

投资驱动高增，经纪投行修复

华泰研究

2025年8月30日 | 中国内地/中国香港

中报点评

证券

东方证券发布半年报，2025年H1实现营收80.01亿元（yoy+38.87%），归母净利34.63亿元（yoy+64.02%）。其中Q2单季度实现营收26.19亿元（yoy+21.78%，qoq-51.33%），归母净利20.27亿元（yoy+65.48%，qoq+41.22%）。拟每10股分配中期红利1.20元。考虑公司投资收入高增，经纪投行同比修复，维持AH股买入评级。

投资收入高增驱动业绩增长

25H1投资类收入40亿元，同比增长77%。Q2季度末金融投资季度环比提升6%至2390亿，杠杆率较年初+0.01pct、季度环比+0.05pct至3.74x；结构上，固收投资规模1557亿，较年初+3%；固定收益类投资规模稳中有升，持仓结构继续优化；权益投资规模357亿，较年初+27%；其他权益工具投资规模266亿，季度环比增长7%；场外衍生品方面，公司持续强化风险控制，降低波动性业务比重，提升收益稳定性。同时，深入挖掘客户需求，加强客户投后管理，推动业务利润增长。

经纪、投行业务收入同比增长

25H1经纪业务收入13.71亿元，同比+31%。25H1末公司共有证券分支机构172家，覆盖86个城市；公司客户资金账户总数为313.9万户，较年初增长7.52%；托管资产总额9,593亿元，较年初增长9.21%。25H1非货产品销售金额117.28亿元，同比增长24.54%；25H1末非货产品保有金额565.83亿元，较年初增长1.36%；零售高净值客户共8,985户，较年初增长12.13%，总资产规模为2,070.25亿元，较年初增长11.28%。25H1投行业务净收入7.20亿元，同比增长32%。公司完成股权融资项目10单，发行数量位列行业第6，服务企业覆盖资本市场服务、高端制造、TMT、新材料等多个领域；债券承销业务承销总规模为2,779.48亿元，同比增加28.00%，市场排名第9。

资管、利息净收入同比有所下滑

25H1资管业务收入6.01亿元，同比-15%，东证资管转型发展进一步提速，25H1末受托资产管理规模合计2,337.81亿元，管理产品合计271只。其中公募基金管理规模1,791.36亿元，管理产品合计116只。25H1利息净收入4.62亿元，同比-33%。25H1末融资融券余额269.16亿元，市占率1.45%，平均维持担保比例为278.44%。

盈利预测与估值

考虑到7月以来市场景气度上行，我们上调全年市场成交额、公司投资类收入等假设，同时因会计口径调整下调其他业务收入假设（从毛收入调整为净收入口径，同步调降其他业务成本，实际对利润表现影响有限，且目前未披露24年追溯调整后的数据。若对24年收入进行调整后，预计25年营业收入同比增速为42%）。我们预计公司25-27年归母净利润分别为77/89/98亿元（上调85%/83%/74%），对应EPS为0.90/1.05/1.16元，2025年BPS为9.52元。可比公司A/H股Wind一致预期25E PB分别为1.25/0.99倍，考虑到公司投资业务增长亮眼、充分受益于市场景气度上行，分别给予25年1.6/1.0倍PB估值，上调目标价为15.23元/10.44港币（前值为12.95元/8.04港币，对应25E PB估值1.4/0.8倍）。

风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

	3958 HK	600958 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：10.44	人民币：15.23

沈娟 研究员
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

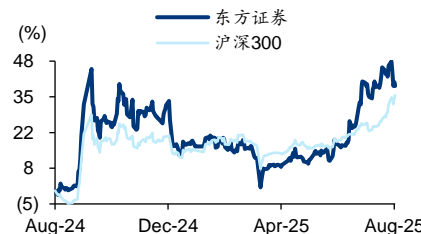
汪煜 研究员
SAC No. S0570523010003 wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146 +(86) 21 2897 2228

孙亦欣* 研究员
SAC No. S0570525070004 sunyixin@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

(港币/人民币)	3958 HK	600958 CH
目标价	10.44	15.23
收盘价(截至8月29日)	7.61	11.50
市值(百万)	64,659	97,711
6个月平均日均成交额(百万)	100.98	633.91
52周价格范围	3.17-8.96	8.28-12.25
BVPS	9.40	9.98

股价走势图



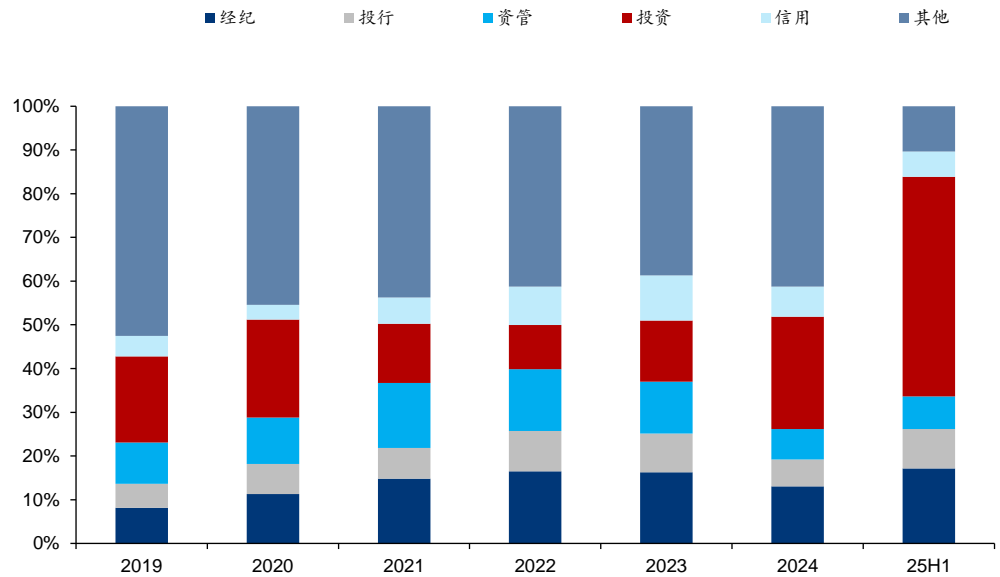
资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	19,190	17,306	19,671	21,245
+/-%	12.29	(9.82)	13.66	8.00
归属母公司净利润(百万)	3,350	7,670	8,905	9,819
+/-%	21.66	128.93	16.10	10.27
EPS(最新摊薄)	0.39	0.90	1.05	1.16
BVPS(最新摊薄)	8.94	9.52	10.20	10.96
PE(倍)	29.17	12.74	10.97	9.95
PB(倍)	1.29	1.21	1.13	1.05
ROE(%)	4.18	9.32	10.43	10.91
股息率(%)	1.48	3.47	4.03	4.44

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：东方证券各业务净收入结构图



注：投资类收入=投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益

资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：东方证券 A 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
华泰证券	601688 CH	1.62	20.68	13.36	1.05
广发证券	000776 CH	1.41	17.83	15.48	1.23
招商证券	600999 CH	1.37	14.81	13.85	1.28
中位数				14.67	1.25
平均数				14.67	1.25

注：股价取自 2025 年 8 月 29 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表3：东方证券 H 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
华泰证券	1688 HK	1.53	19.13	12.88	1.03
广发证券	1776 HK	1.43	20.36	12.91	0.91
招商证券	6099 HK	1.24	15.71	13.53	1.07
中位数				13.22	0.99
平均数				13.22	0.99

注：股价取自 2025 年 8 月 29 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

核心假设调整逻辑：1) 7 月以来交易活跃度处于相对较高水平，8 月单日成交峰值超 3 万亿元，上调全年日均股基成交额假设。2) 二季度以来 AH 市场持续上行，投资业绩亮眼，且当前监管维护资本市场稳定运行的态度明确、增量资金持续入市、债市波动较年初收窄，上调投资类收入。3) 公司调整会计政策，在期货交易场所通过频繁签订买卖标准仓单的合同以赚取差价、不提取标准仓单对应的商品实物的，将其签订的买卖标准仓单的合同视同金融工具，不应确认销售收入，将收取的对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益，因此其他业务收入大幅下降，上半年仅有 0.43 亿元，下调其他业务收入假设。4) 由于其他业务收入大幅下降，而证券公司管理费用等经营成本较为刚性，预计公司管理费率有所提升，上调对应假设。5) 其他业务成本为原期货业务对应成本，其他业务收入下调后，成本对应大幅下调。

图表4：盈利预测调整表（亿元）

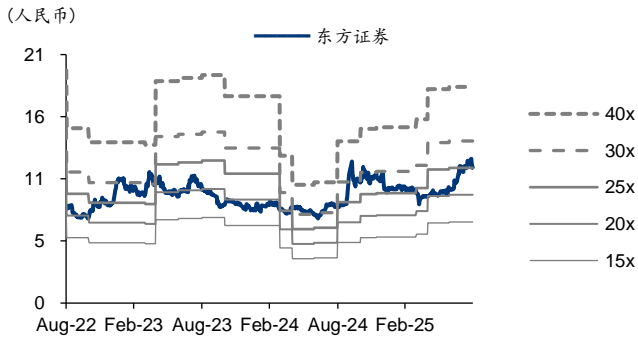
	原假设			新假设			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
全市场日均股基成交额 (双边)	25,000	27,000	30,000	36,000	36,000	38,000	44%	33%	27%
经纪净收入	25.47	29.49	30.83	33.70	36.14	38.35	32%	23%	24%
投资类收入	60.22	67.34	76.72	85.22	98.34	104.72	42%	46%	36%
其他业务收入	78.49	87.79	97.29	0.87	0.98	1.06	-99%	-99%	-99%
营业收入	216.26	241.86	268.05	173.06	196.71	212.45	-20%	-19%	-21%
其他业务成本	80.02	89.49	99.18	0.86	0.98	1.06	-99%	-99%	-99%
管理费用率	40%	39%	38%	50%	49%	48%	10pct	10pct	10pct
归母净利润	41.39	48.59	56.40	76.70	89.05	98.19	85%	83%	74%

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

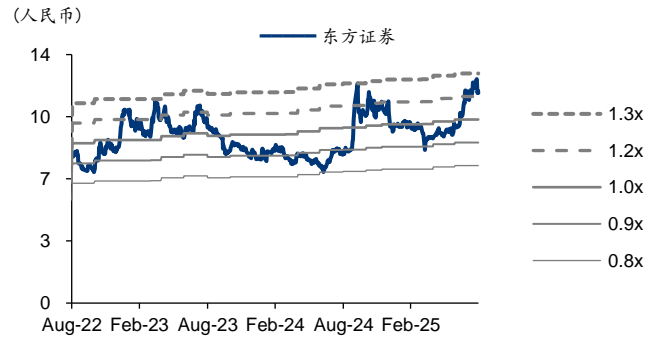
- 1、业务开展不及预期：如财富管理转型、投资业务开展、国际化业务拓展等不及预期；
- 2、市场波动风险：券商经营与市场环境高度相关，若市场调整将对券商盈利能力造成影响。

图表5：东方证券 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：东方证券 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,090	19,190	17,306	19,671	21,245
手续费及佣金净收入	6,935	5,435	6,797	7,522	8,123
经纪业务手续费净收入	2,781	2,511	3,370	3,614	3,835
投资银行业务手续费净收入	1,510	1,168	1,502	1,695	1,843
资产管理业务手续费净收入	2,029	1,341	1,354	1,580	1,761
利息净收入	1,764	1,321	1,293	1,594	1,932
投资净收益	2,544	5,834	5,261	5,417	5,867
对联营企业和合营企业的投资收益	584.25	458.08	500.00	500.00	480.98
公允价值变动净收益	428.31	(450.04)	3,761	4,917	5,086
汇兑净收益	(57.87)	59.52	53.68	61.01	65.90
其他收益	19.16	25.42	53.68	61.01	65.90
其他业务收入	5,459	6,965	86.53	98.35	106.23
营业支出	14,344	15,664	9,233	10,298	10,910
税金及附加	83.60	86.59	78.08	88.75	95.86
管理费用	7,714	7,864	8,653	9,639	10,198
减值损失	1,030	461.33	416.02	472.87	510.72
其他业务成本	5,294	7,038	86.36	98.16	106.01
营业利润	2,746	3,526	8,073	9,372	10,335
营业外收入	200.11	160.59	346.53	402.32	443.65
营业外支出	27.21	27.29	58.88	68.36	75.38
利润总额	2,919	3,659	8,360	9,706	10,703
所得税	162.54	308.81	690.08	801.19	883.49
净利润	2,757	3,350	7,670	8,905	9,820
少数股东损益	2.85	0.24	0.51	0.60	0.66
归属于母公司所有者的净利润	2,754	3,350	7,670	8,905	9,819
EPS (人民币, 摊薄后)	0.32	0.39	0.90	1.05	1.16

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	383,690	417,736	435,657	466,803	502,548
金融资产投资	195,768	221,931	234,127	247,336	261,673
融资融券	20,769	27,461	33,600	36,550	39,600
买入返售金融资产	5,438	3,984	2,709	2,302	1,957
总负债	304,930	336,337	352,391	379,257	410,034
权益合计	78,746	81,397	83,266	87,546	92,514

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司净利润	2,754	3,350	7,670	8,905	9,819
分红率 (%)	46.09	44.20	44.20	44.20	44.20
归属母公司所有者权益	78,746	81,397	83,266	87,546	92,514
股本 (百万股)	8,497	8,497	8,497	8,497	8,497
PB (倍)	1.32	1.29	1.21	1.13	1.05
PE (倍)	35.48	29.17	12.74	10.97	9.95
BVPS (人民币, 摊薄后)	8.68	8.94	9.52	10.20	10.96
EPS (人民币, 摊薄后)	0.32	0.39	0.90	1.05	1.16
ROE (%)	3.45	4.18	9.32	10.43	10.91

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜、孙亦欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜、孙亦欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司