2020 年 08 月 13 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

东方财富（300059）非银金融

买入（首次）

当前价：24.91 元

目标价：30.55 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

证券两融、基金代销业务持续驱动业绩高增长

投资要点

- **业绩总结：**2020 年 H1 公司实现营业收入亿元 33.4 亿，同比增长 67.1%；实现归母净利润 18.1 亿元，同比增长 107.7%；Q2 单季度实现营业收入 16.5 亿元，同比增长 54%，环比略有下滑 2.3%；实现归母净利润 9.4 亿元，同比增长 92.8%，环比增长 7%。

- **市场占有率提升，证券业务高速增长。**2020H1 资本市场明显回暖，在市场活跃的推动之下，互联网零售券商凭借高流量和低佣金的优势，依靠门户网站积累多年的流量，向东方财富证券导流，流量变现带动证券业务规模的增长。此外，公司在金融 IT（手机端 APP 等）方面的持续投入，无线财经信息服务有力的补充了互联网财经信息，提升用户体验，增强用户粘性。证券业务今年上半年收入 20.7 亿元，同比增长 56.9%，其中经纪业务、信用业务分别收入 14.3 亿、6.4 亿，同比增长 49.8% 、75.3%，系受益于公司经纪业务市占率的提升。

- **基金代销业务拉动业绩增长。**市场高景气度带动基金市场火爆，上半年基金销售收入同比增长 102.3%。基金销售额为 5684 亿元，同比增长 83.9%，货基和非货基均实现较快增长。公司门户网站天天基金网的助推和用户高粘性使公司在线上平台的代销基金达到 5428 只，居行业第一。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2020-2022 年摊销 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元、0.80 元，未来三年归母净利润将保持 51.9%的复合增长率。考虑到公司是互联网零售券商龙头且具有稀缺性，流量变现能力强，给予其 2020 年 65 倍估值，对应目标价 30.55 元。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行风险；证券市场波动，股市系统性下跌风险；竞争加剧市占率提升不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4231.68	7398.95	9766.01	12151.78
增长率	35.48%	74.85%	31.99%	24.43%
归属母公司净利润（百万元）	1831.29	3807.48	5175.95	6421.85
增长率	91.02%	107.91%	35.94%	24.07%
每股收益 EPS（元）	0.23	0.47	0.64	0.80
净资产收益率 ROE	8.63%	15.45%	17.81%	18.64%
PE	110	53	39	31
PB	9.47	8.15	6.91	5.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

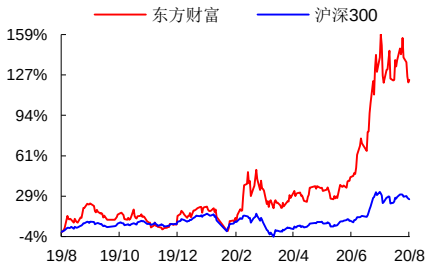
分析师：常潇雅

执业证号：S1250517050002

电话：021-58351932

邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

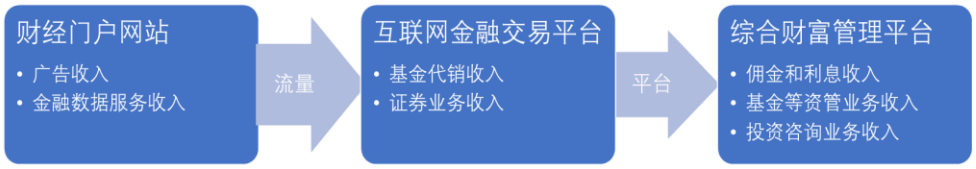
总股本(亿股)	80.61
流通 A 股(亿股)	65.45
52 周内股价区间(元)	13.44-28.99
总市值(亿元)	2,007.43
总资产(亿元)	880.41
每股净资产(元)	2.84

相关研究

1 流量担当的互联网券商

东方财富是国内领先的综合型互联网金融平台。公司成立于 2005 年，随后设立“东方财富网”、“股吧”和“天天基金网”三大财经类网络平台引流，分别提供垂直资讯服务、社区互动和基金资讯服务。在用户数量和用户粘性方面都保持优势，形成了完整的流量体系。随后，公司于 2010 在深交所创业板上市，进一步扩大了在金融市场的影响力，2012 年取得了第一批基金代销牌照。2015 年，公司收购西藏证券进一步扩展业务领域进入证券行业。公司在初期构建的引流以及流量变现体系为后续证券业务以及基金代销业务的高增长打下坚实基础，现已形成四大主要业务：证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务以及互联网广告服务业务等的业务框架。

