

东方财富 (300059.SZ)

强烈推荐 (维持)

股价遭遇错杀，市场悲观情绪导致误读降费政策

事件:

9.15 国办发文，与资本市场相关内容包括“鼓励证券、基金等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用”；后续其他媒体关于基金销售费用相关报道进一步发酵。东方财富股价自 9.15 以来下跌 21%。

评论:

定性判断过度悲观，定量测算影响有限。国办发文引导各行业深化改革、减费让利，力求激发市场活力。我们认为降费政策并非专门针对证券、基金行业，本意是降低制度性交易成本，但由于短期多重利空因素压制、市场低迷、基金亏损、情绪谨慎，同时叠加负面舆情，导致市场对政策进行悲观认知和负面解读。进行悲观假设下的定量测算，即使全产业链费率压降 10%，且不考虑价减量增情况，对公司未来业绩影响仅 6%。据此，东方财富 9 月中下股价下跌 21%，我们认为显著超跌。

9.15 国办发文，与资本市场相关内容包括“鼓励证券、基金等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用”；后续其他媒体关于基金销售费用相关报道进一步发酵。我们认为监管导向是提高投资者获得感，改善基民短期、频繁买卖行为。监管部门整体或将在保障服务质量（稳管理费）的情况下合理优化渠道管理（控销售费）。

降费对券商直接影响甚微，对基金影响在于销售渠道。上市券商服务类业务收入过往 3 年占比约 1/3，假设投行业务线、机构业务线、大财富管理业务线费率全面压降 10%，证券行业营收约降 3%；公募基金服务类业务收入相对较高，主要可归纳为基金销售费用和基金运营费用。管理费率方面，对比中美费率可见国内权益和混合型基金管理费率略高于美国，但其原因主要可归纳为美国被动型基金居多，且美国整体 AUM 更高导致费率摊薄。而监管主要目标或将是提高投资者获得感，所以重点可能在优化基金销售激励机制，减少过度营销等方面，销售费率或将受到更大调整。

东方财富作为低费率特色互联网券商，降费影响有限。公司证券业务费率低于行业，进一步压降概率较低，测算公司 22H1 交易佣金率约为 0.022%，融资利率约 6.99%，融券利率 8.99%，均较行业水平更为优惠，折扣券商名副其实，进一步降费概率较低；基金业务尾佣压力相对较大，公司在一折基金代销营销策略下，申赎费压降空间甚微，但尾佣分成一直是公司优势和强势业务，如果政策落实，存在一定让利空间。假设政策落实，今年几乎没影响（存量基金产品降费改合同周期约 2-4 周，新发基金规模占比小，且公司代销以老基金为主，综合来看即使降费，影响周期低于 2 个月），在控制变量法下，悲观假设明年综合基金费率下降 10%，天天基金收入降 7%，东方财富营收降 2%，净利润率由 65%降至 63%，净利润降 6%。

投资建议：维持“强烈推荐”投资评级。我们认为悲观情绪叠加降费文件的误读是此次东方财富深度调整的主要原因，东财股价错杀创造了更好的投资机会。市场短期承压，但展望后市，景气度有望触底回升。政策方面，预期全面注册制改革在四季度全面落地。流动性方面，十年期国债收益率 2.75%，仍处近年

总量研究/非银行金融
目标估值：29.11 元
当前股价：17.62 元

基础数据

总股本 (万股)	1321416
已上市流通股 (万股)	1108867
总市值 (亿元)	2328
流通市值 (亿元)	1954
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	72.1%
主要股东	其实
主要股东持股比例	19.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-19	-37
相对表现	-13	-9	-15



相关报告

- 《东方财富 (300059) 一公司业绩超预期，基金业务景气度恢复》2022-08-13
- 《东方财富 (300059) 一证券业务增长超预期，基金业务随市场波动》2022-07-17
- 《东方财富 (300059.SZ) 2022 年一季报点评：证券业务逆势增长，基金业务短期波动》2022-04-23

郑积沙 S1090516020001
 zhengjisha@cmschina.com.cn
 杨海盟 研究助理
 yanghaimeng@cmschina.com.cn
 衣冠英 研究助理
 yiguanying@cmschina.com.cn
 朱丽芳 研究助理
 zhulifang@cmschina.com.cn

来低位，对交投活跃度形成支撑。公司市占率提升逻辑维持不变，但 PE 估值 25 倍处于近 5 年以来最低点。我们重申 22/23/24 年盈利预测值为 96.2/118.1/142.3 亿元，当前股价对应 PE 估值为 24。我们认为市场长期向好基本面没有改变，随着景气度反弹，公司股价有望迎来深蹲起跳，目标价 29 元。
风险提示：1) 市占率提升不及预期；2) 二级市场大幅波动、交易清淡；3) 监管政策超预期。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

非银行金融团队背靠百年央企招商局，以招商局金融产业为研究依托，对证券、保险、金融科技、多元金融等行业和优秀上市/非上市公司进行长期深入跟踪研究；专注研究领域包括财富管理、产寿险、支付、征信等。获得 2021 年新财富第四名、水晶球第五名；2020 年新财富、水晶球第五名；2019 年新财富第五名、金牛奖第三名。

郑积沙：招商证券非银行金融首席分析师，金融科技小组执行组长，中国证券业协会培训讲师（证券、保险），美国纽约大学硕士。9 年从业经验，2015 年加入招商证券。

张成凌：证券行业研究员，美国德州大学达拉斯分校硕士，4 年证券从业经历、9 年风险管理经验。2018 年加入招商证券，曾任职于招商证券风险管理部全面风险管理组组长，从事总量风控、券商研究就工作，专注风险定价和证券业务分析。

衣冠英：金融科技分析师，美国哥伦比亚大学精算学硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于腾讯微保、平安人寿。5 年精算从业经验，对保险、金融科技等领域进行长期跟踪研究。

杨海盟：证券行业分析师，北京大学金融硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于中国互联网金融协会、华创证券。从事券商及金融科技监管研究工作，对券商、金融科技（金融机构数字化转型）有深刻理解。

朱丽芳：保险行业研究员，厦门大学保险硕士。2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。