

2021年08月06日

公司研究•证券研究报告

东方财富 (300059.SZ)

公司分析

核心竞争力解析

投资要点

- ◆ **东财核心竞争力概述：**1) **有流量**，2021年4月东方财富网、天天基金网MAU分别1,462万和519万，在证券类app中名列前茅，且用户均为股民基民，需求一致，转化率高；2) **有牌照**，拥有证券（内地+香港）、期货、公募基金等金融牌照，变现途径高效持续合规，业绩持续性强；3) **有基因**，实控人股评家出身，了解中国股民；管理层、核心员工持有公司股票，更加重视股东权益；4) **好模式**，以产品为核心驱动，轻资产运营，与传统券商以业务驱动、人力资本高企的模式迥异。
- ◆ **核心竞争力是怎样形成的？**设立以来，公司战略明确，即通过免费资讯集聚流量，然后基于用户需求，不断延展业务链变现。重视用户体验及不断挖掘用户需求，为公司创造了源源不断的利润增长点。受益于证券业务爆发式增长和基金销售增加。2018-H121，归母净利润同比分别+51%、+91%、+161%和+106%，真实的业绩增长证实了公司的战略前瞻性、较强的执行能力和所处赛道的优越。受益于业绩增长，公司也将估值水平不断降低，坚定了市场的信心。
- ◆ **小幅上调盈利预测：**基于中报和公司经纪/两融份额稳步增长，我们小幅上调盈利预测。2021-23E净利润分别上调6.67%、2.58%和0.29%，调整后分别0.70元、0.82元和0.95元，同比+50%、18%和16%。考虑基金代销和零售证券业务价格战恶化，我们2022-23年预测净利润低于WIND市场一致预期10%和16%。
- ◆ **投资建议：**最新市价对应2020EPE47.03x，处过去5年合理区间下限，维持“买入-B”评级。相对可比公司，东财呈现一定估值溢价，我们认为基金销售头部地位，持续稳步增长的经纪份额及互联网公司+券商牌照的稀缺性为其估值提供了合理支撑。
- ◆ **风险提示：**股市景气不及预期、流量转化触顶、监管趋严

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4232	8239	11221	13035	15043
同比增长（%）	35.49%	94.68%	36.19%	16.16%	15.41%
归母净利润（百万元）	1831	4778	7184	8511	9855
同比增长（%）	90.99%	160.95%	50.35%	18.47%	15.80%
ROE（%）	9.49%	17.89%	19.88%	19.34%	19.22%
EPS（元）	0.23	0.58	0.70	0.82	0.95
BVPS（元）	3.16	3.85	3.98	4.53	5.39
PE	141.33	56.48	47.03	39.70	34.28
PB	10.35	8.49	8.21	7.22	6.06

数据来源：华金证券研究所

投资评级 买入-B(维持)

股价(2021-08-06) 32.93 元

交易数据

总市值（百万元）	340,356.70
流通市值（百万元）	281,010.18
总股本（百万股）	10,335.76
流通股本（百万股）	8,533.56
12个月价格区间	22.82/40.57 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.52	8.95	19.95
绝对收益	9.66	21.87	42.0

分析师

崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

- 东方财富：东方财富公司快报 2021-07-11
- 东方财富：市场景气高增、业绩持续彰显高弹性 2021-04-27
- 东方财富：Q3 证券业务及基金代销爆发带来业绩高增长 2020-10-22
- 东方财富：受益市场高景气，证券经纪与基金代销高增长 2020-08-11
- 东方财富：业绩大幅提振，Q120 归母净利润增幅超 110% 2020-04-10

内容目录

一、 东方财富核心竞争力	3
(一) 有流量	3
(二) 有牌照	4
(三) 有基因	4
(四) 好模式	5
二、 核心竞争力是怎样形成的	6
(一) 东财的战略定力	6
1、广告/金融数据，初级变现途径	7
2、基金代销，第一变现渠道	8
3、证券公司，第二变现渠道	8
4、公募基金，第三变现渠道	10
(二) 业绩高增长击溃质疑	10
三、 盈利预测与估值探讨	11
(一) 东方财富盈利预测	11
(二) 东方财富估值探讨	12
风险提示	13

图表目录

图 1：2021 年 4 月证券类 APP 月活用户数比较（万）	3
图 2：东方财富收入结构及驱动因素（亿元）	4
图 3：传统券商、东方财富、同花顺、大智慧 2020 年人均薪酬比较（万元）	5
图 4：传统券商、东方财富、同花顺、大智慧 Q121 净利润率	5
图 5：东方财富与头部券商资产结构比较（2020 年末）	6
图 6：东方财富与头部券商有效杠杆率比较（2020 年末）	6
图 7：东方财富 2020 与 2021E ROE 与上市券商比较	6
图 8：东方财富、同花顺、大智慧 app 月活用户数比较（万户）	7
图 9：东方财富广告和金融数据服务收入（亿元）	7
图 10：东方财富基金代销收入及收入占比（亿元）	8
图 11：东财 2020 年基金代销收入与部分券商、银行比较（亿元）	8
图 12：东方财富证券经纪佣金收入及市场占有率（亿元）	9
图 13：东财证券 2020 年收入结构	10
图 14：东财两融余额及市场占有率	10
图 15：东方财富证券业务及收入占比（亿元）	10
图 16：东财收入增速与证券业比较	11
图 17：东财 EPS 增速与证券业净利润增速比较	11
图 18：东方财富 PE TTM	13