图 1：公司业务布局三步走战略



数据来源：公司年报，西南证券整理

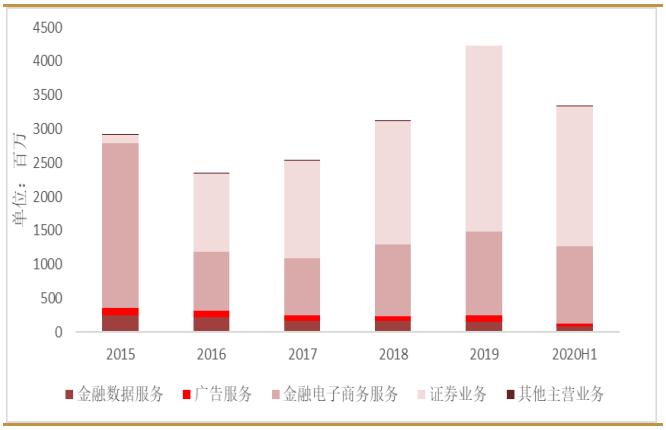
（1） 证券业务：近两年来公司积极进行牌照扩容，依托互联网服务平台及遍布全国的分支机构，以及多年门户网站积累多年的流量，向东方财富证券、东方财富期货、东财国际证券等公司平台引流，为用户提供证券、期货经纪等服务。

（2） 金融电子商务服务业务：主要为线上基金代销业务。通过天天基金网，为用户提供基金第三方销售服务。天天基金网依托以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台积累的用户粘性和巨大流量以及品牌形象，通过金融电子商务平台向用户提供一站式互联网自助基金交易服务，实现流量变现。

（3） 金融数据服务业务：主要以金融数据终端服务平台为载体，通过 PC 端、移动端平台，向海量用户提供专业化金融数据服务。

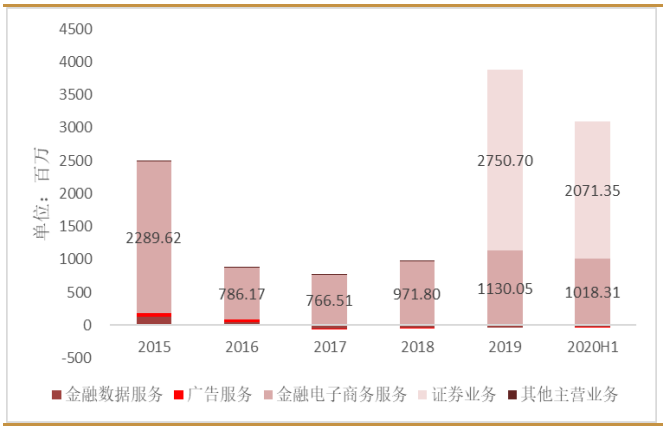
（4） 互联网广告服务业务：主要为客户在“东方财富网”及各专业频道、互动社区等页面上通过文字链、图片、多媒体等表现形式，提供互联网广告服务。

图 2：公司 2015-2020H1 主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

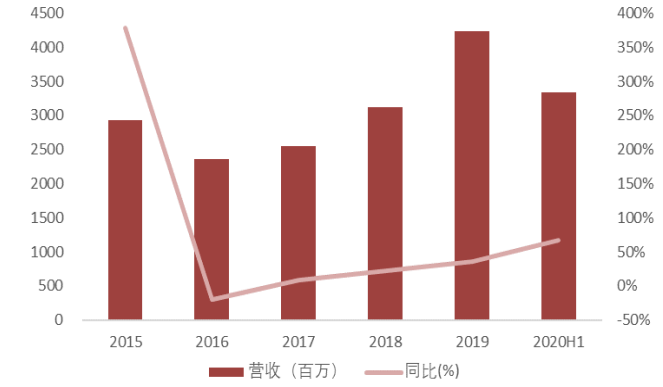
图 3：公司 2015-2020H1 主营业务毛利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

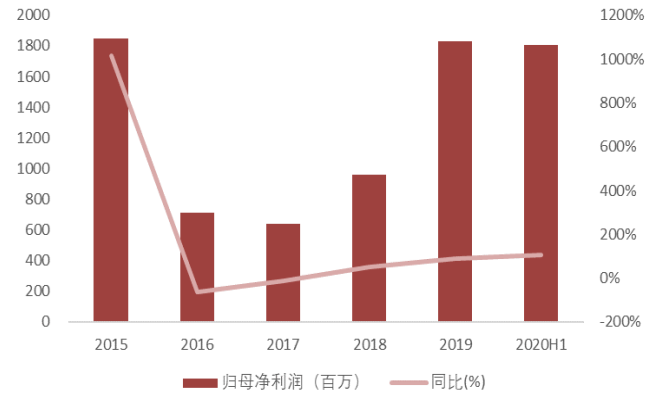
公司业绩情况：2019 年，公司实现营收 42.3 亿元，同比上升 35.5%，实现归属于上市公司股东的净利润 18.3 亿，同比上升 91%。其中，证券业务和金融电子商务服务收入合计占比超 90%。从各业务营收及其占比来看，证券业务收入 27.5 亿元，占比 65%；金融电子商务服务业收入 12.4 亿，占比 29%；金融数据服务业务收入 1.6 亿，占比 3.73%；广告服务业务收入 0.87 亿，占比 2.07%。从历史业绩来看，公司具有互联网公司的特征。营收方面来看，2015 年公司收购西藏证券正式切入证券业务，基金代销业务高景气带动公司业绩高增，同比增长 378%。2017 年为证券业务首次超越基金代销业务，我们预计更高毛利率的证券业务收入占比将保持高占比。

图 4：公司 2015-2020H1 营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2015-2020H1 归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

流量驱动证券业务及基金代销业务带动业绩高增长

公司门户网站引流建立的高流量的+高用户粘性模式，强势的流量变现能力在证券业务以及基金代销业务中凸显。互联网红利驱动移动智能端的高速发展，作为互联网财经信息服务的最佳互补，公司对无线财经信息服务精准卡位提前布局，19 年 6 月手机端 MAU 已有 646 万，PC 端 8000 万；2020 年 4 月财联社统计在股票类 APP 月活数东方财富稳居第二，更是唯一的满分用户评分。从证券业务来看，公司今年上半年证券业务占总营收的 62%，同比增长 57%；其中来自于证券经纪业务净收入 12.7 亿元，同比增长 45%，从基金代销业务来看，公司 20H1 基金代销业务占总营收的 34%，同比增长 108%，从不同种基金销售额来

看贷基金售额为 2784 亿元，非货基 2900 亿元，同比均增长 85%左右。业务增长明显系受益于资本市场景气度明显提升的影响，叠加流量驱动因素。公司的证券经纪业务市占率预计将持续提升，业绩有望进一步增长。

表 1：2020 年 3-4 月财经三方 APP 活跃度

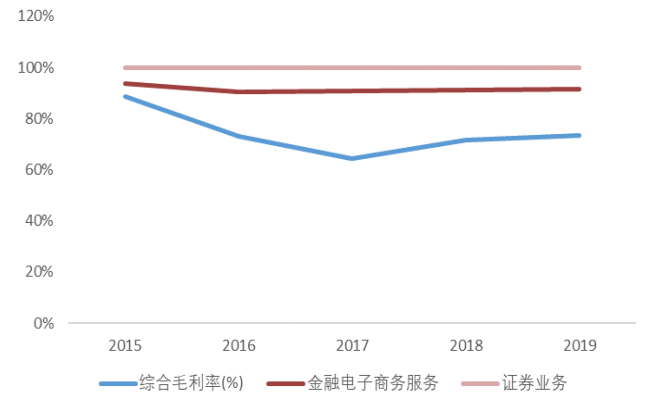
APP	3 月月活/万	4 月月活/万	环比	用户评分
同花顺	3901.25	3722.54	-4.58%	4.9
东方财富	**1472.76**	**1452.97**	**-1.34%**	**5.0**
大智慧	1023.18	945.12	-7.63%	4.5
牛股王	312.96	314.71	0.56%	4.3
腾讯自选股	298.60	294.08	-1.51%	4.6
雪球	159.69	148.28	-7.15%	4.9
文华财经随身行	133.45	129.78	-2.75%	3.9
指南针股票	116.61	115.46	-0.98%	4.5
股票灯塔	111.43	111.58	0.13%	4.9
通达信	102.16	104.50	2.29%	3.2

