

东方证券 (600958.SH) 手续费型业务承压，自营投资逆势增长

2023 年 11 月 20 日

——东方证券 2023 三季报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

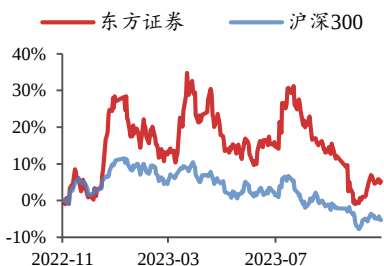
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/11/17
当前股价(元)	8.99
一年最高最低(元)	12.12/8.00
总市值(亿元)	763.85
流通市值(亿元)	671.51
总股本(亿股)	84.97
流通股本(亿股)	74.69
近 3 个月换手率(%)	44.96

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《投资业务驱动净利润高增，减值计提构成一定拖累——东方证券 2023H1 点评》-2023.8.31

《自营驱动一季报高增，全年盈利增速有望领跑——东方证券 2023 一季报点评》-2023.4.28

《自营驱动业绩同比高增，受益于居民投资意愿改善——公司信息更新报告》-2023.4.10

● 手续费型业务承压，自营投资逆势增长，估值具有安全边际

2023 前三季度公司营业总收入/归母净利润为 137.0/28.6 亿元，同比+14%/+43%，业绩符合我们预期。前三季度年化 ROE 4.9%，较 2022 年+0.6pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.4 倍，较年初+7%。受市场影响，三季度公司手续费型业务承压，投资业务环比逆势增长。考虑股债市疲弱，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 39.9/49.6/62.3 亿（调前 42.5/50.3/63.1），同比+32%/+24%/+25%，对应 EPS 为 0.5/0.6/0.7 元。基金产品端降费政策靴子落地，关注行业竞争带来的费率下降幅度，公司旗下基金具有较强品牌价值，具有较强竞争力。10 月公司拟回购 2.5-5 亿元股份，彰显管理层对公司的信心，具有积极信号意义。当前股价对应 2023-2025 年 PB 1.0/0.9/0.9 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

● 偏股基金表现不佳，东证资管和汇添富规模下降

(1) 三季度公司资管业务收入 4.7 亿，同比-28%，环比-15%，预计东证资管公募业务贡献为主。期末东证资管非货/偏股 AUM(Wind 口径)1705/1239 亿，同比-13%/-17%，环比-5%/-7%。(2) 三季度对联营企业和合营企业的投资收益 1.3 亿元，同比-48%，环比-7%，预计主要为汇添富贡献。期末汇添富非货/偏股 AUM(Wind 口径)4679/2618 亿，同比-11%/-10%，环比-2%/-4%。偏股基金净值表现不佳，公募基金规模承压叠加降费政策，预计公司旗下基金公司利润贡献承压。

● 经纪、投行收入同环比下降，自营投资环比逆势增长

(1) 前三季度经纪业务净收入 21.6 亿，同比-7%，单三季度 6.9 亿，同比-9%，环比-11%。2023Q3 市场日均股票成交额同比-13%，环比-21%。(2) 前三季度投行收入 11.9 亿，同比-13%，单三季度 4.5 亿，同比-11%，环比-1%。前三季度 IPO 承销规模 59 亿，同比-10%，完成 5 单 IPO 项目，同比持平。(3) 前三季度自营投资收益 24 亿，同比+71%，单三季度 9 亿，同比-10%，环比+146%，三季度股债市走弱环境下，公司自营投资逆势增长。期末金融资产规模为 1112 亿，同比+13%，环比+5%。

● 风险提示：市场波动风险；财富管理、资产管理增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,370	18,729	19,585	20,949	23,212
YOY(%)	5.3	-23.2	4.6	7.0	10.8
归母净利润(百万元)	5,372	3,011	3,988	4,964	6,227
YOY(%)	97.3	-44.0	32.5	24.5	25.4
毛利率(%)	25.6	17.0	22.7	26.9	31.0
净利率(%)	22.0	16.1	20.4	23.7	26.8
ROE(%)	8.6	4.3	5.1	6.1	7.3
EPS(摊薄/元)	0.77	0.35	0.47	0.58	0.73
P/E(倍)	11.7	25.4	19.2	15.4	12.3
P/B(倍)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	233,108	256,677	272,045	309,986	353,078
现金	90,556	121,862	111,490	131,008	143,718
应收票据及应收账款	1,012	908	4,457	134	4,953
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	141,540	133,906	156,099	178,843	204,407
非流动资产	93,492	111,390	107,296	124,749	145,114
长期投资	6,554	6,242	6,533	6,999	7,673
固定资产	2,040	1,953	1,968	1,983	1,998
无形资产	251	246	266	286	306
其他非流动资产	84,647	102,949	98,529	115,480	135,137
资产总计	326,600	368,067	379,341	434,735	498,192
流动负债	187,470	223,199	219,454	254,464	296,469
短期借款	559	1,172	820	984	1,181
应付票据及应付账款	1,253	1,185	1,285	1,385	1,485
其他流动负债	185,659	220,842	217,348	252,094	293,802
非流动负债	74,986	67,470	79,775	96,883	114,209
长期借款	-0	837	837	837	837
其他非流动负债	74,986	66,633	78,938	96,046	113,372
负债合计	262,457	290,669	299,229	351,347	410,678
少数股东权益	16	12	12	13	13
股本	6,994	8,497	8,497	8,497	8,497
资本公积	28,353	39,535	39,535	39,535	39,535
留存收益	13,129	13,132	20,793	24,069	28,195
归属母公司股东权益	64,127	77,386	80,100	83,375	87,501
负债和股东权益	326,600	368,067	379,341	434,735	498,192

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-10578	-8754	-2277	4199	10962
净利润	5373	3010	3987	4963	6226
折旧摊销	720	820	920	1020	1120
财务费用	8	0	0	0	0
投资损失	-2658	-2758	-2858	-2958	-3058
营运资金变动	2220	7220	12220	17220	22220
其他经营现金流	-17547	-17047	-16547	-16047	-15547
投资活动现金流	18492	18592	18692	18792	18892
资本支出	16	16	16	16	16
长期投资	271	371	471	571	671
其他投资现金流	18729	18829	18929	19029	19129
筹资活动现金流	-6900	-14709	-26965	-14571	-29463
短期借款	2140	2240	2340	2440	2540
长期借款	35602	35702	35802	35902	36002
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	1	1
现金净增加额	833	-4871	-10550	8420	391

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,370	18,729	19,585	20,949	23,212
营业成本	18,140	15,550	15,133	15,306	16,022
营业税金及附加	101	81	95	105	121
营业费用	-0	-0	-0	-0	4
管理费用	8,401	7,860	7,756	8,253	9,180
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	1,314	833	1,070	737	510
其他收益	-0	-0	-0	-0	4
公允价值变动收益	(12)	(572)	-0	-0	-0
投资净收益	4,757	3,138	4,048	4,838	6,092
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,231	3,179	4,452	5,643	7,189
营业外收入	120	227	267	295	340
营业外支出	44	28	13	15	17
利润总额	6,307	3,378	4,706	5,923	7,512
所得税	934	368	719	960	1,286
净利润	5,373	3,010	3,987	4,963	6,226
少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	5,372	3,011	3,988	4,964	6,227
EBITDA	7027	4198	5626	5923	7592
EPS(元)	0.77	0.35	0.47	0.58	0.73

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.3	-23.2	4.6	7.0	10.8
营业利润(%)	131.0	-49.0	40.1	26.8	27.4
归属于母公司净利润(%)	97.3	-44.0	32.5	24.5	25.4
获利能力					
毛利率(%)	25.6	17.0	22.7	26.9	31.0
净利率(%)	22.0	16.1	20.4	23.7	26.8
ROE(%)	8.6	4.3	5.1	6.1	7.3
ROIC(%)	8.3	3.8	4.9	5.8	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	80.4	79.0	78.9	80.8	82.4
净负债比率(%)	2.3	1.8	2.1	2.5	2.9
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	7.9	5.4	5.2	5.1	5.0
应收账款周转率	2584.4	1951.0	730.0	912.5	912.5
应付账款周转率	1983.1	1275.5	1224.8	1146.1	1116.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.35	0.47	0.58	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.51	-1.03	-0.27	0.49	1.29
每股净资产(最新摊薄)	9.17	9.11	9.43	9.81	10.30
估值比率					
P/E	11.7	25.4	19.2	15.4	12.3
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	42.6	82.4	64.9	69.0	54.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn