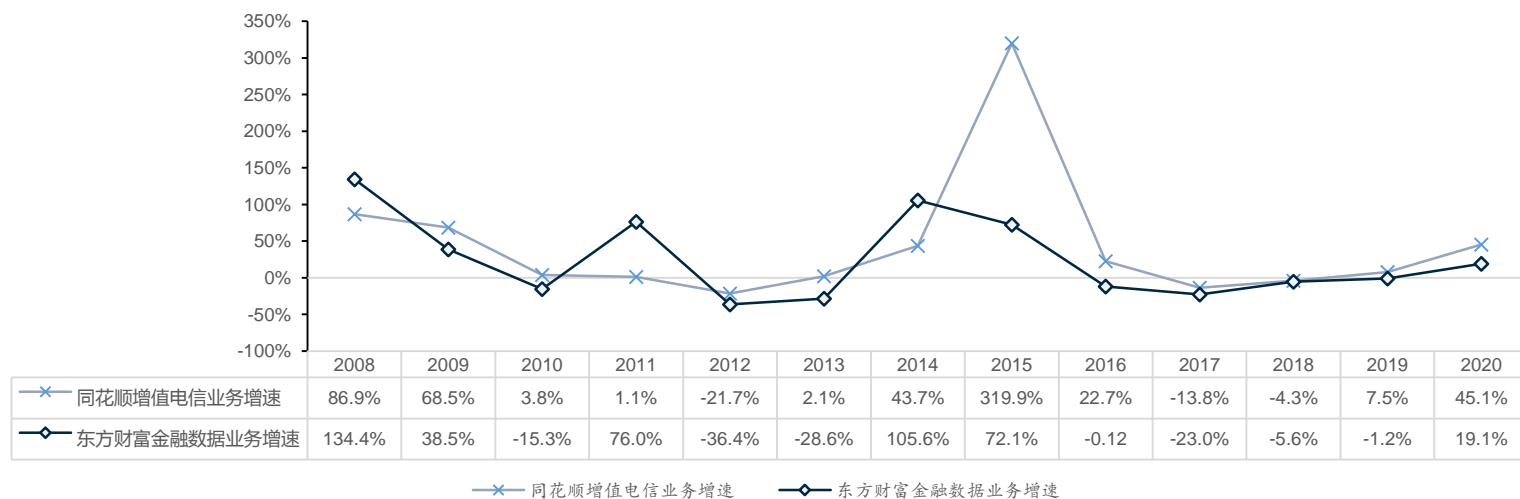


资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

- **同花顺的金融数据服务比东方财富的数据服务业务弹性更大。**由金融数据服务的需求可以看出，面向B端的金融数据库需求相对来说比较平稳，而面向C端用户的金融数据服务相比之下更具有爆发性，因为在资本市场行情较好的时候，往往C端用户参与市场的热情会较高，从而对于金融数据服务的需求会较大。从同花顺和东方财富的金融数据服务增速可以看出，同花顺的业务增速在市场好的时候有更大的弹性，比如在2014-2015年的时候，市场出现“水牛”行情，由于同花顺的C端金融数据服务占比较大，所以利润的弹性在牛市中较高，2014-2015年分别增长43.7%、319.9%，具有较强爆发性；而东方财富的C端业务占比相对较小，所以虽然在2014-2015年分别实现了105.6%、72.1%的增速，但是相较同花顺而言略显逊色。

图20：东方财富和同花顺金融数据服务历年增速对比

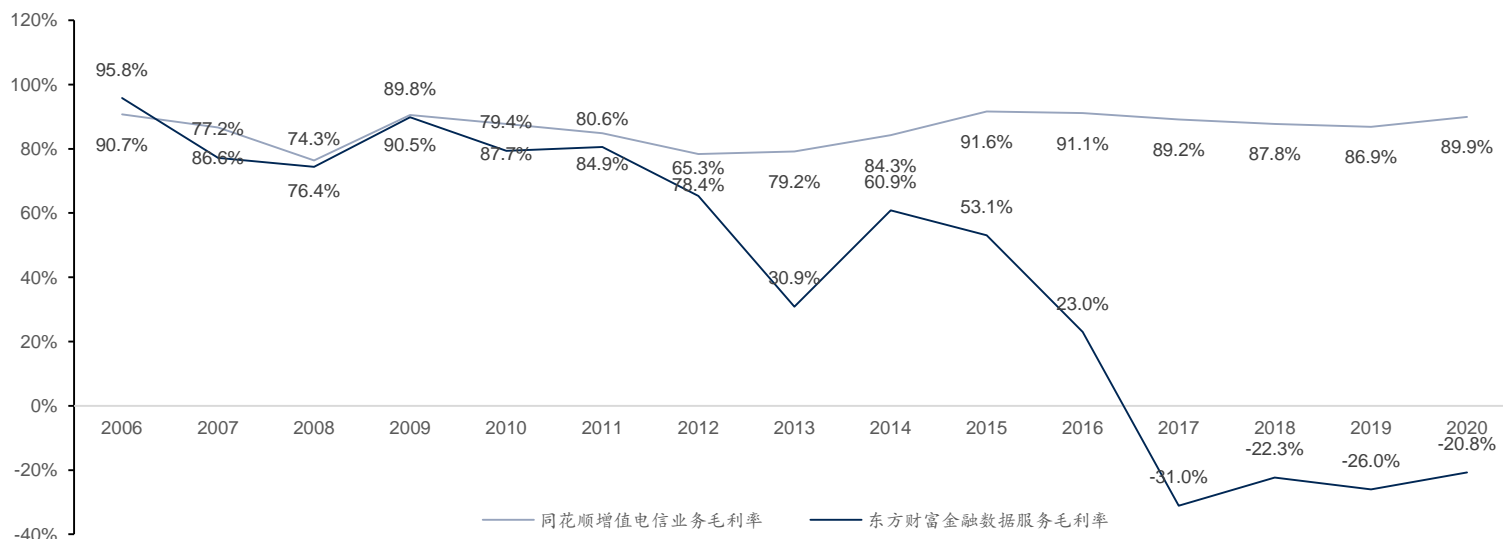


资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

- 从毛利率来看，同花顺的业务进展相比较好。相比同花顺而言，东方财富的金融数据服务业务毛利率逐年下降，2017年的业务成本更是超过了收入，出现了负毛利，相比同花顺90%左右的毛利率而言，盈利能力较差。金融数据服务业务的成本项目主要是由直接的金融数据费用以及间接的服务器折旧、网络服务费、人工成本、委外服务成本等构成，由于成本项目大多较为稳定，所以负毛利的出现意味着收入端的下滑较为严重，随着收入端的增长预计后续的毛利率将转正。

图21：东方财富和同花顺金融数据服务历年毛利率对比

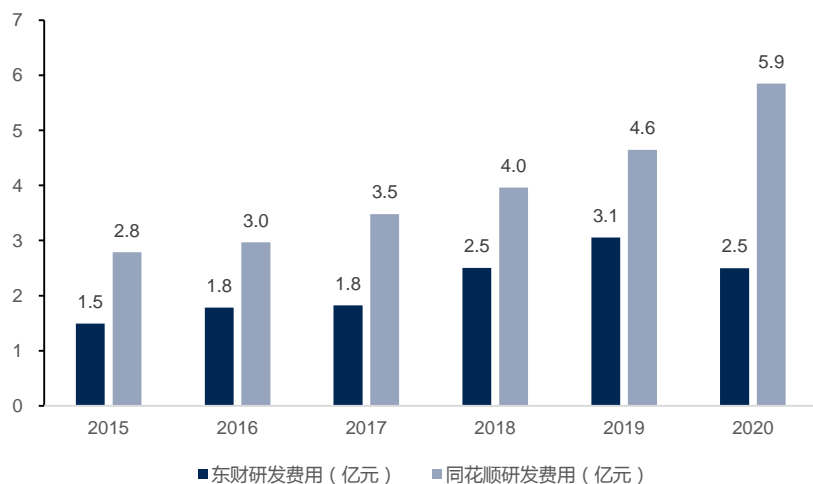


资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

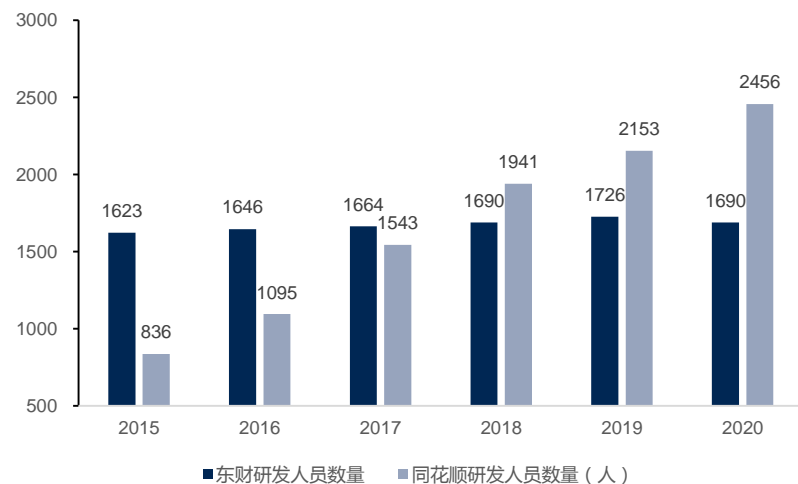
- 研发投入、产品丰富度、活跃用户数等决定了金融数据服务业务的差距。在研发投入方面，同花顺的研发投入较高，且多用于大数据和人工智能技术的研究以及将上述技术能够运用到具体的金融数据产品中，研发投入在2015-2020年分别达到2.8/3.0/3.5/4.0/4.6/5.9亿元，而相比之下东方财富的研发投入略显不足，分别为1.5/1.8/1.8/2.5/3.1/2.5亿元。同时，在研发人员的配置上，同花顺也不遗余力，研发人员从2015年的836人增长到2020年的2456人，6年近乎翻了三倍，而东方财富的研发人员基本这些年没有太大增长（基本上维持在1600-1700人之间），研发人员占比方面，同花顺分别为36.2%/42.2%/51.8%/64.2%/63.8%/60.5%，同期东方财富分别为46.6%/41.6%/38.8%/39.1%/37.9%/34.3%。

图22：同花顺和东方财富研究费用对比（单位：亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图23：同花顺和东方财富研发人员数量对比



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

- 从金融数据产品的细分来看，同花顺更加丰富。如全文所述，同花顺相比之下在金融数据服务方面投入较多，传统的产品主要分为基础行情系列产品、选股诊股系列产品、高低点系列产品、高端投资系列产品以及港股投资系列产品，而东方财富基本上只有较为简单的Level2行情以及操盘密码系列产品，相对产品种类比较单一。
- 在产品价格上，同花顺的产品价格更加多样化，给了客户更多的选择。同花顺的资讯产品从几十到几百元一个月再到上万元一年的产品都有，最贵的是高端投资系列，基本上价格在2-32万元/年不等。而东方财富的选择相对单一，Level极速版一般的价格都在几十到上百元不等，对于东方财富的操盘密码高端系列，价格在30-40万元/年左右。

图24：东方财富和同花顺金融数据产品对比

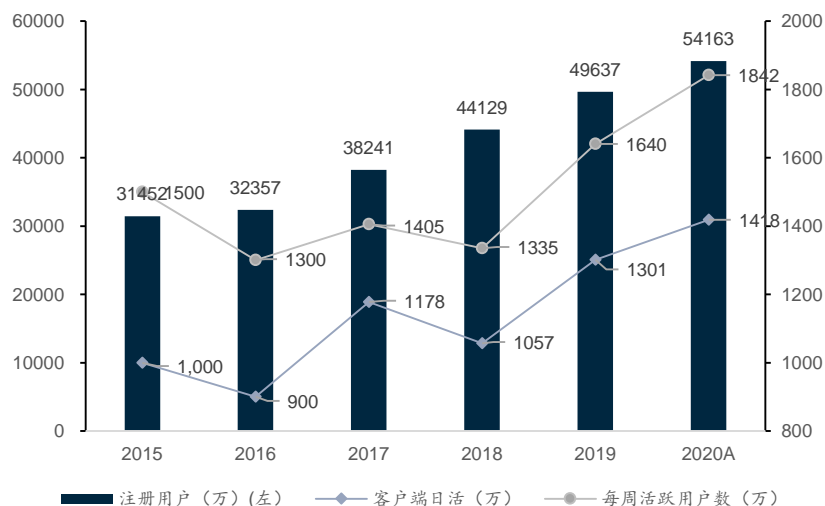
| 同花顺       |        |        |         |         |             | 东方财富       |
|-----------|--------|--------|---------|---------|-------------|------------|
| 基础行情      | 选股诊股   |        | 高低点     | 高端投资    | 港美股         |            |
| AI龙头寻宝手机版 | PC短线宝  | 金牛情报   | 神奇电波    | 金融大师    | 港股智能盯盘      | level2极速版  |
| 同花顺VIP    | 早盘选股间  | 主力密码   | AI机构探测器 | 财富先锋至尊版 | 美股高级行情      | 港股-level2  |
| 股价预警（短信）  | 涨停助手   | 黄金十分钟  | 云参数     | 大研究内参版  | 港股level2全球版 | 东方财富专业版    |
| 避险宝       | 涨价概念   | AI价值回归 | AI分时顶底  |         | Level2云端版   | level2-决策版 |
| 大盘早知道     | 荐股师    | 手财景点   | AI波段雷达  |         |             | 操盘密码-投资大师  |
| 热点擒龙      | 手机高级诊股 | 手财至尊   |         |         |             | 操盘密码-先锋版   |
|           | 操盘总纲   | 深度看盘   |         |         |             | 操盘密码-领航版   |