一、东方财富核心竞争力

我们总结，东方财富的核心竞争力大致可以概况为四方面，分别是：

- **有流量**：东方财富网，中国最大的垂直类互联网财经网站；天天基金网，中国最大的第三方基金销售平台；
- **有牌照**：截止 H121 末，拥有金融牌照包括基金代销、证券（内地+香港）期货、公募基金、保险经纪、买方投顾；
- **有基因**：实控人股评家出身，了解中国股民；管理层、核心员工持有公司股票，更加重视股东权益；
- **好模式**：以产品为核心驱动，轻资产运营，与传统券商以业务驱动、人力资本高企的模式迥异。

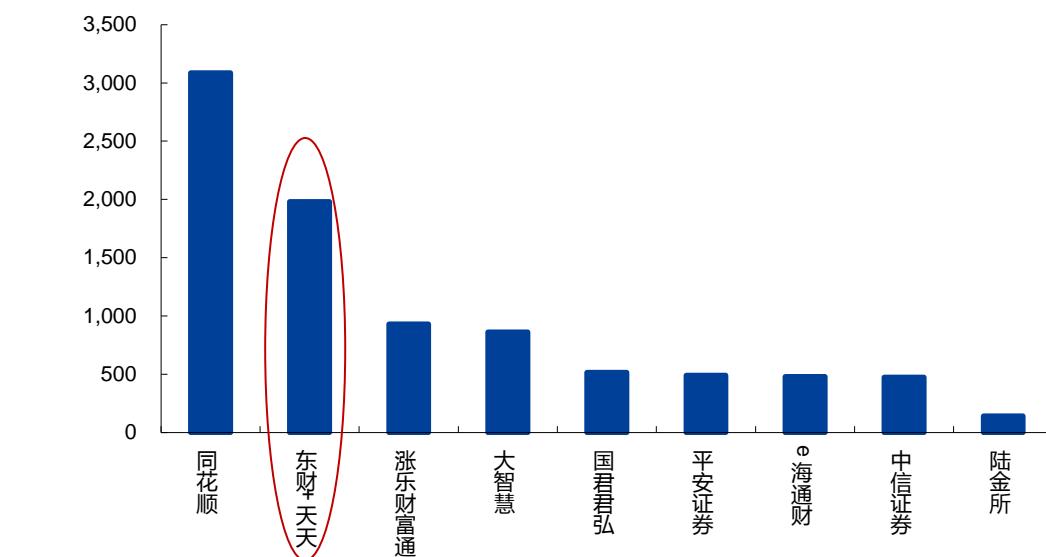
（一）有流量

用户是一切业务的基础。目前，东财已搭建完成互联网生态圈，拥有海量用户，协同效应持续提升中。

根据 WIND 数据，2021 年 4 月，东方财富网、天天基金网月活用户分别为 1,462 万和 519 万，在证券类 app 中名列前茅。

证券类流量数据当然不能和动辄 8 亿、9 亿用户的全民 app 同日而语。但值得注意的是，东财体系用户均为股民基民，需求一致，相对阿里系、腾讯系、头条系等大厂用户更为纯净有价值，业务转化率也会更高。

图 1：2021 年 4 月证券类 APP 月活用户数比较（万）



资料来源：WIND、易观千帆、华金证券研究所

(二) 有牌照

截止 H121 末，东方财富拥有的金融牌照包括：基金代销、证券（内地+香港）、期货、公募基金、保险经纪、买方投顾。

相对同样拥有海量用户的同花顺、大智慧等金融信息服务商，金融牌照为东财提供了高效、持续、合规的变现途径，形成一个个利润增长点，大大提升了业绩高增长的持续性。

图 2：东方财富收入结构及驱动因素（亿元）



资料来源：WIND、华金证券研究所

(三) 有基因

东方财富创始人、董事长其实先生，1970 年生人，1993 年毕业于上海交通大学。毕业之初，进入期货公司担任研究员，1996 年参与创办上海世基投资顾问有限公司，是我国最早一批股评家。

2005 年，其实先生带领团队创办东方财富网，跻身网络财经信息服务业。2006 年“股吧”上线，逐步成为散户投资者自由沟通股票信息的平台。

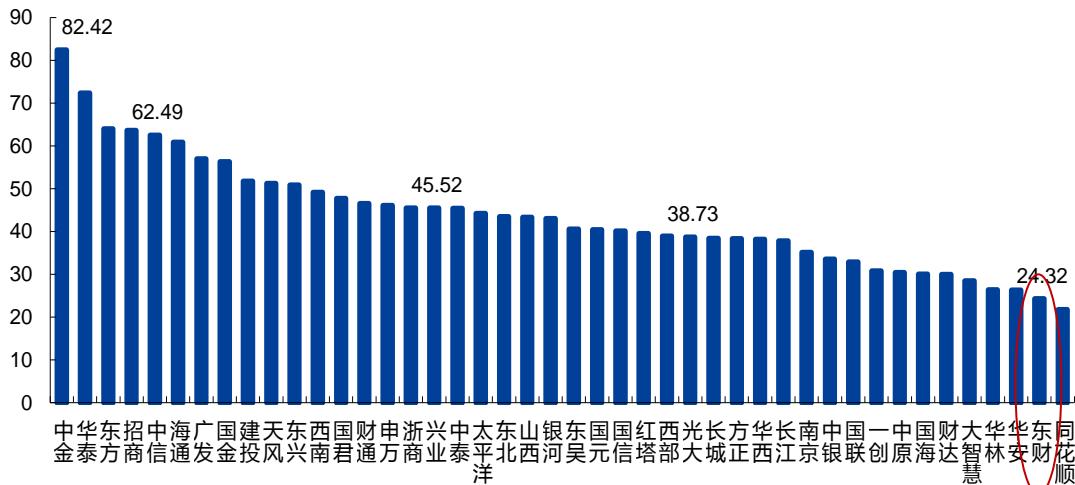
发迹于竞争激烈的财经门户网站，崛起于竞争激烈的基金销售和证券零售业务，东财多年来秉承“紧跟市场需求创造新模式”和“用户体验第一”的创业理念，在市场中铸就竞争实力。

