

2023-7-30



东方财富：从轻资产新贵走向传统龙头

—— 为何认为东方财富今年有重估机会？

证券研究报告

分析师：夏聿印 证书编号：S1190523030003

一、报告摘要

- **基金与证券牌照颠覆公司营业核心，变现模式迎来蜕变。** 公司先后于2012年及2015年获得基金代销牌照与证券牌照，在此之后东方财富拥有流量、产品、运营、牌照等多种要素，互联网服务的闭环基本打通，变现渠道及经营模式实现完全蜕变，公司整体由先前的服务及广告提供商蜕变成如今的提供证券、基金、金融服务、财经社区、即时资讯、专业数据为一体的一站式新型券商。
- **基金代销树立轻资产优势，降费不改发展趋势。** 在公司的历史收入结构中，主要由经纪业务及天天基金网的基金销售业务为主。东方财富是国内最早进入基金代销领域的公司之一，具有丰富的经验和资源。东方财富生态圈内拥有庞大的用户群体和强大的品牌影响力，通过该途径转化用户，边际成本明显低于传统券商。天天基金在行业飞速发展的背景下，非货币类与混合类公募的保有量均进入行业前三名。目前基金代销业务每年为公司贡献约45亿元收入。轻资产业务的稳健发展也使得市场给予公司一定程度的估值溢价。
- **传统业务投入加大，降费降佣压力疏解。** 在近几年，东方财富的经济业务的收入已经超过了50亿，信用业务的收入也达到20亿以上的规模，经济业务和信用业务的市占率逐年升高。同时公司近些年也在持续加大在重资本业务的投入，应对经纪佣金不断下调的影响，因此公司业务重资产化、ROE中枢及估值下滑，随着公募基金降费的靴子落地，未来公司有望估值企稳抬升。

目录

1

轻资产模式起家

2

经纪业务和基金代销获得市场高估值

3

近年来资产变重、降佣带来的风险

4

未来发展前景及模型

一、互联网模式塑造券商新标杆：公司成立史

从公司历史上来看，东方财富网成立于2005年：以专业向财经门户网站为切入，为投资者提供各类财经资讯以及金融数据服务；2006年创立“股吧”股票交流社区，为广大投资者提供行情、意见、情绪交流的平台；2007年创办天天基金网，主要为基民提供完善与详细的基金信息。

在公司创立之初，主要经营模式类似于PC时代的其他互联网公司，变现方式主要为：吸引对财经资讯有需求的公域自然流量，并通过“股吧”社区论坛增强用户粘性，最终通过在WEB端广告位投放广告获取广告收入；并以此为基础，东方财富还针对股民对于股票行情的刚性需求，开发了PC端行情交易终端，并为有需求的客户提供特色功能收取附加服务费。在这一阶段，东方财富的营收构成主要为广告收入及软件服务费为主。

图1：东方财富流量三入口

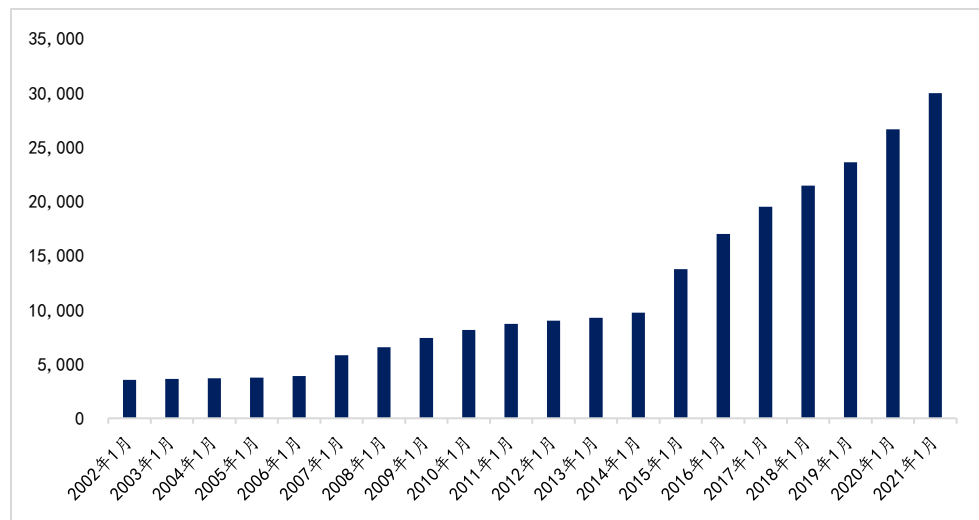
流量入口	作用	竞争对手
东方财富网	2005年正式上线，设有财经、股票、基金、理财、期货、债券、银行、保险等多个专业频道，覆盖财经领域的财经资讯与金融信息	腾讯财经、新浪财经、凤凰财经等财经门户网站
股吧	最早推出的投资互动社区之一，具有高流量和用户粘性，随着新推出的“发现高手”板块，将更具有集聚投资者的价值	和讯股吧、金融界“爱吧”、新浪股吧等
天天基金网	向投资者提供专业、及时、全面的基金交易、资讯、净值、数据、评级、分析、互动等全面理财服务，同时作为基金销售网站为东方财富新增用户	京东基金、新浪基金、好买基金和基金公司网上直销等

数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

一、互联网模式塑造券商新标杆：牛市行情助推生态初步完善

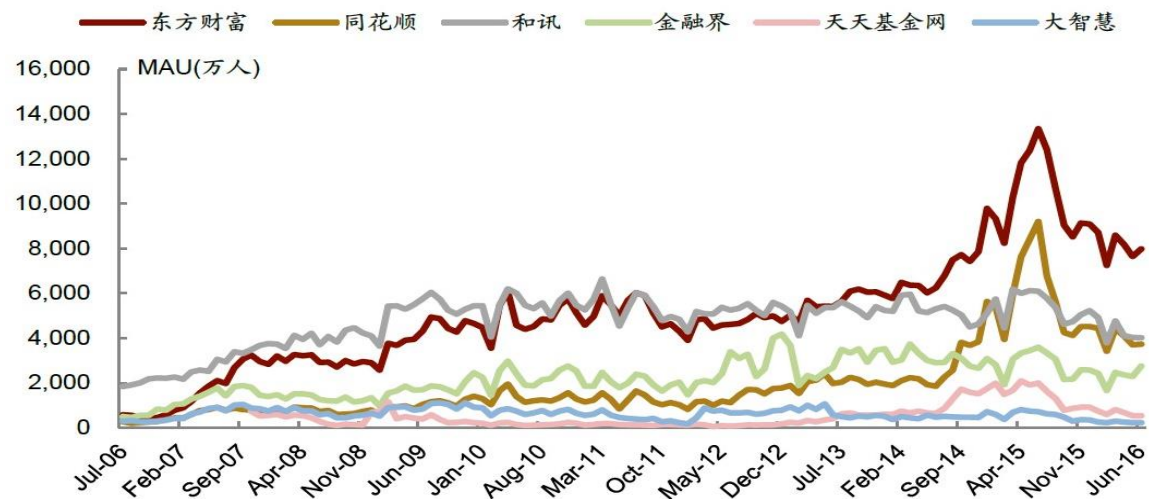
在东方财富网上线的2005年，A股迎来了历史上指数涨幅最高的一次牛市，上证指数由2005年6月份的998点上涨到2007年10月份的6124点，由于这一时期市场上广泛的赚钱效应，使得大量新增投资者涌入市场，同时公募基金在这一阶段实现跨越式发展。传统的信息发布平台具有出色的流量驱动能力，但其用户粘性却相对较低。然而，具有社交属性的东方财富网通过满足用户的投资交流需求，有效地提高用户参与度和忠诚度。而由东方财富网、股吧、天天基金网构成的生态闭环通过满足用户差异化需求完美地实现流量闭环及内循环，再次提高流量转化效率及用户粘性。

图2：沪市期末股票投资者开户数(万户)



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图3：财经垂直网站流量情况

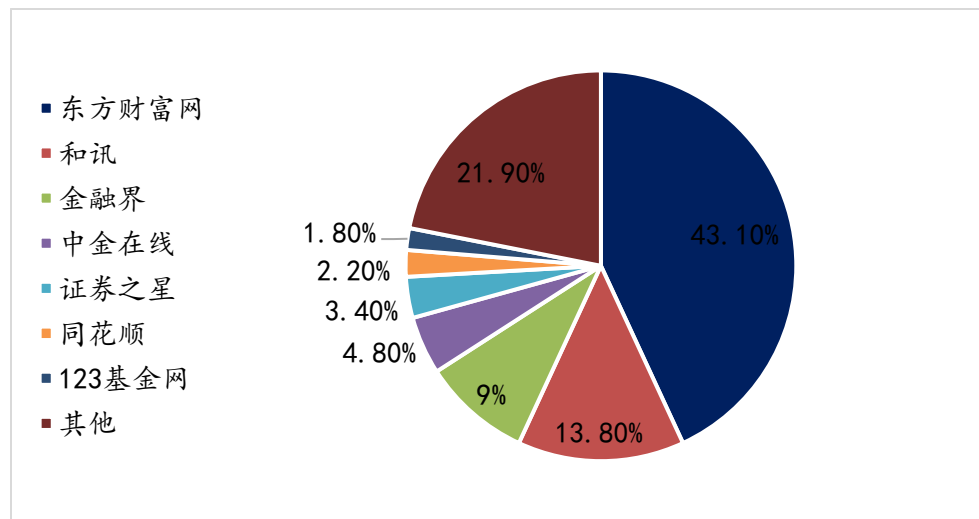


数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

一、互联网模式塑造券商新标杆：时至今日依然具备高流量

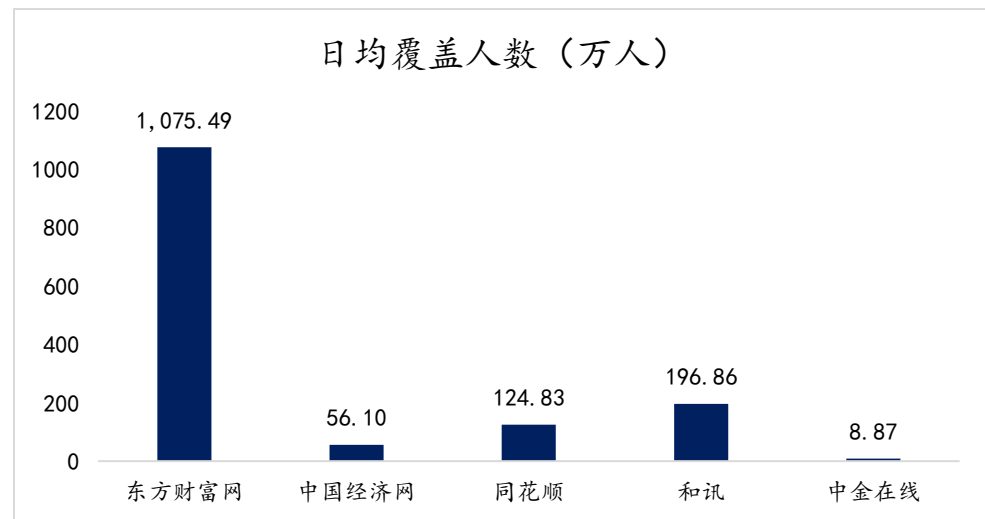
公司凭借着完善的生态体系、先发优势、与牛市助力，在发展初期便积累了大批的高粘性用户群体，凭借着生态构建的先发优势，东方财富直至今日依然能保持在财经门户网站流量榜单前列。而公司在招股说明书中披露的用户有效时常市场份额方面位于同时期行业前茅。

图4：2009年财经类网站有效时常份额



数据来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图5：垂直类财经网站日均覆盖人数 (2022/04,万人)



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

一、互联网模式塑造券商新标杆：基金与证券牌照颠覆公司营业核心，变现模式迎来蜕变

公司在2012年获独立基金销售牌照，流量变现方式迎来蜕变。2012年，独立基金销售牌照获证监会同意发放，在此之前，行业内大部分基金均由银行渠道销售，而东方财富则为首批获批的4家公司之一，在获得正式牌照之后，东方财富积累多年的流量以及基于用户对基金投资的需求有了新的变现渠道。

首家互联网券商，开启券商展业新篇章。伴随着两次牛市，东方财富的资本实力得到极大地提升，因此公司于2015年通过发行股份及募集配套资金的方式以40亿元的价格收购西藏同信证券100%股权，并以此成为首家互联网券商，而在2015年及2016年市场大幅下行后，证监会对于互联网公司获得证券牌照的监管已日趋收紧，券商牌照短期很难再向互联网公司开放。

图6：券商牌照交易汇总

时间	事件	牌照价格
2015年	东方财富收购西藏同信证券100%股权	40亿元
2019年11月	中信证券发布公告，拟作价不超134.6亿元收购广州证券100%股权	135亿元
2021年12月	中国诚通131.35亿拿下新时代证券98%股权	134亿元
2022年1月	国资委旗下国新资本以109.33亿元拿下华融证券71.99%股权	152亿元
2022年2月	指南针收购网信证券100%股权	15亿元
2022年5月	华创证券以17.26亿元拍下太平洋证券10.92%股权	158亿元
2023年4月	无锡国联集团以91.05亿元拍下民生证券30.3%股权	300亿元

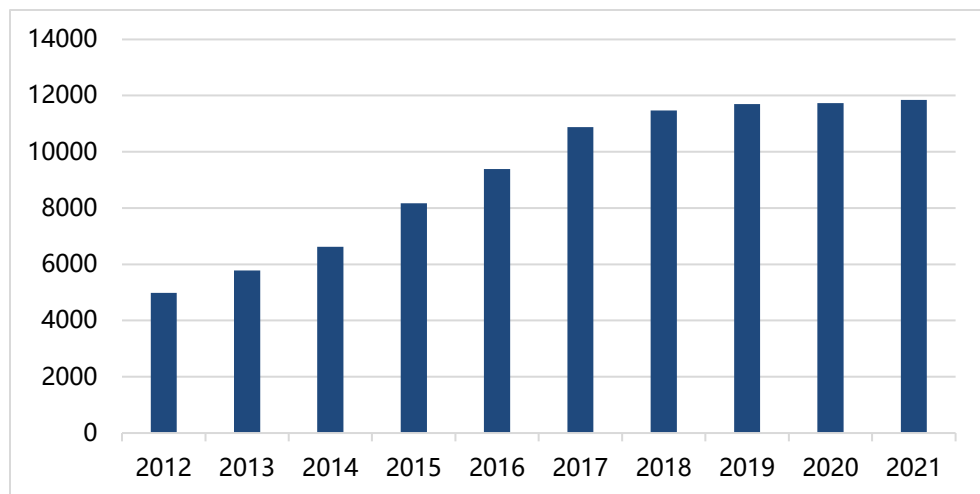
数据来源：招股说明书，太平洋研究院整理

一、互联网模式塑造券商新标杆：互联网营销模式带来先天的边际成本优势

最终，获得了证券牌照的东方财富在这一阶段拥有流量、产品、运营、牌照等多种要素，其互联网服务的闭环基本打通，变现渠道及经营模式实现完全蜕变，公司整体由先前的服务及广告提供商蜕变成如今的提供证券、基金、金融服务、财经社区、即时资讯、专业数据为一体的一站式互联网金融服务商。用户通过登录网页版的东方财富网、天天基金网、东财APP，可以浏览每天的行情，获取财经资讯。同时也可以参与股吧和基金等社区进行交流，更可以直接在线上开户进行股票或基金的交易，并获得数据和融资方面的增值服务，辅以官方金融牌照，流量变现通道愈发顺畅。

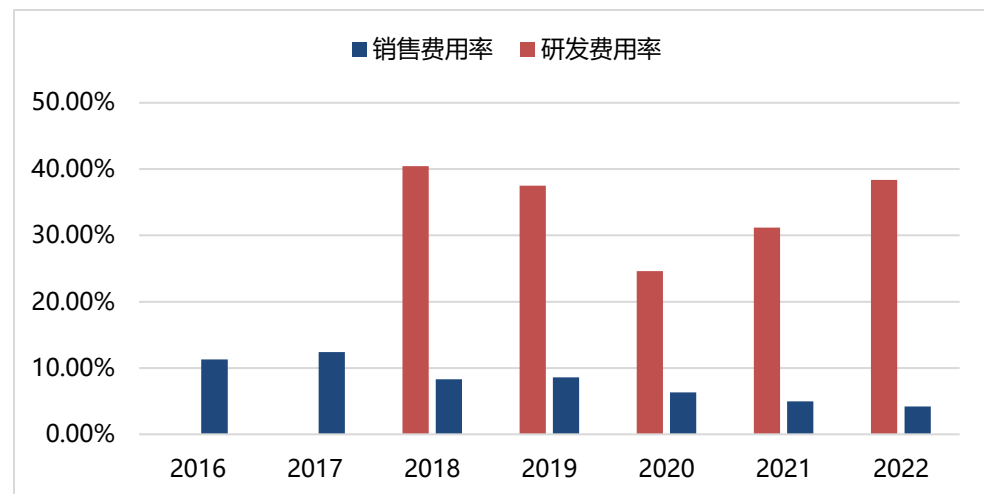
同时，相较于传统券商的营业部扩张模式，互联网天生就为东方财富带来了极低的获客成本，从数据上来看，东方财富的销售费用率常年保持下降趋势。反观传统券商，营业部数量已经接近上限，随之而来的便是新客成本的持续升高。

图7：券商营业部数量统计（家）



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

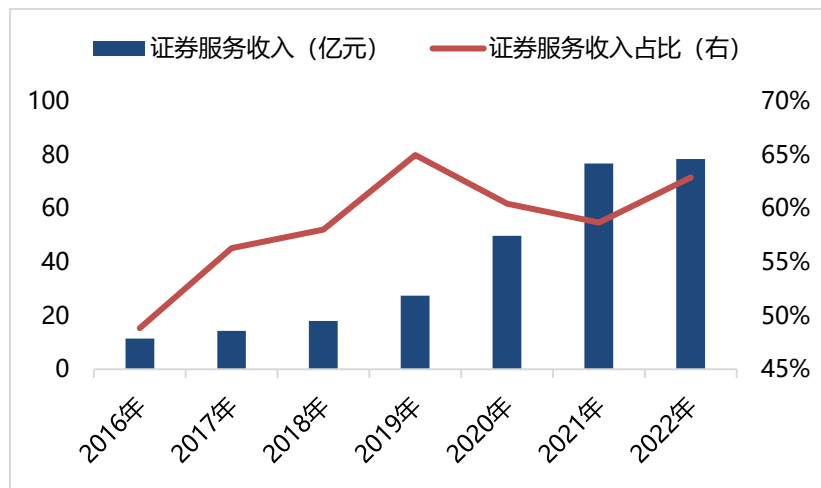
图8：东方财富销售、研发费用率统计



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

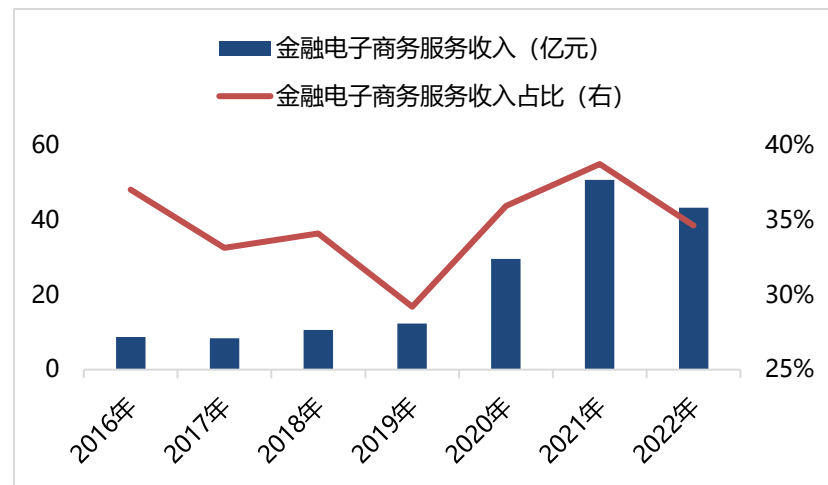
一、互联网模式塑造券商新标杆：各项财务数据逐年上升

图9：东方财富证券业务收入及占比



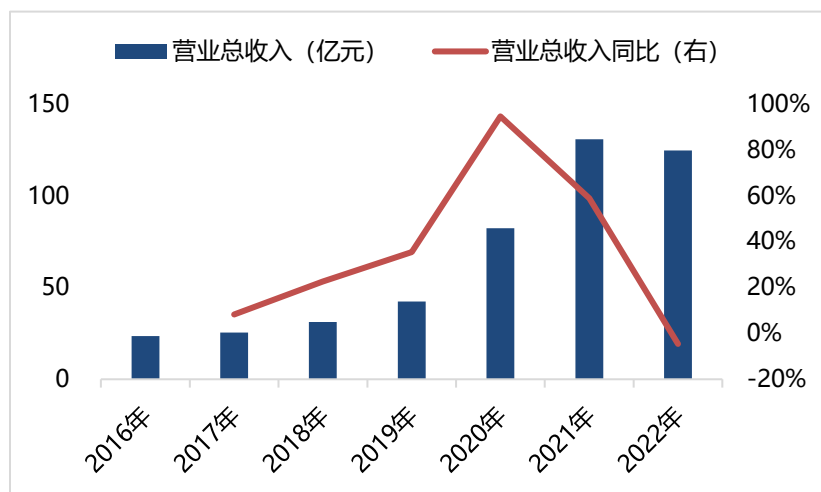
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图10：东方财富基金代销业务收入及占比



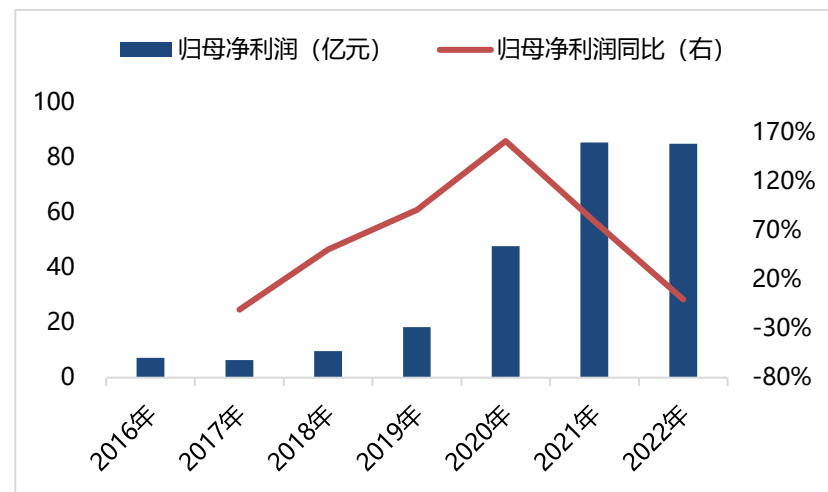
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图11：东方财富历年营收及同比增速



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图12：东方财富历年归母净利润及同比增速



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

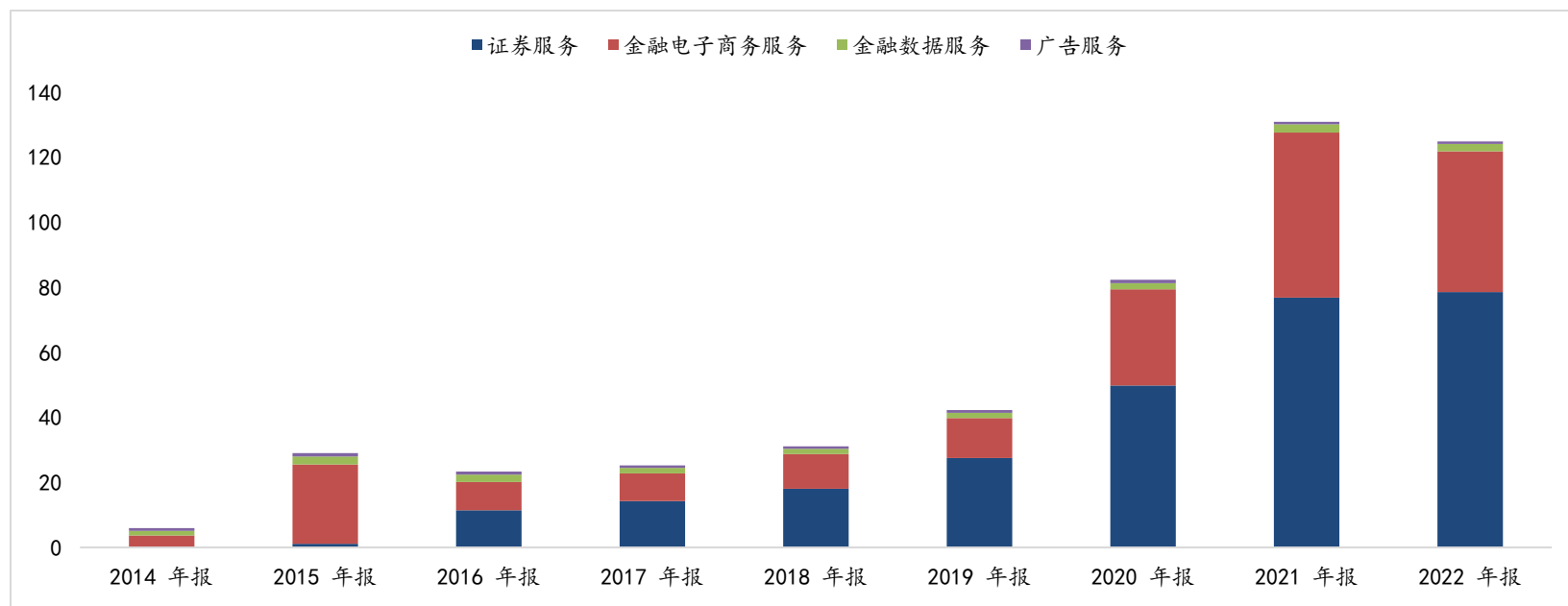
目录

- 1 轻资产模式起家的互联网券商
- 2 经纪业务和基金代销获得市场高估值
- 3 近年来资产变重、降佣带来的风险
- 4 未来发展前景及模型

二、基金代销贡献超群，传统广告和信息服务业务已退出主流

在公司的收入结构中，主要由证券业务以及天天基金网的基金销售业务（金融电子商务服务）为主。两大支柱业务之外，互联网广告销售业务与金融数据服务的占比则相对较低，广告业务主要由于公司生态环境逐步向移动端发展导致业务规模不断下降；而金融数据服务业务受制于卖方金融数据终端市场竞争激烈等原因，致使规模扩大较慢。

图13：公司历年营收构成（亿元）



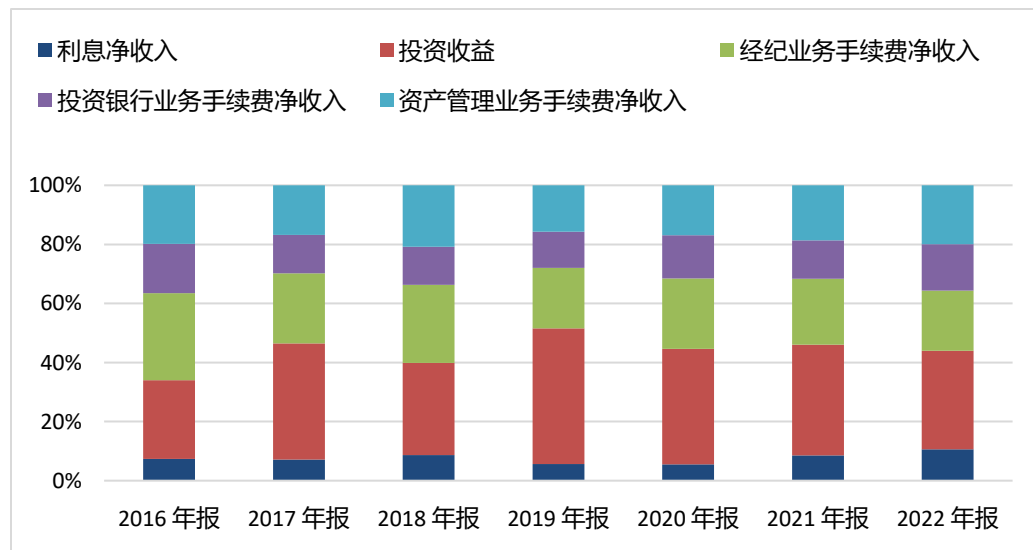
数据来源：招股说明书，太平洋研究院整理

二、(一)传统券商业务发展迅速，市占率节节攀升

传统的券商的业务分类中，除了代理证券买卖以及租赁交易席位为主的经纪类业务，还包括了以融资融券和股票质押来赚取利息收入的信用业务；以代理客户管理资产以赚取管理费为主的资管业务；以自有资金开展投资赚取投资收益的自营业务；以及帮助企业股权、债券融资、并购重组等赚取佣金的投行业务。经济、信用、资管、自营、投行五大业务构成了券商收入的主体。对于东方财富的证券业务来讲，当下主要涉足的是券商业务中最基础的经纪业务以及信用业务。

