

# 东方财富 (300059.SZ)

## 卡位财富管理优质赛道，分享公募基金成长红利

### 核心观点：

- **业绩弹性稳定性兼备，流量优势仍然显著。**近年来东财收入结构趋于稳定，且随市场行情向好业绩具有高弹性，具体表现为：(1) 归母净利润同比直线攀升；(2) ROE/ROA 远超行业平均。同时收入增速较大盘涨跌幅呈现逆周期特性，2020 年 Q1 市场低迷时收入环比增速逆势上升 49%。流量方面，东财已居行业前列多年，我们认为：(1) PC 端流量绝对优势显著；(2) 移动端相对优势确立。
- **经纪业务：获客成本持续下降。**经纪业务市占率持续提升，2020 年上半年市占率测算达到 3.6%，未来趋势向好。同时东财具备互联网营销的渠道优势，近年来获客成本不断降低。据测算东财获客成本自 2016 年的 246 元/人持续降低至 2019 年的 199 元/人，2020 上半年由于广告宣传费投入大幅减少获客成本短期内降低至 83 元/人。
- **两融业务：市占率有较大提升空间，低成本资金助力息差提升。**东财两融业务长期受制于资本金不足，且 2020 年 12 月东财两融客户渗透率仅为 1.68% 远低于行业平均水平 3.14%，提升空间大。我们认为东财 158 亿元可转债资金到位后两融业务料将进一步增长。
- **基金代销：增长弹性和盈利性兼备，业务结构向好利于提升综合费率。**基金代销业务轻资产运营毛利率高拉动公司整体盈利能力提升，且在市场行情催化下显示高弹性。代销基金非货基占比提升推动综合费率持续改善，2020 年 Q3 综合费率提升至 0.23%。同时 2020 年前三季度市占率提升至 10%。
- **盈利预测与投资建议：**公司是近年来证券行业内成长性最佳的标的，预计 2020-2022 年归母净利润 45.12、60.64、73.48 亿元。考虑到市场活跃及公司兼具成长与稳定属性，以及历史估值区间 60-85 倍 PE，给予公司 2021 年 65xPE，对应合理价值 45.76 元/股，给予增持评级。
- **风险提示：**资本市场大幅萎靡导致市场成交量大幅下滑；信用风险大面积暴露导致信用业务风险提升；资本市场监管政策发生重大调整等。

### 盈利预测：

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3123	4232	7710	10710	12863
增长率 (%)	22.61%	35.51%	82.18%	38.92%	20.10%
归母净利润 (百万元)	958	1831	4512	6064	7348
增长率 (%)	50.39%	91.13%	146.43%	34.39%	21.18%
EPS (元/股)	0.19	0.27	0.52	0.70	0.85
市盈率 (P/E)	203.81	138.57	72.12	53.66	44.28
ROE (%)	6.10%	8.63%	13.09%	15.35%	16.45%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

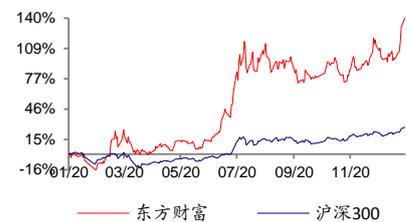
**增持**

当前价格	37.78 元
合理价值	45.76 元
前次评级	增持
报告日期	2021-01-19

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	8613/7132
总市值/流通市值 (百万元)	277343/229657
一年内最高/最低 (元)	32.20/13.55
30 日日均成交量/成交额 (百万)	255.52/7153
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	30.79/29.84

### 相对市场表现


**分析师：**

陈福



SAC 执业证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

**分析师：**

陈卉



SAC 执业证号：S0260519040001

SFC CE No. BOX142



021-38003619



gfchenh@gf.com.cn

**分析师：**

旷实



SAC 执业证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究：

东方财富 (300059.SZ) : 业绩超预期，融资助力打开成长空间  
2020-10-22

东方财富 (300059.SZ) : 业绩增长受益于市场交易活跃与自身市占率快速提升  
2020-08-12

## 目录索引

一、业绩弹性稳定性兼备，流量优势仍然显著 .....	5
二、经纪业务：获客成本持续下降 .....	8
三、两融业务：市占率有较大提升空间，低成本资金助力息差提升 .....	10
四、基金代销：“中产阶级时代”公司利润的增长引擎 .....	12
五、盈利预测 .....	21
六、投资建议 .....	22
七、风险提示 .....	23

## 图表索引

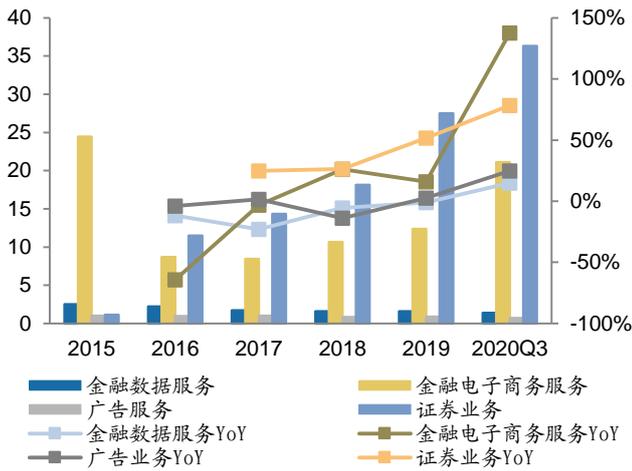
图 1: 东方财富各业务收入及增速变化 (亿元, %)	5
图 2: 东方财富各业务收入占比变化 (%)	5
图 3: 东方财富利润总额、归母净利润同比增速呈直线攀升趋势 (亿元、%)	5
图 4: 东方财富 ROE、ROA 高于证券行业平均水平 (%)	6
图 5: 东方财富毛利率、净利率高于证券行业平均水平 (%)	6
图 6: 东方财富收入相对沪深 300 指数呈现逆周期特性 (点、亿元)	6
图 7: TOP5 财经资讯类网站 PC 端月度覆盖人数 (万人)	7
图 8: TOP4 财经移动端全网渗透率变化 (%)	7
图 9: 天天基金网页面浏览量、日均活跃用户、日均使用时长变化	7
图 10: TOP8 证券服务类 APP 月独立设备数 (万台)	7
图 11: 天天基金移动端、PC 端用户流量变化及占东方财富比例 (万人, %)	8
图 12: 蚂蚁财富用户流量变化及占支付宝比例 (万人, %)	8
图 13: 经纪业务收入及日均成交额增速变化 (亿元, %)	9
图 14: 股基交易额及市占率变化 (万亿元, %)	9
图 15: 东方财富经纪业务获客成本不断下降 (万人, 元/人)	10
图 16: 融出资金及两融业务市占率变化 (亿元, %)	10
图 17: 证券公司两融利息收入与净资本呈现高度正相关性 (亿元)	11
图 18: 投资者总数及两融业务渗透率变化 (万人, %)	12
图 19: 投资者数量及信用账户投资者数增长率变化 (%)	12
图 20: 基金代销毛利率和销售毛利率变化 (亿元, %)	13
图 21: 第三方独立基金代销机构营业收入和毛利率变化 (亿元, %)	13
图 22: 基金代销收入及增速变化 (亿元, %)	13
图 23: 东方财富基金销售额、交易笔数及市场规模增速变化情况	14
图 24: 新发基金规模与公募基金平均收益率大幅增加 (万亿, %)	14
图 25: 活期宝销售额和交易笔数变化情况	14
图 26: 活期宝销售额占比下降 (%)	14
图 27: 天天基金单笔交易均价下降 (元)	15
图 28: 天天基金代销业务综合费率上升 (亿元, %)	15
图 29: 基金代销业务渗透率持续提升 (亿元, %)	15
图 30: 天天基金销售渠道占比持续提升 (亿元, %)	15
图 31: 基金代销业务盈利模式拆解	16
图 32: 2020 年前三季度尾佣和销售服务费占比减小至 55% (亿元, %)	16
图 33: 2020 年认、收购和赎回费同比增长大幅超过基金销售额同比 (%)	16
图 34: 新发基金规模及增速变化 (万亿元, %)	17
图 35: 基金代销机构类型及数量占比 (家)	17
图 36: 基金代销机构数量趋于稳定, 市场充分竞争 (家)	17
图 37: 支付宝向蚂蚁财富导流入口	18
图 38: 东方财富移动端向天天基金导流入口	18
图 39: 东方财富 PC 端首页向天天基金导流入口	18

图 40: 蚂蚁财富和天天基金移动端用户年龄结构对比 (%) .....	19
图 41: 前五名第三方代销机构代销基金只数近五年市占率变化 (只, %) .....	19
图 42: 前五名第三方代销机构代销基金家数近五年变化情况 (家) .....	19
表 1: TOP10 证券服务类 APP 月均活跃用户数变化 (万人) .....	8
表 2: 蚂蚁财富和天天基金盈利模式对比 .....	20
表 3: 蚂蚁财富和天天基金核心功能对比 .....	20
表 4: 券商行业比较 (亿元) .....	23

## 一、业绩弹性稳定性兼备，流量优势仍然显著

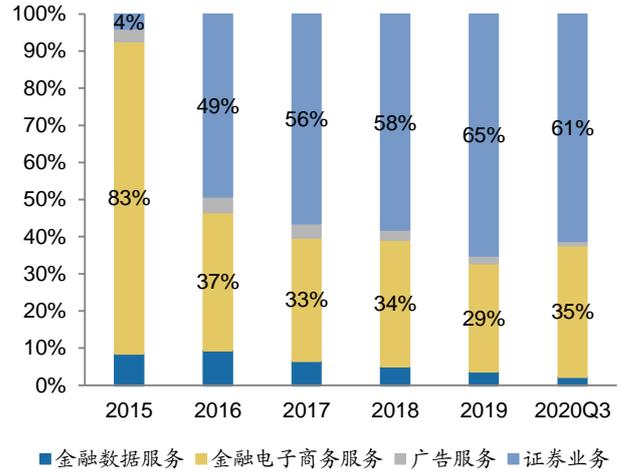
公司业务轻重并举，收入结构趋于稳定。近年来，公司收入结构趋于稳定。（1）基金代销业务：2017年到2019年基金代销业务收入占总营收的比重约32%，受益于证券市场行情、公募基金产品热销，2020年前三季度占比达35%。（2）证券业务占总收入比重相对稳定，近三年平均占比为60%。

图 1：东方财富各业务收入及增速变化（亿元，%）



数据来源：公司年报、公司季报、广发证券发展研究中心

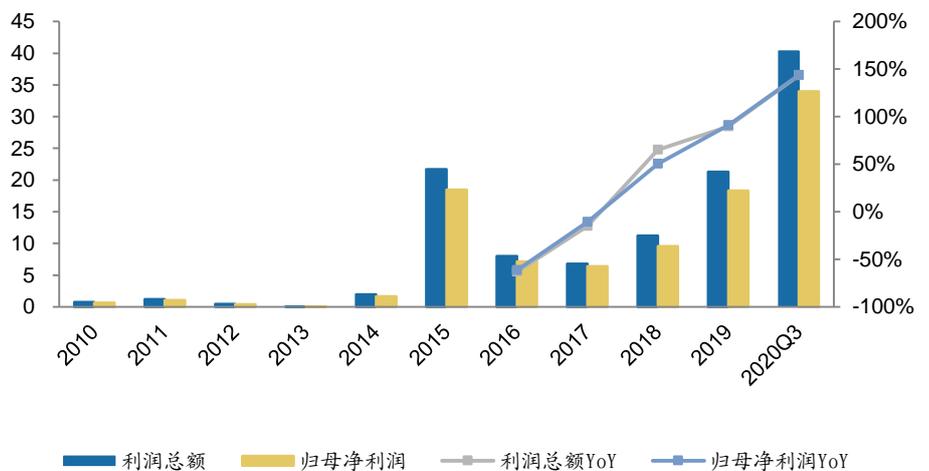
图 2：东方财富各业务收入占比变化（%）



数据来源：公司年报、公司季报、广发证券发展研究中心

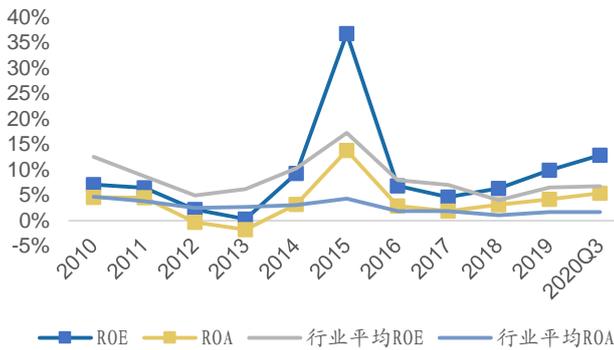
东方财富盈利能力强，归母净利润同比增速呈直线攀升趋势。从2017年到2020年前三季度，归母净利润从6亿元上升到34亿元，其中2020Q1-3同比增速144%。2018年至2020年前三季度，ROE、ROA分别从6.31%、3.13%到12.82%、5.39%，超过2020年前三季度行业平均水平6.74%、1.65%，稳步上升。同时净利率、毛利率均高于行业平均水平。

图 3：东方财富利润总额、归母净利润同比增速呈直线攀升趋势（亿元，%）



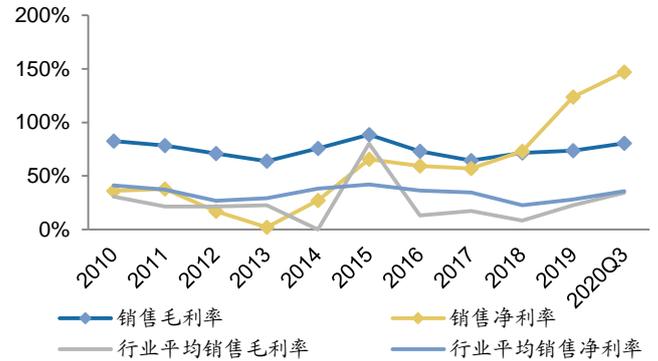
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4: 东方财富ROE、ROA高于证券行业平均水平 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 东方财富毛利率、净利率高于证券行业平均水平 (%)

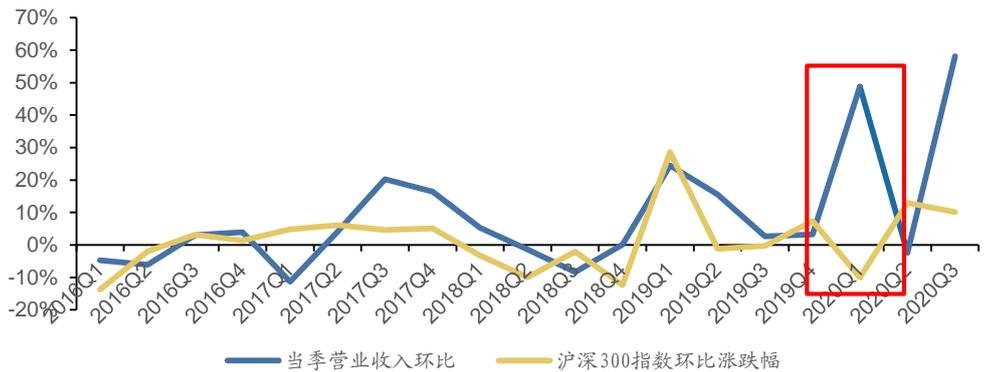


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 业绩稳定性较好, 具有逆周期的特点

收入增速较大盘指数涨跌幅呈现逆周期特性, 2020年一季度市场低迷, 大盘下行, 公司收入环比逆市上升49%。

图6: 东方财富收入相对沪深300指数呈现逆周期特性 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

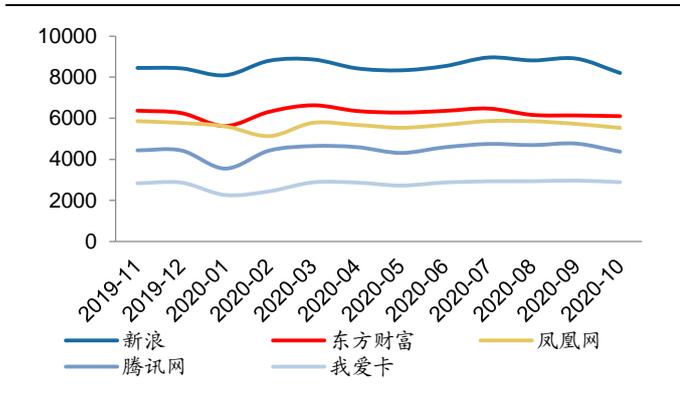
### 流量优势依然显著

公司通过“东方财富网”为核心, “天天基金网”和“股吧”等产品在PC端和移动端共同发力, 多场景多渠道为经纪业务引流。“东方财富网”深耕财经领域15年, 已成为中国访问量最大、影响力最大、用户黏性最高的财经证券门户网站之一, 具有一定的品牌优势。东方财富多场景积累的用户和流量是公司最宽的护城河。

(1) **PC端绝对优势明显**。据艾瑞咨询资讯数据显示, 东方财富2019年11月至2020年10月平均月度覆盖人数达到6253万人, 财经资讯类网站中仅次于新浪财经, 较同花顺与大智慧具有绝对优势。(2) **移动端相对优势确立**。由于战略差异, 同花顺最早开始布局移动端, 据易帆千观数据显示, 同花顺2020年10月末移动端全网渗透率3.01%遥遥领先。东方财富早期专注于打造财经门户网站移动端布局稍晚, 在PC端具有绝对优势的同时移动端财经类全网渗透率第二, 2020年10月

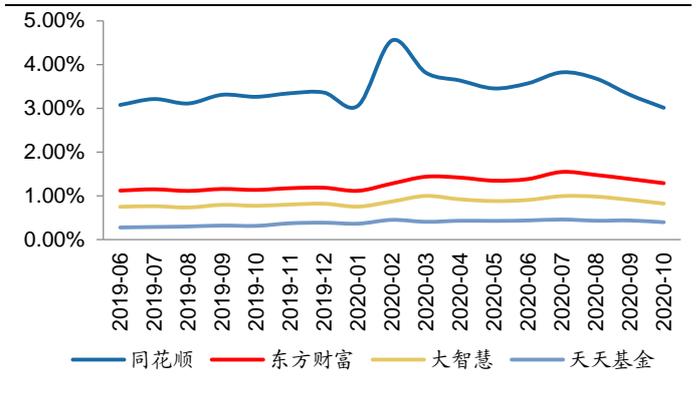
末达到1.29%，高于排名第三的大智慧0.5%。

图7: TOP5财经资讯类网站PC端月度覆盖人数(万人)



数据来源: 艾瑞咨询PCWeb指数、广发证券发展研究中心

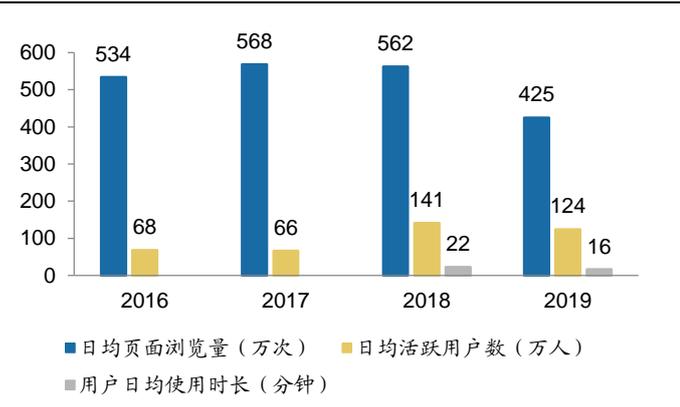
图8: TOP4财经移动端全网渗透率变化(%)



数据来源: 易观千帆、广发证券发展研究中心

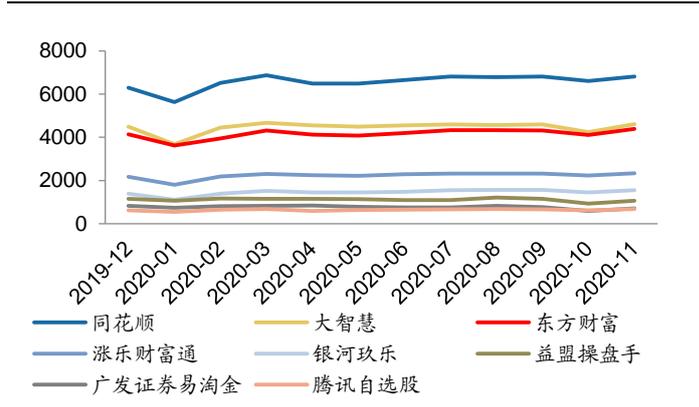
注: 全网渗透率=月活跃用户数/全网月活跃用户数

图9: 天天基金网页面浏览量、日均活跃用户、日均使用时长变化



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图10: TOP8证券服务类APP月独立设备数(万台)



数据来源: 艾瑞咨询移动APP指数、广发证券发展研究中心

**移动端月活居证券服务类第二。**易观千帆数据显示, 东方财富旗下两款APP-东方财富和天天基金2020年6-11月的平均月活跃用户数分别为1458万人和452万人, 在所有证券服务类APP中排名第2和第10, 且同比增长率分别为26%和41%, 东方财富对排名第一的同花顺呈追赶态势。

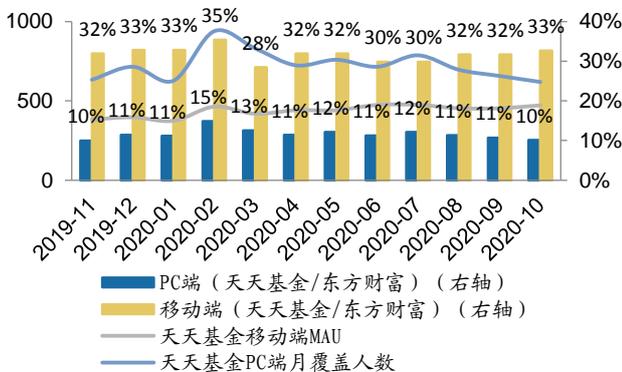
表1: TOP10证券服务类APP月均活跃用户数变化(万人)

证券服务类	2020年6-11月平均月均活	2019年6-11月平均月均活	同比增长
APP	跃用户数	跃用户数	
同花顺	3528	3268	8%
<b>东方财富</b>	<b>1458</b>	<b>1161</b>	<b>26%</b>
大智慧	944	784	21%
涨乐财富通	931	758	23%
国泰君安君弘	526	419	26%
平安证券	491	386	27%
小方	482	351	38%
海通e海通财	480	347	38%
智远一户通	476	314	51%
<b>天天基金</b>	<b>452</b>	<b>320</b>	<b>41%</b>

数据来源: 易帆千观、广发证券发展研究中心

**天天基金与蚂蚁财富流量对比。**天天基金2019年11月-2020年10月期间, 移动端平均月活跃用户数达到437万人, 较蚂蚁财富2019年6月-2020年5月平均月活跃用户数295万人有较明显优势。但考虑到用户可以从支付宝直接购买基金产品, 蚂蚁财富用户流量可能远不止于此。

图11: 天天基金移动端、PC端用户流量变化及占东方财富比例(万人, %)



数据来源: 易观千帆、艾瑞咨询PC Web指数、广发证券研究发展中心

注: 移动端采用MAU口径, PC端采用月度覆盖人数口径

图12: 蚂蚁财富用户流量变化及占支付宝比例(万人, %)



数据来源: 易观千帆、广发证券研究发展中心

注: 移动端采用MAU口径

## 二、经纪业务: 获客成本持续下降

### 经纪收入两年翻两倍

2019年前三季度沪深两市股票成交额不断攀升, 沪深两市日均成交额呈现阶梯式增长。2018年、2019年和2020年前三季度日均交易金额分别为3691、5223、8632亿元。

**经纪业务收入增速由负转正, 业绩大幅提升。**自2019年初至2020年中, 公司经纪

业务平均增速为45%，2020H1经纪业务收入12.68亿元，同比增长41%。

图13: 经纪业务收入及日均成交额增速变化 (亿元, %)



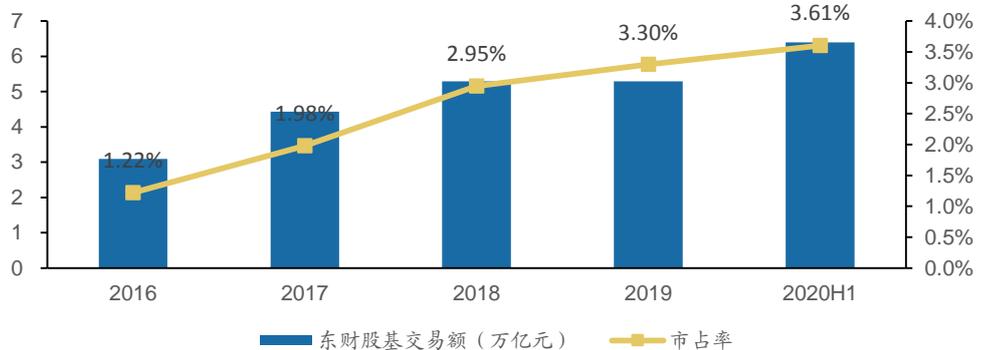
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 经纪业务收入采用代理买卖业务净收入(含席位)口径, 市场规模采用沪深两市AB股成交额总额

### 市占率趋势向好

根据我们测算, 2020年上半年经纪业务市占率提升至3.6%。考虑到东方财富的低成本优势与流量优势, 我们认为, 未来东财经纪业务市占率依旧向好。

图14: 股基交易额及市占率变化 (万亿元, %)



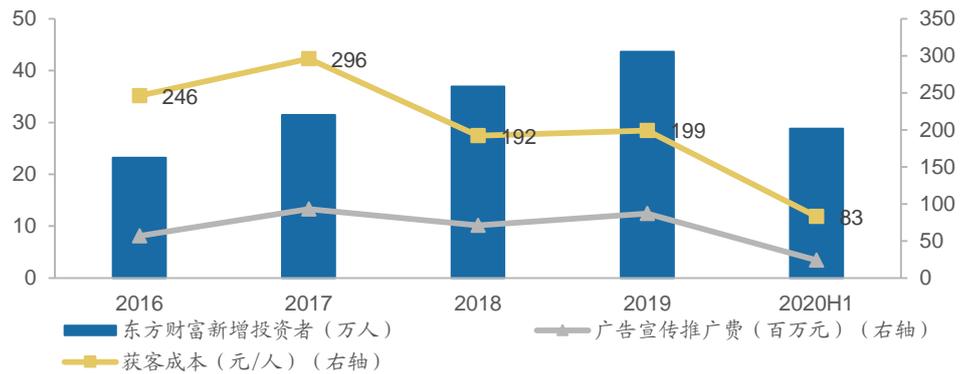
数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

注: 由于公司2018年及之后不再披露交易额数据, 东财2018年及之后交易额和市占率通过假设2018年及之后佣金率保持不变测算得到

### 获客成本持续下降

公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台, 是我国用户访问量最大的互联网服务平台之一, 拥有明显的互联网营销渠道优势。东方财富通过财经门户网站多年积累的高黏性用户, 具备互联网营销的渠道优势, 近年来获客成本不断降低。我们根据获客成本=广告宣传推广费/(市场整体新增投资者数\*东方财富股基成交额市占率)测算, 东财获客成本由2016年246元/人降低到2019年199元/人。2020年上半年广告宣传费投入大幅减少导致获客成本短期内降低到83元每新增投资者。

图15: 东方财富经纪业务获客成本不断下降(万人, 元/人)



数据来源: 公司年报、公司半年报、Wind、广发证券发展研究中心

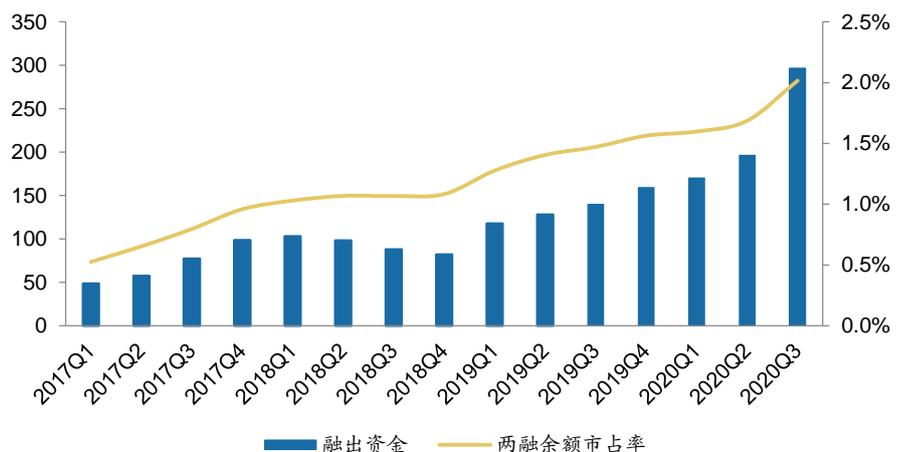
测算方法: 东方财富新增投资者=市场整体新增投资者数\*东方财富股基成交额市占率

获客成本=广告宣传推广费/东方财富新增投资者

### 三、两融业务: 市占率有较大提升空间, 低成本资金助力息差提升

自东方财富2015年获得券商牌照后, 两融业务成为东方财富的主要变现场景, 也是东方财富业绩的主要增长驱动力之一。自2016年至2020年三季度, 东方财富两融利息收入不断增加。从2016年两融业务收入1.4亿元、在业内中排名第70名到2019年的7.7亿元、在业内排第20名, 排名大幅提升。2020年上半年两融业务收入为5.5亿元。2017年至2020年三季度东财两融业务市占率稳步增长, 2020年初受市场行情影响呈现加速增长趋势, 2020年三季度达到2.02%。

图16: 融出资金及两融业务市占率变化(亿元, %)



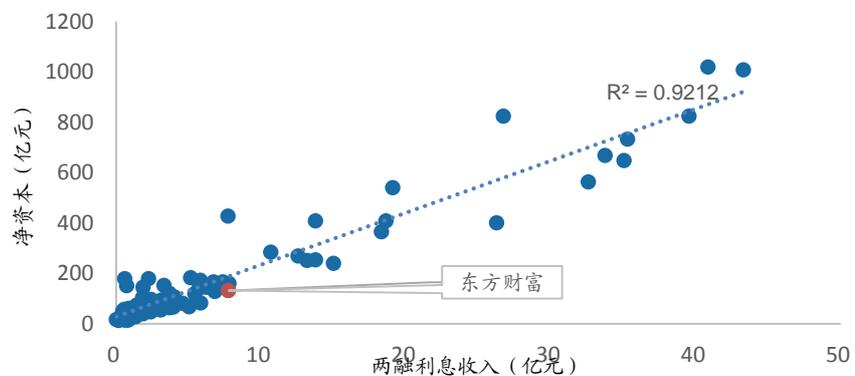
数据来源: 公司年报、Wind、广发证券研究发展中心

### 可转债带来低成本融资，未来增长可期

东财净资产大幅低于经纪业务排名相近的券商，流动资金制约两融业务进一步增长。融资融券融券业务属于资本消耗型业务，其规模的扩大需要更大规模的配套资金支持，数据显示证券公司两融利息收入与净资产之间呈现高度正相关性。东方财富净资产大幅低于经纪业务排名相近的券商，2020年上半年净资产仅相当于可比公司平均净资产的50%。我们认为流动资金不足是制约东财融资融券业务进一步增长的瓶颈，也是与经纪业务发展失衡的主要原因。

公司在2020年1月发行73亿元可转债“东财转2”用以补充东财证券的流动资金，募集资金当前已全部使用。2020年12月公司发布公告称将再次发行158亿元可转债补充东财证券流动资金，其中不超过140亿元将投入信用交易业务，用于扩大融资融券规模。我们认为在发行可转债筹集资金到位之后，融资融券业务预计实现进一步增长。

图17：证券公司两融利息收入与净资产呈现高度正相关性（亿元）



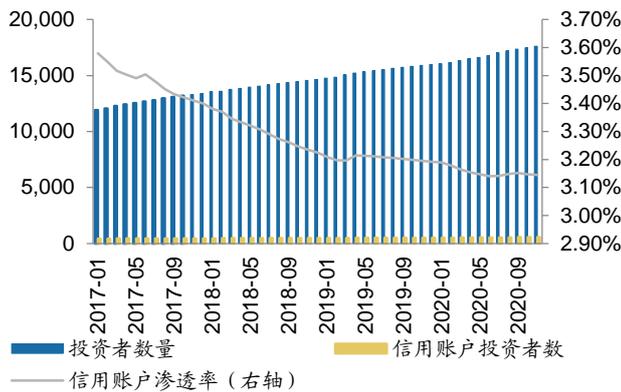
数据来源：中国证券业协会、广发证券研究发展中心

注：数据统计时间为2019年

### 两融客户渗透率提升空间大

融资融券客户大多自经纪业务客户转化而来，据中登公司统计显示，受2017年至2020年11月末全行业投资者数量快速增长影响，2020年11月末，市场期末投资者总数达到1.76亿户，其中证券行业内融资融券业务开立账户数达554万户，占经纪业务开立账户数的3.14%。据东财2020年12月发布公告显示，东方财富证券两融客户渗透率仅有约1.68%，距离行业平均两融渗透率3.14%仍有较大提升空间。

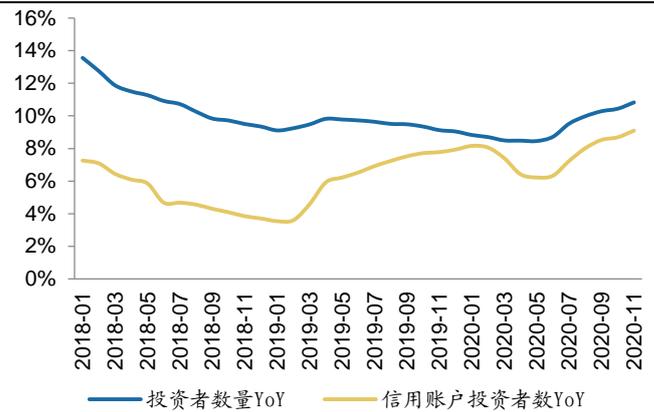
图18: 投资者总数及两融业务渗透率变化 (万人, %)



数据来源: 中国证券登记结算有限责任公司、Wind、广发证券发展研究中心

注: 根据公司公告, 行业两融渗透率=信用账户投资者数/投资者数量

图19: 投资者数量及信用账户投资者数增长率变化 (%)



数据来源: 中国证券登记结算有限责任公司、广发证券发展研究中心

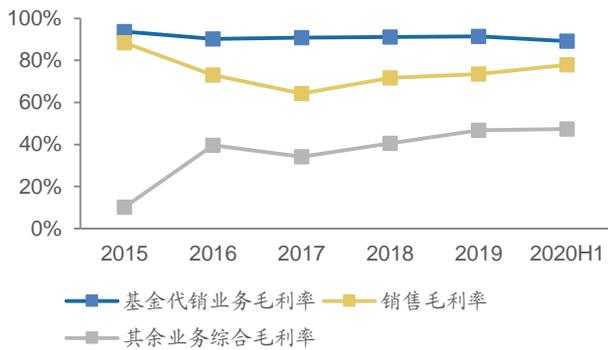
## 四、基金代销: “中产阶级时代”公司利润的增长引擎

公司旗下“天天基金”是当前国内访问量最大的垂直财经网站之一,其主要功能是为投资者提供基金资讯和基金销售。2019年中国人均GDP突破万元美金,标志着中国已进入“中产阶级时代”,居民财富积累促使财富管理需求大幅增加。东方财富作为第三方代销基金龙头,收获行业性增长的同时依靠自身高流量+垂直领域专业性的核心竞争力不断提升提升代销市场市占率,持续推动公司利润走向下一个高点。

### 增长弹性和盈利性兼备

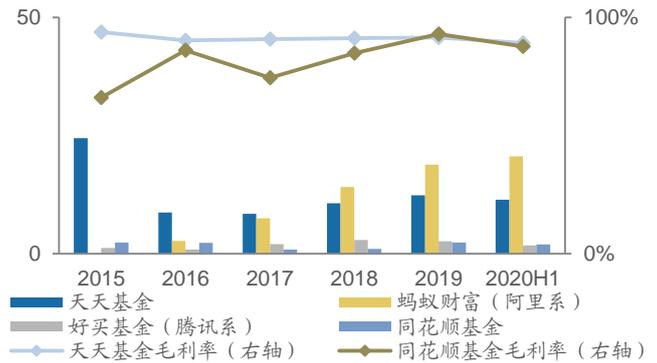
**轻资产运营毛利率高。**自2015年至2020年中,代销业务累积贡献收入69.6亿元,占营收比例为37.6%。公司基金代销业务毛利率仅小幅波动,2015-2019年平均毛利率达到92%,大幅高于公司总体毛利率74%。受益于轻资产运营,代销基金业务是公司毛利率水平最高的业务,拉动公司整体盈利能力增长。

图20: 基金代销毛利率和销售毛利率变化(亿元, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 第三方独立基金代销机构营业收入和毛利率变化(亿元, %)

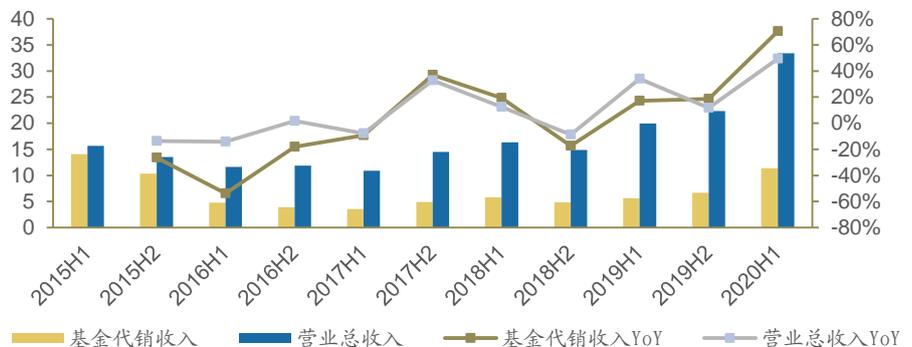


数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

注: 天天基金收入及毛利率采用东方财富金融电子商务业务收入及毛利率

代销业务收入呈现加速增长趋势。2018、2019、2020年上半年代销收入同比增速分别为64%、-3%、71%，近年来维持较高速增长，2020上半年代销业务在市场行情催化下呈现加速增长趋势，高于公司整体收入增长。代销收入占比相对稳定，2016年至2019年代销收入占总收入比重平均为33%，截止2020年年中，代销收入占比为34%。

图22: 基金代销收入及增速变化(亿元, %)

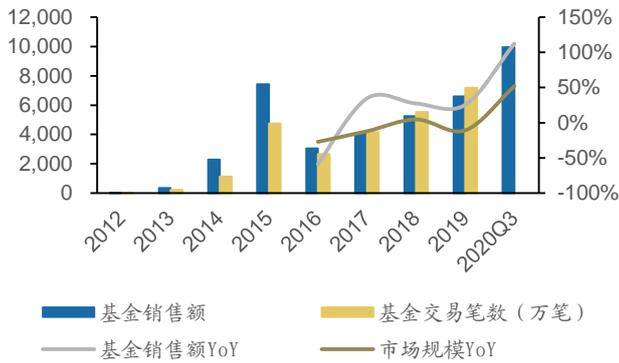


数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

### 基金销售额、业务结构向好，市占率、渗透率双提升

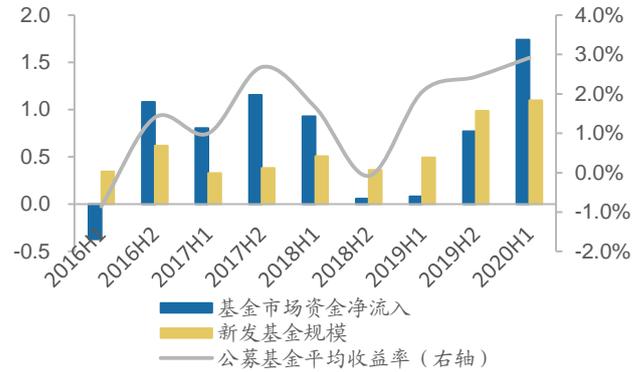
销售额增长。自2012年2月公司获取独立第三方基金销售牌照以来，公司基金销售额和交易笔数增长迅速，近五年CAGR分别为23%和45%。自2019年至2020年中公募基金平均收益率大幅增加，基金市场资金净流入由负转正，在公募基金收益率上升和资金净流入大幅增加的带动下，东财基金代销规模大幅增加，稳定在5000亿元以上。2020Q1-3累计基金销售额达到9950亿元，同比增长112%。自2017年开始，基金销售额同比增速持续超过市场规模增速，增速差值保持稳定，因此预计市占率会持续提升。

图23: 东方财富基金销售额、交易笔数及市场规模增速变化情况 (亿元, 万笔, %)



数据来源: Wind、深交所、上交所、广发证券发展研究中心  
注: 市场规模采用沪深两市基金总成交额口径

图24: 新发基金规模与公募基金平均收益率大幅增加 (万亿, %)

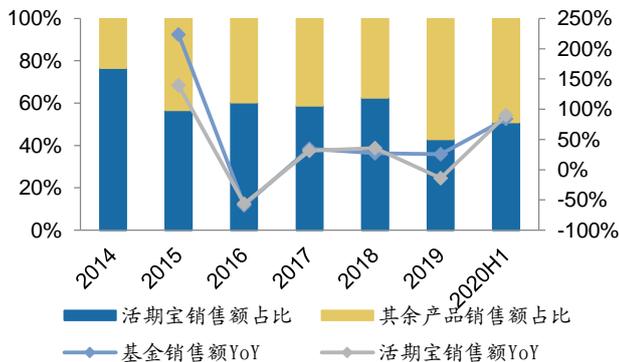


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心  
注: 基金市场资金净流入及公募基金平均收益率根据测算得到  
基金市场资金净流入=基金规模净增-公募基金净收益  
公募基金平均收益率=公募基金净收益/公募基金平均累计净值

### 基金销售结构向好, 有利于提升公司综合费率

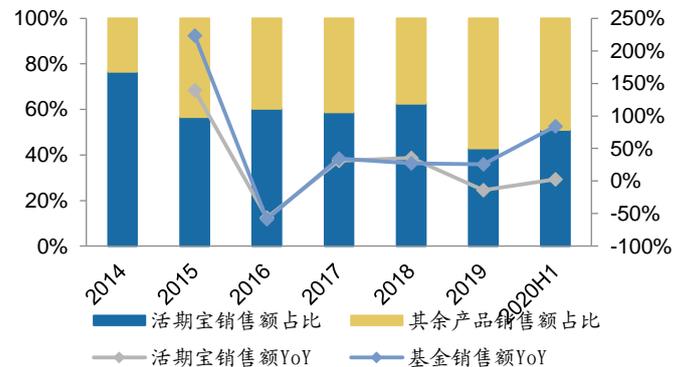
通常市场行情好时投资者购买偏股型基金的意愿大于购买货币型基金。受2019年股票市场高景气度影响, 公司旗下主要货币基金产品“活期宝”销售额同比增速放缓, 2019年“活期宝”同比增速为-14%, 占公司总基金销售额比例下降至43%。2020年上半年货基占比为51%, 其余产品销售额占比为49%。由于货基费率低于偏股型基金, 货基占比下降表明基金销售结构向好, 综合费率不断攀升。东财基金代销业务综合费率由2019年上半年的0.18%攀升至2020年第三季度的0.23%。同时, 天天基金销售产品单笔交易均价持续下降, 截至2020年6月末, 公司基金产品及货基产品“活期宝”单笔交易均价分别下降至7405元/笔, 4742元/笔。

图25: 活期宝销售额和交易笔数变化情况



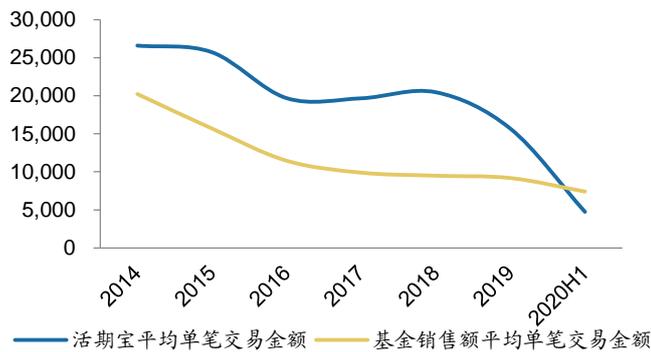
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 活期宝销售额占比下降 (%)



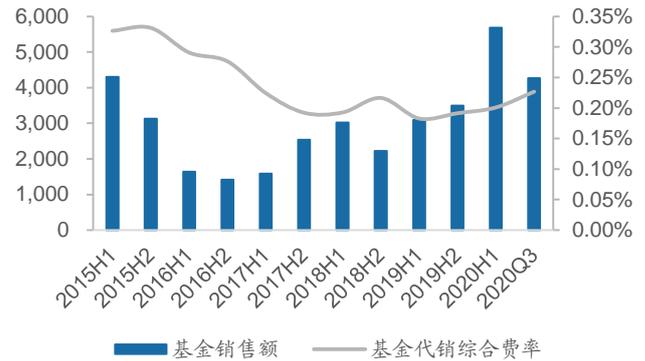
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 天天基金单笔交易均价下降(元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 天天基金代销业务综合费率上升(亿元, %)



数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

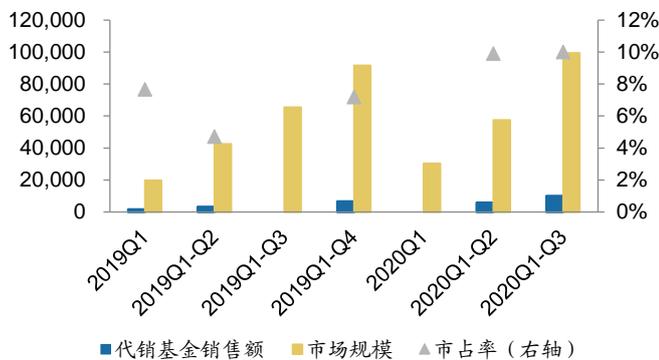
注: 代销业务综合费率=代销收入/代销规模计算

### 市占率渗透率双提升

(1) 市占率持续提升。受益于市场交易活跃, 2019年初至2020年三季度末天天基金销售额市占率总体呈上升趋势, 2020年前三季度市占率进一步提升达到10%。

(2) 网销渠道渗透率稳步增长。基金市场规模迅速扩大, 推动公司电子商务平台基金代销业务快速增长。2016至2020年三季度天天基金销售渠道占比持续提升, 2020年Q3占比达到5.6%。

图29: 基金代销业务渗透率持续提升(亿元, %)

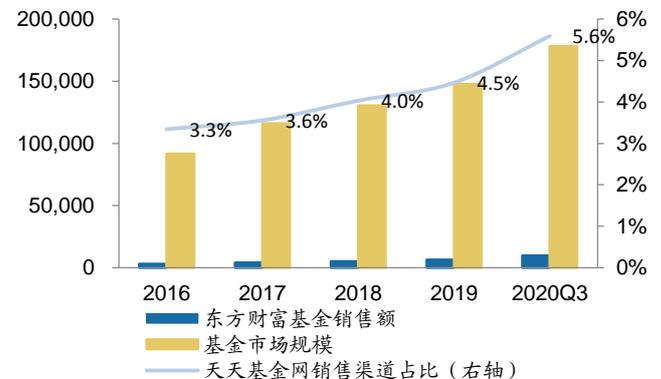


数据来源: Wind基金专题、广发证券发展研究中心

注: 市场规模采用沪深两市基金总成交金额口径

市占率=基金销售额/沪深两市基金总成交金额

图30: 天天基金销售渠道占比持续提升(亿元, %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 基金市场规模采用基金管理公司管理资产规模口径

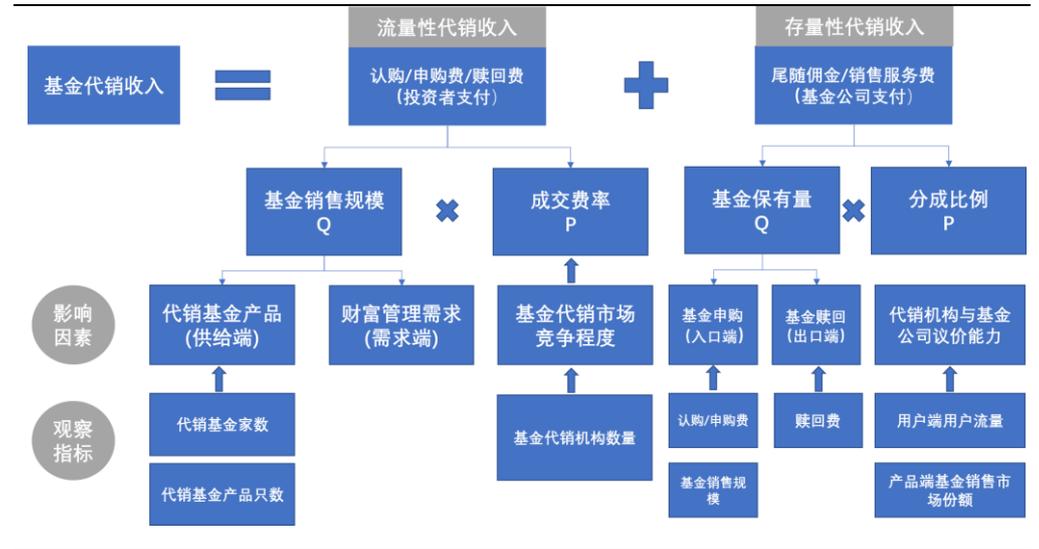
天天基金销售渠道占比=基金销售额/基金管理公司管理资产规模

### 代销业务盈利模式简单, 长期与短期收入并存

基金代销收入由认(申)购费、赎回费和尾随佣金、销售服务费(存量性收入)两大部分构成。(1) 认、申购及赎回费是在客户认购、申购或赎回积极份额时一次性收取, 与市场交易的活跃程度相关, 属于短期的流量性收入, 由投资者支付。流量性代销收入的大小取决于基金销售规模和成交费率。(2) 尾随佣金及销售服务费是基金公司为了提升对基金持有人的持续服务水平, 根据基金保有量水平定期支付给基金管理公司的费用, 其费用分成比例根据协议约定定期支付, 属于长期的

存量性的收入，由基金公司支付。存量性代销收入的大小取决于基金保有量和分成比例。

图31: 基金代销业务盈利模式拆解



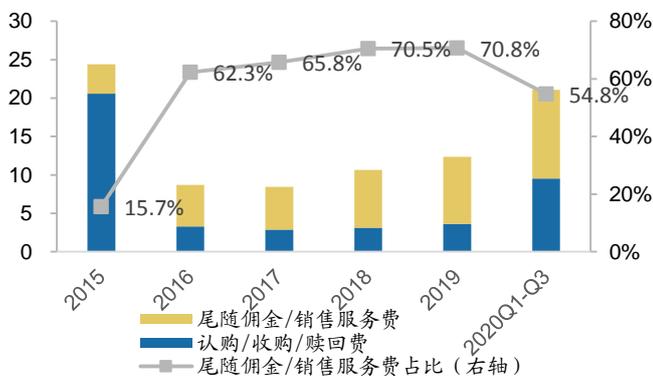
数据来源: 广发证券发展研究中心

流量性收入增长，尾佣占比减小

受益于证券场景气度，东财2020年前三季度认、收购和赎回费用（流量性收入）达到2019年全年水平的264%，2020年前三季度尾佣及销售服务费（存量性收入）达到2019年全年水平的132%。尾佣和销售服务费占基金代销总收入比重减小至55%。同时新发基金规模大幅增加，2019年下半年和2020年上半年分别达到0.99、1.10万亿元，同比增长173%、122%。同时截止2020年三季度末认、收购和赎回费同比增长267%，近年来首次超过基金销售额的同比增长幅度。

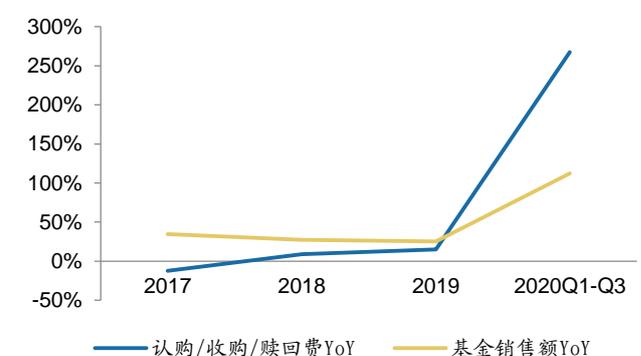
尾随佣金与代销基金的保有量相关，而认、收购、赎回费与证券场景气度相关。我们认为短期内流量性收入占比提高，是当下基金热销的结果，随着时间的沉淀，流量性收入将过渡到存量性收入，整体拉升公司代销业务收入规模及其稳定性。

图32: 2020年前三季度尾佣和销售服务费占比减小至55% (亿元, %)



数据来源: 公司年报、可转债发行公告、广发证券发展研究中心

图33: 2020年认、收购和赎回费同比增长大幅超过基金销售额同比 (%)



数据来源: 公司年报、可转债发行公告、广发证券发展研究中心

图34: 新发基金规模及增速变化 (万亿元, %)

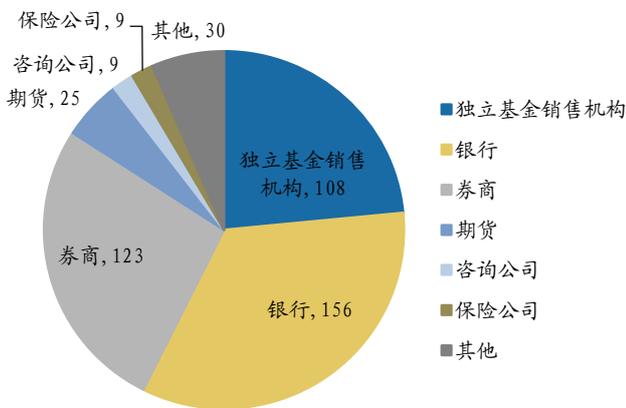


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

代销渠道以银、券及第三方为主, 市场已达充分竞争

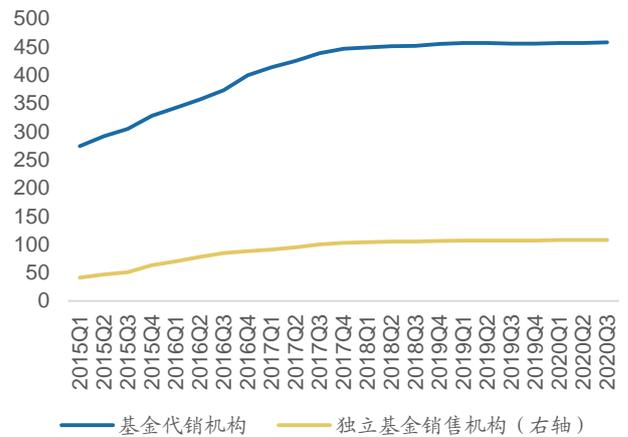
截止至2020年10月30日, 银行、券商、独立基金销售机构是主要的基金代销渠道, 占比分别为34%, 27%和23%。基金代销机构总数及第三方机构数近年来快速增长并达到稳定态势。

图35: 基金代销机构类型及数量占比 (家)



数据来源: Wind基金专题、广发证券发展研究中心, 截至2020年10月30日

图36: 基金代销机构数量趋于稳定, 市场充分竞争 (家)



数据来源: Wind基金专题、广发证券发展研究中心

较互联网巨头优势: 产品种类全+金融属性强

基金代销比拼的是流量+专业度。随着互联网代销平台的加入, 行业竞争加剧, 价格战加剧, 互联网代销平台普遍采用0申购费或1折收购费, 费用同质化明显。我们认为当前基金代销比拼的是流量+专业度。(1) 流量方面, 蚂蚁财富通过支付宝向蚂蚁财富导流。支付宝由于集消费投资一体化, 独立设备数大幅领先其他移动端应用, 截至2020年11月月独立设备数达到7.03亿台, 用户可通过支付宝购买基金或在蚂蚁财富移动端上购买。天天基金通过东财社区平台导流。天天基金作为最早一批取得证监会核准的第三方基金销售机构, 依托“东方财富网”积累的客户资

源，业务规模逐年增长。（2）专业度方面，产品种类丰富的基金代销产品可供投资者选择面更广，完善的产品功能设计可极大的提升投资者选择基金的便捷度。

图37: 支付宝向蚂蚁财富导流入口



数据来源: 移动端产品首页、广发证券研究发展中心

图38: 东方财富移动端向天天基金导流入口



数据来源: 移动端产品首页、广发证券研究发展中心

图39: 东方财富PC端首页向天天基金导流入口

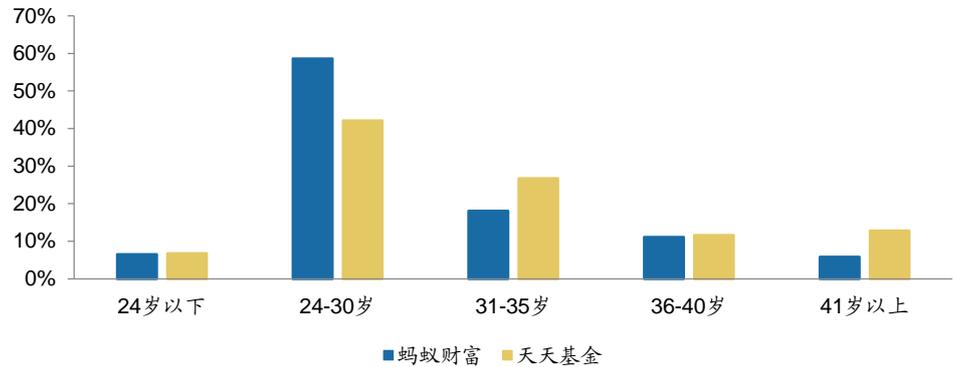


数据来源: 公司官网首页、广发证券研究发展中心

流量结构对比: 蚂蚁用户结构呈年轻化, 天天用户拥有更多财富

据易观千帆数据显示, 截止至2020年5月, 天天基金42%用户处于24-30岁之间, 27%用户处于31-35岁之间。我们猜测原因是天天基金部分用户是从东方财富网、股吧、天天基金网这些早期财经平台转化而来, 因此移动端31岁以上用户占比较多。相比之下蚂蚁财富移动端用户更偏向于年轻群体, 59%用户处于24-30岁之间。但从财富的拥有情况看, 天天基金的用户可能优于蚂蚁用户。

图40: 蚂蚁财富和天天基金移动端用户年龄结构对比 (%)



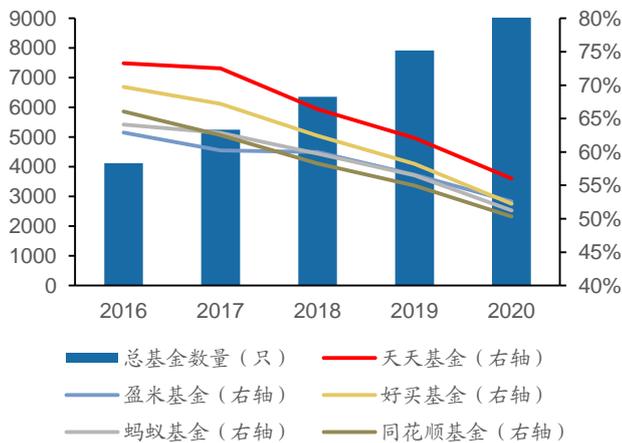
数据来源: 易观千帆、广发证券发展研究中心

注: 截止日期为 2020 年 5 月广发证券发展研究中心

**产品种类对比: 代销基金产品数量居行业第一, 产品丰富度具有绝对优势**

截至2020年末, 天天基金旗下代销5663只基金, 占市场总基金数量的56%, 代销基金公司141家, 产品数量为行业第一。相比较, 截至2020年末蚂蚁财富合作超过133家基金公司的5085只基金, 市占率66%, 位居行业第四。近五年在腾讯、阿里等互联网巨头旗下基金代销公司入场后, 天天基金在产品丰富度方面仍保持领先优势, 龙头地位稳固。

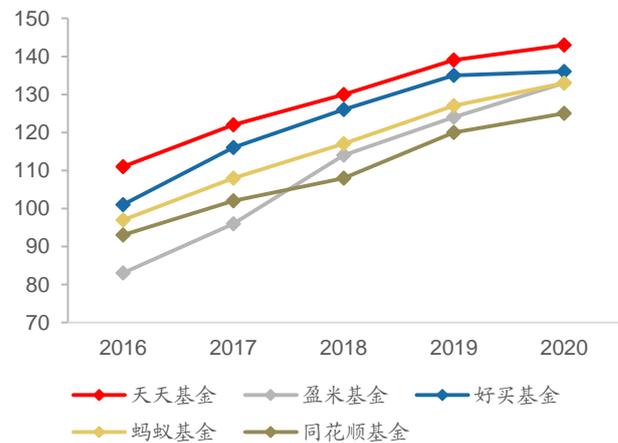
图41: 前五名第三方代销机构代销基金只数近五年市占率变化 (只, %)



数据来源: Wind基金专题、广发证券发展研究中心

注: 市占率=平台上线基金只数/总基金数量

图42: 前五名第三方代销机构代销基金家数近五年变化情况 (家)



数据来源: Wind基金专题、广发证券发展研究中心

**专业度**

我们认为天天基金是财经门户网站起家, 相较蚂蚁而言金融属性更强, 且在产品功能服务方面具有先发优势, 功能相对完善。相对而言互联网巨头例如蚂蚁财富技属性更强, 在对基金公司的赋能和运维方面相对优势明显。

**表2: 蚂蚁财富和天天基金盈利模式对比**

	蚂蚁财富	天天基金
上线时间	2015年8月	2013年7月
产品定位	一站式理财平台 “让投资更简单”	基金投资理财平台 向投资者提供权威、专业、及时、全面的理财服务
申购费率	0费或标准费率（1.5%）的1折	0费或标准费率（1.5%）的1折
赎回费率	基金公司规定平台不参与	基金公司规定平台不参与
盈利模式	1.基金代销佣金 2.为入驻基金公司提供：（1）运营服务、（2）用户资源、流量分发、（3）大数据及研发支持	1.基金代销佣金及管理费分成

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

产品功能方面，天天基金由于在基金投资领域深耕多年，具有一定的先发优势。产品核心功能方面相对完善，能够为投资者提供基金产品更多维度的对比和相对更全面的理财服务。且公司一直将加强产品及服务创新作为天天基金发展的长期战略方向，并将丰富产品线，提升用户体验，增强用户黏性等短期目标在年度营业计划中贯彻落实。

**表3: 蚂蚁财富和天天基金核心功能对比**

核心功能	蚂蚁财富	天天基金
基金排行	可按基金业绩、定投业绩、估值 <b>3个维度</b> 排行；有混合、股票、债券、指数等最多 <b>8种分类</b>	可按基金业绩、定投业绩、销量、访问量、近一个月定投销量、估值、评级等 <b>多个维度</b> 排行；有股票、混合、货币、QDII 等最多 <b>18种分类</b>
数据选基	近1周持仓10000元以上用户购买人数最多、近1周购买人数最多 <b>两个维度</b> 筛选	近1月购买人数最多、近1周购买人数最多、金牛奖基金、定投人气榜、近一周访问量TOP、连续五年正收益、高夏普比率基金等 <b>24个维度</b> 筛选
基金定投	普通定投+ <b>1种</b> 均线策略智能定投 <b>不能自动赎回</b>	普通定投+ <b>3种</b> 智能定投 <b>可以自动赎回</b>
基金组合	稳健、均衡、高收益 <b>3种</b>	稳健、高收益、牛人组合、活钱管理 <b>4种</b>
财经自媒体平台	财富号目前只对金融机构开放	财富号目前针对个人及机构开放
子账户（可按照投资策略&目的分开管理）		✓
社区	✓	✓
资讯	✓	✓

基金筛选器	✓
积分中心	✓
活动中心	✓

数据来源：公司移动端产品、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测

### （一）经纪业务增长空间测算

#### 重要假设：

**1.沪深两市交易额：**截至2020年末沪深两市交易额增速为62.35%，假设2021、2022年同比增速为15%、10%，之后增速边际递减到2%并至2030年保持不变，则2021年和2022年沪深两市交易额分别为474、521万亿元，2025、2030年沪深两市交易额分别为570、629万亿元。

**2.佣金率：**东财2017年佣金率为0.019%此后不再披露，假设2018、2019年佣金率为0.019%、0.018%，考虑到行业整体佣金率处于下行趋势，假设之后佣金率至2030年下降到经纪业务的成本底部（0.0108%=证券管理费0.002%+证券交易经手费0.0048%+过户费0.002%+证券投资者保护基金约0.002%）。

**3.市占率：**假设2020年市占率为4.2%，考虑到东财流量优势仍显著，获客成本持续下降，且经纪业务市占率仍有持续提升的趋势，假设至2030年每年增加0.4pct。

测算得2020至2022年经纪业务收入分别为27、34、40亿元。同时我们认为东财的经纪业务市占率增长潜力大，长期来看增长空间大，2025年和2030年经纪业务收入分别测算得48、54亿元，是2019年的3.0、3.4倍。

### （二）两融业务增长空间测算

#### 重要假设：

**1.两融市场规模：**截至2020年末两市两融余额同比增长69%，假设两融市场规模增速与沪深两市交易额增速一致，2020至2022年两融市场规模为1.72、1.98、2.17万亿元，2025、2030年两融市场规模分别为2.37、2.62万亿元。

**2.东财两融业务市占率：**截至2020年三季度东财两融市占率为2.02%，假设2020年全年市占率为2.10%，考虑到东财两融业务渗透率低增长空间大，之后至2030年两融市占率每年提升0.2pct。

**3.综合息差：**2018年之前东财综合息差处于上升趋势，2018年达到6.55%，2019年东财综合息差略微下降至6.41%，假设之后至2030年综合息差保持在6.40%。

东财2020至2022年两融业务收入分别测算得到17、26、32亿元。同时我们认为东财受制于资本金不足且两融渗透率低，长期来看两融业务增长空间大，2025、2030年两融业务收入分别测算得到45、66亿元，较2019年翻5.8、8.6倍。

### （三）基金代销业务增长空间测算

重要假设：

- 1.基金销售额占沪深两市股基交易总额比重：**假设2020年占比为3.2%，假设比重之后保持不变。
- 2.基金代销市占率：**东财2019年基金代销市占率为7.19%，截止2020年三季度市占率提升到10%，我们假设2020年全年市占率为11%，由于东财的仍然具有流量优势，且较互联网巨头具有产品种类全+金融属性强的比较优势，我们预计之后市占率会进一步提升，假设至2030年提升至16%。
- 3.基金代销综合费率：**2019年东财基金代销综合费率为0.19%，观察到东财代销的非货基占比有逐渐提升的趋势，2020年三季度综合费率提升至0.23%，假设2020年全年综合费率为0.23%且此后保持不变。

东财2020至2022年基金代销收入测算得到28、42、51亿元。同时我们认为东财基金代销业务市占率将进一步提升，增长空间大，2025年、2030年基金代销收入测算得到59、73亿元，是2019年的4.8、5.9倍。

东财2020至2022年归母净利润测算得到45、61、73亿元。同时2025、2030归母净利润测算得到103、256亿元，是2019年的5.6、14.0倍。

## 六、投资建议

### （一）业绩高增速与逆周期性兼备，流量优势仍显著

受益于市场交易活跃，东财基本面持续向好，归母净利润2016年至2020Q3呈直线攀升的趋势，2020年前三季度同比增速达到144%，且ROE、ROA超过行业平均，毛利率、净利率均远超同行。东财收入增速较大盘涨跌幅呈现逆周期特点，2020年Q1市场低迷时收入环比增速逆势上升49%。东财流量入口已居行业前列多年，流量优势仍显著：（1）PC端绝对优势显著。据艾瑞咨询数据显示，东财2019年11月至2020年10月PC端月度覆盖人数达到6253万人，在财经资讯类网站中仅次于新浪；（2）移动端相对优势确立。据易观千帆数据显示，移动端2020年10月末全网渗透率达到1.29%，财经类排名第二，仅次于同花顺；2020年6-11月APP平均月活1458万人证券服务类排名第二仅次于同花顺。

### （二）经纪业务市占率持续提升，获客成本持续下降

2020至2022年经纪业务收入分别测算得到27、34、40亿元。东财互联网证券优势持续扩大，市占率持续提升，2020年上半年市占率测算达到3.6%，未来趋势向好。东财具备互联网营销的渠道优势，经纪业务获客成本不断降低，据测算获客成本自2016年的246元/人降低至2020H1的83元/人且有持续降低趋势。

### （三）两融业务市占率有较大增长空间，158亿可转债助力息差提升

东财2020至2022年两融业务收入分别测算得到17、26、32亿元。受制于资本金不足，东财资本金大幅低于经纪业务排名相近券商（2020年H1资本金相当于排名相近券商平均水平的50%）。2020年12月两融客户渗透率仅为1.68%，远低于行业平均水平的3.14%，增长空间大。东财2020年12月发布公告称将发行158亿元可转债补充东财

证券流动资金，资金到位后两融业务料将进一步提升。

#### （四）基金代销业务结构向好利于提升综合费率，市占率持续提升

东财2020至2022年基金代销收入测算得到28、42、51亿元。基金代销业务在市场行情催化下呈现加速增长趋势，2020年H1市场景气度提升推动代销收入增速达到71%，在持续贡献盈利的同时，拉动公司整体盈利能力增长。2019-2020年H1在公募基金收益率和资金持续流入的推动下，基金销售额稳定在5000亿元以上。基金销售业务结构向好，非货基占比提升推动综合费率持续改善，2020年Q3综合费率提升至0.23%，较2019年H1提升0.05pct。2020年前三季度市占率达到10%，较2019年提升2.8pct。

（五）东方财富是证券行业内成长性最好的标的。经纪业务及两融业务市占率持续提升且仍有较大提升空间，基金代销业务充分享受财富管理大发展的时代红利。公司是近年来证券行业内成长性最佳的标的，预计2020-2022年归母净利润45.12、60.64、73.48亿元。考虑到市场活跃及公司兼具成长与稳定属性，以及历史估值区间60-85倍PE，给予公司2021年65xPE，对应合理价值45.76元/股，维持增持评级。

表4：券商行业比较（亿元）

单位：亿元人民币		总市值	总资产	净资产	收入	净利润	ROE（2021E）	PE（2021E）	PB（2021E）
300059.SZ	东方财富	3104.17	901.17	318.05	59.46	33.98	15.35%	53.66	8.23
601688.SH	华泰证券	1590.91	6921.31	1303.54	243.36	89.42	11.10%	11.27	1.25
600999.SH	招商证券	1994.58	4791.24	1067.82	179.03	72.82	11.00%	18.11	3.01
600030.SH	中信证券	3601.02	10441.36	1837.87	419.95	131.13	10.60%	19.21	1.98
601211.SH	国泰君安	1452.85	6933.02	1441.94	257.37	94.70	9.20%	11.20	1.01
600837.SH	海通证券	1453.91	7295.81	1691.59	282.54	92.53	9.00%	6.79	0.51

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：经营数据截止2020三季度末，市值为总市值、市场价格相关数据更新至2021年18日，盈利预测来源为广发证券

## 七、风险提示

- （一）资本市场大幅萎靡导致市场成交量大幅下滑；
- （二）信用风险大面积暴露导致信用业务风险提升；
- （三）资本市场监管政策发生重大调整、行业监管环境发生重大变化等。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>资产总额</b>	39811	61831	95604	110446	129628	<b>营业总收入</b>	3123	4232	7710	10710	12863
货币资金	11334	25011	30013	34515	39692	手续费及佣金净收入	1196	1940	3115	4048	4900
结算备付金	2776	3368	7746	8908	10245	经纪佣金	1012	1601	2699	3428	3972
交易性金融资产	5563	5006	6508	6508	8460	资管收入	14	7	10	10	10
长期股权投资	445	466	513	564	620	投资收益(含公允价值变动)	260	264	310	320	320
固定资产	1716	1558	1558	1558	1558	利息净收入	618	814	1570	2197	2617
无形资产	77	180	180	180	180	<b>营业收入</b>	1296	1481	3024	4466	5346
商誉	2927	2954	2954	2954	2954	营业支出	2272	2379	2939	4184	4875
其他资产	14973	23288	46132	55259	65919	管理费用	1192	1289	1311	1821	2187
<b>负债总额</b>	24116	40619	61140	70931	84970	其他支出	1080	1090	1628	2363	2688
代理买卖证券款	14293	29627	44632	49652	59479	营业利润	1131	2142	5101	6867	8328
其他负债	9823	10992	16508	21279	25491	<b>利润总额</b>	1121	2128	5134	6899	8361
<b>权益总额</b>	15695	21212	34464	39515	44659	所得税	163	296	622	835	1012
归属于母公司所有者权益	15695	21212	34464	39515	44659	<b>净利润</b>	958	1831	4512	6064	7348
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>归母净利润</b>	958	1831	4380	5234	6325
						少数股东损益	0	0	0	0	0
						<b>综合收益</b>	963	1844	4512	6064	7348
						归属母公司股东综合收益	964	1844	4380	5234	6325
						少数股东综合收益	0	0	0	0	0
<b>主要财务比率</b>											
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
<b>成长能力</b>											
营业收入增长	22.6%	35.5%	82.2%	38.9%	20.1%						
归属母公司净利润增长	50.4%	91.1%	146.4%	34.4%	21.2%						
<b>获利能力</b>											
净利率	30.7%	43.3%	58.5%	56.6%	57.1%						
ROA	2.41%	2.96%	4.72%	5.49%	5.67%						
ROE	6.10%	8.63%	13.09%	15.35%	16.45%						
<b>资产与杠杆</b>											
总资产 YoY	-4.9%	55.3%	54.6%	15.5%	17.4%						
杠杆(A/E)	2.54	2.91	2.77	2.80	2.90						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益	0.19	0.27	0.52	0.70	0.85						
每股净资产	3.04	3.16	4.00	4.59	5.19						
<b>估值比率</b>											
P/E	203.81	138.57	72.12	53.66	44.28						
P/B	4.37	11.96	9.44	8.23	7.29						

## 广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。