

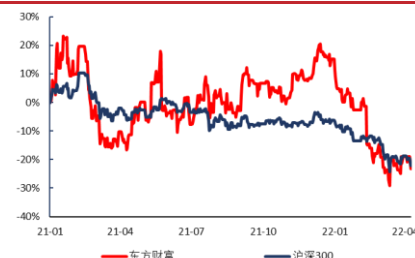


评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

 作者姓名 倪华
 资格证书 S1710522020001
 电子邮箱 nih835@easec.com.cn

相对指数



基础数据

总股本(百万股)	11012
流通A股/B股(百万股)	9241
资产负债率(%)	76.2%
每股净资产(元)	6.18
市净率(倍)	34.53
净资产收益率(加权)	19.4%
12个月内最高/最低价	39.35/22.62

相关研究

乘财富管理东风，造金融平台航母 ——东方财富(300059.SZ)首次覆盖报告

核心观点

经纪业务及两融业务市占率仍未到顶。公司庞大的客户流量，低于同业的佣金，完善的金融生态以及专业的平台服务成为经纪业务持续增长的关键。公司积极布局线下营业部，扩充资本金，并提供较低的融资利率，使得两融业务规模持续扩张。此外，公司的客均资产远低于其他券商，随着客户年龄及经济能力增长，居民金融资产投资资产规模的提升，客均资产有巨大提升空间。公司证券业务市占率增长空间广阔。

基金代销龙头优势显著，市占率稳步增加。我国的公募基金市场仍在起步阶段，占GDP比重远低于美国，目前发展阶段与美国1991年相似。未来8-10年，我国公募基金市场规模有望迎来年复合20%左右的快速增长。东方财富凭借丰富的产品供给、成熟的基金专业化平台，集团业务的导流，非货基及股票+混合基金保有量市占率连续三个季度稳步提升，保有量规模提升至第三名。公司龙头优势显现，未来将充分受益于公募基金市场的发展。

扩充多元化变现渠道，提前布局被动投资赛道。公司现已拓展保险、基金、境外证券投资、投顾等多样化变现渠道，挖掘客户价值。其中，被动投资或为下一个风口。从美国共同基金的发展经验看，近十年被动管理基金净流入大于主动管理。我国指数基金占非货币公募基金规模的比例仅为14%，与美国相比差距较大。随着未来养老金入市，指数基金市场发展空间广阔。东财基金提前布局，专注于ETF及指数基金，有望享受下一波市场发展红利。

与嘉信理财相比，东财差距在于平台多元化。嘉信理财成功的关键在于其低佣金策略获得客户流量，多元化变现挖掘客户价值。东方财富目前的发展路径与嘉信理财相似，通过资讯网站及低佣策略获客。但两者最大的区别在于，东财无法混业经营且变现渠道仍在不断发展中。未来，随着两融业务、公募基金代销业务市占率的逐步提升，东财基金、投顾平台等金融服务的逐渐成熟，东财有望成为中国版的“嘉信理财”。

投资建议

我们预计，公司2022-2024年总营业收入为174.94亿元/217.37亿元/264.61亿元，同比增长33.6%/24.3%/21.7%；实现归母净利润116.11亿元/151.99亿元/186.91亿元，同比增长35.8%/30.9%/23.0%。以2022年4月14日收盘价为基准，预计对应的2022PE分别为25.44倍。我们看好公司发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

股基交易活跃度下降，基金市场申购量、保有量超预期下滑，疫情反复，经济下滑超预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13094	17494	21737	26461
增长率(%)	58.9	33.6	24.3	21.7
归母净利润	8553	11611	15199	18691
增长率(%)	79.0	35.8	30.9	23.0
EPS(元/股)	0.83	1.05	1.38	1.69
市盈率(P/E)	34.53	25.44	19.43	15.80
市净率(P/B)	6.71	4.29	3.51	2.87

资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所，股价以4月14日收盘价为基准

正文目录

1. 投资聚焦	4
2. 稀缺互联网券商标的，业绩进入高速增长期.....	5
2.1. 资讯平台转变为综合性金融服务商.....	5
2.2. 股权结构稳定，管理层年轻化注入活力.....	6
2.3. 双轮驱动发展，公司进入业绩增长快车道.....	7
3. 流量优势显著，经纪与代销实现客户转化.....	8
3.1. 流量获取：人群高覆盖、获客低成本.....	9
3.2. 流量转化：经纪与基金代销业务并驾齐驱.....	10
3.2.1. 基金保有率环比高增长，代销龙头优势显著.....	10
3.2.2. 关注长尾客群，经纪业务保持高增长.....	13
3.2.3. 东财客户黏度高于同业.....	14
3.3. 满足细分需求：发力两融业务，加强多元布局.....	15
3.3.1. 线下营业部及资本金快速拓张助力两融业务发展.....	15
3.3.2. 向多元化金融平台发展.....	16
4. 三大逻辑成东财业绩“助推器”.....	17
4.1. 人均资产提升空间大，两融市占率仍未到顶.....	17
4.2. 公募基金市场空间广阔，代销机构集中度提升.....	18
4.3. 被动基金或为下一风口，东财已提前布局.....	20
5. 他山之石：从嘉信理财看未来东财发展.....	22
5.1. 从传统经纪到财富管理零售龙头.....	22
5.2. 低佣金策略获得客户流量.....	23
5.3. 多元化经营充分挖掘客户价值.....	24
5.4. 东方财富与嘉信理财的差距在于平台的多元.....	25
6. 盈利预测与估值	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 估值	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1. 东方财富投资逻辑.....	4
图表 2. 东方财富发展历程（2005-2015）	5
图表 3. 东财金融生态圈成员.....	5
图表 4. 东财组织结构（2021 年 6 月）	6
图表 5. 东财股权结构（2021 年末）	6
图表 6. 东财部分高管履历.....	7
图表 7. 东方财富营业收入及增速.....	7
图表 8. 东方财富归母净利润及增速.....	7
图表 9. 东财营收结构.....	8
图表 10. 东方财富三费率.....	8
图表 11. 东方财富及证券行业 ROE	8
图表 12. 东财金融生态圈关系.....	9
图表 13. 财经门户网站覆盖人数（2022 年 1 月）	10
图表 14. 部分财经 APP 月活用户数（万人）	10
图表 15. 东方财富人均获客成本测算.....	10

图表 16.	东财基金代销规模及非货基占比.....	11
图表 17.	东财基金代销业务收入及同比增长.....	11
图表 18.	东财公募基金保有量及环比增速.....	11
图表 19.	东财公募保有量市占率.....	11
图表 20.	东财公募基金代销家数和数量.....	12
图表 21.	各渠道代销公募基金数量（截止至 2022/3/22）.....	12
图表 22.	投资者无法长期持有基金原因.....	12
图表 23.	天天基金专业化优势.....	12
图表 24.	东财经纪业务收入及同比增速.....	13
图表 25.	东财经纪业务市占率.....	13
图表 26.	券商佣金率水平测算（2021 年）.....	13
图表 27.	东财长尾客户占比较高.....	13
图表 28.	东方财富开户权益.....	14
图表 29.	梯次化投资工具服务.....	14
图表 30.	各券商 App 人均单日使用时长（分钟）.....	14
图表 31.	股吧热度高于雪球.....	14
图表 32.	东财利息收入及同比增速.....	15
图表 33.	东财两融业务市占率.....	15
图表 34.	东财净资产（亿元）.....	15
图表 35.	东财历次融资.....	15
图表 36.	东财融资息差.....	16
图表 37.	各家券商融资利率（2021 年）.....	16
图表 38.	个人投资者对基金投顾提供服务的态度.....	17
图表 39.	已接入天天基金的公募及券商机构.....	17
图表 40.	东财及部分券商客户换手率（2020 年）.....	17
图表 41.	部分券商日活用户数及人均资产（2020 年）.....	17
图表 42.	个人可投资资产规模及同比增速.....	18
图表 43.	2018-2020 年各投资资产规模年复合增速.....	18
图表 44.	我国公募基金净值及增速.....	19
图表 45.	公募基金净值占 GDP 比例.....	19
图表 46.	美国 1991-1998 年公募规模快速增长期.....	19
图表 47.	美国养老计划持有共同基金规模及占比.....	19
图表 48.	公募基金销售渠道结构.....	20
图表 49.	公募基金保有量 CR5.....	20
图表 50.	美国主/被动公募基金占比.....	20
图表 51.	美国公募基金资金净流量（百万美元）.....	20
图表 52.	贝莱德资产管理规模结构.....	21
图表 53.	贝莱德财务状况.....	21
图表 54.	东财基金规模前五产品（截止至 2022.4.1）.....	21
图表 55.	东财历次融资.....	21
图表 56.	嘉信理财发展历程（1975-2015）.....	22
图表 57.	嘉信理财业务结构.....	23
图表 58.	嘉信理财每笔交易佣金收入（美元）.....	24
图表 59.	嘉信理财佣金收入及增长率.....	24
图表 60.	嘉信理财每年新增客户数（千）.....	24
图表 61.	嘉信理财活跃账户数（千）.....	24
图表 62.	嘉信理财 AUM 及客均资产.....	25
图表 63.	嘉信理财客户使用投顾服务的比例.....	25
图表 64.	东方财富与嘉信理财对比.....	25
图表 65.	公司细分业务预测（百万元）.....	27
图表 66.	公司净利润预测（百万元）.....	27
图表 67.	经纪业务同比公司（基于 4 月 11 日收盘价）.....	28
图表 68.	金融电子商务及其他业务同比公司（基于 4 月 11 日收盘价）.....	28

1. 投资聚焦

与市场的不同

东财以长尾客户为主，人均资产规模提升空间广阔。我们通过股基交易量与证券托管市值的比值计算客户换手率，依据股基买卖交易额、月活用户数、年换手率简单推算各券商客户的人均资产，推算出东财的人均资产规模远低于华泰证券、国泰君安和海通证券。我们认为，随着客户年龄及经济能力增长，居民金融资产投资资产规模的提升，人均资产有巨大提升空间，更多客户能够达到两融门槛。公司经纪业务市占率及两融市占率有望提升。

新的变现方式是东财未来业绩增长的关键，东财基金已提前布局被动投资市场。除了基金代销及经纪业务之外，基金投顾、被动投资市场等新兴变现方式，成为公司未来业绩增长动力。从美国共同基金的发展经验看，近十年被动管理基金净流入大于主动管理。我国指数基金占非货币公募基金规模的比例仅为 14%，与美国相比差距较大。养老金入市，更追求成本控制 and 风险分散，指数基金作为重要的投资渠道之一，有望成为养老金的主要投资方向。东财基金提前布局，专注于 ETF 及指数基金，有望享受下一波市场发展红利。

投资逻辑

图表1. 东方财富投资逻辑



资料来源：东亚前海证券研究所

2. 稀缺互联网券商标的，业绩进入高速增长期

2.1. 资讯平台转变为综合性金融服务商

三大平台奠定流量基础，积极开拓变现渠道。东方财富成立于2005年。同年，“东方财富网”上线，主要为客户提供全面及时的财经资讯。2006-2007年，“股吧”、“天天基金网”陆续上线，三大平台成为公司客户流量的基础。平台功能涵盖了财经资讯、互动交流、基金产品资讯，形成了公司的核心竞争力。2010年，公司在深交所上市。三大平台搭建完成后，公司逐步开拓变现渠道。2012年，公司正式获得基金代销牌照；2013年发布Choice终端；2014年收购宝华世纪证券100%股权（后更名为“哈富证券”）；2015年收购西藏同信证券（更名为“东方财富证券”）。“互联网+券商”模式正式形成，公司业绩进入高速增长期。

图表2. 东方财富发展历程（2005-2015）

2005	2006	2007	2008	2010	2012	2013	2014	2015
东方财富成立，东方财富网上线	“股吧”上线	“天天基金网”上线	公司正式更名为东方财富信息股份有限公司	公司上市	公司获得基金代销牌照	Choice数据终端发布	收购宝华世纪证券100%股权（后更名为“哈富证券”）	收购西藏同信证券（更名为“东方财富证券”）