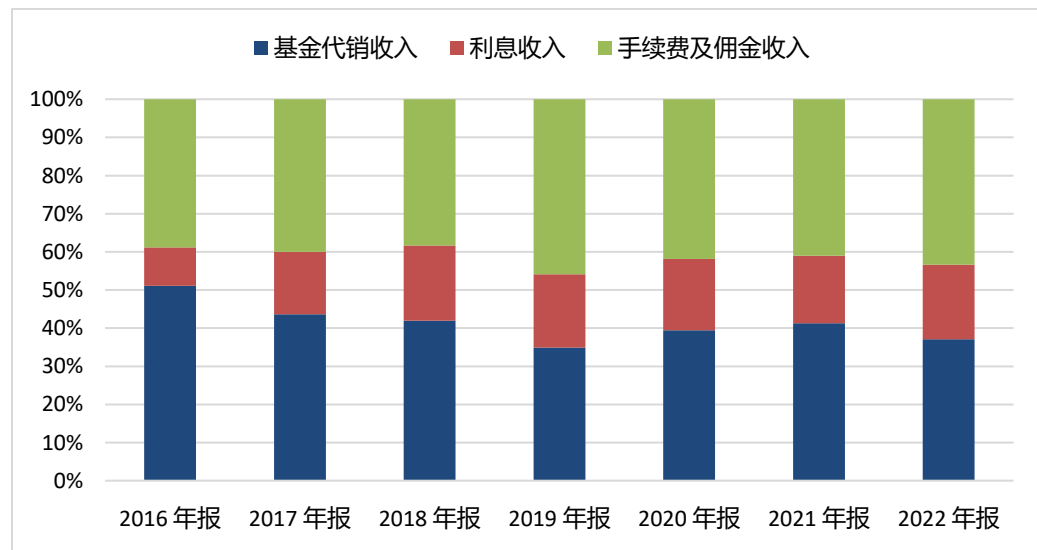
对比传统券商龙头中信证券，我们可以发现，中信证券的收入主要来自于自营与手续费收入，而东方财富的经纪与利息收入占比逐年走高，但是基金代销贡献度仍占据一席之地。因此目前来看，相较于传统券商来说东方财富仍较“轻”。

图14：中信证券历年营收构成



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图15：东方财富历年营收构成

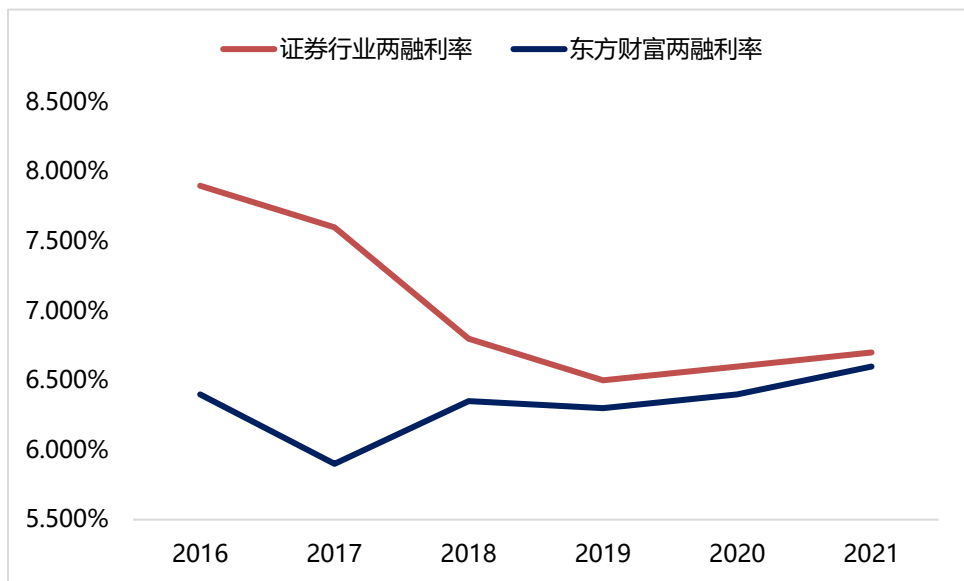


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

二、(一)传统券商业务发展迅速，市占率节节攀升

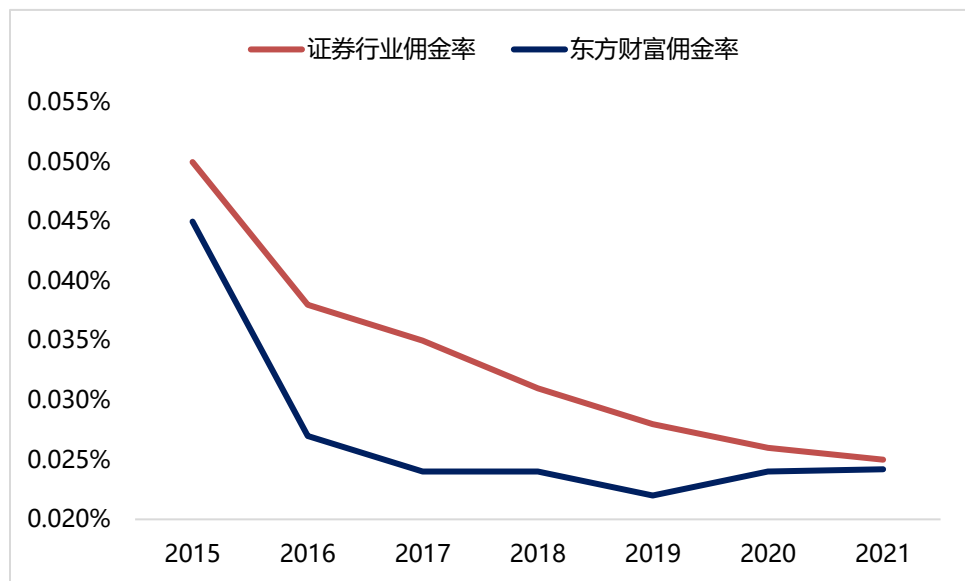
低价策略快速提高市场份额实现突破。通过收购西藏同信证券拿到证券牌照的东方财富，在多年的流量积累的基础之上，通过推出低价策略，迅速的在ToC零售业务上取得了突破。在东方财富取得证券牌照的随后几年，公司的经济业务以及信用业务，取得了飞跃式发展。而发展到最近几年，东方财富的经济业务的收入已经超过了50亿，信用业务的收入也达到20亿以上的规模。经济业务和信用业务的市占率逐年升高，在市场表现不佳的2018年及2022年东方财富仍实现逆势增长。

图16：东方财富两融利率低于行业水平



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图17：东方财富佣金率低于行业水平

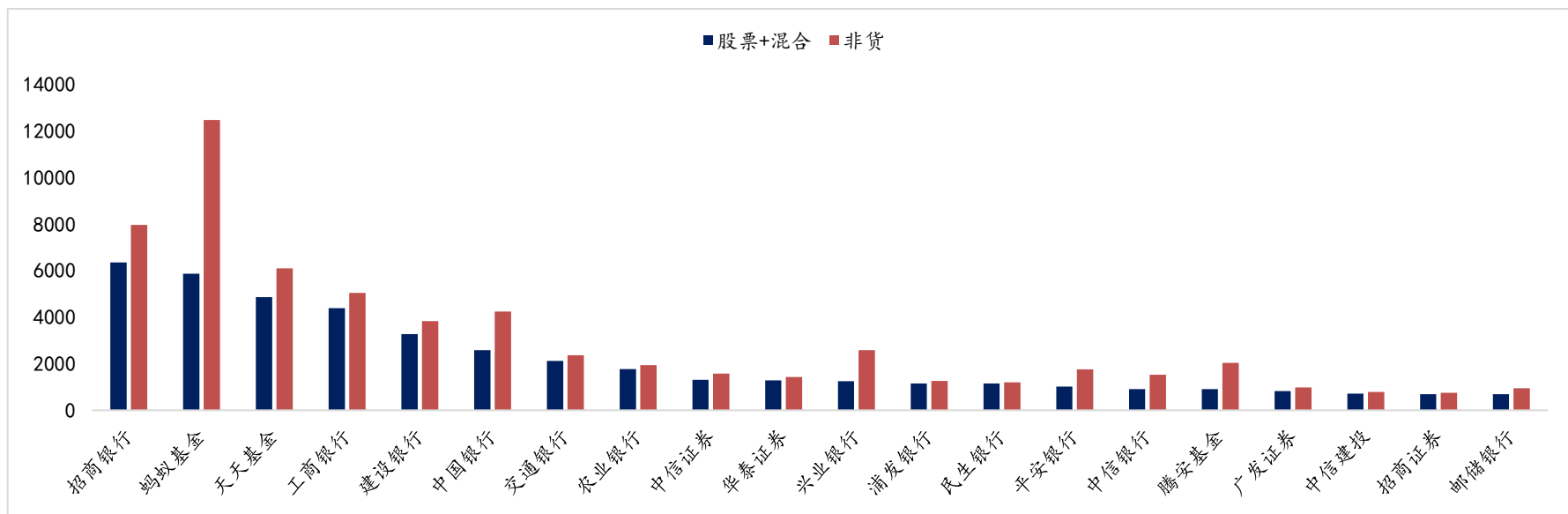


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

二、(二)基金行业飞速发展，代销规模增长迅猛

东方财富是国内最早进入基金代销领域的公司之一，具有丰富的经验和资源。东方财富生态圈内拥有庞大的用户群体和强大的品牌影响力，可以为基金产品提供更广泛的曝光度和更高的认知度。而其基金代销业务的毛利率远高于其他主营业务的毛利率，主要系基金代销收入由认（申）购费、赎回费（流量性收入）和尾随佣金、销售服务费（存量性收入）两大部分构成，盈利模式相对简单，具有轻资产运营的成本优势。

图18: 2023Q1公募基金销售保有规模 (亿元)

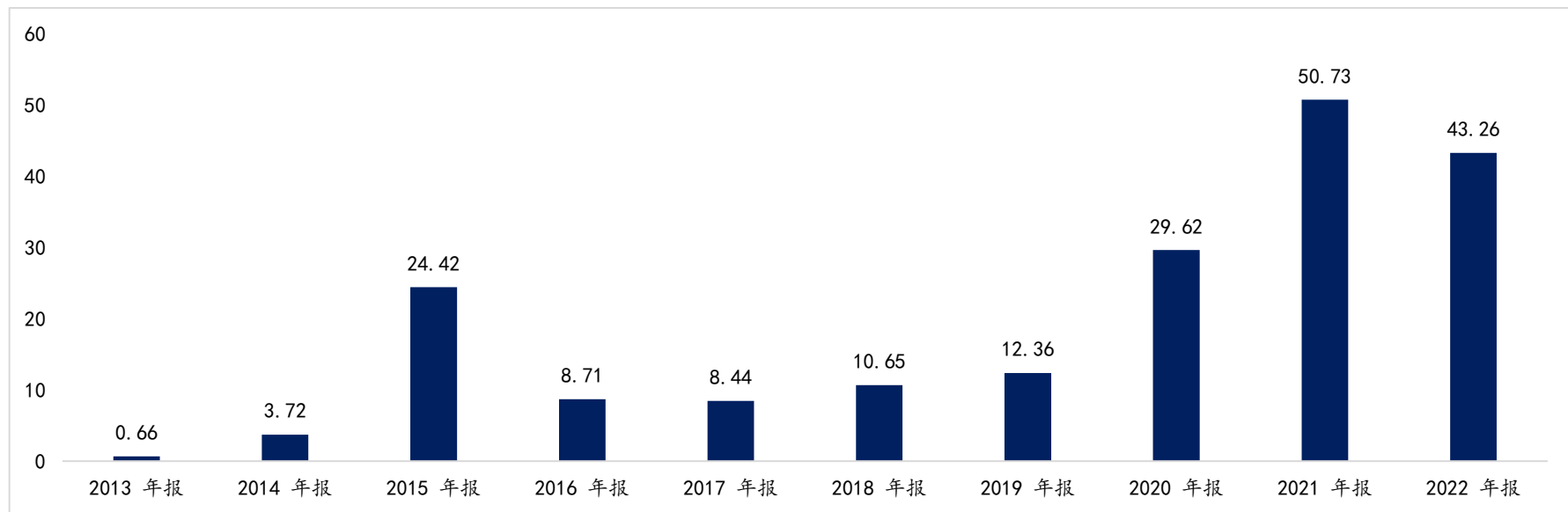


数据来源: WIND, 太平洋研究院整理

二、(二)基金行业飞速发展，代销规模增长迅猛

在东方财富合并报表统计口径中，基金代销业务统计于金融电子商务项目下。在2012年获得独立基金销售牌照后，A股便迎来了又一次牛市，一带一路、互联网+等概念层出不穷，市场交易额及基金规模屡创新高。对于东方财富来说，在牛市中天天基金规模迅速升高，并在2015年突破2万亿大关，存续数量也超过2000只。而基金市场的火热为东财带来了大量的认购费、申购费、赎回费等收入。在报表中则体现为金融电子商务业务营收贡献比例的跨越式提高。2019-2021年间公募基金销售规模跨越式增长，公募基金的保有量首次突破了20万亿大关。天天基金在行业飞速发展的背景下，非货币类与混合类公募的保有量均进入行业前三名。目前基金代销业务每年为公司贡献约45亿元收入。