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

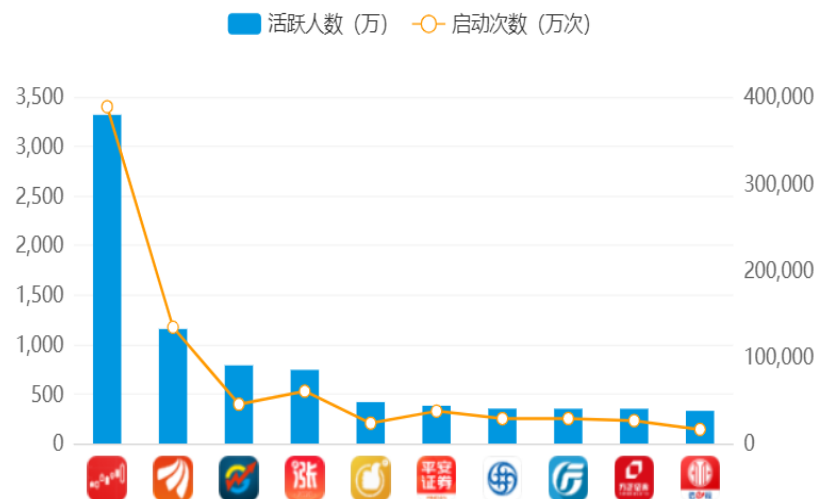
- 同花顺的用户数量位居前列。同花顺在个人用户方面运营较好，截至2020年12月31日，同花顺金融服务网注册用户约54163万人，每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为1418万人，每周活跃用户数约为1842万人。同时，根据易观千帆的统计数据，在证券服务应用类APP中，同花顺APP的活跃人数和启动次数均处于行业前列，相比第二名的东方财富拉开了一定差距。
- 与东方财富的C端用户相比，同花顺的C端用户受众面较广，而东方财富的C端用户基本上都是在股吧以及东方财富网时代积累下来的高净值客户，所以在数量上相对较少，但质量相对较好。

图25：同花顺相关用户数据



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图26：证券服务应用类APP排行



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

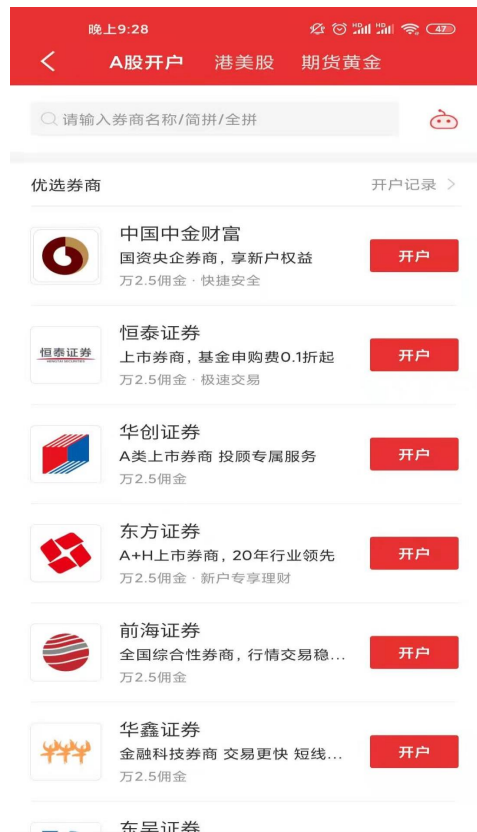
# 2.1 互联网金融信息服务业务对比

## ➤ 两家公司广告业务大相径庭

同花顺依靠开户引流将自身广告推广业务做大。同花顺在2015前后开始与券商合作，利用其自身的流量为中小券商带去开户的用户，以此来获得推广服务收入，根据签订的合同不一样，同花顺也会在某些开户的券商中参与后续用户交易佣金的分成，所以公司的广告及推广服务业务在2015年得到爆发式增长（2.9亿元）。随着有些大券商在后续发展的过程中意图自己建设APP引流，切断了和同花顺的联系，所以此块业务后续没有继续爆发式增长而只是维持稳定增长状态，在2019年达到4.6亿元，2020年为8.4亿元。

东方财富依靠流量网站为企业客户做宣传推广服务。公司的广告服务业务主要是依靠自身东方财富网、股吧、天天基金网等流量平台为诸多金融机构客户提供宣传和推广服务，比如东方财富在网页中预留贴片广告的位置为企业客户宣传。

图27：同花顺和东方财富广告及推广服务示例



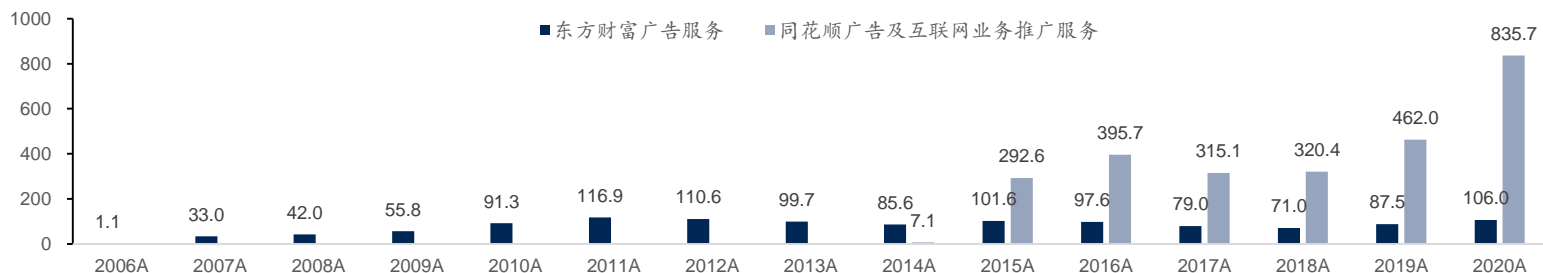
资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理



## 2.1 互联网金融信息服务业务对比

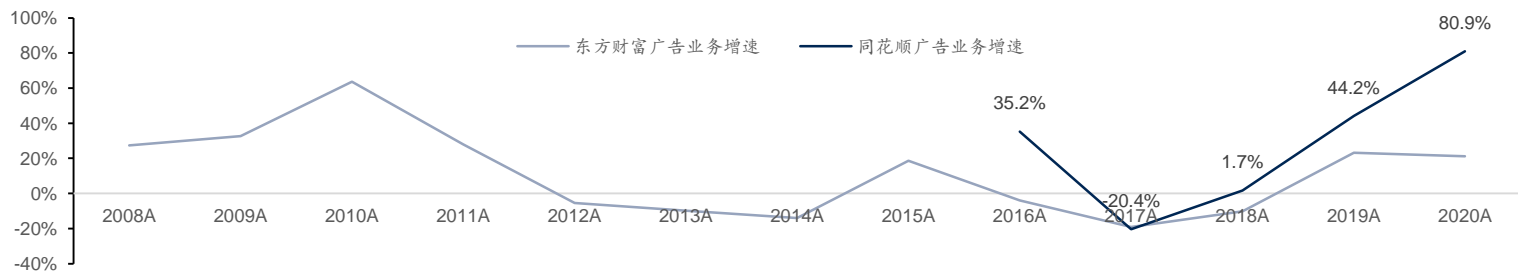
- 业务本质的不同决定了两者的营收体量及增速的不同。由于同花顺的广告业务主要是帮助其他券商进行开户导流，并且参与一定比例的业务分成，所以其广告业务体量规模较大，在2020年8月14日发布的《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》更是论证了给券商开户导流业务的合法性，所以2020年实现广告业务8.36亿元，同比增长80.9%。而东方财富广告业务则基本上属于利用自身流量进行营销业务，增长相对缓慢。

图28：同花顺和东方财富广告及推广服务营收对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图29：同花顺和东方财富广告及推广服务营收增速对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

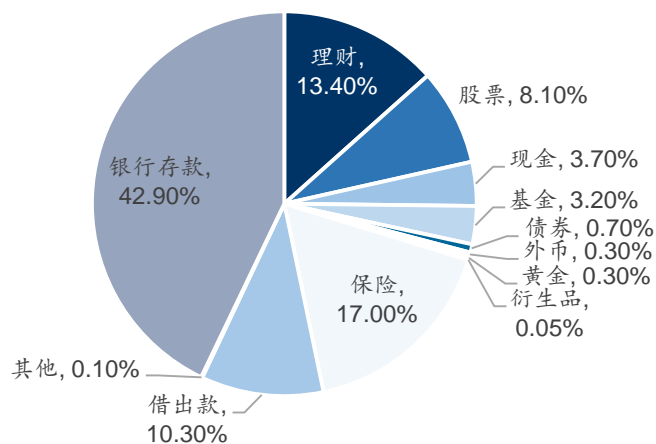
## 2.2 基金代销业务对比

### ► 财富搬家，基金迎来发展大时代

公募基金近年发展迅速。根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截止到2018年末，中国证监会公示公募基金管理机构135家，根据wind的统计，2017-2020年的基金规模分别为11.6、12.9、14.7、18.6万亿。

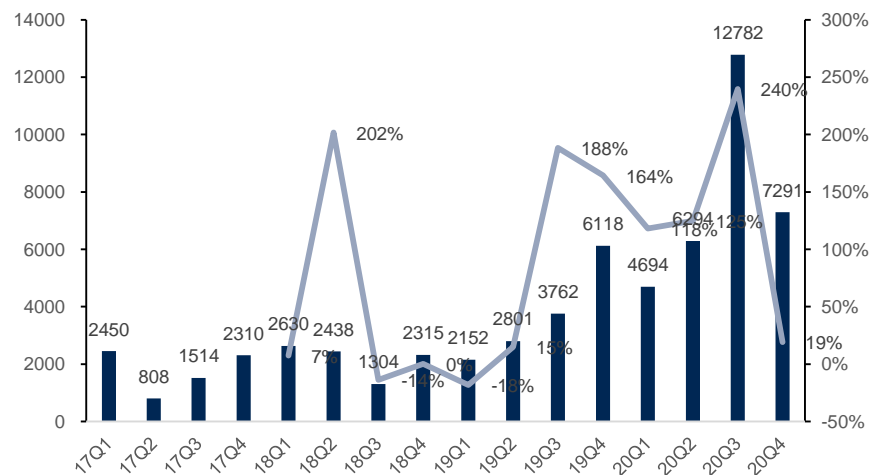
居民财富搬家，基金迎来配置大时代。根据《2018中国城市家庭财富健康报告》显示，我国的城市居民金融资产配置中，银行存款占比43%左右，而股票和基金的占比相对较低，分别为8.1%、3.2%，基金资产的配置上升的空间较大。同时，2020年，根据wind的统计数据，基金发行规模创了近几年新高，尤其是市场较热的第三季度，发行量1.28万亿份，同比增长240%，相比前几年有质的提升，这说明居民对于基金配置的意愿上升较快，一方面可以实现资产的多元化配置，另一方面可以把钱交给专业基金机构去管理。

图30：中国城市家庭金融资产结构



资料来源：《2018中国城市家庭财富健康报告》、国信证券经济研究所整理

图31：历年季度基金发行量对比（单位：亿份）



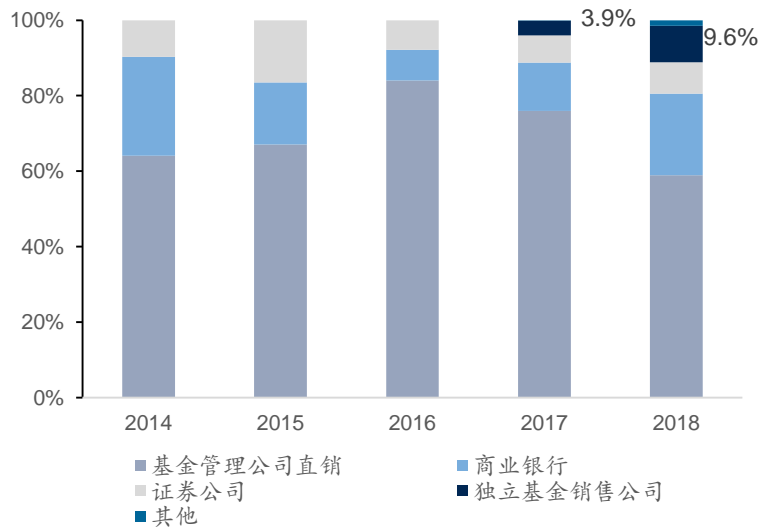
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.2 基金代销业务对比

