

稀缺互联网平台，资管打开新空间

买入|维持

报告要点:

● 构建人与财富的金融生态圈，打造一站式互联网财富管理服务平台

公司是中国领先的互联网财富管理综合运营商，主要业务包括证券服务、金融电子商务服务、金融数据服务及互联网广告服务，涵盖互联网证券和互联网基金销售等多个细分市场。2016-2020年，公司营业总收入 CAGR 达 36.81%，扣非归母净利润 CAGR 达 67.74%。2020 年，公司实现营业收入 82.39 亿元，同比增长 94.69%；实现扣非归母净利润 47.11 亿元，同比增长 163.98%，核心竞争力及行业地位得到了进一步巩固和提升。

● 依托流量优势证券服务快速成长，天天基金网保有规模市场领先

证券服务和金融电子商务服务是目前主要的流量变现途径。2020 年，东方财富证券实现营业收入 45.98 亿元，净利润 28.91 亿元。根据公司公告，2020 年 9 月，东方财富证券的两融业务市场份额已达到 1.80%。金融电子商务服务方面，公司上线基金公司数及产品数稳居行业第一梯队。2021 年一季度末，天天基金股票与混合基金保有规模为 3750 亿元，非货币市场基金保有规模为 4324 亿元，位居销售机构公募基金保有规模第五。

● 业务版图持续有效扩张，资产管理业务逐步落地

随着中国居民的财富管理需求日益增长，公司凭借海量用户流量积累及品牌影响力，业务有望从财经资讯、基金销售和证券服务拓展至资产管理。麦肯锡预计，到 2025 年，中国财富管理市场 CAGR 将达 10% 左右，市场规模有望突破 330 万亿元。根据易观分析的数据，我国互联网财富管理市场规模快速增长，2013-2019 年 CAGR 达到 49.99%，2019 年市场规模已超 7 万亿元。2018 年 10 月，公司获准设立西藏东财基金管理有限公司，正式进军公募基金领域，为未来资产管理业务的开展奠定了坚实基础。

● 投资建议与盈利预测

公司是 A 股市场较为稀缺的互联网服务平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的金融产品和服务，未来的成长空间较为广阔。预测公司 2021-2023 年营业总收入为 108.22、132.35、158.93 亿元，归母净利润为 61.66、76.17、91.82 亿元，EPS 为 0.60、0.74、0.89 元/股，对应 PE 为 52.79、42.73、35.45 倍。过去三年，公司 PE 主要运行在 40-80 倍之间，考虑到中国资本市场的健康发展，公司未来的成长性较为确定，维持公司 2021 年 60 倍的目标 PE，对应的目标价为：36.00 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

国内证券市场股票交易额增长低于预期；证券行业竞争加剧；基金销售市场竞争激烈；金融监管及政策法规趋严；资产管理业务发展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4231.68	8238.56	10821.99	13235.39	15892.69
收入同比(%)	35.48	94.69	31.36	22.30	20.08
归母净利润(百万元)	1831.29	4778.10	6165.98	7617.04	9181.90
归母净利润同比(%)	91.02	160.91	29.05	23.53	20.54
ROE(%)	8.63	14.41	15.88	16.64	16.97
每股收益(元)	0.18	0.46	0.60	0.74	0.89
市盈率(P/E)	177.73	68.12	52.79	42.73	35.45

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：31.49 元/36.00 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：39.68 / 23.2

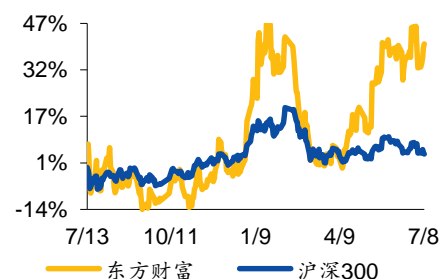
A 股流通股(百万股)：8558.65

A 股总股本(百万股)：10335.76

流通市值(百万元)：269511.77

总市值(百万元)：325473.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-东方财富(300059.SZ)2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩超预期增长，基金代销高成长》2021.04.28

《国元证券公司研究-东方财富(300059.SZ)2020 年度业绩快报点评：高成长逻辑持续兑现，可转债发行进展顺利》2021.03.01

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 中国领先的互联网财富管理综合运营商	5
1.1 业绩回顾.....	5
1.2 业务概况.....	8
1.2.1 金融数据服务业务.....	9
1.2.2 互联网广告服务业务.....	10
1.2.3 金融电子商务服务业务.....	11
1.2.4 证券服务业务.....	12
1.3 股权结构.....	12
1.4 分红情况.....	13
2. 金融信息服务创新发展，互联网渠道优势凸显.....	14
2.1 行业特点：高壁垒优质赛道	14
2.2 竞争格局：产品及服务差异化.....	15
2.3 市场空间：与资本市场共成长.....	16
2.4 发展趋势：互联网金融加速渗透.....	17
3. 深谙流量积累+变现之道，服务链条逐步延伸	19
3.1 财经资讯：流量积累入口，用户规模领先.....	19
3.1.1 东方财富网：核心财经门户，品牌优势突出.....	19
3.1.2 天天基金：持续优化体验，驱动用户增长	20
3.1.3 股吧：精准覆盖股民，导流效果显著.....	22
3.2 基金销售：公募基金保有量位居市场前列.....	23
3.3 证券服务：受益交投活跃，证券业务高增长.....	24
3.3.1 经纪业务：成本管控与获客能力较强.....	24
3.3.2 两融业务：资本金充裕，业务有望扩张.....	25
3.4 资产管理：拓宽服务范围，打开全新空间.....	26
4. 盈利预测与投资建议.....	28
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：营业总收入与销售毛利率情况	6
图 3：扣非归母净利润情况	6
图 4：金融数据服务收入情况	6
图 5：互联网广告服务收入情况.....	6
图 6：金融电子商务服务收入情况.....	7
图 7：证券服务收入情况.....	7
图 8：研发投入情况.....	7
图 9：研发人员概况.....	7
图 10：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比.....	8

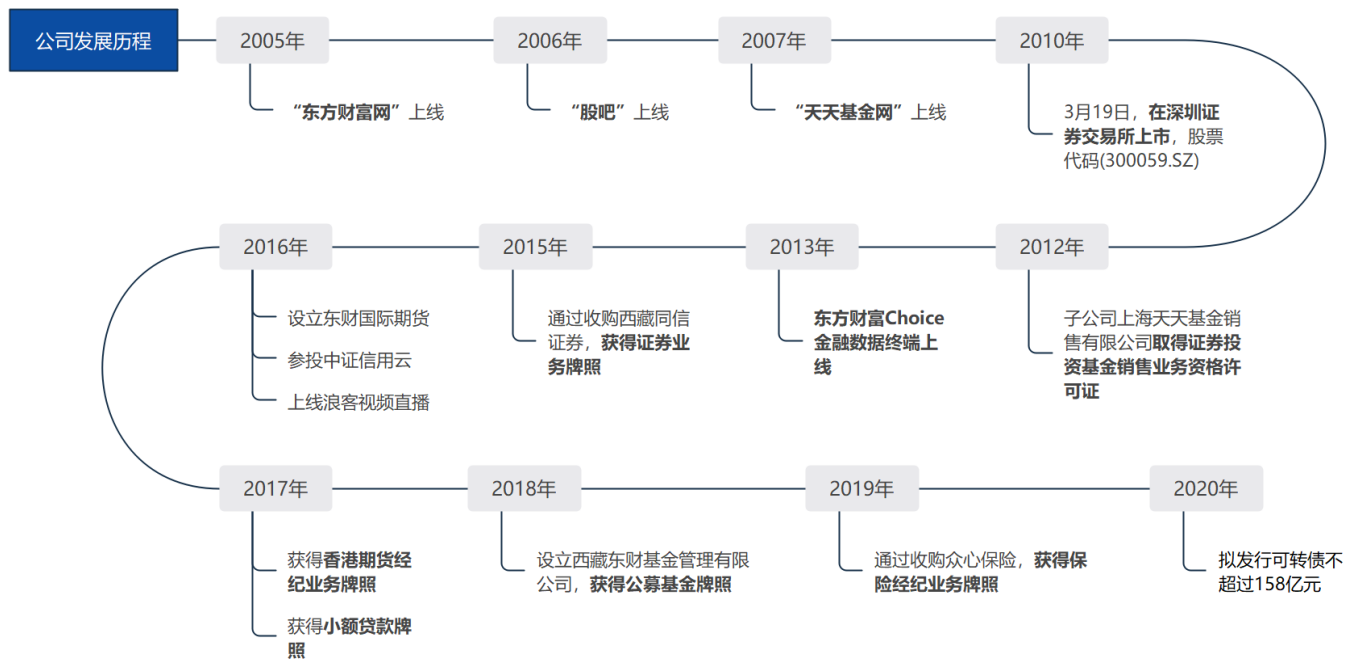
图 11: 主要服务与功能明细	8
图 12: 公司营业总收入构成变化	9
图 13: 2020 年公司营业总收入分拆	9
图 14: 公司业务布局历程	9
图 15: Choice 金融终端界面	10
图 16: 互联网广告服务的主要业务流程	11
图 17: 天天基金商业模式	11
图 18: 东方财富证券营业收入及净利润	12
图 19: 东方财富证券营业部数量 (单位: 家)	12
图 20: 公司最新股权结构	13
图 21: 公司历年现金分红情况	13
图 22: 金融信息服务行业发展趋势	14
图 23: 金融信息服务行业壁垒梳理	15
图 24: A 股累计成交额 (单位: 万亿元)	16
图 25: 我国个人投资者和机构投资者数量	16
图 26: 2016-2020 年中国公募基金市场规模	17
图 27: 2014-2020 年新成立基金数及发行份额数	17
图 28: 全球金融信息服务市场规模	17
图 29: 中国金融信息服务市场规模	17
图 30: 网民规模及互联网普及率	18
图 31: 手机网民规模及网民占比	18
图 32: 中国网络理财用户规模及使用率	18
图 33: 公司战略路线	19
图 34: 2021 年 4 月前十家财经网站月度覆盖人数 (单位: 万人)	19
图 35: “东方财富网”首页	20
图 36: 证券服务应用类 APP 主要月度活跃用户数比较 (单位: 万人)	20
图 37: 天天基金官网与 APP	21
图 38: 天天基金网日均活跃用户访问数	21
图 39: 天天基金网日均页面浏览量	21
图 40: 天天基金网月度覆盖人数 (单位: 万人)	22
图 41: “股吧”为公司各类业务导流	22
图 42: 股吧 (左) 与百度贴吧 (右) 对比	23
图 43: 天天基金网上线基金产品数量及基金公司数量	23
图 44: 天天基金网基金销售额及交易笔数	23
图 45: 东方财富证券成本管理得分及排名	25
图 46: 公司募集资金情况	25
图 47: 中国居民资产结构 (单位: 万亿元)	26
图 48: 中国个人持有的可投资资产结构	26
图 49: 互联网财富管理市场规模	27
表 1: 金融信息服务行业服务模式	15

表 2: 金融信息服务行业获客方式比较.....	16
表 3: 2021 年一季度末销售机构公募基金销售保有规模.....	24
表 4: 自然人投资者数量情况 (单位: 万人)	25
表 5: 公司当前所持牌照梳理	27
表 6: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	29
表 7: 可比公司估值情况.....	29

1. 中国领先的互联网财富管理综合运营商

公司是中国领先的互联网财富管理综合运营商，主要业务涵盖互联网证券和互联网基金销售等多个细分市场。公司前身是上海东财信息技术有限公司，2008年1月更名为东方财富信息股份有限公司，并于2010年3月成功登陆深圳证券交易所创业板。公司旗下拥有证券、基金销售、金融数据、互联网广告、期货经纪、公募基金、私募基金、证券投顾及小额贷款等业务板块，向海量用户提供金融交易、行情查询、资讯浏览、社区交流、数据支持等全方位、一站式的金融服务。线上服务稳步发展的同时，为全方位更好地服务不同客户群体，公司积极推进线下营业部的布局，根据公司2021年4月发布的《东方财富信息股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，截至2020年9月末，东方财富证券在全国主要省、市、自治区设有166家证券营业部，并分别在上海、河南、山东、福建和湖北等地设立了12家分公司。

