

## 东方证券 (600958.SH) 财富管理转型被低估，资管优势带来高重估溢价

2021年06月16日

——东方证券首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

高超 (分析师)

龚思匀 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120110033

日期	2021/6/15
当前股价(元)	9.40
一年最高最低(元)	13.80/8.52
总市值(亿元)	604
流通市值(亿元)	539
总股本(亿股)	69.94
流通股本(亿股)	57.37
近3个月换手率(%)	44.7

### ● 财富管理转型被低估，资产管理优势带来高重估溢价

公司依托东方红及汇添富两大品牌，资管业务先发优势明显，公司早于2015年进行财富管理转型，商业模式不断迭代，至今转型成效渐显，长期具备竞争力。大公募时代下，公司2020年代销及基金公司利润贡献较高，静态财务优势凸显。将券商财富管理业务与其他业务分拆重估下，公司仍有94%的动态重估溢价率。同时，上海出台政策支持符合条件的基金管理资产管理机构在多层次资本市场挂牌上市，公司拥有东证资管和汇添富两大优质资产管理公司，政策支持或成股价催化。我们预计公司2021年-2023年归母净利润分别为51.21/64.09/76.95亿元，分别同比+88%/+25%/+20%，EPS分别为0.73/0.92/1.10元，预计当前股价对应2021-2023年PE分别为12.8/10.3/8.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 资产管理：先发优势明显，大公募时代下利润贡献不断提升

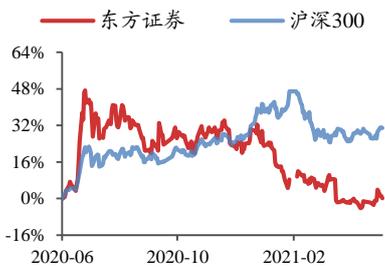
公司资管业务包括券商资管、公募基金、私募股权投资三部分，业务优势明显，2017-2020年公司资管业务收入排名行业第一。券商资管业务通过东证资管开展，业务布局较早，为业务首家获得公募牌照的非基金管理类公司，东方红品牌知名度较高，自2005年起东方红资产管理主动管理权益类产品收益率远超指数收益率。公司通过联营企业汇添富开展基金业务，从2015-2021Q1，汇添富非货基保有量市占率稳步提升，大公募时代下，东方红及汇添富利润贡献有望持续提升。

### ● 财富管理：转型较早，成效不断显现

公司依托资产端优势，财富管理转型动力充足，早于2015年进行财富管理转型，商业模式不断迭代，在组织架构、运营体系、生态建设、人才培养等方面进行升级，成效不断显现，公司客户质量较高，高净值客均AUM比肩头部券商，2021Q1代销权益类产品保有量排名行业前列，代销金融收入占比不断提升，同时公司IPO项目发行及储备量整体靠前，有望为公司带来产品及高净值客户资源，未来随着财富管理转型不断深化，公司财富管理贡献有望不断提升。

### ● 风险提示：市场波动风险；公司业绩增长不及预期。

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,052	23,134	24,675	27,835	31,571
YOY(%)	84.9	21.4	6.7	12.8	13.4
归母净利润(百万元)	2,435	2,723	5,121	6,409	7,695
YOY(%)	97.8	11.8	88.1	25.2	20.1
毛利率(%)	14.4	11.7	23.0	25.9	27.5
净利率(%)	12.8	11.8	20.8	23.0	24.4
ROE(%)	4.6	4.8	8.2	9.5	10.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.39	0.73	0.92	1.10
P/E(倍)	27.0	24.1	12.8	10.3	8.5
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 A+H上市公司，资管业务优势明显 .....	4
1.1、 股权结构分散，激励机制较强 .....	4
1.2、 资管业务优势突出 .....	6
1.3、 风险出清，轻装上阵 .....	11
2、 资产管理：特色业务，先发优势明显 .....	12
2.1、 券商资管：布局较早，规模稳步上行 .....	13
2.2、 公募基金业务：非货基市占率持续提升 .....	16
2.3、 私募股权投资：在投资项目数量持续提升 .....	17
3、 财富管理：转型较早，成效渐显 .....	18
4、 盈利预测及投资建议 .....	22
4.1、 盈利预测 .....	22
4.2、 可比公司估值 .....	24
5、 投资结论 .....	24
6、 风险提示 .....	26
附：财务预测摘要 .....	27

## 图表目录

图 1： 2019 年起公司归母净利润保持高速增长 .....	8
图 2： 公司 ROE 整体上行，低于行业平均 .....	8
图 3： 加回减值后东方证券 2020 年 ROE 高于上市券商平均 .....	9
图 4： 东方证券管理费率高于上市公司平均水平 .....	9
图 5： 2020 年公司人均薪酬约 80 万元 .....	9
图 6： 2020 年公司人均薪酬高于头部券商（单位：万元） .....	10
图 7： 2018 和 2021Q1 公司自营投资收益率低于行业平均 .....	10
图 8： 近几年公司成本率高于行业平均 .....	10
图 9： 2020 年累计减值规模增长较多 .....	11
图 10： 东方证券减值以第三阶段为主 .....	11
图 11： 东方证券股票质押拨贷比高于同业 .....	12
图 12： 东方证券资管业务布局全面 .....	13
图 13： 资管业务收入占比较高 .....	13
图 14： 东证资管为业内首家券商资管子公司 .....	14
图 15： 东证资管规模稳步上行 .....	14
图 16： 东证资管以主动管理为主 .....	14
图 17： 东证资管非货基市占率稳步提升 .....	15
图 18： 东证资管利润贡献较高 .....	15
图 19： 东证资管 ROE 较高 .....	15
图 20： 东证资管产品锁定期高于同业 .....	16
图 21： 汇添富非货基市占率持续提升 .....	16
图 22： 2020 年汇添富 ROE 达 39% .....	17
图 23： 2020 年汇添富利润贡献占比提升 .....	17
图 24： 2020 年东证资本管理规模有所提升 .....	18

图 25: 东证资管在投项目数量持续提升 .....	18
图 26: 东证资本利润占比有所下滑 .....	18
图 27: 公司于 2015 年进行财富管理转型 .....	19
图 28: 东方证券客户质量较高 .....	20
图 29: 代销产品以公募基金为主 (单位: 亿元) .....	21
图 30: 代销金融产品收入占比持续提升 .....	22
图 31: 2020 年东方证券代销收入占比高于行业平均 .....	22
表 1: 申能集团为第一大股东 .....	4
表 2: 东方红、汇添富为主要参控股子公司 .....	4
表 3: 公司高管从业经历丰富 .....	5
表 4: 公司实施员工持股计划 .....	6
表 5: 2020 年公司总资产排名行业 12 .....	7
表 6: 公司资管业务优势突出 .....	7
表 7: 净利率及净息差拖累 ROE .....	8
表 8: 职工薪酬占比较高 .....	9
表 9: 公司以手续费型业务为主 .....	10
表 10: 剩余股票质押回购 1 月以内为主 .....	12
表 11: 东证资管和汇添富合计利润贡献较高 .....	17
表 12: 东方证券在组织架构、运营体系、生态建设、人才培养等方面进行升级 .....	19
表 13: 2019 年至今公司共发行 IPO 20 单 .....	20
表 14: 公司 IPO 储备量行业排名 13 .....	21
表 15: 代销权益类基金保有规模排名行业前列 .....	22
表 16: 盈利预测核心假设 .....	23
表 17: 预计 2020-2022 年公司净利润分别同比+88%/+25%/+20% .....	23
表 18: 东方证券净利润增速高于同业可比公司, PB 低于可比公司 .....	24
表 19: 东方证券代销及基金公司利润贡献较高 .....	25
表 20: 东方证券重估溢价率较高 .....	25

## 1、A+H 上市公司，资管业务优势明显

### 1.1、股权结构分散，激励机制较强

**A+H 股上市公司。**1998 年东方证券有限责任公司成立，注册资本 10 亿元，2003 年公司变更为股份有限公司，变更完成后注册资本为 21 亿元，2001 年公司进行了增资扩股，注册资本增加至 31 亿元，2015 年公司在上交所上市，注册资本增加至 53 亿元，2016 年公司在港交所上市，注册资本增至 62 亿元，2017 年公司完成非公开发行，注册资本增加至 70 亿元。

**第一大股东为申能集团，股权结构较为分散。**公司股权结构较为分散，无实际控制人，第一大股东为申能集团，持股比例为 25.27%，除申能集团和香港中央结算（代理人）外，其他股东持股比例均不超过 5%。

**表1：申能集团为第一大股东**

排名	股东名称	持股比例(%)
1	申能(集团)有限公司	25.27
2	香港中央结算(代理人)有限公司	14.68
3	上海海烟投资管理有限公司	4.94
4	上海报业集团	3.44
5	浙能资本控股有限公司	2.98
6	中国邮政集团有限公司	2.56
7	中国证券金融股份有限公司	2.55
8	上海建工集团股份有限公司	1.91
9	上海金桥出口加工区开发股份有限公司	1.90
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	1.57

资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

**东方红、汇添富为主要参控股子公司。**公司参控股多家子公司，资产管理业务中，公司控股东证资管、持有汇添富 35% 的股权，此外，公司还控股东证资本、东证创新等股权投资类公司。

**表2：东方红、汇添富为主要参控股子公司**

子公司名称	业务性质	持股比例
东证期货	期货经纪	100%
东证资本	股权投资	100%
东证资管	资产管理	100%
东方证券承销保荐	投资银行	100%
东证创新	股权投资	100%
东方金融控股（香港）	集团管理	100%
汇添富基金	资产管理	35.412%

资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

**管理层经验丰富，高管团队稳定。**公司董事长曾任万国证券研究所副所长、总裁助

理，于1997年担任公司副总经理，经验丰富，在公司任职时间20余年，其余高管在公司任职时间均较长，从业经历丰富，公司整体高管团队稳定。

**表3: 公司高管从业经历丰富**

姓名	职位	任职日期	从业经历
宋雪枫	党委书记、执行董事	2020-09	曾任中能股份有限公司财务部主管，2001年3月至2008年5月担任中能股份有限公司财务部副经理、经理，2005年3月至2011年4月担任中能股份有限公司总经理助理兼财务部经理、总会计师兼财务部经理、副总经理兼总会计师，2011年5月至2020年6月担任中能股份有限公司监事长，2012年1月至2014年8月担任中能（集团）有限公司总经理助理，2014年8月起担任中能（集团）有限公司副总裁，2016年12月起担任中能（集团）有限公司党委委员，2020年9月起担任公司党委书记，2021年3月起担任公司执行董事。
金文忠	董事长、总裁	2010-09	曾任万国证券研究所副所长、总裁助理，野村证券企业现代化委员会项目室副主任，1997年12月至2010年9月担任公司党委委员、副总经理，2016年3月至2017年3月兼任证券投资业务总部总经理，2010年9月起担任公司党委副书记、执行董事、总裁，2020年10月起代为履行董事长、法定代表人职责，2021年3月起担任公司董事长。
杜卫华	党委副书记、副总裁、监事会副主席	2015-08	1984年7月至1998年6月担任上海财经大学金融学院教师；1998年6月至2017年5月担任公司营业部经理，经纪业务总部总经理助理、副总经理，营运管理总部总经理，人力资源管理总部总经理；2012年1月至2015年8月担任公司总裁助理、职工代表监事；2015年8月至2020年2月担任公司副总裁；2018年3月至2020年2月担任公司职工董事；2020年1月起担任公司党委副书记、纪委书记；2020年2月起担任公司监事会副主席、职工代表监事。
舒宏	副总裁、首席信息官	2014-04	1993年1月至1998年10月担任申银万国证券股份有限公司电脑网络中心开发部经理，1998年10月至2004年3月担任东方证券有限责任公司信息技术中心负责人、总经理，2001年12月至2014年4月担任公司总裁助理兼信息技术中心总经理、总裁助理兼经纪业务总部总经理、信息技术总监兼总裁助理、营运总监兼总裁助理、营运总监；2014年4月起担任公司副总裁，2019年6月起担任公司首席信息官。
张建辉	副总裁、财务总监	2012-01	1994年3月至1998年3月担任上海浦东发展银行主办科员；1998年3月至2003年7月担任东方证券有限责任公司资金财务管理总部总经理助理；2003年7月至2015年6月历任公司辽宁管理总部副总经理、总经理，资金财务管理总部副总经理、总经理；2015年6月至2019年8月担任公司计划财务总部总经理；2014年5月起担任公司财务总监；2015年7月起担任公司副总裁；2020年8月起担任公司资金管理总部总经理。
鲁伟铭	副总裁	2018-11	1994年7月至1998年3月担任中国国泰证券交易部业务员、交易部经营处项目经理；1998年3月至2014年10月历任公司交易总部证券投资部职员、副总经理，证券投资业务总部业务董事，固定收益业务总部总经理助理、副总经理、副总经理；2014年10月起担任公司固定收益业务总部总经理；2017年9月至2020年9月担任公司总裁助理；2020年9月起担任公司副总裁；2021年1月起担任公司金融衍生品业务总部总经理。
杨斌	副总裁、首席风险官、合规总监	2015-05	1997年7月至1998年7月担任中国人民银行上海分行非银行金融机构管理处科员；1998年7月至2004年3月担任上海证管办稽查处、稽查局案件审理处副主任科员、主任科员；2004年3月至2007年2月担任上海证监局稽查处、机构二处主任科员；2007年2月至2015年5月担任上海证监局机构一处副处长、期货监管处处长、法制处处长；2015年6月起担任公司首席风险官；2015年7月起担任公司合规总监；2017年8月至2020年4月担任公司稽核总部总经理；2020年6月起担任公司合规法务管理总部总经理；2021年3月起担任公司副总裁。

徐海宁	副总裁	2018-11	2002年3月至2007年5月担任通商控股有限公司副总裁；2007年5月至2008年12月担任上海广和投资有限公司总经理、董事长；2010年6月至2011年1月担任上海海航大新华置业有限公司副总经理；2011年1月至2011年8月担任大新华物流控股（集团）有限公司总经理；2011年8月至2011年12月担任上海大新华投资管理有限公司总经理；2011年12月至2012年10月担任上海九龙山股份有限公司董事、常务副总裁；2012年10月至2014年10月担任公司销售交易总部副总经理；2014年10月起担任公司财富管理业务总部总经理；2017年9月至2021年3月担任公司总裁助理；2021年3月起担任公司副总裁。
王如富	董事会秘书	2016-11	2002年8月至2004年4月担任申银万国证券计划统筹总部综合计划专员、发展协调办公室战略管理专员，2004年5月至2005年10月担任金信证券规划发展部总经理助理、秘书处副主任，2005年10月至2008年3月担任公司研究所证券市场战略资深研究员，2008年3月至2016年11月担任董事会办公室资深主管、主任助理、副主任、主任（兼证券事务代表）；2014年10月起担任公司董事会办公室主任，2016年11月起担任公司董事会秘书，2019年11月起兼任联席公司秘书。

资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

**员工持股计划下，激励机制较强。**公司开展员工持股计划，于2020年7月完成资金募集工作，12月完成公司购买，累计买入公司H股股票0.66亿股，占公司总股本0.942%，占公司H股股本6.417%，合计参与公司员工计划人数3588人，占公司总人数57%，员工覆盖较高，员工持股计划下，激励机制较强。

**表4：公司实施员工持股计划**

项目	内容
范围	公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员及其他员工，共3588人
存续期和锁定期	存续期5年，锁定期12个月
资金来源	员工合法薪酬、自筹资金以及法律、法规允许的其他方式
资金总额	单个员工起始认购份数为3万份（即最低认购金额为3万元），实际募资3.17亿元，其中董监高占比8.27%
管理机构	汇添富基金为管理机构，设立汇添富-东方证券员工持股计划1号/2号单一资产管理计划
投资范围	主要投资于员工持股计划约定的东方证券H股，闲置资金可投资于银行存款、国债等流动性管理工具

资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

## 1.2、资管业务优势突出

**体量排名行业上游，资管业务优势突出。**2020年，公司总资产、净资产、净资本在行业排名12左右，整体比较稳定，处于行业上游水平。从分业务收入排名来看，公司资管业务优势突出，2017-2019年，公司资管业务均位于行业第一，交易单元席位租赁净收入排名略高于公司整体业务排名，代销金融收入与体量排名持平，投资业务相对弱势，排名低于公司总体排名。

**表5: 2020 年公司总资产排名行业 12**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产	9	11	11	12
净资产	9	10	11	12
净资本	9	9	10	13
净利润	11	15	13	13

数据来源: 中证协、开源证券研究所

注: 2017-2019 年数据来自中证协, 2020 年数据按上市公司年报排序

**表6: 公司资管业务优势突出**

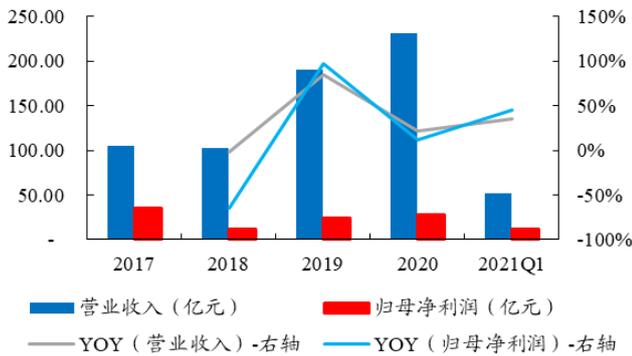
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
<b>经纪业务收入</b>				
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	19	20	20	20
交易单元席位租赁净收入	8	5	9	
代销金融产品收入	12	11	15	
<b>投行业务收入</b>				
投行业务净收入	12	10	15	11
股票承销业务收入	13	11	18	
债券承销业务收入	11	8	20	
<b>资管业务收入</b>				
资管业务净收入	1	1	1	1
<b>利息净收入业务收入</b>				
融资类业务利息收入	19	19	21	23
<b>投资业务收入</b>				
证券投资收入	4	96	14	11

数据来源: 中证协、东方证券公司公告、开源证券研究所

注: 2017-2019 年数据来自中证协, 2020 年数据按上市公司年报排序

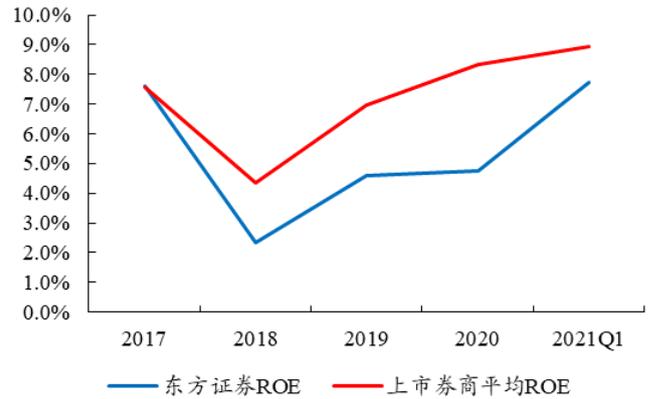
**业绩增长较快, 净利率和净息差拖累 ROE 水平。**2018 年受宏观和市场下滑影响, 公司营收有所下降, 2019 年起市场回暖, 公司业绩弹性高, 营收与归母净利润均实现较快增长, 2020 年和 2021Q1 公司归母净利润分别同比+19%/+36%, 均高于行业平均水平。从 2018-2021Q1, 公司 ROE 从 2.4% 提升至 7.7%, 公司 ROE 低于行业平均, 从 ROE 拆分上看, 公司净利率和净息差低于行业平均, 拖累 ROE 提升。

图1: 2019年起公司归母净利润保持高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 公司 ROE 整体上行, 低于行业平均



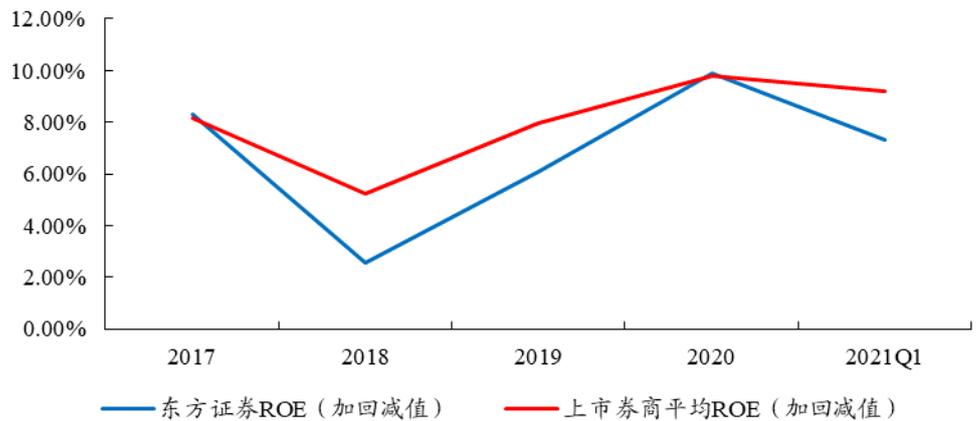
数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 净利率及净息差拖累 ROE

	2017	2018	2019	2020	2021Q1
东方证券					
ROE	7.6%	2.4%	4.6%	4.8%	7.7%
平均杠杆率	4.10	3.80	3.95	3.93	3.82
手续费收入占比	47.2%	74.6%	44.8%	46.0%	65.0%
净利率	35.2%	18.9%	24.8%	18.8%	35.7%
净息差	2.78%	0.83%	2.59%	3.49%	1.98%
上市公司平均					
ROE	7.58%	4.35%	6.97%	8.35%	8.95%
平均杠杆率	3.35	3.44	3.63	3.83	3.92
手续费收入占比	50.0%	50.2%	42.8%	47.9%	49.2%
净利率	34.1%	25.4%	31.6%	33.1%	37.8%
净息差	3.35%	2.50%	3.57%	3.53%	3.10%

数据来源: 东方证券公司公告、开源证券研究所

2020年受减值拖累, 加回减值后 ROE 高于上市券商平均。2018年受自营投资影响, 整体 ROE 低于行业平均, 2020年公司计提减值较多, 拉低净利润, 加回减值后(扣除 25%税率)公司 2020年 ROE 约 9.87%, 高于加回减值后的上市券商平均水平(9.81%), 公司高手续费业务占比下, 未来 ROE 有望持续提升。

**图3: 加回减值后东方证券 2020 年 ROE 高于上市券商平均**


数据来源: 东方证券公司公告、Wind、开源证券研究所

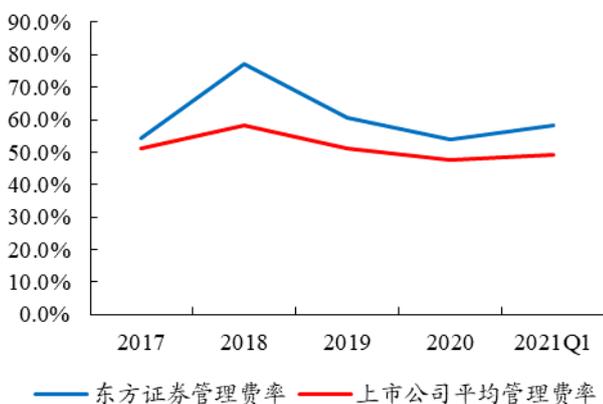
 注:  $ROE(加回减值) = (归母净利润 + 信用减值损失 * 75\%) * 2 / 期初期末归母净资产$ 

**高员工激励带来高管理费率。**公司职工薪酬占管理费比重较高, 2020 年职工薪酬占管理费比重高达 65%, 从人均薪酬上看, 2018-2020 年公司人均薪酬呈上升趋势, 2020 年人均薪酬达 80 万元, 相比同业, 2020 年公司人均薪酬高于头部券商, 高员工激励带来较高的管理费率, 一定程度上影响公司净利率, 但同时有利于公司人才引进, 提高内部竞争力。

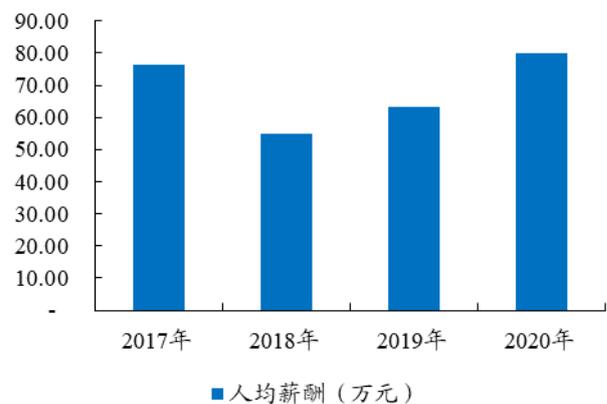
**表8: 职工薪酬占比较高**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
职工薪酬	65%	56%	62%	65%
产品代销费用	9%	14%	9%	8%
电子设备运转费	3%	4%	3%	4%
折旧和摊销	3%	4%	9%	8%
其他	20%	22%	17%	14%
管理费	100%	100%	100%	100%

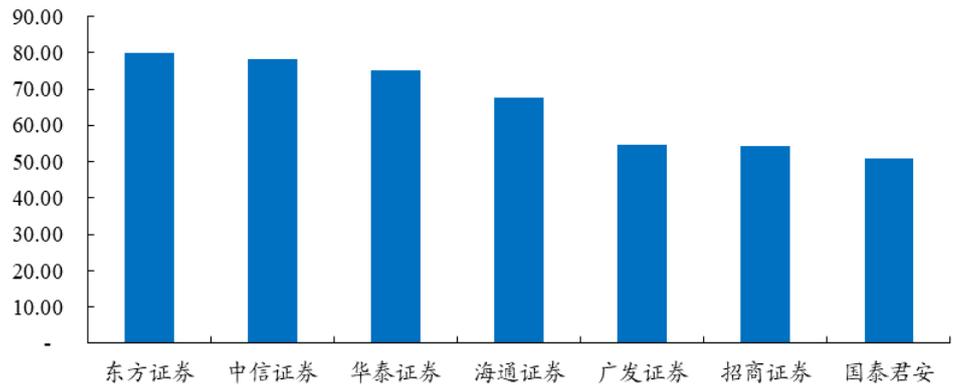
数据来源: 东方证券公司公告、开源证券研究所

**图4: 东方证券管理费率高于上市公司平均水平**


数据来源: Wind、开源证券研究所

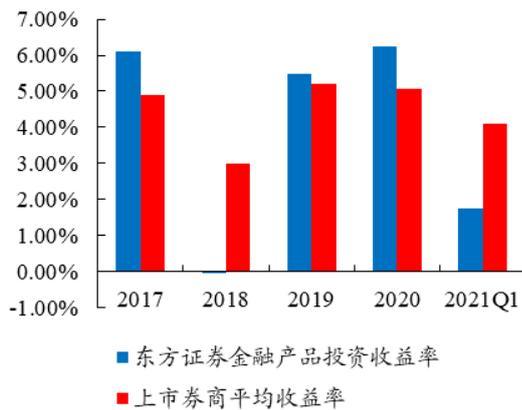
**图5: 2020 年公司人均薪酬约 80 万元**


数据来源: 东方证券公司公告、开源证券研究所

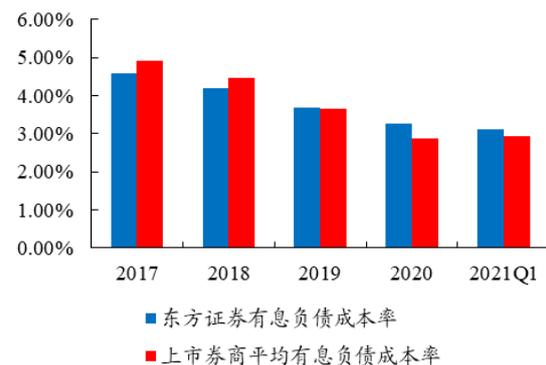
**图6: 2020年公司人均薪酬高于头部券商(单位: 万元)**


数据来源: 东方证券公司公告、开源证券研究所

**负债成本一定程度拖累净息差。**2018年公司自营投资收益率低于行业平均, 带来整体净息差低于行业平均, 2019-2021Q1, 公司有息负债成本率整体高于上市券商平均, 一定程度上拖累净息差。

**图7: 2018和2021Q1公司自营投资收益率低于行业平均**


数据来源: 东方证券公司公告、Wind、开源证券研究所

**图8: 近几年公司成本率高于行业平均**


数据来源: 东方证券公司公告、Wind、开源证券研究所

**公司以轻资本业务为主。**公司资管业务占比较高, 2020年和2021Q1公司资管业务收入占比分别为17.0%/31.2%, 远高于行业平均8.8%和10.3%的收入占比, 资管业务拉动下, 公司手续费收入占比较高, 2021Q1手续费型业务收入占比为65%, 远高于上市公司平均水平, 轻资本业务利于公司ROE水平提升。

**表9: 公司以手续费型业务为主**

项目	东方证券				上市公司平均			
	2018	2019	2020	2021Q1	2018	2019	2020	2021Q1
经纪业务	20.7%	15.8%	18.1%	24.1%	24.7%	21.6%	25.9%	28.1%
投行业务	17.4%	10.7%	10.9%	9.6%	13.4%	12.1%	13.2%	10.8%
资管业务	36.5%	18.4%	17.0%	31.2%	12.1%	9.1%	8.8%	10.3%
投资业务	10.1%	44.4%	44.1%	17.9%	28.7%	39.7%	35.8%	31.5%

利息净收入	13.3%	9.1%	5.4%	10.3%	14.6%	12.3%	12.1%	12.9%
其他业务净收入	1.9%	1.7%	4.5%	6.8%	6.5%	5.2%	4.1%	6.4%
手续费型业务收入占比	74.6%	44.8%	46.0%	65.0%	50.2%	42.8%	47.9%	49.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、风险出清，轻装上阵

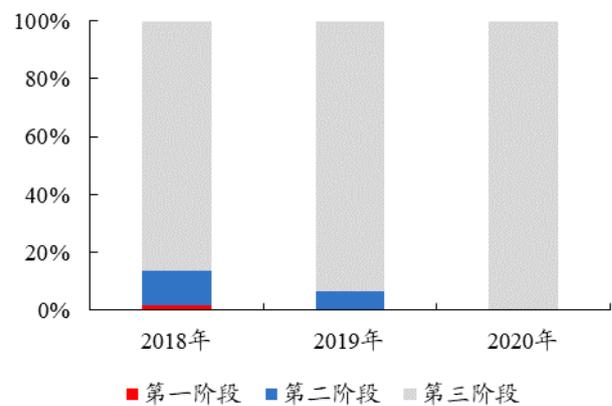
2020年减值计提较多，以第三阶段减值为主。2020年公司计提信用减值损失39亿元，同比+272%，主要为股票质押计提，2020年信用减值计提39亿，2020年末累计减值规模58亿元，同比+140%，其中股票质押减值规模50亿元，占比87%。公司减值以第三阶段为主，2020年第三阶段信用损失占比99%。随着公司大量计提减值准备，风险不断出清，未来将轻装上阵。

图9：2020年累计减值规模增长较多



数据来源：东方证券公司公告、开源证券研究所

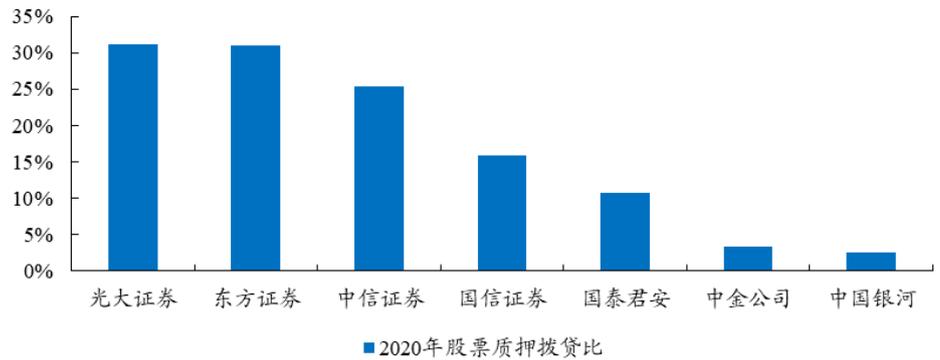
图10：东方证券减值以第三阶段为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：第一阶段为未来12个月预期信用损失，第二阶段为整个存续期，未发生信用减值，第三阶段为整个存续期已发生信用减值

股票质押拨贷比高于同业，剩余回购以1个月以内为主，整体风险较小。2017年起，公司买入返售拨贷比持续提升，2020年公司股票质押拨贷比约31%，高于同业可比公司以及头部券商，风险覆盖程度较高。公司剩余股票质押净额113亿元，主要以1个月以内期限为主，整体风险较小。

**图11: 东方证券股票质押拨贷比高于同业**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 股票质押拨贷比=股票质押减值规模/股票质押账面余额

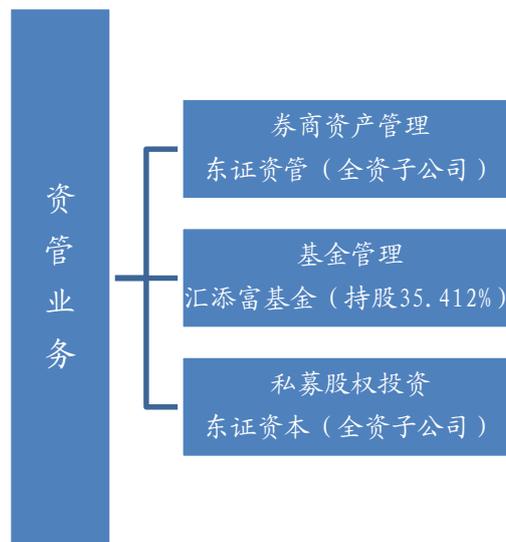
**表10: 剩余股票质押回购 1 月以内为主**

股票质押回购	2020 年末		2019 年末	
	金额 (亿元)	比例	金额 (亿元)	比例
1 月以内	161	98.54%	177.18	86.40%
1-3 月	2.39	1.46	13.06	6.36%
3 月-1 年	0	0	11.19	5.45%
1 年以上	0	0	3.89	1.89%
合计	163.39	100%	205.32	100%
减值准备	50.34		18.07	
净额	113.05		187.24	

数据来源: 东方证券公司公告、开源证券研究所

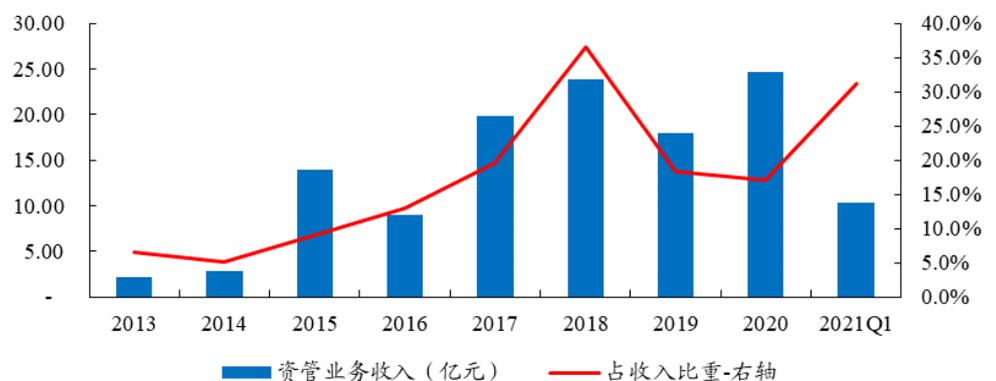
## 2、资产管理: 特色业务, 先发优势明显

**资管业务布局全面。**公司资管业务包括三大部分, 通过全资子公司东证资管开展券商资管业务, 公司通过持股 35.412% 且作为第一大股东的汇添富基金开展基金管理业务, 同时通过全资子公司东证资本开展私募股权投资基金管理业务。

**图12: 东方证券资管业务布局全面**


资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

**资管业务收入占比较高。**资管业务为公司特色业务，收入占比较高，2013-2017年，资管业务收入占比从6.6%提升至19.6%，2018年之后业务收入占比有所波动，整体保持在17%以上，2021Q1资管业务收入占比高达31.2%。

**图13: 资管业务收入占比较高**


数据来源：东方证券公告、开源证券研究所

## 2.1、券商资管：布局较早，规模稳步上行

**业务布局较早，首家获得公募牌照的非基金管理类公司。**东证资管是东方证券资产管理业务总部，1998年开始从事证券公司资产管理业务，2002年首批获得客户资产管理业务资格，2005年首批开展集合资管业务，“东方红”品牌诞生，2010年成为国内首家券商系资管公司；随着公募基金业务牌照的放开，2013年成为业内首家获得公募牌照的非基金管理类公司，业务布局较早，先发优势明显。

图14: 东证资管为业内首家券商资管子公司

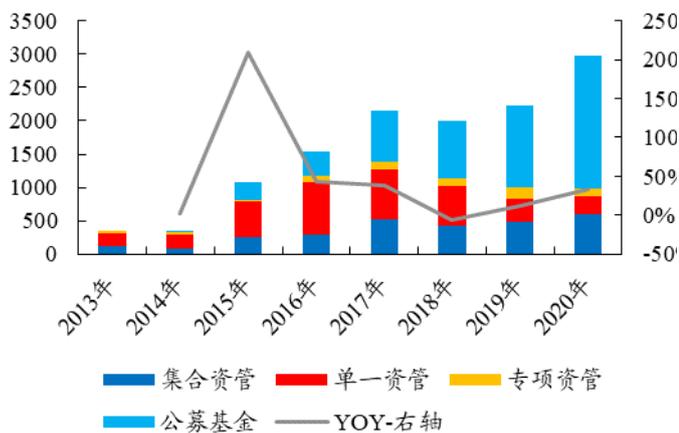


资料来源：东方证券公告、开源证券研究所

**投资团队专业，成果显著。**公司投资团队由近百位专业人士组成，投资管理领域涵盖权益、固定收益、指数与多策略、结构与另类融资等多个领域，截至2020H1末，公司拥有48位基金经理和投资经理，截至2020年末，自2005年起东方红资产管理主动管理权益类产品的平均年化回报率26.50%，（同期沪深300指数12.02%）；东方红资产管理权益类基金近五年绝对收益率125.26%，固定收益类基金近五年绝对收益率27.60%，均排名行业第六位。

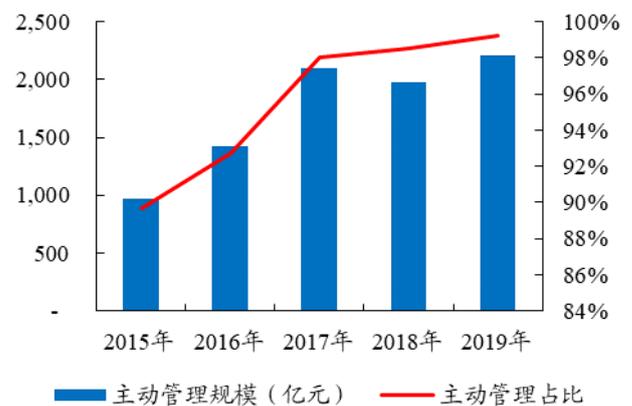
**资管规模稳步上行，以主动管理为主。**2019和2020年末，东证资管管理规模分别为2229/2985亿元，分别同比+11%/34%，其中，公募基金规模占比快速提升，从2015年的26%提升至2020年的67%。公司主动管理规模持续攀升，从2015年的90%提升至99%，几乎全部为主动管理。

图15: 东证资管规模稳步上行



数据来源：东方证券公告、开源证券研究所

图16: 东证资管以主动管理为主



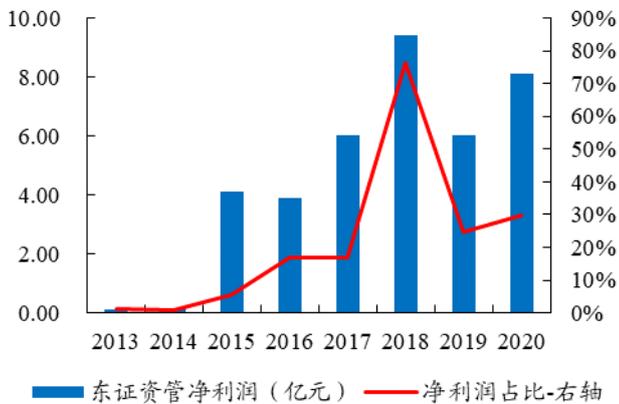
数据来源：东方证券公告、开源证券研究所

**非货基市占率稳步提升。**东证资管非货基规模保持快速增长，2015-2020年非货基规模年均复合增速约47%，市占率稳步提升，2015年公司非货基规模市占率约0.7%，2021Q1提升至1.63%。

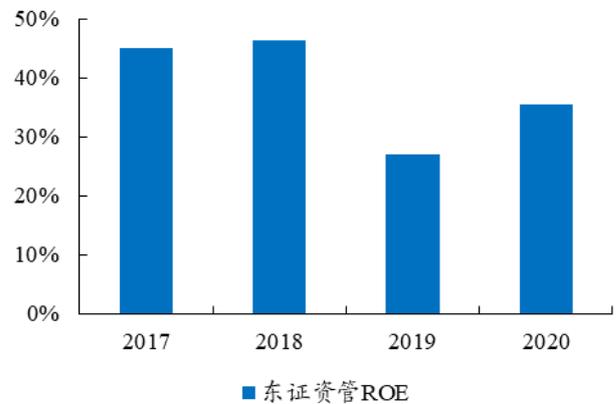
**图17: 东证资管非货基市占率稳步提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**东证资管 ROE 和净利润占比较高，未来贡献或将持续提升。**2013-2017年，东证资管利润贡献占比从1%提升至17%，2020年东证资管净利润占比达30%，整体利润贡献较高，东证资管收入主要依靠规模增长以及业绩报酬，2020年整体市场较好，部分业绩报酬或将在未来年度进行兑现，同时随着公募市场不断扩容，公司依靠品牌知名度，规模有望持续扩张，净利润占比或将持续提升。2017-2020年，东证资管ROE一直保持在25%以上，2020年ROE达35%，高ROE利于公司ROE拉升。

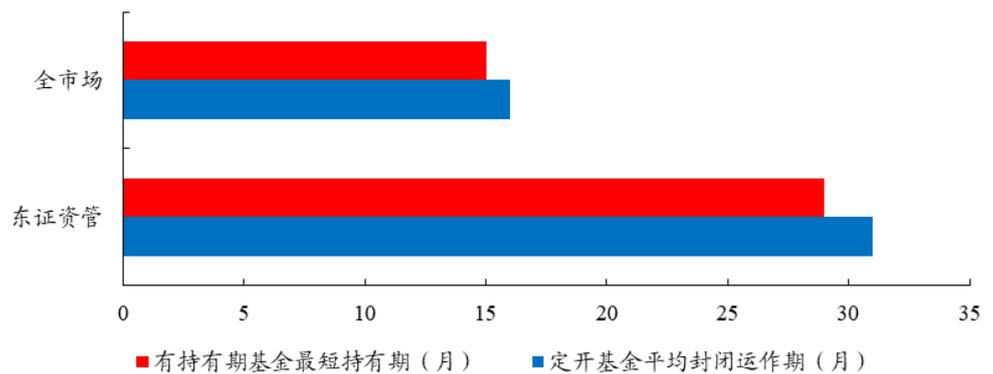
**图18: 东证资管利润贡献较高**


数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

**图19: 东证资管 ROE 较高**


数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

**东证资管产品锁定期高于同业，利于公司保有量提升。**定开类基金中，东证资管平均封闭运作期约31个月，高于市场的16个月；有持有期的基金中，东证资管基金平均最短持有期29个月，高于市场的15个月，东证资管产品锁定期整体高于同业，利于公司整体保有提升，同时盈利稳定性更强。

**图20: 东证资管产品锁定期高于同业**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、公募基金业务: 非货基市占率持续提升

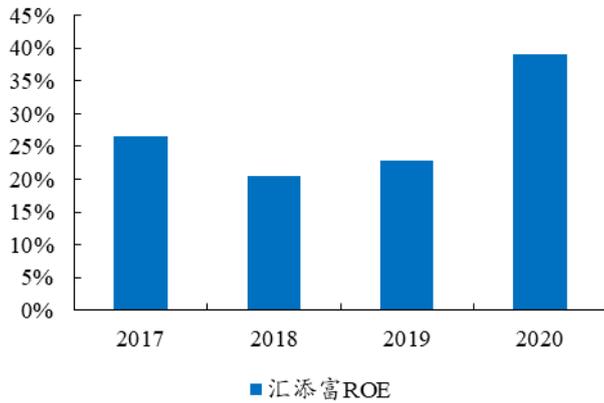
**业务牌照齐全。**公司通过持股 35.412%且作为第一大股东的汇添富基金开展基金管理业务, 汇添富基金成立于 2005 年, 在香港及上海设有子公司, 业务牌照齐全, 拥有全国社保基金境内委托投资管理人、全国社保基金境外配售策略方案投资管理人、基本养老保险基金投资管理人、保险资金投资管理人、专户资产管理人、特定客户资产管理子公司、QDII 基金管理人、RQFII 基金管理人及 QFII 基金管理人等业务资格。

**非货基规模快速增长, 市占率持续提升。**2013-2021Q1, 汇添富非货基规模快速增长, 从 498 亿元提升至 5716 亿元, 行业排名从 14 大幅提升至第二, 2013-2020 年均复合增速为 41%, 市占率持续上行, 从 2.21%提升至 4.59%。

**图21: 汇添富非货基市占率持续提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**汇添富 ROE 较高, 利润贡献占比有所提升。**汇添富 ROE 不断提升, 2020 年 ROE 达 39%, 轻资本业务下 ROE 较高, 利于公司 ROE 提升。汇添富利润贡献整体波动上升, 2019 和 2020 年利润贡献分别为 18%/33%, 从历史趋势看, 整体利润贡献在 15%以上, 未来随着公募市场不断扩容, 利润贡献有望持续提升。

**图22: 2020年汇添富ROE达39%**


数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

**图23: 2020年汇添富利润贡献占比提升**


数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

**表11: 东证资管和汇添富合计利润贡献较高**

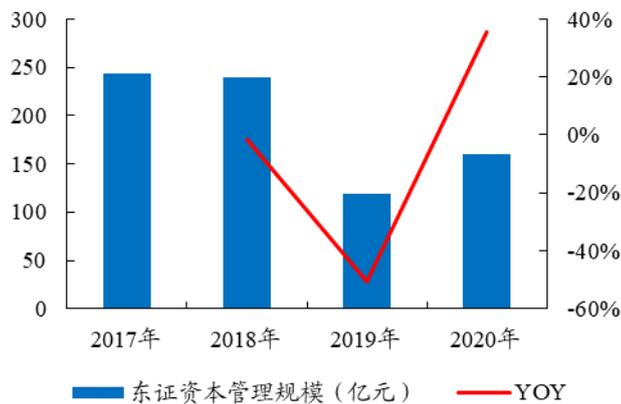
单位: 亿元	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021Q1
东证资管非货基 AUM	30.62	275.26	362.73	744	836	1,163	1,877	2,036
市占率	0.13%	0.70%	0.74%	1.53%	1.54%	1.52%	1.59%	1.63%
汇添富非货基 AUM	575.77	1192.04	1482.68	1,428	1,734	2,851	5,502	5716.42
市占率	2.35%	3.02%	3.04%	2.94%	3.20%	3.73%	4.65%	4.59%
合计非货基AUM贡献	301.2	751.6	887.8	1,249.6	1,450.1	2,172.6	3,825.2	4,059.9
YOY		150%	18%	41%	16%	50%	76%	
东证资管股+混 AUM	31	230	288	708	744	961	1,529	1682.78
市占率	0.16%	0.77%	1.06%	2.62%	3.40%	3.01%	2.38%	2.40%
汇添富股+混 AUM	523	1,076	1,082	1,152	1,166	1,779	3,968	4038.66
市占率	2.73%	3.59%	3.99%	4.27%	5.34%	5.58%	6.18%	5.77%
合计股+混 AUM 贡献	276	660	671	1,116	1,157	1,591	2,934	3,113
YOY		139%	2%	66%	4%	38%	84%	
东证资管净利润贡献	1%	6%	17%	17%	77%	25%	30%	
汇添富净利润贡献	6%	5%	16%	12%	30%	18%	33%	
合计净利润贡献	6%	11%	33%	29%	106%	43%	63%	

数据来源: Wind、东方证券公司公告、开源证券研究所

### 2.3、私募股权投资: 在投项目数量持续提升

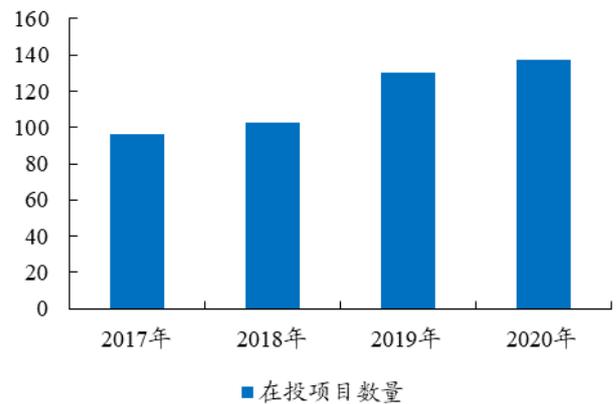
2020年管理规模有所提升, 在投数量持续提升。公司通过东证资本开展私募股权投资业务, 2020年东证资本在管规模161亿元, 同比+35%, 在投项目数量持续提升, 同时自科创板开板以来有13家企业申报了科创板IPO, 其中7家成功上市。

图24: 2020年东证资本管理规模有所提升



数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

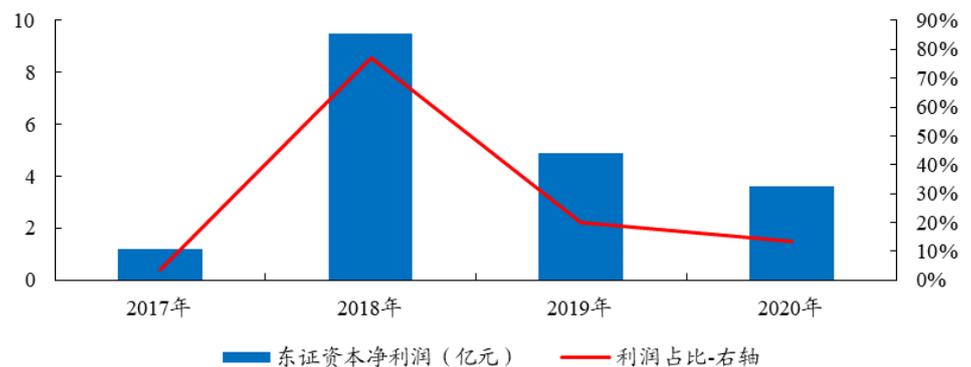
图25: 东证资管在投项目数量持续提升



数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

**东证资本利润占比有所下滑。**从2018-2020年,东证资本净利润呈下降趋势,整体占比有所下滑,2020年东证资本净利润占比约13%,未来注册制下,项目退出加快,同时公司挖掘结构性机会,业务有望实现快速增长,利润占比或将提升。

图26: 东证资本利润占比有所下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、财富管理: 转型较早, 成效渐显

**较早进行财富管理转型, 商业模式不断迭代进化。**公司具有两大资管品牌优势, 财富管理转型动力充足, 早于2015年进行财富管理转型, 商业模式不断迭代, 从最初的“以交易服务为基础, 把财富管理作为经纪业务的延伸”, 逐渐升级为“严选资产、专业配置、买方视角、完整服务”, 面对零售端, 长期进行投资者教育, 坚持零售客户的产品化, 重点将普通投资者转化为产品客户, 并不断开发财富管理客户; 基于券商的交易服务属性, 对机构客户做好涵盖托管、两融、研究、场外在内的综合金融服务; 从而将有限的资源投入到最符合市场发展方向的客群。

图27: 公司于 2015 年进行财富管理转型



资料来源：东方证券官网、开源证券研究所

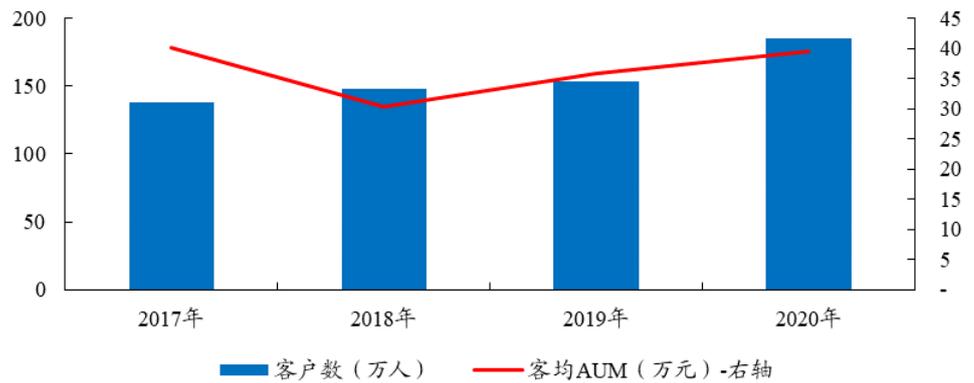
在组织架构、运营体系、生态建设、人才培养等方面进行升级。公司 2015 年将经纪业务部分更名为财富管理总部，并采用事业部制管理，2017 年扩大营业部建设，营业部数量从最初的 68 个增加至 153 个，完成全国性布局，同时公司在组织架构、运营体系、生态建设、人才培养等多方面进行了调整升级，财富管理转型走在行业前列。

表12: 东方证券在组织架构、运营体系、生态建设、人才培养等方面进行升级

项目	内容
组织架构	事业部制改革持续深化，总部实现干部、人事及绩效授权管理，财务实施内部独立核算管理，并直接对全国分支机构进行扁平化管理，有利于快速响应分支机构需求，提升管理和业务效率。
运营体系	设立财富管理中台系统，强化产品研究、策略配置与服务反馈等功能和模块，提升运营效率和服务质量，更有效地支持业务发展。
生态建设	建立了基金管理人、基金经理和基金产品的三维评价体系，严选优质产品，构建了精品化、差异化、有竞争力的产品线；并通过种子基金，对代销的金融产品进行跟投，为产品增信。
人才培养	通过东方之星、东方之鹰、东方之光三大人才战略充实公司的基层经营管理队伍，实现了干部的年轻化、专业化和市场化，并设立财富管理学院，持续培养队伍的专业能力。

资料来源：东方证券官网、开源证券研究所

客户质量较高。公司坚持零售客户的产品化，重点将普通投资者转化为产品客户，并不断开发财富管理客户，整体客户质量较高，2017-2020 年，公司用户数保持小幅提升，从 138 万户提升至 188 万户，用户质量较高，2020 年客均 AUM 约 39 万元，2020H1 公司高净值约 9000 人左右，客均 AUM 高达 4376 万元，比肩头部券商。

**图28: 东方证券客户质量较高**


数据来源：东方证券公告、开源证券研究所

注：客均 AUM=客户托管资产总额/客户数量

**投行业务既是客户入口也是产品优势。**投行业务尤其是 IPO 业务，是券商整体业务的重要入口，也是券商高净值客户的重要来源，上市和准上市公司的高管层和骨干层均有望成为券商财富管理业务的重要客源。同时，投行业务优势也将带来券商在直投等一级市场产品上的竞争优势。2019 年-2021 年 5 月，公司共发行 IPO20 单，排名行业 17，公司 IPO 储备量 13 单，与体量排名持平，从 IPO 发行量及储备量上看，公司未来高净值客户挖掘潜力较大。

**表13: 2019 年至今公司共发行 IPO20 单**

排名	公司名称	IPO 发行数量
1	中信证券	87
2	中信建投证券	75
3	中金公司	54
4	海通证券	50
5	华泰联合	41
6	国泰君安	39
7	民生证券	38
8	招商证券	37
9	国信证券	30
9	国金证券	30
11	光大证券	28
12	广发证券	24
12	东兴证券	24
12	安信证券	24
12	长江承销保荐	24
16	兴业证券	21
17	东方投行	20
18	东吴证券	17
19	国元证券	15
20	中泰证券	14

数据来源：Wind、开源证券研究所

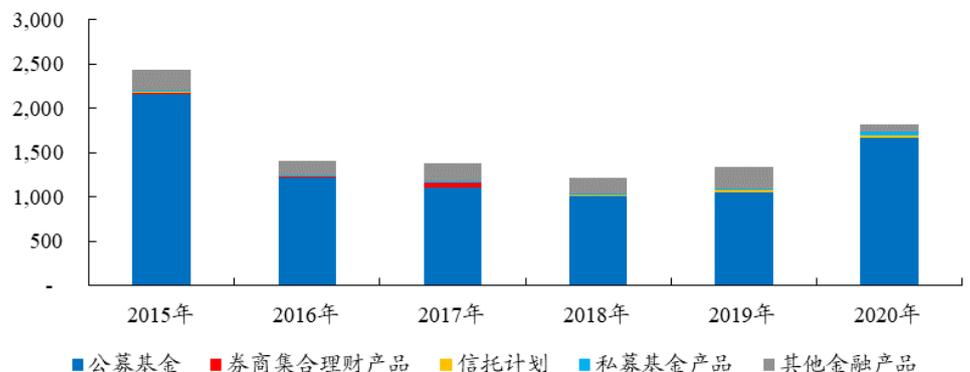
注：时间为 2019 年 1 月 1 日-2021 年 5 月 28 日

**表14: 公司 IPO 储备量行业排名 13**

排名	公司名称	创业板	科创板	上证主板	深证主板	总计
1	中信证券	32	24	13	3	72
2	中信建投	27	13	5	3	48
3	华泰联合	27	9	3	3	42
4	国泰君安	14	13	7	2	36
5	中金公司	14	13	2	2	31
6	民生证券	22	4	2	1	29
7	海通证券	11	13	2	2	28
8	国金证券	18	4	4		26
8	国信证券	19	5		2	26
10	招商证券	13	3	1	4	21
11	东兴证券	12	4			16
12	安信证券	10	3	2		15
13	东方证券	6	2	3	2	13
13	光大证券	8		4	1	13
13	申万宏源	6	5	1	1	13
16	国元证券	4	4	3		11
17	西部证券	7	1		2	10
17	兴业证券	5	2	1	2	10
17	中泰证券	7	1		2	10
17	中原证券	9		1		10

数据来源: Wind、开源证券研究所

2020 年销售产品规模有所提升, 以公募基金销售为主。2019 年随着市场回暖, 公司产品销售规模有所提升, 2020 年公司销售产品规模达 1819 亿元, 同比+36%, 产品销售以公募基金为主, 2020 年公募基金销售规模占比高达 91%。

**图29: 代销产品以公募基金为主 (单位: 亿元)**


数据来源: 东方财富公告、开源证券研究所

代销保有量排名行业前列。根据中证协披露代销保有数据, 公司代销基金保有量位居行业前列, 2021Q1 公司代销权益类基金保有规模 348 亿元, 市占率 0.5%, 代销非货基规模 352 亿元, 市占率 0.56%, 位于行业前十。

表15: 代销权益类基金保有规模排名行业前列

排名	公司名称	股票+混合公募基金保有规模	股+混市占率	非货币市场公募基金保有规模	非货币基金市占率
1	中信证券	1298	1.85%	1315	1.06%
2	广发证券	741	1.06%	787	0.63%
3	华泰证券	545	0.78%	594	0.48%
4	国信证券	515	0.74%	523	0.42%
5	招商证券	496	0.71%	527	0.42%
6	兴业证券	441	0.63%	448	0.36%
7	中信建投	380	0.54%	390	0.31%
8	平安证券	378	0.54%	405	0.33%
9	中国银河	361	0.52%	697	0.56%
<b>10</b>	<b>东方证券</b>	<b>348</b>	<b>0.50%</b>	<b>352</b>	<b>0.28%</b>
11	申万宏源	288	0.41%	293	0.24%
12	方正证券	287	0.41%	290	0.23%
13	国泰君安	271	0.39%	287	0.23%
14	海通证券	236	0.34%	247	0.20%
15	中金财富	193	0.28%	195	0.16%

数据来源: 中证协、开源证券研究所

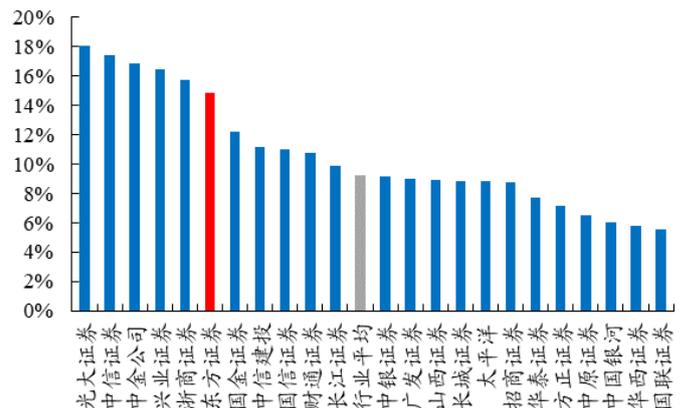
代销金融产品收入占比持续提升, 转型成效显著。从2015-2020年, 公司代销金融产品收入每年保持提升, 2020年在公募基金大崛起背景下, 公司代销金融产品收入同比+265%, 收入占经纪业务比重持续提升, 从2015年的1%提升至15%, 处于行业前列, 远高于上市券商平均水平, 公司转型成效显著。

图30: 代销金融产品收入占比持续提升



数据来源: 东方证券公告、开源证券研究所

图31: 2020年东方证券代销收入占比高于行业平均



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1、盈利预测

**表16: 盈利预测核心假设**

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
两市日均股基成交额 (亿元)	5,580	9,042	8,771	9,472	10,325
YOY	35.5%	62.0%	-3.0%	8.0%	9.0%
股基成交额市占率	1.07%	1.12%	1.14%	1.16%	1.18%
佣金率	0.0257%	0.0223%	0.0216%	0.0210%	0.0203%
IPO 单数	3	11	14	17	20
IPO 单均收入	38	39	39	39	39
再融资规模	9,293	6,847	9,586	11,503	13,229
YOY	77%	-26%	40%	20%	15%
债承规模	87,578	132,202	171,863	206,235	237,170
YOY	-8%	51%	30%	20%	15%
集合资管规模 (亿元)	485	593	711	853	981
YOY	14%	22%	20%	20%	15%
东证资管公募基金规模 (亿元)	1234	1996	2,495	3,119	3,837
YOY	44%	62%	25%	25%	23%
两市两融规模	1,005,504	1,482,024	1,585,766	1,744,342	1,953,663
YOY	34%	47%	7%	10%	12%
两融市占率	1.31%	1.43%	1.50%	1.57%	1.65%
自营投资规模	78,343	83,793	71,699	80,303	89,939
YOY	27%	7%	-14%	12%	12%
自营投资收益率	5.47%	6.23%	4.62%	5.51%	5.75%
汇添富非货基规模 (亿元)	2,851	5,502	7,152	9,155	11,718
YOY	64%	93%	30%	28%	28%
资产减值	1,044	3,885	1,247	1,098	1,293
YOY	565%	272%	-68%	-12%	18%
所得税	376	65	656	919	1,154
所得税率	13%	2%	11%	13%	13%

数据来源: Wind、东方证券公司公告、开源证券研究所

基于上述假设, 我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 51.21/64.09/76.95 亿元, 分别同比+88%/+25%/+20%, EPS 分别为 0.73/0.92/1.10 元, ROE 分别为 8.19%/9.51%/10.54%。

**表17: 预计 2020-2022 年公司净利润分别同比+88%/+25%/+20%**

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业收入	19,052	23,134	24,675	27,835	31,571
代理买卖证券业务净收入	1,546	2,621	3,045	3,513	4,084
证券承销业务净收入	1,050	1,582	1,772	2,123	2,452
受托客户资产管理业务净收入	1,800	2,465	3,299	4,052	4,938
利息净收入	891	779	1,490	1,521	1,762
投资净收益	3,415	5,012	5,305	6,374	7,570
其他业务收入	9,259	8,621	9,765	10,253	10,766
二、营业支出	16,301	20,437	19,010	20,638	22,877

营业税金及附加	71	97	104	122	144
管理费用	5,941	7,805	8,576	9,881	11,426
资产减值损失	1,044	3,885	1,247	1,098	1,293
其他业务成本	9,243	8,650	9,082	9,536	10,013
三、营业利润	2,751	2,697	5,665	7,197	8,695
加：营业外收入	159	134	172	201	237
减：营业外支出	56	44	62	73	86
四、利润总额	2,855	2,786	5,774	7,325	8,845
所得税率	0	2.3%	11.4%	12.5%	13.0%
减：所得税	376	65	656	919	1,154
五、净利润	2,479	2,722	5,118	6,406	7,692
少数股东权益占比	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
减：少数股东损益	43.7	-1.2	-2	-3	-3
归属于母公司所有者的净利润	2,435	2,723	5,121	6,409	7,695
YOY	98%	12%	88%	25%	20%
ROE	4.6%	4.8%	8.2%	9.5%	10.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、可比公司估值

我们选取净资产规模与东方证券相近的 5 家上市券商作为可比公司（基于 2021Q1 末归母净资产和最新总市值），包括：兴业证券、光大证券、申万宏源、国信证券和中国银河。

净利润增速高于可比公司，估值低于可比公司。从下表数据看，公司 2021-2023 年净利润增速分别为 88%/25%/20%，5 家可比公司 2021-2023 年净利润增速分别为 19%/12%/8%，东方证券净利润增速远高于可比公司。从估值看，东方证券 PB、PB/ROE 低于可比公司均值。

表18：东方证券净利润增速高于同业可比公司，PB 低于可比公司

股票代码	证券简称	总市值 (2021/6/15)	净利润（亿元）				净利润增速			2021Q1 PB	PB/ROE
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
600958.SH	东方证券	657	27.23	51.21	64.09	76.95	88%	25%	20%	1.07	13.13
601377.SH	兴业证券	631	40.03	46.89	54.44	61.50	17%	16%	13%	1.62	12.45
601788.SH	光大证券	776	23.34	41.11	46.21	49.59	76%	12%	7%	1.46	26.38
000166.SZ	申万宏源	1,147	77.66	77.71	85.69	95.46	0%	10%	11%	1.27	11.31
002736.SZ	国信证券	1,021	66.16	83.53	95.27	98.01	26%	14%	3%	1.24	12.73
601881.SH	中国银河	1,048	72.44	84.47	92.58	101.06	17%	10%	9%	1.19	11.91
可比公司平均			55.93	66.74	74.84	81.12	19%	12%	8%	1.39	14.96

注：除东方证券外，其他公司净利润均来自 Wind 一致性预期

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、投资结论

**财富管理转型被低估，资产管理优势带来高重估溢价率。**公司依托东方红及汇添富两大品牌，资管业务先发优势明显，2017-2020年资管业务收入均排名行业第一。资产端优势下，公司早于2015年进行财富管理转型，商业模式不断迭代，至今转型成效渐显，长期具备竞争力。大公募时代下，公司2020年代销及基金公司利润贡献达71%，静态财务优势凸显。轻资本业务模式能带来更高的ROE及估值，我们将券商财富管理业务与其他业务分拆重估，公司仍有94%的动态重估溢价率。同时，上海出台政策支持符合条件的基金管理资产管理机构在多层次资本市场挂牌上市，公司拥有东方红及汇添富，政策支持或成股价催化。我们预计公司2021年-2023年归母净利润分别为51.21/64.09/76.95亿元，分别同比+88%/+25%/+20%，EPS分别为0.73/0.92/1.10元，预计当前股价对应2021-2023年PE分别为12.8/10.3/8.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**表19: 东方证券代销及基金公司利润贡献较高**

公司名称	代销收入利润贡献 (2020年)	基金公司净利润贡献 (2020年)	代销+基金公司合计利润贡献 (2020年)	假设代销业务净利率 (已考虑所得税)
东方证券	7.2%	64%	71.3%	50%
长城证券	3.0%	32%	34.7%	50%
西南证券	1.3%	33%	34.7%	50%
兴业证券	5.7%	24%	29.4%	50%
第一创业	1.1%	26%	26.9%	50%
中原证券	24.7%	-	24.7%	50%
光大证券	14.2%	7%	21.4%	50%
华泰证券	2.3%	18%	20.0%	50%
广发证券	2.9%	16%	19.1%	50%
东北证券	1.9%	14%	16.2%	50%
招商证券	3.1%	11%	13.8%	50%
国海证券	2.5%	11%	13.5%	50%
方正证券	13.5%	0%	13.5%	50%
中信证券	6.6%	7%	13.3%	50%
中泰证券	3.1%	8%	11.1%	50%
国信证券	5.4%	4%	9.8%	50%
国泰君安	2.0%	8%	9.7%	50%
申万宏源	1.4%	7%	8.2%	50%
南京证券	1.5%	6%	7.3%	50%
长江证券	7.2%	0%	7.2%	50%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：参控股基金公司利润贡献包含持有公募基金牌照的资管子公司。

**表20: 东方证券重估溢价率较高**

单位: 亿元	分拆一				分拆二			分拆估值 总市值	6月15日 总市值	动态重估 溢价率
	2020 代销+ 基金公司利 润贡献	2021E 代销+ 基金公司利 润贡献	假设 PE	市值 1	扣减净 资产 (2021E)	5.10PB	市值 2			
东方证券	19.41	27.32	25	683	75.6	1.08	606	1,288	657	96%

广发证券	19.13	28.91	25	723	110.2	1.11	1,034	1,756	1,145	53%
海通证券	7.13	10.01	25	250	32.5	0.92	1,478	1,729	1,529	13%
华泰证券	21.65	28.52	25	713	157.9	1.09	1,342	2,055	1,430	44%
国泰君安	10.80	14.80	25	370	89.4	1.13	1,602	1,972	1,497	32%
兴业证券	12.59	17.64	25	441	35.0	1.40	532	973	631	54%
招商证券	13.11	16.18	25	405	67.6	1.69	1,811	2,216	1,650	34%
中信证券	19.76	26.70	25	667	84.1	1.65	3,104	3,771	3,177	19%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：（1）基金公司净利润包含持公募牌照的资管子公司；

（2）基金代销净利润=基金代销收入\*50%（假设净利率）；

（3）扣减后净资产=2021E 券商净资产-持股基金公司净资产\*持股比例。

## 6、风险提示

- 市场波动风险；
- 公司业绩增长不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	152,351	190,072	217,399	239,439	267,097
现金	48,941	65,640	101,464	111,209	124,005
应收票据及应收账款	1,020	874	1,289	1,151	1,443
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	102,390	123,557	114,645	127,079	141,649
<b>非流动资产</b>	110,621	101,046	104,007	107,622	112,138
长期投资	4,454	5,771	7,337	9,318	11,795
固定资产	2,040	2,020	2,040	2,055	2,070
无形资产	169	215	235	255	275
其他非流动资产	103,958	93,040	94,396	95,994	97,998
<b>资产总计</b>	262,971	291,117	321,406	347,061	379,235
<b>流动负债</b>	136,630	162,012	180,945	198,665	218,289
短期借款	640	580	580	580	580
应付票据及应付账款	480	577	577	677	777
其他流动负债	135,509	160,856	179,788	197,409	216,933
<b>非流动负债</b>	72,330	68,874	75,624	78,384	84,858
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	72,330	68,874	75,624	78,384	84,858
<b>负债合计</b>	208,960	230,886	256,569	277,049	303,148
少数股东权益	46	28	30	33	36
股本	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
资本公积	28,255	28,311	28,311	28,311	28,311
留存收益	10,219	11,171	20,810	25,983	32,056
<b>归属母公司股东权益</b>	53,966	60,203	64,807	69,980	76,052
负债和股东权益	262,971	291,117	321,406	347,061	379,235

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	10393	28196	36092	42880	49665
净利润	2479	2722	5118	6406	7692
折旧摊销	281	662	762	862	962
财务费用	8	0	0	0	0
投资损失	-2303	-3628	-3728	-3828	-3928
营运资金变动	11049	24359	29359	34359	39359
其他经营现金流	-1121	4081	4581	5081	5581
<b>投资活动现金流</b>	-4725	3462	3562	3662	3762
资本支出	3	13	13	13	13
长期投资	540	280	380	480	580
其他投资现金流	4634	6682	6782	6882	6982
<b>筹资活动现金流</b>	10069	-6366	-35343	-44463	-49062
短期借款	3375	1928	2028	2128	2228
长期借款	66746	77802	77902	78002	78102
普通股增加	8	8	0	0	0
资本公积增加	2	5000	5000	5000	5000
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	15861	24913	4311	2080	4366

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19,052	23,134	24,675	27,835	31,571
营业成本	16,301	20,437	19,010	20,638	22,877
营业税金及附加	71	97	104	122	144
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	5,941	7,805	8,576	9,881	11,426
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	1,044	3,885	1,247	1,098	1,293
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	937	1,376	-0	-0	-0
投资净收益	3,415	5,012	5,305	6,374	7,570
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2,751	2,697	5,665	7,197	8,695
营业外收入	159	134	172	201	237
营业外支出	56	44	62	73	86
<b>利润总额</b>	2,855	2,786	5,774	7,325	8,845
所得税	376	65	656	919	1,154
<b>净利润</b>	2,479	2,722	5,118	6,406	7,692
少数股东损益	44	(1)	(2)	(3)	(3)
<b>归母净利润</b>	2,435	2,723	5,121	6,409	7,695
EBITDA	3136	3449	6536	8187	9808
EPS(元)	0.35	0.39	0.73	0.92	1.10

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	84.9	21.4	6.7	12.8	13.4
营业利润(%)	118.8	-2.0	110.1	27.0	20.8
归属于母公司净利润(%)	97.8	11.8	88.1	25.2	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.4	11.7	23.0	25.9	27.5
净利率(%)	12.8	11.8	20.8	23.0	24.4
ROE(%)	4.6	4.8	8.2	9.5	10.5
ROIC(%)	4.5	4.5	7.8	9.1	10.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.5	79.3	79.8	79.8	79.9
净负债比率(%)	2.5	2.7	2.4	2.4	2.4
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	7.8	8.4	8.1	8.3	8.7
应收账款周转率	2256.9	2442.4	2281.3	2281.3	2433.3
应付账款周转率	3656.0	3868.2	3297.1	3293.8	3148.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.39	0.73	0.92	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	4.03	5.16	6.13	7.10
每股净资产(最新摊薄)	7.72	8.61	9.27	10.01	10.87
<b>估值比率</b>					
P/E	27.0	24.1	12.8	10.3	8.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	80.6	80.1	45.5	38.6	34.4

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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16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