**第三方基金销售渠道在快速崛起。**根据中国证券基金业协会的统计数据，近年基金（认）申购的渠道里，占比最高的依旧是基金公司的直销渠道，但是独立基金销售公司渠道在快速崛起，2017年占比3.9%，2018年提升到9.6%。

**第三方基金销售渠道流量属性强，先发优势较为明显。**从国内第三方基金代销机构名单可以看出，大多是利用互联网渠道代销基金，所以代销机构的流量属性较强。从目前做的比较好的代销机构可以看出（目前经营较好的是蚂蚁、天天基金、好买基金、同花顺爱基金），这些平台大多成立的时间较早，对流量的经营经验较为丰富，有明显的先发优势。

图32: 基金（认）申购渠道占比



资料来源：中国证券基金业协会、国信证券经济研究所整理

图33: 国内第三方基金代销机构名单一览

| 序号 | 基金代销机构         | 代销基金只数 | 代销基金公司家数 | 成立日期     | 获批日期      |
|----|----------------|--------|----------|----------|-----------|
| 1  | 蚂蚁(杭州)基金销售有限公司 | 5,236  | 133      | 2012/4/1 | 2007/8/6  |
| 2  | 上海天天基金销售有限公司   | 5,736  | 148      | 2012/2/1 | 2008/12/3 |
| 3  | 上海好买基金销售有限公司   | 5,331  | 137      | 2012/2/1 | 2011/8/29 |
| 4  | 浙江同花顺基金销售有限公司  | 5,140  | 125      | 2012/4/1 | 2011/9/27 |
| 5  | 上海基煜基金销售有限公司   | 4,640  | 124      | 2015/3/1 | 2014/9/23 |
| 6  | 上海陆金所基金销售有限公司  | 5,032  | 129      | 2015/8/1 | 2014/12/9 |
| 7  | 珠海盈米基金销售有限公司   | 5,368  | 133      | 2015/9/1 | 2015/5/22 |
| 8  | 北京汇成基金销售有限公司   | 4,831  | 122      | 2016/3/1 | 2015/7/28 |
| 9  | 北京肯特瑞基金销售有限公司  | 5,001  | 126      | 2016/1/1 | 2015/8/20 |
| 10 | 北京蛋卷基金销售有限公司   | 4,581  | 109      | 2015/9/7 | 2016/2/15 |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.2 基金代销业务对比

### ► 天天基金运营有优势，每个平台的用户画像不尽相同

在蚂蚁基金销售、爱基金、好买网以及天天基金的对比中，天天基金的运营有优势。蚂蚁基金销售由于有支付宝导流，所以用户流量较大，但是由于支付宝小额高频支付场景的特点，故用户大都为小白用户。天天基金由于运营的较早且运营的较好，所以聚集了很多有基金投资经验的高净值用户。

从产品的专业性来看，天天基金对于基金信息的提供更加完备，基本上涵盖了基金投资的信息需求；

从产品黏性上看，天天基金和股吧以及东方财富证券同属于东方财富公司旗下，所以账户体系统一，对用户粘性较强。

从用户画像来看，天天基金多为有投资经验的高净值人群；蚂蚁基金大多为支付宝导流过来的小白用户；好买网大多为高净值客户，也提供门槛较高的私募产品；爱基金主要为有投资理财需求的普通投资者。

图34：第三方主要基金代销公对对比

|        | 天天基金  | 好买网                    | 蚂蚁基金销售              | 爱基金                 |
|--------|---|------------------------|---------------------|---------------------|
| 对象客户   | 主要为有投资经验的高净值人群  | 高净值人群（有私募产品，认购门槛较高）    | 小白用户（流量主要来自支付宝）     | 普通投资者或者有理财需求的小白     |
| 产品完善程度 | 产品较为完善，不仅有基金的介绍，还有净值测算、特色数据、资讯以及基金公告等。同时，基金账户和证券账户和为股吧账户互通。 | 相对于天天基金，产品完善程度有待进一步提高。 |                     |                     |
| 基金产品类别 | 主要为公募产品   | 公募和私募产品                | 主要为公募产品             | 主要为公募产品             |
| 认购起点   | 100元起   | 公募产品门槛低，私募产品百万元起       | 10元起                | 100元起               |
| 费率     | 申购费率正常为1.5%，促销期间1折起   | 申购费率正常为1.5%，促销期间1折起    | 申购费率正常为1.5%，促销期间1折起 | 申购费率正常为1.5%，促销期间1折起 |

资料来源：各公司APP、国信证券经济研究所整理

## 2.2 基金代销业务对比

- 天天基金的基金信息较完善。天天基金提供的基金信息主要有：净值估算、累计净值、单位净值为、阶段涨幅、历史净值、定投收益、特色数据、交易信息、持仓、概况（规模，管理人，基金档案等）、讨论区、相关资讯、相关公告；爱基金、蚂蚁基金、好买基金网等基金代销运营平台信息完善程度较低。

图35：主流基金代销渠道对比图

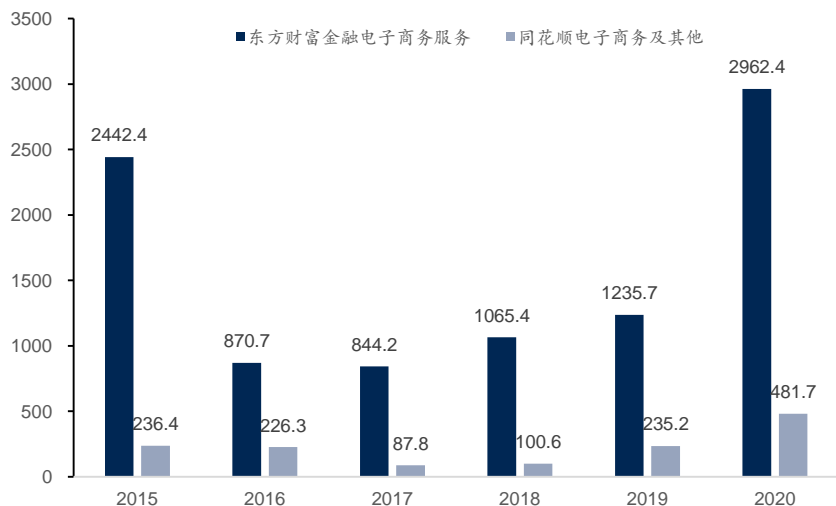


资料来源：各公司APP、国信证券经济研究所整理

## 2.2 基金代销业务对比

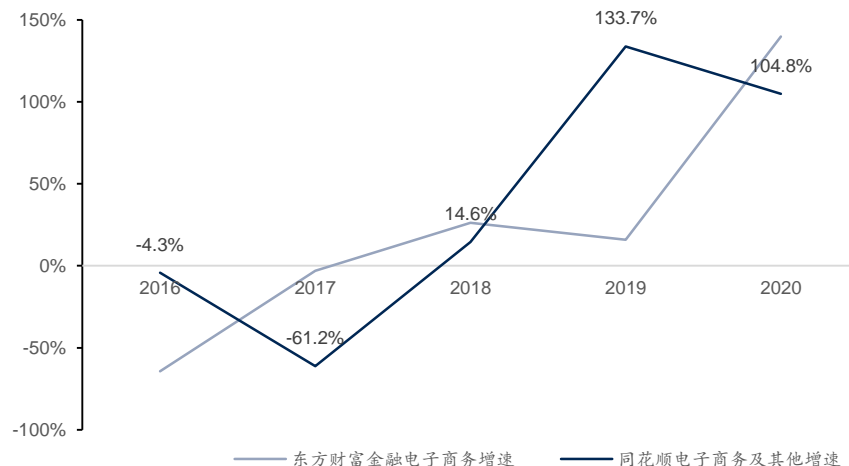
- 东方财富依赖天天基金网，基金销售在第三方销售机构中名列前茅。在基金销售业务中，由于东方财富旗下的天天基金网起步的较早，所以积累了相当一批高净值人群，同时鉴于天天基金网与东方财富股吧、证券交易的良好互通性，以及天天基金在运营方面的出色能力，所以东方财富的基金销售业务规模较大，也成为了很多小型基金公司在线上发行基金的主要选择。从增速上可以看出，东方财富的基金销售业务的弹性比同花顺的基金销售业务大（2020年东方财富、同花顺的基金销售收入分别为29.6、4.8亿元），在规模如此大的情况下，东方财富还能在2019-2020年分别保持133.7%、104.8%的增长，实属不易。

图36：东方财富和同花顺基金业务对比（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图37：东方财富和同花顺历年基金销售增速对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

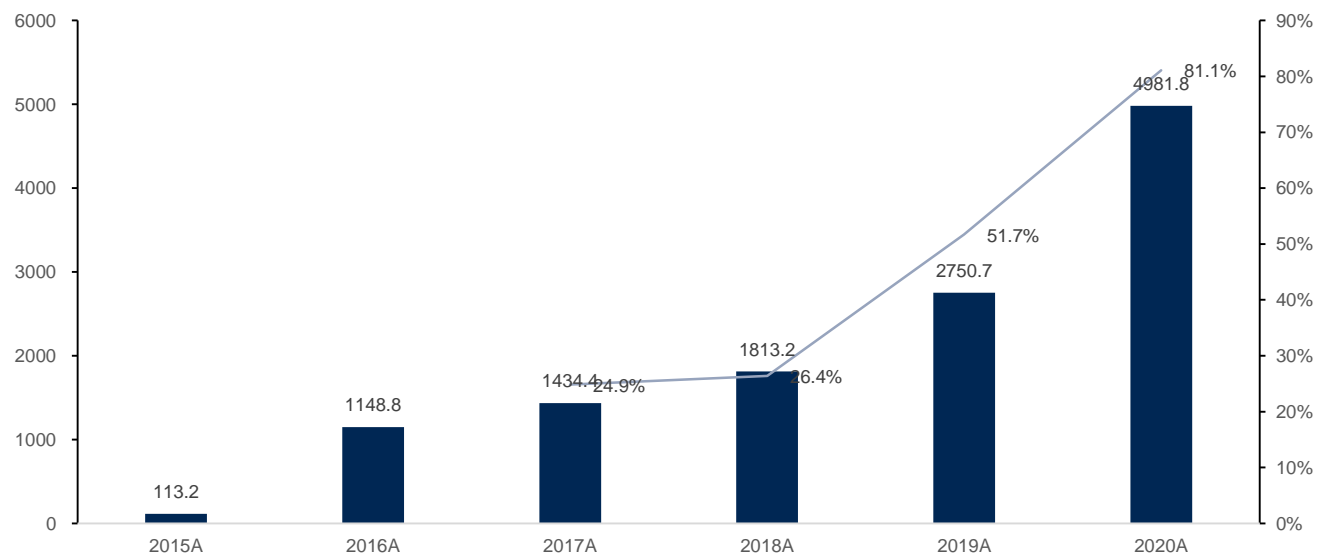
## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

### ➤ 东方财富收购证券牌照后发展迅速

东方财富公司在2015年收购了西藏同信证券，并于2015年12月证券业务开始并表，所以2015年公司的证券业务收入只有1.1亿元，在证券业务正式纳入到公司体内后，公司正式华丽转身为互联网券商，利用东方财富网（包括APP）和天天基金网的流量为证券业务引流，协同效应开始逐步显现出来。

并入到公司体内后，公司的证券业务发展较为快速，2017-2020年分别实现营业收入14.3、18.1、27.5、49.8亿元，同比增长分别为24.9%、26.4%、51.7%、81.1%，优质的流量逐步变现为公司的营业收入。

图38：东方财富的证券业务营收及增速（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

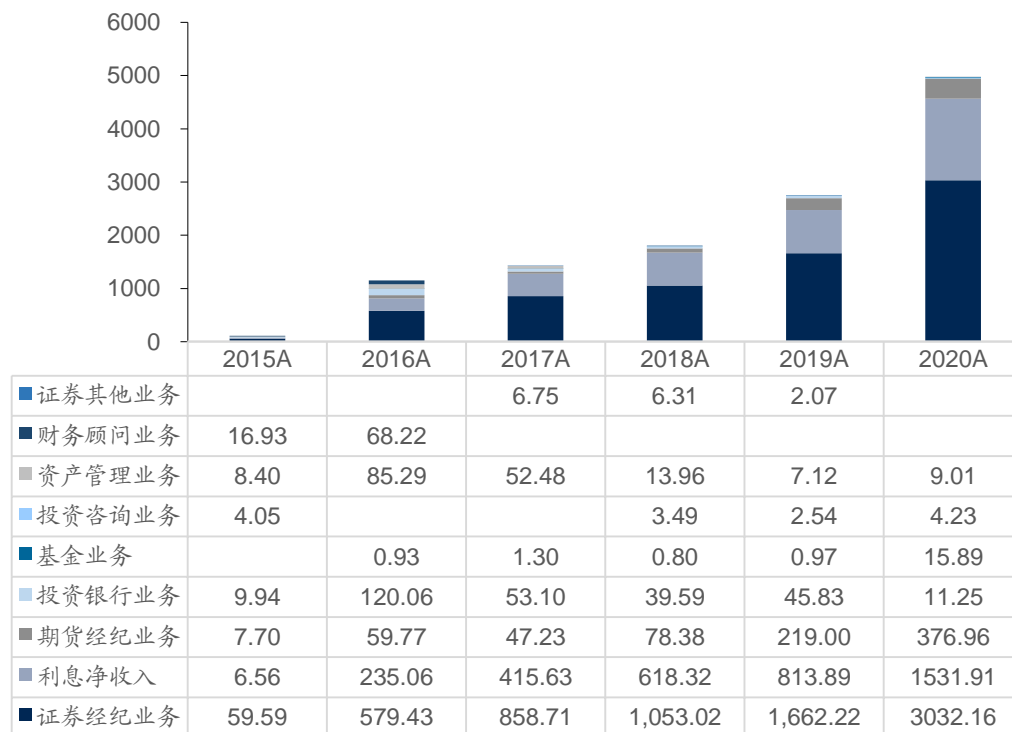
### ➤ 东方财富的证券业务主要依靠经纪业务和利息收入

东方财富证券业务的收入来源主要是公司的经纪业务收入和利息收入。

- **经纪业务收入：**主要为公司的客户提供代理买卖证券业务，并收取佣金。2016-2020年公司的经纪业务占总体证券业务收入的比例分别为：50.4%、59.9%、58.1%、60.4%、60.9%。
- **利息净收入：**主要是公司为投资者提供两融业务以及小贷业务所带来的利息收入。2016-2020年公司的利息收入业务占总体证券业务收入的比例分别为：20.5%、29.0%、34.1%、29.6%、30.7%。

