

证券研究报告

公司研究

点评报告

东方财富 (300059.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 非银金融行业分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 83326877

 邮箱: [wangfangzhao@cindasc.com](mailto:wangfangzhao@cindasc.com)

朱丁宁 研究助理

 邮箱: [zhudingning@cindasc.com](mailto:zhudingning@cindasc.com)

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 证券和代销业务推动业绩高增，管理层调整为财富管理转型蓄力

2021年04月27日

**事件:** 东方财富公布 2020 年年报和 2021 年一季报, 2020 年实现营业收入 82.4 亿元, YoY+94.69%, 归母净利润 47.8 亿元, YoY+160.91%。每股收益 0.5788 元/股, 同比+150.24%。加权平均 ROE17.89%, 同比+8.4ppts。1Q21 实现营业收入 28.9 亿元, 同比+71.12%, 归母净利润 19.1 亿元, 同比+118.67%。基本每股收益 0.2218 元/股, 同比+104.61%。加权平均 ROE5.6%, 同比+1.7ppts。

**点评:**

➢ **证券业务和基金代销带动全年和 1Q21 业绩大增。**2020 年, 公司实现营业收入 82.4 亿元, YoY+94.69%, 归母净利润 47.8 亿元, YoY+160.91%, 符合预期。1Q21 净利润 19.1 亿元, 同比+118.7%, 符合预期, 主要因为经纪业务股票交易量和两融规模大增带来佣金收入和利息收入大增, 以及基金第三方销售服务业务基金交易额和代销基金保有量大增带来电子商务服务业务收入大增。此外, 公司成本控制较好, 规模优势显现, 其中 2020 年销售费用率同比-2.26pct 至 6.35%, 管理费用率同比-12.6pct 至 17.8%。Q1 销售费用率同比-0.3pct 至 5.38%, 管理费用率同比-4.86pct 至 13.91%。收入结构来看, 2020 年代销业务收入占比提升, 金融电子商务、证券业务、金融数据、广告占比分别为 35.96%、60.47%、2.28%、1.29%, 占比分别+6.76pct、-4.53pct、-1.45pct、-0.78pct。

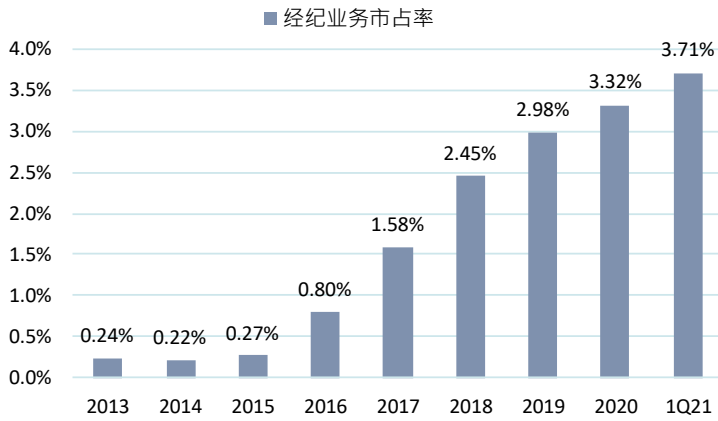
➢ **经纪业务和两融业务市占率进一步提升,  $\alpha$  优势凸显。**1) **经纪业务:** 2020 年市占率延续上升态势。交易量方面, 2020 年日均交易额为 8480 亿元, 同比+63%。1Q20-4Q20, A 股日均交易额分别为 8598/6578/10490/8024 亿元。尽管 Q4 交易额环比-23.5%, 但得益于自有流量的不断转化, Q4 市占率较 Q3 继续提升 0.15ppts 至 3.32%(我们预估 Q120-Q420 市占率分别为 2.87%/3.10%/3.17%/3.32%), 带动经纪业务强劲增长(环比+37%, 全年 YoY+81.3%)。这也印证了我们前期的判断: 当市场回调时东财市占率优势得以强劲反应, 体现了流量优势带来的强劲 alpha 属性。Q1 日均成交额 9436.8, 同比+9.75%, 环比+17.6%, 市占率较年底+0.39ppts 至 3.71%。我们预估经纪业务收入 YoY+41.7%。2) **两融业务:** 2020 年全年两融余额 1.62 万亿, 同比+58%, 环比+10.2%。全年市占率 1.86%, 较年初提升 0.3ppts, 主要因为经纪业务强劲带来两融滞后效应, 叠加公司发行 130 亿元公司债券助力两融业务发展。2020 年利息收入为 15.4 亿元, 和+88.7%。1Q21 两融余额 16547.8, 同比+55.4%, 环比+22%, 市占率较年底+0.13ppts 至 1.99%。我们预计 1Q21 利息收入 YoY+40.1%。158 亿可转债发行上市, 加速向东财证券两融业务注入低成本资金, 我们预计

