

东方财富(300059.SZ)

财富管理稀缺标的，“流量+生态”筑高壁垒

推荐（首次）

股价：19.60元

主要数据

行业	非银行金融
公司网址	www.eastmoney.com
大股东/持股	其实/19.31%
实际控制人	其实
总股本(百万股)	13,214
流通A股(百万股)	11,089
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,590
流通A股市值(亿元)	2,173
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	67.8

行情走势图



证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦羿雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- **用户流量和财富管理生态圈是公司的核心优势。**1) 用户资源兼具流量与粘性，东方财富网是国内最早的财经信息门户网站之一，积累大量原始流量，旗下东方财富、天天基金两大APP月活高达1700万、2000万。股吧社区运营进一步提升粘性，月人均使用时长大幅领先同业。2) 公司围绕内容、社交、数据、交易构建互联网金融生态圈，为客户提供一站式财富管理服务，生态圈内各平台间相互导流，实现“流量导入-需求分解-需求满足”的流量自循环，同时强化品牌形象，降低新客户营销成本、实现流量的低成本复用。
- **证券业务：稀缺的“互联网+券商”标的，市场份额不断突破。**1) A股稀缺性高流量、低成本、高ROE的互联网券商标的。2) 22H1公司经纪业务市占率3.9%，较2017年提升约2.5pct，仍在不断突破；两融业务市占率约2.3%，近年来公司线下营业部布局不断完善、多轮融资补充资本，两融业务市占率仍有较大增长空间。
- **基金代销业务：渠道竞争激烈，天天基金奠定龙头地位。**1) 用户由专业财经资讯和社区垂直转化，年龄更大、收入更高、理财意识更强，更具开发潜力。2) 天天基金保有规模在头部机构中增长最快，行业排第3，代销产品数量位列行业第一，APP功能更具专业性，已成为第三方代销龙头。3) 先发优势显著，同时收费形式由前端转向尾佣，在居民财富不断入市大背景下，基金代销业务有望持续受益。
- **投资建议：**预计2022-2024年公司实现归母净利润分别87.2/105.3/123.5亿元，给予公司2022年预测PE35x，对应目标股价23.0元。公司拥有高粘性用户流量和已较为完善的互联网财富管理生态圈，作为龙头互联网券商和第三方代销机构，将充分受益于我国财富管理市场扩容，我们首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济下行；3) 代销行业竞争加剧；4) 新发基金量、基金申购量、保有量下滑；5) 新业务展业受阻。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,239	13,094	12,723	15,278	17,809
YOY(%)	94.7	58.9	-2.8	20.1	16.6
归母净利润(百万元)	4,778	8,553	8,716	10,533	12,354
YOY(%)	160.9	79.0	1.9	20.8	17.3
净利率(%)	58.0	65.3	68.5	68.9	69.4
ROE(%)	17.6	22.2	16.1	15.5	16.2
EPS(元)	0.36	0.65	0.66	0.80	0.93
P/E(倍)	54.2	30.3	29.7	24.6	21.0
P/B(倍)	7.8	6.2	4.0	3.6	3.2

正文目录

一、 绝对流量优势和生态圈筑起东财最高壁垒	5
1.1 用户资源兼具流量与粘性，夯实公司行业领先地位	5
1.2 打造互联网财富管理生态圈，实现流量优势的复用	6
1.3 金融牌照体系完备，财富管理布局持续完善	6
二、 依托流量与生态，证券业务与基金代销并驾齐驱	10
2.1 证券业务：稀缺的“互联网+券商”标的，市场份额不断突破	10
2.2 基金代销业务：代销渠道竞争激烈，天天基金先发优势奠定龙头地位	16
三、 三步走战略稳步推进，业绩成长性突出	21
3.1 从财经资讯门户走向互联网财富管理生态圈	21
3.2 创始人控制权稳定，管理层互联网与金融基因浓厚	22
3.3 创业板属性突出，业绩彰显高成长性	23
四、 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
五、 风险提示	27

图表目录

图表 1	财经资讯网站 PC 端月度覆盖人数 top10 (2022/04)	5
图表 2	证券服务 APP 月活数 Top10 (2022/06)	5
图表 3	主要财经类 APP 日活/月活 (2021/12)	5
图表 4	主要财经类 APP 月人均使用时长 (2021/12)	5
图表 5	东方财富构建互联网财富管理生态圈	6
图表 6	东方财富具备较为齐全的金融牌照布局	7
图表 7	东财上证 50A 与类似公募基金的费率对比	7
图表 8	东财基金产品构成 (2022Q3, 据数量统计)	8
图表 9	东财基金管理资产净值统计	8
图表 10	天天基金、蚂蚁财富、京东金融基金投顾平台对比 (2022 年 11 月底)	8
图表 11	东方财富证券投顾产品 (2022 年 11 月底)	9
图表 12	基金托管人结构 (市场份额依据 2022Q3 末托管总资产)	9
图表 13	银行托管总资产及权益型基金保有规模排名 (Top10)	9
图表 14	东财证券净利润率的同业对比	11
图表 15	东方财富及证券行业平均佣金率统计	11
图表 16	东财证券、华泰证券、国泰君安证券开户优惠对比	11
图表 17	东方财富与可比传统券商的 ROE 对比	12
图表 18	东方财富与富途的牌照差异	12
图表 19	东方财富 2022H1 收入结构	13
图表 20	同花顺 2022H1 收入结构	13
图表 21	东方财富证券业务收入及在营收中的占比	14
图表 22	2022H1 东方财富证券业务收入结构	14
图表 23	东方财富各业务排名变化及评级变动	14
图表 24	东方财富经纪业务净收入及增长率	15
图表 25	东方财富股基交易额与市占率	15
图表 26	东方财富信用业务净收入及增长率	15
图表 27	东方财富两融业务融出资金与市占率	15
图表 28	东方财富 2017 年以来的募资规模	15
图表 29	东方财富交易性金融资产及同比增速	16
图表 30	东方财富自营投资净收入及同比增速	16
图表 31	2015-2019 年各渠道公募基金销售保有规模占比	16
图表 32	蚂蚁集团活跃理财客户年龄分布	17
图表 33	蚂蚁集团活跃理财客户职业分布	17
图表 34	天天基金客户年龄分布	17
图表 35	天天基金客户职业分布	17
图表 36	基金代销机构代销基金只数 TOP15 (截至 2022 年 11 月底)	18

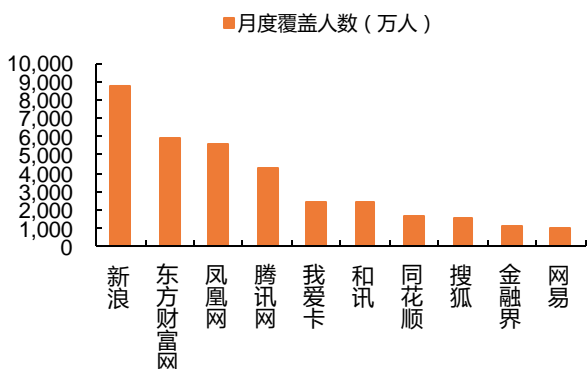
图表 37	主流基金销售平台的功能对比	18
图表 38	天天基金全部基金、非货基和货基销售额及增速	20
图表 39	天天基金保有规模及市占率变动	20
图表 40	头部代销机构保有规模 2022Q3 同比变动幅度	20
图表 41	天天基金代销收入及同比增速	21
图表 42	天天基金/蚂蚁基金/招商银行代销基金收入同比	21
图表 43	东方财富全牌照体系	22
图表 44	东方财富股权结构	22
图表 45	东方财富高级管理层人员及其背景	23
图表 46	东方财富营业总收入与归母净利润表现	23
图表 47	东方财富与可比公司归母净利同比变动的对比	23
图表 48	东方财富营业总支出、三费、研发费用统计	24
图表 49	东方财富三大费率及研发费率	24
图表 50	东方财富利润率变化	24
图表 51	东方财富年化 ROE 变化	24
图表 52	东方财富与可比企业净利润率对比	24
图表 53	东方财富与可比企业 ROE 对比	24
图表 54	东方财富、创业板指、券商指数、沪深 300 累计收益率（以 2015 年 12 月 31 日为基数）	25
图表 55	盈利预测表	26
图表 56	可比公司估值表	26
图表 57	分部估值表	27
图表 58	东方财富 PE（TTM）	27
图表 59	东方财富 PB（LF）	27

一、绝对流量优势和生态圈筑起东财最高壁垒

1.1 用户资源兼具流量与粘性，夯实公司行业领先地位

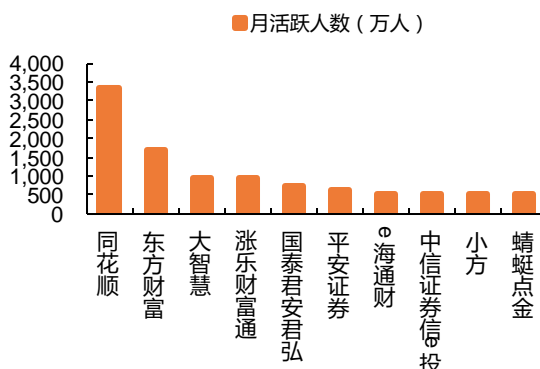
公司坐拥东方财富、股吧、天天基金三大流量入口，聚集海量用户资源。1) 东方财富网始于 2005 年，是我国最早的财经门户网站之一，2022 年 4 月东方财富网 PC 端月均覆盖人数近 6000 万人，在财经资讯领域仅次于新浪财经。2) 移动端东方财富 APP 于 2014 年上线，在资讯网站中起步较晚，2022 年 6 月 MAU (月活跃人数) 约 1700 万，在证券服务类应用中仅次于同花顺，几乎是华泰证券、国泰君安等传统券商 APP 的两倍。3) 天天基金是国内最早的第三方基金代销机构之一，移动端流量表现突出，移动端 MAU 长期维持在 2000 万以上。三大流量入口吸引大量具有证券投资及理财意愿的用户流量，为后续付费用户的转换打下基础。

图表1 财经资讯网站 PC 端月度覆盖人数 top10 (2022/04)



资料来源: 艾瑞数据, 平安证券研究所

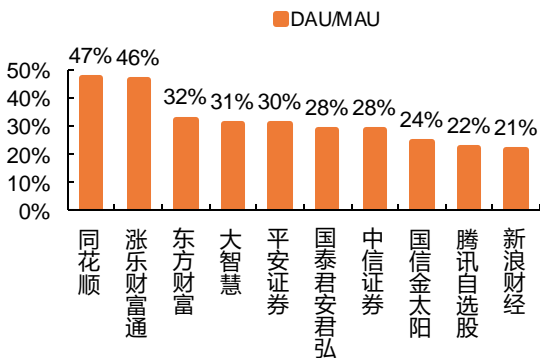
图表2 证券服务 APP 月活数 Top10 (2022/06)



资料来源: 易观千帆, 平安证券研究所

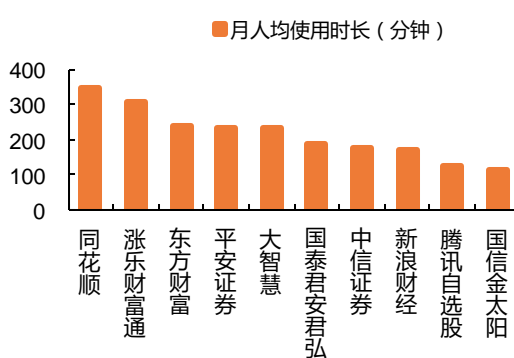
股吧、基金吧等互联网社区运营进一步增强用户粘性。传统资讯平台天生具有流量大而粘性低的特点，而社交平台满足用户投资交流需求、提升用户粘性。公司股吧作为股票市场垂直领域社区平台，成立于 PC 时代，已积累广泛流量和服务经验。目前东方财富已通过互联网社区聚集众多高粘性的股民用户，2021 年 12 月东方财富 APP 日活在月活内的占比达 32.19%，月人均使用时长达 239.45 分钟，维持行业前列水平。

图表3 主要财经类 APP 日活/月活 (2021/12)



资料来源: QuestMobile, 平安证券研究所

图表4 主要财经类 APP 月人均使用时长 (2021/12)



资料来源: QuestMobile, 平安证券研究所

1.2 打造互联网财富管理生态圈，实现流量优势的复用

东方财富围绕客户投资全流程需求构建互联网财富管理生态圈，实现“流量导入-需求分解-需求满足”的流量自循环。公司用户多为有理财意愿的投资者或潜在投资者，东方财富网、天天基金网为用户提供数据及资讯服务，是生态圈的主要流量入口，股吧和基金吧为用户提供互动交流社区，满足用户社交需求；在需要投资辅助时，用户可通过东方财富网和 Choice 金融终端获取数据和财务支持，最终在东方财富或天天基金的网站或 APP 上实现证券和基金的投资交易。公司通过构建并整合东方财富网、天天基金网、Choice 数据终端等多个平台，充分满足投资者在投资交易全流程中的不同需求，将用户流量留存在生态圈内部，实现“流量导入-需求分解-需求满足”的自循环。

生态圈的核心优势为流量的可复用性，强化规模扩大带来的网络正效应。东方财富的流量可复用性主要体现在两方面：1) **导流**：东方财富不断延长服务链条，从金融资讯服务、金融数据服务拓展至基金代销、证券经纪业务，后又延长至融资服务、综合财富管理服务，并通过平台间相互导流使得东方财富的流量优势在生态圈内循环往复利用。例如，东方财富 APP 首页设置天天基金入口，用户可以在获取资讯后直接转至天天基金进行基金的申购与赎回；而天天基金 APP 首页也默认留有股票开户入口，可将理财用户导流至证券业务。2) **品牌效应**：公司依托服务闭环、社区运营提升客户体验和客户粘性，积累长期品牌知名度和投资者认可度，实现网络正效应，从而降低新客户营销成本、实现流量的低成本复用。

图表5 东方财富构建互联网财富管理生态圈



资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.3 金融牌照体系完备，财富管理布局持续完善

率先布局基金代销与证券业务，券商牌照价值突出。建立初期，东方财富定位为网络财经信息平台，营收主要依赖金融数据服务和广告业务。2012 年天天基金成为证监会批准的首批独立基金销售机构，基金代销以低成本、高毛利的特点使公司业绩得到了迅速提升，成为公司最主要的收入来源。2015 年公司成功收购西藏同信证券，更名为东方财富证券，成为第一家具有国内证券经营牌照的互联网券商。由于近年来互联网金融监管收紧，蚂蚁金服、大智慧等互联网巨头收购券商牌照计划纷纷失败，仅指南针于 2022 年 5 月成功收购网信证券，券商牌照价值仍较为突出。东方财富作为最早一批布局基金代销和证券经营的互联网公司，率先抓住互联网流量红利、抢占市场份额，已成为业内领先的基金代销平台和互联网零售券商。

前瞻布局财富管理，构建全方位、多元化牌照体系。基于三大门户网站积累的庞大流量，及已具备领先地位的证券和基金代销业务，公司开始进一步完善金融牌照体系和财富管理生态圈布局。

1) 将业务布局横向拓展至期货、公募基金、基金投顾等：2016 年东方财富收购同信久恒期货，后更名为东方财富期货，布局境内期货经纪业务；2018 年公司获得公募基金牌照，设立东财基金；2019 年公司获保险经纪牌照，开始销售保险产品；2021 年、2022 年东财证券依次获批基金投顾、基金托管资格，持续完善公募基金服务链条。

2) 积极布局海外：公司于 2015 年收购香港宝华世纪证券，更名为东方财富国际证券；2020 年东财国际证券获香港证监会核发的 1、4、9 号金融牌照，后又获伦交所和绿宝石交易平台会员资格；2021 年东方财富国际证券正式更名为哈富证券，加速布局港美股业务市场。

图表6 东方财富具备较为齐全的金融牌照布局

业务资质	获得主体	获批时间
基金代销	天天基金	2012 年 2 月
香港证券交易	哈富证券	2015 年 4 月
第三方支付	宝付支付	2015 年 7 月
证券相关业务	东方财富证券	2015 年 12 月
私募基金	同信投资	2015 年 12 月
企业征信	东方财富征信	2016 年 7 月
期货经纪（内地）	东方财富期货	2016 年 12 月
小额贷款	东方财富小额贷款	2017 年 7 月
期货经纪（香港）	哈富期货	2017 年 11 月
公募基金	东财基金	2018 年 10 月
保险经纪	东财保险经纪	2019 年 5 月
基金投顾	东方财富证券	2021 年 7 月
基金托管	东方财富证券	2022 年 6 月

资料来源：公司公告，平安证券研究所

依靠较为完备的牌照体系，东方财富加速从基金代销平台和互联网零售券商向财富管理综合服务商的转型升级，近年来持续拓展零售客户财富管理及基金服务相关业务，主要包括：

1) 公募基金：东财基金填补自有产品空缺，以被动型产品和低费率策略切入市场。公司于 2018 年获得公募牌照，设立东财基金，从过去单一的基金代销转向开发、销售齐头并进，拓展公司财富管理生态圈的广度与深度。

①从产品费率来看，东财基金费率较低，符合互联网零售客户偏好。以上证 50 指数型基金为例，东财上证 50A 在小金额申购、管理、托管的价格方面均具备相对优势，更适合短线操作较多、资金量较小的互联网长尾客户投资。

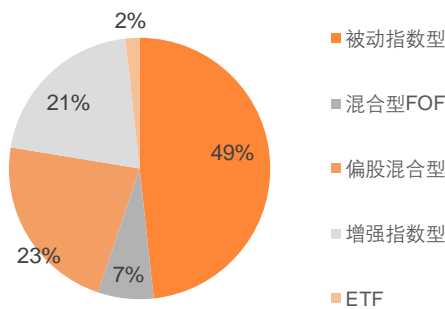
图表7 东财上证 50A 与类似公募基金的费率对比

	东财上证 50A		易方达上证 50 指数 (LOF) A				天弘上证 50 指数 A		
	<50 万	≥50 万	<50 万	50-100 万	100-500 万	≥500 万	<50 万	≥50 万	≥500 万
申购费率	0.10%	1 千元/笔	0.12%	0.08%	0.04%	1 千元/笔	0.10%		1 千元/笔
赎回费率	0-7 天	≥7 天	0-7 天	7-179 天	180-365 天	≥365 天	0-7 天	7-30 天	≥30 天
	1.50%	0.05%	1.50%	0.50%	0.25%	0.00%	1.50%	0.30%	0.05%
管理费率	0.15%		1.00%				0.50%		
托管费率	0.05%		0.20%				0.10%		

资料来源：天天基金 APP，平安证券研究所

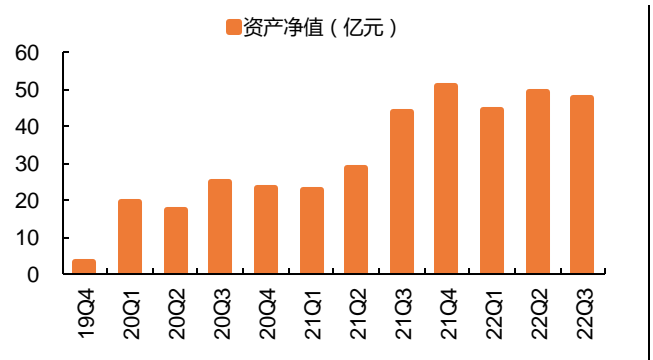
②从产品种类来看，目前东财基金产品中，被动型产品占主导，截至 2022 年 11 月底，东财基金共上线 58 只基金产品，其中指数型基金/偏股混合型基金/FOF 基金/ETF 的数量分别为 40/13/4/1 只。截至 2022Q3 末，东财基金产品资产净值合计 47.86 亿元，同比增 9.65%。

图表8 东财基金产品构成 (2022Q3, 据数量统计)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 东财基金管理资产净值统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 基金投顾: 天天基金率先打造投顾超市, 东财证券自有投顾正式上线。基金投顾业务是财富管理机构未来转型的重要抓手, 将进一步提升财富管理机构服务能力、提高客户服务体验。公司已开始基金投顾业务的探索:

①天天基金推出“投顾管家”和“目标盈”专区, 接入持牌机构, 进一步完善公司财富管理生态圈布局。从业务形态来看, 由于天天基金暂无公募基金投顾试点资格, 且为满足零售客户的多元需求, 天天基金通过筛选并接入外部持牌机构、打造“投顾管家”和“目标盈”两大投顾超市平台。其中, “投顾管家”主要上线合作持牌机构的标准化组合, 目前合作持牌机构已达 28 家, 多数持牌机构均提供稳健、平衡、增值三类风格的投顾方案, 投资门槛多为 1000 元, 投顾服务费率多在 0.25%-1.0% 之间; “目标盈”则上线此前较受关注的创新品种——目标收益类投顾产品, 由中欧财富、嘉实财富、华夏财富等合作持牌机构提供, 投资门槛多为 1000 元, 投顾服务费率也多在 0.25%-0.5% 之间。

从盈利模式来看, 天天基金不向投资者收取筛选和提供投顾服务的费用, 而是收取构建基金投顾组合时申购、赎回、客户维护等费用, 投顾超市实质为促进基金代销的增值服务。天天基金推出选择丰富的投顾超市模式, 与其基金超市的定位相对应, 符合其长尾客户主导、客户需求多元的特点, 将进一步延长其财富管理服务链条, 巩固公司在长尾客户端的流量优势。

图表10 天天基金、蚂蚁财富、京东金融基金投顾平台对比 (2022 年 11 月底)

	天天基金	蚂蚁财富	京东金融
投顾平台名称	投顾管家 (天天基金)	投顾管家 (蚂蚁财富)	目标盈 (京东金融)
接入持牌机构	华夏财富、工银瑞信基金、南方基金、万家基金、嘉实财富、景顺长城基金、富国基金、易方达基金、交银施罗德基金、华安基金、中欧基金、招商基金、银华基金、兴证全球基金、建信基金、民生加银基金、广发基金、国联证券、博时基金、国泰基金、华宝证券、申万菱信基金、东方财富证券、汇添富基金、鹏华基金、中国银河证券、国海富兰克林基金、华泰柏瑞基金	鹏华基金、嘉实财富、中国银河证券、国泰君安证券、景顺长城基金、国联证券、汇添富基金、华夏财富、申万菱信基金、中信建投证券、博时基金、易方达投顾、建信基金、南方基金、交银基金、国泰基金、财通基金、广发基金、富国基金、华安基金、招商基金、申万宏源证券、中金财富、先锋领航投顾、中欧财富、兴证全球基金、万家基金、银华基金	国联证券、南方基金、中欧财富、中信建投证券、南方基金
接入机构数量	28	28	5

资料来源: 天天基金 APP, 蚂蚁财富 APP, 京东金融 APP, 平安证券研究所

②东财证券基金投顾正式展业, 打通流量新变现渠道。从产品形态来看, 目前东财证券共上线 6 种策略组合, 投资门槛均为 1000 元, 根据资产配置、策略理念的不同, 投顾服务费率在每年 0.10%、0.40%、0.60% 间不等。从盈利模式来看, 除基

金代销的相关费用，自有基金投顾也收取投顾服务费，创新公司流量变现渠道、打开财富管理收入空间。

图表11 东方财富证券投顾产品（2022年11月底）

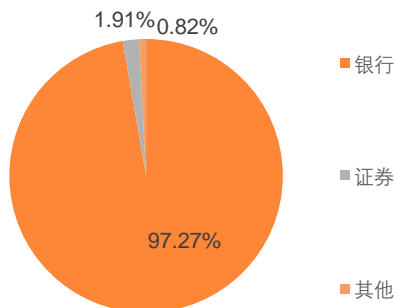
策略名称	东财闲钱添怡	东财安逸舒心	东财平衡省心	东财稳健乐享	东财睿智进取	东财扬帆远航
风险等级	中低风险	中低风险	中风险	中风险	中风险	中风险
策略理念	闲钱理财	稳健增长	均衡配置	均衡配置	追求收益	追求收益
主要资产	债券型、货币型；	债券型、混合型、货币型；其中债券型持仓分布超80%	债券型、混合型、股票型、货币型；其中债券型持仓分布超50%	债券型、混合型、股票型、货币型；其中债券型持仓分布超70%	混合型、债券型、股票型、货币型；其中混合型持仓分布超50%，债券型持仓超30%	混合型、债券型、股票型、货币型；其中混合型持仓分布超80%
投资门槛	1000元起	1000元起	1000元起	1000元起	1000元起	1000元起
投顾服务费率	0.10%/年	0.40%/年	0.60%/年	0.60%/年	0.60%/年	0.60%/年

资料来源：天天基金APP，平安证券研究所

东财证券可利用天天基金“投顾管家”平台的流量优势促进自有投顾业务的增长。目前东财证券投顾主要有两条销售途径，一是于东方财富APP理财专区销售，此途径中仅提供东财证券投顾组合，避免与其他基金投顾产品的竞争；二是于天天基金APP投顾管家平台销售，此途径中东财证券自有投顾受外部投顾产品竞争影响，但天天基金可侧重自有投顾的营销工作，例如目前投顾管家专区内将东方财富证券列于持牌机构名单第一位、客户可快速触达，可将投顾管家已有流量优势传导至东财证券投顾业务。目前我国基金投顾业务仍处于起步阶段，产品和服务差距难以拉开，渠道是决定要素，公司坐拥东方财富和天天基金两大流量入口，渠道优势已充分形成护城河，有望推动其投顾业务的发展。

3) 基金托管：天天基金代销渠道优势明显，有望与基金托管业务协同发展。2022年6月东财证券获批基金托管牌照，是第29家获得基金托管业务资格的券商。基金托管业务同质化程度较高，且与代销业务关联性较大，因此市场长期被具备渠道优势的银行主导，截至2022年9月末，银行托管资产总额市占率达97.27%，其中，权益型基金保有规模排名第4的工商银行托管规模市占率为12.93%、排名第1，权益型基金保有规模排名第1的招商银行托管规模市占率为8.06%、排名第4。天天基金权益型基金保有规模行业排名第3，已积累大量具有长期合作关系的机构客户资源，有助于切入基金托管市场。此外，基金托管业务也将延长机构客户服务链条，加深与机构客户的合作关系，从而巩固公司在基金代销市场的领先地位。

图表12 基金托管人结构(市场份额依据2022Q3末托管总资产)



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 银行托管总资产及权益型基金保有规模排名 (Top10)

	托管基金总资产排名 (2022Q3)	权益型基金保有规模排名 (2022Q3)
工商银行	1	4
建设银行	2	5
兴业银行	3	10
招商银行	4	1
中信银行	5	15
中国银行	6	6
交通银行	7	7
农业银行	8	8
浦发银行	9	11
民生银行	10	9

资料来源：Wind，AMAC，平安证券研究所

二、 依托流量与生态，证券业务与基金代销并驾齐驱

2.1 证券业务：稀缺的“互联网+券商”标的，市场份额不断突破

■ 2.1.1 稀缺的 A 股互联网券商标的，生态圈导流+优质运营+多元变现模式构建核心优势

我国互联网证券企业主要分为三类：

- 1) 传统券商的互联网业务，即“券商+互联网”。2014 年券商首次获得互联网证券业务试点资格，传统业务线上化浪潮兴起，以华泰证券、国金证券为代表的券商依托互联网的流量红利大幅提升经纪业务市场份额，实现弯道超车。
- 2) 互联网券商，即“互联网+券商”。目前仅东方财富、富途证券、老虎证券发展较为成熟，其中 A 股仅有东方财富、指南针两家上市互联网企业通过收购券商获得国内证券经营牌照，而富途证券、老虎证券主要专注于港美股赛道。
- 3) 与证券业务相关的互联网或 IT 公司。此类互联网企业没有券商牌照，接入外部券商交易系统，或为券商等金融机构提供 IT 解决方案，主要营收依靠数据服务、广告服务、IT 服务等，以同花顺、大智慧、恒生电子、财富趋势为代表。

与各类互联网证券企业相比，财富管理生态圈导流、优质互联网运营能力、以及金融牌照带来的多元变现模式构建起东方财富的核心优势，具体来看：

1) 东方财富 vs 传统券商：流量基础好、产品运营佳、佣金率与开户奖励优于同业、ROE 持续领先

生态圈优势突出，将高质量流量导向证券业务。东方财富与天天基金 APP 月活、人均使用时长等指标均明显高于其他传统券商，用户资源兼具流量与粘性，同时公司打造覆盖用户投资全流程的财富管理生态圈、满足用户交易和融资需求，将资讯用户导向证券业务。

互联网产品运营经验丰富，丰富的 APP 功能助力客户留存、巩固流量优势。公司起家于财经资讯门户和证券交易服务客户端，具备丰富的互联网产品运营经验，目前东方财富 APP 兼具资讯平台、数据平台与交易工具多个角色，在资讯、数据、社交等功能方面优于其他券商自营 APP：

①资讯功能方面，东方财富 APP 资讯板块细分频道多达 20 个，方便用户筛选、查看；信息来源多元，监管机构以及新华社、证券时报等主流媒体均覆盖。除图文资讯外，东方财富 APP 还设有观点投票、热点话题讨论等功能，丰富用户体验。而传统券商 APP 因起步较晚、交易工具属性较强，资讯数量、内容丰富程度、用户交互程度等明显落后于东方财富 APP。以经纪业务龙头华泰证券为例，涨乐财富通资讯板块细分频道不足 10 个，信息来源主要为财联社，资讯主要围绕 A 股股票，对海外股票、期货、大宗商品等涉略较少。

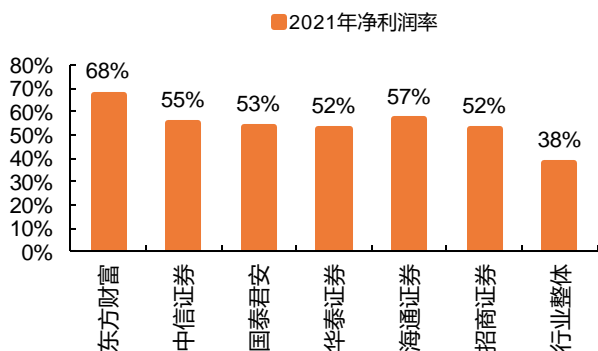
此外，随着抖音、快手等短视频软件改变用户阅读习惯，各大证券类 APP 也开始发力视频业务，东方财富 APP 顺势打造浪客直播，运营相关路演直播及短视频，视频主要由东方财富投资咨询子公司、基金公司、以及合作的论坛峰会提供。部分传统券商也开始探索内容视频化，但相较于东方财富 APP，目前传统券商 APP 的短视频与直播内容来源较窄、主要由券商自有投资顾问提供。例如涨乐财富通首页推荐的短视频与直播主要来自华泰证券投资顾问和自有运营团队。

②社交功能方面，东方财富 APP 内设置悬赏问答、股吧等用户间交流渠道，也设置专业财经自媒体的“财富号”，社交参与者与参与方式多元；而传统券商 APP 用户基数较少、缺乏社交氛围，尽管部分券商 APP 业开设互动区域，但参与人数、讨论热度明显低于东方财富 APP。

③数据服务方面，相较于传统券商 APP 平台，东方财富以资讯和数据服务起家，通过东方财富网和 Choice 数据终端积累金融数据服务基础。东方财富 APP 利用数据服务的相对优势，在提供基础行情以外，还提供资金流向、主力建仓、公司财务分析等工具，辅助客户决策。

互联网渠道低成本属性凸出，低佣金优势助力早期流量变现。受益于高流量、高粘性用户资源带来的较低获客成本，以及互联网渠道相较于传统券商线下网点较低运营成本和较高利润率，公司在过去几年的佣金率明显低于行业平均水平，吸引客户在公司开户及交易。

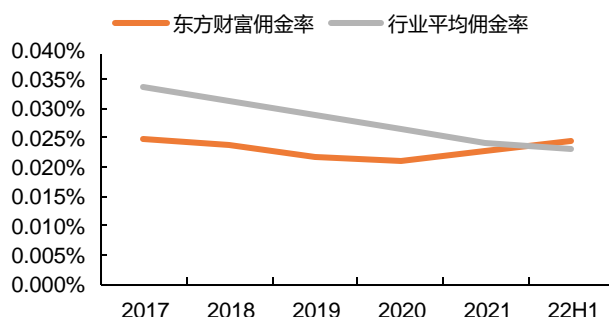
图表14 东财证券净利润率的同业对比



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

注：该表中数据为证券业协会公布的证券公司口径

图表15 东方财富及证券行业平均佣金率统计



资料来源：Wind，公司公告，证券业协会，平安证券研究所

佣金优势减弱，生态圈优势成为流量变现的新驱动力。近年来经纪业务陷入持续佣金价格战，2021 年行业平均佣金率向下突破 0.025%，而东方财富 2021 年以来佣金率有所上行，与行业佣金水平差距逐渐缩小，测算 2022H1 东方财富佣金率为 0.024%，略高于行业平均水平。而财富管理生态圈具备的一站式服务能力，以及基于生态圈为客户提供的丰厚开户优惠，成为东财证券吸引客户开户的新驱动力。公司多年经营 To C 端金融数据和财经资讯服务，可为新开户客户提供更为丰富和专业的投资工具福利，对客户具备更强吸引力。

图表16 东财证券、华泰证券、国泰君安证券开户优惠对比

开户平台	东财证券	华泰证券	国泰君安
开户优惠	Level-2、短线雷达、操盘机器人、VIP 财富内参、核心内参、东方财富专业版	Level-2、华泰前沿市场资讯、基金申购费率 1 折起、理财券	Level-2、智能优选选股工具、新手投资训练营课程、新客理财券、生日理财券
时长	12 个月	12 个月	1 个月-3 个月
活动页面	<p>开户权益</p> <ul style="list-style-type: none"> 手机Level-2 千档行情实时挂单 操盘机器人 轻松把握买卖时机 短线雷达 短线投资利器 VIP财富内参 财富消息准时推送 核心内参 两市盘面深度解析 东方财富专业版 股市投资利器 	<p>6.08% (35天 1k-5k)</p> <p>4.0% (364天 1.2万元起购)</p> <p>12个月Level2</p> <p>十档行情权益</p> <p>精心挑选 申购费率 1折起</p> <p>懂热点 华泰 前沿市场资讯</p>	<p>开户尽享5重好礼</p> <ul style="list-style-type: none"> Level-2一个月 智能优选三个月 新手投资训练营 新客理财券 (8.x%) 生日理财券 (5.2%)

资料来源：东方财富 APP，涨乐财富通 APP，国泰君安君弘 APP，平安证券研究所

盈利能力与 ROE 水平齐升，领先传统券商。东方财富 ROE 水平长期领先，尽管今年前三季度证券行业整体盈利能力承压，东方财富仍实现 16.36% 的 ROE 水平，超中金公司的 1.5 倍。通过杜邦拆解，东方财富在权益乘数方面明显低于中金、中信等传统龙头券商，而受益于互联网平台属性和流量优势带来的成本规模效应，及以代销和证券经纪为主的轻资产运营模式，公司销售净利率与资产周转率均明显高于可比券商。

图表17 东方财富与可比传统券商的 ROE 对比

公司名称	销售净利率			总资产周转率			权益乘数			年化平均 ROE		
	2020	2021	2022Q3	2020	2021	2022Q3	2020	2021	2022Q3	2020	2021	2022Q3
东方财富	58.0%	65.3%	69.0%	9.6%	8.9%	5.0%	3.2	3.8	3.6	17.6%	22.2%	16.4%
中金公司	30.5%	35.8%	31.0%	5.5%	5.1%	3.0%	7.2	7.5	7.2	12.0%	13.8%	9.0%
中信证券	27.4%	30.2%	33.3%	5.9%	6.6%	3.8%	5.3	5.8	5.6	8.5%	11.6%	9.4%
国泰君安	31.6%	35.1%	31.5%	5.6%	5.7%	3.3%	4.3	5.0	5.2	7.6%	10.1%	7.3%
华泰证券	34.4%	35.2%	33.1%	4.9%	5.0%	2.8%	5.0	5.4	5.3	8.4%	9.4%	6.7%
海通证券	28.5%	29.7%	32.1%	5.7%	6.0%	2.5%	4.3	4.2	4.2	7.0%	7.4%	4.5%
招商证券	39.1%	39.6%	41.1%	5.5%	5.4%	2.6%	4.6	5.0	5.2	9.9%	10.7%	7.4%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 东方财富 vs 其他互联网券商: 流量基础和业务布局具有较大差异

相同的商业模式: 基于用户需求, 以互联网渠道流量优势赋能券商业务。以富途为例, 富途同样以财经资讯起家, 主要为客户提供港股、美股的相关资讯和投资信息。同时设立交流社区“牛牛圈”, 满足用户社交需求, 港美股上市企业也可通过牛牛圈社区以企业号、线上直播、线下沙龙、实地调研等方式与投资者交流。目前富途牛牛 APP 日活已超百万, 用户数超 1800 万, 是国内最活跃的港美股投资平台之一。

不同的流量基础和业务布局: ①与指南针相比, 东方财富流量基础较好。指南针主要通过持续广告宣传、精准定位客户的方式引流, 因此其客户数量相对较少, 截至 2021 年末, 指南针注册用户数为 1500 万, 累计付费用户 150 万, 较东方财富庞大的用户流量仍有较大差距。②与富途、老虎相比, 东方财富主要聚焦 A 股市场, 竞争关系较小。以富途为例, 富途及旗下公司金融牌照及资质均分布在香港、美国、新加坡等地区, 此外, 富途近年来大力发展 B 端业务, 提供境内企业赴港、赴美上市的承销保荐工作, 通过 B 端业务与 C 端业务联动的形式, 提升整体竞争力。而东方财富业务资格主要聚焦国内市场, 因此两者目标客户不同、直接竞争较小。

图表18 东方财富与富途的牌照差异

牌照		东方财富	富途证券	牌照		东方财富	富途证券
大陆市场牌照	证券	√		海外牌照	香港证券交易 (第 1 类)	√	√
	保险经纪	√			香港期货合约交易 (第 2 类)		√
	银行				香港杠杆式外汇交易 (第 3 类)		√
	期货	√			香港就证券提供意见 (第 4 类)	√	√
	第三方基金销售	√			香港就期货合约提供意见 (第 5 类)		√
	公募基金	√			香港就机构融资提供意见 (第 6 类)		
	小额贷款	√			香港提供自动化交易服务 (第 7 类)		√
	第三方支付	√			香港提供证券保证金融资 (第 8 类)		
	基金投顾	√			香港提供资产管理 (第 9 类)	√	√
	基金托管	√			香港强积金中介人		√
	企业征信	√			美国 FINRA 和 SPIC 成员		√
	个人征信				伦交所和绿宝石平台会员资格	√	√
	消费金融				新交所证券交易会员、衍生品交易会员		√

资料来源: 公司公告, 富途证券官网, 哈富证券官网, 平安证券研究所

3) 东方财富 vs 互联网公司: 定位不同, 核心优势在于多元变现路径

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

券商牌照拓宽公司发展路径，构建多元变现方式。以同花顺为例，流量主要以为 C 端提供金融信息服务、为 B 端提供互联网推广的方式变现，2022H1 年增值电信业务、广告及互联网业务推广、基金代销服务、网上行情交易系统服务收入占比分别为 58%、23%、13%、7%；而东方财富在收购券商牌照后，一方面深度运营东方财富网、天天基金、股吧等流量入口，另一方面通过各类金融牌照将流量变现。细分业务来看：

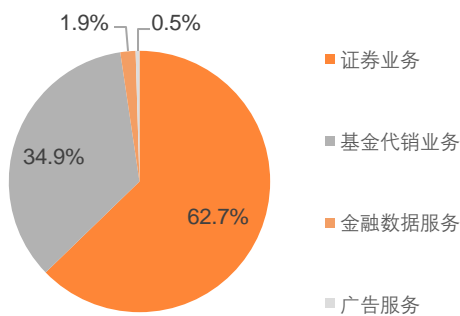
①金融信息服务方面，同花顺深耕金融信息服务业务，驱动 C 端业务增长，同时推广 iFind 终端、拓展 B 端业务，整体市场份额与流量较东方财富明显更高。而东财更多将财经资讯业务作为其他业务的流量入口，直接收入贡献较小。2022H1 东方财富金融数据服务业务收入仅 1.15 亿元，与同花顺增值电信业务收入 8.00 亿元相比有较大差距。

②证券交易相关业务方面，因缺乏证券经纪牌照，同花顺主要角色为渠道和广告商，将免费资讯和数据服务带来的巨大流量导至合作券商的交易系统，同花顺收取广告和渠道费。而东方财富将用户直接转至东财证券交易系统，将投资全流程纳入自有生态圈内。2022H1 东方财富证券业务、基金代销业务、金融数据服务、广告服务收入占比分别为 63%、35%、2%、0.5%，证券业务已成为最主要的收入来源。

③基金代销方面，截至 2022Q3 同花顺权益类、非货币类公募基金保有规模分别为 357、415 亿元，明显低于天天基金 4551、6274 亿元的保有规模，因此基金代销业务的收入差距较大。

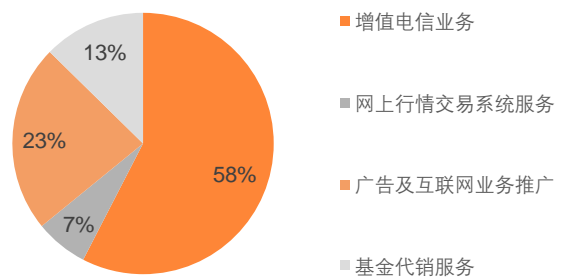
④其他业务方面，东方财富在国内证券牌照的基础上，拿下公募基金和投顾牌照，大财富管理业务协同效应进一步提升，未来有望成为新的业绩驱动因素。

图表19 东方财富 2022H1 收入结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表20 同花顺 2022H1 收入结构



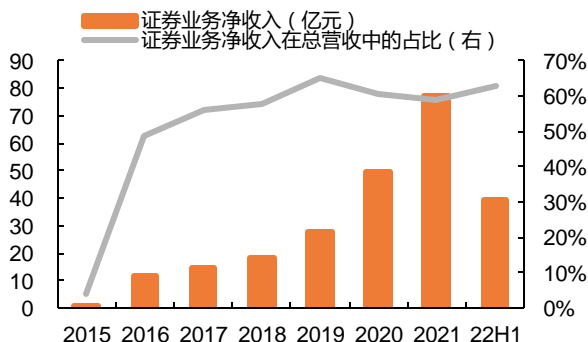
资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 2.1.2 证券业务增长强劲，市场份额持续突破

证券业务业绩增长亮眼。2015 年公司收购西藏同信证券标志着正式进军证券业务，2016 年公司证券收入占比则迅速提升至 48.85%，成为公司最主要的收入来源。2021 年公司证券业务实现净收入 76.87 亿元 (YoY+54.29%)，在总营收中的占比提升至 58.70%。2022 年以来尽管证券行业业绩普遍承压，但上半年公司证券业务净收入仍实现同比 22.81% 的高增长，前三季度公司手续费及佣金净收入、利息收入合计 60.19 亿元 (包括互联网广告服务业务的部分利息净收入，因此略高于证券业务净收入)，同比仍正增 7.76%。

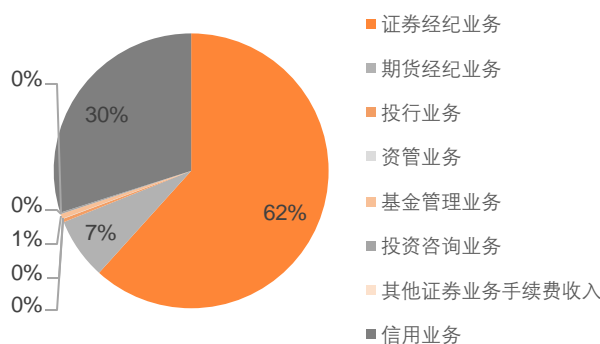
经纪和信用是证券业务增长的主要驱动力。公司证券业务以经纪业务和信用业务为主，2022H1 公司经纪和信用在证券业务营业收入中占比分别为 61.69%和 29.92%。

图表21 东方财富证券业务收入及在营收中的占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 2022H1 东方财富证券业务收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司经纪和信用业务竞争力迅速提升。依托东方财富金融生态圈的庞大流量和专业服务，公司证券业务行业排名快速攀升，2021 年证券经纪业务收入排名行业第 12，两融业务收入排名行业第 15，较 2015 年均提升 60 名，整体分类评级由 2015 年的 BBB 级提升至 A 级。

图表23 东方财富各业务排名变化及评级变动

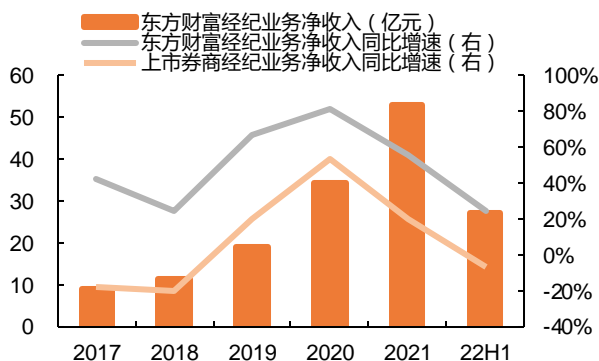
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入排名	82	66	51	40	33	23	19
净利润排名	92	62	37	22	19	15	13
证券经纪业务收入排名	72	46	24	20	18	15	12
融资融券业务利息收入排名	75	70	42	25	20	19	15
净资本排名	99	63	59	25	34	21	16
净资产收益率排名	28	19	4	1	1	1	2
证券公司分类结果	BBB	BB	BBB	A	A	A	A

资料来源：证券业协会，证监会，平安证券研究所

公司经纪业务增速优于传统券商。2016 年以来公司经纪业务净收入增速始终高于行业整体水平，2021 年经纪业务净收入已增长至 53.04 亿元，5 年复合增长率 52.68%，2022H1 实现 27.28 亿元经纪业务净收入，同比增长 24.15%。

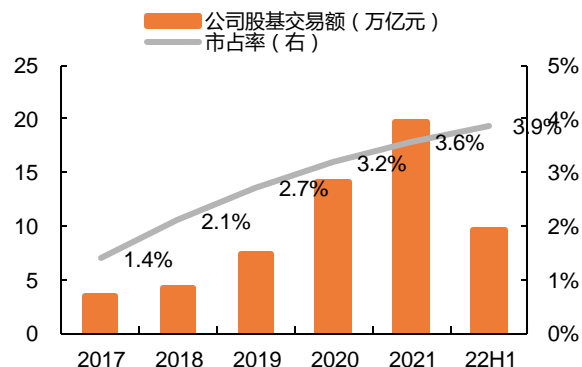
证券经纪业务市占率仍在突破。据测算，2017-2021 年公司股基交易额市占率由 1.40% 提升至 3.56%，2022H1 公司股基成交额 9.64 万亿元，市占率进一步逆市提升至 3.87%。考虑到居民资产配置转移至权益投资、投资者数量持续增长，且公司在流量基础、金融生态圈建设、互联网内容运营、成本管控等方面均具相对优势，公司有望继续保持市场份额增长。

图表24 东方财富经纪业务净收入及增长率



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

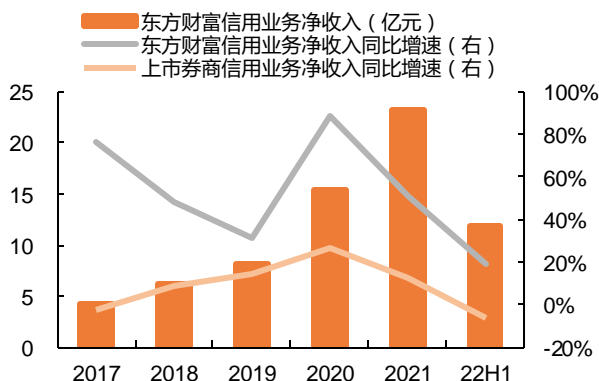
图表25 东方财富股基交易额与市占率



资料来源：深交所，Wind，平安证券研究所

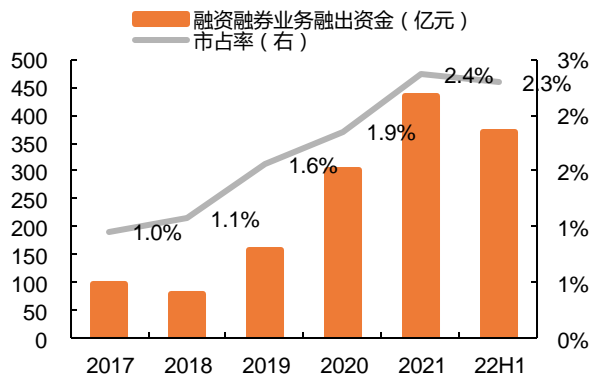
两融业务同样维持高速增长，市占率低于经纪业务。2021 年公司证券业务中利息净收入达 23.18 亿元，同比增速同样明显高于上市券商整体水平，2022H1 利息净收入进一步提升至 11.84 亿元 (YoY+19.24%)。受 2022H1 二级市场波动拖累，公司融资融券业务融出资金下滑至 368.12 亿元，市占率 2.30%，与上年末基本相当。两融业务市占率低于经纪业务，主要系融资融券业务为重资产业务，同时对公司客户也具有一定要求，投资者需从事证券交易时间超半年、交易账户日均资产需不低于 50 万元、投资者本人需至线下营业部开通账户；而公司作为互联网券商，采用轻资产运营模式，线下渠道不足、资本实力相对较弱，两融业务前期发展天然受限。

图表26 东方财富信用业务净收入及增长率



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表27 东方财富两融业务融出资金与市占率



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：两融业务市占率=融出资金/全市场融资融券余额

线下营业部布局不断完善、多轮融资补充资本，两融业务市占率有望继续提升。近年来为加速两融客户转换、服务高净值客户，东方财富在互联网渠道优势基础上，持续拓展线下营业部布局，截至 2022H1 末，公司已在 31 个省（自治区、直辖市）共设有 187 家分支机构。此外，融资融券为典型的重资产业务，对券商资本实力具有较高要求，2017 年以来公司已发行三轮可转债，共募资 277.3 亿元，其中预计不超过 245 亿元将投入信用业务。2022 年 11 月证监会受理公司在瑞士证券交易所发行 GDR 的申请，有望进一步增强公司资本实力。

图表28 东方财富 2017 年以来的募资规模

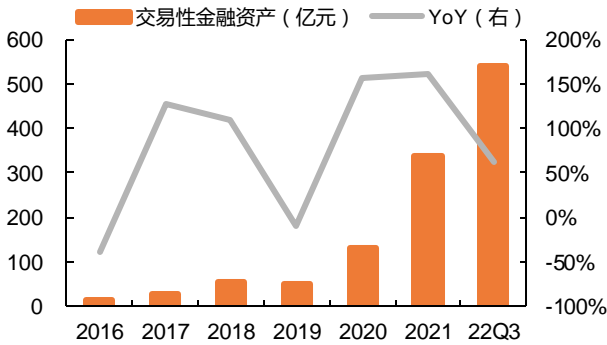
公告时间	融资方式	实际融资规模	预计投入信用业务规模
2016.05	定向增发	40.0 亿元	-
2017.12	可转债	46.5 亿元	不超过 40 亿
2020.01	可转债	73.0 亿元	不超过 65 亿

2021.04	可转债	157.8 亿元	不超过 140 亿
2022.11	GDR 发行	证监会受理阶段	证监会受理阶段

资料来源：公司公告，平安证券研究所

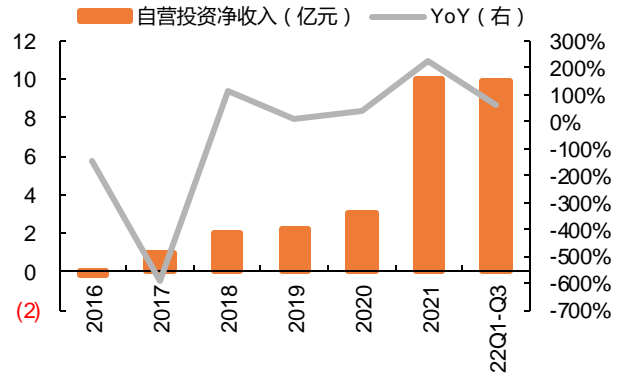
自营业务规模有所提升，投资收益翻番。随着公司自有资金实力的增强，2020 年以来公司加大自营投资业务投入，2020、2021、2022Q3 公司交易性金融资产分别同比增长 156.33%、161.62%、61.48%。受自营规模扩张驱动，2020、2021、2022Q3 公司自营投资净收入 3.05、10.00、9.93 亿元，分别同比增长 36.08%、228.12%、61.34%。

图表29 东方财富交易性金融资产及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 东方财富自营投资净收入及同比增速



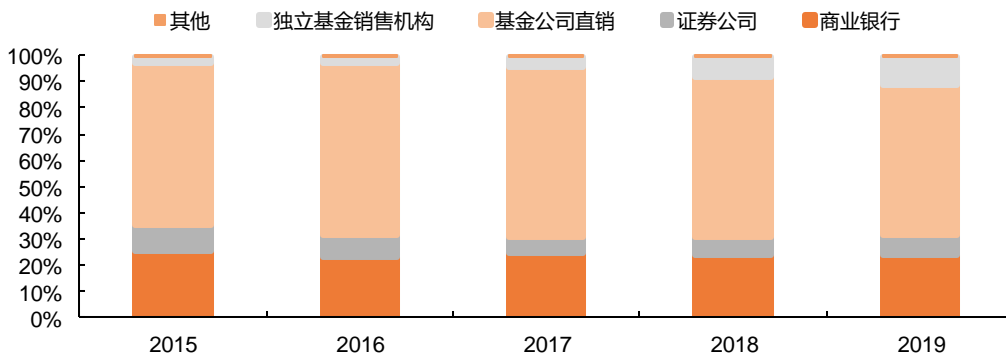
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 基金代销业务：代销渠道竞争激烈，天天基金先发优势奠定龙头地位

2.2.1 第三方代销机构龙头，优质客户资源和专业平台功能构建核心优势

发展初期，渠道及价格优势助力第三方基金代销机构崛起。银行和券商与公募基金业务合作较多，过去是最主要的代销渠道，2013 年证监会修订并发布《开放式证券投资基金销售费用管理规定》，放开基金申购和赎回费率不能低于 4 折的限制，此后蚂蚁基金、天天基金等第三方代销机构纷纷实施 1 折优惠申购费率，抢占市场份额。第三方基金代销机构多采用互联网渠道，覆盖大量长尾客户，低成本特性使得第三方代销机构具备费率优势，2016 年起第三方代销机构的公募基金保有规模迅速提升，至 2019 年末第三方代销机构销售保有规模在所有渠道中的占比已达 11.03%，较 2015 年提升 8.89 个百分点。

图表31 2015-2019 年各渠道公募基金销售保有规模占比



资料来源：AMAC，平安证券研究所

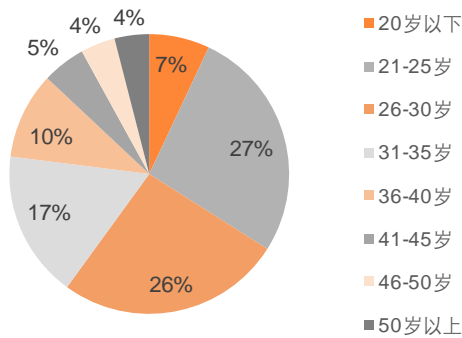
注：该图表采用 AMAC 公布的各渠道公募基金销售保有规模口径，数据已更新至已披露的最新数据

行业价格战加剧，目前第三方渠道的费率优势已不再显著，提升客户挖掘和服务能力成为竞争重点。近年来多家银行和券商也开始 1 折申购费率优惠，与第三方机构的费率差距逐渐缩小。以易方达消费行业基金（110022.OF）为例，目前以招商银行、华泰证券为代表的传统银行、券商渠道，和以天天基金、蚂蚁财富为代表的第三方渠道费率基本相同，第三方代销机构价格优势不再显著。未来第三方机构难以再依靠低费率策略抢占市场，提升客户挖掘能力和专业服务能力将成为关键。

天天基金在客户质量、代销产品丰富度、平台功能专业性等方面均占优：

1) 天天基金用户来自专业财经资讯和社区垂直转化，客户相对年龄偏大、收入更高、理财需求更强。第三方机构通过互联网渠道覆盖广阔的长尾客户，客户流量优势突出，但客户偏年轻化、下沉化，理财客户转化率相对较低。以蚂蚁财富为例，蚂蚁财富客户多源于支付客户转化，根据中国人民大学金融科技研究所抽样统计结果显示，蚂蚁集团的活跃理财客户中，21-25 岁、26-30 岁、31-35 岁是数量最多的客户年龄段，同时近半数的活跃理财客户来自三线及以下城市、资本实力有限。而天天基金客户由专业财经资讯和社区垂直转化，客户相对年龄偏高、收入更高、理财需求更强。根据 Mob 研究院统计，天天基金客户中 35-44 岁占比达 44.7%，是最主要的年龄区间；68.9% 的客户为企业白领，高于蚂蚁财富 51% 的白领比例；客户收入较高，约七成以上客户月收入高于 5 千，八成以上客户有房，客户资本实力较强，因此天天基金更具客户开发潜力。

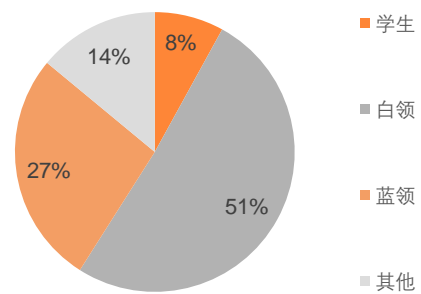
图表32 蚂蚁集团活跃理财客户年龄分布



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，《互联网理财与消费升级研究报告》，平安证券研究所

注：统计时间为 2017 年 8 月 31 日至 2019 年 7 月 31 日

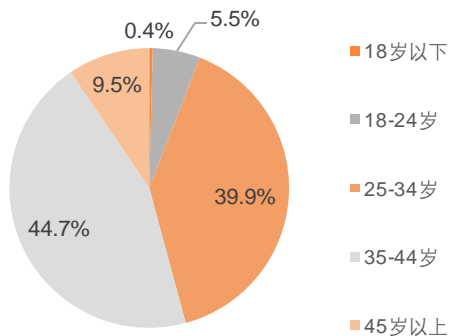
图表33 蚂蚁集团活跃理财客户职业分布



资料来源：中国人民大学金融科技研究所，蚂蚁集团研究院，《互联网理财与消费升级研究报告》，平安证券研究所

注：统计时间为 2017 年 8 月 31 日至 2019 年 7 月 31 日

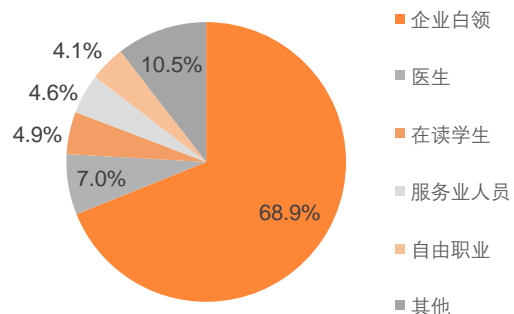
图表34 天天基金客户年龄分布



资料来源：Mob 研究院，《2020 中国基民图鉴》，平安证券研究所

注：统计时间为 2020 年 6 月

图表35 天天基金客户职业分布



资料来源：Mob 研究院，《2020 中国基民图鉴》，平安证券研究所

注：统计时间为 2020 年 6 月

2) 天天基金代销产品与公司数量行业第一，助力不同需求客户的转化。头部第三方机构大多致力于构建允许投资者自由选择或转换的基金超市，代销产品丰富程度远超银行及券商渠道，其中，天天基金代销产品数量在所有代销机构中长期排名第一，截至 2022 年 11 月底，天天基金代销基金 8491 只，代销基金公司 180 家。丰富的产品供给契合高流量的互联网渠道优势，满足客户多元投资需求，进而提升各类客户转化能力。

图表36 基金代销机构代销基金只数 TOP15 (截至 2022 年 11 月底)

排名	基金代销机构	机构类型	代销基金只数 (只)	代销基金公司家数 (家)
1	上海天天基金销售有限公司	独立基金销售机构	8491	180
2	珠海盈米基金销售有限公司	独立基金销售机构	8078	166
3	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	独立基金销售机构	7786	165
4	上海好买基金销售有限公司	独立基金销售机构	7698	160
5	中信建投证券股份有限公司	证券公司	7695	134
6	京东肯特瑞基金销售有限公司	独立基金销售机构	7515	164
7	北京汇成基金销售有限公司	独立基金销售机构	7503	160
8	上海基煜基金销售有限公司	独立基金销售机构	7498	148
9	浙江同花顺基金销售有限公司	独立基金销售机构	7481	154
10	中信证券股份有限公司	证券公司	7271	134
11	中信证券(山东)有限责任公司	证券公司	7261	135
12	中信证券华南股份有限公司	证券公司	7102	135
13	北京雪球基金销售有限公司	独立基金销售机构	6944	128
14	东方财富证券股份有限公司	证券公司	6931	144
15	诺亚正行基金销售有限公司	独立基金销售机构	6857	134

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 头部机构平台建设均较为完善，天天基金在社交功能和数据工具方面更为专业。目前头部代销机构平台功能均较为完善，都具备热门的货币基金和基础的基金资料、行情、排名、筛选等功能。1) 天天基金、蚂蚁财富支持跨基金公司转换份额，方便投资者进行配置的转换；2) 同时头部第三方机构在社交方面建设更为先进，在银行、券商平台中专业人士向投资者的信息单向传递基础上，增加了个人投资者之间双向传递信息渠道，符合互联网用户需求；天天基金社交功能更强，除了基本的讨论区外，还设立了实盘收益排名、斗基大赛等功能，增强个人用户互动属性，进一步提升客户黏性。3) 此外，天天基金设置专门的数据工具板块，利用互联网金融生态圈中东方财富网、Choice 的资讯和数据优势，创设一系列大数据榜单和选基工具，打造了天天基金 APP 的差异化优势。

图表37 主流基金销售平台的功能对比

应用名称	具体功能
理财专区功能: 招商银行、涨乐财富通理财功能最多, 天天基金与蚂蚁财富差别不大	
天天基金	货币基金、非货基、黄金、保险
蚂蚁财富	货币基金、非货基、黄金、保险
涨乐财富通	货基、非货基、黄金、国债理财、定期/活期理财、收益凭证
招商银行	货基、非货基、黄金、保险、外汇、私募、存款
货币基金: 除涨乐财富通设置券商保证金产品外, 其余差异不大, 天天基金和蚂蚁财富均能选择多只货币基金	
天天基金	活期宝: 可同时投不同基金公司设立的多只货币基金, 支持互转, 资金可快速取现, 无手续费, 支持转入其他基金
蚂蚁财富	余额宝宝: 可投天弘余额宝基金和国泰现金管理货币基金, 资金可快速取现、可用于支付宝支付, 无手续费, 支持转入其他基金
涨乐财富通	天天财: 华泰资管设立的短期、固定期限的货币基金, 参与资金不可转入其他基金或购买股票 天天发: 是首批券商保证金产品改造而来的公募基金, 资金门槛 1000 元, 参与资金不可转入其他基金或购买股票
招商银行	朝朝宝: 底层资产为 5 只招银理财产品, 账户资金可快速取现、可直接用于银行卡支付, 无手续费, 支持转入其他基金 朝朝盈: 底层资产为招银理财货币市场基金, 需手动赎回, T+1 期到账, 不可直接支付

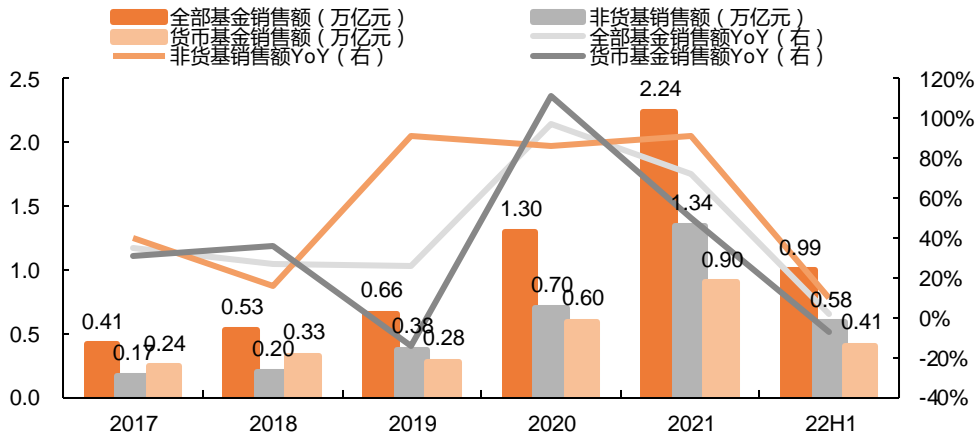
应用名称		具体功能
单只基金页面：天天基金在基金数据方面更为全面，1）不仅包括更详细的基金行情指标及同类对比，2）还包括特色的用户统计类数据；3）讨论区讨论热度明显较高，可直接引流至相关基金吧		
天天基金	天天基金	业绩走势、历史业绩、分析指标(跟踪误差、波动率、夏普比率、最大回撤、收益回撤比、定投人数、访问量、平均持有时长、不同持有期盈利概率等)及同类排名、基金公司及经理、投资分布及重仓、讨论及问答
蚂蚁财富	蚂蚁财富	业绩走势、历史业绩、分析指标(跟踪误差、波动率、夏普比率、信息比率)及同类排名、基金公司及经理、投资分布及重仓、讨论区
涨乐财富通	涨乐财富通	业绩走势、历史业绩、分析指标(不同持有期盈利概率)、规模变动及排名、投资分布及重仓、讨论区
招商银行	招商银行	业绩走势、历史业绩、分析指标(夏普比率、净值新高率、最大回撤、波动率、不同持有时长客户平均收益率)及排名、基金公司及经理、投资分布及重仓
是否支持基金转换：天天基金和蚂蚁财富均支持跨基金公司转换		
应用名称		具体功能
天天基金	天天基金	支持跨基金公司转换基金份额
蚂蚁财富	蚂蚁财富	支持跨基金公司转换基金份额
涨乐财富通	涨乐财富通	仅支持同一基金公司下产品份额转换
招商银行	招商银行	仅支持同一基金公司下产品份额转换
基金数据及排名：天天基金在数据服务方面具备较大优势，除基金相关业绩、销量指标外，天天基金利用互联网金融生态圈的资讯和数据优势，设置大数据榜单；此外，天天基金也设置模拟组合等功能，丰富客户体验		
应用名称		具体功能
天天基金	天天基金	基金排名按照业绩、定投、热销、访问、定投热销五个维度 APP 设置数据专题板块，可对比基金排名、估值、净值、评级等，对比基金公司、基金经理，设置大数据榜，可模拟组合等
蚂蚁财富	蚂蚁财富	基金排名可按基金类型，以及高性价比、长盈等标签进行筛选
涨乐财富通	涨乐财富通	基金排名按净值、涨跌幅两个维度，可筛选涨乐星选基金等标签
招商银行	招商银行	基金排名按照业绩和定投，可筛选标签，例如高夏普定律、收益先锋等
单只基金相关其他功能：天天基金更为丰富		
应用名称		具体功能
天天基金	天天基金	直接引流至基金公司财富号、机构解读、基金诊断、基金 PK
蚂蚁财富	蚂蚁财富	基金 PK、基金评测
涨乐财富通	涨乐财富通	基金 PK、基金诊断、定投计算器、相关资讯
招商银行	招商银行	直接引流至基金公司招商号
定投功能：差异不大，天天基金策略更丰富		
应用名称		具体功能
天天基金	天天基金	普通定投、智能定投(三类定投策略，包括低位多投、目标止盈、移动止盈)
蚂蚁财富	蚂蚁财富	普通定投、智能定投(大部分基金可用均线策略一种，小部分可选涨跌幅策略)
涨乐财富通	涨乐财富通	普通定投、智能定投(均线策略，目标止盈，限购定投)
招商银行	招商银行	普通定投、智能定投(三种模式，目标定投为目标收益率策略、达标后自动或通知赎回；来定投为精选产品池一键普通定投；开薪定投为每月定投固定金额)
财经资讯：差异不大，天天基金和蚂蚁理财社区建设较好		
应用名称		具体功能
天天基金	天天基金	首页即有资讯、社区、学堂、视频板块，社区版块内为话题讨论和各基金吧推荐图文贴，模式类似于贴吧和微博
蚂蚁财富	蚂蚁财富	首页有发现指数行情、热门板块、热议话题、今日快讯、机构及天 V 的图文和视频资讯，APP 底部设有社区版块，可引流至各只产品讨论区，同时设有多个讨论小组，模式类似于豆瓣
涨乐财富通	涨乐财富通	首页有“涨吧”“板块”，为短视频和直播模式的投资分析和教学，发布者多为公司各分支机构的投资顾问，模式类似于小红书
招商银行	招商银行	首页有简短资讯与直播，但数量较少；APP 底部设有社区板块，有部分个人讨论发言和媒体和合作基金公司的文章发布

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 2.2.1 保有规模增速领先，天天基金地位稳固

基金销售规模处于增长快车道，非货基销售规模更高。2020 年以来公募基金规模增速明显提升，天天基金作为销售机构龙头，充分受益，2021 年公司基金销售额增长至 2.24 万亿元 (YoY+72.49%)，2022 年以来受市场行情震荡下行影响，基金代销行业整体承压，公司基金销售额增速放缓，上半年公司基金销售额 0.99 万亿元 (YoY+1.73%)。由于天天基金客户理财意识和创收能力更强，对非货基的偏好更高，2019 年以来天天基金非货基销售规模已超货基，2022H1 非货基销售额 0.58 万亿元 (YoY+9.41%)，在总销售规模中的占比达 58.84%。

图表38 天天基金全部基金、非货基和货基销售额及增速



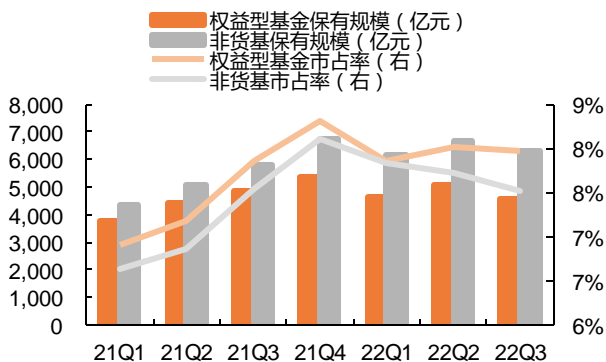
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：由于数据缺失，2017-2019 年度货币型基金销售额用“活期宝”销售额作为参考，以此代表业务发展趋势。

收费形式由前端转向尾佣，价格战冲击趋弱、基金保有量重要性提升。公司基金代销业务主要向客户收取交易费用和部分销售服务费，以及向基金公司收取部分销售服务费和客户维护费用。投资者交易费用主要包括认购费、申购费等，而公司采用低价策略、多数基金的申购费率长期维持 1 折，交易费用收入贡献不断降低，销售服务费、客户维护费等尾随佣金重要性明显提升、已成为公司基金代销业务收入最主要的来源。尾随佣金收入挂钩基金保有量，受市场景气度影响相对较小，相对于挂钩销售规模的交易费用具备更强的抗周期性和稳定性。

天天基金保有规模在头部机构增速领先，代销业务已建立显著先发优势，夯实龙头地位。截至 2022Q3 末，天天基金权益型基金、非货基保有规模分别为 4551、6274 亿元，在前 100 家代销机构中均排名行业第 3。受权益市场景气度下行影响，权益型基金保有规模同比下降 5.99%，但降幅窄于行业、市场份额同比提升 0.11pct 至 7.97%；居民理财需求仍存、投资者增配债基，非货基保有规模同比仍正增 8.49%，市场份额基本持平。在权益型基金保有规模前十的机构中，天天基金权益型基金保有规模降幅最小，而非货基保有规模增速也排名第二，仅次于基数较小的兴业银行。天天基金已建立代销业务的先发优势、龙头地位稳固，未来将成为居民财富入市的重要受益人，有望继续保持领先地位。

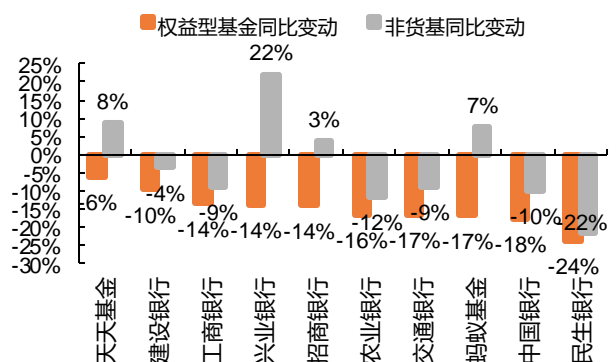
图表39 天天基金保有规模及市占率变动



资料来源：AMAC，平安证券研究所

注：市占率为公司保有规模在前 100 销售机构保有规模总和和中占比

图表40 头部代销机构保有规模 2022Q3 同比变动幅度

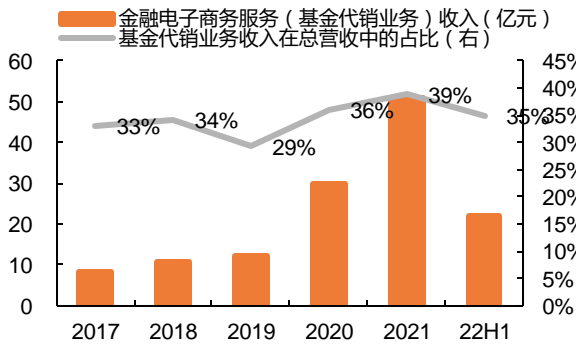


资料来源：AMAC，平安证券研究所

注：该图统计 2022Q3 末权益型基金保有规模前十的代销机构

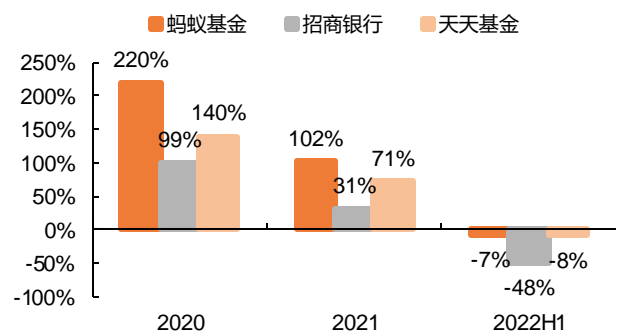
销售及保有规模的扩张驱动基金代销收入攀升，弱市中业绩表现也相对稳健。2020年、2021年受销售及保有规模扩张驱动，公司代销收入快速增长，同比增速分别为139.73%、71.23%。2022年以来权益市场承压、高费率的权益类基金销售受阻，上半年基金代销收入同比下滑8.16%至22.02亿元，前三季度包括基金代销收入在内的营业收入同比下滑12.55%至35.43亿元。横向对比来看，天天基金代销基金业绩相对稳健，上半年蚂蚁基金总营收同比下滑6.63%至53.97亿元，招商银行代销基金收入同比下滑48.30%至34.74亿元。

图表41 天天基金代销收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 天天基金/蚂蚁基金/招商银行代销基金收入同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 三步走战略稳步推进，业绩成长性突出

3.1 从财经资讯门户走向互联网财富管理生态圈

东方财富坚持推进三步走战略，实现财经资讯门户到零售财富管理生态圈的转变：

国内最早的财经信息门户网站之一，三大门户积累原始流量（2005年-2011年）。2005年，创始人兼现任董事长其实成立公司前身——上海东财信息技术公司，上线东方财富网；2006年、2007年，股吧和天天基金网上线，公司三大门户网站布局基本形成，东方财富逐渐成为国内访问量最大、用户粘性最高的财经门户网站。2010年，东方财富成功登陆深交所创业板，此时公司的主要收入来源仍是金融数据服务和广告服务。

牌照迅速积累，打通流量变现渠道（2012年-2019年）。2012年天天基金获得首批基金销售牌照，不断丰富上线产品，进一步提升用户体验和用户粘性。基金代销以低成本、高毛利的特点使公司业绩得到了迅速提升。2015年，公司收购西藏同信证券、香港宝华世纪证券，分别更名为东方财富证券、东方财富国际证券，获得了国内及香港地区证券业务经营资格，开始以折扣券商模式吸引大量零售客户，至此，证券业务、基金代销、金融数据成为公司三大主营业务。2018年，公司获得公募基金牌照，设立东财基金；2019年公司设立东财保险经纪、东方财富资本、东方财富证券（美国），公司实现全地区、全牌照的金融业务布局。

平台化整合业务，打造财富管理生态圈（2020年至今）。公司依托各子公司的相关业务牌照，构建一站式互联网金融平台，2021年东方财富证券获批公募基金投顾试点资格，财富管理成为未来发展重点。

图表43 东方财富全牌照体系

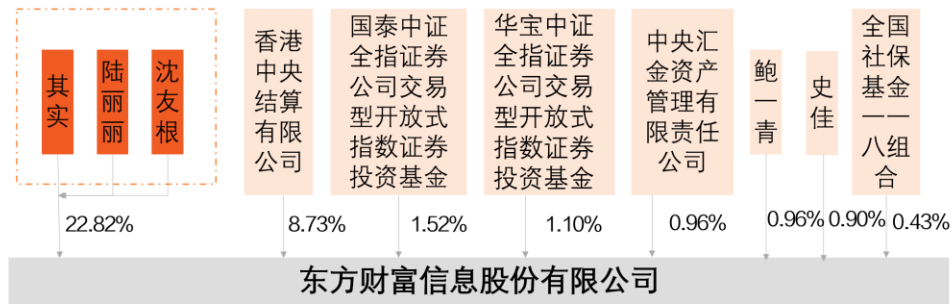


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 创始人控制权稳定，管理层互联网与金融基因浓厚

股权结构稳定，创始人具备较强控制权。截至 2022Q3 末，公司前十大股东合计持股比例 37.50%，其中创始人其实先生及其一致行动人共持股 22.82%，其余前十大股东持股比例均在 9%以下，创始人控制权稳定且较强。

图表44 东方财富股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

管理层互联网与金融基因浓厚，为公司长期发展保驾护航。公司创始人其实、财务总监黄建海具有多年证券行业从业经验，而总经理郑立坤、副总经理陈凯、程磊均为工科背景出身，在计算机领域深耕多年。管理层背景多元、经验丰富，在金融和互联网领域各有建树，有利于公司贯彻三步走战略、充分发挥公司流量和金融生态圈双重优势。

股权激励到位，业绩考核指标明确。公司自上市以来分别在2014年、2021年实施2轮股权激励，激励对象包括公司董事、高管、核心技术人员等，并设置明确考核指标，使员工利益和公司长远发展紧密结合，实现核心员工的长期激励与约束。2021年公司计划授予公司副董事长、总经理郑立坤、副总经理陈凯及技术骨干等818人5000万股公司股份。业绩考核以2020年净利润为基数，要求2021、2022、2023年净利润增长率不得低于40%、80%、120%，2021年公司实现净利润85.53亿元，已达到考核指标，2022年、2023年净利润对应目标分别为86.01、105.12亿元。

图表45 东方财富高级管理层人员及其背景

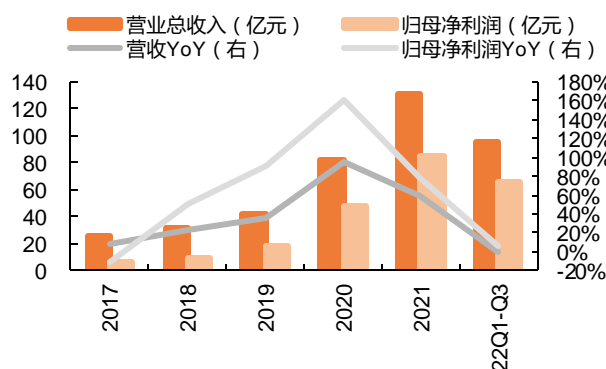
姓名	职位	相关背景
其实	董事长	金融背景：曾任职于中国国际期货经纪、上海世基础顾问投资公司、久联证券
郑立坤	副董事长，总经理	技术背景：历任公司机构产品部、产品技术负责人、首席信息官
陈凯	董事，副总经理	技术背景：工学博士，曾任职于长江计算机集团
程磊	副总经理	技术背景：软件工程硕士，曾任职于上海美宁计算机网络公司
黄建海	副总经理，财务总监	金融背景：MBA，曾任职于普华永道、美林、绿城资管

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 创业板属性突出，业绩彰显高成长性

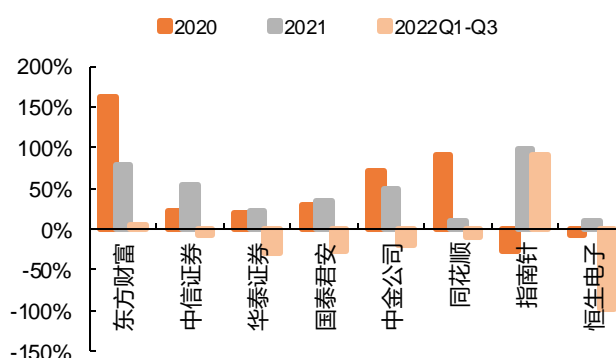
业绩彰显高成长性，增速领先可比公司。近3年东方财富业绩维持高景气增长，2021年公司实现营业总收入130.94亿元（YoY+58.94%），归母净利润增速更高，归母净利润85.53亿元（YoY+79.00%）。2022年前三季度公司在弱市下仍保持较为稳健的业绩，前三季度营业总收入95.61亿元（YoY-0.78%），基本与去年同期持平；归母净利润65.94亿元，同比仍正增5.77%。横向对比来看，2020、2021年东方财富的业绩增速明显高于可比券商及互联网企业，2022年业绩降幅也较小，业绩表现优于同业。

图表46 东方财富营业总收入与归母净利润表现



资料来源：公司公告，平安证券研究所

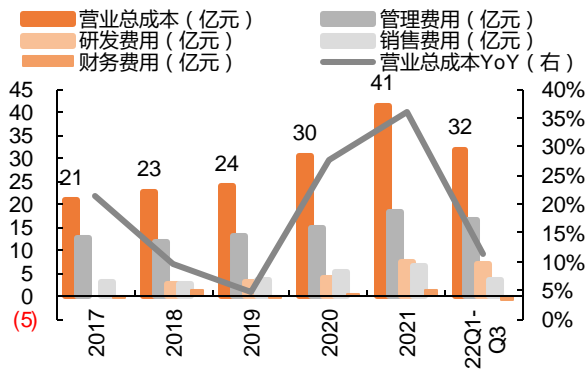
图表47 东方财富与可比公司归母净利润同比变动的对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

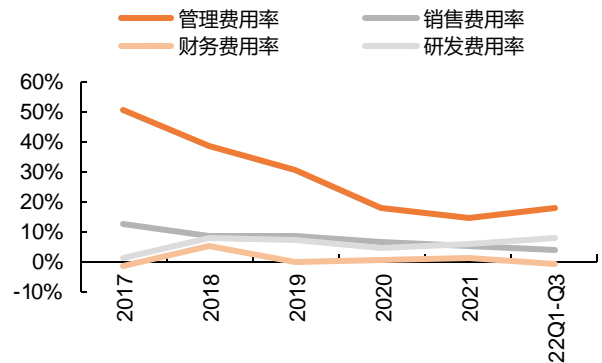
费用控制能力持续提升，正向贡献业绩成长性。公司主要营业成本来自于管理费用和研发费用，公司近两年人才投入明显加强，在职员工人数由2019年末的4553人提升至2021年末的5696人，2022Q1-Q3管理费用同比增28.45%至16.73亿元。研发投入力度持续加大，2022Q1-Q3研发费用同比增49.63%至7.16亿元。但随着公司业务规模和市场份额不断扩大，互联网平台属性和规模效应显现，营业总成本增速低于营业总收入，公司三费率明显下滑，2021年公司三费率合计20.17%（YoY-4.41pct），2022年以来由于收入增速放缓、人才和研发投入增长，前三季度三费率微增至20.67%。

图表48 东方财富营业总支出、三费、研发费用统计



资料来源：公司公告，平安证券研究所

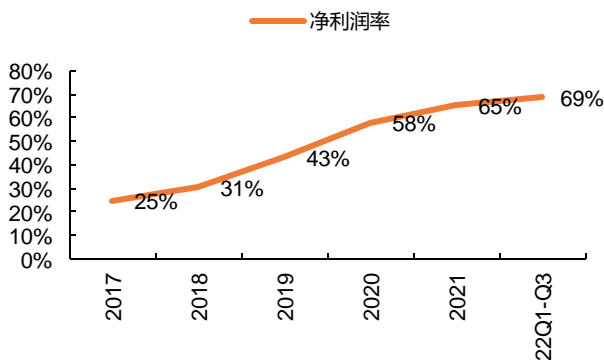
图表49 东方财富三大费率及研发费率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

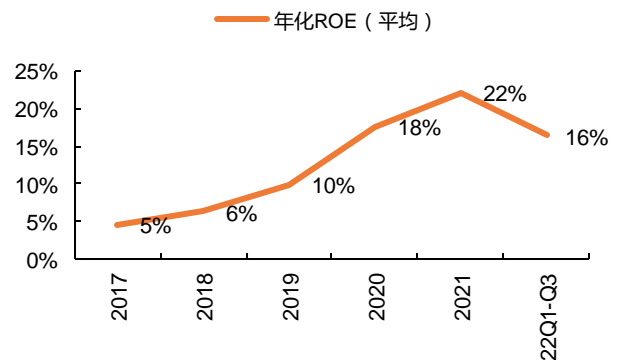
利润率与 ROE 表现优异，盈利能力领先可比互联网企业及券商。公司基金代销业务毛利率较高，且互联网金融生态圈布局已相对完善，各业务协同发展、边际成本持续降低，2021 年、2022Q1-Q3 公司净利润率增至 65.32%、68.97%，明显高于可比公司。ROE 增长较快，2021 年 ROE 为 22.16%，较 2017 年提升 17.53pct；2022 年受可转债转股和利润增速放缓影响，前三季度年化 ROE 下滑至 16.36%，低于以金融信息服务等轻资产业务为主的同花顺、指南针，但明显高于传统券商。

图表50 东方财富利润率变化



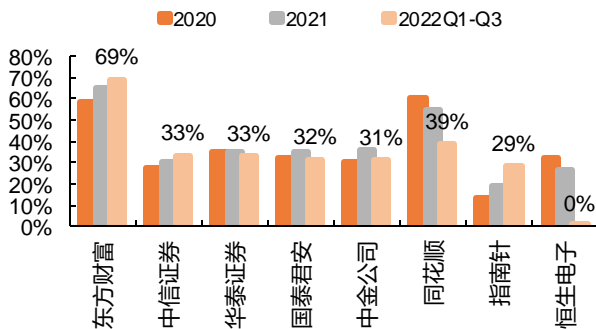
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 东方财富年化 ROE 变化



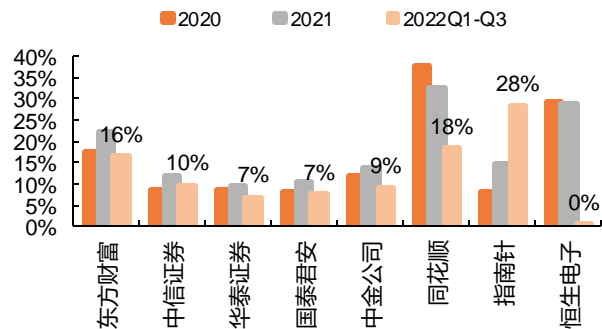
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表52 东方财富与可比企业净利润率对比



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

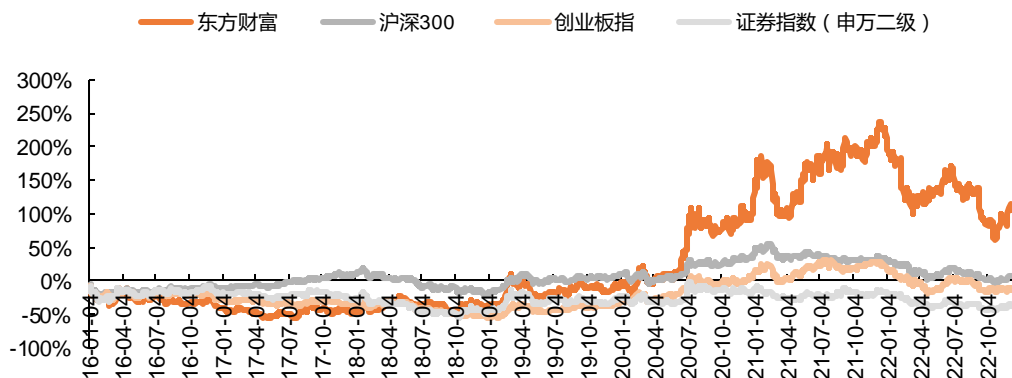
图表53 东方财富与可比企业 ROE 对比



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

创业板属性明确，行情表现亦凸显高成长性。东方财富互联网基因浓厚，已积累庞大的优质客户资源，围绕东方财富网打造互联网财富管理生态圈，生态圈内各平台相互导流、形成网络效应，同时公司持续研发投入，已自主研发一系列网络核心技术，提升用户投资体验，公司长期具备互联网企业显著创新性和业绩成长性特征。在行情表现上，相较于沪深 300 指数和证券公司指数（申万二级），公司价格走势更贴近于创业板指数；此外，东方财富较创业板指和证券指数均实现超额收益，公司成长性获市场认可。以 2016 年初为基数，截至 2022 年 12 月 16 日，东方财富实现累计收益率 105.25%，较创业板指实现超额收益 117.79pct，较证券指数实现超额收益 142.62pct。

图表54 东方财富、创业板指、券商指数、沪深 300 累计收益率（以 2015 年 12 月 31 日为基数）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对于东方财富的未来收入的预测主要基于以下假设：

证券业务：1) 公司是互联网龙头券商，依托生态圈流量优势和互联网渠道低成本优势，2022H1 证券经纪业务市占率较 2017 年提升 2.5pct 至 3.87%，市场份额仍在提升。假设 22/23/24 年全市场股基交易额同比增速为-10%/10%/10%，公司代理买卖证券的市场份额同比增长 0.35/0.30/0.25pct，证券经纪业务佣金率维持 2022H1 水平不变，预测 22/23/24 年经纪业务净收入同比增长 4%/18%/17%；2) 2021 年、2022H1 公司两融业务市占率仅为 2.37%、2.30%，而公司近年来多轮融资补充两融业务资本金、积极完善线下营业厅布局，叠加两融费率优势，两融市占率有望较快提升，考虑到 2022 年二级市场震荡下行影响，假设 22/23/24 年全市场两融余额同比增长-14%/10%/10%，公司两融业务市占率同比提升 0.05/0.30/0.30pct，两融平均利率维持上半年不变，预测 22/23/24 年利息净收入同比增长 2%/24%/22%。

基金代销业务：公司旗下天天基金平台已建立显著先发优势，短期内业绩周期性波动，但未来在居民财富入市、公募基金扩张大背景下，销售及保有规模均有望持续提升，假设 22/23/24 年公司货币基金销售规模和保有规模同比增速分别为 -3%/10%/10%，非货币基金销售及保有规模同比增速-5%/15%/15%。同时假设天天基金货基、非货基的平均交易费率（包括认购、申购、赎回费率）分别为 0%、0.15%，推算出 2022H1 基金尾随佣金平均年化费率为 0.23%，据此预测 22/23/24 年基金代销业务营业收入同比-13%/+21%/+14%。

整体来看，对应 22/23/24 年营业收入分别为 127.2/152.8/178.1 亿元，同比变动-2.8%/+20.1%/+16.6%；归母净利润分别为 87.2/105.3/123.5 亿元，同比变动+1.9%/+20.8%/+17.3%。

图表55 盈利预测表

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	42.32	82.39	130.94	127.23	152.78	178.09
YoY	35.48%	94.69%	58.94%	-2.84%	20.09%	16.56%
证券业务营业收入 (亿元)	27.51	49.82	76.87	79.88	96.12	113.89
其中: 经纪业务营业收入 (亿元)	18.81	34.09	53.04	55.32	65.53	76.36
YoY	66.27%	81.22%	55.57%	4.31%	18.44%	16.53%
信用业务营业收入 (亿元)	8.11	15.32	23.18	23.71	29.44	35.99
YoY	31.32%	88.87%	51.31%	2.29%	24.17%	22.25%
金融电子商务服务收入 (亿元)	12.36	29.62	50.73	44.23	53.40	60.78
YoY	15.98%	139.74%	71.23%	-12.81%	20.73%	13.84%
金融数据服务收入 (亿元)	1.58	1.88	2.53	2.46	2.58	2.71
互联网广告服务业务收入 (亿元)	0.85	1.02	0.79	0.67	0.70	0.74
归母净利润 (亿元)	18.31	47.78	85.53	87.16	105.33	123.54
YoY	91.02%	160.91%	79.00%	1.91%	20.84%	17.29%

资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们采用可比公司估值法和分部估值法两种方法进行估值:

1) 可比公司估值法: 东方财富具有互联网和券商双重属性, 在 A 股市场上具有稀缺性, 目前难以找到合适的对标公司。我们选取 2022 年收购网信证券获得国内证券经营牌照的金融服务商指南针, 净利润规模相近的传统券商中金公司、广发证券、国信证券, 以及同花顺、恒生电子、财富趋势等从事证券相关业务的互联网企业作为可比公司, 根据 Wind 一致预测, 2022E 可比公司平均 P/E 为 33.2x, 对应东方财富目标价 21.9 元。

图表56 可比公司估值表

可比公司	总市值 (亿元)	2022E 归母净利润 (亿元)	2022E P/E
指南针	195.5	3.4	57.4
同花顺	543.0	18.5	29.3
恒生电子	729.4	13.3	54.8
财富趋势	81.0	1.9	43.0
中金公司	1869.6	90.5	20.7
广发证券	1205.7	79.7	15.1
国信证券	875.7	72.3	12.1
可比公司平均值	785.7	39.9	33.2
东方财富估值 (亿元)		2894.1	
对应目标价 (元)		21.9	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 可比公司 2022 年预期归母净利润均为 Wind 一致预期, 总市值及 P/E 统计日期为 2022 年 12 月 16 日; 测算结果采用四舍五入近似值

2) 分部估值法: ①证券业务分部方面, 假设 2022 年末证券业务的净资产在公司合并口径中的占比保持 2022H1 末不变, 挑选证券业务净资产规模相近的 3 家传统券商, 合计平均 P/B 为 1.1x, 考虑到东方财富证券业务 2022H1 年化 ROE 达 13.8%, 约为可比公司平均 ROE 的 2 倍, 给予东方财富证券业务更高的 P/B 估值 2.3x, 对应证券业务估值 1226.6 亿元; ②基金代销业务及其他业务分部方面, 选取互联网金融指数 (884136.WI) 为可比对象, 平均 P/E 为 60.0x, 对应基金代销及其他业务估值 1963.9 亿元。公司合计估值 3190.5 亿元, 对应目标价 24.1 元。

图表57 分部估值表

证券业务分部				
可比公司	总市值 (亿元)	2022E 净资产 (亿元)	P/B	2022H1 年化 ROE
光大证券	717.0	614.5	1.2	7.0%
兴业证券	523.3	526.3	1.0	6.6%
方正证券	529.3	426.4	1.2	6.8%
平均值	589.9	522.4	1.1	6.8%
东方财富证券	-	531.9	-	13.8%
ROE 系数			2.0	
证券业务估值 (亿元)			1226.6	
基金代销及其他业务分部				
基金代销及其他业务利润 2022E (亿元)			32.8	
互联网金融指数平均 PE (2022/12/16, TTM 加权)			60.0	
基金代销及其他业务估值 (亿元)			1963.9	
总估值 (亿元)			3190.5	
对应目标价 (元)			24.1	

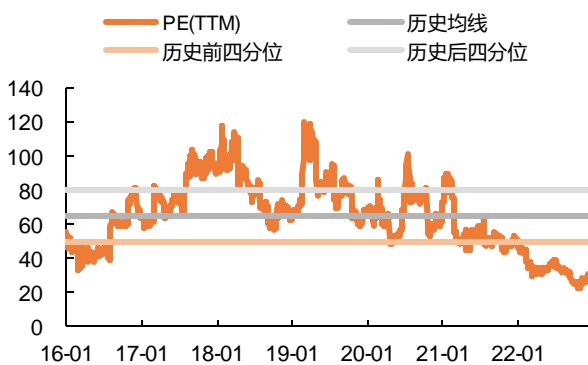
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 可比公司的 2022 年预计净资产为 Wind 一致预期, 总市值及 P/B 统计日期为 2022 年 12 月 16 日; 测算结果采用四舍五入近似值

依托绝对流量优势和持续完善的互联网财富管理生态圈, 近年来东方财富业绩表现呈现高成长性: 1) 证券业务市占率仍持续提升; 2) 代销业务已建立先发优势, 保有规模增速领先其他头部机构; 3) 公募基金、基金投顾等业务相继展业, 进一步丰富公司互联网财富管理布局、打开成长空间。

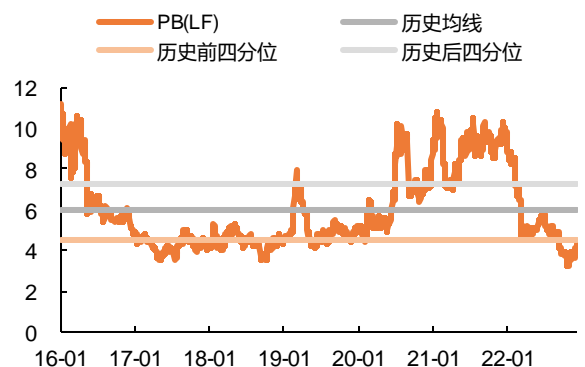
伴随着居民财富不断积累、地产投资属性弱化, 居民金融资产配置需求提升, 公司作为国内互联网券商和第三方代销机构龙头, 将成为居民财富入市的重要受益人。考虑到财富管理市场扩容、公司相关业务市占率提升, 同时目前东方财富 P/E (TTM) 为 29x, 位于 2016 年以来前 5% 低位, 结合上述两种估值方法, 给予东方财富目标价 23.0 元, 较当前股价上升空间为 17.5%, 对应 2022 年 P/E 为 35x, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表58 东方财富 PE (TTM)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 东方财富 PB (LF)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

1) 权益市场大幅波动。权益市场波动影响市场交投活跃度和投资收益, 进而影响公司证券经纪业务交易额、信用业务融出

资金规模及基金保有规模，拖累公司证券及代销业务业绩表现；

2) **宏观经济下行、疫情反复致使投资者风险偏好降低。**居民权益类财富管理需求下滑，影响公司相关业务增长；

3) **基金代销行业竞争空前加剧。**近年来银行、券商等渠道大规模降低基金申购费率，基金代销行业竞争加剧，如公司不能维持流量与服务优势，市场份额或将下降；

4) **新发基金量、基金申购量、基金保有量下滑。**公司基金代销业务收入主要挂钩于基金申购规模、基金保有规模，如新发基金份额、基金申购及保有量不及预期，公司金融电子商务收入将下降；

5) **新业务展业受阻。**目前基金投顾、基金托管等业务还未正式展业，如未来新业务布局、推广等不及预期，将影响公司财富管理整体布局，拖累整体收入表现。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	164,119	176,216	196,061	217,722
货币资金	59,611	61,101	64,156	67,364
应付账款及票据	1,819	1,910	2,006	2,106
交易性金融资产	33,571	46,999	51,699	56,869
结算备付金	10,476	11,238	13,311	15,512
其他流动资产	58,642	54,967	64,890	75,872
非流动资产	20,902	21,832	23,396	25,919
长期股权投资	381	384	384	384
其他非流动资产	20,521	21,449	23,012	25,536
资产总计	185,020	198,048	219,457	243,642
流动负债	121,119	119,614	131,764	145,025
短期借款	2,810	1,999	1,999	1,999
交易性金融负债	2,932	5,095	5,605	6,166
代理买卖证券款	63,929	64,248	70,673	77,741
卖出回购金融资产款	26,708	29,378	32,316	35,548
其他流动负债	24,741	18,892	21,170	23,572
非流动负债	19,861	14,461	16,620	19,110
应付债券	19,710	14,261	16,400	18,860
其他非流动负债	150	200	220	250
负债合计	140,980	134,074	147,693	162,558
少数股东权益	0	0	0	0
股本	10,366	13,214	13,214	13,214
未分配利润	17,261	23,701	31,491	40,811
归属母公司股东权益	44,040	63,974	71,764	81,084
负债和股东权益	185,020	198,048	219,457	243,642

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (摊薄/元)	0.65	0.66	0.80	0.93
BVPs (摊薄/元)	3.18	4.84	5.43	6.14
归母净利润增速(%)	79.0	1.9	20.8	17.3
净利润率(%)	65.3	68.5	68.9	69.4
ROE(%)	22.2	16.1	15.5	16.2
PE	30.3	29.7	24.6	21.0
PB	6.2	4.0	3.6	3.2

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,094	12,723	15,278	17,809
营业收入	5,405	4,736	5,668	6,423
利息收入	2,321	2,371	2,944	3,599
已赚保费	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	5,369	5,616	6,666	7,786
营业总成本	-4,132	-4,090	-5,025	-5,684
营业成本	-663	-564	-634	-693
税金及附加	-104	-99	-119	-139
销售费用	-652	-499	-591	-680
管理费用	-1,849	-2,226	-2,665	-3,098
研发费用	-724	-796	-956	-1,003
财务费用	-139	94	-61	-71
加：其他收益	133	345	362	380
投资收益	735	1,389	1,528	1,775
汇兑收益	4	-15	0	0
公允价值变动损益	275	-150	250	250
信用减值损失	-29	29	-35	-38
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	10,080	10,231	12,359	14,492
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	-26	-21	-21	-21
所得税	-1,501	-1,494	-1,806	-2,118
净利润	8,553	8,716	10,533	12,354
少数股东损益	6689.34	8600.58	10511.82	0
归属母公司净利润	8,553	8,716	10,533	12,354

主营业务增速

营业收入(%)	66.2	-12.4	19.7	13.3
利息收入(%)	51.1	2.2	24.2	22.2
手续费及佣金收入(%)	55.6	4.6	18.7	16.8
主营业务占比				
营业收入(%)	41.3	37.2	37.1	36.1
利息收入(%)	17.7	18.6	19.3	20.2
手续费及佣金收入(%)	41.0	44.1	43.6	43.7

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033