两者合并总计的收入占比为：**70.9%、89%、92.2%、90%、91.6%**。所以，公司的**证券经纪业务和利息净收入业务是证券业务的核心收入来源，也是公司未来发展的重点方向。**

图39：东方财富的证券业务历年营收结构（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理



## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

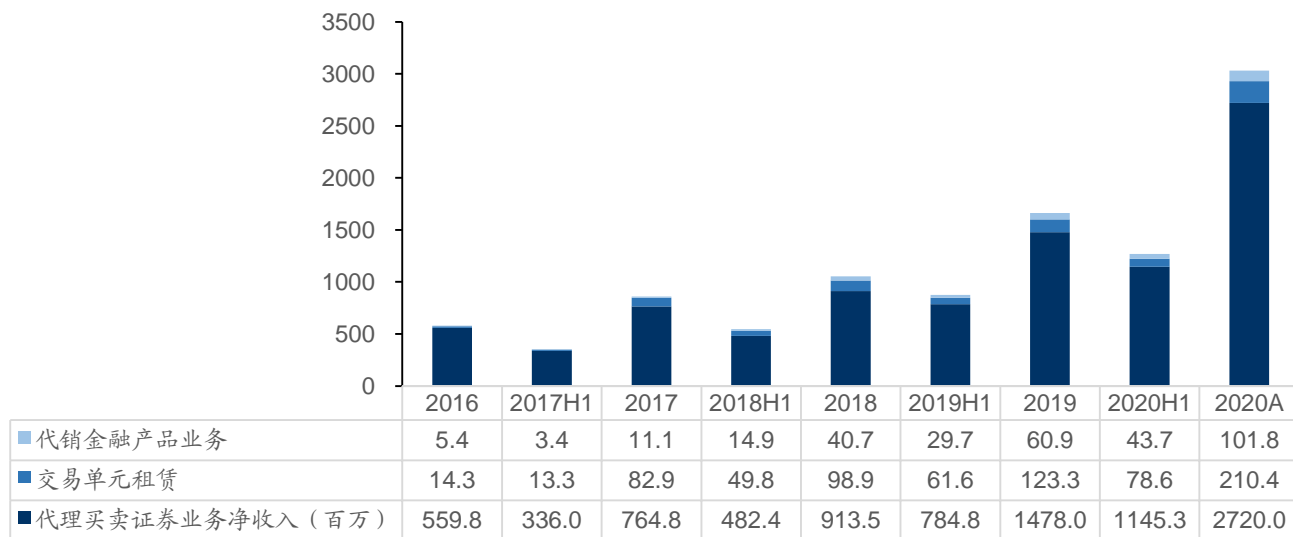
### 东方财富的证券经纪业务主要依靠代理买卖证券业务

东方财富公司的证券经纪业务主要分为代理买卖证券业务净收入、交易单元租赁业务以及代销金融产品业务等。2016-2020（其中包括半年）的经纪业务净收入分别为5.59、3.36、7.65、4.82、9.14、7.85、14.78、11.45、27.2亿元，呈现稳步增长态势，在市场行情较好的时候还具有一定的爆发性。

经纪业务中代理买卖证券业务占比较高，2016-2020期间内占比分别为96.6%、95.3%、89.1%、88.2%、86.7%、89.6%、88.9%、90.3%、89.7%。所以代理买卖证券业务的净收入对整体经纪业务的规模有较大影响。

注：代理买卖证券业务净收入=代理买卖证券业务收入-代理买卖证券业务支出。

图40：东方财富的证券业务中经纪业务的构成（单位：百万元）

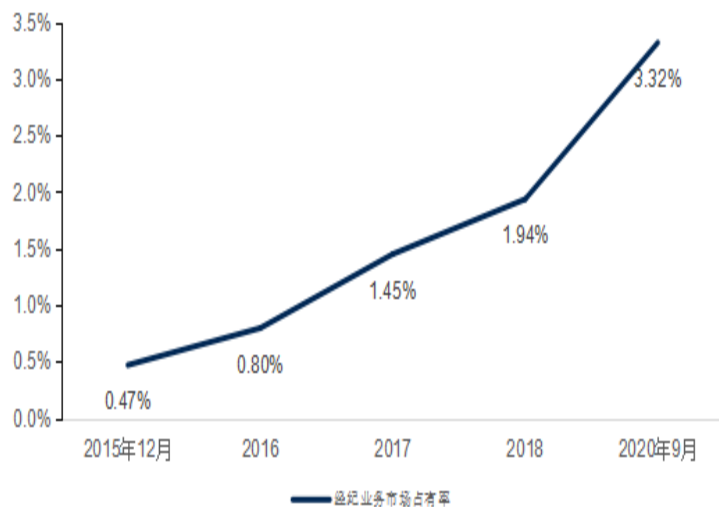


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

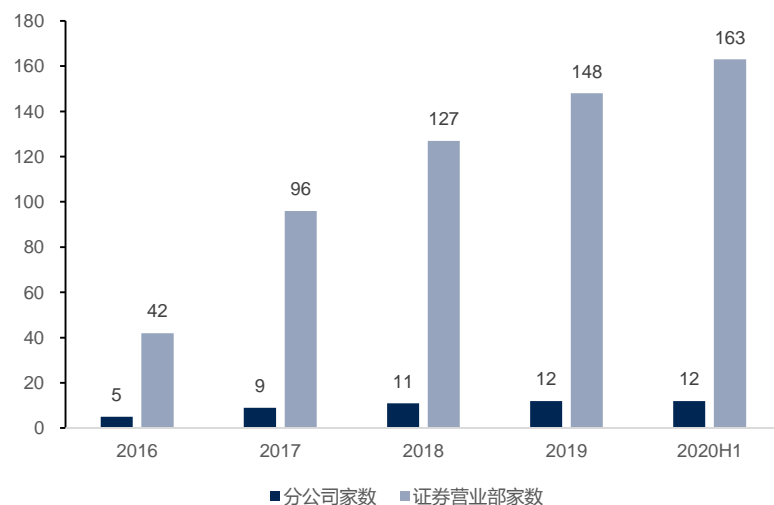
- **另辟蹊径，东财经纪业务市占率稳步提升。**东方财富的证券经纪业务的市占率在稳步提升。公司目前是围绕东方财富网、股吧的流量进行业务开展，通过线上引流的方式将用户吸引到自身的东方财富证券旗下开户和交易，赚取佣金。同时，**公司另辟蹊径，全国设立营业部为私募、游资及高净值客户服务。**公司开设营业部一方面是由于监管要求，临柜业务、鉴证服务等均需要线下办理，另一方面则是为了更好的为私募等高端客户服务。这是公司经纪业务逐步上升的重要推动力，同时，公司开拓了高端客户后，也可以为公司两融业务的发展打好基础（两融业务的需求者一般为资本市场成熟玩家，与公司客户画像相符）。随着公司在经纪业务领域的发力，公司经纪业务的市占率这几年稳步提升，根据公司的公告，在2020年9月份公司的市占率已经上升到3.32%，但与头部的券商还是有一定的差距（中信2020H1的经纪业务市占率为9.57%，数据来自证券业协会）。

图41：东方财富证券经纪业务市占率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图42：东方财富全国开设分公司和营业部数量



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

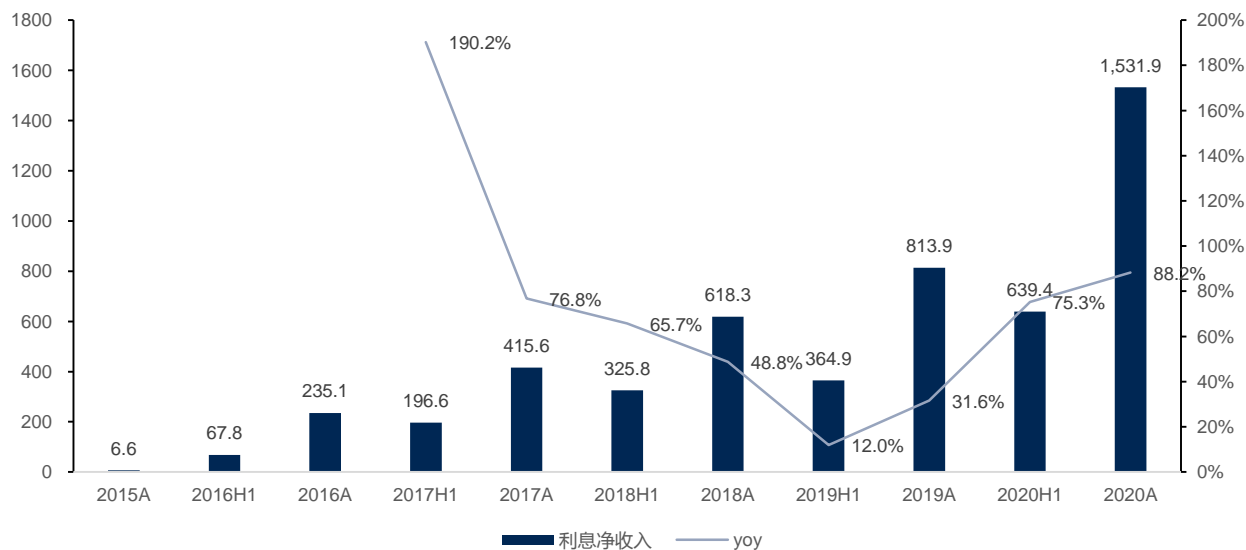
## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

### ► 利息净收入业务近年来快速增长

东方财富的利息净收入业务在近年发展快速。利息收入主要是东方财富证券、东方财富国际证券、上海东方财富期货、西藏东方财富投资管理有限公司、西藏东财基金管理有限公司、上海徐汇东方财富小额贷款有限公司、东方财富国际期货有限公司作为主营业务产生的利息收入，其他公司的利息收入计入财务费用。利息净收入的主要构成来源于东方财富证券的两融业务。

2015年由于东方财富证券只并表了一个月，所以利息净收入较小，随后在2016-2020年呈现迅猛发展势头，2017/2018/2019/2020年的收入分别为，4.16、6.18、8.14、15.32亿元，增速分别为77%、49%、32%、88%。

图43：东方财富利息净收入历年规模及增速（单位：百万元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

利息净收入为利息收入减去利息支出的差额。在利息收入项中，主要涉及货币资金的利息收入、融出资金利息收入、买入返售金融资产利息收入、发放贷款及垫款等；在利息支出项中，主要涉及客户资金利息支出、卖出回购金融资产利息支出以及公司发行债券（主要为可转债和次级债）而支付的利息。公司在合并报表中，利息业务以净额列示，业务本质在于用融到的资金给客户做两融业务，收取更高的利息。

表1：东方财富利息净收入具体项目列表

| 项目                     | 具体描述   |
|------------------------|--|
| <b>利息收入：</b>           |  |
| 货币资金及结算备付金利息收入         | 包括自有资金存款利息收入和客户资金存款利息收入，公司用于金融同业产生利息。          |
| 融出资金利息收入               | 两融业务中的融资业务，给投资者提供资金以收取利息。                      |
| 买入返售金融资产利息收入           | 主要有约定回购、股权质押回购、买断式回购等，其中以股权质押回购，本质是客户融出资金赚取利息。 |
| 发放贷款及垫款                | 主要是公司旗下小贷公司发放贷款取得的利息收入。                        |
| 其他                     | 其他形式的利息收入。                                     |
| <b>利息支出：</b>           |  |
| 客户资金存款利息支出             | 客户资金存放在银行账户有一定的利息支出，一般而言利率较低。                  |
| 拆入资金利息支出               | 公司要为拆入的资金付利息。                                  |
| 卖出回购金融资产利息支出           | 公司将自身持有的金融资产短期出售以获得资金，同时支付利息。                  |
| 应付债券利息支出               | 公司发行债券所需支付的利息，一般为可转换债券。                        |
| 次级债券利息支出               | 公司发行次级债所需支付的利息。                                |
| 其他                     | 其他公司融入资金所支付的利息。                                |
| <b>利息净收入=利息收入-利息支出</b> |  |