今年两融业务市占率有望持续提升。

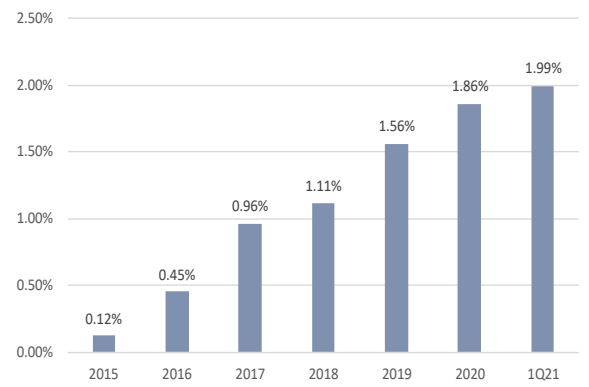
- **基金销售增加以及非货基保有量增长推动代销业务高增。**2020 年东财基金代销规模高增。东财基金代销规模 1.3 万亿元，同比+97%，其中非货基规模实现快速增长，为 6990.7 亿元，YoY+86%。新发基金方面，2020 年全市场申赎活跃，全年行业公募基金发行份额 3.13 万亿份，同比+111.6%，和过去三年之和相近，其中权益类基金发行猛增，达 1.98 万亿元，占比由去年同期的 36%提升至 65%。全市场基金申赎活跃带来东财金融电子商务业务收入大增，全年东财基金代销收入 29.6 亿元，同比+139.7%。1Q21 行业新发基金依旧高增，新发公募基金 1.03 万亿份，同比+121%，其中权益类基金发行 9073 亿份，同比+151.7%，占比提升至 88%，推动 1Q21 东财基金代销收入同比+141.9%至 12.8 亿元。我们认为除新发基金规模大增带来东财前端销售收入增加，更重要的是非货基保有量持续增加带来尾佣收入稳步增加， $\alpha$ 显著，且 Q1 基金并未大规模赎回，均贡献了代销业务的增长。我们认为，鉴于 1) 天天基金对基金产品和基金公司的覆盖持续领先行业，规模远超竞争对手，2) 天天基金在同类型垂直财经网站中稳居龙头，拥有用户流量和粘性的绝对优势，3) 在当下竞争较为充分的背景下居民已习惯在东财购买基金，非货基保有量有望稳步增加。此外，天天基金在尾随佣金上具备溢价能力，后端收入比重有望不断抬升，弥补前端费用价格战以及市场波动带来的负面影响，代销业务市占率有望进一步巩固。
- **管理层调整旨在引入年轻化人队伍，提升公司主动管理水平。**东财公告董事、高级管理人员辞职及补选董事、聘任高级管理人员的公告。其实辞去总经理职务，继续担任董事长；史佳辞去董事职务；陆威辞去董事、副总经理、董秘等职务；原东财证券董事长郑立坤接任总经理；原总经理助理黄建海接任副总经理、财务总监（具备美林和雷曼背景）。结合嘉信的发展经验，嘉信经历了由低佣金抢占市占率-外延式并购拓展产品线-转型财富管理的过程，当前东财处于证券业务流量变现朝资产管理二次曲线腾飞的关键时期，市占率虽在爬升，但公募基金牌照仍以被动型产品为主，人均 AUM 较低，未来将加大对财富管理的布局，提升主动管理能力。此次管理层调整也是为管理团队储备更年轻化、专业化、国际化团队，把握互联网时代机遇，为财富管理转型蓄力。
- **盈利预测与投资评级：**公司是互联网券商龙头，流量和规模效应优势突出。证券业务有望凭借线上流量优势、低佣金率和低融资成本，市占率有望进一步提升， $\alpha$ 优势凸显。可转债发行强化资本实力，两融业务规模扩张有望提速。基金代销龙头地位巩固，非货基保有量提升带来后端收入比重增加，代销业务 $\alpha$ 优势显著。我们给予 2021~2023E EPS 0.77/0.95/1.11 元，对应 2021~2023E PE 40.5x/32.5x/28x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**证券市场景气度波动影响的风险；基金代销竞争进一步加剧的风险；财富管理发展不及预期的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4232	8239	11755	14233	16262
增长率 YoY %	35.4%	94.7%	42.7%	21.1%	14.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1831	4778	6599	8223	9554
增长率 YoY%	91.0%	160.9%	38.1%	24.6%	16.2%
净资产收益率	8.6%	14.4%	16.8%	17.6%	17.2%
EPS(元)	0.27	0.55	0.77	0.95	1.11
BPS(元)	3.2	3.8	4.6	5.4	6.5
市盈率 P/E(倍)	113.8	55.9	40.5	32.5	28.0
市净率 P/B(倍)	9.8	8.1	6.8	5.7	4.8

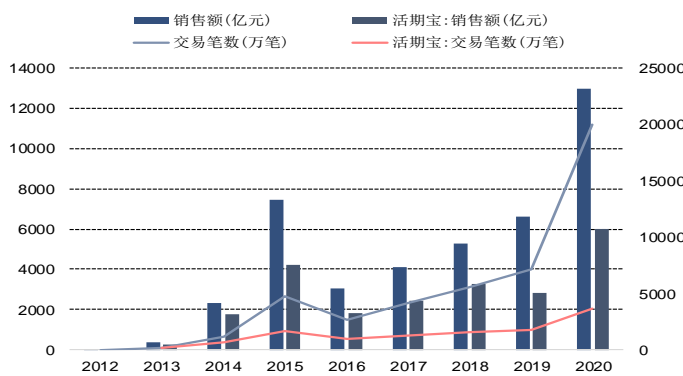
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

**图 1：经纪业务市占率持续提升**


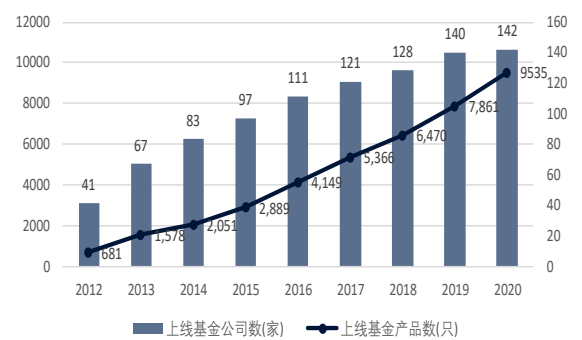
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

**图 2：两融业务市占率持续提升**


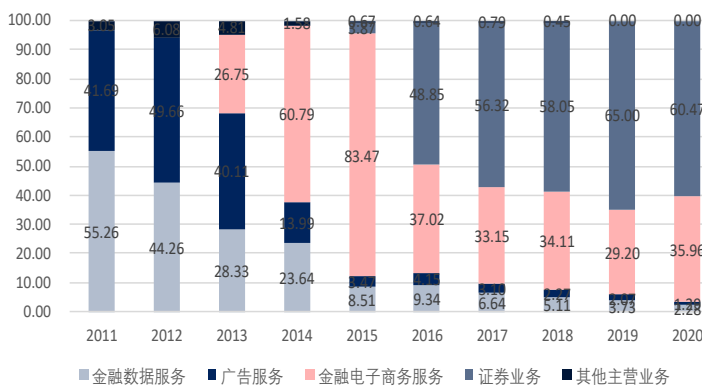
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