图 1：公司发展历程

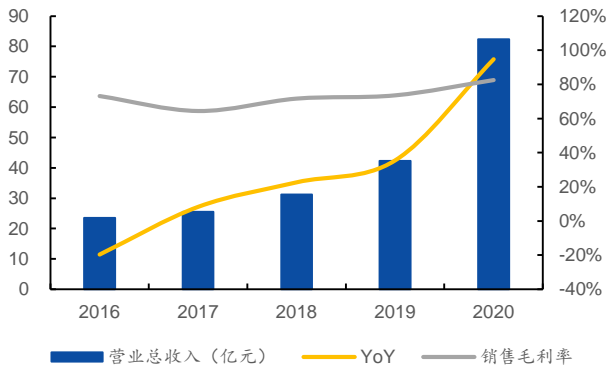


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.1 业绩回顾

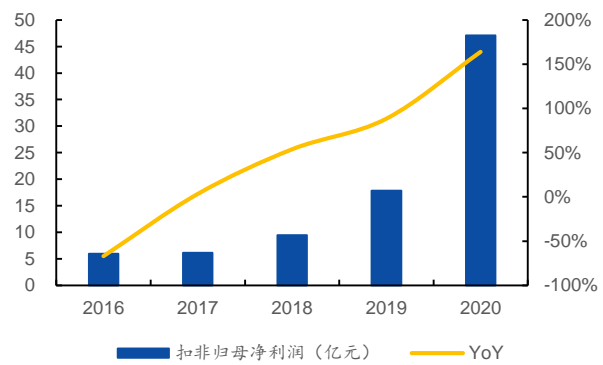
近年来，公司持续加大战略投入，延伸和完善服务链条，加强品牌宣传推广，进一步巩固和增强核心竞争优势，可持续健康发展基础得到进一步夯实。2016-2020年，公司实现了快速发展，营业总收入 CAGR 为 36.81%，扣非归母净利润 CAGR 为 67.74%。2020年，公司证券服务业务和金融电子商务服务业务相关收入同比均实现大幅增长，实现营业总收入 82.39 亿元，同比增长 94.69%；实现扣非归母净利润 47.11 亿元，同比增长 163.98%，公司核心竞争力及行业地位得到了进一步巩固和提升。

图 2：营业总收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：扣非归母净利润情况



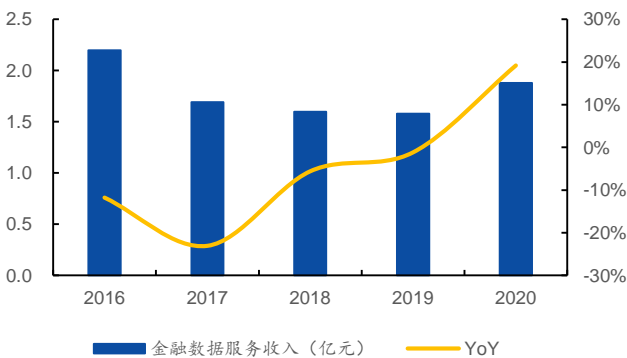
资料来源：Wind，国元证券研究所

目前，公司主要业务包括：金融数据服务业务、互联网广告服务业务、金融电子商务服务业务及证券服务业务等。

随着公司战略重心转移，金融数据服务收入占比呈下降趋势。2016-2019年，该业务收入呈现下滑趋势。2020年，金融数据服务业务重回增长通道，实现收入 1.88 亿元，同比增长 19.14%。

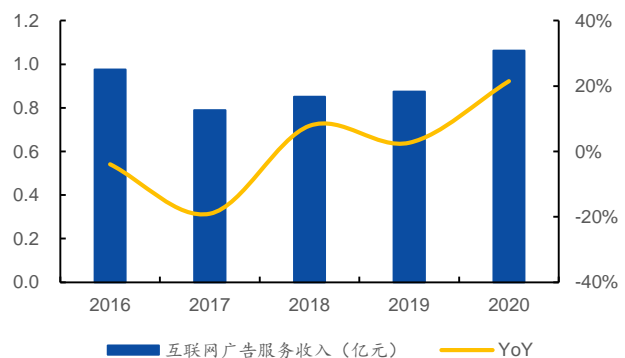
2020年，互联网广告服务业务收入达到 1.06 亿元，同比增长 21.53%。公司持续加强品牌推广与宣传力度，品牌影响力和知名度得到了进一步提升，形成了市场认可的品牌优势，进一步提升了公司的广告媒体价值。

图 4：金融数据服务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：互联网广告服务收入情况



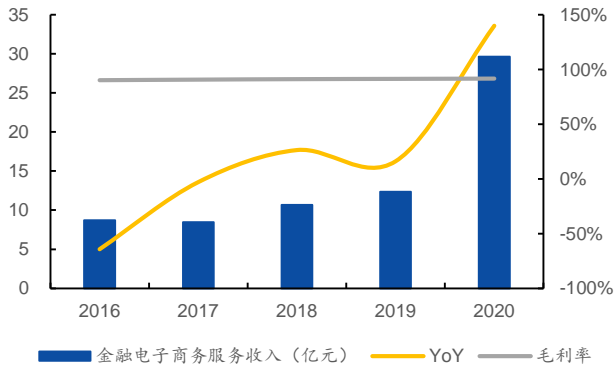
资料来源：Wind，国元证券研究所

金融电子商务服务主要为基金销售业务，体现了高 β 属性。根据公司公告，2015年，牛市行情使公司迎来金融电子商务服务的业绩井喷，实现收入 24.42 亿元，同比增长 556.52%，收入贡献率增至 83.47%。2016年，受资本市场景气度下降影响，金融电子商务服务收入规模有所下降，2018年起，该业务的收入重回增长通道。2020年，随着公司的互联网金融电子商务平台基金交易额大幅增加，公司金融电子商务服务业务实现收入 29.62 亿元，同比增长 139.74%。

2015年12月，公司完成了发行股份购买同信证券 100% 股权的相关事项，主营业

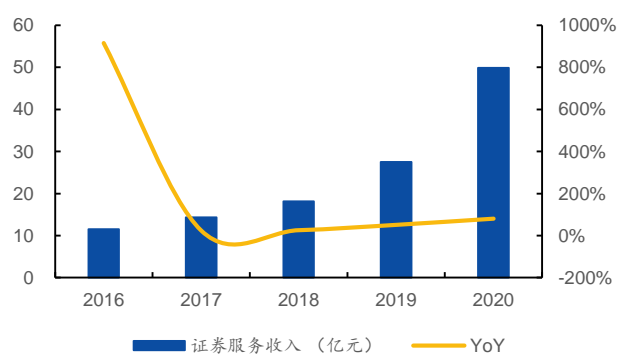
务自此延伸至境内证券业务。证券业务收入在 2016-2020 年始终保持高速增长态势，CAGR 高达 44.31%。2020 年，得益于国内证券市场股票交易额大幅增加，公司证券服务业务实现营业收入 49.82 亿元，同比增长 81.11%。

图 6: 金融电子商务服务收入情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

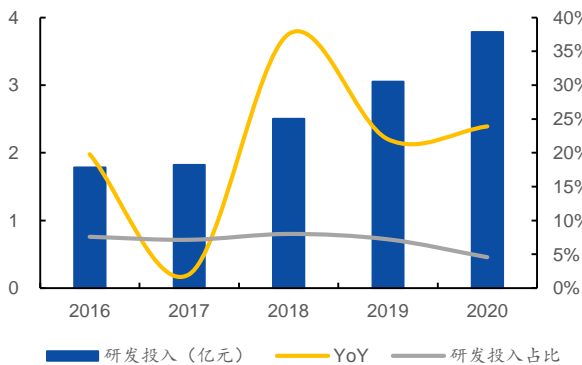
图 7: 证券服务收入情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

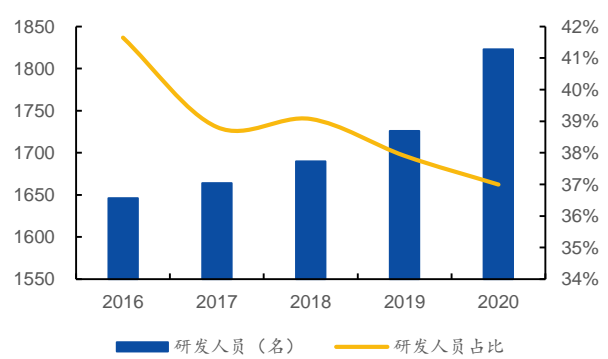
公司坚持自主创新，研发投入不断增长。2020 年，公司研发投入达到 3.78 亿元，占营业总收入的 4.59%，同比增长 23.89%，研发投入费用化率为 100%。公司密切跟踪和把握行业前沿技术和发展动向，进一步加强研发投入，扎实做好新产品的研发和技术储备工作，提升大平台的服务水平和质量，为公司实现一站式互联网服务整体战略目标夯实坚实发展基础。2020 年，公司新获得注册的商标 55 项，软件著作权 76 项，新增非专利技术 44 项，在全球范围内拥有员工 4927 名，研发人员数量达到 1823 人，占比为 37.00%。

图 8: 研发投入情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国元证券研究所

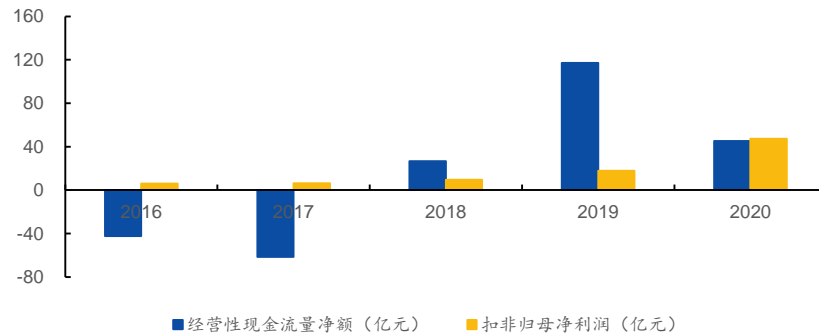
图 9: 研发人员概况



资料来源: Wind, 公司公告, 国元证券研究所

从经营性现金流量净额来看，公司近三年来的经营质量相对 2016-2017 年改善明显，2018-2019 年经营性现金流量净额都在扣非归母净利润的 2 倍以上。2020 年，公司经营性现金流量净额为 45.29 亿元，略低于扣非归母净利润。

图 10：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 业务概况

公司通过以“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服务大平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网服务平台之一。“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”等，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，具有市场领先地位，形成了公司的核心竞争力。

图 11：主要服务与功能明细



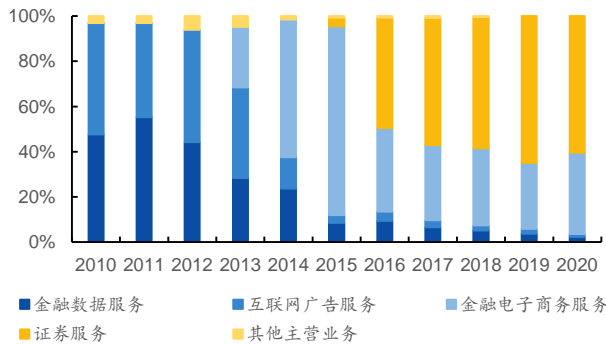
资料来源：公司官网，国元证券研究所

2012年及之前，公司通过向用户提供金融资讯等服务积累原始用户流量，金融数据服务以及互联网广告服务为公司主要收入来源，对主营收入的贡献一直维持在90%

以上。随着公司全面布局基金销售、证券服务等金融业务，积极寻找流量变现途径，金融数据服务以及互联网广告服务业务收入占比呈现下滑趋势，2020 年两者收入之和占营收比重仅 3.57%。

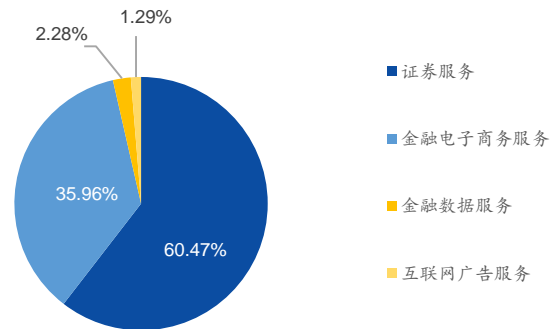
2015 年，公司获得内地证券业务牌照。2016 年以来，证券服务业务迅猛发展，收入贡献从 2015 年的 1.13 亿元上升至 2020 年的 49.82 亿元。2020 年，证券业务贡献了 60.47% 的营业总收入，成为公司流量变现的主要途径。

图 12：公司营业总收入构成变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：2020 年公司营业总收入分析



资料来源：Wind，国元证券研究所

从流量积累到流量变现，公司不断扩大金融业务版图。目前，公司业务板块中，金融数据服务业务主要负责积累原始流量，使得用户基础逐渐雄厚；金融电子商务服务业务主要以基金销售业务为主，发展前景广阔；证券业务则是公司目前的核心业务。公司在 2018 年成立西藏东财基金管理有限公司，为资产管理业务的发展奠定坚实基础。2021 年 6 月，“东方财富国际证券有限公司”变更为“哈富证券有限公司”，有望加大海外市场拓展力度。

图 14：公司业务布局历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

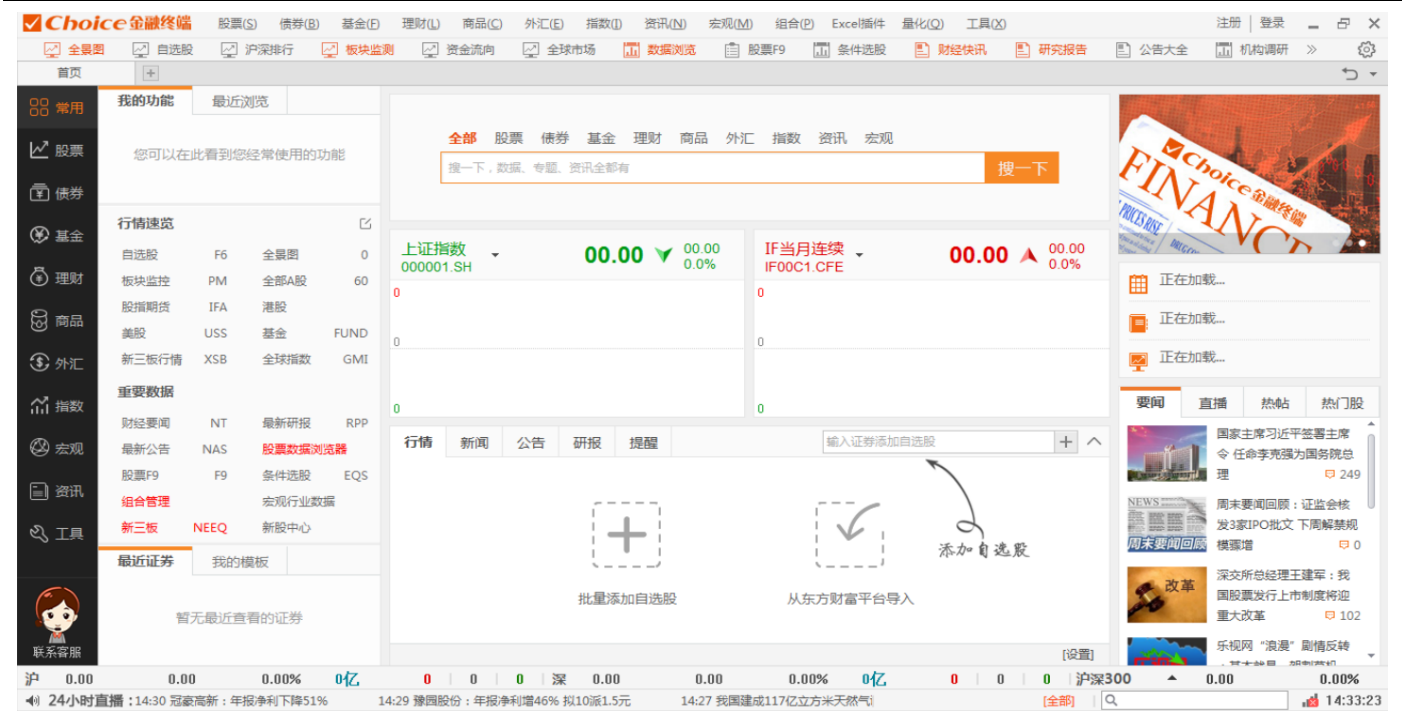
1.2.1 金融数据服务业务

该业务主要以金融数据终端服务平台为载体，通过 PC 端、移动端平台，向海量用

户提供专业化金融数据服务。

金融数据产品既是流量入口，也是流量的变现手段之一。目前，国内金融数据终端市场以 Choice、iFinD 和 Wind 三款产品为主。根据 Choice 官网，Choice 金融终端标准版的推广价为 5800 元/年，性价比较高。东方财富 PC 客户端、APP 均为免费产品，为吸引投资者开户，东方财富证券还附赠手机 Level-2 行情、短线雷达、DK 操盘密码等增值服务，优惠力度相较于传统券商更大，初步实现了机构和专业投资者的流量引入。

图 15: Choice 金融终端界面



资料来源: Choice, 国元证券研究所

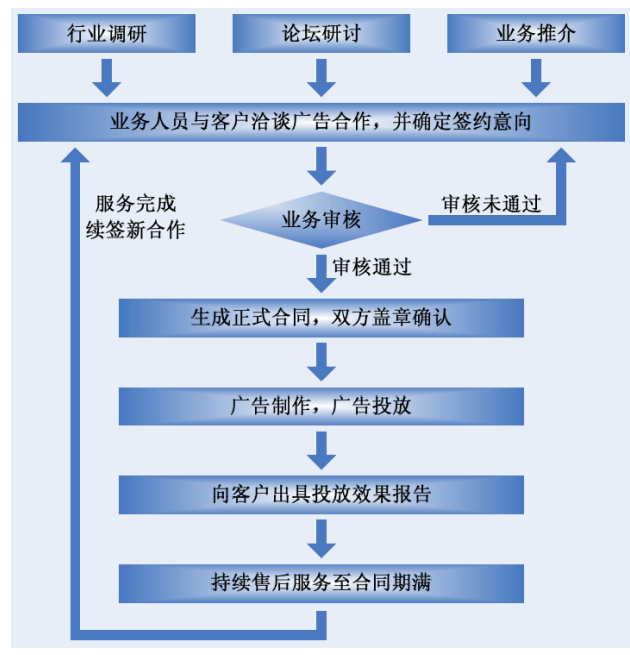
未来，公司将不断丰富和提升金融数据服务业务，加强个人终端产品的研发和创新工作，持续提升用户体验和产品服务能力，同时优化和完善 Choice 数据专业服务，进一步提升产品关注度和影响力。

1.2.2 互联网广告服务业务

该业务主要为客户在“东方财富网”及各专业频道、互动社区等页面上通过文字链、图片和富媒体等表现形式提供互联网广告服务。

公司积极关注市场变化趋势，在服务好现有客户的同时，注重挖掘和开发其他行业潜在大客户资源。公司主要根据各区经济发展水平、互联网发展程度和潜在广告主数量等指标选择目标销售区域，每季度定期召开定价例会，调整和确定不同广告位的广告定价，并制定了全面的售后服务体系。

图 16：互联网广告服务的主要业务流程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

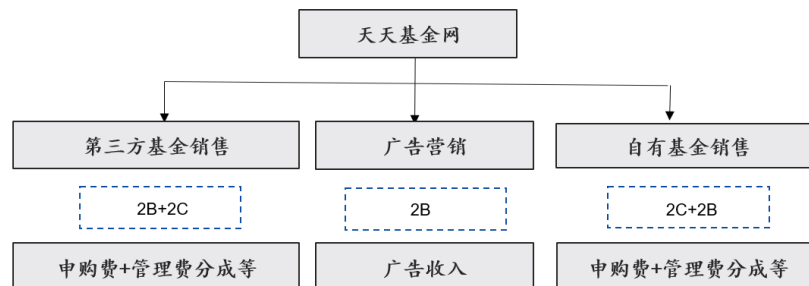
1.2.3 金融电子商务服务业务

该业务主要通过天天基金网，为用户提供基金第三方销售服务。天天基金依托以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台积累的海量用户资源和良好的品牌形象，通过金融电子商务平台向用户提供一站式互联网自助基金交易服务。

获得公募基金牌照对公司一站式互联网金融服务大平台的构建和完善具有战略意义。2018年10月，公司获得公募基金牌照，使公司可以设计自有产品并对外销售。基金管理公司的设立，有利于公司抓住互联网金融行业的蓬勃发展的历史机遇，进一步拓宽公司互联网金融服务大平台的服务范围，进一步延伸和完善服务链条，进一步提升公司核心竞争力。

基金代销收入主要由销售服务费、认购/申购费、赎回费和管理费组成，其中销售服务费和申购费归销售机构，管理费和赎回费由基金公司经协商按比例分成给销售机构。目前，天天基金的收入以申购费和管理费分成为主。

图 17：天天基金商业模式

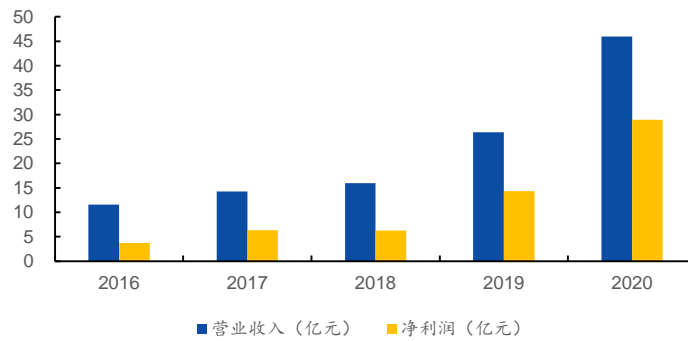


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2.4 证券服务业务

公司的证券经纪业务主要依托互联网服务平台及全国主要中心城市的分支机构，通过拥有相关业务牌照的东方财富证券、东方财富期货和哈富证券等公司，为海量用户提供证券、期货经纪等服务。根据公司 2020 年年报，东方财富证券 2020 年实现营业收入 45.98 亿元，同比增长 74.56%；实现净利润 28.91 亿元，同比增长 101.74%。

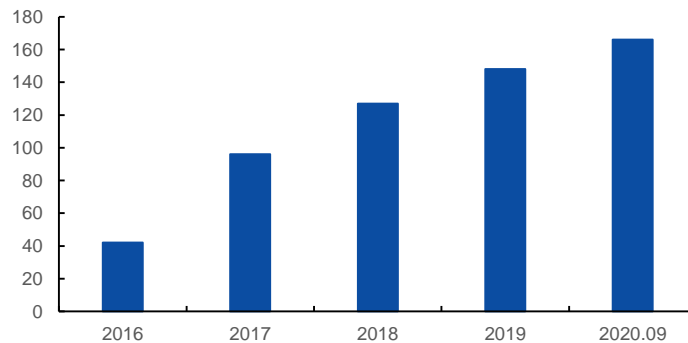
图 18：东方财富证券营业收入及净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究所

为满足海量用户需求，公司不断完善营业网点布局，提升证券业务整体服务能力和水平。截至 2020 年 9 月，公司增设营业部至 166 家。此外，目前融资融券开户仍需到线下网点办理，营业部的增设有利于公司进一步扩大两融业务市场份额。

图 19：东方财富证券营业部数量（单位：家）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权结构

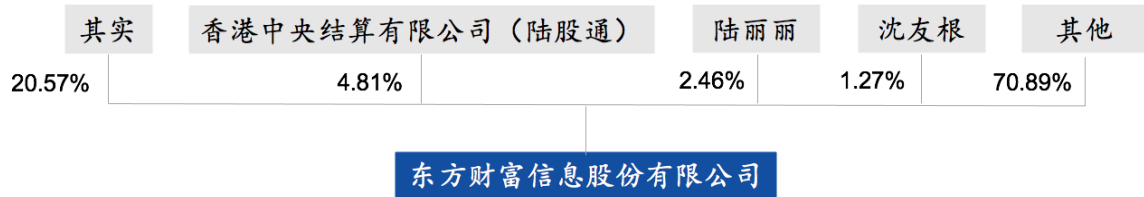
公司控股股东、实际控制人为其实先生，截至 2020 年一季度持有公司 20.57% 的股份。其实先生出生于 1970 年，本科毕业于上海交通大学，获得复旦大学博士研究生学历、博士学位，2007 年 12 月起担任公司董事长和总经理职务。2021 年 4 月，为推进管理团队年轻化，其实先生辞去总经理职务，继续担任董事长及董事会战略委员会主任、提名委员会及薪酬与考核委员会委员职务。

2021 年 4 月 20 日，公司发布《创业板向不特定对象发行可转换公司债券上市公告书》，本次发行可转债募集资金总额（含发行费用）为人民币 158.00 亿元，扣除发

