

# 流量积累与变现，打造互联网金融生态圈

## 东方财富(300059)

### 摘要:

本文从东方财富的流量积累，获取相关业务牌照之后的多渠道流量变现，以及流量再开发、沉淀和复用的全链条，分析公司的商业价值、业务空间、盈利能力和发展前景。希望能够解答关于东方财富现有多少流量、未来增速如何；流量变现途径、转化进度和上限；流量再开发和复用的空间等问题。

东方财富最新PB约9.28倍，高于券商平均市净率(2.28倍)。较高PB体现了公司业绩对资产规模依存度相对较低的经营模式，以及盈利能力略高于行业水平。美国的嘉信理财因为一只脚迈进了商业银行业务，资产规模迅速扩大，估值较低。因为东方财富的流量变现路径畅通，所以公司的市值/MAU估值高于其他互联网平台。这也体现在公司的ARPU值上，东方财富的ARPU值相对较高，尽管不及电商类平台，但在会员制或付费服务类平台中有很大优势。

### 主要观点:

#### ▶ 千万流量积累：东方财富网+股吧+天天基金网+APP

公司以“东方财富网”为核心打造互联网金融服务平台，旗下拥有多种流量获取窗口，现已积累千万数量级稳定活跃用户资源。  
**东方财富网**：提供金融信息与财经资讯，2020年6月，月度覆盖人数6357万，财经资讯网站第二名，仅次于新浪财经。

**股吧**：东方财富股吧的百度指数整体日均值为1476，远超新浪股吧(154)、和讯股吧(74)等同类网站。

**天天基金网**：基金销售与资讯服务，2019年DAU为123.62万。

**东方财富APP**：股票交易、基金理财，一站式财富增值平台，MAU从2015年7月的412.88万人增长至2020年6月的1426.80万人，同期同花顺MAU约3678万人。

#### ▶ 流量变现畅通：财经终端+基金代销+券商+公募+X

**财经终端**：既是变现途径也是流量入口，围绕东方财富金融终端、Choice数据库等立产品库，2020H营收贡献2.51%。

**基金代销**：既是变现途径也是流量入口，2012年子公司获批基金销售牌照，现已成为规模最大的代销机构；2020H电子商务收入11.43亿元，yoy+102%，贡献营收34.23%。

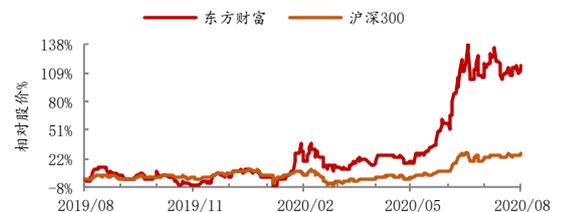
**证券业务**：2015年收购西藏同信证券，成为国内首家拥有证券全牌照的互联网公司；经纪与两融的市占率2.85%、1.54%(2019全年)且持续提升。2020H，经纪与两融实现净收入12.68亿元(yoy+45%)、6.39亿元(yoy+75%)，贡献38%和19%总营收。

**公募基金**：2018年取得公募牌照，目前已发行五只公募基金，合计规模28亿元，预期成长空间良好。

**X无限可能**：2019年获批私募销售和保险经纪牌照；现已取得证券、基金、期货、第三方支付、小额贷款、征信等多种资格。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	26.33
股票代码:	300059
52周最高价/最低价:	28.99/13.55
总市值(亿)	2,122.45
自由流通市值(亿)	1,723.91
自由流通股数(百万)	6,547.34



分析师：魏涛  
邮箱：weitao@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲  
邮箱：luohz@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520070004

实习生王博为本文重大贡献者

### 相关研究

► **金融科技的江湖：BATJTMD 的金融版图和东财优势**

目前，我国需要审批和备案的金融业务资质有 30 多种。2013 年起，BATJ 等传统互联网巨头纷纷开始金融布局。近期互联网新贵 TMD 也开始涉足银行、保险、贷款、支付等领域。

东方财富具有**流量和牌照“两头在内”**的优势，现有流量转化自然，变现路径顺畅，但基金销售业务面临流量巨头的冲击。

► **业绩成长性的三因素叠加：流量再开发、客户资金增长、变现渠道拓展**

**流量再开发：**1) 国内网络和移动通讯不断普及；2) 公司三大主要流量入口相互引流；3) 新媒体和线下营业部投放广告。

**客户资金增长：**1) 用户资产自生性增长；2) 资产配置向权益类转移，利好证券零售；3) 市场基金规模与账户数量稳增。

**变现渠道拓展：**1) 延伸产业链条，如打通基金销售与产品开发；2) 多元化战略布局，转型财富管理。

► **盈利预测与估值**

东方财富网+股吧+天天基金网积累了千万级财经用户，公司有畅通的流量变现渠道。且公司流量再开发、管理客户资金规模、流量复用及变现渠道拓宽均有积极趋势。未来，公司将持续受益于市场交投活跃度提升、居民大类资产配置向权益类转移带来的红利。我们预计东方财富 2020-2022 年营业收入分别为 69 亿元、88 亿元、108 亿元，分别同比+63%、+28%和+23%；归母净利润分别为 38 亿元、51 亿元和 65 亿元，分别同比+105%、36%和 27%。维持盈利预测不变，维持买入评级。

**风险提示**

**市场方面：**全球经济下行风险，国际局势不确定性加大；人民币对美元大幅贬值风险；美股波动或将对 A 股产生影响；疫情得以控制、经济弱复苏可能引发流动性收紧的风险。

**业务方面：**A 股成交活跃度下降，经纪和两融业务收入不达预期；股市、债市波动风险对自营业务的影响；市场风险偏好下降或将影响基金产品销售规模。

**竞争格局方面：**券商与商业银行、互联网平台战略合作，经纪、资管业务的市场竞争格局将改变；互联网巨头在金融领域布局可能挤压公司已有市场份额。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	31	42	69	88	108
YoY (%)	23%	36%	63%	28%	23%
归母净利润(亿元)	9.6	18	38	51	65
YoY (%)	51%	91%	105%	36%	27%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.47	0.63	0.80
ROE (%)	6.1%	8.6%	15%	18%	20%
市盈率 (P/E)	141.9	115.9	57.6	42.5	36.0
市净率 (P/B)	8.67	10.01	55.5	41.4	32.4
PEG	2.81	1.27	8.54	7.45	6.45
股息率 (%)	0.3%	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 东方财富：闯入金融领域的互联网弄潮儿	5
1.1. 公司发展沿革：顺应时代潮流，满足散户需求	5
1.2. 经营现状：流量持续自然变现，盈利能力高速增长	6
1.3. 股权结构：管理团队稳定，股权结构清晰	7
2. 流量积累、数据沉淀：打造顶级流量生态圈	8
2.1. 东方财富网：核心平台吸引海量用户	9
2.2. 股吧：优质的财经互动社区	10
2.3. 天天基金网：基金领域拥有明显优势	10
2.4. 移动端：布局稍晚，但产品功能优势突出	11
3. 流量变现：数据服务+基金销售+证券业务+X无限可能	12
3.1. 金融数据服务：财经终端具备技术优势	13
3.2. 天天基金网：基金代销业务稳步增长	14
3.3. 东方财富证券：经纪与两融发展迅速，市占率持续提升	15
3.4. 公募基金牌照：财富管理转型的关键突破	17
3.5. 流量变现的其他可能：金融版图持续扩张，聚焦财富管理	18
4. 金融科技：破界、跨界、共谋发展	19
4.1. 流量+金融服务：普惠 or 颠覆	19
4.2. 竞争格局：互联网巨擘与财经平台的江湖	21
4.3. 东方财富优势：先发制人，提前转化	22
5. 流量成长性、客户资金自然增长和变现渠道拓展	23
5.1. 流量的再开发和数据沉淀：互联互通，精准定位	23
5.2. 金融服务的成长性	24
6. 盈利预测与估值	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 估值	26
7. 风险提示	28

## 图表目录

图 1 东方财富营业总收入及变化率（亿元、%）	6
图 2 东方财富归母净利润及变化率（亿元、%）	6
图 3 东方财富净资产及 ROE 行业比较（亿元、%）	7
图 4 东方财富总资产及杠杆率行业比较（亿元、倍）	7
图 5 财经类网站月度覆盖人数*（万，2019.7-2020.6）	9
图 6 2020 年 6 月财经类网站月度覆盖人数（万）	9
图 7 2012-2017*财经类网站总访问次数（亿次/周）	10
图 8 2012-2017*财经类网站总访问时长（万小时/周）	10
图 9 天天基金网浏览量与户均使用时长（万、分钟）	11
图 10 天天基金网日均活跃访问用户数（万）	11
图 11 第三方基金销售网站的数据排名（2020 年 6 月）	11
图 12 金融理财 APP 月活用户数（万，2015.7-2020.6）	12
图 13 2020 年 6 月金融理财 APP 月活跃用户数（万）	12
图 14 2013-2019 研发支出（亿元）及占营收比例	14
图 15 2013-2020H1 金融数据服务收入（亿元）及增速	14
图 16 2013-2020H1 基金销售额（亿元）及增速	14
图 17 2013-2020H1 基金代销收入（亿元）及增速	14

图 18 2020 年 8 月第三方机构代销基金数量 (只)	15
图 19 2020 年 8 月第三方机构代理基金公司数量	15
图 20 东方财富证券营业收入及增速 (亿元、%)	15
图 21 东方财富证券净利润及增速 (亿元、%)	15
图 22 东方财富证券净资产及 ROE (亿元、%)	16
图 23 东方财富证券总资产及杠杆率 (亿元、倍)	16
图 24 2014 年证券业务收入结构	16
图 25 2019 年证券业务收入结构	16
图 26 2014-2019 年经纪业务收入及市场份额	17
图 27 2014-2019 年两融业务收入及市场份额	17
图 28 东方财富主要金融业务及牌照 (截至 2020 年 8 月)	19
图 29 2013-2020 网民规模 (亿) 及互联网普及率	23
图 30 2013-2020 手机网民规模 (亿) 及其占网民比例	23
图 31 2013-2018 高净值人数 (万) 及可投资资产 (万亿元)	25
图 32 2013-2018 基金账户及有效账户数 (亿户)	25
图 33 2013.06-2020.06 我国公募基金累计数量 (只) 及规模 (万亿元)	25
表 1 东方财富历史沿革及发展路径	5
表 2 东方财富前十大股东持股情况 (2020 年中报)	7
表 3 东方财富主要流量获取窗口	8
表 4 流量变现现有业务渠道	13
表 5 西藏东财基金发行情况概览	17
表 6 西藏东财基金费率情况	18
表 7 互联网+金融大事记 (BATJ 各自用不同颜色标注)	20
表 8 互联网巨头 BATJ+TMD 的金融版图	21
表 9 主流金融数据终端价格对比	24
表 10 公司业绩拆分及预测 (单位: 亿元、%)	26
表 11 可比公司估值分析 (传统方式)	27
表 12 可比公司估值分析 (互联网估值方式-MAU)	28
表 13 可比公司估值分析 (互联网估值方式-ARPU)	28

## 1. 东方财富：闯入金融领域的互联网弄潮儿

东方财富是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，以“东方财富网”为核心的财经生态圈提供财经资讯、金融交易、数据终端等产品和服务，现已积累数千万用户资源。公司目前重点发展基金销售、证券经纪等金融业务，同时积极布局公募基金、保险经纪等多元板块，致力于打造一体化的互联网财富管理平台。

### 1.1. 公司发展沿革：顺应时代潮流，满足散户需求

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。2005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平台“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。三大财经门户提供财经资讯、社区互动、基金超市等服务，迅速积累海量用户，开拓互联网金融市场。随着公司业务与客户规模不断扩张，公司于2010年3月成功登陆深交所创业板，增厚资本的同时提升了市场影响力。2015年4月，成为创业板首家市值突破千亿的上市公司；2020年7月，市值最高突破2000亿。近三年来，公司逐步布局财富管理，未来具备较高的成长空间。

表1 东方财富历史沿革及发展路径

时间	重要事件	发展规模及影响
2005年	公司成立；财经门户“东方财富网”上线	2020年6月，东方财富网月度覆盖人数6357万。
2006年	投资者交流社区“股吧”上线	用户规模和用户黏性远超新浪股吧、和讯股吧等同类论坛网站。
2007年	基金资讯平台“天天基金网”上线	2019年，日均页面浏览量424.98万，日均活跃用户数123.62万，领先基金类网站。
2009年	推出“东方财富金融终端”	进一步扩大市场份额，增厚业务收入。
2012年	获批第三方基金销售牌照	第三方独立销售机构龙头，2019年代销基金规模超6500亿元。
2013年	上线“Choice”金融数据终端	具备流量与价格优势，终端用户规模靠前。
2015年	收购西藏同信证券	2016年，客户新增65.62万户。2019年，客户资金余额排名提升至行业第19位；股票市场交易份额2.85%，两融业务市场份额1.54%，持续提升。
2016年	取得征信、期货经纪等业务资格	处于初级阶段，发展规模较小。
2018年	设立基金子公司，获批公募牌照	目前发行5只基金，合计规模28.12亿元。
2019年	推出“优优私募”平台，收购众心保险经纪，取得私募销售和保险经纪牌照	处于初级阶段，发展规模较小。

资料来源：公司公告、年报，Wind，艾瑞咨询，华西证券研究所

回顾我国资本市场发展历程，可以发现东方财富的建立与发展顺应了时代潮流，在特定时期填补了国内财经服务的空白，满足了广大投资者需求。2001-2005年，我国股票市场处于长期低迷状态，2005年6月上证指数跌至998.23的历史低点。随着股权分置改革的推进，市场环境回暖开启新一轮牛市，此后股市进入高速发展阶段。当时国内散户对资本市场热情极高，但缺乏财经资讯获取途径和交流平台，东方财富

网和股吧的出现恰好满足了用户需求，借力时代潮流迅速获取市场份额。经过多年积累，公司已发展为国内用户量最大、黏性最高的财经互联网平台之一。

在千万级用户基础上，公司推出金融终端与数据产品，并积极探索流量变现。2012年，公司获批第三方基金销售牌照，从此“天天基金网”上线基金代销业务，基金子公司现已成为第三方独立销售机构龙头；2015年，公司收购西藏同信证券获取证券全牌照，用户流量自然转化，客户数量与客户资金余额稳定上涨，经纪与两融业务市占率持续提升；2018年，公司获准设立“西藏东财基金管理公司”，正式取得公募牌照，目前发行5只基金，在资管领域探索变现可能。与此同时，公司积极布局征信、期货经纪、私募、保险经纪等领域，开拓流量变现新渠道，力图打造综合金融服务体系。

## 1.2. 经营现状：流量持续自然变现，盈利能力高速增长

2010年上市以来，公司营业收入及净利润水平整体呈现上升趋势，流量持续变现，盈利能力增长；净资产与总资产等规模指标也稳步增长。

公司营收从2010年的1.85亿元增长至2020H1的33.38亿元。在2015年完成对西藏同信证券的收购后，公司营收实现阶跃式增长，2014-2019年年均复合增速达47.22%。公司利润受市场环境影响波动较大，在2011-2013年净利润持续走低，在2014年基金代销收入增长后盈利状况有所改善；2015年，受益于市场火热行情，公司实现归母净利润18.49亿元，较2014年增长约10倍；2017年以来，证券业务与金融电商稳步提升公司盈利能力。2020年上半年，公司实现归母净利润18.09亿元，同比增长107.69%。

图1 东方财富营业总收入及变化率（亿元、%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 东方财富归母净利润及变化率（亿元、%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

在规模指标方面，公司净资产从2010年的16.13亿元增长至2020H1的239.81亿元；总资产从2010年的16.82亿元增长至2020H1的880.41亿元。公司杠杆率始终低于行业平均水平，但近年来差距逐渐缩小，2020H1杠杆率3.67，与行业平均仅相差0.17。东方财富的净资产收益率较证券行业平均水平波动更大，2018年起，公司ROE超越行业，2020H1领先高达3.57个百分点。

图 3 东方财富净资产及 ROE 行业比较 (亿元、%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 东方财富总资产及杠杆率行业比较 (亿元、倍)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

在多年良好发展的坚实基础上,公司目前积极推进一站式互联网金融服务大平台发展战略,继续增强核心竞争力:1) 延伸服务链条、拓展服务范围,以巩固用户资源优势;2) 加强品牌推广,持续提升公司知名度与认可度;3) 充分利用互联网渠道低成本、广覆盖、不受时空限制的优势;4) 重视人才培养,推出股权激励计划以激励和稳定核心团队;5) 加强研发科技投入,利用大数据、人工智能等技术,积极探索互联网资产管理业务。“互联网大平台”战略未来有望大幅增强各业务板块间的协同效应,同时降低证券市场波动对公司业务的影响。

### 1.3. 股权结构: 管理团队稳定, 股权结构清晰

公司创始人其实先生(原名沈军)是东方财富现任董事长和实际控制人,也是东方财富网和天天基金网的创始人。其实,上海交通大学本科,复旦大学博士,是国内互联网金融行业的复合型领军人才,具有多年证券研究及互联网运营管理经验。公司核心团队稳定,并于 2011 和 2014 年分别进行两次股权激励计划,有利于提升管理层稳定性及员工积极性,促进公司长期发展。

根据公司 2020 年中报,前十大股东合计持股比例 36.31%。其实先生持有 17.72 亿股,占比 21.99%,且与前十大股东中的第三名沈友根先生系父子关系,与第四名陆丽丽女士系夫妻关系,三人合计持有股份占公司总股本 27.31%。其他大股东持股比例均在 3% 以下,股权分散,其实先生对公司拥有较强的掌控力,能在较大程度上决定公司发展方向。

表 2 东方财富前十大股东持股情况 (2020 年中报)

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	股东性质
其实	177209.30	21.99	境内自然人
香港中央结算有限公司 (陆股通)	23068.27	2.86	境外法人
沈友根	21671.08	2.69	境内自然人
陆丽丽	21230.88	2.63	境内自然人
中央汇金资产管理有限责任公司	11670.72	1.45	国有法人

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	9107.40	1.13	其他
鲍一青	9041.42	1.12	境内自然人
史佳	7896.87	0.98	境内自然人
全国社保基金一一三组合	6369.90	0.79	其他
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	5392.52	0.67	其他
合计	292658.36	36.31	

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 流量积累、数据沉淀: 打造顶级流量生态圈

公司以“东方财富网”为核心打造互联网金融服务平台, 旗下拥有“东方财富网”、“股吧”、“天天基金网”和移动 APP 等多种流量获取窗口, 目前已积累千万数量级稳定活跃用户资源。随着中国网民规模的持续增长与公司在财富管理方面的战略布局, 未来流量将保持稳定增长。

表 3 东方财富主要流量获取窗口

平台名称	东方财富网	股吧	天天基金网	东方财富 APP
成立时间	2005 年	2006 年	2007 年	2014 年
平台功能	提供金融信息与财经资讯	财经互动社区, 股票交流平台	基金销售与资讯服务	股票交易, 基金理财, 一站式财富增值平台
盈利模式	互联网广告收入等	流量积累为主, 少量广告收入	基金销售: 前端销售收入+尾随佣金分成	交易佣金、金融数据服务
流量数据	2020 年 6 月, 网站 <b>月度覆盖人数 6357 万</b> , 位列行业第二名	2020 年 7-8 月, 百度指数整体日均值为 1476, 远超同类网站	2019 年度, <b>日活跃访问用户数 123.62 万</b> , 同业第一	2020 年 6 月, <b>月度活跃用户数 1426.8 万</b> , 同业第二(同花顺)
细分领域竞争对手	财经资讯: 新浪财经、凤凰财经、腾讯财经等	财经论坛: 新浪股吧、和讯股吧等	基金门户: 雪球、好买基金、盈米基金等	证券服务: 同花顺、大智慧等
用户画像	国内用户黏性最大的财经门户之一; 2017 年度财经资讯类网站中, 东方财富网总访问时长占比 28%, 总访问次数占比 38%, 均位列第一	用户黏性较强, 在同类论坛网站中优势明显	2018 和 2019 年度, 用户日均使用时长分别为 22 分钟和 16 分钟, 用户黏性略有下降。	用户群体年轻化; 2020 年 7 月, 月度总有效使用时间占比 0.34%, 位列证券服务类 APP 第一名

资料来源: 公司公告, 艾瑞咨询, Wind, 华西证券研究所

东方财富网+股吧+天天基金网，三大 PC 端财经网站互相引流、互联互通，构成了公司的流量生态圈，为其流量变现与业务转型提供了优质基础。公司在移动端布局稍晚，但用户规模稳步增长，东方财富、天天基金等 APP 聚焦青年客户，提供股票交易、金融资讯、互动交流等服务。

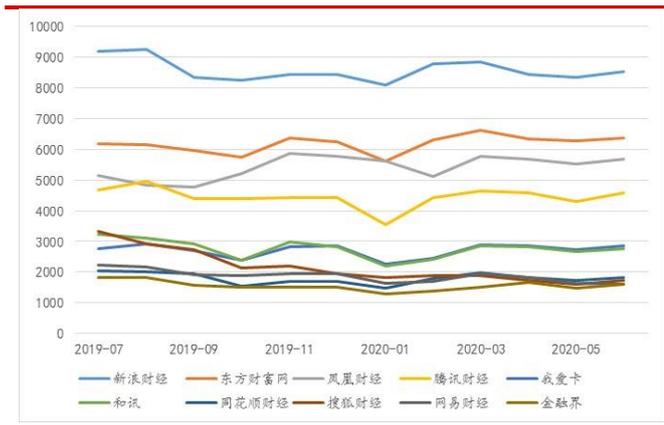
在用户画像方面，东方财富的财经流量平台的使用人群 33%为 19-24 岁，25-30 岁占 14%，31-35 岁约占 13%，19-35 岁合计占比约 60%。

## 2.1. 东方财富网：核心平台吸引海量用户

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。作为公司最重要的流量入口，其业务收入主要来自互联网广告投放。

根据艾瑞咨询 PC Web 指数，过去一年中（2019 年 7 月-2020 年 6 月），东方财富网月度覆盖人数稳居行业前列。2020 年 6 月，东方财富网的月度覆盖人数 6357 万，位列财经资讯类网站第二名，仅次于新浪财经，领先凤凰财经、腾讯财经、我爱卡、和讯网、同花顺财经等前十网站。

图 5 财经类网站月度覆盖人数\*(万, 2019.7-2020.6)



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

\*覆盖人数不能等同于活跃用户

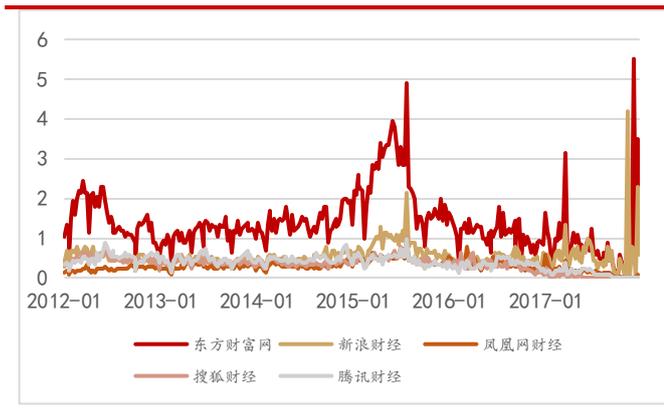
图 6 2020 年 6 月财经类网站月度覆盖人数 (万)



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

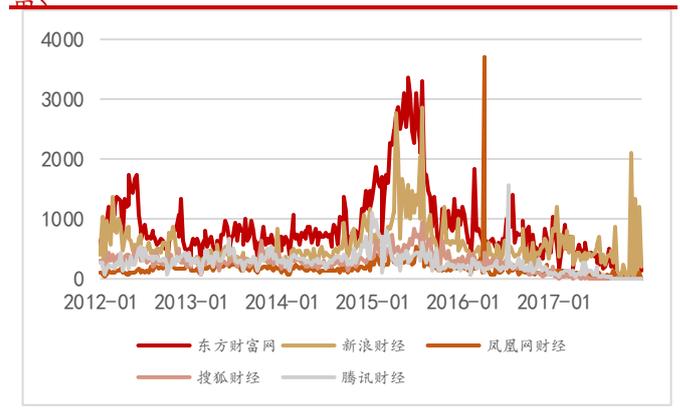
用户黏性方面，2012-2017 年度的财经资讯类网站中，东方财富网的总访问时长与总访问次数均保持明显优势；2017 年度，总访问时长占比 28%，总访问次数占比 38%，远超新浪财经、凤凰网财经、搜狐财经和腾讯财经等 Top5 竞争对手。

图 7 2012-2017\*财经类网站总访问次数（亿次/周）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2012-2017\*财经类网站总访问时长（万小时/周）



资料来源：Wind，华西证券研究所

\*财经类网站总访问次数和访问时长数据更新至 2017 年

## 2.2. 股吧：优质的财经互动社区

东方财富股吧在 2006 年正式上线，为投资者提供互动交流平台，是国内用户量最大的财经互动平台之一。其优质的社区属性保证了网站流量与用户黏性。网站包括个股、主题、咨询等多个板块，社区用户可以通过发帖、评论等方式交流互动，用户原创内容与投资经验分享保证了较高的用户黏性。

我们选取 7 月 19 日-8 月 17 日作为最新月度数据截面，东方财富股吧的百度指数整体日均值为 1476，远超新浪股吧（154）、和讯股吧（74）等同类网站。根据站长之家综合排名，东方财富股吧在论坛类网站中排名第一，超过百度贴吧、天涯论坛等，具有较好的用户活跃度和社区质量。

## 2.3. 天天基金网：基金领域拥有明显优势

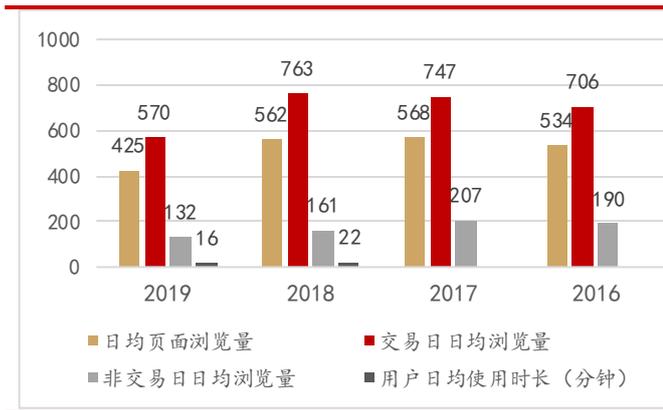
天天基金网成立于 2007 年，作为基金板块垂直门户，同样处于行业领先地位。天天基金网一方面凭借基金资讯与论坛属性积累大量用户，另一方面通过基金代销实现流量变现，主要收入来自前端基金销售收入和尾随佣金分成。精准定位与专业化服务使其保持细分领域的绝对优势。

根据公司年报，天天基金网 2019 年度日均页面浏览量为 424.98 万（2017 年该数据为 562 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；用户日均使用时长为 16 分钟。2019 年，天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 123.62 万（2018 年该数据为 140.75 万），其中，交易日日均活跃访问用户数为 153.05 万（2017 年 174.90 万），非交易日日均活跃访问用户数为 64.26 万（2017 年 72.74 万）。尽管浏览量和日活较往年略有下降，但仍保持行业领先优势。

艾瑞咨询提供的数据显示，2020 年 6 月，天天基金网的月度覆盖人数为 715 万人，同月东方财富网的覆盖人数为 6357 万人，二者在财经资讯类网站当中排名第 12 和第 2。假设东方财富网和天天基金网具有类似的活跃用户/覆盖用户比例，那么（在数据缺失的情况下）我们可以估算出东方财富网的日活跃用户数量级大致在 1099 万人左右。

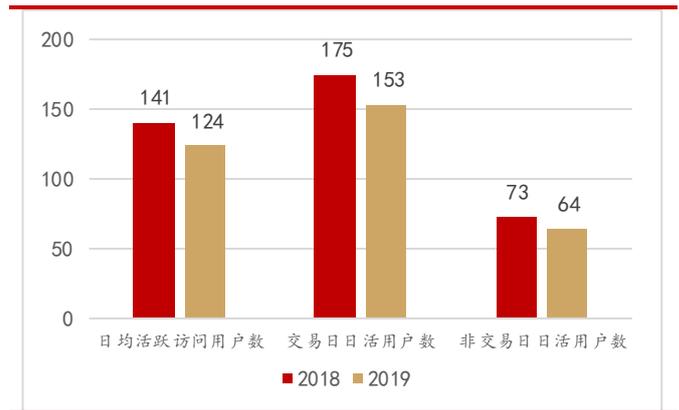
天天基金网与股吧在各自的细分领域具备明显优势，并与东方财富网协同互联，逐渐形成了一体化的金融服务平台。

图 9 天天基金网浏览量与户均使用时长（万、分钟）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

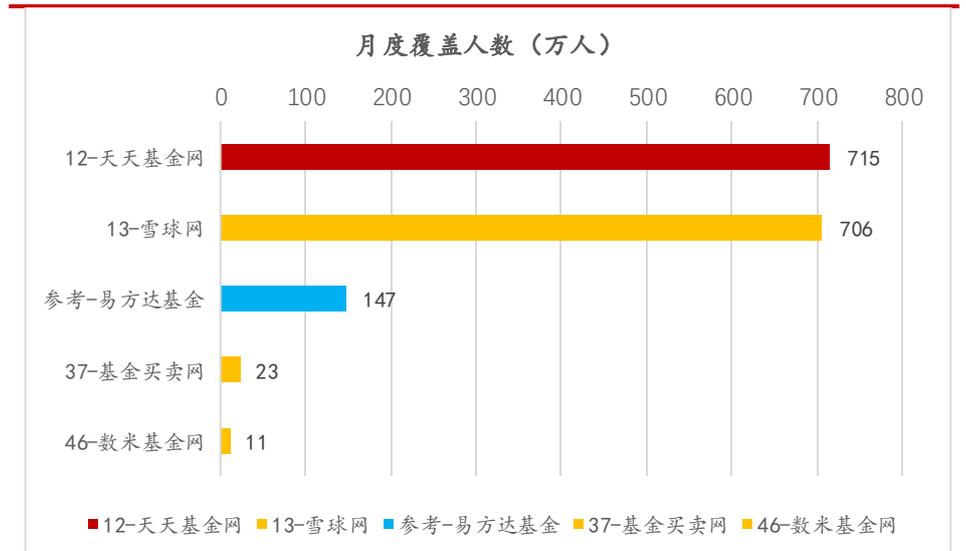
图 10 天天基金网日均活跃访问用户数（万）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们选取公募基金中覆盖用户最多的易方达基金网站作为参考，比较各第三方基金网站的覆盖用户范围（如下图），基金网站的前置序号为其在财经资讯类网站的覆盖用户排名。

图 11 第三方基金销售网站的数据排名（2020 年 6 月）



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

## 2.4. 移动端：布局稍晚，但产品功能优势突出

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 Wind 行业数据，东方财富 APP 的用户规模在 2017 年初超越大智慧，成为金融理财类 APP 第二名，但较同花顺仍有不小差距。东方财富 APP 月活跃用户数从 2015 年 7 月的 412.88 万人，增长至 2020 年 6 月的 1426.80 万人，年均复合增速高达 28.15%。

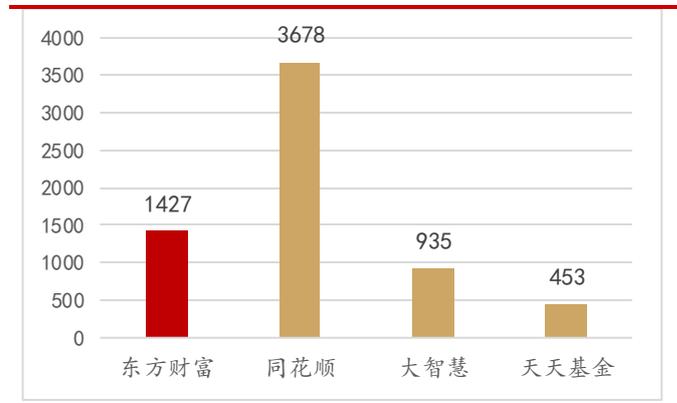
根据艾瑞咨询移动 APP 指数，2020 年 7 月，东方财富与同花顺的月度总有效使用时间占比均为 0.34%，并列证券服务类 APP 第一名。

图 12 金融理财 APP 月活用户数(万, 2015.7-2020.6)



资料来源: Wind 经济数据库, 华西证券研究所

图 13 2020 年 6 月金融理财 APP 月活跃用户数(万)



资料来源: Wind 经济数据库, 华西证券研究所

公司还开发了天天基金、优优私募、股吧等多个移动端 APP，虽然目前用户规模较小，但这些 APP 未来或将以模块形式集成统一，这对于公司的一体化布局具有重要作用。

### 3. 流量变现：数据服务+基金销售+证券业务+X 无限可能

以 2005 年成立的东方财富网为起点，公司凭借国内领先的垂直财经门户逐渐积累用户资源，其主要收入来源是互联网广告投放与金融数据服务。经过数年的业务发展与用户积累，公司开始积极寻求流量变现的新途径。

2012 年，子公司“天天基金”获批第三方基金销售牌照，基金代销从此成为重要业务收入来源。2013 年以来，股市经历两轮大幅涨跌，但公司基金销售额与销售收入整体呈现稳步上升趋势，“天天基金”现已发展为代销规模最大的第三方独立销售机构。

2015 年，东方财富收购西藏同信证券，成为国内首家拥有证券全牌照的互联网公司。凭借其低成本和原有流量优势，证券子公司着力发展经纪与两融业务，市占率持续提升。2015-2019 年，证券业务营收和净利润的年复合增速分别为 19.91%和 41.20%。

继基金代销与证券业务的成功布局后，公司开始转型财富管理，探索流量复用路径。2018 年，公司获准设立“西藏东财基金管理公司”，正式取得公募牌照，实现关键性突破。目前已发行五只公募基金，包括四只 ETF 和一只混合型基金，合计规模约 28 亿元。公司现阶段凭借低费率优势逐步打开市场，未来受益于资本市场回暖与新发基金规模提升，预期基金管理收入成长空间良好。

2019 年，公司先后获批私募销售和保险经纪牌照，持续扩大多元金融版图。目前，公司已取得证券、公募、私募、期货经纪、第三方支付、小额贷款、征信等多种业务资格，以满足多样化用户需求，打造综合财富管理服务体系。

表 4 流量变现现有业务渠道

业务内容		业务资格及获取时间	主要服务	盈利模式	营业收入 (亿元)	
					2019	2020H1
金融数据服务		自主研发	财经终端：东方财富 PC 版、Choice 终端等	软件销售、数据服务收入等	1.58	0.84
基金代销		2012 年，子公司“天天基金”获准开展基金销售业务	基金代销	基金销售相关费用	12.36	11.43
证券业务	经纪业务	2015 年，收购西藏同信证券，获得证券全牌照	代理买卖证券	证券经纪业务佣金收入	18.61	12.68
	资本中介业务		以融资融券为主的资本中介业务	利息净收入	7.12	6.39
	其他业务		自营、财务顾问、证券投资咨询、资产管理、承销保荐等	投资收益、咨询管理费用等	2.75	1.63
公募基金		2018 年，设立子公司“西藏东财基金”，取得公募牌照	公募基金管理、基金销售等	基金产品管理费用	暂无详细数据，目前该业务收入占比极小	
其他布局	私募	2019 年，发布私募资讯及交易服务平台“优优私募”	提供私募资讯及交易服务	基金销售相关费用	暂无详细数据，目前该业务收入占比极小	
	保险经纪	2019 年，收购众心保险经纪，获得保险经纪业务牌照	保险经纪服务：风险管理、保险销售等	保险经纪业务佣金收入		
	小额贷款、征信、期货	2016-2019 年，公司先后布局小额贷款、征信、期货等领域	小额贷款、征信、期货	利差收入、佣金等		

资料来源：公司网站及公告，Wind，华西证券研究所

### 3.1. 金融数据服务：财经终端具备技术优势

金融数据服务收入是公司流量变现的途径之一，该项收入于 2015 年达到最高水平 2.49 亿元，此后逐渐下降稳定在每年 1.6 亿元左右，但相比于证券和基金代销业务占比很小。目前公司继续投入金融数据服务的研发和创新，未来或可考虑将多种财富管理板块纳入金融终端，实现更便捷的理财功能，开拓流量复用新途径。

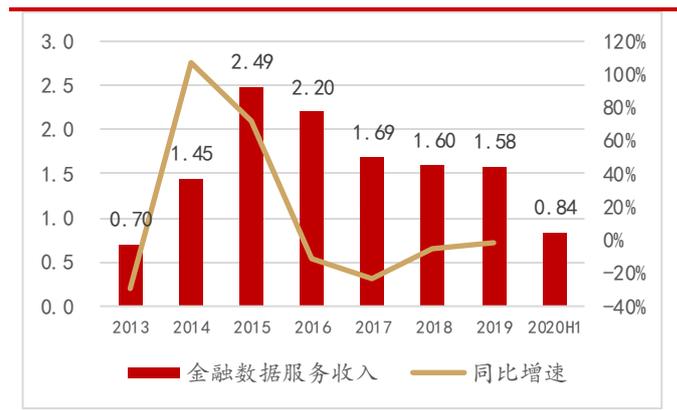
2013-2019 年，公司研发支出持续增长，尽管 2015 年研发支出占营业收入比例略有下降，但收购西藏同信证券后的四年（2016-2019）中该比例均超过 7%，在证券行业处于领先水平。公司持续的研发投入使其拥有优秀的财经终端技术基础，在多年流量积累的基础上，逐步建立起金融软件产品库，包括东方财富免费版与专业收费版终端，根据用户类型与使用需求提供多种版本，价格从几百至上万元不等；东方财富期货终端集开户、交易、资讯与社区功能于一体；Choice 金融终端涵盖股票、固收、宏观等内容，具有数据分析与投资管理功能。

图 14 2013-2019 研发支出（亿元）及占营收比例



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 2013-2020H1 金融数据服务收入（亿元）及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3.2. 天天基金网：基金代销业务稳步增长

2007 年，天天基金网正式上线，主要提供基金数据查询、基金产品筛选与对比等功能，为公司在基金领域初步奠定了品牌基础。2012 年，全资子公司“天天基金”获准对外开展证券投资基金销售业务，天天基金网开启第三方基金销售服务，基金代销自此成为公司重要业务收入来源。

2013 年以来，基金销售额与销售收入整体呈现稳步上升趋势，其中 2015 年受到股市火热情绪影响出现激增，但回落后仍保持稳定增长。基金销售额从 2013 年的 360.89 亿元提升至 2019 年的 6589.10 亿元，年复合增速为 62.27%；基金销售收入从 2013 年的 0.66 亿元提升至 2019 年的 12.36 亿元，年复合增速为 62.96%。2020H1，以基金代销为主的金融电子商务服务收入 11.43 亿元，同比增长 102.30%，占上半年营业收入的 34.24%，预期 2020 年全年将实现大幅增长。

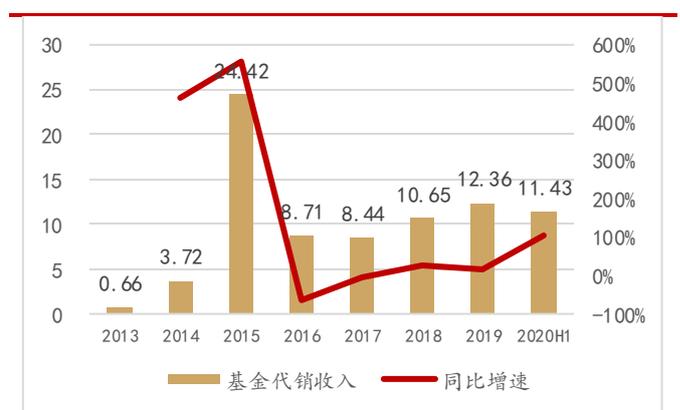
结合天天基金网流量数据来看，尽管 2019 年的页面浏览量与活跃用户数有所下降，但基金销售额与销售收入保持增长，说明基金业务流量变现的效率与价值正在提升。

图 16 2013-2020H1 基金销售额（亿元）及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

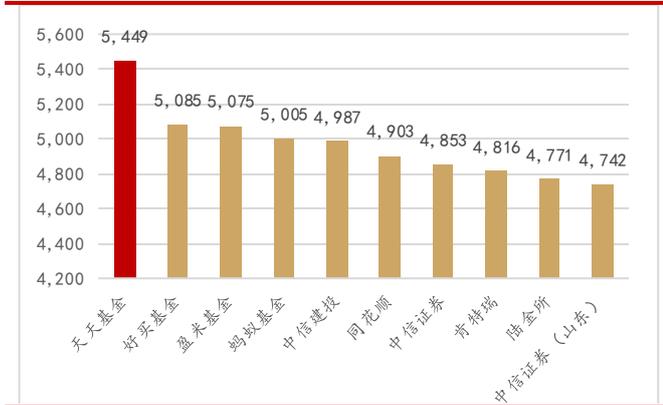
图 17 2013-2020H1 基金代销收入（亿元）及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

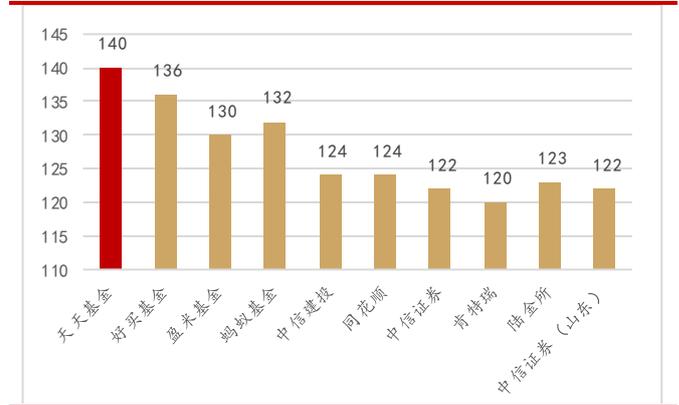
作为第三方独立销售机构的龙头，天天基金始终拥有行业最多的代销基金数量与代销公司数量。截至 2020 年 8 月 30 日，天天基金代销基金 5449 只，代销基金公司 140 家。

图 18 2020 年 8 月第三方机构代销基金数量（只）



资料来源：Wind 基金专题，华西证券研究所

图 19 2020 年 8 月第三方机构代理基金公司数量



资料来源：Wind 基金专题，华西证券研究所

### 3.3. 东方财富证券：经纪与两融发展迅速，市占率持续提升

2015 年 4 月，公司收购西藏同信证券（后更名为东方财富证券），成为国内首家拥有证券全牌照的互联网公司，包括经纪、自营、财务顾问、证券投资咨询、资产管理、融资融券、承销保荐等，自此迈入互联网券商的转型之路。东方财富证券依托全国中心城市的分支机构，为用户提供证券服务。

2013-2015 年，原西藏同信证券的营业收入与净利润均保持增长，增幅大但体量小，市场份额较低；收购完成后，凭借互联网公司低成本与流量优势，证券公司的营业收入稳步提升，利润水平也实现大幅增长。2015-2019 年，东方财富证券营收和净利润的年均复合增速分别为 19.91%和 41.20%。资产方面，公司先后于 2016 年和 2019 年对东方财富证券增资 40 亿元和 54 亿元，大幅提升其净资产规模。2013 年以来，东方财富证券的 ROE 与杠杆率基本高于证券行业平均水平。

图 20 东方财富证券营业收入及增速（亿元、%）



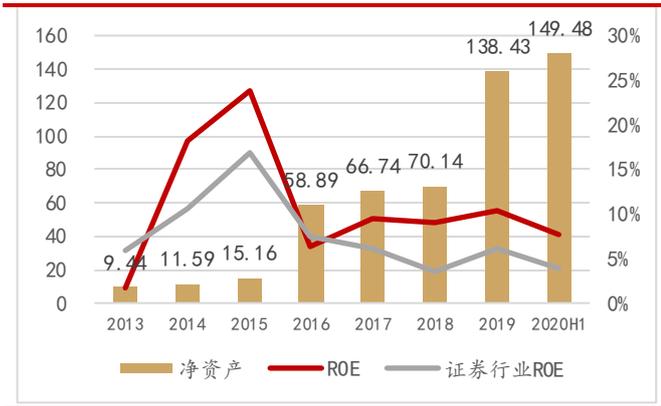
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 东方财富证券净利润及增速（亿元、%）



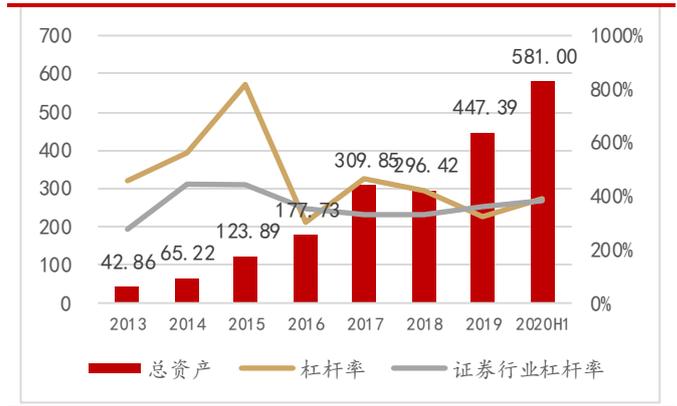
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 东方财富证券净资产及 ROE (亿元、%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 东方财富证券总资产及杠杆率 (亿元、倍)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

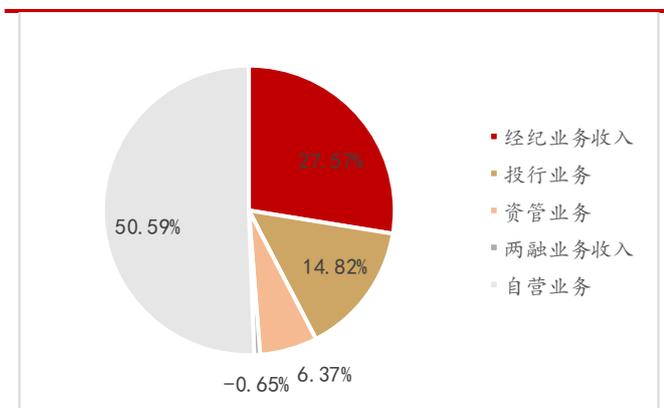
从细分业务来看, 2014 年自营和经纪业务分别占比 50.59%和 27.57%, 此后东方财富证券利用互联网流量优势调整策略, 将经纪和两融业务作为重点发展板块, 2019 年二者合计贡献证券公司营收的 91.02%。

经纪业务收入由 2014 年的 2.12 亿元 (行业排名第 75) 增长至 2019 年的 18.61 亿元 (行业排名第 18), 年复合增速 54.41%; 两融业务收入由 2015 年的 0.96 亿元 (行业排名第 75) 增长至 2019 年的 7.12 亿元 (行业排名第 20), 年复合增速 65.03%。

2019 年, 东方财富证券代理完成股票总成交量共计 72,367.37 亿元, **股票交易市场份额为 2.849%**, 较 2018 年 2.359%相比上升了 0.49 个百分点。2019 年全年, **两融业务市场份额为 1.54%**, 较 2018 年市场份额提升 0.45 个百分点。

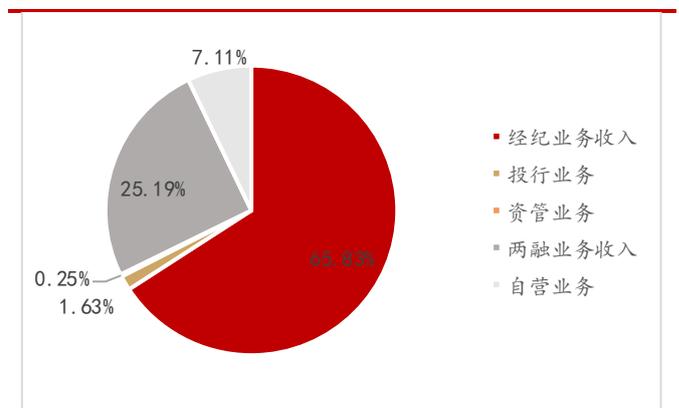
另外, 东方财富于 2020 年 1 月发行 73 亿元可转债; 7 月公告拟申请发行不超过 50 亿元银行间债券市场债务融资工具, 证券子公司拟申请发行公司债合计不超过 130 亿元。再融资规模持续扩大有望助力公司证券业务高速增长, 在经纪和两融业务市占率提升的基础上, 探索其他券商业务条线的突破。

图 24 2014 年证券业务收入结构



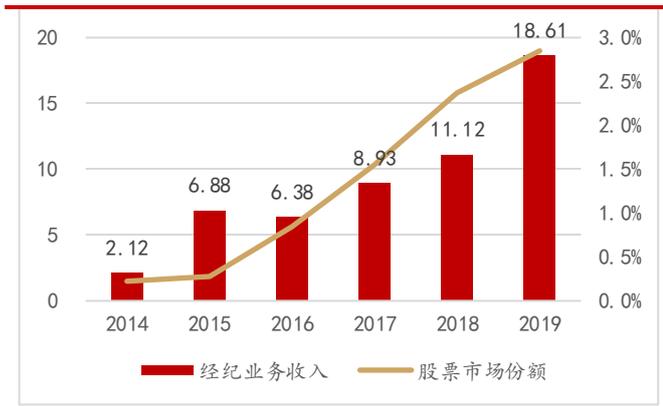
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 2019 年证券业务收入结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 2014-2019 年经纪业务收入及市场份额



资料来源: Wind, 公司财报, 华西证券研究所

图 27 2014-2019 年两融业务收入及市场份额



资料来源: Wind, 公司财报, 华西证券研究所

近年来, 东方财富证券营业部数量持续扩张, 不断完善整体布局。截至 2019 年底, 公司拥有 148 家营业部, 主要分布于东南沿海地区, 包括浙江省 22 家、广东省 16 家、江苏省 13 家、上海市 11 家等, 合计较去年相比增加 21 家, 实现除港澳台地区外的全覆盖; 拥有分公司 12 家, 比上年底新增 1 家。东方财富证券依托原有的互联网海量用户基础与低边际成本优势, 采取线上线下结合的方式, 发力证券经纪与两融业务, 未来具备广阔的发展前景。

### 3.4. 公募基金牌照: 财富管理转型的关键突破

2018 年 10 月, 公司获准设立全资基金子公司“西藏东财基金管理公司”, 历时三年正式取得公募牌照。2019 年底, 公司正式发行首只“西藏东财上证 50”基金, 规模 1.59 亿元; 2020 年上半年, 陆续发行另外三只被动指数型基金, 其中, “西藏东财创业板”和“西藏东财中证医药卫生”表现较好, 存续期收益率超过 30%。

从基金费率来看, 公司现有四只 ETF 基金的管理费、托管费和销售服务费均低于同类基金平均水平, 其中“西藏东财上证 50”的管理费率仅为 0.15%, 远低于同类平均的 0.54%。公司凭借首只基金的低费率优势逐步打开市场, 四只被动指数型基金分别追踪不同行业领域, 能够弱化对投研体系的要求, 有助于公司试水并快速扩大市场份额。2020 年 7 月, 公司发行首只偏股混合型基金“东财量化精选”, 规模 10.77 亿元, 其费率水平与同类基金基本持平。截至 8 月 30 日, 西藏东财基金旗下存续基金共五只, 合计规模达 28.12 亿元。

获取公募牌照并发行公募产品后, 公司成功将财富管理业务从理财产品资讯、评价、销售延展至开发环节, 实现财富管理转型的关键性突破。

表 5 西藏东财基金发行情况概览

基金代码	基金名称	成立日期	基金规模 (亿元)	存续期收益率	基金经理	基金类型
008240.0F/ 008241.0F	西藏东财上证 50	2019-12-03	1.59	15.50%	吴逸	被动指数型
008326.0F/	西藏东财中证通	2020-01-20	11.29	11.54%	吴逸	被动指数型

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

008327.OF	信技术						
009046.OF/ 009047.OF	西藏东财创业板	2020-03-18	2.59	37.34%	吴逸, 姚楠燕	被动指数型	
008551.OF/ 008552.OF	西藏东财中证医药卫生	2020-04-10	1.88	30.79%	吴逸	被动指数型	
009840.OF/ 009841.OF	东财量化精选	2020-07-29	10.77	0.04%	吴逸	偏股混合型	

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 存续期收益率为按照基金规模加权的 YTD

表 6 西藏东财基金费率情况

基金名称	管理费率	托管费率	销售服务费率	认购费率	申购费率	赎回费率
西藏东财上证 50A	0.15%	0.05%	—	1.00%	1.00%	0.05%—1.5%
西藏东财上证 50C	0.15%	0.05%	0.25%	0%	0%	0—1.5%
西藏东财中证通信技术 A	0.50%	0.05%	—	1.00%	1.00%	0.05%—1.5%
西藏东财中证通信技术 C	0.50%	0.05%	0.25%	0%	0%	0—1.5%
西藏东财创业板 A	0.50%	0.05%	—	0.4—1.2%	0.4—1.2%	0—1.5%
西藏东财创业板 C	0.50%	0.05%	0.25%	0.00%	0.00%	0—1.5%
<b>被动指数型基金平均值</b>	<b>0.54%</b>	<b>0.11%</b>	<b>0.30%</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
东财量化精选 A	1.50%	0.10%	—	0.6—1.2%	0.8—1.5%	0—1.5%
东财量化精选 C	1.50%	0.10%	0.80%	0%	0%	0—1.5%
<b>偏股混合型基金平均值</b>	<b>1.44%</b>	<b>0.24%</b>	<b>0.52%</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

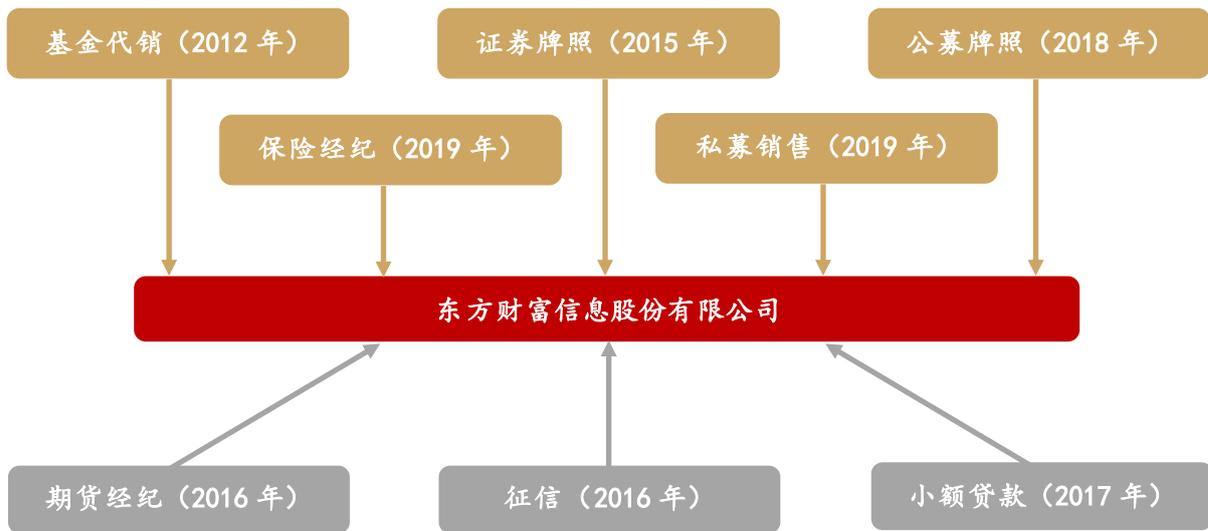
资料来源: Wind, 华西证券研究所

根据 Wind 数据, 2020 年上半年, 市场新发公募基金 752 只, 累计发行份额 11327.51 亿份, 相比 2019 年上半年 5680.01 亿份, 同比大幅增长 99.43%。资本市场环境回暖与新发基金规模的提升, 将继续带动公司基金业务发展, 公募牌照与天天基金网或可寻求业务协同, 助推基金管理费收入增长, 预期成长良好。

### 3.5. 流量变现的其他可能: 金融版图持续扩张, 聚焦财富管理

相继获得基金代销、证券与公募牌照后, 互联网公司转型的东方财富持续扩大其金融版图。2019 年 1 月, 公司发布私募资讯及交易服务平台“优优私募”, 并推出移动端客户端; 同年 5 月, 收购众心保险经纪 100% 股权, 获得保险经纪业务牌照。与此同时, 2016—2017 年间, 公司积极布局了小额贷款、征信、期货等领域。尽管大部分产业布局处于初级阶段, 但公司开拓流量变现新渠道、打造综合金融服务体系的意图非常明确, 未来有望借助互联网属性精准定位客户需求, 提供多方位、一体化的财富管理服务。

图 28 东方财富主要金融业务及牌照（截至 2020 年 8 月）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 金融科技：破界、跨界、共谋发展

互联网具有普惠和颠覆的天然属性，金融科技一方面将综合金融服务送达“长尾用户”，另一方面推动了部分金融业务“脱媒”甚至绕开了监管。因此，为了兼顾金融服务的普惠和安全，我国互联网金融的发展经历了“鼓励创新-防控风险-监管规范-再推动”的政策变化。

金融科技的竞争格局未定，BATJTMD 为代表的互联网巨头、东方财富为代表的财经平台、恒生电子为代表的金融集成服务商、各金融持牌机构，时而“先发制人”争取试点资格，时而“合纵连横”跨界开展战略合作。

相较其他互联网平台和其他证券公司，东方财富具有流量和牌照“两头在内”的优势，现有流量转化自然和变现路径顺畅。但在基金销售业务仍面临流量巨头的竞争冲击。

### 4.1. 流量+金融服务：普惠 or 颠覆

互联网金融是传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。

2001 年，同花顺为多家券商提供独立第三方服务，开启了网络技术与证券公司的合作。2013 年 6 月，蚂蚁金服与天弘基金合作推出货币基金——余额宝，上线一个月，资金规模突破百亿元。（截至 2020 年二季末，余额宝总规模已达 1.224 万亿元。）2013 年，也被称为“互联网金融元年”。

2013 年 12 月，腾讯入股好买财富，介入基金销售业务。2014 年 2 月，国金证券与腾讯合作推出互联网证券服务产品——佣金宝，开户客户可享受万分之二或二点五的交易佣金率。BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）纷纷申请银行、香港券商、互联网保险、基金销售、小贷、征信等金融牌照，同时入股金融机构或签署战略合作协议。

2015 年 5 月，由于场外配资问题，2012 年上线的恒生电子 HOMS 系统（针对私募等中小型机构定制的轻量级资产管理实现方案）被监管部门叫停服务。自此，互联网

金融进入风险防控-监管规范周期，内资券商牌照面向互联网企业收紧，“互联网+证券”已双方合作的方式进行。

2020年8月14日，哈高科发布公告，拟作价26.74亿收购大智慧15%的股份。哈高科持有湘财证券99.7273%股权，这份公告不难让人回想起大智慧和湘财证券在2015年未竟的收购方案。同一天，证监会就《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见。业务规范的落地有望为金融科技或互联网金融划定红线，有章可循的金融科技有望从此安全驶入发展快车道。

表7 互联网+金融大事记（BATJ各自用不同颜色标注）

时间	事件	合作主体
1999年3月	首信易支付开始运行，首都电子商城（首信易支付的前身）是中国首家实现跨银行跨地域提供多种银行卡在线交易的网上支付服务平台	北京市政府与中国人民银行、信息产业部、国家内贸局等中央部委
2001年	同花顺为券商提供独立第三方服务，截至2019年底，覆盖国内90%以上券商。	同花顺+券商
2011年5月	腾讯旗下财付通获得第三方支付牌照	腾讯+财付通
2011年5月	阿里旗下支付宝获得第三方支付牌照	阿里+支付宝
2011年6月	蚂蚁商城小贷（借呗）成立，获得网络小贷牌照。2013年，蚂蚁小微小贷（花呗）成立	阿里+借呗、花呗
2012年10月	京东全资收购网银在线，获得第三方支付牌照	京东+网银在线
2013年6月	蚂蚁金服与天弘基金合作推出货币基金产品—余额宝。上线一个月，资金规模突破百亿元。截至2020年二季度末，余额宝总规模已达1.224万亿元。	阿里系蚂蚁金服+天弘基金
2013年7月	旗下百度钱包获得第三方支付牌照	百度+百度钱包
2013年9月	腾讯与蚂蚁金服、中国平安等共同发起设立众安在线，获得互联网保险牌照	腾讯+阿里+众安在线
2013年9月	京东在上海设立京汇小额贷款公司，获得小贷牌照	京东上海京汇小贷
2013年10月	腾讯获得牌照并成立财付通网络金融小额贷款有限公司	腾讯+财付通网络金融小贷
2013年12月	腾讯入股拥有独立基金销售牌照的好买财富，介入基金销售业务	腾讯+好买财富
2014年1月	百度获得网络小贷牌照，成立百度小贷	百度+百度小贷
2014年2月	国金证券与腾讯进行战略合作，推出证券行业首个“1+1+1”互联网证券服务产品—佣金宝。开户客户可享受万分之二或二点五的交易佣金率	腾讯+国金证券
2014年3月	腾讯入股富途证券，获得境外券商牌照	腾讯+富途证券
2014年4月	华泰证券旗下移动理财服务终端“涨乐财富通”正式上线，2020年6月，涨乐财富通月活数业内率先突破900万。	华泰证券
2014年4月	百度获得基金销售支付牌照	百度
2014年5月	阿里控股天弘基金，获得基金牌照	阿里+天弘基金
2014年10月	京东旗下蓝鲸征信成立，获得企业征信牌照	京东+蓝鲸征信
2014年12月	微众银行正式开业，腾讯获得银行牌照	腾讯+微众银行
2014年12月	百度旗下百誉信征信成立，获得企业征信牌照。2019年更，公司名为度小满征信	百度+百誉信征信
2015年1月	大智慧发布收购预案，拟以85亿元的对价收购湘财证券100%股权。2015年5月12日，证监会决定中止审查，收购计划失败终止。	大智慧+湘财证券
2015年	京东全资收购天津投保经纪有限公司，获得保险经纪牌照	京东+津投保经纪
2015年4月	阿里获得基金销售牌照，并成立蚂蚁基金	阿里+蚂蚁基金+恒生电子
2015年5月	恒生电子HOMS系统是针对私募等中小型机构定制的轻量级资产管理实现方案，于2012年5月正式上线。2015年5月，由于场外配资问题，被监管部门叫停服务。	恒生电子HOMS系统+私募基金管理公司
2015年6月	蚂蚁金服发起设立信美人寿相互保险社，获得相互保险牌照	蚂蚁金服+信美人寿相互保险
2015年6月	旗下网商银行正式开业，阿里获得银行牌照	阿里+网商银行
2015年11月	百度与中信银行发起设立百信银行，获得银行牌照	百度+中信银行
2016年1月	京东旗下肯特瑞财富取得基金第三方销售牌照	京东+肯特瑞财富
2016年7月	蚂蚁金服成为国泰财险控股股东，获得财险牌照	蚂蚁金服+国泰财险
2016年7月	蚂蚁金服获批企业征信牌照。2018年7月，蚂蚁金服对微众税银（拥有企业征信牌照）进行战略投资	蚂蚁金服+微众税银
2017年1月	腾讯在入股英杰华人寿（香港），获得香港寿险牌照	腾讯+英杰华人寿（香港）
2017年5月	腾讯子公司参股的和泰人寿开业，获得内地寿险牌照	腾讯+和泰人寿
2017年7月	百度收购联保龙江保险经纪公司，获得保险中介牌照	百度+联保龙江保险经纪

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2017年9月	腾讯入股中金公司，间接获得境内券商牌照	腾讯+中金
2017年9月	蚂蚁金服旗下杭州保进保险代理有限公司获批保险代理牌照	蚂蚁金服+杭州保进保险代理
2017年10月	腾讯旗下的微民保险代理有限公司拿下保险代理牌照	腾讯+微众保险代理
2018年1月	腾讯全资子公司腾安信息科技获得第三方基金销售牌照	腾讯+腾安信息科技
2018年2月	腾讯征信参股的百行征信获得个人征信牌照。2020年7月，百行征信再获发企业征信牌照	腾讯+百行征信
2018年7月	京东认购新增注册资本4.83亿元，成为安联财险的第二大股东，获得财险牌照	京东+安联财险
2018年8月	百度旗下百度百盈获得第三方基金销售牌照	百度+百度百盈
2018年8月	阿里入股华泰证券，间接获得券商牌照	阿里+华泰证券
2019年5月	百度旗下度小满（重庆）科技有限公司参股哈银消费金融，获得消费金融牌照。	度小满科技+哈银消费金融
2020年6月	截至2020年6月9日，哈高科持有湘财证券99.7273%股权，正式完成对湘财证券的收购。8月14日，哈高科发布公告。拟作价26.74亿收购大智慧15%的股份。	哈高科+湘财证券+大智慧（计划阶段）
2020年8月	证监会就《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见。其中明确了合作收费上限，按全成本核算的费用支付总额不得超过证券公司在第三方网络平台开展证券业务活动净收入的30%。	证券公司+第三方网络平台

资料来源：公司官网、网络资料整理，华西证券研究所

## 4.2. 竞争格局：互联网巨擘与财经平台的江湖

为了保护金融业务参与各方，尤其是普通投资者、消费者，我国金融业务一般持牌经营且全部纳入监管。目前，我国需要审批和备案的金融业务资质有30多种。从2013年开始，BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）等传统互联网巨头们纷纷开始了自己的金融布局，涉及支付、钱包、理财、小贷、众筹、证券、征信、银行、保险等多个细分领域。

阿里从电子商务开始，支付结算需求自然会与投资相结合；腾讯依靠即时通讯社交起点，入口是其最大的优势；百度拥有庞大的搜索数据和领先的人工智能；京东依托其物流体系形成供应链金融生态圈。在互金行业野蛮生长的时期，出于对互联网金融浪潮的先知先觉，也为了前期积累的流量顺利变现，传统巨头BATJ对互联网金融悄然布局，各家自带5亿+MAU（月活跃用户）流量，纷纷进入“互联网下半场”。

互联网“新贵”TMD——以推荐算法为核心实力凭借短视频和综合资讯起家的字节跳动（抖音MAU超过5亿）、主打餐饮外卖和到店服务的美团点评（2019年活跃用户数超过4亿）、主打交通出行的滴滴——也通过独特流量入口坐拥亿级客户，虽入局较晚，也已成绩不俗。

来势汹汹的不只是BATJTMD，新崛起综合电商拼多多、由智能硬件切入场景的小米、综合零售苏宁、传统金融培养的陆金所，都在积极争取分项金融牌照，拓宽流量变现渠道。

表8 互联网巨头BATJ+TMD的金融版图

公司	腾讯	阿里	百度	京东	今日头条	美团	滴滴
组织形式	腾讯金融科技（未独立）	蚂蚁金服	度小满金融	京东数科	-	美团金科	-
银行	微众银行（30%）	网商银行（30%）	百信银行（30%）		申请新加坡数字银行牌照	亿联银行（28.5%）	
证券	中金公司（4.95%）、富途证券（38%）	华泰证券（2.95%）	-	-	（香港）松鼠证券、北京金美琳投资顾问		
保 险 公 司	和泰人寿（15%）、众安	国泰产险（51%）、信美相		京东安联财险（30%）			

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		保险 (10%)、香港英杰华 (20%)	互 (34.5%)、众安保险 (13.54%)					
	保险代理	微民保险代理 (57.8%)	上海蚂蚁韵保保险、杭州保进保险代理	联保龙江保险经纪	天津津投保保险经纪、天津元丰保险公估	华夏保险经纪、上线头号保	重庆金诚互诺保险经纪	中安风尚保险代理
基金	销售/代销	好买财富 (28.26%)、腾安基金 (深圳) 销售	蚂蚁 (杭州) 基金销售 (68.83%, 恒生电子持 24.1%)	北京百度百盈科技有限公司	北京肯特瑞财富投资管理有限公司	-	-	-
	公募基金	-	天弘基金	-	-	-	-	-
信托		-	-	-	-	-		
贷款	消费贷	理财通周转	花呗		京东白条	吾先分期、字节付		
	现金贷	微粒贷	借呗	有钱花	京东金条	放心借、“满分”	美团借钱	滴水贷
	信贷公司	深圳财付通网络金融小额贷款有限公司	重庆市阿里小额贷款有限公司、浙江省阿里巴巴小额贷款有限公司	重庆百度小额贷款有限公司、上海百度小额贷款	重庆两江小额贷款、重庆京东同盈小额贷款、上海京汇小额贷款	深圳市中融小额贷款股份有限公司	美团小贷	重庆西岸小贷
第三方支付		财付通: 微信支付、QQ 钱包	支付宝	百付宝	京东支付 (原网银在线)	第三方合众易宝	美团支付 (钱袋宝)	滴滴支付 (一九付)
理财平台		腾讯理财通	蚂蚁财富	度小满理财	京东数科	-	-	-
征信	个人	腾讯征信	蚂蚁征信	-	-	-	-	-
	企业	深圳微众税银信息服务有限公司 (26%)	芝麻信用管理有限公司	北京百誉征信有限	上海恒先君展企业信用征信	-	-	-
商业保理		联易融 (参股)	商融保理、商城保理	-	邦汇保理、方博恒立保理、方博同信保理	-	-	-
金融交易平台		厦门国金 (参股)	天金所 (参股)、网金社 (参股)	百金文	合众金文、天津滨海京元众筹交易中心	-	-	-
融资租赁, 融资担保		-	商城融资担保有限公司	狮桥融资租赁 (战略)	-	-	-	-
汽车金融 (参股)		优信、易鑫、灿谷	大搜车	优信、易鑫、狮桥	易鑫、花生好车、美利车金融	懂车帝 APP	美团打车	灿谷、小桔车服
金融科技		微众云科技	阿法金融	云帆平台	京东金融云			

资料来源: 公司官网、网络资料整理, 华西证券研究所

### 4.3. 东方财富优势: 先发制人, 提前转化

其他互联网平台和其他证券公司要么 (传统核心) 牌照在外, 要么流量在外, 东方财富具有流量和牌照“两头在内”的优势, 现有流量转化自然和变现路径顺畅。

相比于互联网公司, 东方财富具有“稳定的细分市场资源+天然的财经属性+牌照布局先发制人”的突出优势: 1) 公司对客户群体定位清晰准确, 凭借优质的财经资讯与互动社区服务, 多年发展形成了很高的用户黏性, 近年来持续提升品牌知名度和投资者认可度。2) 公司依靠线上财经平台“东方财富网”起家, 具备天然的互联网

金融属性，核心团队拥有丰富的资本市场与互联网运营经验；现有互联网公司涉足金融领域一般以战略合作或发展业务板块为主，业务协同效应相对较弱。3) 得益于发展战略的前瞻性，公司业务布局始终先发制人，从 2012 年基金代销，到 2015 年收购券商，再到 2018 年的公募牌照与 2019 年的私募和保险经纪资格，东方财富的先发优势明显，持续扩大金融版图，增强核心竞争力。

与传统券商相比，东方财富的优势在于“流量积累+互联网特性+高成长空间”：1) 公司现有平台的引流优势远超传统券商，成熟的流量生态圈与高黏性用户为其打下坚实的转型基础；2) 互联网特性使公司业务具备边际成本低、覆盖范围广、不受时空限制的优势，线上线下结合带来更优质的用户体验；3) 国内网民规模持续扩大，互联网理财需求和用户资产规模也在同步提升；公司现阶段重点打造一站式互联网金融服务大平台，积极布局财富管理转型，差异化切入零售客户，借助互联网属性精准定位客户需求，未来发展空间广阔。

## 5. 流量成长性、客户资金自然增长和变现渠道拓展

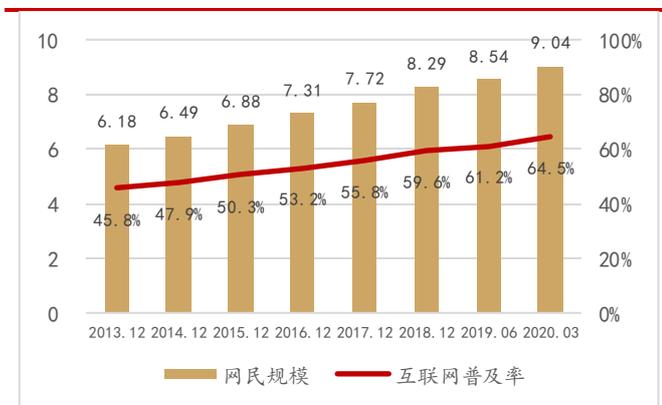
东方财富的业绩成长主要来自三个要素加成：流量成长性、客户资金增长和变现渠道拓展。

流量成长来自国内网络和移动通讯的进一步普及；公司三大主要流量入口的相互引流；借助新媒体和线下营业部投放商业广告。客户资金增长来自多因素的叠加影响：1) 用户资产自生性增长，财富管理需求走高；2) 居民资产配置预期将向权益类标的转移，利好公司证券零售业务发展；3) 市场基金规模与账户数量稳增，持续提升公司基金代销与公募基金管理业务。

### 5.1. 流量的再开发和数据沉淀：互联互通，精准定位

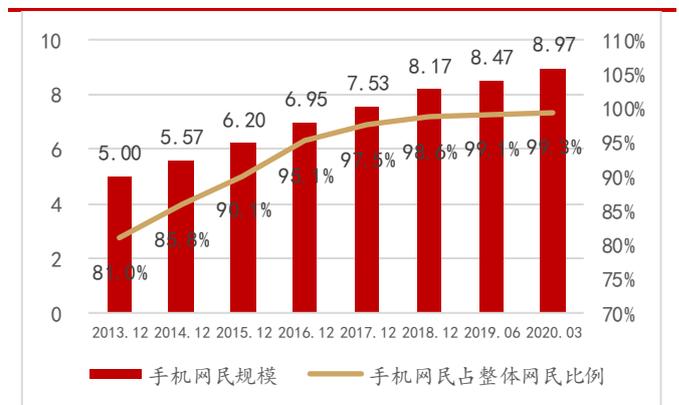
根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的《第 45 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 3 月，我国网民规模为 9.04 亿，较 2018 年底新增 7508 万，互联网普及率达 64.5%，较 2018 年底提升 4.9%；我国手机网民规模 8.97 亿，较 2018 年底新增 7992 万，网民中使用手机上网的比例为 99.3%，较 2018 年底提升 0.7%；我国互联网理财用户规模达 1.64 亿，较 2018 年底增长 1218 万，占网民整体的 18.1%。

图 29 2013-2020 网民规模 (亿) 及互联网普及率



资料来源：中国互联网络信息中心，华西证券研究所

图 30 2013-2020 手机网民规模 (亿) 及其占网民比例



资料来源：中国互联网络信息中心，华西证券研究所

公司不断完善以“东方财富网”为核心的互联网服务平台，优化平台现有功能，并逐步推出证券开户、投资课程、热点题材等新板块。东方财富网内置了公司其他门户网站入口，实现多平台间互联互通，用户可便捷完成资讯获取、投资决策、产品交易等一系列操作，通过多渠道流量入口向期货、证券等子公司引流，实现流量的再开发。

除了市场环境提供的发展空间，公司自身也为流量增长持续努力：

1) 扩展证券业务后，公司不断促进财经资讯用户向证券用户的导流转化。一方面，将原有部分商业广告投放改为向自身证券业务导流，以少量广告收入为代价实现了较好的客户转化；另一方面，提供附加增值服务，如证券交易开户资产达到 30 万或开通融资融券功能即可赠送 Choice 数据库、东方财富终端等多项产品。

2) 不断新增线下营业部，以低佣金策略提升证券业务客户规模。

3) 以高性价比获取 Choice 金融终端用户，价格远低于同类竞品 iFinD 和 Wind 终端。

4) 年轻用户群体，完善大数据、互联网技术，以 80、90 后等新生代投资者作为长期目标客户，打开线上服务市场。

2020 年，公司进一步加强研发科技投入，利用数据沉淀和人工智能技术辅助定位用户需求，提升用户体验和黏性，积极探索互联网资产管理业务。

表 9 主流金融数据终端价格对比

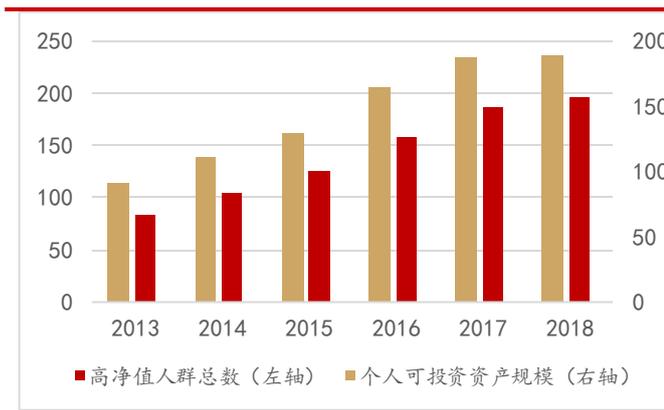
公司	产品	价格（年）	说明
东方财富	Choice	5800 元	2018 年底宣布面向金融机构免费开放 Choice 终端半年。
同花顺	iFinD	2-3 万元	2018 年底 iFinD 宣布降价 30%，并承诺三年内不涨价。
万得信息技术公司	Wind	1-7 万元	不同用户间价格差异较大。

资料来源：网络资料整理，华西证券研究所

## 5.2. 金融服务的成长性

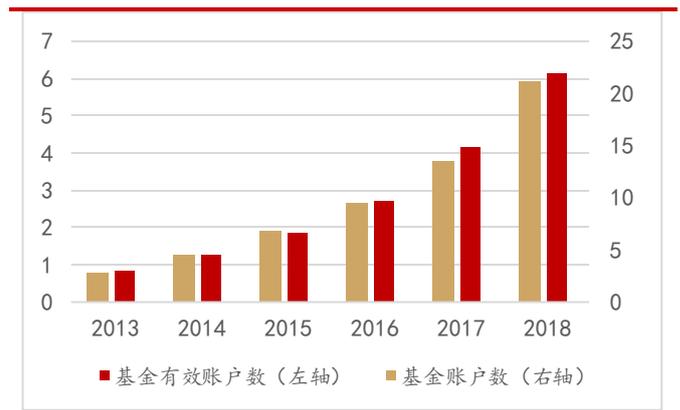
随着国民经济与个人财富的稳定快速增长，居民的投资需求持续提升。2013-2018 年，我国高净值人群数量（可投资资产超过一千万）从 84 万上升至 197 万，个人可投资资产规模从 92 万亿元稳步增长至 190 万亿元，年均复合增速 15.61%；基金账户数从 2.88 亿户增长至 21.26 亿户，年均复合增速高达 49.19%，尤其是 2016 年以来增幅惊人；2018 年底，基金有效账户数 6.17 亿户，其中个人投资者占比 99.98%，可见居民投资热情高涨，需求旺盛。

图 31 2013-2018 高净值人数(万)及可投资资产(万亿)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

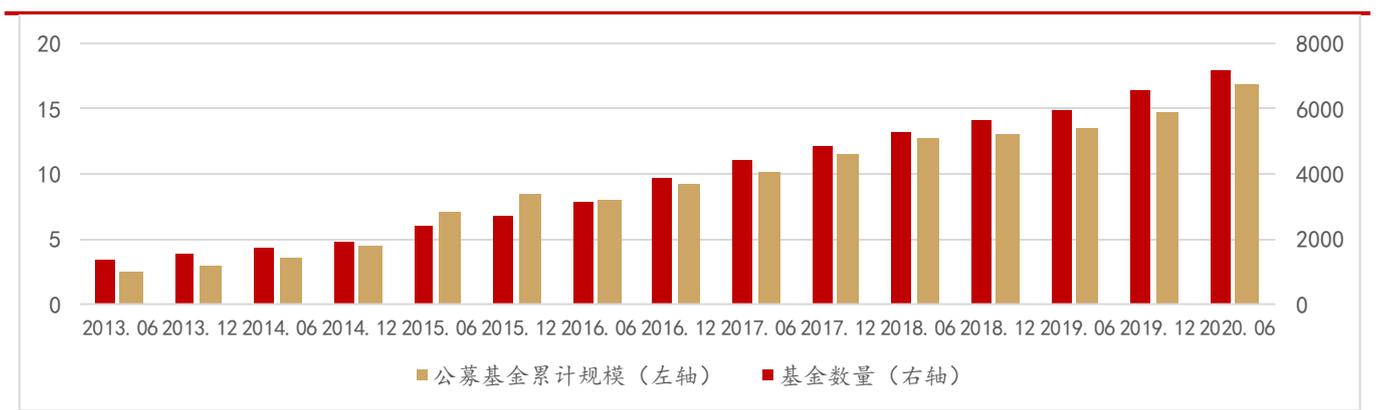
图 32 2013-2018 基金账户及有效账户数 (亿户)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

截至 2020 年 7 月, 我国公募基金规模 17.69 万亿元, 2013-2019 年年均复合增速 30.41%; 私募基金规模 14.96 万亿元, 基金规模合计 32.65 万亿元。基金规模与数量稳定增长, 预期未来持续高增长。

图 33 2013.06-2020.06 我国公募基金累计数量 (只) 及规模 (万亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

公司未来金融服务的成长性将受益于多层因素的叠加影响, 1) 用户资产自生性增长, 财富管理需求走高; 2) 在我国金融市场逐步对外开放、股市发展日渐成熟的大背景下, 居民资产配置预期将向权益类标的转移, 利好公司证券零售业务发展; 3) 市场基金规模与账户数量稳增, 持续提升公司基金代销与公募基金管理业务。

同时, 公司不断拓宽流量变现途径, 以业务多样化提升成长性, 主要途径包括: 1) 延伸产业链条, 如获取公募基金牌照, 打通基金销售上游产品开发环节, 实现基金管理费增量收入; 推出“优优私募”交易与资讯平台, 复制天天基金网的成功模式以获取私募销售市场份额。2) 多元化战略布局, 如公司旗下设立“上海徐汇东方财富小额贷款公司”和“东方财富征信公司”, 小额贷款与企业征信互相配合, 降低整体信用风险; 财富管理转型可着眼于智能投顾、客户资产配置与理财产品创设, 提升用户体验和服务质量。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

综合考虑 2020 年 7 月、8 月的沪深两市成交、两融余额规模走势、人民币汇率情况，以及上述因素的可持续性。我们预计，2020 年，东方财富证券的经纪业务收入增长 73%，两融业务带动利息收入增长 53%，以基金代销收入为主的电子商务收入增长 60%。

东方财富网+股吧+天天基金网积累了千万级财经用户，公司有畅通的流量变现渠道。且公司流量再开发、管理客户资金规模、流量复用及变现渠道拓宽均有积极趋势。未来，公司将持续受益于市场交投活跃度提升、居民大类资产配置向权益类转移带来的红利。我们预计东方财富 2020-2022 年营业收入分别为 69 亿元、88 亿元、108 亿元，分别同比+63%、+28%和+23%；归母净利润分别为 38 亿元、51 亿元和 65 亿元，分别同比+105%、36%和 27%。维持盈利预测不变，维持买入评级。

表 10 公司业绩拆分及预测（单位：亿元、%）

	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入	25.47	31.23	42.32	33.38	68.98	88.09	108.35
yoy	8%	23%	35%	67%	63%	28%	23%
手续费及佣金收入	10.19	11.96	19.40	14.31	33.56	38.30	43.47
yoy	12%	17%	62%	50%	73%	14%	13%
代理买卖证券业务净收入	8.93	11.12	18.61	12.68	32.19	36.74	41.70
yoy	40%	24%	67%	45%	73%	14%	13%
利息收入	4.16	6.18	8.14	6.39	12.45	17.72	22.16
yoy	77%	49%	32%	75%	53%	42%	25%
电子商务业务收入	8.44	10.65	12.36	11.43	19.78	28.68	32.98
yoy	-3%	26%	16%	102%	60%	45%	15%

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 6.2. 估值

与传统券商相比，东方财富的估值较高，最新 PB 约 9.28 倍，高于行业平均的市净率（2.28 倍）。值得注意的是，上市券商当中，中信建投的 PB 估值也比较高，为 8.32 倍。东方财富和中信建投的较高 PB 体现了两家公司业绩对资产规模依存度相对较低的经营模式，以及盈利能力略高于行业水平。在市盈率方面，东方财富和中信建投的 2019 年 PE 明显较高，但 2020 年预测 PE 明显下降，这体现了市场对于公司业绩高增速的预期。美国的嘉信理财，因为一只脚迈进了商业银行业务，资产规模迅速扩大，估值较低。

与金融科技其他公司相比，东方财富的金融牌照反而拉低了估值，其他金融科技公司凭借轻资产模式，在市净率方面估值更高。互联网公司因为商业模式和流量变现阶段各不相同，所以市盈率和市净率的参考意义不大。

表 11 可比公司估值分析（传统方式）

证券代码	证券简称	最新价 (元)	总市值(亿 元)	EPS			PE			PB最新	PB20E
				19A	20E	21E	19A	20E	21E		
600030.SH	中信证券	31.99	3,780	1.01	1.27	1.44	32	25	22	2.35	2.31
601688.SH	华泰证券	21.70	1,805	1.04	1.26	1.41	21	17	15	1.58	1.52
601066.SH	中信建投	53.46	3,543	0.67	0.86	0.97	80	62	55	8.32	6.60
002736.SZ	国信证券	14.37	1,381	0.56	0.60	0.70	26	24	20	2.65	2.02
601881.SH	中国银河	13.55	1,028	0.52	0.57	0.63	26	24	22	1.89	1.82
300059.SZ	东方财富	26.33	2,122	0.23	0.46	0.62	116	58	43	9.28	8.63
财经类技术											
300033.SZ	同花顺	165.07	887	1.67	2.34	3.02	99	71	55	22.29	17.89
600570.SH	恒生电子	114.25	1,193	1.76	1.25	1.57	65	91	73	26.83	20.89
证券代码	证券简称	最新价 (港币)	总市值(亿元 港币)	EPS			PE			PB最新	PB20E
				19A	20E	21E	19A	20E	21E		
0700.HK	腾讯控股	540.50	51,791	11.00	13.88	17.02	49	39	32	8.84	8.24
3690.HK	美团点评	265.20	15,590	0.44	0.30	2.14	609	879	124	14.98	14.67
0241.HK	阿里健康	19.18	2,580	-0.00	0.01	0.03	-29,208	2,436	636	44.73	41.17
1833.HK	平安好医生	113.30	1,209	-0.81	-0.70	-0.35	-139	-162	-326	11.65	11.93
6060.HK	众安在线	52.20	767	-0.35	0.20	0.57	-151	256	92	4.50	4.46
0772.HK	阅文集团	48.20	490	1.23	-1.84	1.54	39	-26	31	2.72	2.56
1896.HK	猫眼娱乐	15.70	178	0.47	-0.12	0.76	33	-126	21	2.05	1.93
证券代码	证券简称	最新价 (美元)	总市值(亿美 元)	EPS			PE			PB最新	PB20E
				19A	20E	21E	19A	20E	21E		
SCHW.N	嘉信理财	36.28	468	2.69	-	-	13	-	-	-	-
BABA.N	阿里巴巴	289.00	7,671	1.00	0.95	1.19	288	303	242	-	-
JD.O	京东	79.96	1,422	0.60	0.63	0.82	133	126	97	-	-
PDD.O	拼多多	89.20	1,068	-0.22	-0.25	0.03	-412	-357	3,017	-	-
BIDU.O	百度	129.00	445	8.15	40.78	63.40	16	3	2	-	-
TME.N	腾讯音乐	15.99	268	0.17	0.16	0.22	91	99	72	-	-
IQ.O	爱奇艺	21.43	157	-0.29	-0.27	-0.15	-74	-80	-144	-	-
BILI.O	哔哩哔哩	47.39	155	-0.57	-0.89	-0.47	-83	-54	-101	-	-
WB.O	微博	38.49	87	2.19	1.98	2.28	18	19	17	-	-
OCFT.N	金融壹账	22.56	83	-0.25	-0.20	-0.16	-89	-113	-140	-	-
QFIN.O	360金融	12.28	18	1.24	1.47	1.97	10	8	6	-	-

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 最新日期为 2020 年 8 月 30 日

互联网公司独特的商业模式、发展路径均有别于传统行业，互联网产业发展周期短、市场环境变化与技术迭代快；多数企业盈利性弱、且变化幅度较大，新兴行业本身的多变性导致互联网企业产生现金流的数量和持续的时间都很难预测，财务报表上的资产反应不了现实情况。因此，采用传统方法对其估值可能不够全面。

市场对互联网公司和硬件制造商的估值体系相差较大；需要结合企业发展阶段和变现能力来看用户数量。这里简单介绍两种常用的互联网公司估值分析方法：ARPU 或总市值/用户数量。

1) ARPU (Average Revenue Per User): 每付费用户给公司带来的月平均收入，用以衡量单体用户的盈利能力，ARPU 升高意味着用户的消费力度提高。该指标提供了对比公司流量变现能力的视角，如腾讯、爱奇艺、微博等公司均比较注重 ARPU 的增长；但应同时结合其他因素分析，如考察利润水平应考虑营业成本的影响、不同产品的消费水平定位不同、ARPU 与活跃用户数量的变化关系等。

2) 总市值/用户数量：用户数量可采用 DAU (Daily Active Users, 日活跃用户数量)、MAU (Monthly Active Users, 月活跃用户数量) 等指标衡量。互联网公司的估值在很大程度上与用户规模有关，即使初期尚未形成明确的收入逻辑，但用户数量

增速高意味着未来良好的成长性。总市值/用户数量可视作为互联网公司量身定制的评估方法，但外界难以获知其准确的用户规模

因为东方财富的流量变现路径畅通，所以公司的市值/MAU 估值高于其他互联网平台。这也体现在公司的 ARPU 值上，东方财富的 ARPU 值相对较高，尽管不及电商类平台，但在会员制或付费服务类平台中有很大优势。

值得注意的是，在采用 ARPU 值及相关比值比较互联网估值时，ARPU 值的质量或者说可比性可能成为一个问题。不同互联网公司公布的 ARPU 值计算方法不同：1) 时间周期采用月度、季度、年度等；2) 分子有的采取与付费用户相关的业务收入，有的直接采用营业总收入；3) 分母口径不同，月度付费用户数和月度活跃用户数在不同互联网业态换算比例差异极大。

表 12 可比公司估值分析（互联网估值方式-MAU）

证券代码	证券简称	总市值（亿元人民币）	MAU（万人）	市值/MAU
300059.SZ	东方财富	2,122	1,427	14,876
300033.SZ	同花顺	887	3,678	2,413
3690.HK	美团点评-W	13,858	45,730	3,030
1833.HK	平安好医生	1,075	6,730	1,597
0772.HK	阅文集团*	435	23,340	186
1896.HK	猫眼娱乐	158	13,000	122
PDD.O	拼多多*	7,360	56,900	1,293
BIDU.O	百度	3,063	50,000	613
TME.N	腾讯音乐	1,848	65,100	284
IQ.O	爱奇艺*	1,083	50,000	217
BILI.O	哔哩哔哩	1,071	17,200	623
WB.O	微博*	600	51,600	116

资料来源：公司财报，华西证券研究所

表 13 可比公司估值分析（互联网估值方式-ARPU）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	ARPU（元/月）	市值/ARPU	ARPU值来源
1833.HK	平安好医生	1,075	38.61	27.84	2020中报披露
0772.HK	阅文集团*	435	34.10	12.76	2020上半年月平均
PDD.O	拼多多*	7,360	154.83	47.53	20190630-20200630的年度数据除以12
IQ.O	爱奇艺*	1,083	12.07	89.76	2020Q2季度数据除以3
BILI.O	哔哩哔哩	1,071	5.13	208.68	2019Q4季度数据除以3
WB.O	微博*	600	2.11	284.84	2019Q4季度数据除以3
300059.SZ	东方财富	2,122	38.99	54.43	2020上半年营业总收入/6/月活跃用户
300033.SZ	同花顺	887	4.49	197.51	2020上半年营业总收入/6/月活跃用户
3690.HK	美团点评-W	13,858	15.12	916.77	2020上半年营业总收入/6/月活跃用户

资料来源：公司财报，华西证券研究所

## 7. 风险提示

市场方面：全球经济下行风险，国际局势不确定性加大；人民币对美元大幅贬值风险；美股波动或将对 A 股产生影响；疫情得以控制、经济弱复苏可能引发流动性收紧的风险。

业务方面：A 股成交活跃度下降，经纪和两融业务收入不达预期；股市、债市波动风险对自营业务的影响；市场风险偏好下降或将影响基金产品销售规模。

竞争格局方面：券商与商业银行、互联网平台战略合作，经纪、资管业务的市场竞争格局将改变；互联网巨头在金融领域布局可能挤压公司已有市场份额。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42	69	88	108	现金及现金等价物	250	521	632	762
手续费及佣金收入	12	39	49	61	其他流动资产	170	109	210	330
电子商务	11	15	18	20	<b>流动资产合计</b>	<b>562</b>	<b>951</b>	<b>1251</b>	<b>1589</b>
利息收入	6	13	19	25	无形资产及其他	30	30	30	30
其他	2	2	2	2	长期股权投资	0	0	0	0
营业成本	23	28	32	36	<b>资产总计</b>	<b>618</b>	<b>1097</b>	<b>1396</b>	<b>1733</b>
<b>税前利润</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>76</b>	其他流动负债	50	55	60	66
所得税	3	7	9	11	<b>流动负债合计</b>	<b>394</b>	<b>768</b>	<b>1030</b>	<b>1324</b>
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款及应付债券	12	71	71	71
<b>归母净利润</b>	<b>18</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	其他长期负债	0	12	12	12
					<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
					<b>负债合计</b>	<b>406</b>	<b>851</b>	<b>1113</b>	<b>1406</b>
					股东权益	212	247	283	327
					<b>负债和股东权益总计</b>	<b>618</b>	<b>1097</b>	<b>1396</b>	<b>1733</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益 (元)	0.23	0.47	0.63	0.80
每股红利 (元)	0.04	0.19	0.25	0.32
每股净资产 (元)	2.63	3.06	3.51	4.05
ROE	9%	15%	18%	20%
毛利率	46%	59%	64%	66%
收入增长	35%	63%	28%	23%
净利润增长率	91%	105%	36%	27%
资产负债率	66%	78%	80%	81%
股息率	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%
P/E	119.8	58.5	43.1	33.9
P/B	10.3	8.9	7.8	6.7

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。