

东方证券 (600958.SH) 投资业务驱动净利润高增，减值计提构成一定拖累

2023年08月31日

——东方证券 2023H1 点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

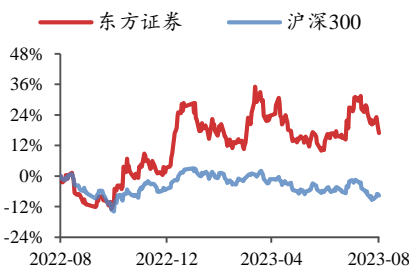
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/8/31
当前股价(元)	9.96
一年最高最低(元)	12.12/7.52
总市值(亿元)	846.27
流通市值(亿元)	743.96
总股本(亿股)	84.97
流通股本(亿股)	74.69
近3个月换手率(%)	68.23

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《基金投顾跨越式增长，2023年盈利高增可期——东方证券2022年报点评》-2023.3.31

● 投资业务驱动净利润高增，减值计提构成一定拖累

2023H1 公司营业总收入/归母净利润为 87/19 亿元，同比+19%/+194%，年化 ROE 4.9%，较 2022 年+0.6pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.3 倍，较年初+5%。上半年投资业务、利息净收入同比高增驱动业绩高增，减值计提 9.5 亿拖累业绩。2023H1 大财富管理线条（东证资管+汇添富+代销）利润贡献预计 7.3 亿，同比-21%。考虑减值计提影响，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 42.5/50.3/63.1 亿（调前 50.9/65.1/79.2 亿），同比+41%/+18%/+25%，对应 EPS 为 0.5/0.6/0.7 元。产品端降费政策靴子落地，“活跃资本市场”和公募基金产品创新等政策或一定程度对冲降费影响，居民财富迁移长逻辑仍在，看好公司长期潜力。当前股价对应 2023-2025 年 PB 1.1/1.0/1.0 倍，维持“买入”评级。

● 偏弱的市场环境下，东证资管和汇添富业绩承压

(1) 上半年东证资管营收/净利润为 11.8/3.9 亿，同比-21%/-22%，年化 ROE 21%，利润贡献 20%。根据 Wind 数据，期末非货/偏股 AUM 1796/1336 亿元，同比-19%/-23%，市占率 1.11%/1.82%，较年初-0.12/-0.12pct，东证资管通过“二次创业”推进公司平台化、多元化、市场化转型，居民财富迁移长逻辑下，看好高质量发展前景。(2) 上半年汇添富营收/净利润为 27.7/8.0 亿，同比-13%/-21%，年化 ROE 17%，利润贡献 15%。期末汇添富非货/偏股 AUM 4796/2739 亿，同比-16%/-19%，市占率 2.96%/3.74%，较年初-0.35/-0.21pct。东证资管和汇添富具有较强的长期投资能力和产品创新能力，持续受益于居民财富迁移。

● 财富管理体系持续完善，自营同比高增，股质业务减值拖累业绩

(1) 经纪业务净收入 14.4 亿，同比-8%，期末客户数 258 万户（年初 244 万户）。代销金融产品净收入 1.2 亿，同比-15%，期末权益产品保有规模 473 亿，较年初-1.5%。基金投顾业务规模 152.6 亿（年初 149 亿），客户留存率 75%，复投率 73%。公司重点建设“东方远见”机构理财品牌，业务规模达 92.7 亿，较年初+22%。

(2) 投行业务净收入 7.3 亿，同比-15%，IPO 承销 2 单，承销规模 29 亿，同比-36%。(3) 自营投资收益 19 亿，同比+191%，年化自营投资收益率 3.1%（2022 年 2.1%），期末交易性金融资产 1055 亿，较年初+19%，衍生品业务快速增长，场外期权交易 738 亿，同比+72%，收益互换交易 194 亿，同比+100%。(4) 减值计提 9.5 亿，同比+10%，主因部分股票质押标的退市、股价大幅下滑导致。期末股票质押本金及利息 83 亿，已计提的预期信用损失 53 亿，担保物公允价值 49 亿（期初分别为 100 亿、49 亿、82 亿）。

● 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	20,230	21,401	23,558
YOY(%)	5.3	-23.2	8.0	5.8	10.1
归母净利润(百万元)	5,372	3,011	4,245	5,029	6,310
YOY(%)	97.3	-44.0	41.0	18.5	25.5
毛利率(%)	25.6	17.0	22.5	26.2	30.5
净利率(%)	22.0	16.1	21.0	23.5	26.8
ROE(%)	8.6	4.3	5.4	6.1	7.4
EPS(摊薄/元)	0.77	0.35	0.50	0.59	0.74
P/E(倍)	13.0	28.1	19.9	16.8	13.4
P/B(倍)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0

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	295,681	337,094	384,097
现金	90,556	121,862	129,690	152,341	168,087
应收票据及应收账款	1,012	908	4,634	57	5,107
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	161,357	184,696	210,904
非流动资产	93,492	111,390	119,091	139,080	162,447
长期投资	6,554	6,242	6,657	7,223	7,978
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	110,200	129,587	152,164
资产总计	326,600	368,067	414,772	476,174	546,544
流动负债	187,470	223,199	249,598	289,323	336,829
短期借款	559	1,172	1,757	2,109	2,531
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	246,556	285,829	332,812
非流动负债	74,986	67,470	84,804	103,248	121,932
长期借款	-0	837	837	837	837
其他非流动负债	74,986	66,633	83,967	102,411	121,095
负债合计	262,457	290,669	334,402	392,572	458,760
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	21,093	24,324	28,505
归属母公司股东权益	64,127	77,386	80,358	83,589	87,770
负债和股东权益	326,600	368,067	414,772	476,174	546,544

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-10578	-8754	-2019	4264	11045
净利润	5373	3010	4245	5029	6309
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	-25018	-13263	-28463
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	-8345	9793	1474

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,370	18,729	20,230	21,401	23,558
营业成本	18,140	15,550	15,678	15,791	16,368
营业税金及附加	101	81	97	105	121
营业费用	-0	-0	-0	-0	4
管理费用	8,401	7,860	7,930	8,387	9,181
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	1,094	742	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	4,259	5,138	6,174
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,231	3,179	4,552	5,610	7,190
营业外收入	120	227	383	297	340
营业外支出	44	28	31	34	39
利润总额	6,307	3,378	4,904	5,873	7,491
所得税	934	368	658	844	1,182
净利润	5,373	3,010	4,245	5,029	6,309
少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	5,372	3,011	4,245	5,029	6,310
EBITDA	7027	4198	5824	5873	7570
EPS(元)	0.77	0.35	0.50	0.59	0.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.3	-23.2	8.0	5.8	10.1
营业利润(%)	131.0	-49.0	43.2	23.2	28.2
归属于母公司净利润(%)	97.3	-44.0	41.0	18.5	25.5
获利能力					
毛利率(%)	25.6	17.0	22.5	26.2	30.5
净利率(%)	22.0	16.1	21.0	23.5	26.8
ROE(%)	8.6	4.3	5.4	6.1	7.4
ROIC(%)	8.3	3.8	5.1	5.8	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	80.4	79.0	80.6	82.4	83.9
净负债比率(%)	2.3	1.8	2.3	2.8	3.2
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	7.9	5.4	5.2	4.8	4.6
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	1269.0	1182.4	1140.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.35	0.50	0.59	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.51	-1.03	-0.24	0.50	1.30
每股净资产(最新摊薄)	9.17	9.11	9.46	9.84	10.33
估值比率					
P/E	13.0	28.1	19.9	16.8	13.4
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	43.6	84.4	69.8	77.4	60.6

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