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

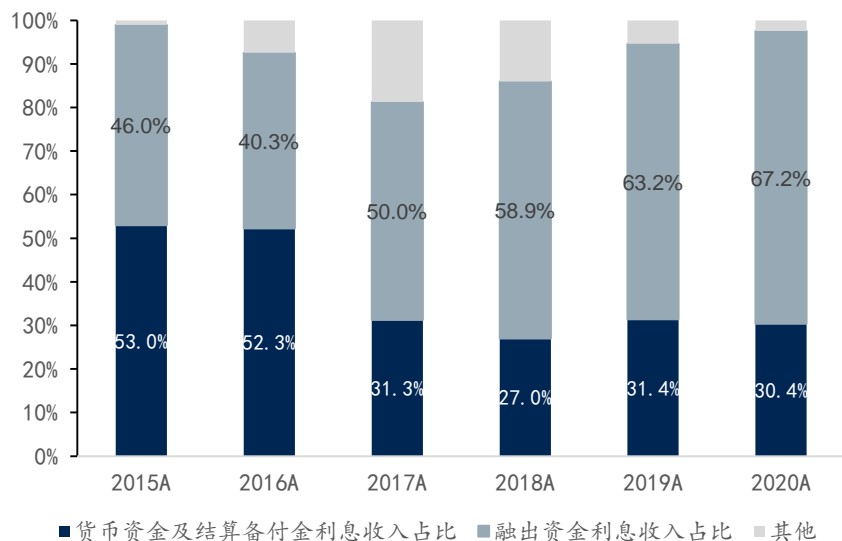
## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

融资业务为利息收入的主要来源。从东方财富利息收入的来源可以看出，利息收入主要来源于货币资金及结算备付金利息收入以及融出资金利息收入，2015-2020两者合计占比分别为99%、92%、81%、86%、94%、98%。但是就单项业务而言，在利息收入中，目前占比最高的是融资业务带来的利息收入，分别占比46%、40%、50%、59%、63%、67%。

利息支出主要包括客户资金利息支出、应付债券利息支持以及卖出回购金融资产利息支出。三者合计占据利息支出的比例分别为98%、98%、100%、97%、98%、91%。从目前来看，应付债券的利息支出（包括次级债）占比最高，2020年占比50%。

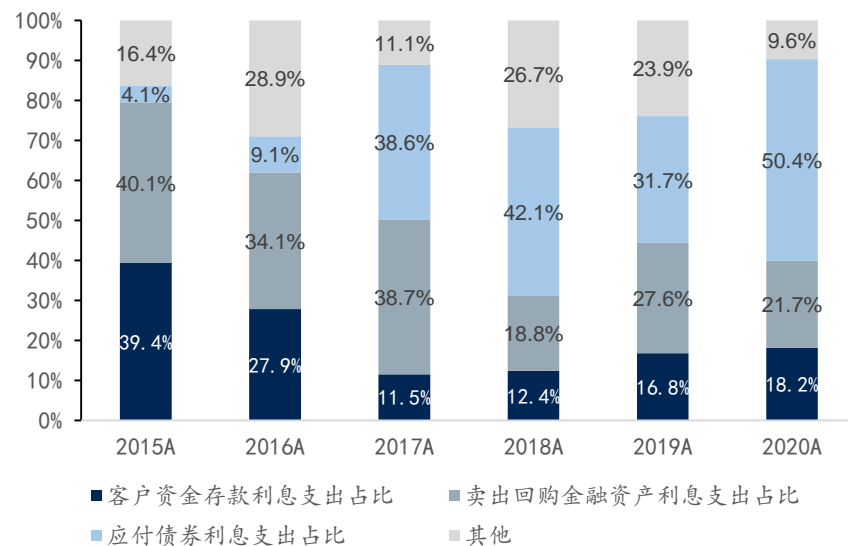
注：利息收入中的其他主要来源于以股权质押回购为主的买入返售金融资产利息收入。利息支出中的其他主要来源于拆入资金利息支出等。

图44：东方财富利息收入历年主要构成项目



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图45：东方财富利息支出历年主要构成项目



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

证券两融业务的市占率在稳步提升。公司由于多次募资，加上自身的现金流较好，所以公司两融业务的融出资金规模一直在快速上涨，由于做两融业务的股民一般有较长时间的经验，这点和东方财富网上停留的客户一致，更有利于公司最大两融业务规模。截止到2020Q3，公司的两融业务的市占率约为1.8%，融出资金规模在296.9亿元左右。

公司两融业务的利率水平还存在下降空间。根据目前各家券商给出的融资和融券利率情况，东方财富证券的利率和中信、中信建投以及华泰等头部券商比有一定的下降空间，但是由于公司的客户较为优质，所以一般对于稍高的利率水平接受程度较高。

图46: 东方财富两融业务市占率及融出资金规模

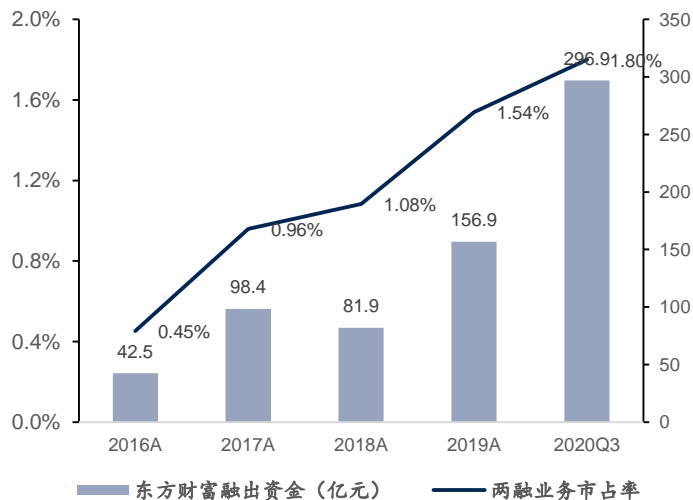
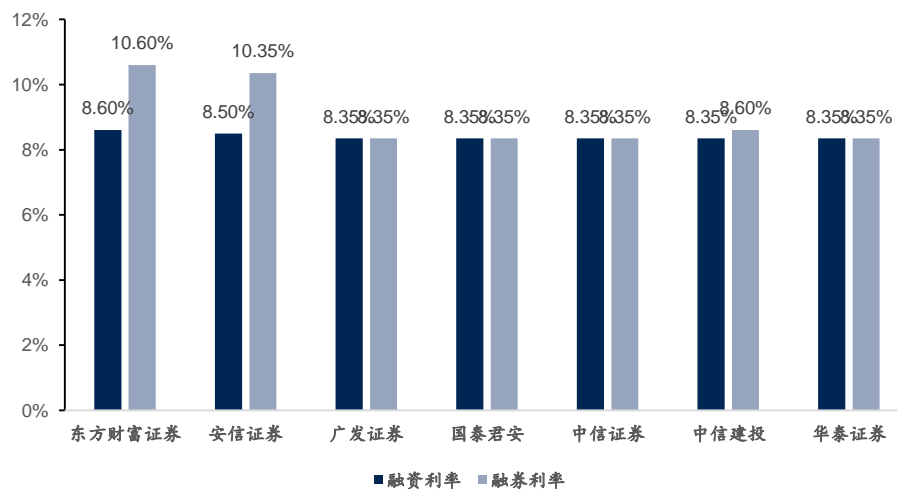


图47: 多家券商目前融资和融券的利率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 东方财富证券业务增势迅猛

公司不断募资发展信用业务。东方财富的信用业务主要包括两融业务以及股权质押业务（被记录到买入返售金融资产业务中），从利息收入来源的构成来看，公司的两融业务发展迅速尤其是融资业务势头迅猛。公司为了支撑自身的融资业务，一方面通过卖出回购金融资产的方式获得资金来源，另一方面则通过发行可转债的方式融资。截止到目前，公司一共进行了5次融资，其中近年3次同时通过发行可转债的方式融资来扩大信用交易规模。2020年12月，公司拟融资158亿元扩大自身的两融业务规模。

注：东方财富非公开发行2021年公司债券（第一期）简称21东财01（114895.SZ），发行规模20亿元，票面利率为3.75%。

表2：东方财富历年融资及主要投向

| 时间       | 融资方式   | 募资总额    | 募资资金用途   |
|----------|--------|---------|--|
| 2010年    | 首次公开募集 | 13.04亿元 | 大型网络在线平台系统升级项目；在线金融数据服务系统升级项目；基于手机端的财经信息服务系统项目；其他与主营业务相关的运营资金。                   |
| 2016年    | 非公开发行  | 40亿元    | 增加同信证券的资本金及补充运营资金  |
| 2017年12月 | 可转债    | 46.5亿元  | 信用交易业务，包括两融业务及股票质押业务，不超过40亿；证券投资业务，不超过4亿元；增资金全资子公司同信投资，不超过1亿；增设证券经纪营业网点，不超过1.5亿。 |
| 2020年1月  | 可转债    | 73亿元    | 信用交易业务，扩大融资融券业务规模，不超过65亿；证券投资业务，不超过5亿元；增资金全资子公司东方财富创新资本，不超过3亿。                   |
| 2020年12月 | 可转债    | 158亿元   | 信用交易业务，扩大融资融券规模，不超过140亿；扩大证券投资业务规模，不超过18亿。                                       |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

### 3. 业务弹性对比分析



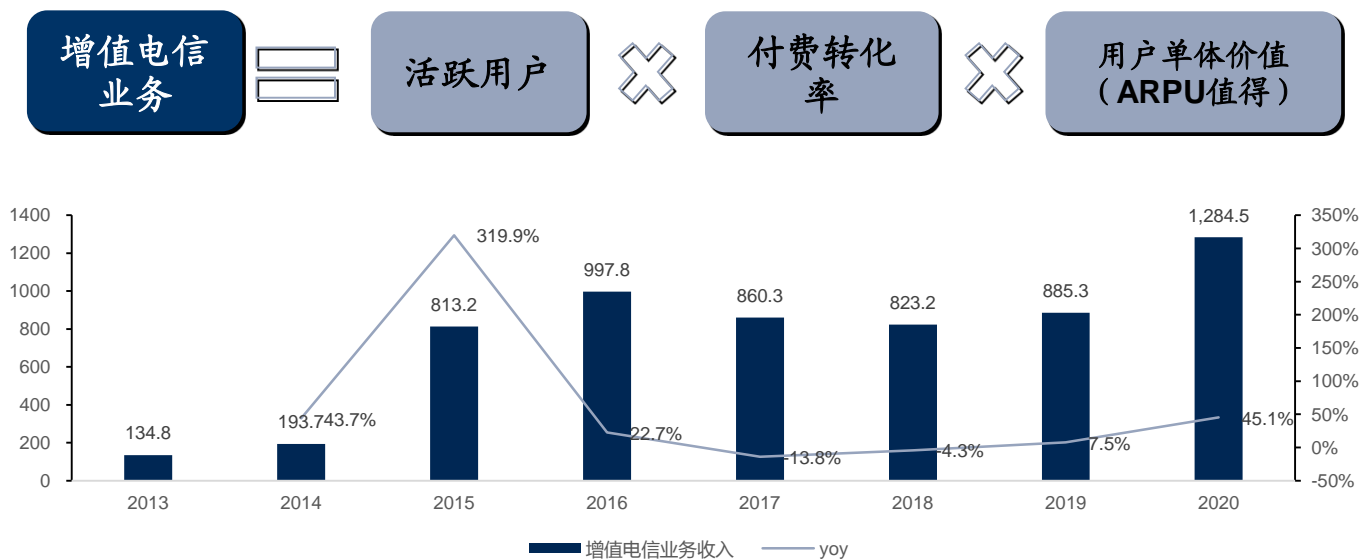
# 3.1 同花顺业务弹性分析

## ➤ 同花顺增值电信业务具备较强爆发性

同花顺的增值电信业务主要为C端用户和B端金融机构用户提供金融数据信息服务，其中占比面向C端用户的数据服务较高，这也构成了公司此块业务具备较强爆发性的基础。公司目前已经拥有注册用户5.4亿人（截止2020年底），当资本市场行情升温时，活跃用户的数量、付费转化率、用户ARPU值（用户需要更多的数据信息服务）均有望得到提升，那么公司的增值电信业务就会面临爆发式的增长。

2014-2015年是资本市场的牛市，公司增值电信业务同比分别增长43.7%、319.9%，具备较强爆发性，同时随着2020年行情的回暖，此块业务同比增长45.1%，环比增速上升37.6个百分点。