行费用后的募集资金净额将用于补充公司全资子公司东方财富证券的营运资金，支持其各项业务发展，增强其抗风险能力；在可转债转股后按照相关监管要求用于补充东方财富证券的资本金，以扩展业务规模，优化业务结构，提高其综合竞争力。

根据公司 2020 年 12 月 15 日发布的《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）》，募集资金主要用途包括：1) 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；2) 将不超过 18 亿元用于扩大证券投资业务规模。

图 20：公司最新股权结构

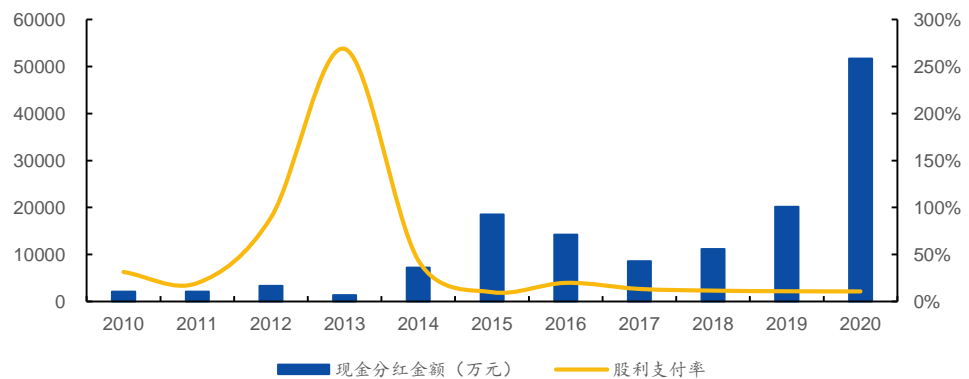


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.4 分红情况

根据 Wind 数据，公司自 2010 年上市以来共实施分红 12 次，累计派发现金 14.05 亿元，分红率为 10.76%。2020 年，公司分红金额达 5.17 亿元，股利支付率为 10.82%。

图 21：公司历年现金分红情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 金融信息服务创新发展，互联网渠道优势凸显

中国金融信息服务行业起步于上世纪 90 年代，2005 年之前处于行业初创与市场培育期，受到资本市场规模、金融交易品种以及企业自身资本规模、技术水平的限制。2005 年股权分置改革启动，中国金融信息服务业进入了快速成长期：尽管经历了全球金融危机等诸多坎坷，中国宏观经济仍然保持稳健增长，带动金融市场持续稳步发展，市场规模逐渐扩大，金融产品日渐丰富。同时，国内互联网、人工智能等技术日益成熟，网络带宽不断增加，网络传输速度不断提升。伴随着宏观经济的持续发展，居民财富逐步增加，投资理念日趋成熟，投资者对于金融产品创新的需求逐步增加，创新性金融产品的出现将进一步促进用户需求的多元化、差异化发展。

2021 年 3 月，十三届全国人大四次会议表决通过了关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要的决议，全面擘画了我国发展新征程的宏伟蓝图，为资本市场未来的发展指明了方向。李克强总理在 2021 年政府工作报告中提出，要稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好地发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。随着资本市场改革的不断深化，资本市场基础制度的不断完善，金融信息服务行业参与者有望紧跟时代步伐，加速成长。

2.1 行业特点：高壁垒优质赛道

五大行业发展趋势奠定发展道路。近年来，随着经济全球化的迅速发展以及我国经济的稳步增长，用户对金融信息服务的需求日益增长。金融信息服务企业顺应时代发展需要，不断完善数据分析和处理技术，开发多种创新型产品，行业规模不断扩大。

图 22：金融信息服务行业发展趋势

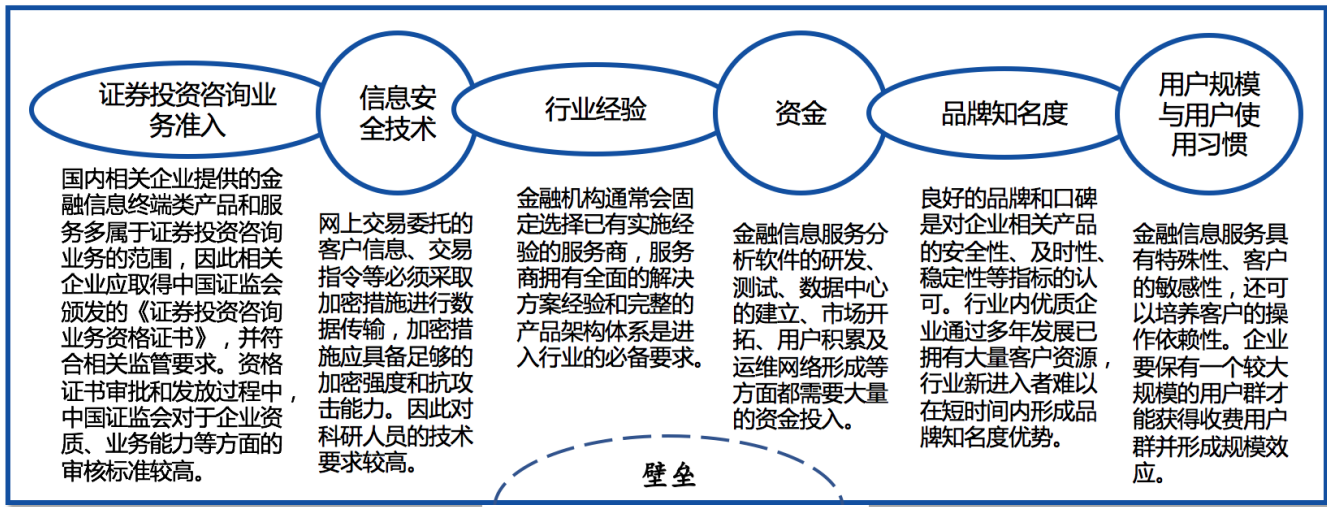
规模扩大化	技术专业化	产品丰富化	用户成熟化	行业集中化
根据中国互联网络信息中心发布的报告显示，截至 2020 年 12 月，我国互联网理财用户规模达 1.70 亿人，呈现高速增长趋势，互联网理财使用率为 17.20%，存在巨大提升空间。持续增长且基数庞大的证券投资者、互联网理财用户为行业发展提供了广阔的市场空间。	新一代信息技术的快速发展和融合创新，进一步重塑了软件的技术架构、计算模式、开发模式、产品形态和商业模式。金融信息服务商需要不断完善数据交换和压缩技术，同时要提升数据分析、存储技术以及数据传输技术。产业由单一技术、单一产品、加快向多技术、集成化、平台系统转变。	随着居民投资理财需求升级，普通投资者对中高端金融信息产品的需求持续增加；随着证券行业的创新发展，除股票、基金外，证券信息服务逐渐融入外汇、期货、债券、期权、融资融券、股指期货等金融产品，证券信息产品将呈现多元化、个性化、品种多、更迭快等特点。	在积累了更多金融信息产品使用经验的同时，用户对于自身需求将有更为清晰、深刻的认识，变得更为成熟和理性。各类用户将会基于自身的使用需求、预期效果、经济承受能力和使用习惯甄别、挑选产品，并且为金融信息服务付费的意愿也会逐渐提升。	经过多年发展，行业内的企业在经营规模和市场地位方面逐渐分化，优势企业将会利用自身的产品优势、规模优势和品牌优势不断扩大与行业内其他企业的差距，行业内的收购兼并活动也将不断发生，行业集中度也会不断扩大。

资料来源：财富趋势招股说明书，国元证券研究所

六大行业壁垒筑牢坚固城池。我国金融信息服务行业经过多年的发展，已经历了小规模经营的发展阶段，行业内主要的服务提供商已具备先发优势，在行业内具有领

先地位，新进入者则面临着较高的进入壁垒。

图 23：金融信息服务行业壁垒梳理



资料来源：财富趋势招股说明书，国元证券研究所

2.2 竞争格局：产品及服务差异化

在资本市场繁荣发展和 IT 技术日益成熟的背景下，中国金融信息服务业的业务规模迅速扩大，产品品种不断增多，行业的主要经营模式和盈利模式逐步成型，业内出现了一批以公司、同花顺等为代表的企业。

行业内每种经营模式的收入来源有所不同。金融数据终端为金融信息服务业内产品销售规模比重较大、技术含量较高的业务类型，目前仍为行业内主要收入来源。证券行情交易系统依托互联网，以软件终端为载体，为券商等金融机构出售行情交易系统并提供日常维护服务。网络财经信息服务的收入来源主要为向用户提供各类财经资讯，并通过网站访问量、点击率等吸引广告商，通过收取广告服务费等方式盈利。该模式进入门槛较低，竞争激烈，但专业的内容服务需要长时间积累，新进入企业短期内难以形成一定的用户规模。

表 1：金融信息服务行业服务模式

服务模式	收入来源	相关企业/网站
金融数据终端服务	通过专用客户端为证券市场投资者提供金融信息、金融数据、分析工具等。	大智慧、同花顺、东方财富、指南针、益盟股份、麟龙股份、财富趋势等。
证券行情交易系统服务	为证券公司、基金公司提供证券行情委托交易系统、资讯发送系统、网络安全应用等系统及日常维护。	同花顺、通达信、恒生电子、财富趋势等。
垂直财经门户网站	凭借其专业化的信息渠道，吸引了诸多深度财经用户。	东方财富网、和讯网等。
网络财经信息服务	综合门户财经频道	凭借多年来积累的门户网站品牌知名度和广泛客户基础，进入网络财经信息服务市场，以开设财经频道的方式，细分其网站用户。
		新浪财经、搜狐财经、腾讯财经、网易财经等。

资料来源：指南针招股说明书，国元证券研究所

现阶段行业内各家公司获客方式各异。主要的获客方式可分为：与手机厂商、移动

运营商合作；向证券公司、基金公司等金融机构定向营销；通过和各大主流搜索引擎、财经论坛等合作，加大免费客户端产品的推广，从而为后续付费业务积累客户流量。

表 2：金融信息服务行业获客方式比较

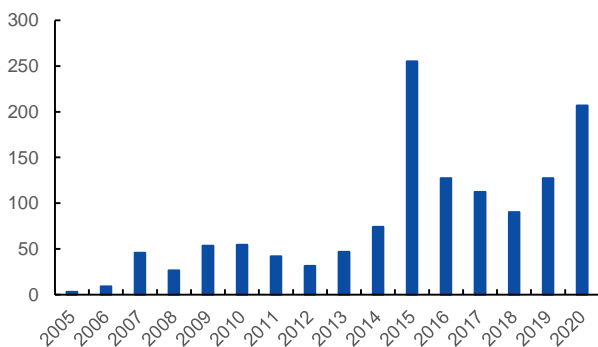
可比公司	主要获客方式
东方财富	依靠旗下的各自营渠道为客户提供服务并投放广告，吸引流量。通过相互导流，公司可积累海量高粘性用户，并缩减获客成本。
同花顺	销售人员通过直销上门拜访方式向证券公司销售网上行情交易系统；通过网络在线直销方式销售金融资讯和数据服务及手机金融信息服务等产品；通过百度、Google 等搜索引擎以及证券公司网站、各综合门户网站、金融网站推广同花顺免费客户端平台；通过与中国移动、中国联通、中国电信等移动运营商签署合作协议，共同开展手机金融信息服务相关业务。
大智慧	通过与手机厂商合作开发定制手机金融终端软件，与证券公司合作推出手机委托交易版产品，与电信运营商合作开发客户，与网站媒介合作提供产品下载链接等方式不断扩大与各方的合作领域。
麟龙股份	通过网站介绍产品并提供免费下载及使用服务，以此被动吸引客户咨询、了解进而购买产品；麟龙股份逐渐形成了由销售人员在各大论坛和即时通讯聊天群推广公司产品，持续关注潜在客户各项需求并根据其需求进行产品推广的模式。
财富趋势	面向机构客户采取定向营销模式，无需进行广告宣传和推广活动。财富趋势与国内绝大多数证券公司存在合作关系，通过官网直接销售产品，亦有部分证券公司客户集中采购财富趋势证券信息服务产品。

资料来源：指南针招股说明书，各公司官网，国元证券研究所

2.3 市场空间：与资本市场共成长

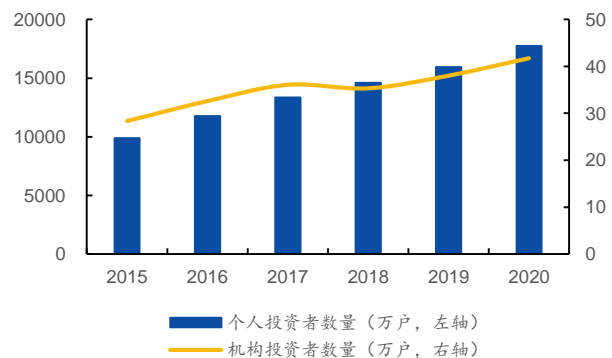
证券市场景气度提升，为金融信息服务企业提供了广阔的发展空间。根据上交所、深交所数据，自 2005 年股权分置改革以来，我国 A 股累计成交额呈波动向上的趋势，2015 年累计成交额达到 255.05 万亿元，为历史最高点。此后三年，证券市场景气度有所下降。2019 年伊始，整体市场开始回暖，2020 年累计成交额达到 206.83 万亿元。2015 年起，投资者数量呈逐年上升趋势。截至 2020 年 12 月，投资者数量较 2019 年 12 月增长 11.28%。投资者数量的增长可以在一定程度上反映出市场活跃度不断上升，其对金融信息服务行业的需求也会随之增长。

图 24：A 股累计成交额（单位：万亿元）



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国元证券研究所

图 25：我国个人投资者和机构投资者数量

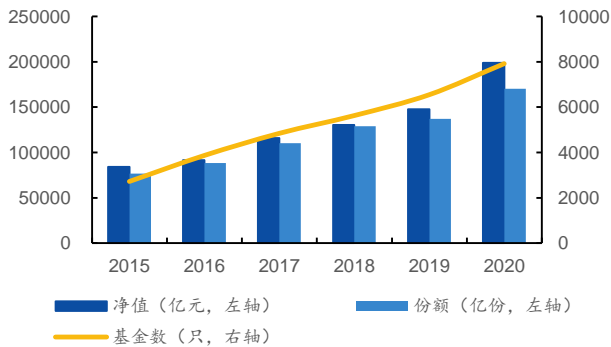


资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国元证券研究所

公募基金总规模及新成立基金数高速增长，进一步刺激基金销售需求。据中国证券投资基金业协会统计，截至 2020 年底，我国证券市场共有 7913 只公募基金产品，资产净值达 198914.91 亿元，份额数达 170346.52 亿份。公募基金发行份额与权益市场的发展程度密切相关，其中 2016 年、2020 年新发基金数达到发行高点，分别

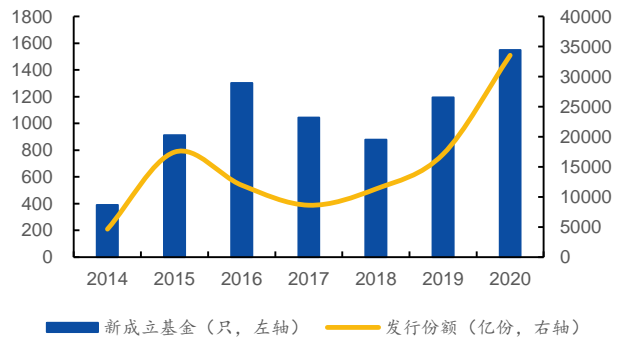
为 1303 只、1548 只。

图 26：2016-2020 年中国公募基金市场规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

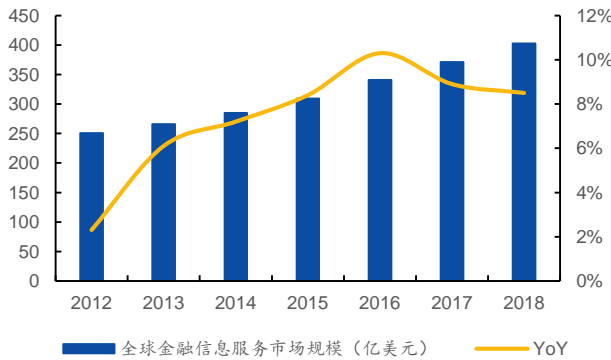
图 27：2014-2020 年新成立基金数及发行份额数



资料来源：Wind，国元证券研究所

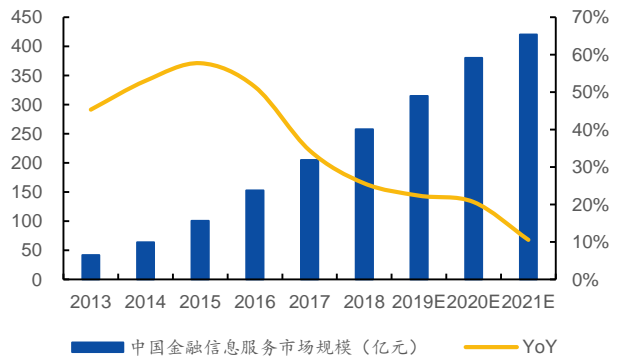
中国金融信息服务行业规模进入平稳增长阶段，行业成长空间广阔。中国金融信息服务行业经过多年的发展，行业经营模式及盈利模式基本成型，发展状况良好。根据赛迪顾问的统计，2020 年，中国金融信息服务行业市场规模预计为 380 亿元，同比增长 20.63%，2021 年金融信息服务行业市场规模预计增长至 420 亿元。伴随着资本市场的发展，未来持续成长空间广阔。

图 28：全球金融信息服务市场规模



资料来源：指南针招股说明书，赛迪顾问，国元证券研究所

图 29：中国金融信息服务市场规模

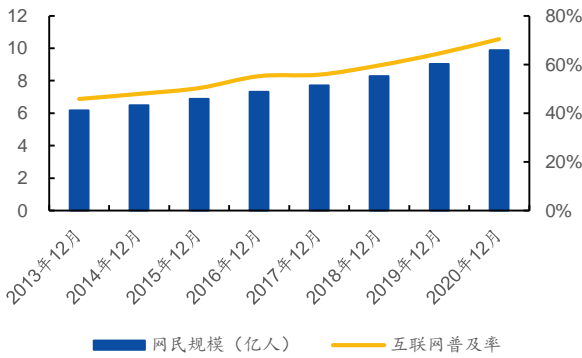


资料来源：指南针招股说明书，赛迪顾问，国元证券研究所

2.4 发展趋势：互联网金融加速渗透

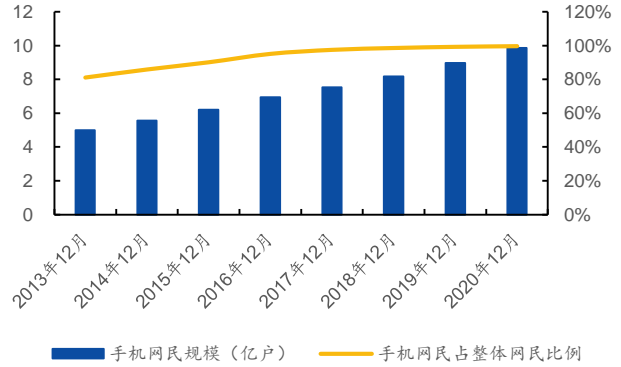
互联网普及率及手机网民规模持续攀升，为移动端金融信息服务提供客户基础。网民规模和互联网普及率持续攀升，推动线上金融信息服务与产品的不断发展。根据 CNNIC 的数据，截至 2020 年 12 月，我国网民规模达到约 9.89 亿人，较 2019 年 12 月新增网民 8500 万人，互联网普及率达 70.40%。互联网普及率的提升，为金融信息服务行业的发展奠定了基础。网民中使用手机上网人群的占比由 2013 年 12 月的 81.00% 提升至 2020 年 12 月的 99.70%，使用手机上网的网民比例持续攀升，有利于推动移动端金融信息服务产品的不断创新。

图 30：网民规模及互联网普及率



资料来源：CNNIC，国元证券研究所

图 31：手机网民规模及网民占比

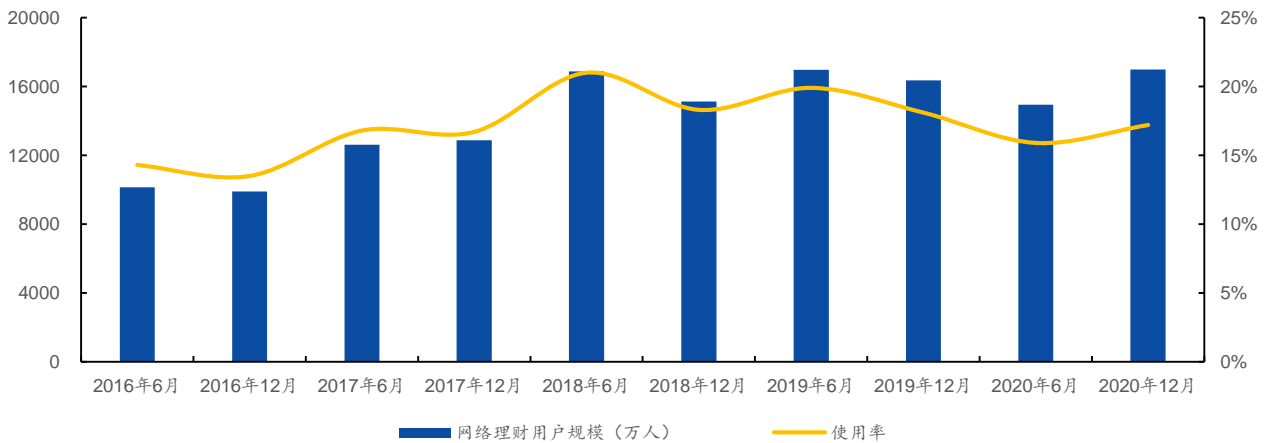


资料来源：CNNIC，国元证券研究所

互联网渠道优势凸显，推动互联网理财发展。中国互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养。根据 CNNIC 的数据，2018 年以来，中国购买互联网理财产品的网民规模稳定在 1.4 亿人以上。2020 年 12 月，互联网用户对网络理财的使用率为 17.20%，网络理财服务随互联网普及率的提升以及互联网金融理财产品的更新升级加速渗透。

互联网金融模式相较于传统金融模式具有交易成本低、效率高、覆盖广等优势，并且突破了时间与地域的限制。操作流程由计算机标准化处理，用户自行完成信息甄别、匹配和交易，无传统中介使得业务处理速度更快，用户的多样化需求可以更好地得以满足。

图 32：中国网络理财用户规模及使用率

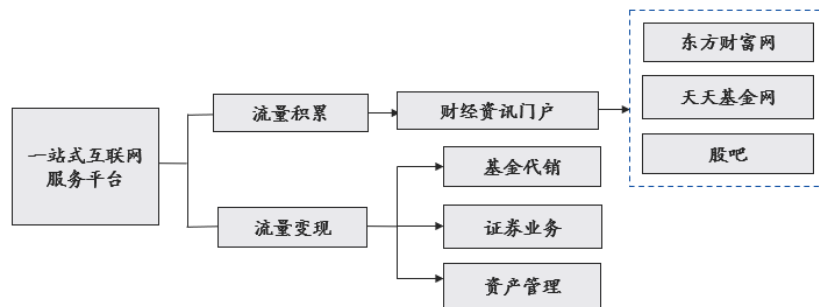


资料来源：CNNIC，国元证券研究所

3. 深谙流量积累+变现之道，服务链条逐步延伸

公司通过“东方财富网”、“天天基金网”以及“股吧”三大流量入口吸引大规模、高粘性用户群体，并通过销售金融数据终端的方式积累海量客户流量，为公司后期流量变现打下坚实的基础。在流量优势的基础上，公司通过获取基金销售牌照、证券业务牌照等金融牌照，积极拓展业务边界。此后，公司积极布局公募基金和保险经纪业务，有助于公司业务向财富管理拓展，建立居民理财一站式平台。随着财富管理生态圈的构建完成，未来公司所提供的专业服务将更加丰富和完善。

