

东方财富 (300059)

证券研究报告

2021年01月20日

券商子公司 20 年净利润同比增长 104%，短融及公司债有望继续扩充两融实力

东方财富披露券商子公司 20 年未经审计财报，券商子公司 20 年预计实现总营收 45.95 亿元，同比增长 77.1%；净利润 28.94 亿元，同比增长 104.1%。同期券商子公司营业总支出 12.02 亿元，同比增长仅为 27.8%，20 年净利润率 63%，同比提升 8.3pct，20H2 净利润率 64%，环比 20H1 提升 3.5pct。

分业务看，东财证券 20 年手续费及佣金净收入 29.93 亿元，同比增长 76.0%，其中 20H2 年手续费及佣金净收入 17.4 亿元，同比增长 112.4%，环比 20H1 增长 38.4%。20 年两市股票成交额同比增长 62.3%，东财证券 20 年经纪业务收入增速高于市场增速，预计东财股票经纪业务市占率继续提升。2021 年开年市场交易活跃，两市 12 个交易日中 11 天股票成交额超过 1 万亿，另外 1 天为 9979 亿，根据我们敏感性测算，如假设 2021 年日均成交额分别为 9500 万/1 万亿/1.1 万亿，则对应 21 年全年股票成交额同比增速为 12%/18%/30%，东财叠加市占率提升预期，有望获得更高弹性。

两融业务方面，东财证券 20 年利息净收入 12.60 亿元，同比增长 87.9%，其中 20H2 年利息净收入 7.68 亿元，同比增长 83.24%，环比 20H1 增长 56.2%。截至 2020 年 12 月末，市场两融余额为 1.62 万亿元，相比去年同期增长 59%，东财两融业务收入大幅高于市场增速。由于公司年度报表尚未披露，我们暂以东财证券截至 12 月末融出资金 297 亿为基础计算，推算东财 20 年末两融市场份额为 1.83%，相比 Q3 末环比下降 0.18pct，相比 19 年末提升 0.27pct。东财在 20 年下半年陆续披露债券融资计划，目前正在推进发行新一轮可转债，券商子公司已完成 21 年第一期 20 亿公司债发行以及第一期 15 亿短融券发行，随着资本金在 21 年开始的陆续补充，我们认为公司两融业务市占率将继续回到增长轨道。

除券商业外，东财另一核心业务基金代销业务也处于高速增长阶段。基于 21 年 1 月至今公募基金放量发行，以及后续等待发行规模，我们认为短期看，东财基金代销业务在 20Q1 有望继续保持大幅增长；中长期看，公募基金发行火热也在一定程度反应居民理财结构变化趋势，东财作为拥有互联网优质垂直流量平台，将有望享受中长期红利。

投资建议：东财券商子公司 20 年优质业绩验证东财券商业成长性互联网模式下低边际成本优势。短期权益市场交易活跃度快速提升，基金市场销售火热，叠加东财业务市占率提升趋势、互联网平台效应以及公募基金等为代表的财富管理逐步发展，将共同推动东财业绩增长。我们继续看好公司在当前市场交投活跃趋势下的业绩空间，中长期则有望受益资本市场改革，暂维持公司盈利预测，预计 20-22 年净利润 43.6 亿/53.8 亿/63.4 亿，同比增速分别 138.3%/23.3%/17.9%，维持买入评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期，券商子公司 20 年非合并财报未经审计。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,123.45	4,231.68	8,012.90	9,669.40	11,046.19
增长率(%)	22.64	35.48	89.36	20.67	14.24
EBITDA(百万元)	1,736.94	2,632.63	5,467.55	6,709.20	7,869.31
净利润(百万元)	958.70	1,831.29	4,364.43	5,382.11	6,344.94
增长率(%)	50.52	91.02	138.33	23.32	17.89
EPS(元/股)	0.11	0.21	0.51	0.62	0.74
市盈率(P/E)	323.79	169.51	71.12	57.68	48.92
市净率(P/B)	19.78	14.63	11.48	9.74	8.26
市销率(P/S)	99.38	73.36	38.74	32.10	28.10
EV/EBITDA	29.37	29.33	52.71	41.80	35.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	37.04 元
目标价格	元

基本数据

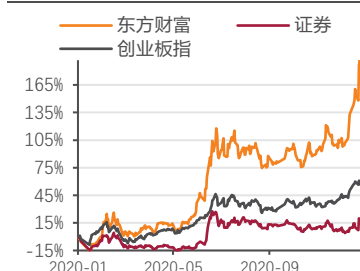
A 股总股本(百万股)	8,613.14
流通 A 股股本(百万股)	7,132.21
A 股总市值(百万元)	319,030.58
流通 A 股市值(百万元)	264,176.88
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	64.68
一年内最高/最低(元)	39.44/13.00

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方财富-公司点评:权益基金放量发行，基金代销+券商业双轮驱动》 2021-01-18
- 《东方财富-季报点评:20Q3 基金代销收入超预期，拟发行 158 亿可转债证券业务再添马力》 2020-10-22
- 《东方财富-公司点评:Q3 净利润同比大增 203%，优质平台弹性再次验证，期待市场改革红利共振》 2020-10-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,334.33	25,011.29	18,737.18	26,359.15	29,677.08
应收票据及应收账款	257.91	314.42	1,184.63	460.26	1,352.93
预付账款	64.11	86.01	124.11	129.69	155.20
存货	145.71	0.00	379.62	46.71	371.11
其他	22,569.74	30,747.60	32,528.10	30,217.89	35,926.31
流动资产合计	34,371.79	56,159.32	52,953.63	57,213.70	67,482.63
长期股权投资	444.79	466.14	486.14	506.14	526.14
固定资产	1,716.42	1,558.28	1,472.45	1,386.63	1,300.81
在建工程	9.94	22.94	32.94	42.94	52.94
无形资产	77.32	180.29	151.26	135.23	117.46
其他	3,175.94	3,431.61	3,181.97	3,163.63	3,172.38
非流动资产合计	5,424.41	5,659.27	5,324.77	5,234.57	5,169.74
资产总计	39,810.96	61,831.41	58,294.98	62,464.86	72,668.95
短期借款	213.06	402.52	600.00	600.00	500.00
应付票据及应付账款	105.51	115.86	204.75	179.82	248.67
其他	18,970.49	38,858.52	29,524.26	29,124.51	33,848.25
流动负债合计	19,289.05	39,376.90	30,329.00	29,904.34	34,596.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4,814.88	1,223.23	923.23	673.23	473.23
其他	11.79	18.79	14.33	14.97	16.03
非流动负债合计	4,826.67	1,242.02	937.56	688.20	489.26
负债合计	24,115.72	40,618.92	31,266.56	30,592.54	35,086.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	5,168.29	6,715.61	8,613.14	8,613.14	8,613.14
资本公积	5,504.35	8,930.62	8,930.62	8,930.62	8,930.62
留存收益	9,311.70	14,487.30	18,415.29	23,259.18	28,969.63
其他	(4,289.10)	(8,921.04)	(8,930.62)	(8,930.62)	(8,930.62)
股东权益合计	15,695.24	21,212.49	27,028.42	31,872.32	37,582.77
负债和股东权益总	39,810.96	61,831.41	58,294.98	62,464.86	72,668.95

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	958.22	1,831.29	4,364.43	5,382.11	6,344.94
折旧摊销	247.13	253.93	134.85	145.55	159.15
财务费用	496.38	309.69	176.16	205.98	209.52
投资损失	(66.20)	(70.59)	(245.83)	(310.00)	(330.00)
营运资金变动	3,240.08	20,659.21	(11,854.32)	3,096.10	(1,904.13)
其它	(2,208.26)	(11,262.36)	15.92	4.29	10.11
经营活动现金流	2,667.34	11,721.17	(7,408.79)	8,524.03	4,489.58
资本支出	177.91	223.56	34.46	53.05	64.50
长期投资	34.35	21.35	20.00	20.00	20.00
其他	(1,388.13)	554.22	141.70	178.95	169.84
投资活动现金流	(1,175.87)	799.13	196.16	252.01	254.34
债权融资	5,634.34	1,830.41	1,793.58	1,633.70	1,251.73
股权融资	(12.00)	3,779.94	1,711.78	(205.98)	(209.52)
其他	(7,427.98)	(3,885.04)	(2,566.85)	(2,581.80)	(2,468.20)
筹资活动现金流	(1,805.64)	1,725.30	938.52	(1,154.07)	(1,425.99)
汇率变动影响	0.41	(2.76)	(0.82)	(1.79)	(1.30)
现金净增加额	(313.76)	14,242.83	(6,274.93)	7,620.18	3,316.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,123.45	4,231.68	8,012.90	9,669.40	11,046.19
营业成本	371.34	390.94	616.81	725.21	795.33
营业税金及附加	31.03	41.05	73.70	96.69	110.46
营业费用	259.78	364.07	504.16	589.83	640.68
管理费用	1,191.61	1,289.10	1,511.46	1,721.15	1,822.62
研发费用	250.33	305.41	262.24	309.42	331.39
财务费用	156.45	(12.01)	176.16	205.98	209.52
资产减值损失	11.91	0.00	(27.23)	(24.05)	(25.64)
公允价值变动收益	49.21	(6.85)	15.92	4.29	10.11
投资净收益	211.64	268.09	245.02	308.21	328.70
其他	(540.45)	(550.27)	(562.90)	(651.91)	(701.32)
营业利润	1,130.60	2,142.14	5,197.57	6,384.57	7,524.36
营业外收入	0.17	0.05	0.08	0.08	0.08
营业外支出	9.93	14.60	15.97	15.29	15.63
利润总额	1,120.83	2,127.59	5,181.67	6,369.36	7,508.81
所得税	162.62	296.30	817.24	987.25	1,163.86
净利润	958.22	1,831.29	4,364.43	5,382.11	6,344.94
少数股东损益	(0.48)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	958.70	1,831.29	4,364.43	5,382.11	6,344.94
每股收益(元)	0.11	0.21	0.51	0.62	0.74

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.64%	35.48%	89.36%	20.67%	14.24%
营业利润	67.16%	89.47%	142.63%	22.84%	17.85%
归属于母公司净利润	50.52%	91.02%	138.33%	23.32%	17.89%
获利能力					
毛利率	88.11%	90.76%	92.30%	92.50%	92.80%
净利率	30.69%	43.28%	54.47%	55.66%	57.44%
ROE	6.11%	8.63%	16.15%	16.89%	16.88%
ROIC	12.97%	30.13%	-138.08%	64.00%	118.57%
偿债能力					
资产负债率	60.58%	65.69%	53.64%	48.98%	48.28%
净负债率	-24.10%	-89.54%	-48.31%	-66.17%	-66.49%
流动比率	1.78	1.43	1.75	1.91	1.95
速动比率	1.77	1.43	1.73	1.91	1.94
营运能力					
应收账款周转率	10.64	14.79	10.69	11.76	12.18
存货周转率	21.69	58.08	42.22	45.36	52.88
总资产周转率	0.08	0.08	0.13	0.16	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.21	0.51	0.62	0.74
每股经营现金流	0.31	1.36	-0.86	0.99	0.52
每股净资产	1.82	2.46	3.14	3.70	4.36
估值比率					
市盈率	323.79	169.51	71.12	57.68	48.92
市净率	19.78	14.63	11.48	9.74	8.26
EV/EBITDA	29.37	29.33	52.71	41.80	35.16
EV/EBIT	33.59	32.07	54.04	42.72	35.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com