**图 3：基金销售笔数和销售额 (亿元、万笔)**


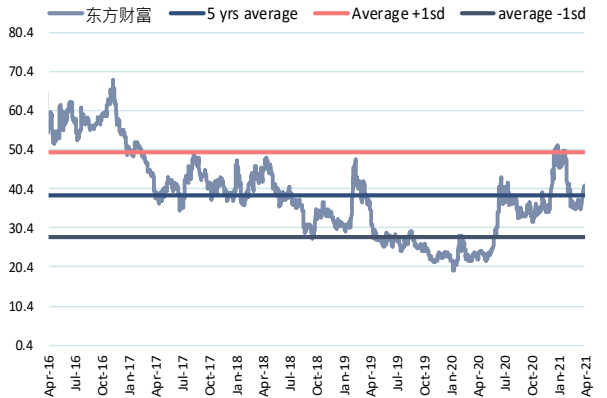
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

**图 4：代销家数和基金产品数量**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：东方财富收入结构**


资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

**图 6：东方财富滚动 PE**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

合并损益表						百万元
	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F	
营业收入	4,232	8,239	11,755	14,233	16,262	
营业成本	390.94	567	882	1025	1138	
税金及附加	41.05	67	92	100	106	
销售费用	364.07	523	705	793	894	
管理费用	1,289	1,468	2,045	2,348	2,602	
财务费用	-12	34	59	71	81	
资产减值损失	-20.87	-	-	-	-33.204	
		33.204	33.204	33.204		
投资净收益	271	316	379	455	546	
公允价值变动净收益	-7	-0.709	0	0	0	
三、营业利润	2,142	5,533	7,856	9,787	11,369	
加：营业外收支净额	-15	-17	-19	-21	-23	
四、利润总额	2,128	5,515	7,837	9,766	11,346	
减：所得税费用	296	737	1238	1543	1793	
五、净利润	1,831	4,778	6,599	8,223	9,554	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属于母公司所有者的净利润	1,831	4,778	6,599	8,223	9,554	
每股指标	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F	
基本EPS	0.27	0.55	0.77	0.95	1.11	
每股红利	0.03	0.06	0.08	0.10	0.11	
BVPS	3.16	3.85	4.56	5.44	6.45	
年成长率(%)						
营业收入	35.4%	94.7%	42.7%	21.1%	14.3%	
净利润	91.0%	160.9%	38.1%	24.6%	16.2%	
盈利能力(%)						
毛利率	90.8%	93.1%	92.5%	92.8%	93.0%	
净利率	43.3%	58.0%	56.1%	57.8%	58.7%	
RoA(%)	3.0%	4.3%	5.3%	5.9%	6.2%	
RoE(%)	8.6%	14.4%	16.8%	17.6%	17.2%	
估值分析						
市盈率(x)	113.8	55.9	40.5	32.5	28.0	
市净率(x)	9.8	8.1	6.8	5.7	4.8	

资产负债表						百万元
	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F	
货币资金	25,011	41,420	45,563	50,119	55,131	
应收账款	314	726	320	391	432	
交易性金融资产	5,006	12,832	13,473	14,147	14,854	
其他流动资产	25,742	49,573	50,565	51,576	52,607	
流动资产合计	56,159	104,659	110,455	116,868	123,728	
固定资产	1,558	1,764	1,852	1,945	2,042	
无形资产	180	174	183	192	202	
长期股权投资	466.14	451.52	451.52	451.52	451.52	
投资性房地产	0	0	0	0	0	
其他流动资产	490.49	298	7,541	16,035	25,889	
资产总计	61,831	110,329	123,466	138,477	155,300	
短期借款	403	2940	2999	3059	3120	
应付款项	116	211	220	256	285	
预收款项	2,954	2,946	2,946	2,946	2,946	
其他流动负债	34,519	64,030	70,433	77,476	85,224	
流动负债合计	39,377	75,708	82,950	90,395	98,487	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他长期借款	0	40.04	0	0	0	
负债合计	40,619	77,172	84,187	91,635	99,727	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
股东权益	21,212	33,156	39,279	46,842	55,574	
负债和股东权益	61,831	110,329	123,466	138,477	155,300	
益合计		9	6	7		
运营效率	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F	
应收账款周转率	14.8	15.8	15.0	15.0	15.0	
存货周转率	5.4	0.0	3.0	3.0	3.0	
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
偿债能力						
资产负债率	65.7%	69.9%	68.2%	66.2%	64.2%	
流动比率	1.43	1.38	1.33	1.29	1.26	
速动比率	1.43	1.38	1.33	1.29	1.25	

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。