

流量、科技、生态赋能，财富管理耀起东方

——东方财富公司深度

公司深度

● 公司概况：互联网成功转型券商，近五年营收 CAGR 达 47.21%

东方财富成立于 2005 年，后推出“东方财富网”、“股吧”、“天天基金网”等财经咨询交流平台，流量常年稳居财经类网站前列。2012 年，公司获取第三方基金销售牌照，开启“流量+牌照”变现之路。2015 年公司收购西藏同信证券，成为国内唯一从互联网转型的券商。2014-2019 年，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 47.21%、61.69%。2020 年前三季度，公司营收 59.46 亿元，同比增长 92.00%，归母净利润 33.98 亿元，同比增长 143.66%。

● **流量赋能：经纪和两融业务排名升至第 18、20 名，门户网流量稳居前列**
受益于公司财经门户网的顶级流量优势，2015-2019 年证券业务收入 CAGR 达 122.10%。公司证券业务个人用户占比近九成，证券经纪和两融业务合计收入占比超过 90%，2020H1，公司代理买卖证券业务（含席位）和两融业务的市占率分别为 2.34%、1.70%，证券业协会排名分别为第 18、20 名，2015 年两者市占率仅为 0.23%、0.12%，协会排名为第 72、75 名。

● **生态赋能：基金代销业务稳居第一梯队，天天基金 APP 生态日趋完善**
2016-2019 年，金融电子商务服务业务收入 CAGR 为 12.38%，基金销售规模 CAGR 为 29.12%，收入及规模稳居市场前列。目前，天天基金的代销基金数量和代理基金公司数量分别为 5530 支和 141 家，稳居第一梯队。天天基金涵盖基金、活期宝、指数宝、组合宝、定投等多种理财工具，提供丰富的基金经理理财直播课等活动，用户粘性持续提升，生态建设日趋完善。

● **科技赋能：研发人员占比近四成，金融终端赋能主业**
公司研发人员数量占比近四成，2019 年研发支出达 3.05 亿元，投入逐年攀升。高研发投入保障公司技术领先，公司金融终端产品已涵盖股票、固收、基金、商品、外汇、宏观等领域数据，可提供 Excel 插件、量化接口等应用工具，功能不断完善，且提供东方财富证券账户登录入口。2020H1，公司金融数据服务业务实现收入 0.84 亿元，同比提升 6.92%，增速转负为正。

● **盈利预测：持续看好国内金融 IT 核心标的，维持“强烈推荐”评级**
公司是国内金融 IT 核心标的，证券业务排名稳进，基金代销业务长期居于领先地位，网站、APP 流量均居行业第一梯队。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.48、0.62、0.76 元，对应 PE 为 55、42、35 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：宏观经济下行，证券交易量下降，基金代销市场竞争加剧**

财务摘要和估值指标（2020 年 11 月 23 日）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,123	4,232	7,663	9,767	12,077
增长率(%)	22.6	35.5	81.1	27.5	23.7
净利润(百万元)	959	1,831	4,104	5,362	6,552
增长率(%)	50.5	91.0	124.1	30.7	22.2
毛利率(%)	88.1	90.8	91.0	91.5	92.0
净利率(%)	30.7	43.3	53.5	54.9	54.2
ROE(%)	6.1	8.6	16.3	17.7	17.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.27	0.48	0.62	0.76
P/E	98.2	110.5	55.3	42.3	34.6
P/B	4.3	7.3	9.0	7.5	6.2

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 11 月 23 日

敬请参阅最后一页免责声明

强烈推荐（维持评级）

马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

刘熹（联系人）

liuxi@xsdzq.cn

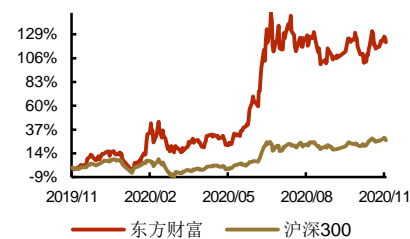
证书编号：S0280120040009

市场数据

时间 2020.11.25

收盘价(元):	25.67
一年最低/最高(元):	13.0/29.63
总股本(亿股):	86.13
总市值(亿元):	2,210.99
流通股本(亿股):	71.32
流通市值(亿元):	1,830.84
近 3 月换手率:	206.16%

股价一年走势



相关报告

《业绩超预期，证券业务增速亮眼、基金销售持续成长》2020-04-12

《三季度业绩超预期，证券业务和基金销售业务持续增长》2019-10-21

《半年度利润同比增长 55.88%，净利率大幅提升》2019-07-27

《业绩超预期，证券业务同比大幅增长》2019-07-12

《拟再次发行可转债，助力两融规模持续扩张及业务多元化发展》2019-05-30

目 录

1、 公司概况：互联网成功转型券商，近五年营收 CAGR 达 47.21%.....	6
1.1、 历史沿革：“财经门户网、基金销售、证券行业”三步走.....	6
1.2、 董事长控股权稳固，核心团队履历丰富.....	6
1.3、 近五年营收 CAGR 达 47.21%，2019 年净利率为 43.28%.....	8
1.4、 证券和基金代销业务占比分别为 62%、34%，占比稳步提升.....	9
2、 流量赋能：经纪、两融业务排名增至第 18、20 名，门户网流量稳居前列.....	10
2.1、 2015-2019 证券业务收入 CAGR 达 122.10%，经纪、两融业务合计占比超 99%.....	10
2.2、 线下渠道稳步扩张，线上 APP 月活优势明显.....	10
2.3、 经纪和两融业务市占率持续提升，个人用户占比近九成.....	11
2.4、 2019 年东方财富证券 ROE 为 13.71%，协会排名第一.....	13
2.5、 东方财富网流量稳居前列，以赋能集团业务为核心.....	14
3、 生态赋能：基金代销近三年营收 CAGR 为 12.38%，天天基金 APP 生态日趋完善.....	15
3.1、 2016-2019 年基金代销收入 CAGR 为 12.38%，占公司总营收的三分之一.....	15
3.2、 代销基金数量稳居第一梯队，生态建设日趋完善.....	18
3.3、 天天基金网 DAU 持续改善，APP 流量优势明显.....	19
3.4、 2018 年获取公募基金牌照，资产管理规模增至 25.61 亿元.....	20
4、 科技赋能：研发人员占比近四成，金融终端赋能主业.....	21
4.1、 2020H1 金融数据服务收入增速转正，研发人员占比近四成.....	21
4.2、 金融终端产品技术优良，以赋能集团业务为核心.....	22
5、 市场环境：资本市场改革有序推进，市场交易活跃.....	25
5.1、 证券市场交易活跃，赚钱效应明显.....	26
5.2、 2020Q3 基金发行同增 232.91%，规模稳步增长.....	27
6、 盈利预测：持续看好金融 IT 核心标的，维持“强烈推荐”评级.....	27
7、 风险分析.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 公司历史沿革.....	6
图 2： 东方财富股权结构.....	7
图 3： 2014-2020 年前三季度公司营收及同比.....	8
图 4： 2014-2020 年前三季度公司净利润及同比.....	8
图 5： 2014-2019 年公司三项费用率.....	8
图 6： 2014-2019 年公司毛利率及净利率.....	8
图 7： 2015-2020H1 各主要业务收入占比.....	9
图 8： 2015-2020H1 各主要业务毛利率.....	9
图 9： 公司证券业务收入及增速.....	10
图 10： 公司证券业务分类收入.....	10
图 11： 2015-2020H1 东方财富证券网点数量.....	11
图 12： 2015-2020H1 东方财富证券营业部经营效率.....	11
图 13： 2019.8-2020.3 证券交易 APP 月活跃用户数(万).....	11
图 14： 2020 年 9 月证券 APP 月活跃用户数(万).....	11
图 15： 公司代买卖证券业务收入（含席位）及市占率.....	12

图 16: 代理买卖证券款-普通经纪业务(亿元)	12
图 17: 2019 年券商代理机构客户买卖证券交易额占比	12
图 18: 2019 年券商证券经纪业务佣金率	12
图 19: 东方财富证券两融业务利息收入及占比	13
图 20: 东方财富证券融出资金余额及市占率	13
图 21: 东方财富证券净资产及 ROE	13
图 22: 东方财富证券与行业资产负债率对比	13
图 23: 财经类网站月度覆盖人数(万)	14
图 24: 东方财富和同花顺广告业务收入对比(亿元)	14
图 25: 东方财富网首页广告位	15
图 26: 天天基金网首页广告位	15
图 27: 天天基金组织架构	16
图 28: 2013-2020H1 公司金融电子商务业务收入	16
图 29: 2013-2020H1 公司基金销售规模	16
图 30: 主要基金代销公司基金代销业务收入(亿元)	17
图 31: 主要基金代销公司基金代销业务收入增速(%)	17
图 32: 我国基金收费模式	17
图 33: 机构代销基金数量(截至 2020.10.20)	18
图 34: 机构代理基金公司数量(截至 2020.10.20)	18
图 35: 天天基金 APP 界面	18
图 36: 2013-2020H1 天天基金交易笔数及单笔金额	18
图 37: 天天基金 3G 优选基金研究体系	19
图 38: 天天基金投资策略研究体系	19
图 39: 天天基金网浏览量(万)	19
图 40: 天天基金网日均活跃用户数(万)	19
图 41: 基金销售平台 APPMAU 对比(万)	20
图 42: 基金销售网站月覆盖人数(万人)	20
图 43: 2019-2020Q3 西藏东财基金管理规模	20
图 44: 西藏东财基金管理基金类别	20
图 45: 主要金融终端软件公司收入对比(亿元)	22
图 46: 主要金融终端软件公司收入增速对比(%)	22
图 47: 2014-2019 年公司研发支出及研发占比	22
图 48: 2015-2019 年公司研发人员数量及占比	22
图 49: 东方财富金融终端(经典版)界面	23
图 50: Choice 金融终端界面	24
图 51: Choice 数据库	25
图 52: Choice 数据量化接口	25
图 53: 2018Q4-2020Q3 我国 A 股成交额	26
图 54: 2012-2020 Q3 我国 A 股成交额	26
图 55: 2017-2020 年我国证券行业融资融券余额	27
图 56: 2019-2020 年 A 股走势	27
图 57: 2018-2020Q3 我国新成立基金数量及发行份额	27
图 58: 2018-2020Q3 我国基金资产净值及数量	27
表 1: 公司主要高管简介	7

表 2: 东方财富证券主营业务.....	9
表 3: 东方财富证券各项经营数据排名.....	14
表 4: 主要财经及基金网站月覆盖人数 (万人).....	15
表 5: 西藏东财基金旗下基金信息.....	21
表 6: 东方财富金融终端产品.....	23
表 7: 主要证券分析研究终端对比.....	25
表 8: 近期证券行业相关政策文件.....	26
表 9: 东方财富证券业绩预测 (单位: 百万元).....	28
表 10: 东方财富与同行相对估值对比 (2020 年 11 月 23 日).....	29

盈利预测、估值与目标价、评级

目前，我国证券市场交易活跃，赚钱效应明显，东方财富证券 ROE 稳居券商头部，各项业务排名持续提升，证券业务有望持续提升。基金业务方面，我国基金交易量稳步增长，公司流量优势明显，基金代销业务高增速有望保持。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.48、0.62、0.76 元，对应 PE 为 55、42、35 倍。维持“强烈推荐”评级。

关键假设

(1) 证券业务：假设 2020、2021、2022 年中国股票基金债券交易额增速分为 40%、10%、10%，东方财富证券交易市场份额为 2.1%、2.5%、2.8%，计算东方财富证券经纪业务收入为 30.35、35.32、43.52 亿元。国内两融市场总规模总数为 45%、10%、10%，东方财富两融市占率为 2.1%、2.4%、2.7%，计算得出东方财富证券业务收入分为 49.02、57.69、69.68 亿元，同比增速为 78%、18%、21%。**(2) 基金代销业务：**结合东方财富 2020 三季报披露，金融数据服务同比增长 102%，天天基金用户数据表现良好，产品种类持续扩容情况。假设基金交易市场情绪维持，预计 2020-2022 年，金融数据服务增速为 100%、50%、30%，因此，2020-2022 年收入为 24.71、37.07、48.19 亿元。**(3) 广告业务和金融数据服务业务：**假设短期公司天天基金网、东方财富金融终端仍然以获客为主，东方财富 Choice 仍处于投入研发阶段，预计 2020-2022 年，两者收入基本持平。

我们与市场的观点的差异

(1) 2020Q3 证券交易市场情绪高涨，本报告结合三季报公司业绩高增速表现，以及近期资本市场注册制，“T+0”等相关政策和事件影响，认为公司近期业绩表现超出市场预期，市场份额提升幅度有望加大；(2) 我们更看重公司的科技赋能和生态赋能的重要性，金融终端产品有望持续为证券业务提供流量，基金代销业务的产品丰富度、基金经理参与度持续提升，用户粘性增强，生态建设日趋完善。随着公司牌照逐步补齐，多业务协同优势有望进一步得到体现。