图 33：公司战略路线



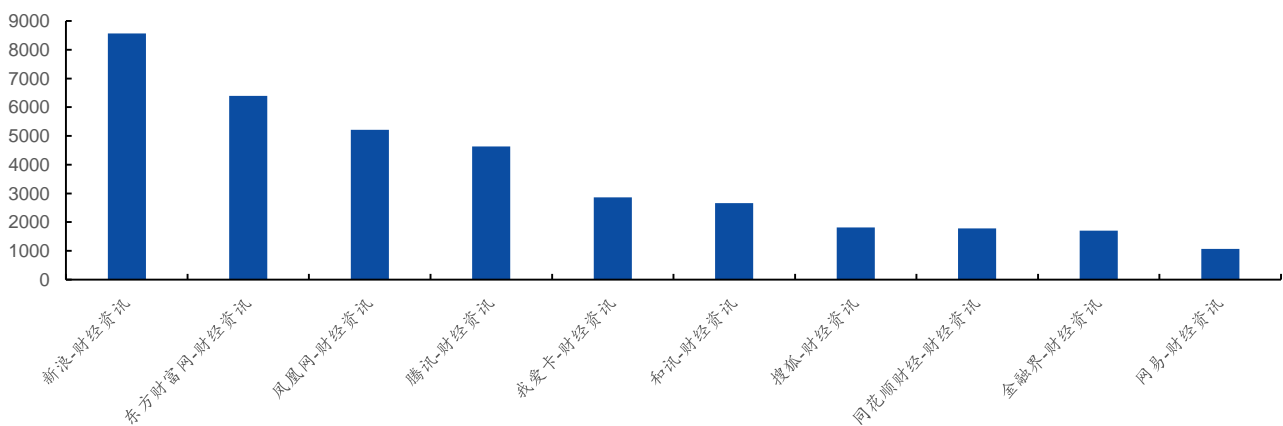
资料来源：国元证券研究所整理

3.1 财经资讯：流量积累入口，用户规模领先

3.1.1 东方财富网：核心财经门户，品牌优势突出

“东方财富网”品牌影响力突出，用户规模与粘性始终保持行业领先地位。根据艾瑞数据，2021年4月，“东方财富网”月度覆盖人数达6391万人，仅次于新浪财经网，在同类网站中竞争优势明显。

图 34：2021 年 4 月前十名财经网站月度覆盖人数（单位：万人）



资料来源：艾瑞数据，国元证券研究所

公司打造了以“东方财富网”为核心的一体化金融信息服务平台。“东方财富网”、“天天基金网”、“股吧”为公司的三大核心品牌，公司通过从 PC 端和移动端向用

户提供金融资讯、基金分析和股民互动等服务，满足用户差异化需求。公司三大平台精准覆盖潜在客户，用户资源广且具有较高的粘性。

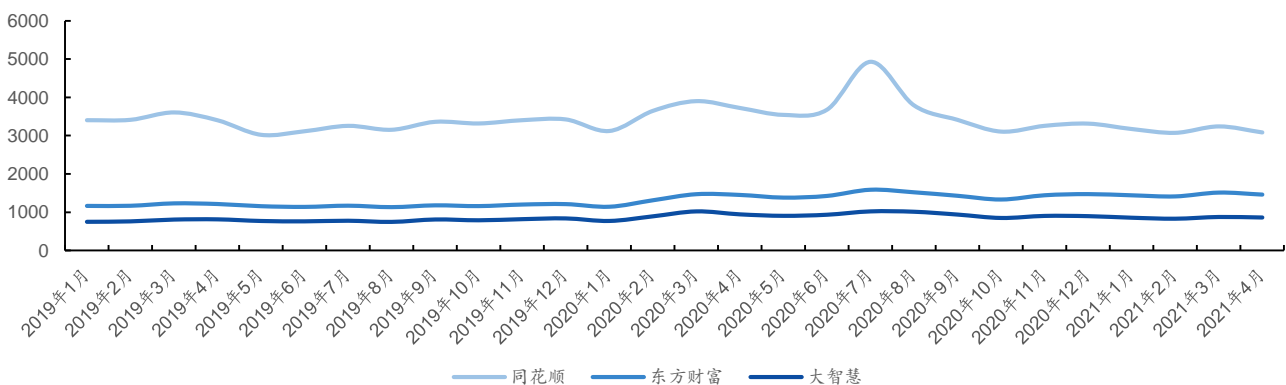
图 35：“东方财富网”首页



资料来源：东方财富网，国元证券研究所

东方财富移动端月活人数在同类 APP 中排名第二。根据易观千帆的数据，2021 年 4 月，东方财富 APP 月度活跃用户数为 1461.86 万人，在证券服务应用类 APP 中排名第二，与同花顺 3084.60 万人的月度活跃用户数仍有一定差距。在 APP 端，公司提供社交氛围和智能选股等智能化功能，有望挖掘新的流量增长点。

图 36：证券服务应用类 APP 主要月度活跃用户数比较（单位：万人）



资料来源：易观千帆，国元证券研究所

3.1.2 天天基金：持续优化体验，驱动用户增长

“天天基金网”作为“东方财富网”的频道于 2007 年 3 月正式上线，内容覆盖基金数据、投资工具、咨询互动和基金交易等方面，并为网站用户提供便利的资讯信

息查询和检索功能。

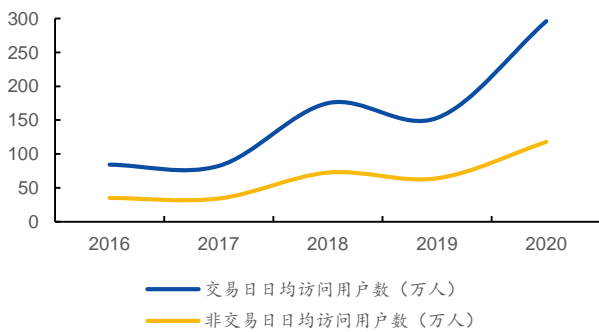
图 37：天天基金官网与 APP



资料来源：天天基金官网，天天基金 APP，国元证券研究所

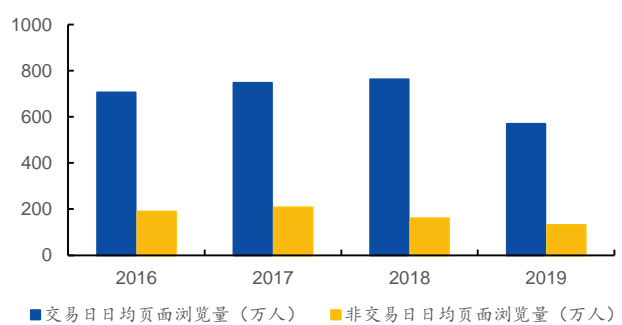
天天基金流量和用户粘性优势明显。根据公司公告，2020 年，天天基金网日均访问用户数交易日和非交易日分别为 295.81 万和 117.99 万人，较 2019 年的流量情况均有显著提升。

图 38：天天基金网日均活跃用户访问量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

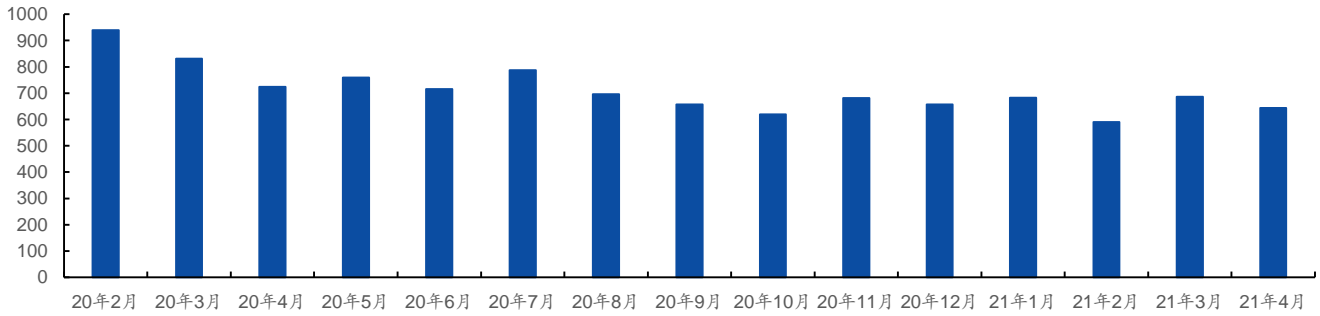
图 39：天天基金网日均页面浏览量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年，天天基金推进业务创新和差异化发展，深入开展专业化、个性化服务，加强产品交易功能，提升一站式线上自助理财服务能力，用户体验得到了进一步提升。根据艾瑞数据，2020 年 2 月至 2021 年 4 月，天天基金网的月度覆盖人数始终维持在 590 万人以上。

图 40：天天基金网月度覆盖人数（单位：万人）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

3.1.3 股吧：精准覆盖股民，导流效果显著

作为我国最早推出的互联网财经互动社区之一，“股吧”已在我国主要互联网财经互动社区中具备了明显的用户访问量和用户黏性优势，占据了领先的行业地位。

图 41：“股吧”为公司各类业务导流

为东方财富证券、Choice和APP等导流

东方财富网 | 股吧首页 基金吧 大家谈 话题 问答

您好，欢迎来股吧！ 登录/注册

股吧 guba.com.cn

热门话题 #惊呆了！90%利润分红# #海螺水泥拟10派21.2# #宝能系拟减持华侨城# #吨吨非光遭苹果踢群# #机构热议茅台目标价# 更多>

热门个股吧 更多>

- *ST众泰吧 南网能源吧 *ST康得吧 *ST信威吧 ST德豪吧 包钢股份吧 深圳能源吧
- *ST联华吧 C贝泰妮吧 N英力吧 TCL科技吧 比亚迪吧 格林美吧 东方财富吧
- 贵州茅台吧 起步股份吧 节能风电吧 美邦服饰吧 华夏幸福吧 光启技术吧 长源电力吧

热门主题吧 更多>

- 财经评论吧 股市实战吧 上证指数吧 科创板吧 股民学校吧 创业板指吧 原油吧
- 新股吧 基金点评吧 股指期货吧 基金动态吧 核心内参吧 恒生指数吧 黄金吧
- 科创板吧 NEW

指数宝 股市闲钱就放 金融终端6.8折起 多功能炒股软件 免费使用

上证指数 3418.33 54.74 1.63%

深证成指 13769.58 348.52 2.60%

创业板指 2745.40 89.40 3.37%

浪客直播 更多>

功能实践 (高净值)

轻松把脉市场热点

活期宝 关联基金最高7日年化 2.71% 2021-03-26 随时取现 最快1秒到账 立即充值

买基金 申购费率 1折起

创金合信工业周期股票A 140.71% 近1年收益率 立即购买 费率1折 详情>

农银新能源主题 130.90% 近1年收益率 立即购买 费率1折 详情>

农银工业4.0混合 130.12% 近1年收益率 立即购买 费率1折 详情>

广发高端制造股票A 128.41% 近1年收益率 立即购买 费率1折 详情>

为各类基金代销业务、功能性软件等导流

资料来源：股吧，国元证券研究所

从网站的整体设计上看，公司的“股吧”和“百度贴吧”类似，都有着相同的功能以及以内容为导向的入口，有增加用户粘性和沉淀流量并进行内部转化的作用。未来，公司将加强互联网服务新业务领域探索工作，不断延伸和完善服务链条，拓宽服务范围，提升公司互联网服务大平台的整体服务能力和水平。

图 42：股吧（左）与百度贴吧（右）对比

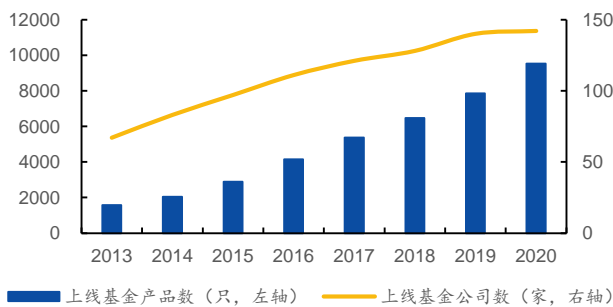


资料来源：股吧，百度贴吧，国元证券研究所

3.2 基金销售：公募基金保有量位居市场前列

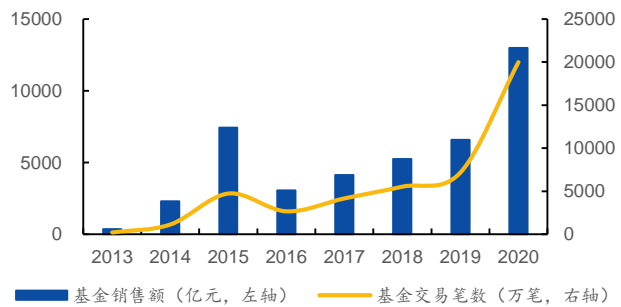
公司上线基金公司数及基金产品数稳居行业第一梯队，基金产品覆盖面广。根据公司 2020 年年报，截至 2020 年 12 月 31 日，公司共上线 142 家公募基金管理人 9535 只基金产品。2020 年，天天基金网共计实现基金认（申）购及定期定额申购交易 20006.42 万笔，基金销售额为 12978.09 亿元，其中非货币型基金共计实现认/申购（含定投）交易 16367.64 万笔，销售额为 6990.72 亿元。基金销售业务虽受制于资本市场行情影响，但公司上线基金公司及基金产品数量呈逐年增长趋势。