图19：公司历年金融电子商务业务收入（亿元）

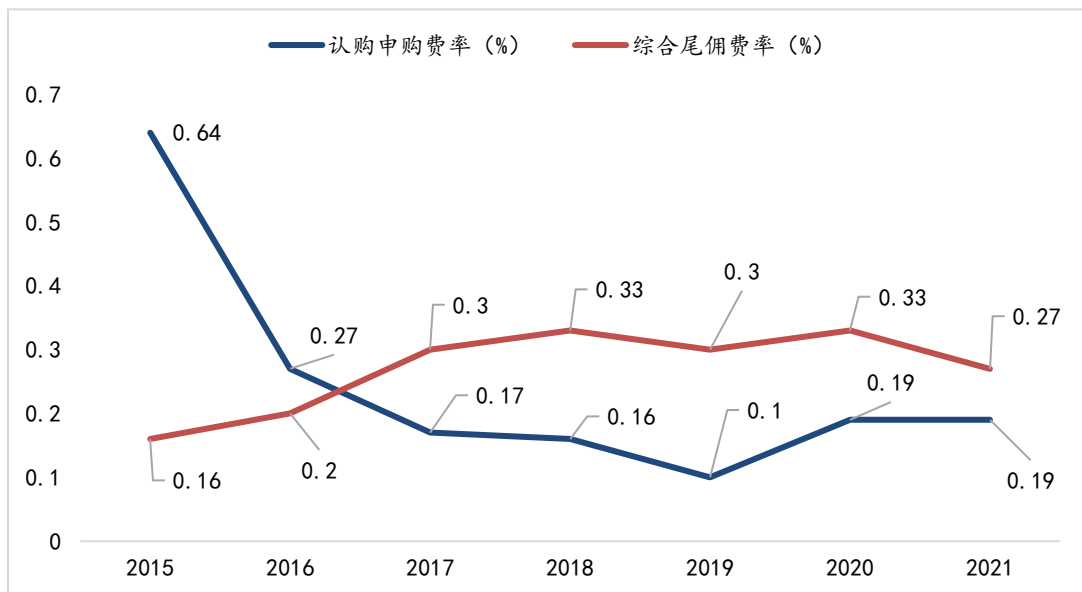


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

二、(二)基金行业飞速发展，代销规模增长迅猛

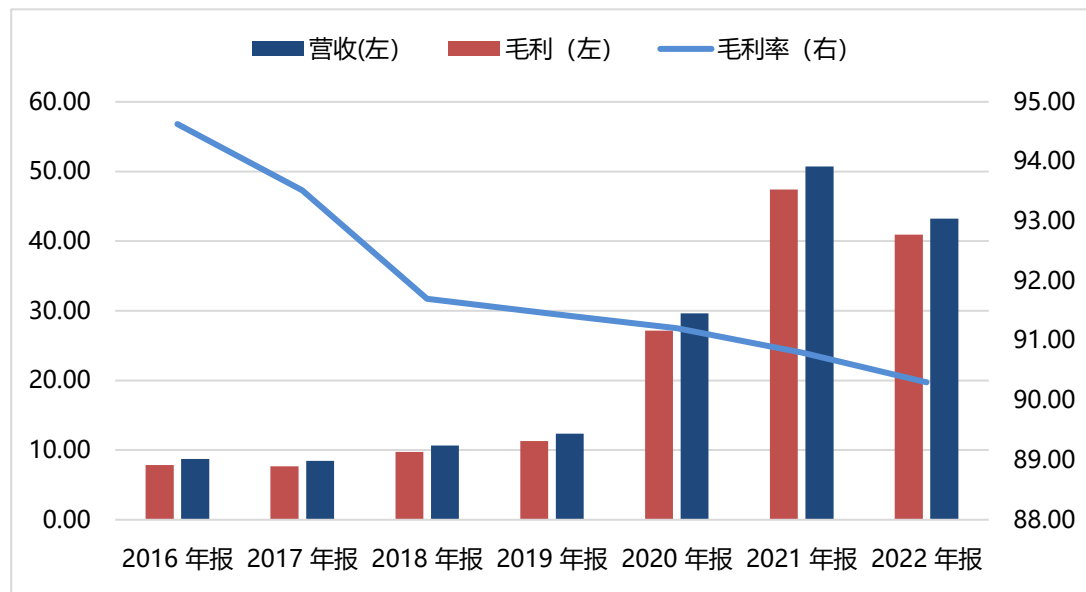
而在代销佣金方面，尽管认购申购费率近年来持续走低，但综合尾佣维持高位，在本轮降费降佣之前，公募基金连续多年规模提升，加上尾佣的提高，导致东方财富的基金代销业务无论是营收还是利润率依旧持续在增长中。

图20：行业基金代销佣金率



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图21：东方财富金融电子商务业务营收及毛利

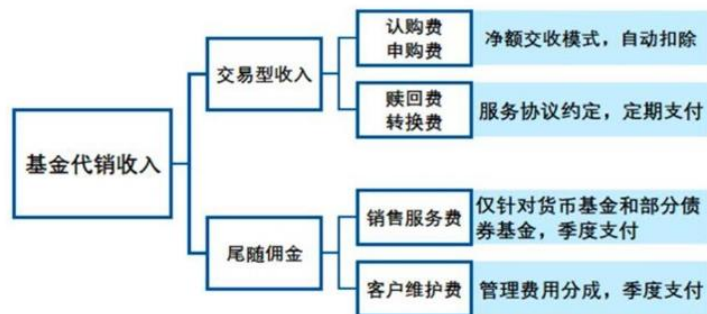


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

二、(二)基金行业飞速发展，代销规模增长迅猛

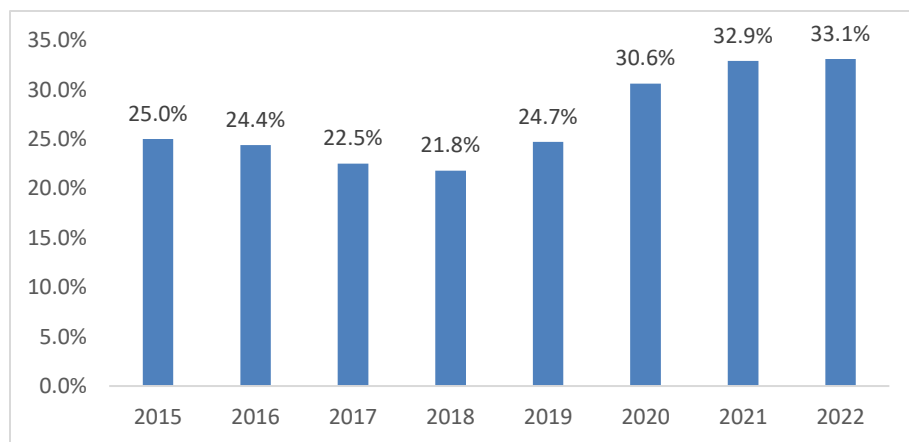
从基金代销收入构成来看，其主要由交易前中期所收取的认、申购费+赎回基金销售后期的尾随佣金：客户维护费+销售服务费构成。根据全行业基金公司披露的2021年报，向代销渠道方面共支付：**客户维护费410亿元、销售服务费190亿元、认购申购费1160亿元、赎回费150亿元，客户维护费已占到管理费的30%，支付给渠道的费用接近交易成本的70%。**

图22：基金代销收入构成



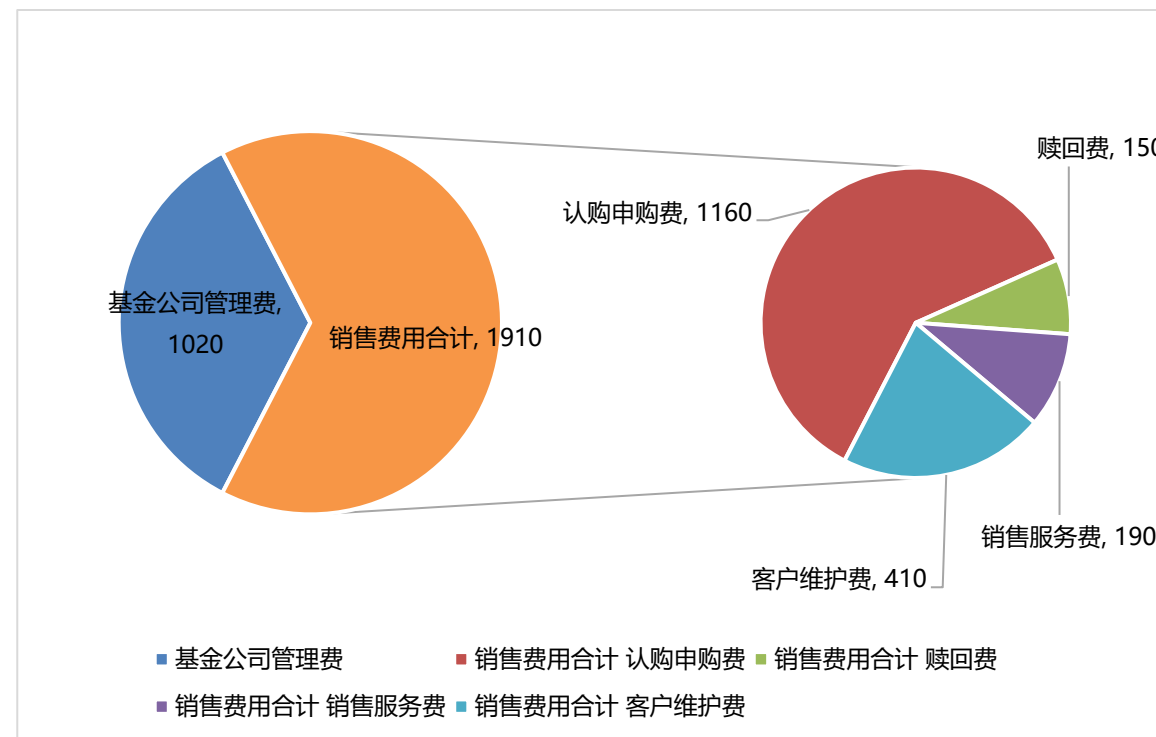
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图23：公募基金行业客户维护费占管理费收入比例



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图24：2021年公募基金费用支付结构 单位：亿元

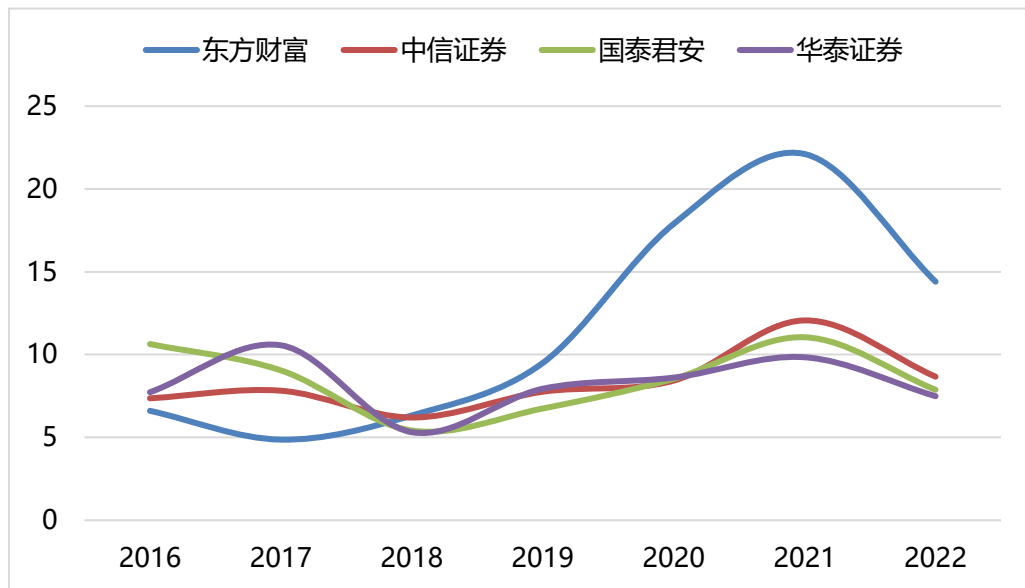


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

二、(三)轻资产也为东方财富带来了券商行业的最高估值

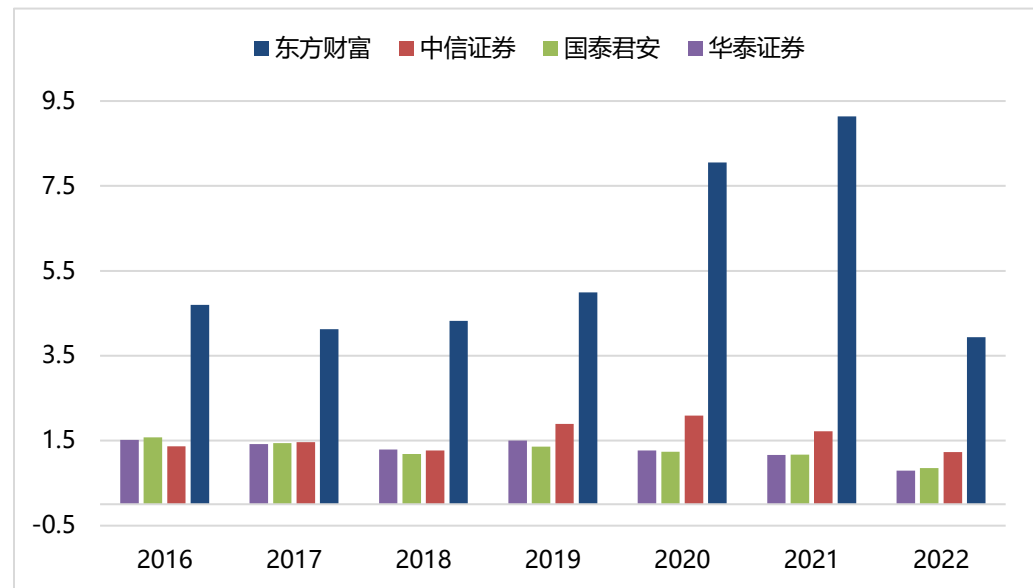
东方财富基金的代销业务结构优势也就是轻资产模式被市场认可，与传统券商龙头在ROE、PB方面的对比我们可以看到，市场近些年给予了东方财富较高的估值。同时这种优势也反映在近两年的股价表现上。

图25：东方财富对比头部传统券商ROE



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图26：东方财富对比头部传统券商PB



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

目录

- 1 轻资产模式起家的互联网券商
- 2 经纪业务和基金代销获得市场高估值
- 3 近年来资产变重、降佣带来的风险
- 4 未来发展前景及模型

三、经营及财务状况分析：(一)基金降费带来的收入减少风险

2022年9月16号，国务院办公厅发布有关《进一步优化营商环境，降低市场主体制度性交易成本的意见》，其中的第八条提到：鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理**降低交易、托管、登记、清算等费用**；2023年7月8日，证监会发布了公募基金费率改革工作，主要包括：降低主动权益类基金费率水平。新注册产品管理费率、托管费率分别不超过**1.2%、0.2%**；**存量产品**管理费率、托管费率争取于2024年前降至**1.2%、0.2%**以下；推出更多**浮动费率**产品，包括与基金规模挂钩、与业绩挂钩两类；**降低公募基金证券交易佣金率**，拟逐步规范公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规；**规范基金销售环节收费**，通过法规修改，统筹让利投资者和调动销售机构积极性，进一步规范公募基金销售环节收费；促进基金投顾试点转常规，支持基金公司申请投顾资格、允许个人养老金份额依法设定更低管理费率；完善公募基金行业费率披露机制等。

图27：目前国内于海外基金费用结构对比

类别	中国		美国	
	费用	收取机构	费用	收取机构
销售费用	认/申购费(包括前端、后端)	销售渠道	销售费用(包括前端、后端)	销售渠道
运营费用	管理费(含客户维护费)	销售渠道、资管机构	管理费	资管机构
	销售服务费	销售渠道	12b - 1	销售渠道
	托管费	托管机构	托管费	托管机构
	赎回费	销售渠道、资管机构	赎回费	资管机构
	其他费用	资管机构、第三方服务机构等	其他费用	资管机构、第三方服务机构等

三、经营及财务状况分析：(一)基金降费带来的收入减少风险

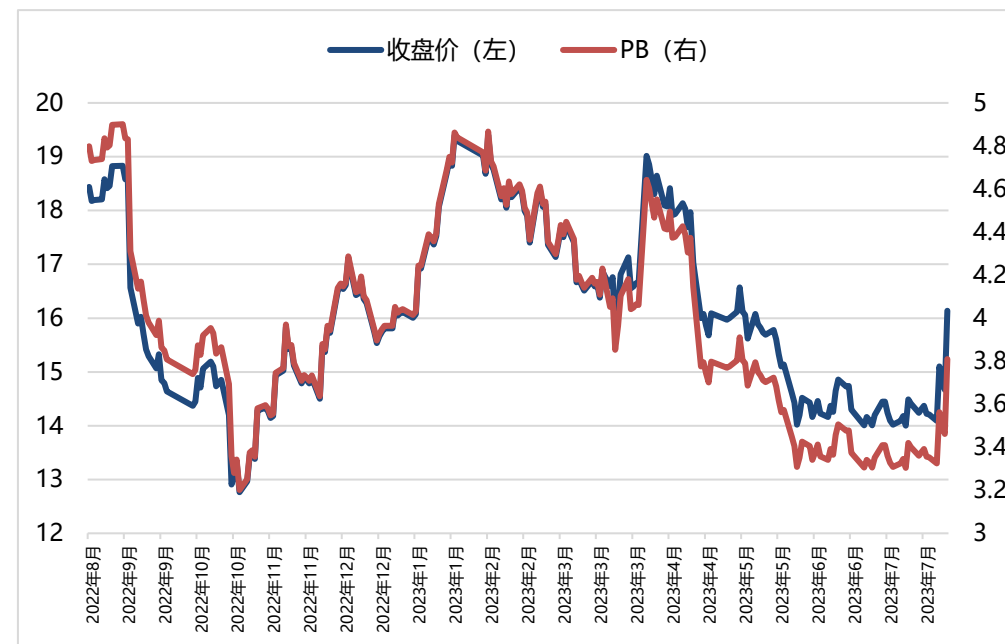
在两项政策中，对东方财富基金代销业务影响较大的是新发产品及现存产品管理费下降导致的尾佣下降，当然，对于绝大多数公募基金来说，主动下调销售尾佣并不利于基金销售。但自2022年9月政策公布以来，东方财富股价及PB水平由最高点已回撤约40%。

图28：基金降费影响测算

2022年 (亿元)						收入变动静态预估: 代销收入减少30%; 分仓佣金减少40%	收入变动静态预估: 代销收入减少30%; 分仓佣金减少20%
营业收入	代销收入	代销收入占 营收比例	分仓佣金	分仓佣金占 营收比例	合计贡献占 比	合计贡献占比变动差异	合计贡献占比变动差异
124.86	43.26	34.65%	4.27	3.42%	38.07%	-11.76%	-11.08%

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图29：2022年9月至今东方财富股价及PB表现

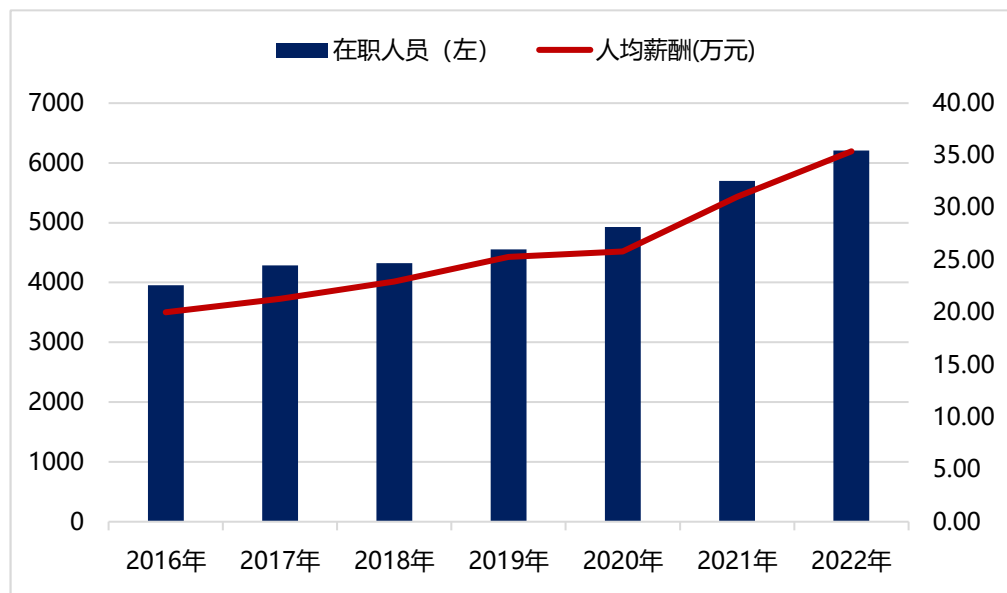


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

三、经营及财务状况分析：(二)随着员工结构的变化，导致资产变重

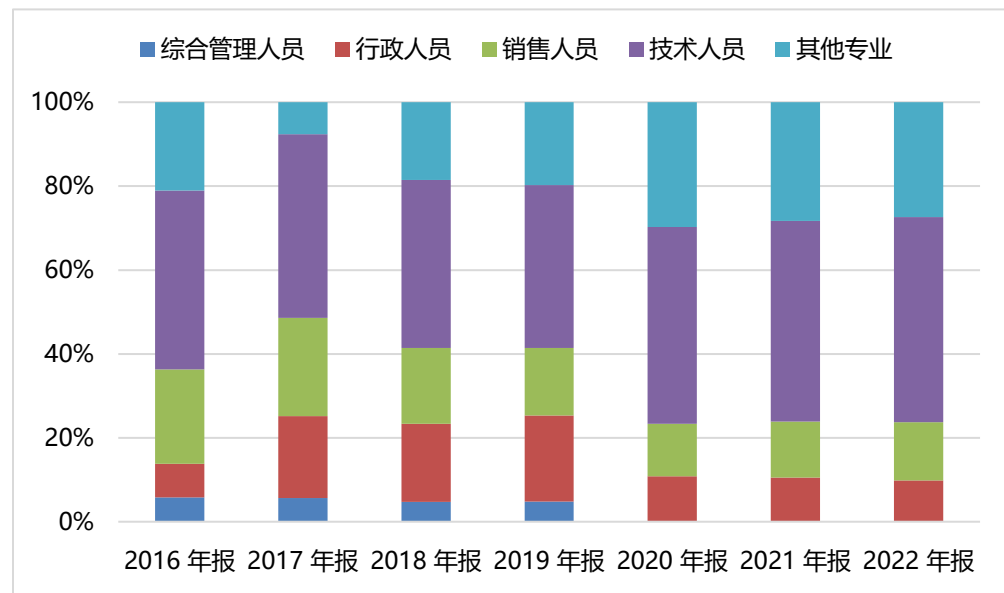
上市之初，东方财富员工主要构成为技术人员，人均薪酬成本较低，但随着证券业务的不断发展，员工数量及薪资水平不断上升，传统金融类人才比例增加，整体公司人员支出增加使得资产变重。

图30：东方财富历年人均薪酬及员工数量



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图31：东方财富历年员工构成



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

三、经营及财务状况分析：(三)未来经济业务的竞争，导致佣金率还会不断下降

传统券商借助市占率和资金优势，近年来不断通过市场融资增加资本金，投入佣金价格战，因此我们认为未来券商的佣金率还将继续向成本线迁移，最终有可能接近规费，而东方财富的经纪业务占比较高，将持续受到冲击。

随着证监会于2020年8月份《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》政策的推出，三方引流政策有望松动，互联网券商市场竞争加剧。对于东方财富来说，面临腾讯、阿里、美团、百度等大互联网平台流量的挑战，关乎于公司经纪及信用业务发展的流量成本可能面临被动上升的局面。

图32：近年间证券公司融资统计

IPO	公司名称	募资规模(亿元)	可转债发行	公司名称	募资规模(亿元)
2022-12-16	信达证券	26.75	2022-06-14	浙商证券	70.00
2022-11-14	首创证券	19.32	2022-03-24	中国银河	78.00
2021-04-09	财达证券	18.80	2021-04-07	东方财富	158.00
2020-10-12	中金公司	131.98	2020-12-10	财通证券	38.00
2020-07-13	国联证券	20.22			
增发	公司名称	募资规模(亿元)	配股	公司名称	募资规模(亿元)
2022-10-27	华创云信	30.27	2022-08-16	兴业证券	100.84
2022-07-14	长城证券	76.16	2022-04-20	东方证券	127.15
2022-04-18	国金证券	58.17	2022-03-30	财通证券	71.72
2021-09-27	东兴证券	44.93	2022-01-18	中信证券	223.96
2021-09-13	国联证券	50.90	2021-12-14	东吴证券	81.03
2021-06-22	湘财股份	17.37	2021-07-26	红塔证券	79.41
2021-04-19	天风证券	81.79	2021-06-01	华安证券	39.62
2021-04-13	浙商证券	28.05	2020-10-13	国元证券	54.31
2020-12-16	西部证券	75.00	2020-07-09	招商证券	127.04
2020-12-08	中信建投	38.84			
2020-10-15	南京证券	43.75			
2020-07-17	海通证券	200.00			
2020-07-17	国信证券	150.00			
2020-07-17	湘财股份	10.00			
2020-07-16	中原证券	36.45			
2020-07-13	西南证券	49.00			
2020-07-01	第一创业	42.00			

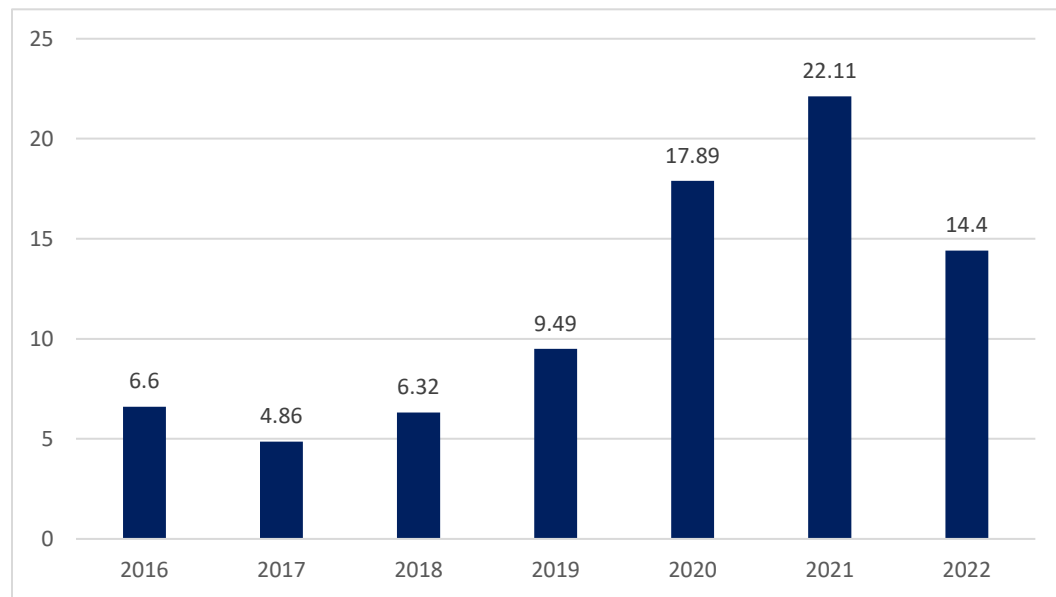
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

三、经营及财务状况分析：(四)为了对抗佣金的下行，东财也在加大资金类业务的比重

无论是来自零售业务的佣金战压力，还是来自公募基金的费率下调，目前东方财富正持续面临着市场竞争和监管政策的双重影响，为了抵御佣金下降的压力，公司近年来也开始不断扩充自有资金以扩大两融业务和自营业务的规模。

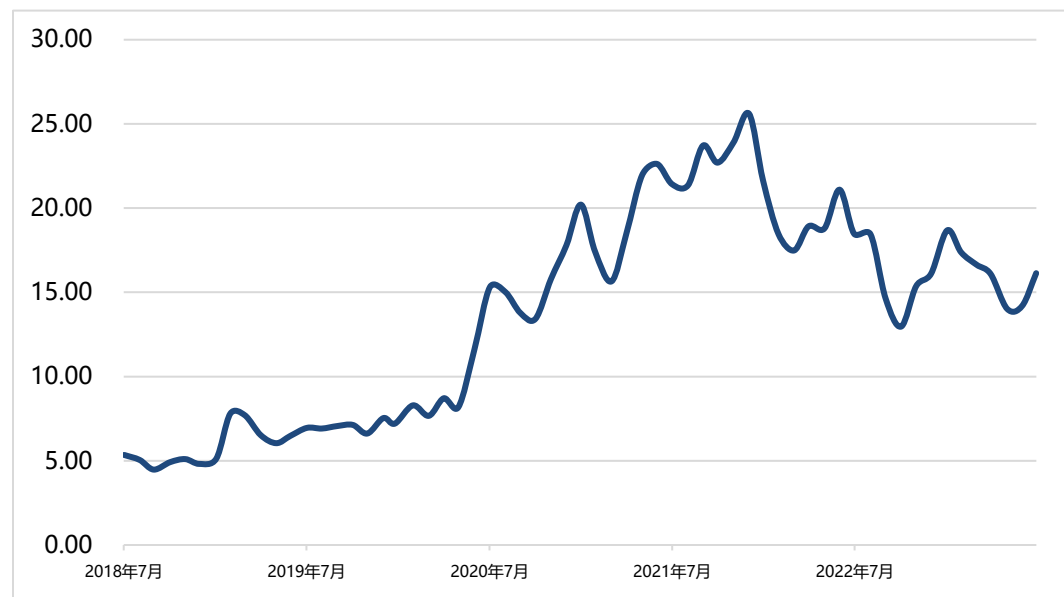
然而，该策略的执行也带来了一些其他影响。扩大这两类业务的规模需要投入大量的资金，导致公司的资本效率降低，从而影响到了公司的ROE。而根据显示，东方财富的ROE近两年开始下降，这在一定程度上反映了公司整体策略的影响。从22年1月份以来，东方财富的股价持续调整，表明市场对公司重资产化、ROE能否持续的担忧。

图33：东方财富历年ROE



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图34：东方财富近年股价表现



目录

1

轻资产模式起家

2

经纪业务和基金代销获得市场高估值

3

近年来资产变重、降佣带来的风险

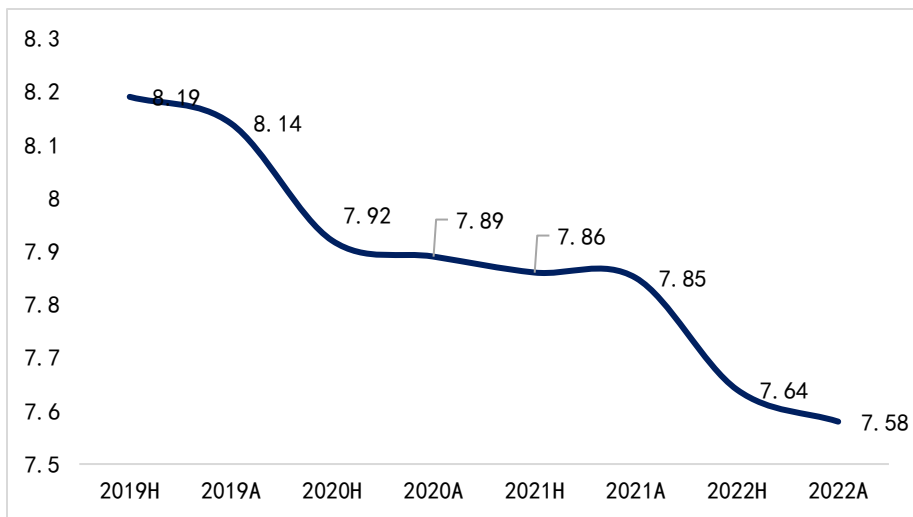
3

未来发展前景及模型

四、经营及财务状况分析：(一)天天基金网依然是线上主流销售渠道

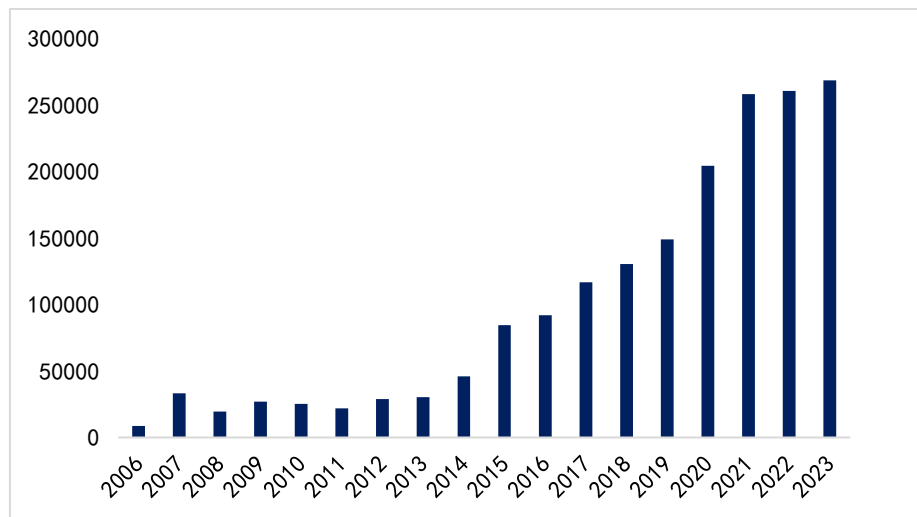
东方财富的基金代销业务的成长空间、商业模式、竞争格局等方面优于传统券商的重资本业务，而以我国目前居民部门财富积累和配置的方式来看，财富管理赛道正处于上升期。线上销售基金的业务模式则是典型的平台经济：关联着广大的基民与众多的基金公司，有显著的双边网络效应（一边的规模会影响另一边的规模）。因此，这种互联网的商业模式使得领先者可以充分利用他们的先发优势和规模效应飞速发展，并长期保持优势，直到出现新的业态被替代。因此，预计线上三方基金销售渠道将持续以蚂蚁基金和天天基金网为龙头，同时，线下传统渠道分销份额仍在不断萎缩。

图35：公募基金佣金费率（单位：万分之）



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图36：公募基金托管规模（亿元）

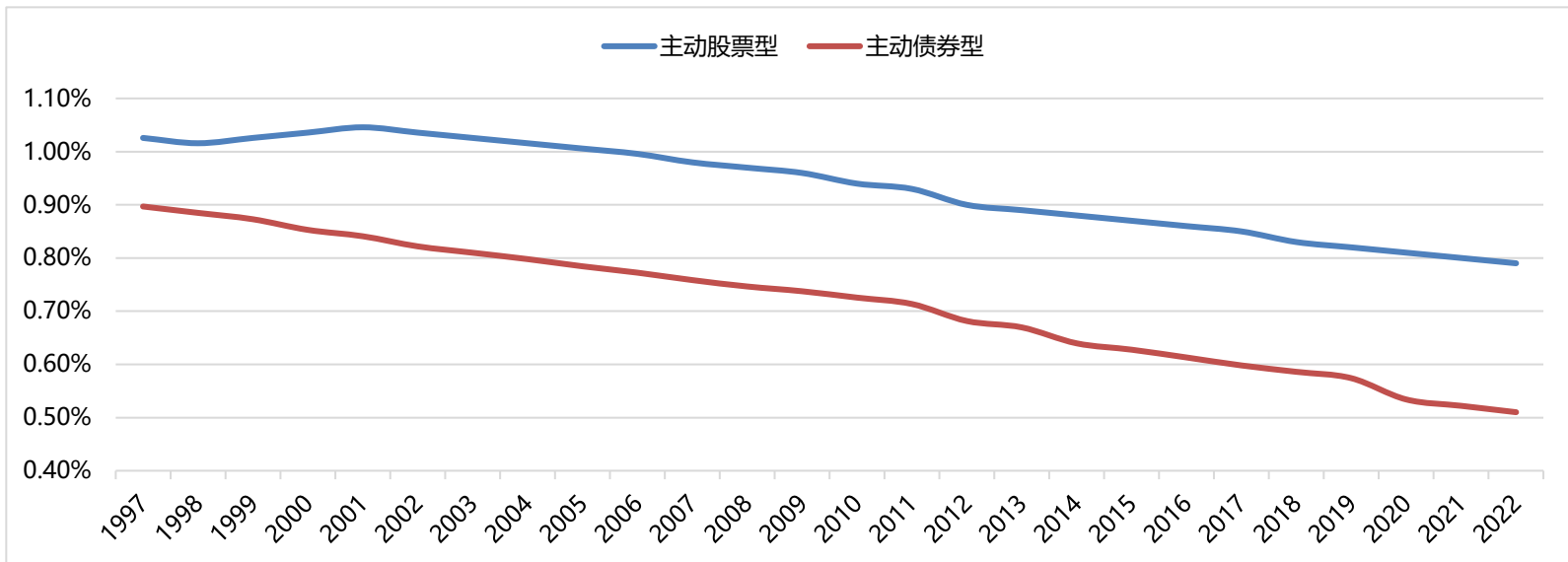


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(一)参照海外，权益基金佣金最终实现分产品化

而另一方面，在美国、欧洲、日本等成熟市场，以十年时间为限，约九成的主动管理型的基金经理是无法跑赢被动性指数基金的。而管理费等费用过高则是其无法跑赢指数基金的一大原因。当费率更低的被动基金逐渐崭露头角过后，越来越多的资金从主动管理基金流向了被动指数型基金。这使得主动管理型基金为保持市场份额，将主动下调费率；同时多数产品出现两极化现象：美国最大的主动管理权益基金—富达旗下的Contrafund年报显示，按照交易费率来算，其2021年的佣金率在千分之一左右，这一数字远高于降佣前的国内费率，考虑各家公募基金为维持销售规模，因此佣金的下降长期看不是一个持续利空因素。

图37：美国主动型基金综合费率趋势



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(一)费率下调可能会让投资者更多参与基金投资

在两国基金费率趋势的差异背后，我们也发现国内主动管理型基金的超额收益依然相当明显。鉴于我们的市场和成熟市场相比，市场的有效性仍显不足，因此从投资者参与度的维度来看，主动型基金超额收益消失的过程，实际上则为专业投资者交易占比上升的过程。因此伴随着我国公募基金行业的飞速发展，基金行业的费率下降是资本市场在走向成熟过程中的必然趋势。但公司紧握互联网生态流量优势，在品牌建设方面优于绝大多数基金代销平台，在未来居民财富搬家大趋势下，基金降费也会吸引更多投资者参与到基金投资当中，长期看，公司的佣金下调部分有望被公募基金规模提升冲抵。

图38：A股普通股票型基金与被动指数型基金对比



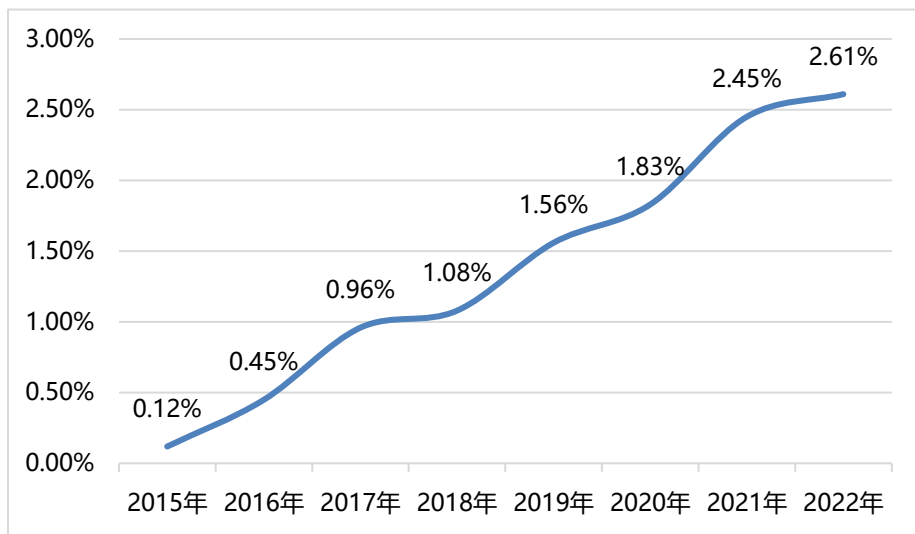
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(二)传统业务发展稳中有进

公司经纪业务方面，截至2022年末，公司股基交易额19.24万亿元，市占率达3.89%。在2015年伊始公司力推的零售万2.5佣金率，如今已经成为行业的常态。通常交易佣金的收取一般方式为不足五元的，按五元收取。而公司拥有大量的C端的常规小客户，用户很多小单交易佣金费实际上低于五元，但最终按五元收取。所以公司实际佣金率要高于行业均值。

在信用业务方面，公司融资融券余额达352.28亿元，但仍与头部券商面临一定差距，因此东方财富利用低负债率等条件，近些年进行多次融资共募集资金约277.5亿元，主要投入于两融业务发展。因此未来我们可以预估，公司将继续加大在两融业务上的资源投入，业绩贡献也将逐步提升。

图39：东方财富两融业务市占率



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图40：东方财富近年间融资规模及用途

年份	融资方式	融资规模	融资用途
2021年	可转债	158	募集资金将用于补充公司全资子公司东方财富证券的营运资金，支持其业务发展，增强其抗风险能力（主要投入信用交易业务，扩大两融及股票质押等业务规模）
2020年	可转债	73	
2017年	可转债	46.5	

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(三) 传统券商天然倾向于服务大客户，使得东财可以专注长尾市场

传统金融机构，如券商和银行，采用的业务模式与新兴的金融科技公司如东方财富存在显著差异。在扩展业务的过程中，传统金融机构主要依赖线下物理网点和大量的业务人员。开设新的分支机构或营业网点的成本较高，并受到物理辐射半径的限制。员工的服务能力也有限，因此这些机构倾向于优先服务高价值客户，这也导致他们对员工的教育背景、综合素质和人脉资源等有更高的要求。

这种业务模式使得传统金融机构的成本结构较为固定，其中人员薪酬和营业网点成本占据主要比重。平均来看，员工薪酬占券商收入的约三分之一。无论在决策层还是基层，传统金融机构的员工都倾向于服务那些贡献最大价值的高价值客户。这些客户的需求更为多元，从而需要更高专业度的服务。这不仅提高了员工的价值，使得金融机构乐意为他们支付高薪，也反过来影响了业务导向和成本结构。

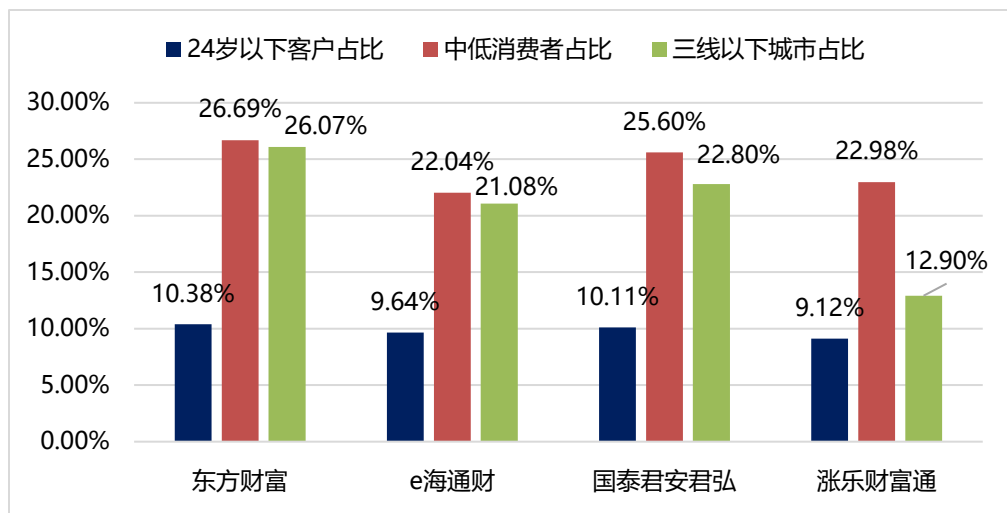
因此，为了应对高昂的人力成本，这些金融机构需要专注于服务那些业绩贡献度高的头部客户。但如何让高素质的员工满足广大的日常客户需求，如基金投顾、资产配置、风险对冲、机构业务，仍然是一个挑战。

四、经营及财务状况分析：(三) 传统券商天然倾向于服务大客户，使得东财可以专注长尾市场

在传统金融机构的运营模式中，超富裕的客户群体，尽管只占不到1%，但其资产贡献了20%-30%的资产规模，成为了金融机构的主要服务对象。相比之下，中小客户群体，虽然资产规模相对较小，但他们的资产总和占比却能高达60%-70%，但由于人力不足，传统金融机构对他们的服务质量较低。

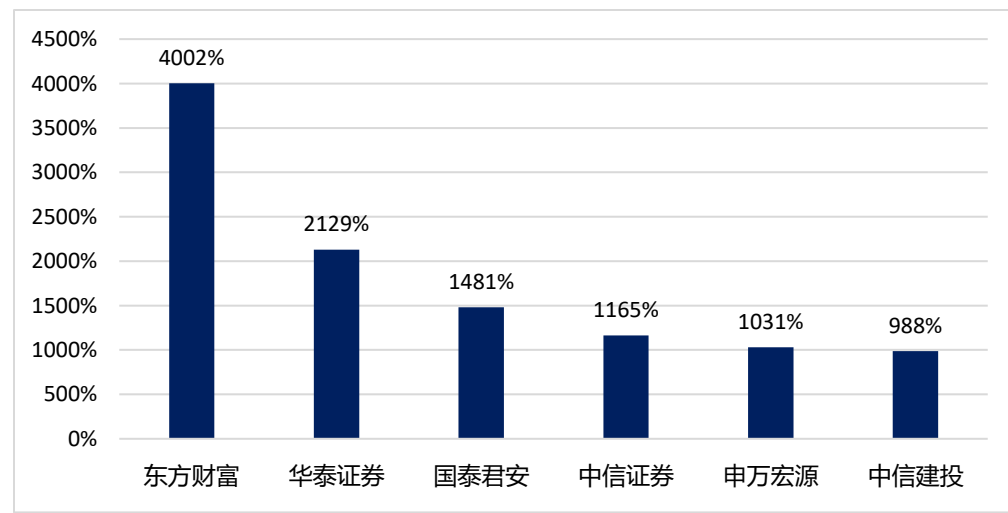
东方财富等互联网券商却通过平台提供的财经新闻，交易服务，互动交流和增值服务，吸引了数以千万计的活跃用户。这些用户更年轻、更下沉，消费水平相对也较低，人均资产虽不及高净值客户，但他们的交易频率更高，对于公司的业绩贡献不可小视。而这是传统金融机构因高昂的成本和业务导向而无法做到的。这样的经营模式也使得互联网券商在人员和网点的成本上有显著的成本优势，形成竞争壁垒，短期很难被打破。

图41：东方财富及部分券商客户画像占比



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图42：东方财富及部分券商客户换手率

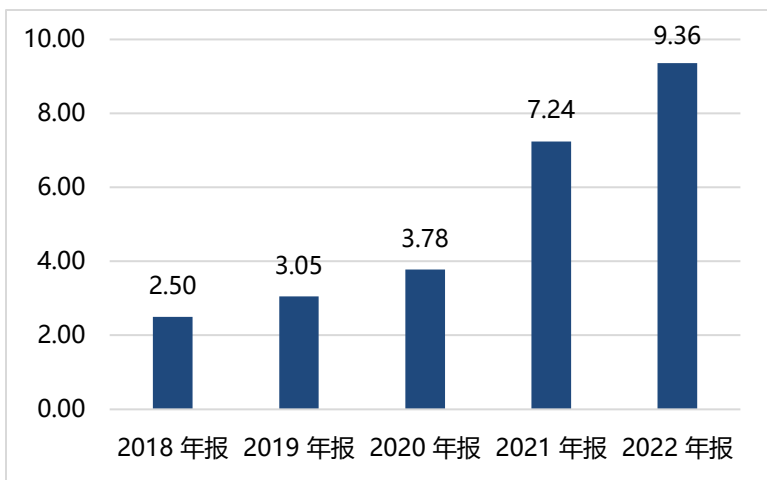


数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(四) 东财的IT投入属于行业头部

东方财富主要在线上开展业务，因此，其必要的开支主要集中在购买服务器、网络费用及数据信息，这部分随着业务体量的增长，占比逐渐降低。其经营模式也呈现强烈的规模效应，即其成本并不完全随收入体量的增长而同步增加，边际成本呈递减状态。

图43：东方财富历年研发费用（亿元）



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图44：东方财富近一年研发投入项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
东方财富终端多活容灾系统	通过本项目实现自动化识别、处理、切换，快速恢复故障，提升系统的可用性和安全性	已完成	提升APP服务整体可用性，以及故障快速恢复与灾备能力	提升公司产品及后端服务可用性，提升用户满意度
东方财富多媒体智能资讯及互动平台系统研发项目	整合文本、图片、视频等多媒体内容，为各产品线提供平台级、高时效性的互动支持	已完成	提升用户互动体验，为未来公司互动用户的增长和互动模式的丰富做好平台准备	提升公司产品的服务能力和用户体验
东方财富国产操作系统证券交易系统研发项目	通过公司在证券交易软件系统方面多年的技术积累和在软件行业领域多年的技术优势，把最好的证券交易软件体验从Windows上复制到UOS、麒麟	已完成	满足用户日益增长的证券交易软件多样化功能需求	提升公司产品服务能力
东方财富金融数据中台项目	搭建数据管理和治理体系，提供自助便捷的数据分析服务，保障数据流通过程中的安全性和质量，提升数据使用效率，助力业务精细化运营	已完成	保障数据安全和质量，降低数据分析的门槛	赋能业务决策，提升数据使用效率
天天基金账户AI分析平台	专注于账户资金数据，减少数据计算的复杂性，让计算结果更及时	已完成	进一步提高收益更新的及时性	提升用户体验
东方财富全球化综合市场行情数据极速云平台	东方财富全球化综合市场行情数据极速云平台接入全球主要证券交易所的各类行情数据，并最终对用户极速、稳定的基础行情服务和增值行情服务	已完成	为用户提供极速、稳定的基础行情服务和增值行情服务	提高公司产品及服务能力
天天基金高可用容灾体系	构建多机房负载系统和全链路异常监测报警平台，提升系统的可用性和安全性	已完成	确保业务系统平稳高效运行的高可用性	确保业务系统平稳高效运行的高可用性
东方财富金融数据AI智能化生产平台研发项目	通过运用NLP技术对非结构化和半结构化数据进行处理，实现数据智能化生产，提高数据质量和数据处理效率	已完成	提升金融数据的处理效率和能力，为用户提供及时、高质量的数据服务	提高公司产品及服务能力

图45：东方财富及其他券商信息技术投入排名

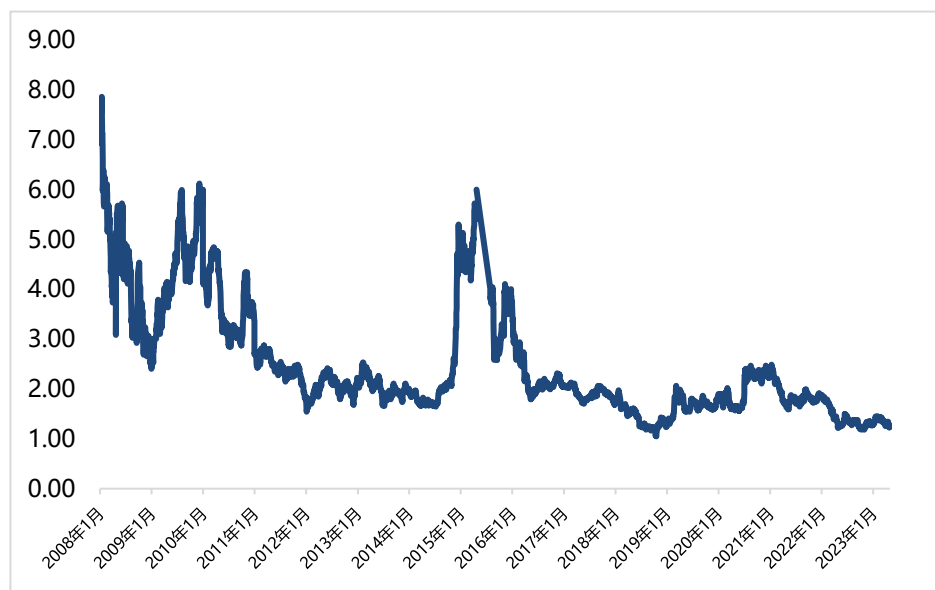
券商	2021年收入排名	2013年收入排名	收入排名变化	2021年信息技术投入排名
光大证券	15	13	-2	18
招商证券	4	9	5	5
东方财富	19	83	64	17
东北证券	28	27	-1	29
华泰证券	3	7	4	1
长城证券	27	31	4	30
民生证券	31	35	4	43
南京证券	46	50	4	48
德邦证券	74	78	4	45
山西证券	48	51	3	39
中信建投	6	8	2	7
兴业证券	17	19	2	16
国泰君安	2	3	1	4
安信证券	14	15	1	14
国元证券	25	26	1	32
中银国际	35	36	1	37
申万宏源	10	10	0	15
中信证券	1	1	0	3
中原证券	41	40	-1	62
湘财证券	56	55	-1	44
海通证券	5	2	-3	6
广发证券	7	4	-3	8
国信证券	9	6	-3	11
中泰证券	16	12	-4	13
上海证券	55	44	-11	60
银河证券	11	5	-6	9
方正证券	20	14	-6	19
信达证券	42	28	-14	50
长江证券	18	17	-1	20
华西证券	26	24	-2	40
华林证券	66	64	-2	24
东兴证券	30	22	-8	27
财达证券	51	43	-8	63

四、经营及财务状况分析：(五)风险指标的优化有利于ROE再次提升

通过回溯券商历史数据，我们发现券商的PB与净资产收益率（ROE）关联度强。在券商行业，ROE高的年份，PB往往较高；对于上市券商，ROE越高，市场给予的PB估值也相应更高。因此，使用ROE的变化来解释市净率PB的变化是目前市场的共识。图表清晰显示，券商的整体ROE在持续下滑，即净利润增长不及净资产的扩张，导致PB水平持续下降。

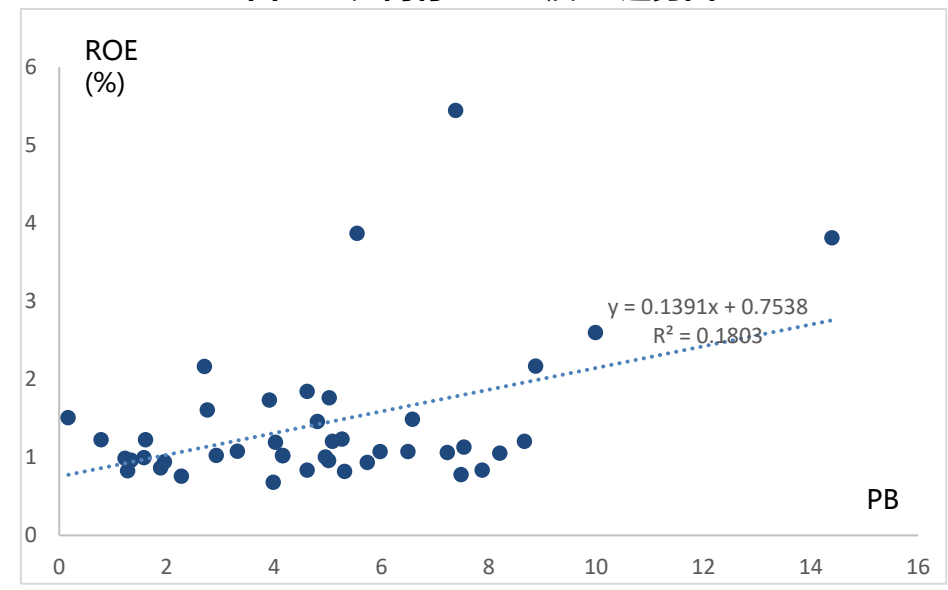
然而，近些年来券商的ROE会持续下滑，原因则在于券商的业务结构发生了改变，背后是其商业模式的变化。券商现今的业务已与过去不同，盈利模式发生了变化。这种商业模式的变化使得券商的ROE发生了变化，进一步影响了市场给予券商的PB估值水平。

图46：证券行业市净率（PB）水平



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图47：券商行业ROE及PB趋势图



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(五)风险指标的优化有利于ROE再次提升

近年来，券商商业模式变化显著，重资本业务占比显著提升，且这种趋势还在延续。其中，经纪业务收入占比变化最大，从占券商收入的三分之二以上下滑到现在一些头部券商的经纪业务只占20%左右。这并非由于业务萎缩，而主要是因为价格竞争激烈，交易佣金率大幅下降。

与此同时，轻资本业务中的资管业务收入占比有所提升，主要是资管新规之后，券商开始去通道化，逐渐向更具专业性的资产管理转变，主动管理型的集合资本计划的占比开始提升，迅速公募化。此外，参控公募基金也促使资管业务在券商收入结构中的占比提升。

至于投行业务，由于全面注册制的实施，该业务也开始表现出一些**重资本业务的属性**，需要为自身保荐的项目进行跟投，引入资本投入。

总体来看，**券商商业模式正在发生深刻变化，以适应市场环境和行业监管的新要求。**

四、经营及财务状况分析：(五)风险指标的优化有利于ROE再次提升

观察券商重资本业务，即信用业务和自营业务的发展：近年来呈现出迅速增长的趋势。过去十几年间，两项业务在券商总收入中的占比约提升了十个百分点。这也是交易佣金下滑后，券商寻找到的新的利润增长点。

信用业务主要由融资融券和股票质押等业务构成。其中，两融业务，即融资融券业务，是目前行业发展的重点。两融业务已发展为一项新兴业务，目前两融余额已超过1.6万亿。这部分业务收入对于券商的利息收入影响显著，且随着两融余额的增长而增长。

自营业务则主要来源于券商自有资金投资于各类金融产品，如项目、股票、基金、债券、衍生品等的投资性收益。在过去，券商自有业务占比较高时，资金盘规模相对较小，所以这部分业务的收入占比相对较低。随着券商发展信用业务，需要不断融资扩大资产负债表，而当融资或收益暂时无法投放时，这部分资金就会流入自营业务，进一步扩大自营规模，推动自营资产杠杆率同步提高，券商的重资本业务规模进一步膨胀。

可以看出，券商的信用业务与自营业务之间存在一定的关联性。而这种商业模式的变化对所有券商的ROE水平和PB估值都将产生显著影响，对东方财富来说也不例外。

四、经营及财务状况分析：(五)风险指标的优化有利于ROE再次提升

重资本业务，如贷款和投资，若风险控制和决策失当，可能面临实际的信用风险和投资亏损，特别是在加杠杆的情况下。例如，2018年的股票质押违约事件和房地产企业的中资美元债暴跌事件就导致了证券公司大规模的投资损失。

重资本业务的高风险性使其必然被纳入金融监管体系。因此，证券行业的监管指标体系与银行行业相似，都以净资本和流动性为核心。例如，资本充足率不得低于8%，流动性覆盖率不得低于100%等。因此，券商在开展业务时，必须严格控制风险。

图48：行业平均资本杠杆率呈明显下降趋势

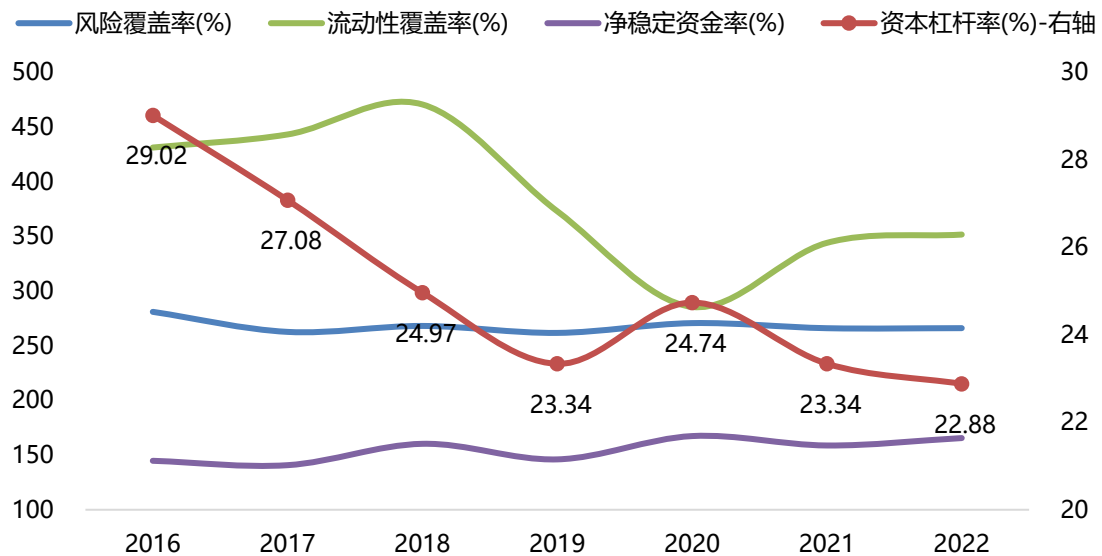
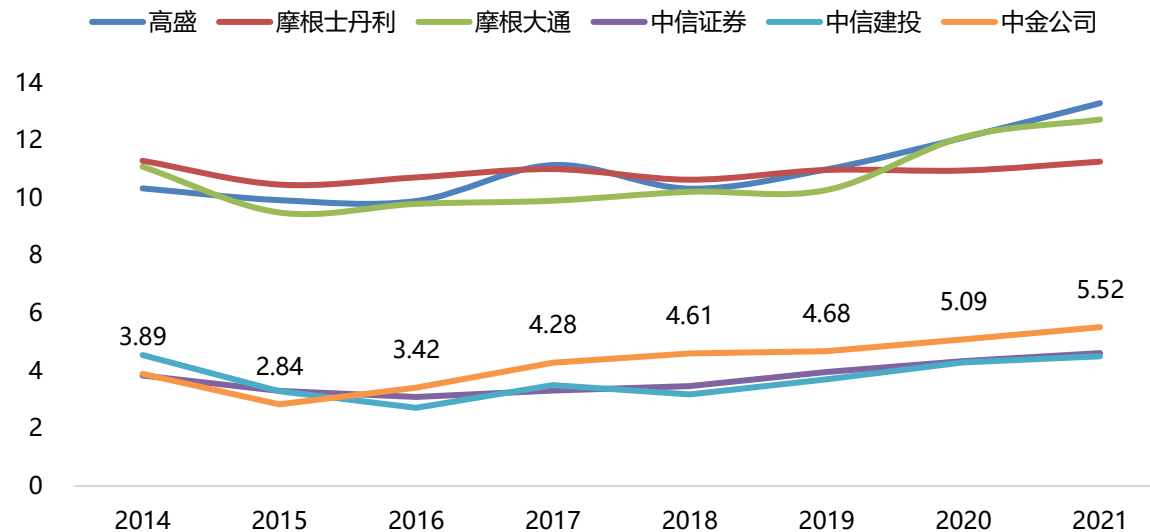


图49：中美头部券商财务杠杆倍数对比



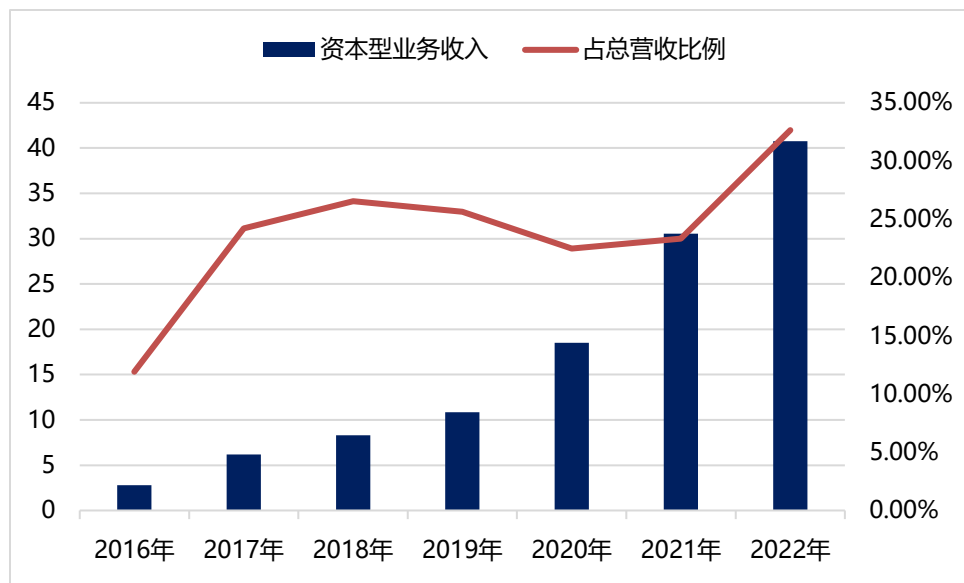
数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、经营及财务状况分析：(五)风险指标的优化有利于ROE再次提升

以同业券商为例，券商的负债成本主要取决于券商报表上的利息支出以及各项有息负债的总和。当前头部券商的负债成本大约在3%，而中小型券商的负债成本会更高。相比之下，银行的负债成本通常低于2%，尤其是几家零售化程度较高的大银行，他们的负债成本会更低。然而，券商由于监管限制，无法像银行那样动用客户在账户中的资金，从而导致券商的负债成本明显高于银行。

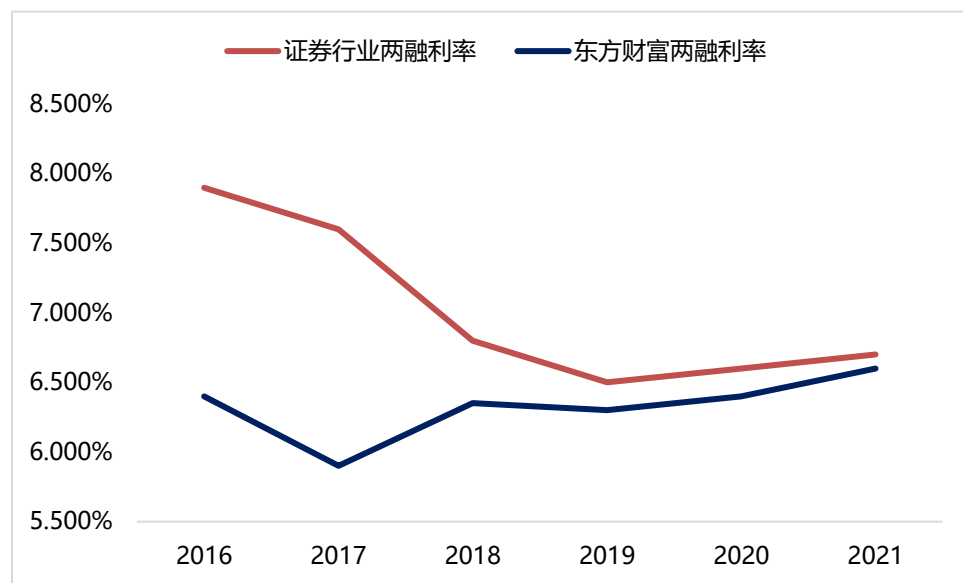
展望未来，如果监管方允许券商使用更多的负债渠道和融资工具，券商的融资成本可能会进一步降低。包括对目前风险指标的优化，都将有利于近几年持续融资发展两融业务，且有充足两融客户、两融利率较低的东方财富。

图50：东方财富历年资本型业务收入及占比（亿元）



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图51：东方财富两融利率低于行业水平



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

四、盈利预测

基于以上分析，我们对东方财富未来三年的盈利模型拆分如下：

分业务增长预测：				
亿元	2022	2023E	2024E	2025E
证券服务收入	78.57	90.32	100.33	109.92
(+/-%)	/	14.96%	11.08%	9.56%
基金销售规模	20,133.43	20,938.77	23,451.42	27,438.16
规模增长 (+/-%)	-10.06%	4.00%	12.00%	17.00%
代销费率 (包含尾佣+申赎费+销售服务费)	0.215%	0.198%	0.190%	0.190%
基金代销收入	43.26	41.46	44.56	52.13
收入增长 (+/-%)	-14.73%	-4.16%	7.47%	17.00%
金融数据服务收入	2.28	2.44	2.61	2.71
(+/-%)	/	7.00%	7.00%	4.00%
广告服务收入	0.75	0.86	0.76	0.87
(+/-%)	/	15.00%	4.00%	2.00%

四、盈利预测

综上所述，我们预计东方财富2023-2025年分别实现总营业收入140.72/164.71/191.04亿元；分别实现归母净利润102.83/120.98/138.64亿元。预计2023-2025年EPS分别为0.65/0.76/0.87元，对应2023年PE为22.66x。维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,485.58	14,072.49	16,471.85	19,104.06
(+/-%)	-4.65%	12.71%	17.05%	15.98%
归母净利(百万元)	8,509.46	10,283.48	12,098.64	13,864.62
(+/-%)	-0.51%	20.85%	17.65%	14.60%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.65	0.76	0.87
市净率(PB)	3.27	3.37	2.98	2.59
市盈率(PE)	30.13	22.66	19.38	16.93

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

- 流量成本升高
- 行业竞争加剧
- 基金代销业务发展不及预期
- 行业政策风险
- 市场波动加剧

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
