

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年07月16日

**市场数据**

目前股价	22.40
总市值（亿元）	2,959.97
流通市值（亿元）	2,483.86
总股本（万股）	1,321,416
流通股本（万股）	1,108,867
12个月最高/最低	38.78/20.61

**分析师**

分析师：刘文强 S1070517110001

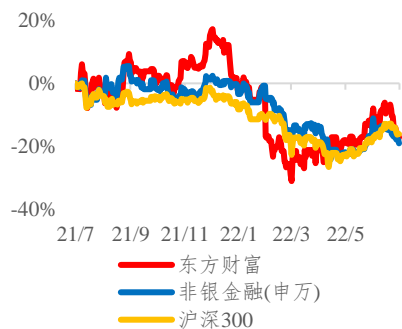
☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

分析师：张文珺 S1070522050003

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

**股价表现**


数据来源：Ifund

**相关报告**

&lt;&lt;资本实力进一步提升，长期空间打开&gt;&gt;

2022-03-20

&lt;&lt;业绩持续靓丽，互联网零售龙头向更高阶迈进&gt;&gt; 2021-10-16

&lt;&lt;业绩超预期，股权激励助力公司长远发展&gt;&gt; 2021-07-25

# 业绩增速超预期，战略性配置窗口或在途

## ——关于东方财富证券2022年未经审计中报的点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,238.56	13,094.33	14,622.91	18,120.91	22,692.79
(+/-%)	94.69	58.94	11.67	23.92	25.23
归母净利润（百万元）	4778.10	8552.93	10177.55	12412.83	15612.64
(+/-%)	160.91	79.00	18.99	21.96	25.78
摊薄 EPS（元/股）	0.55	0.83	0.77	0.94	1.18
PE	40.38	27.15	29.08	23.85	18.96

资料来源：Ifund，长城证券研究院

**核心观点**
**■ 事件**

东方财富公布子公司东财证券2022年未经审计中报业绩，数据显示公司实现营业总收入41.78亿元，同比+34.15%；实现净利润28.48亿元，同比+37.47%，超出市场预期。

**■ H1 业绩增速超出市场预期，初步测算 Q2 环比增速靓丽**

上半年市场波动，证券业经营压力加大。成交量方面，2022H1 累计日均股基成交量为10646.22亿元，同比+8.55%，其中 Q2 累计股基交易量为10376.9亿元，环比-4.98%，主要系疫情反复等因素影响，导致市场风偏下降。微观流动性呈现前低后高趋势，2022H1 基金发行放缓，同比-59.12%；Q2 以来受市场环境改善，环比+35.07%。

从业绩归因分析看，东财证券大自营、手续费及佣金收入、利息净收入增速较快，及减值转回所致。细分看，同比分别为+58.60%、+29.96%、+25.38%；其中融出资金（代替两融规模口径）同比约为+1.10%，较 Q1 环比-6.55%，H1 融出资金的市场份额为2.31%，较 Q1 占比略微-0.06PCT。投资业务表现优异，主要系投资资产大幅增长；数据显示公司 H1 交易性金融资产同比+107.08%，而较 Q1 环比-11.91%，其他债权投资规模同比+41.32%。若剔除大自营，净利润同比达+30.44%，折射出公司经营稳健，抗风险能力强，克服了4月以来的市场巨幅波动，砥砺前行。经初步测算显示，东财证券的营收环比预计有望在+14%以上，净利润环比预计有望达到中速水平。

结构占比方面，手续费及佣金净收入、利息净收入及大自营净收入占比分别为58.43%、22.99%及15.56%，前两者略有下降，后者占比略有提升。

**■ 初步测算东财集团 H1 增速有望保持中高速增长**

结合 2021、2022Q1 相关参数，经初步测算 2022H1 东财集团营收同比有望达+30%，Q2 环比增速较强。天天基金营收同比有望达+7%；Q2 环比有望达+20.5%。净利润方面，经初步测算，集团 2022H1 净利润同比、Q2 环比，东财证券净利润、天天基金 Q2 环比均有望达到较高增速水平。

#### ■ 基金投顾试点牌照+基金托管牌照获批，财富管理业务战斗力不断提升

公司获得基金投顾牌照后，有望与天天基金、东财基金等进一步形成闭环，促进公司财富管理转型升级。未来在基金投顾产品创设、投顾及客户资产配置方面有望大幅度提升。同时，东方财富证券获批证券投资基金托管资格，自批复之日起 6 个月内完成基金托管业务的筹备工作，并将于换领经营证券期货业务许可证后，对外开展基金托管业务，不断提升财富管理赛道的战斗力。

#### ■ 公司资本金实力不断夯实，利润率进一步提升

在证券公司完成可转债“东财转 3”发行及上市工作，增资总额中的 33.00 亿元作为东方财富证券注册资本，127.05 亿元作为资本公积。增资完成后，东方财富证券注册资本由 88.00 亿元增至 121.00 亿元。可转债转股显著提升东财证券公司净资产，为业务发展蓄力。截止 2022H1，东财证券总资产较年初+12%至 1676.65 亿元，净资产较年初+59.1%至 508.21 亿元。东财证券规模经济效应亦不断夯实，2022H1 利润率提升近 2PCT 达到 68.17%。

#### ■ 估值与投资建议

在推进全面注册制改革的政策背景下，随着行业交易制度不断优化、证券化率提升及居民资产配置拐点的到来。未来随着 IPO 全面注册制落地、试点及推行“T+0”制度、20%涨跌幅的不断放开及融券业务发展等，公司经纪及两融等核心业务市占率提升趋势有望继续保持，以及基金托管落地等提升带来阿尔法机会凸显，民营基因有效提升公司治理水平，业绩增速将有望持续高于传统券商。此外，当前，东财集团同 A 股 Fintech 公司估值对比具备优势，正迎来战略性配置窗口期。

我们判断市场未来持续巨幅调整可能性较低，公司有望保持强劲上升势头。假定市场 A 股股基交易量平稳、新发基金平均增速总体保持稳健提升趋势，经纪业务佣金率、两融费率等基本平稳，利润率分别为 70%、69%、69%，公司的股基市占率及两融市占率稳步提升，经纪业务佣金率及两融费率总体平稳，预计公司 2022、2023、2024 年的摊薄 EPS 分别为 0.77、0.94、1.18 元，对应的 PE 为 29.08、23.85、18.96 倍，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：中美摩擦加剧风险；中美利差持续倒挂风险；地缘政治风险；宏观经济下行风险；IPO 过快对股市流动性冲击风险；股市系统性下跌风险；基金发行放缓风险；监管趋严风险；肺炎疫情持续蔓延风险；管理层变动影响风险；资管业务发展不及预期风险；基金代销市占率下滑风险；传统业务市占率提升不及预期。

## 附图表

**表 1: 东方财富证券成本管理能力的不断跃升**

2015			2016			2017			2018		
序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力
1	财达证券	2.78	1	国盛证券	2.101	<b>1</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.78</b>	1	广发证券	1.804
2	华西证券	2.47	2	东海证券	2.044	2	国泰君安	1.755	<b>2</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.639</b>
3	华安证券	2.39	3	招商证券	1.972	3	国信证券	1.733	3	海通证券	1.521
4	大通证券	2.37	4	红塔证券	1.938	4	国盛证券	1.681	4	银河证券	1.487
5	红塔证券	2.36	5	中信建投	1.83	5	红塔证券	1.664	5	大通证券	1.393
6	大同证券	2.32	6	光大证券	1.81	6	中银国际	1.628	6	华泰证券	1.384
7	国信证券	2.27	7	华西证券	1.78	7	大通证券	1.623	7	国泰君安	1.369
8	中航证券	2.27	8	华安证券	1.773	8	海通证券	1.594	8	中银国际	1.285
9	华林证券	2.25	9	海通证券	1.773	9	招商证券	1.576	9	北京高华	1.263
10	中投证券	2.22	10	国信证券	1.76	10	中信建投	1.558	10	中信建投	1.254
11	国联证券	2.2	11	中航证券	1.759	11	中航证券	1.553	11	东方财富	1.244
12	南京证券	2.1	<b>12</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.736</b>	12	东莞证券	1.533	12	招商证券	1.205
13	中信建投	2.06	13	财富证券	1.725	13	安信证券	1.515	13	德邦证券	1.198
14	国元证券	2.01	14	大通证券	1.718	14	德邦证券	1.503	14	中信证券	1.186
15	光大证券	2	15	湘财证券	1.713	15	光大证券	1.482	15	申万宏源	1.177
16	山西证券	1.94	16	华泰证券	1.677	16	华西证券	1.473	16	国联证券	1.174
17	川财证券	1.91	17	国都证券	1.647	17	国联证券	1.472	17	国信证券	1.145
18	湘财证券	1.91	18	中银国际	1.628	18	财富证券	1.458	18	华西证券	1.142
19	申万宏源	1.88	19	国联证券	1.623	19	湘财证券	1.45	19	华林证券	1.104
20	东莞证券	1.88	20	南京证券	1.621	20	华融证券	1.446	20	国金证券	1.086
<b>72</b>	<b>西藏东方财富</b>	1.22	21	华融证券	1.613	21	华安证券	1.444	21	南京证券	1.032

资料来源：证券业协会，长城证券研究院，计算公式：成本管理能力的 = (营业收入 - 投资收益 - 公允价值变动收益) / 营业支出，2015、2016、2017、2018 年该指标中位数为 1.58、1.336、1.050、0.767。

## 附：盈利预测表

**表 2：东方财富收入分类预测表**      单位：百万

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
证券业务收入	4,981.83	7,686.56	8,847.84	10,765.38	12,846.51
增长率	81%	54%	15%	22%	19%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%
毛利	4,981.83	7,686.56	8,847.84	10,765.38	12,846.51
金融电子商务服务收入	2,962.43	5,072.51	5,376.86	6,882.38	9,291.22
增长率	140%	71%	6%	18%	25%
毛利率	92%	94%	90%	90%	90%
成本	245.88	328.70	537.69	688.24	929.12
毛利	2,716.55	4,743.81	4,839.17	6,194.14	8,362.09
金融数据服务收入	188.00	253.34	304.01	364.81	430.48
增长率	19%	35%	20%	20%	18%
毛利率	-21%	5%	5%	5%	4%
成本	227.05	241.19	289.01	346.81	412.48
毛利	-39.05	12.15	15.00	18.00	18.00
广告服务收入	106.30	81.92	94.21	108.34	124.59
增长率	22%	-23%	15%	15%	15%
毛利率	12%	-14%	5%	3%	5%
成本	93.71	93.52	89.50	105.09	118.36
毛利	12.59	-11.60	4.71	3.25	6.23
营业收入	8,238.56	13,094.33	14,622.91	18,120.91	22,692.79
增长率	94.69%	58.94%	11.67%	23.92%	25.23%
综合毛利率	93%	95%	94%	94%	94%
净利润率	58%	65%	70%	69%	69%
净利润	4,778.10	8,552.93	10,177.55	12,412.83	15,612.64

资料来源: Ifund, 长城证券研究院

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>