其实作为实控人和第一大股东合计持股 24.3%；鲍一青、史佳、陆威等管理层同样持有公司股权；2021 年 7 月，公司推出新一期股票激励计划，受益人包括高管、中层、技术骨干共 818 人。普遍持股，使公司上下更加重视股东权益和中长期运营。

(四) 好模式

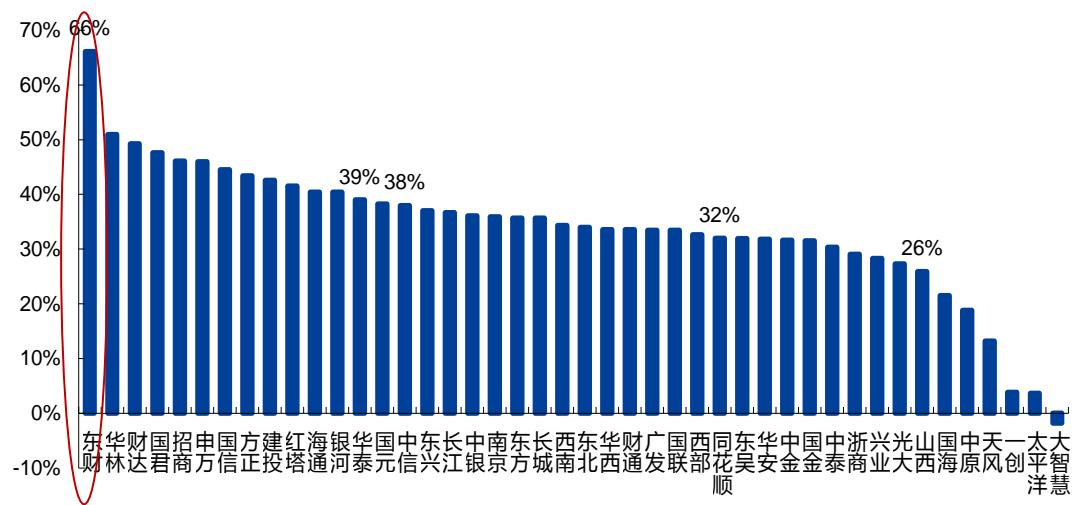
不同于传统券商以业务为驱动，人力成本高企，东方财富以产品为驱动，同时受益于自身强大的互联网渠道，实现低成本、高毛利的运营模式。

图 3：传统券商、东方财富、同花顺、大智慧 2020 年人均薪酬比较（万元）



资料来源：WIND、华金证券研究所

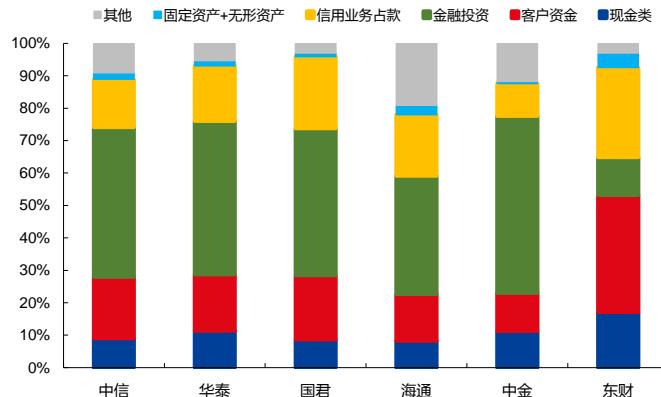
图 4：传统券商、东方财富、同花顺、大智慧 Q121 净利润率



资料来源：WIND、公司公告，华金证券研究所，注：传统券商剔除其他业务成本

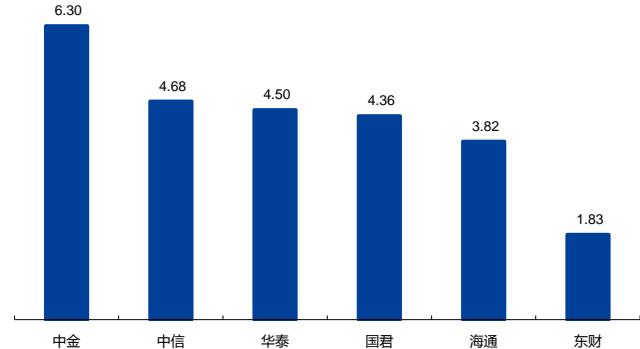
证券业以净资本为核心监管。资本约束下，传统券商需不断融资摊薄 ROE。东财未发展两融以外的资本中介或投资业务，轻资产运营，受资本约束小，ROE 水平高于传统券商。

图 5：东方财富与头部券商资产结构比较（2020 年末）



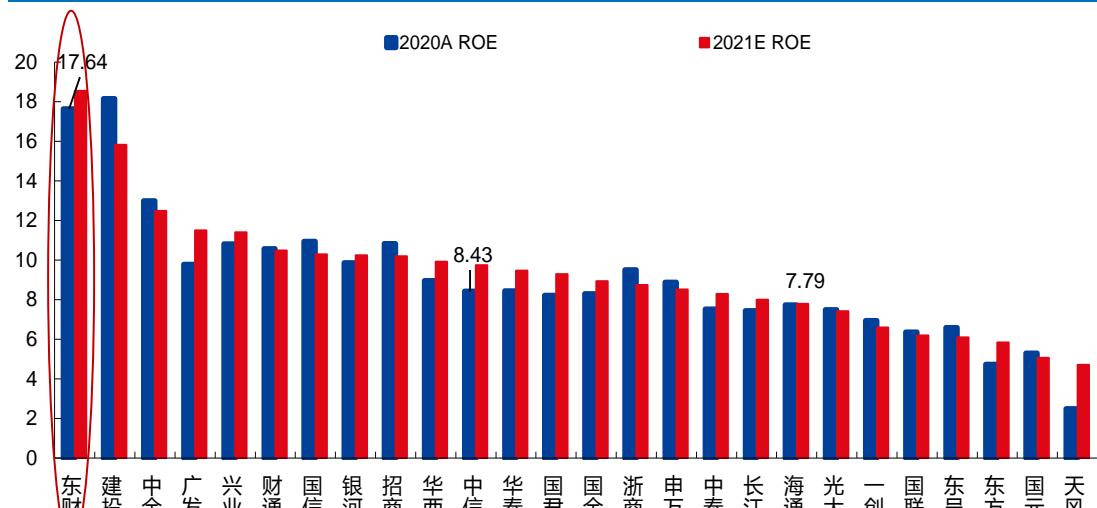
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：东方财富与头部券商有效杠杆率比较（2020 年末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：东方财富 2020 与 2021E ROE 与上市券商比较



资料来源：WIND、华金证券研究所

二、核心竞争力是怎样形成的

东方财富目前总市值近 3500 亿，超越所有传统券商，相当于中信证券+兴业证券，相当于国泰君安+华泰证券+东方证券；或 7 家同花顺、10 家国金证券。

我们认为公司取得市场认可，主要通过两个方式：

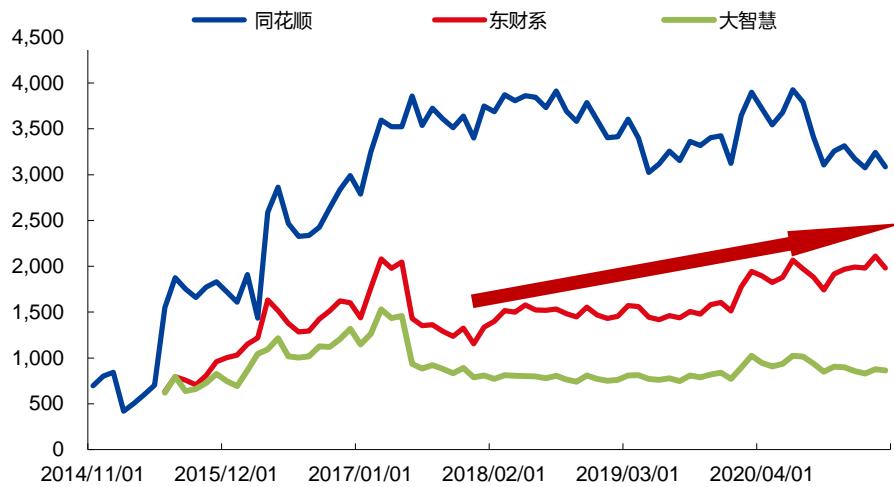
- 战略前瞻，做对的事情；
- 用业绩击溃质疑。

（一）东财的战略定力

我们将东财的战略简要概括为：免费资讯集聚流量，业务链不断延展变现。

东方财富网、天天基金网长期向用户提供免费、及时、专业、海量的财经资讯和投资信息。虽然免费提供资讯信息不能直接带来营业收入，但却推动了网站用户访问量、有效浏览时间和日均访问页面数等指标的大幅上升，有助于公司用户资源的集聚和增加。

图 8：东方财富、同花顺、大智慧 app 月活用户数比较（万户）



资料来源：WIND、华金证券研究所

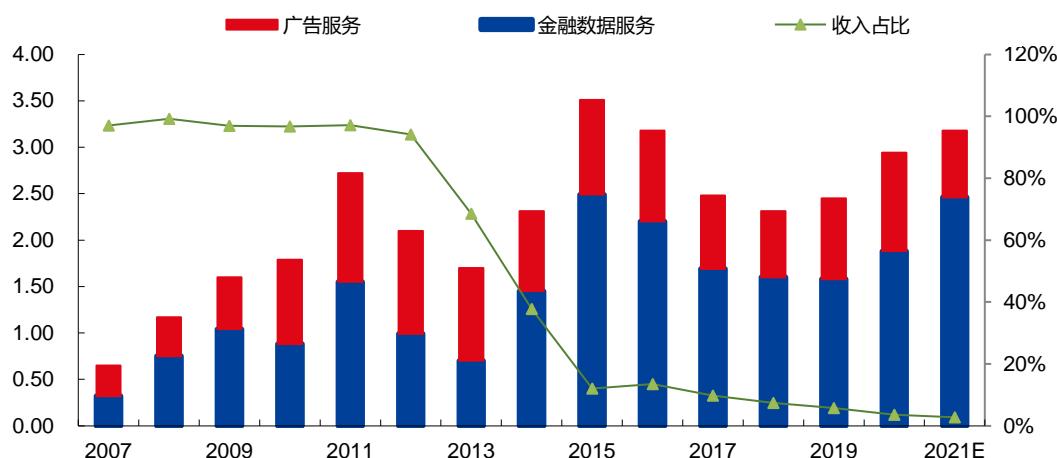
概况而言，东财一直围绕股民需求延展业务，不断流量变现，历史进程大致分四步走。

1、广告/金融数据，初级变现途径

2012 年之前，公司业绩主要由广告和金融数据服务贡献，至今大智慧、指南针、益盟股东等金融信息服务公司仍以广告和金融数据为主要收入来源。

东财早已多元化发展，广告位多宣传自身业务、Choice 数据已占据一定市场，但相对证券、基金代销业务体量较小。目前，公司广告和金融数据服务合计收入约 3.00 亿元/年，收入占比 3% 左右。

图 9：东方财富广告和金融数据服务收入（亿元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

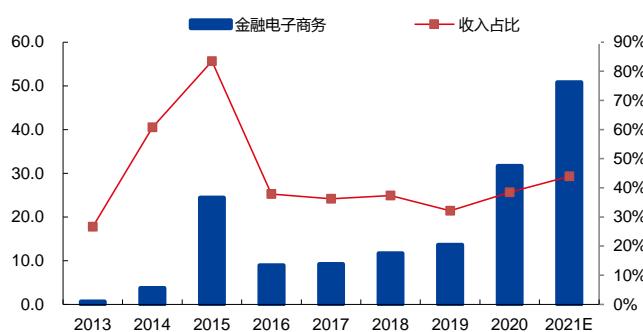
2、基金代销，第一变现渠道

2012年2月东财业内首批获得第三方基金销售牌照，此后数年逐步搭建起我国最大的共同基金超市，并成长为公司发展财富管理的重要抓手。

2020年东财基金代销收入共31.66亿元，收入占比38.42%，其中电子商务29.62亿元、基金分仓2.04亿元。受益于社会居民加大金融产品配置，基金代销业务成为公司2020、H121业绩增长最大驱动因素。

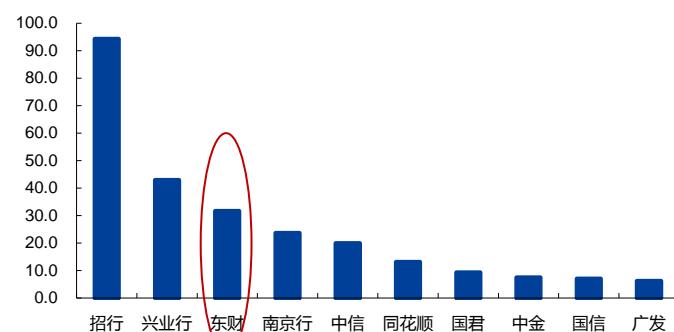
东财目前基金代销收入远超传统券商，在第三方领域一枝独秀，但相较招行等大型商业银行还有较大差距。

图 10：东方财富基金代销收入及收入占比（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：东财 2020 年基金代销收入与部分券商、银行比较（亿元）



资料来源：证券业协会，公司公告，华金证券研究所

我们将财富管理业务分为三种模式：

金融产品超市：做平台或渠道，客户自主选择。优势为门槛低、风险小；难度在于获客；缺点也在门槛低，所以竞争激烈，易陷入价格战。东财、支付宝均是这一模式的代表。

咨询型投顾：为客户提供投资建议，影响客户决策。难度在于投资建议的收费标准很难量化和如何提升并维持投顾人员专业能力。若投顾人员利益与销售额绑定，则容易陷入短期行为损伤客户。

管理型投顾：资管的核心能力大致可分为融资能力和投资能力，投资行为则分成大类资产配置、选股择时和仓位管理等。对于银行、互联网大厂等拥有客户资源的机构，往往融资能力强而投资能力偏弱。管理型投顾实质是采购投资能力，将部分投资职能交给专业能力更强的资管机构。FOF、买方投顾正是这一模式的分支，我们十分看好。

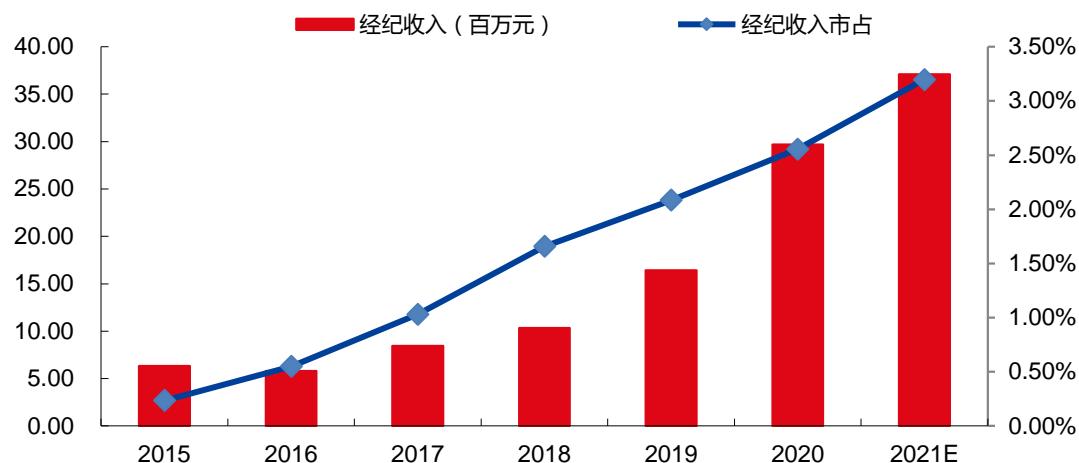
天天基金网投顾管家目前已上线7家公司的投顾产品，千元起投，投顾费率0.15%起。7月6日，东财证券取得基金投顾牌照，即将直接涉足“管理型投顾”业务。