股价上涨的催化因素

全国证券市场交易量增长；资管政策维持证券市场的健康活力，提升金融市场的资产配置功能；我国基金市场投资收益率提升，基金发行量持续增长。公司旗下门户网流量同比提升。

投资风险

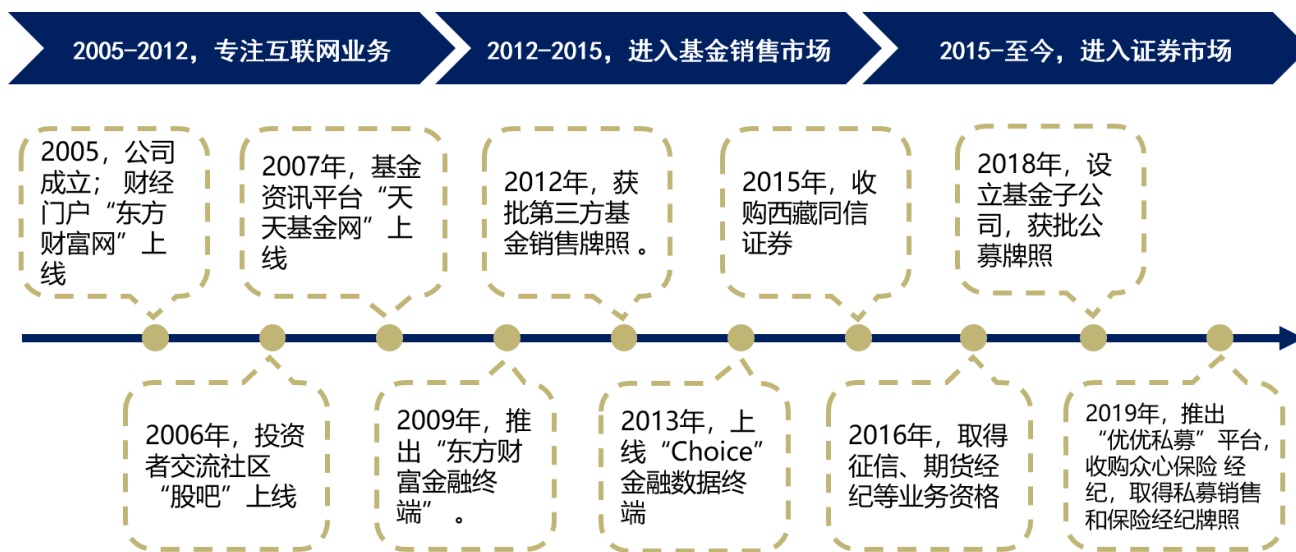
证宏观经济下行，券市场交易量下滑，基金代销行业竞争加剧，公司证券业务市场份额提升不及预期，财经门户网站流量下降。

1、公司概况：互联网成功转型券商，近五年营收 CAGR 达 47.21%

1.1、历史沿革：“财经门户网、基金销售、证券行业”三步走

东方财富成立于 2005 年 1 月，前身系上海东财信息技术有限公司，同年公司上线“东方财富网”，提供及时、全面的金融信息与财经资讯；2006 年上线投资者互动交流社区“股吧”；2007 年成立基金领域垂直门户“天天基金网”，提供基金资讯与产品筛选服务。三大财经网站互相引流、互联互通，构成了公司的流量生态圈。2012 年公司获取第三方基金销售牌照，开启“流量+牌照”变现之路。随着公司业务与客户规模不断扩张。2015 年公司收购西藏同信证券，正式进入证券行业，后陆续获得期货经纪、公募基金和私募基金牌照，金融行业牌照愈发齐全。至今，公司已成为以“东方财富网”为核心，集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网服务大平台。公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网服务平台之一，“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”等，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，具有市场领先地位，形成了公司的核心竞争力。

图1：公司历史沿革

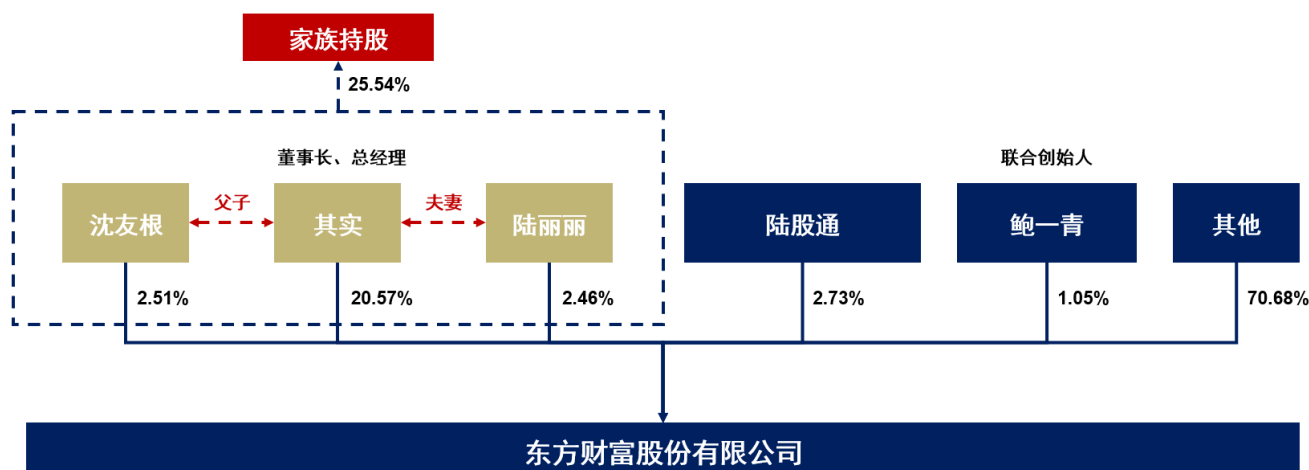


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、董事长控股权稳固，核心团队履历丰富

股权结构稳固，董事长具备较强控制权。根据 2020 年三季报，公司董事长其实为公司实际控制人，也是公司第一大股东，持股比例为 20.57%，近十年持股比例稳定在 20%-30% 区间，控制权稳定。公司第三、第四大股东与其实系父子、夫妻关系，持股比例分为 2.51%、2.46%，三人合计持股比例为 25.54%。公司前十大股东合计持股比例 34.56%，其他股东持股相对分散，董事长其实对公司的控制权稳固。

图2: 东方财富股权结构



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

董事长从事证券从业多年，高管团队相关履历丰富。公司董事长其实 1993 年毕业于上海交通大学工科学士学位，1992 年进入证券市场，后从事期货、证券、财经新闻等工作，2005 年创办东方财富网，是国内互联网金融行业的复合型领军人才。公司核心团队稳定，2011 年和 2014 年分别进行两次股权激励计划，授予股份数分为 443.23 万份和 5,638.25 万份 (1.32%)，激励人数分为 84 人和 156 人。

表1: 公司主要高管简介

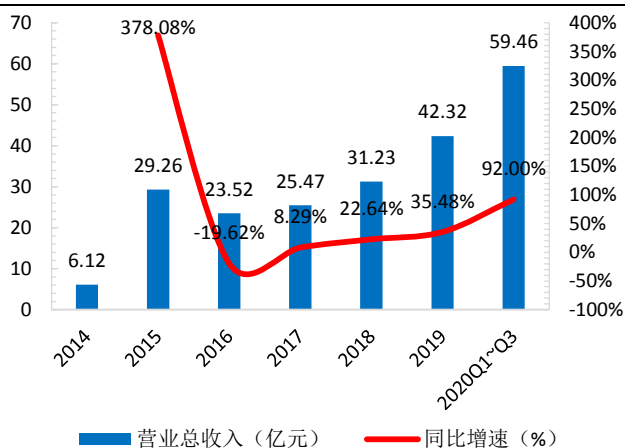
姓名	职位	介绍
其实	董事长、总经理	1993 年毕业于上海交通大学、工科学士学位，复旦大学博士。1996 年底至 1997 年负责《四川金融证券报》编辑及推广工；1998 年至 2000 年担任上海电视台财经报道节目的特约主持人；2003 年至 2005 年兼任中央电视台《中国证券》栏目驻上海观察员；2000 年 8 月至 2001 年 5 月，筹建并担任久联证券总裁助理，分管研究、投资及网上交易。2001 年 5 月至 2003 年 6 月，创建上海益邦投资有限公司并担任董事长。2004 年 3 月至今，创办东方财富网。目前担任全国政协委员，中国民主建国会中央委员，中国证券投资基金业协会副会长，上海市信息化青年人才协会会长等社会职务。
程磊	副总经理	复旦大学计算机软件专业本科学历，复旦大学软件工程硕士。本公司研发中心总监，曾任本公司董事，上海美宁计算机网络有限公司技术部开发组成员，项目经理，环球外汇网副总经理兼技术总监。
陆威	副总经理、财务总监、董秘	复旦大学 EMBA，正高级会计师。曾任中国外运江苏集团出纳，海运，陆运结算，空运公司财务经理，中外运集装箱运输有限公司财务部资金计划科经理，财务部总经理助理，副总经理，总经理。中国会计学会会员，中国总会计师协会会员，上海市总会计师工作研究会会员，复旦大学 MPAcc 社会导师，上海市软件行业协会副会长，中国上市公司协会财务总监专业委员会委员，上海上市公司协会财务总监委员会委员
陈凯	副总经理	工学博士，全国政协第十一届委员，全国青联第十一届常委。1997 年进入长江计算机集团公司工作，曾任集团二级企业部门经理，副总经理，长江计算机集团公司副总工程师兼下属上海长江科技发展有限公司总经理，2003 年 4 月进入共青团上海市委员会工作，曾任团市委副书记，市青联主席，上海青年干部管理学院院长等职务，2011 年 6 月进入上海市人民政府外事办公室工作，曾任市外办副主任，IBLAC 秘书长等职务。现任本公司副董事长，副总经理及参股公司中证信用云科技(深圳)股份有限公司副董事长，上海农村商业银行股份有限公司独立董事

资料来源：公司公告，百度百科，新时代证券研究所

1.3、近五年营收 CAGR 达 47.21%，2019 年净利率为 43.28%

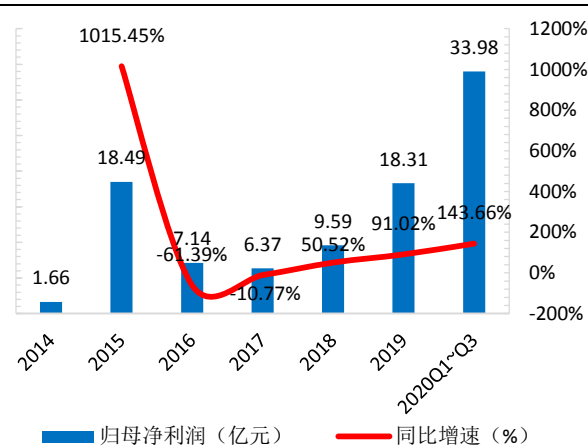
2020 年前三季度营收增长 92%，业绩增速逐年提升。至收购西藏同信证券后公司业绩大幅抬升，2015 年营收同比增长近 4 倍，净利润增幅近 10 倍。2016 年受市场行情降温影响有所下降，此后业绩仍实现稳步增长，增速逐年提升。2014-2019 年，公司营收、归母净利润复合增速分为 47.21%、61.69%。根据 2020 年三季报披露，公司前三季度实现营收 59.46 亿元，同比增长 92.00%，归母净利润 33.98 亿元，同比增长 143.66%，均已超过 2019 年全年数据，报告披露，业绩增长主要受益于金融电子商务业务和证券业务收入的大幅增长所致。

图3：2014-2020 年前三季度公司营收及同比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

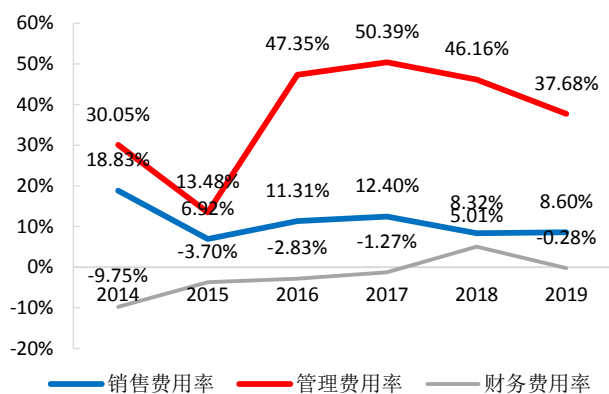
图4：2014-2020 年前三季度公司净利润及同比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

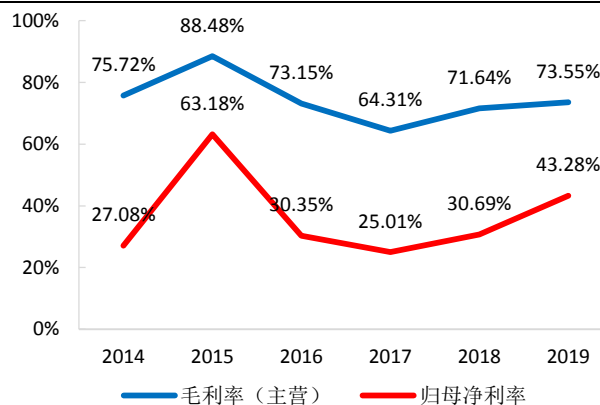
费用端控制良好，盈利能力企稳回升。2016 年管理费用大幅增长，主要系东方财富证券业务及管理费用同比大幅增长（东方财富证券自 2015 年 12 月份起纳入公司合并报表范围，2015 年度费用仅为东方财富证券 2015 年 12 月份发生额），近两年费用控制能力稳步提升，2019 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.6%、37.68%、-0.28%，同比+0.29%pt、-8.48pt、-5.29pt。盈利能力方面，公司 2015 年收购西藏同信证券后显著改善，16、17 年受市场交易量下降，以及费用并表影响有所下降。随着公司逐渐完成业务架构的调整，盈利水平经逐步企稳回升，2019 年销售毛利率为 73.55%，归母净利率为 43.28%，同比显著改善。

图5：2014-2019 年公司三项费用率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图6：2014-2019 年公司毛利率及净利率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.4、证券和基金代销业务占比分为 62%、34%，占比稳步提升

公司主要业务有**证券业务**、**金融电子商务服务业务**、**金融数据服务业务**及**互联网广告服务业务**等。**证券业务**：主要依托互联网服务平台及全国主要中心城市的分支机构，通过拥有相关业务牌照的东方财富证券、东方财富期货、东财国际证券等公司，为海量用户提供证券、期货经纪等服务。**金融电子商务服务业务**：主要通过天天基金，为用户提供基金第三方销售服务。天天基金依托以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台积累的海量用户资源和良好的品牌形象，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。**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。**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、富媒体等表现形式，提供互联网广告服务。

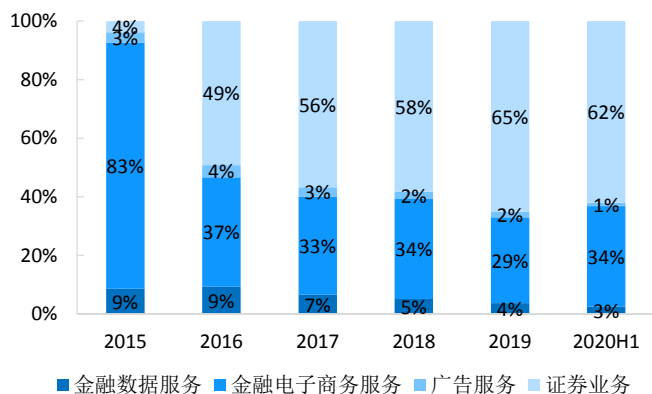
表2: 东方财富证券主营业务

主营业务	主要运营主体/平台	主要业务	盈利模式
证券业务	东方财富证券、东方财富期货、东财国际证券	证券、期货经纪、证券自营、资产管理、两融	依托经营许可开展证券业务
金融电子商务服务业务	天天基金	基金第三方销售服务	依托流量和基金销售许可，收取基金销售费和服务费
金融数据服务业务	Choice	专业化金融数据服务	依托流量和智能化数据终端，以会员方式收取数据服务费
互联网广告服务业务	东方财富网、天天基金网、股吧	互联网广告服务	依托流量，提供互联网广告位，收取广告费

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

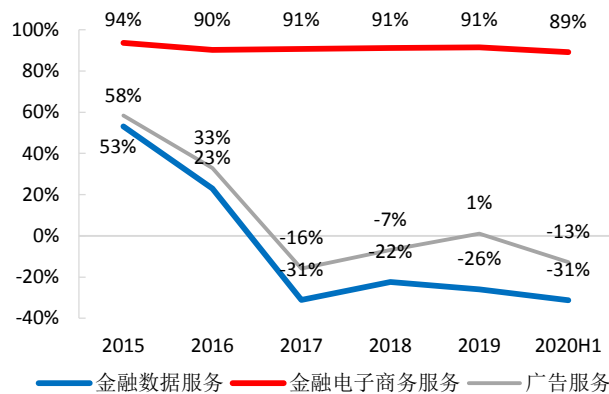
2020H1，证券业务收入占比 62%，基金云业务收入占比 34%。公司 2016 年收购西藏同信证券后，证券业务占比持续攀升，2020H1，公司证券业务收入占总营收的 62%，对比 2016 年提升 13pct。基金代销业务占比较为稳定，占比为 34%，基金代销主要依托天天基金网站和天天基金 APP 提供服务，具备明显成本优势，毛利率常年维持在 90% 附近。广告服务和金融数据服务占比较低，2020H1 占比分别为 1% 和 3%。我们认为，随着公司业务向证券和资管转移，东方财富网和天天基金网的业务重心转变为向其证券和基金代销业务输送流量为主，因此可出售广告位相应减少。同时，金融数据服务以低价引流为主，相应数据服务费也会下降。

图7: 2015-2020H1 各主要业务收入占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图8: 2015-2020H1 各主要业务毛利率



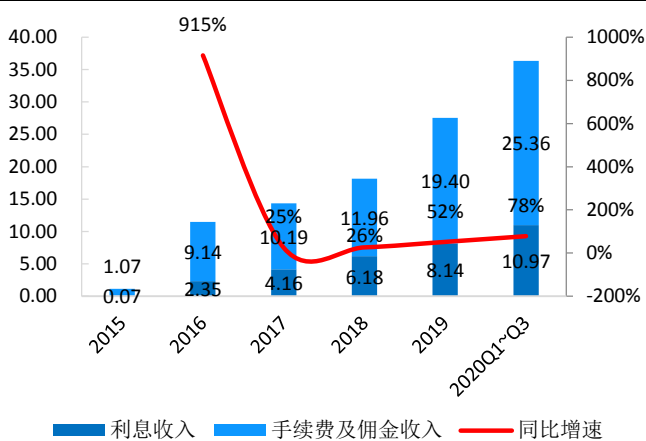
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2、流量赋能：经纪、两融业务排名增至第 18、20 名，门户网站流量稳居前列

2.1、2015-2019 证券业务收入 CAGR 达 122.10%，经纪、两融业务合计占比超 99%

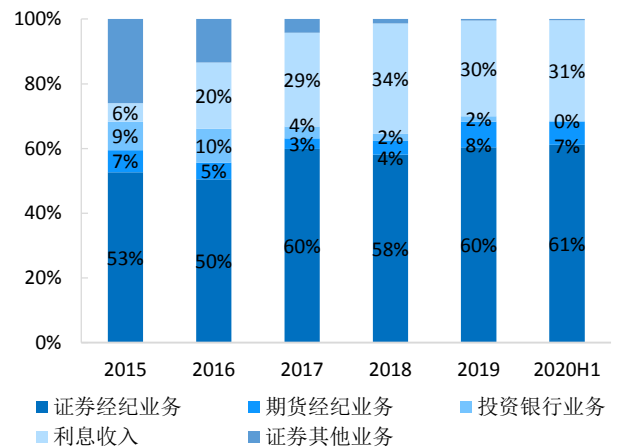
2015 年 3 月 30 日，东方财富支付现金购买东方财富国际证券 100% 股权，12 月 8 日，东方财富向宇通集团、西藏投资共计发行 15,438.59 万股购买西藏同信证券 100% 股权，正式进入内地及香港市场证券业，主要开展证券经纪、证券自营、资产管理等业务。依托于东方财富网和天天基金网的流量基础，公司证券业务收入快速成长，2015-2019 年复合增速达 122.10%，2020 年前三季度，公司证券业务实现收入 36.33 亿元，同比增长 78.31%，其中利息收入、手续费及佣金收入分为 10.97 亿元、25.36 亿元，占比为 30.20%、69.80%。公司业务具有明显的互联网属性，门户网站积累大量的 C 端股民群体，也导致公司收入结构在融资融券业务和证券经纪业务占比奇高，2020H1，公司证券经纪业务、期货经纪业务、利息收入占证券业务收入的比重分为 61.21%、7.09%、30.88%，合计占比达 99.18%，投行、资管等其他业务的合计收入占比不足 1%。

图9：公司证券业务收入及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

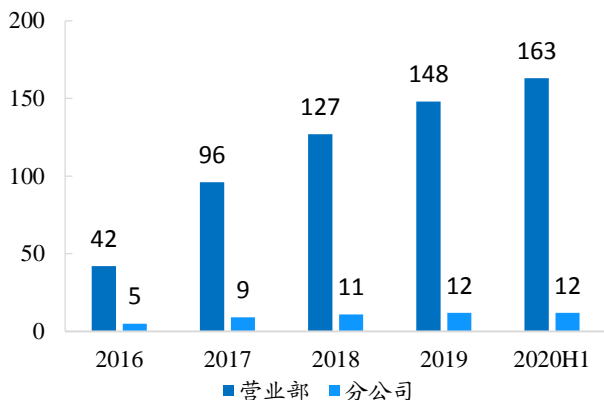
图10：公司证券业务分类收入



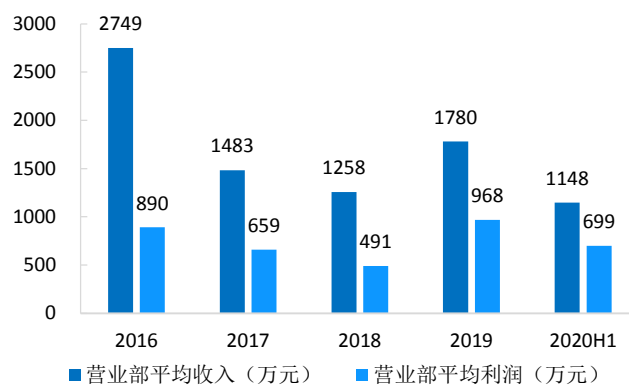
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、线下渠道稳步扩张，线上 APP 月活优势明显

营业部数量持续扩张，经营效率改善。截至 2020H1，东方财富证券拥有 164 家营业部，较 2019 年末新增 15 家，拥有分公司 12 家。线下门店快速扩张的同时，公司仍然保持经营效率的提升，2019 年，东方财富证券营业部平均收入 1780 万元，营业部平均利润 968 万元，均超过 17、18 年水平。2020H1，由于疫情影响，营业部效率有所下降，但下半年公司复工后业绩快速提升，我们预计 2020 年全年东方财富证券营业部经营效率能持续改善。

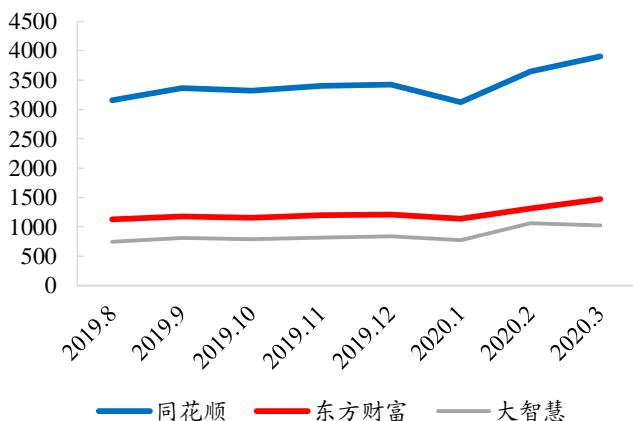
图11: 2015-2020H1 东方财富证券网点数量

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

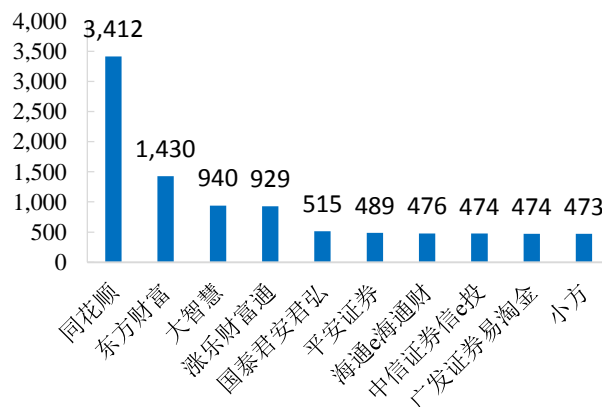
图12: 2015-2020H1 东方财富证券营业部经营效率

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2014年, 公司发布移动端主要产品东方财富APP, 功能涵盖股票、基金、期货、理财等, 力求打造一站式的财富增值平台。该产品的主要优势在于集财经资讯与股票交易于一身, 凭借PC端积累的海量资讯, 极大提升了用户体验。根据易观千帆数据, 2020年9月, 证券交易类APP中, 同花顺MAU最高, 为3412万, 东方财富位居第二, MAU为1430万, 活跃用户数远超过其他券商APP。我们认为互联网基因以及对技术投入的重视使公司向移动端转型的过程中更游刃有余, 也更为敏锐, 这也是公司目前在移动APP端相比其他券商更具优势的原因。

图13: 2019.8-2020.3 证券交易APP月活跃用户数(万)

资料来源: 易观千帆, 新时代证券研究所

图14: 2020年9月证券APP月活跃用户数(万)

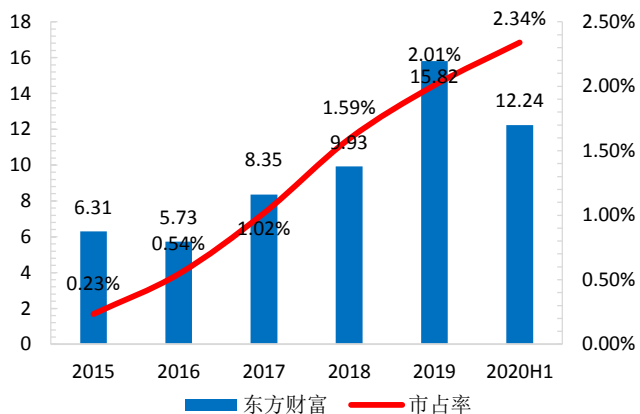
资料来源: 易观千帆, 新时代证券研究所

2.3、经纪和两融业务市占率持续提升, 个人用户占比近九成

证券经纪业务市占率稳增, 个人客户占比近九成。根据证券业协会披露数据, 公司代理买卖证券业务收入稳步增长, 2019年代理买卖证券业务(含席位)收入达15.82亿元, 2016-2019年CAGR为28.87%, 同期证券行业CAGR为-7%, 公司实现逆势高增长。由此, 公司市占率也从2015年的0.23%, 上升至2020H1的2.34%, 逐年提升。从客户结构看, 公司具备显著的互联网特色, 2020H1, 公司代理面膜证券款(普通经纪业务)中个人户占比超过95%, 近三年维持在90%左右。根据证券业协会披露数据, 2019年东方财富证券代理机构客户买卖证券交易额占比仅为

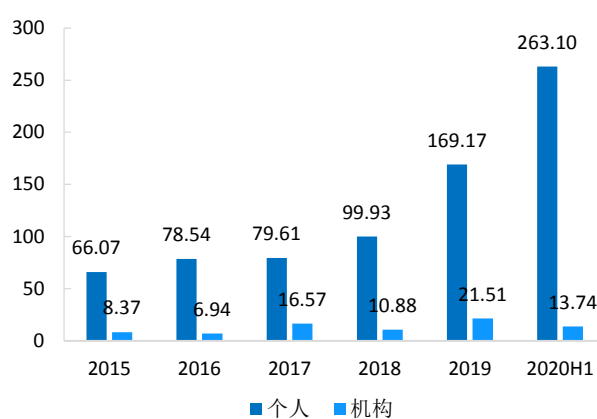
10.65%，显著低于行业中位数。同时，东方财富证券经纪业务佣金率（证券经纪业务净收入/代理买卖证券交易额（股票+基金+债券））为万分之1.8，显著高于其他券商。

图15: 公司代买卖证券业务收入(含席位)及市占率



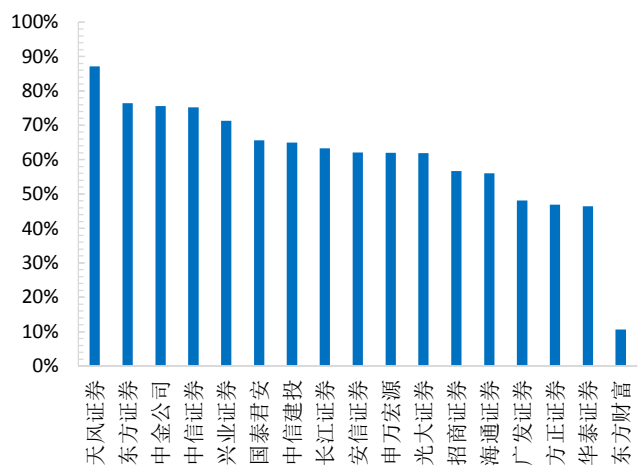
资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

图16: 代理买卖证券款-普通经纪业务(亿元)



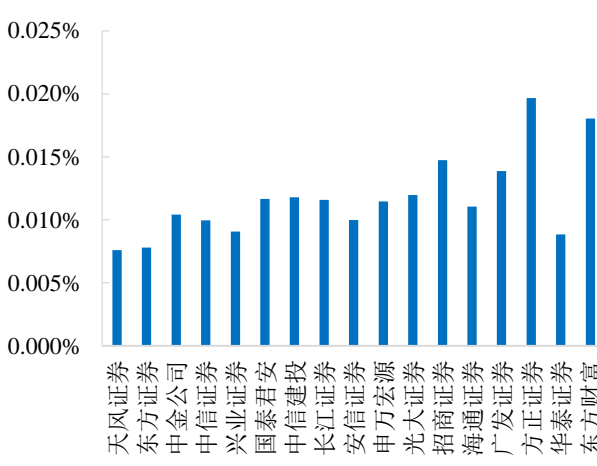
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图17: 2019年券商代理机构客户买卖证券交易额占比



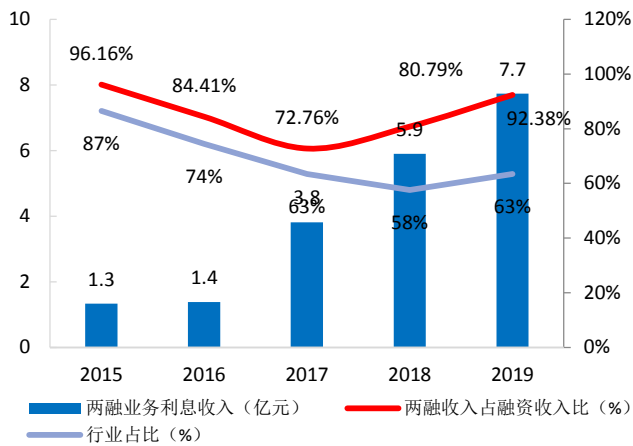
资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

图18: 2019年券商证券经纪业务佣金率

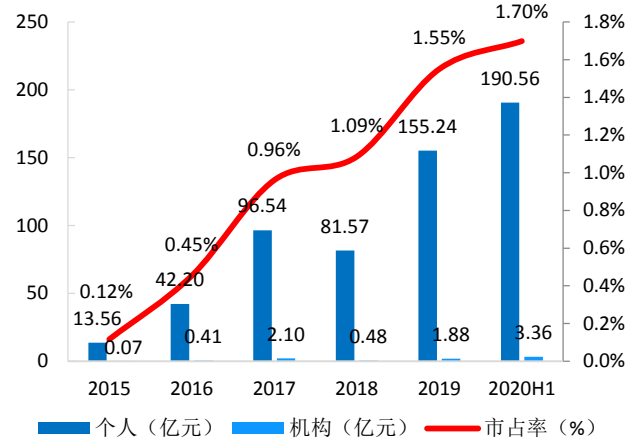


资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

两融业务发展迅速，市占率逐年攀升。根据证券业协会披露数据，公司两融利息收入占比在2017年大幅下降，后逐渐回升，2019年公司两融业务利息收入为7.7亿元，占公司融资类业务利息收入的92.38%，同比提升11.59pct，显著高于行业整体两融业务利息收入占比63%，说明公司融资类业务以两融业务为主，股权质押等业务占比相对低于同行，业务较为集中。公司两融业务资金同样以个人客户为主，2020H1，公司两融余额为193.92亿元，其中个人融资和机构融资余额占比分别为98.27%和1.73%。此外，公司两融业务市占率稳步提升，2020H1，两融余额市占率为1.70%，同比提升0.15pct，2015年公司两融余额市占率仅为0.12%。

图19: 东方财富证券两融业务利息收入及占比

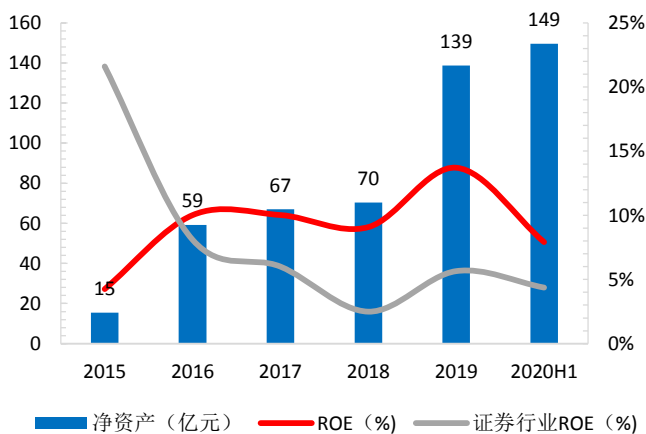
资料来源: 证券业协会, 新时代证券研究所

图20: 东方财富证券融出资金余额及市占率

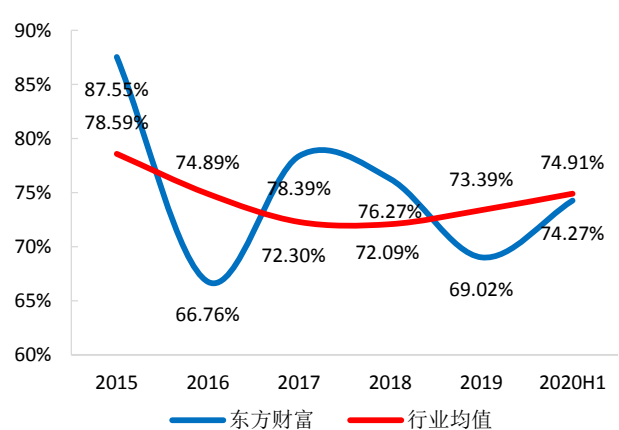
资料来源: 公司公告, Wind, 新时代证券研究所

2.4、2019年东方财富证券ROE为13.71%，协会排名第一

东方财富证券ROE显著高于行业均值。2016年以来，东方财富证券ROE水平平均逆市增长，2016-2019年，行业ROE均值由8.09%降至5.65%，而东方财富ROE由10.01%升至13.71%。杠杆率方面，东方财富和行业均值较为接近，2020年10月，公司发布发行可转债预案，拟募资不超过158亿元，其中用于信用交易业务，扩大融资融券业务规模不超过140亿元，用于证券投资业务不超过18亿元。11月11日，公司披露非公开发行2020年公司债券（第一期）（面向专业投资者）发行结果，第一期发行规模为20亿元，票面利率3.70%。我们认为债券成功发行有利于公司扩大融资融券业务规模，并且进一步提升ROE水平。

图21: 东方财富证券净资产及ROE

资料来源: Wind, 新时代证券研究所, 注: 证券行业ROE取算数平均

图22: 东方财富证券与行业资产负债率对比

资料来源: Wind, 新时代证券研究所, 注: 证券行业资产负债率取算数平均

协会排名表现优异。从行业协会各项排名数据看，公司各项排名稳步提升，总资产、净资产、营业收入排名从2015年的79、96、82名上升至2019年的38、33、33名，上升至行业前三分之一水平。从主营业务看，公司代理买卖证券业务和融资融券业务相对优势明显，排名从2015年的第72、75名，上升至2019年的第18、

20名,排名高于总营收和资产排名。东方财富净资产收益率近两年稳居行业榜首,体现出极强的盈利能力,营业部平均代理买卖证券业务收入排名位居第一梯队,体现出互联网券商线上高流量的明显优势。

表3: 东方财富证券各项经营数据排名

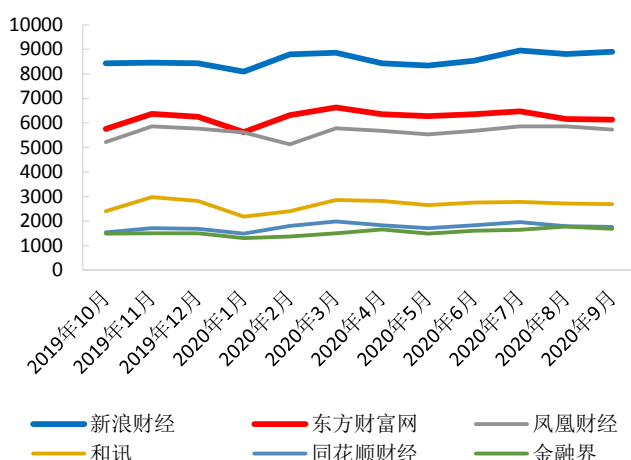
类别	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	79	64	48	51	38
净资产	96	63	64	62	33
营业收入	82	66	51	40	33
代理买卖证券业务收入(含席位)	72	46	24	19	18
营业部平均代理买卖证券业务收入	56	13	12	9	6
托管证券市值	68	57	42	35	31
融资融券业务利息收入	75	70	42	25	20
净资产收益率	28	19	4	1	1

资料来源:证券业协会,新时代证券研究所

2.5、东方财富网流量稳居前列,以赋能集团业务为核心

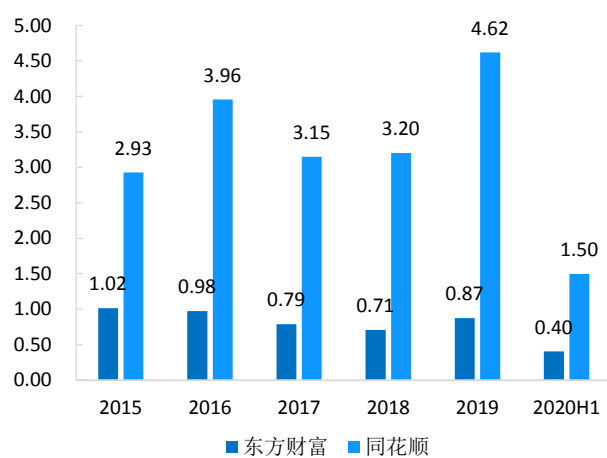
东方财富网流量优势明显,广告位主要服务于集团其他业务。证券东方财富网成立于2005年,致力于提供及时、全面的金融信息与财经资讯,为公司吸引海量用户,现成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的垂直财经门户之一,是公司引流的核心渠道。根据艾瑞咨询数据,2019年10月-2020年9月,东方财富网月度覆盖人数稳居财经咨询类网站前列。2020年9月,东方财富网的月度覆盖人数6136万人,仅次于新浪财经,位列第二名,同期同花顺财经网站月覆盖人数1770万人。对比东方财富和同花顺广告业务收入,同花顺广告业务收入显著长期高于东方财富,2019年,同花顺广告业务收入为4.62亿元,东方财富为0.87亿元,与两者门户网站流量比例相反。我们认为主要由于东方财富网主要服务东方财富证券、天天基金等集团业务,而同花顺广告位除了服务同花顺APP还出售给其他券商所致。

图23: 财经类网站月度覆盖人数(万)



资料来源:艾瑞咨询,新时代证券研究所

图24: 东方财富和同花顺广告业务收入对比(亿元)



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

图25: 东方财富网首页广告位



资料来源: 东方财富网官网, 新时代证券研究所

图26: 天天基金网首页广告位



资料来源: 天天基金网官网, 新时代证券研究所

表4: 主要财经及基金网站月覆盖人数(万人)

	2019.10	2019.11	2019.12	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9
新浪财经	8429	8451	8427	8092	8799	8863	8430	8333	8536	8957	8814	8904
东方财富网	5750	6368	6252	5622	6313	6631	6353	6277	6357	6472	6163	6136
凤凰财经	5215	5856	5772	5608	5131	5778	5676	5538	5677	5863	5855	5724
和讯	2398	2974	2817	2185	2404	2858	2817	2657	2760	2788	2717	2687
同花顺财经	1541	1711	1689	1487	1803	1990	1833	1718	1833	1964	1786	1770
金融界	1496	1502	1498	1303	1373	1505	1659	1487	1602	1646	1773	1681
支付宝	4849	4574	4859	3988	3696	4810	4919	4904	4948	4832	4797	4845
天天基金网	608	633	715	627	939	831	724	759	715	787	696	657
易方达	124	141	119	121	181	201	197	169	147	147	146	140
华夏基金	94	28	36	60	92	109	97	91	83	118	89	84

资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

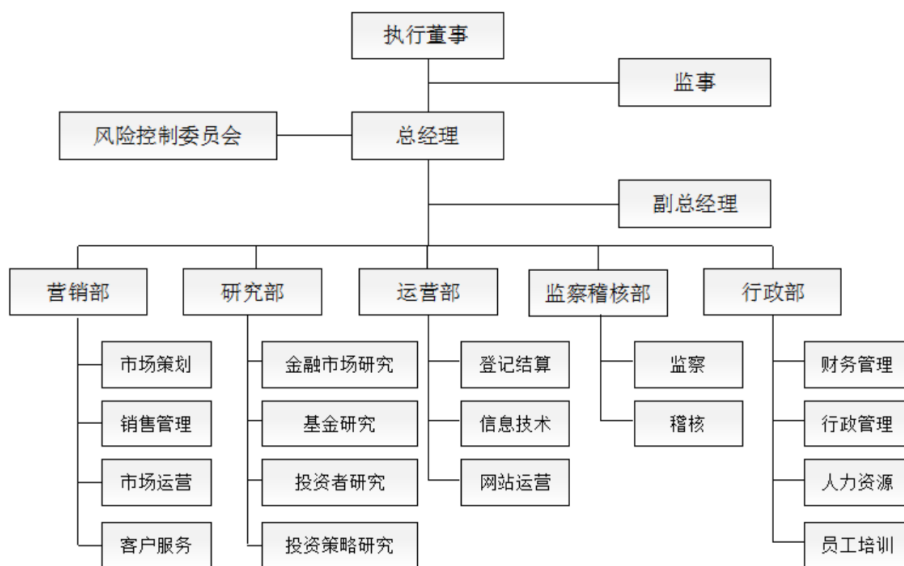
3、生态赋能: 基金代销近三年营收 CAGR 为 12.38%, 天天基金 APP 生态日趋完善

3.1、2016-2019 年基金代销收入 CAGR 为 12.38%, 占公司总营收的三分之一

2007 年网站上线, 2012 年获得基金销售牌照。“天天基金网”(域名: www.1234567.com.cn) 于 2007 年 3 月正式上线, 内容覆盖基金资讯、基金产品信息、基金每日净值、基金盘中估值、基金网上路演平台和投资者教育频道等方面, 并为网站用户提供便利的资讯信息查询和检索功能。2012 年, 子公司“上海天天基金销售有限公司”申领证券投资基金销售业务资格许可证, 同年 7 月 20 日起, 开始对外正式开展证券投资基金销售业务, 成为证监会批准的首批独立基金销售机构。天天基金网凭借其专业、及时、全面、权威的财经平台优势, 为广大投资者提供一站式金融理财服务。截至 2020 年 6 月 30 日, 天天基金网累计销量近 35000 亿

元。

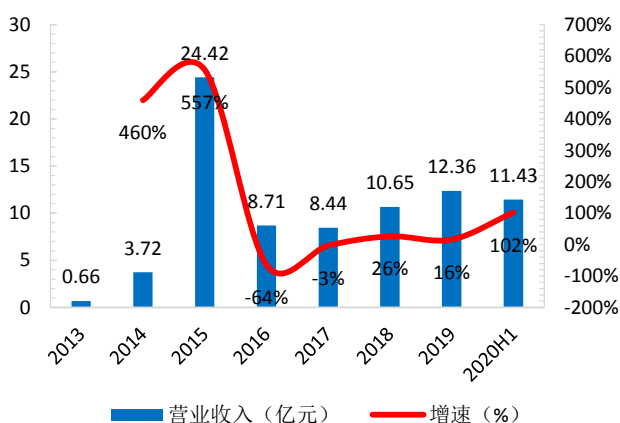
图27: 天天基金组织架构



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

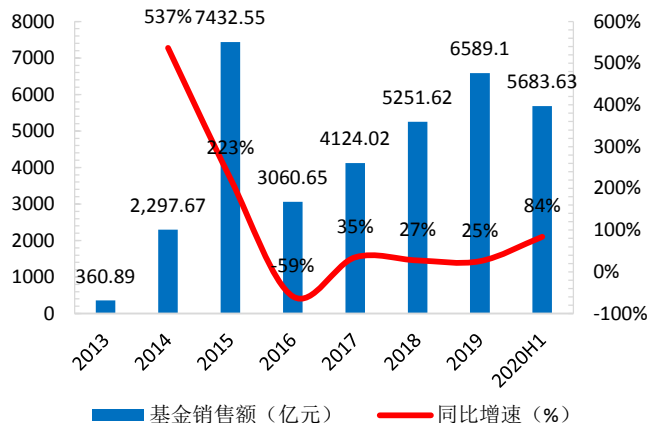
基金代销业务规模稳步增长。公司基金代销业务自 2012 年上线以来稳步增长, 2015 年受市场热度影响, 基金代销业务收入和销售规模也达到巅峰, 2016 年至今, 基金代销业务逐步好转, 2016-2019, 公司金融电子商务服务业务收入 CAGR 为 12.38%, 基金销售规模 CAGR 为 29.12%。2020H1, 公司金融电子商务服务收入 11.43 亿元, 同比增长 102.30%, 占上半年公司总营收的 34.24%, 基金销售规模达到 5683.63 亿元, 同比增长 83.93%, 数据接近 2019 年全年规模, 我们预计 2020 年全年仍然能实现高速增长。

图28: 2013-2020H1 公司金融电子商务业务收入



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图29: 2013-2020H1 公司基金销售规模

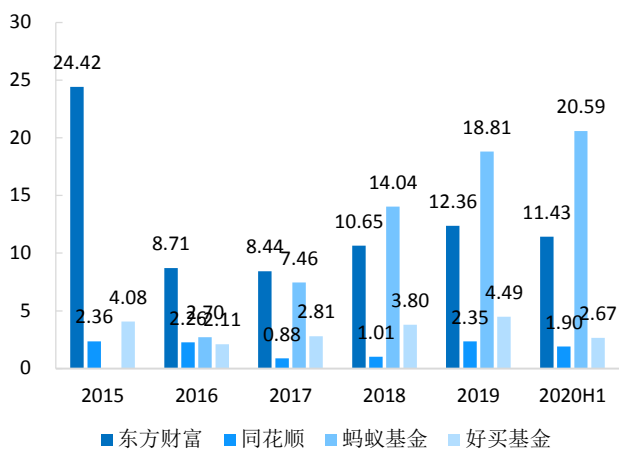


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

基金代销收入稳居市场前列, 业绩增长提速。目前, 我国第三方基金代销机构中东方财富(天天基金)、同花顺(爱基金)、蚂蚁基金和好买基金等处于领先地位。2020H1, 天天基金代销收入为 11.43 亿元, 规模仅次于蚂蚁 (20.59 亿元), 远高于

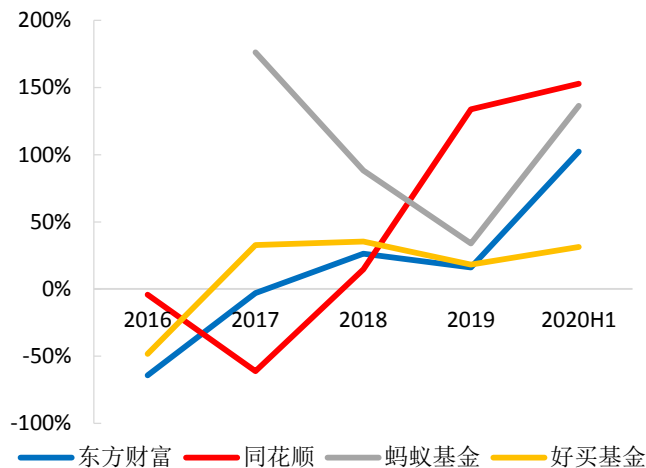
同花顺(1.90亿元)和好买基金(2.67亿元)。天天基金仍实现较高增速,2020H1,天天基金收入增速为102.25%,同期蚂蚁基金、同花顺、好买基金增速分为136.33%、152.96%、31.19%,在高体量的背景下,天天基金仍然实现较高增速,增速超过行业均值。

图30: 主要基金代销公司基金代销业务收入(亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图31: 主要基金代销公司基金代销业务收入增速(%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

基金代销盈利模式类中介费。基金收入主要包括认购/申购费、赎回费、管理费、托管费、销售服务费等,其中认购/申购、赎回、管理和销售服务都和第三方代销机构有关,根据代销机构和基金公司的谈判情况,基金代销公司收取费用的比例会有所变化。基金代销机构主要通过提供交易渠道,促成交易达成来向基金公司收取费用,其收费规模受基金交易量和基金存量有关。其中,认购/申购、赎回、销售服务收入和新发现基金数量以及基金交易活跃程度正相关,而管理费和存量基金资产规模正相关。

图32: 我国基金收费模式

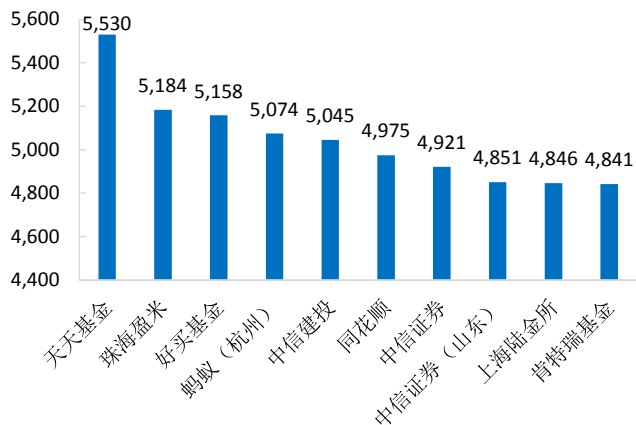


资料来源: 百度百科, 希财网, 新时代证券研究所, 注: 费率取近似值

3.2、代销基金数量稳居第一梯队，生态建设日趋完善

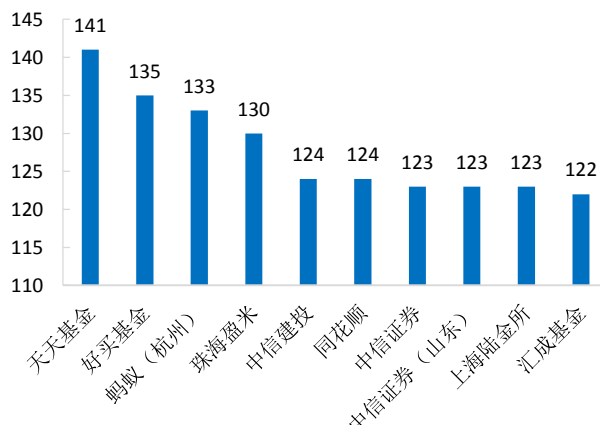
天天基金代销基金数量领先同行。得益于公司在基金代销行业长期积累和品牌形象，公司基金代销数量和合作基金公司数量领先同类竞争对手，根据 Wind 基金代销机构研究数据，截至 2020 年 10 月 20 日，天天基金的代销基金数量和代理基金公司数量分为 5530 支和 141 家，稳居第三方基金代销机构第一梯队。我们认为充足的基金数使得天天基金在产品品类上相较竞争对手更加丰富，同时，也体现公司和基金公司较为稳固的合作关系。

图33: 机构代销基金数量 (截至 2020.10.20)



资料来源: Wind 基金专题, 新时代证券研究所

图34: 机构代理基金公司数量 (截至 2020.10.20)



资料来源: Wind 基金专题, 新时代证券研究所

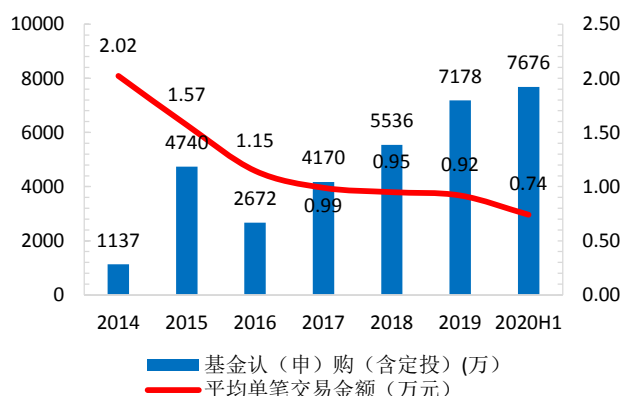
天天基金不断丰富产品线, 打造生态闭环, 促进交易频率。天天基金根据客户投资需求和风险偏好不断扩充产品矩阵, 2013 年推出“活期宝”货币基金理财工具, 7*24 小时随时取现, 广受投资者喜爱, 2019 年, “活期宝”实现申购交易 1806.92 万笔, 销售额为 2831.26 亿元, 占金融电子商务业务的比重分为 25.17%和 42.97%。目前, 天天基金可提供基金、活期宝、指数宝、组合宝、定投等多种理财工具, 同时可提供理财直播课程等活动, 提升用户粘性, 打造生态闭环, 用户的交易频次持续上升, 2020H1, 金融电子商务业务实现基金认 (申) 购 7675.71 万比, 同比提升 150.77%。平均单笔交易金额也逐步下降, 2020H1, 平均单笔交易金额为 7405 元, 可能有更多的年轻消费者选择在天天基金交易。

图35: 天天基金 APP 界面



资料来源: 天天基金 APP, 新时代证券研究所

图36: 2013-2020H1 天天基金交易笔数及单笔金额



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

天天基金不断提升研究实力，辅助投资人决策。在借鉴国外大里基金研究方法的基础上，结合国内市场的实际情况，天天基金研究中心创立了独有的3G研究体系，由系统到个体，定性定量方法结合的研究方法。从本源出发，以重化指标筛选，并通过对基金公司和基金经理的实地调研，构建基金池。通过对宏观经济及证券市场的深入研究，制定大类资产配置建议。最后结合客户的自身资产情况与需求，筛选出符合客户风险偏好与特征的基金产品，帮助客户实现财富保值增值的目的。

图37: 天天基金 3G 优选基金研究体系



资料来源: 天天基金官网, 新时代证券研究所

图38: 天天基金投资策略研究体系

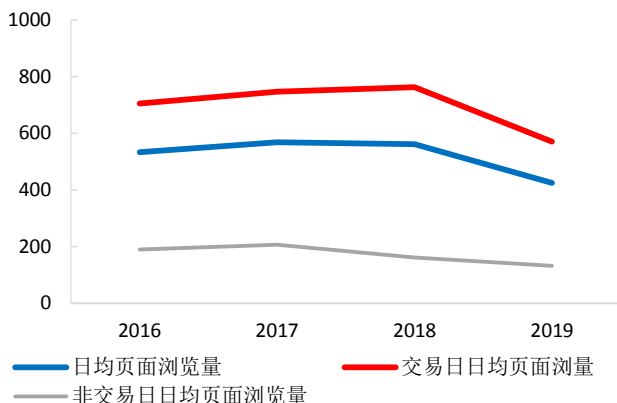


资料来源: 天天基金官网, 新时代证券研究所

3.3、天天基金网 DAU 持续改善，APP 流量优势明显

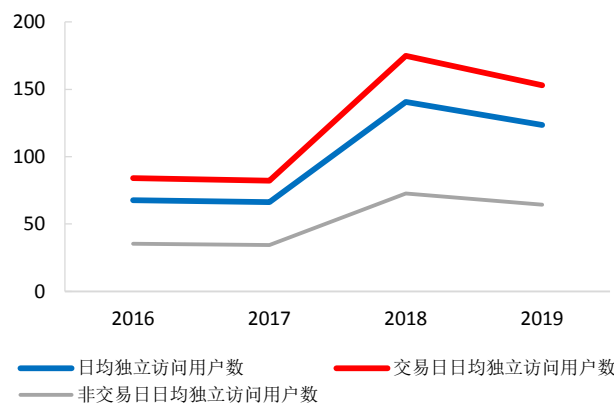
天天基金网用日活跃用户数持续改善，页面浏览量居高位。天天基金网成立于 2007 年，作为基金咨询门户网，各项数据处于行业领先地位。根据公司年报，2019 年，天天基金网日均页面浏览量为 424.98 万，其中，交易日日均页面浏览量为 570.16 万，非交易日日均页面浏览量为 131.91 万，2016 年至今始终保持高位。此外，天天基金网日均活跃访问用户数为 123.62 万，其中，交易日日均活跃访问用户数为 153.05 万，非交易日日均活跃访问用户数为 64.26 万，2016-2019 年间仍处于增长趋势。2019 年天天基金网流量表现同比有所下降，我们认为主要受移动端 APP 分流所致，公司基金代销业务收入及基金销售额均实现稳步增长，体现出公司基金代销业务的健康发展，以及竞争力的持续提升。

图39: 天天基金网浏览量 (万)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

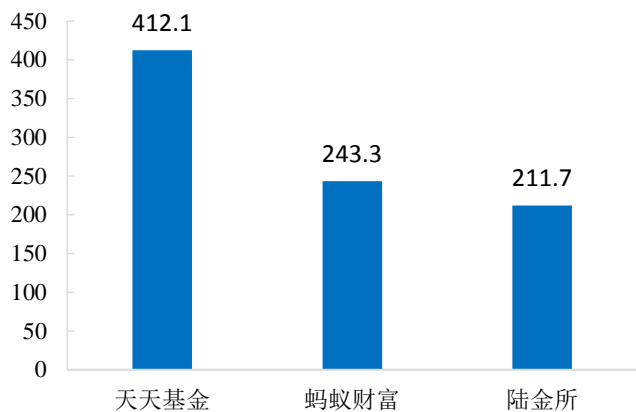
图40: 天天基金网日均活跃用户数 (万)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

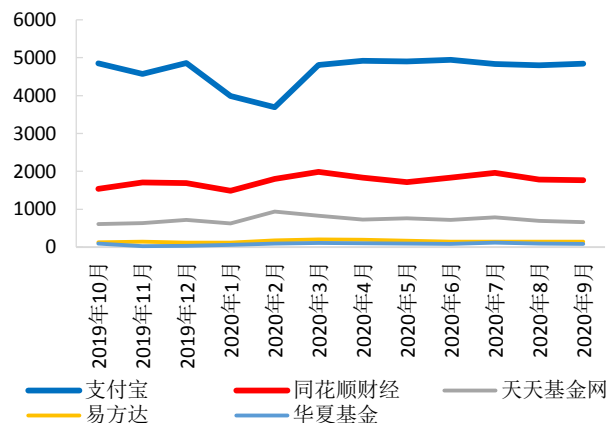
与同行对比，流量优势明显。据易观千帆数据统计，2020年10月，天天基金APP月活跃用户数为412.1万人，远高于同期蚂蚁财富APP和陆金所APP月活人数。基金销售网站方面，根据艾瑞数据，天天基金网的月覆盖人数远高于基金公司网站数据，用户覆盖面广泛，2020年9月，天天基金网月覆盖人数为657万人，同期易方达基金网和华夏基金网覆盖人数分别为140万人和84万人。

图41: 基金销售平台 APPMAU 对比 (万)



资料来源: 易观千帆, 新时代证券研究所

图42: 基金销售网站月覆盖人数 (万人)

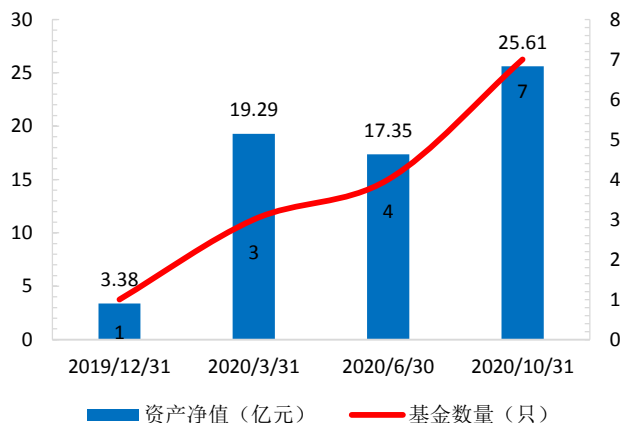


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.4、2018 年获取公募基金牌照，资产管理规模增至 25.61 亿元

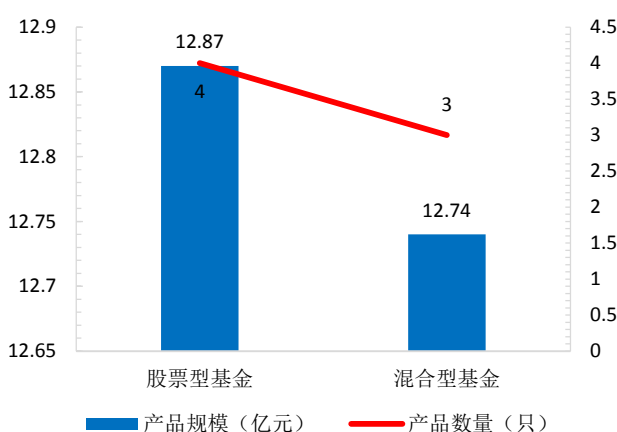
公募基金业务资产管理规模 25.61 亿元。2018 年 10 月，公司获准设立全资子公司“西藏东财基金管理公司”，并正式取得公募基金牌照。2019 年 12 月，西藏东财基金正式发行首只“西藏东财上证 50”基金，基金规模 1.59 亿元；2020 年，公司陆续发行“西藏东财中证通信技术”、“西藏东财创业板”、“西藏东财中证医药卫生”合计三只股票型指数基金，以及“东财量化精选”、“东财消费精选”、“东财信息产业精选”合计三只混合型基金，其中，“西藏东财创业板 A”表现突出，截至 2020 年 11 月 13 日，该基金总收益率 45.37%，同类排名第 88/860 名。截至目前，西藏东财基金合计资产净值 25.61 亿元，基金数量 7 支，基金规模快速扩张。

图43: 2019-2020Q3 西藏东财基金管理规模



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图44: 西藏东财基金管理基金类别



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

基金费率方面，公司首支基金“西藏东财上证 50A”费用率较低，管理费用率为 0.15%，托管费用率为 0.05%，远低于同类基金，后来发行的基金逐步回升到行业平均水平，股票型指数基金管理费率托管费用率分为 0.50%和 0.05%；混合型基金的管理费率托管费用率分为 1.50%和 0.10%。

表5： 西藏东财基金旗下基金信息

基金名称	基金类型	成立日期	申购费率	赎回费率	管理费率	托管费率	销售服务费率	总费率(持有 1 年)
西藏东财上证 50A	股票型	2019/12/3	1%	0.05-1.5%	0.15%	0.05%	-	1.25-2.7%
西藏东财上证 50C	股票型	2019/12/3	0%	0-1.5%	0.15%	0.05%	0.25%	0.2-1.7%
西藏东财中证通信技术 A	股票型	2020/1/20	1%	0.05-1.5%	0.50%	0.05%	-	1.6-3.05%
西藏东财中证通信技术 C	股票型	2020/1/20	0%	0-1.5%	0.50%	0.05%	0.25%	0.55-2.05%
西藏东财创业板 A	股票型	2020/3/18	0.4-1.2%	0-1.5%	0.50%	0.05%	-	0.95-3.25%
西藏东财创业板 C	股票型	2020/3/18	0%	0-1.5%	0.50%	0.05%	0.25%	0.55-2.05%
西藏东财中证医药卫生 A	股票型	2020/4/10	1%	0.05-1.5%	0.50%	0.05%	-	1.6-3.05%
西藏东财中证医药卫生 C	股票型	2020/4/10	0%	0%-1.5%	0.50%	0.05%	0.25%	0.55-2.05%
东财量化精选 A	混合型	2020/7/29	0.8-1.5%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	-	2.4-4.6%
东财量化精选 C	混合型	2020/7/29	0%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	0.80%	1.6-3.1%
东财消费精选 A	混合型	2020/9/23	0.8-1.5%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	-	2.4-4.6%
东财消费精选 C	混合型	2020/9/23	0%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	0.80%	1.6-3.1%
东财信息产业精选 A	混合型	2020/10/30	0.8-1.5%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	-	2.4-4.6%
东财信息产业精选 C	混合型	2020/10/30	0%	0%-1.5%	1.50%	0.10%	0.80%	1.6-3.1%

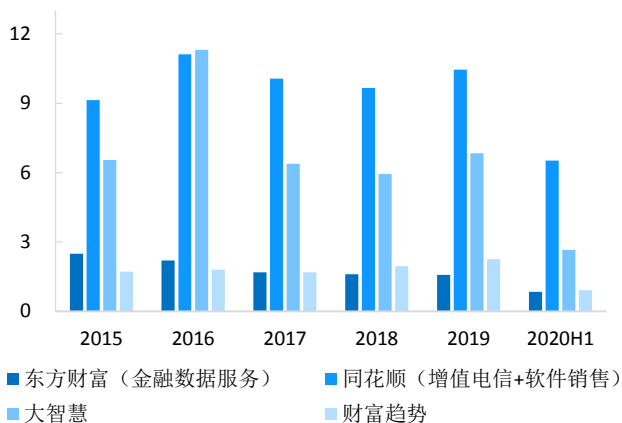
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、科技赋能：研发人员占比近四成，金融终端赋能主业

4.1、2020H1 金融数据服务收入增速转正，研发人员占比近四成

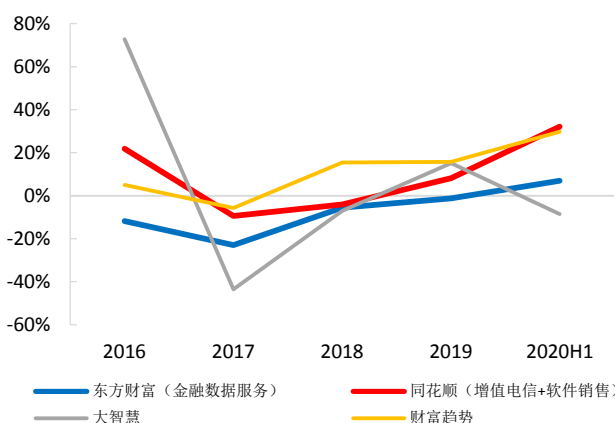
东方财富金融终端分为个人版和机构版。东方财富金融数据服务业务主要以金融数据终端服务平台为载体，通过 PC 端、移动端平台，向用户提供专业化金融数据服务。公司目前金融产品主要包括东方财富金融终端（个人版）和 Choice 金融终端（机构版）。**2020H1 金融数据服务收入增速转正。**2015 年至 2019 年，东方财富金融数据服务业务收入逐年下降，从 2.49 亿元下降至 1.58 亿元，2020H1 实现收入 0.84 亿元，同比提升 6.92%，增速转负为正。同期如同花顺、大智慧、财富趋势等金融数据和交易软件提供商也未实现高增长，我们认为证券交易市场至 2015 年之后交易量有所下降，对金融数据服务和交易软件提供商也有所影响所致。此外，公司产品制定如“开户赠送会员”等活动，也对收入产生一定影响。

图45: 主要金融终端软件公司收入对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

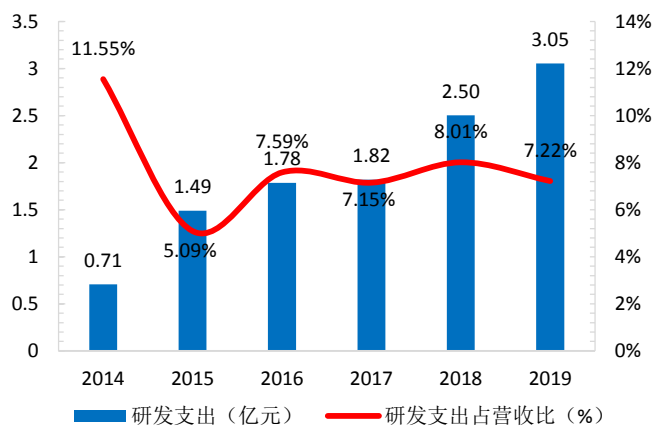
图46: 主要金融终端软件公司收入增速对比 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

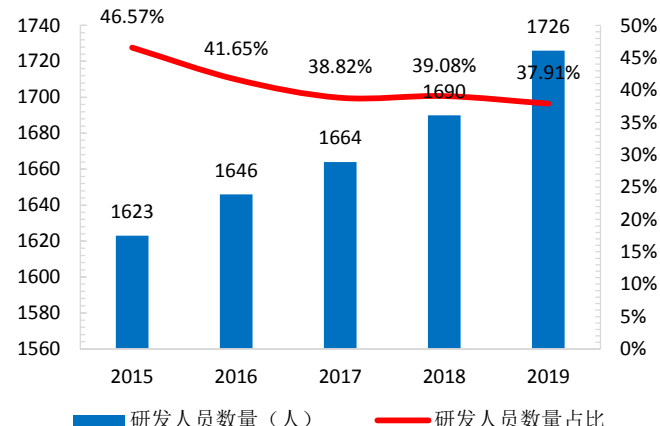
公司研发人员占比近40%，研发投入逐年提升。从互联网公司起家，公司具备明显的科技公司属性，对研发高度重视，研发人员数量占比长期维持40%左右，研发支出也逐年攀升，2019年达到3.05亿元。公司培养了一支稳定、过硬的技术研发团队，自主研发了一系列的网络核心技术，不断优化和完善现有互联网服务大平台系统，同时，对互联网领域的新技术和行业前瞻性技术进行深入研究和跟踪，强大的技术研发力量和核心技术储备为公司后续持续发展奠定了坚实的技术基础。

图47: 2014-2019 公司研发支出及研发占比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图48: 2015-2019 年公司研发人员数量及占比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4.2、金融终端产品技术优良，以赋能集团业务为核心

个人版金融终端: 东方财富金融终端主要提供行情数据、新闻资讯、投资交易等服务，其中东方财富专业投资系统收费6980元每年，增加独家DK点决策、控盘生命线、快捷交易、短线雷达、在线问股等多种特色功能。东方财富金融终端价格政策和功能支持都主要服务于东方财富证券账户，用收入换流量。以东方财富金融终端经典版为例，其主要功能涵盖全球主要市场股市、债市、期货、基金等市场行情数据，同时提供股票技术分析、宏观及公司数据、以及最新资讯，功能齐全。该终端支持证券交易功能，对于东方财富证券的证券账户可直接登录进行交易。

图49: 东方财富金融终端(经典版)界面



资料来源: 东方财富金融终端, 新时代证券研究所

表6: 东方财富金融终端产品

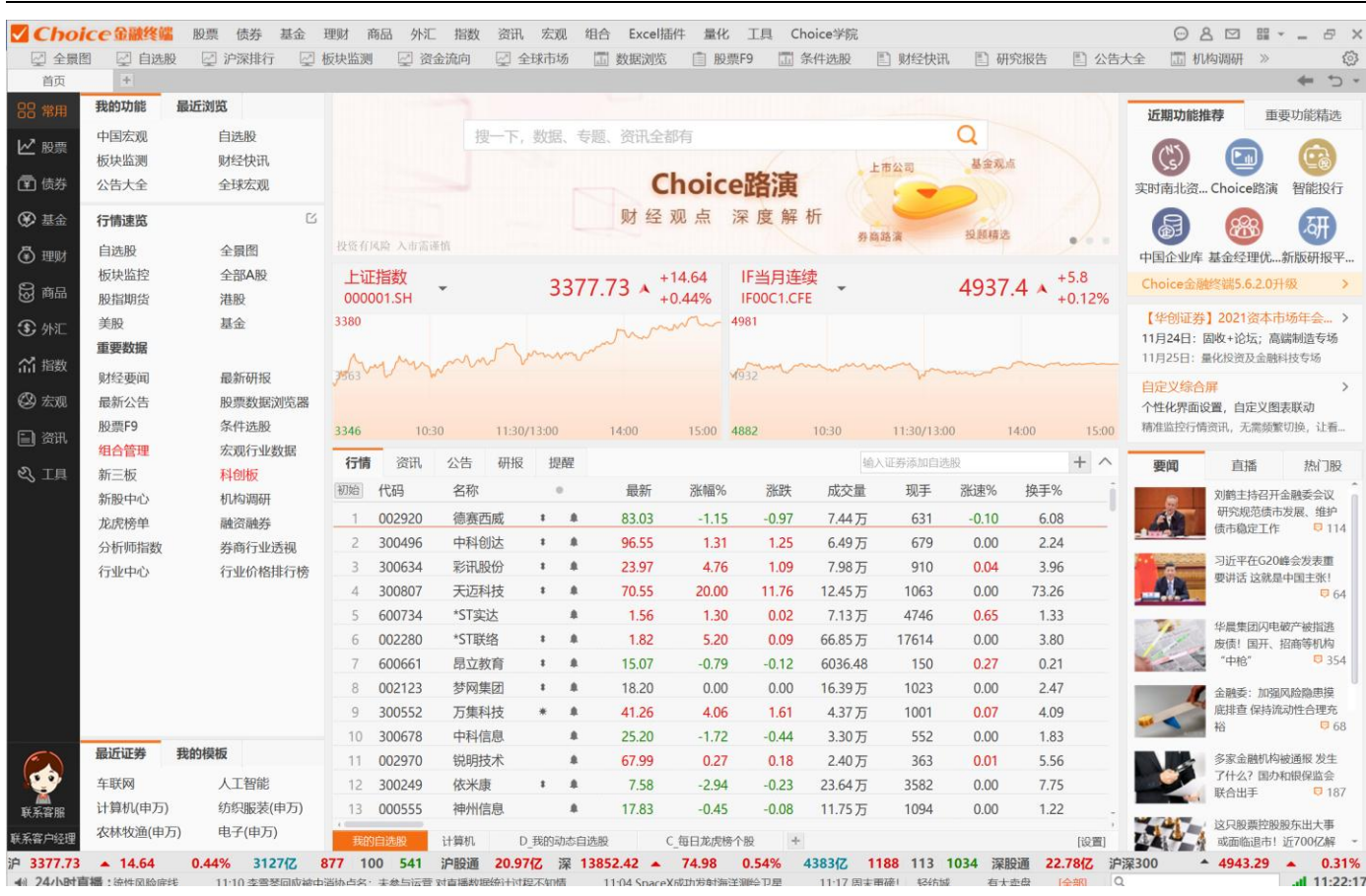
金融终端	主要产品	主要功能	价格	Level-2
东方财富 PC 客户端	东方财富 PC 客户端	全球行情数据、投资交易、新闻资讯、专业指标等	免费注册	沪深 Level-2 行情 (280 元/年)、手机超级 Level-2 (58 元/年)、港股 Level-2 行情
东方财富 交易端	东方财富独立交易端	沪深普通交易、融资融券交易、股票期权交易、美港股交易、账户分析等	免费注册	沪深 Level-2 行情 (280 元/年)、手机超级 Level-2 (58 元/年)、港股 Level-2 行情
东方财富 金融终端 (个人版)	东方财富 MAC 端	MAC 版客户端	免费注册	沪深 Level-2 行情 (280 元/年)、手机超级 Level-2 (58 元/年)、港股 Level-2 行情
东方财富 专业版	东方财富专业版	DK 点决策、控盘生命线、快捷交易、短线雷达、在线问股等特色功能, 集看行情、看资讯、做交易功能于一体	6980 元/年, 开通东财证券账户送一年使用权	沪深 Level-2 行情 (280 元/年)、手机超级 Level-2 (58 元/年)、港股 Level-2 行情

资料来源: 东方财富官网, 新时代证券研究所

机构版金融终端: Choice 金融终端是专业金融数据分析与投资管理软件, Choice 终端内容涵盖股票、固收、基金、商品、外汇、宏观行业等领域数据服务产品, 提供 Excel 插件、量化接口、组合管理等应用工具, 功能不断完善。Choice 金融终端功能尤为丰富, 基本满足用户一款专业的金融数据分析与投资管理软件, 致力于为金融机构、学术研究机构和专业投资者提供优质的金融数据及相关服务。终端内容涵盖股票、固收、基金、商品、外汇、宏观行业等领域, 提供 Excel 插件、

量化接口、组合管理等应用工具，集信息查询、统计分析、应用于一体，是金融市场参与者的必备工具。此外，Choice 已推出移动端 Choice 数据 APP，满足多场景下用户需求。

图50: Choice 金融终端界面



资料来源: Choice 金融终端, 新时代证券研究所

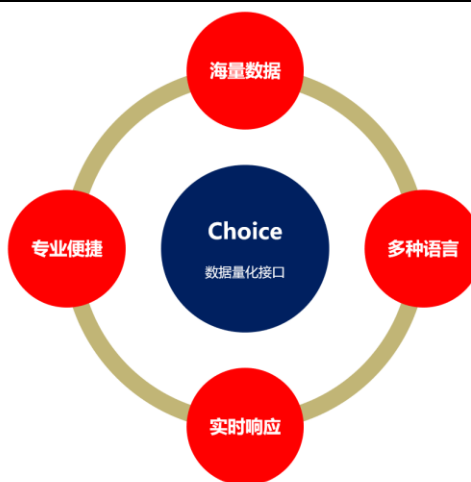
Choice 提供数据服务和量化接口, 数据服务致力于辅助用户做出精准、明智、及时的评估和决策。Choice 数据库覆盖沪深上市公司、基金、新三板、宏观、行业、理财、债券、期货、期权、美股、港股等金融品种, 提供基础信息、公告、财务数据等金融数据, 可通过多种数据传输方式为用户提供最新数据, 并支持 SQLServer, MySQL, Oracle 等多种数据库格式。Choice 数据 API 是介于数据库与终端之间的一种更为灵活的、轻量的金融数据获取方式, 能够以函数调用的形式提供丰富的基本面、财务、历史行情等数据内容, 可支持用户进行数据分析及策略挖掘。目前支持的语言包括 Windows 环境下的 Matlab, C++, C#, R, Python, 并支持 Linux, Mac 环境下的 C++, Python。

图51: Choice 数据库



资料来源: Choice 官网, 新时代证券研究所

图52: Choice 数据量化接口



资料来源: Choice 官网, 新时代证券研究所

Choice 金融终端低价引流, 赋能主业。目前市场主流证券分析研究终端包括 wind (万得)、iFiD (同花顺)、Itrend (财富趋势) 和 Choice (东方财富), 以 Wind 为例, 根据中国证券经纪人协作网报告披露, Wind 在证券分析研究终端市场占有率接近 90%, 根据 2016 年上海联合产权交易所披露信息, 2016 年万得营业收入达 13.3 亿元, 净利润达 8.26 亿元, 净利率高达 62%, 盈利能力极强, 我们认为高盈利能力主要得益于机构版金融终端产品具备较高的用户粘性和生态壁垒, 且软件产品较低的边际成本。2016 年, 万得公司估值近 196 亿元, 体现出市场对机构版金融数据服务行业的良好预期。根据公开调研资料显示, wind 终端产品价格 6-8 万元/年, Choice 终端价格为 5800 元/年, 仅 Wind 十分之一, 我们认为一方面由于 Choice 产品本身目的在于为证券业务换取开户人数和做广告宣传, 另一方面由于 Choice 产品处于市场开拓期, 需要通过降价参与市场竞争。

表7: 主要证券分析研究终端对比

公司	产品	价格 (年)
东方财富	Choice	5800 元
财富趋势	Itrend 研究终端	3800 元
同花顺	iFiD	0.5-1.5 万元
万得信息技术公司	Wind	6-8 万元

资料来源: 各公司官网, 中国证券经纪人协作网, 新时代证券研究所

5、市场环境: 资本市场改革有序推进, 市场交易活跃

我国资本市场改革有序推进, 相关法律文件陆续颁布。2019 年 12 月, 全国人大常委会审议通过修订后的《中华人民共和国证券法》, 提出全面推行注册制。2020 年 4 月, 中央全面深化改革委员会审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》, 创业板改革并试点注册制后, 新上市企业上市前五日不设涨跌幅, 之后涨跌幅限制从目前的 10% 调整为 20%, 支持绝大多数已盈利的创新创业主体进入创业板, 甚至未对亏损企业的上市进行限制。2020 年 5 月, 上交所在回应 2020 年全国两会期间代表委员关于资本市场的建议时, 表示将“研究引入单次 T+0 交易”。总体而

言，从创业板注册制，再到将来全面推广注册制，将显著增加证券市场活力，提升企业上市积极性。同时，随着涨跌幅限制、T+0、外资交易的政策调整，我国证券市场交易也将更加活跃，有助于增加经纪业务、两融业务的收入。券商作为资本市场改革先行指标，将显著受益于资本市场深化改革红利。

表8: 近期证券行业相关政策文件

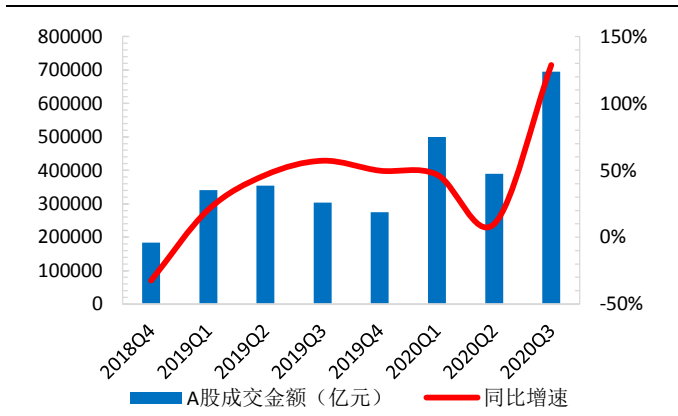
日期	相关部门	政策	内容摘要
2019年12月	全国人大常委会	新《证券法》	明确将全面推行注册制，注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。同时，新《证券法》将发行股票“具有持续盈利能力”的要求改为“具有持续经营能力”、大幅度简化公司债券的发行条件，并取消发行审核委员会制度。
2020年4月	国务院	《中共中央国务院关完善股票市场基础制度。坚持市场化、法治化改革方向，改革完善股票市场发行、于构建更加完善的要交易、退市等制度。鼓励和引导上市公司现金分红。完善投资者保护制度，推动素市场化配置的体制完善具有中国特色的证券民事诉讼制度。完善主板、科创板、中小企业板、创业板和全国中小企业股份转让系统（新三板）市场建设。机制的意见》	
2020年4月	中央全面深化改革委员会	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	创业板改革并试点注册制后，新上市企业上市前五日不设涨跌幅，之后涨跌幅限制从目前的10%调整为20%。支持绝大多数已盈利的创新创业主体进入创业板，甚至未对亏损企业的上市进行限制，但该条目一年内暂不实施。
2020年5月	上交所	“研究引入T+0交易”	适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易，保证市场的流动性，从而保证价格发现功能的正常实现。
2020年5月	人民银行、外汇局	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券投资额度管理的要求，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理。实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机

资料来源：国务院，新浪，新时代证券研究所

5.1、证券市场交易活跃，赚钱效应明显

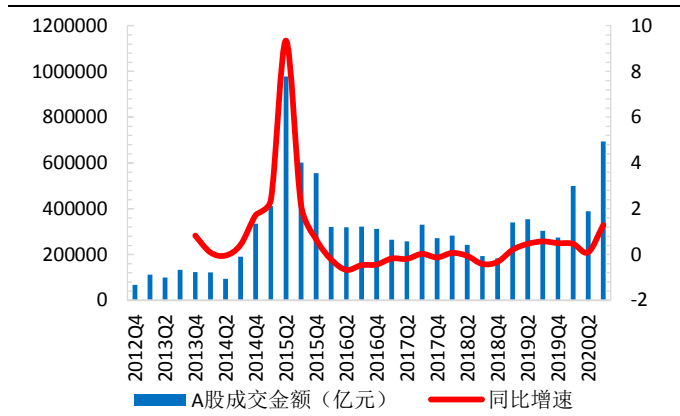
2020年市场交易活跃，两融余额持续提升。至2016年以来，我国A股成交额低位震荡，2020年有景气向上趋势，2020Q3，我国A股成交额69.46万亿元，同比提升128.74%，规模和增速创近三年新高。两融余额也持续提升，截至2020年10月，我国证券行业融资融券余额为1.52万亿元，同比增长57.10%。同时，A股赚钱效应明显，2020Q2至今，沪深300指数上涨33.04%。随着资本市场环境逐步改善，后续A股交易热度有望持续提升。

图53: 2018Q4-2020Q3 我国 A 股成交额

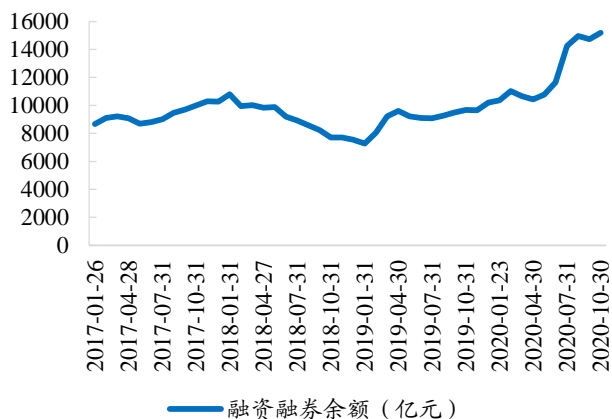


资料来源：Choice，新时代证券研究所

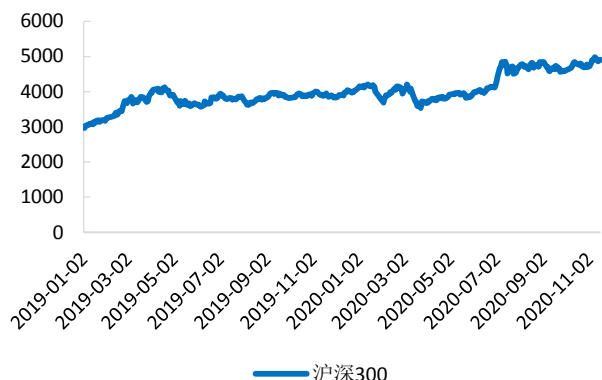
图54: 2012-2020 Q3 我国 A 股成交额



资料来源：Choice，新时代证券研究所

图55: 2017-2020 年我国证券行业融资融券余额

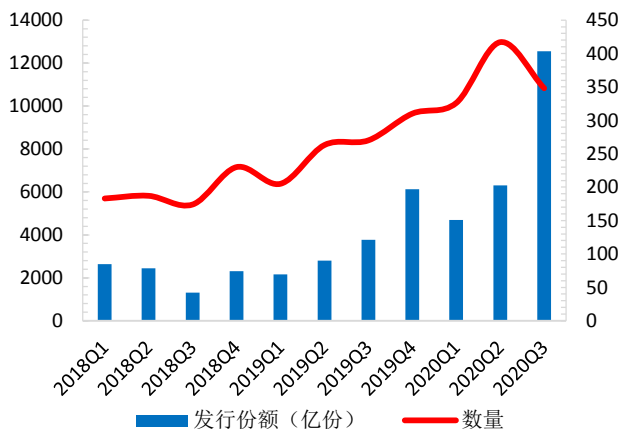
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图56: 2019-2020 年 A 股走势

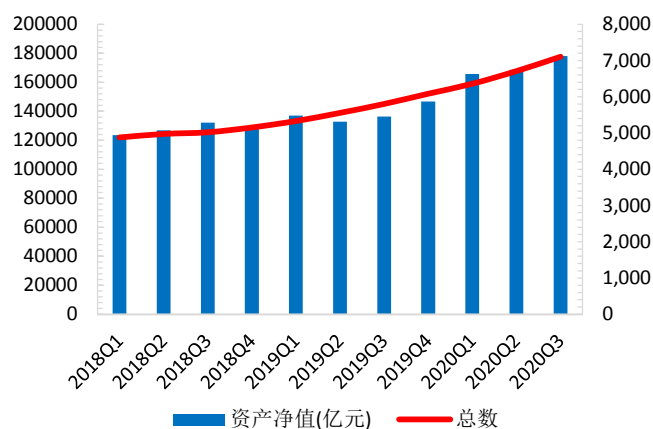
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.2、2020Q3 基金发行同增 232.91%，规模稳步增长

基金发行量持续增长，基金规模稳步增长。2020 年，我国基金发行市场火热。根据 Wind 数据，2020Q3 我国新发行基金 348 支，发行份额 12543 亿份，发行份额同比增长 232.91%，环比增长 99.19%。截至 2020Q3，我国基金资产净值 17.8 万亿元，同比增长 30.50%，基金总数 7104 支，同比增长 22.44%。随着我国金融理财产品持续扩容，投资选择愈发多样化，基金规模有望持续增长。

图57: 2018-2020Q3 我国新成立基金数量及发行份额

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图58: 2018-2020Q3 我国基金资产净值及数量

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6、盈利预测: 持续看好金融 IT 核心标的, 维持“强烈推荐”评级

收入预测: 证券业务预计 2020、2021、2022 年中国股票基金债券交易额增速分为 40%、10%、10%，东方财富证券交易市场份额为 2.1%、2.5%、2.8%，计算

东方财富证券经纪业务收入为 30.35、35.32、43.52 亿元。国内两融市场总规模总数为 45%、10%、10%，东方财富两融市占率为 2.1%、2.4%、2.7%，计算得出东方财富证券业务收入分为 49.02、57.69、69.68 亿元，同比增速为 78%、18%、21%。**金融数据服务**结合东方财富 2020 三季报披露，金融数据服务同比增长 102%；以及市场交易情绪，我们预计 2020 年公司金融数据服务收入增速为 100%。考虑天天基金用户数据表现良好，产品种类持续扩容，预计 2021、2022 年增速分为 50%、30%。因此，2020-2022 年收入为 24.71、37.07、48.19 亿元。**广告业务和金融数据服务业务**短期公司天天基金网、东方财富金融终端仍然以获客为主，东方财富 Choice 仍处于投入研发阶段，因此预计 2020-2022 年，两者收入基本持平。

表9：东方财富证券业绩预测（单位：百万元）

科目	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,232	7,663	9,767	12,077
增速		81%	27%	24%
金融数据服务	158	200	200	200
金融电子商务服务	1,236	2,471	3,707	4,819
增速		100%	50%	30%
广告服务	87	90	90	90
证券业务	2,751	4,902	5,769	6,968
增速		78%	18%	21%
中国证券市场交易额	573,457,700	802,840,780	883,124,858	971,437,344
增速		40%	10%	10%
东方财富证券市场份额	1.59%	2.10%	2.50%	2.80%
东方财富证券证券交易额	9,103,286	16,859,656	22,078,121	27,200,246
东方财富证券交易平均佣金率	0.018%	0.018%	0.016%	0.016%
东方财富证券证券经纪业务收入	1,662	3,035	3,532	4,352
中国证券市场两融余额	1,013,355	1,469,365	1,616,301	1,777,931
增速		45%	10%	10%
东方财富证券两融余额市占率	1.55%	2.10%	2.40%	2.70%
东方财富证券两融余额	15,712	30,857	38,791	48,004
东方财富证券两融息差	5.18%	5.00%	4.80%	4.50%
东方财富证券利息收入	814	1,543	1,862	2,160
东方财富证券期货经纪业务	219	260	300	350
东方财富证券证券其他业务	59	64	75	106

资料来源：Wind，新时代证券研究所，注：中国证券市场交易额为根据证券业协会数据预测值，包括股票、基金、债券和衍生品交易额

2020 年，我国证券市场交易活跃，赚钱效应明显，资本市场改革有序推进。东方财富是 A 股金融 IT 核心标的，网站、APP 流量优势显著。证券业务 ROE 协会排名第一，各项业务排名稳步提升，证券业务后续增长可期。基金业务方面，我国基金交易市场表现活跃，2020Q3 新发基金份额大幅提升，公司基金代销业务高速增长有望保持。我们预计 2020-2022 年，公司 EPS 为 0.48、0.62、0.76 元，对应 PE 为 55、42、35 倍，维持“强烈推荐”评级。

表10: 东方财富与同行相对估值对比(2020年11月23日)

股票简称	证券代码	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300059.SZ	东方财富	2,269	0.28	0.48	0.62	0.76	95	55	42	35	5.21
601066.SH	中信建投	2,938	0.72	1.20	1.39	1.68	62	37	32	26	5.28
600030.SH	中信证券	3,519	1.01	1.29	1.53	1.80	30	23	20	17	1.93
300033.SZ	同花顺	772	1.67	2.39	3.17	3.99	86	60	45	36	16.92
600570.SH	恒生电子	940	1.76	1.23	1.51	1.87	51	73	60	48	17.15

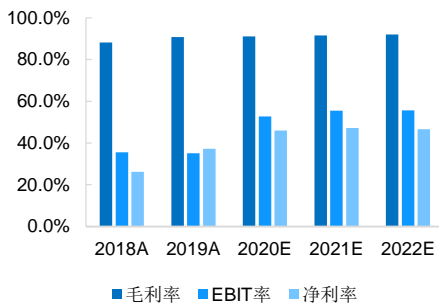
资料来源: Wind,新时代证券研究所,注: 同行EPS为wind一致预期

7、风险分析

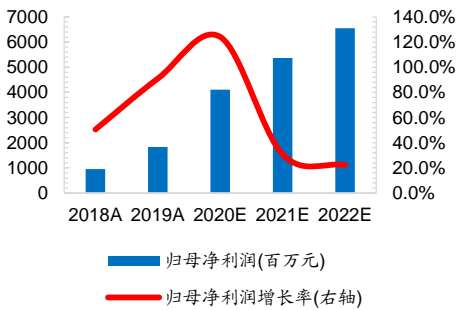
宏观经济下行,证券市场交易量下降,基金代销市场竞争加剧,公司证券业务市场份额提升不及预期,公司旗下财经网站流量份额下降。

附：财务预测摘要

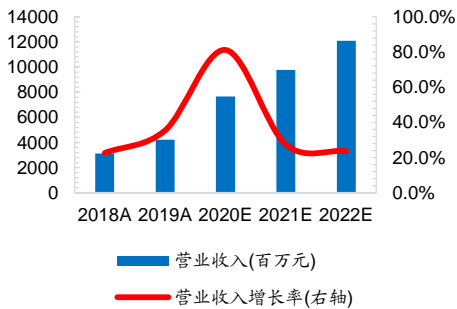
1、毛利率、EBIT率、净利率



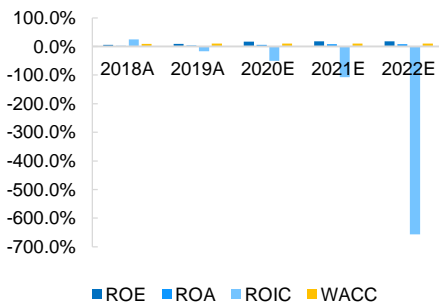
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3123	4232	7663	9767	12077
营业成本	371	391	690	830	966
折旧和摊销	247	254	221	333	431
营业税费	31	41	77	98	121
销售费用	260	364	536	635	725
管理费用	1192	1289	1533	1856	2355
财务费用	156	-12	-201	-156	-123
公允价值变动损益	49	-7	-1	5	12
投资收益	211	271	260	273	264
营业利润	1131	2142	4791	6253	7639
利润总额	1121	2128	4778	6239	7625
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	959	1831	4104	5362	6552

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	39811	61831	70298	73081	83065
流动资产	34372	56159	63059	64764	73761
货币资金	11334	25011	28606	31221	34161
交易型金融资产	5563	5006	5006	5006	5006
应收账款	258	314	829	580	1182
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3101	4333	9205	8017	13293
存货	146	0	311	39	377
可供出售投资	89	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	445	466	548	632	711
固定资产	1716	1558	3117	4065	4964
无形资产	77	180	167	145	144
总负债	24116	40619	44629	42286	45929
无息负债	18480	38788	42247	39722	43253
有息负债	5636	1831	2382	2564	2676
股东权益	15695	21212	25115	30240	36582
股本	5168	6716	8613	8613	8613
公积金	5504	8931	7587	7587	7587
未分配利润	3413	5118	7551	10834	14806
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2667	11721	4020	3646	4058
净利润	958	1831	4104	5362	6552
折旧摊销	247	254	221	333	431
净营运资金增加	-1140	-11633	-158	1616	2526
其他	2602	21269	-147	-3664	-5452
投资活动产生现金流	-1176	799	-1530	-1133	-1142
净资本支出	198	77	1598	956	920
长期投资变化	-459	844	-82	-77	-79
其他资产变化	-1437	1720	-13	-254	-301
融资活动现金流	-1806	1725	1105	102	25
股本变化	880	1547	1898	0	0
债务净变化	-3049	16503	4010	-2342	3643
无息负债变化	-2978	20308	3459	-2525	3531
净现金流	-305	14249	3595	2615	2940

资料来源：Wind,新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.6	35.5	81.1	27.5	23.7
净利润增长率	50.9	91.1	124.1	30.7	22.2
EBITDA 增长率	49.7	27.8	145.7	34.8	24.4
EBIT 增长率	60.7	33.4	172.9	34.0	24.1
估值指标					
PE	98.2	110.5	55.3	42.3	34.6
PB	4.3	7.3	9.0	7.5	6.2
EV/EBITDA	158.7	114.4	45.9	33.6	26.6
EV/EBIT	194.0	134.0	48.4	35.7	28.3
EV/NOPLAT	226.9	155.7	56.3	41.5	33.0
EV/Sales	69.0	47.0	25.5	19.8	15.8
EV/IC	10.1	8.6	7.1	5.9	4.8
盈利能力 (%)					
毛利率	88.1	90.8	91.0	91.5	92.0
EBITDA 率	43.5	41.0	55.7	58.9	59.2
EBIT 率	35.6	35.0	52.8	55.5	55.7
税前净利润率	36.2	50.6	62.5	64.0	63.2
税后净利润率 (归属母公司)	26.2	37.2	46.0	47.2	46.6
ROA	2.4	3.0	5.8	7.3	7.9
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.1	8.6	16.3	17.7	17.9
经营性 ROIC	24.5	-16.4	-50.4	-107.7	-657.0
偿债能力					
流动比率	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
归属母公司权益/有息债务	2.8	11.6	10.5	11.8	13.7
有形资产/有息债务	6.4	31.5	27.8	26.8	29.4
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.27	0.48	0.62	0.76
每股红利	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03
每股经营现金流	0.44	2.00	0.47	0.42	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.28	1.53	0.26	0.28	0.32
每股净资产	2.80	3.16	2.92	3.51	4.25
每股销售收入	0.60	0.63	0.89	1.13	1.40

资料来源: Wind,新时代证券研究所预测

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司(以下简称新时代证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的,属于机密材料,只有新时代证券客户才能参考或使用,如接收人并非新时代证券客户,请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告,但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断,新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接,新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明,所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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,均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话: 010-69004649 邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话: 021-68865595 转 258 邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话: 0755-82291898 邮箱: wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京: 北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编: 100086

上海: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编: 200120

广深: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>