资料来源：东方财富官网，东亚前海证券研究所

证券全牌照助力开拓全新盈利空间。2017年东方财富获批香港期货经纪业务牌照，同年，公司获批小额贷款业务牌照，进一步拓宽金融业务范围。2018年，东方财富获批设立西藏东财基金管理有限公司。同年，公司旗下同信久恒期货正式更名东方财富期货，为客户提供全方位金融服务。2019年，东方财富获批《经营证券期货业务许可证》，正式进入公募基金行业。至此，公司金融生态圈基本搭建完成，逐步从资讯平台服务转变成成为综合性金融服务商。

图表3. 东财金融生态圈成员

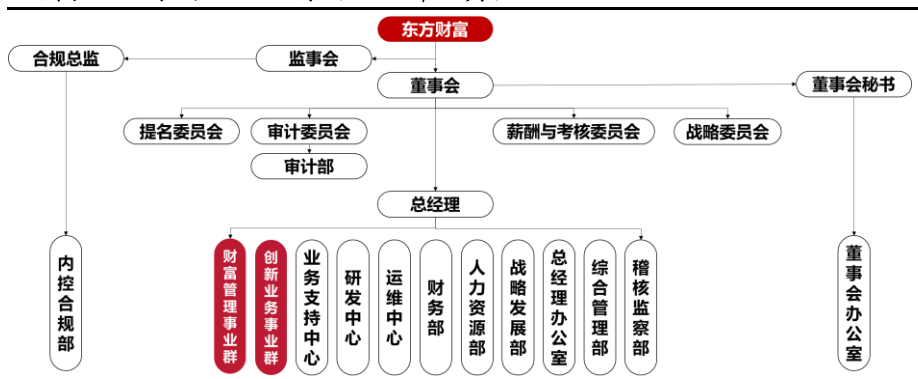
	功能
东方财富网	提供全方位的综合财经资讯和金融市场资讯平台
天天基金网	东财旗下基金交易平台，提供基金交易、金融资讯、收益查询等全方位服务
东方财富APP 东方财富证券	提供行情资讯、证券交易等服务
天天基金APP	提供基金行情资讯，基金交易等服务
股吧	东财旗下股票主题社区，提供股票评论及交流服务
Choice数据	东财旗下专业的金融数据平台，为研究机构、学术机构、监管机构等提供专业金融数据服务
哈富证券	原东财国际证券，为客户提供港、美股交易服务
东财保险	东财旗下保险经纪公司，向客户销售健康险、意外险、财产险等保险产品
西藏东财基金	东财旗下公募基金，提供基金服务

资料来源：东方财富官网，东亚前海证券研究所

公司进行组织架构调整，加强财富管理业务。2021年6月，为迎合财

富管理的大趋势及业务发展，公司进行组织架构调整：将证券期货事业群、基金事业群、综合业务事业群整合为财富管理事业群和创新业务事业群，有助于公司更灵活应对市场财富管理需求，针对性地提供金融服务。

图表4. 东财组织结构（2021年6月）

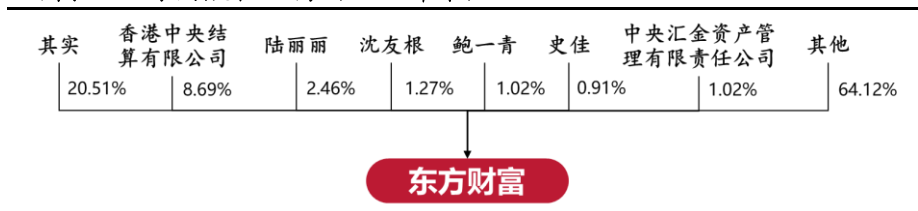


资料来源：东方财富公告，东亚前海证券研究所

2.2. 股权结构稳定，管理层年轻化注入活力

公司第一大股东其实先生，持股比例为 20.51%，是公司董事长兼创始人。截至 2021 年末，公司前十大股东合计持股比例为 38.67%。其实先生与沈友根先生系父子关系，与陆丽丽女士系夫妻关系，三人合计持股比例为 24.24%，股权结构相对稳定。

图表5. 东财股权结构（2021 年末）



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

高管队伍大多具有科技公司背景，管理层进一步年轻化。董事长其实先生拥有复旦大学博士研究生学历、博士学位，目前担任全国政协委员、中国证券投资基金业协会副会长等职务，具有二十年财经证券研究及管理经验，以及丰富的互联网运营经验。除董事长外，公司高管团队中有 4 人持有公司股份，且大多拥有计算机相关工作经历。公司近年来推动管理层年轻化，总经理郑立坤出生于 1984 年，是一名“80 后”高管，体现出公司年轻化建设的决心。

图表6. 东财部分高管履历

姓名	现任职务	履历
其实	董事长	复旦大学博士，担任全国政协委员，中国证券投资基金业协会副会长。
郑立坤	副董事长、总经理	曾任上海恒生聚源数据服务公司资深软件工程师，海南港澳资讯产业股份有限公司项目经理，公司机构产品部负责人、产品技术负责人。
陈凯	副董事长	1997年进入长江计算机，曾任集团二级企业部门经理、副总经理、长江计算机集团公司副总工程师兼下属上海长江科技发展有限公司总经理。
黄建海	董事、副总经理、财务总监	曾任职于普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)、Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited、Lehman Brothers Asia Limited、绿城资产管理集团有限公司、绿城建筑科技集团有限公司等公司。
程磊	副总经理	复旦大学软件工程硕士，曾任本公司董事，上海美宁计算机网络有限公司技术部开发组成员、项目经理，环球外汇网副总经理兼技术总监。

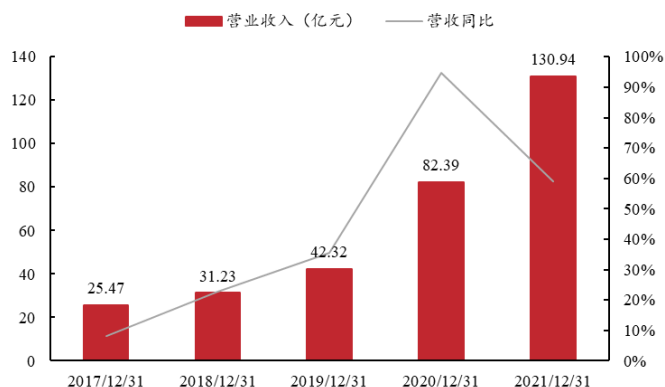
资料来源：东方财富 2021 年年报，东亚前海证券研究所

股权激励留住核心人才。公司大力培养年轻化队伍的同时，于 2021 年 7 月开展新一轮股权激励。公司授予董事、高级管理人员、中层管理人员、技术（业务）骨干等人员共 818 人 5000 万股限制性股票。根据激励方案，业绩目标以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别为 40%、80%、120%。股权激励计划能够将公司利益与员工利益绑定，有助于留住核心人才。

2.3. 双轮驱动发展，公司进入业绩增长快车道

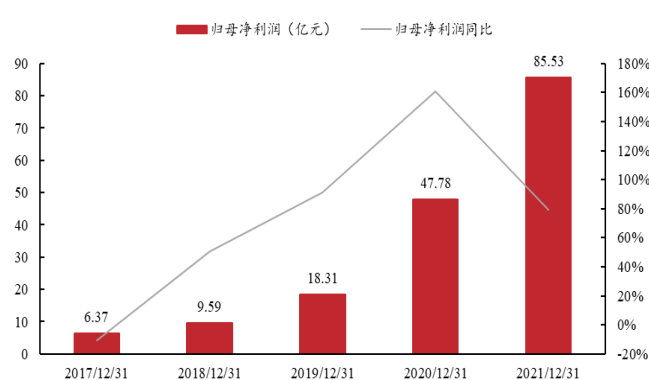
公司处于快速发展期，业绩表现亮眼。公司 2016 年开展证券业务后，营收及利润进入高速增长期。2020 年，财富管理概念兴起及公募基金市场的火爆，加速公司业绩增长。2021 年，公司营收 130.94 亿元，同比增长 58.9%，2016-2021 年 CAGR 为 41.0%。公司 2021 年实现归母净利润 85.3 亿元，同比增长 79.0%，2016-2021 年 CAGR 为 64.3%。

图表7. 东方财富营业收入及增速



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表8. 东方财富归母净利润及增速

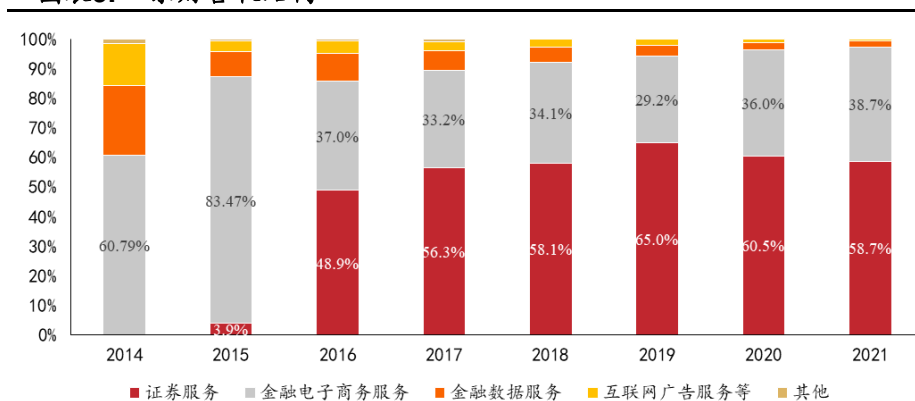


资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

基金代销业务占比提升。公司业务主要分为：证券服务、金融电子商

务服务（基金代销业务）、金融数据服务（Choice）、互联网广告服务。2015 年以前，公司主要以代销公募基金为主要营收来源；2015 年收购同信证券后，证券服务逐步成为公司流量转化的另一重要来源。2021 年，以东方财富证券为主提供的证券服务占总营收比重为 58.7%。受益于 2020-2021 年公募基金市场爆发，公司 2021 年金融电子商务服务营收占比较 2020 年提升 2.7pct 至 38.7%。

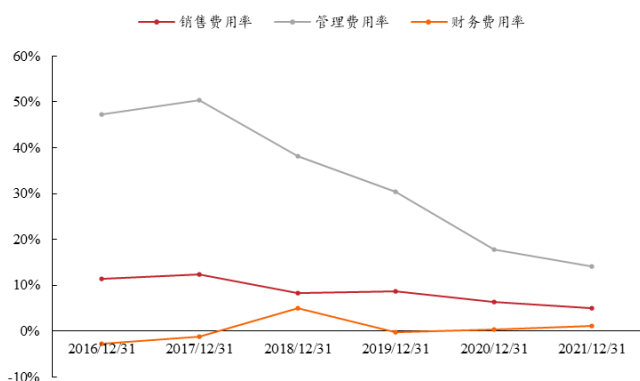
图表9. 东财营收结构



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

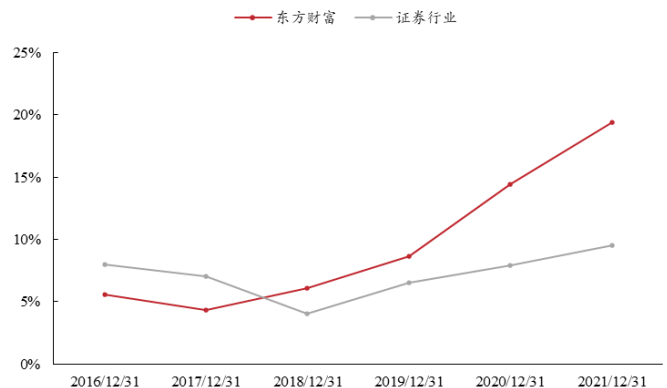
费用控制能力优秀，ROE 高于行业。公司 2016-2017 年销售费用率、管理费用率较高，而后得益于公司新业务拓展带来营收高增及规模化效应优势逐步显现，公司费用率持续下降。2021 年，公司三费率为 20.2%，同比下降 4.4pct。公司卓越费控能力增厚利润，进而带动 ROE 稳步增长。2021 年，公司 ROE 为 19.4%，远远高于行业的 9.6%。

图表10. 东方财富三费率



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表11. 东方财富及证券行业 ROE



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

3. 流量优势显著，经纪与代销实现客户转化

东财构建了从获客到转化到价值挖掘完整的金融生态圈。公司旗下拥有东方财富网、东方财富证券、股吧、Choice、天天基金、东财证券、东财基金、东财保险、哈富证券等多个流量入口及变现平台，提供包括行情资

