东方财富（300059.SZ） 乘居民资产入市东风，享流量及产品优势

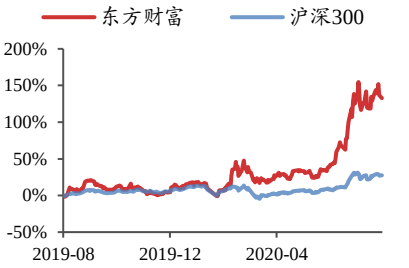
2020 年 08 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/10
当前股价(元)	26.50
一年最高最低(元)	29.63/13.00
总市值(亿元)	2,136.15
流通市值(亿元)	1,735.04
总股本(亿股)	80.61
流通股本(亿股)	65.47
近 3 个月换手率(%)	354.1

股价走势图



数据来源：贝格数据

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

● **竞争优势明显，充分受益于居民资产入市红利**

公司线上流量、产品及价格方面竞争优势明显，在居民资产向权益市场转移的大背景下，公司证券经纪市占率有望持续提升，受益于基金规模增速提升，公司基金业务有望迎来高速增长。作为互联网券商，公司边际成本较低，在市场活跃度出现超预期提升情况下，利润弹性明显优于传统券商，公司兼具成长性和业绩弹性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 41.1/59.4/75.0 亿元，分别同比+125%/+45%/+26%；EPS 分别为 0.61/0.88/1.12 元，公司估值低于可比互联网金融公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **流量和转化率均有望持续提升，经纪业务市占率空间可期**

公司流量的不断变现驱动经纪业务市占率大幅提升，2017-2019 年，公司经纪业务市占率提升近 100%。与传统券商相比，公司引流效果较强，客户转化率仍有提升空间。在后续流量持续增长、转化率提升的趋势下，我们预计公司经纪业务市占率仍有较大提升空间。

● **居民资产向权益市场转移，基金代销业务迎来机遇期**

中央经济工作会议中多次提出房住不炒，银行理财产品打破刚兑带来收益率下降和波动率提升，资本市场深改下优质资产不断入市，居民财富有望加速向权益市场转移。2020 年 6 月末市场非货币基金保有量和销量同比增速分别达 64%/97%，居民资产配置拐点出现。公司作为老牌三方机构，在未来基金市场扩容背景下，代销业务有望迎来东风。

● **风险提示：** 市场交易量不达预期；市占率增长不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,123	4,232	7,529	10,125	12,391
YOY(%)	22.6	35.5	77.9	34.5	22.4
归母净利润(百万元)	959	1,831	4,111	5,943	7,501
YOY(%)	49.2	91.0	124.5	44.6	26.2
毛利率(%)	88.1	90.8	93.1	93.7	94.1
净利率(%)	30.7	43.3	54.6	58.7	60.5
ROE(%)	6.3	9.9	17.2	20.2	21.1
EPS(摊薄/元)	0.19	0.27	0.61	0.88	1.12
P/E(倍)	222.8	116.7	52.0	35.9	28.5
P/B(倍)	13.6	10.1	8.0	6.6	5.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 一站式互联网金融服务平台 4
1.1、 股权结构清晰，激励机制长效 4
1.2、 两次流量变现，证券业务成第一大业务 5
2、 流量及产品优势突出，受益居民资产入市红利 6
2.1、 证券业务：市占率有望持续提升 6
2.1.1、 经纪业务：用户转换率仍有较大空间 6
2.1.2、 两融业务：市占率稳步提升 11
2.2、 基金代销业务：受益于行业规模爆发 12
2.3、 成本优势明显 16
2.4、 未来变现空间：保险代销业务 17
3、 盈利预测及估值分析 18
3.1、 盈利预测 18
3.2、 可比公司估值分析 19
4、 投资观点 20
5、 风险提示 21
附：财务预测摘要 22

图表目录

图 1： 公司经历两次流量变现 6
图 2： 公司盈利能力较强 6
图 3： 公司第一大业务由电子商务服务转变为证券业务 6
图 4： 东方财富经纪业务净收入大幅增长 7
图 5： 东方财富经纪业务市占率持续攀升 7
图 6： PC 端东方财富网月度覆盖人数稳居第二 7
图 7： 东方财富 App 月度活跃人数位于行业前列 7
图 8： 东方财富 App 月度人均使用时长行业第一 7
图 9： 东方财富 App 活跃人数行业渗透率行业第二 7
图 10： 公司低佣金率带来经纪业务市占率增长 8
图 11： 公司研发投入呈上升趋势 8
图 12： 2019 年公司信息系统投入/营业收入行业领先 8
图 13： 公司月均活跃人数总体呈上升趋势 11
图 14： 公司两融业务市占率稳步上升 11
图 15： 两融市占率/经纪业务市占率约为 50% 11
图 16： 公司负债成本较高 12
图 17： 天天基金非货基销售规模市占率不断提升 13
图 18： 尾佣和服务费占比较高 13
图 19： 东方财富网主要为天天基金和东财证券导流 14
图 20： 天天基金代销费率呈下降趋势 14
图 21： 2019 年我国居民家庭资产以房地产为主 15
图 22： 我国居民非金融资产占总资产比重较高 15
图 23： 2019 年我国居民持有金融资产中基金占比较低 16
图 24： 全市场非货币基金保有量和销量 YOY 不断攀升 16

图 25: 公司总成本率呈下降趋势 16
图 26: 东财保险官网和 APP 已正式上线 18
图 27: 东方财富 PE 估值低于创业板整体估值水平 20

表 1: 前十大股东持股比例 4
表 2: 两次股权激励有利于稳定公司中长期发展 5
表 3: 期权激励奖励充分 5
表 4: 东方财富开户优惠力度大 9
表 5: 证券公司通过 APP 平台发力线上客户导流 9
表 6: 各券商通过线上引流方式市占率有所提升 10
表 7: 东方财富用户转换率约 39% 10
表 8: 华泰证券移动端开户占月活比重超过 90% 11
表 9: 增资后东方财富证券两融供给充足 12
表 10: 公司代销基金只数和代销基金公司家数行业第一 14
表 11: 东方财富证券营业利润率呈上升态势 17
表 12: 公司主要成本用于员工工资、设备维护和广告宣传 17
表 13: 东财保险已代售多款产品 18
表 14: 盈利预测核心假设 18
表 15: 东方财富盈利预测 19
表 16: 东方财富净利润增速高于同业可比公司，PE 低于可比公司 20

1、 一站式互联网金融服务平台

1.1、 股权结构清晰，激励机制长效

一站式互联网金融服务平台。公司于 2005 年 1 月成立，2010 年登陆创业板，2015 年 4 月，成为创业板首家市值突破千亿的上市公司。公司作为一站式互联网服务平台，旗下拥有证券、基金销售、金融数据、互联网广告等业务板块，向用户提供金融交易、行情查询、资讯浏览、社区交流、数据支持等全方位、一站式的金融服务。

实控人为公司创始人。根据公司一季报，公司董事长、实际控制人其实为公司创始人，拥有 21.99%股份，第二大股东沈友根和第三大股东陆丽丽与其实分别是父子和夫妻关系，三人合计持有公司 27.31%股份，其余股东持股均低于 2%，股权结构扁平。

表1：前十大股东持股比例

股东名称	持股比例（%）
其实	21.99
沈友根	2.69
陆丽丽	2.63
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.71
中央汇金资产管理有限责任公司	1.45
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.20
鲍一青	1.12
史佳	0.98
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	0.84
中国建设银行股份有限公司-华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.70
合计	**35.31**

资料来源：公司公告、开源证券研究所

两次期权激励，稳定中长期发展。公司共进行两次股票期权激励，主要激励对象为公司中高级管理人员和业务骨干，有效期均为 6 年，价格相对较低，行权后公司主要管理人员持有公司约 0.2%-1.0%股份，激励效果相对明显。市场化激励机制下，有利于将公司与核心人员进行利益绑定，稳定中长期发展，从内部提升竞争力。

表2：两次股权激励有利于稳定公司中长期发展

公告时间	激励对象	占当时总股本比例	股票来源	行权价格	行权条件	禁售期
2011.5	公司高级管理人员、中层管理人员及公司业务（技术）骨干人员，共159人	2.36%	向激励对象定向发行股票	53.5元/股，实际行权过程中价格多次调整	（1）以2010年净利润为基数，2011-2014年相对于2010年的净利润增长率分别不低于25%、50%、80%、120%。 （2）2011-2014年净资产收益率分别不低于5%、6%、7%、8%。	（1）激励对象为公司董事和高级管理人员的，其在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%； （2）激励对象为公司董事和高级管理人员的，不得将其持有的本公司股票在买入后6个月内卖出，或者在卖出后6个月内又买入。
2014.9	公司高级管理人员、中层管理人员及公司业务（技术）骨干人员，共183人	2.48%		13.03元/股，实际行权过程中价格多次调整	（1）第一个行权期：以2012-2014年净利润均值为基数，2016年净利润增长率不低于150%； （2）第二个行权期：以2012-2014年净利润均值为基数，2017年净利润增长率不低于200%； （3）第三个行权期：以2012-2014年净利润均值为基数，2018年净利润增长率不低于250%； （4）第四个行权期：以2012-2014年净利润均值为基数，2019年净利润增长率不低于300%	

资料来源：公司年报、开源证券研究所

表3：期权激励奖励充分

姓名	职位	通过期权激励获得股份数（万股）	总持股比例	持有公司市值（亿元）	2019年薪酬（万元）
陆威	副董事长、副总经理、财务总监、董秘	1368	0.20%	3.7	165
程磊	副总经理	1305	0.19%	3.5	136
史佳	副董事长	6581	0.98%	17.7	125

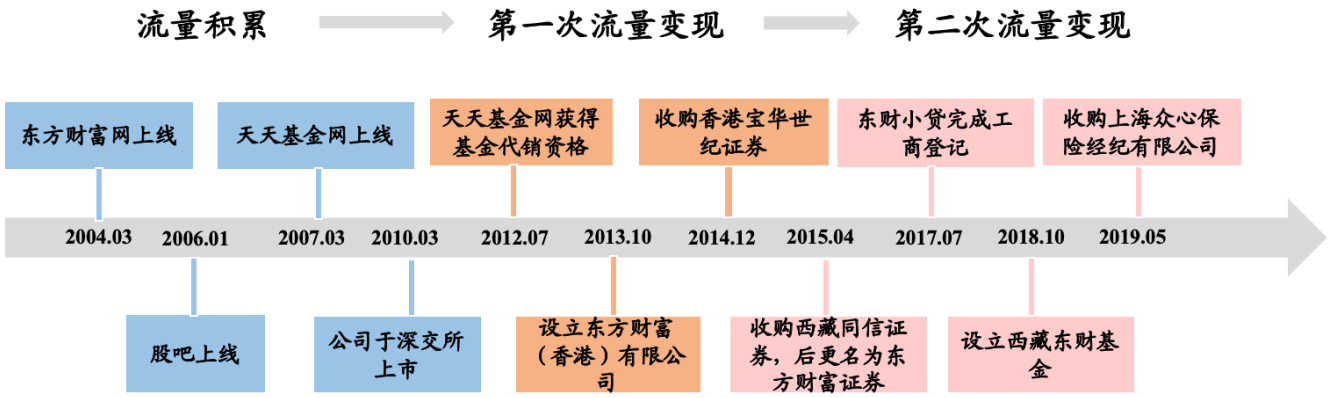
注：按公司2020年8月7日收盘价计算

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 两次流量变现，证券业务成第一大业务

初期流量积累，两次流量变现。公司以财经资讯网站起家，通过东方财富网、天天基金网、股吧进行流量积累，初期主要利润来源为互联网广告。2012年，公司获得基金第三方销售牌照，正式进军电子商务业务，积累流量进行首次大规模变现，于2015年实现业绩爆发。2015年末，公司收购西藏同信证券，正式进军证券业务，靠着深厚的流量积累，证券业务迅速成长，逐渐成为公司第一大业务。未来，公司将不断延伸和完善服务链条，有望在财富管理上进行突破，打造全方位互联网金融生态圈。

图1：公司经历两次流量变现

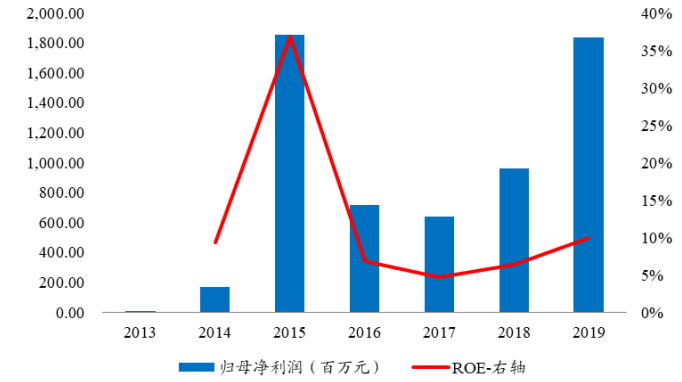


资料来源：开源证券研究所

公司盈利兼具弹性和成长性。公司归母净利润和 ROE 穿越牛熊市，保持攀升状态，2015 年行情助推下实现大幅突破，兼具弹性和成长性，盈利能力较强。

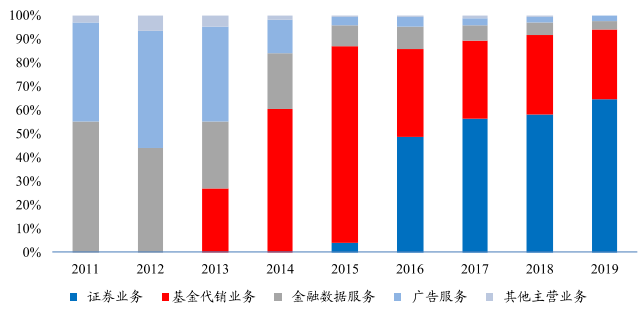
营收结构不断变迁。2013 年之前，金融数据服务和广告服务为两大主要利润来源。2012 年之后公司流量靠基金代销业务变现，基金代销业务迅速崛起，占比大幅提升，2015 年营收贡献高达 80%。2015 年后，证券业务成为流量变现又一途径，2016 年起证券业务大爆发，一举成为公司第一大业务，多年来保持领先优势，2019 年占比高达 65%。

图2：公司盈利能力较强



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司第一大业务由电子商务服务转变为证券业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

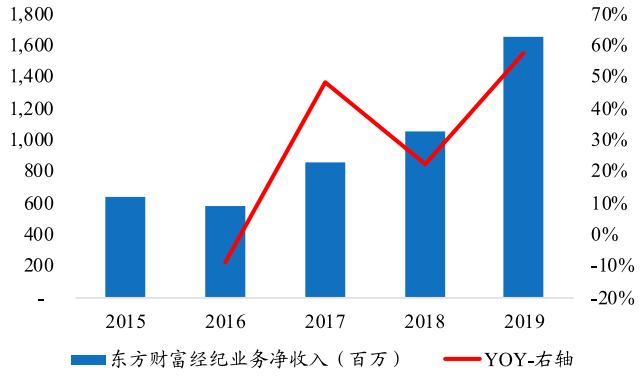
2、 流量及产品优势突出，受益居民资产入市红利

2.1、 证券业务：市占率有望持续提升

2.1.1、 经纪业务：用户转换率仍有较大空间

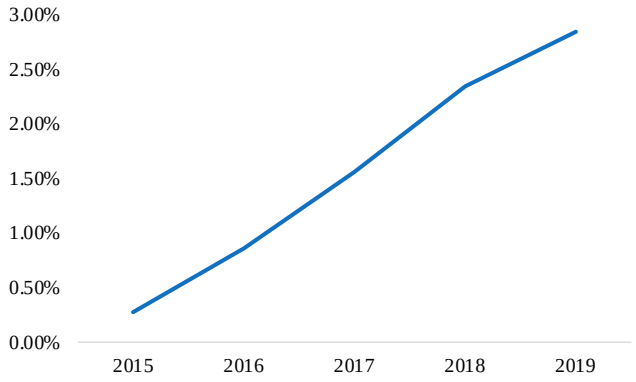
流量、产品、价格三方优势驱动公司市占率持续攀升。自 2015 年起，公司经纪业务市占率持续增长，从 0.28%提升至 2.85%，带来经纪业务净收入实现较快增长。大规模流量、优于同业的产品、低于同业的价格为公司市占率提升的主要驱动力。

图4：东方财富经纪业务净收入大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：东方财富经纪业务市占率持续攀升

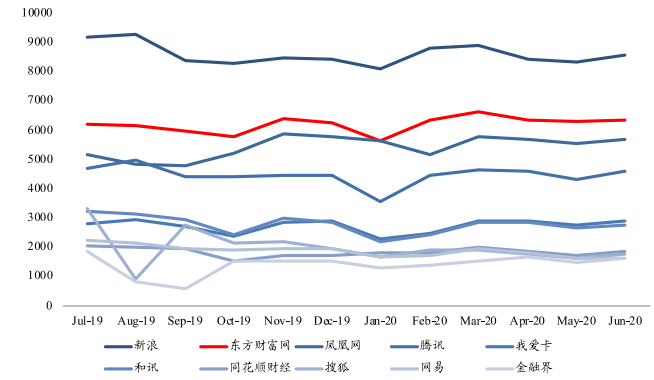


数据来源：公司公告、开源证券研究所

- **流量**

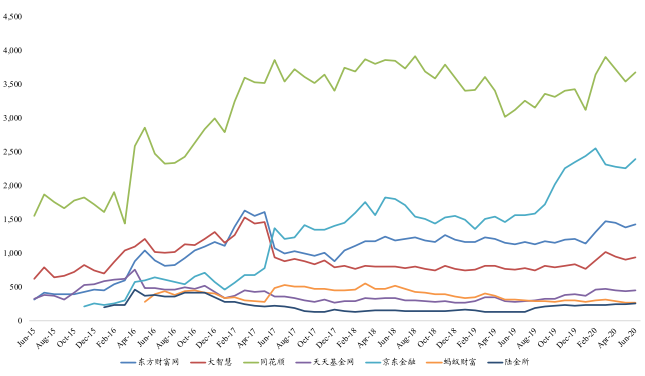
流量规模大，客户粘性强。东方财富 App 月度活跃人数长期较为稳定，与同业相比，月度活跃人数仅次于同花顺和京东金融，稳居行业前三。2019 年，公司月度人均使用时长稳居行业龙头，活跃人数行业渗透率保持第二。2020 年 6 月，在证券类 APP 中，公司月度活跃人数高达 1427 万，仅次于同花顺。从流量规模和客户粘性两方面看，公司均位于行业前列。

图6：PC 端东方财富网月度覆盖人数稳居第二



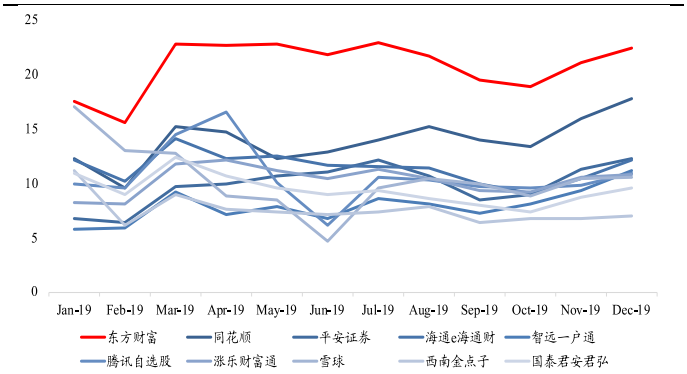
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图7：东方财富 App 月度活跃人数位于行业前列



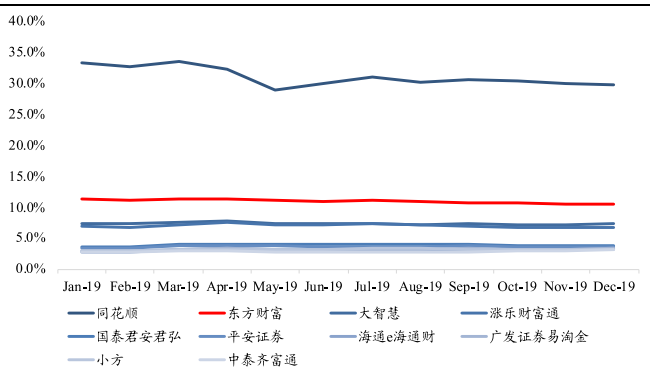
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：东方财富 App 月度人均使用时长行业第一



数据来源：易观千帆、开源证券研究所

图9：东方财富 App 活跃人数行业渗透率行业第二



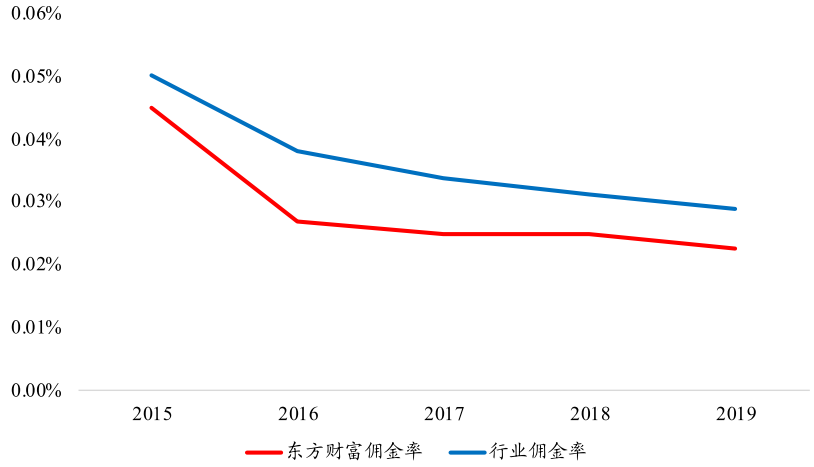
注：活跃人数行业渗透率=APP 活跃用户/APP 所属行业活跃用户

数据来源：易观千帆、开源证券研究所

- **价格优势**

低佣金率吸引大量客户，助推市占率进一步提升。2015 年，公司以低于同业平均水平的佣金率进军证券行业；2016 年，公司将佣金率进一步下调至万 2.5（含规费），为全市场最低价，此后一直保持低于同业平均水平的佣金率，2019 年公司综合佣金率为万 2.3。两融业务上，公司融资年化利率不高于 6.99%。

图 10：公司低佣金率带来经纪业务市占率增长

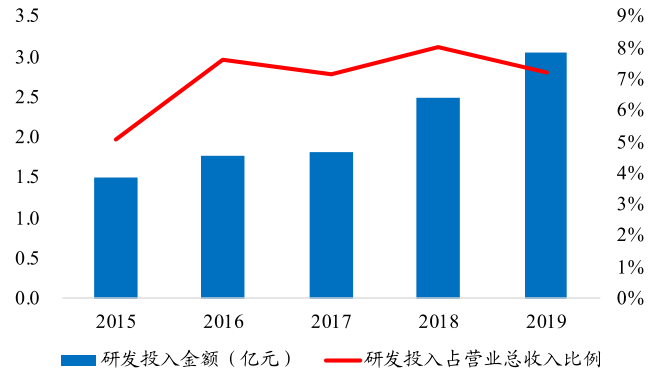


数据来源：Wind、开源证券研究所

- **产品**

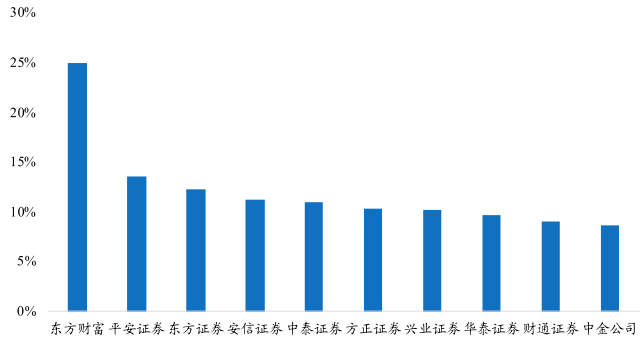
互联网属性加码产品优势。公司以财经资讯网站起家，通过多年大平台的运营管理和研发，不仅有过硬技术的研发团队，同时自主研发了一系列网络核心技术，运营方面也极具经验，在产品页面、功能方面均具有良好口碑。此外，相较于同业，公司更加重视研发投入，2019 年公司信息系统投入占营业收入比例位于行业第一，产品优势突出。

图 11：公司研发投入呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 12：2019 年公司信息系统投入/营业收入行业领先



数据来源：证券业协会、开源证券研究所

开户优惠力度大，产品更具吸引力。除了产品研发、运营方面的优势外，公司对于新开客户，赠送超级 level-2、操盘机器人、短线雷达等奖励，相较于同业，奖励种类多，赠送时间长，优惠力度更大，产品更加吸引人。

表4：东方财富开户优惠力度大

公司	赠送门槛	赠送奖励	Level-2 赠送时长
东方财富	开户成功的 3 个月内股票账户银证转账累计净入金金额≥1000 元	超级 level-2、操盘机器人、短线雷达、VIP 财富内参、核心内参、专业版投资决策	1 年
中信证券	无	Level-2 行情、免费签约信投顾	30 天
华泰证券	无	特供资讯、Level-2 行情	1 年
国泰君安	无	Level-2 行情、炒股学习课程	30 天
广发证券	无	Level-2、10000 广发积分、投资精品课	30 天
平安证券	无	脱水研报、轻松涨投顾 VIP	-
同花顺	无	Level-2、神奇电波	30 天
大智慧	无	合作券商自行决定	-

资料来源：上述公司官网、开源证券研究所

- **展望：市占率仍具有大幅提升空间**

公司导流效果优于同业。目前多数券商通过线上引流吸引客户，与知名度较高的财经资讯或者大流量互联网公司建立合作，市占率（估算）有不同程度提升。2017-2019 年，东方财富经纪业务市占率从 0.62%提升至 1.74%，增幅达 102%，排名提升 24 位，增速处于行业第一，导流效果优于同业。

表5：证券公司通过 APP 平台发力线上客户导流

引流方	2020 年 6 月活跃人数（万人）	合作券商	合作家数
东方财富	1427	东方财富	1
京东金融	2396	天风证券	1
同花顺	3678	东吴证券、长城证券、长江证券、财信证券、华金证券、恒泰证券、东海证券、华鑫证券、东兴证券、粤开证券等	66
雪球	139	平安证券（推荐）、中信证券、国泰君安、华泰证券、中金财富、国金证券、第一创业、国联证券、中泰证券	9
大智慧	935	国泰君安、恒泰证券、平安证券、东亚前海、湘财证券、华西证券、江海证券、国元证券、东莞证券、国海证券等	27
新浪财经	480	国泰君安（推荐）、海通证券、国信证券（推荐）、恒泰证券、华西证券	5
腾讯微证券	-	招商证券、华林证券	2
涨乐财富通（华泰证券）	911	华泰证券	1
君弘（国泰君安）	511	国泰君安	1
平安证券	448	平安证券	1

资料来源：易观千帆、开源证券研究所

表6：各券商通过线上引流方式市占率有所提升

代理买卖证券净收入	2017 年		2018 年		2019 年		2017-2019 年增幅
	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	
2019 年市占率前七头部券商							
国泰君安	6.54%	1	6.53%	1	6.66%	1	2%
银河证券	5.43%	2	5.23%	3	5.21%	2	-4%
中信证券	5.32%	3	5.59%	2	5.17%	3	-3%
国信证券	5.30%	4	5.06%	4	5.10%	4	-4%
华泰证券	4.86%	5	4.90%	5	4.73%	5	-3%
广发证券	4.72%	7	4.75%	6	4.70%	6	0%
招商证券	4.27%	8	4.32%	8	4.49%	7	5%
2017-2019 年增幅前十券商							
东方财富	1.07%	23	1.74%	17	2.16%	16	102%
开源证券	0.13%	75	0.17%	74	0.22%	69	67%
平安证券	1.94%	16	2.56%	14	3.01%	12	55%
北京高华	0.10%	79	0.13%	77	0.13%	77	37%
华金证券	0.03%	85	0.04%	85	0.05%	87	35%
天风证券	0.30%	61	0.36%	55	0.38%	54	25%
万和证券	0.10%	78	0.11%	78	0.12%	79	17%
华林证券	0.31%	60	0.33%	60	0.36%	56	16%
第一创业	0.32%	58	0.36%	56	0.37%	55	14%
中金公司	2.51%	13	3.14%	10	2.81%	14	12%

数据来源：证券业协会、开源证券研究所

用户转换率仍有较大空间。根据华泰证券年报披露，公司 2015 年以来线上开户数大幅增加，截止 2019 年，华泰证券移动端累计开户数/当年涨乐财富通月活人数超过 90%，华泰证券开户客户仅能通过旗下涨乐财富通 APP 交易，其开户数和月活之间具有极高的正比例关系，即证券公司 APP 的月活转化率较高。我们估算 2019 年末东方财富开户数占月度活跃人数比重为 39%，与华泰证券相比，转化率仍有较大提升空间，东财证券开户数随月活的增加将保持同步增长。

表7：东方财富用户转换率约 39%

公司	2019 年末开户数占月度活跃人数比重	公司 APP 2019 年月均活跃人数	2019 年末开户数（根据股基成交额市占率估算）	2019 年股票成交额市占率
东方财富	39%	1174	455	2.85%

注：（1）开户数占月度活跃人数比重=公司年末开户数/公司 APP 月均活跃人数

（2）年末开户数=全行业年末开户数*公司股票成交额市占率

数据来源：公司公告、Wind、易观千帆、开源证券研究所

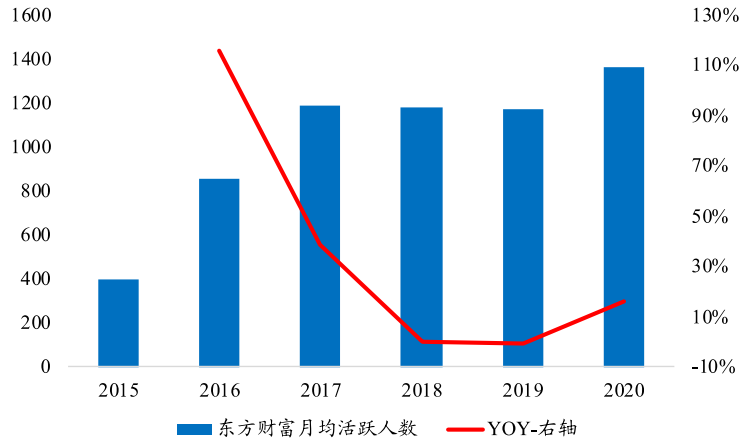
表8：华泰证券移动端开户占月活比重超过 90%

华泰证券	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
当年移动端开户数(万户)	239	186	111	63	121
累计移动端开户数(万户)	239	425	535	599	719
月度活跃人数（万人）	180	235	584	664	779
累计移动端开户数/月度活跃人数	133%	181%	92%	90%	92%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

流量增长驱动市占率不断提升。未来，公司将不断优化 APP 客户端，加大广告投入，带来 APP 流量不断提升。从历史数据看，公司 2015-2019 年月均活跃用户数复合增长率为 28%，未来 APP 流量将呈延续上升趋势，驱动市占率不断提升。

图13：公司月均活跃人数总体呈上升趋势

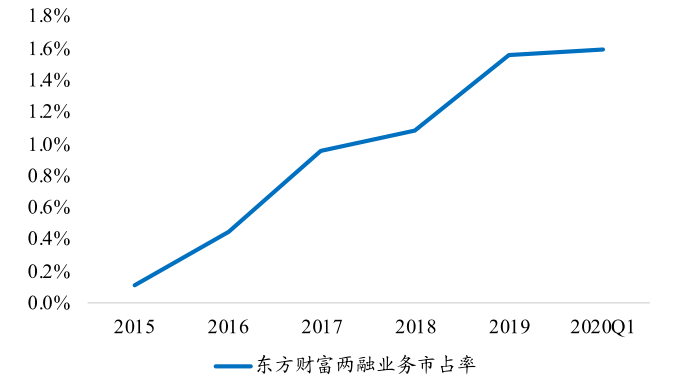


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、 两融业务：市占率稳步提升

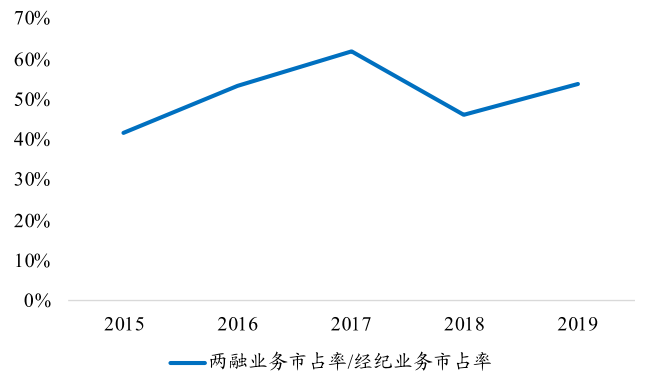
两融业务市占率随经纪业务稳步上行。公司经纪业务活跃度增加驱动两融业务市占率不断提升，从 2015 年 0.12%上升至 2020Q1 的 1.66%，实现大幅提升。目前两融业务市占率/经纪业务市占率约为 50%，未来随着流量进一步变现以及两融市场增长，两融业务市占率仍有较大上行空间。

图14：公司两融业务市占率稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：两融市占率/经纪业务市占率约为 50%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

发行可转债增厚净资本，助力两融业务发展。公司于 2018 年和 2020 年发行两次可转债，分别募资 46.2/72.8 亿元，假设所有可转债均转股，不考虑其他因素影响，东方财富证券净资本将实现翻倍式增长。公司 2018 年公司为东方财富证券补充营运资金 46 亿元；2019 年，公司给东财证券注资 5.5 亿元。经测算，融资余额占净资本比重为影响两融供给上限的主要指标，假设可转债转股后，东财两融供给上限将达 614 亿元，将为两融业务奠定资本性基础。

表9：增资后东方财富证券两融供给充足

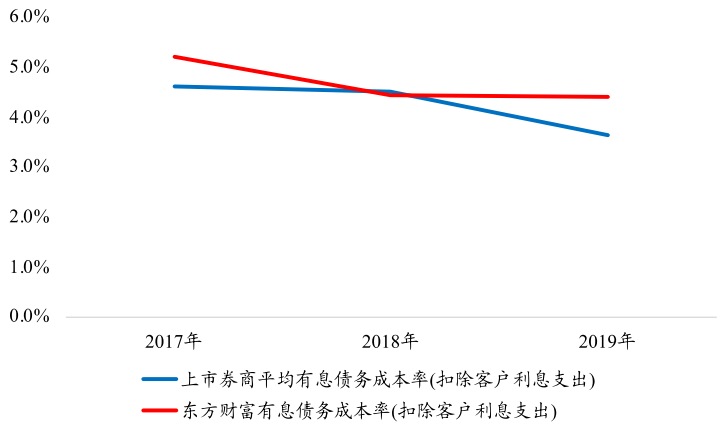
	东方财富证券
2019 年末东财证券净资本（亿元）	132
预计可转债转股注资后净资本（亿元）	205
融资余额/净资本上限	300%
两融余额理论上限（亿元）	614
2020H1 两融余额（亿元）	170
距离理论上限余额（亿元）	444

注： 根据证券公司风险控制指标计算标准规定，融资余额/净资本不得超过 320%

数据来源：证券业协会、Wind、开源证券研究所

公司负债成本较高，利差低于传统券商。公司作为民营企业，负债融资成本相对较高，公司主要负债方式为发行债券，并未采用利率较低的短期融资券，导致公司有息负债成本整体高于上市券商平均水平，收益端公司融资年化利率不高于 6.99%，利差相对较窄，对两融业务净收入造成一定影响。

图16：公司负债成本较高

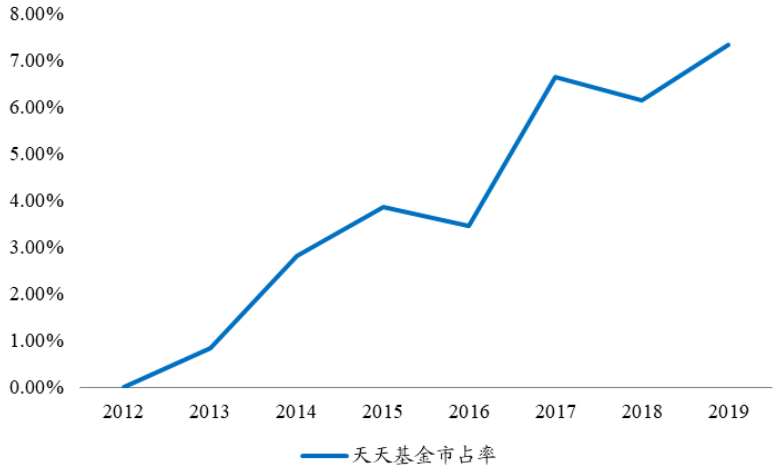


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 基金代销业务：受益于行业规模爆发

流量大、产品全、费率低驱动市占率快速提升。在流量引导上，除了天天基金作为主要流量入口外，东方财富在 App 和 PC 端均为天天基金导流，双重大流量入口为公司市占率增长提供良好基础。同时，公司代销基金数量全市场第一，综合费率不断降低，三方驱动下，公司市占率迅速提升，2019 年达 7.3%。

图17：天天基金非货基销售规模市占率不断提升

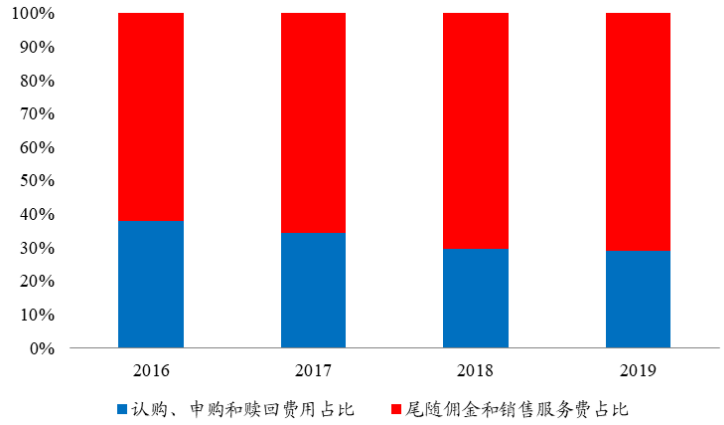


注：市占率=天天基金非货币基金销售规模/全市场非货币基金认购和申购规模

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

尾佣为主要收入来源，收入稳定性强。公司近七成代销费来自于尾随佣金和销售服务费，占比趋势不断提升。尾佣和服务费主要与基金保有量有关，公司作为老牌第三方基金代销机构，深耕基金代销行业多年，业内排名靠前，公司基金保有量每年数额较大，相对稳定。

图18：尾佣和服务费占比较高



注：2019 年为估计数据，2016-2018 年数据取自公司公告。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：东方财富网主要为天天基金和东财证券导流

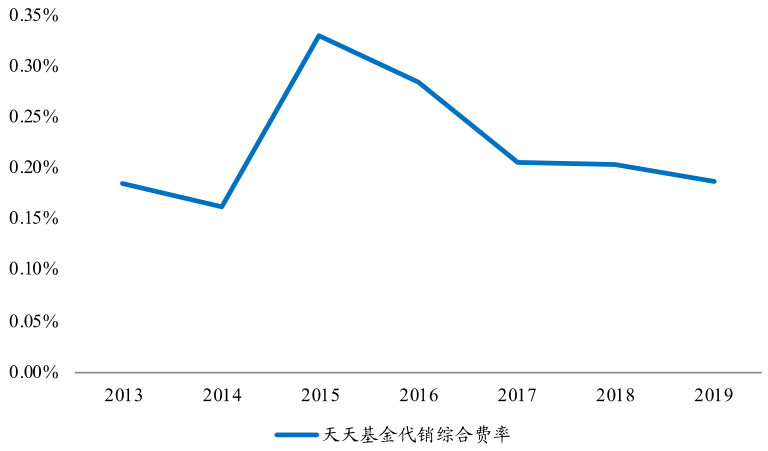


资料来源：公司官网

● 低价优势

低费率助力销量增加。2016 年起，蚂蚁基金加入基金代销，将申购费率从四折降至一折，行业开启价格战，公司以较低费率参与竞争，抢占传统代销机构市场份额。自 2015 年起，公司代销费率保持下行，预计未来代销费率仍将保持下降趋势，但不会出现大幅下降。

图20：天天基金代销费率呈下降趋势



注：代销综合费率=代销收入/代销规模

数据来源：Wind、开源证券研究所

● 产品齐全

代销基金只数和代销基金公司家数行业第一。截至 8 月 5 日，公司共代销 5418 只基金，覆盖全市场 79%基金数量；代销基金公司家数高达 140 家，涵盖 99%基金公司，远超全行业其他代销机构，代销数量稳居行业龙头。

表10：公司代销基金只数和代销基金公司家数行业第一

基金代销机构	机构类型	代销基金只数	代销基金公司家数
上海天天基金销售有限公司	独立基金销售机构	5,418	140
上海好买基金销售有限公司	独立基金销售机构	5,051	136

珠海盈米基金销售有限公司	独立基金销售机构	5,048	130
蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,972	132
中信建投证券股份有限公司	证券公司	4,961	124
浙江同花顺基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,869	124
中信证券股份有限公司	证券公司	4,828	122
北京肯特瑞基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,757	119
上海陆金所基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,741	123
中信证券(山东)有限责任公司	证券公司	4,714	122

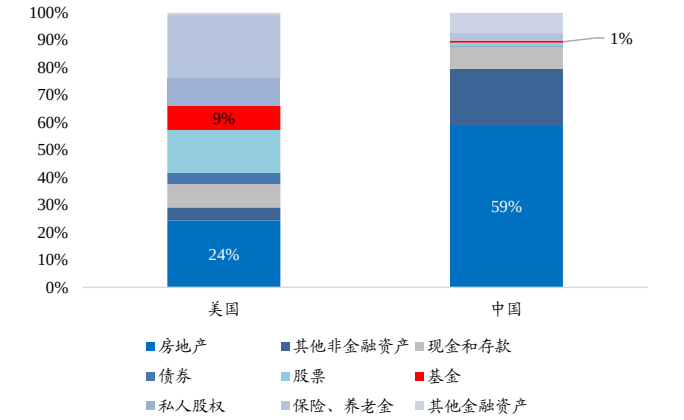
注：时间截至 2020 年 8 月 5 日

数据来源：Wind、开源证券研究所

- **展望：市场增长为关键驱动力**

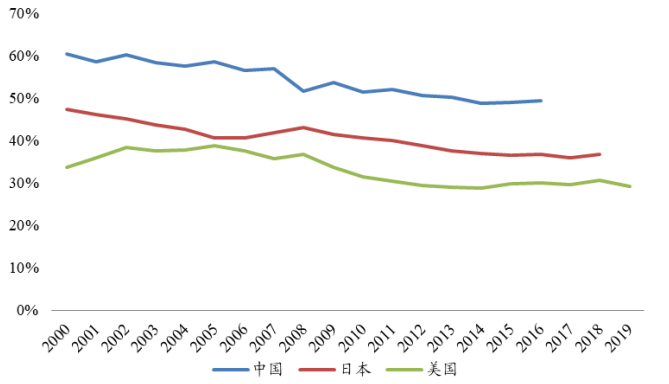
房地产配置或已见顶，居民财富有望加快向权益市场转移。我国居民家庭资产以房地产等非金融资产为主，2019 年房地产占比高达 60%以上。中央经济工作会议中多次提出“房住不炒”，未来，随着房价趋缓，加杠杆趋难，房地产的相对吸引力降低，居民资产配置或向金融资产转移。随着资管新规提出，银行理财产品打破刚兑带来收益率下降和理财产品风险提升，资本市场深改下优质资产不断入市，居民财富将不断向权益市场转移。

图21：2019 年我国居民家庭资产以房地产为主



数据来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、Wind、开源证券研究所

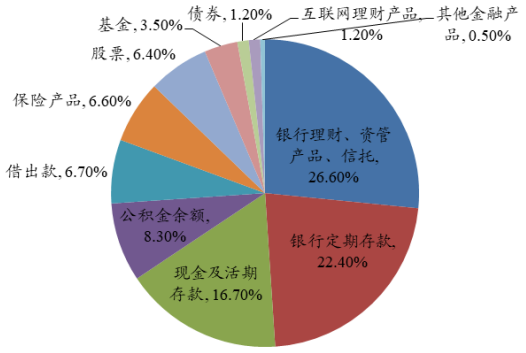
图22：我国居民非金融资产占总资产比重较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

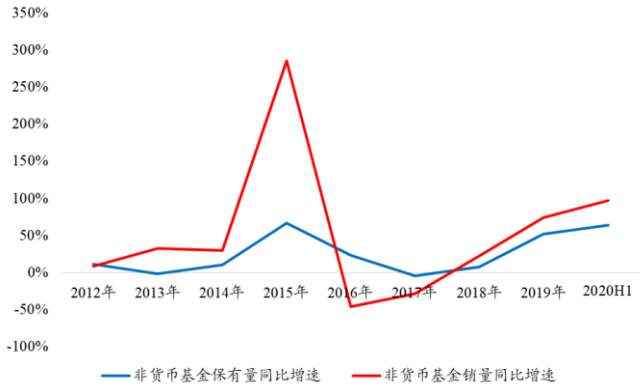
基金市场增长潜力巨大，驱动公司基金代销业务不断成长。根据央行公布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国居民持有金融资产中基金占比仅为 3.5%。随着居民资产不断向权益市场转移，股市风险和波动较高，相比于成熟资本市场，我国居民资产中基金占比较低，目前基金规模呈大幅上升趋势，2020H1 非货币基金保有量和销量同比增速分别达 64%/97%，居民资产配置拐点出现，未来基金市场增长潜力巨大，将成为公司基金代销业务的主要驱动因素。

图23：2019 年我国居民持有金融资产中基金占比较低



数据来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、Wind、开源证券研究所

图24：全市场非货币基金保有量和销量 YOY 不断攀升



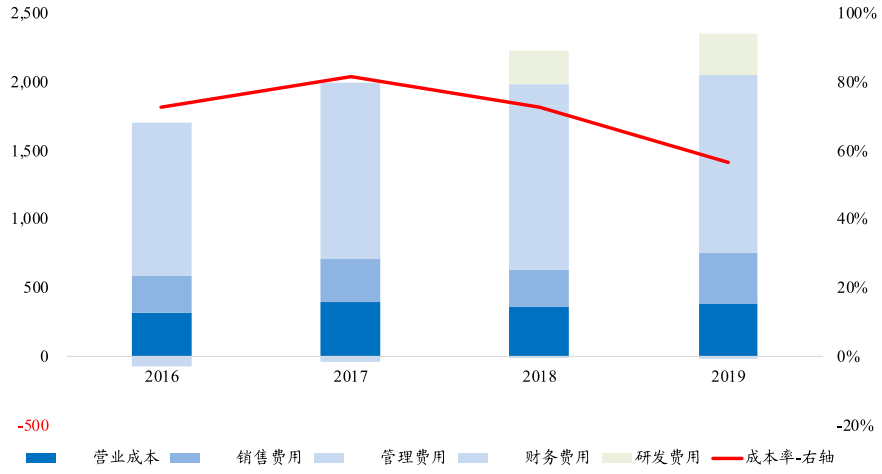
数据来源：Wind、开源证券研究所

互联网巨头加入，行业竞争加剧。2016 年，阿里巴巴旗下蚂蚁基金进入基金代销市场，凭借着支付宝强大的流量支撑，蚂蚁基金迅速成长。2017 年，腾讯全资子公司腾安基金成立，背靠腾讯流量，腾安基金也给第三方基金代销市场带来较大竞争，互联网巨头的加入加剧了行业竞争程度，公司基金市占率增长态势或将遇瓶颈。

2.3、 成本优势明显

成本率持续下降。近三年公司总成本率保持下降趋势，2016-2019 年复合增长率为-8%，2019 年总成本率降至 57%。东方财富证券作为互联网券商，以线上运营为主，相较传统券商，节省大部分营业部展业及相关人员开支，2019 年东方财富证券营业利润率仅三年呈上升态势，2019 年达 59%，明显高于同业可比券商财富管理分部营业利润率。

图25：公司总成本率呈下降趋势



注：成本率=（营业成本+销售费用+管理费用+财务费用+研发费用）/营业总收入

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表11：东方财富证券营业利润率呈上升态势

营业利润率	2017 年	2018 年	2019 年
东方财富证券	46%	41%	59%
广发证券	60%	49%	41%
华泰证券	58%	49%	45%
国泰君安	44%	20%	31%
海通证券	50%	53%	51%
招商证券	48%	45%	44%
东吴证券	48%	27%	30%
国金证券	46%	31%	32%

注：（1）东方财富证券营业利润率=营业利润/营业总收入

（2）其他券商营业利润率=财富管理分部营业利润/财富管理分部营业总收入

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司主要成本用于员工工资、设备维护和广告宣传。公司作为互联网券商，以互联网运营和线上引流为主要成本。管理费用占公司营业总成本 50%以上，主要用于人员工资、设备的维护、折旧；其次，为满足公司流量持续扩张，销售费用占比相对较高。

表12：公司主要成本用于员工工资、设备维护和广告宣传

项目	2017	2018	2019
营业成本占比	19%	16%	16%
销售费用占比	15%	11%	15%
管理费用占比	62%	52%	54%
其中：职工薪酬占比	31%	29%	28%
折旧费占比	5%	5%	4%
租赁费占比	3%	3%	3%
电子设备运转费占比	-	2%	3%
财务费用占比	-2%	7%	-1%
研发费用占比	0%	11%	13%

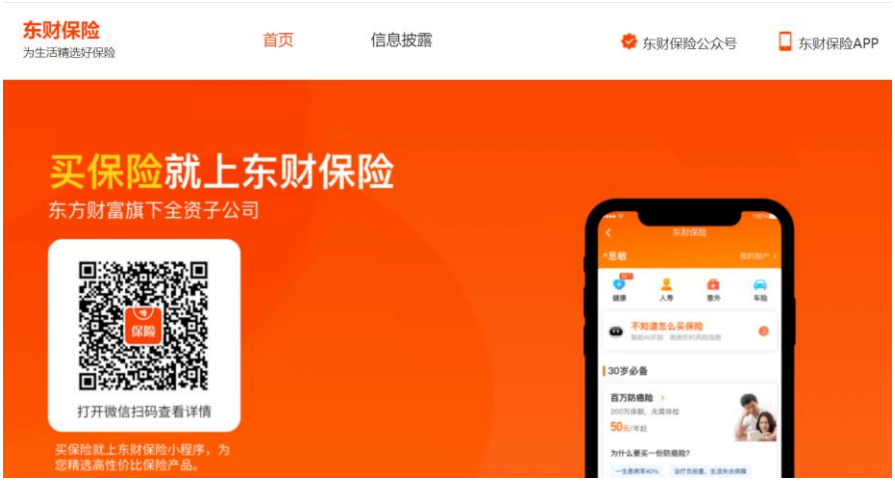
注：上述占比均为各项费用占总成本比重

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、 未来变现空间：保险代销业务

第三大流量变现途径：保险代销业务。除基金和经纪业务外，公司正积极发展保险代销业务。2019 年 5 月，公司完成了上海众心保险经纪有限公司 100%股权收购及增资，正式进入保险经纪代销业务；2019 年 9 月，上海众心保险经纪有限公司正式更名为东财保险经纪有限公司。截至 2020 年 8 月 9 日，东财保险已代收数款产品，保险代销业务的毛利率远高于基金代销毛利率，借助于公司原有流量，保险代销业务或将成为公司第三大流量变现途径，助力公司净利润实现进一步跃升。

图26：东财保险官网和 APP 已正式上线



资料来源：东财保险官网

表13：东财保险已代售多款产品

销售产品名称	保险条款
众安尊享 e 生 2019 版	个人住院医疗保险条款（2020 版)等
安心-安享一生（基础版）	安心财产保险有限责任公司癌症医疗保险（2020 版）条款
安享一生尊享版	安心财产保险有限责任公司癌症医疗保险（2020 版 B 款）条款
安心 1 号·百万医疗（药神版）	安心财产保险有限责任公司住院综合医疗保险（2020 版）条款
安享一生赴美版	癌症医疗保险(2018 赴美版)条款
安心 1 号·百万医疗（赴美版）	住院综合医疗保险（2018 赴美版）条款
乐活 e 生 2019 重大疾病保险	个人恶性肿瘤特定药品费用补偿医疗保险条款(众安在线)(备-医疗保险)等
孝欣保老年恶性肿瘤保险产品(特惠版)	住院综合医疗保险（2018 赴美版）条款

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、 盈利预测及估值分析

3.1、 盈利预测

表14：盈利预测核心假设

	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
东财证券股票成交额-市占率%	2.85%	3.40%	3.90%	4.35%
股票成交额市占率增加额	0.50%	0.55%	0.50%	0.45%
A 股日均股票成交额	5,202	8,167	8,984	10,332
YOY	41%	57.0%	10.0%	15.0%
全市场非货基保有量规模（亿元）	32,185	47,633	57,160	68,592
YOY	44.64%	48.0%	20.0%	20.0%
天天基金非货基保有量市占率	3.89%	5.20%	5.50%	5.70%
代销收入/公司非货基保有量均值	1.30%	1.49%	1.42%	1.34%
两融业务市占率	1.585%	1.835%	2.085%	2.285%

全市场两融规模		1,005,504	1,437,871	1,725,445	1,984,262
	YOY	34%	43.0%	20.0%	15.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 41.11 亿元、59.43 亿元、75.01 亿元，分别同比+125%/+45%/+26%，加权平均 ROE 分别为 17.2%/20.2%/21.1%。

表15：东方财富盈利预测

人民币 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**4,232**	**7,529**	**10,125**	**12,391**
YOY	35.48%	77.91%	34.49%	22.38%
手续费及佣金净收入	1,940	3,170	3,792	4,610
利息净收入	814	1,328	2,077	2,714
基金代销业务收入	1,236	2,779	3,978	4,743
金融数据服务收入	157.8	158	166	174
广告服务收入	87.5	87.5	91.8	96.4
基金业务管理费收入		**7**	**20**	**54**
营业成本	391	522	638	727
营业税金及附加	41	49	66	81
销售费用	364	489	587	658
管理费用	1,289	1,580	1,812	1,994
研发费用	305	324	356	392
财务费用	-12	96	76	66
信用减值损失	21	23	30	37
投资收益	271	328	345	279
其他收益	49	20	20	20
营业利润	2,142	4,795	6,925	8,737
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	15	15	15	15
税前利润	2,127	4,780	6,910	8,722
所得税	296	669	967	1,221
净利润	1,831	4,111	5,943	7,501
归属母公司净利润	**1,831**	**4,111**	**5,943**	**7,501**
YOY	91.0%	124.5%	44.6%	26.2%
ROE	9.9%	17.2%	20.2%	21.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 可比公司估值分析

我们选取同为互联网金融行业的上市公司作为可比公司，包括同花顺、恒生电子、顶点软件、拉卡拉、世联行 5 家。

净利润增速明显优于可比公司，估值低于可比公司。从下表数据看，公司 2020-2022 年净利润增速分别为 124%/45%/26%，5 家可比公司 2020-2022 年净利润增速分别为

22%/28%/20%，与可比公司相比，东方财富净利润增速更快。从估值看，东方财富 PE 估值远低于可比公司均值，考虑净利润增速，公司估值低于可比公司。

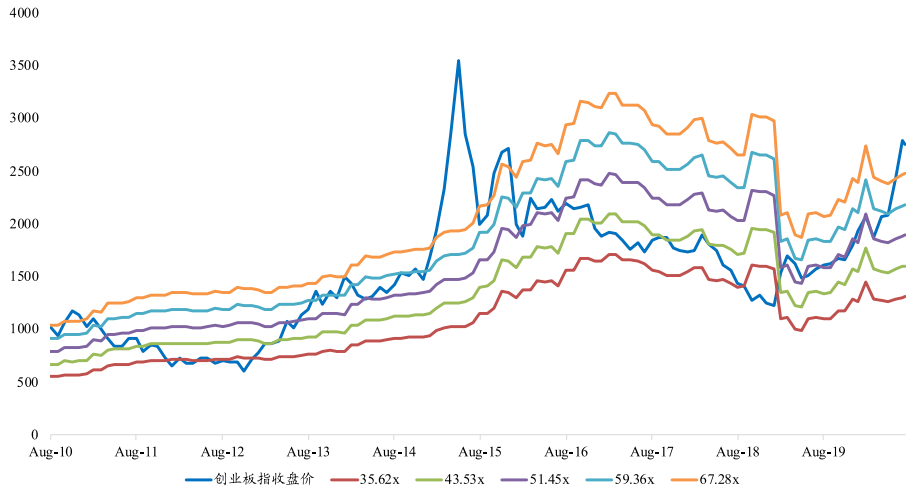
表16：东方财富净利润增速高于同业可比公司，PE 低于可比公司

股票代码	证券简称	股价(8 月 10 日)	净利润（亿元）				净利润增速			2020PE
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300059.SZ	东方财富	26.50	18.31	41.1	59.4	75.0	124%	45%	26%	43.44
300033.SZ	同花顺	141.83	8.98	12.4	16.0	20.1	38%	29%	26%	61.65
600570.SH	恒生电子	104.43	14.16	13.2	16.5	20.6	-7%	25%	25%	82.57
603383.SH	顶点软件	48.18	1.27	1.6	1.9	2.4	23%	24%	22%	51.97
300773.SZ	拉卡拉	39.17	8.06	10.2	13.0	16.1	26%	28%	24%	30.86
002285.SZ	世联行	4.80	0.82	1.1	1.4	1.5	32%	33%	4%	90.57
可比公司平均			6.7	7.7	9.8	12.1	22%	28%	20%	63.52

注：除东方财富外，其他公司净利润均来自 Wind 一致性预期

数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：东方财富 PE 估值低于创业板整体估值水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 投资观点

竞争优势明显，受益于居民资产入市红利，首次覆盖，给予“买入”评级。公司线上流量、产品及价格方面竞争优势明显，在居民资产向权益市场转移的大背景下，公司证券经纪市占率有望持续提升，受益于基金规模增速提升，公司基金业务有望迎来高速增长。作为互联网券商，公司边际成本较低，在市场活跃度出现超预期提升情况下，利润弹性明显优于传统券商，公司兼具成长性和业绩弹性。我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 41.1/59.4/75.0 亿元，分别同比+125%/+45%/+26%；EPS 分别为 0.61/0.88/1.12 元，公司估值低于可比互联网金融公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

5、 风险提示

- 市场股票成交额、基金保有量规模增长幅度不达预期。
- 公司证券经纪和基金代销业务市占率增长不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	34372	56159	85259	110140	135945
现金	11334	25011	36373	50232	64574
应收票据及应收账款	3359	4647	4841	6256	7324
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	19679	26501	44045	53652	64047
非流动资产	5439	5672	5623	5590	5570
长期投资	445	466	494	523	555
固定资产	1716	1558	1508	1462	1422
无形资产	77	180	157	143	135
其他非流动资产	3201	3467	3464	3461	3458
资产总计	39811	61831	90882	115730	141514
流动负债	19289	39377	56395	74722	92959
短期借款	213	403	403	403	403
应付票据及应付账款	1702	647	847	1047	1247
其他流动负债	17374	38328	55145	73272	91310
非流动负债	4827	1242	7764	8836	9596
长期借款	4815	1223	7745	8817	9577
其他非流动负债	12	19	19	19	19
负债合计	24116	40619	64159	83557	102555
少数股东权益	-0	0	0	0	0
股本	5168	6716	6716	6716	6716
资本公积	5504	8931	8931	8931	8931
留存收益	5023	5566	11076	16526	23313
归属母公司股东权益	15695	21212	26723	32172	38960
负债和股东权益	39811	61831	90882	115730	141514

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2667	11721	18353	21285	23944
净利润	958	1831	4111	5943	7501
折旧摊销	247	254	304	354	404
财务费用	0	0	0	0	1
投资损失	61	14	-36	-86	-136
营运资金变动	-6147	11968	12968	13968	14968
其他经营现金流	-516	906	1006	1106	1206
投资活动现金流	-1176	799	819	839	859
资本支出	79	145	145	145	145
长期投资	445	466	486	506	526
其他投资现金流	-1699	188	198	208	218
筹资活动现金流	-1806	1725	-19016	-21896	-24774
短期借款	213	495	515	535	555
长期借款	5492	6837	6937	7037	7137
普通股增加	0	0	0	0	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7510	-5607	0	0	1
现金净增加额	-305	14249	156	228	30

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3123	4232	7529	10125	12391
营业成本	371	391	522	638	727
营业税金及附加	31	41	49	66	81
营业费用	260	364	489	587	658
管理费用	1192	1289	1580	1812	1994
研发费用	250	305	324	356	392
财务费用	156	-12	96	76	66
资产减值损失	12	21	23	30	37
其他收益	19	49	20	20	20
公允价值变动收益	49	-7	0	0	0
投资净收益	211	271	328	345	279
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
营业利润	1131	2142	4795	6925	8737
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	10	15	15	15	15
利润总额	1121	2127	4780	6910	8722
所得税	163	296	669	967	1221
净利润	958	1831	4111	5943	7501
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归母净利润	959	1831	4111	5943	7501
EBITDA	1368	2381	5084	7264	9126
EPS(元)	0.19	0.27	0.61	0.88	1.12

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.6	35.5	77.9	34.5	22.4
营业利润(%)	65.8	89.5	123.9	44.4	26.2
归属于母公司净利润(%)	49.2	91.0	124.5	44.6	26.2
获利能力					
毛利率(%)	88.1	90.8	93.1	93.7	94.1
净利率(%)	30.7	43.3	54.6	58.7	60.5
ROE(%)	6.3	9.9	17.2	20.2	21.1
ROIC(%)	4.6	8.0	11.8	14.4	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.6	65.7	70.6	72.2	72.5
净负债比率(%)	83.2	50.2	93.5	91.4	85.7
流动比率	1.8	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.8	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	7.7	8.3	9.9	9.8	9.6
应收账款周转率	101.3	105.7	158.7	182.5	182.5
应付账款周转率	27.8	33.3	69.9	67.3	63.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.27	0.61	0.88	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	1.75	2.73	3.17	3.57
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.16	3.98	4.79	5.80
估值比率					
P/E	222.8	116.7	52.0	35.9	28.5
P/B	13.6	10.1	8.0	6.6	5.5
EV/EBITDA	172.8	105.9	54.2	40.6	34.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835