数据来源：财联社，西南证券整理

持续受益于互联网零售券商低边际成本模式

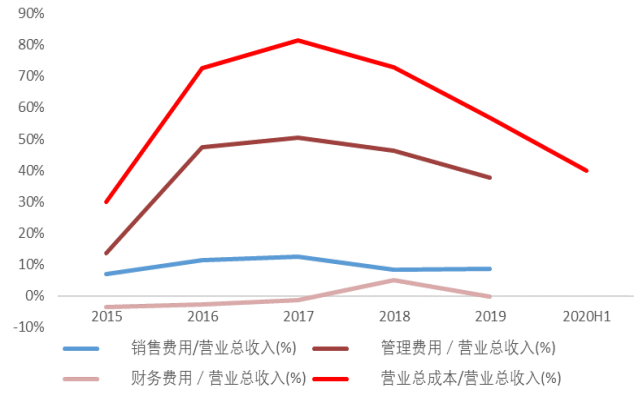
公司超过 10%营收占比的业务毛利率均在 90%以上，2019 年综合毛利率为 73.6%。高毛利率的业务占比仍有持续上升的趋势。公司是互联网零售券商，其强互联网属性带来低边际成本，公司在费率控制方面优于同行。2019 年营业成本率仅为 56%，2020H1 为 40%，同比降低了 16 个百分点。

图 6：公司 2015-2019 年综合及占比超过 10%业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2015-2020H1 相关费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2020 年下半年资本市场迎来小牛市，证券、权益市场活跃，基金市场销售火爆。我们预计公司业绩将受益于市场高景气度，2020 年持续证券业务、基金代销业务的高增长；中长期来看，资本市场可能出现修整、增速减缓，2021-2022 年公司业务增速也放缓。

假设 2：公司坚持高流量+高用户粘性+低费率+多元增值业务的战略定位，进一步加大对金融 IT 投入力量，升级互联网服务大平台，持续关注用户体验、提升用户黏性，流量变现能力进一步的夯实，与市占率提升有协同效应。从历史市占率方面来看，公司 14-18 年股基交易额市场份额从 0.20%提升 2.07%；15-18 年经纪业务收入市场份额从 0.02%提升至 2.11%，15-19 年两融业务市场份额则由 0.12%提升至 1.55%。我们预计 2020-2022 年，随着 T+0 的实行，证券交易更加活跃，证券经纪业务市占率有望在三年内突破 3.5%，而两融业务有望在 2022 年达 3%。两项业务的市占率的大幅提升也将推动证券业务高速增长。

假设 3：在资本市场高景气之下，资本市场活跃带动股票交易额同比大幅增加，我们预计 2020 年公司将维持低基金代销费率在 0.19%左右，公司可凭借高流量转换用户存留量，形成规模优势基金代销业务有望高增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
证券业务收入（手续费+利息净收入）	收入	2750.70	5006.27	6508.16	8135.20
	增速	51.7%	82.0%	30.0%	25.0%
金融电子商务服务收入	收入	1235.70	2137.76	2992.87	3741.08
	增速	16.0%	73.0%	40.0%	25.0%
金融数据服务收入	收入	157.80	165.69	173.97	182.67
	增速	-1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
广告服务收入	收入	87.47	89.22	91.00	92.82
	增速	23.2%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	4231.68	7398.95	9766.01	12151.78
	增速	35.5%	74.8%	32.0%	24.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计 2020-2022 年摊销 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元、0.80 元，未来三年归母净利润将保持 51.9%的复合增长率。考虑到公司是互联网零售券商龙头，多年积累的流量和规模优势，叠加互联网公司的低边际成本优势，证券业务以及基金代销业务有望凭借高变现率的平台引流持续高速增长，经纪业务市占率进一步提升，给予其 2020 年 65 倍 PE 估值，对应目标价 30.55 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值（亿元）	EPS（元）				PE			
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E
300033.SZ	同花顺	749 亿	1.18	1.67	2.30	2.97	32.40	65.34	60.53	46.87
600570.SH	恒生电子	1040 亿	1.04	1.76	1.26	1.58	49.76	44.09	78.79	62.97
300348.SH	长亮科技	152 亿	0.18	0.29	0.31	0.42	93.57	73.08	66.93	50.32
000555.SZ	神州信息	158 亿	0.04	0.39	0.48	0.58	213.76	38.26	33.73	28.01
平均值							97.37	55.19	60.00	47.04

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.12）

3 风险提示

宏观经济下行风险；证券市场波动，股市系统性下跌风险；竞争加剧市占率提升不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4231.68	7398.95	9766.01	12151.78
营业成本	390.94	466.46	547.91	620.46
营业税金及附加	41.05	73.41	96.20	119.68
销售费用	364.07	591.92	761.75	923.54
管理费用	1289.10	2145.70	2734.48	3402.50
财务费用	-12.01	-35.73	-105.75	-254.10
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	270.85	220.00	220.00	220.00
公允价值变动损益	-6.85	9.35	10.59	7.27
其他经营损益	-2.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	2142.14	4386.55	5962.02	7566.98
其他非经营损益	-14.56	-10.14	-12.65	-11.86
利润总额	2127.59	4376.41	5949.37	7555.11
所得税	296.30	568.93	773.42	1133.27
净利润	1831.29	3807.48	5175.95	6421.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1831.29	3807.48	5175.95	6421.85

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1831.29	3807.48	5175.95	6421.85
折旧与摊销	253.93	141.51	141.51	141.51
财务费用	-12.01	-35.73	-105.75	-254.10
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	9377.93	13973.53	9298.91	10284.78
其他	270.03	-229.35	-228.59	-228.27
经营活动现金流净额	11721.17	17657.44	14282.02	16365.77
资本支出	80.16	0.00	0.00	0.00
其他	718.97	229.35	230.59	227.27
投资活动现金流净额	799.13	229.35	230.59	227.27
短期借款	189.46	-402.52	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4973.59	0.00	0.00	0.00
支付股利	-111.93	-366.26	-761.50	-1035.19
其他	-3325.83	5821.49	105.75	254.10
筹资活动现金流净额	1725.30	5052.72	-655.74	-781.09
现金流量净额	14248.65	22939.50	13856.87	15811.94

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25011.29	47950.79	61807.66	77619.60
应收和预付款项	4733.38	8012.14	11591.79	15683.17
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00
其他流动资产	26414.65	22763.39	29420.92	36600.54
长期股权投资	466.14	466.14	466.14	466.14
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1581.22	1478.44	1375.67	1272.89
无形资产和开发支出	3134.24	3103.03	3071.81	3040.60
其他非流动资产	490.50	482.98	475.46	467.94
资产总计	61831.41	84256.90	108207.45	135149.88
短期借款	402.52	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	622.45	1537.54	1971.46	2412.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	39593.95	58075.24	77177.41	98292.63
负债合计	40618.92	59612.78	79148.87	100704.64
股本	6715.61	8060.96	8060.96	8060.96
资本公积	8930.62	7585.27	7585.27	7585.27
留存收益	5556.67	8997.89	13412.35	18799.00
归属母公司股东权益	21212.49	24644.12	29058.58	34445.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	21212.49	24644.12	29058.58	34445.23
负债和股东权益合计	61831.41	84256.90	108207.45	135149.88

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	35.48%	74.85%	31.99%	24.43%
营业利润增长率	89.47%	104.77%	35.92%	26.92%
净利润增长率	91.11%	107.91%	35.94%	24.07%
EBITDA 增长率	55.40%	88.43%	33.51%	24.29%
获利能力				
毛利率	90.76%	93.70%	94.39%	94.89%
三费率	38.78%	36.52%	34.72%	33.51%
净利率	43.28%	51.46%	53.00%	52.85%
ROE	8.63%	15.45%	17.81%	18.64%
ROA	2.96%	4.52%	4.78%	4.75%
ROIC	131.05%	-37.32%	-23.55%	-19.84%
EBITDA/销售收入	56.34%	60.72%	61.41%	61.34%
营运能力				
总资产周转率	0.08	0.10	0.10	0.10
固定资产周转率	2.58	4.91	6.96	9.34
应收账款周转率	14.79	17.78	15.60	14.24
存货周转率	5.37	—	—	—
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	35.98%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	65.69%	70.75%	73.15%	74.51%
带息债务/总负债	14.31%	19.14%	14.42%	11.33%
流动比率	1.43	1.50	1.43	1.39
速动比率	1.43	1.50	1.43	1.39
股利支付率	6.11%	9.62%	14.71%	16.12%

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2384.06	4492.32	5997.77	7454.39
PE	109.65	52.74	38.79	31.27
PB	9.47	8.15	6.91	5.83
PS	47.45	27.14	20.56	16.52
EV/EBITDA	59.93	35.36	24.17	17.33
股息率	0.06%	0.18%	0.38%	0.52%

每股指标				
每股收益	0.23	0.47	0.64	0.80
每股净资产	2.63	3.06	3.60	4.27
每股经营现金	1.45	2.19	1.77	2.03
每股股利	0.01	0.05	0.09	0.13

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn