

两融经纪持续高增，平台效应进一步凸显

——东方财富（300059.SZ）子公司东方财富证券发布未经审计年报点评

要点

事件：东方财富发布公告，公布子公司东方财富证券2020年未经审计非合并资产负债表、利润表和净资产计算表，子公司东方财富证券实现营业收入总收入45.95亿元，同比增长77.12%；净利润28.94亿元，同比增长104%。

两融业务收入高速增长。 FY2020，公司利息净收入达12.6亿元，YoY+88%，预计主要由高速增长的两融业务带动。2H2020，公司利息净收入达7.68亿元，YoY+83%，较上半年增速（+96%）下降13pct。2020年下半年，公司两融业务市占率先增后降（截至2020年9月30日市占率为2.0%，截至2020年12月31日市占率为1.8%），较公司经纪业务市占率（截至2019年12月31日，公司经纪业务收入市占率为2.63%）相比仍有一定差距，我们认为伴随公司近期申请发行158亿元可转债、募集资金用于补充东财证券的日常运营资金，公司资本实力有望进一步增强，两融业务整体资本实力有望进一步增厚。

经纪业务超预期提升。 FY2020，公司手续费及净佣金收入同比增长76%至29.9亿元，其中受市场交投活跃影响，2H2020公司经纪业务手续费同比增长112%，增速快于同期行业股基交易额增速（YoY+100%），我们认为公司经纪业务市占率将持续增加，我们认为公司2020年经纪业务市占率有望达3.5%~4%。

成本结构持续优化。 子公司西藏财富证券成本结构2020年进一步优化，管理费用占总收入之比由1H2020的27%进一步下降到25%，平台规模效应持续凸显，综合成本率持续下降。我们认为伴随公司网络效应，公司综合成本率有望保持稳中有降态势。

维持“买入”评级。 东方财富作为互联网券商的特色标的，上市以来保持了稳定的成长性。我们认为伴随1) 2020年新发基金规模持续扩大，同时天天基金作为基金代销龙头，马太效应有望凸显，公司基金代销收入或将持续高增；2) 公司发力东方财富基金，受益居民储蓄基金入市，叠加两融业务持续发力，收入有望持续增加。我们上调20E-22E收入/利润预测分别为85/41亿，113/54亿，140/70亿元，维持“买入”评级。

风险提示： 市场大幅下跌，可转债发行进度不达预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,123	4,232	8,455	11,284	14,051
营业收入增长率	23%	35%	100%	33%	25%
净利润（百万元）	959	1,831	4,129	5,444	7,026
净利润增长率	51%	91%	125%	32%	29%
EPS（元）	0.19	0.27	0.48	0.63	0.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.11%	8.63%	16.42%	18.04%	19.17%
P/E	200	136	77	59	45
P/B	12.20	11.73	12.69	10.57	8.70

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-19

买入（维持）

当前价：37.04元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebsecn.com

联系人：杨雨辰

021-52523826

yangyc@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.13
总市值(亿元):	3,890.91
一年最低/最高(元):	13-39.44
近3月换手率:	388.7

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	31.5	27.9	189.1
绝对	40.4	45.5	188.4

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,123	4,232	8,455	11,284	14,051
营业成本	371	391	591	643	743
折旧和摊销	218	225	150	154	157
税金及附加	31	41	68	79	98
销售费用	260	364	507	677	843
管理费用	1,192	1,289	2,114	2,821	3,513
研发费用	250	305	676	1,128	1,124
财务费用	156	-12	6	-1	0
投资收益	211	271	298	313	328
营业利润	1,131	2,142	4,806	6,334	8,172
利润总额	1,121	2,128	4,797	6,325	8,163
所得税	163	296	668	881	1,137
净利润	958	1,831	4,129	5,444	7,026
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	959	1,831	4,129	5,444	7,026
EPS(按最新股本计)	0.19	0.27	0.48	0.63	0.82

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,667	11,721	6,991	4,705	6,093
净利润	959	1,831	4,129	5,444	7,026
折旧摊销	218	225	150	154	157
净营运资金增加	-2,302	-9,252	-2,607	871	1,038
其他	3,792	18,917	5,319	-1,763	-2,128
投资活动产生现金流	-1,176	799	-383	188	228
净资本支出	-197	-76	-50	-50	-50
长期投资变化	445	466	0	0	0
其他资产变化	-1,424	409	-333	238	278
融资活动现金流	-1,806	1,725	-1,762	-1,197	-1,133
股本变化	880	1,547	1,898	0	0
债务净变化	-1,291	-1,534	-1,554	-785	-589
无息负债变化	-1,758	18,037	5,086	3,072	2,829
净现金流	-305	14,249	4,846	3,696	5,189

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	88.1%	90.8%	93.0%	94.3%	94.7%
EBITDA 率	40.8%	50.7%	56.1%	55.0%	57.1%
EBIT 率	32.9%	44.7%	54.3%	53.6%	56.0%
税前净利润率	35.9%	50.3%	56.7%	56.0%	58.1%
归母净利润率	30.7%	43.3%	48.8%	48.2%	50.0%
ROA	2.4%	3.0%	6.0%	7.1%	8.2%
ROE (摊薄)	6.1%	8.6%	16.4%	18.0%	19.2%
经营性 ROIC	14.3%	-55.2%	-76.6%	-119.6%	-201.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	61%	66%	64%	61%	57%
流动比率	1.78	1.43	1.48	1.56	1.68
速动比率	1.77	1.43	1.48	1.56	1.68
归母权益/有息债务	2.08	3.53	5.63	8.20	11.86
有形资产/有息债务	4.85	9.73	14.78	19.91	26.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	39,811	61,831	69,291	76,610	85,332
货币资金	11,334	25,011	29,858	33,554	38,743
交易性金融资产	5,563	5,006	5,284	5,284	5,284
应收帐款	258	314	761	1,016	1,265
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3,101	4,333	1,691	2,257	2,810
存货	146	0	0	0	0
其他流动资产	13,906	21,409	25,632	28,461	31,228
流动资产合计	34,372	56,159	63,357	70,713	79,493
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	445	466	466	466	466
固定资产	1,716	1,558	1,419	1,278	1,136
在建工程	10	23	17	13	10
无形资产	77	180	221	266	310
商誉	2,927	2,954	2,949	2,949	2,949
其他非流动资产	15	225	647	647	647
非流动资产合计	5,439	5,672	5,935	5,897	5,839
总负债	24,116	40,619	44,151	46,438	48,679
短期借款	213	403	0	0	0
应付账款	106	116	148	161	186
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	137	153	153	451	562
其他流动负债	14,379	33,430	37,653	40,482	43,249
流动负债合计	19,289	39,377	42,925	45,213	47,453
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	4,815	1,223	1,223	1,223	1,223
其他非流动负债	2	1	1	1	1
非流动负债合计	4,827	1,224	1,226	1,226	1,226
股东权益	15,695	21,212	25,140	30,171	36,653
股本	5,168	6,716	8,613	8,613	8,613
公积金	5,899	9,369	7,885	8,429	9,132
未分配利润	3,413	5,118	8,633	13,119	18,898
归属母公司权益	15,695	21,212	25,140	30,171	36,653
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.32%	8.60%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	38.15%	30.46%	25.00%	25.00%	25.00%
财务费用率	5.01%	-0.28%	0.07%	-0.01%	0.00%
研发费用率	8.01%	7.22%	8.00%	10.00%	8.00%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08
每股经营现金流	0.52	1.75	0.81	0.55	0.71
每股净资产	3.04	3.16	2.92	3.50	4.26
每股销售收入	0.60	0.63	0.98	1.31	1.63

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	200	136	77	59	45
PB	12.2	11.7	12.7	10.6	8.7
EV/EBITDA	154.9	117.9	67.0	51.1	39.4
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，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版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 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