

"东方太阳"照常升起，财富管理大势所趋

2022年04月15日

资本市场长期发展的最佳受益者，稀缺的券商+互联网平台型公司

财经资讯起家建立生态，基金代销+券商交易实现流量变现。东方财富创立于2005年，通过东方财富网、天天基金网、股吧在PC时代建立专业的投资理财生态和流量基础。随后公司拿下基金销售、证券牌照，实现了生态流量的完美变现。

资本市场长期发展的受益者，券商+互联网组合优势突出。目前我国居民金融资产比例仅20%，股票、基金相关投资占其中比例不足10%，居民资产配置资本市场空间广阔，随之带来活跃度中枢上移及投资机构化大趋势。公司作为领先的券商+互联网平台，拥有近6500万PC用户、1700万+移动用户、500万+天天基金用户，基金销售、证券交易与两融业务将深度受益于大资管时代到来。

基金代销：全面对比下，天天基金凭借生态流量和专业性成长为第三方巨头

天天基金股票+混合型公募基金保有量在21Q4达到5371亿元，超越工行升至第三。目前第三方基金代销行业呈现双巨头格局，蚂蚁基金、天天基金两大互联网平台的股票+混合基金保有量分别7278、5371亿，排全渠道第2、3名，已具备与大型银行同台竞争体量。基金代销渠道全面对比：1)对比银行、券商，天天基金在生态流量、APP建设、基金投资专业度上具备显著领先的优势；2)对比蚂蚁，天天在流量基础上存在劣势，但专业性、证券牌照及监管压力上占优。因此天天基金有望凭借自身独特、专业的竞争优势，持续享受互联网理财蓝海市场的红利。更为关键的是，基金代销收入75%来源于基金保有量，故天天作为强势渠道可以凭借流量优势获取持续成长的收入，抵御资本市场的周期性波动同时实现长期的稳定增长。

证券业务：互联网渠道加持，迎交易额中枢上移与市占率提升的双击

互联网打法与强大生态冲击经纪业务市场，东方财富经纪业务收入在16-20年CAGR为51%，而行业整体复合增速仅为2.5%，测算公司代理交易额市占率从1.2%升至3.7%（第1位市占率为7.7%），公司凭借低费率与互联网生态中的流量优势持续抢占经纪市场。加大资本市场募资扩大两融业务规模，2021公司融出资金规模为434亿同比增加44%。但对比公司代理股票交易额与两融业务规模，相较于头部券商仍有一倍以上的空间。

投资建议：预计公司22-24年归母净利润分别为102.3、126.9、154.0亿元，当前市值对应22/23/24年的估值分别为29、23、19倍，综合考虑东方财富自身“互联网+券商牌照”稀缺性，行业的领先地位以及当前估值与自身历史估值的比较，我们认为当前公司被显著低估。首次覆盖，给予“推荐”评级

风险提示：资本市场成交额不及预期；基金市场发行及销售不及预期；公司证券业务拓展不及。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,094	15,734	19,403	23,497
增长率(%)	58.9	20.2	23.3	21.1
归属母公司股东净利润(百万元)	8,553	10,228	12,684	15,401
增长率(%)	79.0	19.6	24.0	21.4
每股收益(元)	0.78	0.93	1.15	1.40
PE	35	29	23	19
PB	6.7	4.4	3.7	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年4月14日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

26.82元



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

目录

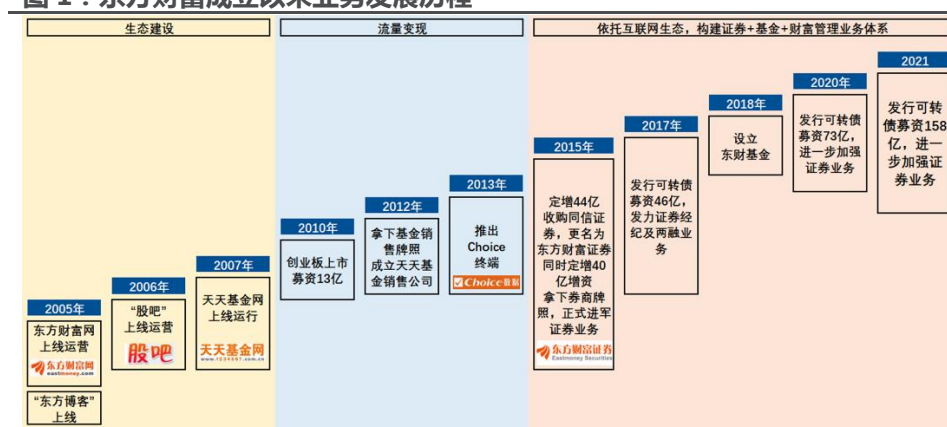
1 互联网赋能，打造一站式投资理财平台	3
1.1 回顾东财成长之路	3
1.2 业务体系：证券与基金代销双轮驱动	4
1.3 关键财务指标：稀缺的平台型公司	6
1.4 如何看待东财：互联网基因是本质	7
2 资本市场改革红利持续释放，淡化周期迎长期成长	10
2.1 短期视角下：活跃度提升与机构规模跃升	10
2.2 长期视角下，资本市场有望迎来持续繁荣	12
3 大资管时代下，东方财富迎来黄金时期	15
3.1 基金销售市场格局：第三方销售机构异军突起	15
3.2 从用户视角看：如何买基金？	16
3.3 基金销售渠道全面对比：竞争加剧不可避免，差异化策略抢占市场	18
4 资本市场改革红利持续，证券业务加速向上	26
4.1 经纪业务：流量变现，互联网基因赋予显著竞争优势	26
4.2 两融业务：经纪业务自然延伸，低成本募资促业务增长	27
4.3 横向拓展：自营发力，探索基金与投顾	28
5 周期波动中成长，拥抱财富管理“黄金赛道”	30
5.1 可转债转股成为诱因，东财经历史级别回调	30
5.2 基金发行遇冷，成长逻辑备受考验	31
5.3 回调如何看待？长期成长趋势不变，无惧回调把握机遇	32
6 盈利预测与投资建议	36
6.1 盈利预测假设与业务拆分	36
6.2 估值分析与投资建议	38
7 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	43

1 互联网赋能，打造一站式投资理财平台

1.1 回顾东财成长之路

互联网财经生态筑基，打造一站式互联网投资理财平台。东财的成长可分成三个阶段：1) 2005~2009 年，通过东方财富网、天天基金网、股吧建立领先的财经咨询门户和社区生态；2) 2010~2014 年，上市募资、成立天天基金，实现第一次流量变现；3) 2015-2017 年，拿下券商牌照，发力券商业务；4) 2018 年至今，拿下基金、投顾等重要牌照，发行可转债募资增资东财证券，发力两融业务。

图 1：东方财富成立以来业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

2015 年拿下证券牌照，发行三次可转债扩大证券业务。东财在 15 年通过定增的方式募集 80 亿元收购同信证券并增资，正式进军证券行业。依托于公司在互联网端强大的生态和流量基础，公司证券业务快速扩张。随后公司在 17、20、21 年三次发行可转债，合计募资 277 亿元，用于发展证券业务。

表 1：东方财富上市以来历次融资历程

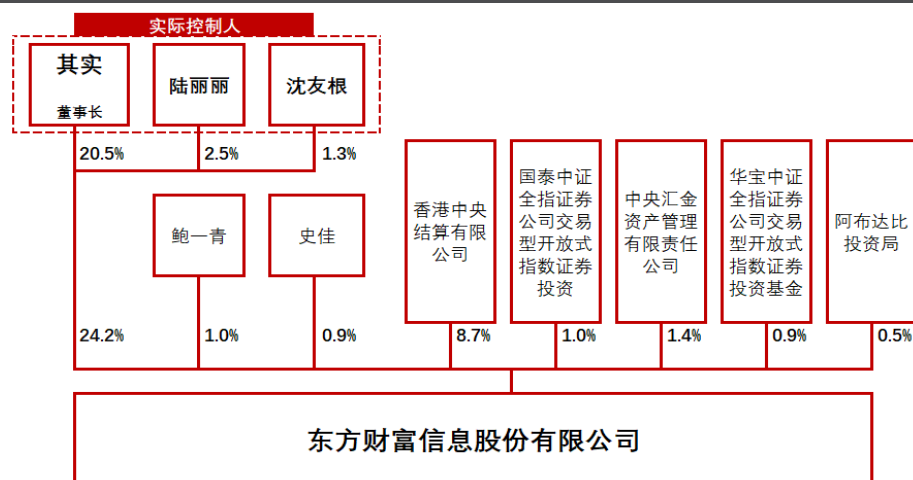
公告日期	融资方式	募资总额 (亿元)	募资净额 (亿元)	资金用途
2021/4/2	可转债	158.00	157.80	1、信用交易业务，包括两融及股票质押等（140 亿）； 2、证券投资业务（18 亿）
2020/1/9	可转债	73.00	72.75	1、信用交易业务，包括两融及股票质押等（65 亿）； 2、证券投资业务（5 亿）； 3、对东方财富创新资本进行增资（3 亿）
2017/12/18	可转债	46.50	46.21	1、信用交易业务，包括两融及股票质押等（40 亿）； 2、证券投资业务（4 亿）； 3、对同信投资进行增资（1 亿）；4、增设经纪业务营业网点（1.5 亿）
2016/5/14	定向增发	40.00	39.76	同信证券增加资本金
2015/12/25	定向增发	44.05	44.05	收购同信证券
2010/3/8	首发	14.20	12.96	1、网络在线平台升级（1.2 亿）；2、在线金融数据系统（1.4 亿）；3、手机端业务（0.5 亿）；4、相关业务营运资金（10 亿）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

创始人其实先生合计持股 24.2%，结构稳定。以互联网公司的角度看，东方财富股权架构稳定，创始人兼董事长其实先生及一致行动人合计持股达到 24.2%，是公司的第一大股东。

2021 年再次推出股权激励，21-23 年利润 CAGR 目标达到 30%。21 年股权激励覆盖高管郑立坤、陈凯、黄建海、程磊 4 人及核心骨干 3790 人，授予股权占总股本比例 0.48%，业绩考核指标为以 20 年净利润为基数，21、22、23 年利润增速分别不低于 40%、80%、120%，对应 22/23 年净利润为 86、105 亿元。

图 2：截至 2021 年报东方财富股权结构情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 业务体系：证券与基金代销双轮驱动

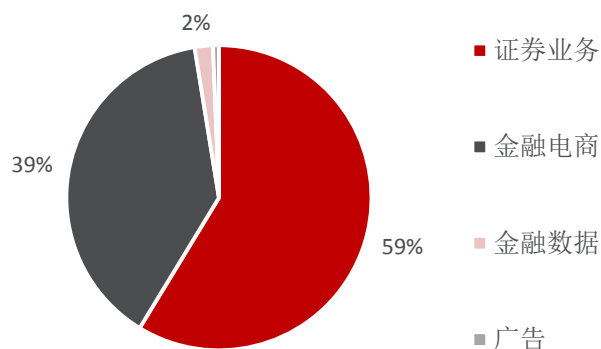
依托东方财富生态，通过基金销售与证券业务实现流量变现。东方财富拿下基金销售、券商、期货、基金牌照后，建立起垂直的财富管理业务体系，券商业务（主要为针对 C 端的经纪、两融利息收入）、金融电商（基金代销）业务已成长为公司两大核心支柱，2021 年证券业务、基金代销业务营收占比分别为 59%、39%。

图 3：东方财富生态体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

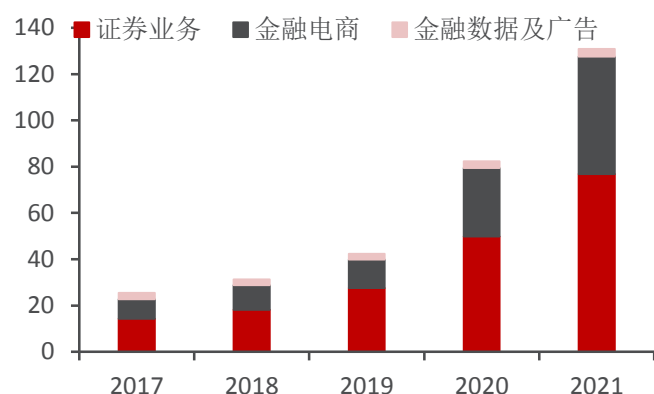
图 4：2021 年公司四大业务版图营收结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

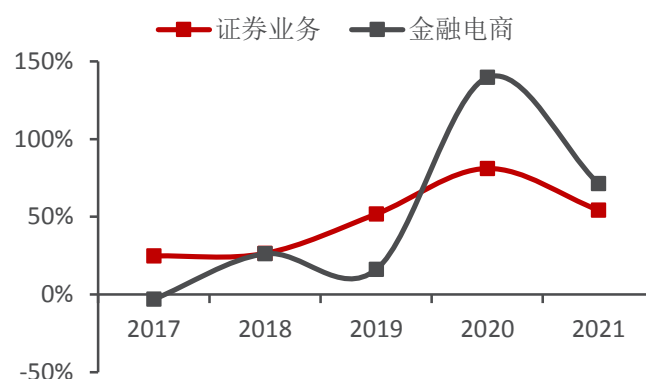
证券业务+基金代销双轮驱动，营收迎来跨越式增长。得益于 2018 年以来资本市场触底回暖，以及公司在互联网+金融的领先优势，东财收入规模近三年迎来飞跃式增长，2019-2021 年营收分别为 42、82、131 亿元，CAGR 达到 76%。其中证券业务、金融电商为主要增长动力，2021 年证券、基金代销业务规模分别为 76.9、50.7 亿元，同比增速分别为 54%、71%。

图 5：2017~2021 东方财富四大业务营收规模（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

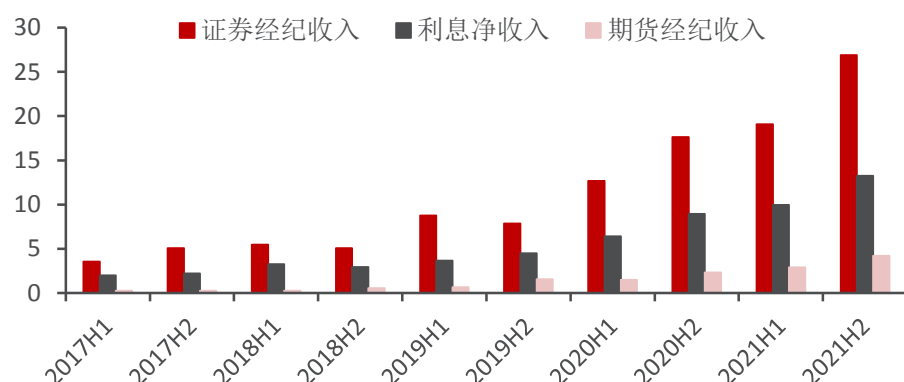
图 6：2017~2021 东方财富证券、基金代销收入增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

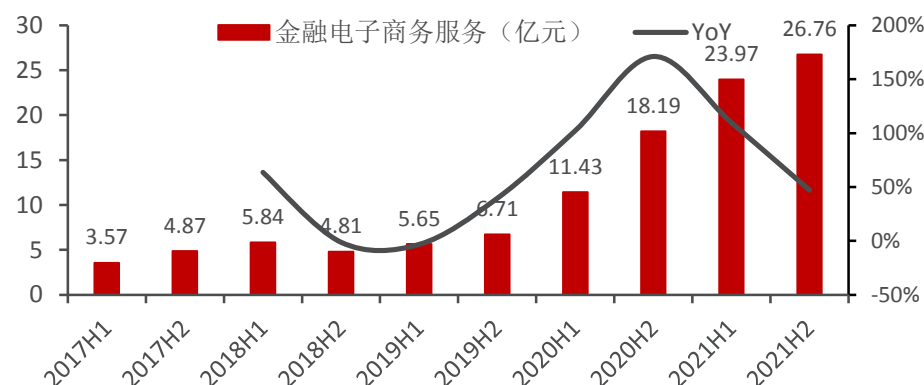
证券业务受益市场活跃，天花板尚未到达。拿下证券牌照后公司依托自身流量拓展业务版图，从经纪业务到两融业务不断发力，驱动公司高速增长。东财的利息收入与手续费佣金收入体量不断突破，2021 年下半年分别达到 13.25 和 26.89 亿元，同比增速分别为 48%、52%。背后是两大业务在交易额中枢提升与市占率向上的双重催化。

图 7：东方财富半年度证券业务收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

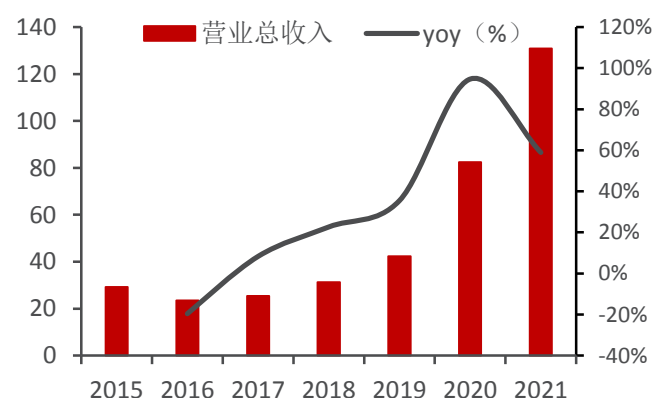
排名更进一步，基金代销业务高速增长。从基金业协会公布的数据来看，第三方代销渠道在 2021 年迎来强劲的增长，两大巨头蚂蚁、天天均实现高基数下的持续高增长，同时蚂蚁、天天基金保有规模相继实现对工行的超越象征意义显著，互联网渠道相对于传统渠道流量优势在持续发力。我们选择东财金融信息服务收入作为基金代销收入的侧面指标看（基金代销外其他业务收入规模占比小且稳定），20 年以来受益于公募基金“出圈”，基金代销业务迎来飞跃式增长。

图 8：东方财富半年度金融信息服务业务及增速


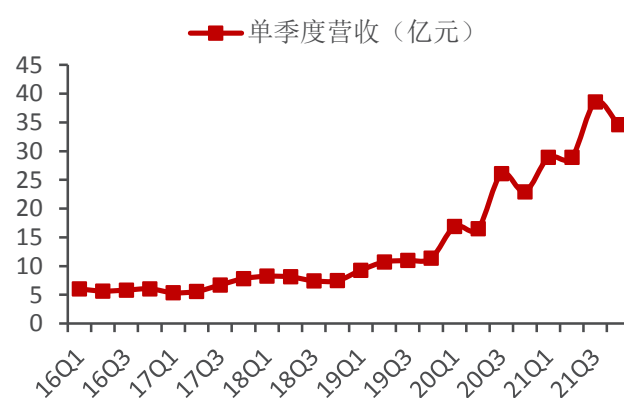
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 关键财务指标：稀缺的平台型公司

收入规模在近三年迎来飞跃，单季度营收迈上新台阶。从整体营收情况看，公司自 2016 年市场触底后收入端显著回暖，并在近三年迎来高速增长。2020、2021 年公司营收分别为 82.4、130.9 亿元，同比增速分别为 94.7%、58.9%。公司单季度营收持续跨越，2021 年 Q3、Q4 单季度营收分别为 38.6、34.6 亿元，同比增速达到 48%、51%。

图 9：2015~2021 年东财营业收入及增速（亿元）


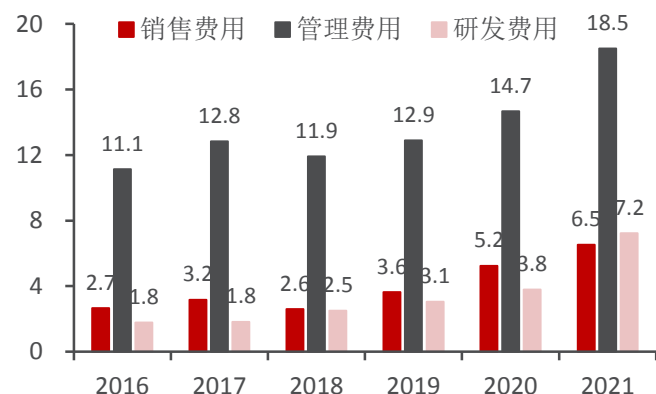
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2016~2021 年东财单季度营收变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

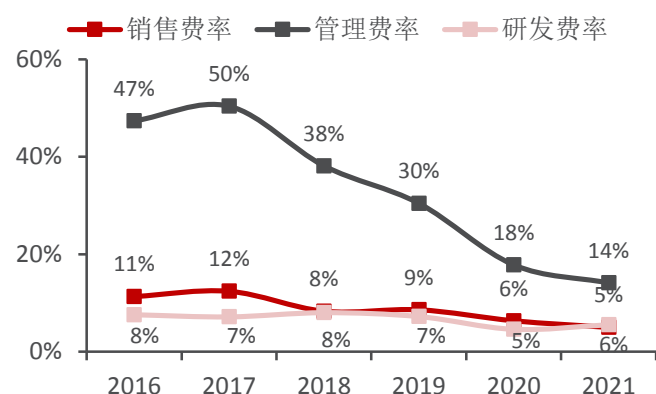
研发投入加码，平台属性明显费率持续下降。公司主要费用来自于人员扩张，三大费用中管理费用占比较高，主要系子公司东方财富证券主要成本来自计入管理费用的员工成本所致。公司在生态建设、互联网运营上已经形成领先的优势和经验，投入节奏和力度上保持稳步增长。得益于近两年收入端的高速扩张，三大费率显著下降，2021 年销售、管理、研发费率分别为 5.0%、14.1%、5.5%，同比变动分别为-1.4、-3.7、0.9pct。销售、管理费率下降充分体现互联网的规模优势，而 21 年公司加大研发投入力度，提升智能化和产品之间的协同。

图 11：2016~2021 公司三大费用规模（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

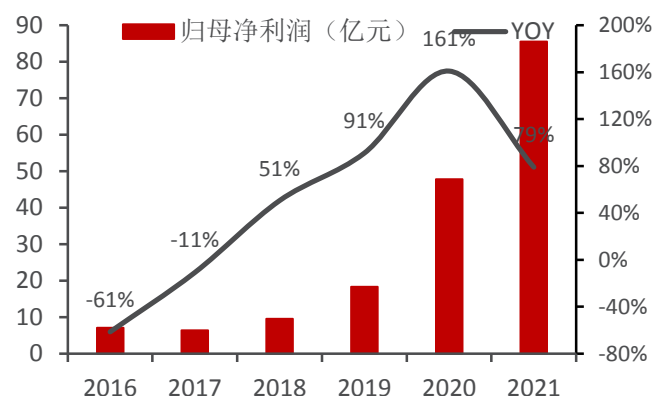
图 12：2016~2021 公司三大费率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

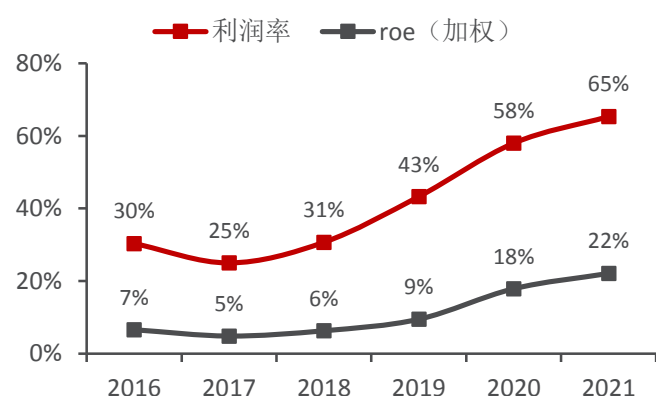
利润率持续抬升、利润增速快于收入。我们再一次强调，东方财富的核心优势在于自身已经建成的垂直一体化互联网投资理财生态，具备显著的互联网平台属性。公司 2020、2021 归母净利润分别为 47.8、85.5 亿元，利润率分别为 58%、65%。日趋完善的生态和流量变现为公司提供更低成本的业务推广和扩张，公司近三年的利润增速均显著快于收入端增速亦可以佐证。2018 年以来公司的利润增速显著快于收入端的增速，净利率与盈利能力不断增强，21 年加权 RoE 达到 22%，同比提升 4.22pct。

图 13：2016~2021 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：2016~2021 公司利润率与 roe 持续抬升

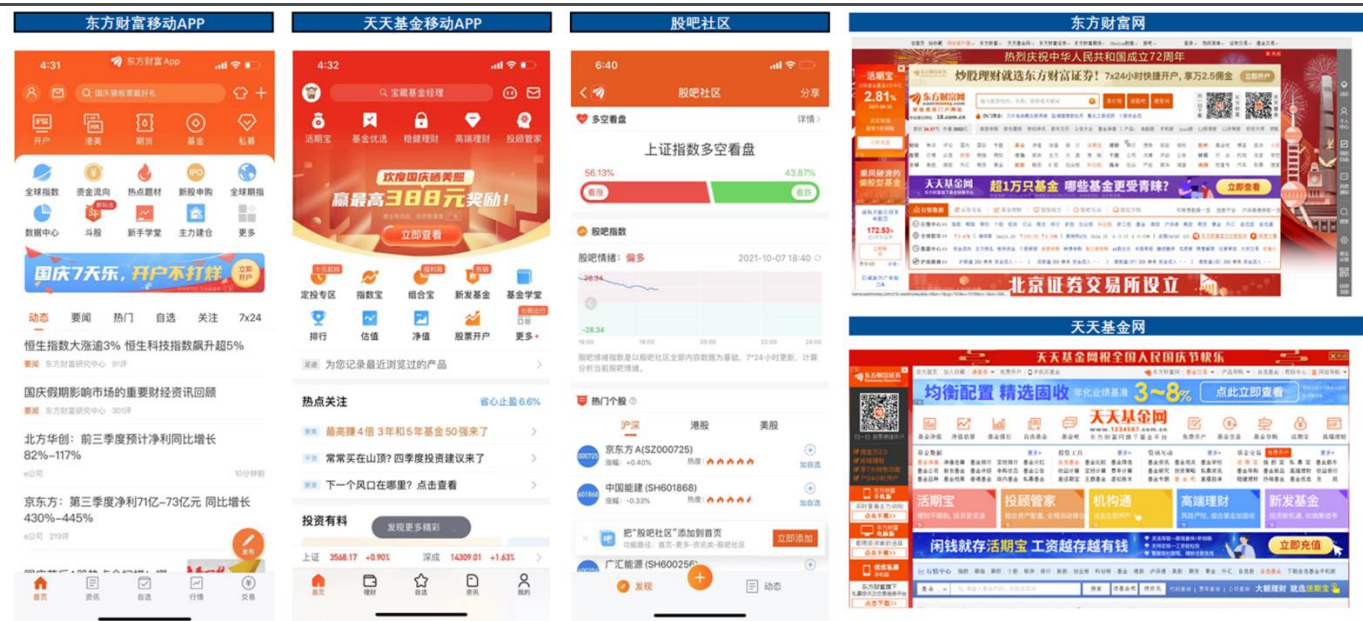


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 如何看待东财：互联网基因是本质

稀缺的互联网+券商业务体系，但核心仍是完善的互联网投资理财生态。从本质上看，东方财富是一家互联网公司，依托于经营多年的财经资讯与投资理财网站，构建起专业化的生态和高粘性的流量。同时，公司已经形成完善的产品矩阵，相互之间有通畅的导流入口，先发优势与互联网生态的网络效应是公司的核心优势。

图 15：东方财富投资理财生态及产品矩阵



资料来源：公司网站，公司各 APP，民生证券研究院

专业财经网站第一，天天基金 DAU 加速增长。Web 端是东财传统优势领域，根据艾瑞咨询的最新数据，截至 2022 年 1 月末，东方财富网月度覆盖人数达 6484 万人，环比增加 2.8%，仅次于新浪财经。在专业的财经网站中具备显著的领先地位（第二名和讯覆盖人数为 2878 万人）。天天基金网也是公司较早建设的专业基金资讯网站，同时得益于基金市场火爆，DAU 持续增长，2021 已达 315 万人，环比年初增长 33%。

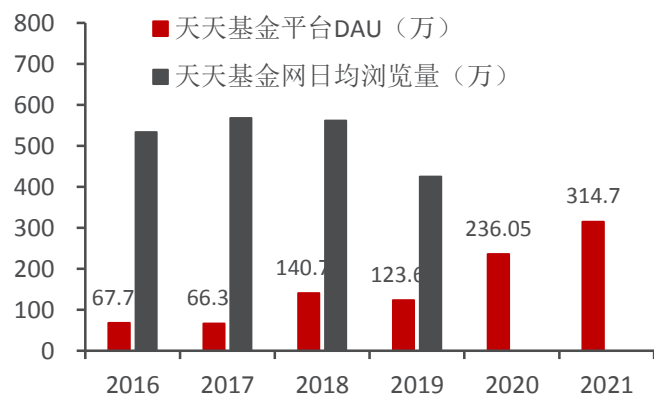
图 16：截至 2022 年 1 月主流财经媒体网页覆盖用户

排名	Web 网站	月度覆盖人数 (万)
1	新浪财经	8635
2	东方财富网	5990
3	凤凰财经	5335
4	腾讯财经	4243
5	和讯	2664
6	我爱卡	2519
7	搜狐	1621
8	同花顺财经	1572
9	金融界	1380
10	网易财经	1055

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

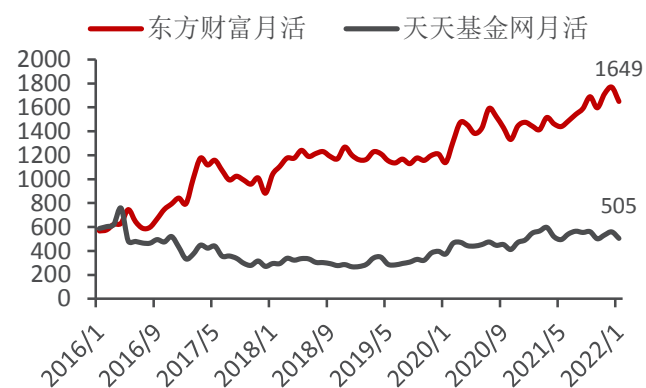
移动端用户持续增长。在移动端，公司两大 APP 东方财富、天天基金建设持续发力，App 活跃用户数稳步提升。根据 2022 年 1 月末的数据，东方财富 APP 活跃用户数达到 1650 万人，同比增长 14%；天天基金 APP 活跃用户数达到 505 万人。东财 APP 的月活处于稳步增长状态，自 2016 年初 567 万持续增长至 22 年的 1650 万，CAGR 达到 24%。而展望看，目前证券 APP 龙头同花顺月活基本稳定 3500+ 万人的区间，东财的月活仍有进一步提高的可能。

图 17：2016~2021 天天基金日活及网站浏览量



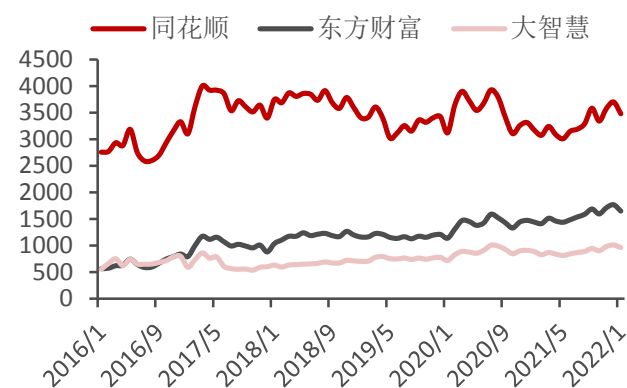
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18 : 东方财富、天天基金 APP 月活最新数据 (万人)



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

图 19 : 同花顺、东方财富、大智慧最新月活比较 (万人)



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

2 资本市场改革红利持续释放，淡化周期迎长期成长

2.1 短期视角下：活跃度提升与机构规模跃升

资本市场改革红利持续释放。近年来资本市场改革不断推进，资本市场中长期发展趋势向好。从指数的角度，截至 2022 年 4 月 14 日的数据，沪深 300 指数为 4192 点，较 2019 年初增长 41%；万得全 A 指数为 4955 点，较 2019 年初增长 54%；A 股总市值达到 79 万亿元，较 2019 年初增长 83%。即使经历 22 年年初的大幅回调，拉长看预计 A 股中长期增长趋势不变。

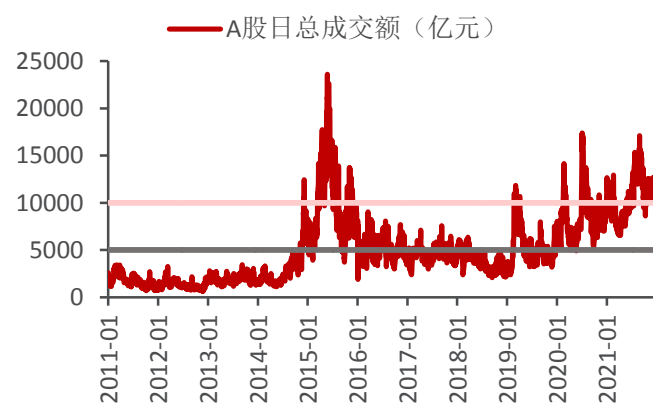
图 20：2011-2022 年 4 月 14 日我国资本市场主要指数与总市值走势



资料来源：wind，民生证券研究院

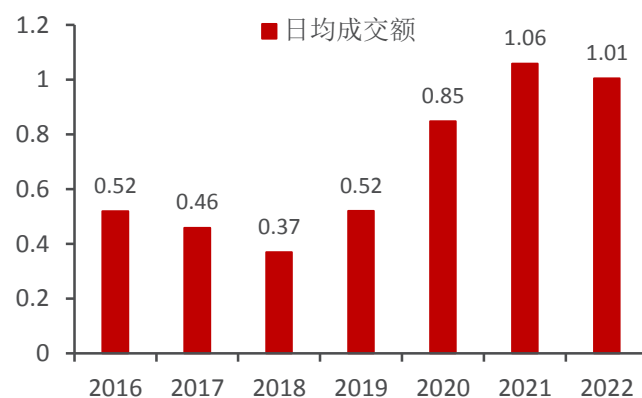
资本市场持续繁荣提升市场热度，A 股总成交额中枢持续抬升。自 19 年以来，A 股市场成交量持续提升，日成交额区间在 5000-10000 亿元，进入 21 年 7 月份后持续保持 1 万亿的成交量。以年度视角看，2021 年 A 股日均成交额突破万亿达到 1.06 万亿，而 22 年 1-3 月份在市场情绪不佳的背景下依然保持万亿的规模。

图 21：2011-2022 年 A 股日度总成交额变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

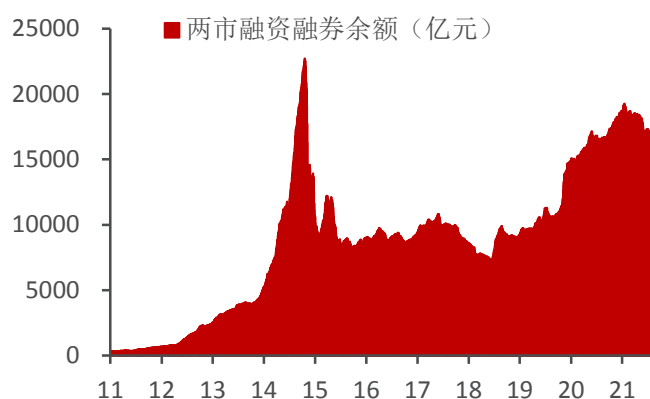
图 22：2011-2022 年 3 月末日均成交额（万亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

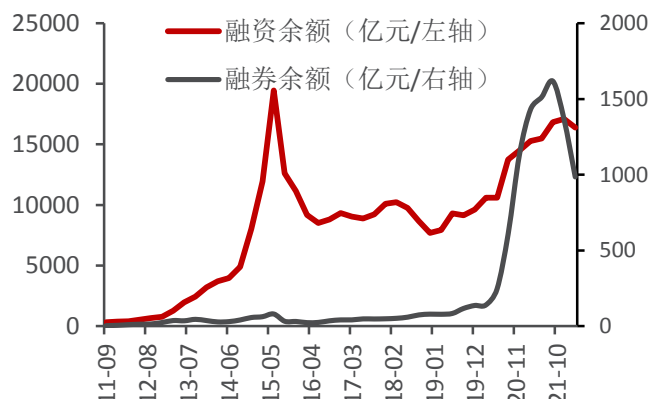
两融业务进一步助力，融资业务占据主要规模。市场活跃度持续抬升同时也带来两融业务的繁荣，截至 22 年 3 月末市场两融余额达到 1.74 万亿，在经历 18 年金融去杠杆后，两融业务的健康发展与市场交易热度形成良性的正反馈，两融业务中，目前融资业务规模占据主导，截至 2022 年 3 月 31 日，A 股融资余额规模达 1.64 万亿，占比约为 93%。

图 23：2011-2022 年 3 月末 A 股两融业务规模



资料来源：Wind，民生证券研究院

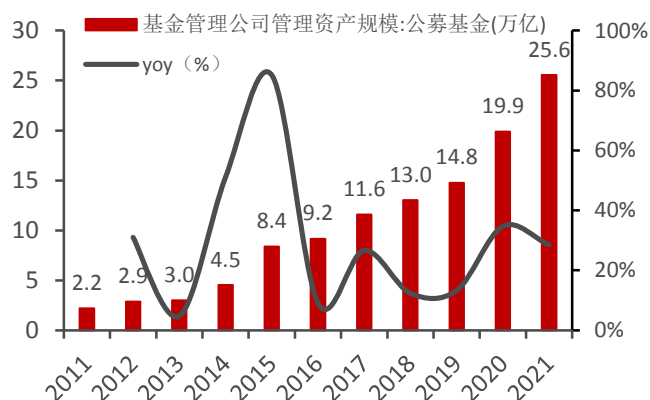
图 24：2011-2022 年 A 股融资、融券余额变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

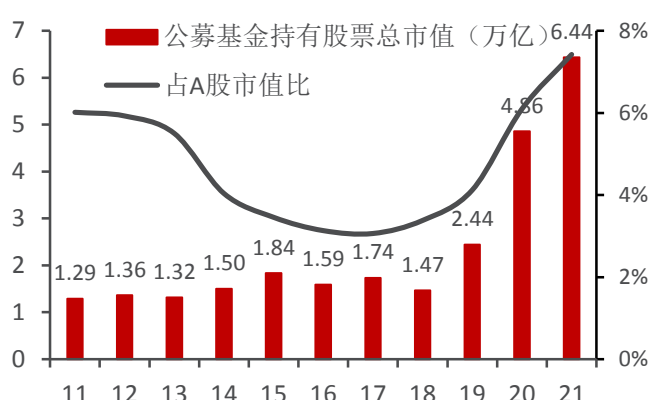
大资管时代到来，公募基金投资 A 股规模持续增加。资本市场火热的背景下，另一个明显的趋势体现在专业资管机构的管理规模加速扩大。随着居民资产配置方向和投资理财意识不断提升，通过专业的方式实现资产的保值增值已经逐渐深入人心，基金、尤其是公募基金的市场关注度和规模正在高速增长。2021 年底公募基金规模达到 25.6 万亿，同比增长 29%，而截至 2022 年 2 月末公募基金规模已突破 26 万亿。截至 21 年末，公募基金共持有 A 股股票市值 6.44 万亿，占 A 股总市值的 7.42%，同比提升 1.33pct。

图 25：2011-2021 年公募基金资产管理规模



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：2011-2021 年公募基金持有 A 股市值变化

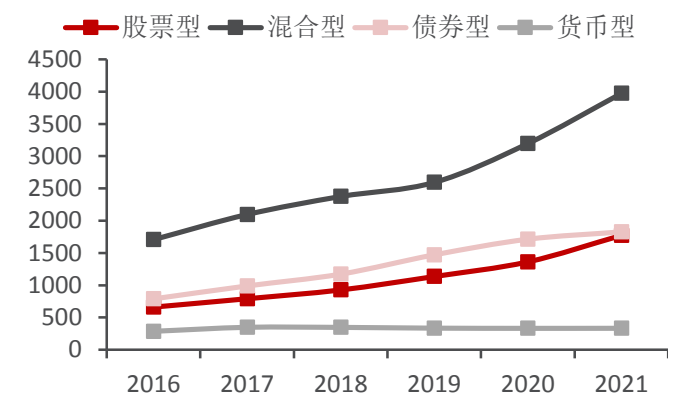


资料来源：Wind，民生证券研究院

公募基金数量持续扩大，股票型、混合型增速更快。截至 2021 年 12 月末，公募基金数量已达 8103 只，较年初增加 19.7%，基金发行市场持续火热。目前开放式基金数量为 7543 只，具体看，截至 2021 年 12 月末开放式基金中股票型、

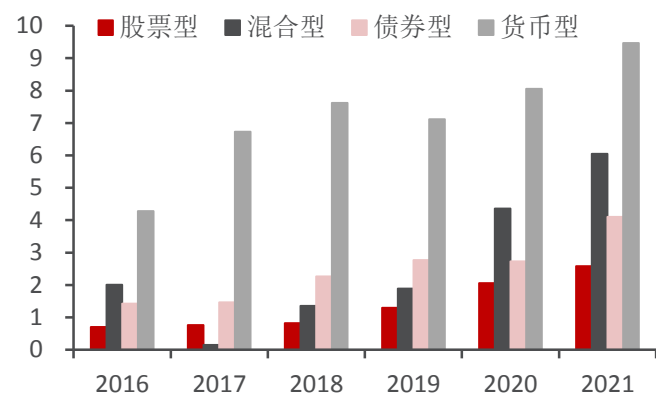
混合型、债券型基金的数量分别为 1772、3972、1827 只,分别较年初增长 30%、24%、7%。从基金净值角度,混合型基金净值快速增长,截至 21 年末已经达到 6.05 万亿,“股票+混合”型为代表的权益规模达到 8.6 万亿,增速迅猛。

图 27：2016-2021 年各类型基金数量变化（只）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：2016-2021 年各类型基金净值变化（万亿元）



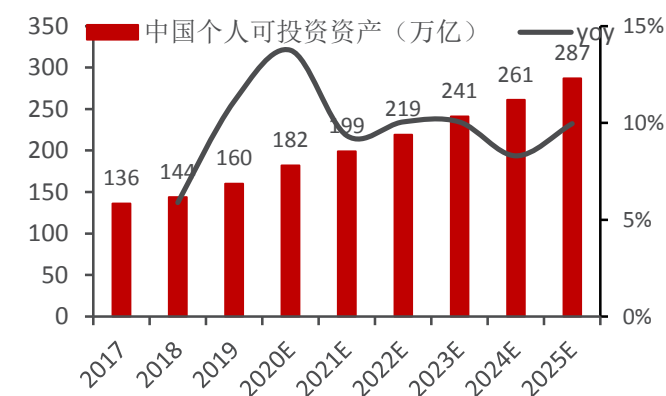
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 长期视角下，资本市场有望迎来持续繁荣

推动力一：居民资产入市。

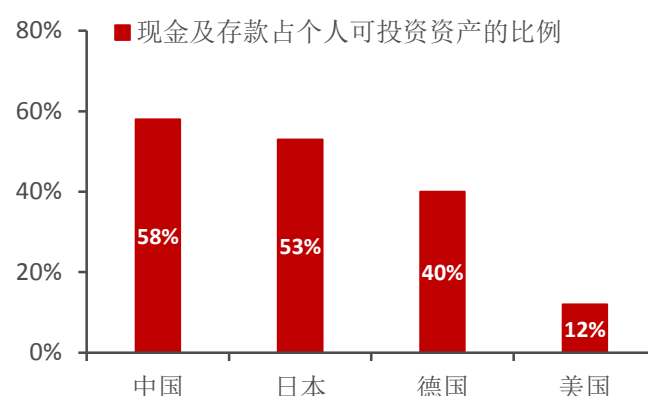
个人可投资资产规模稳步提升，对标国外现金比例仍较大。过去 30 年中国 GDP 的高速增长为居民积累了大量财富，但对应的投资理财意识还有很大的提升空间。根据奥纬咨询的数据，2019 年我国个人可投资资产规模达到 160 万亿，同比增长 11%，预计到 2025 年将以 10% 的复合增速稳步增长。但结构上，2019 年现金及个人存款占比较大达到 58%，而横向对比发达国家看，美国现金占比仅为 12%。无论从总量还是结构上，我国个人可投资资产进入资本市场有非常广阔的前景。

图 29：2017~2025 年中国个人可投资资产规模



资料来源：奥纬咨询，民生证券研究院

图 30：2019 年底中国与主要发达国家现金及存款占比

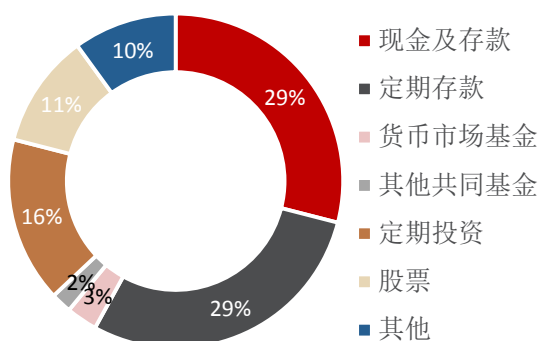


资料来源：奥纬咨询，民生证券研究院

预计到 2025 年现金及定期存款比例下降至 43%。从当前结构看，现金+定

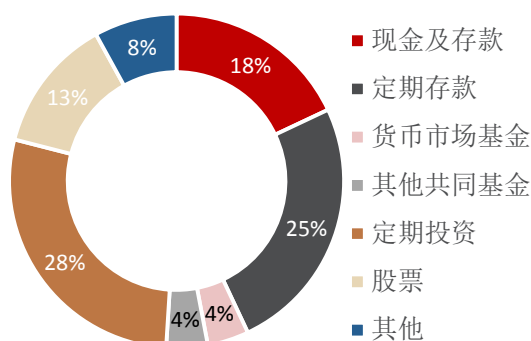
期存款占据个人可投资资产的 58%，定期投资（银行、保险财富管理产品）、股票、其他（信托等）占比分别为 16%、11%、10%。预计到 2025 年，现金+存款的比例将下降至 43%，基金+定期投资+股票类投资比例将提升至 49%，居民资产入市将支撑资本市场迎来长期繁荣。

图 31：截至 2019 年底我国个人可投资资产结构



资料来源：奥纬咨询，民生证券研究院

图 32：预计 2025 年底个人可投资资产结构变化

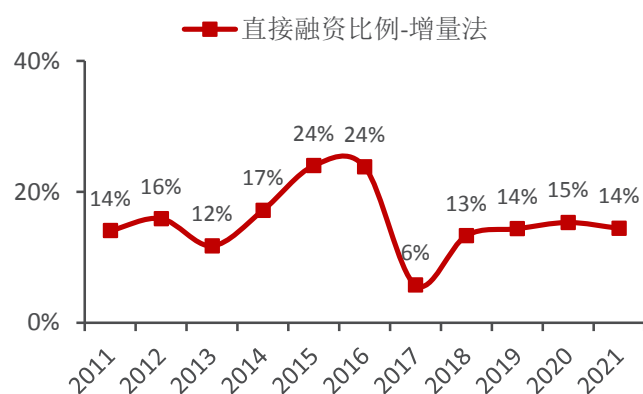


资料来源：奥纬咨询，民生证券研究院

推动力二：政策推动+市场成熟度提升，直接融资比例仍有提升空间。

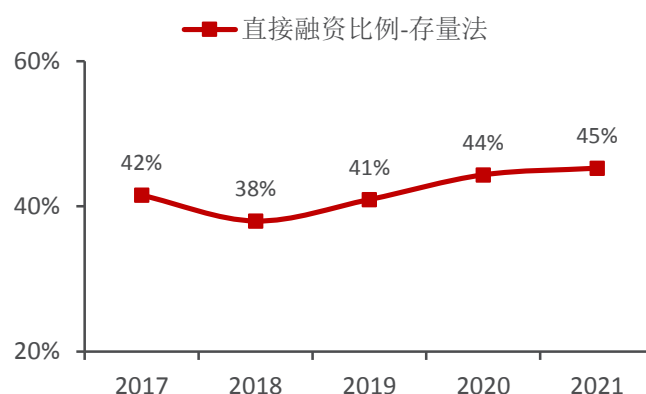
我国直接融资比重与国外差距明显，提升空间广阔。我国过去以间接融资为主，在融资成本、推动创新、货币政策传导上都面临一定压力。根据央行对于直接融资比例的两种计算方法，结合社融等数据可以得到两种方式下我国的直接融资比例。按照增量法我国当前直接融资比例仅为 14%，按照存量法计算我国直接融资比例为 45%。对比来看，美国早在 15 年按存量法的直接融资比例就已达 90% 以上，因此我国在直接融资上仍有很大的发力空间。大力发展直接融资，就需要繁荣且活跃的资本市场来支撑。

图 33：11~21 年按增量法计算的我国直接融资比例



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

图 34：17~21 年按存量法计算的我国直接融资比例



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

资本市场改革政策频出，用创新和规范推动市场繁荣。自 2018 年以来，资本市场改革进度明显加快，注册制与再融资新规出台加速了优质企业的供给和融资力度，科创板、北交所设立为创新企业和中小企业带来了便捷的直接融资渠道，资

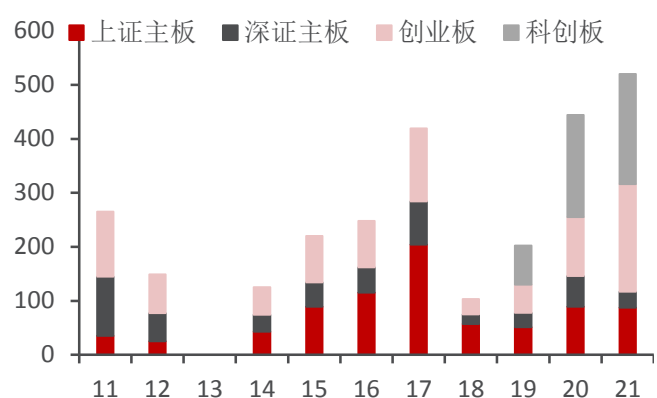
管新规、REITS、基金投顾等金融产品的创新使得市场可投资方向和标的不断拓展。而 2022 年初在中央经济工作会议上提到，要推进全面注册制，22 年资本市场改革有望进一步加速。从结果看，18 年以来企业 IPO 速度逐步回暖，市场热度持续提升。

图 35：2018 年以来资本市场改革重磅事件梳理

时间	资本市场改革政策	时间	资本市场改革政策
2018年4月	资管新规发布	2020年4月	创新产品Reits规则发布
2018年6月	CDR试点	2020年5月	上交所提出单次“T+0”机制
2019年6月	科创板开板并试点注册制	2020年8月	创业板注册制落地
2019年6月	沪伦通正式打通	2021年4月	深交所主板与中小板合并
2019年10月	基金投顾试点	2021年9月	北交所宣布设立
2020年2月	再融资新规出台	2022年2月	推进全面注册制

资料来源：民生证券研究院整理

图 36：近十年新上市公司数量及分布情况（家）



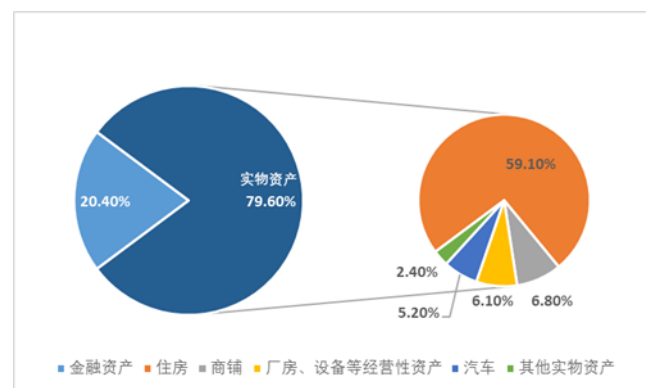
资料来源：Wind，民生证券研究院

推动力三：“房住不炒”政策严格执行，居民资产配置方向转向资本市场。

住房资产占居民资产 59%，金融资产比例仍处于较低水平。根据央行 2019 年中国城镇居民资产负债情况的调查报告，我国城镇居民当前的主要资产可以分位实物资产（79.6%）和金融资产（20.4%），其中住房资产占比 59%是第一大资产。预计随着“房住不炒”政策严格执行，住房资产的可投资价值下降，居民会更多的选择金融资产作为配置方向。

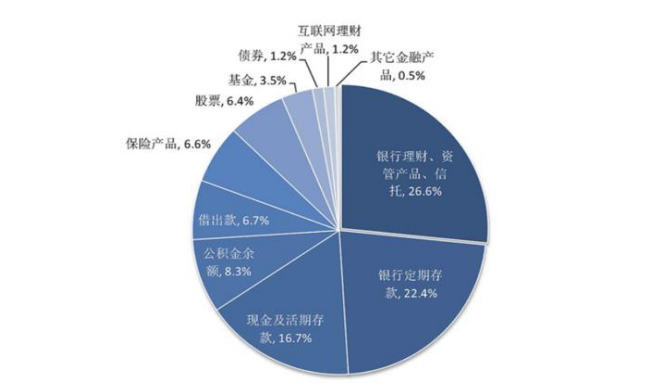
具体看金融资产结构，当前以银行理财、定期存款和现金为主，合计占比约为 61.7%，股票、基金配置比例合计仅为 10%。

图 37：截至 2019 年房产占城镇居民资产 59%



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

图 38：截至 2019 年城镇居民金融资产结构



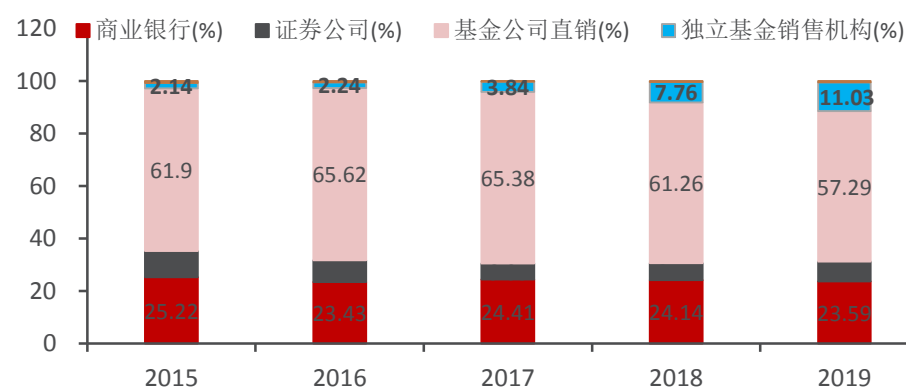
资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

3 大资管时代下，东方财富迎来黄金时期

3.1 基金销售市场格局：第三方销售机构异军突起

整体视角看，独立基金销售市场快速增长。根据中国基金业协会披露的数据，我国公募基金各渠道保有规模迎来较大变化，第三方独立基金销售公司占比在近三年快速提升，2019 年达到 11.03%，较 2018 年提升 3.27pct。若按照公募基金净值粗略计算，2019 年第三方销售公司保有量绝对值达到 1.63 万亿，同比增长 61%。

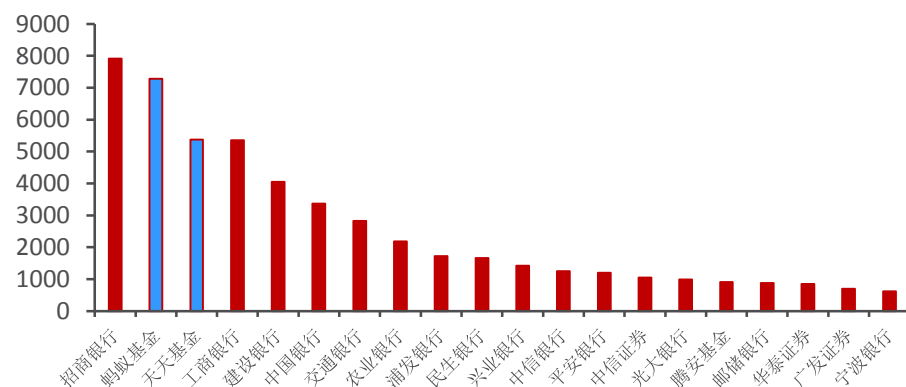
图 39：2015~2019 年基金销售各个渠道保有规模占比



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

从整体公司分布看，头部第三方公司有十足竞争力。按照“股票+混合”型公募保有量排序，前 20 大基金销售渠道主要以银行为主，20 家中有 14 家属于银行渠道，保有量规模占比 70%。但从具体公司视角，截至 2021 年 Q4，Top 2 第三方基金销售公司蚂蚁基金、天天基金保有量分别为 7278、5371 亿元，在全渠道排名分别为第 2、第 3；从市占率角度分别为 11%、8%。其中，天天基金于 2021Q4 超越工商银行排名升至第 3，足以佐证第三方基金销售公司的竞争力和成长空间。

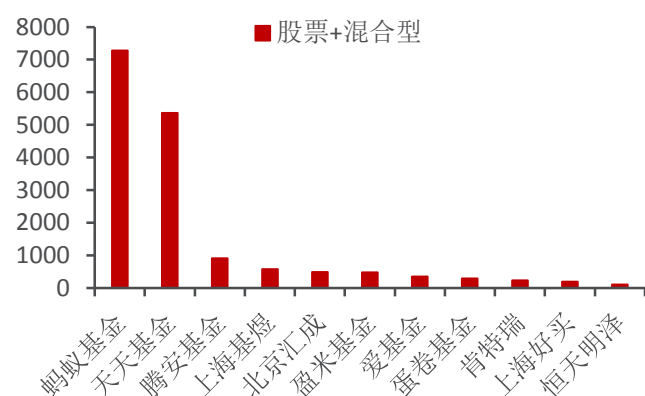
图 40：截至 21Q4 第三方基金销售公司股票+混合公募基金保有规模（亿元）



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

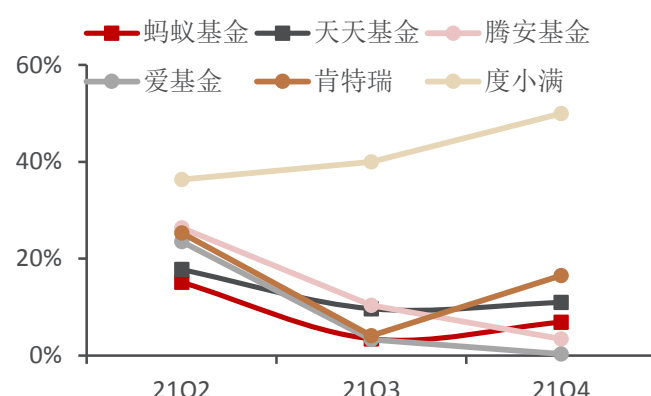
具体到第三方代销格局：集中度较高，天天基金保持高增长。目前第三方基金销售市场呈现双巨头格局，在前 100 名基金销售公司中，第三方公司数量为 15 个，保有量规模合计约 1.4 万亿，蚂蚁+天天占据其中 79% 的规模。从环比增速看，2021Q4 整个基金代销行业出现环比下滑的情况，头部银行、券商有不同程度的下滑。而聚焦互联网代销公司，蚂蚁、天天两大巨头在基数较高的前提下仍保持较为领先的环比增长，强者恒强的趋势较为明显。

图 41：截至 21Q4 第三方代销公司基金保有量（亿元）



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

图 42：2021Q2-Q4 互联网基金公司保有量环比增速

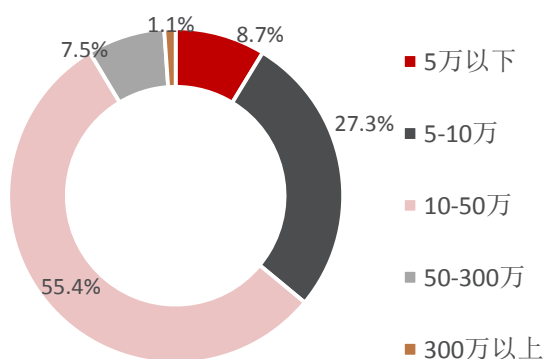


资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

3.2 从用户视角看：如何买基金？

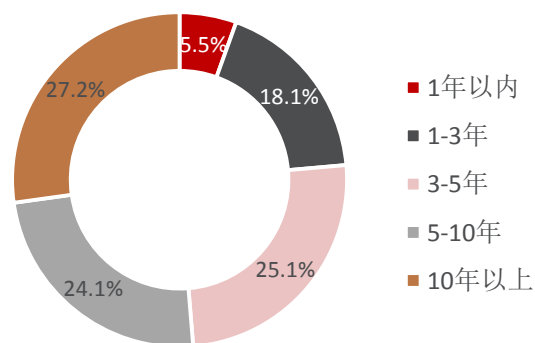
基金投资者画像：具备一定收入规模和投资年限的投资者占多数。从收入结构看，根据 2019 年中国基金业协会数据，基金投资者主要集中收入规模 10-50 万的区间中，占比达到 55.4%，收入规模在 50 万元以下的为 91.4%；从投资年限看，1 年以内的投资者占比仅为 5.5%，而具备 3 年以上投资经验的占比达到 76.4%。

图 43：中国基金投资者收入结构情况



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

图 44：中国基金投资者投资年限结构



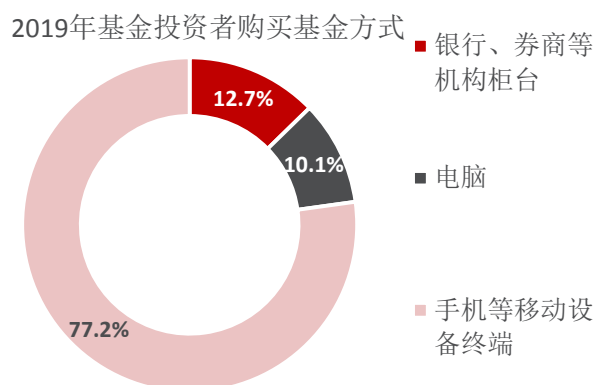
资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

值得注意的是，以蚂蚁金服为代表的互联网投资者在收入规模、投资经验上都会显著低于平均水平，收入水平 10 万以下的占 68.5%，未接受过金融教育的占比

为 52%。

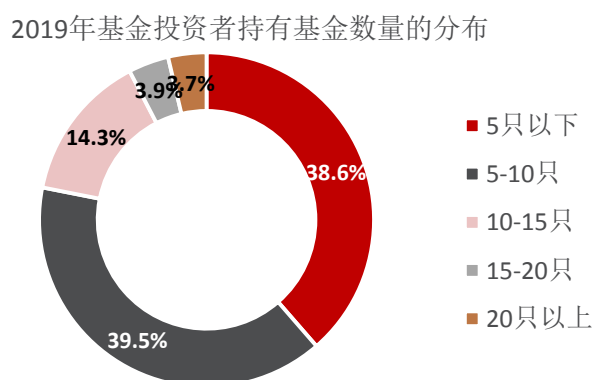
如何买基金？从交易方式看，接近 8 成选择移动终端。从交易基金的方式看，目前 77.2% 的投资者选择通过移动终端的方式购买基金，剩余 10.1% 通过电脑，12.7% 通过银行、券商柜台。在当前移动互联网时代，移动端的销售渠道是基金销售行业必争之地。从投资者购买基金的方式看，持有 5 只以下仅占 38.6%，多数投资者会对基金有多种选择和购买的习惯。

图 45：投资者主要通过移动端买卖基金



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

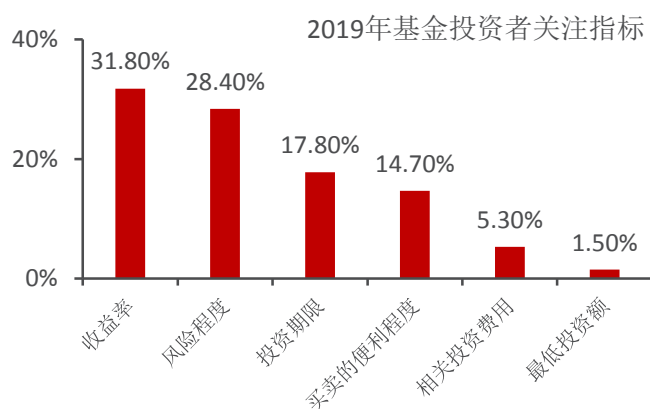
图 46：按照持有基金数量划分投资者结构



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

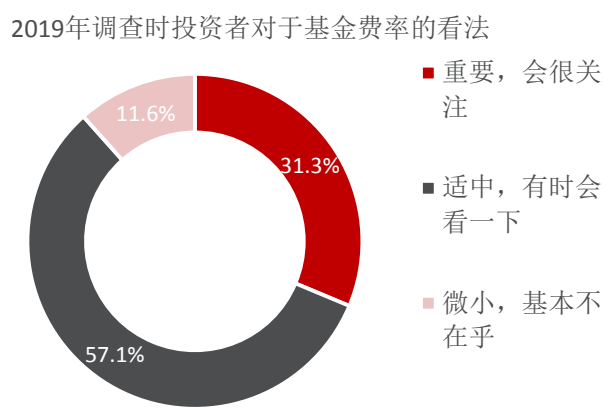
买基金最看重什么？收益率、风险程度与投资期限。对于基金投资者而言，收益率是最为重要的挑选基金的指标，占比达到 31.8%，风险程度、投资期限、买卖的便利程度分别 28.4%、17.8%、14.7%。对于手续费，投资者的关注程度和敏感程度并没有特别高，总体看只有 31.3% 会认为相当重要。

图 47：收益率是基金投资者最关注指标



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

图 48：基金投资者对于手续费在基金配置中的看法



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

总结来看：对于基金销售渠道来讲，在移动端渠道中占据先机，准确提供基金投资者关注的信息，精准把握基金投资者的用户画像，选择适合自身的客户群体，才有望实现长久发展。

3.3 基金销售渠道全面对比：竞争加剧不可避免，差异化策略抢占市场

互联网渠道主打低申购费率，银行、券商渠道同样具备类似策略。目前 3 大面向 C 端的基金销售渠道中，互联网渠道主打低费率（申购费 1 折）等，一定程度上契合目标客群需求。但银行、券商对移动 APP 的重视程度同样在提升，目前在首页的热推基金中采用 0 认购、申购费率等策略进行推广，因此低费率难以成为长久的竞争优势。

表 2：主流基金销售渠道各项费率对比

兴全趋势投资	天天基金	蚂蚁基金	招商银行	中信证券
申购				
购买起点	10	1	1	1
首次、追加、定投	10	1	1	1、不限制、100
购买金额<50 万	0.15%	0.15%	1.50%	1.50%
50 万≤购买金额<100 万	0.10%	0.10%	1.00%	1.00%
100 万≤购买金额<1000 万	0.05%	0.05%	0.50%	0.50%
购买金额≥1000 万	1000/笔	1000/笔	1000/笔	1000/笔
运作费				
管理费率	1.5%（每年）	1.5%（每年）	1.5%（每年）	1.5%（每年）
托管费	0.25%（每年）	0.25%（每年）	0.25%（每年）	0.25%（每年）
销售服务费率	0%	0%	0%	0%
赎回费率				
持有期限（天）<7	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
7≤持有期限（天）≤365	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
365≤持有期限（天）≤730	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
持有期限（天）≥731	0%	0%	0%	0%

资料来源：各大渠道 APP，民生证券研究院

3.3.1 东方财富 VS 银行、券商：专业平台与成熟生态，形成差异化竞争

东财 VS 银行：专业社区提升转化效率和客户粘性。从用户角度，东财及天天基金 APP 相对于银行 APP 在基金理财领域有显著的专业领先性，而银行 APP 涵盖个人的金融生活的方方面面。

流量基础有较大差距，差异化与专业性抢占客户。传统银行在客户基数、线下网点、使用场景上都远胜于东方财富。以手机银行为例，根据 2021H1 的数据工行、建行、招行的手机银行用户数分别为 4.43、3.83、1.58 亿，而截至 2021 年 8 月份三大银行 APP 月活分别为 0.95、0.94、0.72 亿，对比看东方财富 APP 月活为 0.14 亿。

东方财富的优势在于专业的基金投资理财生态、低费率的营销手段、丰富的互

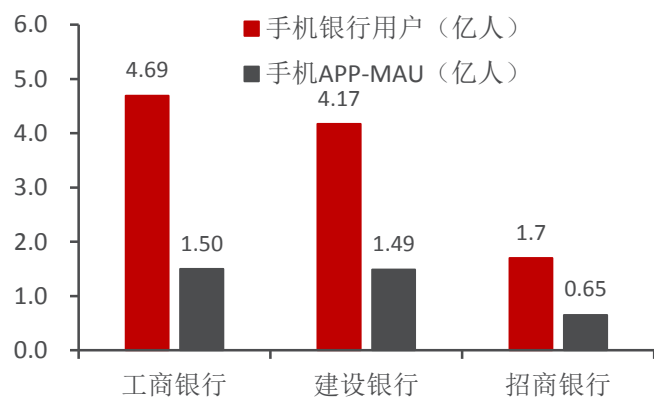
联网运营经验。目标客群更加符合移动互联网时代的用户，而银行在高净值客户、私人银行等市场有统治地位。

图 49：东财 VS 招商银行对比：从 APP 维度



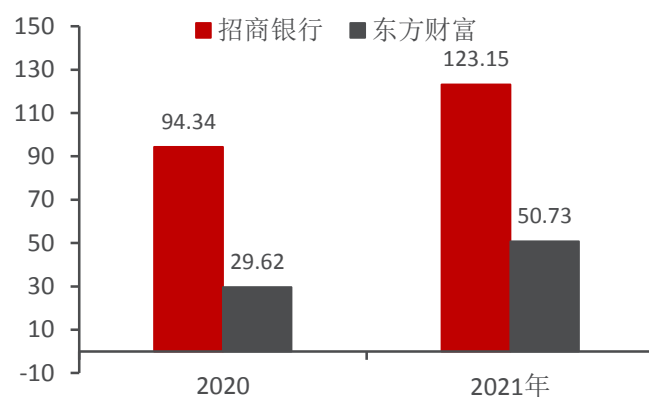
资料来源：东方财富 APP，招商银行 APP，民生证券研究院

图 50：2021 年头部银行 APP 月活情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 51：东财 VS 招行基金代销收入有较大差异 (亿元)

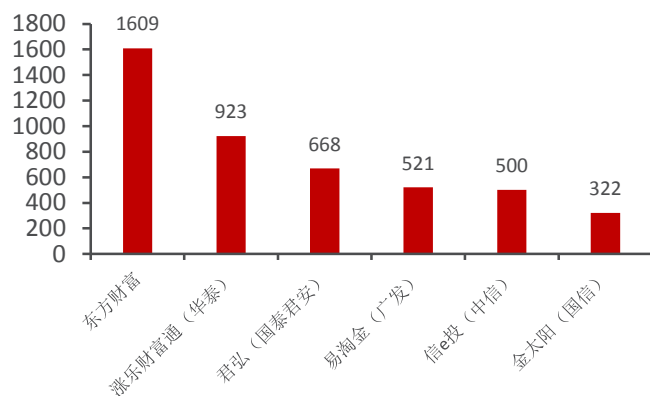


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

东财 VS 券商：生态流量优势突出，保有量规模有量级差距。相对于传统券商，东方财富在生态建设、流量积累、销售渠道上有显著的优势。以 APP 活跃用户数为例，截至 2022 年 2 月末，东方财富 APP 月活 1609 万人，天天基金平台月活 490 万人，而券商中排名第一的华泰月活为 923 万人，第二国君为 668 万，从流量基础上东财与其他头部证券公司有较大优势。

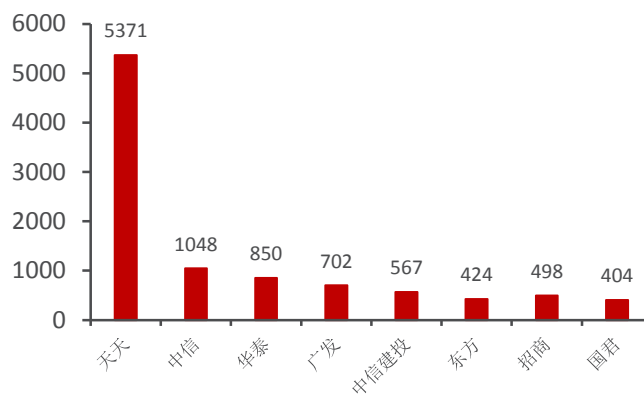
更大量级的流量基数及互联网渠道的领先优势，使得东方财富的基金保有量规模远远领先券商，截至 2021Q4 东财股票+混合型基金保有量达到 5371 亿元超越工行排名第 3，而券商规模前三位分别为中信、华泰、广发，保有量规模分别为 1048、850、702 亿元，远低于蚂蚁天天的同时基金保有量规模呈现季度环比下滑的趋势。

图 52：2022 年 2 月东财与头部券商 APP 月活（万人）



资料来源：各公司公告，Wind，民生证券研究院

图 53：东财 VS 头部券商股票+混合基金保有量（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

相对于传统渠道，东财有何优势？

极具专业性的互联网社区是根本，APP 建设较为领先。东方财富核心优势之一在于早年互联网时代建立的财经门户和基金投资社区，积累了一大批优质的基金投资用户。东方财富整体流量基数相对于银行、互联网有一定劣势，但质量及客户粘性上优势明显，同时仍然存在转化空间。得益于互联网的基因及专注于基金投资的出身，天天基金 APP 建设在行业内较为领先，在移动端有较强的先发优势。

图 54：天天基金 APP 具备强大的功能模块



资料来源：天天基金 APP，民生证券研究院

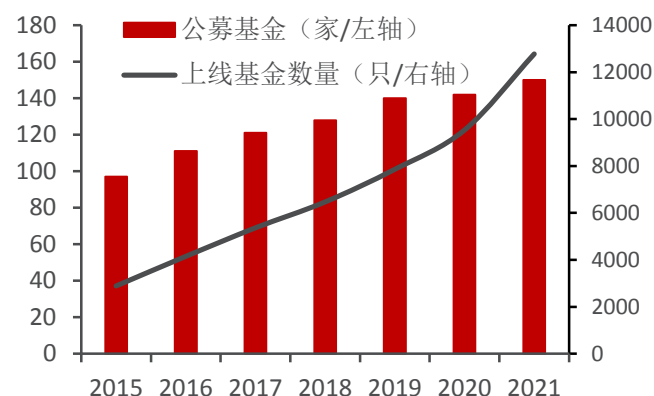
图 55：天天基金 APP 具备多种数据分析能力



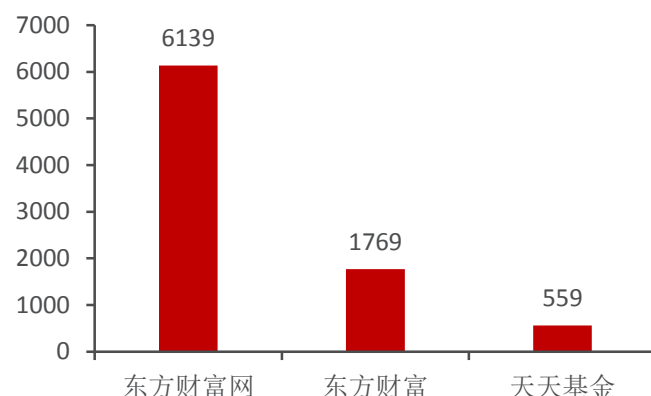
资料来源：天天基金 APP，民生证券研究院

先发优势铸就流量基础，用基金超市的策略发挥渠道优势。相较于银行、券商 App，以天天基金为代表的互联网平台在基金覆盖度上有显著优势，从 2005 年东方财富网、天天基金与股吧逐渐建成起，东财积累了 PC 到移动时代的大量高质量的投资理财用户，从量与质两个维度均具备突出优势。

截至 2022 年上线基金数量达到 12777 只，合作公募基金数量达到 150 家。公司采用基金超市的广覆盖度打法；从辅助决策上，天天基金具备最全的功能模块并且将其小程序化，方便用户根据自身习惯进行对比。

图 56：天天基金上线基金产品数量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 57：2021 年底东方财富生态体系月活数量（万人）


资料来源：艾瑞咨询，易观千帆，民生证券研究院

3.3.2 东方财富 VS 互联网公司：先发优势+券商牌照，生态已现

东财 VS 互联网：先发建成完善的专业社区，没有二次导流压力。目前第三方基金销售市场呈现两强相争、巨头入局的市场格局，蚂蚁基金、天天基金目前在市场规模上具备较大的领先优势，但腾安基金（腾讯旗下）、爱基金（同花顺旗下）基金保有规模也在快速增长。对比看，互联网巨头在生态体量上拥有绝对优势，支付宝、微信月活数在 8.8、10.1 亿人的量级，而东方财富、同花顺的月活数量仅为 1589、3294 万人。而东方财富胜在生态的专业性和业务垂直性，支付宝、微信需要一定策略实现导流（支付宝：支付-金融理财；微信：社交-支付-金融理财）。

表 3：互联网巨头旗下基金销售公司及生态比较

公司	股票+混合型基金保有规模	环比增速	生态	月活	生态应用
	（亿元） 截至 2021Q4			（万人） 截至 2022 年 1 月 31 日	
天天基金	5371	11%	东方财富	1649.44	财经资讯、投资社区、证券交易、基金投资
蚂蚁基金	7278	7%	支付宝	92142.40	支付工具、个人生活、个人金融、个人理财
腾安基金	913	3%	微信	100584.99	社交工具、游戏娱乐、支付工具、个人金融
爱基金	348	0%	同花顺	3479.81	行情软件、财经资讯、投资理财、金融数据

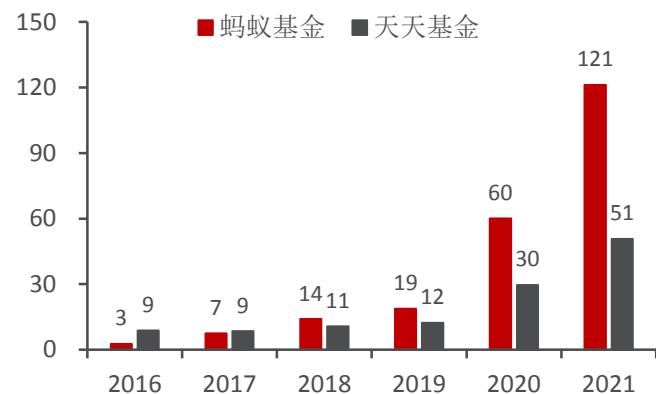
资料来源：中国基金业协会，易观千帆，民生证券研究院；

聚焦公司，看天天基金与蚂蚁基金对比。复盘看，蚂蚁确实实现了营收端的超越。一方面蚂蚁背靠支付宝，在生态流量上有无可比拟的优势以及较低的导流成本；另一方面，蚂蚁基金相较于天天基金在债券型、货币型基金规模上较为领先。自 2017 年以来，蚂蚁基金销售额一路走高，2020、2021 销售收入分别为 60.1、121 亿元，同比增速分别为 220%、102%；对比看东方财富基金销售业务 2020、2021 营收分别为 30、51 亿元，同比增速为 140%、71%。

流量差距与余额宝出世，蚂蚁基金 18 年实现超越。以营业收入作为关键指标，复盘 2016-2021 这段时间蚂蚁基金、天天基金两大巨头的发展历程，能够看到 16-17 年天天基金在规模上仍处于领先地位，这得益于天天基金的先发优势。但 17-

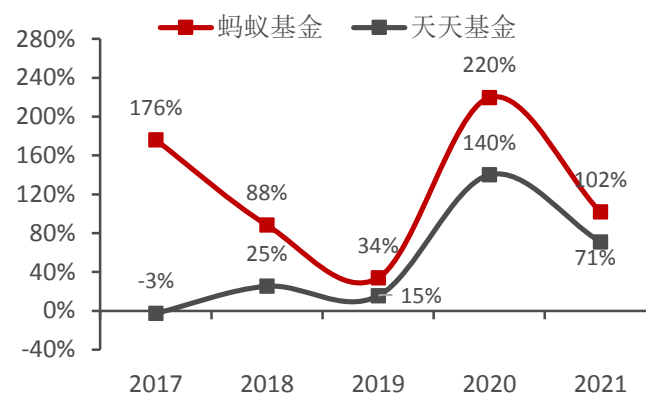
19 年蚂蚁基金凭借飞跃式的增长，实现了对天天基金的超越。

图 58：2016~2021 天天基金 VS 蚂蚁收入（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

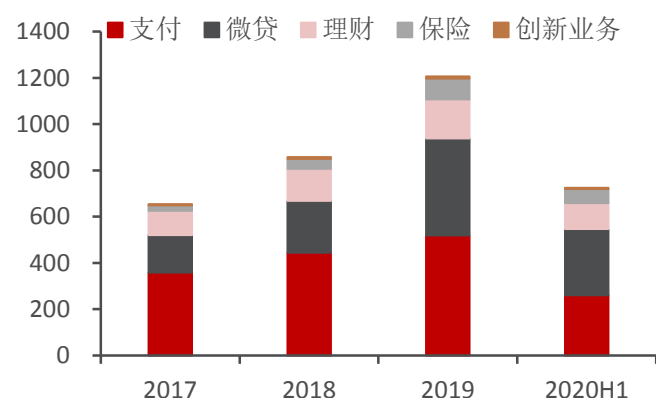
图 59：截至 2021Q2 天天 VS 蚂蚁基金保有规模比较



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

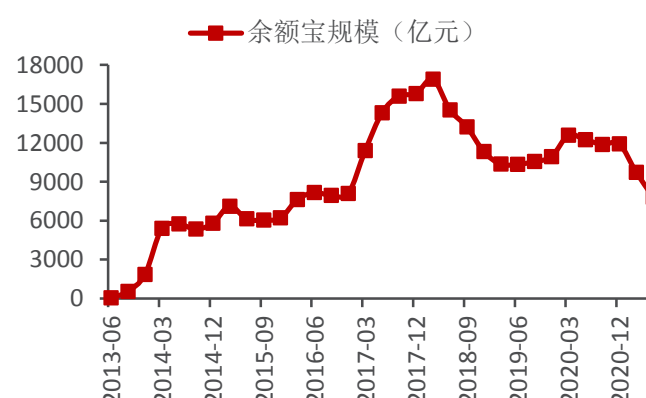
蚂蚁的优势如何理解？互联网巨头中唯一具备金融属性的工具+余额宝带来的出圈效应。蚂蚁基金背靠支付宝生态，具备庞大的生态流量基数，潜在转化空间极大。相对于其他互联网巨头（腾讯、京东等），支付宝最大的优势在于支付的工具属性天然接近金融，导流效果更好。2020 年蚂蚁集团支付规模达到 118 万亿，促成信贷、理财业务规模分别为 2.01、3.4 万亿，从个人支付到个人金融、个人理财传导通常。另一个优势在于出圈产品余额宝带来显著的品牌效应，巅峰规模接近 1.8 万亿，为蚂蚁基金打造良好的品牌效应。

图 60：2017~2020H1 蚂蚁集团收入结构（亿元）



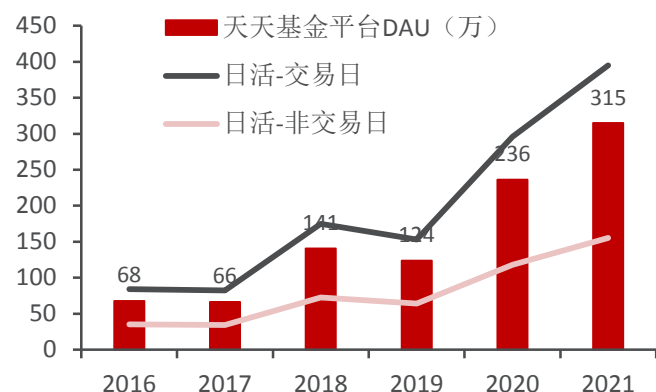
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，民生证券研究院

图 61：2013~2021H1 余额宝规模变迁

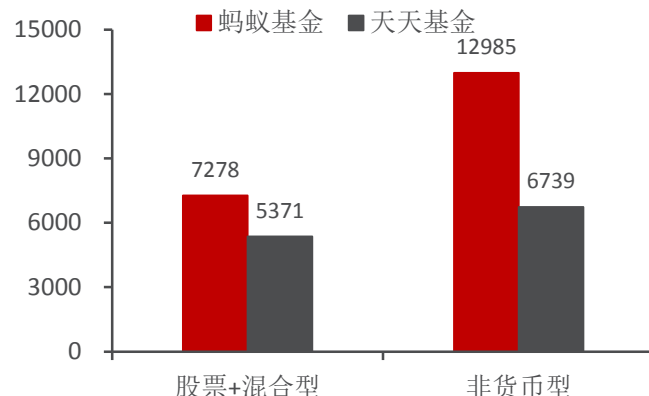


资料来源：Wind，民生证券研究院

东财 VS 互联网：唯一具备券商牌照，形成垂直一体化的交易理财平台。东方财富相较于互联网巨头最大的优势之一在于券商牌照，从而形成涵盖证券开户交易、基金投资、期货交易等垂直一体化的个人投资理财服务。券商业务能够为东财带来两方面的壁垒：**1) 从增量角度**：东方财富网、东方财富证券、天天基金之间相互导流、共建生态，目前东财证券业务仍处于快速渗透抢占市场的阶段，2016-2021H1 营收增速远高于行业，因此能够为公司带来新增流量基数；**2) 从留存角度**：一体化的投资理财平台以及专业丰富的基金投资辅助功能，使得公司在客户粘性上相较于互联网公司具备更强的粘性。

图 62：天天基金日活数量仍处于增长阶段（万人）


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 63：天天与蚂蚁两种类型基金保有量（亿元）


资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

专业的投资理财互联网平台，面临监管压力较小。东方财富相对于互联网巨头，面对的监管压力相对较小，包括金融科技、反垄断、数据安全等。尤其是对于互联网平台的反垄断以及金融科技、支付的监管，使得东方财富未来增长空间有望进一步打开。

表 4：互联网及金融科技面临的监管变化

时间	事件	核心内容
2021.10.7	中国人民银行行长易纲发表《中国大型科技公司监管实践》	金融科技面临的问题：包括无牌或超范围从事金融业务、支付业务存在违规行为、通过垄断地位开展不正当竞争、威胁个人隐私和信息安全、挑战传统银行业的经营模式和竞争力。 中国的应对：一是金融作为特许行业，必须持牌经营；二是建立适当的防火墙，避免金融风险跨部门、跨行业传播；三是断开金融信息和商业信息之间的不当连接，防止“数据-网络效应-金融业务”的闭环效应产生垄断。
2021.2.7	《平台经济反垄断指南》	对于支付业务：断开支付工具与其平台上的其他金融产品的不当连接，使支付业务回归本源 明确定义了垄断的形式，包括“二选一”、利用平台规则对价格进行统一、低于成本销售、大数据杀熟等。
2021.2.19	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	联合贷款比例：严禁商业银行将贷前、贷中、贷后管理的关键环节外包；商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，应严格落实出资比例区间管理要求，单笔贷款中合作方出资比例不得低于 30%。
2020.11.2	《网络小额贷款业务管理暂行办法》（征求意见稿）	经营网络小额贷款业务的小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的 4 倍；在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30%。

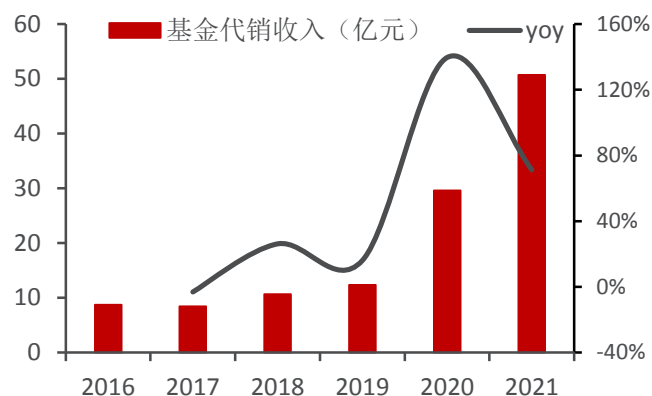
资料来源：民生证券研究院整理

3.3.3 聚焦东财：基金代销业务成长逻辑清晰

基金代销业务迎来飞跃式增长，保有量规模稳健增长。东方财富的金融电子商务业务（即基金代销业务）是公司增速最快的业务，2020、2021 收入规模分别为 29.62、50.73 亿元，同比增速分别为 140%、71%。同时公司在公募基金保有规模上也迎来突破，截至 2021Q4 股票+混合型公募基金保有规模达到 5371 亿元，超越工商银行排名基金销售行业第三位，仅次于招商银行（7910 亿）、蚂蚁基金

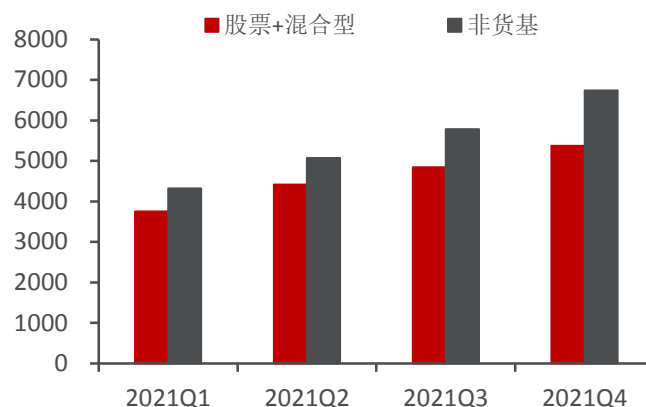
(7278 亿)。

图 64：东方财富基金代销业务规模及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

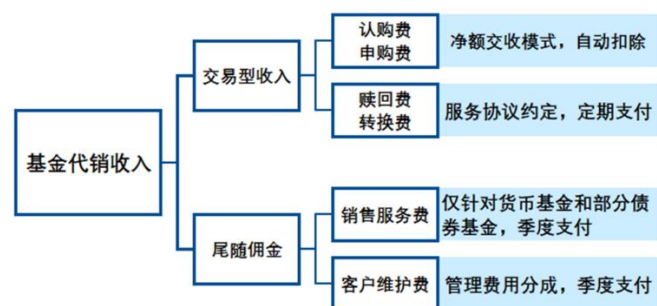
图 65：东方财富公募基金保有量规模情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

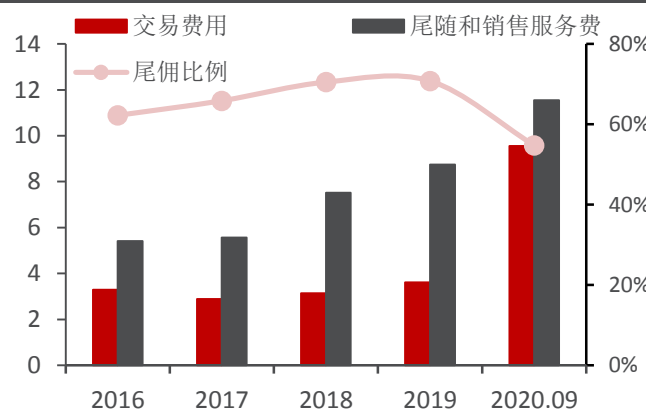
业务逻辑详解：新发基金并非核心变量，兼具成长性与弹性。拆解天天基金的收入构成，可以分为交易型收入和尾随佣金。交易型收入与基金的申购赎回有关，新发基金一定程度上能够代表基金的交易热度，但本身公司采取低费率的竞争策略，交易型占比相对较低。而尾随佣金的收入模式与天天基金的保有量规模挂钩，考虑到整体资管规模的持续扩大，尾随业务能够成为长期稳健成长的动力。

图 66：基金销售业务收费模式拆解



资料来源：民生证券研究院整理

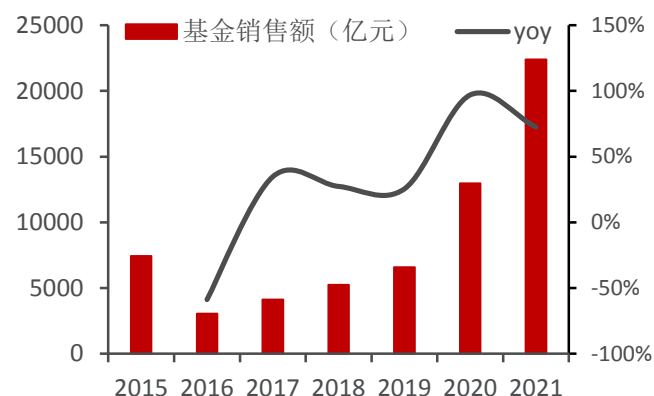
图 67：东方财富基金销售交易费用与尾佣情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

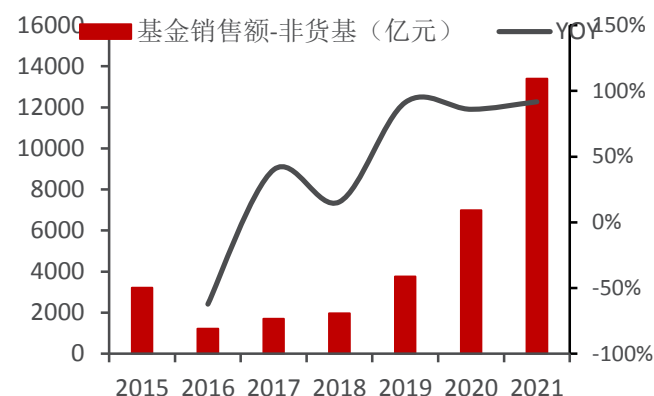
交易规模持续增加，上线产品数量稳步扩大。从交易和保有两个维度，东方财富基金代销业务有望保持长期高速增长。一方面，得益于居民资产配置向专业资管机构转向，2019 年以来公司基金销售额持续增长，2020 年整体销售额破万亿至 1.3 万亿，其中非货基公募基金销售额达到 6990 亿元；另一方面，公司持续加大基金管理公司的覆盖度，2021 年中报披露公司共上线 146 家基金管理人合计 10863 只基金产品。从前端交易费用与后端保有量带来的尾佣收入看，公司基金代销业务均有望维持中长期的高速增长。

图 68：2015-2021 东方财富基金销售额及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 69：2015-2021 东财非货基销售金额及同比增速



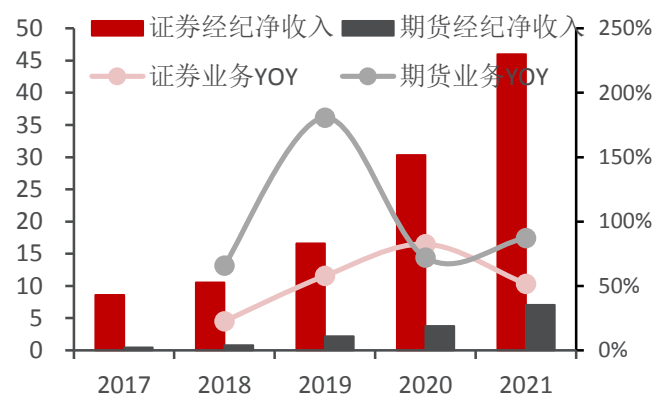
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 资本市场改革红利持续，证券业务加速向上

4.1 经纪业务：流量变现，互联网基因赋予显著竞争优势

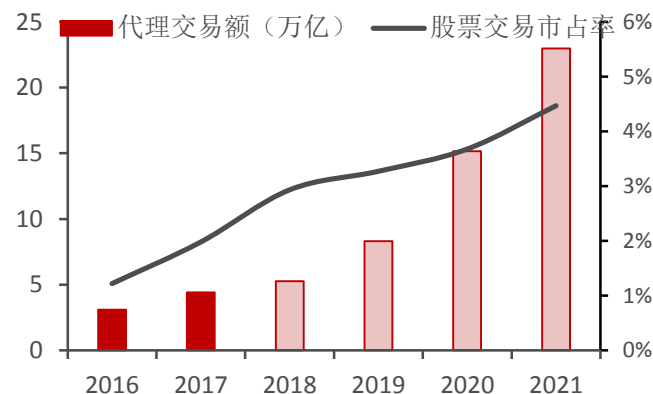
经纪业务：流量的优质变现，市占率持续提升。东方财富拿下券商牌照后依托强大的品牌和生态流量，发力经纪业务，2016-2021 年证券经纪业务保持 51% 的复合增速，21 年达到 45.97 亿元，同比增长 52%。同时期货经纪业务也开始发力，21 年收入达到 7.06 亿元，同比增长 87%。经纪业务的高增长一方面受益于整个市场交易热度的抬升，但更重要的是公司仍处于抢占市场份额的阶段，若按照万 2 的佣金率估算，21 年公司代理股票交易额市占率达到 4.47%，同比提升 0.79pct，但 2021 年东财证券市占率离第一的华泰（7.6%）仍有较大的差距。

图 70：2017~2021 公司证券、期货经纪净收入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

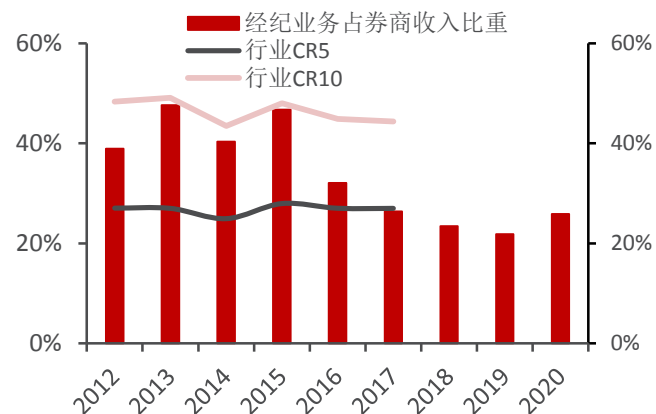
图 71：2016~2021 公司代理证券交易额及市占率



资料来源：公司公告，中国证券业协会，Wind，民生证券研究院

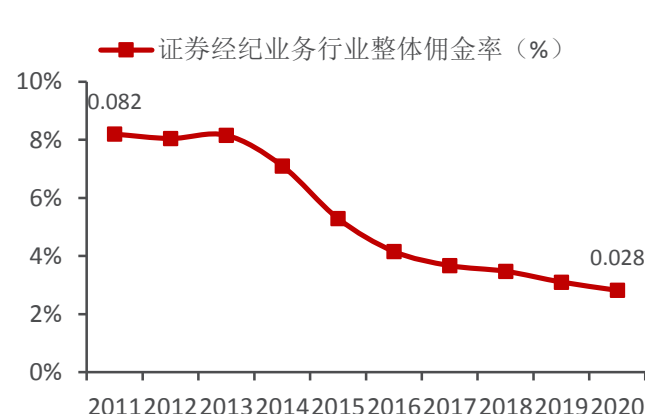
经纪业务已成红海，差异化发展是破局之道。自 15 年以来，经纪业务收入占证券公司营收的比重不断降低，由 2015 年 47% 下降至 2020 年的 26%，同时以集中度视角看的行业格局也并未发生根本性变化。究其原因，互联网、特别是移动端的普及使得证券交易进一步同质化，行业竞争加剧下佣金率持续降低，从 13 年约万分之 8.2 下降至 2020 年仅万分之 2.8。

图 72：证券经纪业务占券商营收比重及行业集中度



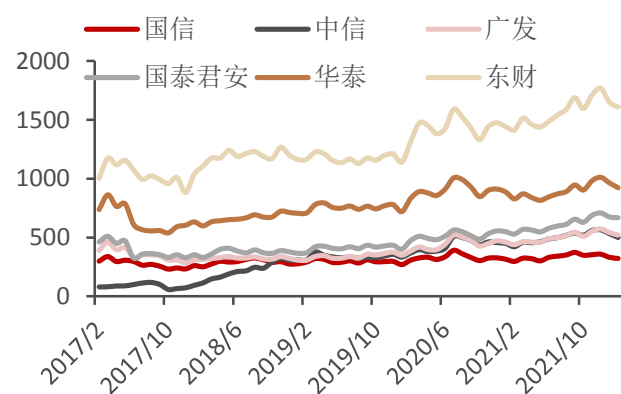
资料来源：Wind，中国证券业协会，民生证券研究院

图 73：证券行业经纪业务佣金率变化（单位：%）

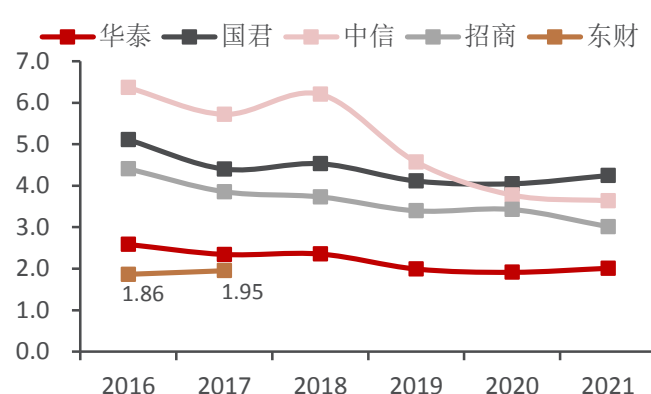


资料来源：Wind，中国证券业协会，民生证券研究院

领先的“互联网+券商”，在低费率时代有望持续扩大市占率。东方财富是当前唯一具备完整互联网生态以及券商牌照的公司，相对于证券公司在生态流量基数、产品矩阵丰富度、互联网营销运营经验上均有着显著的优势。同时，公司借力资本市场，通过可转债等方式募集低成本资金，补足自己薄弱的资本金环节。东财在进军证券行业之初就采用低费率的竞争策略，测算 2016、2017 年佣金率仅万分之 1.86、1.95（同期行业为 4.2、3.7），因此公司具备在低费率时代保持盈利和抢占市场的能力和经历。

图 74：东方财富生态月活数量与券商 APP 对比（万人）


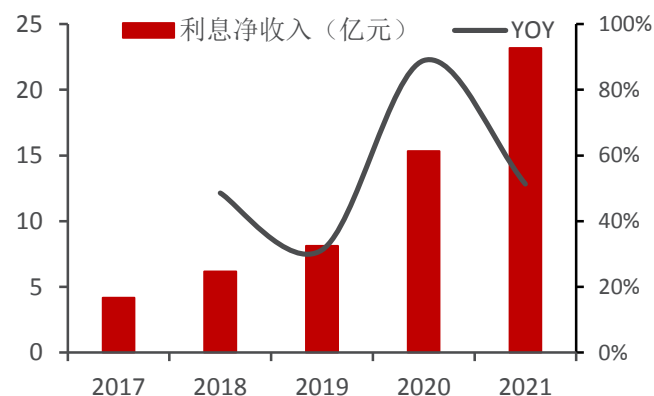
资料来源：易观千帆，民生证券研究院

图 75：公司与主要券商佣金率比较（单位：万分之一）


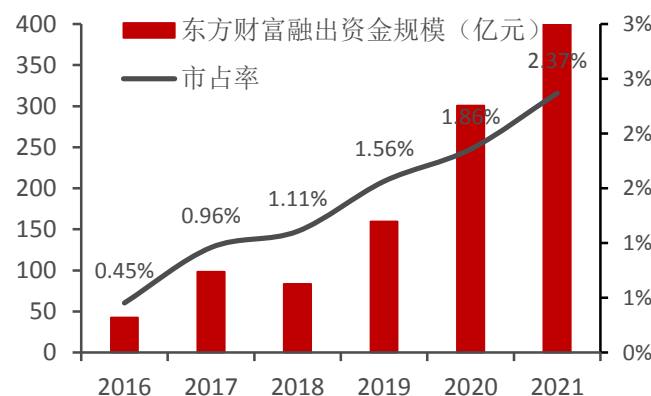
资料来源：Wind，中国证券业协会，民生证券研究院

4.2 两融业务：经纪业务自然延伸，低成本募资促业务增长

两融业务：经纪业务的自然延伸，横向比较刚刚起步。东财的两融业务经历了近两年的高速发展，已经成为经纪业务后公司成长的又一驱动因素。两融业务是典型资本消耗型业务，同时业务属性与资本市场交易热度密切相关，因此东财切入两融并高速成长顺理成章。但站在当前时点，2021 年东财的两融规模市占率仅为 2.37%，远低于 4.47% 的股票交易市占率，同时与传统头部券商的两融规模也有较大差距。

图 76：2017~2021 公司融资融券利息收入


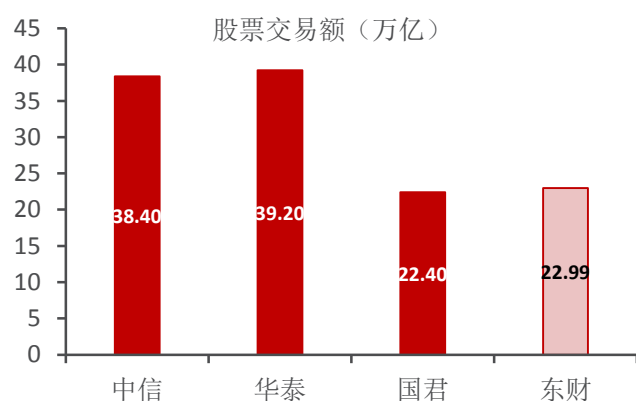
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 77：2016~2020 年公司融出资金规模及市占率


资料来源：公司公告，中国证券业协会，Wind，民生证券研究院

两融业务的天花板在哪里？对标券商龙头仍有空间。截至 2021 年年报，东方财富融出资金规模为 434 亿元，相对于龙头券商中信、华泰、国君的规模分别为 34%、37%、40%。而对比几家券商的股票交易额，东财代理买卖股票金额的规模相对于中信、华泰、国君分别为 60%、50%、103%，且公司代理交易金额增速明显快于行业。从股票交易量这个视角下，东方财富融资融券业务还有极高的成长空间，当前主要的限制在于资本金实力。

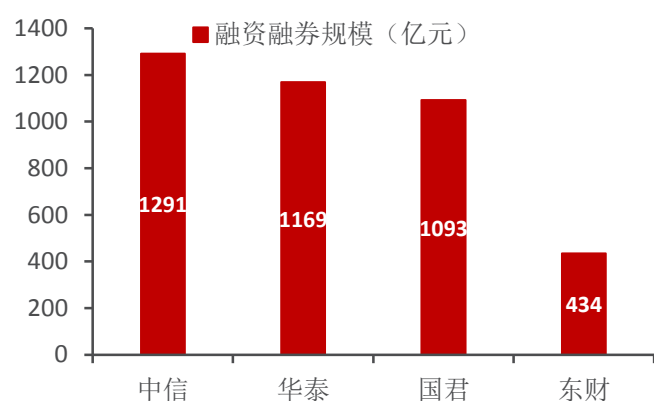
图 78：2021 年东方财富股票交易额与头部券商比较



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：东财按照万 2 费率测算，实际成交额略低于 22.99 亿元

图 79：2021 年东方财富融资融券余额与头部券商比较



资料来源：各公司公告，Wind，民生证券研究院

发行可转债募集低成本资金，两融业务有望持续扩张。两融业务是资本消耗性业务，需要充足的资本金来扩大业务规模。2020 年以来公司通过资本市场加速融资进程，合计两次发行可转债分别募资 73、158 亿元用于业务扩张，其中用于融资融券业务开展的资金分别为 65、140 亿元。根据 2021 中报披露的情况看，当前公司还在筹划不超过 120 亿公募债和 10 亿美元，用于证券业务的扩张。

表 5：东财募集资金投向两融业务的回顾

公告日期	融资方式	募资净额 (亿元)	两融业务投资额
2017/12/18	可转债	46.21	40 亿
2020/1/9	可转债	72.75	65 亿
2021/4/2	可转债	157.80	140 亿
2021 年中报披露 启动发行工作	公募债	不超过 120 亿	
2021 年中报披露 启动发行工作	境外债	不超过 10 亿美元	

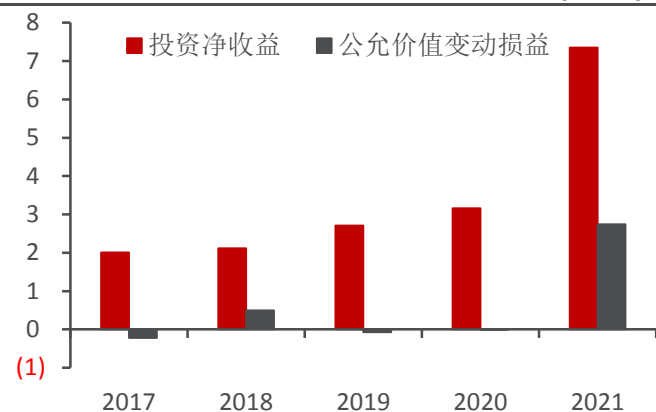
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 横向拓展：自营发力，探索基金与投顾

受益与资本市场热度，发力投资与自营。2021 年东方财富的利润构成中，投资净收益、公允价值变动损益分别为 7.35、2.75 亿元，去年同期分别为 3.16、-0.01 亿元，与之对应的自营投资收益正在成为公司利润增长的重要组成部分。源

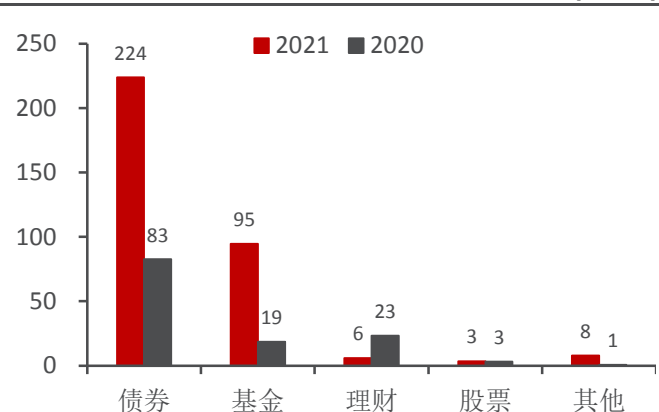
于公司通过多种融资手段不断增强资本金,截至 2021 年末东财交易性金融资产规模达到 336 亿元,同比增长 162%;其他债权投资规模为 140.3 亿元,主要投向国债、地方债、企业债等领域。

图 80 : 2017-2021 年公司自营贡献利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 81 : 2020VS2021 公司交易性金融资产结构 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

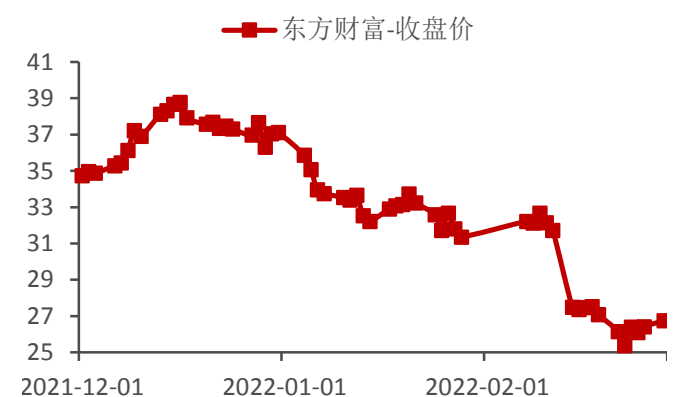
投顾牌照、东财基金稳步开拓，潜在看点十足。东方财富在财富管理领域持续拓展，2021 年 7 月份东方财富证券拿下投顾牌照，紧跟财富管理转型的步伐。同时东财基金也在稳步拓展，截至 2021 年底在管规模 50.79 亿元，较 2020 年翻倍，主要为股票型基金（其中指数型占比较高）。东方财富核心优势还是在于远超其他券商的生态流量，在财富管理领域的诸多尝试和拓展中蕴藏着更多的可能性。

5 周期波动中成长，拥抱财富管理“黄金赛道”

5.1 可转债转股成为诱因，东财经历历史级别回调

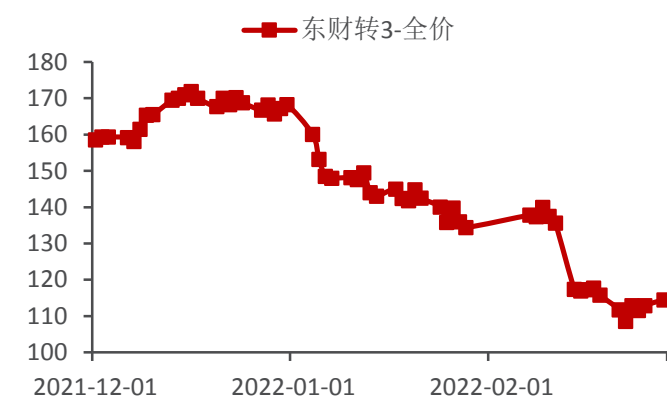
东财 1 月份以来持续调整，可转债是关键因素。东方财富近期出现大幅回调，2 月 14 日单日下跌 13%，自 21 年 12 月 16 日高点回调 37%。复盘东财此轮调整，我们认为可转债是关键诱因，本质是成长逻辑受到周期低谷的考验。结合东财转 3 的表现，能够看到 1 月 4 日便出现调整，转债大量没有完成转股且连续高估使得触发强赎的概率加大。公司决定行使强赎权使得可转债面临大量转股压力（3 月 1 日强赎），进而引发了正股的大幅回调。

图 82：2021.12-2022.2 东财出现大幅调整（元/股）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 83：21.12-22.2 东财转 3 出现大幅调整（元/张）



资料来源：wind，民生证券研究院

存在大量转股压力，eps 摊薄与转股抛压并存。东财的可转债长期处于高溢价率状态，若触发强赎机制则会促使转债持有者转股，短期内大量增加公司股本，进而摊薄 eps。回顾公司公告，截至 1 月 4 日公司公告转股余额尚有 150.8 亿元，同时满足强赎条件，触发强赎的概率加大。公司于 1 月 24 日公告行使赎回权，测算完全转股将增厚股本。

表 6：东方财富可转债赎回梳理

转债转股回顾	公告日期	公告内容	期间股价表现
东财转 3	2022 年 3 月 8 日	截止 2022 年 2 月 28 日收市，“东财转 3”有 140,612 张未转股，本次赎回数量为 140,612 张，本次赎回公司共计支付赎回款 14,086,510.16 元。	-25%
	2022 年 1 月 24 日	董事会审议通过《关于赎回全部已发行可转换公司债券的议案》	
	2022 年 1 月 17 日	发布东财转 3 可能满足赎回的提示性公告	
	2022 年 1 月 4 日	截至 2021 年第四季度末，剩余可转债 1.51 亿张，剩余票面总金额 150.86 亿元。	
东财转 2	2020 年 9 月 4 日	截止 2020 年 8 月 27 日收市，“东财转 2”尚有 498,685 张未转股，本次赎回数量为 498,685 张，本次赎回公司共计支付赎回款 49,928,342.20 元。	-10%
	2020 年 8 月 6 日	审议通过《关于赎回全部已发行可转换公司债券的议案》	
东财转 1	2019 年 5 月 13 日	截止 2019 年 5 月 10 日收市，“东财转债”尚有 306,307 张未转股，本次赎回数量为 306,307 张，本次赎回公司共计支付赎回款 30,679,709.12 元。	-24%
	2019 年 4 月 1 日	董事会审议通过《关于赎回全部已发行可转换公司债券的议案》，截至 2019 年 3 月 29 日，东财转债尚有 17056747 张，剩余可转债金额为 170567.47 万元。	

资料来源：wind，民生证券研究院

可转债转股如何看待？并非完全利空，扩充资本金助力证券业务增长。短期视角下，可转债的大量转股必然会面临短期内 eps 的调整，但考虑到券商业务的监

管方面的要求,增加资本金有助于提升净资产,保证证券业务规模扩张的基础。可转债转股对于公司可能会造成短期的相对负面影响,但并未破坏公司长期成长的基础,我们认为 3 月 1 日转股完成后相关的负面因素有望消退。

图 84：东方财富三次可转债强赎的股份表现（元/股）



资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 基金发行遇冷，成长逻辑备受考验

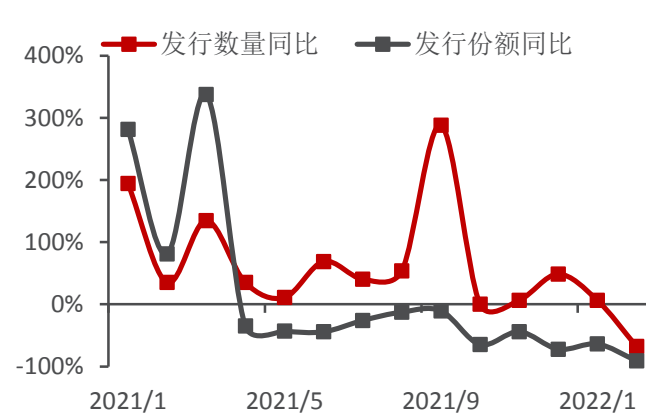
可转债是诱因，基金发行遇冷导致财富管理前景生变。可转债转股造成的 eps 摊薄与正股抛压只是回调诱因，2022 年 1、2 月份新基金发行遇冷是公司短期大幅波动的核心原因。按照基金成立日作为统计标准，2022 年 1、2 月份股票型、混合型基金发行数量合计分别为 115、50 只，同比增速分别为 6.5%、67.7%；1、2 月份发行份额合计分别为 940.54、207.45 亿元，同比增速分别为-63.9%、-90.8%。1、2 月份新发基金从数量和金额两个维度出现大幅滑坡，与市场同时期的弱势表现和悲观预期形成负向反馈。

图 85：2016-2021.03 权益类基金新发数量及份额



资料来源：wind，民生证券研究院

图 86：2021-2022.01 股票+混合型基金发行同比



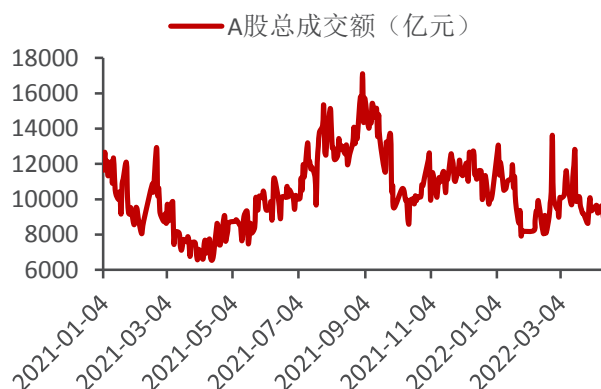
资料来源：wind，民生证券研究院

A 股开年表现不佳，成交额并未继续向上。自 2022 年开年以来，以沪深 300、创业板指、万德全 A 为代表的主要股指表现欠佳，2022 年 1 月 4 日至 4 月 14 日

期间三大指数回调幅度分别为 15%、24%、16%。较弱的市场表现也使得市场交易热度有所下滑，1、2、3 月份 A 股总成交额分别为 20.02、15.03、23.32 万亿，而 21 年 11、12 月份月度总成交额分别为 24.91、25.74 万亿，1、2 月份呈现环比下滑趋势，但 3 月有所反弹。

图 87：2021 年至今主要指数累计收益率走势

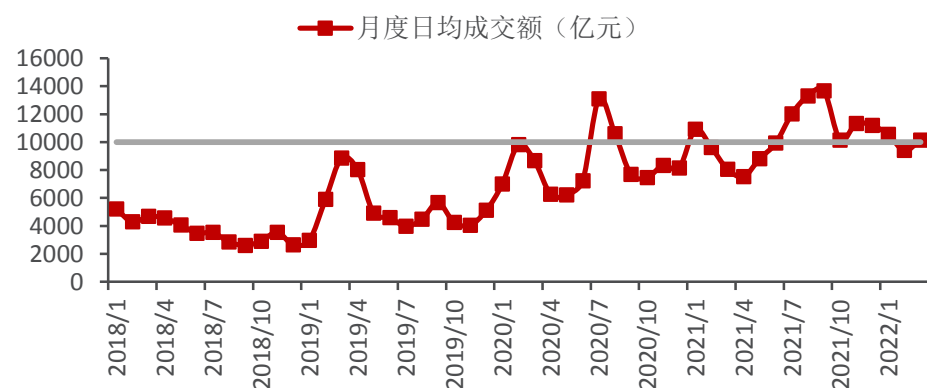

资料来源：wind，民生证券研究院

图 88：2021-2022 年 4 月 14 日总成交额变化


资料来源：wind，民生证券研究院

5.3 回调如何看待？长期成长趋势不变，无惧回调把握机遇

资本市场周期性向来存在，波动恰是布局时机。回看 2 月份，基金发行遇冷、日均成交额环比下滑，叠加国际形势与货币政策的不确定性，资本市场出现周期性波动。但视角拉长看，我国资本市场在多重因素催化下有望迎来长期向上的趋势，活跃度中枢有望持续上移。从成交额角度，2021 年开年同样经历一轮市场调整，至 4 月份月度的日均成交额下滑至 7529 亿元，但后续随着市场情绪回暖交易活跃度也重新提升，7 月份以来持续突破万亿大关。

图 89：2018-2022 年 3 月 A 股月度的日均成交额变化


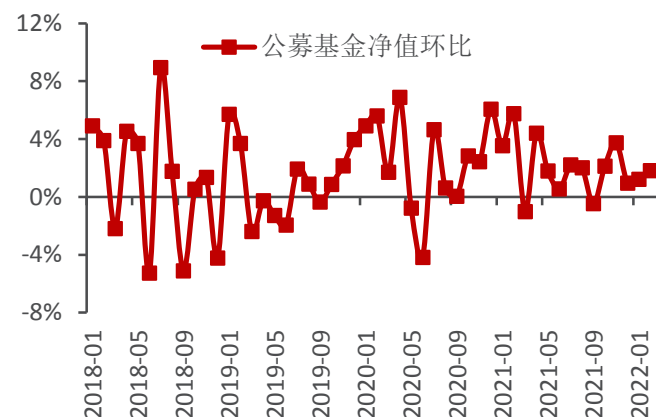
资料来源：wind，民生证券研究院

财富管理逻辑并未改变，公募资管规模突破 26 万亿。2022 年初，在内外部多重因素催化的情况下，A 股市场出现大幅调整，以公募基金为代表的资产管理并

未出现大幅的滑坡,整体公募基金净值在去年的高基数下仍然保持 20% 的正增长,而从环比的角度看 2022 年 1-2 月份环比增速分别为 1%、2%。

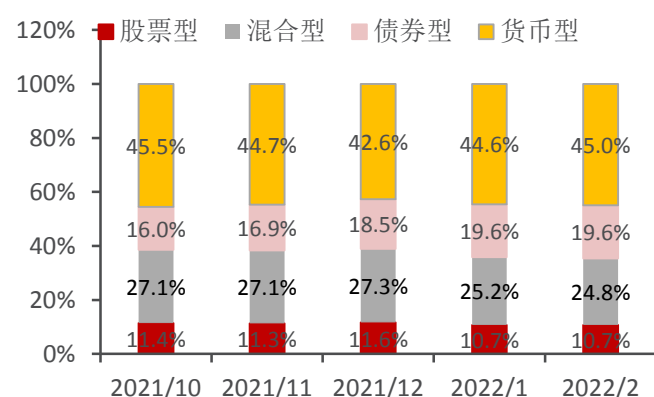
图 90：2017-2022 年 2 月末开放式公募规模及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

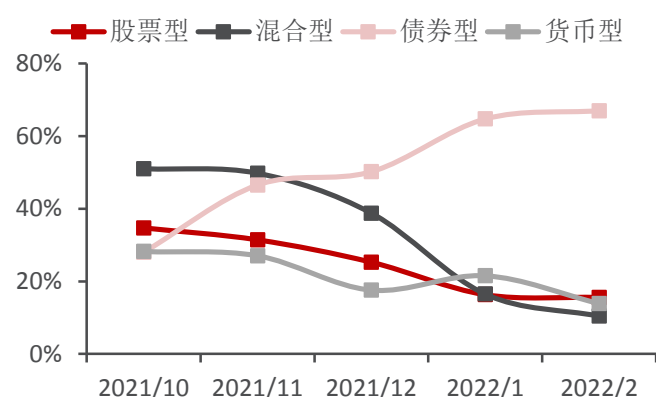
图 91：2018-2022 年 2 月末开放式公募基金净值环比


资料来源：wind，民生证券研究院

短期波动导致公募基金结构发生变化，静待市场情绪修复。2022 年初市场的短期调整并未显著改变公募基金的规模增长，但结构上有明显变化，以权益为主的股票型和混合型基金净值规模有所下滑，其中 2022 年 1 月份股票、混合型基金净值环比下滑速度分别为-7%、-6%，而债券型基金的规模出现大幅提升，侧面反映了市场的避险情绪。公募基金整体规模保持增长的同时结构出现变化，足以证明短期的外部因素冲击会一定程度上影响金融资产的配置结构，但我们认为整体的资管配置向资本市场转移的趋势是没有变的。

图 92：2021.10-2022.02 公募基金净值结构变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图 93：2021.10-2022.02 四类型基金净值同比增速


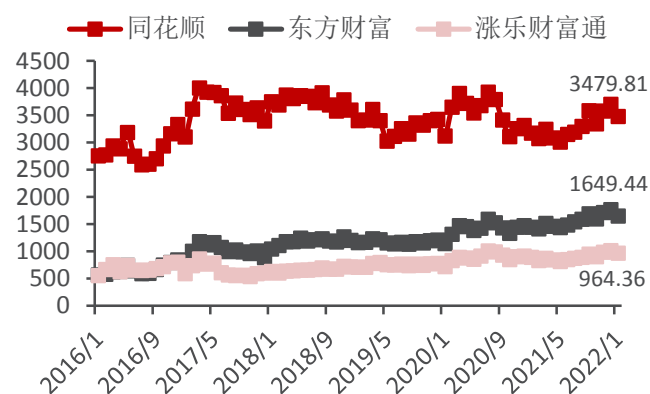
资料来源：wind，民生证券研究院

而聚焦东财，自身业务仍处于持续提升市占率的阶段，成长性远大于周期性。

首先从流量角度：渗透率仍有提升空间。东财作为国内唯一的超大流量（1600 万+）与券商牌照结合的公司，天然在广大 C 端市场具备优势。从 APP 月活数据看，截至 2021 年 1 月末东方财富月活达到 1649 万人，在证券 APP 中仅次于同花顺，同时远超券商 APP 中运营最好的华泰证券旗下的涨乐财富通。而比较来看，东方

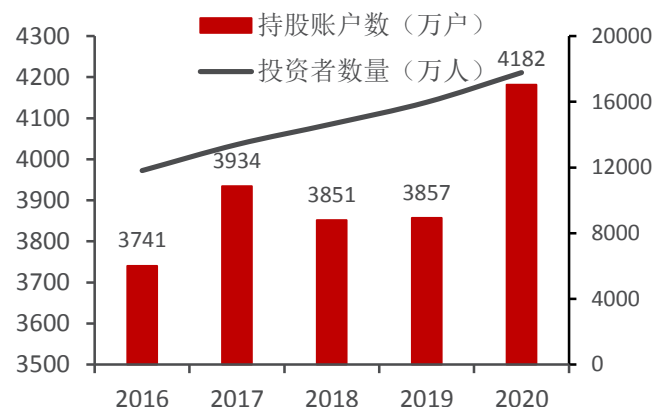
财富 APP 月活仍具备提升空间，截至 2020 年我国持股账户数为 4182 万户，累计投资者数量为 1.78 亿人。

图 94：2016-2022.01 东财与主流券商月活（万人）



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

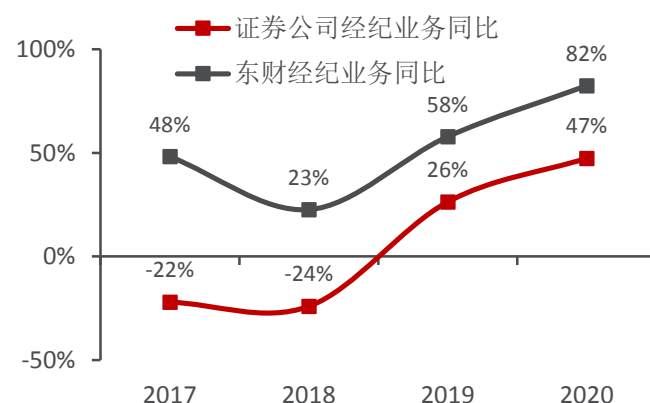
图 95：2016-2020 年持股账户数及投资者数量



资料来源：wind，上交所，民生证券研究院

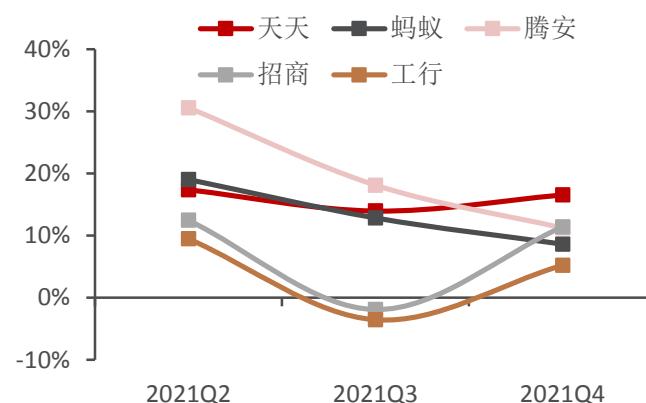
成长天花板尚未触达，业务边界拓展可期。东方财富的主要业务与资本市场热度高度相关，客观上市场的周期性波动会对增长前景造成一定的影响。但站在当前时点看，东财的仍处于抢占市场份额的阶段，成长远未止步。从东财最核心的两个业务证券经纪以及基金代销看，均保持远高于行业的增长。

图 96：2017-2020 东财与行业经纪业务收入增速比较



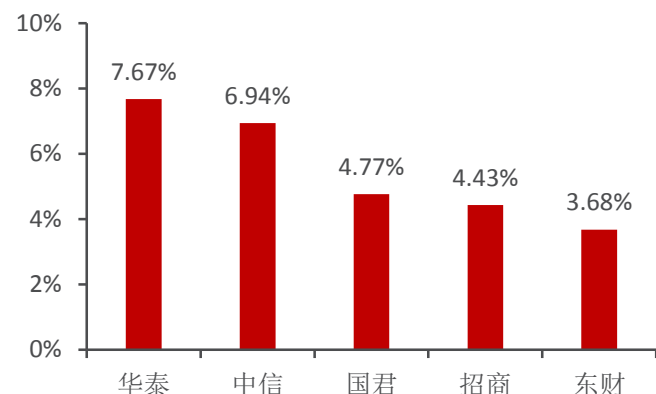
资料来源：wind，民生证券研究院

图 97：2021Q2-Q4 基金保有规模环比增速比较

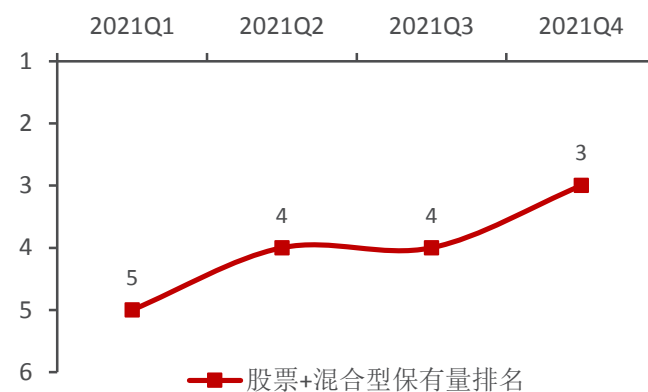


资料来源：wind，民生证券研究院

周期波动中成长，核心业务成长远未停滞。东财的两大业务均具备周期成长属性，宏观视角下基金代销业务、证券经纪与两融业务与资本市场热度高度相关，自 19 年以来连续 3 年的市场繁荣为公司业绩高速增长奠定基础；而聚焦到每个业务的具体情况，又能够看到东财仍处于抢占市场份额的进程中。2020 年东财经纪业务市占率 按照万 2 的佣金率估算 约为 3.68% 行业领军华泰证券市占率约为 7.67%；对于天天基金，公司 21 年股票+混合型基金保有规模排名仍在继续提升。证券与基金代销两大业务仍处于抢占份额的过程中，成长性值得期待。

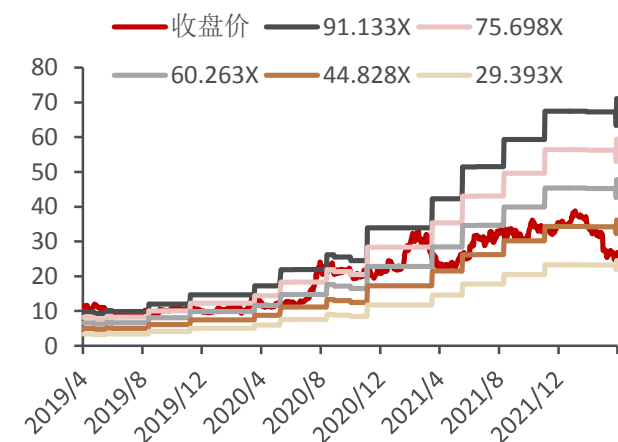
图 98：2020 年东财经纪业务市占率与头部券商比较


资料来源：wind，民生证券研究院

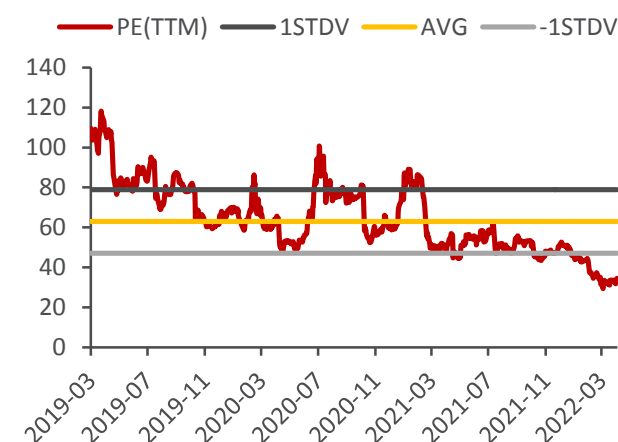
图 99：2021 年四个季度天天基金保有量规模排名


资料来源：wind，民生证券研究院

估值降至近三年最低区间。随着近期东财的大幅回调，公司当前的估值已经进入近 3 年的低点，截至 4 月 14 日收盘东财的滚动市盈率为 35 倍，而近三年滚动市盈率的中枢为 63 倍。短期的下跌使得公司估值的性价比不断提升，而恐慌下公司的成长性被显著低估。

图 100：近三年东方财富 PE-BAND 情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图 101：近三年东方财富滚动市盈率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

东财当前的业务版图可以分为证券业务、基金代销业务、金融数据及广告三大领域，证券业务进一步拆解可以分为证券经纪业务、两融业务、期货经纪业务、其他券商业务；基金代销业务由交易型收入与尾随佣金及销售服务费构成，而金融数据与广告业务体量较小且并非重点发力领域。

关于证券业务：

1) 证券经纪业务与市场活跃度、东财代理成交额市占率相关。2020、2021 年 A 股总成交额分别为 206、257 万亿，同比增速分别为 25%、62%，我们中性预计 22-24 年，A 股总成交额同比增速分别为 5%、10%、10%；关于东财代买卖股票成交额的市占率，若按照万 2 的佣金率计算，2020、2021 年市占率分别为 3.68%、4.47%，分别同比增加 0.79、0.41pct，我们预计公司将凭借互联网渠道的优势与网点铺设相结合，继续保持市占率的提升，预计 22-24 年市占率将分别提升 0.4、0.4、0.4pct；关于佣金率，考虑到东财凭借互联网渠道采用的低费率策略，我们中性预计公司的综合交易佣金率将保持万 2。根据以上 3 个关键指标的拆解，我们预计 2022-2024 年东财证券经纪业务收入分别为 52.59、62.60、74.09 亿元，同比增速分别为 14%、19%、18%。

2) 两融业务属于资本消耗性业务，根据 A 股市场的两融余额-东财两融规模的市占率-两融利息率的指标组合可以构建出两融业务的收入。2020、2021 年年末 A 股两融余额分别为 1.62、1.83 万亿，同比增速分别为 59%、13%，考虑到两融与市场热度高度相关，我们中性预计 22-24 年两融余额同比增速分别为 5%、5%、5%；关于东财两融规模市占率，2021 年底东财融出资金规模为 437 亿元，市占率估算为 2.37%，考虑到东财超高的流量，我们预计东财的两融业务仍将保持市占率持续抬升的步伐，预计 22-24 年市占率分别提升 0.4、0.4、0.4pct；关于两融业务利息率，我们按照年均两融规模与利息收入进行计算，2020、2021 年两融业务利息率为 6.26%、6.72%，我们预计公司两融业务未来 3 年综合利息率将保持在 6.5%。综上，预计公司两融业务 22-24 年营收分别为 31.42、38.12、45.41 亿元，同比增速分别为 36%、21%、19%。

3) 期货业务，期货市场具备一定的成长性，2021 年中国期货市场成交额 5812 万亿，同比增速为 33%。考虑到期货市场成交额的增长以及东财在期货交易领域的潜力，我们中性预期公司期货经纪收入 22-24 年分别为 7.77、8.54、9.40 亿元，同比增速分别为 10%、10%、10%。

关于基金代销 我们预计 22-24 年营收分别为 61.37、80.23、101.16 亿元，同比增速分别为 20.97%、30.73%、26.10%。

1) 交易性收入，基金代销业务中的交易型收入主要与基金销售额、基金的换

手率有较大关系,根据公司年报,2020、2021 年天天非货基销售额分别为 6900、13404 亿元,同比增长分别为 86%、92%,考虑到基金发行及基金市场热度的周期性波动,我们预计 22-24 年公司非货基销售额同比增速分别为 5%、25%、20%。根据交易型收入与基金销售额的比例关系,预计 22-24 年交易型收入分别为 16.89、24.63、31.67 亿元。

2) 尾随佣金,尾随佣金主要与公司的基金保有规模相关,按照基金条例中的销售管理费 $\times$ 一定比例的费率 $\times$ 保有规模计算。2021 年末公司非货及保有规模为 6739 亿元,考虑到公司作为互联网平台的生态优势,我们预计未来 3 年公司基金保有规模仍将保持较高速度的增长,预计 22-24 年保有量规模同比增速分别为 20%、25%、25%。

金融数据、广告及其他,东财的金融数据业务及广告业务与市场热度呈现一定相关性,考虑到未来市场环境的变化及公司自身对于该板块的定位,我们预计 22-24 年金融数据+广告业务同比增速分别为 5%、9%、9%。

表 7：2022-2024 年东方财富分业务收入拆分及预测（单位：亿元）

收入拆分	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	29.26	23.53	25.46	31.23	42.32	82.38	130.95	157.34	194.03	234.97
YOY		-20%	8%	23%	36%	95%	59%	20%	23%	21%
证券业务	1.13	11.49	14.34	18.13	27.51	49.82	76.87	92.46	109.98	129.64
YOY		917%	25%	26%	52%	81%	54%	20%	19%	18%
证券经纪业务	0.60	5.79	8.59	10.53	16.62	30.32	45.97	52.59	62.60	74.09
利息净收入	0.07	2.35	4.16	6.18	8.11	15.32	23.18	31.42	38.12	45.41
期货经纪业务	0.08	0.60	0.47	0.78	2.19	3.77	7.06	7.77	8.54	9.40
基金业务		0.01	0.01	0.01	0.01	0.16	0.33	0.35	0.36	0.38
证券其他业务	0.39	2.73	1.11	0.63	0.58	0.24	0.32	0.34	0.35	0.37
金融电子商务服务	24.42	8.71	8.44	10.65	12.36	29.62	50.73	61.37	80.23	101.16
YOY		-64%	-3%	26%	16%	140%	71%	21%	31%	26%
金融数据服务	2.49	2.20	1.69	1.60	1.58	1.88	2.53	2.66	2.92	3.21
广告及其他	1.22	1.13	0.99	0.85	0.87	1.06	0.82	0.86	0.90	0.95

资料来源：民生证券研究院预测

关于毛利率,根据东方财富年报,证券业务不披露毛利率,因此主要的毛利率预测针对金融电商、金融数据及广告业务。根据过去多年金融电商业务的毛利率表现,预计未来 3 年毛利率水平仍较保持平稳,故 22-24 年金融电商业务毛利率分别为 92%、92%、92%。而金融数据、广告业务并非公司盈利重点,预计未来 3 年毛利率水平维持在 5%。

表 8：2022-2024 年东方财富毛利率情况（单位：%）

业务拆分	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
金融电子商务服务	93.75	90.3	90.8	91.21	91.45	91.7	93.52	92%	92%	92%
金融数据服务	53.12	23.04		-22.33	-25.99	-20.77	4.8	5%	5%	5%
广告及其他	58.41	32.99		-6.78	1.12	11.84	-14.17	5%	5%	5%

资料来源：民生证券研究院预测

成本费用方面,考虑到公司 21 年高速增长的规模带来人员和投入的大幅扩

张，预计随着22-24年东财增速趋于稳定，相关费用端的投入也会有所放缓。我们预计22-24年，东财的销售费率分别为5%、5%、5%；管理费率为13%、13%、13%；研发费率分别为5%、5%、5%。

盈利预测结果：我们预计公司22-24年营收分别为157.3、194.0、235.0亿元，同比增速分别为20.2%、23.3%、21.1%；预计归母净利润分别为102.3、126.8、154.0亿元，同比增速分别为19.6%、24.0%、21.4%。

表 9：2022-2024 年东方财富盈利预测

利润表（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,094	15,734	19,403	23,497
营业成本	663	825	1,005	1,205
营业税金及附加	104	126	155	188
销售费用	652	787	970	1,175
管理费用	1,849	2,045	2,522	3,055
研发费用	724	787	970	1,175
财务费用	139	142	142	177
投资收益	735	865	1,116	1,410
营业利润	10,080	12,033	14,922	18,119
营业外收支	-26	0	0	0
利润总额	10,054	12,033	14,922	18,119
所得税	1,501	1,805	2,238	2,718
净利润	8,553	10,228	12,684	15,401
归属于母公司净利润	8,553	10,228	12,684	15,401

资料来源：民生证券研究院预测

6.2 估值分析与投资建议

东方财富是国内稀缺的“券商+互联网”企业，通过旗下东方财富、天天基金两大 APP 构建超过千万级的流量生态，并依托券商牌照打造了一站式投资理财平台。考虑到东财业务的稀缺性，目前暂时难以找到合适的对标公司，从两大业务版图看，金融电商业务依托天天基金网、天天基金 APP 开展，属于第三方基金代销平台，具备较强的互联网公司属性，行业内可以对标的公司为支付宝旗下的蚂蚁基金；证券业务方面，目前东财的证券业务主要聚焦交易环节，依托东方财富 1600 万+月活，发力经纪、两融及期货交易业务，而目前经纪业务在券商收入比重逐渐下降。

因此，从可比公司上，我们选择证券 APP 公司，目前 A 股的主要证券 APP 公司包括东方财富、同花顺、大智慧、古鳌科技、指南针，而由于大智慧并未有未来 3 年 wind 一致预期数据，故选择同花顺、古鳌科技、指南针最为可比公司，并结合东财的历史估值做参考。

表 10：可比公司 PE 数据对比（数据截至 2022 年 4 月 14 日收盘）

公司	市值（亿元）	PE(TTM)	PE(2022E)	PE(2023E)	过去 3 年 PE(TTM)均值
同花顺	507.60	27	21	17	60
古鳌科技	58.40	609	58	31	280
指南针	166.66	95	74	54	126
均值		243	51	34	155
东方财富	2,953.37	35	29	23	65

资料来源：民生证券研究院预测

注：可比公司 PE 预测值采用 wind 一致预期

从可比公司的估值上看，差异相对较大，以专门的证券 APP 为主业的公司享有相对较高的估值，而传统的券商目前的估值相对较低。而与自身做对比，无论证券 APP 公司亦或是券商，当前的滚动市盈率与过去 3 年的均值相比均有较大差距，也一定程度上反映市场预期。我们认为东财的本质是拥有券商牌照的互联网公司，其核心竞争力是以东方财富、天天基金为代表的证券 APP 品牌和生态内的千万级流量，而证券业务是优质的变现方式。因此考虑到东财未来的成长性，业务的拓展空间，以及财富管理“赛道”的长期空间，我们认为当前东财的估值被显著低估。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 资本市场活跃度不及预期。东方财富的两大主业与资本市场活跃度高度相关，若资本市场的活跃度恢复不及预期，可能会影响以 A 股成交量、新发基金数量与规模为代表的指标，进而对东方财富短期内的业绩成长带来不确定性。

2) 新发基金与基金销售额不及预期。新发基金与基金销售是基金市场活跃度与基金投资者信心的重要指标，同时也是测度东方财富基金代销业务开展情况的重要指标，若新发基金与基金销售额不及预期，可能会对东方财富的金融电子商务业务的增长带来负面影响。

3) 监管政策趋严的风险。2020 年以来监管政策趋于严格，并重点以反垄断为宗旨进行一系列监管措施，东方财富的基金销售平台具备一定的互联网属性，有可能面临一定的监管不确定性。同时，防范金融风险一直以来是政策层面关注的方向，同样面临监管的可能性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,094	15,734	19,403	23,497
营业成本	663	825	1,005	1,205
营业税金及附加	104	126	155	188
销售费用	652	787	970	1,175
管理费用	1,849	2,045	2,522	3,055
研发费用	724	787	970	1,175
EBIT	9,205	11,164	13,780	16,700
财务费用	139	142	142	177
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	735	865	1,116	1,410
营业利润	10,080	12,033	14,922	18,119
营业外收支	-26	0	0	0
利润总额	10,054	12,033	14,922	18,119
所得税	1,501	1,805	2,238	2,718
净利润	8,553	10,228	12,684	15,401
归属于母公司净利润	8,553	10,228	12,684	15,401
EBITDA	9,557	11,533	14,182	17,154

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	59,611	69,684	82,752	99,573
应收账款及票据	1,819	1,681	1,956	2,157
预付款项	87	124	151	181
存货	0	0	0	0
其他流动资产	102,602	127,040	149,553	167,069
流动资产合计	164,119	198,529	234,411	268,980
长期股权投资	381	400	420	441
固定资产	2,692	2,603	2,577	2,700
无形资产	174	194	217	243
非流动资产合计	20,902	20,821	20,817	20,972
资产合计	185,020	219,350	255,228	289,952
短期借款	2,810	2,810	2,810	2,810
应付账款及票据	229	339	413	495
其他流动负债	118,081	142,072	163,192	180,434
流动负债合计	121,119	145,221	166,415	183,738
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19,861	6,428	8,428	10,428
非流动负债合计	19,861	6,428	8,428	10,428
负债合计	140,980	151,649	174,843	194,166
股本	10,366	11,012	11,012	11,012
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	44,040	67,701	80,385	95,786
负债和股东权益合计	185,020	219,350	255,228	289,952

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	58.94	20.16	23.32	21.10
EBIT 增长率	74.17	21.28	23.43	21.19
净利润增长率	79.00	19.59	24.01	21.42
盈利能力 (%)				
毛利率	94.93	94.76	94.82	94.87
净利润率	65.32	65.01	65.37	65.54
总资产收益率 ROA	4.62	4.66	4.97	5.31
净资产收益率 ROE	19.42	15.11	15.78	16.08
偿债能力				
流动比率	1.36	1.37	1.41	1.46
速动比率	1.35	1.37	1.41	1.46
现金比率	0.49	0.48	0.50	0.54
资产负债率 (%)	76.20	69.14	68.50	66.96
经营效率				
应收账款周转天数	50.71	40.00	38.00	35.00
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.07	0.07	0.08	0.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	0.93	1.15	1.40
每股净资产	4.00	6.15	7.30	8.70
每股经营现金流	0.81	0.81	0.98	1.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	35	29	23	19
PB	6.7	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	27.66	20.88	16.20	12.53
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	8,553	10,228	12,684	15,401
折旧和摊销	352	368	402	454
营运资金变动	-565	-1,278	-1,685	-521
经营活动现金流	8,974	8,936	10,840	14,611
资本开支	-1,385	-269	-378	-588
投资	-13,557	-10,019	-10,020	-10,021
投资活动现金流	-14,873	577	718	801
股权募资	0	13,433	0	0
债务募资	28,962	-12,433	2,000	2,000
筹资活动现金流	27,747	560	1,510	1,410
现金净流量	21,819	10,073	13,068	16,821

插图目录

图 1：东方财富成立以来业务发展历程.....	3
图 2：截至 2021 年报东方财富股权结构情况.....	4
图 3：东方财富生态体系.....	4
图 4：2021 年公司四大业务版图营收结构.....	4
图 5：2017~2021 东方财富四大业务营收规模（亿元）.....	5
图 6：2017~2021 东方财富证券、基金代销收入增速.....	5
图 7：东方财富半年度证券业务收入（亿元）.....	5
图 8：东方财富半年度金融信息服务业务及增速.....	6
图 9：2015~2021 年东财营业收入及增速（亿元）.....	6
图 10：2016~2021 年东财单季度营收变化.....	6
图 11：2016~2021 公司三大费用规模（亿元）.....	7
图 12：2016~2021 公司三大费率情况.....	7
图 13：2016~2021 归母净利润及增速.....	7
图 14：2016~2021 公司利润率与 roe 持续抬升.....	7
图 15：东方财富投资理财生态及产品矩阵.....	8
图 16：截至 2022 年 1 月主流财经媒体网页覆盖用户.....	8
图 17：2016~2021 天天基金日活及网站浏览量.....	8
图 18：东方财富、天天基金 APP 月活最新数据（万人）.....	9
图 19：同花顺、东方财富、大智慧最新月活比较（万人）.....	9
图 20：2011-2022 年 4 月 14 日我国资本市场主要指数与总市值走势.....	10
图 21：2011-2022 年 A 股日度总成交额变化.....	10
图 22：2011-2022 年 3 月末日均成交额（万亿元）.....	10
图 23：2011-2022 年 3 月末 A 股两融业务规模.....	11
图 24：2011-2022 年 A 股融资、融券余额变化.....	11
图 25：2011-2021 年公募基金资产管理规模.....	11
图 26：2011-2021 年公募基金持有 A 股市值变化.....	11
图 27：2016-2021 年各类型基金数量变化（只）.....	12
图 28：2016-2021 年各类型基金净值变化（万亿元）.....	12
图 29：2017~2025 年中国个人可投资资产规模.....	12
图 30：2019 年底中国与主要发达国家现金及存款占比.....	12
图 31：截至 2019 年底我国个人可投资资产结构.....	13
图 32：预计 2025 年底个人可投资资产结构变化.....	13
图 33：11~21 年按增量法计算的我国直接融资比例.....	13
图 34：17~21 年按存量法计算的我国直接融资比例.....	13
图 35：2018 年以来资本市场改革重磅事件梳理.....	14
图 36：近十年新上市公司数量及分布情况（家）.....	14
图 37：截至 2019 年房产占城镇居民资产 59%.....	14
图 38：截至 2019 年城镇居民金融资产结构.....	14
图 39：2015~2019 年基金销售各个渠道保有规模占比.....	15
图 40：截至 21Q4 第三方基金销售公司股票+混合公募基金保有规模（亿元）.....	15
图 41：截至 21Q4 第三方代销公司基金保有量（亿元）.....	16
图 42：2021Q2-Q4 互联网基金公司保有量环比增速.....	16
图 43：中国基金投资者收入结构情况.....	16
图 44：中国基金投资者投资年限结构.....	16
图 45：投资者主要通过移动端买卖基金.....	17
图 46：按照持有基金数量划分投资者结构.....	17
图 47：收益率是基金投资者最关注指标.....	17
图 48：基金投资者对于手续费在基金配置中的看法.....	17
图 49：东财 VS 招商银行对比：从 APP 维度.....	19
图 50：2021 年头部银行 APP 月活情况.....	19
图 51：东财 VS 招行基金代销收入有较大差异（亿元）.....	19
图 52：2022 年 2 月东财与头部券商 APP 月活（万人）.....	20
图 53：东财 VS 头部券商股票+混合基金保有量（亿元）.....	20
图 54：天天基金 APP 具备强大的功能模块.....	20

图 55：天天基金 APP 具备多种数据分析能力	20
图 56：天天基金上线基金产品数量	21
图 57：2021 年底东方财富生态体系月活数量（万人）	21
图 58：2016~2021 天天基金 VS 蚂蚁收入（亿元）	22
图 59：截至 2021Q2 天天 VS 蚂蚁基金保有规模比较	22
图 60：2017~2020H1 蚂蚁集团收入结构（亿元）	22
图 61：2013~2021H1 余额宝规模变迁	22
图 62：天天基金日活数量仍处于增长阶段（万人）	23
图 63：天天与蚂蚁两种类型基金保有量（亿元）	23
图 64：东方财富基金代销业务规模及同比增速	24
图 65：东方财富公募基金保有量规模情况（亿元）	24
图 66：基金销售业务收费模式拆解	24
图 67：东方财富基金销售交易费用与尾佣情况（亿元）	24
图 68：2015-2021 东方财富基金销售额及同比增速	25
图 69：2015-2021 东财非货基销售金额及同比增速	25
图 70：2017~2021 公司证券、期货经纪净收入（亿元）	26
图 71：2016~2021 公司代理证券交易额及市占率	26
图 72：证券经纪业务占券商营收比重及行业集中度	26
图 73：证券行业经纪业务佣金率变化（单位：%）	26
图 74：东方财富生态月活数量与券商 APP 对比（万人）	27
图 75：公司与主要券商佣金率比较（单位：万分之一）	27
图 76：2017~2021 公司融资融券利息收入	27
图 77：2016~2020 年公司融出资金规模及市占率	27
图 78：2021 年东方财富股票交易额与头部券商比较	28
图 79：2021 年东方财富融资融券余额与头部券商比较	28
图 80：2017-2021 年公司自营贡献利润情况（亿元）	29
图 81：2020VS2021 公司交易性金融资产结构（亿元）	29
图 82：2021.12-2022.2 东财出现大幅调整（元/股）	30
图 83：21.12-22.2 东财转 3 出现大幅调整（元/张）	30
图 84：东方财富三次可转债强赎的股份表现（元/股）	31
图 85：2016-2021.03 权益类基金新发数量及份额	31
图 86：2021-2022.01 股票+混合型基金发行同比	31
图 87：2021 年至今主要指数累计收益率走势	32
图 88：2021-2022 年 4 月 14 日总成交额变化	32
图 89：2018-2022 年 3 月 A 股月度的日均成交额变化	32
图 90：2017-2022 年 2 月末开放式公募规模及增速	33
图 91：2018-2022 年 2 月末开放式公募基金净值环比	33
图 92：2021.10-2022.02 公募基金净值结构变化	33
图 93：2021.10-2022.02 四类型基金净值同比增速	33
图 94：2016-2022.01 东财与主流券商月活（万人）	34
图 95：2016-2020 年持股账户数及投资者数量	34
图 96：2017-2020 东财与行业经纪业务收入增速比较	34
图 97：2021Q2-Q4 基金保有规模环比增速比较	34
图 98：2020 年东财经纪业务市占率与头部券商比较	35
图 99：2021 年四个季度天天基金保有量规模排名	35
图 100：近三年东方财富 PE-BAND 情况	35
图 101：近三年东方财富滚动市盈率情况	35

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：东方财富上市以来历次融资历程	3
表 2：主流基金销售渠道各项费率对比	18

表 3：互联网巨头旗下基金销售公司及生态比较	21
表 4：互联网及金融科技面临的监管变化	23
表 5：东财募集资金投向两融业务的回顾	28
表 6：东方财富可转债赎回梳理	30
表 7：2022-2024 年东方财富分业务收入拆分及预测（单位：亿元）	37
表 8：2022-2024 年东方财富毛利率情况（单位：%）	37
表 9：2022-2024 年东方财富盈利预测	38
表 10：可比公司 PE 数据对比（数据截至 2022 年 4 月 14 日收盘）	39
公司财务报表数据预测汇总	41

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001