

东方财富 (300059)

证券研究报告

2021年04月30日

资管大时代平台价值显著，高管调整推动年轻化

东方财富 2020 年实现营业总收入 82.39 亿元，同比增长 94.69%，归母净利润 47.78 亿元，同比增长 160.91%。21Q1 归母净利润 19.11 亿元，同比增长约 119%，基金代销业务带动 21Q1 业绩超市场预期。互联网平台效应持续体现，20 年及 21Q1 归母净利率为 58.0%、66.1%。

证券经纪业务：公司 20 年手续费及佣金净收入 34.50 亿元，同比增长 77.86%；21Q1 手续费及佣金净收入 10.47 亿元，同比增长 44.0%。根据公司统计，2020 年 9 月，东财证券经纪业务市场份额为 3.22%。21Q1 两市股票成交额 54.73 万亿，同比增长 10%，东财 Q1 经纪业务收入增速大幅高于行业，预计 21Q1 股票经纪业务市占率继续提升。21 年 3 月投资者新增 248 万，创 15 年 7 月至今新高，为互金平台发展提供良好用户基础。

融资融券业务：公司 20 年利息净收入 15.36 亿元，同比增长 88.75%。两融市场份额为 1.86%。21Q1 沪深两市日均两融余额 1.65 万亿元，同比增长 55%，市场份额提升到 1.99%。21 年 4 月再度完成发行 158 亿的可转债，可转债发行完成，公司资本金得到进一步补充，有助于继续扩大两融份额。

基金代销业务：公司 20 年营业收入（包括金融电商服务、金融数据、互联网广告）32.52 亿元，同比增长 120%。其中基金代销业务 20 年实现营收 29.62 亿元，同比增长 140%。21Q1 营业收入达到 14.01 亿，同比增长 116%，基金代销业务带动下继续体现高业绩弹性。2020 年，天天基金的基金销售量为 1.30 万亿元，同比增长 97%，其中非货币型基金销售量为 6990.72 亿元，同比增长 86%。21Q1 权益基金开门红，后续整体基金发行节奏及份额或受市场热度影响，但我们认为东财基金保有量产生的尾随带来业绩基础盘，同时开年趋势在一定程度上反应理财结构变化。长期看在资管黄金发展期，东财作为拥有优质垂直流量平台，将有望享受中长期红利。

公司同时披露高管调整决议，启用 80 后总经理郑立坤先生、具备国际背景的财务总监黄建海女士。我们认为本次管理层调整有助推动公司年轻化、专业化、国际化。

投资建议：资管市场蓬勃发展，长期发展空间可期，行业 β 提升叠加东财业务市占率提高趋势、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，共同推动东财业绩快速增长。根据公司 21Q1 业绩，以及权益基金销售大幅提升有利盈利持续性，我们上调公司 21-22 年归母净利润（前值 59.4 亿/72.3 亿），预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 70.9/91.6/112.6 亿元，对应增速分别为 48.3%/29.2%/23.0%，对应 PE 分别为 38.9x/30.1x/24.5x，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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,231.68	8,238.56	11,461.02	14,372.49	17,274.64
增长率(%)	35.48	94.69	39.11	25.40	20.19
EBITDA(百万元)	2,632.63	6,202.78	8,333.19	10,777.96	13,217.33
净利润(百万元)	1,831.29	4,778.10	7,086.79	9,158.05	11,260.32
增长率(%)	91.02	160.91	48.32	29.23	22.96
EPS(元/股)	0.21	0.55	0.82	1.06	1.31
市盈率(P/E)	150.46	57.67	38.88	30.09	24.47
市净率(P/B)	12.99	8.31	6.96	5.76	4.75
市销率(P/S)	65.11	33.44	24.04	19.17	15.95
EV/EBITDA	29.33	35.28	27.65	20.79	16.10

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	31.99 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)	275,534.24
流通 A 股市值(百万元)	228,159.25
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	73.46
一年内最高/最低(元)	40.57/14.04

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:20 年快报点评:券业务及基金代销驱动高速增长，经营效率持续提升》2021-03-01
- 《东方财富-公司点评: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》2021-01-20
- 《东方财富-公司点评:权益基金放量发行，基金代销+券业务双轮驱动》2021-01-18

内容目录

1. 财报数据解读	3
2. 证券经纪业务：交投活跃叠加市占率提升推动增长	5
3. 融资融券业务：市场份额提升，158 亿可转债补充资本金	7
4. 基金代销业务：权益基金放量增长，业绩体现高弹性	8
5. 公司治理：管理架构积极调整，向年轻化、专业化迈进	10
6. 投资建议	11

图表目录

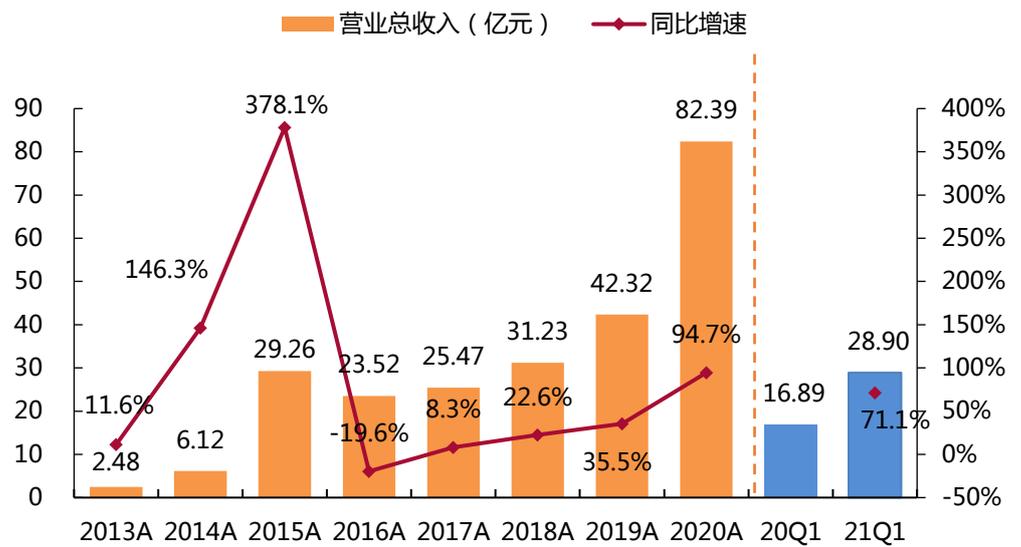
图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2013A-2020A,20Q1,21Q1）	3
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2013A-2020A,20Q1,21Q1）	3
图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q18A-1Q21A）	4
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q18A-1Q21A）	4
图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q17A-1Q21A）	4
图 6：东方财富毛利率与归母净利率（2014A-2020A,20Q1,21Q1）	5
图 7：东方财富费用率（2014A-2020A,20Q1,21Q1）	5
图 8：东方财富的手续费及佣金净收入（1Q16A-1Q21A）	6
图 9：A 股市场股票成交额及敏感性测算（2020-2021 年）	6
图 10：A 股月度新增投资者规模、期末投资者规模及同比增速（2019 年 1 月-2021 年 3 月）	7
图 11：东方财富利息净收入（1Q16A-1Q21A）	8
图 12：沪深两融余额（2015 年 1 月-2021 年 3 月）	8
图 13：东方财富营业收入（包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务；1Q16A-1Q21A）	8
图 14：东方财富基金销售额和交易量及非货币基金销售额和交易量（2014A-2020A）	9
图 15：天天基金服务平台日均活跃访问用户数（2015A-2020A）	9
图 16：全市场非货币基金数量及净值（2019 年 1 月-2021 年 3 月，根据 wind 统计）	10
图 17：全市场新成立基金总数及发行份额变化（2020 年 1 月-2021 年 3 月，根据 wind 基金发行阶段统计）	10

1. 财报数据解读

公司 2020 年实现营业总收入 82.39 亿元，同比增长 94.69%，实现归母净利润 47.78 亿元，同比增长 160.91%。

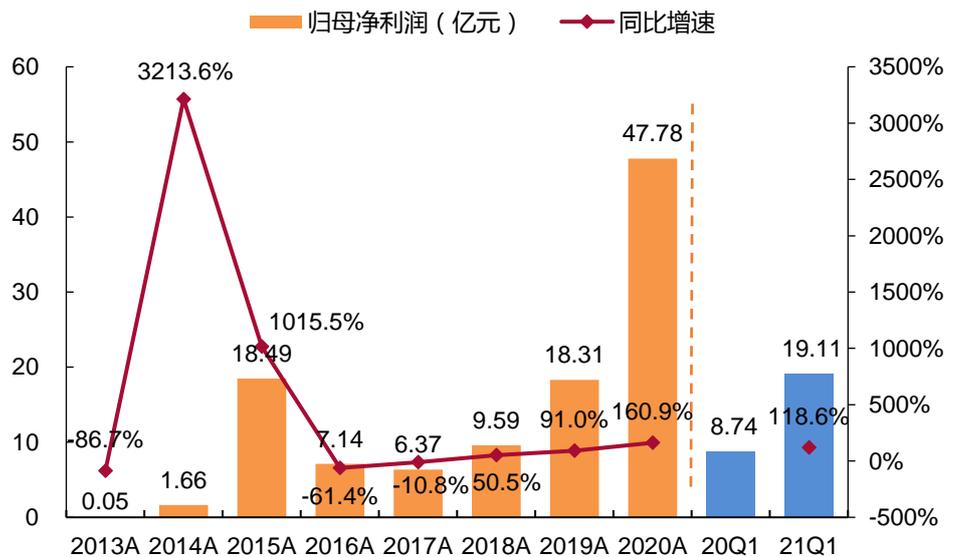
公司同时披露一季报，21Q1 预计实现营收总收入 28.9 亿元，同比增长 71.1%，归母净利润 19.11 亿元，同比增长 118.6%。

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2013A-2020A,20Q1,21Q1）



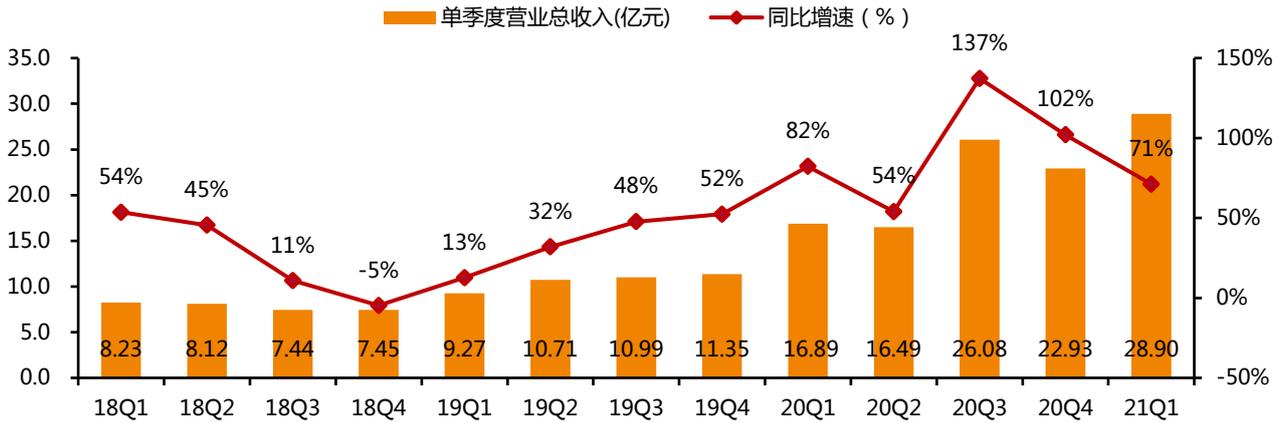
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2013A-2020A,20Q1,21Q1）



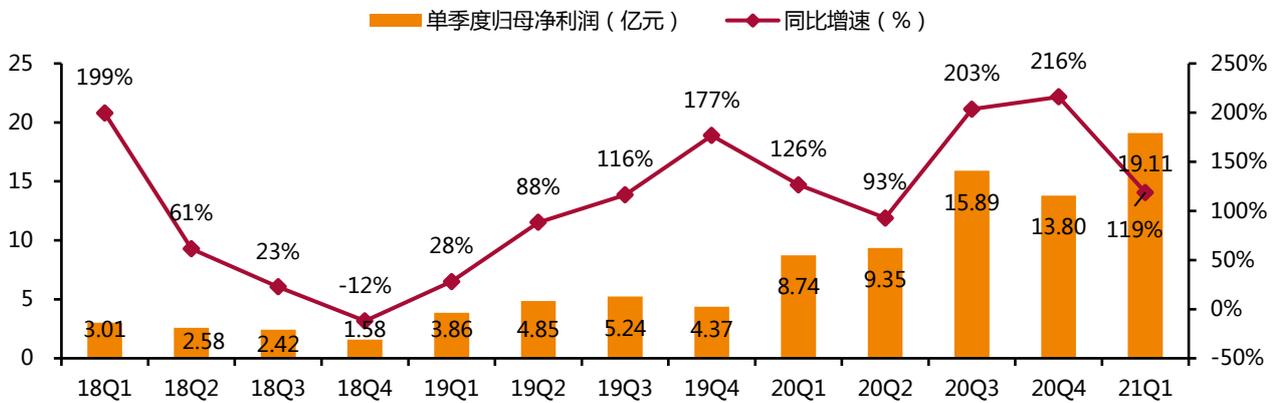
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q18A-1Q21A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

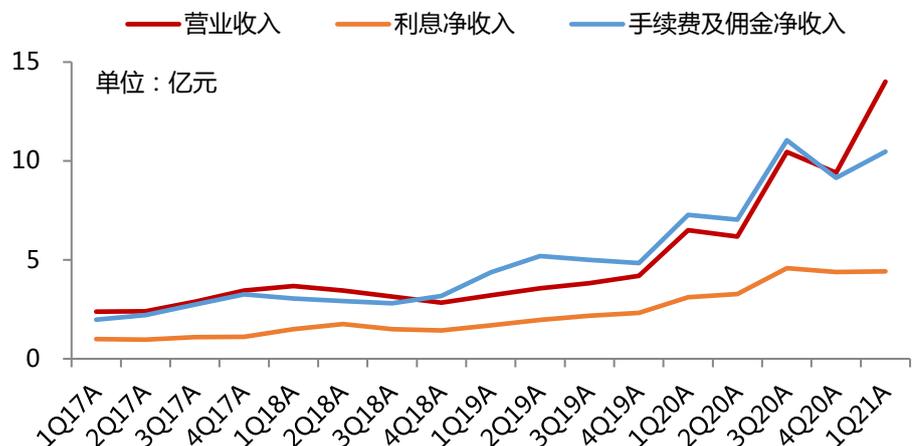
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q18A-1Q21A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

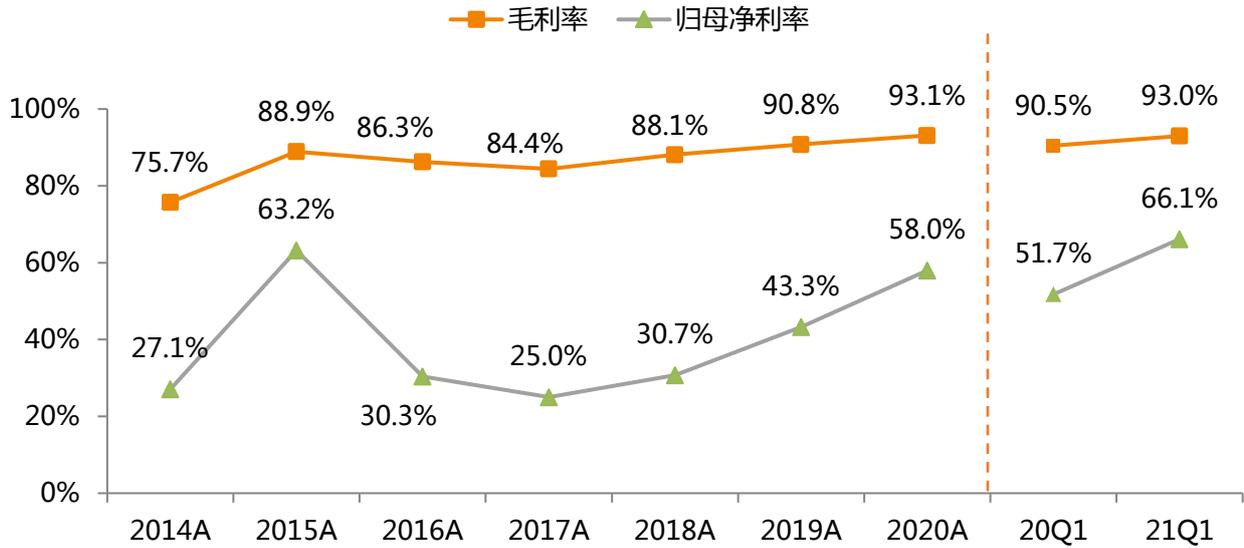
分业务看，20 年公司实现证券业务收入 49.82 亿元，同比增长 81.11%，其中代表经纪业务的手续费及佣金净收入 34.50 亿元，同比增长 77.86%；利息净收入 15.36 亿元，同比增长 88.75%。营业收入（包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务和其他业务收入）32.52 亿元，同比增长 120%。

图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q17A-1Q21A）



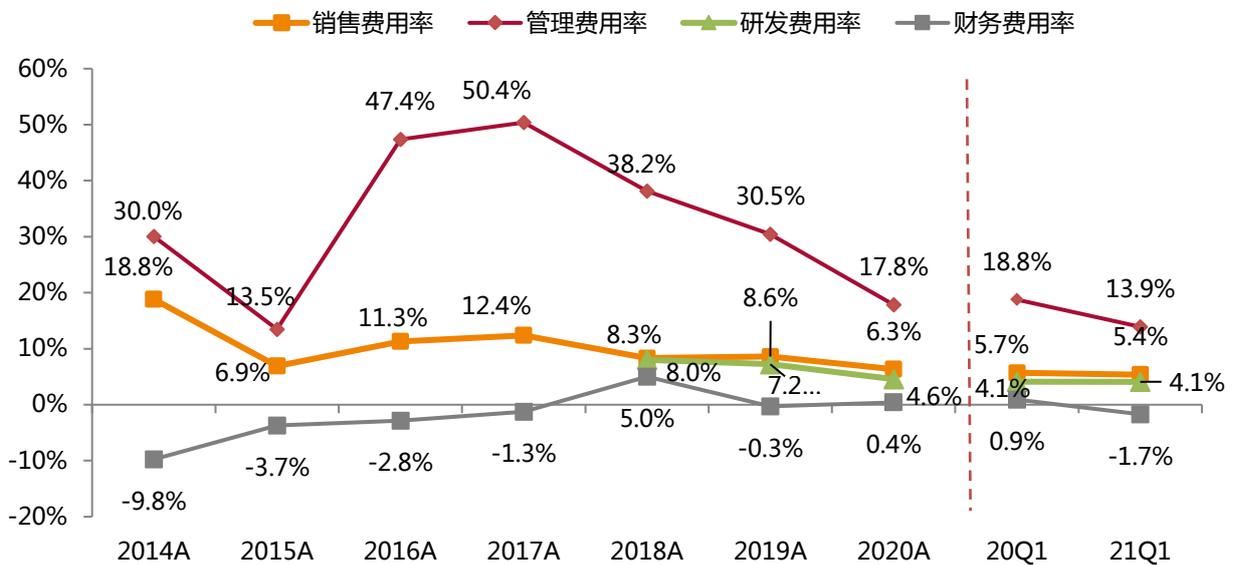
资料来源：公司公告、天风证券研究所。注：手续费及佣金净收入和利息净收入均基本来自证券业务，包含极少其他业务；营业收入包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务和其他业务收入。

图 6：东方财富毛利率与归母净利率（2014A-2020A,20Q1,21Q1）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：东方财富费用率（2014A-2020A,20Q1,21Q1）



资料来源：公司公告、天风证券研究所。

2. 证券经纪业务：交投活跃叠加市占率提升推动增长

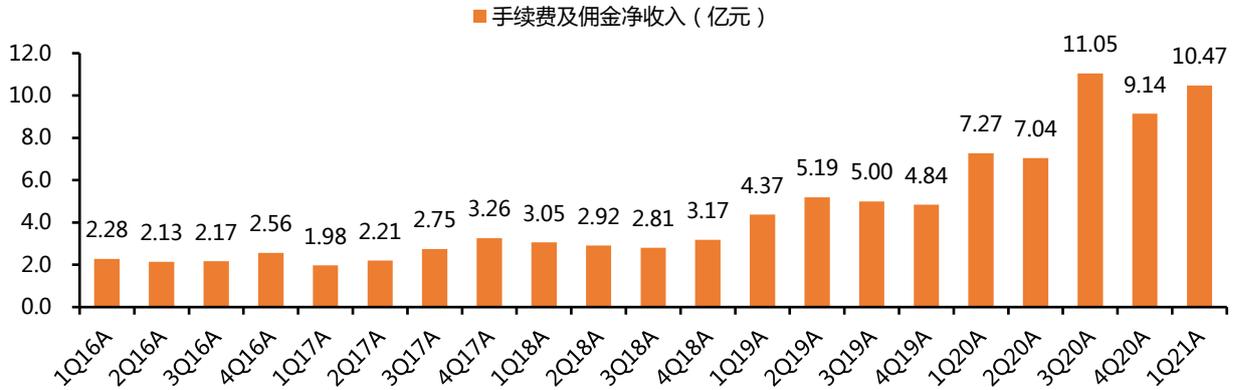
公司 20 年手续费及佣金净收入 34.50 亿元，同比增长 77.86%，20Q4 单季度手续费及佣金净收入 9.14 亿元，同比增长 43.98%。2021Q1 公司手续费及佣金净收入 10.47 亿元，同比增长 44.0%。

根据公司统计，2020 年 9 月，东方财富证券经纪业务市场份额为 3.22%。2021Q1 两市股票成交额 54.73 万亿，同比增长 10%，东财 Q1 经纪业务收入增速大幅高于行业增速，预计

21Q1 股票经纪业务市占率继续提升。

截至 2021 年 3 月，市场累计投资者规模 1.84 亿，其中 3 月单月新增 248 万，为 15 年 7 月至今单月新增数量最多的一个月，投资者规模不断提升为互联网金融平台发展提供良好用户基础。

图 8：东方财富的手续费及佣金净收入（1Q16A-1Q21A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：A 股市场股票成交额及敏感性测算（2020-2021 年）

2020-2021 年两市股票实际成交额跟踪

月度	成交量(亿股)	成交额(亿元)	同比	环比	交易天数	日均成交额(亿元)	同比	环比
2020年1月	9,804	111,938	71.5%	-0.4%	16	6,996	135.8%	37.0%
2020年2月	16,736	196,301	122.2%	75.4%	20	9,815	66.6%	40.3%
2020年3月	17,276	190,470	2.5%	-3.0%	22	8,658	-2.1%	-11.8%
2020年4月	12,155	131,587	-21.9%	-30.9%	21	6,266	-21.9%	-27.6%
2020年5月	9,380	111,969	14.2%	-14.9%	18	6,220	26.9%	-0.7%
2020年6月	11,914	144,563	65.9%	29.1%	20	7,228	57.6%	16.2%
2020年7月	23,140	300,949	229.9%	108.2%	23	13,085	229.9%	81.0%
2020年8月	17,041	222,443	126.2%	-26.1%	21	10,593	137.0%	-19.0%
2020年9月	13,678	168,970	49.4%	-24.0%	22	7,680	35.9%	-27.5%
2020年10月	8,394	119,278	56%	-29%	16	7,455	75%	-3%
2020年11月	9,380	174,874	106%	47%	21	8,327	106%	12%
2020年12月	14,236	186,444	66%	7%	23	8,106	59%	-3%
2020年Q1	43,816	498,708	46.9%	82.2%	58	8,598	46.9%	91.6%
2020年Q2	33,450	388,120	9.7%	-22.2%	59	6,578	11.6%	-23.5%
2020年Q3	53,858	692,362	129%	78%	66	10,490	125%	59%
2020年Q4	32,011	481,411	76%	-30%	60	8,024	79%	-24%
2020年H1	77,266	886,828	28.0%	-	117	7,580	29.0%	-
2020年H2	85,869	1,173,773	104%	32%	126	9,316	104%	23%
2020年	163,135	2,060,601	62.3%	-	243	8,480	63.0%	-
2021年1月	14,581	218,022	95%	16%	20	10,901	56%	34%
2021年2月	10,131	144,057	-27%	-34%	15	9,604	-2%	-12%
2021年3月	15,648	185,253	-3%	29%	23	8,054	-7%	-16%
2021年Q1	40,359	547,333	10%	14%	58	9,437	10%	18%

2021 年全年两市股票成交额及同比增速敏感性分析

假设日均成交额 (亿元)	7,000	8,000	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500
21Q2 成交额 (亿元)	420,000	480,000	510,000	540,000	570,000	600,000	630,000
同比增速 (%)	8%	24%	31%	39%	47%	55%	62%
21年全年成交额 (亿元)	1,701,000	1,944,000	2,065,500	2,187,000	2,308,500	2,430,000	2,551,500
同比增速 (%)	-17%	6%	0%	6%	12%	18%	24%

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10: A 股月度新增投资者规模、期末投资者规模及同比增速 (2019 年 1 月-2021 年 3 月)

月份	新增投资者规模		期末投资者规模	
	(万)	同比	(万)	同比
2019-01	102	-16.7%	14,753	9.1%
2019-02	100	34.2%	14,852	9.2%
2019-03	202	30.0%	15,055	9.5%
2019-04	153	58.0%	15,208	9.8%
2019-05	115	4.5%	15,323	9.8%
2019-06	106	2.4%	15,429	9.7%
2019-07	108	-1.2%	15,537	9.6%
2019-08	99	-7.9%	15,636	9.5%
2019-09	96	5.8%	15,732	9.5%
2019-10	79	-12.6%	15,812	9.3%
2019-11	83	-21.3%	15,894	9.1%
2019-12	81	-5.2%	15,975	9.0%
2020-01	80	-21.8%	16,055	8.8%
2020-02	90	-10.1%	16,145	8.7%
2020-03	189	-6.6%	16,334	8.5%
2020-04	164	7.1%	16,498	8.5%
2020-05	121	5.3%	16,619	8.5%
2020-06	155	46.7%	16,774	8.7%
2020-07	243	123.6%	17,017	9.5%
2020-08	180	82.0%	17,196	10.0%
2020-09	154	60.1%	17,351	10.3%
2020-10	112	41.1%	17,463	10.4%
2020-11	153	84.8%	17,615	10.8%
2020-12	162	100.4%	17,777	11.3%
2021-01	209	161.6%	17,987	12.0%
2021-02	161	79.7%	18,148	12.4%
2021-03	248	31.0%	18,396	12.6%

资料来源: 中国证券登记结算公司、Wind、天风证券研究所

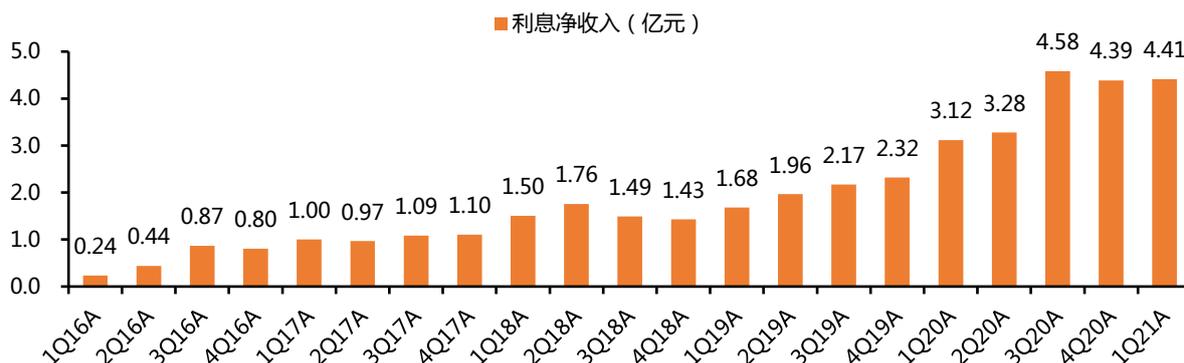
3. 融资融券业务: 市场份额提升, 158 亿可转债补充资本金

两融业务方面, 公司 20 年利息净收入 15.36 亿元, 同比增长 88.75%。根据市场两融余额, 以及东财截至 20 年末融出资金 300.72 亿元推算东财两融市场份额为 1.86%。

21Q1 沪深两市日均两融余额 1.65 万亿元, 同比增长 55%, 东财截至 21Q1 末融出资金 328.8 亿元推算东财 21Q1 两融市场份额提升到 1.99%。

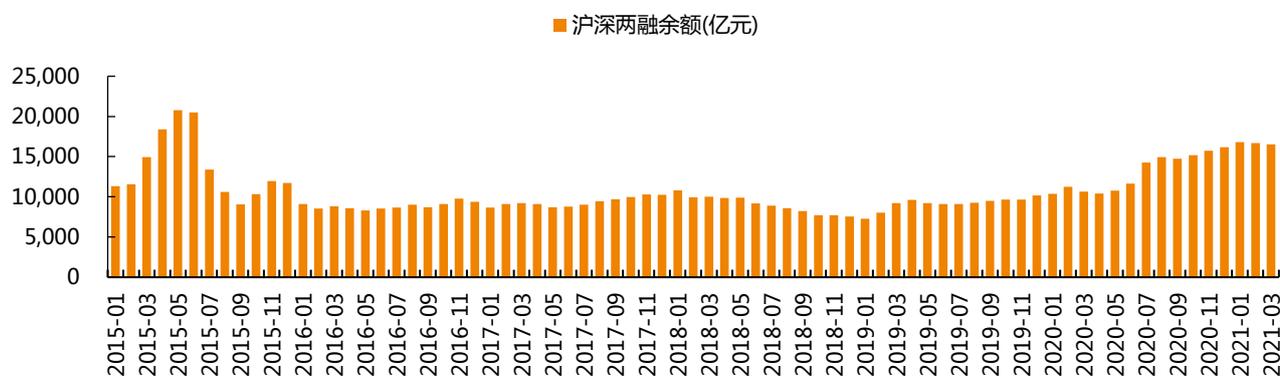
20 年东财成功完成可转债“东财转 2”的上市及赎回工作, 21 年 4 月完成发行“东财转 3”158 亿可转债, 可转债发行完成, 公司资本金得到进一步补充, 有助于继续扩大两融市场份额

图 11：东方财富利息净收入（1Q16A-1Q21A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：沪深两融余额（2015 年 1 月-2021 年 3 月）

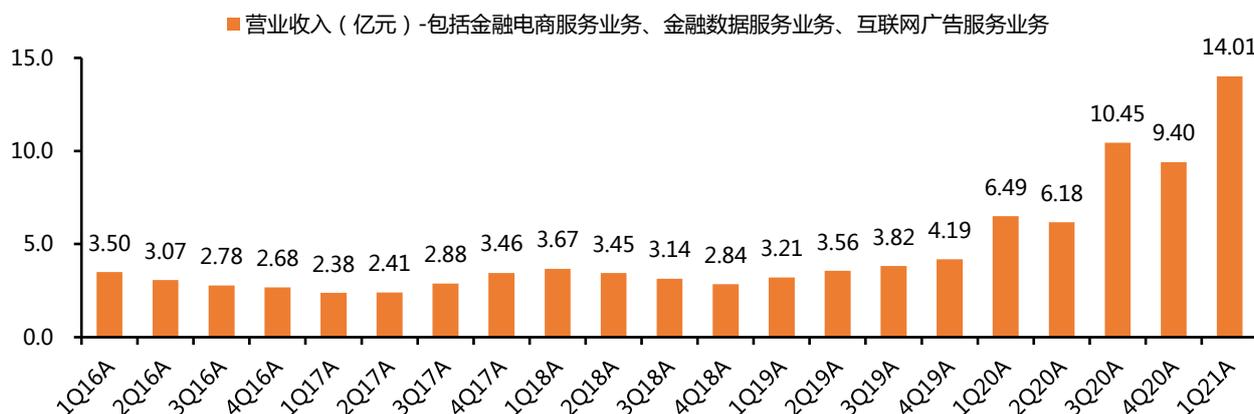


资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 基金代销业务：权益基金放量增长，业绩体现高弹性

东财 2020 年实现营业收入（包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务）32.52 亿元，同比增长 120%。其中基金代销业务（即金融电商服务业务）20 年实现营收 29.62 亿元，同比增长 140%。21Q1 公司营业收入达到 14.01 亿，同比增长 116%，基金代销业务带动下继续体现高业绩弹性。

图 13：东方财富营业收入（包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务；1Q16A-1Q21A）



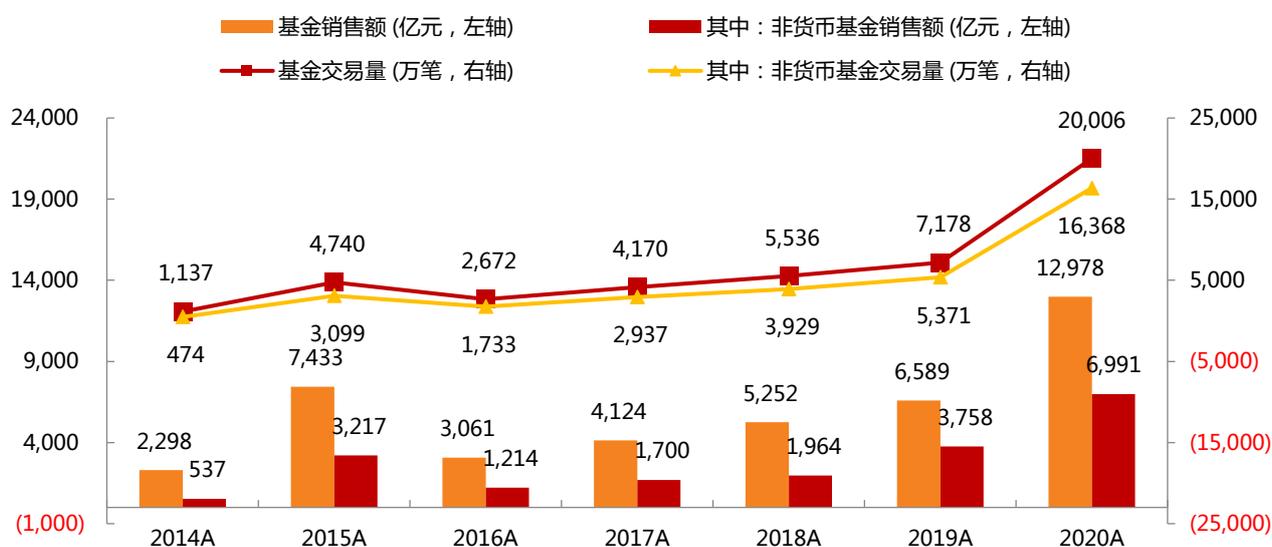
资料来源：公司公告、天风证券研究所

根据 wind 披露数据，截至 20 年 12 月末，全市场非货币基金管理规模 11.3 万亿元，同比增长 56.2%；21 年 3 月末非货币基金管理规模 13.1 万亿元，同比增长 68.5%，相比 20 年 12 月末增长 15.4%。

截至 2020 年 12 月 31 日，天天基金共上线 142 家公募基金管理人 9535 只基金产品。2020 年，天天基金共计实现基金认（申）购及定期定额申购交易 2.00 亿笔，同比增长 178.7%。基金销售额为 1.30 万亿元，同比增长 97%，其中非货币型基金共计实现认/申购（含定投）交易 1.64 亿笔，销售额为 6990.72 亿元，同比增长 86%；货币型基金共计实现申购交易 3639 万笔，销售额为 5987 亿元，同比增长 111.5%。

21Q1 权益基金开门红，后续整体基金发行节奏及份额或受市场热度影响，但我们认为东财基金保有量产生的尾随带来业绩基础盘，同时开年趋势在一定程度上反应理财结构变化。长期看在资管黄金发展期，东财作为拥有优质垂直流量平台，将有望享受中长期红利。

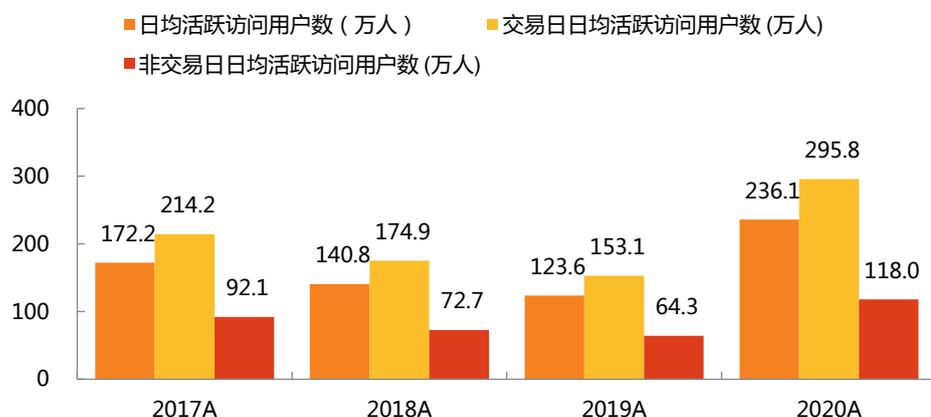
图 14：东方财富基金销售额和交易量及非货币基金销售额和交易量（2014A-2020A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

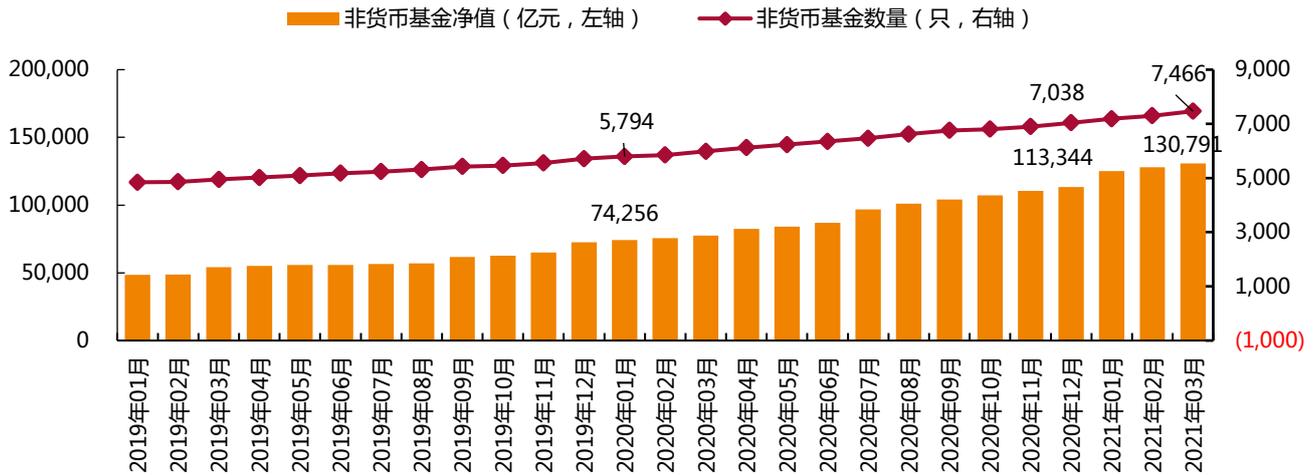
2020 年天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 236.05 万，其中，交易日日均活跃访问用户数为 295.81 万，非交易日日均活跃访问用户数为 117.99 万

图 15：天天基金服务平台日均活跃访问用户数（2015A-2020A）



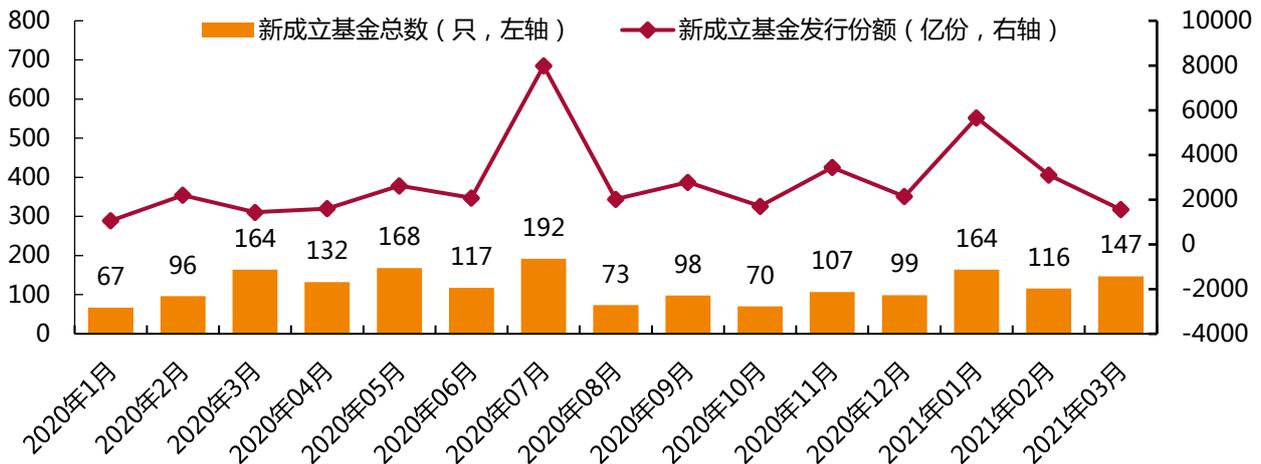
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：全市场非货币基金数量及净值（2019 年 1 月-2021 年 3 月，根据 wind 统计）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：全市场新成立基金总数及发行份额变化（2020 年 1 月-2021 年 3 月，根据 wind 基金发行阶段统计）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 公司治理：管理架构积极调整，向年轻化、专业化迈进

公司公告董事会于近日收到公司董事长、总经理其实先生，副董事长史佳先生及董事、副总经理、财务总监、董事会秘书陆威先生的书面辞职报告。

其实先生辞去公司总经理职务，原定任期届满日为 2023 年 1 月 20 日。其实先生辞去总经理职务后，继续担任公司董事长及董事会战略委员会主任、提名委员会及薪酬与考核委员会委员职务。史佳先生辞去公司董事职务，原定任期届满日为 2023 年 1 月 20 日。史佳先生辞去公司董事职务后，继续在公司任职。陆威先生辞去公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书职务，上述职务原定任期届满日 2023 年 1 月 20 日。陆威先生辞去上述职务后，继续在公司任职。

同时，公司董事会同意聘任郑立坤先生为公司总经理，黄建海女士为公司副总经理、财务总监。郑立坤先生 1984 年 9 月生人，现任东方财富证券董事长。黄建海女士 1973 年 12 月生，本科毕业于上海交通大学，哈佛商学院工商管理硕士学历（MBA），拥有中国注册会计师资格。

本次高管调整变动较大给市场带来意外,分析看到新任高管更为年轻化、专业化、国际化,体现管理层合理迭代。

6. 投资建议

资管市场蓬勃发展,长期发展空间可期,行业 β 提升叠加东财业务市占率提高趋势、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,共同推动东财业绩快速增长。根据公司21Q1业绩,以及权益基金销售大幅提升有利盈利持续性,我们上调公司21-22年归母净利润(前值59.4亿/72.3亿),预计公司2021-2023年归母净利润分别为70.9/91.6/112.6亿元,对应增速分别为48.3%/29.2%/23.0%,对应PE分别为38.9x/30.1x/24.5x,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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	25,011.29	41,420.49	34,553.71	40,785.41	52,039.69
应收票据及应收账款	314.42	726.02	991.40	979.48	1,400.20
预付账款	86.01	106.96	150.73	160.37	185.00
存货	0.00	0.00	281.83	218.72	208.98
其他	30,747.60	62,405.05	48,151.06	56,311.91	59,270.43
流动资产合计	56,159.32	104,658.52	84,128.72	98,455.89	113,104.30
长期股权投资	466.14	451.52	471.52	491.52	511.52
固定资产	1,558.28	1,763.88	1,685.97	1,608.05	1,530.14
在建工程	22.94	36.29	46.29	56.29	66.29
无形资产	180.29	174.33	160.66	159.22	133.40
其他	3,431.61	3,207.05	3,185.35	3,193.28	3,125.58
非流动资产合计	5,659.27	5,633.08	5,549.78	5,508.37	5,366.93
资产总计	61,831.41	110,328.74	89,695.09	103,980.84	118,487.81
短期借款	402.52	2,940.21	600.00	600.00	500.00
应付票据及应付账款	115.86	211.05	193.48	296.54	260.19
其他	38,858.52	72,737.31	48,375.23	54,559.01	59,261.51
流动负债合计	39,376.90	75,888.58	49,168.71	55,455.56	60,021.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,223.23	1,218.99	918.99	668.99	468.99
其他	18.79	64.71	31.76	38.42	44.96
非流动负债合计	1,242.02	1,283.69	950.75	707.41	513.95
负债合计	40,618.92	77,172.27	50,119.46	56,162.96	60,535.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	6,715.61	8,613.14	8,613.14	8,613.14	8,613.14
资本公积	8,930.62	14,451.07	14,451.07	14,451.07	14,451.07
留存收益	14,487.30	24,584.38	30,962.49	39,204.74	49,339.03
其他	(8,921.04)	(14,492.12)	(14,451.07)	(14,451.07)	(14,451.07)
股东权益合计	21,212.49	33,156.47	39,575.63	47,817.88	57,952.17
负债和股东权益总	61,831.41	110,328.74	89,695.09	103,980.84	118,487.81

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,831.29	4,778.10	7,086.79	9,158.05	11,260.32
折旧摊销	253.93	270.30	111.59	118.35	121.42
财务费用	309.69	525.69	57.31	86.23	103.65
投资损失	(70.59)	(18.42)	(310.00)	(320.00)	(330.00)
营运资金变动	20,659.21	7,198.80	(9,142.87)	(1,730.43)	1,191.61
其它	(11,262.36)	(8,225.44)	(0.71)	(3.78)	(2.24)
经营活动现金流	11,721.17	4,529.03	(2,197.89)	7,308.43	12,344.75
资本支出	223.56	385.58	62.94	42.35	21.14
长期投资	21.35	(14.61)	20.00	20.00	20.00
其他	554.22	(781.92)	135.88	226.17	281.75
投资活动现金流	799.13	(410.95)	218.82	288.52	322.89
债权融资	1,830.41	6,398.58	2,535.80	2,422.60	2,438.92
股权融资	3,779.94	7,333.42	(16.25)	(86.23)	(103.65)
其他	(3,885.04)	1,873.22	(7,407.26)	(3,701.60)	(3,748.63)
筹资活动现金流	1,725.30	15,605.22	(4,887.71)	(1,365.24)	(1,413.36)
汇率变动影响	(2.76)	(0.87)	(1.82)	(1.34)	(1.58)
现金净增加额	14,242.83	19,722.42	(6,868.60)	6,230.37	11,252.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,231.68	8,238.56	11,461.02	14,372.49	17,274.64
营业成本	390.94	566.65	736.39	868.59	988.04
营业税金及附加	41.05	67.06	91.69	114.98	138.20
营业费用	364.07	523.00	630.36	704.25	760.08
管理费用	1,289.10	1,467.99	1,696.23	1,911.54	2,159.33
研发费用	305.41	378.38	429.79	474.29	500.96
财务费用	(12.01)	33.92	57.31	86.23	103.65
资产减值损失	0.00	(33.20)	(37.55)	(45.89)	(41.72)
公允价值变动收益	(6.85)	(0.71)	(0.71)	(3.78)	(2.24)
投资净收益	268.09	315.22	308.18	318.66	328.42
其他	(550.27)	(612.32)	(649.85)	(647.98)	(678.92)
营业利润	2,142.14	5,532.57	8,199.19	10,591.59	13,018.83
营业外收入	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
营业外支出	14.60	17.17	15.88	16.53	16.20
利润总额	2,127.59	5,515.45	8,183.36	10,575.12	13,002.68
所得税	296.30	737.35	1,096.57	1,417.07	1,742.36
净利润	1,831.29	4,778.10	7,086.79	9,158.05	11,260.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,831.29	4,778.10	7,086.79	9,158.05	11,260.32
每股收益(元)	0.21	0.55	0.82	1.06	1.31

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	35.48%	94.69%	39.11%	25.40%	20.19%
营业利润	89.47%	158.27%	48.20%	29.18%	22.92%
归属于母公司净利润	91.02%	160.91%	48.32%	29.23%	22.96%
获利能力					
毛利率	90.76%	93.12%	93.57%	93.96%	94.28%
净利率	43.28%	58.00%	61.83%	63.72%	65.18%
ROE	8.63%	14.41%	17.91%	19.15%	19.43%
ROIC	30.13%	-147.11%	-108.44%	362.34%	272.43%
偿债能力					
资产负债率	65.69%	69.95%	55.88%	54.01%	51.09%
净负债率	-89.54%	-80.29%	-60.43%	-63.81%	-72.38%
流动比率	1.43	1.38	1.71	1.78	1.88
速动比率	1.43	1.38	1.71	1.77	1.88
营运能力					
应收账款周转率	14.79	15.84	13.35	14.58	14.52
存货周转率	58.08	#DIV/0!	81.33	57.43	80.78
总资产周转率	0.08	0.10	0.11	0.15	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.55	0.82	1.06	1.31
每股经营现金流	1.36	0.53	-0.26	0.85	1.43
每股净资产	2.46	3.85	4.59	5.55	6.73
估值比率					
市盈率	150.46	57.67	38.88	30.09	24.47
市净率	12.99	8.31	6.96	5.76	4.75
EV/EBITDA	29.33	35.28	27.65	20.79	16.10
EV/EBIT	32.07	36.71	28.02	21.02	16.25

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