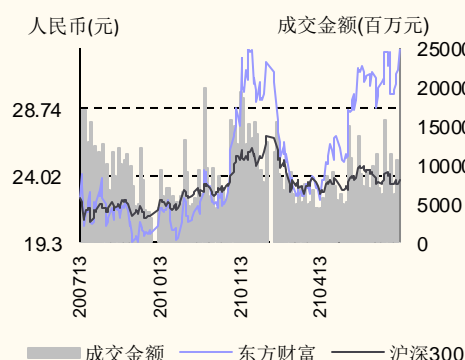


市场价格 (人民币): 32.99 元  
 目标价格 (人民币): 40.20-40.20 元

## 市场数据 (人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 103.36      |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 85.59       |
| 总市值(亿元)       | 3,409.77    |
| 年内股价最高最低(元)   | 33.01/19.30 |
| 沪深 300 指数     | 5133        |
| 创业板指          | 3535        |



## 用户视角下“开放式投资平台”的价值

## 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2019   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 4,232  | 8,239   | 11,527 | 14,679 | 18,372 |
| 营业收入增长率        | 35.48% | 94.69%  | 39.91% | 27.35% | 25.16% |
| 归母净利润(百万元)     | 1,831  | 4,778   | 6,957  | 8,893  | 11,143 |
| 归母净利润增长率       | 91.02% | 160.91% | 45.59% | 27.84% | 25.30% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.273  | 0.555   | 0.673  | 0.860  | 1.078  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.74   | 0.51    | 1.34   | 1.22   | 1.30   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.63%  | 14.41%  | 17.67% | 18.81% | 19.48% |
| P/E            | 40.01  | 46.49   | 49.02  | 38.34  | 30.60  |
| P/B            | 3.45   | 6.70    | 8.66   | 7.21   | 5.96   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **一、用户流量：“股吧”的社交属性聚集大量“投资用户”，“天天基金”受益于生态内多方引流。** 1) 用户需求方面，交流需求的满足成为投资社交平台用户规模增长的突破点，相比资讯平台，股吧强调社交属性，满足大众用户的互动需求，东方财富 MAU 持续缩小与第一的差距。2) 用户群体方面，相比强调学习性的雪球，股吧侧重互动性，通过互动帖子吸引大众用户，抓住庞大的情感互动需求。3) 天天基金是最早的独立代销机构，受益于东方财富生态内多产品的引流，天天基金已经成为新的用户流量池。
- **二、流量变现之一：东财开户奖励具有边际成本优势，证券业务收入 18-20 年复合增长达 66%。** A 股景气度在 19 年后基本稳步提升。在佣金率优势减弱后，东方财富通过其投资辅助功能的成本优势提供更丰厚开户奖励。
- **三、流量变现之二：基金市场“非货基”占比 20 年提升至 32%，天天基金更专业的服务优势有望推动保有量的增长。** 1) 股票型、混合型基金占比从 18 年 17% 上升至 20 年的 32%。2) 天天基金 21Q1 保有量为全市场第 5，随着大众用户对基金的专业咨询需求提升，其专业服务的独家优势，有望推动市占率提升。3) 参考美国嘉信理财，财富管理有望成为增长新动力。天天基金自有渠道的成本和流量优势，有望推动财富管理成为新增长点。4) 公司获得基金投顾试点资格，有望推动基金代销和财富管理的发展。
- **四、Q2 股/基规模同比提升 35%/80%，1H21 归母净利润同比预增 94%-121%。** 公司于 7 月 10 日发布业绩预告，1H21 公司归母净利润为 35-40 亿元，同比增长 94%-121%。20 年公司证券经纪/两融利息/基金代销收入为 30/15/30 亿元，同比增长 82%/89%/140%。Q2 股票成交/基金净值同比增长 35%/80%，市场景气度提升，有望推动业绩增长，预计 21 年证券经纪/两融利息/基金代销收入为 40/21/44 亿元，同比增长 33%/36%/47%。

## 盈利预测&amp;估值

- 预计 21-23 年公司摊薄 EPS 分别为 0.67/0.86/1.08 元。采取 PE 相对估值法，由于东方财富具有较强的产品变现能力和净利润率，给予公司 21 年 60 倍 PE，对应目标价 40.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险

- 基金业务竞争激烈；市场交易成交额不确定性；财富管理发展不及预期。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001  
 yangxiaofeng@gjzq.com.cn

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 一、用户流量：“股吧”的社交属性聚集大量“投资用户”                               | 5  |
| 1.1 投资社交平台三维分析框架：用户需求+用户群体+信息传播                          | 5  |
| 1.2 “股吧”：开放式投资社交平台的多对多社交属性，为公司积累大量用户流量                   | 8  |
| 1.3 天天基金：东方财富生态内多应用引流，天天基金已经成为新的用户流量池                    | 12 |
| 二、流量变现之一：东财开户奖励具有边际成本优势，证券业务收入 18-20 年复合增长达 66%。         | 13 |
| 2.1 证券业务用户：低佣金优势驱动第一轮获客，流量+边际成本优势推动新一轮获客                 | 13 |
| 2.2 证券业务变现：国内股票场景气度提升，东财净利润率保持行业领先                       | 14 |
| 三、流量变现之二：基金市场“非货基”占比 20 年提升至 32%，天天基金更专业的分析优势有望推动保有量的增长。 | 16 |
| 3.1 基金市场：市场风格逐渐转变，有望推动非货币基金规模提升                          | 16 |
| 3.2 基金代销：更专业的投资指导功能，有望推动天天基金保有量份额提升                      | 17 |
| 3.3 财富管理：参考海外龙头嘉信理财，财富管理或成业绩增长下一极                        | 20 |
| 3.4 最新动态：东方财富获取基金投顾试点资格，有望推动代销和财富管理的发展                   | 22 |
| 四、公司经营分析   | 22 |
| 4.1 管理层调整，有望推动公司向年轻化、专业化发展                               | 22 |
| 4.2 收入端分析  | 23 |
| 4.3 成本端分析  | 25 |
| 4.4 净利润分析  | 25 |
| 五、盈利预测与估值  | 26 |
| 5.1 分业务收入预测  | 26 |
| 5.2 费用预测   | 28 |
| 5.3 估值与投资建议  | 28 |
| 六、风险提示   | 29 |

## 图表目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：主流财经类 App 满足用户需求维度对比         | 5 |
| 图表 2：东方财富满足基础资讯需求后，能更广阔地覆盖用户的交流需求 | 5 |
| 图表 3：不同的交流层次和模式影响用户社交关系链宽度        | 6 |
| 图表 4：大众用户包括了各类圈层的用户               | 6 |
| 图表 5：成功投资社交平台需要满足大众用户分化的交流需求      | 7 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 6: 投资社交平台的交流方式主要分为三种.....                         | 7  |
| 图表 7: 海内外投资平台功能和内容对比.....                            | 8  |
| 图表 8: “股吧”是东方财富的社交入口.....                            | 8  |
| 图表 9: 东方财富平台社交关系链.....                               | 8  |
| 图表 10: 东方财富子站点排名中股吧排名第一.....                         | 9  |
| 图表 11: 股吧和行情中心流量占比较高.....                            | 9  |
| 图表 12: 股吧讨论区位于东方财富 APP 个股资讯的默认页面.....                | 10 |
| 图表 13: 东财保持财经网站点击量排名第 1.....                         | 10 |
| 图表 14: 东方财富与竞品 MAU 同比增速对比.....                       | 10 |
| 图表 15: 金融理财类 App 用户规模指数对比.....                       | 11 |
| 图表 16: 股吧和雪球的运营侧重点不同.....                            | 12 |
| 图表 17: 用户规模指数: 东方财富 VS 主流投资社交平台.....                 | 12 |
| 图表 18: 东方财富是入场最早的独立代销机构.....                         | 13 |
| 图表 19: 东方财富各大产品为天天基金引流.....                          | 13 |
| 图表 20: 用户规模指数: 天天基金远超同行, 且不亚于东方财富 app.....           | 13 |
| 图表 21: 早期东方财富拥有明显的低佣金率优势 (单位: 万分之一).....             | 14 |
| 图表 22: 东财能为新开户用户提供更丰富投资附加服务.....                     | 14 |
| 图表 23: 第三方平台券商接口的开户奖励较少.....                         | 14 |
| 图表 24: 股票市场景气度持续提升.....                              | 15 |
| 图表 25: 2015-2020 投资者规模.....                          | 15 |
| 图表 26: 东方财富与传统券商净利润率对比.....                          | 15 |
| 图表 27: 东方财富营收规模远超其他互联网投资资讯平台.....                    | 16 |
| 图表 28: 2011-2020 公募基金只数.....                         | 16 |
| 图表 29: 2015-2020 市场基金类型构成.....                       | 17 |
| 图表 30: 2015-2020 非货币基金规模快速增长.....                    | 17 |
| 图表 31: 天天基金代销基金数量排名行业第 1 (截至 6.11, 单位: 只).....       | 17 |
| 图表 32: 天天基金代销规模及同比.....                              | 17 |
| 图表 33: 活期宝一键互转功能.....                                | 18 |
| 图表 34: 活期宝申购数及销售额.....                               | 18 |
| 图表 35: 活期宝信息整理表.....                                 | 18 |
| 图表 36: 天天基金非货币基金销售情况.....                            | 18 |
| 图表 37: 基金代销业务收入及增速.....                              | 18 |
| 图表 38: 天天基金与主流代销平台投资辅助功能及服务对比.....                   | 19 |
| 图表 39: 代销机构 21Q1“股票+混合公募基金”保有规模渗透率 (占 Top100,%)..... | 20 |
| 图表 40: 代销机构 21Q1“股票+混合公募基金”保有规模对比 (亿元).....          | 20 |
| 图表 41: 中国基金市场自 2020 年起逐渐回暖.....                      | 20 |
| 图表 42: 中国基金市场增速逐渐回暖.....                             | 21 |
| 图表 43: 东财资产管理占比与嘉信理财资产管理占比.....                      | 21 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 44: 基金渠道费用拆分.....               | 21 |
| 图表 45: 基金投顾试点机构情况.....             | 22 |
| 图表 46: 18-20 年东方财富营业收入.....        | 23 |
| 图表 47: 18-20 年东方财富各项业务收入构成.....    | 23 |
| 图表 48: 2018-2020 公司证券经纪收入情况.....   | 23 |
| 图表 49: 月度证券市场成交额 (亿元) .....        | 23 |
| 图表 50: 2018-2020 公司两融利息收入情况.....   | 24 |
| 图表 51: 月度市场两融平均余额 (亿元) .....       | 24 |
| 图表 52: 月度市场股票、混合型基金净值情况.....       | 24 |
| 图表 53: 2018-2020 公司金融电子商务服务收入..... | 24 |
| 图表 54: 2018-2020 公司金融数据服务收入.....   | 25 |
| 图表 55: 2018-2020 公司广告服务收入.....     | 25 |
| 图表 56: 2018-2020 公司营业成本变化.....     | 25 |
| 图表 57: 2018-2020 公司三费情况.....       | 25 |
| 图表 58: 2018-2020 公司净利润与净利率.....    | 26 |
| 图表 59: 天天基金尾随佣金与市场基金净值呈现正相关.....   | 26 |
| 图表 60: 21-23 年公司金融电子商务服务收入预测.....  | 26 |
| 图表 61: 股票市场成交同比 VS 证券经纪业务收入同比..... | 27 |
| 图表 62: 21-23 年公司证券经纪业务收入预测.....    | 27 |
| 图表 63: 两融市场平均余额同比 VS 公司融出资金同比..... | 27 |
| 图表 64: 18-21Q1 公司货币资金情况.....       | 27 |
| 图表 65: 21-23 年公司融资融券利息收入预测.....    | 28 |
| 图表 66: 21-23 年公司营业总收入预测 .....      | 28 |
| 图表 67: 18-23 年可比公司 PE 系数.....      | 29 |

## 一、用户流量：“股吧”的社交属性聚集大量“投资用户”

### 1.1 投资社交平台三维分析框架：用户需求+用户群体+信息传播

#### ■ 1.1.1 用户需求：行情资讯是基础需求，“投资用户”追求“交流性需求”

- 大众投资用户对于投资社交平台的需求主要可以分为两类，资讯需求和交流需求，交流需求尤为突出。资讯需求是指用户对于行情资讯、热点新闻、研究报告等财经信息的需求。资讯需求是金融投资平台最基本、最传统的需求，传统的互联网金融平台，如同花顺财经、新浪财经等，都为用户提供了丰富且完整的行情数据和研究报告。在满足了最基础的资讯需求后，互联网的发展加速了用户对社交的需求，用户不再满足于基础资讯的获取，“投资用户”之间需要大量的交流满足自身情感和知识上的需求，因此交流需求成为重要的用户需求之一，如股吧、雪球等投资社交平台也纷纷涌现市场。

图表 1：主流财经类 App 满足用户需求维度对比



来源：国金证券研究所整理

- 投资社交平台在保证资讯内容丰富的同时，更加注重满足“投资用户”的交流需求。如股吧、雪球一类的论坛式网站在满足“投资用户”交流需求方面，为用户建立了多层次交流对象的触达通道，提供讨论区、话题等丰富的交流形式来实现多元的互动和信息分享，从而具有较高用户粘性的社交关系链。对比各大互联网金融平台交流需求满足能力程度，东方财富在有效满足用户基础的资讯需求后，不论在交流层次、交流形式丰富度，都处于领先地位。

图表 2：东方财富满足基础资讯需求后，能更广阔地覆盖用户的交流需求

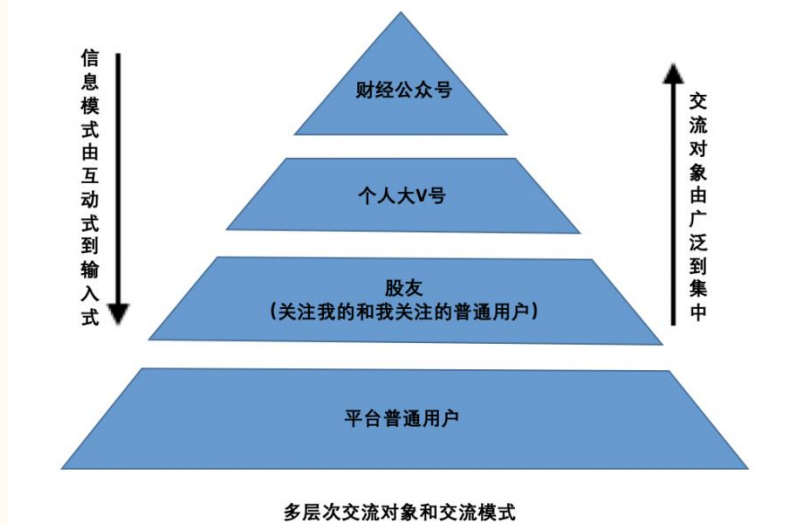
| 投资社交平台 | 交流需求    |         | 资讯需求    |         |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 交流层次丰富度 | 交流形式丰富度 | 行情资讯丰富度 | 热点新闻丰富度 | 研究报告丰富度 |
| 东方财富   | *****   | *****   | *****   | *****   | *****   |
| 雪球     | ****    | ****    | *****   | ***     | **      |
| 同花顺    | ***     | *       | *****   | *****   | ***     |
| 新浪财经   | ***     | ***     | *****   | *****   | *****   |
| 淘股吧    | ***     | ***     | ***     | *       | *       |

来源：国金证券研究所整理

- 交流层次和交流形式的丰富度间接决定用户关系链的宽度，是决定一个投资社交平台用户规模成长的核心因素之一。与熟人社交不同，投资社交平台为开放式社交关系，用户由共同投资兴趣而聚集。用户在投资社交平台中由于交流对象的不同可呈现出一个金字塔的多层次交流模式：和平台普通用户和股友的交流话题和对象较为广泛，信息的传播模式多为问答和互动的形式；和大 V、专业投资者等专业用户的

交流话题和对象更加集中，信息的传播模式多为从专业投资者到普通用户的单向信息输入模式。而交流对象的广泛度和信息传播的互动度都影响这用户社交关系的宽度，当用户社交关系越宽泛，越能引起更多大众投资用户的共鸣，从而能覆盖更多用户群体，推动社交平台用户规模的快速增长。

图表 3：不同的交流层次和模式影响用户社交关系链宽度

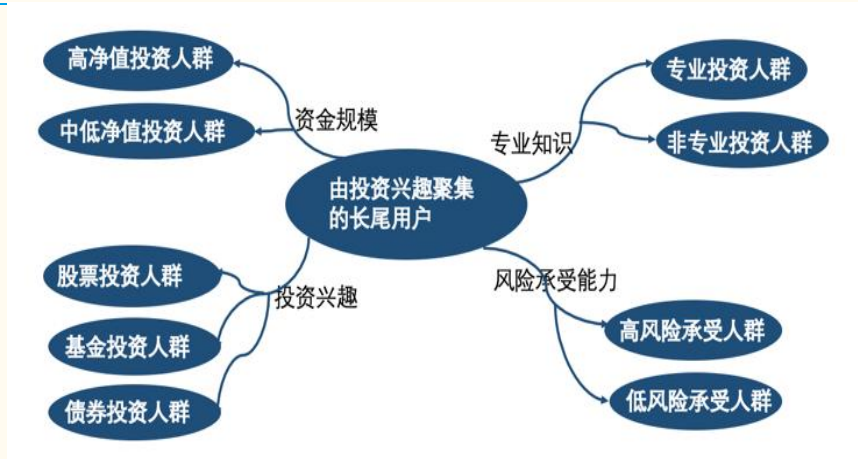


来源：国金证券研究所整理

■ 1.1.2 用户群体：由投资兴趣聚集的“大众用户”构成，内部需求高度分化

- 投资社交平台的用户群体主要由投资兴趣聚集的“散户”，即大众用户构成，由于大众用户包括了多个圈层的用户，不同圈层的用户在资讯需求和交流需求上都存在差异，因此“大众用户”在需求上形成了高度分化。
- 随着差异化的需求聚集，不同需求将形成不同的圈层。根据所掌握的投资知识可以分为专业投资人群和非专业投资人群；根据资金规模的不同分为高净值投资人群和中低净值投资人群；根据投资兴趣的不同可分为股票投资人群、基金投资人群、债券投资人群等。

图表 4：大众用户包括了各类圈层的用户

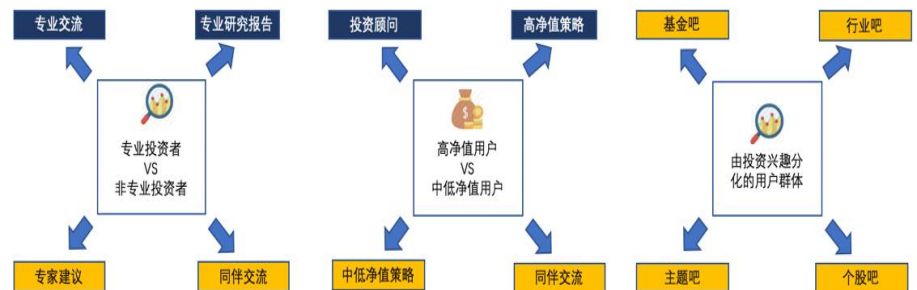


来源：国金证券研究所整理

- 成功的投资社交平台需做到在提供专业资讯的同时，满足更多分化圈层的交流需求。根据二八效应，中低净值和非专业投资者一般占投资社交用户的比例较高，由于缺少专业投资知识和缺乏专业指导，中低净值和非专业投资者在满足基础资讯需求后，存在大量交流和学习的

需求，因此成功的投资社交平台需要做到，既能为专业投资者提供专业交流和研究报告的同时，也能为非专业投资者提供全面的资讯和满足不同兴趣圈层用户的交流需求，如东方财富，对于分化的需求圈层，如对特定行业、特定个股、基金等感兴趣的群体可以在股吧中找到对应的行业吧、个股吧、基金吧进行交流。

图表 5：成功投资社交平台需要满足大众用户分化的交流需求

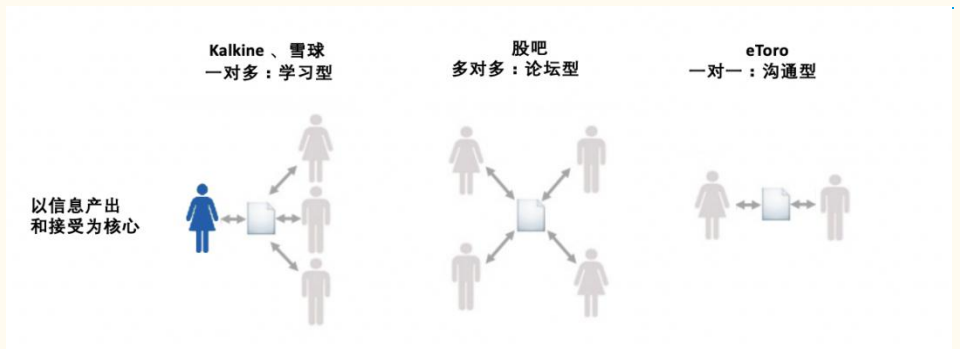


来源：国金证券研究所整理

■ 1.1.3 信息传播：投资社交平台的成功需要在资讯和信息交流中至少有一项特别突出

- 投资平台在满足用户交流需求上可分化为学习型群体（一对多模式）、论坛型群体（多对多模式）和沟通型群体（一对一模式）。

图表 6：投资社交平台的交流方式主要分为三种



来源：国金证券研究所整理

- 对比国内外主流投资社交平台可以发现，其成功需要在交流形式和资讯内容中至少有一项特别突出。资讯方面，成功的投资社交平台需要提供全面的行业资讯，如股票、基金、期货、外汇、原材料、虚拟货币等，同时还要通过研究报告、财经新闻、公司公告等资讯来丰富资讯内容，并加强用户粘性。交流方面，成功的投资社交平台需要满足不同投资兴趣形成差异化的交流需求，例如创建多形式的讨论区，如个股特定讨论区、行业特定讨论区等；参考海内外的几个主要投资社交平台，我们发现投资社交平台，在满足基础交流需求后，会形成某种垂类传播形式的特点，进一步满足用户的差异化需求，例如 eToro 以好友之间一对一相互交流为特色、The Motley Fool 以播客（一对多）为特色、Kalkine 以视频播报（一对多）为特色、雪球以大 V 精选投资观点输出（一对多）为特色、股吧以吧友互动（多对多）为特色。

图表 7：海内外投资平台功能和内容对比

| 投资社交平台                | 国家         | 内容                          | 形式                       | 交易服务 |
|-----------------------|------------|-----------------------------|--------------------------|------|
| 东方财富                  | 中国         | 股票、基金、期货、外汇等资讯、财经新闻、研报、论坛交流 | 个股特定讨论区、行业特定讨论区、有话题和投票功能 | 有    |
| Stock twits           | 美国         | 股票资讯、财经新闻、论坛交流              | 个股特定讨论区、有话题功能            | 有    |
| eToro                 | 英国美国香港新加坡等 | 提供股票、外汇、虚拟货币资讯              | 好友之间一对一相互交流              | 有    |
| Citywire              | 英国美国香港新加坡等 | 提供股票和虚拟货币资讯                 | 个股特定讨论区                  | 无    |
| ADVFN Bulletin Boards | 英国加拿大美国等   | 股票、原材料、虚拟货币等资讯、财经新闻、论坛交流    | 行业特点讨论区（如虚拟货币讨论区）        | 无    |
| Aussie Stock Forum    | 澳大利亚       | 提供股票、衍生品、虚拟货币等资讯            | 行业特点讨论区（如衍生品讨论区）         | 无    |
| The Motley Fool       | 澳大利亚       | 提供股票资讯、财经新闻                 | 播客、分类新闻                  | 无    |
| Kalkine               | 澳大利亚       | 提供股票资讯                      | 播客、视频播报、分类新闻             | 无    |
| HotCopper             | 澳大利亚       | 提供股票、虚拟货币等资讯、财经新闻           | 个股特定分话题讨论区               | 无    |

来源：国金证券研究所整理

## 1.2 “股吧”：开放式投资社交平台的对多对多社交属性，为公司积累大量用户流量

- 1.2.1 东方财富 VS 投资资讯平台：在用户需求方面，东方财富突出“股吧”的开放式投资社交平台属性，推动用户规模快速增长**
  - 东方财富：相比其他投资资讯平台，“股吧”更强调社交属性，为公司积累用户流量。**东方财富在满足大众投资用户资讯需求的同时，通过突出“股吧”的社交属性，通过 1) 以投资兴趣为聚集点，围绕个股、行业、概念、主题等各个细分板块提供相对应的讨论平台；2) 发帖、评论、发起投票、问董秘、涨跌预测等多种形式的互动方式，建立开放式社交关系链，提供差异化的社区论坛服务，通过社交关系链为公域流量增加黏性，因此“股吧”是东方财富的用户流量重要入口。

图表 8：“股吧”是东方财富的社交入口



来源：东方财富官网、天天基金网、国金证券研究所

图表 9：东方财富平台社交关系链

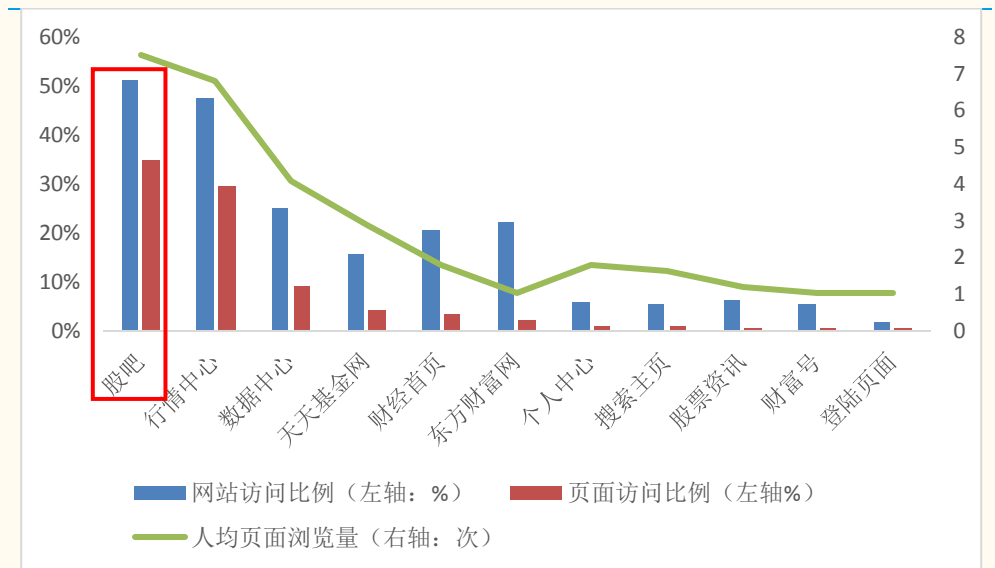


来源：东方财富官网、国金证券研究所

1) PC 端，据 ChinaZ，东方财富门户网站旗下子网站中，“股吧”最近一个月的网站 IP 访问比例（访问该站点 IP 数所占访问全部站点 IP 总数的比例）和页面浏览比例（该站点浏览数占全部站点总浏览数的比例）均保持首位，近月人均页面浏览量（同一个 IP 平均浏览该站点的次数）接近 10 次，远超其他子网站；东方财富的子站点中，“股吧”近一个月页面访问比例约占全站的 37%。

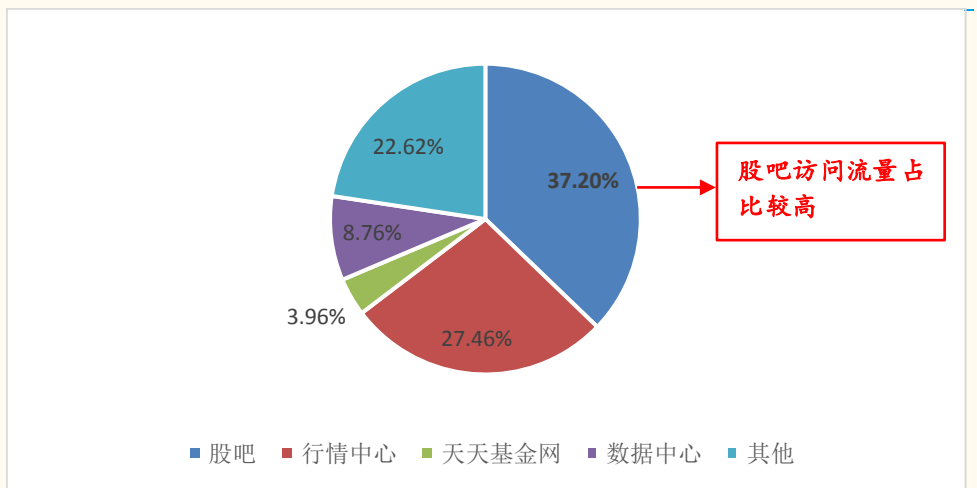


图表 10: 东方财富子站点排名中股吧排名第一



来源: ChinaZ、国金证券研究所

图表 11: 股吧和行情中心流量占比较高



来源: ChinaZ、国金证券研究所

2) 移动端, 在 UI 设置上, 相比其他投资社交平台, 东方财富更注重平台的社交属性, 因此“股吧”的论坛社区位于个股资讯的默认位置。

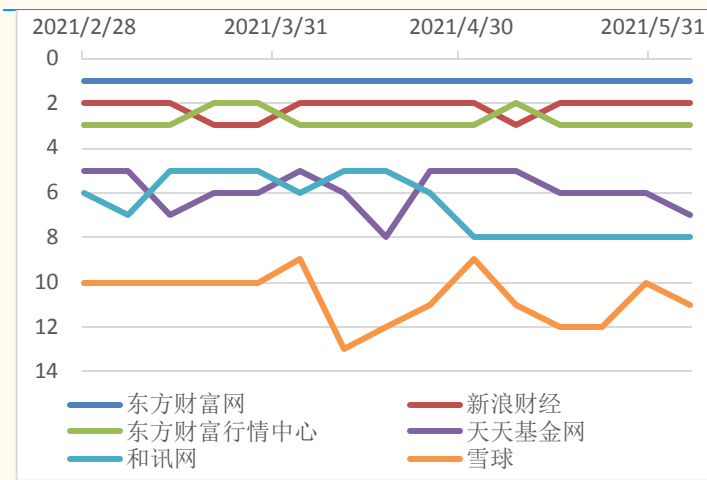
图表 12：股吧讨论区位于东方财富 APP 个股资讯的默认页面



来源：东方财富 App、新浪财经 App、雪球 App、同花顺 App、国金证券研究所

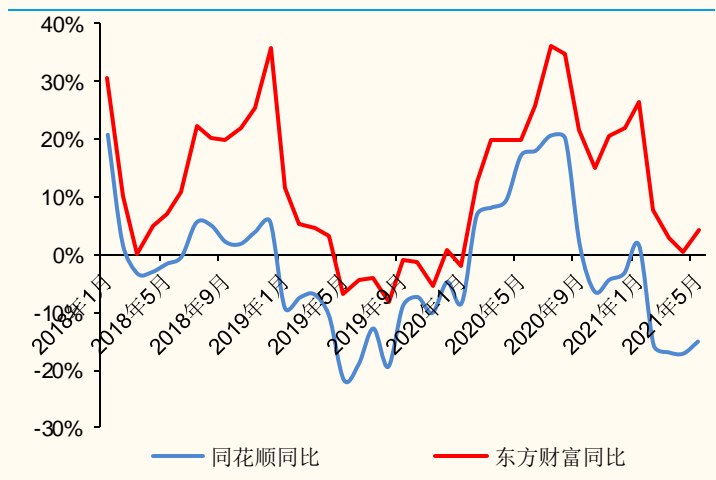
3) 用户规模端，对比主要投资社交平台，东方财富同样较好满足用户的资讯需求，因此能否满足大量大众投资用户的交流需求，成为投资社交平台用户规模增长的突破点，而东方财富通过突出“股吧”的社会属性，成功推动用户规模的快速增长。在 PC 端，根据 ChinaZ，东方财富网在 2021.03-2021.05 点击量排名财经网站点击量第 1；在移动端，根据 MAU 计算用户规模指数，东方财富用户规模指数坐稳金融理财平台 APP 前三名，同时东方财富 MAU 保持稳定增长。

图表 13：东财保持财经网站点击量排名第 1



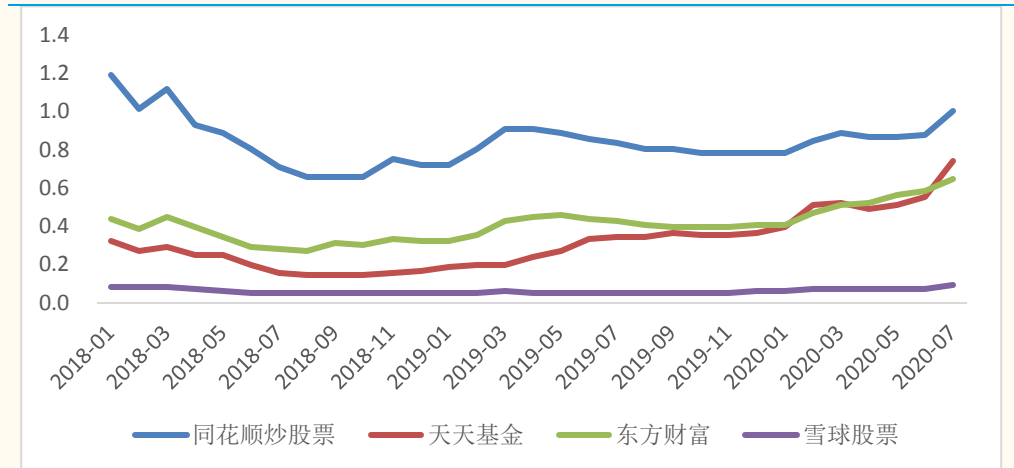
来源：ChinaZ、国金证券研究所

图表 14：东方财富与竞品 MAU 同比增速对比



来源：易观千帆、国金证券研究所

图表 15：金融理财类 App 用户规模指数对比



来源：国金证券研究所整理

■ 1.2.2 股吧 VS 投资社交平台：在用户群体、信息传播方面，股吧宽度更高的社交关系，覆盖了较多的大众投资用户群体

用户群体方面，股吧侧重互动型用户，雪球侧重学习型用户。股吧侧重吸引对市场情绪表达需求度较高的广大用户。广大用户针对行情、事件发表情绪性较强的帖子，从而引起更多广大用户的共鸣，带来帖子高频更新，其他广大用户可以通过回复进行互动。雪球则专注由专业投资者、大 V、机构财富号等发表的具有投资指导性质的帖子，学习型用户可以在评论区发表意见与大 V 以及其他学习型用户互动。

- 信息传播方面，股吧丰富传播形式强调互动性，雪球侧重内容运营。股吧信息传播更强调互动性，形式较为多样，除了为每只个股配备专属讨论区外，每个行业、每种资产品类都配备了专属讨论区，从而使用户能够便捷、准确地定位到自己的兴趣所在，在专属讨论区内进行高相关度的交流讨论；同时，股吧还推出了访谈、话题、投票等功能进一步强化平台的互动性。雪球则是通过内容运营吸引用户，其网页端建立精华区，包括雪球热帖和人气用户推荐，在移动端首页，热门创作者和热门帖子也被放置在醒目区域。通过特有的内容筛选机制，雪球将专业度较高、投资指引性更强的文章放到精选区，来获得更多的曝光，这样的内容激励机制使得雪球聚集了大量专业投资者、大 V 发表优质内容。因此股吧通过强调互动性，吸引了大量互动型大众用户，而雪球通过侧重内容运营，吸引较多学习型用户。

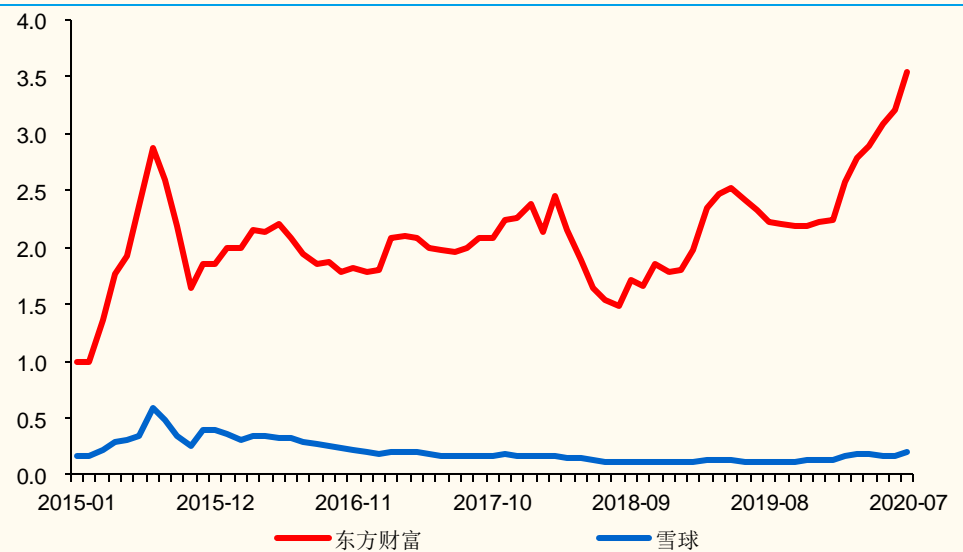
图表 16: 股吧和雪球的运营侧重点不同



来源: 股吧、雪球、国金证券研究所整理

- 紧抓规模更庞大的情感互动需求，东方财富的用户规模快速成长。由于投资社交平台的用户以非专业和中低净值投资者为主，他们更多为非全职投资者，学习时间相对有限导致学习需求并非多数大众用户的主要需求，而具有高互动性的情感抒发可以在较短的内容内引起更多大众用户的共鸣，从而形成用户群体的快速扩张，我们认为“股吧”在用户交流需求上抓住了更庞大的情感互动交流需求，因此在用户圈层上比其他投资社交平台具有更高的宽度，也推动东方财富用户规模持续增长，以 MAU 计算用户规模指数，东方财富与其他投资社交平台的用户规模逐渐拉开差距。

图表 17: 用户规模指数: 东方财富 VS 主流投资社交平台



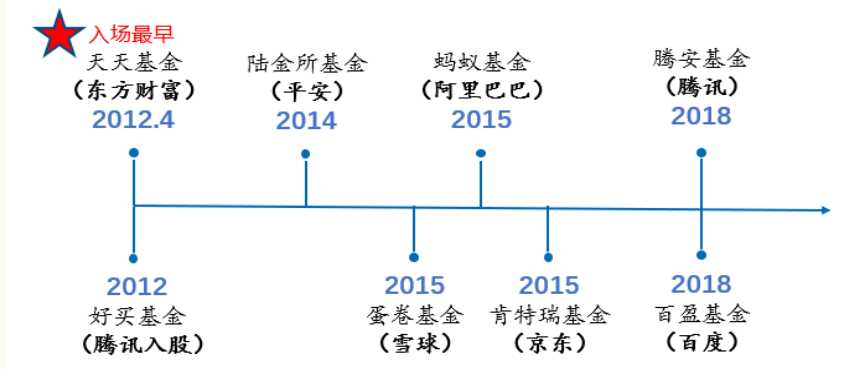
来源: 国金证券研究所整理

### 1.3 天天基金: 东方财富生态内多应用引流, 天天基金已经成为新的用户流量

池

- 1.3.1 天天基金流量积累期较早，东方财富生态多产品线引流推动用户规模增长
  - 天天基金网从 2007 年起已开始积累流量，获取代销牌照加速流量积累。天天基金网于 2007 年上线，初期定位是基金资讯平台，积累基金投资垂直流量。2012 年，随着第三方机构代销基金资格放开，东方财富率先申领证券投资基金销售业务资格许可证，并迅速布局互联网基金代销业务，加速流量积累。

图表 18：东方财富是入场最早的独立代销机构



来源：国金证券研究所整理

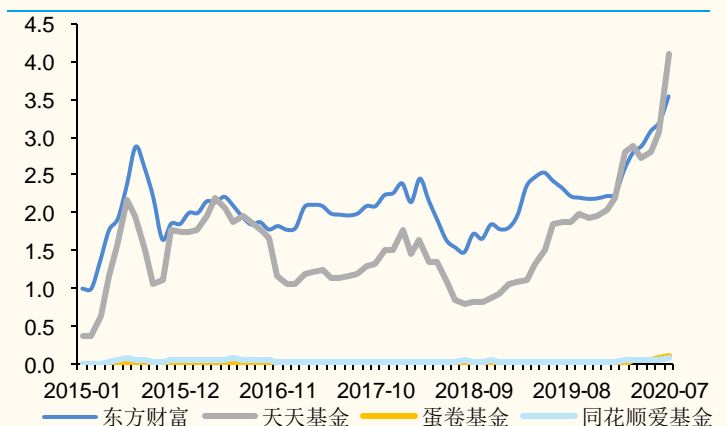
- 生态内多产品引流，推动天天基金用户量快速成长。东方财富一站式平台旗下产品均积极为天天基金导流，发挥大平台优势，进行高效引流。在 PC 端，东方财富主页的醒目位置均设有天天基金网和基金开户的引流通道，股吧则专门开辟了“基金吧”，提供基金专属讨论区；在移动端，东方财富 app 首页设有“基金入口”，点击后会引导用户到天天基金 app 的下载页面，提升引流效果。依托于东方财富生态庞大的用户流量，天天基金用户量快速提升，以 MAU 计算用户规模指数，天天基金 app 用户规模在 2020 年开始，已经不亚于东方财富 app 的用户规模，并且超过其他代销机构的 app。

图表 19：东方财富各大产品为天天基金引流



来源：东方财富官网、东方财富 app、国金证券研究所

图表 20：用户规模指数：天天基金远超同行，且不亚于东方财富 app



来源：国金证券研究所

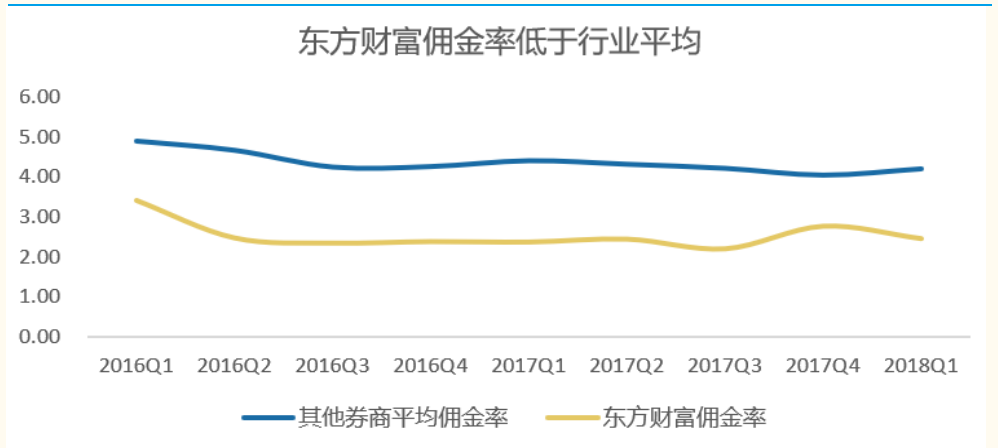
## 二、流量变现之一：东财开户奖励具有边际成本优势，证券业务收入 18-20 年复合增长达 66%。

### 2.1 证券业务用户：低佣金优势驱动第一轮获客，流量+边际成本优势推动新一

### 轮获客

- 受益于互联网券商轻资产优势，通过低佣金优势完成第一轮获客。2016年~2018年，东财证券成立之初，受益于互联网券商轻资产成本优势，佣金率显著低于行业平均，依靠低佣金率吸引客户开户。

图表 21：早期东方财富拥有明显的低佣金率优势（单位：万分之一）



来源：公司公告、wind、国金证券研究所

- 东财证券新一轮获客驱动力在于“垂直流量支撑+低成本开户奖励机制”。当前证券行业整体佣金率降至万 2.5 后，东财证券新一轮的获客驱动力在于两方面，垂直流量支撑和开户奖励机制。
  - 1) 流量上，“股吧”社交属性带来持续黏性，推动东方财富 MAU 增长，积累大量金融垂直流量，为东财证券源源不断导入大众投资用户。
  - 2) 开户奖励上，东方财富的边际成本优势带来丰厚的开户奖励机制也是吸引用户的重要因素，经过十余年互联网金融数据和投资辅助功能技术积累，东方财富相比其他券商能以较低成本为开户用户提供免费附加服务。东方财富为新开户用户提供 1 年的投资指引（价值 1800/年的核心内参、价值 9800/年的 VIP 财富内参）、技术辅助（价值 8800/年的短线雷达）等开户奖励，优惠力度大幅超越只能提供 1 个月投资指引功能的传统券商。对比第三方投资社交平台，由于第三方平台缺乏证券牌照，只能接入其他券商开户入口，只能提供较少奖励或与开户券商一致的奖励，因此在开户奖励上不如具有自有券商牌照的东方财富。

图表 22：东财能为新开户用户提供更丰富投资附加服务

| 开户平台 | 东方财富  | 国泰君安              | 平安证券                 |
|------|---|-------------------|----------------------|
| 开户奖励 | 超级 level-2、DK 操盘密码、短线雷达、VIP 财富内参、核心内参、东方财富专业版 | level-2 行情，专业炒股培训 | 新春专享理财，脱水研报，轻松涨停 VIP |
| 时长   | 1 年   | 1 个月              | 1 个月                 |
|      |   |                   |                      |

来源：东方财富、国泰君安、平安证券、国金证券研究所

图表 23：第三方平台券商接口的开户奖励较少

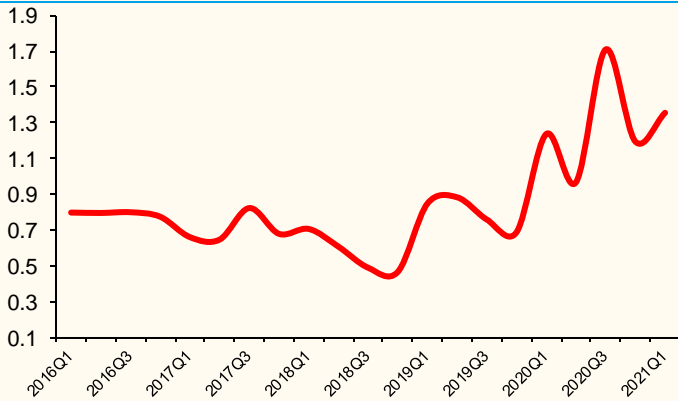
来源：同花顺、雪球、国金证券研究所

## 2.2 证券业务变现：国内股票市场景气度提升，东财净利润率保持行业领先

- 国内证券市场景气度提升，受益 GDP 增长，行业未来空间可观。为了分析股票市场成交景气程度，以市场平均成交额计算市场信心指数，从 2016~2018 年，市场景气度震荡下滑，19Q1 开始大幅增长，除去

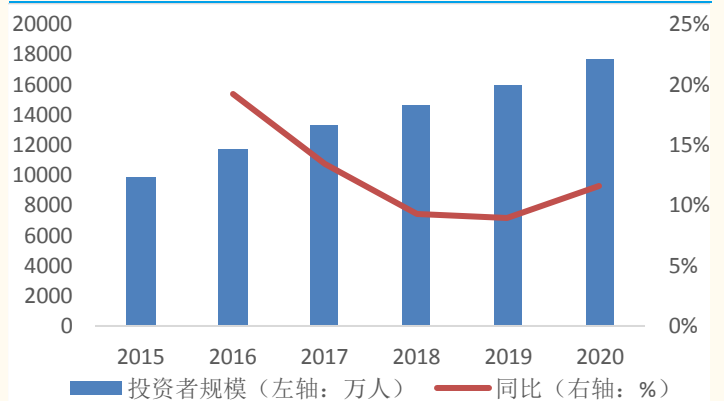
受贸易战、疫情影响产生的震荡，2019年起，市场景气度大趋势在不断提升。2015~2020年，投资者规模由9882.15万人增至1.77亿人，年均复合增速12%，行业用户基数扩容有效保障了互联网券商的成长空间。未来受益GDP增长提升驱动，证券经纪行业未来空间可观。

图表 24：股票市场景气度持续提升



来源：Wind、国金证券研究所

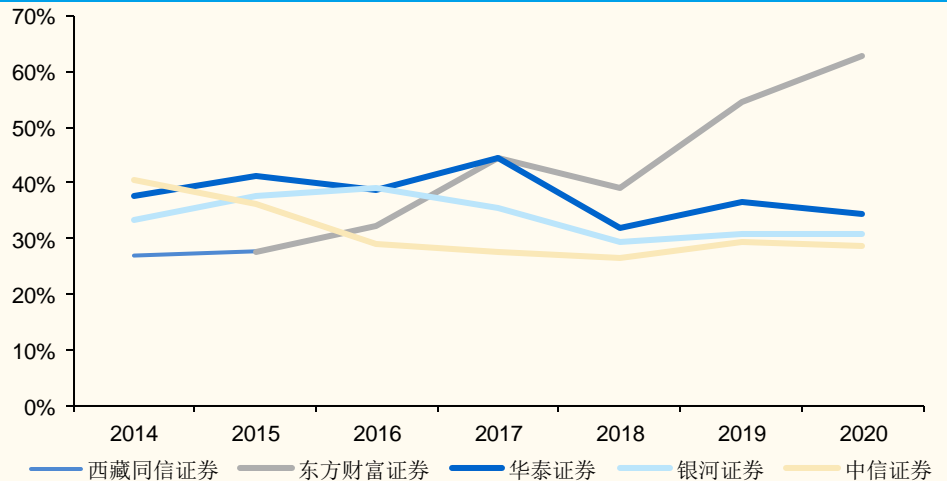
图表 25：2015-2020 投资者规模



来源：中登公司、国金证券研究所

- 相比传统券商，东方财富边际成本优势拉动净利率保持行业领先。2015年4月，东方财富收购西藏同信证券，开启A股券商业务。收购前，西藏同信证券净利率明显落后于行业平均，收购完成后，东方财富以互联网券商的边际成本优势，通过“股吧”引流等方法实现低成本流量变现，大幅提升盈利能力。2017年，东方财富净利率达到45%，实现弯道超车。另外，在市场佣金率普遍下降，净利率降低的情况下，东方财富净利率保持增长，2020年提升至63%，保持行业领先，而主流传统券商平均净利率仅为31%。

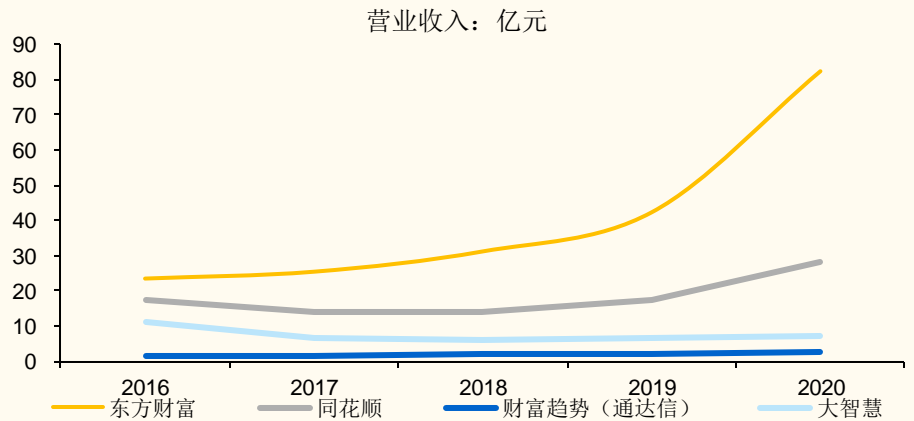
图表 26：东方财富与传统券商净利率率对比



来源：Wind、国金证券研究所

- 相比互联网投资平台，东方财富牌照优势强化变现能力。东方财富通过收购西藏同信证券，获取券商牌照，相比没有券商牌照的互联网投资资讯平台，东方财富能通过券商牌照加强平台用户流量的变现，虽然东方财富由于加入证券业务的原因导致净利润率低于其他“轻资产”的互联网投资资讯平台，但是在收入规模上，东方财富多业务变现逐渐拉大与其他互联网投资平台的营收规模差距，2020年东方财富总营业收入达到82亿元。

图表 27：东方财富营收规模远超其他互联网投资资讯平台



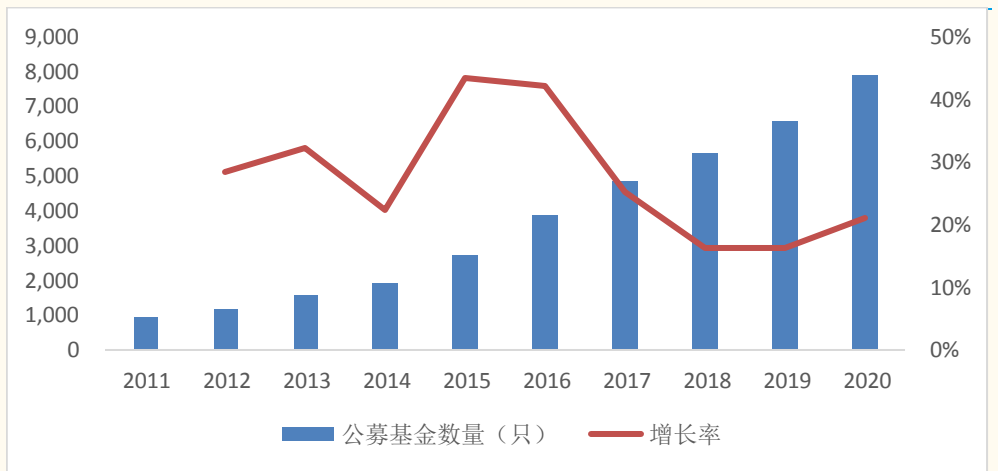
来源：wind、国金证券研究所

### 三、流量变现之二：基金市场“非货基”占比 20 年提升至 32%，天天基金更专业的分析优势有望推动保有量的增长。

#### 3.1 基金市场：市场风格逐渐转变，有望推动非货币基金规模提升

- 基金市场规模稳步提升，非货币基金规模占比呈现上升趋势。我国基金市场整体规模不断扩增，公募基金数量从 2013 年 1552 只到 2020 年突破 7900 余只。从各类基金资产规模占比来看，股票型、混合型基金的资产规模及占比呈逐步上升的趋势。我们认为随着市场偏好风格的切换，未来非货币基金的规模和占比有望持续提升。

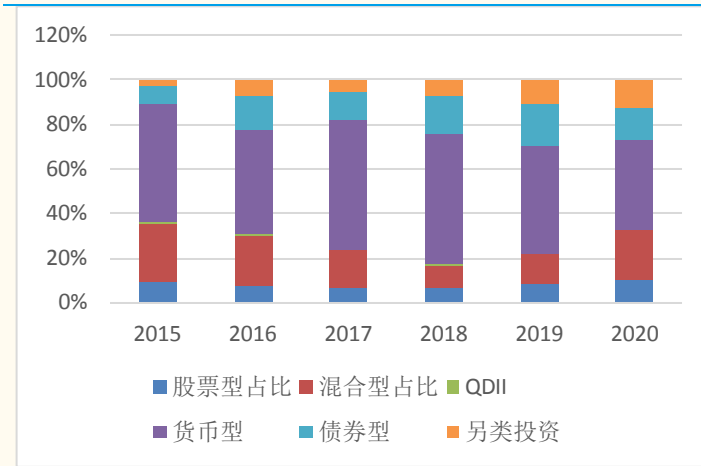
图表 28：2011-2020 公募基金只数



来源：中国证券投资基金业协会、国金证券研究所

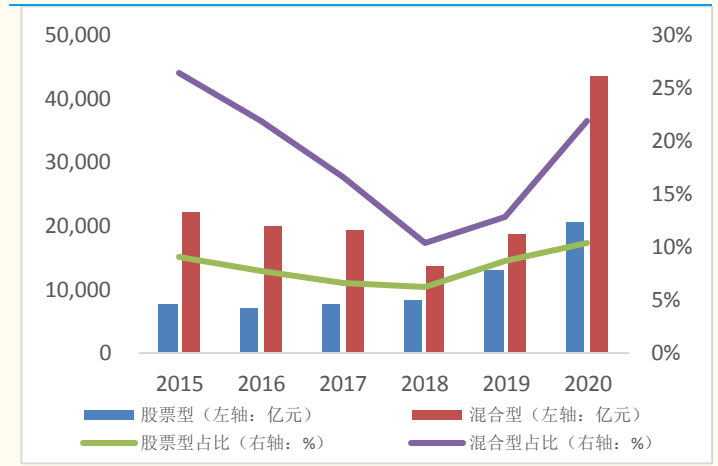


图表 29: 2015-2020 市场基金类型构成



来源: wind、国金证券研究所

图表 30: 2015-2020 非货币基金规模快速增长



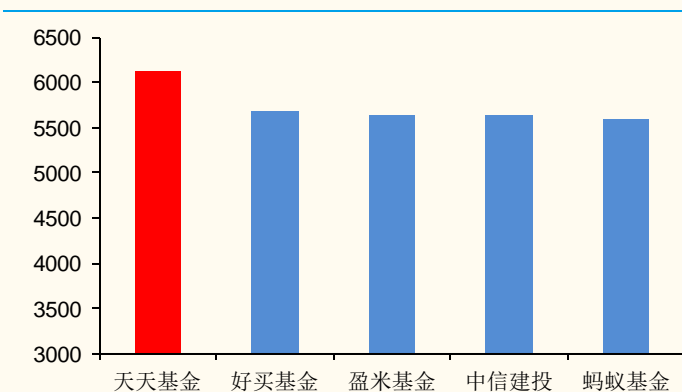
来源: wind、国金证券研究所

### 3.2 基金代销: 更专业的投资指导功能, 有望推动天天基金保有量份额提升

#### ■ 3.2.1 基金代销: 天天基金已是代销龙头之一, 非货币基金成为新增长引擎

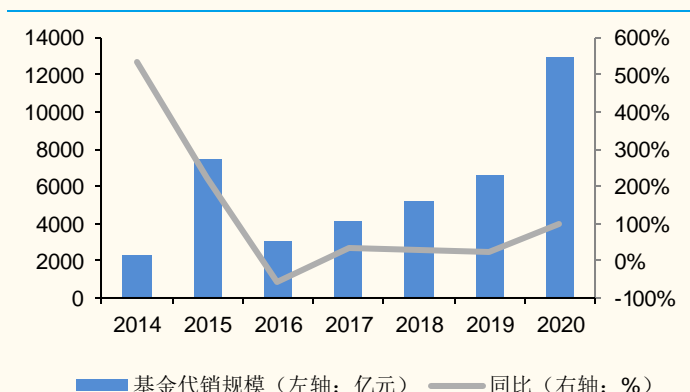
- 天天基金已是代销龙头之一, 天天基金代销规模持续增长。截至 2021 年 6 月, 天天基金代销基金总数 6117 只, 排名全市场第一。同时代销规模也在稳定地增长, 2020 年天天基金代销规模达 12,978 亿元, 同比增长 97%。

图表 31: 天天基金代销基金数量排名行业第 1 (截至 6.11, 单位: 只)



来源: Wind、国金证券研究所

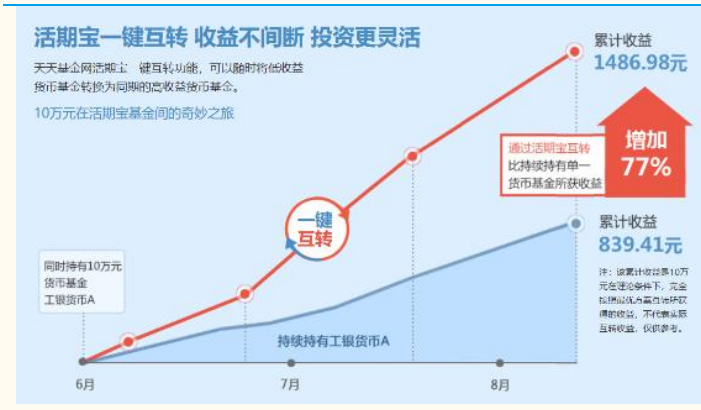
图表 32: 天天基金代销规模及同比



来源: 公司公告、国金证券研究所

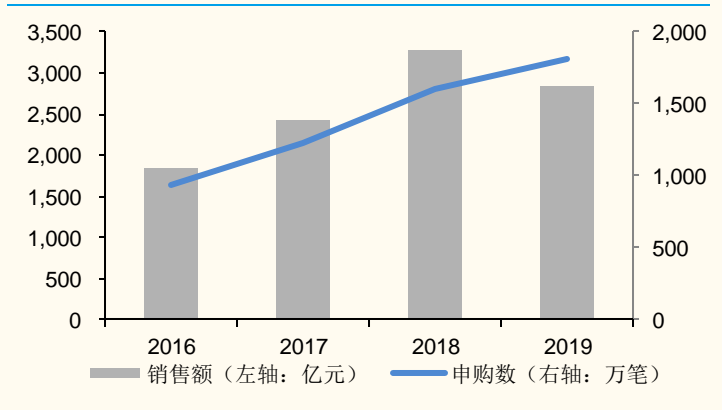
- “一键转换”显示服务专业性, 明星货币基金产品“活期宝”稳定基本盘。“活期宝一键互转”功能是指, 投资者可以在享受不间断收益的情况下, 随时把低收益货币基金转换为同期的高收益货币基金。凭借独家的“一键互转功能”, “活期宝”实现了货币产品市场领先的高收益, 申购数量逐年增加, 年销售额一度突破 3000 亿元。

图表 33: 活期宝一键互转功能



来源:天天基金网、国金证券研究所

图表 34: 活期宝申购数及销售额



来源:公司公告、国金证券研究所

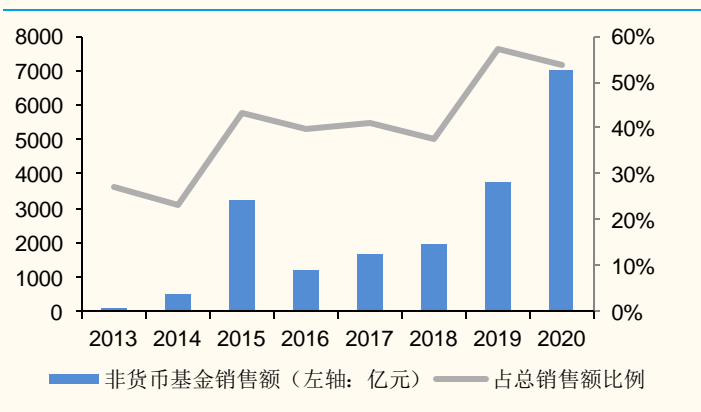
图表 35: 活期宝信息整理表

| 活期宝: 天天基金旗下推出的一款优选货币基金的活期理财工具     |   |   |
|-----------------------------------|---|---|
| 产品信息 (AB类产品可同时购买, 在满足起购额的情况下可以互转) | A类产品大部分100元起购, 小部分10元起购, 现有35只<br>B类产品最低500万起购, 现有15只 |   |
| 产品篮子                              | 排序规则  | 通过智能优选排出近期表现好的产品, 再根据产品的7日年化收益率从高到低进行排序                       |
|                                   | 数量变化  | 每两个月定期根据产品的表现进行筛选和更新, 从2012年上线的不到10只产品到现在已推出50只产品, 产品篮子正在不断扩大 |
| 一键互转功能                            | 投资者可以在享受不间断收益的情况下, 随时把低收益货币基金转换为同期的高收益货币基金            |   |
| 新增功能                              | 智能充值: 帮用户一键充值和赎回多只活期宝基金, 无需重复发起交易, 以实现快速取现的最大额度       |   |
|                                   | 预约取现  |   |
|                                   | 活期宝还信用卡   |   |

来源:天天基金网、国金证券研究所

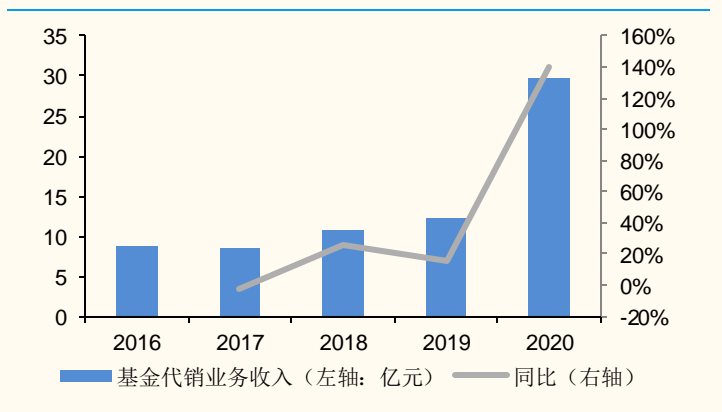
- **基金市场风格切换, 推动非货币基金成为新增长引擎。**随着投资者对非货币基金投资偏好的上升, 天天基金非货币基金销售额逐年增长, 所占总销售额的比重不断提升。2019年, 天天基金非货币基金销售额占比首次超过货币基金, 2020年天天基金非货币基金销售额 6991 亿元, 同比增长 86%, 占总销售额 54%, 非货币基金销售额的快速增长, 拉动基金代销业务收入增长, 20 年公司基金代销业务营收 29.62 亿元, 同比增长 140%。随着非货币基金占比的提升, 非货币基金代销有望成为基金代销业务收入增长的新引擎。

图表 36: 天天基金非货币基金销售情况



来源:公司公告、国金证券研究所

图表 37: 基金代销业务收入及增速



来源:公司公告、wind、国金证券研究所

■ **3.2.2 基金代销：天天基金的专业度优势，有望推动保有量规模的持续提升**

- 天天基金具有“专业基金分析功能+全方位附加服务”的独家优势，拥有较强护城河。随着互联网巨头纷纷布局基金代销业务，互联网基金代销市场竞争日趋激烈。但天天基金网凭借多年基金资讯平台的信息积累和技术优势，利用自身算法数据库推出了一系列辅助投资的专业基金分析功能，包括大V跟投、智能定投、基金PK和特色数据等，其中，定投工具“惠定投”与其他代销平台的普通定投工具不同，“惠定投”无需投资者设立预期，可以自动跟踪市场行情指数，按照均线定投策略，在低位时加仓，高位回撤时自动止盈。此外，天天基金的全方位附加服务也在不断完善，除了互联网基金代销平台普遍可以提供365天人工客户服务，天天基金还为VIP定制专属附加服务，自选组合分享社区“实盘秀”提高用户粘性。随着数据的持续积累和专业的分析能力，天天基金更专业的服务，为其带来较深的护城河。

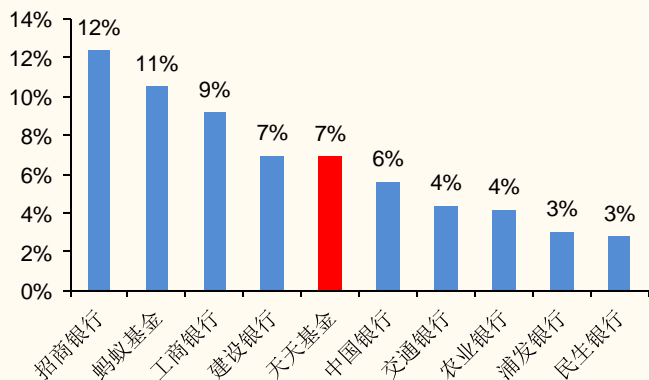
图表 38：天天基金与主流代销平台投资辅助功能及服务对比

| 基金销售公司   |                          | 天天基金                         |                           | 蚂蚁财富                   | 腾讯理财通                           |
|----------|--------------------------|------------------------------|---------------------------|------------------------|---------------------------------|
| 产品       | 合作基金公司数                  | 157                          |                           | 140                    | 80                              |
|          | 代销基金数                    | 5364                         |                           | 4907                   | 1098                            |
| 投资辅助功能   | 智能定投                     | 惠定投                          | 自动跟踪市场行情指数，低位加仓，高位回撤时自动止盈 | 目标投：达到指定收益率后抛出，不考虑市场行情 | 低价多投，价高少投，无回撤功能                 |
|          | 选购指导                     | 大V跟投                         | 指导基金投资                    | 无对应功能                  | 无对应功能                           |
|          |                          | 基金PK                         | 清晰比较基金优劣                  | 无对应功能                  | 无对应功能                           |
|          |                          | 特色数据                         | 从访问量、购买金额等不同维度，统计出来专业特色榜单 | 好基工作室：专家评估筛选推荐好基金      | 无对应功能                           |
| 财富号      | 内容划分为九大类别，支持兴趣订阅和个性化精准推送 |                              | 提供类似市集的板块，让基金公司与客户直接连接    | 无对应功能                  |                                 |
| 服务       | 人工客服                     | 365天 7:30/9:00~21:30;VIP客户专线 |                           | 365天 8:00~24:00        | 工作日9:00~22:00;黄金及铂金会员有1对1专属客服服务 |
|          | VIP客户服务                  | 人工投顾服务                       | 有                         | 有                      | 无                               |
|          |                          | 专属产品预约                       | 有                         | 无                      | 无                               |
|          |                          | 投资资讯获取                       | 可获得机构专访报告、基金经理专访等独家资讯     |                        | 无                               |
| 自选组合分享社区 | 实盘秀                      |                              | 大V自选股组合展示                 | 无                      |                                 |

来源：国金证券研究所整理

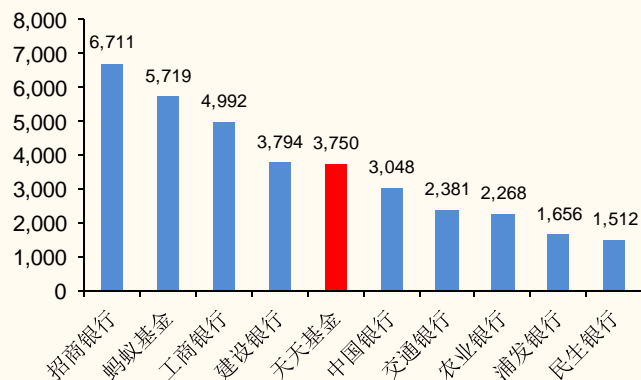
- 天天基金保有量渗透率仍有提升空间，专业性服务有望推动保有量份额的增加。根据基金业协会，21年一季度“股票+混合公募基金”保有规模上，天天基金为3750亿元，排名全市场排名第5，约占Top100保有规模的7%，相比市场前4大机构（招商银行、蚂蚁基金、工商银行、建设银行）的“股票+混合公募基金”保有规模约占Top100规模的39%，其中Top2的招商银行和蚂蚁基金分别占12%、11%，天天基金在保有量规模上仍存在较大的渗透空间。目前市场前4大代销机构主要依靠银行渠道和支付渠道（支付宝）销售，相比便利度更高的银行渠道和支付渠道，天天基金由于多年在基金资讯和数据上的积累，专业性高于其他头部机构，我们认为随着市场风格转向非货币基金这类更高风险的投资产品，大众用户对于专业需求有望超越便利需求，从而推动天天基金保有量的渗透率进一步提升。

图表 39: 代销机构 21Q1 “股票+混合公募基金”保有规模渗透率 (占 Top100,%)



来源: 基金业协会、Wind、国金证券研究所

图表 40: 代销机构 21Q1 “股票+混合公募基金”保有规模对比 (亿元)



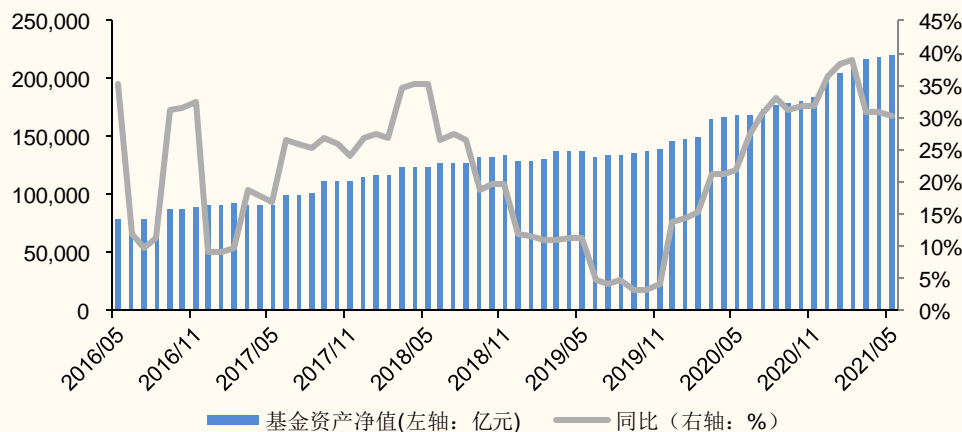
来源: 基金业协会、Wind、国金证券研究所

### 3.3 财富管理: 参考海外龙头嘉信理财, 财富管理或成业绩增长下一极

#### ■ 3.3.1 嘉信理财成长路径的成功指引, 预示东方财富未来增长空间广阔

- 参考美国嘉信理财, 向财富管理转型是未来持续收入增长的必经之路。美国最大的在线证券交易商嘉信理财随着互联网规模的扩大, 将传统的证券和基金业务捆绑于在线交易的平台上, 成功打造了一个为互联网散户提供大规模金融服务的平台。从 2000 年嘉信收购 US Trust 财富管理公司, 提供投顾资讯和财富管理服务开始, 其资产管理收入快速增长, 占总收入的比例也持续提升。我们认为随着券商佣金率的下降, 传统经纪业务在券商行业的收入占比下降, 经纪业务向财富管理转型是未来持续收入增长的必经之路。
- 中国基金市场的回暖, 有望推动财富管理行业的发展。美国基金市场规模在 1990 年的大幅上升, 与 1990 年的美国基金市场相似, 中国近年基金市场的资产规模增速也在逐渐增长, 截至 2021 年 5 月, 中国基金市场资产净值约为 22.2 万亿元, 同比增长 31%, 基金市场净值的回暖有望推动中国财富管理行业的成长。

图表 41: 中国基金市场自 2020 年起逐渐回暖

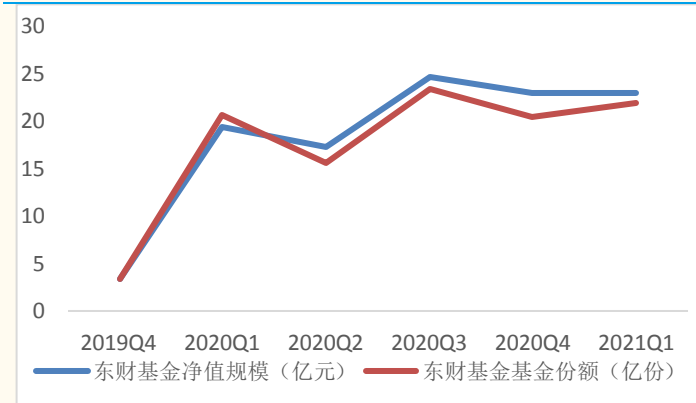


来源: Wind、国金证券研究所

- 东方财富开始布局财富管理赛道, 有望成为业绩增长下一极。东方财富基金在 2020 年开始发行股票型和混合型基金, 如东财医药、东财创业板、东财量化精选混合等, 逐渐从第三方基金代销转向自营基金业务, 截至 21 年 6 月, 东财基金发行公募基金数量从 19 年的 2 只增长到 21 年 6 月的 26 只, 其中偏股型和增强指数型基金达到 10 只, 占发

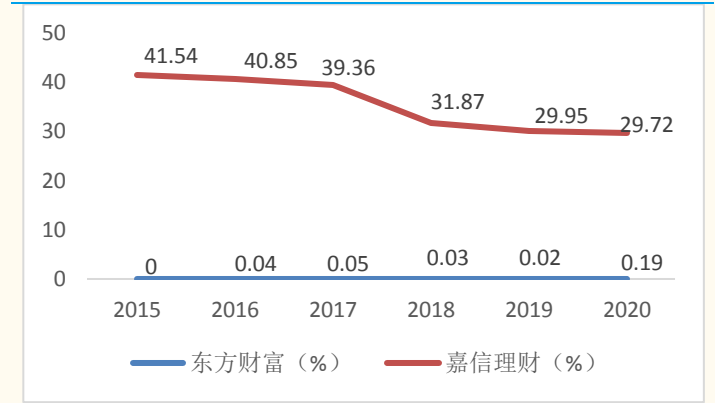
行基金数量的 38%，但相比嘉信理财 20 年约 30%的资产管理收入占比，东方财富自营基金业务收入占比只有 0.19%，因此东方财富资产管理业务的发展潜力相当巨大，在互联网和金融一体化发展、佣金率逐年降低、基金市场持续增长的趋势下，嘉信理财的成功有望成为东方财富未来在资管市场的快速发展的良好参考。

图表 42：中国基金市场增速逐渐回暖



来源：Wind、国金证券研究所

图表 43：东财资产管理占比与嘉信理财资产管理占比

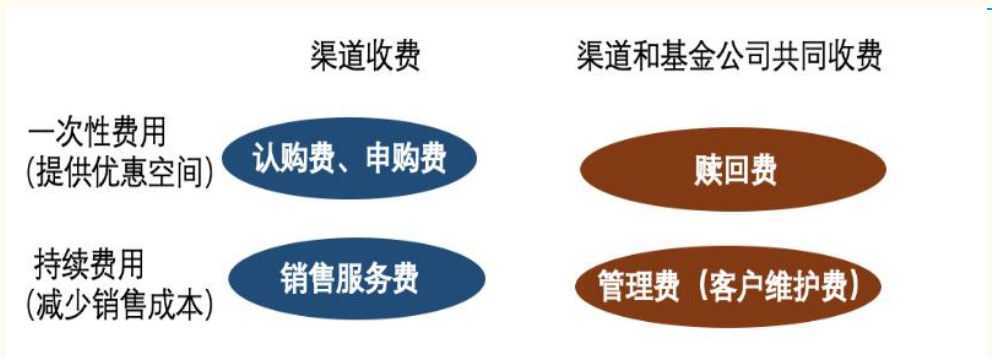


来源：Wind、国金证券研究所

### 3.3.2 天天基金自有渠道优势，有望推动财富管理业务加速发展

- 天天基金平台的自身导流优势和自有销售渠道的成本优势，是东方财富扩张财富管理业务版图的独家优势所在。基金代销平台的收入，包括向客户收取的一次性的认购、申购、赎回费，以及向基金公司收取的持续性的客户维护费和销售服务费。

图表 44：基金渠道费用拆分



来源：国金证券研究所整理

尾随佣金成为基金代销主要渠道费用，天天基金为财富管理业务带来导流优势和自有渠道的成本优势。东方财富董事长回答投资者提问时披露，2019 上半年金融电子商务服务向客户收取的认购、申购、赎回等费用占总收入的 29.22%，向基金公司收取的尾随佣金和销售服务费占总收入的 70.78%。代销渠道收取的客户维护费（尾随佣金）是传统基金公司费用支出的一大部分，2020 年主流基金公司的客户维护费用占其管理费用比例 20%-30%，最多达到 60%以上。

1) 在渠道端，天天基金作为东方财富自有的销售渠道可以让销售费用在内部进行消化，从而降低了销售成本。依托于自有销售渠道天天基金平台，未来东财基金在向客户收取的一次性费用方面，可以提供较大的优惠空间；其次，自有销售渠道在尾随佣金和销售服务费方面也带来一定的成本优势。

2) 在引流端，相比其他基金代销平台，如银行、支付渠道引入的非投资用户的流量，天天基金通过其自身专业资讯以及东方财富引入的流量在用户素质和层次方面都能够在平台内形成一个良性的生态闭环，

为其销售自营基金提供了优质的流量；和其他没有基金销售平台的基金公司和没有专业投资社区的互联网金融平台相比，天天基金的稳定运营所带来的流量和成本优势，可以成为东方财富在未来资管市场的发展基石。

### 3.4 最新动态：东方财富获取基金投顾试点资格，有望推动代销和财富管理的发展

- 东方财富证券成为第二批获取基金投顾试点资格的券商之一。根据上证报，7月2日东方财富证券等10家券商都获取了基金投顾业务试点资格，自2019年10月基金投资顾问业务试点正式启动后，截至7月2日，已有52家机构获取了基金投顾试点资格。

图表 45：基金投顾试点机构情况

| 已获批的基金投顾试点 |           |   |
|------------|-----------|---|
| 2019.10    | 基金公司及其子公司 | 易方达、南方、华夏、嘉实、中欧                                     |
| 2019.12    | 第三方独立销售机构 | 腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金                                      |
|            | 银行        | 工商银行、招商银行、平安银行                                      |
| 2020.02    | 证券公司      | 国泰君安、中信建投、申万宏源、银河证券、国联证券、中金公司、华泰证券                  |
|            | 基金公司      | 博时、广发、招商、工银瑞信、兴证全球、交银施罗德、汇添富、银华、华安、鹏华               |
| 2021.06    | 证券公司      | 中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券                  |
|            | 基金公司      | 富国基金、建信基金、景顺长城、民生加银、华泰柏瑞、万家基金、申万菱信                  |
| 2021.07    | 证券公司      | 山西证券、平安证券、光大证券、东兴证券、南京证券、中银证券、国金证券、中泰证券、华安证券、东方财富证券 |

来源：国金证券研究所整理

- 基金投顾需要数据和经验积累，天天基金有望协同东财的基金投顾功能加速保有规模的提升。我们认为基金投顾业务重点在于投顾需要通过提供专业知识，向投资者做好投资者教育的工作。相比于其他基金投顾试点机构，东方财富旗下的天天基金具有深厚的基金和用户数据信息积累和专业分析优势以及用户量的优势，东方财富的投顾业务能协同天天基金为用户提供更具有专业性的投顾服务，从而提升天天基金的用户体验，加速保有规模的提升。
- 基金投顾有望加速东财财富管理业务的发展。在基金方面，过去东方财富主要以天天基金代销为主，随着东财获得基金投顾试点资格，有望从纯代销模式转向“代销+通过账户管理收取投顾费用”的模式。同时基金投顾对基金配置和管理的经验积累，有望反哺东财的自有基金业务，从而加速公司财富管理业务的发展。

## 四、公司经营分析

### 4.1 管理层调整，有望推动公司向年轻化、专业化发展

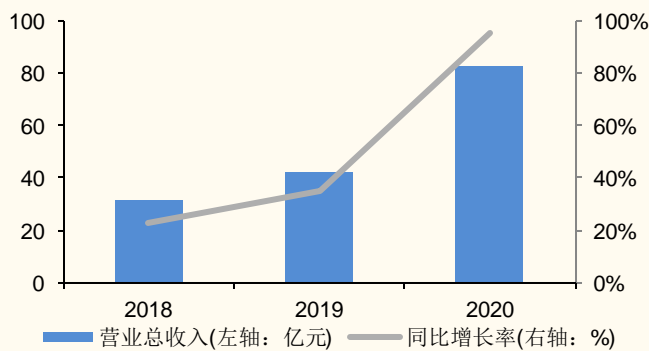
- 公司于2021年4月27日发布公告称公司董事长、总经理其实先生，副董事长史佳先生及董事、副总经理、财务总监、董事会秘书陆威先生以书面

形式向公司提交了辞职报告。其中其实先生虽辞去总经理职务，仍继续担任公司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。公司总理由郑立坤先生担任，公司副总经理、财务总监由黄建海女士担任。新上任的管理层均来自公司内部，且具有年轻化、国际化、专业化的趋势。

#### 4.2 收入端分析

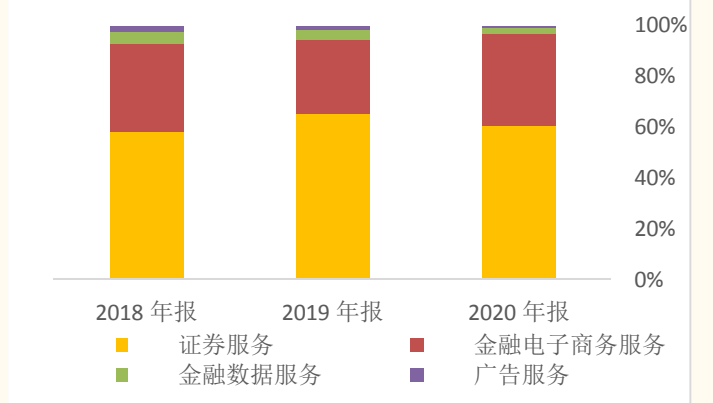
- 从总体营业收入来看，2018、2019、2020 年东方财富的营业总收入分别为 31.23、42.32、82.39 亿元，营业总收入的同比增长率分别为 23%、35%、95%，随着证券业务和基金代销业务的扩张，整体保持较高增速。
- 从业务构成看，公司在收购西藏同信证券后，公司主要业务变为证券业务和基金代销业务，其中证券业务收入 2018/2019/2020 分别占比 58%/65%/60%；而天天基金代销收入 2018/2019/2020 分别占比 34%/29%/36%。

图表 46：18-20 年东方财富营业收入



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 47：18-20 年东方财富各项业务收入构成

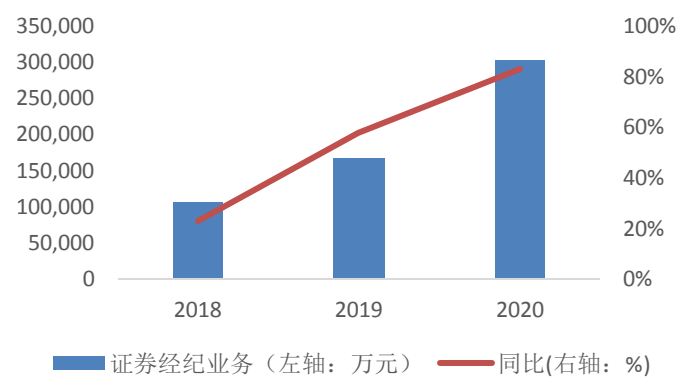


来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司 2018/2019/2020 年证券服务的营业收入分别为 18.13/27.51/49.82 亿元，同比增长 26.4%、51.71%、81.11%，作为公司的营业收入主要来源，证券服务的增长率保持较高水平。而公司证券服务收入主要由证券经纪业务收入和两融利息收入构成。其中：

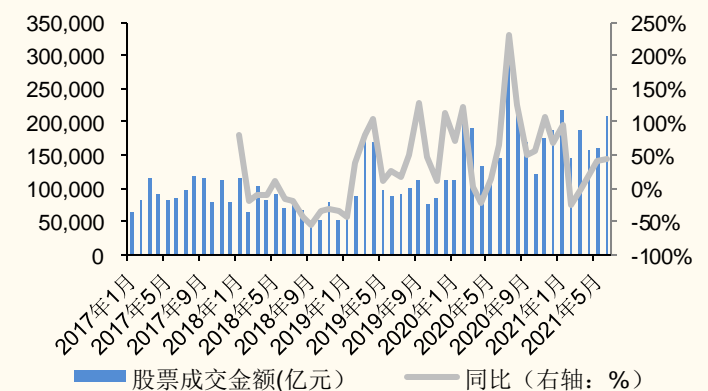
1) 证券经纪业务收入在 2018/2019/2020 分别为 10.53/16.62/30.32 亿元，同比增长 48.61%/31.32%/88.87%。由于证券服务收入与市场成交量具有较高相关性，根据 Wind，21 年 6 月，市场成交额分别同比增长 44%，高景气的成交额增长有望推动公司证券服务收入增长。

图表 48：2018-2020 公司证券经纪收入情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 49：月度证券市场成交额 (亿元)

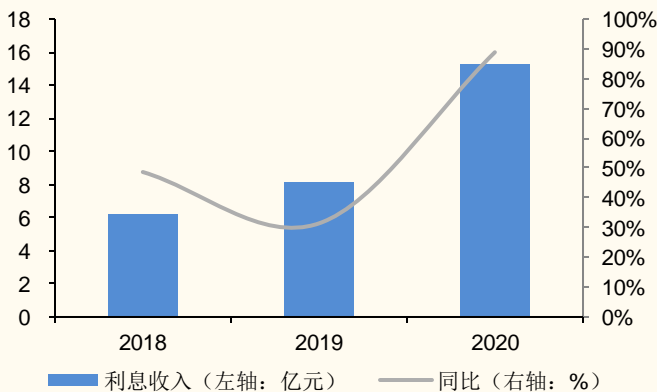


来源：Wind、国金证券研究所

2) 两融利息收入在 2018/2019/2020 年分别为 6.2/8.1/15.3 亿元，同比增长 49%/31%/89%。由于两融利息收入与市场两融平均余额具有较高

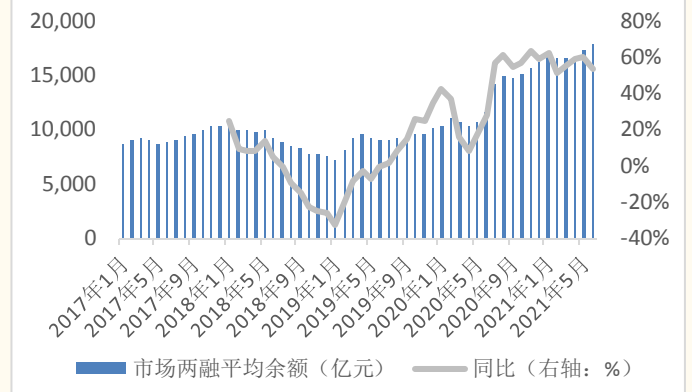
相关性，根据 Wind，21 年 6 月，市场两融平均余额分别同比增长 53%，高活跃度的两融市场有望推动公司两融利息收入增长。

图表 50：2018-2020 公司两融利息收入情况



来源：公司公告、国金证券研究所

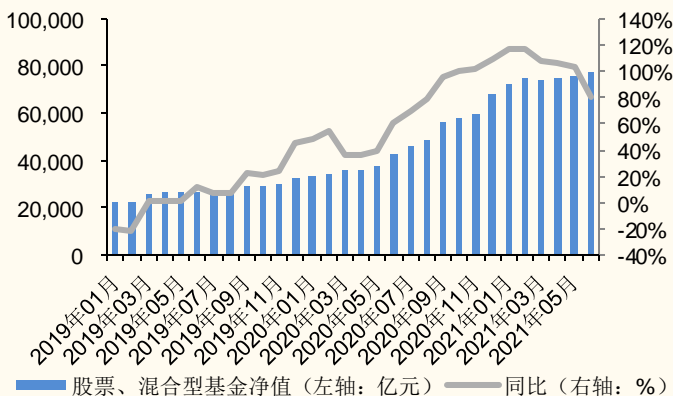
图表 51：月度市场两融平均余额 (亿元)



来源：Wind、国金证券研究所

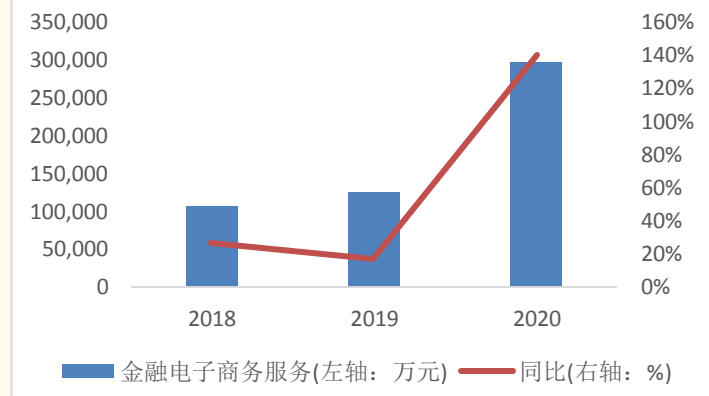
- **金融电子商务服务 (基金代销)** 在 2018/2019/2020 年收入分别为 10.65、12.36、29.62 亿元，对应的同比增长率分别为 26.20%、15.98%、139.74%，受益于市场基金净值和天天基金保有量规模提升，公司 2020 年基金代销收入获得较大的增长。由于公司基金代销收入主要由尾随佣金构成，其与市场基金净值具有较高相关性，根据 wind，2021 年 6 月市场股票、混合型基金净值同比增长 80%，保持稳定增长，预计市场规模的提升将会推动公司基金代销业务的进一步提升。

图表 52：月度市场股票、混合型基金净值情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 53：2018-2020 公司金融电子商务服务收入

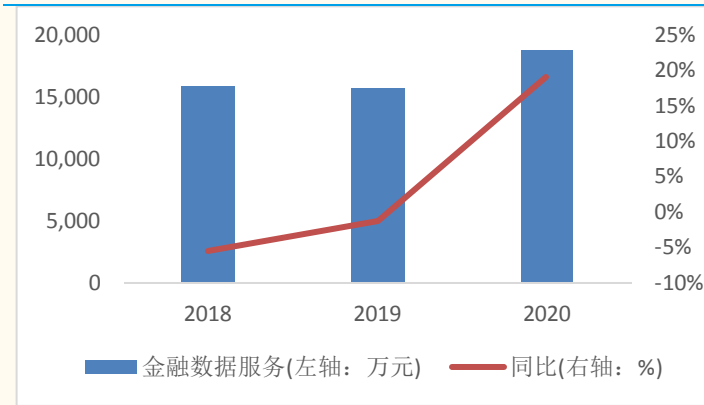


来源：公司公告、国金证券研究所

- **金融数据服务** 在 2018/2019/2020 收入年分别为 1.6/1.6/1.9 亿元，同比增长率分别为-5.6%、-1.18%、19.14%。
- **广告服务** 在 2018/2019/2020 收入分别为 7,101.12、8,747.15、10,629.93 万元，同比增长率分别为-10.11%、2.67%、21.52%，近三年呈现稳步上升态势。

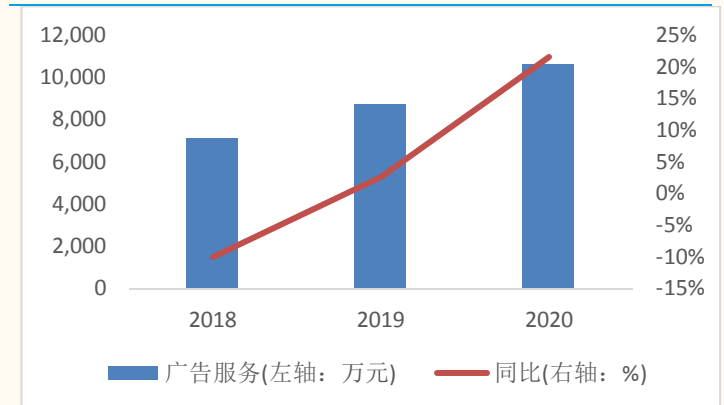


图表 54: 2018-2020 公司金融数据服务收入



来源: wind、国金证券研究所

图表 55: 2018-2020 公司广告服务收入

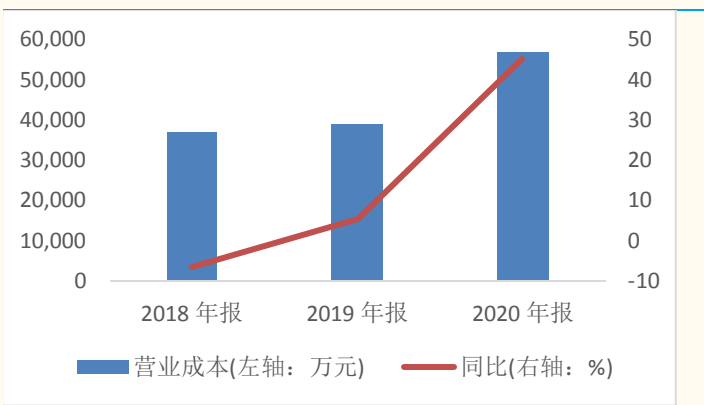


来源: wind、国金证券研究所

#### 4.3 成本端分析

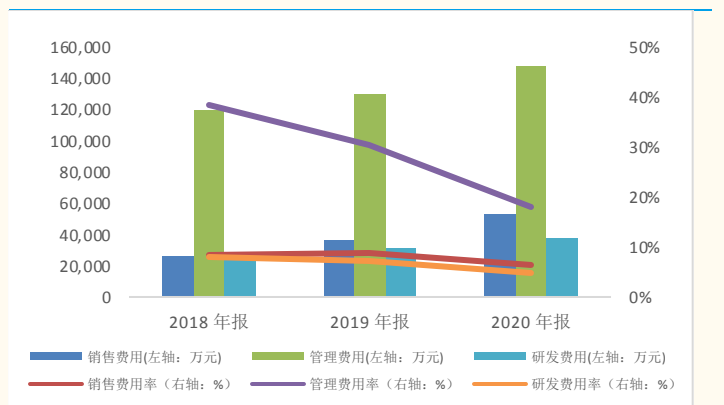
- 公司营业成本在 2018/2019/2020 年分别为 3.71、3.91、5.67 亿元，同比增长率分别为-6.46%、5.28%、44.94%，同比快速增长主要由于公司基金代销业务的快速扩张，带来对应成本的快速提升。
- 费用率上，随着公司基金代销收入提升以及证券业务经营效率提升，收入快速提升带来管理费用率、销售费用率、研发费用率的下降，其中 2018/2019/2020 年管理费用率分别为 38%/30%/18%，销售费用率分别为 8.3%/8.6%/6.4%，研发费用率分别为 8.0%/7.2%/4.6%。

图表 56: 2018-2020 公司营业成本变化



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 57: 2018-2020 公司三费情况

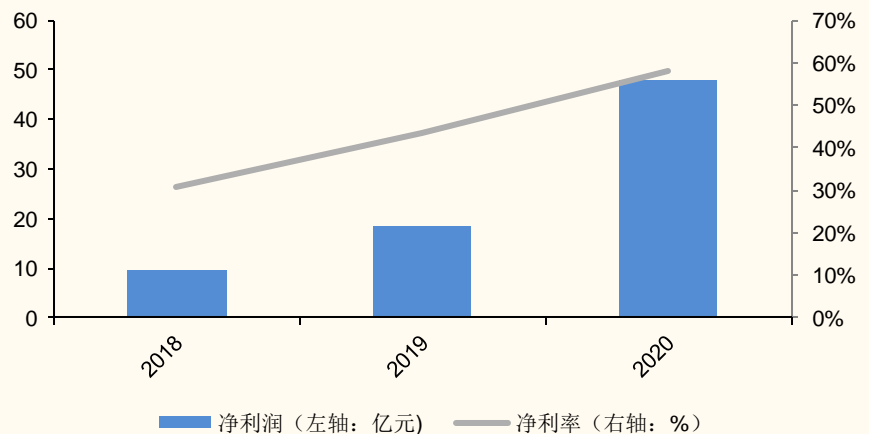


来源: 公司公告、国金证券研究所

#### 4.4 净利润分析

- 公司净利润在 2018/2019/2020 年分别为 9.6/18.3/47.8 亿元，同比增长率分别达到 50.94%/91.11%/160.91%，净利率分别为 31%/43%/58%，对比海内外券商，东方财富较高的净利率，有助于推动公司业绩持续增长。
- 公司于 2021 年 7 月 11 日发布业绩预增公告，根据公告，基金代销以及保有规模同比大幅增长以及证券业务规模同比大幅增长，推动公司 1H21 业绩的增长，1H21 公司归母净利润预计为 35-40 亿元，同比预增 94%-121%，对应 Q2 归母净利润约为 15.9-20.9 亿元，同比增长 70%-124%。

图表 58: 2018-2020 公司净利润与净利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

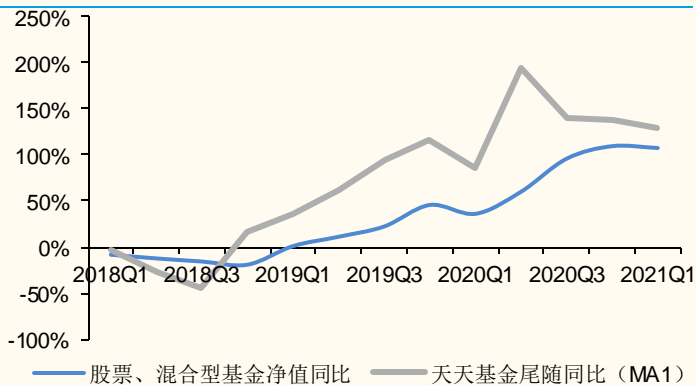
## 五、盈利预测与估值

### 5.1 分业务收入预测

- 公司主要收入贡献为基金代销收入、证券经纪业务收入、融资融券业务收入。其中:

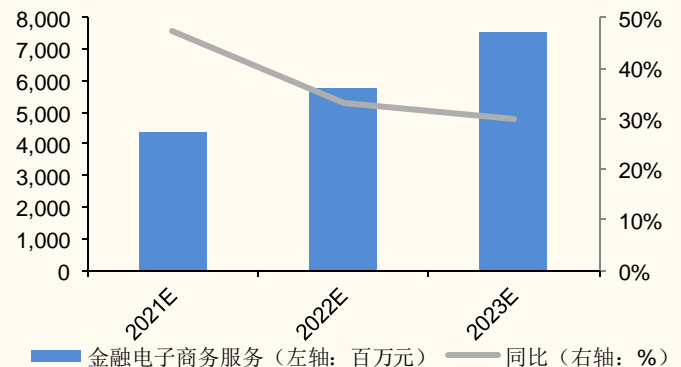
1) **金融电子商务服务(基金代销收入)**, 公司旗下的天天基金网作为独立代销机构龙头之一, 经过测算, 天天基金非货币基金代销收入中主要构成的尾随佣金与市场基金净值呈正相关, 按截止日资产净值计算, 股票型、混合型基金 21Q2 净值同比增长 80%, 随着天天基金专业优势的显现以及其他功能带来的流量导入, 我们认为公司保有规模将保持增加, 预计 2021/2022/2023 年公司金融电子商务服务收入分别为 43.6/58.0/75.4 亿元, 同比增长 47%/33%/30%。

图表 59: 天天基金尾随佣金与市场基金净值呈现正相关



来源: Wind、国金证券研究所

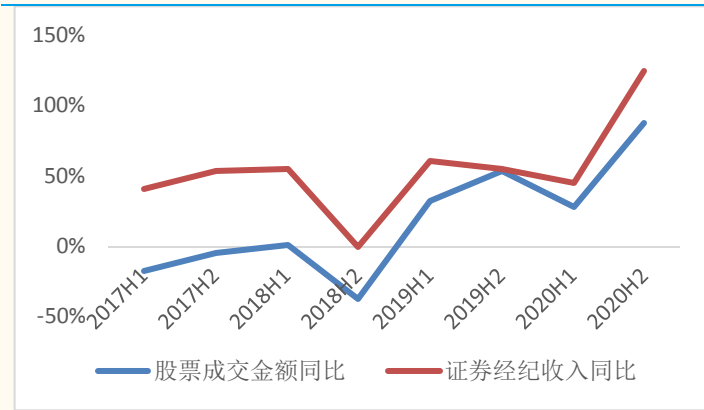
图表 60: 21-23 年公司金融电子商务服务收入预测



来源: 国金证券研究所预测

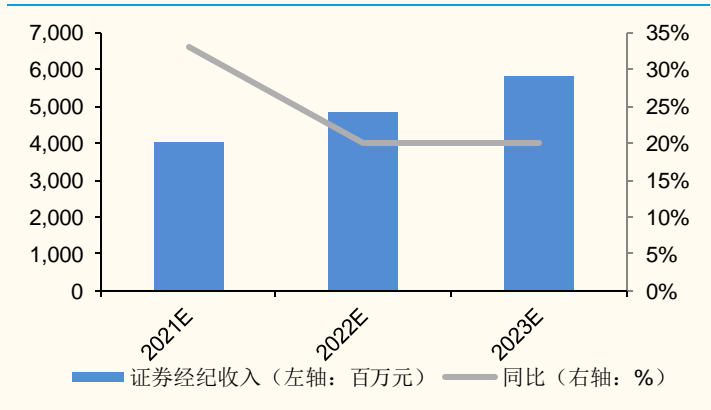
2) **证券经纪业务收入**, 由于“股吧”较高的用户粘性以及公司在投资辅助功能上有成本优势, 能为新用户提供更多免费的附加服务, 证券经纪业务有望保持较高增速, 经过测算, 公司证券经纪业务收入增速基本高于市场股票成交规模的增速, 根据测算, 东方财富在股票成交额的市占率从 2018 年的 2.62% 提升至 3.59%, 在佣金率保持稳定的情况下, 预计公司 21E 市占率将会提升至 4%, 预计 2021/2022/2023 年公司证券经纪业务收入分别为 40.4/48.4/58.1 亿元, 同比增长 33%/20%/20%。

图表 61：股票市场成交同比 VS 证券经纪业务收入同比



来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

图表 62：21-23 年公司证券经纪业务收入预测

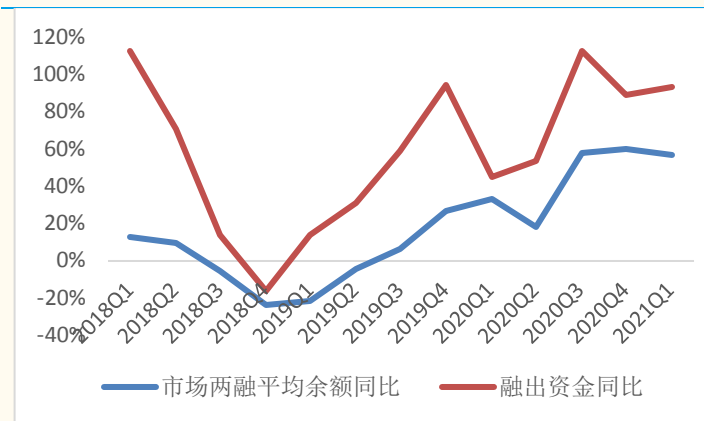


来源：国金证券研究所预测

3) 融资融券利息净收入，融资融券业务收入与公司自身证券经纪规模、市场两融平均余额以及公司自身现金流情况由较高关联性。随着证券经纪业务规模的扩大，融资融券业务也会随之扩大；另外公司证券经纪规模较高的增速也推动两融业务的快速增长，公司融出资金同比增速基本高于市场两融平均余额规模的同比增速，根据融出资金占年度两融平均余额计算，公司两融市占率从 2018 年的 0.9% 增长至 2020 年的 2.3%。

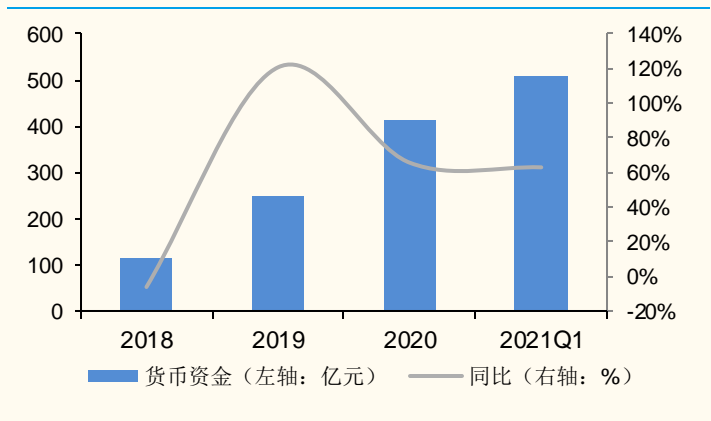
在现金流方面，随着两融业务的扩张，公司的资本金的需求也有所加强，公司 2018/2019/2020/2021Q1 货币现金分别为 113/250/414/510 亿元，同比增长 -6.2%/120.7%/65.6%/62.9%，公司于 2021 年进行了 3 次融资，包括 2021 年 5 月 28 日发行 2021 年第三期短期融资券，募集资金 20 亿元；2021 年 4 月 2 日向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金 158 亿元；2021 年 3 月 25 日发行 2021 年第二期短期融资券，募集资金 20 亿元。资本金的补充有望进一步推动公司资本金业务的拓展。我们预计 21 年公司两融市占率将会提升至 2.5%，预计 2021/2022/2023 利息收入分别为 20.8/26.0/32.5 亿元，同比增长 36%/25%/25%。

图表 63：两融市场平均余额同比 VS 公司融出资金同比



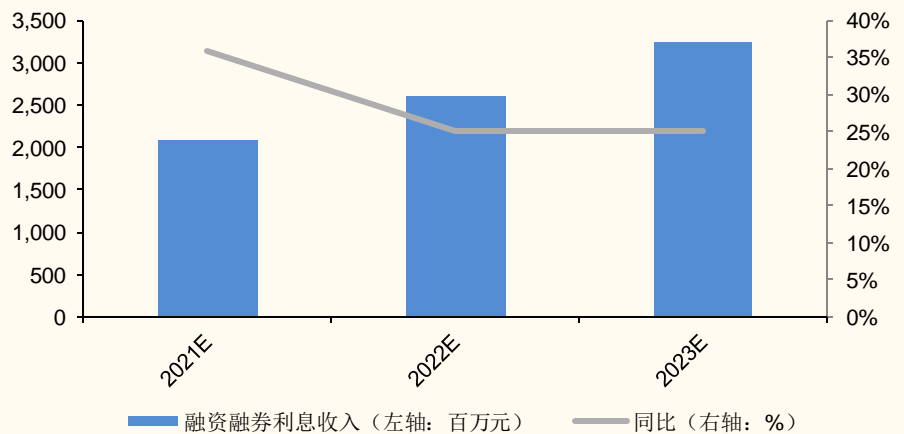
来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

图表 64：18-21Q1 公司货币资金情况



来源：公司公告、国金证券研究所

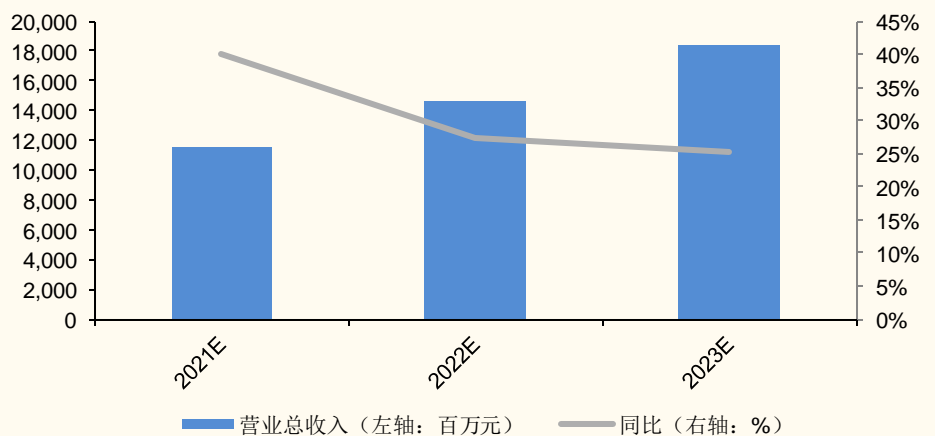
图表 65：21-23 年公司融资融券利息收入预测



来源：国金证券研究所预测

- 综上，预计公司 2021/2022/2023 营业收入分别为 115.3/146.8/183.7 亿元，同比增长 40%/27%/25%。

图表 66：21-23 年公司营业总收入预测



来源：国金证券研究所预测

## 5.2 费用预测

- 由于证券业务成本不计入报表中的营业成本，因此公司营业成本主要为天天基金代销业务的成本，随着天天基金规模的提升，以及广告等其他毛利率较低的业务占比在减少，公司毛利率基本呈现上升趋势，预计 2021/2022/2023 公司毛利率分别为 93.5%/93.7%/93.9%。在销售费用、管理费用和研发费用上，预计随着公司业务规模的提升，互联网属性带来规模效应，有望进一步降低费用率，提升利润率，预计 2021/2022/2023 的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为，6.5%/6.3%/6.1%；15.3%/14.9%/14.8%、4.4%/4.2%/4.1%。

综上，我们预计 2021/2022/2023 年归母净利润为 69.57/88.93/111.43 亿元，对应 21-23 年摊薄 EPS 分别为 0.67/0.86/1.08 元。

## 5.3 估值与投资建议

- 估值端，我们采取 PE 相对估值法，参考可比公司 21 年约 40X 的平均 PE，我们认为东方财富作为国内互联网券商龙头，相比金融软件服务类公司，具有更丰富的产品变现能力，相比具有传统券商，东方财富具有更高的净利润率，因此具有一定的品牌溢价，给予公司 21 年 60 倍 PE，对应目标价为 40.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67：18-23 年可比公司 PE 系数

|               | 2018         | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 同花顺           | 32.40        | 65.34        | 38.66        | 26.06        | 20.41        | 16.46        |
| 财富趋势          | n.a          | n.a          | 59.37        | 42.7         | n.a          | n.a          |
| 国元证券          | 35.04        | 34.12        | 28.54        | 21.36        | 19.01        | 16.68        |
| 恒生电子          | 49.76        | 44.09        | 82.86        | 58.23        | 47.9         | 39.26        |
| <b>PE 平均值</b> | <b>33.72</b> | <b>49.73</b> | <b>52.36</b> | <b>37.09</b> | <b>29.11</b> | <b>24.13</b> |

备注：由于财富趋势没有一致预期，因此假设 PE (TTM) 为 2021E 的 PE

来源：wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- **基金业务竞争激烈：**随着互联网电商企业纷纷布局金融行业，未来基金代销业务市场竞争可能会加剧，从而影响公司基金业务份额和业绩。
- **市场交易成交额不确定性：**由于市场交易成交额、基金净值都具有不确定性，而公司证券经纪业务和融资融券业务与市场成交额具有一定关联性，公司基金代销业务中的尾随佣金与市场基金净值具有一定关联性，因此业绩可能会受影响。
- **财富管理业务发展不及预期：**公司目前财富管理处于发展初期，若未来发展不及预期，或影响公司财富管理收入。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |               |               |               |                |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |               |               |                |                |                |                |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                       | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E          | 2022E         | 2023E         |                 | 2018          | 2019          | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>3,123</b>  | <b>4,232</b>  | <b>8,239</b>  | <b>11,527</b>  | <b>14,679</b> | <b>18,372</b> | 货币资金            | 11,334        | 25,011        | 41,420         | 64,176         | 72,332         | 81,002         |
| 增长率                   |               | 35.5%         | 94.7%         | 39.9%          | 27.3%         | 25.2%         | 应收账款            | 3,359         | 4,647         | 10,528         | 11,937         | 15,403         | 19,530         |
| 主营业务成本                | -371          | -391          | -567          | -751           | -925          | -1,121        | 存货              | 146           | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| %销售收入                 | 11.9%         | 9.2%          | 6.9%          | 6.5%           | 6.3%          | 6.1%          | 其他流动资产          | 19,548        | 26,513        | 52,748         | 76,868         | 90,855         | 108,003        |
| 毛利                    | 2,752         | 3,841         | 7,672         | 10,776         | 13,754        | 17,251        | 流动资产            | 34,387        | 56,172        | 104,696        | 152,981        | 178,590        | 208,534        |
| %销售收入                 | 88.1%         | 90.8%         | 93.1%         | 93.5%          | 93.7%         | 93.9%         | %总资产            | 86.4%         | 90.8%         | 94.9%          | 96.5%          | 97.0%          | 97.4%          |
| 营业税金及附加               | -31           | -41           | -67           | -97            | -117          | -147          | 长期投资            | 534           | 585           | 575            | 575            | 575            | 575            |
| %销售收入                 | 1.0%          | 1.0%          | 0.8%          | 0.8%           | 0.8%          | 0.8%          | 固定资产            | 1,726         | 1,581         | 1,800          | 1,801          | 1,802          | 1,804          |
| 销售费用                  | -260          | -364          | -523          | -734           | -910          | -1,130        | %总资产            | 4.3%          | 2.6%          | 1.6%           | 1.1%           | 1.0%           | 0.8%           |
| %销售收入                 | 8.3%          | 8.6%          | 6.3%          | 6.4%           | 6.2%          | 6.2%          | 无形资产            | 3,095         | 3,209         | 3,176          | 3,174          | 3,172          | 3,171          |
| 管理费用                  | -1,192        | -1,289        | -1,468        | -1,768         | -2,187        | -2,719        | 非流动资产           | 5,424         | 5,659         | 5,633          | 5,550          | 5,550          | 5,550          |
| %销售收入                 | 38.2%         | 30.5%         | 17.8%         | 15.3%          | 14.9%         | 14.8%         | %总资产            | 13.6%         | 9.2%          | 5.1%           | 3.5%           | 3.0%           | 2.6%           |
| 研发费用                  | -250          | -305          | -378          | -511           | -617          | -753          | <b>资产总计</b>     | <b>39,811</b> | <b>61,831</b> | <b>110,329</b> | <b>158,531</b> | <b>184,140</b> | <b>214,084</b> |
| %销售收入                 | 8.0%          | 7.2%          | 4.6%          | 4.4%           | 4.2%          | 4.1%          | 短期借款            | 819           | 607           | 5,180          | 9,385          | 11,613         | 16,133         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 1,019         | 1,841         | 5,235         | 7,666          | 9,923         | 12,502        | 应付款项            | 1,756         | 647           | 1,971          | 3,233          | 3,987          | 4,916          |
| %销售收入                 | 32.6%         | 43.5%         | 63.5%         | 66.5%          | 67.6%         | 68.1%         | 其他流动负债          | 16,714        | 38,123        | 68,738         | 89,470         | 104,182        | 118,761        |
| 财务费用                  | -156          | 12            | -34           | 115            | 67            | 17            | 流动负债            | 19,289        | 39,377        | 75,889         | 102,088        | 119,782        | 139,809        |
| %销售收入                 | 5.0%          | -0.3%         | 0.4%          | -1.0%          | -0.5%         | -0.1%         | 长期贷款            | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 资产减值损失                | -12           | 21            | 87            | 0              | 0             | 0             | 其他长期负债          | 4,827         | 1,242         | 1,284          | 17,069         | 17,069         | 17,069         |
| 公允价值变动收益              | 49            | -7            | -1            | 0              | 0             | 0             | 负债              | 24,116        | 40,619        | 77,172         | 119,157        | 136,851        | 156,878        |
| 投资收益                  | 211           | 271           | 316           | 421            | 514           | 643           | <b>普通股股东权益</b>  | <b>15,695</b> | <b>21,212</b> | <b>33,156</b>  | <b>39,374</b>  | <b>47,288</b>  | <b>57,206</b>  |
| %税前利润                 | 18.8%         | 12.7%         | 5.7%          | 5.2%           | 4.9%          | 4.9%          | 其中：股本           | 5,168         | 6,716         | 8,613          | 10,336         | 10,336         | 10,336         |
| 营业利润                  | 1,131         | 2,142         | 5,533         | 8,137          | 10,401        | 13,033        | 未分配利润           | 3,413         | 5,118         | 9,539          | 15,731         | 23,645         | 33,563         |
| 营业利润率                 | 36.2%         | 50.6%         | 67.2%         | 70.6%          | 70.9%         | 70.9%         | 少数股东权益          | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 营业外收支                 | -10           | -15           | -17           | 0              | 0             | 0             | <b>负债股东权益合计</b> | <b>39,811</b> | <b>61,831</b> | <b>110,329</b> | <b>158,531</b> | <b>184,140</b> | <b>214,084</b> |
| 税前利润                  | 1,121         | 2,128         | 5,515         | 8,136          | 10,401        | 13,033        |                 |               |               |                |                |                |                |
| 利润率                   | 35.9%         | 50.3%         | 66.9%         | 70.6%          | 70.9%         | 70.9%         | <b>比率分析</b>     |               |               |                |                |                |                |
| 所得税                   | -163          | -296          | -737          | -1,180         | -1,508        | -1,890        |                 | 2018          | 2019          | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 所得税率                  | 14.5%         | 13.9%         | 13.4%         | 14.5%          | 14.5%         | 14.5%         | <b>每股指标</b>     |               |               |                |                |                |                |
| 净利润                   | 958           | 1,831         | 4,778         | 6,957          | 8,893         | 11,143        | 每股收益            | 0.185         | 0.273         | 0.555          | 0.673          | 0.860          | 1.078          |
| 少数股东损益                | 0             | 0             | 0             | 0              | 0             | 0             | 每股净资产           | 3.037         | 3.159         | 3.850          | 3.809          | 4.575          | 5.535          |
| 归属于母公司的净利润            | <b>959</b>    | <b>1,831</b>  | <b>4,778</b>  | <b>6,957</b>   | <b>8,893</b>  | <b>11,143</b> | 每股经营现金净流        | 0.516         | 1.739         | 0.506          | 1.343          | 1.216          | 1.304          |
| 净利率                   | 30.7%         | 43.3%         | 58.0%         | 60.4%          | 60.6%         | 60.7%         | 每股股利            | 0.020         | 0.030         | 0.060          | 0.074          | 0.095          | 0.119          |
|                       |               |               |               |                |               |               | <b>回报率</b>      |               |               |                |                |                |                |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |                |               |               | 净资产收益率          | 6.11%         | 8.63%         | 14.41%         | 17.67%         | 18.81%         | 19.48%         |
|                       | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E          | 2022E         | 2023E         | 总资产收益率          | 2.41%         | 2.96%         | 4.33%          | 4.39%          | 4.83%          | 5.21%          |
| 净利润                   | 958           | 1,831         | 4,778         | 6,957          | 8,893         | 11,143        | 投入资本收益率         | 4.08%         | 6.87%         | 11.46%         | 9.96%          | 11.17%         | 11.83%         |
| 少数股东损益                | 0             | 0             | 0             | 0              | 0             | 0             | <b>增长率</b>      |               |               |                |                |                |                |
| 非现金支出                 | 259           | 233           | 183           | 216            | 236           | 259           | 主营业务收入增长率       | 104.42%       | 35.48%        | 94.69%         | 39.91%         | 27.35%         | 25.16%         |
| 非经营收益                 | 427           | 247           | 503           | -86            | -69           | -71           | EBIT增长率         | 108.38%       | 80.61%        | 184.37%        | 46.42%         | 29.45%         | 25.99%         |
| 营运资金变动                | 1,023         | 9,368         | -1,110        | 6,796          | 3,513         | 2,142         | 净利润增长率          | 50.52%        | 91.02%        | 160.91%        | 45.59%         | 27.84%         | 25.30%         |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>2,667</b>  | <b>11,679</b> | <b>4,354</b>  | <b>13,882</b>  | <b>12,573</b> | <b>13,473</b> | 总资产增长率          | -4.86%        | 55.31%        | 78.43%         | 43.69%         | 16.15%         | 16.26%         |
| 资本开支                  | -197          | -76           | -275          | -289           | -339          | -388          | <b>资产管理能力</b>   |               |               |                |                |                |                |
| 投资                    | -459          | 826           | -144          | -12,832        | -7,699        | -10,009       | 应收账款周转天数        | 80.7          | 69.7          | 57.6           | 58.0           | 58.0           | 58.0           |
| 其他                    | -520          | 49            | 8             | 421            | 514           | 643           | 存货周转天数          | 141.5         | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-1,176</b> | <b>799</b>    | <b>-411</b>   | <b>-12,700</b> | <b>-7,525</b> | <b>-9,754</b> | 应付账款周转天数        | 92.1          | 103.3         | 105.3          | 108.0          | 109.0          | 110.0          |
| 股权募资                  | 75            | 75            | 39            | 26             | 0             | 0             | 固定资产周转天数        | 200.6         | 134.4         | 78.1           | 56.3           | 44.6           | 35.8           |
| 债权募资                  | -1,505        | 1,989         | 16,033        | 22,514         | 4,428         | 6,620         | <b>偿债能力</b>     |               |               |                |                |                |                |
| 其他                    | -367          | -336          | -518          | -967           | -1,320        | -1,669        | 净负债/股东权益        | -71.76%       | -132.88%      | -144.33%       | -161.11%       | -162.96%       | -159.46%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-1,796</b> | <b>1,728</b>  | <b>15,554</b> | <b>21,573</b>  | <b>3,107</b>  | <b>4,951</b>  | EBIT利息保障倍数      | 6.5           | -153.3        | 154.3          | -66.4          | -147.1         | -748.7         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-305</b>   | <b>14,207</b> | <b>19,497</b> | <b>22,755</b>  | <b>8,156</b>  | <b>8,670</b>  | 资产负债率           | 60.58%        | 65.69%        | 69.95%         | 75.16%         | 74.32%         | 73.28%         |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 20          | 39          | 69          | 103         | 159         |
| 增持 | 9           | 20          | 35          | 49          | 0           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>1.31</b> | <b>1.34</b> | <b>1.34</b> | <b>1.32</b> | <b>1.00</b> |

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402