讯、社区讨论、数据信息、证券基金交易等服务。东方财富网、天天基金网是公司获取客户流量的主要载体，并通过天天基金、东方财富证券进行变现，而后运用股吧及为客户提供的各类工具（如投资工具、Choice 数据库等）提高客户黏性，运用东财基金、东财保险及哈富证券等平台满足客户的差异化投资需求。集团内的客户能够相互转化导流，实现了客户资源最大化利用，构建了从前端客户获取到中端客户转化到后端客户挖掘完整的金融生态圈。

图表12. 东财金融生态圈关系



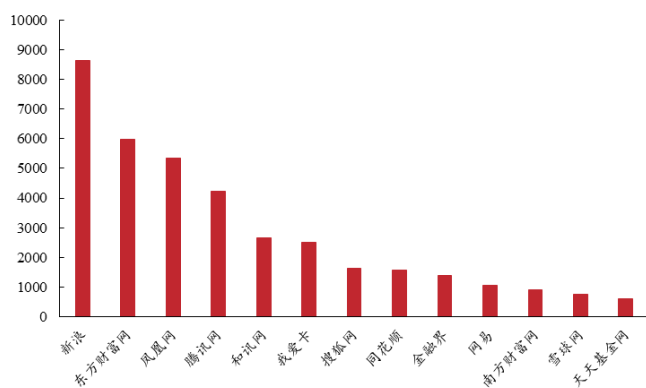
资料来源：东亚前海证券研究所

3.1. 流量获取：人群高覆盖、获客低成本

东方财富网和天天基金网流量及覆盖人数较高。东方财富网和天天基金网是公司最主要的客户流量获取渠道。根据艾瑞咨询，2022 年 1 月东方财富网覆盖人数分别为 5990 万人、仅次于新浪，位列第二；天天基金网覆盖人数 590 万人，位列财经类网站第 13 位。根据 Alexa 数据，东方财富网 2022 年 1-3 月，日均独立用户数为 764.8 万人，日均页面浏览量达 5911 万次。

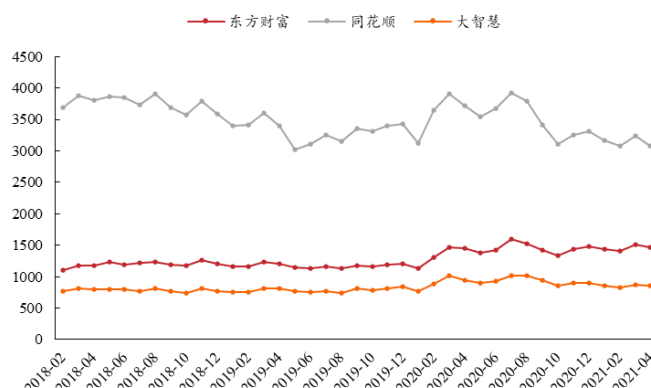
东财 APP 及天天基金 APP 月活保持高增长。2021 年一季度，东方财富 APP 月活用户为 1457 万人，同比增长 11.4%。虽然同花顺 2021Q1 的月活均值达 3163 万人，规模列财经类 App 首位，但同比增速下降 11.1%。东财与同花顺差距逐步缩小。根据公司年报披露，2021 年天天基金日活用户数为 314.7 万人，较 2020 年增长 33.3%。

图表13. 2022年1月财经门户网站覆盖人数(万人)



资料来源: 艾瑞咨询, 东亚前海证券研究所

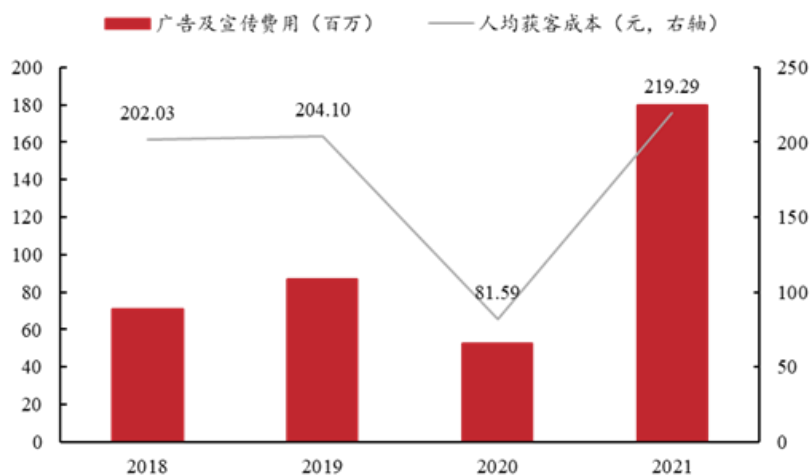
图表14. 部分财经APP月活用户数(万人)



资料来源: 易观千帆, 东亚前海证券研究所

互联网独特属性及完善的金融生态使得东财获客成本远低于传统券商。东财依托东方财富网、天天基金网等门户网站, 以及线上平台的规模效应, 获得了大量低成本的客户流量, 成本优于传统券商。我们运用广告宣传费与公司新增投资者(年度新增投资者×东财股基交易市占率)的比值测算东财获客成本。2020年受疫情及市场行情向好等因素影响, 东财人均获客成本仅为81.6元。虽然2021年获客成本回升至219元, 但仍远低于传统券商(约为300-500元)。

图表15. 东方财富人均获客成本测算



资料来源: 东方财富年报, 东亚前海证券研究所

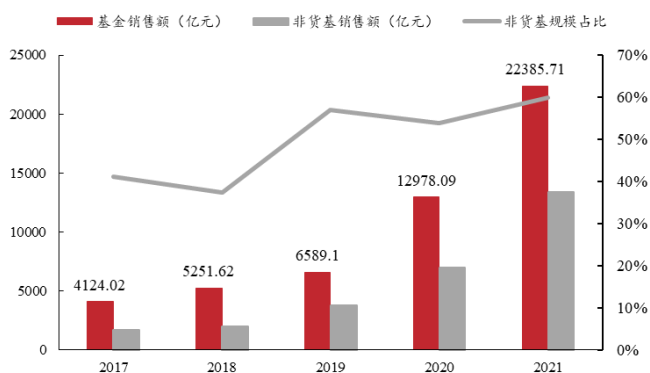
3.2. 流量转化: 经纪与基金代销业务并驾齐驱

3.2.1. 基金保有率环比高增长, 代销龙头优势显著

基金代销业务增长强劲。天天基金于2012年获得第三方基金销售机构的公募基金代销牌照, 成为流量的变现的第一渠道。随着近些年公募基金市场的蓬勃发展, 公司基金代销业务迎来高速增长期。2021年, 公司实现基金销售额2.24万亿, 非货基金销售额1.34万亿, 分别同比增长72.5%、

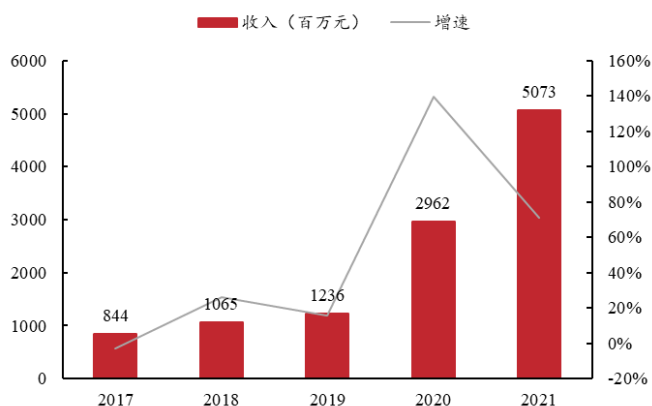
91.7%，非货基占比由 2020 年的 53.9%提升至 59.9%。2021 年代销规模的高增长带动代销收入增长 71.2%至 50.73 亿元。

图表16. 东财基金代销规模及非货基占比



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

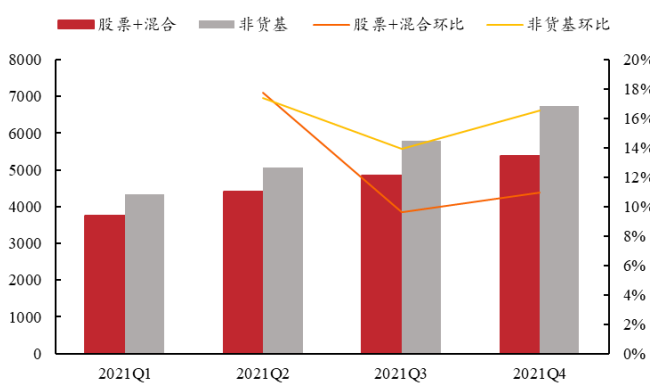
图表17. 东财基金代销业务收入及同比增长



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

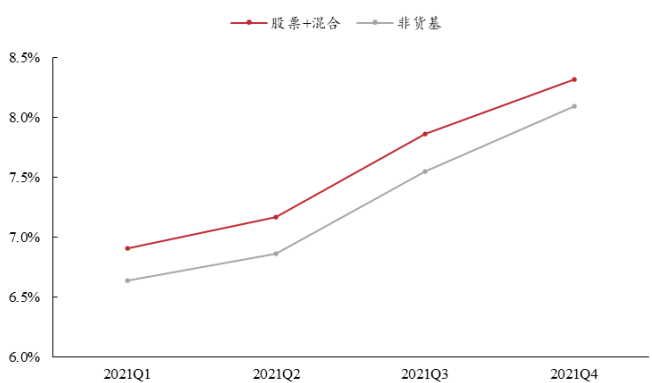
公募基金保有量、市占率环比持续提升。2021 年四季度末，天天基金股票+混合公募基金保有规模、非货币市场公募基金保有规模分别为 5371 亿元、6739 亿元，环比增长 10.9%、16.5%，连续三个季度保持正增长。随着公司品牌影响力不断提升，金融生态圈导流能力的不断增强，公司市占率稳步提升。2021 年四季度末，公司股票+混合、非货基公募基金保有市占率分别为 8.3%、8.1%，较一季度末提升 1.4pcts、1.5pcts。

图表18. 东财公募基金保有量及环比增速 (亿元)



资料来源：基金业协会，东亚前海证券研究所

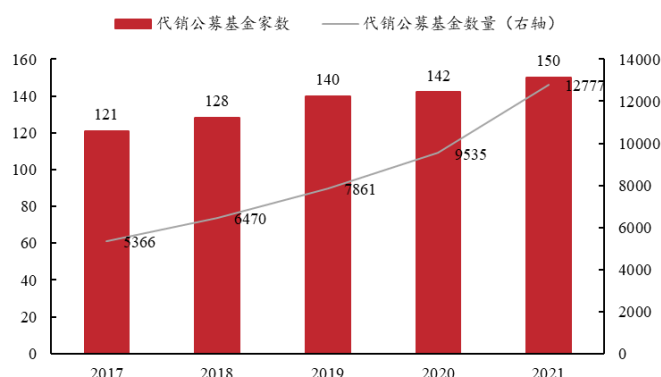
图表19. 东财公募保有量市占率



资料来源：基金业协会，东亚前海证券研究所

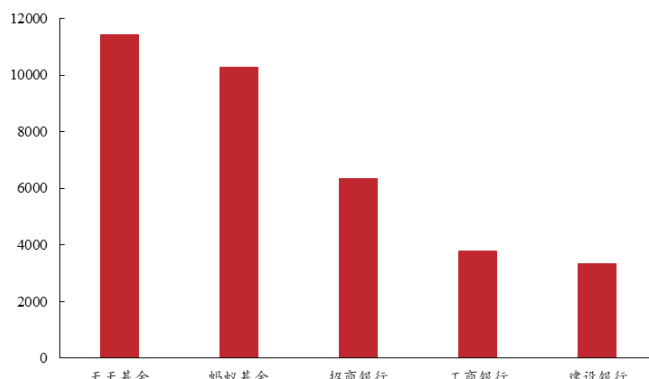
产品丰富度优于同业，最大化实现各类需求客户转化。天天基金作为第三方基金代销龙头，拥有丰富的基金产品种类。截止至 2021 年，天天基金已与 150 家公募基金达成合作，销售超 12000 种基金产品。根据 iFind 数据，天天基金代销数量高于蚂蚁基金，远超市招行、工行和建行，能够更好地满足客户的个性化需求。为促进客户转化，天天基金推出与余额宝产品类型相似的“活期宝”，可在 38 个货币基金中自由转换，多于支付宝的 28 个。