3、证券公司，第二变现渠道

2015年，公司通过增发股份方式，并购西藏同信证券100%股权，一次性取得证券经纪、证券自营、财务顾问、投资咨询、资产管理、融资融券、承销与保荐的业务牌照，并控股上海久恒期货经纪公司95.5%股权，实现了公司整体的脱胎换骨。

西藏同信证券原是国内规模较小的证券公司，自2015年东财为其导流开始，其经纪业务市场份额持续提升。截止2021年中期末，已由最初的0.2%升至3.20%，我们估计东财证券市占已晋身证券行业前十。

图12：东方财富证券经纪佣金收入及市场占有率（亿元）



资料来源：公司公告、证券业协会，华金证券研究所

东财证券经纪份额持续增长，一方面受益于东方财富网丰富的股民资源，另一方面公司也采用了大量广告投放；开户送专业炒股软件、两融优惠利率、炒股大赛等线上营销活动；以及大批招募线下经纪人等措施。

2015年以来，东财不断吞噬市场份额。据草根调研，2021年中国结算一码通每月新增账户中，东财占比20%。

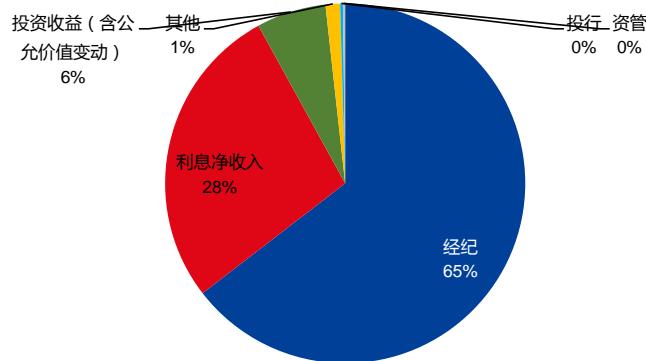
我国证券业监管严格，很难出现海外互联网券商在极短时间内占据85-90%市场的现象。但考虑到更好的用户体验和多样的营销手段，参考东财和友商月活数据，我们认为乐观情景下，公司经纪份额天花板在12%左右。中性情景，超越市占最高的华泰，达到7.5%，应该也可以预期。目前在3.20%左右，仍有较大空间，当然可能需要较长时间才能实现。

经纪收入并非东财证券唯一业务，但却是东财证券的客户入口。作为一家零售互联网券商，东财证券目前以自散户的经纪业务和两融业务是主要收入来源。2020年收入结构也显示，投行、资管非公司重点业务，投资收益主要基于资金流动性管理需要。

根据公司资产负债表的融出资金，我们估算了公司两融市占。H121末融出资金余额366亿元，市占2.05%。我们预期随着经纪份额提升，两融市占同样具有提升空间。

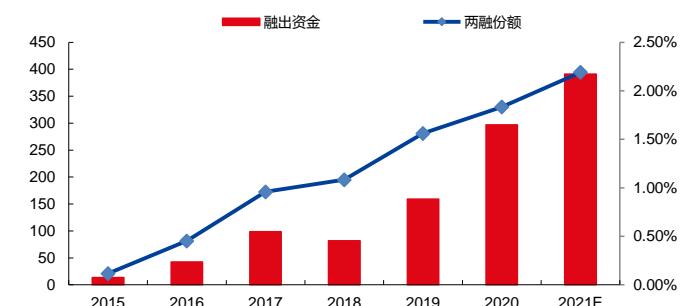
展望中长期，随着客户大量流入，买方投顾、资产管理、海外业务均有望成为未来利润增长点。

图 13：东方财富 2020 年收入结构



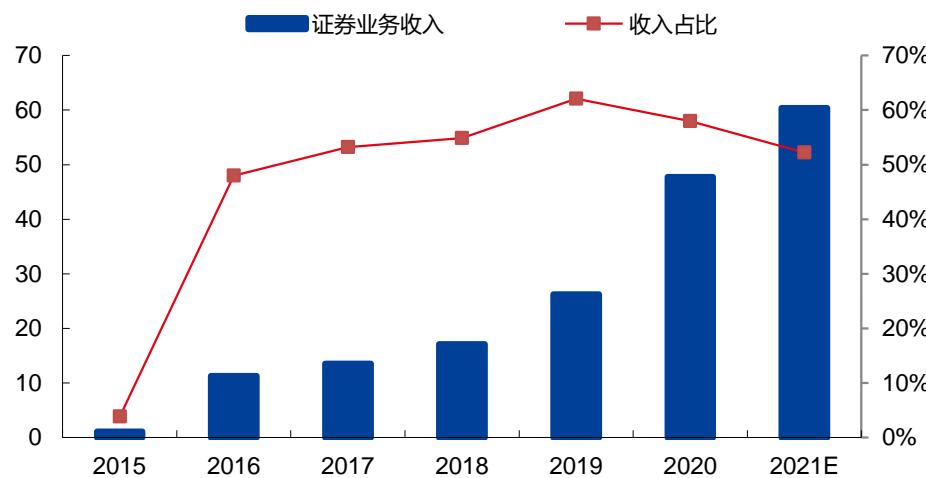
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：东方财富两融余额及市场占有率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：东方财富证券业务及收入占比（亿元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

4、公募基金，第三变现渠道

2018 年 10 月，东方财富全资子公司——西藏东方财富基金设立。截止 2021 年 8 月 4 日，管理资产规模仅 31.14 亿元，全部为非货币，其中股票指数基金 25.34 亿元、混合型 6.08 亿元。

2020 年，东财基金实现营业收入 3,382 万元，亏损 418 万元。短期来看，公募基金业务对公司整体业绩影响不大。

拉长时间窗口，若东财基金升至基金行业第 15 名(2020 年 125 名)，行业地位与景顺长城、东证资管相当，非货基 AUM 2500 亿，净利润可达约 8.00 亿/年，则可贡献 2021E 净利润的 11%，有望成为不可忽视的业绩来源。

(二) 业绩高增长击溃质疑

受益于证券业务爆发式增长和基金销售增加。2018-H121，公司归母净利润持续高增长，同比分别+51%、+91%、+161%和+106%；EPS 同比回升+25%、+49%、+109%和+62%。

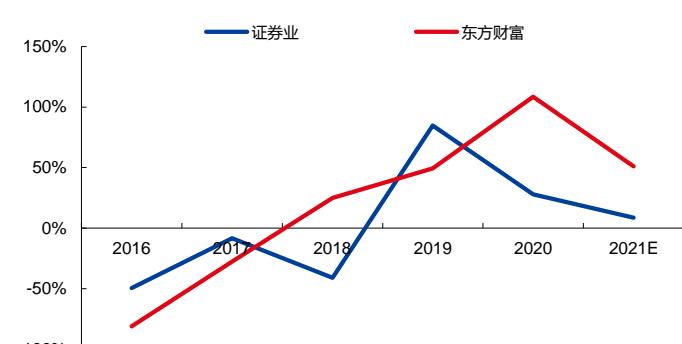
真实的业绩增长证实了公司的战略前瞻性、较强的执行能力和所处赛道的优越。通过增长，公司也将原本较高的估值降至合理水平，坚定了市场对公司未来的信心。

图 16：东方财富收入增速与证券业比较



资料来源：WIND，公司公告，华金证券研究所

图 17：东方财富 EPS 增速与证券业净利润增速比较



资料来源：WIND，公司公告，华金证券研究所

三、盈利预测与估值探讨

(一) 东方财富盈利预测

基于公司中报和经纪份额、两融份额稳步增长，我们小幅上调公司盈利预测。我们预计公司2021-23E EPS 分别为 0.70 元、0.82 元和 0.95 元，同比+50%、18%和 16%，较原预测分别上调 6.67%、2.58%和 0.29%。

表 1：东方财富盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
基金代销						
活期宝规模增速	36%	-14%	111%	60%	40%	20%
非活期宝规模增速	16%	91%	86%	80%	50%	30%
非活期宝代销费率	0.38%	0.25%	0.34%	0.30%	0.20%	0.15%
证券业务						
经纪收入市占率	1.66%	2.08%	2.56%	3.20%	4.00%	5.00%
两融余额市占率	1.08%	1.56%	1.83%	2.19%	2.74%	3.42%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 2：东方财富盈利预测主要财务指标 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,123.45	4,231.68	8,238.56	11,221.06	13,034.77	15,043.00
增长率(%)	22.64	35.48	94.69	36.20	16.16	15.41
归母净利润	958.70	1,831.29	4,778.10	7,183.94	8,511.07	9,855.42

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
增长率(%)	50.52	91.02	160.91	50.35	18.47	15.80
EPS(摊薄)	0.19	0.27	0.55	0.70	0.82	0.95
ROE(摊薄)(%)	6.11	9.49	17.89	19.88	19.34	19.22
ROA(%)	2.35	1.80	2.78	3.07	3.26	3.37
PE	176.68	124.33	61.04	47.96	36.89	29.45
PEG	1.29	0.64	0.35	0.95	1.17	1.22

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们 2022-23 年盈利预测低于 WIND 市场一致预期，营业收入分别低了 10% 和 15.5%，归母净利润分别低了 10% 和 16%。

我们对 2022-23 年相对保守，主要由于：

1、部分银行、互联网平台加大折扣力度，有的甚至将基金申购费率降至 0；销售补贴也有增加迹象。

2、证券业零售经纪价格战仍在持续，业内普遍将新开户佣金率降至万分之 2 以下，部分券商甚至取消了佣金率最低 5 元的限制。

表 3：华金的东方财富盈利预测低于市场一致预期（百万元）

	2021E	2022E	2023E
营业收入			
WIND 一致预期	11,200.46	14,505.61	17,806.36
华金	11,221.06	13,034.77	15,043.00
差异	0.18%	-10.14%	-15.52%
归母净利润			
WIND 一致预期	7,204.14	9,454.72	11,743.01
华金	7,183.94	8,511.07	9,855.42
差异	-0.28%	-9.98%	-16.07%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）东方财富估值探讨

相对同花顺、大智慧、富途证券、老虎证券等境内外可比公司，东方财富的 PE 水平、PS 水平相对于其业绩增速、ROE 水平并不具有性价比优势。反而由于其竞争优势，以及持续业绩高增长下，市场的普遍认可，呈现一定估值溢价。

我们认为，公司确实存在有流量、有牌照、有基因、好模式的竞争优势，公司在公募基金销售领域的头部地位，在证券领域内持续稳步增长的经纪份额均为其估值溢价提供了合理支撑。此外，作为互联网公司取得券商牌照，公司具有难以复制的稀缺性。

表 4：东方财富与可比公司估值比较

简称	总市值 亿元	PS			PE			YoY			ROE		
		TTM	TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
东财	3,470	31	53	48	41	35	50%	18%	16%	19.88	19.34	19.22	

简称	总市值	PS			PE			YoY			ROE		
	亿元	TTM	TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
同花顺	523	17	31	23	18	15	30%	26%	21%	31.65	30.60	28.75	
恒生	808	18	109	52	43	36	17%	21%	20%	25.15	23.60	22.56	
大智慧	165	22	166										
中金	1,905	11	38	27	22	19	34%	23%	17%	12.48	13.77	14.76	
富途	1,005	24	52	36	20	14	158%	80%	46%	32.83	34.13	34.01	
老虎	176	14	80	42	26	16	319%	63%	64%	23.50	30.00	37.50	
平均		20	75	38	28	23				24.25	25.24	26.13	

资料来源：WIND，华金证券研究所

传统券商通常采用 PB 估值法。东财与传统券商不同，公司重点发展轻资产业务，受资本约束小，我们认为可使用 PE 估值法。

受益于业绩增长，公司市价（8月5日收盘价）对应 2020E PE 47.03x。考虑到公司 PE 目前处于最近 5 年合理区间下限，我们维持公司“买入-B”评级。

图 18：东方财富 PE TTM



资料来源：WIND，华金证券研究所

风险提示

资本市场景气不及预期：公司各项业务均与资本市场景气高度正相关，呈强周期高弹性特征。若资本市场陷入持续低迷，公司业绩与估值倍数均受负面影响。

科技股估值中枢下移风险：公司属金融科技类公司，A 股互联网券商稀缺标的，估值受 AH 两地科技股影响。若科技股整体估值中枢下移，公司估值倍数也将受到拖累。

市场竞争风险：无论证券业、资管业、财富管理业、金融信息业均竞争激烈，存量玩家同质化，新进入者不断涌入。若价格战持续恶化，或优秀人才流失、不能推出具有竞争力的产品，公司或面临客户流失、盈利能力下降风险。

政策转向风险：金融牌照是公司区别于主要互联网竞争对手的优势所在，与之对应，公司受到的监管要求也相对竞争对手更为严格。若监管层对金融产品代销、证券、期货、保险经纪、资产管理等业务，资本约束加强或监管要求趋严，公司业务拓展将受到一定限制。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	25,011	41,420	43,491	45,666	47,949	营业收入	4,232	8,239	11,221	13,035	15,043
现金及存放央行款项						手续费及佣金净收入	1,940	3,569	4,409	5,724	7,436
结算备付金	3,368	6,652	7,317	8,049	8,854	其中：代理买卖证券业务净收入					
发放贷款和垫款						证券承销业务净收入					
存放同业款项						受托客户资产管理业务净收入					
融出资金	8,186	15,939	30,072	31,576	33,155	利息净收入	814	1,536	1,751	1,829	1,908
交易性金融资产	5,006	12,832	15,398	16,938	18,632	投资净收益	264	315	577	741	815
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	2,379	3,037	3,816	4,319	4,908
买入返售金融资产	967	895	985	1,083	1,191	税金及附加	41	67	91	106	122
存出保证金						管理费用	1,289	1,468	1,683	1,955	2,256
长期股权投资	466	452	497	547	602	营业利润	2,142	5,533	7,982	9,457	10,950
固定资产	1,558	1,764	1,852	1,945	2,042	加：营业外收入	0.00	0.00			
无形资产	180	174	183	192	201	减：营业外支出	15	17			
资产总计	61,831	110,329	123,739	137,351	155,014	利润总额	2,128	5,515	7,982	9,457	10,950
向中央银行借款						减：所得税	296	737	798	946	1,095
同业及其他金融机构存放款	403	2,940	3,234	3,557	3,913	净利润	1,831	4,778	7,184	8,511	9,855
应付短期融资款						减：少数股东损益					
吸收存款						归属于母公司所有者的净利润	1,831	4,778	7,184	8,511	9,855
拆入资金	604	1,012	1,113	1,225	1,347	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
交易性金融负债						净利润率	43%	58%	64%	65%	66%
衍生金融负债						ROA	1.80%	2.78%	3.07%	3.26%	3.37%
卖出回购金融资产款	3,199	8,533	8,960	9,408	9,878	ROE	9.49%	17.89%	19.88%	19.34%	19.22%
代理买卖证券款	29,627	49,798	59,758	71,709	86,051	EPS(元)	0.23	0.58	0.70	0.82	0.95
应付债券	1,223	1,219	1,158	1,100	1,045	BVPS(元)	3.16	3.85	3.98	4.53	5.39
长期借款						PE(X)	141.33	56.48	47.03	39.70	34.28
负债总计	40,619	77,172	82,567	90,527	99,292	PB(X)	10.35	8.49	8.21	7.22	6.06
所有者权益合计	21,212	33,156	41,172	46,824	55,722	DPS(元)	0.03	0.06	0.08	0.09	0.10
股本	6,716	8,613	10,336	10,336	10,336	分红比率	11.00%	10.82%	11.00%	11.00%	11.00%
少数股东权益						资产充足率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
归属于母公司所有者权益合	21,212	33,156	41,172	46,824	55,722						

资料来源：wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn