

2022年02月28日

公司研究•证券研究报告

## 东方财富 (300059.SZ)

## 公司快报

### “东财转3”压力释放，业务仍具高增长潜力

#### 投资要点

- ◆ **2月28日为“东财转3”最后一个转股日：1月24日“东财转3”赎回条件触发，公司决定提前赎回，投资者面临两种选择：1) 2月28日收市前行使转股权；2) 接受强制赎回，赎回价格100.18元/张。“东财转3”价格在进入转股期后长时间处于较高溢价状态，但自1月25日起连续出现转股折价，投资者转股明显增多。截至2月25日，“东财转3”未转股余额10.67亿元、占可转债发行总额6.8%。据我们测算，若“东财转3”全部转股，则因转股累计新增股本占转股前公司总股本比重约6.5%，其中2月28日当日新增股本占比约0.4%，我们认为这对股价冲击已不大。在“东财转3”转股压力释放之后，后续公司股价或更注重基本面。**
- ◆ **流量优势依旧，资本实力增强：**东方财富网+天天基金合计月活数近2000万，居证券类APP前列。公司已构建用户粘性强、活跃度高的网络社区，为牌照业务储备了充足的客户资源。H121东财证券净资本227亿元，居行业第20位。“东财转3”发行总额158亿元，转股完成后公司资本实力将跃上新台阶，有力支持当前重点布局的两融、证券自营等重资本业务。
- ◆ **基金保有规模扩大，证券经纪&两融份额提升：**市场担忧基金发行遇冷后公司的基金代销业务将面临增长压力。但另一方面看，2018年市场行情遇冷时，公司代销收入仍同比增长约26%。而且当前基金保有规模、存续规模持续扩大，我们认为市场对公司基金代销业务已稍显过度担忧。公司活跃的流量、丰富的变现牌照仍是业绩增长可持续性的保障，证券经纪&两融份额的提升在未来仍然值得期待。
- ◆ **投资建议：**网络流量+变现牌照+资本实力逐步搭建了公司业务生态闭环，我们认为公司业绩弹性、可持续性良好，仍具备高增长潜力，维持盈利预测不变。公司当前股价对应2021E PE 32.23x，处于近5年以来最低位，我们认为公司业绩高增或将带动估值回升，维持“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**资本市场波动加剧，基金发行低于预期，牌照业务竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,232	8,239	13,723	15,897	18,015
同比增长(%)	35.49%	94.68%	66.56%	15.84%	13.33%
归母净利润(百万元)	1,831	4,778	8,576	11,127	12,602
同比增长(%)	90.99%	160.95%	79.48%	29.75%	13.26%
ROE(%)	9.92%	17.58%	23.17%	23.73%	22.29%
EPS(元)	0.23	0.58	0.83	1.08	1.22
BVPS(元)	3.16	3.85	4.15	4.92	6.02
PE	115.61	46.20	32.23	24.84	21.93
PB	8.47	6.95	6.44	5.43	4.44

数据来源：Wind, 华金证券研究所

 | III  
 投资评级 买入-B(维持)

股价(2022-02-28) 26.74元

#### 交易数据

总市值(百万元)	277,195.61
流通市值(百万元)	229,771.75
总股本(百万股)	10,366.33
流通股本(百万股)	8,592.81
12个月价格区间	25.23/39.35元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.76	-6.54	1.39
绝对收益	-16.71	-24.3	0.27

#### 分析师

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

#### 报告联系人

 王德坤  
 wangdekun@huajinsec.cn

#### 相关报告

 东方财富：业绩预告：基金代销&经纪&两融  
 均同比高增 2022-02-10

 东方财富：前三季度净利润同比+83.48%，  
 业绩持续高增长 2021-10-17

东方财富：核心竞争力解析 2021-08-06

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

## 一、“东财转3”概况及转股情况

“东财转3”于2021年4月7日发行，募资158亿元，其中约140亿元用于发展两融业务、约18亿元用于发展证券自营投资业务。2022年1月24日，因公司在1月4日至1月24日连续15个交易日收盘价均超过转股价的130%（即超过 $23.35 \times 130\% = 30.36$ 元/股），触发赎回条款，公司决定赎回全部“东财转3”。债券投资者面临两种选择：1) 在2月28日前行使转股权，将持有债券转换为东财股票；2) 在2月28收市后接受强制赎回，赎回价100.18元/张。

表1：“东财转3”大事记

时间	事件
2021年4月7日	发行1.58亿张可转债，募资158亿元。初始转股价28.08元/股，到期日2027年4月6日。
2021年5月27日	转股价调整为23.35元/股。
2021年10月13日	进入转股期。
2021年11月2日	首次触发有条件赎回条款，公司不行使提前赎回权利。
2022年1月24日	再次触发有条件赎回条款，公司行使提前赎回权利，将“东财转3”全部赎回。 截止2022年2月28日收市后仍未转股的将停止交易、停止转股。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

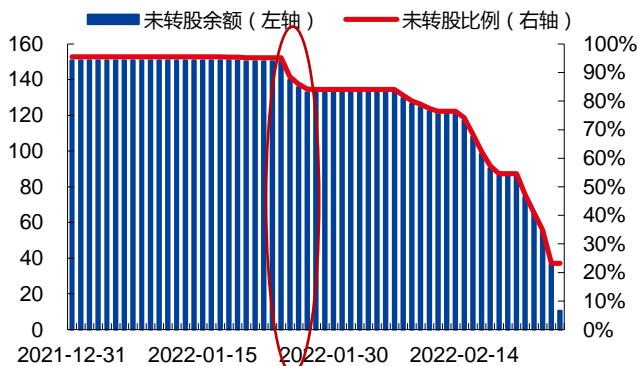
在进入转股期后，2021年10月底至2022年1月中旬，“东财转3”保持着较高的转股溢价率，投资者行使转股权可能会亏损，故仅极少投资者选择转股。2022年1月25日起，“东财转3”连续出现转股折价，较多投资者开始行使转股权，未转股余额开始明显下降，因转股导致的新增股本明显增多。截至2022年2月25日，“东财转3”转股折价率0.22%，投资者行使转股权仍有利可图。2月28日收市后，转股折价率已降至0.02%。

图1：“东财转3”的收盘价及转股溢价率（单位：元/张）

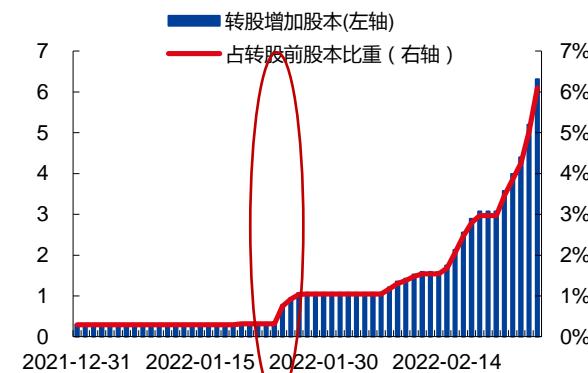


资料来源：WIND，华金证券研究所

截至2022年2月25日，“东财转3”未转股余额10.67亿元，占可转债发行总额的6.8%；因“东财转3”转股累计新增股本6.31亿股、占转股前公司总股本的6.1%。据我们测算，若“东财转3”全部转股将新增股本6.77亿股、占转股前公司总股本的6.5%，其中2月28日当日将新增0.46亿股、占转股前公司总股本的0.4%，占比较低，我们认为这对东财股价冲击已不大。“东财转3”强赎尘埃落定后，转股抛压对公司股价的影响或将渐趋弱化，后续股价表现或将更加注重公司的基本面。

**图 2: 东财未转股余额迅速下降 (单位: 亿元)**


资料来源: WIND, 华金证券研究所

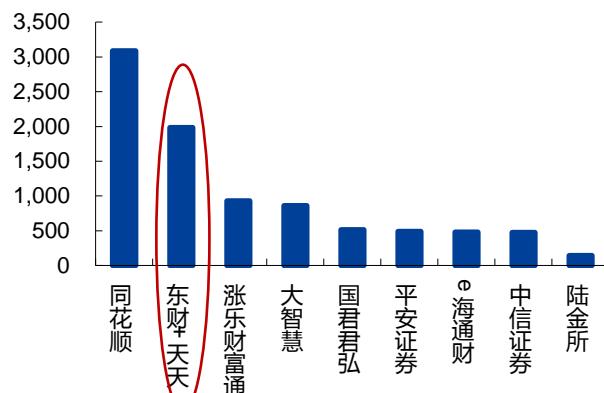
**图 3: “东财转 3”转股增加股本占转股前股本比重 (单位: 亿股)**


资料来源: WIND, 华金证券研究所

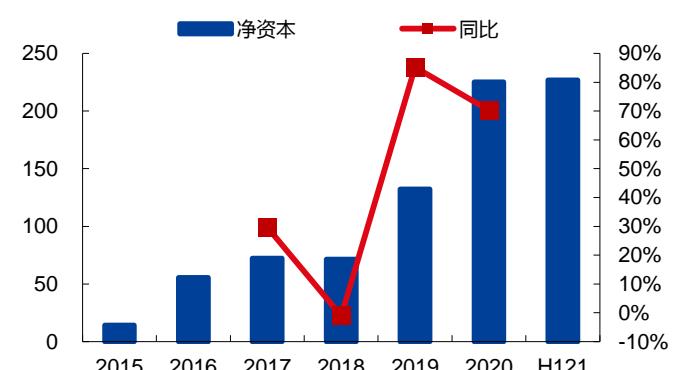
## 二、东财仍具高增长潜力

以金融牌照变现网络流量、以资本实力支持牌照业务发展构建了东财的业务生态闭环：1) 当前东财获取流量的优势仍在，除了自身旗下东方财富网、天天基金等平台，公司还在抖音、快手等其他网络平台以直播、广告等形式获客；2) “东财转 3”转股完成后公司资本实力将上升一个台阶，有力支持两融、证券自营投资等重资本业务发展；3) 经纪、两融市场份额仍有提升空间，变现链条的延长贡献业绩可持续性。

据 Wind 数据，2021 年 4 月，东方财富网、天天基金的月活用户数分别为 1462 万和 519 万，合计 1981 万，仅次于同花顺。另据草根调研，东财股吧、天天基金的基金吧用户讨论量和活跃度远超其他金融类 APP，显示公司旗下平台已渐成用户粘性较强的网络社区。公司自 15 年收购西藏同信证券后发力经纪、两融等证券业务，近年来资本实力跃升，为证券业务发展注入了强劲动力。2020 年“东财转 2”(发行总额 73 亿元)转股完成，年末公司净资本 225 亿元、同比+70.2%、居行业第 21 位，东财转 3”转股完成后公司资本实力将进一步增强。

**图 4: 证券类 APP 月活数比较 (万人)**


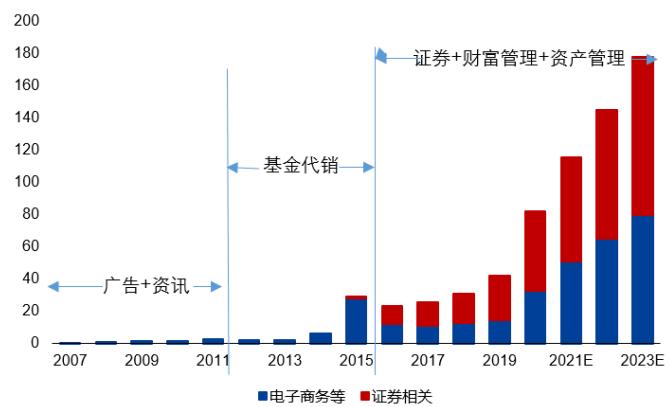
资料来源: WIND, 华金证券研究所。数据仅更新至 2021 年 4 月

**图 5: 东财资本实力增强 (亿元)**


资料来源: 中证协, 华金证券研究所。15 年数据为西藏东方财富证券净资本。

公司目前拥有的牌照包括：基金代销、证券、期货、公募基金、保险经纪、买方投顾等，变现途径高效持续合规、业绩可持续性强。近期新发基金数量大幅下降引发了市场对于公司代销业

务高增长的质疑，但我们认为：1) 基金保有规模扩大，天天基金用户粘性好，代销业务仍将贡献大量收入。Q421 代销机构基金保有规模持续扩大，非货币基金保有量 8.3 万亿、环比+8.8%，股票+混合型基金保有规模 6.5 万亿、环比+5.1%，我们认为财富管理的大趋势未改变；2) 复盘 2018 年基金发行遇冷行情下，公司当年代销业务仍实现同比+26.2%，我们认为市场对代销业务增速下降稍显过度担忧。我们预计公司代销业务 2021、2022 年分别 53.62 亿元、60.60 亿元，占总营收比重约 40%。

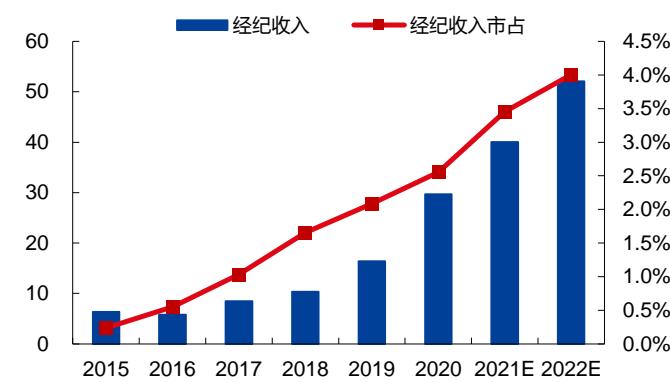
**图 6：东财收入结构及驱动因素（亿元）**


资料来源：WIND，华金证券研究所

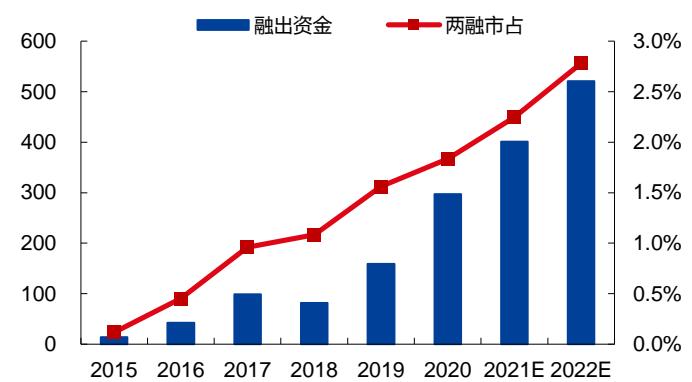
**图 7：金融电子商务服务收入及占总营收比重（亿元）**


资料来源：WIND，华金证券研究所

公司证券经纪份额持续提升，同时经纪作为两融业务的流量入口，也带动两融份额提升。我们认为在东方财富网互联网基因、丰富的股民资源、公司大量广告及营销活动等因素加持下，经纪&两融份额仍具备提升空间。我们预计 2021、2022 年公司经纪份额可达 3.5%、4.0%，两融份额可达 2.2%、2.8%。

**图 8：证券经纪收入及市占（亿元）**


资料来源：WIND，华金证券研究所

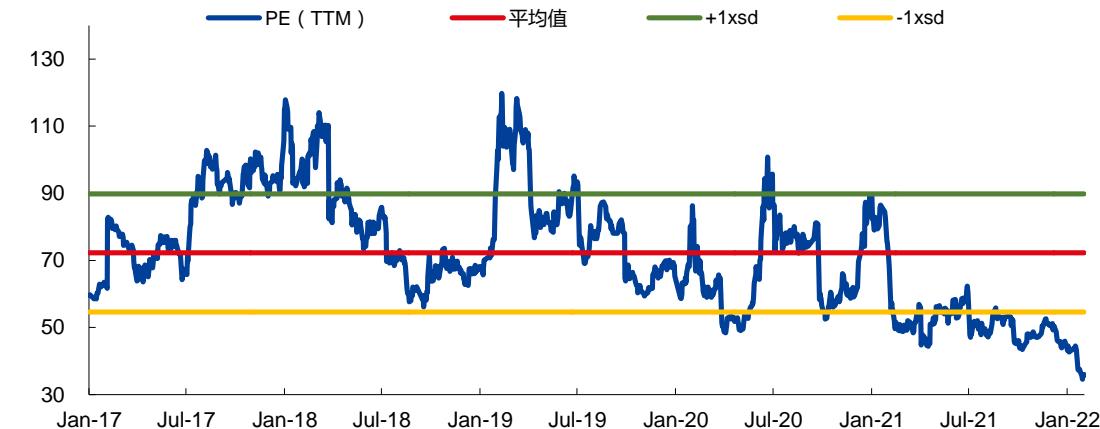
**图 9：融出资金及两融市占（亿元）**


资料来源：WIND，华金证券研究所

### 三、估值分析及投资建议

截至 2 月 28 日，公司 PE (TTM) 36.4x，处于近 5 年以来绝对低位。考虑到公司业绩增长潜力，我们认为当前公司股价已处低估状态，维持“买入-B”评级。

图 10: 东财 PE (TTM) 处于近 5 年以来绝对低位



资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 风险提示

**资本市场波动加剧。**公司的基金代销业务、证券业务等重点业务均与资本市场紧密相关,如果资本市场波动加剧,公司主营业务增长可能会不及预期。

**基金发行低于预期。**公司基金代销业务是当前估值较高的分部业务,如果新基金发行持续低于预期,公司可能面临估值下降、业绩不及预期的风险。

**牌照业务竞争加剧。**公司所拥有的金融类牌照,诸多券商同业亦拥有。如果行业竞争加剧,公司业绩可能会因竞争导致不及预期。

**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	62,130	65,237	68,498	营业收入	4,232	8,239	13,723	15,897	18,015
现金及存放央行款项						手续费及佣金净收入	1,940	3,569	5,693	7,215	8,660
结算备付金	3,368	6,652	12,639	13,903	15,293	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	42,101	44,206	利息净收入	814	1,536	2,340	2,256	2,295
交易性金融资产	5,006	12,832	32,080	35,288	38,817	投资净收益	264	315	798	1,361	1,497
衍生金融资产	-	-	-	-		营业支出	2,379	3,037	4,312	4,894	5,510
买入返售金融资产	967	895	4,923	5,415	5,956	税金及附加	41	67	112	129	147
存出保证金						管理费用	1,289	1,468	1,921	2,226	2,522
长期股权投资	466	452	362	398	438	营业利润	2,142	5,533	10,209	12,363	14,002
固定资产	1,558	1,764	1,852	1,945	2,042	加：营业外收入	-	-			
无形资产	180	174	174	183	192	减：营业外支出	15	17			
<b>资产总计</b>	<b>61,831</b>	<b>110,329</b>	<b>187,468</b>	<b>200,179</b>	<b>223,778</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,128</b>	<b>5,515</b>	<b>10,209</b>	<b>12,363</b>	<b>14,002</b>
向中央银行借款						减：所得税	296	737	1,633	1,236	1,400
同业及其他金融机构存放款	403	2,940	3,822	4,204	4,625	<b>净利润</b>	<b>1,831</b>	<b>4,778</b>	<b>8,576</b>	<b>11,127</b>	<b>12,602</b>
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	8,576	11,127	12,602
拆入资金	604	1,012	1,012	1,113	1,225	<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
交易性金融负债						净利润率	43%	58%	62%	70%	70%
衍生金融负债						ROA	1.80%	2.78%	2.88%	2.87%	2.97%
卖出回购金融资产款	3,199	8,533	20,479	21,503	22,578	ROE	9.92%	17.58%	23.17%	23.73%	22.29%
代理买卖证券款	29,627	49,798	59,758	71,709	86,051	EPS(元)	0.23	0.58	0.83	1.08	1.22
应付债券	1,223	1,219	17,676	16,792	15,952	BVPS(元)	3.16	3.85	4.15	4.92	6.02
长期借款						PE(X)	115.61	46.20	32.23	24.84	21.93
<b>负债总计</b>	<b>40,619</b>	<b>77,172</b>	<b>144,550</b>	<b>149,309</b>	<b>161,564</b>	PB(X)	8.47	6.95	6.44	5.43	4.44
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,212</b>	<b>33,156</b>	<b>42,918</b>	<b>50,870</b>	<b>62,214</b>	DPS(元)	0.03	0.02	0.09	0.12	0.13
股本	6,716	8,613	10,336	10,336	10,336	分红比率	11.00%	4.22%	11.00%	11.00%	11.00%
少数股东权益						<b>资产充足率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属于母公司所有者权益合	21,212	33,156	42,918	50,870	62,214	风险加权资产					
<b>资产质量</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资本充足率					
不良贷款率						一级资本充足率					
正常类						核心一级资本充足率					
关注类						资产负债率					
次级类						负债权益比					
拨备覆盖率											
生息资产											
计息负债											
净息差											

资料来源：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.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)