

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年08月15日
市场数据

目前股价	22.95
总市值（亿元）	3,032.65
流通市值（亿元）	2,544.85
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

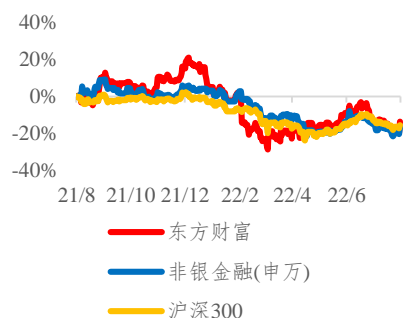
☎ 021-31829700

✉ 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

<<业绩增速超预期，战略性配置窗口或在途>> 2022-07-16

<<资本实力进一步提升，长期空间打开>> 2022-03-20

<<业绩持续靓丽，互联网零售龙头向更高阶迈进>> 2021-10-16

资本实力进一步提升，战略性配置窗口或显现

——关于东方财富2022中报年业绩的点评

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	41.37	27.82	29.80	24.43	19.42

资料来源：Ifund，长城证券研究院，2022中期报告期内转增股本

核心观点
■ 事件

近日，东方财富公布2022年中报，数据显示营收同比+9.13%，归母净利润同比+19.23%；加权ROE为8.04%，同比-2.42PCT，业绩基本符合预期。

■ H1业绩增速符合预期，Q2环比有所提升

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%。

业绩归因看，公司营收增长主要系证券业务同比+22.73%所致，投资收益实现了较为平稳中高速增长。总体看，公司单季度净利润释放维持较高态势，边际增速呈现提升趋势。2022Q2归母净利润同比、环比分别为+25.12%、+4.68%，环比增速转正，扭转了2021Q4以来环比负增长格局。

公司利润率保持提升趋势。2020年、2021Q1、2021H1、2021Q1-Q3、2021年、2022H1公司净利占营业总收入为57.99%、66.12%、64.46%、64.7%、65.30%、70.45%，其中2021Q4、2022Q1、2022Q2分别为67.04%、67.92%及73.04%。

占比方面，证券业务占比呈现边际提升趋势。2022H1、2021年营收占比分别为62.75%、58.7%；净利润占比分别为64.09%、56.41%。细分看，证券业务手续费及佣金收入占比有所提升，2022H1、2021、2021Q1-Q3、2021H1分别为43.97%、41%、40.3%、38.58%。而非证券业务营收占比阶段性有所下行，2022H1、2022Q1、2021、2021Q1-Q3营业收入（主要为电子商务）占比分别为37.25%、38.80%、41.28%、42.04%；天天基金

2022H1、2021 年归母净利润占比为 3.30%、2.30%。

■ Q2 市场波动企稳，证券业务环比增速提升

2022H1 证券业务营收同比+22.81%，较去年同比+55.70%下滑。拆分看，增速边际企稳，Q2 营收环比转正至+2.36%，同比+15.30%。2022H1 利息收入、手续费及佣金收入同比分别为+18.99%、+24.39%，增速均较 Q1 有所下滑。利息收入同比增长 22.06%，占比较大的两融利息收入、其他债权投资利息收入同比分别+10.15%、154.42%，其中前者较 2021 年融出资金利息收入同比+71.32%有所下滑。

2022H1 融出资金较年初增速-12.37%，同比-5.39%至 380.39 亿元，主要系个人投资者余额同比-5.55%所致；总体下滑幅度小于市场，市占率为 2.37%，与 2022Q1 持平。

投资收益大幅增长，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+100.25%，较 Q1 环比-11.01%，其他债权投资规模同比+41.32%，有效规避了权益市场巨幅波动风险。若剔除投资收益，调整后净利润同比达+14.78%，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。

■ 月活下降致基金销售营收同比承压，财富管理业务战斗力有望不断提升

因市场及基数因素，2022H1 基金销售营收同比-8.16%，较去年同比+109.77%下滑较多，一定程度拖累了集团业绩。基金销售营收呈现承压格局，Q2 营收同比-3.89%、环比-10.54%。截至 2022 年 6 月 30 日，共上线 151 家公募基金管理人 14,358 只基金产品。公司互联网金融电子商务平台共计实现基金认（申）购（含定投）交易 130,282,396 笔，基金销售额为 9,922 亿元，同比+1.73%，其中非货币型基金共计实现认（申）购（含定投）交易 109,753,298 笔，销售额为 5,838 亿元，同比+9.40%，预计主要系 to B 端债券类基金销量增长，债券类基金费率较低致使申购费下滑叠加基数效应带动公司代销收入同比下降；货币基金销售额为 4084 亿元，同比-7.53%。截至报告期末，天天基金累计基金销售额超过 7 万亿元，非货币市场基金保有规模 6,695 亿元，权益类基金保有规模 5,078 亿元。天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 232.85 万，同比-31.11%，其中，交易日日均活跃访问用户数为 301.47 万，非交易日日均活跃访问用户数为 107.41 万。

预期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。

■ 利润率高位平稳，研发投入占比持续提升

如前文所述利润率等呈现提升趋势。营业总成本/营业总收入保持稳定态势，2022H1 略微提升至 32.49%。2022H1 年营业总成本同比-22.35%，主

要系财务费用减少所致，同比-622.30%，系可转债利息支出同比减少，销售同比-14.12%，管理费用同比+29.16%；研发费用持续增长，同比+71.10%，研发投入占营业总收入比重持续提升，2022H1 较 2021 提升近 2%至 7.50%。

■ 资本实力提升，打开未来想象空间

公司完成可转债“东财转 3”转股及摘牌工作，向东方财富证券增资 160.05 亿元，进一步增强了东方财富证券资本实力。报告期内，东方财富证券完成短期融资券、公募债等债券发行工作，进一步丰富融资手段，降低融资成本，为公司业务的持续健康发展提供了资金支持；增资提升了公司的资本实力与综合竞争力，为公司业务的持续健康发展提供了资本助力。

■ 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 29.80、24.43、19.42 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：中美摩擦加剧风险；中美利差持续收窄风险；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	1	东方财富	1.78	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	2	东方财富	1.639
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	12	东方财富	1.736	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
72	西藏东方财富	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>