图表20. 东财公募基金代销家数和数量（家，个）



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

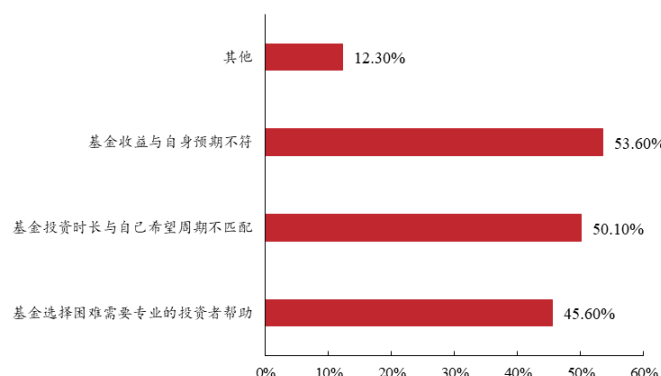
图表21. 各渠道代销公募基金数量（家，截止至 2022/3/22）



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

塑造专业化品牌，形成差异化竞争。公募基金数量不断增加，投资者的痛点在于基金经理投资能力难以甄别，需要借助专业的投资工具或建议，对基金购买平台的专业性和观点分享的需求更高。根据 2020 年公募基金投资者调查报告，约有 45.6% 投资者在选择基金时有困难以至于无法长期持有基金。天天基金的客户流量虽然弱于蚂蚁基金，但其可多维度对基金进行分析，帮助客户选择。同时，成熟的基金交流社区能够满足客户的交流需求。天天基金凭借十年深耕基金投资领域，形成了良好的口碑效应，更能获得客户的认可，更易实现客户转化。

图表22. 投资者无法长期持有基金原因



资料来源：《全国公募基金市场投资者状况调查报告（2020 年度）》，东亚前海证券研究所

图表23. 天天基金专业化优势



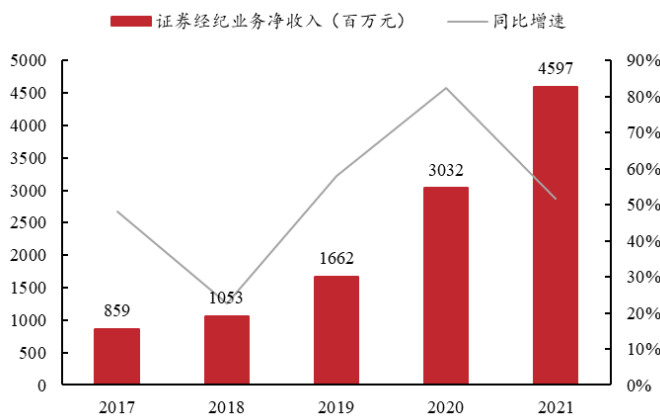
资料来源：天天基金 App，东亚前海证券研究所

收入以尾佣为主，可对前端费率进行折扣。代销机构销售公募基金可获得：1）申赎费（首佣）；2）管理费分成（尾佣，约管理费的 40%-50%）。股票/混合、债券基金申赎费约为 1.5%、1.0%，管理费约为 1.5%、0.4%。货币基金一般不收申购费，管理费约为 0.15%。目前，网上基金申赎费普遍一折，若非货币基金首佣按 0.12% 计算，2021 年东财尾佣收入占代销收入比重已达 68.3%。随着天天基金公募保有量的不断增加，首佣对公司业绩影响越小，能够提供更低的申购费吸引客户，实现客户转化。

3.2.2. 关注长尾客群，经纪业务保持高增长

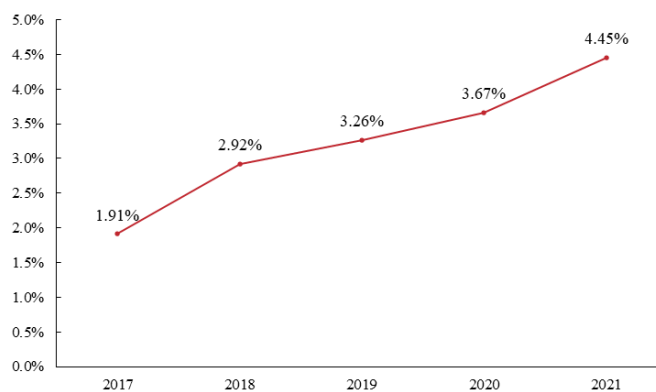
经纪业务维持高增长，市占率快速提升。公司 2015 年通过收购同信证券（即东方财富证券）进入证券经纪交易领域，实现客户流量变现的第二渠道。2016 年起，公司证券业务保持高速增长。2021 年，公司实现经纪业务净收入 45.97 亿元，同比增长 51.6%，五年复合增长率为 51.3%。按照万分之二的净佣金率推算，公司 2021 年经纪业务市占率约为 4.45%，较 2020 年提升 0.78pct，逐年稳步提升。

图表24. 东财经纪业务收入及同比增速



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

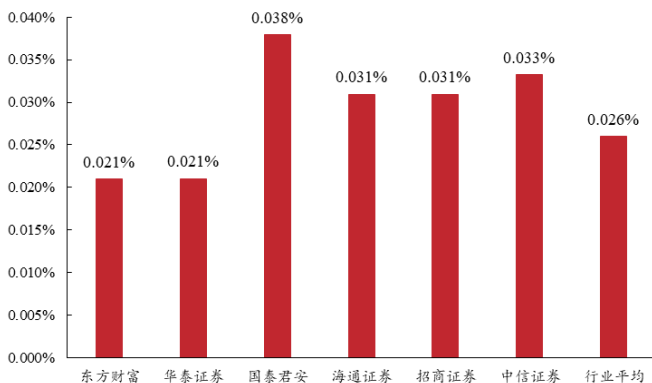
图表25. 东财经纪业务市占率



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

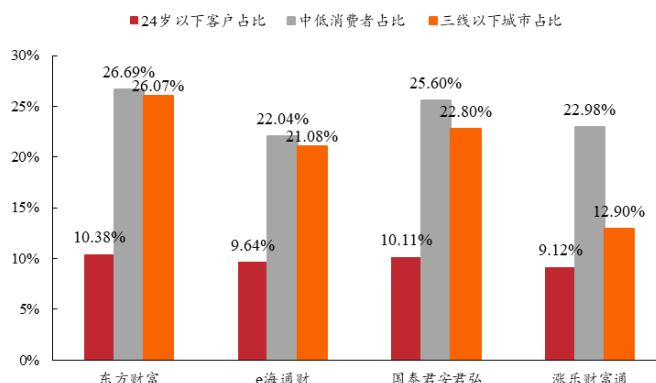
便捷开户、低佣金吸引长尾客户。公司为用户提供快捷、远程开户等服务，并且提供低于行业平均的佣金率，以吸引仅需要股票交易功能的长尾客户。运用代理买卖证券收入及支出比值，简易测算出东财的平均佣金水平约为 0.021%，低于行业平均的 0.026%，也远低于国泰君安、海通证券、中信证券等券商。根据易观千帆数据，东方财富 App 使用者中 24 岁以下、中低消费者占比及三线城市以下客户占比均高于海通、国泰君安、华泰等传统券商。

图表26. 券商佣金率水平测算（2021 年）



资料来源：各上市公司年报，东亚前海证券研究所

图表27. 东财长尾客户占比较高（2021 年）



资料来源：易帆千观，东亚前海证券研究所

提供多项股票交易类服务，鼓励长尾客户转化。东财抓住长尾客户频繁交易的特点，为新用户提供多项短线交易工具，如一年 Level-2 的使用权

(拥有更快的行情更新速率、更精准的资金博弈信息等)、核心内参(行情综述、涨停揭秘等)、操盘机器人等交易类功能。同时,对于更高的资产规模的客户,提供更多元化的服务。通过梯次化地赠送投资工具,帮助实现客户转化,并鼓励客户增加账户资产规模。

图表28. 东方财富开户权益



资料来源:东方财富 App, 东亚前海证券研究所

图表29. 梯次化投资工具服务

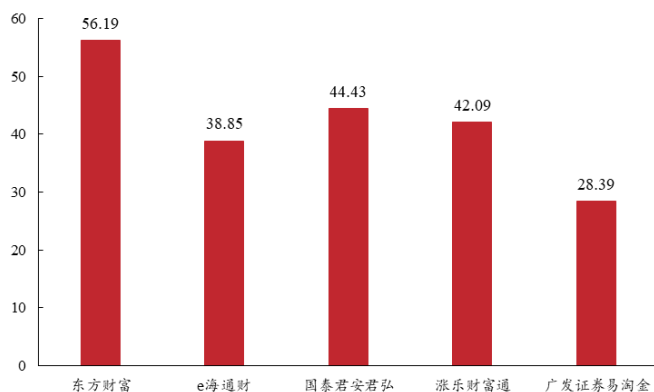


资料来源:东方财富 App, 东亚前海证券研究所

3.2.3. 东财客户黏度高于同业

“资讯+讨论”平台满足客户投资诉求,用户依赖度高于同业。长尾客户由于信息不对称及情绪宣泄,需要新闻资讯及行情讨论等服务。东财以资讯门户网站起家,旗下的“股吧”是我国最早的互联网财经类互动社区之一,能够提供新闻资讯,股票讨论,行情复盘等服务,满足客户必要的投资需求。股吧相较于雪球、新浪股市汇等交流平台拥有更高的人气及热度,有助于提高客户黏性。东方财富 App 人均单日使用时长为 56.19 分钟,用户依赖度远高于其他券商。

图表30. 2020年6月各券商 App 人均单日使用时长(分钟)



资料来源:易观千帆, 东亚前海证券研究所

图表31. 股吧热度高于雪球



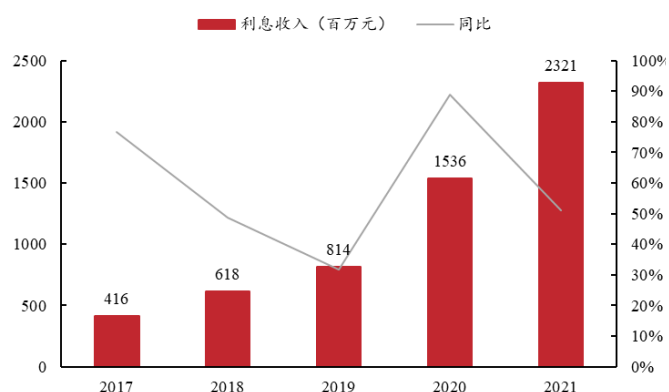
资料来源:股吧 App、雪球 App, 东亚前海证券研究所

3.3. 满足细分需求：发力两融业务，加强多元布局

3.3.1. 线下营业部及资本金快速拓张助力两融业务发展

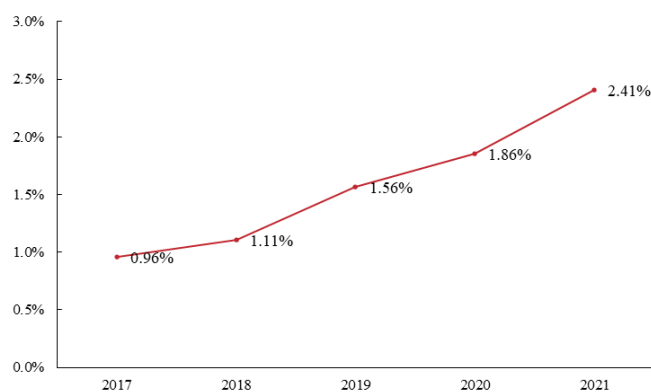
两融业务发展迅速，市占率稳步提升。新客户实现转化后，需要6个月以上及户均50万的资产规模才可开通融资融券业务，且需客户本人到线下营业部开通。随着公司在近些年实现客户规模快速拓展，两融业务收入也明显提升。2021年，公司实现利息收入23.21亿元，同比+51.1%，2017-2021复合增长率为53.7%。公司年末融出资金规模为434.07亿元，同比+44.3%。公司两融业务市占率快速提升，2021年同比+0.55pct至2.41%。

图表32. 东财利息收入及同比增速



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

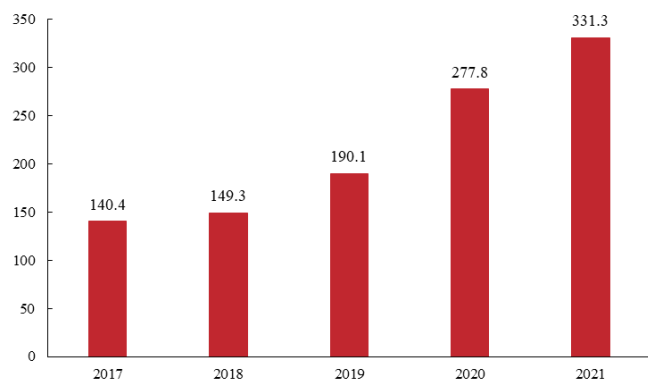
图表33. 东财两融业务市占率



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

拓展线下营业部，多次融资补充资本金。公司积极布局线下网点，弥补互联网券商服务缺失，满足客户两融等更高层次投资需求。截止至2021年3月，公司在全国31个省（直辖市，自治区）设立了174家营业部及13个分公司。为弥补资本金不足，公司于2017年9月、2020年1月及2021年4月发行可转债融资，累计投入超240亿元于信用交易业务，扩大融资融券业务规模。公司净资产由2019年的190.1亿元增长至2021年的331.3亿元。

图表34. 东财净资产 (亿元)



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

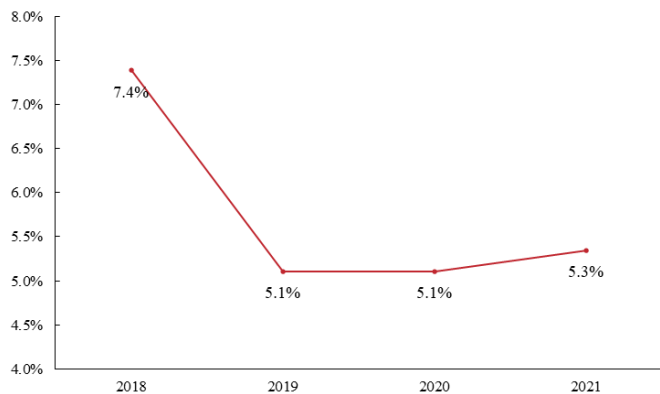
图表35. 东财历次融资

时间	融资方式	募集规模 (亿元)	投向信用业务规模 (亿元)
2016.5	增发	40	20
2017.9	可转债	46.5	40
2020.1	可转债	73	65
2021.4	可转债	158	140

资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

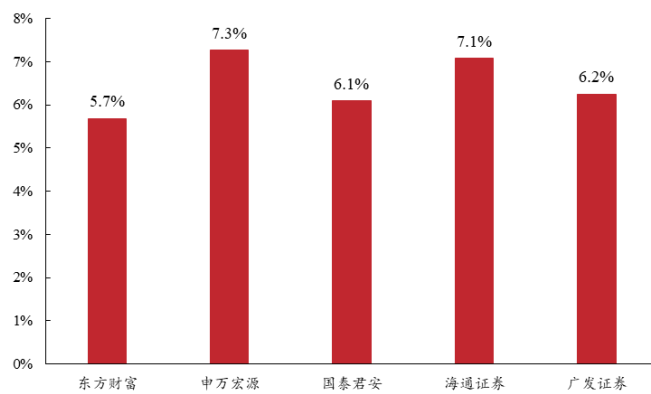
两融利率普遍低于同业。两融业务收入来源于两融利差。行业两融利率普遍在 6% 左右，不同券商差异较大。长尾客户对利率敏感度更高，偏低的融资利率有助于鼓励客户开通两融业务，提高公司营收。公司目前融券规模较小。仅从融资角度看，2019-2021 年，东财平均融资息差稳定在 5.1%-5.3%，平均融资利率约为 5.7%，低于同业。

图表36. 东财融资息差



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

图表37. 各家券商融资利率（2021 年）



资料来源：各家券商年报，东亚前海证券研究所

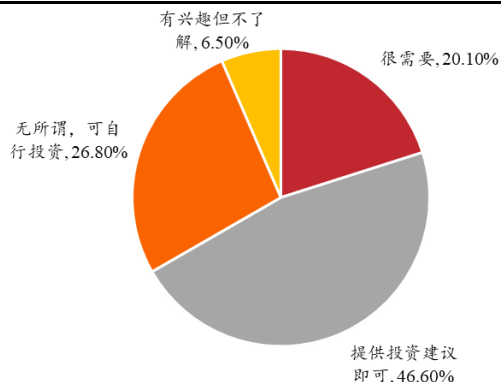
3.3.2. 向多元化金融平台发展

公司积极拓展金融生态，充分挖掘客户价值。基于一站式互联网平台整体战略定位，公司积极探索新业态，以满足客户多元化金融需求。2015 年，公司收购易真网络 27% 股份获得第三方支付牌照；2016 年设立子公司开展征信业务；2017 年设立东财小贷进入网络小额贷款市场；2018 年设立西藏东财基金管理公司布局公募基金业务；2019 年收购众心保险经纪公司拓展保险业务；同年，公司设立上海优选财富，布局私募基金业务。

保险产品提高长尾客户 ARPU。公司在 2019 年起销售保险产品，并运用天天基金 App、东方财富 App 进行导流。针对长尾客群，东财平台上销售的保险较为简单，以件均保费 400-500 元的短期医疗险和重疾险为主。低价、高保额保险产品销售一方面增加了 ARPU，另一方面也提高了客户黏性。

基金投顾产品解决用户痛点。根据《全国公募基金市场投资者状况调查报告（2020 年度）》，约 66.7% 投资者表示希望获得投顾服务，公募投顾市场存在巨大需求。天天基金目前已经接入了交银施罗德、工银瑞信、招商基金等 17 家公募或券商机构。2021 年，东财旗下东财证券获得基金投顾试点资格，有助于让公司从卖方基金销售向基于管理规模收取服务费的买方形式转变。

图表38. 个人投资者对基金投顾服务的态度



资料来源:《全国公募基金市场投资者状况调查报告(2020年度)》, 东亚前海证券研究所

图表39. 已接入天天基金的公募及券商机构



资料来源: 天天基金 App, 东亚前海证券研究所

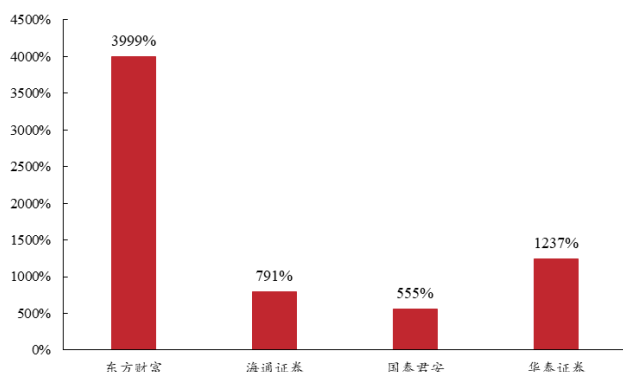
公司旗下哈富证券主要满足客户的海外投资需求。哈富证券目前拥有香港证监会 1/4/9 类牌照, 能够满足客户基本的海外证券买卖需求, 但牌照及服务远不及富途等海外布局成熟的券商。由于富途目标客户主要为海外客户, 哈富证券则主打境内, 两者客户群体并不相同, 不存在直接的竞争关系。哈富证券通过集团的导流, 有望充分更受益于境内客户对于未来海外资产配置需求的增长。

4. 三大逻辑成东财业绩“助推器”

4.1. 人均资产提升空间大, 两融市占率仍未到顶

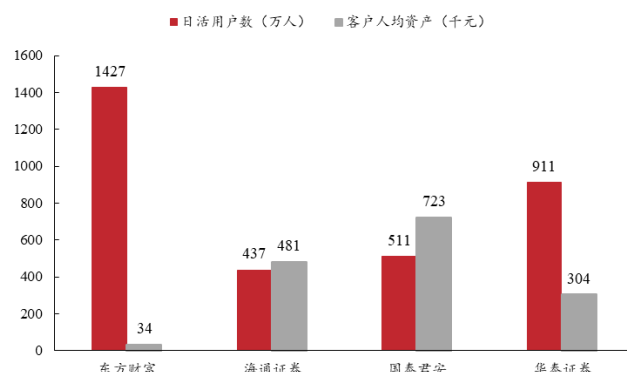
东财客群换手率高, 人均资产低。我们运用股基交易量与证券托管市值的比值计算客户换手率。东方财富客户由于大部分为长尾客户, 年换手率接近 4000%, 远超于海通证券、国泰君安和华泰证券。我们依据股基买卖交易额、月活用户数、年换手率简单推算各券商客户的人均资产。东财人均资产规模远低于其他券商。

图表40. 东财及部分券商客户换手率(2020年)



资料来源: 证券业协会, 东亚前海证券研究所

图表41. 部分券商日活用户数及人均资产(2020年)



资料来源: 易观千帆、各公司年报, 东亚前海证券研究所

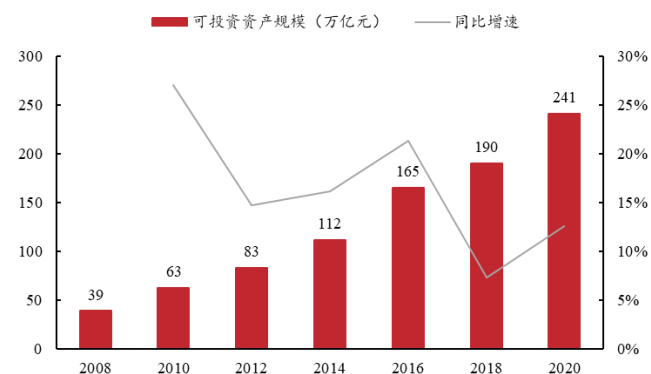
人均资产提升空间大, 有望带动两融市占率快速提升。东财融资融券业务市占率提升的掣肘在于: 1) 以长尾客户为主, 客户年龄偏低, 经济能

力偏弱，人均资产远低于融资融券的门槛；2）公司线下营业部布局较少，资本金不足。但随着客户资产规模的成长及权益投资资产规模的增加，东财人均资产有望提升，带动经纪业务、两融业务发展。同时，公司不断补充资本金，开拓线下营业部，弥补互联网券商线下触达客户的不足。我们认为，公司目前的两融业务市占率仅为 2.41%，未来仍有较大的增长空间。

4.2. 公募基金市场空间广阔，代销机构集中度提升

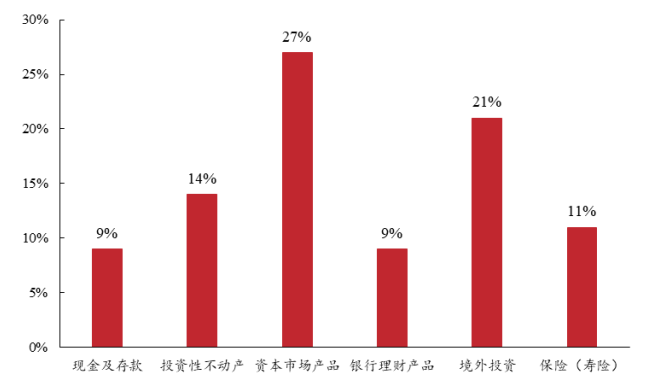
个人可投资资产保持增长，资本市场产品受热捧。我国经济近十年高速发展带动个人可投资资产快速增加。根据《2021 中国私人财富报告》，2020 年我国个人可投资资产规模达 241 万亿，十年 CAGR 为 14.4%，远高于 GDP 增速。从投资资产内部结构看，资本市场产品（股票、公募基金、新三板和债券）2018-2020 年 CAGR 达 27%，远超过其他投资资产。在“房住不炒”、“银行理财产品不能保本”、信托暴雷的背景下，以公募基金为主的资本市场产品的保有规模有望维持高增长，在个人财富资产配置中的占比有望持续提升。

图表42. 个人可投资资产规模及同比增速



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，东亚前海证券研究所

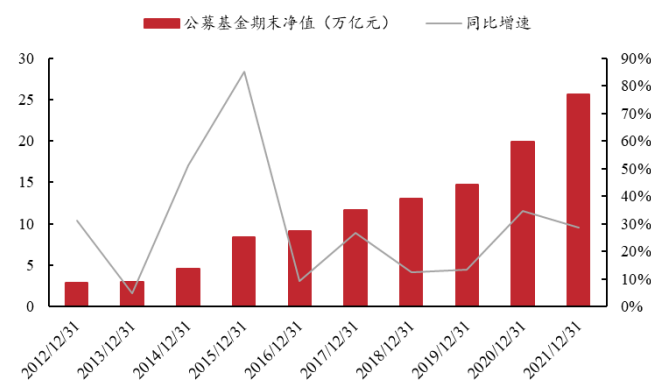
图表43. 2018-2020 年各投资资产规模年复合增速



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，东亚前海证券研究所

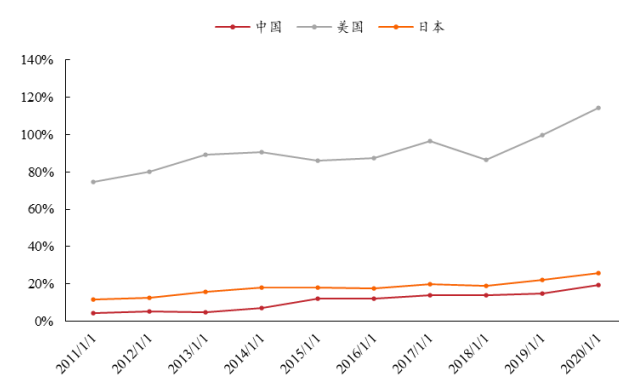
公募基金销售火热，但规模与美国日本仍有差距。2011 年至 2021 年，公募市场迎来十年的高速增长。2021 年，我国公募基金期末净值为 25.56 万亿元，同比增长 28.5%，十年 CAGR 为 27.9%。公募基金数量由 2011 年的 914 只增长至 2021 年的 9288 只。公募基金占 GDP 比重由 2011 年的 4.5% 增长至 2021 年的 22.4%，但仍低于美国、日本。

图表44. 我国公募基金净值及增速



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

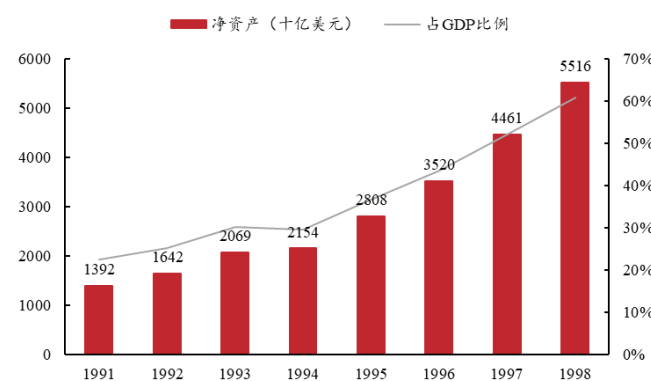
图表45. 公募基金净值占 GDP 比例



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

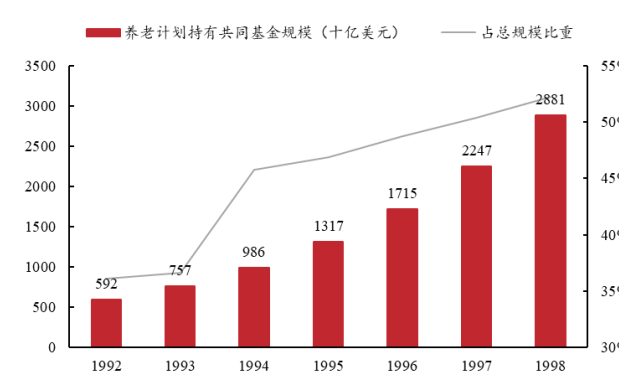
公募基金市场有望迎来黄金十年。1991 年, 美国公募基金净资产规模为 1.39 万亿美元, 占 GDP 达 22.6%。而后的十年, 美国经济持续增长, 美国各类退休计划开始进入共同基金。1999 年, 公募净资产规模达 6.8 万亿美元, CAGR 为 22.0%。退休计划 (DC Plan、401(k)、IRA) 占共同基金比例从 1992 年 36.1% 提升至 52.2%, 公募基金净值占 GDP 比重也提高至 71.0%。我国目前正处于养老金加速入市阶段, 个人投资结构也逐步向资本市场产品转变, 公募基金规模有望在未来 8-10 年迎来 20% 以上年复合增长。

图表46. 美国 1991-1998 年公募规模快速增长期



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

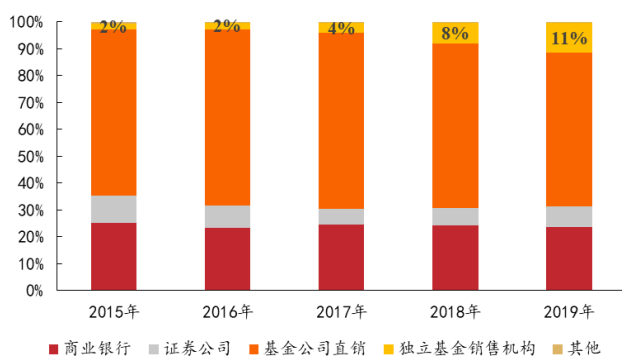
图表47. 美国养老计划持有共同基金规模及占比



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

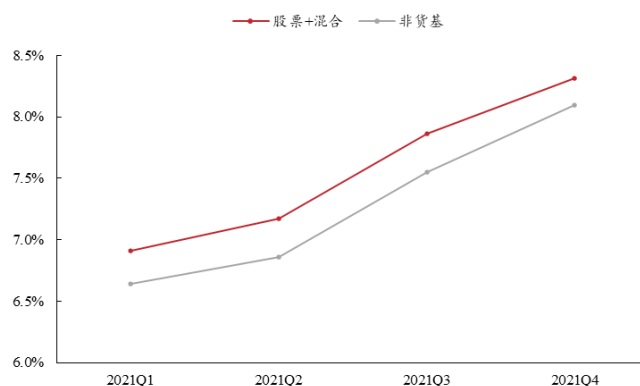
基金代销机构占比提升, 保有量逐步向头部集中。2015-2019 年, 基金销售渠道以基金公司自销及商业银行为主, 但独立基金销售机构占比持续增加, 抢占证券公司及基金直销份额, 至 2019 年已达 11%。2021 年四季度, 公募基金保有量规模前五中已有两家第三方销售机构。第三方销售机构已成为公募基金销售的主渠道之一。2021 年全年, 股票+混合、非货币基金保有量 CR5 占比持续提升, 至 2021 年四季度分别达到 8.3%、8.1%, 较一季度末增加 1.4pct、1.5pct。第三方头部销售机构无论是在产品、费率还是服务上均有明显优势, 客户资源逐步向头部机构集中。

图表48. 公募基金销售渠道结构



资料来源：基金业协会，东亚前海证券研究所

图表49. 公募基金保有量 CR5



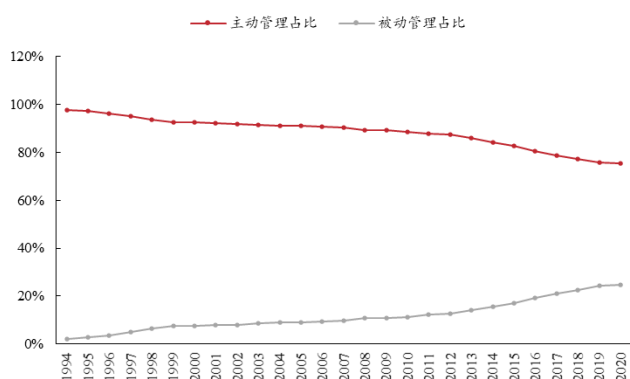
资料来源：基金业协会，东亚前海证券研究所

东财目前已搭建了完整的金融生态，凭借其平台的专业度、产品丰富度、客户流量的优势，充分受益于公募基金规模的高速增长，并有望持续扩大自身基金保有量及市场份额。

4.3. 被动基金或为下一风口，东财已提前布局

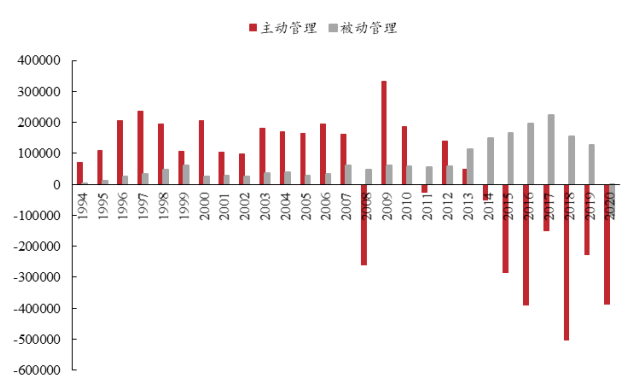
美国近十年被动管理基金净流入大于主动管理。2008 年以前，美国公募基金基本以主动管理为主，占比超 90%。但 2008 年金融危机后，随着低费率 ETF 崛起，散户风险容忍度越来越低，更多投资者对主动管理基金失去信任。根据标普统计，2008-2018 年十年间，约有 80% 的主动管理型基金未跑赢标普 500 指数，加速被动基金份额从 2008 年的 10.7% 提升至 2020 年的 24.6%。从资金净流量看，主动管理基金在 2014 年后加速流出，而被动型基金加速流入，成为美股指数长期上行的重要因素之一。

图表50. 美国主/被动公募基金占比



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表51. 美国公募基金资金净流量（百万美元）

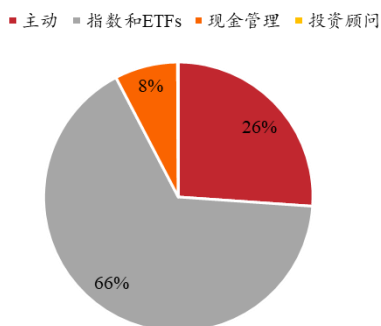


资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

美国多家资产管理公司受益于指数基金的爆发。被动管理基金的崛起，将影响较高费率的主动管理基金规模，同时也让贝莱德、先锋集团、道富银行等资产管理公司乘上了发展东风。贝莱德于 2009 年收购巴克莱全球投资者公司 (BGI)，获得旗下全球最大的 ETF 交易平台 iShare，逐步成为全球第一大资产管理公司。2021 年，贝莱德管理资产规模已达 10.01 万亿美

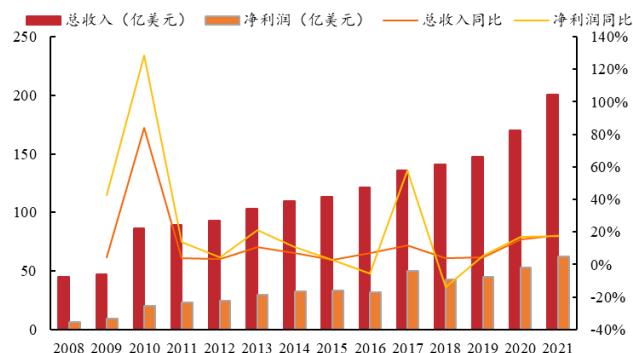
元，其中 ETF 产品占比约 66%。公司 2021 年营业收入 200.97 亿美元，十年 CAGR8.4%；净利润 62.05 亿美元，十年 CAGR10.2%。

图表52. 贝莱德资产管理规模结构（2021 年）



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表53. 贝莱德财务状况



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

基金波动加大及养老金入市或将助推被动基金规模提升。2021 年至今，市场风格轮换较快，大部分基金收益率波动较大，降低投资者持有体验。同时，定投理念、投资顾问逐步普及，指数或 ETFs 作为低费率的投资标的有望更受到青睐。同时，我国指数基金占非货币公募基金规模的比例仅为 14%，与美国相比差距较大。养老金入市，更追求成本控制和风险分散，指数基金作为重要的投资渠道之一，有望成为养老金的主要投资方向。综上，我国的被动基金未来空间广阔。

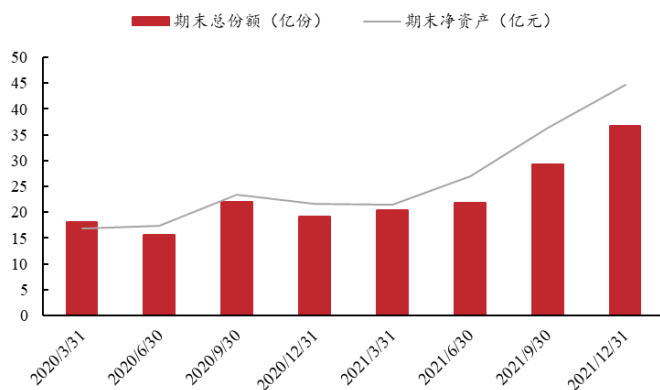
东财基金专注于指数及 ETF，拓宽公司变现渠道。东财基金于 2018 年成立，净资产及基金份额稳步增长。公司产品主要以行业指数、宽基指数基金为主，截止至 2022 年 3 月管理规模约为 52.25 亿元。公司凭借自身的长尾客户流量优势，布局选择难度较低的指数基金，拓宽流量变现渠道，引导目标客户购买，收取申赎费及管理费。另外，凭借集团的品牌效应及生态优势，东财基金规模有望快速拓张，并在未来被动基金的大发展中取得先发优势。

图表54. 东财基金规模前五产品（截止至 2022.4.1）

基金	规模 (亿元)
东财新能源车 A 010805	5.32
东财新能源车 C 010806	4.46
东财新能源 C 014238	2.98
东财有色金属 C 011631	2.38
东财云计算 A 012321	2.07

资料来源：天天基金，东亚前海证券研究所

图表55. 东财历次融资



资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

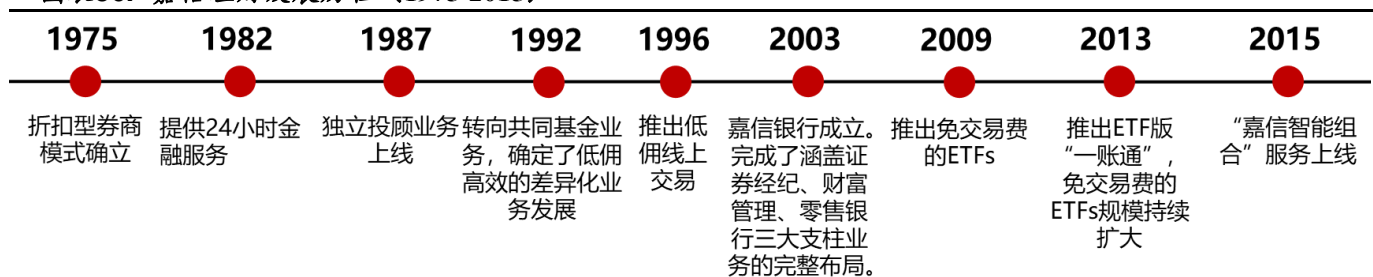
5. 他山之石：从嘉信理财看未来东财发展

5.1. 从传统经纪到财富管理零售龙头

嘉信理财的前身可追溯至 1971 年。公司业务以传统经纪业务为主，后逐步成为美国财富管理零售龙头。嘉信理财主要面向个人及机构投资者提供财富和资产管理服务，其业务涵盖证券经纪、财富管理、资产管理、银行业务、托管服务和财务顾问。追溯嘉信理财的发展史：

- 1) **业务模式形成(1973-1992)**: 1975 年美国国会取消了固定佣金制度，嘉信理财则另辟蹊径，推出“折扣经纪商”模式，通过低佣金抢占市场。同时公司领先于同业实现电子化交易，并提供 24 小时报价服务。该阶段，公司确定了低佣高效的差异化业务发展路径。
- 2) **佣金竞争加剧，向资产集合商转型(1993-2000)**: 互联网券商纷纷开启价格战，挑战嘉信理财地位。嘉信理财开始由经纪商向资产集合商转型，并推出了网上交易“eSchwab”服务，打破了传统线下经纪渠道，大量客户涌入低佣金的嘉信理财。公司率先进行业务转型，为后期向资产管理打下基础，并通过自身互联网技术优势，快速扩大客户及资产规模。
- 3) **向综合理财、财富管理转变(2001-至今)**: 1999 年美国开放混业经营，嘉信乘机布局，于 2003 年创办嘉信银行，使得公司完成了涵盖证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。而后，公司根据客户需求不断丰富产品线，并降低交易费率，开展投顾业务。公司实现了从卖方经纪从买方资产管理转变，成为财富管理零售巨头。

图表56. 嘉信理财发展历程（1975-2015）



资料来源：东方财富官网，东亚前海证券研究所

嘉信理财的成功在于其战略定位及战略变革。嘉信理财创立之初，即确定“折扣型券商”战略，通过低佣及互联网交易方式，抢占传统线下经纪市场，扩大客户规模。随着佣金竞争日趋激烈，公司进行战略转型，逐步开展共同基金业务，转向综合理财及财富管理。而后，公司持续深化低费率策略，拓展线下网点、加强第三方投顾体系建设，最终成为“互联网

券商+财富管理零售”龙头。

嘉信理财目前的业务主要由三部分构成。公司的业务目前主要分为：1) 由银行业务息差、证券信用业务（股权质押、两融业务等）带来的利息净收入；2) 由金融产品交易而产生的佣金收入；3) 持有共同基金和 ETF、为客户提供金融服务而产生的服务费。

图表57. 嘉信理财业务结构



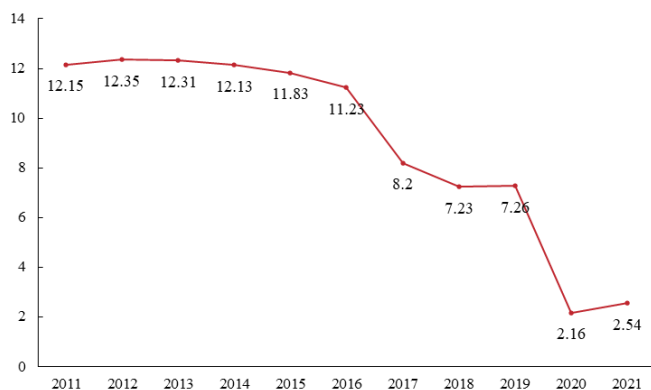
资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

5.2. 低佣金策略获得客户流量

低佣金策略拖累佣金收入规模表现。嘉信理财主打低佣金策略，2019 年公司每笔交易佣金为 7.26 美元，较 2011 年的 12.15 美元下降 40%。同时，公司自 2019 年起，取消了美国和加拿大上市股票和 ETF 的在线交易佣金，以及期权的基本费用，使得每笔交易佣金下降至 2021 年的 2.54 美元。佣金收入受佣金下降影响，规模及占比持续下滑。2019 年，公司佣金收入为 6.17 亿美元，较 2011 年下降 33.4%；占总营收比重由 2011 年的 19.6%，下降至 2019 年的 5.8%。

新增账户数及活跃账户数持续增长。公司的低佣策略为公司带来源源不断的客户流量。公司新增客户数持续增长，仅 2019 年当年就新增 156.8 万户客户。公司 2019 年活跃账户数达 3316.5 万户，较 2011 年增加 44.2%。

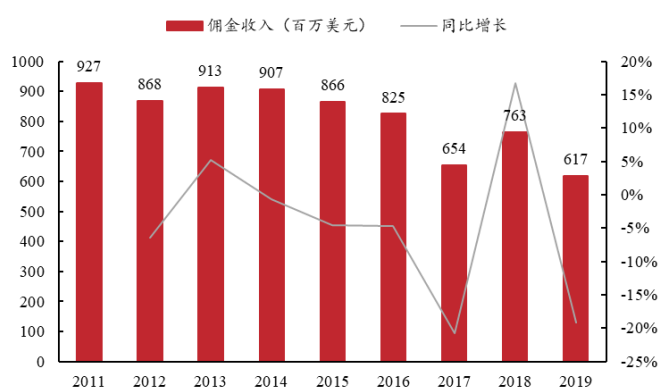
图表58. 嘉信理财每笔交易佣金收入（美元）



资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

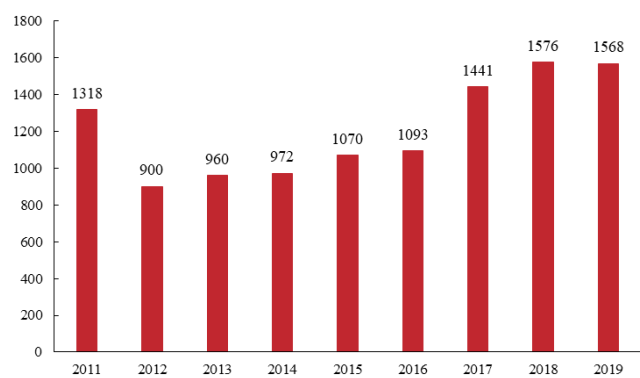
注：2020-2021 年大幅下降源于公司收购德美利证券及取消了美国和加拿大上市股票和 ETF 的在线交易佣金，以及期权的基本费用。

图表59. 嘉信理财佣金收入及增长率



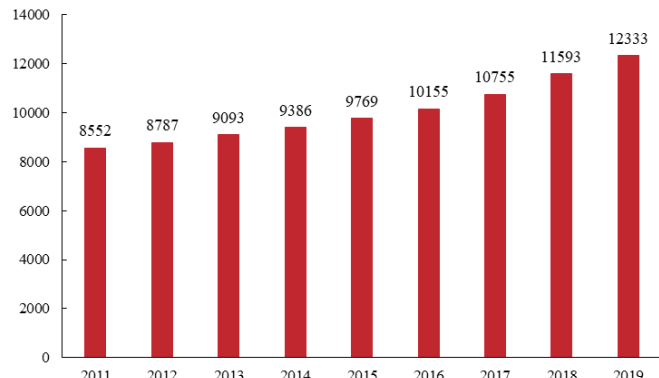
资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

图表60. 嘉信理财每年新增客户数（千）



资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

图表61. 嘉信理财活跃账户数（千）



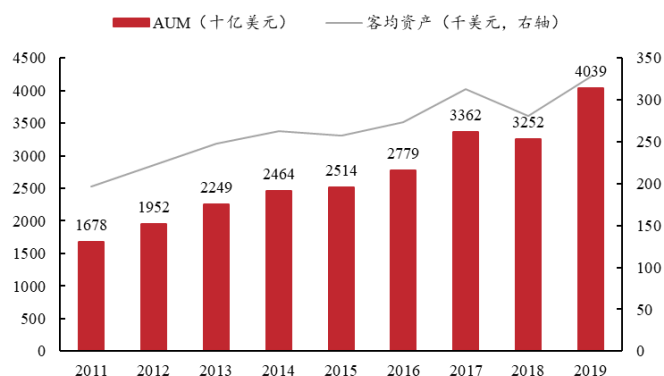
资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

5.3. 多元化经营充分挖掘客户价值

通过多元业务实现流量变现。嘉信理财的业务结构在持续转变，佣金收入逐步边缘化，取而代之的是净利息收入及管理费收入的重要性不断提升。一方面，公司吸引客户后，引导其将闲置资金存入嘉信理财银行获得利息收益，公司可使用该笔资金购买收益率更高的证券或债券，或者将资金运用于信用业务以获取息差收入。另一方面，公司提供普通低费率的经纪业务外，还提供基金销售及投资顾问等金融服务，收取额外的服务费。公司通过构建多元化的生态，覆盖常见的金融场景，充分挖掘客户价值。

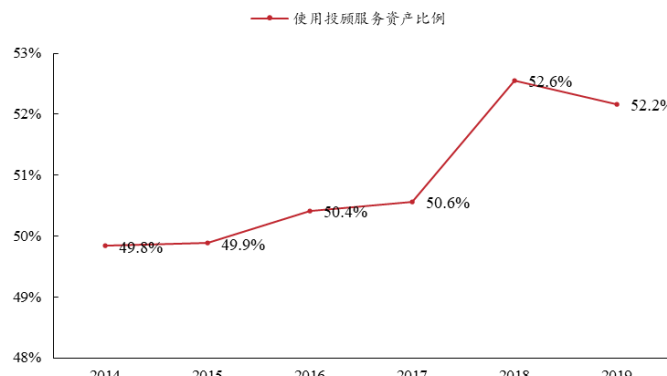
客户经营成效显著，AUM 及客均资产持续增长。优质的客户流量，多元、全面的客户服务使得公司 AUM 及客均资产规模不断增加。2019 年，公司客户资产规模 4.04 万亿元，较 2011 年增长 140.7%，年复合增长率为 11.6%。客均资产（AUM/活跃账户数）由 2011 年 19.6 万美元提升至 2019 年的 32.7 万美元。此外，持续使用公司投顾业务的资产比例稳步提升，表明了客户对公司金融服务的认可度在不断提高。

图表62. 嘉信理财 AUM 及客均资产



资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

图表63. 嘉信理财客户使用投顾服务的比例



资料来源：嘉信理财年报，东亚前海证券研究所

5.4. 东方财富与嘉信理财的差距在于平台的多元

降低客户转化端收益，关注持续经营中客户价值的获取。嘉信理财的成功路径主要可概括为：低佣金费率获取客户，通过多元化的金融生态持续服务客户。东方财富目前的发展路径与嘉信理财相似，通过资讯平台网站获取客户流量，并通过低佣金及低申赎费的经纪业务及代销业务进行转化，进而提供更丰富的金融服务。

东财与嘉信理财仍有区别：1) 东财目前的流量变现方式远少于嘉信理财；2) 东财客户以 C 端客户为主，而嘉信理财还拥有部分 B 端客户；3) 嘉信理财受益于混业经营环境，能够通过嘉信银行低成本获得资金，而东财由于监管政策仍保持分业经营。嘉信理财及其所处的金融环境已发展成熟，未来增长有限；而东财及我国的金融业正处于高速成长期，未来增长潜力远高于嘉信理财。

图表64. 东方财富与嘉信理财对比

维度	东方财富	嘉信理财
运营模式	低佣金、高便捷度吸引客户，除了经纪业务、信用业务及代销业务，其余业务仍在发展中	低佣金、高便捷度吸引客户，通过成熟的金融生态满足客户多样化金融需求
客户	以 C 端客户为主，C 端客户资产规模较低，但有较大的金融潜在需求且数量庞大	B 端、C 端客户均有
是否混业经营	否	是
发展阶段	成长期	成熟期
发展潜力	高	低

资料来源：东亚前海证券研究所

我们认为，高流量、全生态是金融平台做大做强的关键。嘉信理财的成功不仅得益于美国金融业的发展及政策，还得益于自身的“低价、创新

与多元”战略，也印证了在互联网时代“流量为王”的竞争策略。目前来看，东财已经具备了丰富的客户流量，也通过自身的品牌效应构建了坚实的客户基础。东财的下一步发展的关键，是如何充分实现潜在客户的转化及激发现有客户的金融需求。未来，随着东财两融业务、公募基金代销业务市占率的逐步提升，东财基金、投顾平台等金融服务的逐渐成熟，公司有望充分享受我国金融市场发展红利，成为中国版的“嘉信理财”。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

我们对于公司未来的主要业务收入预测基于以下假设：

- 1) **经纪业务收入：**公司是互联网券商稀缺标的，通过低于行业的佣金率、线上开户的便捷度以及完善的金融生态吸引长尾客户，并提供多样化的投资服务进行客户转化，公司市占率有望不断提升。我们预计，2022-2024 年股基交易额同比增长 10.0%/9.0%/8.0%，东财股基交易市场份额为 4.6%/5.0%/5.2%，实现经纪业务收入 57.44 亿元/68.05 亿元/76.43 亿元，同比增长 24.9%/18.5%/12.3%；
- 2) **净利息收入：**公司积极布局线下营业部，扩充资本金，加强两融业务实力。此外，公司客户的人均资产显著低于同业，随着客户年龄及经济能力增长，居民金融资产投资资产规模的提升，人均资产有巨大提升空间，更多客户达到两融门槛。综上，我们预计 2022-2024 年行业两融余额增长率为 10.0%/15.0%/15.0%，公司两融市占率 3.0%/3.5%/4.0%，实现净利息收入 32.57 亿元/43.79 亿元/57.56 亿元，同比增长 40.4%/34.4%/31.5%；
- 3) **金融电子商务收入：**在财富管理发展大背景下，公司凭借完整的金融生态，丰富的基金产品数量，偏低的申购费率，专业化的品牌效应，有望充分受益于公募基金市场规模大发展。我们预计，公司 2022-2024 年非货基销售额同比增长 10.0%/25.0%/25.0%，申购费率 0.12%/0.12%/0.11%，非货基、货基尾随佣金为 0.50%、0.06%，实现金融电子商务收入 69.12 亿元/81.96 亿元/100.23 亿元，同比增长 36.3%/21.5%/22.4%。

我们预计，公司 2022-2024 年总营业收入为 174.94 亿元/217.37 亿元/264.61 亿元，同比增长 33.6%/24.3%/21.7%。

图表65. 公司细分业务预测（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13094	17494	21737	26461
YOY	58.9%	33.6%	24.3%	21.7%
一、证券业务收入（手续费+利息净收入）	7690	10158	12803	15505
YOY	54.2%	32.1%	26.0%	21.1%
1) 经纪业务收入	4597	5744	6805	7643
YOY	51.6%	24.9%	18.5%	12.3%
2) 净利息收入	2321	3257	4379	5756
YOY	51.1%	40.4%	34.4%	31.5%
3) 其他证券业务	771	1157	1619	2105
YOY	84.5%	50.0%	40.0%	30.0%
二、金融电子商务收入	5073	6912	8397	10275
YOY	71.2%	36.3%	21.5%	22.4%
三、金融数据收入	253	329	428	557
YOY	34.8%	30.0%	30.0%	30.0%
四、广告服务收入	82	94	108	125
YOY	-22.9%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	663	812	966	1155
毛利润	12431	16681	20771	25306
毛利率	94.9%	95.4%	95.6%	95.6%

资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

我们对于公司未来的成本及净利润预测基于以下假设：公司规模化效应提升，带动公司三费率持续下降。我们预计，2022-2024 年，公司三费率为 24.0%/21.0%/20.0%，实现归母净利润 116.11 亿元/151.99 亿元/186.91 亿元，同比增长 35.8%/30.9%/23.0%，ROE 为 16.9%/18.1%/18.2%。

图表66. 公司净利润预测（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
三费比率	24.6%	24.0%	21.0%	20.0%
归母净利润	8553	11611	15199	18691
归母净利润增长率	79.0%	35.8%	30.9%	23.0%
ROE	19.4%	16.9%	18.1%	18.2%

资料来源：东方财富年报，东亚前海证券研究所

6.2. 估值

我们运用分部估值法及可比公司法对其估值。经纪业务部分对标市场主要头部券商，金融电子商务及其他业务部分对标金融软件服务类公司：

- 1) 经纪业务：我们选取 18 家券商作为可比公司，以 2022 年 4 月 14 日收盘价计算，根据 iFind 数据，2022 年 PE 一致预测平均值为 14.09x，2022 年净利润平均增速为 15.01%。考虑到东财拥有较高

成长性，给予公司证券业务 PE 30x 估值。

图表67. 经纪业务同比公司（基于4月14日收盘价）

	2022EPS	2022PE	2022 年净利润增速(%)
中信证券	1.84	11.37	16.03
海通证券	1.07	9.42	8.95
中泰证券	0.50	16.73	7.69
东方证券	0.87	12.59	15.73
招商证券	1.43	10.36	8.39
中信建投	1.38	17.38	5.76
财通证券	0.69	11.88	7.35
国泰君安	1.81	8.78	7.48
兴业证券	0.83	9.32	17.95
国联证券	0.41	30.29	31.32
东吴证券	0.52	14.51	8.03
华泰证券	1.63	9.17	11.00
光大证券	0.89	14.58	17.10
浙商证券	0.66	16.06	16.47
中金公司	2.58	16.34	15.77
申万宏源	0.49	9.08	25.72
广发证券	1.70	10.57	20.26
第一创业	0.23	25.22	29.13
平均值		14.09	15.01

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

2) 金融电子商务及其他业务：选取恒生电子、同花顺、财富趋势、同花顺作为可比公司，运用 PEG 作为估值锚。以 2022 年 4 月 14 日收盘价计算，根据 iFind 数据，2022 年 PE 一致预测平均值为 24.55，PEG 一致预测平均值为 0.93。

图表68. 金融电子商务及其他业务同比公司（基于4月14日收盘价）

	2022EPS	2022PE	2022 年净利润增速(%)	2022PEG
恒生电子	1.21	32.60	19.92	1.64
同花顺	4.50	20.99	26.53	0.79
财富趋势	5.34	23.58	48.58	0.49
同花顺	4.50	20.99	26.53	0.79
平均值		24.54	30.39	0.93

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

我们预计公司 2022 年经纪业务净利润为 67.42 亿元、对应 PE 为 30 倍。其他业务净利润为 48.69 亿元，PEG 估值倍数为 0.93，对应 PE 为 33 倍。综上，得到公司合理市值为 3634.99 亿元，对应股价为 32.92 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

- 1) **股基交易活跃度下降**: 市场成交量下降直接影响公司经纪业务收入, 间接导致基金申购量疲弱, 赎回量增加, 保有量下降, 导致公司金融电子商务收入下降;
- 2) **基金市场申购量、保有量超预期下滑**: 基金申购量下降, 保有量下降, 导致公司金融电子商务收入下降;
- 3) **疫情反复, 经济下滑超预期**: 经济基本面承压导致资本市场表现羸弱, 进而影响公司业务收入。

利润表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	13094	17494	21737	26461
营业收入	5405	7336	8934	10956
利息收入	2321	3257	4379	5756
手续费及佣金收入	5369	6900	8424	9748
二、营业总成本	4132	5064	5602	6538
营业成本	663	812	966	1155
税金及附加	104	140	174	212
销售费用	652	1050	1304	1323
管理费用	1849	2099	2174	2646
研发费用	724	1050	1087	1323
财务费用	139	-87	-103	-120
投资收益	735	554	812	894
信用减值损失	29	48	65	85
其他收益	133	175	174	159
三、营业利润	10080	13660	17881	21990
四、利润总额	10054	13660	17881	21990
减：所得税费用	1501	2049	2682	3298
五、净利润	8553	11611	15199	18691
归属于母公司所有者的净利润	8553	11611	15199	18691

基本指标

	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0.83	1.05	1.38	1.69
BVPS	4.25	6.24	7.61	9.31
PE	34.53	25.44	19.43	15.80
PEG	0.44	0.71	0.63	0.69
PB	6.71	4.29	3.51	2.87
ROE	19.4%	16.9%	18.1%	18.2%
EBIT (百万元)	9651	13590	17811	21920
EV/EBIT	30.60	21.73	16.58	13.47

资产负债表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	59611	66341	76699	85611
结算备付金	10476	13205	16644	20156
交易性金融资产	33571	36928	40621	44683
应收票据及应收账款	1819	1924	2391	2911
其他应收款合计	8339	10158	15363	18606
买入返售金融资产	3478	3047	3841	4651
融出资金	43407	60461	81119	106613
存出保证金	3142	4063	5121	6202
流动资产合计	164119	196495	242273	290060
其他债权投资	14030	15433	16976	18674
固定资产	2692	2546	2440	2373
商誉	2946	2946	2946	2946
非流动资产合计	20902	22172	23639	25306
资产总计	185020	218667	265912	315365
短期借款	2810	2669	2536	2409
拆入资金	1207	1512	1622	2132
交易性金融负债	2932	3555	4481	5427
卖出回购金融资产款	26708	25394	32007	38762
其他应付款合计	3017	4024	4999	6086
代理买卖证券款	63929	91374	108259	121596
一年内到期的非流动负债	6031	6046	8112	10661
应付短期债券	13122	12092	16224	21323
流动负债合计	121119	148368	180313	210975
应付债券	19710	1300	1400	1500
非流动负债合计	19861	1443	1543	1643
负债合计	140980	149811	181856	212618
实收资本(或股本)	10366	11042	11042	11042
资本公积	13462	28034	28034	28034
未分配利润	17261	28872	44071	62763
归属于母公司所有者权益合计	44040	68857	84056	102747
所有者权益合计	44040	68857	84056	102747
负债和所有者权益总计	185020	218667	265912	315365

现金流量表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
销售商品、提供劳务收到的现金	4710	5412	6543	8045
收取利息、手续费及佣金的现金	11770	15547	19596	23732
经营活动现金流入小计	49531	47696	50047	52679
经营活动现金流出小计	40556	29717	35221	40536
经营活动产生的现金流量净额	8974	17978	14827	12143
投资活动现金流入小计	4470	3584	3202	4012
投资活动现金流出小计	19343	1543	1721	1911
投资活动产生的现金流量净额	-14873	2041	1481	2101
筹资活动现金流入小计	58780	19438	25736	33484
筹资活动现金流出小计	31034	19507	18614	24960
筹资活动产生的现金流量净额	27747	-69	7122	8523

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>