图48：同花顺增值电信业务模型和历年营收及增速（单位：百万元）



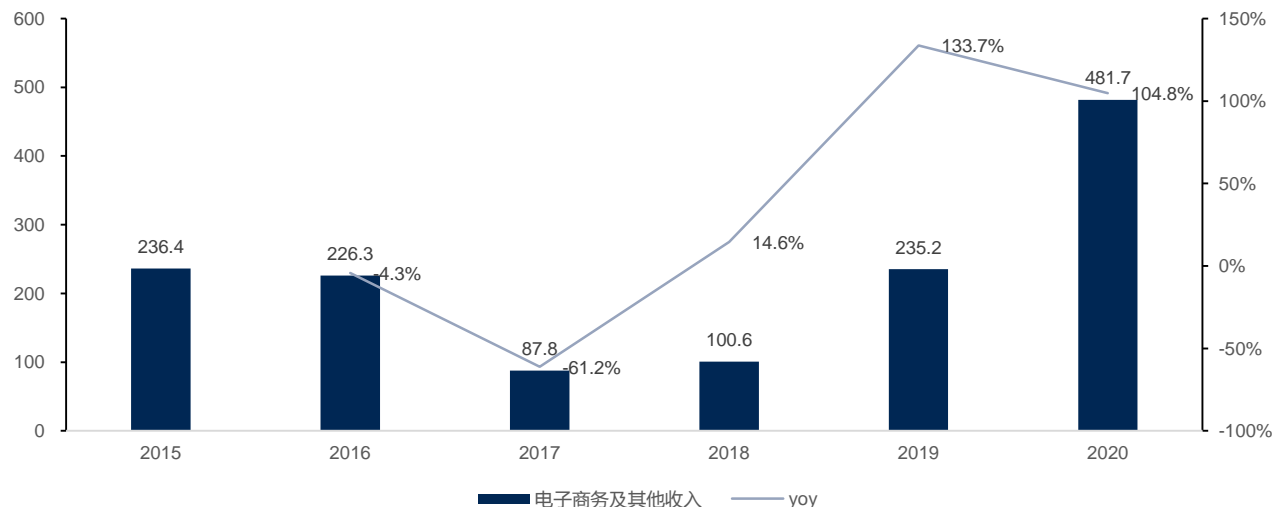
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 3.1 同花顺业务弹性分析

## ➤ 同花顺基金销售业务处于快速增长阶段

同花顺的基金销售业务正处于发展快车道。随着居民财富配置从之前以房地产为主，到未来更加多元化的金融资产配置，基金资产有望在未来得到加大配置，同时近年公募基金发展迅速，从2017年的11.6万亿到2020年底的18.6万亿，复合增长17%左右，这些因素都使得公司的基金销售业务快速发展。根据公司年报，公司2017-2020年的基金代销业务收入分别为0.88、1.0、2.35、4.82亿元，同比分别增长-61.2%、14.6%、133.7%、104.8%。公司作为独立第三方基金销售机构，目前处于销售第二梯队，在这两年中保持快速发展态势，且此块业务由于运营成本相对刚性，所以有望为公司贡献较高利润弹性。

图49：同花顺基金代销业务历年营收及增速（单位：百万元）



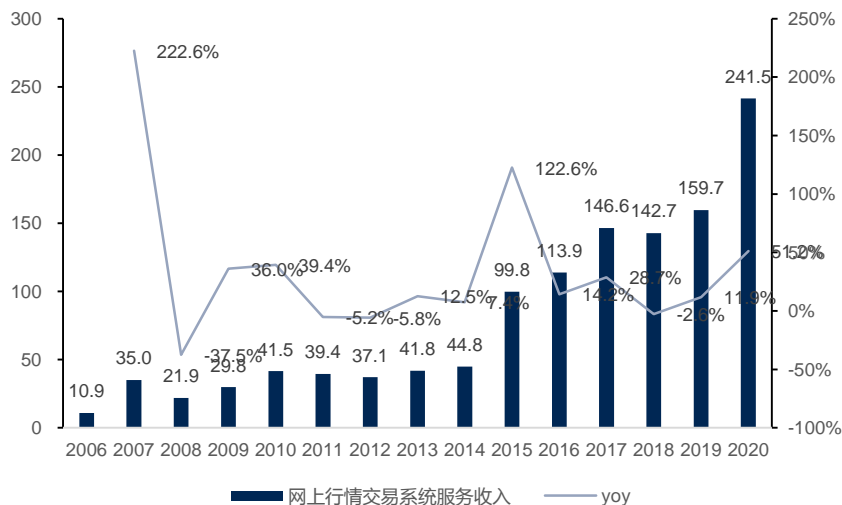
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 3.1 同花顺业务弹性分析

## ➤ 其他业务处于稳步发展中

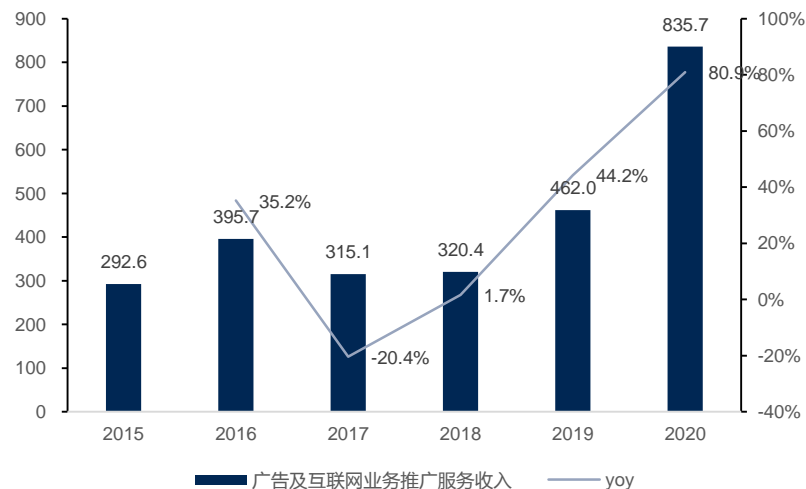
网上行情交易系统服务业务和广告推广业务基本处于稳步增长过程中，相比增值电信业务和基金代销业务而言弹性较小。网上行情交易系统业务主要为券商等客户提供网上行情交易系统及维护服务，由于现阶段券商发展已经较为成熟，故此块业务每年的增长较为稳定；广告推广业务主要是利用自身的庞大流量为中小券商进行导流服务，此业务在移动互联网发展初期收益甚佳，后来由于各个大型券商都在自行研发APP并运营用户流量，所以此块业务目前处于稳定增长状态，2020年增长较快主要系《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》的发布有一定的促进作用，中长期来看，此块业务有望稳步增长。

图50: 网上行情交易系统服务营收及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图51: 广告推广业务历年收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

# 3.1 同花顺业务弹性分析

## ➤ 同花顺各业务净利率测算

- 根据同花顺各个业务的性质不同，对每种业务进行净利率测算，其中2020年，增值电信业务净利率约为62%、网上行情交易系统服务约为24%、广告推广业务约为65%、电子商务（基金代销）约为65%（基金业务也参考了行业的净利率水平）；
- 在所有业务中，明显具备规模效应的是增值电信业务和电子商务（基金代销）业务，随着业务规模的快速增长而成本项相对刚性，所以业务的净利率将会得到明显提升；
- 将测算各块业务净利率求得测算归母净利润后与实际归母净利润相比，误差较小（2017-2020年分别为-1.4%、6.1%、1.2%、-0.8%），在可接受范围之内。

表3：同花顺各块业务净利率测算

| 单位：百万元             | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| 增值电信业务收入           | 860.26 | 823.22 | 885.26 | 1284.46 |
| yoy                |        | -4.3%  | 7.5%   | 45.09%  |
| 净利率假设              | 55.0%  | 53.0%  | 54.0%  | 62%     |
| 网上行情交易系统服务收入       | 146.56 | 142.71 | 159.65 | 241.45  |
| yoy                |        | -2.6%  | 11.9%  | 51.24%  |
| 净利率假设              | 20%    | 17%    | 19%    | 24%     |
| 广告及互联网业务推广服务收入     | 315.07 | 320.35 | 462.02 | 835.74  |
| yoy                |        | 1.7%   | 44.2%  | 80.89%  |
| 净利率假设              | 55.0%  | 52.0%  | 58.0%  | 65%     |
| 电子商务及其他收入          | 87.81  | 100.62 | 235.17 | 481.66  |
| yoy                |        | 14.6%  | 133.7% | 104.81% |
| 净利率假设              | 45.0%  | 45.0%  | 56.0%  | 65.0%   |
| 营收合计               | 1409.7 | 1386.9 | 1742.1 | 2843.31 |
| yoy                |        | -1.6%  | 25.6%  | 63.2%   |
| 归母净利润              | 725.65 | 633.93 | 897.68 | 1723.98 |
| 测算净利润              | 715.3  | 672.4  | 908.0  | 1710.6  |
| 误差率（测算净利润/实际净利润-1） | -1.4%  | 6.1%   | 1.2%   | -0.8%   |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

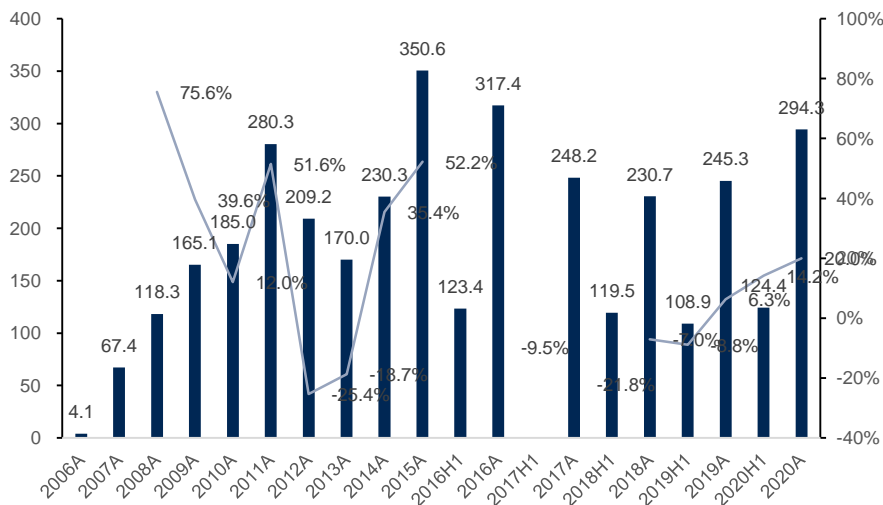
## 3.2 东方财富业务弹性分析

### ► 东方财富金融资讯相关业务增长较为稳定

金融资讯服务的增长基本保持稳步增长状态（金融资讯服务包括公司的金融数据服务业务和广告推广业务）。公司在2012年之前，公司的业务只包含金融数据服务业务和广告业务，还有部分的其他业务（占比很小），将公司的金融数据服务和广告以及其他业务统称为金融资讯业务。根据公司报表显示，金融资讯业务的规模相对较为稳定，2016-2020年的增速分别为-0.1%、-23%、-5.6%、-1.2%、20%。此块业务在未来也有望实现稳步增长。

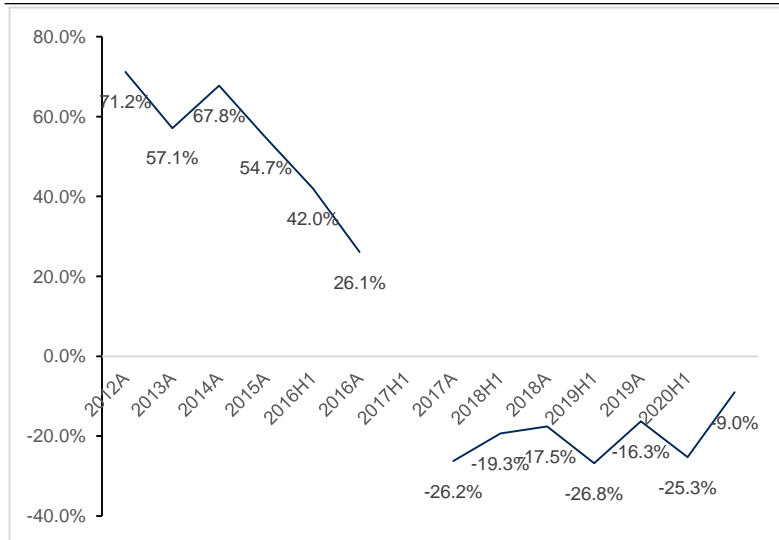
金融资讯相关业务呈净亏损状态。根据历史数据的测算，金融资讯业务的毛利率逐年走低，意味着公司在金融资讯业务上没有较大投入，随着服务器、数据费用等成本项目的增加，在营收没有相应增长的情况下出现了负毛利的现象。结合公司在资讯服务上的人员费用问题，所以公司的金融资讯服务业务呈净亏损状态。

图52: 东方财富金融资讯相关业务营收及增速（单位：百万元）



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图53: 东方财富金融资讯相关业务历年毛利率走势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