图 43：天天基金网上线基金产品数量及基金公司数量



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 44：天天基金网基金销售额及交易笔数



资料来源：Wind，国元证券研究所

大规模基金保有量有望给公司带来较高的尾随佣金收入，保障了公司未来的持续成长。根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至 2021 年 3 月，我国公募基金资产净值为 21.56 万亿元。公募基金销售保有规模中，独立基金销售机构占比从 2015 年的 2.14% 提升至 2019 年的 11.03%，基金公司直销的占比从 2015 年的 61.90% 下降至 57.29%，基金销售市场前景广阔。从 2021 年一季度的销售机构公募基金销售保有规模来看，天天基金的股票+混合公募基金保有规模为 3750 亿元，非货币市场公募基金保有规模为 4324 亿元，在机构中排名第五。

表 3：2021 年一季度末销售机构公募基金销售保有规模

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模（亿元）	非货币市场公募基金保有规模（亿元）
1	招商银行股份有限公司	6711	7079
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	5719	8901
3	中国工商银行股份有限公司	4992	5366
4	中国建设银行股份有限公司	3794	4101
5	上海天天基金销售有限公司	3750	4324
6	中国银行股份有限公司	3048	4572
7	交通银行股份有限公司	2381	2483
8	中国农业银行股份有限公司	2268	2468
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1656	1708
10	中国民生银行股份有限公司	1512	1566

资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

公司不断加强产品及服务创新，推进天天基金电子商务服务业务快速发展。公司坚持以用户需求为中心，加强产品及服务创新工作，通过用户画像分析，提供个性化、智能化服务，同时丰富产品线，提升整体服务能力和水平，拓展服务范围，提升用户体验，增强用户黏性，努力为海量用户提供更优质的电子商务服务，巩固和强化行业领先地位。

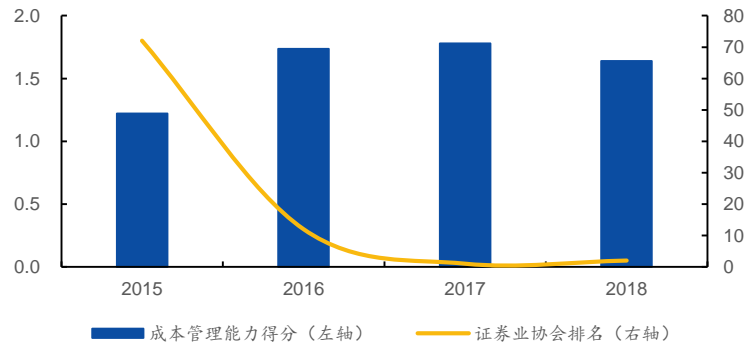
3.3 证券服务：受益交投活跃，证券业务高增长

2020 年，资本市场总体景气度活跃，股票交易额同比大幅增加，公司证券业务及相关收入继续实现快速发展。目前公司是行业内唯一一家获取证券业务全牌照的互联网公司，证券业务的开展使公司在未来业务发展的多样性以及获取新的流量变现渠道上有更大的想象空间。根据 Wind 数据，公司经纪业务和两融业务的营收占比始终维持在较高的水平，是证券业务增长的核心驱动力。

3.3.1 经纪业务：成本管控与获客能力较强

低佣金、低成本推动经纪业务向好发展。近年来证券经纪业务提供的服务同质化程度明显，证券行业交易佣金率整体呈下降趋势，因此成本管控及获客能力对于证券经纪业务规模的扩大和市占率的提升尤为关键。东方财富证券借助公司平台积累的优质客户流量，成本管理能力相较于传统券商更具优势，佣金率长期低于行业平均水平。

图 45：东方财富证券成本管理得分及排名



资料来源：中国证券业协会，国元证券研究所

注：证监会于 2020.07 修改《证券公司分类监管规定》，取消“成本管理得分”排名指标

A 股开户渗透率存在提升空间，长期来看公司有望受益。根据中国证券登记结算有限责任公司披露的数据，2020 年末，我国自然人投资者数量为 17736 万人，根据第七次全国人口普查的数据，全国人口共 141178 万人，自然人投资者占全国人口的比例为 12.56%，伴随着中国资本市场的健康发展，我们认为该比例有望进一步提升。

表 4：自然人投资者数量情况（单位：万人）

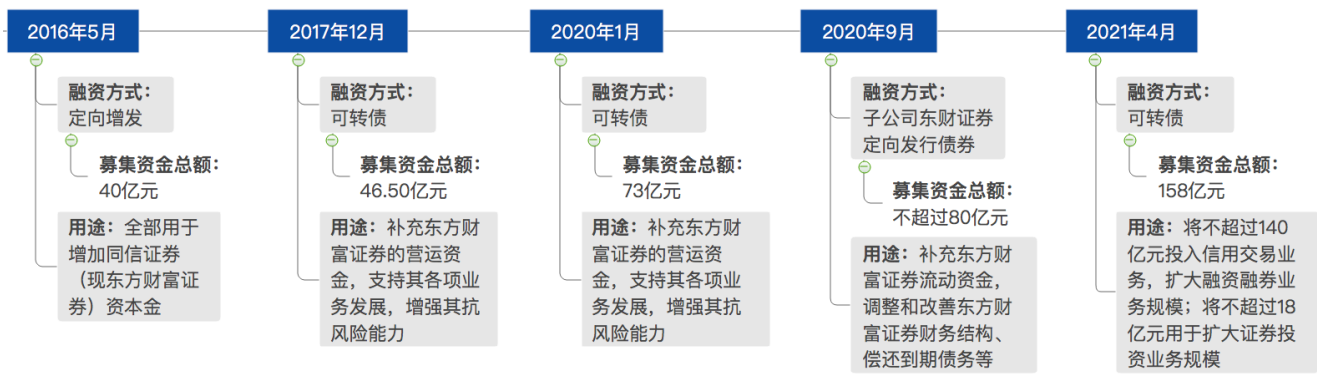
年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
年末自然人投资者数量	9882	11778	13362	14615	15937	17736

资料来源：中国证券登记结算有限责任公司官网，国元证券研究所

3.3.2 两融业务：资本金充裕，业务有望扩张

两融业务规模持续扩大，未来市占率上升可期。两融业务规模与经纪业务密切相关，并随着经纪业务的增长而快速上升。根据公司公告，2015-2020 年，公司两融余额从 13.63 亿元提升至 293.94 亿元。根据公司 2020 年 12 月发布的《关于公司申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函回复报告》，2020 年 9 月，东方财富证券的两融业务市场份额已达到 1.80%。

图 46：公司募集资金情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

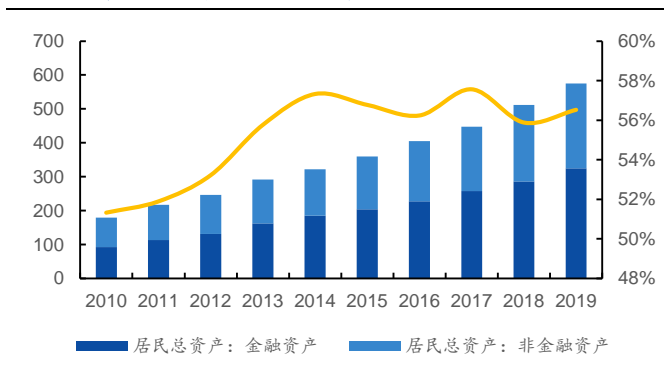
两融业务属于资本消耗型业务，公司采取再融资和发行可转债等方式有效补充运营资金，同时积极布局线下网点，未来成长空间较为巨大。

3.4 资产管理：拓宽服务范围，打开全新空间

中国居民资产结构持续优化，财富管理需求进一步提升。2020年，我国GDP超过100万亿元，经济总量创历史新高，人均GDP连续第二年超过1万美元，国家综合经济实力和居民财富不断增加。根据中国社会科学院的统计数据，2010-2019年，我国居民总资产的CAGR为15.07%，2019年居民总资产为574.96万亿元，近五年来金融资产的占比始终保持在55%以上。根据中国建设银行的数据，从可投资资产结构来看，2018年，中国个人持有的可投资资产规模增至147万亿元，其中居民储蓄仍为个人主要可投资资产，但占比近年来有所下滑，保险、基金等理财产品受欢迎程度不断提升。

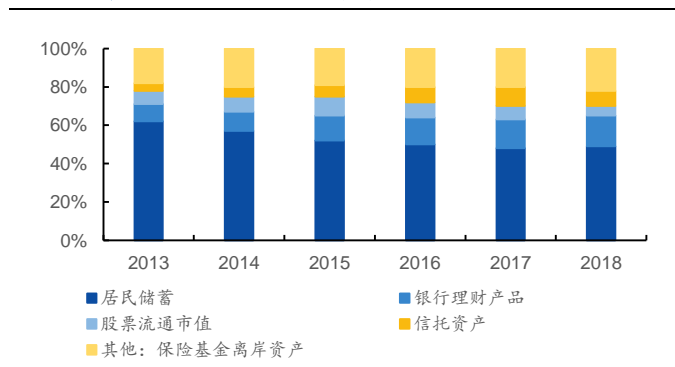
根据麦肯锡的数据，截至2020年底，以个人金融资产计算，中国已成为全球第二大财富管理市场、第二大在岸私人银行市场。预计到2025年，中国财富管理市场年复合增长率将达10%左右，市场规模有望突破330万亿元。中国居民的财富积累催生了专业财富管理需求，公司凭借多年以来积累的品牌知名度和投资者认可度，一站式互联网财富管理战略有望加速落地。

图 47：中国居民资产结构（单位：万亿元）



资料来源：Wind，中国社会科学院，国元证券研究所

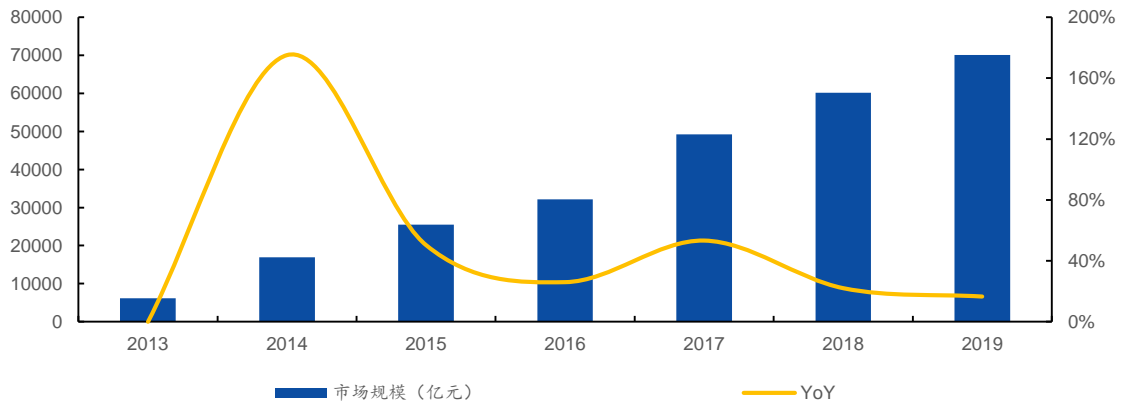
图 48：中国个人持有的可投资资产结构



资料来源：Wind，中国建设银行，国元证券研究所

根据易观分析的数据，我国互联网财富管理市场规模快速增长，2013-2019年CAGR达到49.99%，2019年市场规模已超7万亿元。在经济稳定向好、投资意识提高、金融科技不断发展等多重利好加持之下，中国财富管理市场未来发展空间依然广阔。此外，疫情显著增加了家庭线上投资的意愿，促使财富管理机构加快线上化进程。

在互联网财富管理方面，公司以财经门户网站起家，拥有明显的互联网营销渠道优势。此外，相较于银行、保险等企业，公司旗下的东方财富证券子公司拥有丰富的投资经验、专业的研究团队、高净值客户群体等竞争优势，为公司构建以“东方财富网”为核心的互联网资产管理生态圈打下坚实基础。

图 49：互联网财富管理市场规模


资料来源：易观分析，国元证券研究所

积极拓展业务边界，资产管理业务持续落地。公司致力于构建人与财富的金融生态圈，提供集财经、证券、基金、期货、社交服务等一站式互联网财富管理服务，为用户创造更多价值。近年来，公司金融牌照日趋健全，不断完善金融业务布局。2018 年 10 月，公司获准设立西藏东财基金管理有限公司，标志着公司正式进军公募基金领域，为未来资产管理业务的开展奠定了坚实基础。随着我国投资者对财富管理需求的增长，公司一站式互联网资产管理战略有望加速落地。

表 5：公司当前所持牌照梳理

业务类型	持有主体	持股比例	牌照获取时间
保险经纪	东财保险经纪有限公司	100%	2019 年 5 月
公募基金	西藏东财基金管理有限公司	100%	2018 年 10 月
期货经纪（香港）	东方财富国际期货有限公司	100%	2017 年 11 月
小额贷款	上海徐汇东方财富小额贷款有限公司	100%	2017 年 7 月
期货经纪（内地）	同信久恒期货有限公司	96.84%	2016 年 12 月
企业征信	东方财富征信有限公司	100%	2016 年 7 月
私募基金	西藏东方财富投资管理有限公司	100%	2015 年 12 月
证券（内地）	西藏东方财富证券股份有限公司	100%	2015 年 12 月
第三方支付	宝付网络科技（上海）有限公司	27%	2015 年 7 月
证券（香港）	哈富证券有限公司	100%	2015 年 4 月
基金销售	上海天天基金销售有限公司	100%	2012 年 2 月

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是我国领先的网络财经信息平台综合运营商，以财经门户网站起家，积累了海量用户资源。近年来，公司金融牌照日趋健全，不断完善金融业务的布局，一站式互联网财富管理战略持续落地。目前公司的主要业务包括：证券服务、金融电子商务服务、金融数据服务及互联网广告服务等，我们按照这三个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 证券服务：**公司的证券经纪业务主要依托互联网服务平台及全国主要中心城市的分支机构，通过拥有相关业务牌照的东方财富证券、东方财富期货和哈富证券等公司，为海量用户提供证券、期货经纪等服务。2019-2020年，该业务收入增速分别为51.71%、81.11%，预测该业务未来三年收入将保持稳健增长态势，增速分别为28.79%、21.45%、20.06%。
- 2. 金融电子商务服务：**公司该业务主要通过天天基金，为用户提供基金第三方销售服务。天天基金依托以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台积累的海量用户资源和良好的品牌形象，通过金融电子商务平台向用户提供一站式互联网自助基金交易服务。该业务2019-2020年收入增速分别为15.98%、139.74%，预计未来三年增速分别为35.61%、23.58%、20.01%。毛利率方面，该业务过去两年毛利率分别为91.45%、91.70%，预测未来三年将保持在前两年的水平，分别为91.74%、91.78%、91.81%。
- 3. 金融数据服务及互联网广告服务等：**金融数据服务主要以金融数据终端服务平台为载体，通过PC客户端、移动端平台，向海量用户提供专业化金融数据服务；互联网广告服务方面，公司主要为客户在“东方财富网”及各专业频道、互动社区等页面上通过文字链、图片和富媒体等表现形式提供互联网广告服务。2019-2020年，金融数据服务及互联网广告服务等收入增速分别为0.16%、19.99%，预测未来三年增速分别为32.02%、23.13%、21.01%。

表 6：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
证券服务					
收入	2750.70	4981.83	6416.10	7792.35	9355.72
增长率	51.71%	81.11%	28.79%	21.45%	20.06%
毛利率	-	-	-	-	-
金融电子商务服务					
收入	1235.70	2962.43	4017.35	4964.64	5958.06
增长率	15.98%	139.74%	35.61%	23.58%	20.01%
毛利率	91.45%	91.70%	91.74%	91.78%	91.81%
金融数据服务+互联网广告服务					
收入	245.27	294.30	388.54	478.40	578.91
增长率	0.16%	19.99%	32.02%	23.13%	21.01%
毛利率	-	-	-	-	-
合计					
收入	4231.68	8238.56	10821.99	13235.39	15892.69
增长率	35.48%	94.69%	31.36%	22.30%	20.08%
毛利率	90.76%	93.12%	93.40%	93.37%	93.36%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，同花顺也从事金融信息服务，中金公司、中信建投等公司从事证券业务，与公司部分业务相似，故选择这三家作为可比公司。从 PE 估值来看，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 54.8 倍，公司的估值水平略高于三家可比公司的平均水平，我们认为原因可能是公司处于快速成长期，市场对公司未来的发展给予了较高的期望，从中长期来看，我们认为公司具备较好的投资价值。

表 7：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300033.SZ	同花顺	104.14	559.86	3.21	4.08	5.21	6.46	38.66	25.53	19.99	16.12
601995.SH	中金公司	57.88	2010.33	1.49	1.95	2.40	2.87	38.85	29.68	24.11	20.15
601066.SH	中信建投	29.24	1988.69	1.23	1.35	1.58	1.84	23.77	21.68	18.55	15.93
平均		-	-	-	-	-	-	33.76	25.63	20.88	17.40
300059.SZ	东方财富	31.49	3254.73	0.46	0.60	0.74	0.89	68.12	52.79	42.73	35.45

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2021 年 7 月 9 日

投资建议：

公司是 A 股市场较为稀缺的互联网服务平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务，伴随着中国资本市场的健康发展，公司未来的成长空间较为广阔。预测公司 2021-2023 年营业总收入为 108.22、132.35、158.93 亿元，

归母净利润为 61.66、76.17、91.82 亿元，EPS 为 0.60、0.74、0.89 元/股，对应 PE 为 52.79、42.73、35.45 倍。过去三年，公司 PE 主要运行在 40-80 倍之间，考虑到中国资本市场的健康发展，公司未来的成长性较为确定，维持公司 2021 年 60 倍的目标 PE，对应的目标价为：36.00 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1. **国内证券市场股票交易额增长低于预期：**金融信息行业公司的业绩与证券市场整体行情相关性较高，若证券市场景气度下降，可能会导致股市下跌、市场交易量收缩等情况，可能会抑制投资者对金融信息服务及产品的需求，行业内公司的营收和净利润可能将不及预期；
2. **证券行业竞争进一步加剧：**随着证券行业的快速发展，相关费率市场化程度不断提高，如果公司不能紧跟行业发展形势，提高公司的竞争力和核心优势，可能将无法适应激烈的行业竞争；
3. **基金销售市场竞争激烈：**近年来互联网巨头进军第三方基金销售市场，随着行业内参与者的不断增多，没有核心竞争力的企业可能会被逐步淘汰；
4. **金融监管及政策法规趋严：**随着行业的不断发展，监管金融信息服务行业的法律法规正逐步趋于完善，目前已有《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》等法律，监管机构也出台了一些关于规范发展的指导意见和措施。但金融信息服务行业内的服务与产品更新迭代速度较快，若金融监管趋严，公司的业务创新进展可能不及预期。
5. **资产管理业务发展不及预期：**公司在 2018 年成立西藏东财基金管理有限公司，开始逐步布局资产管理业务，存在发展不及预期的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	56159.32	104658.52	98552.38	112110.81	126158.49
现金	25011.29	41420.49	45726.34	53773.43	62276.55
应收账款	314.42	726.02	950.17	1159.42	1387.43
其他应收款	4332.95	9801.55	11626.06	13988.49	16442.58
预付账款	86.01	106.96	133.97	163.50	195.11
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	26414.65	52603.50	40115.83	43025.97	45856.82
非流动资产	5672.09	5670.22	5693.43	5725.56	5773.29
长期投资	466.14	451.52	458.56	462.35	468.78
固定资产	1558.28	1763.88	1814.37	1848.96	1887.18
无形资产	180.29	174.33	187.25	201.64	216.32
其他非流动资产	3467.39	3280.48	3233.25	3212.60	3201.01
资产总计	61831.41	110328.74	104245.82	117836.36	131931.79
流动负债	39376.90	75888.58	64097.49	70707.74	76430.17
短期借款	402.52	2940.21	657.51	742.16	868.75
应付账款	115.86	211.05	232.31	284.73	340.52
其他流动负债	38858.52	72737.31	63207.67	69680.86	75220.90
非流动负债	1242.02	1283.69	1322.59	1360.65	1403.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1242.02	1283.69	1322.59	1360.65	1403.44
负债合计	40618.92	77172.27	65420.08	72068.39	77833.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	6715.61	8613.14	10335.76	10335.76	10335.76
资本公积	8930.62	14451.07	12728.44	12728.44	12728.44
留存收益	5556.67	10133.31	15782.50	22722.52	31050.55
归属母公司股东权益	21212.49	33156.47	38825.74	45767.97	54098.18
负债和股东权益	61831.41	110328.74	104245.82	117836.36	131931.79

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11721.17	4529.03	7417.46	8303.95	8819.33
净利润	1831.29	4778.10	6165.98	7617.04	9181.90
折旧摊销	253.93	270.30	237.74	261.91	287.57
财务费用	-12.01	33.92	-21.58	-96.08	-132.88
投资损失	-270.85	-316.09	-325.46	-342.12	-363.48
营运资金变动	9364.26	-1109.48	1381.07	854.15	-161.91
其他经营现金流	554.55	872.27	-20.29	9.05	8.14
投资活动现金流	799.13	-410.95	-700.21	-171.93	-202.94
资本支出	76.88	275.96	208.76	223.53	254.81
长期投资	-843.70	133.94	9.64	6.00	10.04
其他投资现金流	32.31	-1.05	-481.81	57.60	61.91
筹资活动现金流	1725.30	15605.22	-2411.40	-84.93	-113.28
短期借款	189.46	2537.70	-2282.70	84.65	126.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1547.32	1897.53	1722.63	0.00	0.00
资本公积增加	3426.27	5520.45	-1722.63	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3437.75	5649.54	-128.69	-169.58	-239.87
现金净增加额	14248.65	19671.89	4305.85	8047.09	8503.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4231.68	8238.56	10821.99	13235.39	15892.69
营业成本	390.94	566.65	714.13	877.16	1055.22
营业税金及附加	41.05	67.06	86.58	104.56	123.96
营业费用	364.07	523.00	847.36	1033.68	1236.45
管理费用	1289.10	1467.99	1924.15	2350.61	2817.77
研发费用	305.41	378.38	449.19	491.62	542.79
财务费用	-12.01	33.92	-21.58	-96.08	-132.88
资产减值损失	0.00	-33.20	-20.15	-18.48	-15.63
公允价值变动收益	-6.85	-0.71	-0.67	-0.64	-0.61
投资净收益	270.85	316.09	325.46	342.12	363.48
营业利润	2142.14	5532.57	7133.52	8804.33	10604.61
营业外收入	0.05	0.05	0.07	0.09	0.11
营业外支出	14.60	17.17	17.63	17.89	17.95
利润总额	2127.59	5515.45	7115.96	8786.53	10586.77
所得税	296.30	737.35	949.98	1169.49	1404.86
净利润	1831.29	4778.10	6165.98	7617.04	9181.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1831.29	4778.10	6165.98	7617.04	9181.90
EBITDA	2384.06	5836.79	7349.68	8970.16	10759.29
EPS (元)	0.27	0.55	0.60	0.74	0.89

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业总收入(%)	35.48	94.69	31.36	22.30	20.08
营业利润(%)	89.47	158.27	28.94	23.42	20.45
归属母公司净利润(%)	91.02	160.91	29.05	23.53	20.54
获利能力					
毛利率(%)	90.76	93.12	93.40	93.37	93.36
净利率(%)	43.28	58.00	56.98	57.55	57.77
ROE(%)	8.63	14.41	15.88	16.64	16.97
偿债能力					
资产负债率(%)	65.69	69.95	62.76	61.16	59.00
净负债比率(%)	1.49	6.71	4.51	4.29	4.25
流动比率	1.43	1.38	1.54	1.59	1.65
速动比率	1.43	1.38	1.54	1.59	1.65
营运能力					
总资产周转率	0.08	0.10	0.10	0.12	0.13
应收账款周转率	13.68	14.76	12.54	12.55	12.48
应付账款周转率	3.53	3.47	3.22	3.39	3.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.46	0.60	0.74	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.44	0.72	0.80	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.05	3.21	3.76	4.43	5.23
估值比率					
P/E	177.73	68.12	52.79	42.73	35.45
P/B	15.34	9.82	8.38	7.11	6.02
EV/EBITDA	119.78	48.93	38.85	31.84	26.54

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188