

买入

东方证券 (600958. SH)

反转进行，价值重估

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

执证编码：S0980523060004

执证编码：S0980522080004

事项：

国信非银观点：基于权益市场波动对证券业务的影响，我们对公司的盈利预测下调，预计 2023–2025 年净利润为 35.38 亿元、39.63 亿元、44.18 亿元，同比增长 17.5%/12.0%/11.5%，当前股价对应的 PE 为 25.7/22.9/20.6x, PB 为 1.1/1.1/1.1x。公司未来将稳步开展证券业务，随着市场活跃度改善，持续看好公司财富管理和资管业务的发展，维持对公司“买入”评级。

评论：

◆ 投行业务冲击有限：浙江国祥 IPO 暂停事件，不影响公司投行业务正常经营。

2023 年前三季度，公司投行业务实现收入 11.89 亿元，在营收中占比为 8.68%。截止至 2023 年 11 月 21 日，东方证券已完成 4 家公司（光大同创、西山科技、赛维时代、威迈斯）的 IPO 业务，共计获得 4.08 亿元的保荐承销费用，并参与华虹公司的联席承销；为 5 家公司首发募集资金合计 59.30 亿元，市场份额 1.75%，较去年同期上升 0.32pct。

我们判断浙江国祥事件不影响公司的投行业务整体运作正常。根据公告披露，公司尚未收取浙江国祥的承销费用，对公司的投行业务收入和营收不造成实质影响。同时，公司投行项目储备充足。投行储备项目共计 23 家，其中已受理 4 家，已询问 7 家，已通过审核 5 家，已注册 5 家。

◆ 长期转型已在路上：核心管理层就位，财富管理扬帆起航。

公司在财富管理方面有着深厚的积累，运作经验丰富，持续打造“一个东方”财富管理品牌，将销售端、产品端、资产端有机融合。核心管理层到位后，公司财富管理将充分发挥自身优势和积累，通过构建与投资者利益一致的商业模式和业务场景，形成“公募产品代销、公募基金投顾、个人养老金、机构理财、私人财富管理”等业务协同矩阵，最终实现服务体系的全面升级，推动财富管理业务的新一轮发展。

◆ 当前估值仅反映资产负债表估值，资管等轻资产板块提供重估机会。

公司整体资产质量夯实，各项业务稳健发展，资产负债表整体重估不存在资产减计影响。公司资产管理板块具备品牌价值，“东方红”品牌享誉市场，汇添富基金主动权益规模处于行业前列。截至 2023 年上半年，公司全资子公司东证资管总资产 47.68 亿元，净资产 36.67 亿元；资产管理规模 2,632.92 亿元，其中公募基金管理规模 1,958.55 亿元，管理业务净收入排名证券行业第 1 位（数据来源：中国证券业协会）。同期，公司作为第一大股东的联营企业汇添富基金总资产 139.56 亿元，净资产 96.64 亿元。汇添富基金资产管理总规模超 1.1 万亿元。其中，公募基金规模超 8,700 亿元，非货币公募基金规模达 4,900 亿元，排名行业前列。我们判断目前公司估值（约 1.1 倍）仅反映了对资产负债表的估值，而对资产管理、财富管理等轻资产业务估值尚未体现，期待公司困局反转带来的业绩提升弹性。

图1: 公司营业收入及同比增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及同比增速

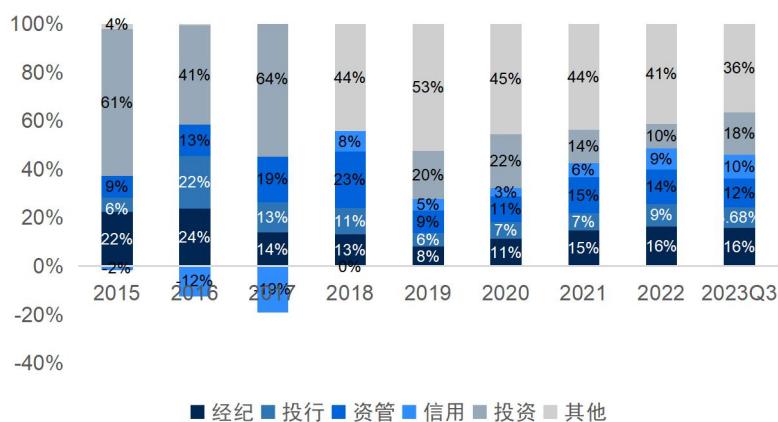

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及同比增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及同比增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司主营业务结构


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

依据当前宏观经济环境和证券市场的未来发展趋势，我们对东方证券 2023 年-2025 年的盈利预测进行如下假设。

核心假设

(1) **经纪业务手续费净收入**：股基成交额、市场占有率和佣金率是影响公司经纪业务收入的关键因素。1) 股市成交额的变动，主要受国内经济市场的影响，因此我们预计 2023-2025 年 A 股市场股基金交易金额分别为 480.48 万亿元/490.09 万亿元/514.60 万亿元。2) 经纪业务市占率稳定在 1% 左右，经纪业务市占率分别为 0.90%/0.91%/0.92%。3) 经纪业务手续费率的激烈竞争会导致佣金率进一步下降，因此假设未来三年公司经纪业务佣金率与行业佣金率基本保持一致，分别为 0.068%、0.067%、0.066%。

(2) **投行业务手续费净收入**：1) 假设 2023-2025 年股票融资额分别为 13079.48 亿元、14125.84 亿元、14832.13 亿元；2) 考虑到东方证券在全面注册制改革下、投行协同能力和执业能力加强，市场占有率将持续提升。因此，我们假设未来三年公司股权承销金额市占率分别为 2.01%/2.76%/3.51%。3) 投行业务有望实现稳健增长，因此，我们假设未来三年公司承销费率分别为 5.36%/3.90%/3.07%。

(3) **资管业务手续费净收入**：资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务的关键因素。我们假设 2023-2025 年公司资产管理规模分别为 2614.67 亿元/2843.08 亿元/3035.64 亿元，管理费率分别为 0.860%/0.870%/0.880%。

(4) **利息净收入**：市场融资融券余额，市占率和融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素。1) 考虑到融资融券业务发展空间较大，我们假设未来三年市场融资融券余额分别为 15705.47 亿元/16829.40 亿元/17700.87 亿元。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率分别为 1.27%/1.28%/1.29%。3) 我们假设未来三年公司融资融券利率分别为 10.53%/11.21%/11.84%。

(5) **投资收益**：自营规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为 1926.39 亿元/2157.55 亿元/2373.31 亿元，投资收益率分别为 1.63%/1.89%/2.06%。

表1: 营业收入预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	231.34	243.70	187.29	220.90	247.48	275.88
YoY	21%	5%	-23%	18.0%	12.0%	11.5%
手续费及佣金净收入	71.22	94.00	80.34	71.98	76.34	80.95
YoY	58%	32%	-15%	-10.4%	6.1%	6.0%
其中: 经纪业务手续费净收入	26.21	36.17	30.85	29.31	29.89	31.39
YoY	70%	38%	-15%	-5%	2.0%	5.0%
投资银行业务手续费净收入	15.82	17.05	17.33	15.60	16.85	17.69
YoY	51%	8%	2%	-10%	8%	5%
资产管理业务手续费净收入	24.65	36.22	26.45	22.49	24.73	26.71
YoY	37%	47%	-27%	-15.0%	10.0%	8.0%
利息净收入	7.79	14.64	16.40	20.99	24.14	27.04
YoY	-13%	88%	12%	28.0%	15.0%	12.0%
投资收益	51.75	33.01	19.00	31.35	40.76	48.91
YoY	38%	-36%	-42%	65%	30%	20%
其他业务收入	100.59	102.05	71.54	96.58	106.24	118.99
YoY	2%	1%	-30%	35.0%	10.0%	12.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测

根据上述假设，我们预计2023-2025年公司营业收入为220.90亿元、247.48亿元、275.88亿元，同比增速分别为18.0%、12.0%、11.5%；归母净利润分别为35.38亿元、39.64亿元、44.19亿元，同比增速分别为17.5%、12.0%、11.5%。

表2: 公司核心财务指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	231.34	243.70	187.29	220.90	247.48	275.88
YoY	21%	5.3%	-23.2%	18.0%	12.0%	11.5%
归母净利润(亿元)	27.23	53.71	30.11	35.38	39.64	44.19
YoY	11.8%	97.3%	-44.0%	17.5%	12.0%	11.5%
ROE	4.77%	8.64%	4.25%	4.50%	4.87%	5.23%
每股收益EPS(元)	0.38	0.73	0.35	0.42	0.47	0.52
每股净资产BPS(元)	8.61	9.17	9.11	9.42	9.76	10.14
PE	28.16	14.66	30.57	25.70	22.94	20.57
PB	1.24	1.17	1.17	1.14	1.10	1.06

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

经纪业务净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为经纪业务和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此，我们以2023年-2025年经纪业务的年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表3: 归属母公司净利润增速及ROE对资管业务的年复合增长率的敏感性分析

	归属净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合增长-8%	16.97%	11.65%	11.12%	4.35%	4.71%	5.06%
年复合增长-5%(基准)	17.52%	12.03%	11.48%	4.50%	4.87%	5.23%
年复合增长5%	19.37%	13.30%	12.69%	4.97%	5.38%	5.78%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表4: 归属母公司净利润增速及ROE对投资收益率的敏感性分析

	归属净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合投资收益率1%	17.41%	11.96%	11.41%	4.47%	4.84%	5.19%
年复合投资收益率1.63%(基准)	17.52%	12.03%	11.48%	4.50%	4.87%	5.23%
年复合投资收益率3%	17.76%	12.19%	11.63%	4.56%	4.93%	5.30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

市场波动风险、业务创新风险、市场竞争加剧的风险。

相关研究报告：

《东方证券（600958. SH）-二季度增速收敛，机构业务增长强劲》 ——2023-08-31

《东方证券（600958. SH）-迎来自营与交易双击》 ——2023-04-10

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	326600	368067	423277	465605	512165	营业收入	24370	18729	22327	26638	30823
货币资金	90556	121862	134048	147453	162198	手续费及佣金净收入	9400	8034	7113	7415	7862
融出资金	24345	19499	21449	23594	25953	经纪业务净收入	3617	3085	2931	2872	3015
交易性金融资产	90584	83764	100516	115594	132933	投行业务净收入	1705	1733	1560	1685	1769
买入返售金融资产	11503	8611	9472	10419	11461	资管业务净收入	3622	2645	2169	2386	2577
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	1464	1640	1968	2559	3070
负债合计	262457	290669	343227	382415	425398	投资收益	3301	1900	3230	4845	6299
卖出回购金融资产款	62742	62300	68529	78809	90630	其他收入	10205	7154	10016	11819	13592
代理买卖证券款	90012	123041	135346	148880	163768	营业支出	18140	15550	18538	22117	25592
应付债券	67509	55802	61383	70590	81179	营业外收支	76	200	200	200	200
其他综合收益	622	88	88	88	88	所得税费用	934	368	434	514	591
少数股东权益	16	12	13	14	16	少数股东损益	2	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	64127	77386	80037	83176	86752	归属于母公司净利润	5371	3011	3555	4207	4840
每股净资产(元)	9.17	9.11	9.42	9.79	10.21						
总股本(亿股)	69.94	84.97	84.97	84.97	84.97						
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E						
每股收益	0.73	0.35	0.42	0.50	0.57						
每股红利											
每股净资产	9.17	9.11	9.42	9.79	10.21						
ROIC											
ROE	8.64%	4.25%	4.52%	5.16%	5.70%						
收入增长	5.34%	-23.15%	19.21%	19.31%	15.71%						
净利润增长率	97.26%	-43.95%	18.08%	18.34%	15.05%						
资产负债率	80.36%	78.97%	81.09%	82.13%	83.06%						
P/E	12.34	25.74	21.54	18.20	15.82						
P/B	0.98	0.99	0.96	0.92	0.88						
EV/EBITDA											

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032