

强烈推荐-A (维持)

东方财富 300059.SZ

目标估值: 22.19 元

当前股价: 18.4 元

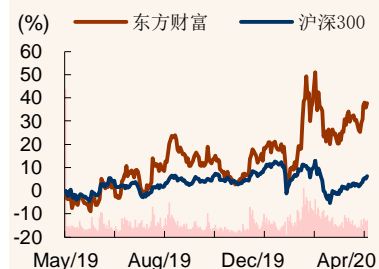
2020 年 05 月 09 日

基础数据

上证综指	2895
总股本(万股)	671561
已上市流通股(万股)	544608
总市值(亿元)	1236
流通市值(亿元)	1002
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	69.5%
主要股东	其实
主要股东持股比例	21.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	22	47
相对表现	5	22	39



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《东方财富(300059)——业绩连续高增长, 市占率持续提升》2020-04-19

2、《东方财富(300059)——梦回牛市, 业绩超越 2015》2020-04-10

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

从嘉信理财看东方财富长期空间

本文作为东方财富系列研究之一, 重点分析了嘉信理财发展历程和盈利模式。从中长期视角看, 东方财富有望复制嘉信理财成长路径, 市值提升空间广阔。

- 嘉信理财以折扣经纪券商起家, 顺应时代历经三次转型, 如今已发展至全球最大的财富管理公司之一: 1) 精准把握时代机遇, 几轮业务变革造就业绩高成长性。2010 年至 2019 年, 净利润年复合增长率 30%, ROE 稳定在 10% 以上。2) 规模体量快速追赶大型传统投资银行, 从 2006 年底净利润/市值是高盛 13%/29%, 提升至 2019 年底的 44%/70%。3) 20 年来公司股价复合增长率 20%, 当之无愧优质高成长股。
- 大规模、高黏性客户是嘉信理财盈利的核心驱动, 低佣经纪业务导流, 资管、利息两重变现: 1) 低佣金策略机制演绎, 成就海量流量入口, 目前公司已摆脱佣金依赖, 零佣金对收入影响极低。2) 息差业务是客户资产第一重变现, 极低的客户资金存款是嘉信理财维持低资金成本、稳定息差的关键。3) 资管业务加强了客户及资产的黏性, 稳定的费率熨平市场波动对公司业绩的影响, 是第二重高阶变现。
- 对标嘉信理财, 东方财富已然走到了互联网券商至综合财富管理平台的转型阶段: 1) 与嘉信理财的差距主要来自于, 因政策限制, 在息差和资管业务模式多样性上面临差距; 2) 当前东方财富正处于业绩穿越牛熊的高增长期, 证券经纪及两融业务依托互联网平台的导流市占率提升与资金成本下行共振; 3) 中长期看, 天然的互联网客群高价值将是公司重要的护城河。4) 从互联网财富管理/传统投行市值角度看, 东方财富长期市值提升空间在 60% 之上。
- 投资建议: 维持强烈推荐-A 评级。公司市占率持续提升, 成本不断优化, 看好在当前市场环境下公司业绩持续爆发。维持盈利预测, 公司 20/21/22 年净利润分别为 29 亿/39 亿/50 亿, 同比+61%/+31%/+29%。我们给予公司 50 倍 20 年 PE 估值, 中短期目标价 22.19 元, 空间+20%。
- 风险提示: 市占率提升不及预期, 二级市场大幅波动、交易清淡, 基金销售竞争激烈。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3123	4232	6297	8288	10854
同比增长	23%	35%	49%	32%	31%
营业利润(百万元)	1131	2142	3498	4575	5910
同比增长	66%	89%	63%	31%	29%
净利润(百万元)	958	1831	2946	3852	4976
同比增长	51%	91%	61%	31%	29%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.44	0.57	0.74
PE	99.2	67.5	42.0	32.1	24.8
PB	6.06	5.83	5.15	4.47	3.81

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 嘉信理财发展历程.....	5
1、折扣经纪商起家，经历三次重大业务转型.....	5
2、全球最大财富管理公司之一，比肩传统投资银行.....	6
二、嘉信理财独特的优势.....	9
1、商业模式：稳定可持续的客户及客户资产经营.....	9
2、经纪业务：低佣金策略极致演绎，成就核心流量入口.....	11
3、息差业务：客户资产的第一重“变现”.....	12
4、资管业务：客户资产的第二重高阶“变现”.....	14
三、东方财富的未来.....	16
1、发展阶段：从互联网券商走向综合财富管理平台.....	16
2、当前优势：市占率提升与成本下行共振.....	18
3、估值：进一步提升空间广阔.....	20

图表目录

图 1：嘉信理财 3 次战略转型.....	5
图 2：嘉信理财主要发展阶段以及净利润变化.....	6
图 3：嘉信理财营收及增速.....	6
图 4：嘉信理财 ROE 水平.....	6
图 5：嘉信营业收入占高盛、摩根士丹利的比例趋势变化.....	7
图 6：嘉信净利润占高盛、摩根士丹利的比例趋势变化.....	7
图 7：嘉信理财、高盛、摩根 ROE.....	7
图 8：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 市值变化.....	8
图 9：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 PB 估值.....	8
图 10：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 PE 估值.....	8
图 11：嘉信理财股价变化.....	9
图 12：嘉信理财客户资产规模.....	10
图 13：嘉信理财活跃经纪账户数.....	10
图 14：嘉信理财各业务收入（百万美元）.....	10
图 15：嘉信理财收入结构.....	10
图 16：美国主流互联网券商 ROE 水平.....	11

图 17: 嘉信理财资管+利息收入占营收比重	11
图 18: 嘉信理财平均每笔佣金	11
图 19: 嘉信理财客户日均交易笔数 VS 美股市场成交量	11
图 20: 嘉信理财每年新增经纪账户数量	12
图 21: 美国主流互联网券商佣金收入占营收比重	12
图 22: 息差业务总规模	12
图 23: 息差业务平均利差	12
图 24: 嘉信理财银行账户及经纪账户转化率	13
图 25: 嘉信理财户均资产规模	13
图 26: 息差业务资金来源	13
图 27: 息差业务资金来源结构	13
图 28: 息差业务资金成本	13
图 29: 息差业务资金投向	14
图 30: 息差业务资金投向结构	14
图 31: 息差业务各资金投向利率	14
图 32: 嘉信理财资管业务收入组成 (百万美元)	15
图 33: 嘉信理财资管业务收入结构	15
图 34: 嘉信理财资管业务客户资产组成 (万美元)	15
图 35: 嘉信理财资管业务客户资产结构	15
图 36: 基金销售客户资产分布	16
图 37: 基金销售费率	16
图 38: 咨询服务资产规模	16
图 39: 咨询服务平均费率	16
图 40: 主要证券 APP 活跃用户规模	17
图 41: 主要证券 APP 总有效时间占比	17
图 42: 东方财富股基交易额市占率	18
图 43: 上市券商佣金率估算	18
图 44: 上市券商股基成交额市占率	19
图 45: 东方财富两融规模及市占率	19
图 46: 东方财富归母净利率与毛利率	19
图 47: 东方财富三大费率	19

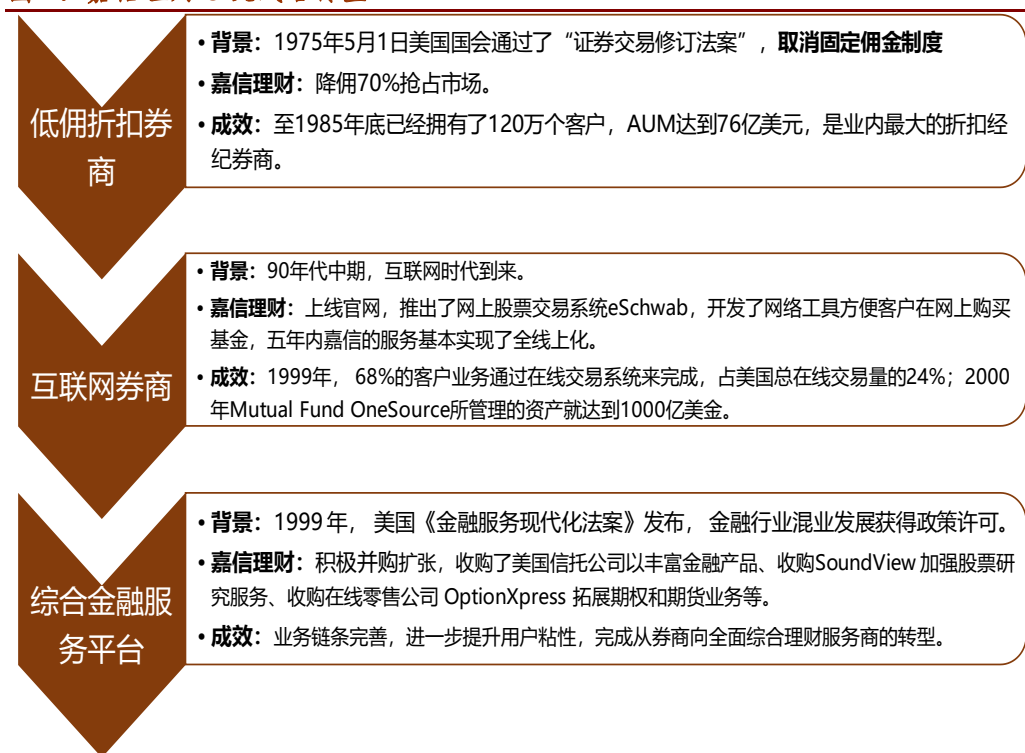
图 48: 东方财富 VS 证券行业两融利差	19
图 49: 东方财富利息费用.....	19
图 50: 2015-2019 年互联网渠道代销基金净值.....	20
图 51: 市场、东财非货币基金代销增速.....	20
图 52: 2018 年东方财富 VS 头部券商交易换手率.....	20
图 53: 2015 年东方财富以来客户交易换手率.....	20
图 54: 东财/中信市值比例趋势图.....	21
图 55: 东方财富历史 PE Band.....	22
图 56: 东方财富历史 PB Band.....	22
表 1: 嘉信理财和东方财富的业务布局.....	17
表 2: 损益表.....	23
表 3: 资产负债表.....	24

一、嘉信理财发展历程

1、折扣经纪商起家，经历三次重大业务转型

嘉信理财以折扣经纪券商起家，顺应时代历经三次转型，如今已发展至全球最大的财富管理公司之一。嘉信理财成立于 1971 年，期初从事传统证券经纪业务，通过低佣经纪业务作为流量入口吸引海量客户。90 年代借力互联网发展契机发展互联网平台，抢占经纪业务市场份额。21 世纪初抓住混业发展机遇积极扩张，通过一系列并购拓展金融业务链条，实现财富管理转型。目前嘉信理财已成为提供零售经纪、银行、财富管理等综合服务的全球财富管理巨头。

图 1：嘉信理财 3 次战略转型

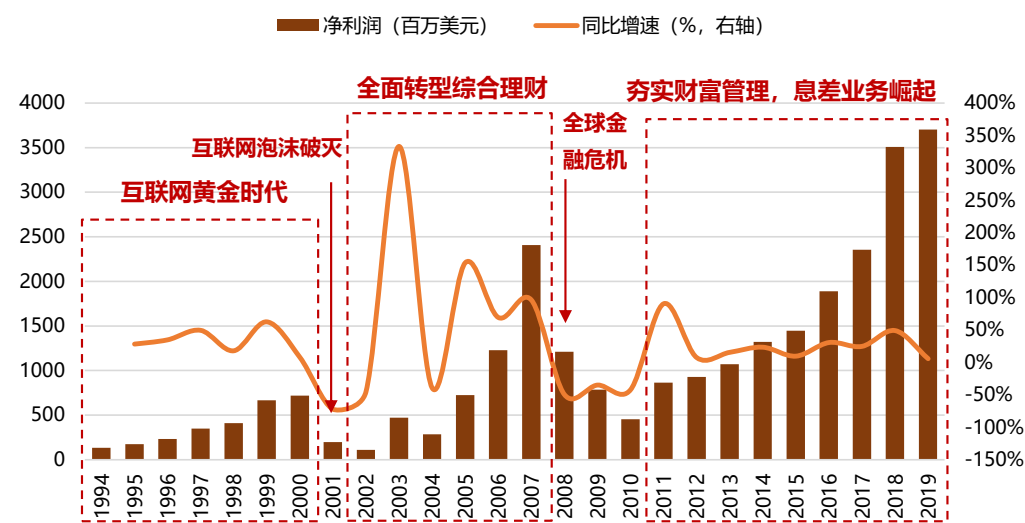


资料来源：招商证券

精准把握时代机遇，几轮业务变革造就业绩高成长性。1) 2000 年以前，互联网券商的成功转型使得依赖佣金收入的嘉信理财盈利实现快速增长。1994 至 2000 年，嘉信理财净利润增长 432%，ROE 均值达 27.5%。2) 随后美国互联网经纪泡沫破灭，金融混业时代来临，嘉信理财将发展重心转向了综合理财。这一阶段伴随频繁的并购布局，嘉信理财的资管产品及服务体系逐步清晰，业绩再次迎来爆发增长，2001 年至 2007 年，嘉信理财净利润翻 12 倍，年复合增长率 51%。2007 年因出售美国信托基金 ROE 达到顶峰 55%。3) 2008 年金融危机席卷全球后，被动投资兴起，嘉信理财顺势发展 ETF 产品，与此同时通过降低费率、发展智能投顾等手段加强客户粘性，夯实在财富管理领域的优势。经纪业务及财富管理为嘉信理财积累了庞大的客户资源以及极低成本的客户存款，息差业务成为嘉信新的盈利支柱。2019 年嘉信理财实现营业收入 107 亿美元，同比+5.8%，净利润 37 亿美元，同比+5.6%，2010 年至 2019 年，净利润年复合增长率 30%，ROE 稳定

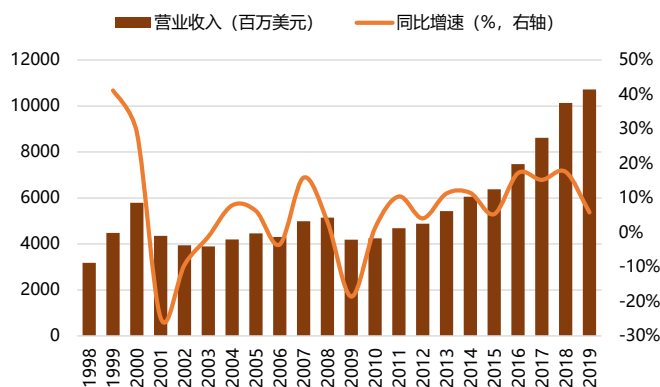
在 10%以上。

图 2：嘉信理财主要发展阶段以及净利润变化



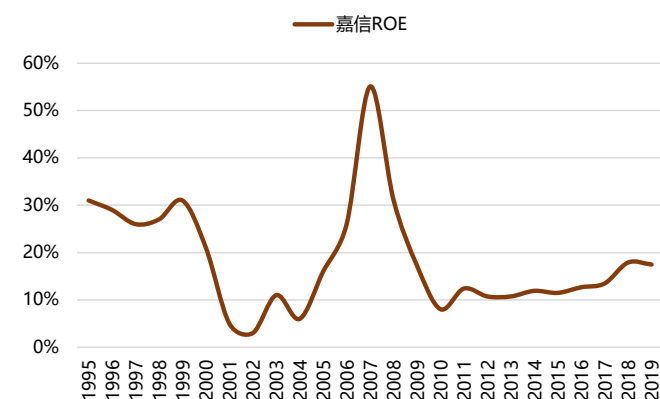
资料来源：wind，招商证券

图 3：嘉信理财营收及增速



资料来源：wind，招商证券

图 4：嘉信理财 ROE 水平

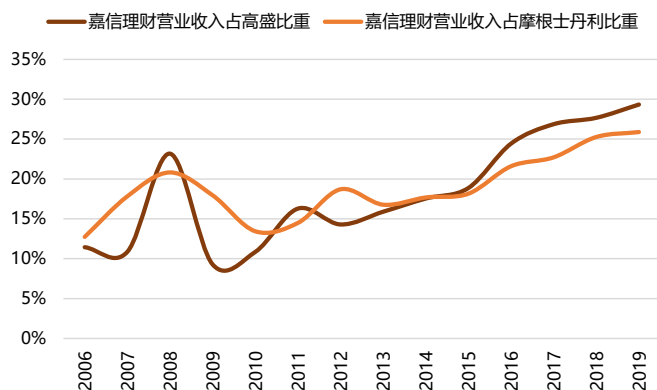


资料来源：wind，招商证券

2、全球最大财富管理公司之一，比肩传统投资银行

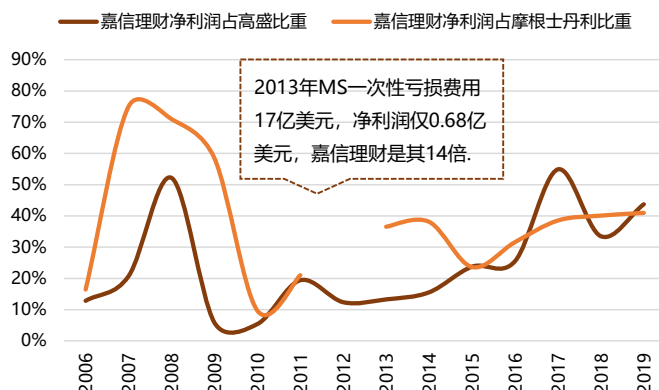
2000 年以来，嘉信理财规模体量快速追赶大型传统投资银行。2006 年至 2019 年，嘉信理财营业收入、净利润年复合增速分别为 7.26%、8.87%。同期，高盛的摩根士丹利的净利润年复合增速分别为-0.91%和 1.48。2006 年，嘉信理财的营业收入、净利润占当时高盛的营业收入和净利润的比例分别为 11%和 13%，占摩根史丹利的营业收入和净利润的比例分别为 13%和 15%。2019 年嘉信理财的营业收入、净利润占高盛的营业收入和净利润的比例提升至 29%和 44%，占摩根史丹利的营业收入和净利润的比例提升至 26%和 41%。

图 5: 嘉信营业收入占高盛、摩根史丹利的比例趋势变化



资料来源: wind, 招商证券

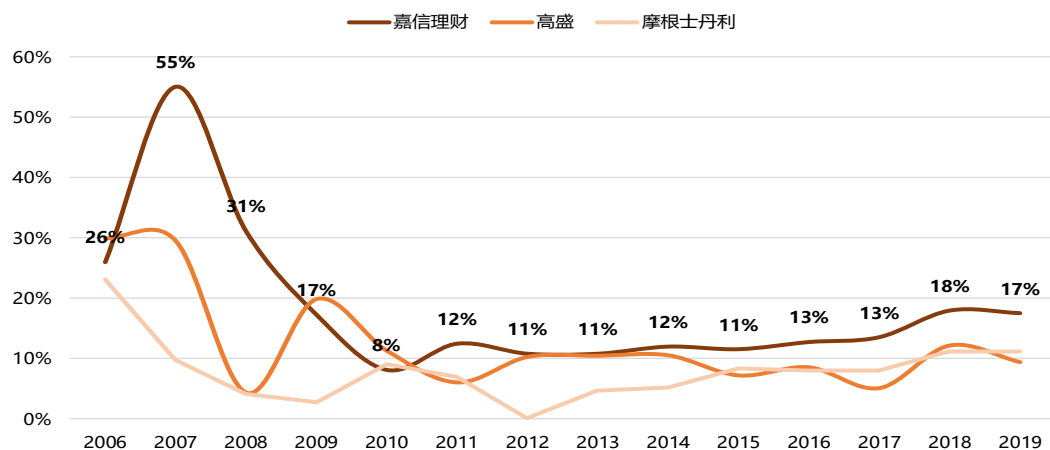
图 6: 嘉信净利润占高盛、摩根史丹利的比例趋势变化



资料来源: wind, 招商证券

嘉信理财独特的商业模式造就更加稳定的盈利水平。对比传统投行高盛、摩根士丹利, 嘉信理财的 roe 水平受市场影响更小, 熊市中韧性突出, 慢牛市场表现更佳。2008 年全球金融危机背景下, 高盛实现 ROE 4.3%, 同比下滑 85%、摩根士丹利实现 ROE 4.2%, 同比下滑 57%, 相较之下嘉信理财仍实现较高水平的 ROE, 达 31%, 较 2017 年高基数同比下滑 44%, 展现突出的业绩韧性。2011 年至 2017 年美股缓慢增长的市场背景下, 嘉信理财 roe 稳定在 11%-13%, 高盛/摩根史丹利 roe 则分别在 5%-11%/0%-8% 范围内波动。2018、2019 年嘉信理财 ROE 水平再创新高, 与传统投行拉开差距。

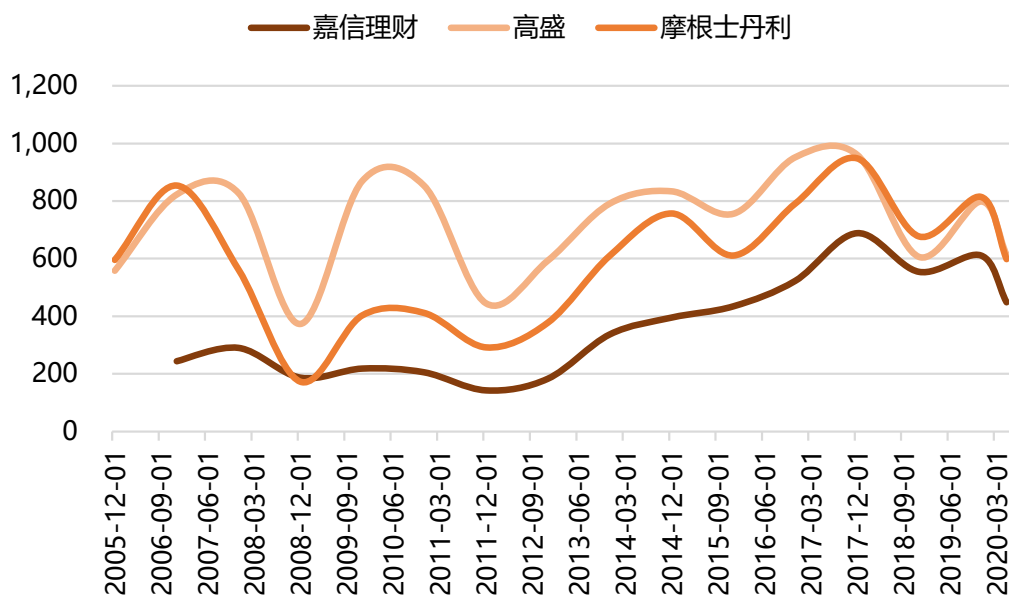
图 7: 嘉信理财、高盛、摩根 ROE



资料来源: wind, 招商证券

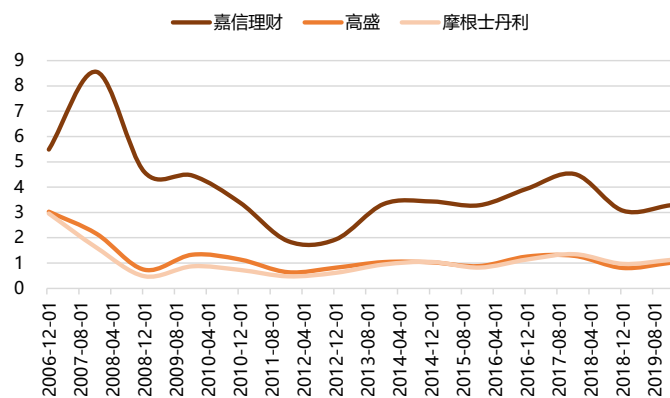
更高的成长性和更强的业绩稳定性使得公司估值水平显著领先传统投资银行。2018 年公司市值一度超过 800 亿, 2019 年末市值 611 亿, 2020 年以来因全球股市震荡下跌, 市值下滑至 500 亿左右。目前嘉信理财的市值是传统投行高盛/摩根市值的 73%/75%。按美股 SCI 行业分类, 嘉信理财约占“证券及相关服务”板块总市值的 6.7%。得益于嘉信理财持续高盈利能力以及科技属性, 嘉信理财相较传统投行拥有更高的估值溢价。2006-2019 年, 嘉信理财 PB 估值平均为 3.94 倍, 高盛/摩根史丹利 PB 估值均值为 1.22/1.08; 嘉信理财 PE 估值平均为 26.1 倍, 高盛/摩根史丹利 PE 估值均值为 11.2/10.8。

图 8：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 市值变化



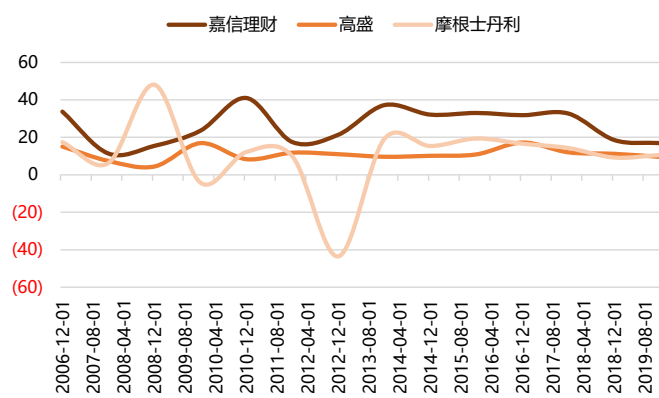
资料来源：wind，招商证券

图 9：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 PB 估值



资料来源：wind，招商证券

图 10：嘉信理财、高盛、摩根士丹利 PE 估值



资料来源：wind，招商证券

嘉信理财的市值和股价的上涨过程与公司整体发展转型节奏基本一致。1990 年底嘉信理财股价仅为 0.18 美元（前复权后），至 2019 年底 47.38 美元，年复合增长率 19.7%。期间公司股价变化也是经历三轮起落：（1）互联网泡沫催化与泡沫破裂；（2）转型综合理财，随后遭遇金融危机；（3）夯实财富管理至今。

图 11：嘉信理财股价变化



资料来源：wind，招商证券

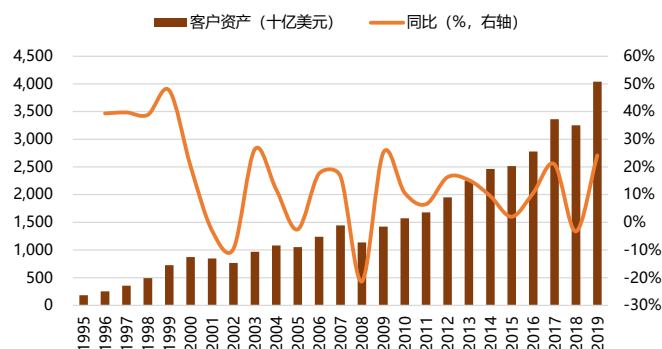
二、嘉信理财独特的优势

1、商业模式：稳定可持续的客户及客户资产经营

嘉信理财的收入来源多元，主要包括佣金收入、资产管理收入以及利息净收入，分别对应经纪、资管、息差三大业务板块。嘉信理财通过低佣金经纪业务吸引海量客户资源，低资管费率及全面的资管服务进一步加强客户粘性、提升客户资产规模，在赚取一定资管收入的同时，高粘性客户为嘉信理财带来了极低成本的客户资金存款，息差业务得以发展。三大业务板块相辅相成、协同发展，构成嘉信理财独特的盈利生态圈。

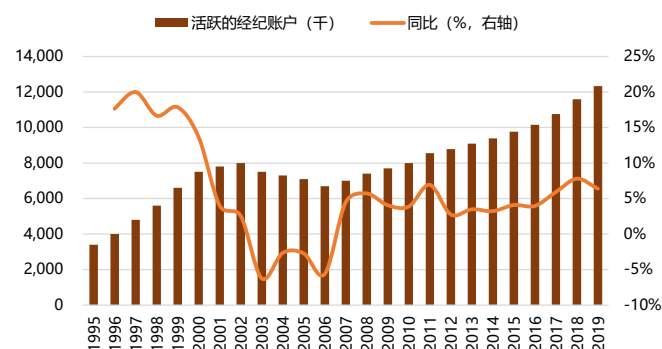
积累大规模高粘性客户数量及资产是嘉信理财盈利的核心驱动。截至 2019 年底，嘉信理财客户资产规模达 4.04 万亿美元，活跃经纪账户数 1233 万个。嘉信理财估算，美国的可投资财富（包括银行存款、零售财富、经纪业务等）目前超过 45 万亿美元。2019 年 11 月嘉信理财宣布收购重要竞争对手亚美利，适时亚美利拥有 1.3 万亿美元客户资产及 1200 万个经纪账户，收购完成后（预计 2020 年下半年完成），嘉信理财客户资产规模将突破 5 万亿，合计客户资产规模将占全市场的 11% 左右，未来仍有巨大的增长机会。

图 12: 嘉信理财客户资产规模



资料来源: wind, 招商证券

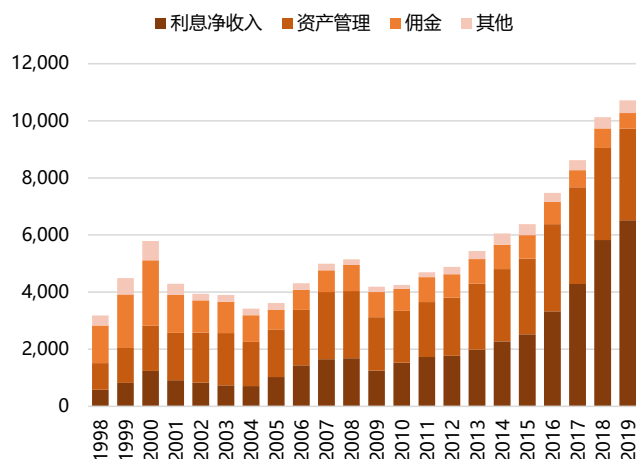
图 13: 嘉信理财活跃经纪账户数



资料来源: wind, 招商证券

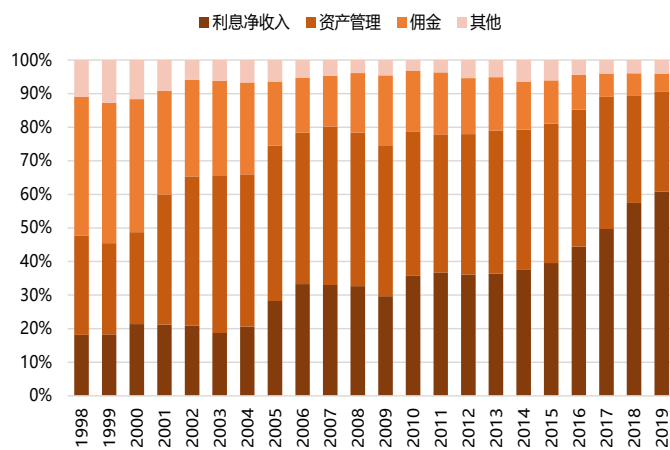
从收入结构来看，嘉信理财佣金收入占比持续走低，利息净收入及资产管理收入贡献主要业绩。1998年嘉信理财佣金收入13.18亿美元，占营收的41.5%，此后佣金收入占比持续走低，2005年首次低于20%，2017年起低于10%，截至2019年底，佣金收入5.49亿美元，占比仅为5.1%。与之相反的，利息净收入及资管收入占比持续提升，2019年合计占比达90.8%，其中利息净收入占比自1998年的18.2%提升至2019年的60.8%，成为公司新的主要收入来源。成功的财富管理转型优化了嘉信理财的收入结构，资管以及利息收入占比的提升使得嘉信理财在同类互联网券商中仍保持较高的ROE水平，仅次于计划收购的亚美利证券。

图 14: 嘉信理财各业务收入（百万美元）



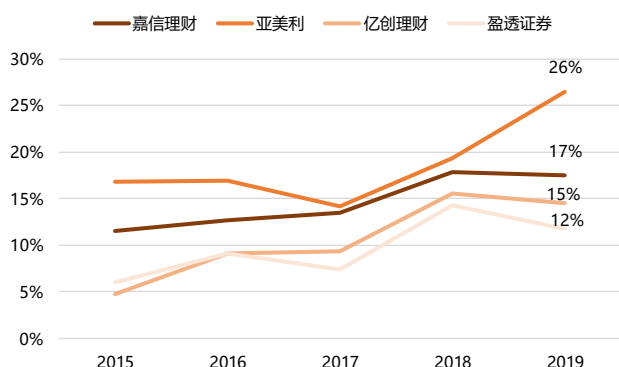
资料来源: wind, 招商证券

图 15: 嘉信理财收入结构



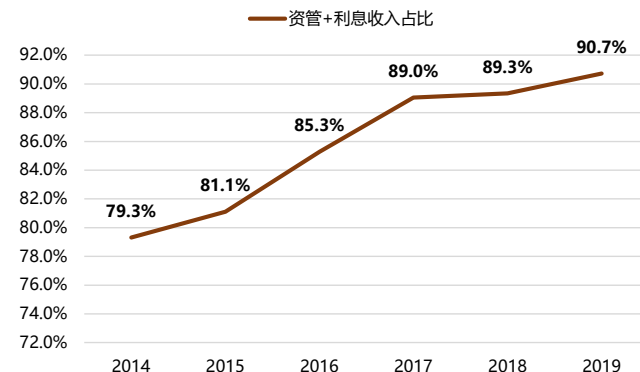
资料来源: wind, 招商证券

图 16: 美国主流互联网券商 ROE 水平



资料来源: wind, 招商证券

图 17: 嘉信理财资管+利息收入占营收比重



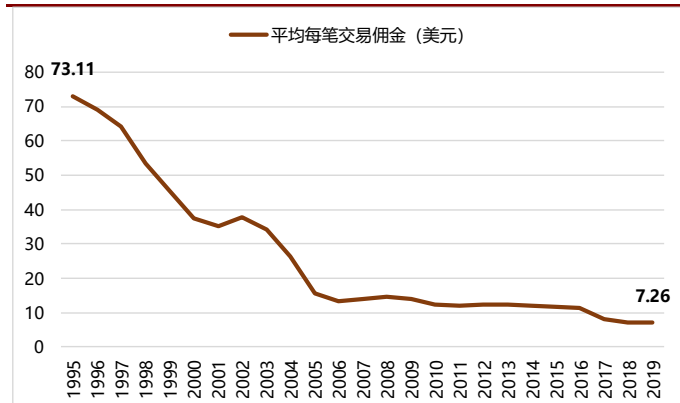
资料来源: wind, 招商证券

2、经纪业务：低佣金策略极致演绎，成就核心流量入口

坚持低佣金策略吸纳客户，客户数量持续提升熨平经纪业务交易量周期波动。佣金业务收入即经纪业务交易笔数*每笔佣金，嘉信理财自 2000 年起持续降低单笔交易佣金，2019 年 10 月嘉信理财首先宣布推行零佣金。截至 2019 年平均每笔交易佣金仅 7.26 美元，较 1995 年下降 90%。在极致的低佣金策略下，客户导流效果明显，2010 年至今，嘉信理财每年新增的经纪账户数量仍保持增长态势。而客户数量的持续增长有效熨平了经纪业务交易量的波动。2010-2013 年，美股市场成交量连续 4 年下滑，然而嘉信理财仍保持相对稳定的客户交易量，在交易清淡市场展现出极强韧性。

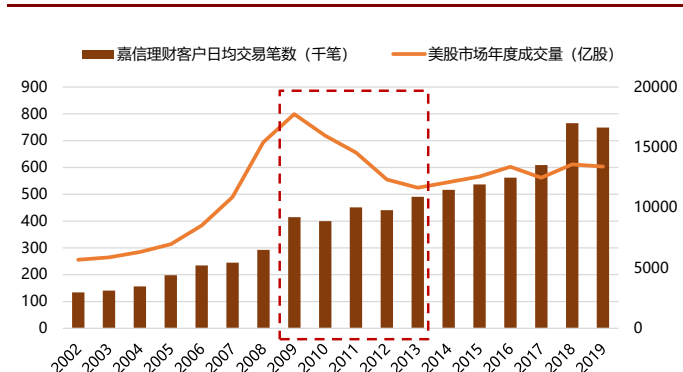
商业模式升级，已最终成功摆脱佣金依赖，零佣金对公司收入影响极低。通过比较美国主流互联网券商目前经纪佣金收入占比，嘉信理财佣金收入依赖极低。其中，嘉信、亿创、亚美利和盈透的经纪佣金占比分别为 5%、14%、33%和 36%。因此，嘉信理财宣布推行零佣金策略之后，考虑佣金收入不全为股票交易佣金，公司预计在其他指标不变的情况下，零佣金举措会降低公司 3%-4% 的收入，影响极小。

图 18: 嘉信理财平均每笔佣金



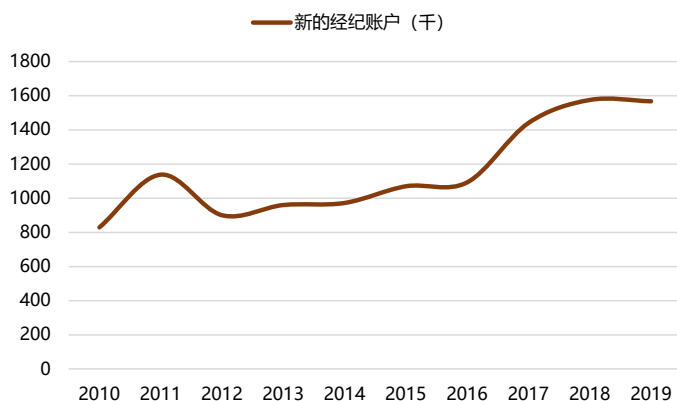
资料来源: wind, 招商证券

图 19: 嘉信理财客户日均交易笔数 VS 美股市场成交量



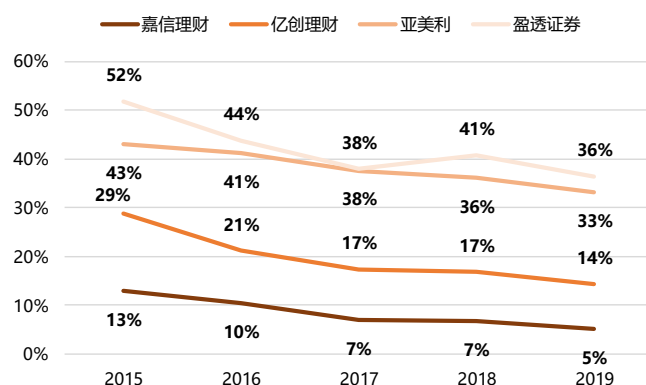
资料来源: wind, 招商证券

图 20: 嘉信理财每年新增经纪账户数量



资料来源: wind, 招商证券

图 21: 美国主流互联网券商佣金收入占营收比重

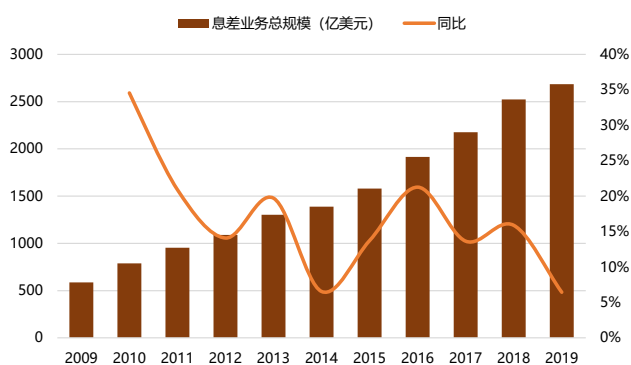


资料来源: wind, 招商证券

3、息差业务：客户资产的第一重“变现”

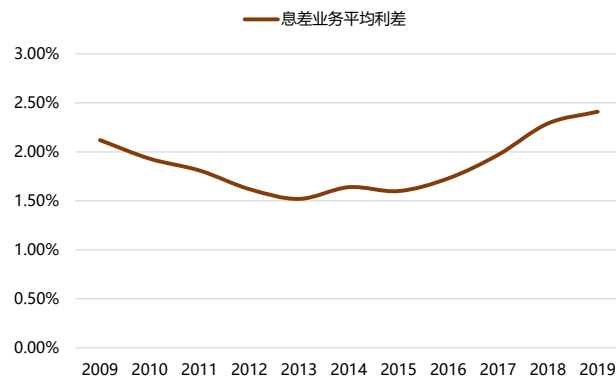
利息净收入是嘉信理财目前最重要的收入来源，2003 年嘉信设立 SchwabBank，通过与客户签署协议，将客户证券经纪账户中的闲置资金转移到银行账户体系内，付给客户极低的资金成本进行持有到期债券、贷款、两融等息差业务。截至 2019 年底，息差业务总资产规模 2686 亿美元，2019 年平均利差 2.41%，连续 4 年上行。2020 年新冠疫情爆发，美联储下调利率，预计息差业务将受到一定程度冲击。

图 22: 息差业务总规模



资料来源: wind, 招商证券

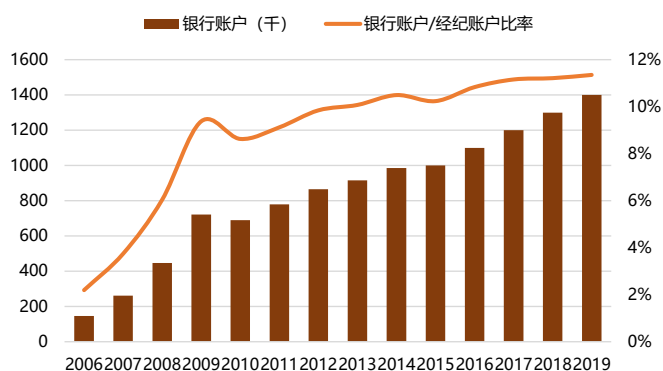
图 23: 息差业务平均利差



资料来源: wind, 招商证券

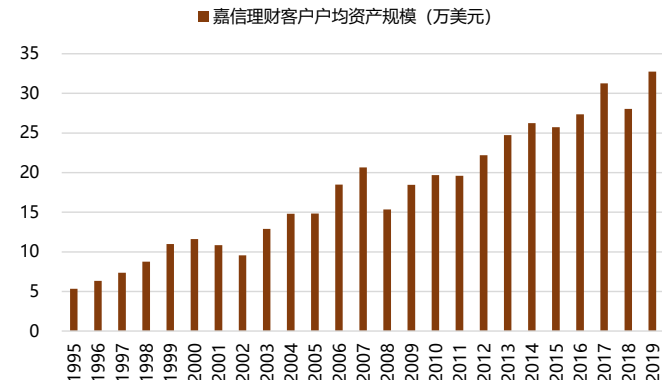
低佣金经纪业务与低费率资管业务为嘉信理财的息差业务带来了优质客户基础。一方面，经纪业务客户转化率提高，2019 年嘉信理财拥有 140 万客户银行账户，近 2006 年的 10 倍，主要源于经纪业务客户转化银行客户比率（银行账户数/经纪账户数）提升，由 2006 年的 2% 提升至 11%。另一方面嘉信理财客户户均资产规模扩张明显，2019 年客户户均资产规模为 32.75 万美元，同比+16.7%，是 2000 年的 2.8 倍，是同类互联网券商亚美利的 3 倍（户均资产 10.8 万美元）。

图 24: 嘉信理财银行账户及经纪账户转化率



资料来源: wind, 招商证券

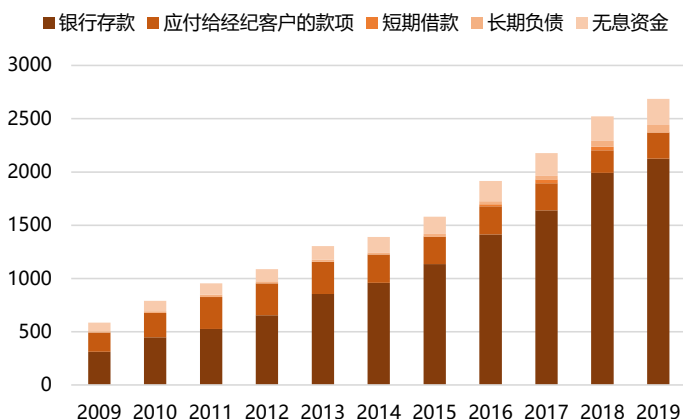
图 25: 嘉信理财户均资产规模



资料来源: wind, 招商证券

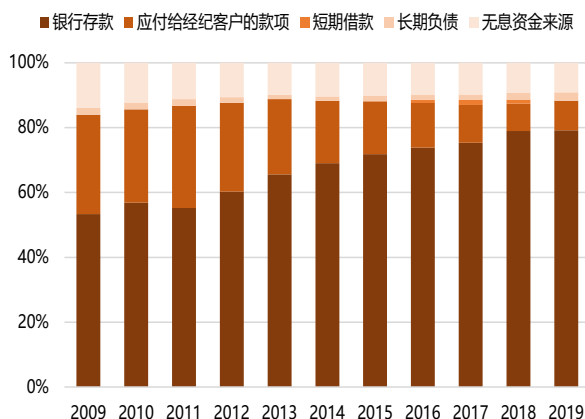
负债端依托优质客户基础带来源源不断的低成本资金。息差业务总体资金来源于 2009 年以来持续提升，2019 年底 2685 亿元，平均利率 0.39%。从结构看，极低成本的客户银行存款一直以来都占据大头，2009 年占比 53.3%，2019 年占比达 79%，规模达 2126 亿元，利率仅 0.33%，是嘉信理财维持低资金成本，维持稳定息差的关键所在。

图 26: 息差业务资金来源



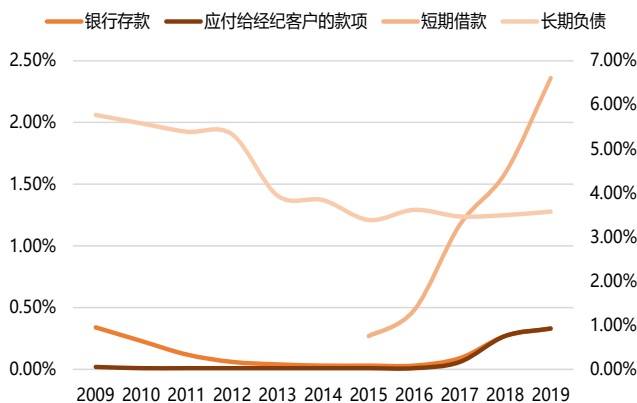
资料来源: wind, 招商证券

图 27: 息差业务资金来源结构



资料来源: wind, 招商证券

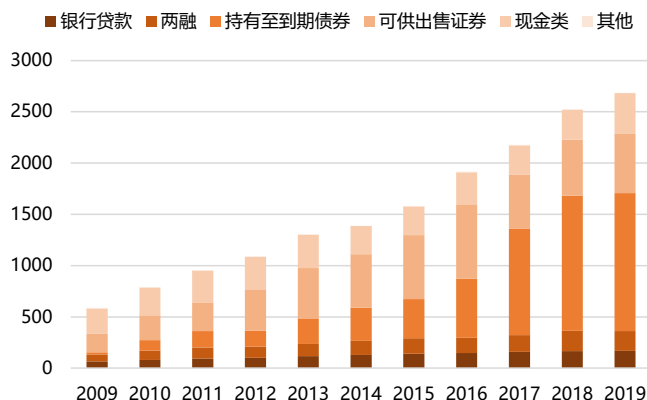
图 28: 息差业务资金成本



资料来源: wind, 招商证券

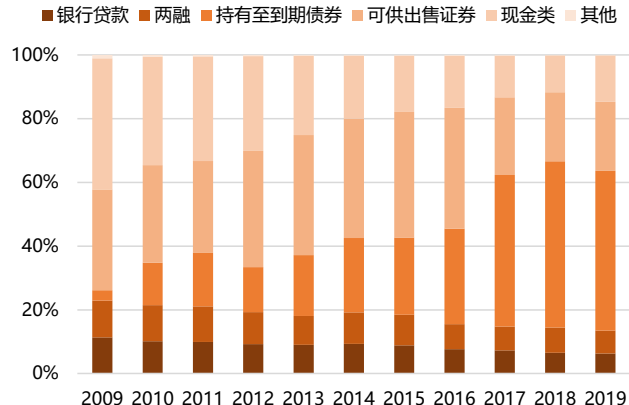
资产端通过调整配置结构，总体收益率稳健上行。嘉信理财近年来调整了资金投向，持有至到期债券逐渐占据大部分资金，近3年占比均在50%左右，2019年总规模1347亿，可供出售证券占比22%、现金类占15%、两融占7%、银行贷款类业务仅占6%。从收益率角度看，两融利率最高，达4.2%，银行存款次之3.47%，持有至到期债券、可供出售证券、现金类分别为2.65%、2.67%、2.17%，均保持上升。

图 29：息差业务资金投向



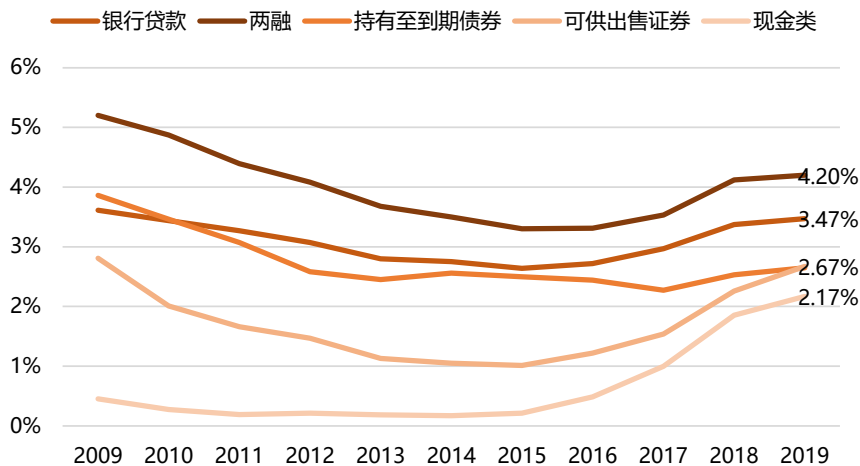
资料来源：wind，招商证券

图 30：息差业务资金投向结构



资料来源：wind，招商证券

图 31：息差业务各资金投向利率



资料来源：wind，招商证券

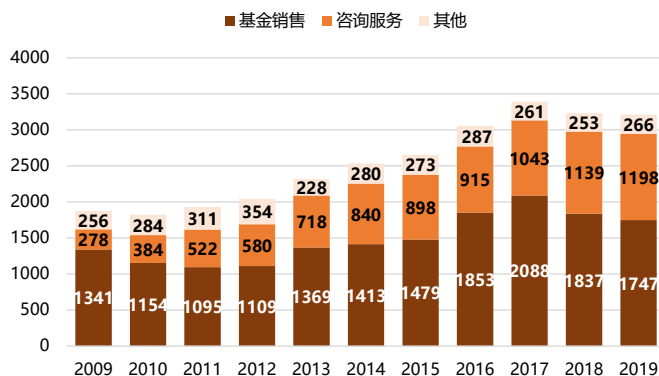
4、资管业务：客户资产的第二重高阶“变现”

嘉信理财资管业务主要包括销售基金的服务以及资管咨询服务。其中，基金销售服务类似于卖方投顾模式。包括自营基金销售，免交易手续费、向客户收取基金管理费；oneSource 平台，免交易手续费、向基金公司收取基金管理费分佣；其他第三方基金（客户收取交易手续费，基金公司分佣管理费。咨询服务，类似于买方投顾模式。通过子公司、外部独立投顾、第三方资管公司代为管理账户等方式，向客户收入服务费。与息差业务相比，资管业务一方面加强了客户及客户资产的黏性；另一方面，资管业务费率更

加稳定，且与行业总体及市场状况相对脱敏。因此，资管业务是嘉信理财商业模式下更加高阶的“变现”。

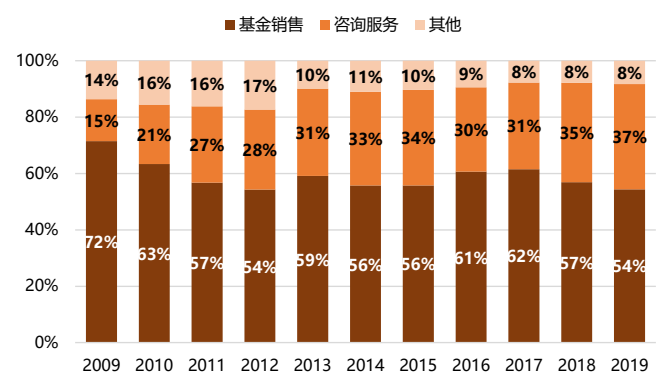
2019 年嘉信理财资管业务收入 32.11 亿美元，受托客户资产 1.86 万亿美元。从资管业务收入结构来看，近年来基金销售收入占比有所下滑，咨询服务收入提升。2019 年底嘉信理财基金销售收入 1747 亿，占比 54%，咨询服务收入 1198 亿，占比 37%。从资管客户资产结构来看，基金销售板块客户资管规模及占比均持续提升，2019 年底基金销售客户资产 1.1 万亿美元，占比 60%，咨询服务客户资产 3171 亿美元，占 17%。其余资产包括信托、养老金计划等。

图 32：嘉信理财资管业务收入组成（百万美元）



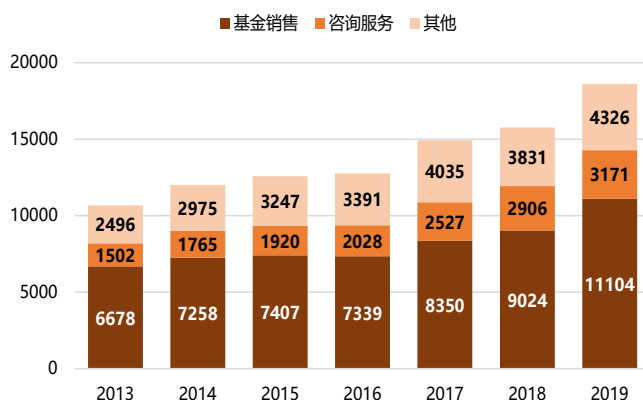
资料来源：wind，招商证券

图 33：嘉信理财资管业务收入结构



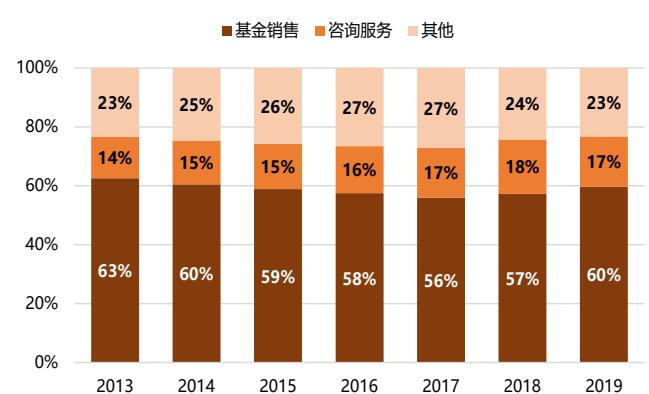
资料来源：wind，招商证券

图 34：嘉信理财资管业务客户资产组成（万美元）



资料来源：wind，招商证券

图 35：嘉信理财资管业务客户资产结构

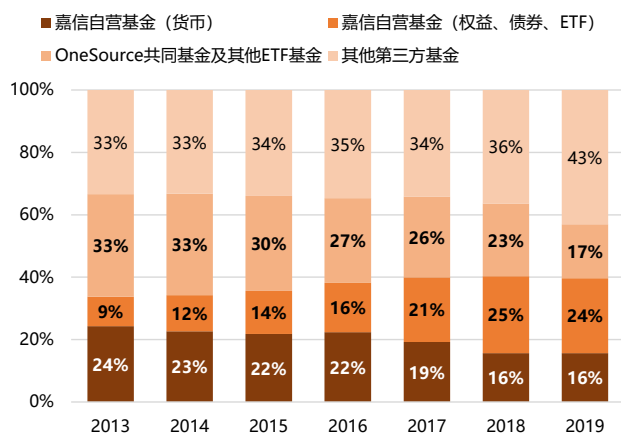


资料来源：wind，招商证券

嘉信理财销售基金包括自营基金、OneSource 平台基金以及其他第三方基金。嘉信自营基金由嘉信理财发行销售，向投资者收取基金管理费，包括货币、权益、债券、ETF 等类别；OneSource 平台基金免客户交易手续费，向第三方基金管理人收取管理费分佣；其他第三方基金收取交易手续费及管理费分佣。从客户资产规模来看，2019 年底自营基金合计占基金销售业务的 40%，其中货币基金占 16%、权益、债券、ETF 占 24%；OneSource 平台基金占 17%；其他第三方基金占 43%。从费率来看，自营基金平均费率走低，考虑是 ETF 基金规模占比提升所致；OneSource 平台费率维持较高，源自美国财富管理竞争加剧，嘉信理财以其良好的客户基础及服务资源在基金管理人面前拥有

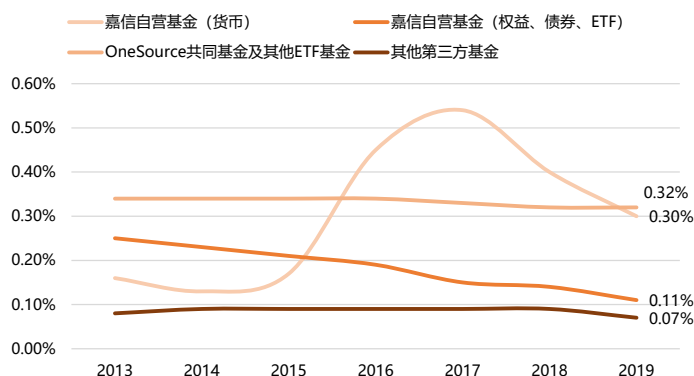
较强的议价能力。

图 36：基金销售客户资产分布



资料来源：wind，招商证券

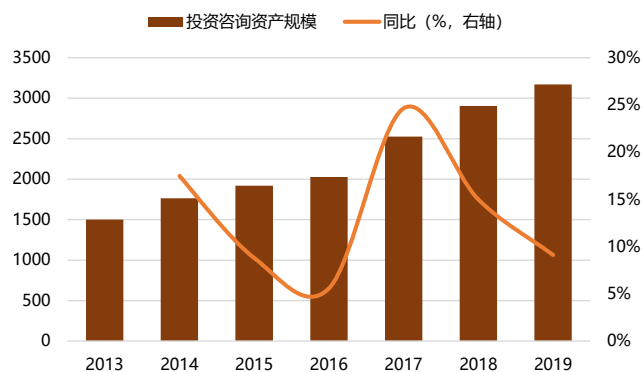
图 37：基金销售费率



资料来源：wind，招商证券

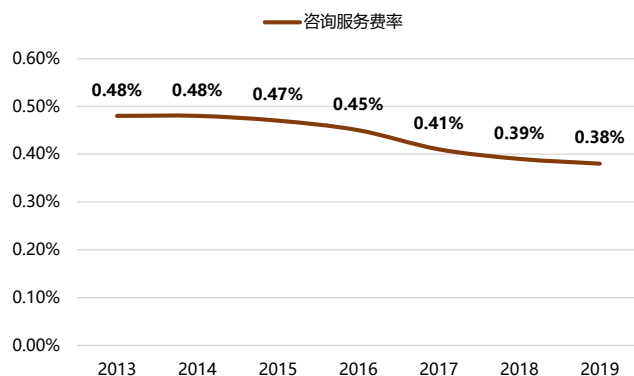
嘉信理财提供各类咨询服务，根据客户需求以及资产规模不同分为自动化投资、专业投顾以及账户委托三类，对接嘉信理财子公司、外部独立投顾或第三方资管公司。近年来投资咨询服务资产规模连年增长，2019 年底规模 3170 亿美元，平均费率略有下滑，主要是咨询服务中免费项目占比提升所致，2019 年免费咨询服务客户资产占 22.1%，较 2018 年增加 0.5 个百分点。

图 38：咨询服务资产规模



资料来源：wind，招商证券

图 39：咨询服务平均费率



资料来源：wind，招商证券

三、东方财富的未来

1、发展阶段：从互联网券商走向综合财富管理平台

一直以来，东方财富都有“中国嘉信理财”之称。从东方财富的发展理财中，也可以看到嘉信理财的影子。东方财富 2005 年成立，2010 年上市，2012 年获得第三方基金代销牌照；2015 年收购西藏同信证券，开始切入证券行业；2018 年获得公募基金牌照，切入财富管理；2019 年收购众心保险，拿下保险经纪牌照；此外公司还取得了征信、期货、互联网保险、小贷等牌照，进一步完善金融布局。目前，东方财富是国内领先的

互联网金融服务平台综合运营商。对比嘉信理财和东方财富的业务布局，东方财富已然走到了互联网券商至综合财富管理平台的转型阶段。

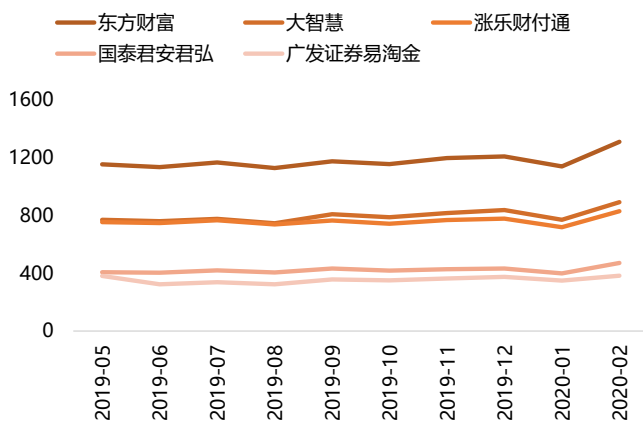
表 1：嘉信理财和东方财富的业务布局

	嘉信理财	东方财富
互联网平台	✓	✓
证券经纪	✓	✓
第三方基金代销	✓	✓
自营基金	✓	✓
投顾咨询	✓	
两融	✓	✓
类银行息差业务	✓	

资料来源：wind、招商证券

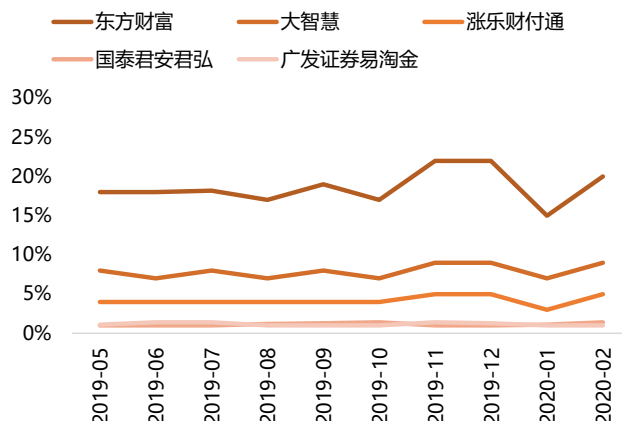
公司通过东方财富网、股吧、天天基金网、东方财富 APP 等积累财经领域高质量流量，为公司整体向综合管理平台转型打下坚实基础。PC 端，东方财富网是中国访问量大、影响力大的财经证券门户网站之一，日均覆盖人数及月度浏览时长连续 8 年位居垂直类财经网站第一；东方财富 APP 活跃用户规模仅次同花顺，领跑各大券商 APP；用户总有效时间占比达到 20%，仅次于同花顺的 21%，大幅领先其他传统券商 APP；天天基金网存量、增量客户数可观。

图 40：主要证券 APP 活跃用户规模



资料来源：wind，招商证券

图 41：主要证券 APP 总有效时间占比



资料来源：wind，招商证券

展望未来，国内政策的进一步放开或将成为东财向嘉信理财全面靠拢的关键助推器。与嘉信理财对比发现，东方财富证券经纪、两融以及基金业务三大业务布局已初具规模。根据前文分析，东方财富在优质客户积累领域基础扎实。与嘉信理财相比，东方财富目前主要在息差业务和财富管理业务领域面临的因政策差异带来的业务模式差异：（1）我国证券公司对于经纪客户资金的使用极为局限，不得将客户资金作为低成本负债来源。同时对于客户资金难以配置到债券投资、银行贷款等领域赚取息差，制约了该部分资金的效率。（2）我国买方投顾模式刚刚出现，东财尚未获得相关资格。财富管理业务模式相对单一。未来，随着证券公司盘活客户资金相关政策突破落地，买方投顾基金销售业务模式兴起，东方财富盈利模式将进一步升级，或将成为其业绩腾飞的发令枪。

2、当前优势：市占率提升与成本下行共振

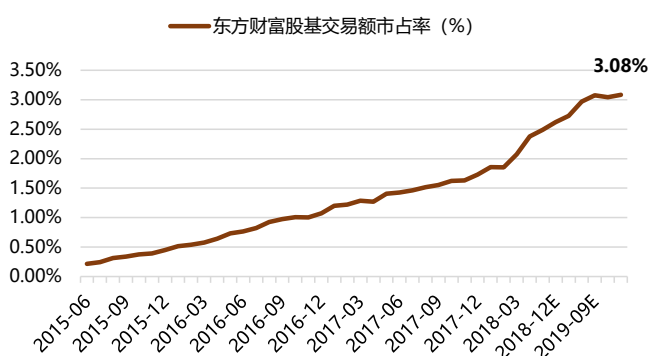
当前东方财富正处于业绩穿越牛熊的高增长期。2020 年一季度，东财归母净利润 8.7% 同比+126%，扣非后同比+132%，也是明显超越传统证券公司一季度表现。从历史上看，2010 年以来东财年度复合增速达到 44%，而行业基本上没有增长是 5%。对比传统证券公司的周期性，东财展现了明显的成长性。并且，无论牛市和熊市东财的业绩表现都是优于传统证券公司的。2015 年东财和行业净利润增速分别为+1015%和 153%；2019 年东财和行业的净利润增速分别为 91%和 85%。而熊市阶段的 2016-2018，东财和行业的净利润增速分别为 16%和-27%。

市占率持续提升是东财当前业绩高成长性的关键之一。依托互联网平台的导流以及成本优势，低于行业水平的佣金进一步吸引客户，东方财富经纪业务市占率稳步提升。自从 2015 年公司获得证券牌照之后，公司股基交易量市占率持续提升，根据交易所数据，从 2015 年 6 月的不足 0.5%，至 2018 年 2 月已超过 2%。由于交易所已经停止披露各家证券公司交易量数据，我们通过公司佣金率倒算交易量。2019 年公司经纪业务佣金率大致在 2%%水平，根据证券经纪净收入推算，公司 2019 年股基交易量在 83111 亿元，市占率已经超过 3%。

展望未来，由于经纪业务成本定价属性，东财显著超越行业的低佣金率优势将继续支撑股基交易量市占率上升。目前东财和华泰的净佣金率处于行业最低水平 2%%，较第二梯队有显著优势。同时，东财目前市占率水平与华泰相比，依然具备充分提升空间。

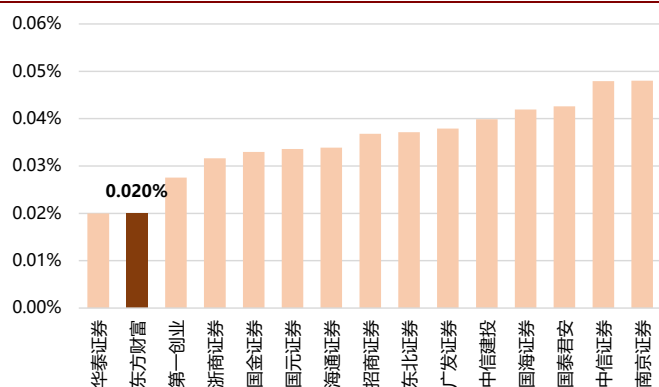
证券经纪客户数量扩张进一步驱动两融市占率提升。对于两融业务，市场状况影响两融总体规模。由于两融业务要求的 50 万以上资产门槛并不算高，因此经纪业务客户数量基本决定了两融的市占率水平。2019 年，华泰证券股基交易量和两融市占率分别为 7.5%和 6.6%，两者之差进一步缩小。目前东财两融市占率 1.56%，相较于其经纪业务 3%的市占率，两融市占率依然具备提升空间。

图 42：东方财富股基交易额市占率



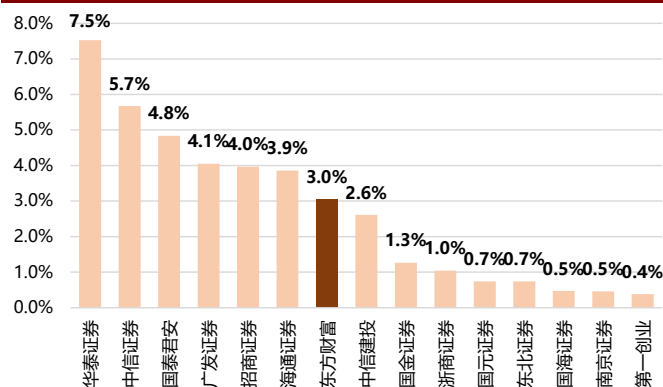
资料来源：wind，招商证券

图 43：上市券商佣金率估算



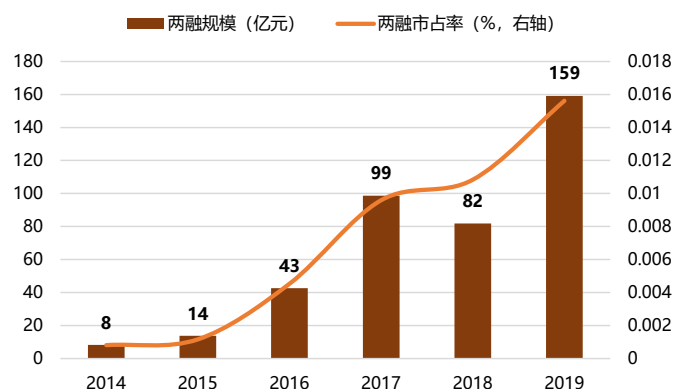
资料来源：wind，招商证券

图 44: 上市券商股基成交额市占率



资料来源: wind, 招商证券

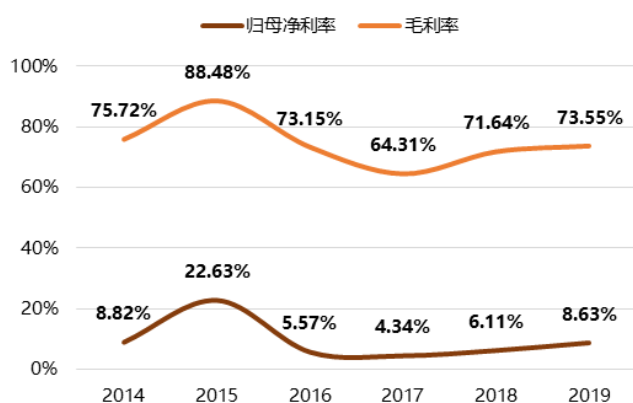
图 45: 东方财富两融规模及市占率



资料来源: wind, 招商证券

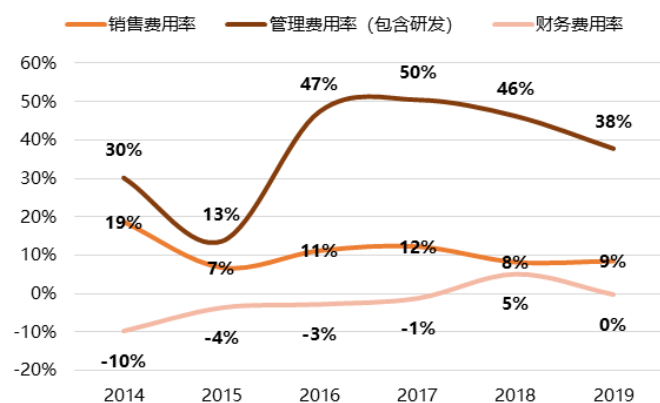
得益于公司持续再融资+市场利率下行, 公司成本进入下降区间。2019 年公司净利润率和毛利率都出现提升, 各项费用也出现下降。具体看两融息差方面, 去年公司两融息差从 1.76% 大幅提升到了 2.78%, 扩张幅度也是超越了行业平均水平。从绝对值看, 公司息差水平还是低于行业总体水平, 当前正处于加速追赶行业的阶段。

图 46: 东方财富归母净利润率与毛利率



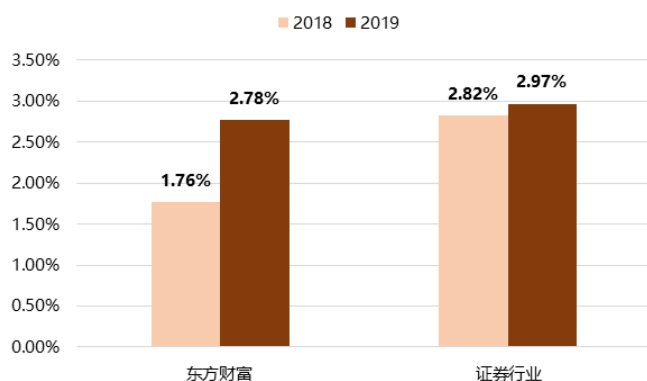
资料来源: wind, 招商证券

图 47: 东方财富三大费率



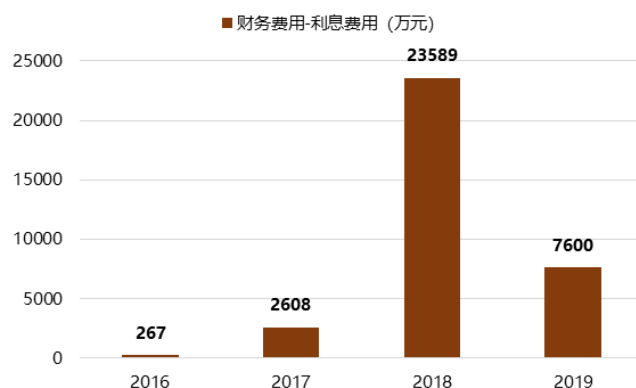
资料来源: wind, 招商证券

图 48: 东方财富 VS 证券行业两融利差



资料来源: wind, 招商证券

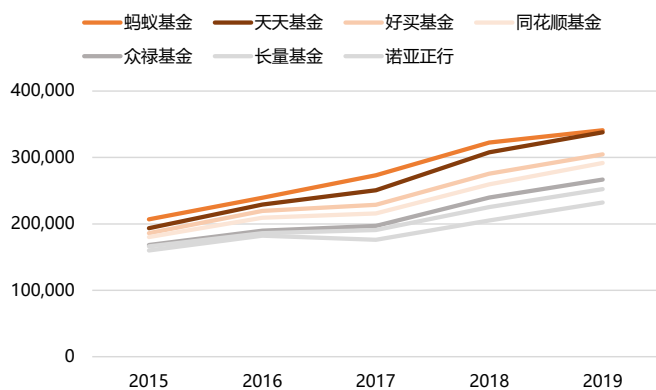
图 49: 东方财富利息费用



资料来源: wind, 招商证券

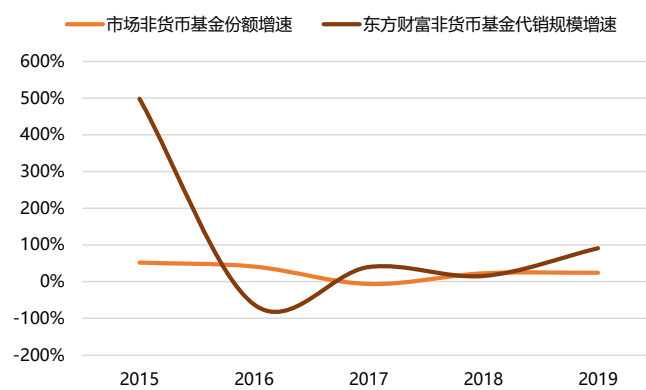
中期看，天然的互联网客群价值优势是公司重要护城河。一方面，在基金代销领域，互联网巨头和银行渠道线上化不断加剧基金代销的市场竞争。但具体分析结构，首当其冲的是货币基金代销领域。东财依托垂直财经领域积累流量深厚，核心客户在非货币类资金领域优势明显。2016 年以来，东财非货币基金代销增速持续领先行业非货币基金份额增速。2019 年，东财代销非货币基金规模占比已经超过货币基金。另一方面，公司互联网渠道积累的证券经纪客户具备天然高换手属性。东方财富客户换手率显著高于传统证券公司。2018 年，东财客户换手率高达 35 倍，而传统大型证券公司中最高的华泰的客户换手倍数为 9 倍。2015 年以来，东财客户交易换手率持续保持高位，年换手均在 25 倍之上。

图 50：2015-2019 年互联网渠道代销基金净值



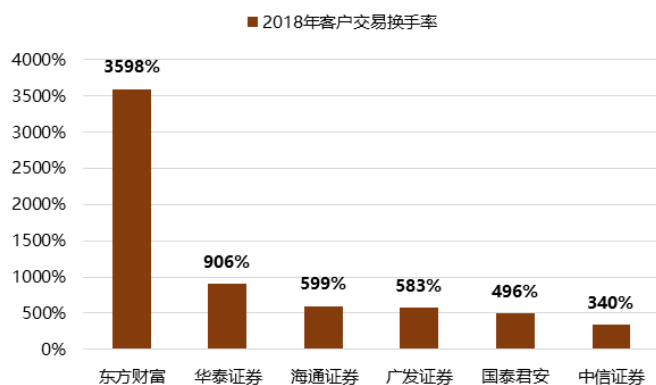
资料来源：choice，招商证券

图 51：市场、东财非货币基金代销增速



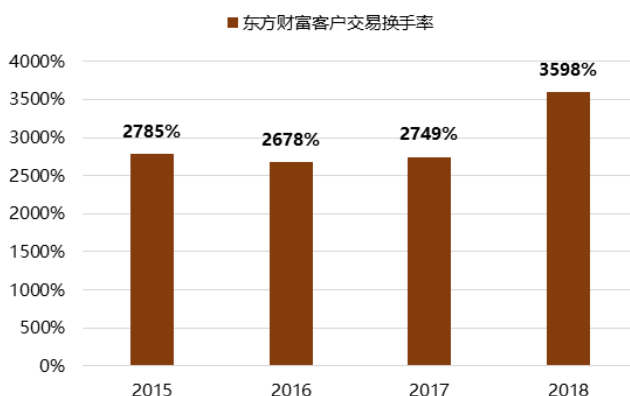
资料来源：choice，招商证券

图 52：2018 年东方财富 VS 头部券商交易换手率



资料来源：choice，招商证券

图 53：2015 年东方财富以来客户交易换手率



资料来源：choice，招商证券

3、估值：进一步提升空间广阔

长期看，东方财富利润中枢占比接近传统大型券商的 40%，与嘉信理财占传统投行的比例趋同。不考虑行业政策放开，按照现有业务模式估计长期业绩中枢：（1）东财零售证券业务收入空间可达 50 亿。基于：股基交易量市占率达到华泰的八成为 6%，佣金

率 2%%，以 2019 年市场交易活跃度水平计算，预计收入达到 33 亿。两融市占率达到经纪业务市占率的八成为 4.8%，息差扩张至 3.5%，以 2019 年市场两融规模计算，预计两融利息净收入达 17 亿。(2) **财富管理收入接近 50 亿**。利用财经流量积累，发行爆款指数型基金是其重要的策略手段。按照 15% 年复合增速，预计 10 年后国内指数基金规模突破 3.2 万亿，假设东财市占率达到 30%，按照 0.5% 的费率计算，收入超过 48 亿元。长期来看，即使传统基金代销业务竞争激烈，收入趋于零，东财证券经纪、两融和财富管理业务收入空间达到 100 亿，对应净利润 50 亿左右。2019 年，行业龙头中信证券归母净利润为 122 亿元。而传统证券公司业绩呈典型周期性，2019 年属于相对业绩表现不错的年份。由此，我们认为东财长期利润中枢占传统大型券商的比例将超过 40%，与目前嘉信理财业绩占高盛/摩根士丹利的比例基本一致。

从互联网财富管理平台/传统投行市值角度看，东财市值长期具备上涨空间。当前，东方财富市值 1236 亿元，行业龙头中信证券市值 2838 亿元，东财/中信市值占比为 44%。而嘉信理财/高盛市值占比为 74%，嘉信理财/摩根士丹利市值占比为 74%。从这个角度考虑，东方财富市值提升空间超过 68%。

图 54：东财/中信市值比例趋势图



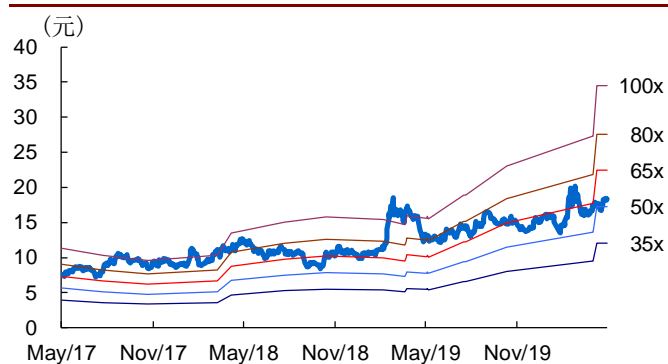
资料来源：wind，招商证券

投资建议：维持强烈推荐-A 评级。公司市占率持续提升，成本不断优化，看好在当前市场环境下公司业绩持续爆发。维持盈利预测，公司 20/21/22 年净利润分别为 29 亿/39 亿/50 亿，同比+61%/+31%/+29%。我们给予公司 50 倍 20 年 PE 估值，目标价 22.19 元，空间+20%。

风险提示：

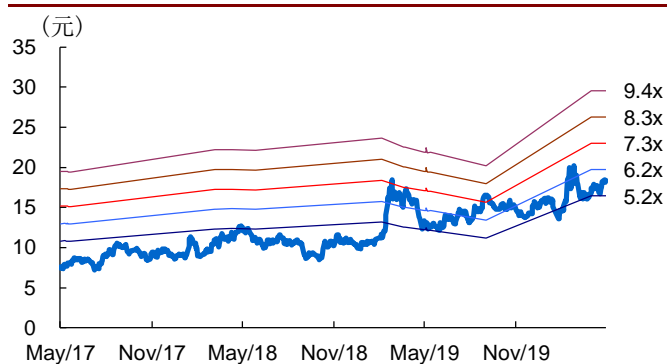
- (1) 东方财富市占率提升不及预期
- (2) 行业政策趋向极端保守，互联网渠道拓展证券客户、销售基金面临额外监管限制
- (3) 二级市场大幅波动、交易清淡
- (4) 基金销售竞争激烈，费率竞争超预期

图 55: 东方财富历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 56: 东方财富历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表 2：损益表

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,547	3,123	4,232	6,297	8,288	10,854
营业收入	1,112	1,310	1,478	1,820	2,088	2,501
利息净收入	416	618	814	1,249	1,461	1,905
已赚保费						
手续费及佣金收入	1,019	1,196	1,940	3,228	4,739	6,447
营业总成本	2,072	2,272	2,379	3,199	4,203	5,513
营业成本	397	371	391	384	498	661
税金及附加	27	31	41	63	83	109
销售费用	316	260	364	497	655	857
管理费用	1,283	1,192	1,289	1,725	2,271	2,974
研发费用		250	305	460	605	792
财务费用	(32)	156	(12)	19	25	33
资产减值损失	81	12	0			
信用减值损失			(21)	50	66	87
公允价值变动净收益	(22)	49	(7)	99	109	120
投资收益	201	211	271	264	343	411
其中：对联营企业和合营企业的投	84	61	40			
汇兑收益	(1)	0	(3)			
资产处置收益	(1)	(1)	(0)			
其他收益	30	19	49	38	38	38
营业利润	682	1,131	2,142	3,498	4,575	5,910
加：营业外收入	1	0	0			
减：营业外支出	3	10	15			
利润总额	679	1,121	2,128	3,498	4,575	5,910
减：所得税	44	163	296	553	723	934
加：未确认的投资损失	0	0				
净利润	635	958	1,831	2,946	3,852	4,976
减：少数股东损益	(2)	(0)	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	637	959	1,831	2,946	3,852	4,976

资料来源：wind、招商证券

表 3: 资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,080	11,334	25,011	30,451	35,643	41,078
结算备付金	2,335	2,776	3,368	2,889	4,345	3,947
融出资金	9,843	8,186	15,939	22,271	27,077	35,385
交易性金融资产	2,669	5,563	5,006	5,175	5,692	6,262
应收账款	329	258	314	301	291	302
预付款项	57	64	86	91	92	93
应收利息	185	260		0	0	0
其他应收款	2,295	3,101	4,333	7,799	14,039	25,270
存出保证金	594	587	1,070	1,283	1,540	1,848
买入返售金融资产	5,468	1,509	967	967	986	1,036
存货	142	146		0	0	0
其他流动资产	342	847	65	50	51	52
流动资产合计	36,340	34,372	56,159	71,278	89,757	115,272
发放贷款及垫款	3	15	13	13	13	13
长期股权投资	410	445	466	536	616	709
其他非流动金融资产			119			
固定资产	1,761	1,716	1,558	1,676	1,677	1,678
在建工程	44	10	23	7	8	9
无形资产	69	77	180	70	71	72
商誉	2,932	2,927	2,954	2,954	2,954	2,954
长期待摊费用	79	90	75	75	75	75
递延所得税资产	116	69	71	100	101	102
非流动资产合计	5,505	5,439	5,672	5,431	5,515	5,612
资产总计	41,845	39,811	61,831	76,709	95,272	120,884
短期借款	298	213	403	310	311	312
应付短期融资券	3,137	1,917	4,187	3,500	3,501	3,502
拆入资金			604			
应付账款	82	106	116	90	91	92
预收款项	135	137	153	153	153	153
卖出回购金融资产款	3,658	86	3,199	5,210	6,008	8,181
应付手续费及佣金						
应付职工薪酬	236	245	276	141	189	247
应交税费	62	35	77	77	77	77
应付利息	79	54		2	3	4
应付股利				120	121	122
其他应付款	966	1,651	531	9,000	9,001	9,002
代理买卖证券款	13,169	14,293	29,627	16,616	26,386	23,326
代理承销证券款						
流动负债合计	21,744	19,289	39,377	35,219	45,842	45,018
长期借款						
应付债券	5,408	4,815	1,223	17,477	21,755	43,459
递延收益	1	2	1			
递延所得税负债	11	10	18			
非流动负债合计	5,420	4,827	1,242	17,477	21,755	43,459
负债合计	27,164	24,116	40,619	52,696	67,596	88,477
股本	4,289	5,168	6,716	6,716	6,717	6,718
其他权益工具	1,219	1,219	0	0	1	2
资本公积	6,244	5,504	8,931	8,931	8,931	8,931
其他综合收益	-9	-4	10	12	13	14
盈余公积	311	395	439	586	779	1,027
一般风险准备						

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
未分配利润	2,623	3,413	5,118	7,769	11,236	15,714
归属于母公司所有者权益合计	14,678	15,695	21,212	24,014	27,676	32,406
少数股东权益	3	0		0	0	0
所有者权益合计	14,680	15,695	21,212	24,014	27,676	32,406
负债和所有者权益总计	41,845	39,811	61,831	76,709	95,272	120,884

资料来源：wind、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘雨辰 招商证券非银金融分析师，中国社会科学院博士。2016 年加入招商证券，主要从事非银金融行业的研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。