

# 科技改造生态，金融重塑模式

## ——金融科技专题报告

行业深度

◆**技术完善金融服务，金融科技助力服务实体。**新一轮科技革命加速推进，金融科技蓬勃发展，为金融业转型升级提供源源不断的动力。依托大数据、区块链、云计算等技术在金融领域的应用，传统金融企业实现拓宽获客渠道，加强风控建设，优化运营效率，完善金融产品和商业模式。此外，金融科技助力普惠金融，深化金融供给侧改革。金融科技有效解决中小微企业融资难、融资贵等问题，推动金融科技成为服务实体经济、防控金融风险、深化金融供给侧结构性改革的重要力量。

◆**优化运营强化风控，实现科技赋能。**传统金融企业利用科技创新优化内部管理，提升企业运营效率，优化客户体验；通过线上运营节约线下布局成本，降低获客成本；通过大数据等技术完善风险控制，健全信用体系。受益于运营效率提升，成本降低，以及风控体系优化，金融科技成为解决中小企业融资难、融资贵问题的重要抓手，更好的服务实体经济，提供低价高效的金融服务。

◆**科技助力生态建设，提升客户价值。**大型企业通过平台及生态圈建设，实现客户引流、增强用户粘性、挖掘客户价值。随着金融科技的发展，金融企业利用大数据、云计算、人工智能、区块链等技术应用，打造金融平台及金融生态圈，拓宽获客渠道，并通过为客户提供多元金融服务，增强客户粘性。金融科技成为传统金融企业在客户引流、内部迁徙、客户维护方面的重要抓手。

◆**技术解决痛点，商业模式变革。**金融科技利用互联网触及长尾客户，运用技术控制信用风险，削弱信息不对称的影响，克服了传统金融企业面临的客户覆盖面窄、信用风险高等问题。基于广泛的客户基础，金融科技为客户提供相较于传统的线下金融产品和服务更为标准化的产品和服务，受益于便利快捷的客户体验，实现业务迅速铺开，业务规模快速提升。

◆**投资建议：**金融科技完善金融产品和商业模式，是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手，助力金融供给侧改革。央行金融科技委员会提出要研究出台金融科技发展规划，创造有利于金融科技发展的良性政策环境，优质金融科技企业有望受到市场青睐。我们首次覆盖金融科技板块，给予“增持”评级。推荐互联网金融平台运营商东方财富，拥有牌照资源的银之杰，互联网金融信息服务提供商同花顺，以及金融IT供应商金证股份，建议关注非银行金融IT龙头恒生电子。

◆**风险提示：**市场大幅波动风险，监管风险，行业竞争加剧风险

证券 代码	公司 名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资 评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
300059	东方财富	16.04	0.19	0.31	0.42	86	51	38	买入
300085	银之杰	15.37	0.05	0.06	0.09	304	260	163	买入
300033	同花顺	86.48	1.18	1.79	2.23	73	48	39	增持
600446	金证股份	21.71	-0.1	0.21	0.28	-	105	79	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月10日

## 金融科技 增持（首次）

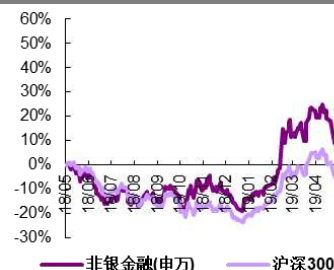
### 分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)

021-22169718

zhaoxh@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

等待资本市场的春天 —— 非银行业 2019 年投资策略

..... 2019-01-15

# 欢迎关注张小璋碎碎念

这个公众号是一个文科技宅的野生产品路，不但记载着我  
是如何从一个文艺法语小青年变成呆萌理工男的蜕变。专注  
互金领域，从P2P、网贷到区块链、供应链金融，好嗨哟！



## 投资聚焦

### 研究背景

根据全球金融治理牵头机构金融稳定理事会的定义，金融科技是指通过技术手段推动金融创新，形成对金融市场、机构及金融服务产生重大影响的业务模式、技术应用以及流程和产品。依托大数据、区块链、云计算等技术创新，传统金融企业实现拓宽获客渠道，加强风控建设，优化内部运营，完善金融产品和商业模式。此外，金融科技是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手，是金融供给侧改革的重要方向。

### 创新之处

1、总结科技对传统金融行业变革的影响和科技金融在运营提效、成本控制、风险控制等领域的应用。以微众银行为例，介绍金融科技利用大数据和云计算搭建自主信息平台 and 风控模型，降低银行业信贷边际成本，推行普惠金融。以中国平安为例，介绍技术优化运营效率和对内管理模式。

2、分析了技术应用可以对用户进行精准引流，安全高效地处理海量数据，并提供智能化服务，大大提升用户体验，有效地支持企业平台化、生态化发展。并以中国平安及东方财富为例，梳理传统金融企业如何利用金融科技打造生态圈建设，实现引流及增强客户粘性。

3、以蚂蚁金服为例，介绍金融科技利用互联网触及长尾客户，打造广泛的用户基础，并通过提供便捷、多元的普惠金融服务，实现业务规模快速提升。芝麻信用为例，说明金融科技通过以大数据、区块链和云计算为底层技术的征信体系在降低信贷不良率，削弱信息不对称的影响，克服了传统金融企业面临的数据搜集困难、成本高等问题，更好的控制信用风险。

### 投资观点

依托大数据、区块链、云计算等技术创新，传统金融企业实现拓宽获客渠道、打造金融生态圈，削弱信息不对称、加强风控建设，优化内部运营、降低运营成本，完善金融产品和商业模式，提供更好的金融服务。

此外，金融科技是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手，助力金融供给侧改革。通过新一代信息技术在金融领域的应用，金融科技有效解决中小微企业融资难、融资贵等问题，推动金融科技成为服务实体经济、防控金融风险、深化金融供给侧结构性改革的重要力量。

金融科技完善金融产品和商业模式，是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手，助力金融供给侧改革。央行金融科技委员会提出要研究出台金融科技发展规划，创造有利于金融科技发展的良性政策环境，优质金融科技企业有望受到市场青睐。我们首次覆盖金融科技板块，给予“增持”评级。

推荐互联网金融平台运营商东方财富，拥有牌照资源的银之杰，互联网金融信息服务提供商同花顺，以及金融 IT 供应商金证股份，建议关注非银金融 IT 龙头恒生电子。

## 目 录

1、 技术推动创新，金融迎来变革 .....	4
1.1、 金融科技影响深远，助推金融供给侧改革 .....	4
1.2、 技术支撑业务发展，实现科技赋能 .....	5
2、 科技提升效率，强化风险控制 .....	7
2.1、 微众银行：科技助力普惠金融 .....	7
2.2、 中国平安：金融科技提升营运效率 .....	10
3、 科技助力平台及生态建设，拓宽获客渠道 .....	11
3.1、 中国平安：科技赋能五大生态，对外输出提升估值 .....	11
3.2、 东方财富：财经门户引流，打造金融服务大平台 .....	14
4、 技术解决痛点，商业模式变革 .....	16
4.1、 蚂蚁金服：立足线上渠道，客户基础坚实 .....	16
4.2、 芝麻信用：信用科技克服征信痛点 .....	18
5、 投资建议 .....	19
5.1、 东方财富：用户优势显著，打造互联网金融平台 .....	19
5.2、 同花顺：技术为本，深耕金融信息服务 .....	23
5.3、 银之杰：牌照资源优势，金融生态布局 .....	26
5.4、 金证股份：金融 IT 龙头，有望受益于行业需求提升 .....	30
6、 风险分析 .....	33

# 1、技术推动创新，金融迎来变革

## 1.1、金融科技影响深远，助推金融供给侧改革

根据全球金融治理牵头机构金融稳定理事会定义，金融科技是指通过技术手段推动金融创新，形成对金融市场、机构及金融服务产生重大影响的业务模式、技术应用以及流程和产品，利用技术完善金融活动。

依托大数据、区块链、云计算等技术创新，传统金融企业实现优化内部运营，降低运营成本，加强风控建设，以及拓宽获客渠道，打造金融生态圈，完善金融产品和商业模式，提供更好的金融服务。

此外，金融科技是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手，助力金融供给侧改革。通过新一代信息技术在金融领域的应用，金融科技有效解决中小微企业融资难、融资贵等问题，推动金融科技成为服务实体经济、防控金融风险、深化金融供给侧结构性改革的重要力量。

金融科技重要性愈发凸显，监管营造良性政策环境。在今年两会中，金融科技的发展方向和推进策略被广泛关注。3月8日中国人民银行金融科技委员会2019年第一次会议召开，提出要研究出台金融科技发展规划，逐步建立金融科技监管规则体系，创造有利于金融科技发展的良性政策环境，充分运用金融科技服务实体经济能力。随着监管营造良性政策环境，优质金融科技企业有望受到市场青睐。

表 1：金融科技相关政策

时间	部门	文件或会议	政策内容
2013/08/12	国务院	《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》	充分利用互联网等新技术、新工具，不断创新网络金融服务模式
2015/05/08	发改委	《关于 2015 年深化经济体制改革重点工作的意见》	出台促进互联网金融健康发展的指导意见
2015/07/01	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	开展股权众筹等互联网金融创新试点，支持小微企业发展。
2015/07/20	央行等十部委	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	积极鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，鼓励从业机构相互合作，拓宽从业机构融资渠道，坚持简政放权和落实、完善财税政策，推动信用基础设施建设和配套服务体系建设
2016/01/27	国务院	《国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	引导互联网金融、移动金融在农村规范发展
2016/07/15	银监会	《中国银监会关于《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知》	构建银行业互联网金融生态，建立互联网金融技术平台，逐步开放互联网金融服务接口
2016/12/15	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	规范有序开展互联网金融创新试点，支持小微企业发展；积极规范互联网金融，促进金融信息服务业健康发展
2017/04/07	银监会	《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》	鼓励银行业金融机构积极运用互联网、大数据、云计算等信息科技手段，缓解银企信息不对称，提高风险识别和定价能力，丰富产品和服务渠道，优化内部流程，提高管理效率
2018/10/18	银保监会	《互联网保险业务监管办法（草稿）》	新增健康险（除长期护理保险和报销型医疗保险外）、养老年金保险、税延养老保险，支持保险公司、保险中介机构在风险可控、安全隔离的前提下探索互联网保险的业务创新、机构创新、服务创新等，提高保险经营效率，改善保险消费者服务体验
2019/03/08	央行	人民银行金融科技委员会 2019 年第一次会议	提升金融科技应用与管理水平，推动金融科技成为服务实体经济、防控金融风险、深化金融供给侧结构性改革的重要力量
2019/04/18	央行	2019 年科技工作会议	指导协调金融科技应用，建立监管基本规则体系，强化规范应用，加快监管科技应用实践，研究出台金融科技发展规划

资料来源：国务院，银保监会，发改委，光大证券研究所整理



## 1.2、技术支撑业务发展，实现科技赋能

根据金融稳定理事会定义，金融科技是指由大数据、云计算、人工智能、区块链等技术带动，对金融市场及服务供给产生重大影响的新业务模式、新技术应用、新产品服务等。核心技术之间并非相互独立，而是相互促进和影响，其中大数据作为中枢，可以为人工智能的研究提供高质量的数据；反过来人工智能的发展也可以提高数据采集和处理的速度及质量；云计算则可以集中存储海量数据，并提供相对廉价和可扩展的算力；区块链因其去中心化、分布式存储的特点，大大提高了整个业务流程的安全性。此外，移动互联网技术使得金融科技可以应用于移动端，让用户更加便捷、更加迅速地体验到金融科技的赋能。

图 1：金融科技核心技术



资料来源：中国信息通信研究院

### 1.2.1、移动互联网：便捷使用方式，提供科技赋能基础

移动互联网是指互联网的技术、平台、商业模式和应用与移动通信技术结合并实践的活动的总称，既继承了 PC 端互联网开放协作的特征，又融入了移动通信实时、便携的优势。智能手机作为移动互联网时代最重要的载体，已深刻改变生活，为包括金融科技在内的各类新产品及业务提供了巨大的发展空间。

移动互联网技术的发展使得原先只能在 PC 端进行的网上活动可以通过智能手机等移动端便捷完成，且凭借低价优势，我国智能手机普及率迅速攀升。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年末，我国拥有网民 8.29 亿，其中手机网民达到 8.17 亿，通过手机接入互联网的比例高达 98.6%。智能手机深入到生活的各方面，有关技术的应用场景随之不断拓宽，支付、理财、转账等金融业务在移动端进行的频率越来越高。根据 CNNIC 数据，我国互联网理财使用率由 2017 年末的 16.7% 提升至 2018 年末的 18.3%，购买互联网理财产品的用户规模达到 1.51 亿（同比增长 17.5%）。正是移动互联网的应用，使得个人金融业务向移动端倾斜，相应地，金融科技的应用获得了客户基础

和场景基础，可以说移动互联网技术是金融科技得以应用于引流、客户迁徙、普惠等流程的重要前提。

### 1.2.2、大数据：客户画像，精准引流

大数据（big data），指无法在一定时间范围内用常规软件工具进行捕捉、管理和处理的数据集合，需要新的处理模式才能具有更强的决策力、洞察力和流程优化能力的海量、高增长率和多样化的信息资产。IBM 提出，大数据具有 5V 特点：Volume（大量）、Velocity（高速）、Variety（多样）、Value（低价值密度）、Veracity（真实性）。

大数据在金融领域的应用主要包括客户画像和精准引流。客户画像分为个人客户画像和企业客户画像，个人画像包括人口统计学特征、消费能力数据、兴趣数据、风险偏好等；企业客户画像包括企业的生产、流通、运营、财务、销售和客户服务数据、相关产业链上下游等数据。进行客户画像可以根据不同的产品及服务需求将客户群进行细分，在营销时实现广告推送、产品介绍的精准定向，更大概率引流成功。流量对于科技金融企业而言至关重要，尤其是对于平台化及生态圈经营的企业，某一板块的流量或许是其他板块和生态的重要支柱。

### 1.2.3、云计算：集中存储，高效计算

云计算就是通过大量在云端的计算资源进行计算，用户通过自己的客户端向云计算提供商发出指令，服务商通过大量服务器进行快速计算，再将结果返回给用户。云计算主要有以下特点，云端服务器规模巨大，计算资源虚拟化，计算结果可靠，费用低廉。根据中国信息通信研究院，目前国内金融行业云计算主要采用私有云和行业云的落地模式。私有云是机构自建云端，更受经济基础强大、技术实力领先的大型机构青睐，可以存储自身重要敏感数据。行业云是机构之间合作共建，共享资源，更受综合实力较弱的中小机构的偏爱。

云计算可以实现海量数据云端存储，提供高效计算。引流对于金融企业至关重要，而将流量引入后如何有效存储并成功运用是流量变现的关键。从技术上来说，云计算与大数据密不可分，大数据无法使用单台计算机进行处理，必须采用分布式架构，而云计算则可以较好契合这一需求，采用分布式数据库实现海量数据云端存储，并在需要时提供低价可靠的高效计算。

### 1.2.4、人工智能：提供智能服务，改善客户体验，

人工智能是研究、开发用于模拟、延伸和扩展人的智能的理论、方法、技术及应用系统的新技术科学，相关研究包括机器人、语言识别、图像识别、自然语言处理和专家系统等。

人工智能提供智能化服务，提升客户使用体验。在金融领域为客户提供贴心服务是增强客户粘性的关键，而随着流量的不断增加，仅仅依靠人工难以覆盖如此众多的服务需求。此外，在大数据中常常包含非结构性数据，如图片等，用传统的数据分析方法难以实现目标。而人工智能可以采用机器人、

图像识别等技术轻松从大数据中抓取出所需要的信息，进行客户识别、信用分析等操作，帮助用户在客户端自助完成业务办理，压缩处理时间，同时提供智能客服，快速解决用户问题，大大提升使用体验，增强客户粘性，为平台及生态圈内用户迁徙打下基础。

### 1.2.5、区块链：开放共享，安全可靠

区块链是分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等计算机技术的新型应用模式，本质是一个去中心化的数据库。具有去中心化、开放性、自治性、信息不可篡改、匿名性等特点。

**区块链连接参与各方，使业务更加安全透明。**数据及交易安全对于金融业务的开展至关重要，而信息不对称经常会掩盖业务风险，增加交易成本。区块链开放性的特征可以连接交易各方，使得交易流程向参与者公开，同时去中心化的特点使得数据不可被篡改，提升交易安全性，降低有关的交易成本。此外，金融企业可以在各业务平台或生态之间搭建区块链，使得各业务板块数据实现共享，协同发展，促进平台或生态圈建设。

## 2、科技提升效率，强化风险控制

传统金融企业利用科技创新优化内部管理，提升企业运营效率；通过线上运营节约线下布局成本，降低获客成本；通过大数据等技术完善风险控制。受益于运营效率提升，成本降低，以及风控体系优化，金融科技成为解决中小企业融资难、融资贵问题的重要抓手，更好的服务实体经济，提供低价高效的金融服务。

### 2.1、微众银行：科技助力普惠金融

传统金融机构在资产管理和风险定价等领域具有竞争优势，但其业务模式在时间和空间上的局限性导致了客户覆盖面窄、获客成本高等发展瓶颈。互联网技术的应用可以帮助金融机构扩大用户基数和渠道入口，提升触达和连接用户的能力。通过金融科技，金融机构可以更深入地发掘用户需求、创造服务场景，利用大数据、云计算、移动互联等新兴技术更加高效地进行信息甄别、匹配、定价和交易，降低传统业务模式中的交易和运营成本。科技金融扩大了业务覆盖面、延伸了服务链、提升了信息透明度、提供了标准化流程和个性化服务；通过低成本、高效率、更安全的交易模式提升客户体验和黏性，为传统银行业的发展注入活力。

以微众银行为例，微众银行是国内首家开业的民营银行，由腾讯、百业源和立业等多家知名企业发起设立，于2014年12月获得由深圳银监局颁发的金融许可证，致力于为普罗大众、微小企业提供差异化、有特色、优质便捷的金融服务。得益于互联网和大数据的深度运用，依托手机移动端7×24×365的全天候业务，截至2017年底微众银行注册用户超过6,000万人，覆盖了31个省、市、自治区的567座城市，授信客户超过3,400万人，同比增长1.2倍。截至2017年底，微众银行累计向近1,200万人在线发放贷



款 8,700 亿元。在微众银行的贷款客户中，78% 为大专及以下学历，76% 为非白领从业人员，92% 的贷款余额低于 5 万元，普惠金融充分体现。

图 2：微众银行连接伙伴



资料来源：微众银行官网

### (1) 科技运用降低成本，提升运营效率

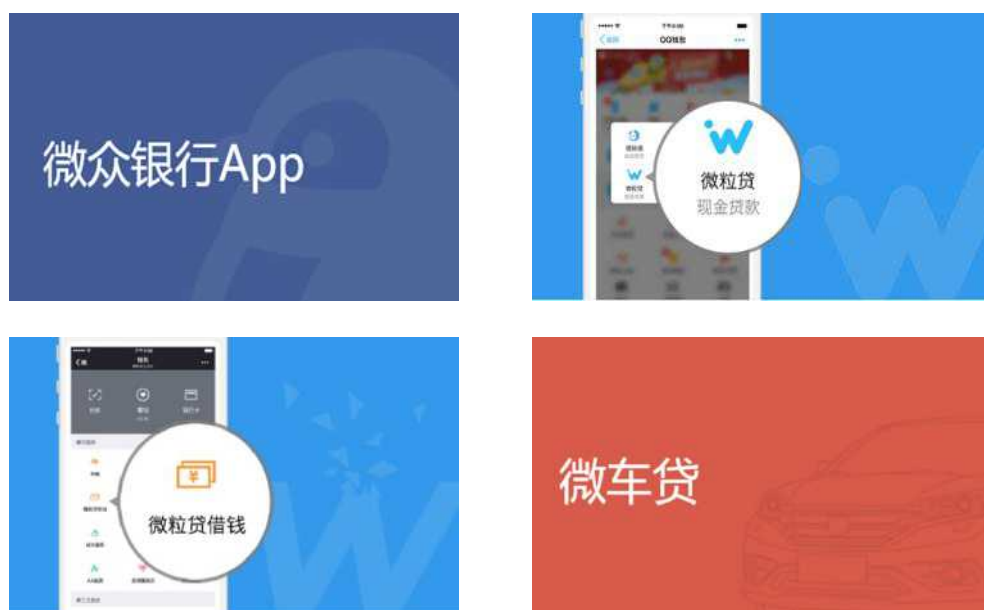
微众银行自 2014 年年成立时便确定了不设立线下物理网点、无需财产担保的发展思路，以线上数字化业务打破时间和空间限制、降低服务成本和准入门槛。

得益于腾讯旗下众多平台庞大的用户群体，微众银行的大数据系统汇集了包括购物消费偏好、虚拟资产数量、微信支付使用场合频率等海量的用户数据，在此基础上利用云计算技术对潜在客户群体进行具体细分，通过人工智能为客户提供差异化和精细化的服务。

微众银行可以直接对接微信支付，利用实时到账、操作便捷的功能弥补电子银行卡在即时收付方面的不足，扩大了微众银行的应用场景，增强了用户体验。通过与微信支付绑定搭建线下网络，微众银行客户的账户内余额可直接用于微信支付，微信用户也可以将微信钱包里的余额直接转入微众银行活期存款或购买其他理财产品和服务，借此微众银行的用户数量得以扩大，微信支付的使用率也得以进一步提升。

针对传统金融服务覆盖面窄、门槛高，长尾人群和小微企业融资难、融资贵等问题，微众银行充分利用科技手段提供量产化、规模化的金融服务，提高金融效率、改善用户体验。自 2015 年起微众银行推出了包括“微粒贷”在内的一系列小额信贷产品，以灵活的贷款额度、低廉的融资成本和高效的审批速度服务有实际需求的客户。

图 3：微众银行主要产品



资料来源：微众银行官网

## (2) 科技完善风险管理

区别于传统银行依靠人工审核放贷，纯线上运营的互联网银行主要依靠数据信息分析应用，这就要求微众银行在风险监测和内部控制方面有较高的分析与管理能力。微众银行行长李南青将微众银行经过两年多的探索形成的风险管理策略归纳为：精于数据、专于模型、敏于系统。具体表现为通过全面应用和深入挖掘各类风险数据资源，运用前沿技术建设风险模型体系，开发精准敏锐的在线风险识别与监控信息系统。

微众银行以腾讯庞大的数据网络为核心，引入神经网络、决策树等算法和技术，构建社交、征信和反欺诈等风险识别模型。微众银行通过在数据源和风控模型上的创新，综合央行征信、公安部身份信息等传统数据与腾讯社群中的社交信息、行为偏好等新型数据，将传统银行风控与互联网风控手段相结合，搭建多维度的信用评级体系。

根据信用评估模型，微众银行建立了“白名单”筛选机制和欺诈风险管理机制，通过大数据对贷款申请人进行综合评估，对符合条件的申请人发放贷款邀请，同时针对个人信用评级给予信用奖励，提升客户的还款意愿。运用多维度的风控模型和反欺诈监控，实现即时预测、实时调整、多渠道触达，从而有效降低信用风险。

除了运用人脸识别、声纹识别等生物技术外，微众银行借助第三方电子存证管理、机器人催收、数据访问安全系统更精准地识别用户身份，规避线上操作的潜在风险。2017 年微众银行的不良率控制在 0.64%，远低于风险指标和行业平均水平（1.74%）。

零线下网点、自主技术解决方案极大程度地降低了微众银行的人力成本和运营维护成本，使微众银行能将节约的成本以价格形式回馈给用户，提升

了微众银行的核心竞争力和业务拓展能力。大数据征信、云计算分析能力、多维度的风险监控有效降低了信用风险和欺诈风险，保证了微众银行普惠金融业务的可持续性。

## 2.2、中国平安：金融科技提升营运效率

金融科技所带来的技术革新可以提升运营效率，精细化的运营模式能帮助企业增强成本控制能力，多维度数据分析和智能算法的逐步成熟可以拓宽业务视角，更精确地分析用户需求。金融科技依托支付方式、财富管理手段的创新推动金融业务的优化升级，促进企业更加合理地配置资源，提升金融服务效能，进而提高实体经济的投资效率。

具体而言，金融科技可以促进企业形成业务和流程的集成式管理，以应对瞬息万变的市场环境。对于前台而言，金融科技提供的技术升级和工具创新可以更快更便捷更全面地获取客户信息，更深入更多维地分析客户需求；对中后台而言，金融科技所带来的流程优化和模式创新能够保证高效的服务和良好的客户体验。通过建设动态的业务基础设施，企业能够实现前台与中后台的自动化和一体化，发挥协同作用，及时响应市场需求。

以中国平安为例，近年来平安发力科技金融，保险业务科技赋能成效显著。通过将业务和运营管理从线下转移到线上，平安人寿减少近 70% 的服务人力，产能提升 32%。

### (1) AI 甄选和 AI 面谈-增员筛选

目前平安已将 AI 甄选和 AI 面谈已应用于个险渠道，AI 甄选构建动态的“人员画像+关键特征+筛选流程”循环体系，AI 面谈通过在线实时约谈，进行信息收集和意愿确认，实现代理人精准筛选、资源合理投放。2018 年报显示，AI 甄选模型通过对历史数据进行分析验证，13 个月留存代理人的识别率达 95.4%。

### (2) 千人千面-针对性辅导

千人千面通过收集员工历史数据分析员工技能短板，同时与绩优员工模型和特征相比较，实现绩优人群的快速复制，提升代理人能力。通过针对性的辅导和发展规划，预计代理人平均绩优养成时间将从 36 个月减少至 15 个月。

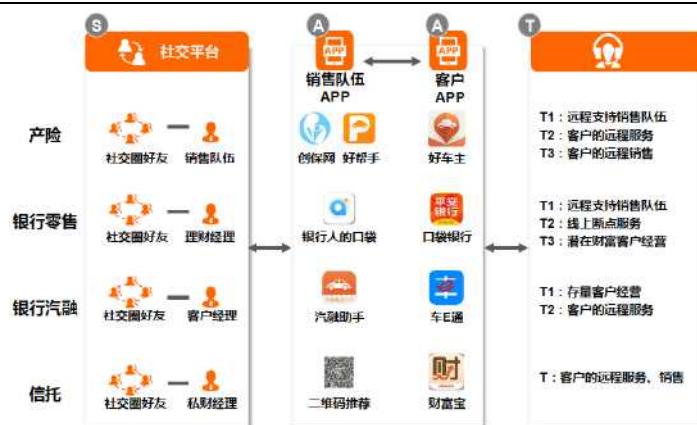
### (3) AI 助理-实时管理

AI 助理具备任务管理、智能陪练、智慧问答三大功能，为代理人提供智能任务配置在线销售协助，实现资源自动调配、个性化推荐、全方位实时管理。

### (4) SAT 销售模式-精准销售

SAT（社交辅助营销）颠覆传统销售模式，帮助代理人实现对客户的实时连接、高频互动和精准营销，智能生成产品、服务、渠道和接触时机，推送接触线索至客户和代理人。2018 年 SAT 系统已触达人数 2.2 亿人次，互动次数 13 亿次，配送线索 10.8 亿条。

图 4：平安集团内 SAT 模式的应用



资料来源：中国平安年报

### (5) AI 客服和 AI 风控

AI 客服 24 小时在线，提供精准高效的极致服务，AI 风控利用大数据构建风险因子库，通过可视化管理，实现风险精准识别，提供分层策略。

通过智能化的渠道管理和销售，平安的留存率和人均产能有显著提升。平安通过科技赋能，不断提升运营效率，降低运营成本，推动盈利能力提升。

## 3、科技助力平台及生态建设，拓宽获客渠道

平台化或生态化经营是目前大型企业扩展业务，实现规模经济的重要方式。随着金融科技的发展，金融企业利用大数据、云计算、人工智能、区块链等技术应用，打造金融平台及金融生态，拓宽获客渠道，通过为客户提供更综合的金融服务，增强客户粘性。金融科技成为传统金融企业在用户引流、内部迁徙、客户维护等方面的重要抓手。

### 3.1、中国平安：科技赋能五大生态，对外输出提升估值

中国平安始终坚持“金融+科技”、“金融+生态”战略，重视科技研发投入，是国内金融机构发展科技的先行者。平安自成立以来经历了三个阶段，1.0 时代（1988-2005 年），主打线下资源，发展为全国性综合金融集团，核心是传统渠道和产品导向；2.0 时代（2006-2015 年），运用互联网技术升级综合金融模式，实现内部横向迁徙；3.0 时代（2016-），将“互联网+金融”模式向全行业开放，全面提升客户体验。平安早在 2006 年起就开始金融科技的布局，并将其逐渐扩展到五大生态圈，现已实现向外输出，在金融科技这一未来竞争的主战场上先发优势明显。目前，公司拥有人工智能、区块链、云计算三项核心技术，每年研发投入占营收的 1%，持续加大对科技支持力度。



图 5：中国平安三大核心技术



资料来源：中国平安年报

### 3.1.1、科技支撑五大生态圈建设，增强客户迁徙和粘性

目前，平安搭建起“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，三大技术深度赋能核心业务的多个方面，全面支撑生态圈建设。此外，平安推行“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式，运用互联网科技及线下网点布局协同获客，凭借生态圈建设为用户提供全面的金融、医疗等服务，促进内部迁徙，降低获客成本；同时运用科技提升各流程效率及服务质量，以低成本提升客户体验，增强粘性。

**金融服务生态圈：成功落地陆金所、金融壹账通。**陆金所是国内领先的财富管理及个人借贷平台，同时为金融机构和地方政府提供全套金融解决方案。陆金所利用大数据、机器学习等在资金端对投资者进行“精准画像”，并提供智能推荐服务，实现投资者风险偏好与产品风险的精准契合，网站销售理财产品包括零钱理财、期限理财、P2P 网贷、代销基金及私募资管等，此外还可以链接到平安集团旗下各公司，实现客户快速迁徙。金融壹账通是平安旗下输出金融科技服务的主要平台，拥有壹账链区块链技术，并向机构客户推出“智能银行云、智能保险云、智能投资云、开放科技平台”四大业务板块，提供端对端的金融科技解决方案。

**医疗健康生态圈：通过流量端及支付端切入医疗市场。**流量端，平安好医生是国内健康领域的第一流量入口，通过 AI 辅助的自有医疗团队和外部医生为用户提供 7x24 小时在线咨询、转诊、挂号、住院安排、第二诊疗意见及 1 小时送药等全流程服务，并通过医疗健康服务网络提供多种线下服务。支付端，平安医保科技依托人工智能、区块链、云、健康风险画像等技术和强大的医学知识库，为医保、商保、医疗服务提供方、个人用户提供专业化、个性化、动态化和集成化的智能医保服务。

**汽车服务生态圈：打造全流程汽车服务。**平安通过汽车之家、平安银行、平安产险和平安融资租赁等公司提供相关服务，并通过经销商云平台、新车二网云平台、二手车交易云平台、汽车零配件云平台赋能整车厂及服务商，打通“看车、买车、用车”全流程服务。汽车之家是汽车服务生态圈的流量入口，2018 年 12 月汽车之家移动端日均用户访问量达到 2,900 万，同比增



长 10%，此外还通过虚拟现实（VR）、增强现实（AR）等技术应用，为供需双方之间提供更多互动。

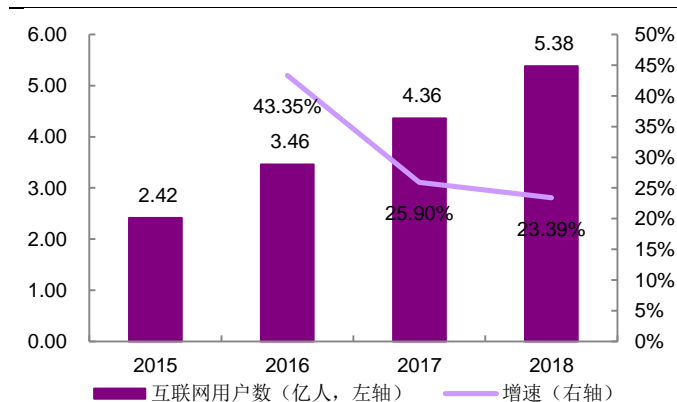
图 6：中国平安打造五大生态圈



资料来源：中国平安官网

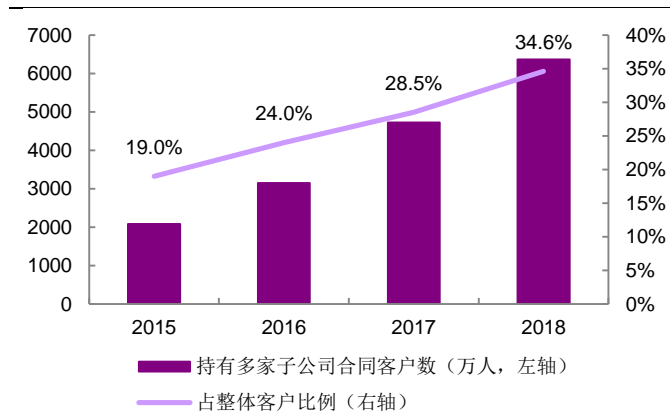
随着生态圈的完善，公司内部横向迁徙明显增加，交叉销售贡献占比不断提升。2018 年通过代理人渠道实现平安产险、养老险团体短期险和平安健康险新增保费合计 514.53 亿元，同比增长 18.8%，交叉销售渠道贡献占比分别达到 16.7%、45.9%、56.6%。交叉销售降低了企业的获客成本及难度，有效提升用户价值。截至 2018 年末，总计 6,364 万人持有集团多家子公司合同，占集团客户总数的 34.6%，同比提升 6.1ppts，客均合同数同比增长 9.1%至 2.53 份，客均营运利润同比增长 18.1%至 531 元。生态圈建设及科技应用使得集团内部协同效应及客户黏性不断增强。

图 7：中国平安互联网用户数及增速



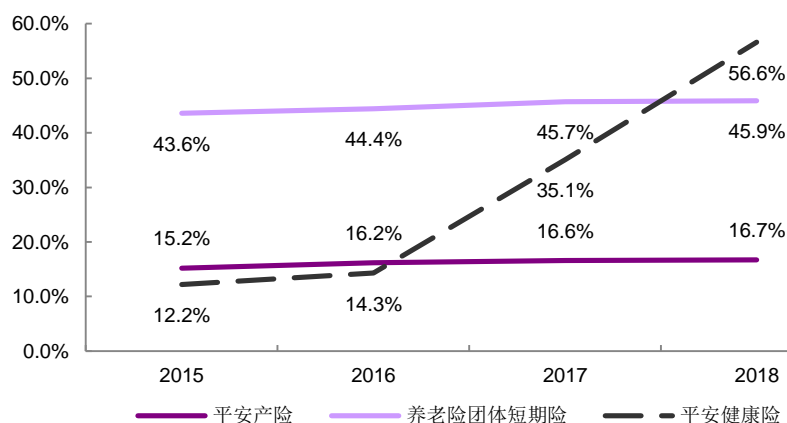
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：中国平安持有多家子公司合同用户数及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：中国平安代理人交叉销售渠道新增保费贡献占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.1.2、对外输出科技服务，提升公司整体估值

平安步入 3.0 时代后，不再局限于内部的综合金融，而是将“互联网+金融”的发展模式向全行业开放，对外输出自己的科技服务，在实现增量业绩的同时，促进行业整体发展。其中陆金所、金融壹账通、平安医保科技是对外输出的主要平台。截至 2018 年末，陆金所已先后在南宁、长沙和深圳完成试点，帮助政府实现公共资产的“控债、保全、增收、节支”的目标，打造智慧财政城市样板。金融壹账通已累计为 3,289 家金融机构提供服务，参与发起的中小银行互联网金融联盟覆盖国内 260 家中小银行，总资产规模超过 47 万亿元。平安医保科技为全国 200 多个城市提供医保、商保管理服务，接入医院超过 5,000 家。

2018 年陆金所、金融壹账通、平安医保科技分别完成最新一轮融资，投后估值分别达到 394 亿、75 亿、88 亿美元，有效提升集团总体估值。

## 3.2、东方财富：财经门户引流，打造金融服务大平台

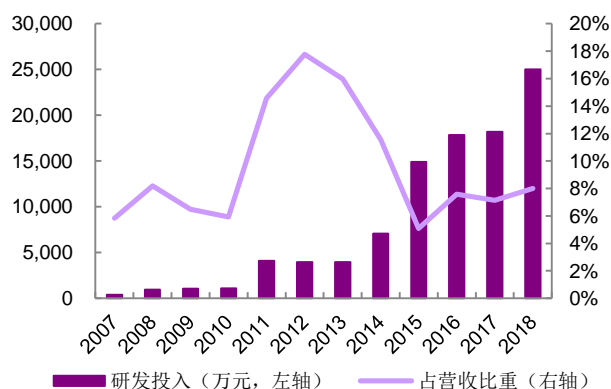
东方财富以“东方财富网”为核心，拥有互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台为一体的互联网金融服务大平台，向用户提供证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务，2018 年上述业务分别贡献营收 18.13 亿（占比 58%）、10.65 亿（占比 34%）、1.60 亿（占比 5%）、0.71 亿（占比 2%）。

### 3.2.1、持续高研发投入，巩固财经网站流量龙头地位

东方财富重视技术研发，每年保持着较高比例的研发投入，2007-2018 年研发投入在营收中的占比平均达到 9.51%。高研发投入保证了公司在技术层面保持领先，并成功应用到相关服务中。公司流量入口东方财富网以数据全面、迅速、免费受到广大个人投资者的青睐，此外社交性质的股吧、财富

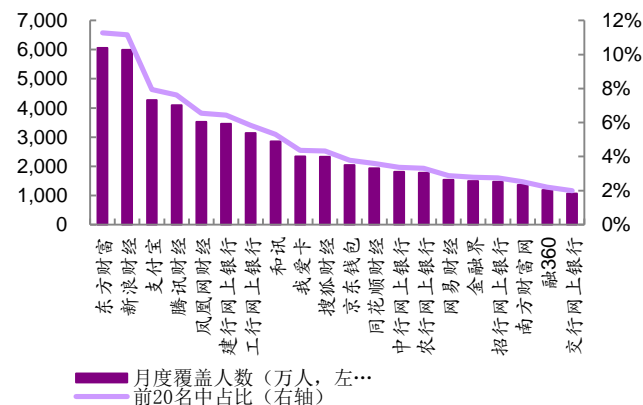
号、博客给予了投资者发表见解、相互交流的平台，满足了交易线上化后股民交流的需要。根据艾瑞数据统计显示，2019年2月，东方财富网以月度覆盖6,058万人位居金融服务网站首位，在前20名中占比达到11.27%，流量龙头的地位显著，为公司平台化经营提供了大流量的前提。

图 10：2007-2018 年公司研发投入占比维持高位



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：PC 端网站月度覆盖人数排名（金融服务领域）



资料来源：艾瑞数据，光大证券研究所

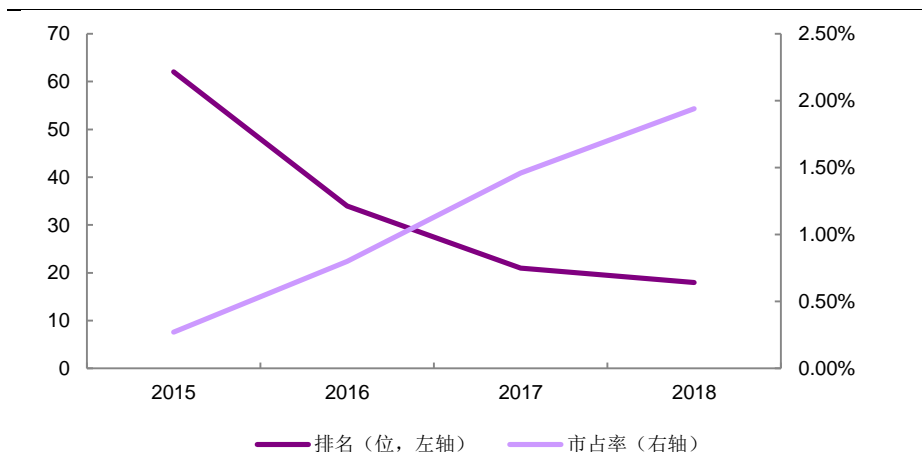
### 3.2.2、科技助力流量变现

目前公司已从原先金融信息服务及数据服务提供商转别为拥有券商牌照、基金代销牌照的综合性金融服务公司，科技助力庞大流量成功变现是公司实现转型的关键。

**东财证券：互联网券商的典型代表。**公司2015年收购西藏同信证券，正式成为拥有券商全牌照的互联网金融企业。东财证券以在线自助3分钟开户以及低佣金吸引了大量用户，市场占有率迅速提升。截至2018年3月，东财证券股基交易额排名上升至18位，市占率达到1.94%。目前证券业务已成为东方财富的主要业绩贡献点，2018年证券业务营收占比达到58%。

**天天基金：基金代销机构龙头。**天天基金是东方财富旗下提供基金第三方销售的平台，自2012年取得基金代销牌照后，受益于东方财富网以及天天基金网用户的积累，代销基金数额及收入始终位居行业前列。根据Wind数据显示，截至2019年4月20日，天天基金代销基金4416只，代销基金家数132家，均排名代销机构首位。根据公司年报披露，2018年公司基金销售额5,251.62亿元（同比增长27%），“天天基金网”网站日均页面浏览量562万，用户日均使用时长22.31分钟，服务平台日均活跃用户140.75万，用户粘性较高。2018年基金业务贡献约34%的营收，已成为第二大业绩贡献点。

图 12：东方财富证券估计成交额排名及市占率不断提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2018 年数据，上交所截至 3 月，深交所截至 6 月

## 4、技术解决痛点，商业模式变革

金融科技利用互联网触及长尾客户，运用技术控制信用风险，削弱信息不对称的影响，克服了传统金融企业面临的客户覆盖面窄、信用风险高等问题。基于广泛的客户基础，金融科技为客户提供相较于传统的线下金融产品和服务更为标准化的产品和服务，受益于便利快捷的客户体验，实现业务迅速铺开，业务规模快速提升。

### 4.1、蚂蚁金服：立足线上渠道，客户基础坚实

蚂蚁金服起步于 2004 年成立的支付宝，于 2014 年正式成立。公司以“为世界带来更多平等的机会”为使命，聚焦于“普惠”、“科技”、“全球化”三大发展战略，致力于通过科技创新能力，搭建一个开放、共享的信用体系和金融服务平台，为全球消费者和小微企业提供安全、便捷的普惠金融服务。

蚂蚁金服通过内生创设和外延扩张，打造全金融服务生态圈。自创始以来，蚂蚁金服通过内生创设和外延扩张，搭建了以支付、理财、融资、保险、征信、技术服务为核心的六大业务板块，涵盖了以支付宝、余额宝、网商银行、蚂蚁花呗、蚂蚁借呗、芝麻信用等为代表的明星产品。

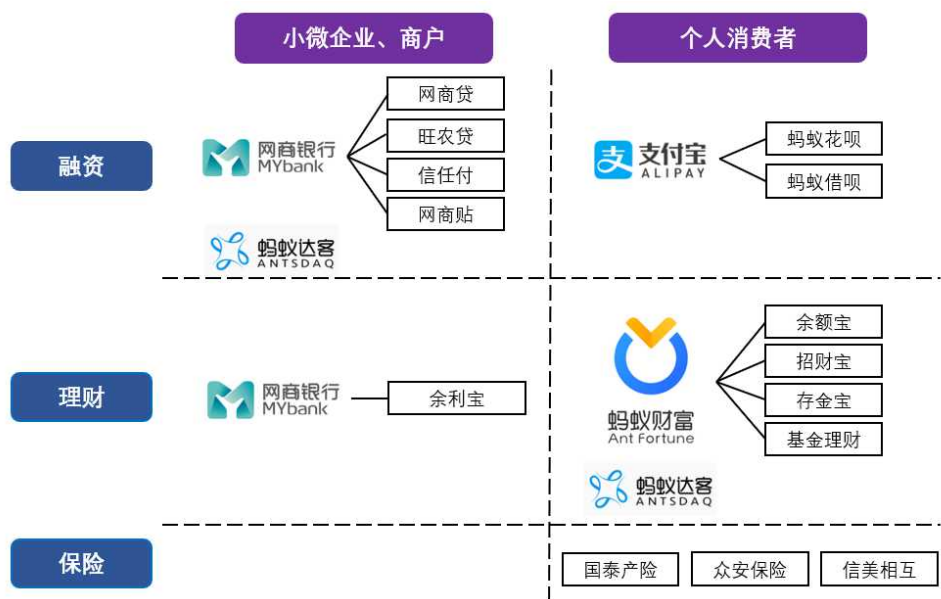
图 13：蚂蚁金服在金融服务领域的布局



资料来源：蚂蚁金服官网、Wind、光大证券研究所

蚂蚁金服聚焦于小微企业、商户和个人消费者三类目标客户，提供全方位的普惠金融服务。公司深耕小微企业、商户和个人消费者三类客户群体，专注于融资、理财、保险等业务，打造全方位普惠金融服务生态圈。公司对小微企业和商户的投融资服务主要依托于网商银行和蚂蚁达客两大抓手；对个人消费者的小贷业务主要借助于支付宝旗下的蚂蚁花呗和蚂蚁借呗两大产品，投资、理财服务主要通过蚂蚁财富和蚂蚁达客两大平台来实现，个人保险业务网则主要涵盖入股的众安、国泰、信美三家公司。

图 14：蚂蚁金服普惠金融服务主要产品矩阵

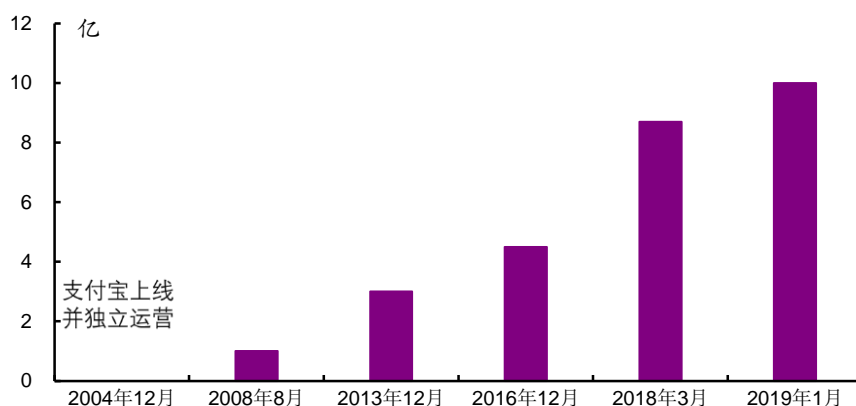


资料来源：蚂蚁金服官网、光大证券研究所



受益于便利快捷的客户体验，多元的金融服务，蚂蚁金服实现用户数量快速增长，业务规模迅速提升。以支付宝为例，自 2004 年 12 月上线并独立运营开始，支付宝用户数实现持续快速提升。截至 2019 年 1 月，支付宝全球用户数已经超过 10 亿。

图 15：支付宝用户数



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

## 4.2、芝麻信用：信用科技克服征信痛点

芝麻信用全称为芝麻信用管理有限公司，是蚂蚁金服旗下的信用评估和管理机构，旨在为全社会构建简单、平等、普惠商业环境。一方面，芝麻信用是一家独立的第三方征信机构，为各社会组织、机构、个人提供与客户信用相关的解决方案；另一方面，作为蚂蚁金服旗下的征信部门，芝麻信用承担着为集团金融业务提供对个人和企业征信的任务。

芝麻信用的运作模式：

技术上：基于大数据、区块链、云计算三大底层技术。芝麻信用利用大数据和区块链技术，挖掘并整合与征信对象资信状况相关的信息；通过云计算建立自动用户评估系统、用户画像信息档案和个人评分系统等。

数据上：广撒网，多维度。芝麻信用在征信过程中的数据来源主要包括：金融数据（蚂蚁金服、其他金融机构）、基本信息（用户自主提交）、电商数据（阿里电商生态圈）、公共信息（公共机构、合作伙伴）和行业信息（上下游企业，针对企业征信）等。

评估方式：主要聚焦于五个要素。对于个人征信时，主要考察：个人的信用历史（用户信用账户过往还款记录等历史信息）、行为偏好（用户在购物、缴费、转账、理财等活动中体现出的行为特点）、履约能力（用户是否具有足够的财富和综合能力来偿还债务或履行约定）、身份特质（用户的学习以及职业经历等信息）和人脉关系（用户在人际交往中的影响力及好友的信用状况）五大要素；对企业征信时，主要考察：企业的基本信息（规模、

荣誉资质)、经营行为(经营状况是否良好、有无虚假经营行为)、履约历史(有无逾期未还债务、是否涉及金融纠纷)、关联关系(关联公司的资信情况、合作伙伴上下游情况)、法定代表人的信用状况五大要素。

产品: 对标国际标准, 以信用评分为核心。芝麻信用为用户提供信用评分服务, 与美国著名的 FICO 异曲同工。除此之外, 芝麻信用还提供企业信用报告、企业风险云图、企业关注名单、企业风险监控等产品。

**表 2: 芝麻信用分与 FICO 评分对比**

	芝麻信用分	FICO 评分
评分区间	350-950 分	300-850 分
评分维度	信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质和人脉关系五个维度	信用偿还历史、信用账户数、信用使用年限、正在使用的信用类型、新开立的信用账户
评分等级	分为 5 个等级: 极差 (350-550)、中等 (550-600)、良好 (600-650)、优秀 (650-700)、极好 (700-950)	不划分等级, 一般而言, 680 分以上即视为信用状况卓越, 620 分一下即视为信用状况极差

资料来源: 芝麻信用官网、光大证券研究所

应用场景: 覆盖居民生活以及企业经营各环节, 信用产品与用户行为双向反馈、动态调整。对于个人用户而言, 芝麻信用已切入了消费金融、个人信贷、信用租赁、信用借还、免押出行、免押住宿等场景中; 对于企业用户而言, 芝麻信用已切入了免押租赁、信用贷款、筛选客户等场景中。在实际运行过程中, 一方面, 以信用评分为代表的产品为个人和企业享受服务和参与决策提供信用背书以及决策依据; 另一方面, 个人和企业享受服务后的履约行为又影响了个人和企业的信用评分。信用产品与用户行为双向反馈, 并动态调整。

金融科技通过基于大数据、区块链、云计算等技术, 解决了传统金融业务模式下数据搜集困难、成本高等问题, 削弱了信息不对称的影响, 使得金融企业更好的控制信用风险。

## 5、投资建议

金融科技完善金融产品和商业模式, 是普惠金融及服务中小微企业的重要抓手, 助力金融供给侧改革。央行金融科技委员会提出要研究出台金融科技发展规划, 创造有利于金融科技发展的良性政策环境, 优质金融科技企业有望受到市场青睐。我们首次覆盖金融科技板块, 给予“增持”评级。

### 5.1、东方财富: 用户优势显著, 打造互联网金融平台

◆**公司简介:** 公司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, 通过互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台, 向用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。

公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台之一，“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”等，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，市场领先地位牢固。

2018年，公司实现收入31亿元，同比增长22.64%；归母净利润9.6亿元，同比增长50.52%。公司证券业务及金融电子商务业务（基金代销）收入均同比实现逆市增长，市占率持续提升，显示出公司强劲竞争实力。

2019年一季度，公司收入同比增长12.6%至9.3亿，归母扣非净利润同比增长28.7%至3.75亿。受益于市场行情好转，一季度公司手续费及佣金净收入同比大增43%，超过行业平均日均股基交易额增速（22%），实现市占率进一步提升。

◆**公司业务介绍：**公司主要业务包含证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务业务等。其中证券业务收入占比58%，金融电子商务服务收入占比34%，是公司主要的收入及利润来源。

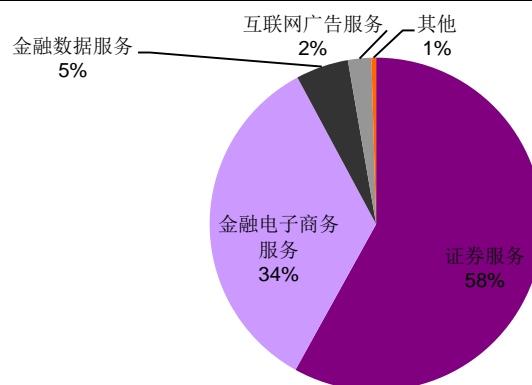
（1）**证券业务：**东方财富证券拥有证券经纪、证券投资基金代销、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、融资融券、证券承销与保荐等证券业务全牌照，依托全国主要中心城市的分支机构，为用户提供证券服务。

（2）**金融电子商务服务业务：**主要通过天天基金，为用户提供基金第三方销售服务。天天基金依托以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台积累的海量用户资源和良好的品牌形象，通过金融电子商务平台向用户提供一站式互联网自助基金交易服务。

（3）**金融数据服务业务：**主要以金融数据终端服务平台为载体，向海量用户提供及时、海量的金融信息和实时数据分析服务等。公司的金融数据服务已完整布局PC端、移动端，面向个人投资者和机构投资者提供专业化服务。

（4）**互联网广告服务业务：**主要为客户在“东方财富网”及各专业频道、互动社区等页面上通过文字链、图片、富媒体等表现形式，提供互联网广告服务。

图 16：公司收入分部（2018 年）



资料来源：公司年报

#### ◆公司竞争优势：

**(1) 证券业务全牌照，市占率持续提升。**东方财富证券拥有证券经纪、证券投资基金代销、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、融资融券、证券承销与保荐等证券业务全牌照，为客户提供多元产品及服务。东财证券为互联网券商典型代表，背靠“东方财富网”为核心的互联网金融服务平台丰富的用户资源，凭借较低的佣金率、丰富产品及服务，快速抢占市场，实现市盈率快速提升。公司股基交易市占率由 2015 年的 0.27% 快速提升至 2017 年的 1.46%，并在 2018 年 3 月提升至 1.94%。2019 年以来，A 股市场表现强劲，市场成交活跃、风险偏好提升。公司有望继续抢占零售经纪业务市场，实现市占率持续提升。

**(2) 互联网金融空间巨大，天天基金优势显著。**我国互联网用户基数庞大，但互联网理财使用率仅为 18.30%。随着我国人均可支配收入提升，互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养，互联网金融发展空间巨大。公司凭借“天天基金网”丰富的用户资源及用户粘性，在基金代销行业处于领先地位。“天天基金网”2018 年用户日均使用时长为 22.31 分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 140.75 万，具有较高用户粘性。根据 Wind 数据显示，截至 2019 年 4 月 20 日，天天基金代销基金 4416 只，覆盖基金公司 132 家，排名行业第一。随着股市行情好转，预计 2019 年公司金融电子商务业务收入将继续保持高速增长。

**(3) 持续高研发投入，完善互联网金融服务平台。**东方财富重视技术研发，2007-2018 年研发投入在营收中的占比平均达到 9.51%。通过多年大平台的运营管理和研发，公司不断优化和完善现有互联网金融服务平台系统，并积累了强劲的技术研发实力、丰富的技术储备及稳定的技术队伍，为公司发展奠定了坚实的技术基础。随着持续优化和完善 Choice 数据专业服务，竞争力及品牌影响力不断提升，用户规模进一步增加。公司通过持续的研发投入，不断完善互联网金融服务平台建设、提升服务质量和水平，扩大用户基础并提升用户粘性，实现核心竞争力提升。

#### 盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2021 年行业日均股基成交额同比增长 40%、10%、9%。

(2) 随着市场环境好转，股市成交活跃，预计 2019-2021 年公司手续费及佣金收入同比分别增长 40%、35%、25%。

(3) 随着市场环境好转，市场风险偏好提升，预计 2019-2021 年利息净收入同比分别增长 40%、35%、25%。

(4) 随着市场环境好转，以及人均可支配收入提升，预计 2019-2021 年公司金融电子商务收入同比分别增长 35%、30%、30%。

表 3：公司分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,547	3,123	4,232	5,574	7,030
金融数据	169	160	168	184	212
互联网广告	79	71	71	75	82
金融电子商务	844	1,065	1,438	1,870	2,431
利息净收入	416	618	865	1,168	1,460
手续费及佣金收入	1,019	1,196	1,674	2,260	2,824
其他	20	13	15	18	20

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

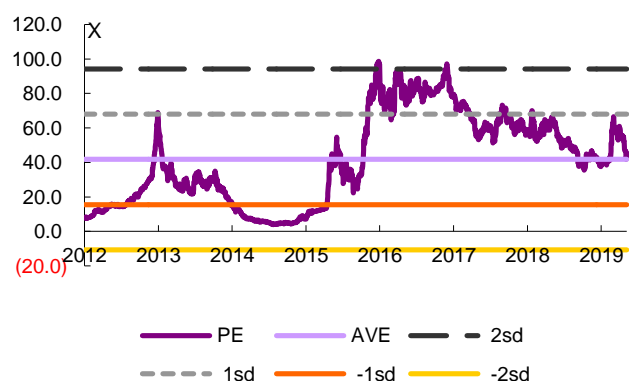
表 4：分业务毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合利润率	19%	27%	38%	40%	41%
金融数据毛利率	-31%	-22%	-20%	-20%	-20%
互联网广告毛利率	-16%	-7%	-5%	-5%	-5%
金融电子商务毛利率	91%	91%	91%	91%	91%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

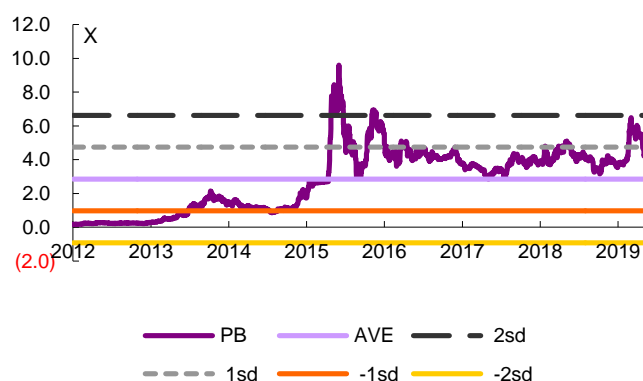
基于以上假设，2019-2021 年公司手续费及佣金收入分别为 17、23、28 亿，利息净收入分别为 9、12、15 亿，金融电子商务收入分别为 14、19、24 亿。预计 2019-2021 年公司收入分别为 42、56、70 亿，净利润分别为 16、22、28 亿。未来三年净利润复合增速 42%。

图 17：Forward PE Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）

图 18：Forward PB Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）

表 5：行业平均估值

证券代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600570.SH	恒生电子	83.49	1.04	1.42	1.82	80	59	46
600588.SH	用友网络	24.02	0.32	0.34	0.44	75	70	54
002410.SZ	广联达	27.36	0.39	0.42	0.56	70	65	49
002153.SZ	石基信息	29.58	0.43	0.52	0.63	68	57	47
行业平均						73	63	49

资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）



**投资建议：**

公司当前估值 51x 2019 年 PE, 基本处于历史均值水平。我们认为, 2019 年以来股市表现强劲, 市场成交活跃, 风险偏好提升, 公司估值有望提升。结合同业估值及公司历史估值, 给予公司 60x 2019 年 PE, 对应目标价 18.87 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**证券市场大幅波动；行业竞争加剧；经营管理风险；监管风险

**业绩预测和估值指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,547	3,123	4,232	5,574	7,030
营业收入增长率%	8%	23%	35%	32%	26%
净利润（百万元）	637	959	1,626	2,184	2,754
净利润增长率%	-11%	51%	70%	34%	26%
EPS（元）	0.12	0.19	0.31	0.42	0.53
ROAE（加权）	4.34%	6.11%	9.39%	11.20%	12.37%
P/E	130	86	51	38	30
P/B	5.6	5.3	4.8	4.3	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 10 日

**5.2、同花顺：技术为本，深耕金融信息服务**

◆**公司简介：**同花顺是国内领先的互联网金融信息服务提供商，为包括券商、公募基金、私募基金、银行、保险、政府、研究机构、上市公司在内的机构客户提供软件产品、系统维护、金融数据、智能推广等服务，同时为个人客户提供金融资讯和投资理财分析工具。

2018 年公司实现营收 13.87 亿元，同比减少 1.62%，归母净利 6.34 亿元，同比减少 12.64%，主要原因在于受国内资本市场持续低迷影响，投资者对于金融信息服务的需求下降。

2019 年一季度，公司实现收入同比增长 20.5%至 2.87 亿，归母扣非净利润同比增长 48%至 0.97 亿元。主要是得益于国内资本市场行情好转，市场交投活跃，投资者对证券金融资讯及服务的需求增加。

◆**公司业务介绍：**公司主营业务包括增值电信服务、软件销售及维护、广告及互联网业务推广、基金销售等板块。

(1) 增值电信业务：增值电信业务是公司第一大业绩来源，2018 年营收占比达到 59%，主要是为投资者提供金融资讯及数据服务和手机金融信息服务。人均收入水平提升、持续增长的证券投资者、以及互联网理财用户为公司业务发展提供广阔的发展空间。2019 年以来股市表现强劲，市场成交活跃，公司增值电信业务有望显著受益。

(2) 广告及互联网业务推广：此外，公司凭借免费服务（同花顺免费版，免费为用户提供行情数据、券商研报、交易接口等服务）及财经门户网站积累起大量用户资源，并借此为合作方提供广告及互联网推广服务。目前同花顺与 50 家券商合作，帮助其导流开户。广告及互联网业务推广业务 2018

年收入占比 23%，为公司第二大收入来源。2019 年以来新开户数量显著回升，根据中国结算数据，2019 年 1-3 月新增投资者 404.5 万户，同比增长 15%。截至 2019 年 3 月末，累计投资者达到 1.5 亿。随着新开户投资者数量提升，公司广告及互联网推广服务收入有望同比提升。

(3) 基金销售及其他业务：公司 2012 年取得基金代销牌照，并通过旗下同花顺基金销售公司开展基金代销业务。根据 Wind 数据显示，截至 2019 年 4 月 20 日，同花顺代销基金 3,940 只，覆盖基金公司 112 家，排名位居代销机构第五位。基金销售及其他交易手续费等业务 2018 年收入占比达到 7.25%。

◆**公司竞争优势：**公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商，也是最大的网上证券交易系统供应商之一。公司深耕金融信息服务行业二十余年，在产品、客户、商业模式、品牌、技术、数据等方面建立了显著的竞争优势。

(1) 产品方面，公司拥有完整的产品及服务体系，产品结构合理，品种多样，有效满足不同用户的需要，提供产品和服务内容主要包括网上行情及交易系统开发及服务、金融资讯与数据服务、手机金融信息服务、基金销售服务、保险经纪服务等。经过多年积累，公司产品具备较好用户的体验度和较强用户黏性。

(2) 客户方面，公司业务覆盖各类机构客户，其中券商覆盖率达到 90% 以上。同时，公司积累了海量个人用户，截至 2018 年末，同花顺金融服务网注册用户 4.4 亿人，同花顺网上行情免费版日均用户 1,057 万人，周活跃用户 1,335 万人。根据易观千帆数据，同花顺炒股手机 APP 月活用户数常年保持行业第一，竞争优势显著。庞大的用户流量为公司付费服务及基金代销业务提供了良好客户基础。

(3) 技术方面，同花顺重视研发投入，每年研发经费在营收中的占比均超过 15%，2018 年这一比例达到 28.56%。高投入带来高产出，公司在移动互联网、云计算、大数据、智能搜索等领域位于行业领先地位，具有明显的先发优势，支持公司不断推出新的产品及服务，进一步提升公司竞争力。

(4) 数据资源方面，公司拥有涵盖互联网用户数据、新闻资讯、宏观经济数据、行业经济数据、企业研究报告、企业信息等内容的综合数据，以及交易所、第三方机构、高校等提供的授权数据，并依靠强大的技术能力，对数据进行快速处理并及时提供给用户，从而提高客户粘性。

#### 盈利预测：

基于以下假设：

(1) 随着市场环境好转，投资者对于金融资讯及信息服务需求提升，预计 2019-2021 年公司增值电信业务收入同比分别增长 40%、25%、20%。

(2) 2019 年以来股市表现强劲，新增投资者数量显著提升，公司广告及互联网推广业务有望显著收益。预计 2019-2021 年公司广告及互联网推广业务收入同比分别增长 35%、15%、10%。

(3) 预计公司软件销售及维护业务保持稳健增长，预计 2019-2021 年公司软件销售及维护业务收入同比分别增长 5%、5%、5%。

(4) 随着市场环境好转，以及人均可支配收入提升，预计 2019-2021 年公司基金销售及其他业务收入同比分别增长 15%、15%、15%。

表 6：公司分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,410	1,387	1,885	2,272	2,648
增值电信	860	823	1,204	1,505	1,807
软件销售及维护	147	143	154	162	170
广告及互联网业务推广	315	320	425	489	538
基金销售及其他交易手续费	88	101	101	116	134

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

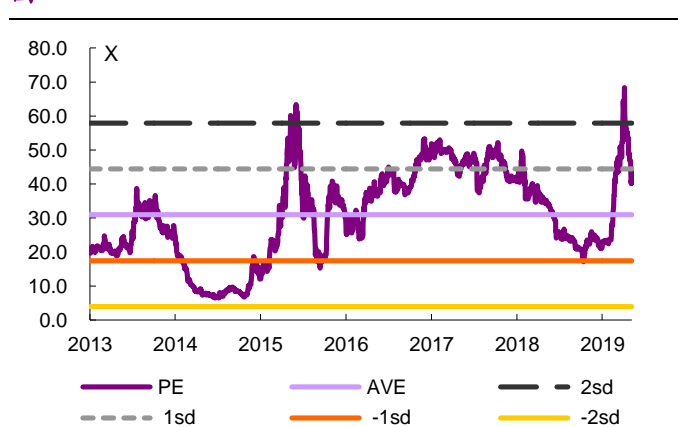
表 7：分业务毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	90%	89%	90%	90%	90%
增值电信毛利率	89%	88%	88%	88%	88%
软件销售及维护毛利率	87%	85%	85%	85%	85%
广告及互联网业务推广毛利率	98%	97%	98%	98%	98%
基金销售及其他交易手续费等其他业务毛利率	74%	85%	87%	89%	89%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

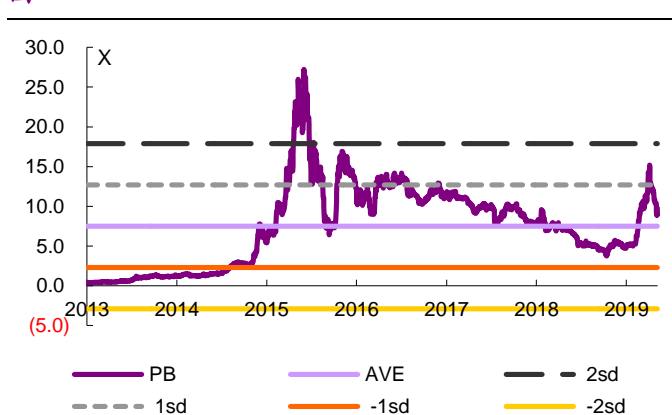
基于以上假设，预计 2019-2021 年公司增值电信业务收入分别为 12、15、18 亿，广告及互联网推广业务收入分别为 4.3、4.9、5.4 亿，软件销售及维护业务收入同比分别为 1.5、1.6、1.7 亿，基金销售及其他业务收入分别为 1.0、1.2、1.3 亿。预计 2019-2021 年公司收入分别为 19、23、27 亿，净利润分别为 9.6、12.0、13.9 亿。未来三年净利润复合增速 30%。

图 19：Forward PE Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）

图 20：Forward PB Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）

表 8：行业平均估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600570.SH	恒生电子	83.49	1.04	1.42	1.82	80	59	46
600588.SH	用友网络	24.02	0.32	0.34	0.44	75	70	54
002410.SZ	广联达	27.36	0.39	0.42	0.56	70	65	49
002153.SZ	石基信息	29.58	0.43	0.52	0.63	68	57	47
行业平均						73	63	49

资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截至 2019 年 5 月 10 日）

**投资建议：**

公司当前估值 48x 2019 年 PE，高于历史均值，但距离前期高点仍有较大空间。我们认为，2019 年以来股市表现强劲，投资者新开户数快速增加，风险偏好提升，公司估值有望提升。给予公司 55x 2019 年 PE，对应目标价 98.46 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**行业景气下降；竞争加剧；产品销售不及预期；互联网系统与数据安全风险；经营管理风险；监管风险

**业绩预测和估值指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,410	1,387	1,893	2,283	2,657
营业收入增长率%	-18.69%	-2%	36%	21%	16%
净利润（百万元）	726	634	962	1,197	1,389
净利润增长率%	-40.11%	-13%	52%	24%	16%
EPS（元）	1.35	1.18	1.79	2.23	2.58
ROAE（加权）	22.90%	19%	19%	22%	20%
P/E	64	73	48	39	33
P/B	14.7	13.9	9.0	8.5	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 10 日

**5.3、银之杰：牌照资源优势，金融生态布局**

◆**公司简介：**公司主营业务涵盖金融信息化服务、移动商务服务、电子商务三大业务领域，并凭借技术、资源优势，积极布局金融科技领域，投资发展个人征信、互联网保险、证券等金融服务机构，构建以金融科技为基础的综合金融生态服务体系，为国内金融机构、互联网金融企业、个人消费者提供全面的创新金融科技服务。

2018 年公司实现收入同比增长 13% 至 13 亿；归母净利润为 3,575 万，同比增长 61%；扣非净利润为 120 万，同比下降 93%。公司传统主业稳健发展，其中金融信息化业务收入增长 243%，移动信息服务收入下降 4%，电子商务业务收入下降 10%。扣非净利润大幅下降主要是因为公司投资的

东亚前海证券、易安保险、华道征信因业务开展初期尚未实现盈利，合计对公司投资收益的影响为-5,217 万元。此外，公司出售房地产收入 3,546 万元。

2019 年一季度，公司实现收入同比下降 9%至 2.55 亿，，归母扣非净利润同比下降 52%至-0.27 亿。公司 2019 年第一季度业绩亏损，主要受公司投资的易安财产提取未到期责任准备金大幅增加而导致的暂时性核算亏损影响，2019 年一季度易安保险对公司投资损益的影响为-2,463 万，2018 年同期影响为-1,207 万元。

#### ◆公司业务介绍：

**深耕金融 IT 及移动商务，传统主业稳健发展：**公司在金融信息化领域已有 20 年行业经验，全资子公司亿美软通在移动商务服务领域也有长达 17 年的行业经验积累，使得公司在图像处理、模式识别、机器视觉、工作流引擎技术，以及大数据分析处理、互联网应用等技术领域具有行业领先地位。

(1) 在金融信息化业务领域，公司主要为银行等金融行业客户提供与支付结算、风险防控、业务流程再造、自助服务等业务相关的软件产品、软件开发、金融专用设备和技术服务。随着银行等金融机构正逐步由传统的业务服务模式向信息化、网络化、智能化方向发展，金融信息化产品市场空间广阔。公司的客户基础、技术与服务能力、核心产品市场占有率在国内同行业中居于领先地位。公司金融信息化产品和服务在国内银行业已得到广泛应用，覆盖超过 8 万个银行营业网点，约占全国银行业金融机构营业网点总数的 40%。

(2) 在移动商务服务领域，公司全资子公司亿美软通为企业短、彩信服务及移动商务解决方案。亿美软通移动商务通讯、企业流量服务、移动营销方案、全场景大数据服务分别在短彩信应用、流量及新媒体营销以及大数据风控领域为企业提供产品和服务。随着经济持续增长和移动互联网发展，B2C 的短信业务保持稳定的增长，带动公司的移动信息服务业务保持增长。目前，亿美软通业务服务覆盖超过 7 亿手机用户，已拥有包括阿里巴巴、支付宝、中信银行、招商证券、京东金融等众多国内外知名客户。亿美软通已在全国建立七大直营分公司，销售和服务网络覆盖 31 个省、市、自治区，成为目前中国移动商务服务领域产品线齐全、营销覆盖广泛、服务与技术经验丰富的领先的移动商务服务商。

(3) 在电子商务服务领域，公司通过控股子公司科安数字提供跨境电子商务服务，主要经营产品包括家居安防产品、智能家居附件等，通过线上第三方平台，如 Amazon、Ebay 和自营平台，以 B2C 的业务模式向家庭、企业、商铺等客户提供产品销售。科安数字的产品服务区域已覆盖美国、英国、德国、法国、澳大利亚、西班牙和俄罗斯等 30 多个国家和地区，是北美、澳洲及欧洲等地区家居安防在线市场的领先品牌。

**布局金融科技生态，获稀缺牌照资源：**公司通过投资东亚前海证券、易安保险、华道征信等金融机构和金融服务机构，布局互联网生态、个人征信、证券业务，并取得相关牌照，逐步构建了以金融科技为基础的综合金融生态服务体系。截至 2018 年底，公司分别持有东亚前海证券 26%、易安财



产保险 15%、华道征信 38%的股权，并通过华道征信持有百行征信有限公司 8%的股权比例。

**(1) 互联网保险业务：**易安保险是公司和光汇石油等 7 家公司共同发起设立的财产保险公司，注册资本人民币 10 亿元。公司出资 1.5 亿元，持股比例 15%。2016 年 2 月，易安保险经中国保监会批准正式开业运营，是目前国内四家经中国保监会批准开展互联网保险的财产保险公司之一。易安保险的营业范围包括与互联网交易直接相关的企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险、短期健康/意外伤害保险。

**(2) 个人征信业务：**2013 年 12 月，公司投资设立了华道征信。华道征信确定了与中国人民银行金融基础信用信息数据库差异化、互补性发展的路线，充分利用互联网、大数据、统计挖掘分析等技术手段，构建以消费信贷信息共享平台、征信服务云平台、个人信用评分为核心的产品和服务体系。2017 年，华道征信与其他发起人共同发起设立百行征信有限公司。2018 年 2 月 22 日，百行征信经中国人民银行批准获得个人征信机构设立许可。目前，公司持有华道征信 38.1%的股权，并通过华道征信持有百行征信有限公司 8%的股权比例。

**(3) 证券业务：**2016 年 4 月，公司参与发起设立东亚前海证券有限责任公司。东亚前海证券由东亚银行与公司及其他出资人共同在深圳前海申请设立的中外合资经营的外资参股证券公司。2017 年 6 月，经中国证监会批准东亚前海证券获批筹建。公司使用自有资金出资 39,150 万元，出资后占东亚前海证券注册资本的 26.1%。2017 年 12 月 4 日，东亚前海证券获得中国证监会颁发的《经营证券期货业务许可证》，可以正式对外开展业务。

目前公司在金融科技创新领域形成了相对完整的业务布局，以金融 IT、征信、大数据、支付技术为基石，通过整合资源、协同创新向客户提供软件开发、系统运维、数据分析服务、金融中介等综合服务的战略业务格局，为公司以金融科技为核心的业务发展打造广阔的发展空间。

### 盈利预测：

基于以下假设：

- (1) 预计随着银行金融 IT 需求增多，2019-2021 年公司金融软件开发与服务业务收入同比分别增长 60%、20%、15%。
- (2) 预计随着公司金融专用设备产品业务调整，公司金融专用设备收入 2019-2021 年同比分别增长-20%、18%、16%。
- (3) 预计公司短彩信通讯业务收入保持稳健增长，2019-2021 年同比分别增长 18%、17%、16%。
- (4) 预计公司移动互联网业务收入保持快速增长，2019-2021 年同比分别增长 45%、28%、26%。
- (5) 预计公司征信技术开发与服务业务于 2019 年开始贡献收入 3,000 万，2020-2021 年收入同比分别增长 130%、60%。
- (6) 预计公司电子商务业务 2019-2021 年同比分别增长 6%、6%、6%。

表 9：公司分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,148	1,299	1,453	1,708	1,983
金融软件开发与服务	47	52	83	99	114
金融专用设备	42	254	204	240	279
短彩信通讯服务	447	520	614	718	833
移动流量业务	115	10	-	-	-
移动互联网应用服务	73	83	121	154	194
电子商务	418	376	399	423	448
征信技术开发与服务	-	-	30	69	110
其他	4	4	4	4	4

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 10：分业务毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	33%	32%	35%	35%	36%
金融软件开发与服务	34%	47%	47%	47%	47%
金融专用设备	40%	36%	44%	41%	40%
短彩信通讯服务	25%	21%	20%	20%	20%
移动流量业务	-3%	11%	0%	0%	0%
移动互联网应用服务	74%	77%	77%	77%	77%
电子商务毛利率	43%	33%	33%	33%	33%
征信技术开发与服务毛利率	-	-	75%	75%	75%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

此外，我们假设公司投资收益在 2019-2021 年保持不变。基于以上假设，预计 2019-2021 年公司收入分别为 14.5、17.1、19.8 亿，净利润分别为 4,170、6,676、9,620 万。

**投资建议：**我们对公司采用分部估值。对于公司传统主业，我们剔除公司出售房地产收入，以及因投资东亚前海证券、易安保险、华道征信及百行征信产生的投资亏损，预计 2018-2021 年公司传统主业净利润分别为 0.53 亿、0.94 亿、1.19 亿及 1.48 亿，据此测算公司 2019-2021 年传统主业净利润 CAGR 为 41%。我们结合同业 PEG 情况，给予公司传统主业 2.7x 2019 年 PEG，对应目标市值 102.9 亿。

表 8：同业估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				19-21 cagr	PEG 19E
			18A	19E	20E	21E		
600570.SH	恒生电子	83.49	1.04	1.42	1.82	2.43	33%	1.81
600588.SH	用友网络	24.02	0.32	0.34	0.44	0.56	20%	3.47
002410.SZ	广联达	27.36	0.39	0.42	0.56	0.73	23%	2.83
002153.SZ	石基信息	29.58	0.43	0.52	0.63	0.75	20%	2.86
行业平均								2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们认为，公司投资东亚前海证券股权可贡献目标市值 10.4 亿，易安保险可贡献目标市值 7.5 亿，华道征信及百行征信可贡献目标市值 8.1 亿。

综合公司传统主业估值情况，以及公司投资的东亚前海证券、易安保险、华道征信及百行征信价值，我们认为可以给予公司 129 亿目标市值，对应目标价 18.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**传统业务竞争加剧；公司投资的东亚前海证券、易安保险、华道征信及百行征信业务发展仍处于早期，发展速度可能不及预期，导致投资亏损拖累业绩；经营管理风险；监管风险

#### 业绩预测和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,148	1,299	1,405	1,657	1,924
营业收入增长率%	22%	13%	8%	18%	16%
净利润（百万元）	22.24	35.75	41.86	63.57	88.23
净利润增长率%	-72%	61%	17%	52%	39%
EPS（元）	0.03	0.05	0.06	0.09	0.125
ROAE（加权）	1.68%	2.65%	3.00%	4.36%	5.71%
P/E	488	304	259	171	123
P/B	8.2	8.0	7.8	7.5	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 10 日

## 5.4、金证股份：金融 IT 龙头，有望受益于行业需求提升

◆**公司简介：**公司是金融 IT 龙头，主要服务于证券、基金、银行、期货、保险、信托、综合金融等领域客户。同时公司还涉及硬件销售、智慧城市等业务。公司的软件业务主要是按照产品化或定制项目的模式向客户销售，同时按功能升级收取软件升级费用，按年收取软件维护费用。公司硬件销售业务主要是作为代理商，进行网络、安全等硬件产品的增值分销。2018 年公司商品销售、系统维护及技术服务、定制软件业务收入占比分别为 65%、12%、10%，是公司最主要的收入来源。

2018 年收入同比增长 16%至 49 亿，净利润为-1.16 亿。2018 年公司商品销售、系统维护及技术服务、定制软件业务收入同比分别增长 18%、36%、-20%，整体业务规模保持稳步增长。公司净利润为负主要是因收购联龙博通形成的商誉计提减值金额 24,095.19 万元，以及眉山市基础设施建设项目（BT 项目）的应收账款回收存在重大不确定性，未能得到甲方眉山市城市发展投资有限责任公司确认的金额为 7,180.25 万元。

#### ◆公司业务介绍：

**证券 IT 业务：**主要为券商经纪业务、自营业务、投资咨询业务、资产管理业务等核心业务提供相关技术解决方案。产品包括集中交易、融资融券、转融通、账户、快速订单、股票期权、券商 OTC、客户关系管理、券商资产管理等。

**资管 IT 业务：**主要是面向公募基金、信托、券商资管、保险资管、期货资管、私募资管、第三方理财及第三方支付在内的大资产管理行业客户提供技术解决方案及产品。主要收入来源于用户的业务系统新增或升级采购、已上线系统维护服务与新增改造需求等。公司在资管 IT 业务领域推行产品标准化与产品创新策略。

**银行 IT 业务：**主要是为银行提供手机银行和手机支付解决方案，同时为银行提供综合理财平台，以及为银行提供卡及支付领域的技术解决方案。

**综合金融 IT 业务：**主要专注于场外各类要素交易市场，为泛金融市场提供一体化整体解决方案和金融云服务，并为金融行业提供监管和数据应用解决方案。随着监管机构对金融行业监管力度加强，金融监管和数据应用产品迎来新的机遇。

◆**公司竞争优势：**公司是国内最大的金融证券软件开发商和系统集成商之一，在核心技术、核心团队、企业资质、业务协同等方面已取得一定的领先优势。公司在金融各细分领域拥有丰富产品线储备，能提供多元的 IT 服务，产品可满足证券、基金、银行、保险、信托、期货、交易所等多类机构需求。

公司技术积累丰富，致力于推动金融证券领域的 IT 技术发展。公司连续十几年跻身中国软件百强，具备国家计算机信息系统集成一级等资质，并且通过 CMMI5 级认证。公司研发团队实力雄厚，目前拥有研发人才超过 2000 人。2018 年，公司研发投入 6.2 亿，占收入比例达到 12.7%。

#### 盈利预测：

(1) 预计公司商品销售收入维持稳定增长，预计 2019-2021 年收入同比分别增长 20%、17%、15%。

(2) 随着金融行业监管力度加强，预计公司定制软件业务收入恢复增长，预计 2019-2021 年收入同比分别增长 15%、14%、13%。

(3) 预计公司系统集成业务整体保持稳定，预计 2019-2021 年收入同比分别增长 3%、3%、3%。

表 9：公司分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,228	4,891	5,791	6,739	7,742
自制软件销售	112	159	191	229	274
系统集成	223	226	233	240	247
定制软件	583	468	538	614	693
系统维护及技术服务	444	602	752	925	1,120
建安工程	138	124	128	131	135
商品销售	2,693	3,175	3,810	4,457	5,126
其他	36	137	140	142	145

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 10：分业务毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	26%	23%	24%	24%	25%
自制软件销售毛利率	95%	93%	92%	91%	90%
系统集成毛利率	12%	13%	14%	14%	15%
定制软件毛利率	83%	74%	74%	74%	74%
系统维护、技术服务 毛利率	57%	61%	62%	63%	64%
建安工程毛利率	17%	15%	14%	14%	14%
商品销售毛利率	7%	6%	5%	5%	5%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

基于以上假设，预计 2019-2021 年公司商品销售收入分别为 38、45、51 亿，定制软件业务收入分别为 5.4、6.1、6.9 亿，系统集成业务收入分别为 2.3、2.4、2.5 亿。预计 2019-2021 年公司收入分别为 58、67、77 亿，表净利润分别为 2.1、2.9、4.1 亿。

表 11：同业估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				19-21 cagr	PEG 19E
			18A	19E	20E	21E		
600570.SH	恒生电子	83.49	1.04	1.42	1.82	2.43	33%	1.81
600588.SH	用友网络	24.02	0.32	0.34	0.44	0.56	20%	3.47
002410.SZ	广联达	27.36	0.39	0.42	0.56	0.73	23%	2.83
002153.SZ	石基信息	29.58	0.43	0.52	0.63	0.75	20%	2.86
行业平均								2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**投资建议：**公司当前估值 2.56x 2019 年 PEG，低于行业均值 (2.7x)。我们认为，随着金融行业监管力度加强，以及潜在金融科技相关政策出台，公司作为金融 IT 龙头，估值有望提升。结合行业平均估值，给予公司 2.7x 2019 年 PEG，对应目标价 22.94 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**应收账款坏账风险；政策风险；行业技术升级风险；商誉进一步减值风险；经营管理风险；监管风险

业绩预测和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,228	4,891	5,791	6,739	7,742
营业收入增长率%	15%	16%	18%	16%	15%
净利润 (百万元)	132	-116	208	294	414
净利润增长率%	-44%	-188%	-278%	42%	41%
EPS (元)	0.13	(0.12)	0.21	0.29	0.41
ROAE (加权)	6.99%	-7.16%	11.32%	13.83%	16.28%
P/E	165	-188	105	74	53
P/B	11.6	13.4	11.9	10.3	8.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 10 日



## 6、风险分析

**市场大幅波动风险。**若市场受宏观经济、流动性、政策等因素影响出现大幅波动，可能对经纪业务、融资融券业务产生影响。此外，若证券市场大幅波动，投资者对于基金的需求减弱，基金销售业务收入可能受到影响。

**监管风险。**若监管机构对金融科技监管政策趋严，可能导致金融科技业务发展受到影响，从而影响相关公司业务发展及业绩表现。

**行业竞争加剧风险。**若监管机构对牌照监管放开，可能导致行业竞争加剧，以及牌照价值下降。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
300059.SZ	东方财富	16.04	0.19	0.31	0.42	86	51	38	5.3	4.8	4.3	买入	首次
300085.SZ	银之杰	15.37	0.05	0.06	0.09	304	260	163	8.0	8.0	7.9	买入	首次
300033.SZ	同花顺	86.48	1.18	1.79	2.23	73	48	39	13.9	9.0	8.5	增持	首次
600446.SH	金证股份	21.71	-0.12	0.21	0.28	-	105	79	13.4	11.9	10.3	增持	首次

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月10日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告