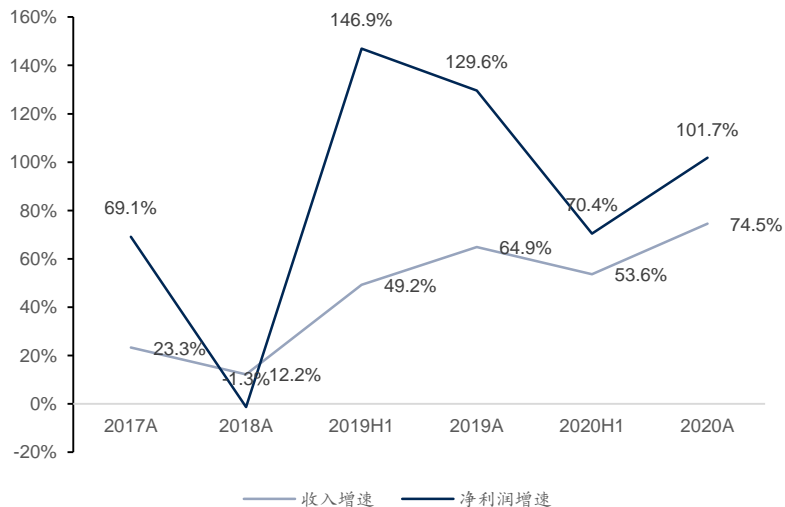
## 3.2 东方财富业务弹性分析

### ► 东方财富证券业务呈现较强的规模化优势

证券业务主要的构成是证券经纪业务和两融业务，具有较强规模化效应。证券经纪业务主要是代理买卖证券的净收入（代理买卖证券的收入-代理买卖证券的支出），运营的成本在于营业部的固定开销和人员成本，所以具有较大的规模效应。同时，公司的利息业务主要由两融业务构成，且相对来说成本较为固定，所以利息业务也具有较大的规模化效应。

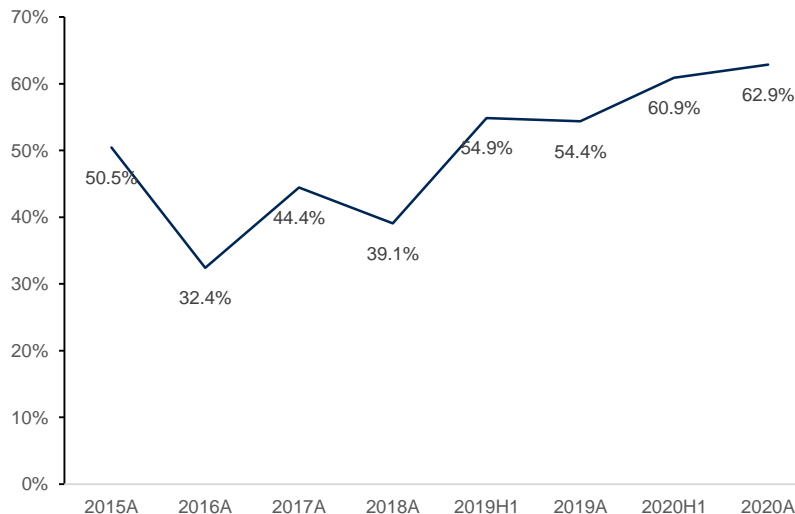
由于东方财富并表了东方财富证券子公司、数据单独披露且东方财富证券占公司合并报表中证券业务的比例较高，所以从东方财富证券的收入增速、净利润增速以及净利率的趋势可以看出，东方财富证券具备明显的规模化优势。东方财富证券的归母净利润增速高于营收增速，净利率稳步向上，2018/2019/2020年的分别为39.1%/54.4%/62.9%。

图54：东方财富证券历年的收入和净利润增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图55：东方财富证券的历年净利率情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 3.2 东方财富业务弹性分析

- 东方财富合并报表的证券业务主要包括东方财富证券公司的业务和海外证券业务（海外证券业务包括经纪业务、利息收入业务等，主要依托东方财富（香港）有限公司实现）。
- 东方财富证券的运营成本增速相比营收增速较为稳定。东方财富证券子公司由于定期会披露收入和利润情况，所以用收入减去利润可以得到子公司的总体运营成本，2017-2020年总体运营成本分别为7.97、11.05、12.54、18.50亿元，2018-2020年同比分别增长38.6%、13.5%、47.5%，跟对应的营收相比，呈现稳定增长的态势。东方财富证券的主要运营成本来自于作为券商的相对稳定的费用、建设较多线下营业部的成本、以及相对工作人员的薪资福利费用，跟营收的高增长相比，显得较为刚性。所以，在预测东方财富证券的利润弹性的时候，可以在公司预测收入的基础上，对运营成本进行一定的预估，从而进一步得到利润增长情况。
- 对标东方财富证券的情况，由于海外证券业务的体量较小（2017-2020年分别实现0.2、2.15、1.16、3.84亿元），所以可以采取和东方财富证券一样的净利率进行测算，得到2017-2020年海外证券业务贡献的净利润分别为0.05、0.8、0.63、2.41亿元。
- 在东方财富证券和海外证券对应的收入、利润、运营成本都测算出来的情况下，汇总可得到东方财富合并报表中证券业务的总体收入、利润以及运营总成本。从模拟计算的结果可以看出，公司的总体运营成本相比营收的快速增长来说较为刚性。2018-2020年的营收增速分别为26.4%、51.7%、81.1%，运营成本同比增速分别为38.6%、13.5%、47.5%，净利润增速分别为11.1%、111.3%、109.3%。从上述的数据可以看出，证券业务的规模化效应较强，且营收增速越高，则利润弹性越大。

注：为了具体表现公司证券业务的规模化优势，将收入减去利润后的总成本称为总体运营成本。

## 3.2 东方财富业务弹性分析

表5: 东方财富证券业务板块净利率测算

| 单位: 百万元          | 2016A   | 2017A   | 2018A        | 2019H1       | 2019A        | 2020H1       | 2020A        |
|------------------|---------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 证券业务合计收入         | 1148.77 | 1434.43 | 1813.15      | 1319.33      | 2750.70      | 2069.57      | 4981.83      |
| <i>证券业务yoy</i>   | 915.1%  | 24.9%   | 26.4%        |              | 51.7%        | 56.9%        | 81.1%        |
| 证券业务合计净利润        | 374.0   | 637.41  | 708.21       | 724.06       | 1496.41      | 1260.32      | 3132.33      |
| <i>证券业务利润yoy</i> |         |         | 11.1%        |              | 111.3%       | 74.1%        | 109.3%       |
| 总运营成本            | 774.8   | 797.0   | 1104.9       | 595.3        | 1254.3       | 809.3        | 1849.5       |
| <i>yoy</i>       |         |         | 38.6%        |              | 13.5%        | 35.9%        | 47.5%        |
| <b>证券业务净利率</b>   |         |         | <b>39.1%</b> | <b>54.9%</b> | <b>54.4%</b> | <b>60.9%</b> | <b>62.9%</b> |
| 东方财富证券子公司        |         |         |              |              |              |              |              |
| 收入 (亿元)          | 1154.4  | 1423.6  | 1597.8       | 1219.0       | 2634.2       | 1872.0       | 4598.0       |
| <i>yoy</i>       | 911.9%  | 23.3%   | 12.2%        |              | 64.9%        | 53.6%        | 74.5%        |
| 净利润              | 374.0   | 632.6   | 624.1        | 669.0        | 1433.0       | 1140.0       | 2891.0       |
| <i>yoy</i>       | 549.7%  | 69.1%   | -1.3%        |              | 129.6%       | 70.4%        | 101.7%       |
| 净利率              | 32.4%   | 44.4%   | 39.1%        | 54.9%        | 54.4%        | 60.9%        | 62.9%        |
| 运营成本 (亿元)        | 780.4   | 791.0   | 973.7        | 550.0        | 1201.2       | 732.0        | 1707.0       |
| <i>运营成本yoy</i>   |         | 1.4%    | 23.1%        |              | 23.4%        | 33.1%        | 42.1%        |
| 海外证券业务收入         | -5.64   | 10.85   | 215.38       | 100.33       | 116.49       | 197.57       | 383.83       |
| 采取和证券业务同样净利率     |         | 44.4%   | 39.1%        | 54.9%        | 54.4%        | 60.9%        | 62.9%        |
| 海外证券净利润 (亿元)     |         | 4.82    | 84.13        | 55.06        | 63.37        | 120.32       | 241.33       |

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理



## 3.2 东方财富业务弹性分析

### ➤ 东方财富基金代销业务亦呈现较强的规模效应

- 首先预测东方财富的金融资讯业务大概所贡献的净利润。由于公司在战略布局中，将资讯业务作为吸引流量的入口业务，所以并没有像同花顺那样大力投入到此项业务中去。因此，公司的金融资讯业务毛利率为负，2017-2020年的毛利率分别为-26.2%、-17.5%、-16.3%、-9%。假设从事金融资讯服务的人员在500-600人，每个人员的成本在15-20万元/年左右，所以总体上金融资讯业务2018-2020年的亏损分别为1.2、1.3、1.3亿（由于公司金融资讯业务的净利润受业务人员成本及数量的影响，且占公司总体利润的比例较小，所以对于后续业务的预测影响不大）。
- 证券业务贡献净利润的预测如前文所述，将与营收高增速相比相对刚性的证券业务运营成本预测好后，可以通过营收的预测来估算证券业务的利润情况。
- 预测出的基金代销业务具有较大的规模化效应。通过将公司报表呈现的归母净利润减去预测的金融资讯业务的利润再减去预测的证券业务的利润就可以得到公司基金代销业务的净利润。进而，可以根据基金代销业务的收入以及预测的业务净利润，得出基金代销业务的总运营成本。在假设基金业务总运营成本相对刚性的基础上，可以预测下一年度基金代销业务的预期利润。

注：为了具体表现公司基金销售业务的规模化优势，将基金销售收入减去预测利润后的总成本称为运营成本。

## 3.2 东方财富业务弹性分析

表6: 东方财富基金代销业务净利率测算

|                        | 2016年         | 2017年          | 2018年          | 2019年           | 2020H1          | 2020A           |
|------------------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>东财总体归母净利润 (百万元)</b> |               | <b>636.90</b>  | <b>958.70</b>  | <b>1,831.29</b> | <b>1,808.51</b> | <b>4,778.10</b> |
| 资讯业务收入 (百万元)           | 332.39        | 268.16         | 244.87         | 245.27          | 125.77          | 294.30          |
| 资讯业务毛利率                | 26.1%         | -26.2%         | -17.5%         | -16.3%          | -25.3%          | -9%             |
| 资讯业务成本                 | 245.63        | 338.46         | 287.83         | 285.29          | 157.57          | 320.76          |
| 资讯业务毛利                 | 86.8          | (70.3)         | (43.0)         | (40.0)          | (31.8)          | (26.5)          |
| <b>资讯业务净利润 (百万元)</b>   |               | <b>(100.0)</b> | <b>(110.0)</b> | <b>(120.0)</b>  | <b>(130.0)</b>  | <b>(130.0)</b>  |
| <b>东方财富证券</b>          |               |                |                |                 |                 |                 |
| 收入 (百万元)               | 1154.4        | 1423.6         | 1597.8         | 2634.2          | 1872            | 4595.06         |
| yoy                    |               |                | 23.3%          | 12.2%           | 64.9%           | 74.4%           |
| <b>净利润 (百万元)</b>       | <b>374.01</b> | <b>632.59</b>  | <b>624.08</b>  | <b>1433.04</b>  | <b>1140</b>     | <b>2893.6</b>   |
| 净利率                    | 32.4%         | 44.4%          | 39.1%          | 54.4%           | 60.9%           | 63.0%           |
| <b>证券业务总收入</b>         |               | <b>1434.43</b> | <b>1813.15</b> | <b>2750.70</b>  | <b>2069.57</b>  | <b>4981.83</b>  |
| <b>证券业务总利润</b>         |               | <b>637.41</b>  | <b>708.21</b>  | <b>1496.41</b>  | <b>1260.32</b>  | <b>3132.33</b>  |
| <b>基金销售</b>            |               |                |                |                 |                 |                 |
| 收入 (百万元)               | 876.1         | 844.2          | 1065.4         | 1235.7          | 1142.7          | 2962.0          |
| yoy                    | -64.2%        | -3.6%          | 26.2%          | 16.0%           | 102.3%          | 140%            |
| <b>净利润 (亿元)</b>        | <b>18.8</b>   | <b>99.49</b>   | <b>360.49</b>  | <b>454.88</b>   | <b>678.19</b>   | <b>1775.8</b>   |
| 净利率                    | 2.1%          | 11.8%          | 33.8%          | 36.8%           | 59.4%           | 60.0%           |
| 运营成本                   | 857.3         | 744.7          | 704.9          | 780.8           | 464.5           | 1186.2          |
| <b>运营成本yoy</b>         |               | <b>-13.1%</b>  | <b>-5.3%</b>   | <b>10.8%</b>    |                 | <b>51.9%</b>    |

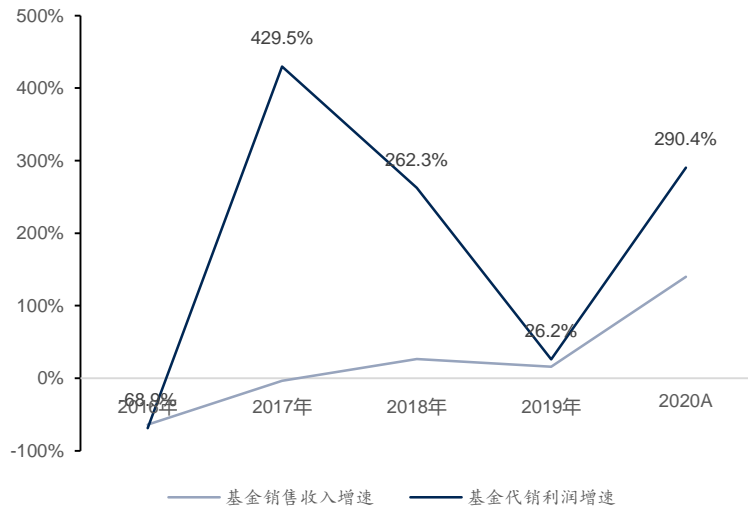
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 3.2 东方财富业务弹性分析

基金代销业务的利润增速高于收入增速，随着营收快速增长净利率也逐步攀升。从上述预测的基金代销业务的净利润情况来看，净利润的增速在营收高增长的情况下更加快，其中2016-2020年，基金代销业务收入增速分别为-64.2%、-3.6%、26.2%、16%、140%，而测算的业务净利润增速分别为-69%、430%、262.3%、26.2%、290.4%。与此同时，基金代销业务的净利率水平也随着营收的快速增长而逐步攀升，2016-2020年该业务的净利率分别为2.1%、11.8%、33.8%、36.8%、60%。

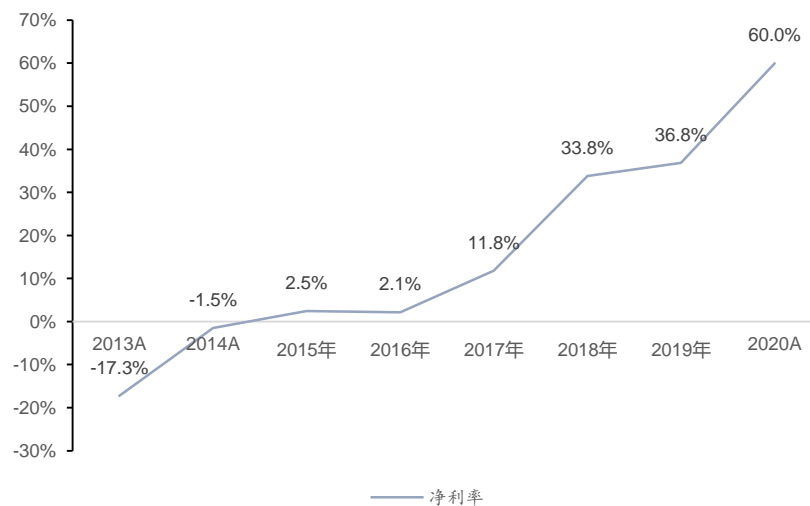
基金代销业务主要是依赖东方财富旗下的天天基金网运营，主要的运营成本体现在网站的运营以及相关服务费用和相关人员的薪资费用上，而这些费用相对刚性。

图56: 东方财富基金代销业务历年收入和利润增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图57: 东方财富基金代销业务历年净利率情况



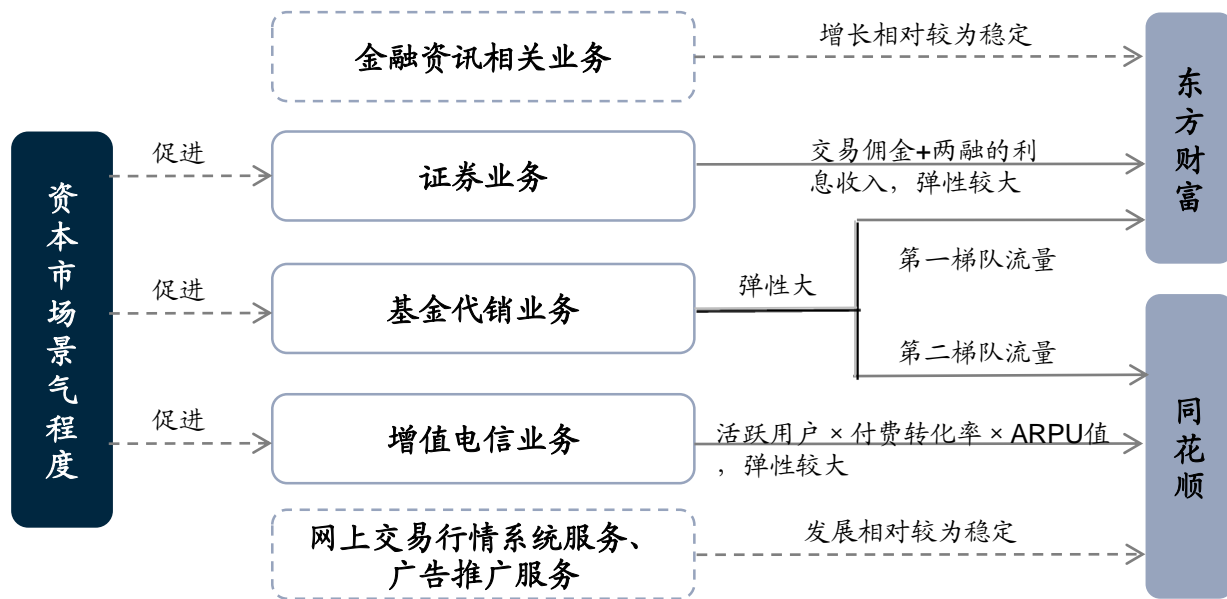
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 3.3 东方财富和同花顺业务弹性对比分析

#### ➤ 东方财富与同花顺的业绩弹性均源于资本场景气度

从东方财富和同花顺的高弹性业务来看，其弹性均来自于资本市场的景气程度。东方财富的主要业务分为金融资讯业务、证券业务以及基金代销业务，其高弹性的证券业务（收取交易佣金和利息收入）和基金代销业务，均来自于资本市场的景气程度。同样的，同花顺除了网上交易行情系统服务业务和广告推广业务之外，高弹性的基金代销以及增值电信业务也来自于资本市场的景气程度。

图58：东方财富和同花顺的高弹性业务都来自于资本市场的景气程度



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 3.3 东方财富和同花顺业务弹性对比分析

### ➤ 一定条件下，东方财富的业绩弹性较高

由于东方财富的证券业务和基金代销业务具有较强的规模效应，所以通过近年数值模拟的方式，可以得到证券业务增速与其运营成本增速的关系，也可以得到基金业务增速与其运营成本增速对应的关系：

证券业务增速与对应运营成本增速的关系： $\text{运营成本增速} = 0.9869 * \text{证券业务增速} - 0.299$

基金业务规模较大，运营成熟，假设基金业务的运营成本稳定增长在20%增速

对在不同增速下的证券业务和基金代销业务，以东方财富2020年的营收和归母净利润为基础，可以得到如下表所示的不同归母净利润增速。通过表格可以看出，东方财富的业绩弹性较大。

表7：东方财富在证券业务和基金业务不同的增速下对应的净利润增速

| 归母净利润增速 | 证券业务增速 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 40%    | 50%    | 60%    | 70%    | 80%    | 90%    | 100%   | 110%   | 120%   | 130%   | 140%   |        |
| 30%     | 54.3%  | 60.7%  | 67.1%  | 73.5%  | 79.9%  | 86.3%  | 92.8%  | 99.2%  | 105.6% | 112.0% | 118.4% |        |
| 40%     | 60.8%  | 67.2%  | 73.6%  | 80.0%  | 86.4%  | 92.8%  | 99.2%  | 105.6% | 112.0% | 118.5% | 124.9% |        |
| 50%     | 67.2%  | 73.6%  | 80.0%  | 86.5%  | 92.9%  | 99.3%  | 105.7% | 112.1% | 118.5% | 124.9% | 131.3% |        |
| 基金业务增速  | 60%    | 73.7%  | 80.1%  | 86.5%  | 92.9%  | 99.3%  | 105.7% | 112.2% | 118.6% | 125.0% | 131.4% | 137.8% |
| 70%     | 80.1%  | 86.6%  | 93.0%  | 99.4%  | 105.8% | 112.2% | 118.6% | 125.0% | 131.4% | 137.9% | 144.3% |        |
| 80%     | 86.6%  | 93.0%  | 99.4%  | 105.8% | 112.3% | 118.7% | 125.1% | 131.5% | 137.9% | 144.3% | 150.7% |        |
| 90%     | 93.1%  | 99.5%  | 105.9% | 112.3% | 118.7% | 125.1% | 131.6% | 138.0% | 144.4% | 150.8% | 157.2% |        |
| 100%    | 99.5%  | 106.0% | 112.4% | 118.8% | 125.2% | 131.6% | 138.0% | 144.4% | 150.8% | 157.3% | 163.7% |        |
| 110%    | 106.0% | 112.4% | 118.8% | 125.2% | 131.7% | 138.1% | 144.5% | 150.9% | 157.3% | 163.7% | 170.1% |        |
| 120%    | 112.5% | 118.9% | 125.3% | 131.7% | 138.1% | 144.5% | 150.9% | 157.4% | 163.8% | 170.2% | 176.6% |        |
| 130%    | 118.9% | 125.4% | 131.8% | 138.2% | 144.6% | 151.0% | 157.4% | 163.8% | 170.2% | 176.6% | 183.1% |        |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 3.3 东方财富和同花顺业务弹性对比分析

由于同花顺的增值电信业务和基金代销业务具有较强的规模效应，所以通过近年数值模拟的方式，可以得到证券业务增速与其运营成本增速的关系，也可以得到基金业务增速与其运营成本增速对应的关系：

增值电信业务增速与对应运营成本增速的关系： $\text{运营成本增速} = 0.3997 * \text{增值电信业务增速} + 0.0191$

基金代销业务增速与对应运营成本增速的关系： $\text{运营成本增速} = 0.5904 * \text{基金代销业务增速} + 0.0501$

对在不同增速下的证券业务和基金代销业务，以同花顺2020年的营收和归母净利润为基础，可以得到如下表所示的不同归母净利润增速。通过表格可以看出，同花顺的业绩弹性亦较大，但相比东方财富来说略小。

表8：同花顺在增值电信业务和基金业务不同的增速下对应的净利润增速

| 归母净利润增速 | 增值电信业务增速 |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |       |
|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
|         | 30%      | 40%   | 50%   | 60%   | 70%   | 80%   | 90%   | 100%  | 110%  | 120%   | 130%   |       |
| 30%     | 24.6%    | 30.9% | 37.2% | 43.5% | 49.8% | 56.2% | 62.5% | 68.8% | 75.1% | 81.4%  | 87.8%  |       |
| 40%     | 26.8%    | 33.1% | 39.4% | 45.7% | 52.1% | 58.4% | 64.7% | 71.0% | 77.3% | 83.7%  | 90.0%  |       |
| 50%     | 29.0%    | 35.3% | 41.6% | 48.0% | 54.3% | 60.6% | 66.9% | 73.2% | 79.6% | 85.9%  | 92.2%  |       |
| 基金业务增速  | 60%      | 31.2% | 37.5% | 43.9% | 50.2% | 56.5% | 62.8% | 69.1% | 75.5% | 81.8%  | 88.1%  | 94.4% |
| 70%     | 33.4%    | 39.8% | 46.1% | 52.4% | 58.7% | 65.0% | 71.4% | 77.7% | 84.0% | 90.3%  | 96.6%  |       |
| 80%     | 35.7%    | 42.0% | 48.3% | 54.6% | 60.9% | 67.3% | 73.6% | 79.9% | 86.2% | 92.5%  | 98.8%  |       |
| 90%     | 37.9%    | 44.2% | 50.5% | 56.8% | 63.1% | 69.5% | 75.8% | 82.1% | 88.4% | 94.7%  | 101.1% |       |
| 100%    | 40.1%    | 46.4% | 52.7% | 59.0% | 65.4% | 71.7% | 78.0% | 84.3% | 90.6% | 97.0%  | 103.3% |       |
| 110%    | 42.3%    | 48.6% | 54.9% | 61.3% | 67.6% | 73.9% | 80.2% | 86.5% | 92.9% | 99.2%  | 105.5% |       |
| 120%    | 44.5%    | 50.8% | 57.2% | 63.5% | 69.8% | 76.1% | 82.4% | 88.8% | 95.1% | 101.4% | 107.7% |       |
| 130%    | 46.7%    | 53.1% | 59.4% | 65.7% | 72.0% | 78.3% | 84.7% | 91.0% | 97.3% | 103.6% | 109.9% |       |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 4.风险提示

# 风险提示

- 行业竞争加剧;
- 券商行业佣金费率进一步下滑;
- 第三方基金代销相关费用下滑;



## 国信证券投资评级

| 类别     | 级别 | 定义                                |
|--------|----|-----------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上            |
|        | 增持 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间        |
|        | 中性 | 预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|        | 卖出 | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上            |
| 行业投资评级 | 超配 | 预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上          |
|        | 中性 | 预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|        | 低配 | 预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上          |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM