

东方财富（300059.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 26.42
总市值 4175.43亿
PE-TTM 37.54
PB-MRQ 4.88

估值结果

价值 2032亿
DDM估值 上行空间 -51%
状态 严重高估

价值 1650亿
动态估值 上行空间 -60%
状态 严重高估

四维评级

成长空间 ★★★★★
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

东方财富是A股中稀缺的互联网券商标的，通过互联网平台经营证券服务、基金代销等业务。

公司护城河较深，深厚的护城河主要来自于“行情软件+社区+资讯”三位一体的自有平台，各平台活跃度高且都具备独立模块引导客户开户，导流效果优秀，持续为东方财富获取个人开户资源，在过去十年间东方财富的市场份额实现快速提升。产业格局较好，头部券商通过线下营业部、线上互联网渠道把守住新开户入口，行业竞争格局常年保持稳定。成长空间中等，中国股基交易额预计保持稳定增长且东方财富的互联网优势为市场份额提升带来相对优势。盈利趋势稳健，东方财富证券经纪业务佣金费率基本稳定，市场份额持续提升，成本管理能力优秀，净利率稳中有升。

根据DDM估值，显示当前市值处于高估状态，主要因为我们为东方财富未来市场份额的提升相对市场来说更加谨慎。

我们区别于市场的观点

依靠互联网流量，市场认为东方财富在市场份额提升上仍有较大空间，因此给予东方财富更高估值，但结合东方财富开户佣金优势不断缩小且近年来市场份额提升速度不断趋缓的事实，我们对东方财富未来市场份额的提升更加谨慎。同时，证券经纪业务行业平均佣金费率持续下降，价格战或挤压东方财富证券经纪业务盈利空间。

风险提示

1、市场竞争风险。竞争对手实施超预期价格战或影响东方财富市场份额提升速度，挤压东方财富成长空间和盈利空间。2、金融深化程度不及预期风险。若居民财富中股票配置程度占比提升不及预期，财富管理业务成长空间降低，对东方财富估值造成负面影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

东方财富信息股份有限公司主营业务是证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务等。公司的主要产品是证券经纪服务、期货经纪服务、一站式互联网基金理财服务、专业化金融数据服务。

2. 业务介绍

对于东方财富公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

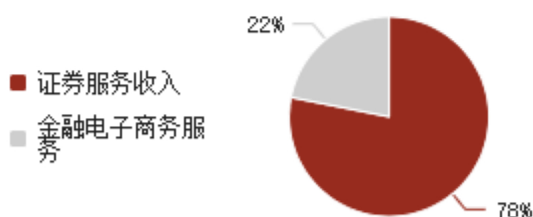
证券服务收入：

依托构建的互联网财富管理生态圈，通过拥有相关业务牌照的东方财富证券、东方财富期货等公司，为海量用户提供证券、期货经纪等服务。我们对该业务的竞争市场主要界定在中国国内。

金融电子商务服务：

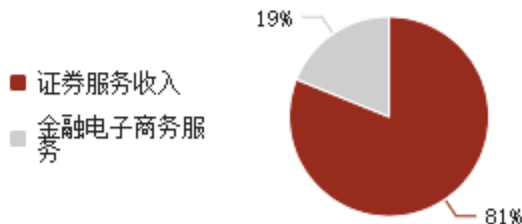
主要包含两项业务：一是通过天天基金为用户提供基金销售服务。二是以金融数据终端为载体，通过PC端、移动端，向用户提供专业化金融数据服务。我们对该业务的竞争市场主要界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

东方财富作为互联网券商，通过轻资产的互联网运营模式，针对个人投资者开展证券经纪、基金代销等财富管理业务，同时通过金融科技领域的研发投入，为客户实现更好的财富咨询服务体验。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司业务运营采用线下营业部与线上互联网双渠道模式，其中线下渠道需通过实体营业部开展业务，涉及固定资产配置，线上渠道以数字化平台为核心，主要依赖机器设备等硬件支持。鉴于线上渠道业务占比相对较高，整体资产配置强度处于中等强度。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司战略聚焦金融科技领域的技术突破与场景落地，公司研发投入提升推动技术成果的持续产出，2021年-2024年间公司研发费用率由5.53%持续攀升至9.85%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司依托“东方财富网+天天基金网”构建的流量护城河，通过自然流量转化实现用户增长，相较于传统券商依赖线下网点扩张与广告的营销模式，销售费用率更低，2020年-2024年，东方财富销售费用率分别为6.35%、4.98%、4.21%、4.22%、2.77%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

东方财富以个人投资者为核心客群构建业务生态，其核心业务证券经纪业务佣金收入中个人投资者贡献占比超过80%，形成显著的分散型客户结构特征。

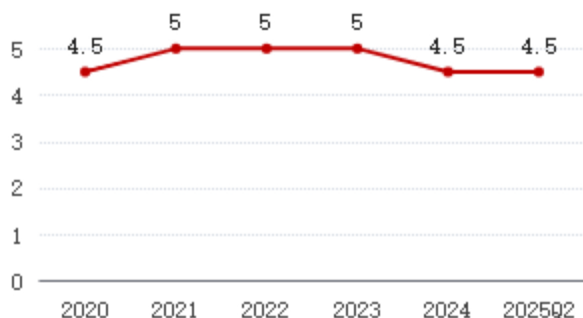
4. 历史经营绩效

东方财富盈利能力强，注重股东回报，成长能力和业务控制力在权益市场回暖基础上有所回升。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



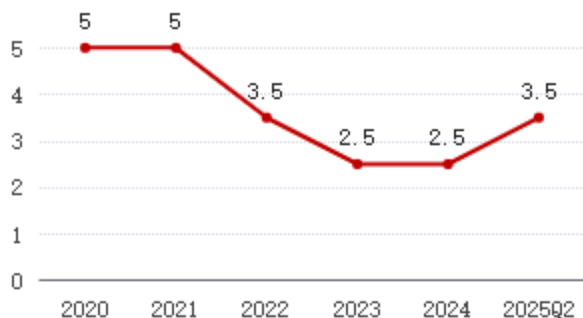
东方财富盈利能力星级长期处于高位。主要系公司业绩稳健增长，且公司核心盈利指标净利率远高于竞争对手，净利率优势来源于互联网券商人工成本低于传统券商。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



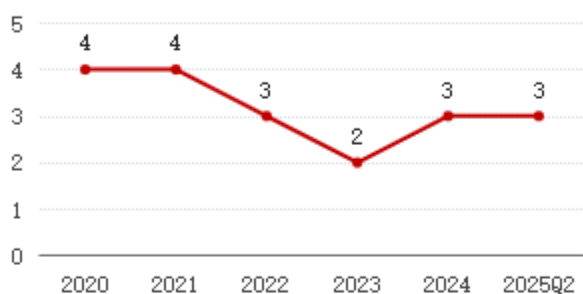
数据来源：公司财报，壹评级

东方财富成长能力自2021年以来有所下降，主要是市场份额提升速度放缓叠加A股市场成交量减少所致，2024Q4以来，A股成交热度上升，东方财富成长性提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



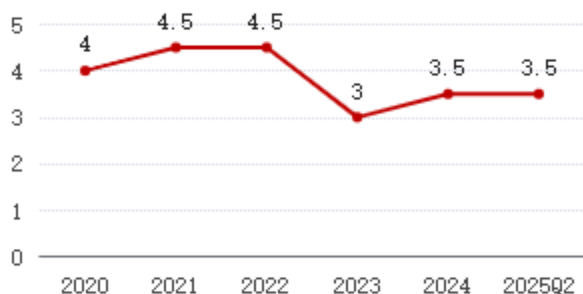
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游为个人投资者，且收费模式为交易时直接收取佣金收入，下游占款的现象基本不存在，业务控制力较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报星级常年处于较高区间。公司2020-2024年分红率分别为10.82%、10.30%、10.87%、7.71%、9.86%，除2023年公司经营绩效较差外，其他年份较为稳定。

5. 四维评级

公司护城河较深，成长空间较大，盈利趋势保持稳健，所处行业产业格局良好。

5.1 成长空间

★★★★☆

居民财富配置股票占比提升空间较大，公司成长星级较高。

证券服务收入(3.5星)：

美国股基交易额/GDP比值稳定在4左右，中国股基交易额/GDP比值从2006年的0.42提升至2024年的2.17，对标美国，中国股基交易额仍可以保持增长。假设2040年中国股基交易额/GDP达到3.5，GDP增长至231万亿，对应中国股基交易额为1621万亿元（年均复合增速6.56%），为证券服务收入提供较大成长空间。

金融电子商务服务(3.5星)：

金融电子商务服务（基金代销业务）与股票市场成长性相关度高，虽然当前基金代销业务面临申购费率价格战的问题，但当申购费率稳定后，基金代销业务收入在股市中长期向好的态势下增速有望保持稳定增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

东方财富收入增长稳定，成本管控优秀，整体盈利趋势较好。

证券服务收入(4星)：

证券服务业务收入端虽然佣金费率有下降风险，但股基交易额稳步增长，中长期驱动收入稳健提升，成本端管控能力强，销售、管理、财务、研发费用率合计值常年维持在30%左右。

金融电子商务服务(2星)：

基金代销行业竞争激烈，申购费率价格战严重，自2021年起，金融电子商务收入持续下降，盈利能力有所下降。

5.3 产业格局

★★★★☆

行业新进入者少且行业盈利能力较好，产业格局星级较高。

证券服务收入(4星)：

行业主要公司各自通过营业部+互联网渠道把守住相应开户入口且单个投资者最多开设三个沪A账户进一步加大客户粘性，行业竞争格局较稳定，CR5稳定在30%左右。公司市场份额处于二线梯队，但份额逐年提升。

金融电子商务服务(3.5星):

基金代销行业集中度中等，蚂蚁、招商银行、天天基金合计占30%市场份额，话语权较强，但近来基金代销市场价格战激烈且银行券商线下渠道销售效率竞争力强，行业竞争格局有所变差。

5.4 护城河

★★★★☆

东方财富具备A股券商公司中稀缺的互联网属性，护城河较深。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
证券服务收入	(4星) 证券服务业务由于互联网低人工成本优势赋予东方财富远高于竞争对手的盈利能力，经壹评级调整后超额ROIC较高，同时公司市占率处于二线龙头且不断提升中，业务控制力也处于行业前列，因此护城河宽度星级高。	(5星) 东方财富拥有资源优势、线上渠道、产品力三项护城河。资源优势和线上渠道的超额ROIC衰减速度较低，主要因为东方财富拥有的互联网渠道优势明显，并积累了大量客户资源，这些优势较难被对手复制，因此资源优势与线上渠道护城河持续性强。产品力护城河方面，公司在打造产品时更加注重融入互联网思维，产品贴近客户需求，客户粘性持续时间长，超额ROIC衰减速度慢，因此护城河持续性更好。
金融电子商务服务	(3星) 金融电子商务业务由于当前行业正上演申购费率价格战，经壹评级调整后ROIC相对证券服务收入业务低，但整体仍处于较高水平，同时公司此业务市占率处于行业前三，因此护城河宽度星级中等偏上。	(3星) 东方财富拥有线上渠道护城河，且该护城河的超额ROIC在显性期末下降较低，主要因为东方财富拥有的互联网渠道客户群体大，流量强，较难被对手复制，因此护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对东方财富采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在市值相较估值处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括证券服务和金融电子商务服务，分业务盈利预测并估值，各业务预测核心假设及逻辑如下：

证券服务：

收入假设：

1) 证券经纪业务：未来驱动力来自于股基交易额增长和公司市场份额提升。股基交易额的预测参照美国金融深化程度（股基交易额/GDP），预计2029年中国股基交易额达450万亿元左右，公司市场份额预计至2029年仍可提升4-5pct。

2) 两融业务：未来驱动力来自于行业两融余额增长及公司市场份额提升。预计行业两融业务余额将保持增长（2025-2029年复合增速7%左右），公司两融业务市占率预计至2029年仍可提升2.5-3pct。

盈利能力假设：公司成本主要来自于较为稳定的人力成本，净利率有望维持稳定。

电子金融商务服务：

基金代销业务收入假设：驱动力主要来自于行业规模提升以及申购费率变化，当前申购费率竞争激烈，预计2026年前后申购费率或将稳定，伴随行业基金规模稳步增长，基金代销收入2025年-2029年复合增长达4.5%。

盈利能力假设：基金代销业务的成本相对固定，盈利能力取决于收入端，预计盈利能力在2025年-2029年将呈现触底回升态势。

表2：公司整体业绩预测

东方财富	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	124.9	110.8	116.0	153.6	169.9	156.0	178.5	194.9
归母净利润(亿)	84.7	81.5	95.6	112.7	121.6	112.3	125.7	135.6
归母净利润增速(%)	-0.5	-3.8	17.3	17.9	7.9	-7.6	11.9	7.9
经营性净利润(亿)	74.5	62.8	68.6	88.2	98.1	87.4	99.5	108.0
经营性净利润增速(%)	-1.3	-15.7	9.2	28.6	11.2	-10.9	13.8	8.6
经营性归母净利润(亿)	74.5	62.8	68.6	88.2	98.1	87.4	99.5	108.0
经营性归母净利润增速(%)	-1.3	-15.7	9.2	28.6	11.2	-10.9	13.8	8.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

证券服务收入	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	77.7	71.2	83.9	121.2	136.7	120.1	140.9	154.2
收入增速(%)	1.9	-8.4	17.9	44.5	12.7	-12.2	17.4	9.4
经营性净利润(亿)	54.6	49.9	60.8	80.8	90.9	80.1	92.2	101.0
经营性净利率(%)	70.2	70.1	72.5	66.6	66.5	66.7	65.4	65.5
经营性净利润增速(%)	7.5	-8.6	22.0	32.8	12.6	-11.9	15.1	9.5
金融电子商务服务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.1	39.6	32.1	32.3	33.2	35.9	37.6	40.7
收入增速(%)	-13.8	-15.9	-18.9	0.6	2.7	8.3	4.5	8.4
经营性净利润(亿)	20.0	12.9	7.7	7.4	7.2	7.4	7.3	7.0
经营性净利率(%)	42.3	32.6	24.1	23.0	21.6	20.5	19.4	17.3
经营性净利润增速(%)	-19.3	-35.3	-40.0	-4.2	-3.4	2.7	-1.0	-3.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
证券服务收入	9.9%	中等	较好	强	8.3%	17.16	98.1
金融电子商务服务	7.1%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	7.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
证券服务收入(亿)	321.1	1225.5	1546.6	-	-	-	1546.6
金融电子商务服务 (亿)	22.8	81.0	103.8	-	-	-	103.8
公司整体测算(亿)	344.0	1306.4	1650.4	-	-	-	1650.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
证券服务收入(亿)	916.5	1025.0	1941.5	-	-	-	1941.5
金融电子商务服务 (亿)	42.2	48.0	90.2	-	-	-	90.2
公司整体测算(亿)	958.7	1073.0	2031.7	-	-	-	2031.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。公司业绩与权益市场高度相关，中短期公司业绩预测难度较大，且公司部分关键数据披露详细程度较低，对业务预测形成一定障碍。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。