



东方证券 (600958.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

资管显特色，利润弹性高

投资逻辑：

东方证券是上海系国资券商，2025 前三季度总资产、营业总收入、归母净利润均排名上市券商第 11。公司业务结构均衡，整体排名在 10-15 左右，其中投行、资管业务收入排名前 10。

分业务条线来看：

1) 资管业务：25Q1-3 资管业务净收入排名第 7，较 2021 年下降 2 名，主要是因为公司以权益产品为特色，而 22-24 年权益基金承压。25H1，公司旗下东证资管、汇添富贡献的利润占比为 11%，权益市场恢复有望助推资管收入增长。2024 年资管净收入 13 亿元，预计 25-27 年收入 14/15/16 亿元，同比增长 1%/10%/9%。

2) 经纪业务：25Q1-3 经纪业务净收入排名第 15，25H1 末公司基金投顾规模达 149 亿元。2024 年经纪业务净收入 25 亿元，预计 25-27 年收入 33/37/42 亿元，同比增长 32%/12%/12%。

3) 投行业务：25Q1-3 公司投行业务净收入排名第 6，较 2019 年提高 7 名。25Q1-3 股权承销规模市占率为 1.6%，较 24 年的 0.93%显著提升，债权承销规模市占率 3.7%，为历史高点。2024 年公司投行收入 12 亿元，2025 年一级市场复苏，预计 25-27 年公司投行收入为 15/17/19 亿元，同比增长 31%/11%/11%。

4) 信用业务：25Q1-3 利息净收入排名第 16，公司两融市占率波动上升至 25H1 的 1.45%。信用减值损失计提规模较 2020 年显著下降，资产质量已夯实。2024 年利息净收入 13 亿元，预计 25-27 年收入为 13/14/15 亿元，同比增长-2%/7%/6%。

5) 投资业务：25Q1-3 投资净收入排名第 11，2022 年以来公司显著增配其他权益工具投资。25H1 交易性金融资产中股票、基金规模占比 31%，体现出公司保持部分权益方向性敞口来增加弹性。2024 年公司投资净收入 49 亿元，预计未来金融资产规模稳步增长，25-27 年收入为 79/85/94 亿元，同比增长 61%/8%/10%。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年东方证券实现营业收入 168/184/202 亿元，同比增速为-12%/9%/10%，2025 年收入下降主要系会计政策变更而 2024 年收入未进行追溯调整所致；归母净利润 59/64/72 亿元，同比增速为 77%/8%/13%。BPS 为 9.51/10.08/10.72 元，给予公司 2025 年 1.31 倍 PB，对应目标价 12.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济大幅下行；权益市场大幅下行；股票质押计提减值风险。

国金证券研究所

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxining@gjzq.com.cn

分析师：方丽 (执业 S1130525080007)

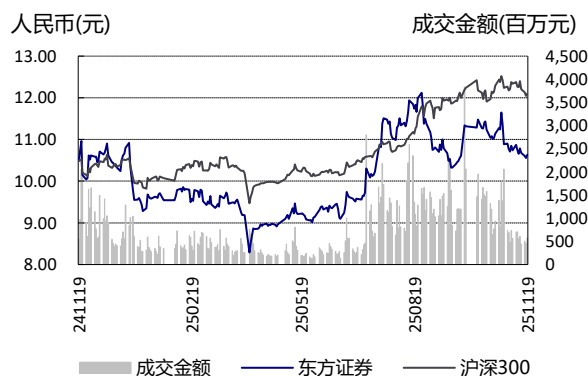
fangli@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.63 元

目标价 (人民币)：12.46 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	17,090	19,190	16,849	18,393	20,203
营业收入增长率	-9%	12%	-12%	9%	10%
归母净利润(百万元)	2,754	3,350	5,921	6,416	7,218
归母净利润增长率	-9%	22%	77%	8%	13%
每股净资产(元)	8.68	8.99	9.51	10.08	10.72
ROE(归属母公司)(加权)	3.45%	4.14%	7.53%	7.71%	8.17%
P/B	1.22	1.18	1.12	1.05	0.99

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况	4
1.1 公司背景：上海国资系券商，业内第五家 A+H 上市公司	4
1.2 业务概况：投行、资管业务排名较高，25 年利润增长强劲	4
二、业务拆解	6
2.1 资管业务：两大公募牌照，以权益产品为特色	6
2.2 经纪业务：积极发展投顾、代销权益基金转型财富管理	8
2.3 投行业务：聚焦科技与能源赛道，收入排名提升	9
2.4 信用业务：信用减值计提充分，股票质押风险可控	10
2.5 投资业务：显著增配其他权益工具投资，保留部分方向性敞口	11
三、盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测	12
3.2 投资建议及估值	13
四、风险提示	14

图表目录

图表 1：公司发展历程与重大事件	4
图表 2：公司十大股东（25Q3 末）	4
图表 3：公司收入结构（利润表口径）	5
图表 4：公司收入结构（分部报告口径）	5
图表 5：公司主要业务条线收入排名（上市券商中排名）	5
图表 6：公司营业总收入及同比增速	5
图表 7：公司归母净利润及同比增速	5
图表 8：公司加权平均净资产收益率	6
图表 9：公司杠杆倍数	6
图表 10：东证资管管理规模	6
图表 11：东证资管规模结构	6
图表 12：东证资管净利润	7
图表 13：东证资管盈利能力	7
图表 14：汇添富基金管理规模	7
图表 15：汇添富基金净利润	7
图表 16：部分大中型券商持股公募的利润贡献	7
图表 17：公司客户数及资产规模	8
图表 18：公司零售高净值客户数及资产规模	8



图表 19: 公司代销金融产品收入及同比增速	9
图表 20: 公司代销金融产品规模及同比增速	9
图表 21: 券商代销公募基金保有规模 (25H1 末, 亿元)	9
图表 22: 公司股权承销规模及市占率	10
图表 23: 公司债权承销规模及市占率	10
图表 24: 公司财务顾问收入及同比增速	10
图表 25: 公司两融余额及市占率	11
图表 26: 公司股票质押回购余额及同比增速	11
图表 27: 公司计提信用减值损失规模	11
图表 28: 公司金融资产规模及同比增速	12
图表 29: 公司各类金融资产结构	12
图表 30: 公司交易性金融资产结构	12
图表 31: 公司营业收入主要项目预测 (百万元)	12
图表 32: 公司主要业务核心假设	13
图表 33: 与可比公司的核心数据比较	14
图表 34: 可比公司估值表	14



一、公司概况

1.1 公司背景：上海国资系券商，业内第五家 A+H 上市公司

公司成立于 1998 年，2003 年改制为股份公司并正式更名。2005 年，公司主发起设立汇添富基金，2010 年设立我国首家券商系资管公司东证资管，奠定大资管业务发展基础。2015、2016 年公司分别于上交所、港交所上市，成为业内第五家 A+H 上市券商。

图表1：公司发展历程与重大事件



来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

公司无控股股东及实控人，但股东多为国有法人。截至 25Q3 末，前三大股东（不考虑香港中央结算）为申能（集团）有限公司、上海海烟投资管理有限公司、上海报业集团，持股比例分别为 26.63%/4.98%/3.64%。

图表2：公司十大股东（25Q3 末）

排名	股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例
1	申能(集团)有限公司	22.62	26.63%
2	香港中央结算(代理人)有限公司	10.27	12.09%
3	上海海烟投资管理有限公司	4.23	4.98%
4	上海报业集团	3.10	3.64%
5	中国邮政集团有限公司	2.29	2.69%
6	中国证券金融股份有限公司	2.28	2.68%
7	浙能资本控股有限公司	1.78	2.09%
8	香港中央结算有限公司	1.51	1.77%
9	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.35	1.59%
10	上海金桥出口加工区开发股份有限公司	1.24	1.46%

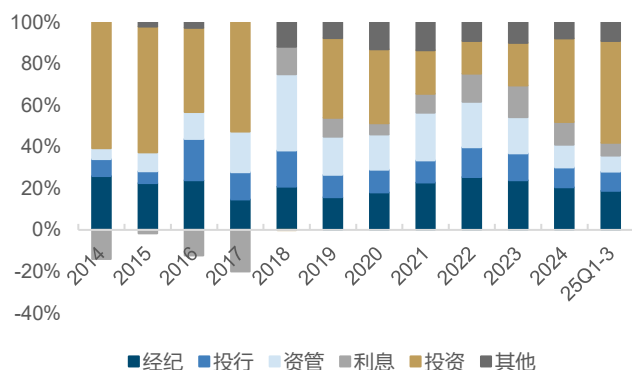
来源：wind，国金证券研究所

1.2 业务概况：投行、资管业务排名较高，25 年利润增长强劲

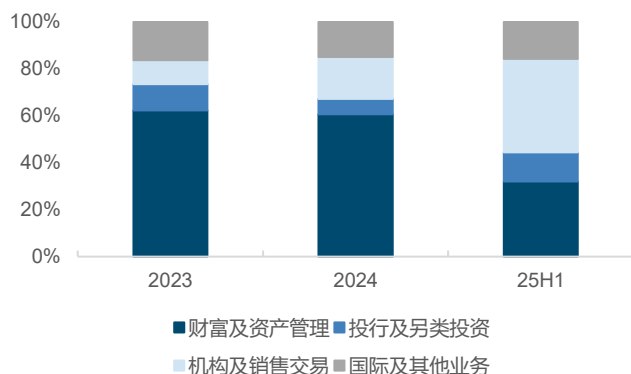
从利润表口径来看，公司投资净收入占比（分母为营业总收入-其他业务收入）较高，25Q1-3 占比为 49%，经纪、投行、资管等业务收入占比相对均衡。从公司自己的分部报告来看，财富管理及资产管理是核心业务，2023-2024 年占比超 60%，25H1 投资表现亮眼、投资收益显著增厚的情况下财富及资管板块收入占比降至 31%。从业务排名来看，公司投行、资管业务排名较高，进入前十行列。



图表3：公司收入结构（利润表口径）



图表4：公司收入结构（分部报告口径）



来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：计算收入占比的分母为营业总收入

来源：公司财报，国金证券研究所

入-其他业务收入；25 年会计政策变更，投资收入口径与以往不完全一致。

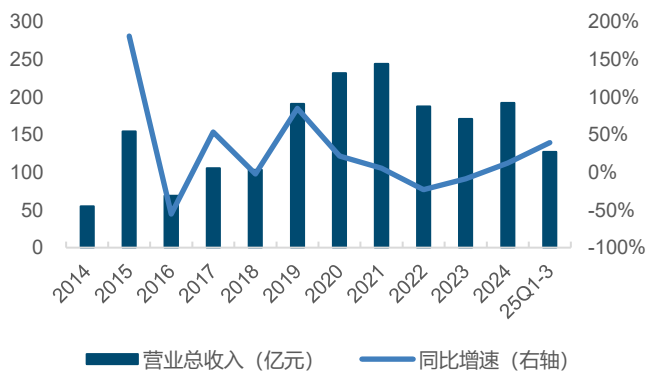
图表5：公司主要业务条线收入排名（上市券商中排名）

业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1-3
经纪	17	17	16	16	15	15	15
投行	13	11	12	9	7	6	6
资管	5	5	5	4	5	8	7
利息	16	23	16	15	10	12	16
投资	13	10	13	10	14	11	11

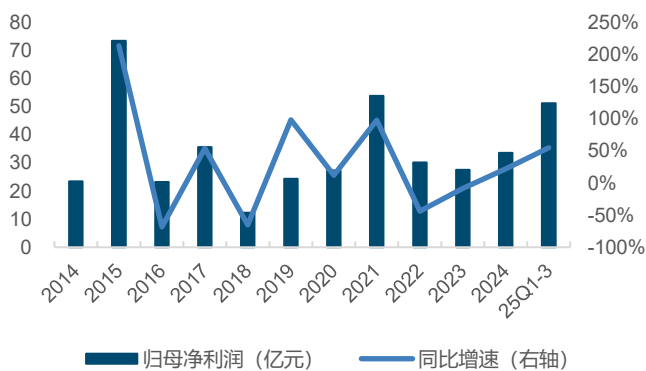
来源：wind，国金证券研究所

公司营收从 2014 年的 55 亿元增长至 2024 年的 192 亿元；归母净利润波动较大，仅从 2014 年的 23 亿元增长至 2024 年的 34 亿元。25Q1-3 市场成交额维持高位、赚钱效应同比好转，公司归母净利润同比增长 55%，ROE（末年化值）同比提高 2.19pct 至 6.35%，杠杆倍数受益于两融、金融资产规模扩张提高至 5.54 倍。

图表6：公司营业总收入及同比增速



图表7：公司归母净利润及同比增速



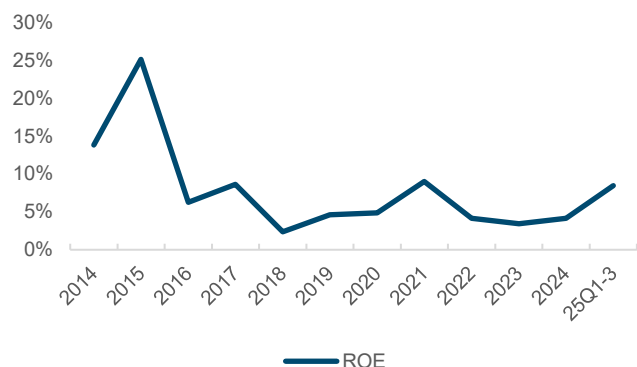
来源：公司财报，wind，国金证券研究所 注：25Q1-3 收入同比增速为公司披露

来源：公司财报，wind，国金证券研究所

的追溯调整后的同比口径。



图表8：公司加权平均净资产收益率



图表9：公司杠杆倍数



来源：公司财报，wind，国金证券研究所

来源：公司财报，wind，国金证券研究所 注：毛杠杆倍数，资产/权益。

二、业务拆解

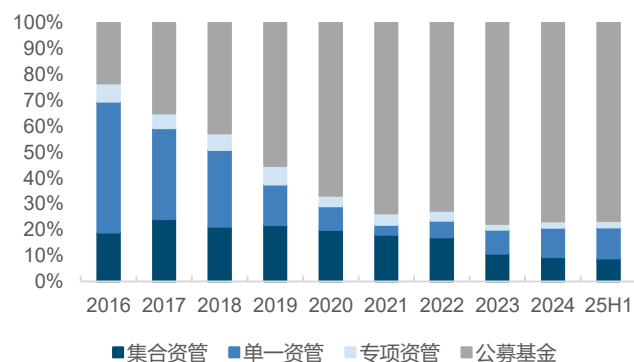
2.1 资管业务：两大公募牌照，以权益产品为特色

公司全资子公司东证资管是国内首家获批设立的券商资管公司，也是首家获批公募牌照的券商资管公司。25H1 末，受托资产管理规模 2,338 亿元，较年初增长 8%。自资管新规后，资管结构优化，集合+公募管理规模占比自 2017 年的 59%提升至 25H1 的 86%。

图表10：东证资管管理规模



图表11：东证资管规模结构



来源：公司财报，国金证券研究所 注：25H1 增速为较年初增速。

来源：公司财报，国金证券研究所

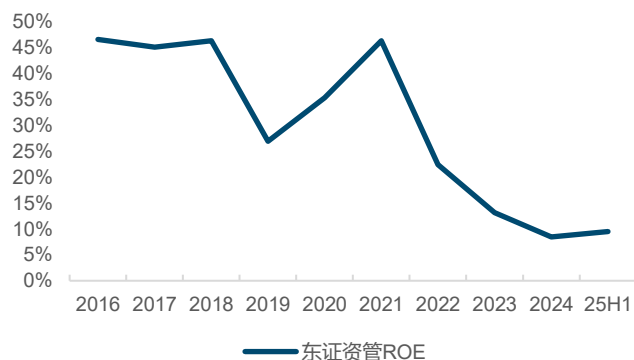
东证资管公募基金产品以主动权益为特色，根据公司财报，截至 25H1 末，近 10 年权益类基金绝对收益率 80.32%，排名行业第 2 位；近 7 年固定收益类基金绝对收益率 35.98%，排名行业前 20%。25H1 末，公司管理的公募基金规模中，主动权益产品（包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型）规模占比 39%。2021 年后资本市场表现疲弱，主动权益基金受挫，叠加主动权益基金费率下降，公司 ROE 持续下行，25H1 随着市场回暖有所恢复。



图表12: 东证资管净利润



图表13: 东证资管盈利能力



来源: wind, 国金证券研究所

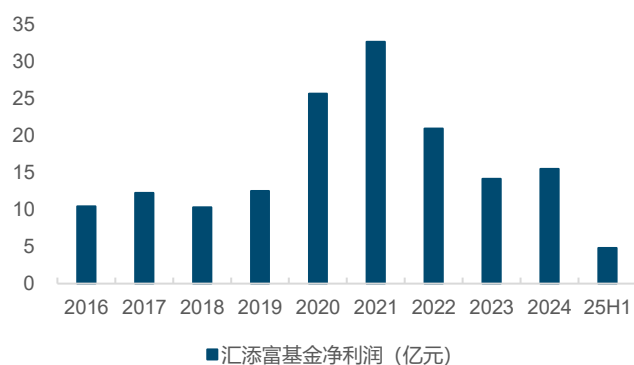
来源: wind, 国金证券研究所

公司持有汇添富基金 35.412%的股权,是汇添富第一大股东。根据 wind 数据,汇添富基金管理规模位于行业前十之列,25H1 排名第 9,管理规模从 2016 年的 2,743 亿元增长至 25H1 末的 10,035 亿元。公司净利润在 2021 年后下降,主要系 2021 年后基金市场遇冷以及行业管理费下降所致。25H1 末,汇添富管理规模中非货币型基金占比 56%、股票型基金占比 13%、混合型基金占比 14%。2025 年公募基金高质量发展方案公布,汇添富基金积极提升权益投资规模及占比,持续完善主动权益基金产品线,成立首批新型浮动费率基金。

图表14: 汇添富基金管理规模



图表15: 汇添富基金净利润



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

25H1 东证资管、汇添富基金以及公司参股的长城基金对公司的利润贡献程度合计为 11.3%,在排名前 15 的上市券商中参控股的公募公司贡献度较高,位列第三。

图表16: 部分大中型券商持股公募的利润贡献

股票代码	券商名称	公募基金名称	参持股比例	25H1 基金净利润 (亿元)	券商归母净利润 (亿元)	对 2025H1 净利润贡献	对 2025H1 净利润贡献合计
000776.SZ	广发证券	广发基金	54.53%	11.80	65	10%	16.5%
000776.SZ		易方达基金	22.65%	18.77	65	7%	
600999.SH	招商证券	博时基金	49.00%	7.63	52	7%	14.1%
600999.SH		招商基金	45.00%	7.89	52	7%	
600958.SH	东方红 (东证资管)		100.00%	1.99	35	6%	11.3%
600958.SH	东方证券	汇添富基金	35.41%	4.80	35	5%	
600958.SH		长城基金	17.65%	1.36	35	1%	
601688.SH	华泰证券	华泰柏瑞基金	49.00%	2.04	75	1%	7.8%
601688.SH		南方基金	41.16%	11.94	75	7%	
000166.SZ	申万宏源	富国基金	27.78%	9.24	43	6%	6.5%



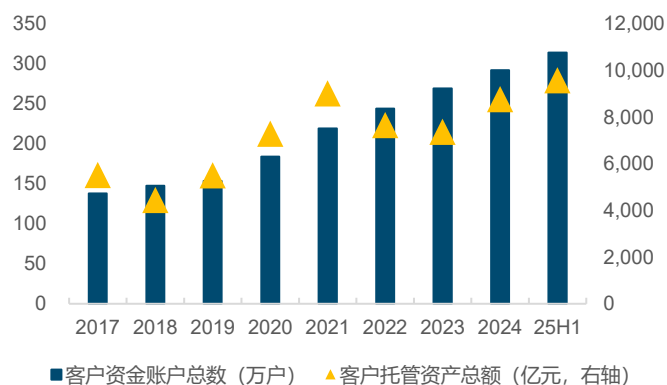
000166.SZ		申万菱信基金	67.00%	0.33	43	1%	
600030.SH	中信证券	华夏基金	62.20%	11.23	137	5%	5.1%
601788.SH	光大证券	光大保德信基金	55.00%	0.26	17	1%	
601788.SH		大成基金	25.00%	2.16	17	3%	4.1%
002736.SZ	国信证券	鹏华基金	50.00%	3.87	54	4%	3.6%
601211.SH		华安基金	51.00%	4.93	157	2%	
601211.SH	国泰海通	富国基金	27.78%	6.39	157	1%	3.1%
601211.SH		海富通基金	51.00%	1.06	157	0%	
000783.SZ	长江证券	长信基金	44.55%	0.56	17	1%	1.4%
601995.SH	中金公司	中金基金	100.00%	0.53	43	1%	1.2%
601066.SH	中信建投	中信建投基金	100.00%	0.38	45	1%	0.8%
601901.SH	方正证券	方正富邦基金	66.70%	0.11	24	0%	0.3%
601555.SH	东吴证券	东吴基金	70.00%	0.05	19	0%	0.2%

来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：选取 25H1 净利润排名前 15 的券商，国泰海通于今年 3 月合并，因此富国基金利润部分计入。

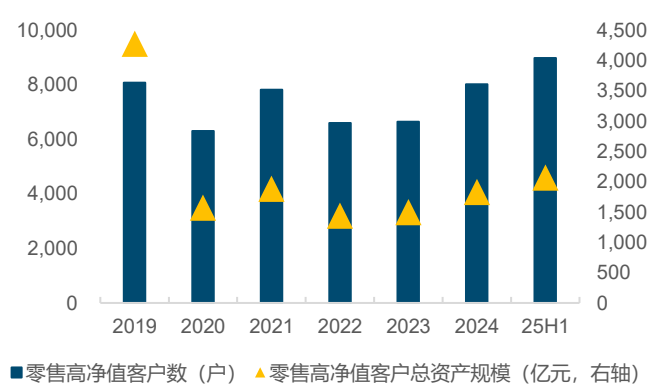
2.2 经纪业务：积极发展投顾、代销权益基金转型财富管理

传统经纪业务方面，公司客户数从 2017 年的 138 万户增长至 25H1 末的 314 万户。C 端，零售高净值客户数及资产规模连续三年增长，25H1 高净值客户数 8,985 户，资产规模 2,070 亿元，客均资产 230 万元。B 端，公司针对量化私募、QFII 等专业机构客户提供定制化的交易解决方案。25H1，公司分支机构股基交易市占率 1.35%，同比提升 0.44pct。

图表 17：公司客户数及资产规模



图表 18：公司零售高净值客户数及资产规模



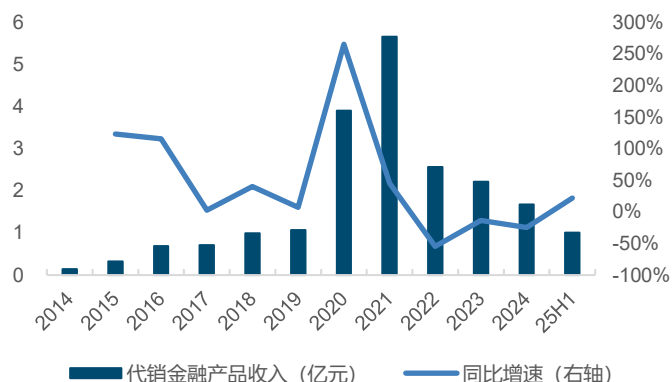
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

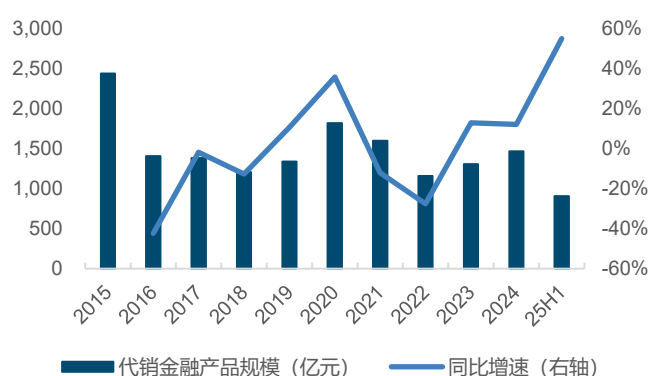
公司代销收入与基金市场景气度关联度较高，2021 年后代销收入下滑程度较大主要是因为权益基金承压。公司代销的金融产品中，公募基金产品的规模占比较高，25H1 为 96%。从基金业协会披露的代销公募基金保有规模来看，公司代销权益基金保有规模/非货基金规模占比为 80%，高于大部分券商。“924”以来，股票市场活跃度大幅提高，投资情绪好转，基金市场也跟随回暖，公司代销收入增速有望恢复。



图表19：公司代销金融产品收入及同比增速



图表20：公司代销金融产品规模及同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表21：券商代销公募基金保有规模 (25H1 末, 亿元)

机构名称	权益基金保有规模	非货币市场基金保有规模	股票型指数基金保有规模	权益基金/非货币基金
中信证券股份有限公司	1421	2397	1223	59%
华泰证券股份有限公司	1266	1752	1150	72%
国泰海通证券股份有限公司	978	1605	757	61%
招商证券股份有限公司	838	1148	659	73%
广发证券股份有限公司	809	1397	509	58%
中信建投证券股份有限公司	773	1134	455	68%
中国银河证券股份有限公司	742	878	563	85%
国信证券股份有限公司	671	800	457	84%
平安证券股份有限公司	532	796	432	67%
东方财富证券股份有限公司	511	794	474	64%
中国中金财富证券有限公司	383	747	285	51%
申万宏源证券有限公司	375	512	293	73%
东方证券股份有限公司	369	463	210	80%
兴业证券股份有限公司	367	558	140	66%
方正证券股份有限公司	296	356	223	83%

来源：基金业协会，国金证券研究所

2021 年公司获批基金投顾试点资格，并于 11 月正式展业。基金投顾业务共推出 28 个组合策略，覆盖“悦”系列、“钉”系列、定制系列三大产品线。25H1 末，公司投顾保有规模 149 亿元，存量客户数 11 万户，客户留存率 52.83%，复投率 75.95%，客户平均使用服务时长 805 天，长期客户满意度持续提升。

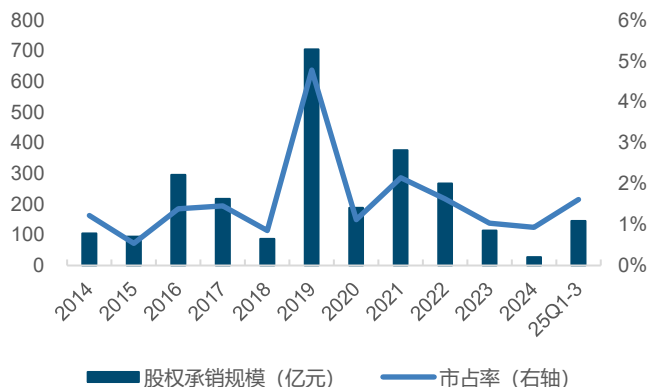
2.3 投行业务：聚焦科技与能源赛道，收入排名提升

股权承销方面，公司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。未来，公司将聚焦科技与能源两大战略赛道，能源领域能够依托股东中能集团产业生态资源，在竞争中发挥行业赛道优势。根据 wind 数据，前 9 个月公司股权承销规模 145 亿元，市占率 1.62%，排名行业第 12，市占率较 2023 年及 2024 年的 1.04%、0.93%有所提升。截至 2025 年 10 月 31 日，公司 IPO 项目储备 10 个，排名行业第 7。

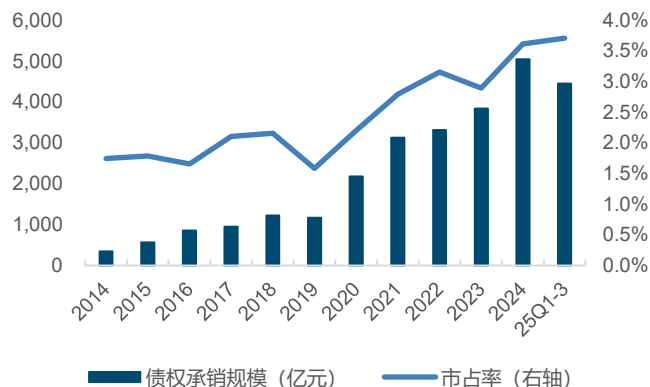
债权承销方面，公司利率债承销领先，公司中报披露记账式附息国债、国开行、农发行金融债承销均位居券商第一。科创债方面，公司响应政策号召，积极参与并承销多家企业发行的科创债券。其中，助力国开行首次科创债券成功发行，承销量位居券商前列。根据 wind 数据，前 9 个月公司债权承销规模 4,448 亿元，市占率 3.71%，排名行业第 9，市占率位于历史最高水平。



图表22：公司股权承销规模及市占率



图表23：公司债权承销规模及市占率

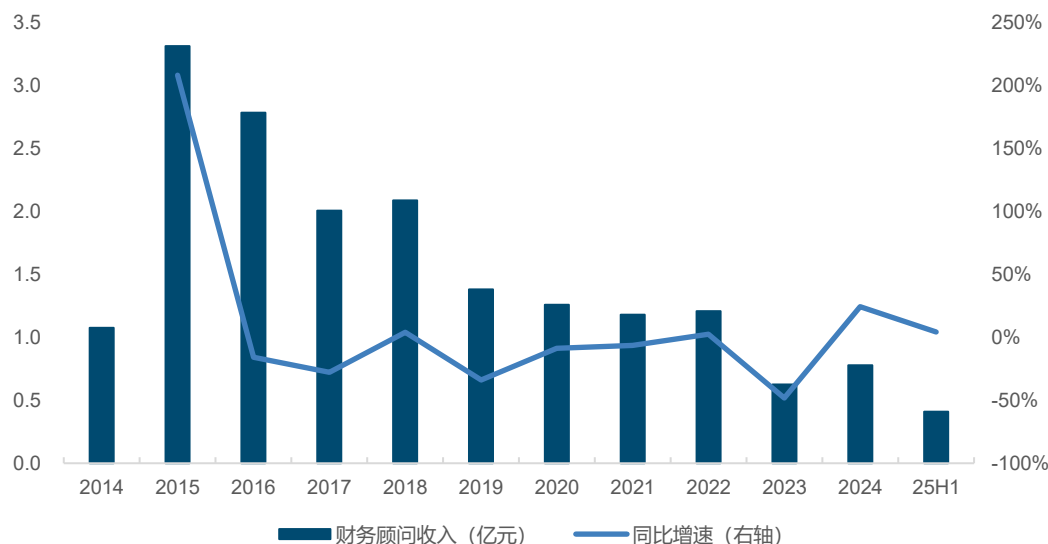


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

财务顾问方面，国泰海通于今年上半年合并完成，公司是国泰海通吸收合并项目的独立财务顾问，该项目是中国资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并。25H1 公司财务顾问收入排名上市券商第 13，较 2023 年的第 22 名、2024 年的 16 名大幅提高。

图表24：公司财务顾问收入及同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所

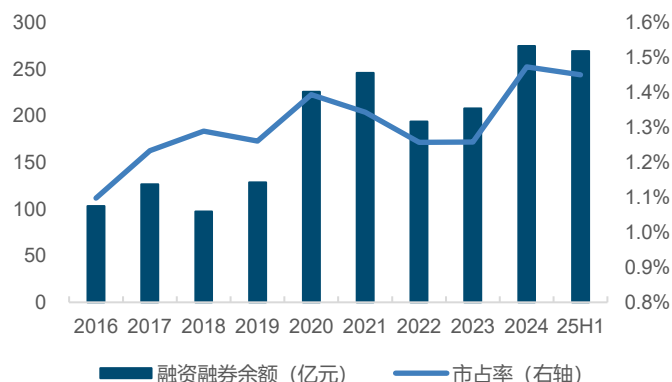
公司投行业务净收入排名高于承销规模排名，且收入排名自 2019 年 13 名提升至 25H1 的第 6 名，判断系吸收合并东方投行以及承销费率相对较高所致。东方证券和花旗亚洲于 2012 年 6 月共同出资设立东方花旗证券，2020 年东方花旗完成股权变更并更名为东方投行，成为东方证券全资子公司。2021 年 6 月，公司发布公告称，为进一步整合资源、提高效率、有效解决东方投行作为子公司经营时流动性风险等指标对开展投行业务的影响和制约，公司拟吸收合并公司投行业务全资子公司东方投行。承销费率方面，一般大项目费率低于中小项目，公司承销中小项目多于头部券商，因此平均费率或更高。

2.4 信用业务：信用减值计提充分，股票质押风险可控

25H1 末公司两融余额 269 亿元，市占率波动上升至 1.45%，平均维持担保比例为 278.44%，较 2024 年的 260.98% 进一步提高；股票质押待回购余额 28 亿元，已连续多年下降，持续“控风险、降规模”。



图表25：公司两融余额及市占率



图表26：公司股票质押回购余额及同比增速

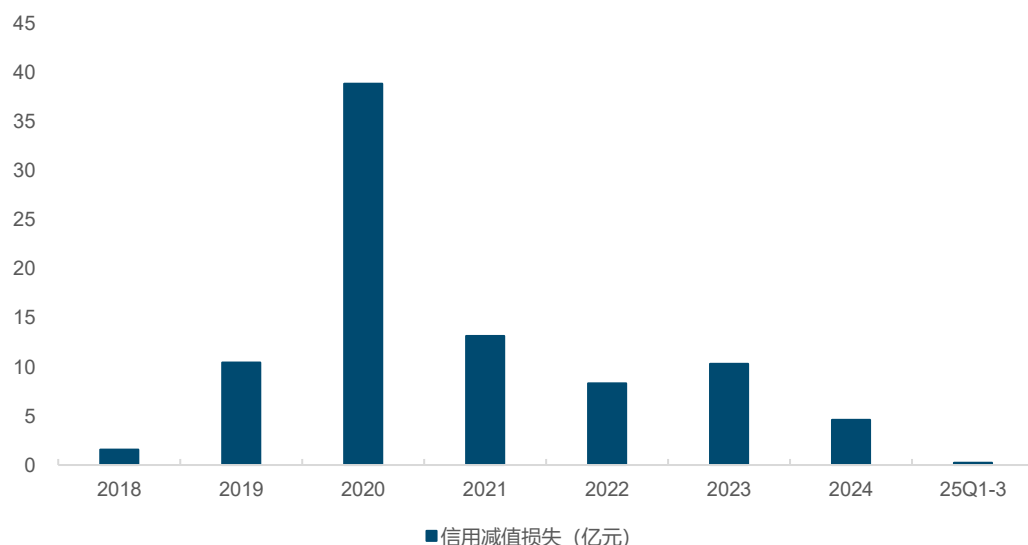


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

信用减值损失以股票质押业务的风险计提为主，以 2019 年为例，信用减值损失中股票质押业务对应的买入返售金融资产减值损失 9.7 亿元，占比 90%以上。2018 年股市下跌，上市公司大股东股权质押风险集中爆发，券商股票质押业务承压，计提减值损失增加，2020 年达到顶峰。随着监管推出纾困方案，行业层面以及公司自身不断压降股票质押规模、夯实资产质量，风险逐步出清，2024 年公司信用减值损失已较 2020 年大幅下降。25Q1-3 信用减值损失 0.2 亿元，同比下降 92%，主要得益于股票质押计提的减值同比减少。

图表27：公司计提信用减值损失规模



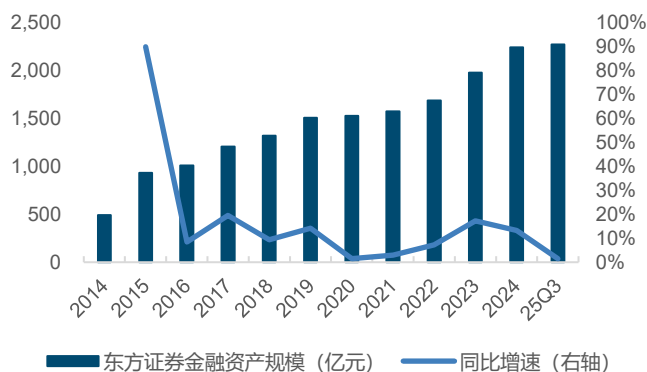
来源：wind，国金证券研究所

2.5 投资业务：显著增配其他权益工具投资，保留部分方向性敞口

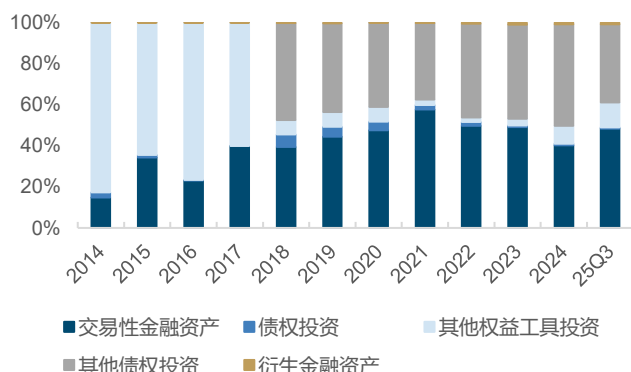
公司金融资产十年复合增速 16%，25Q3 末金融资产规模较年初增长 1%至 2,272 亿元。从结构来看，交易性金融资产及其他债权投资占比较高，25Q3 分别为 48%/38%，其他权益工具投资变化较大，占比自 2021 年的 3%提升至 25Q3 的 12%。交易性金融资产明细来看，25H1 股票、基金规模占比 31%，体现出公司保持部分权益方向性敞口来增加弹性。



图表28：公司金融资产规模及同比增速



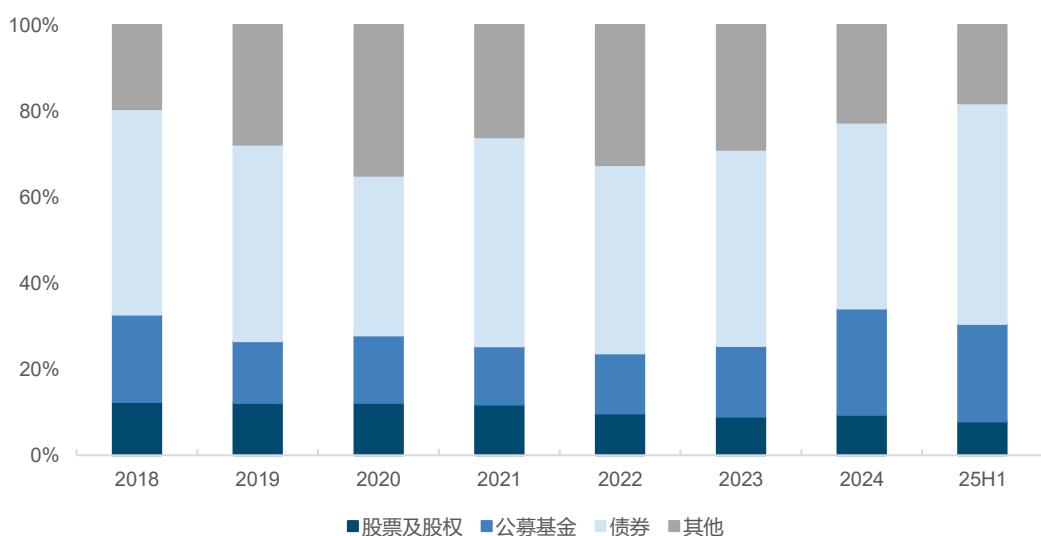
图表29：公司各类金融资产结构



来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：25Q3 增速为较年初增速。

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

图表30：公司交易性金融资产结构



来源：公司财报，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们预计东方证券2025-2027年实现营业收入168/184/202亿元,同比增长-12%/9%/10%, 2025 年会计政策变更(根据财政部发布的标准仓单交易相关会计处理实施问答, 公司对于在期货交易所买卖且并不涉及实物提取的标准仓单, 短期内将其出售时, 不再确认销售收入和销售成本, 而是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), 导致大宗商品销售收入大幅下降, 2024 年收入是未追溯调整值, 因此 2025 年同比增速并不是完全可比口径, 营业总支出中对应的大宗商品销售成本也下降, 因此对利润及增速没有影响; 归母净利润 59/64/72 亿元, 同比增长 77%/8%/13%。考虑到 24 年基数较高, 且后续资本市场表现具有不确定性, 预计未来几年增速将放缓, 主要收入项目预测如下:

图表31：公司营业收入主要项目预测 (百万元)

项目名称	2023	2024	25Q1-3	2025E	2026E	2027E
经纪业务手续费净收入	2,781	2,511	2,381	3,306	3,713	4,160
YoY	-10%	-10%	49%	32%	12%	12%
投资银行业务手续费净收入	1,510	1,168	1,171	1,530	1,702	1,892
YoY	-13%	-23%	41%	31%	11%	11%
资产管理业务手续费净收入	2,029	1,341	973	1,358	1,495	1,627



项目名称	2023	2024	25Q1-3	2025E	2026E	2027E
YoY	-23%	-34%	-4%	1%	10%	9%
其他手续费收入	615	414	307	435	457	479
YoY	8%	-33%	0%	5%	5%	5%
利息净收入	1,764	1,321	778	1,294	1,385	1,471
YoY	8%	-25%	-15%	-2%	7%	6%
投资净收入	2,388	4,926	6,195	7,922	8,537	9,360
YoY	26%	106%	51%	61%	8%	10%
资产处置收益	-1	-0	1	-0	-0	-0
其他业务收入	5,420	7,050	367	500	550	605
YoY	-16%	30%	-93%	-93%	10%	10%
营业总收入	17,090	19,190	12,708	16,849	18,393	20,203
YoY	-9%	12%	-10%	-12%	9%	10%

来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：收入单位为百万元；投资净收入口径为财报中的投资收益-对联营及合营企业的投资+公允价值变动损益。其他业务收入大幅下降主要是因为会计政策变更导致其中的大宗商品销售收入统计口径变化、收入数据变化。

(1) 经纪业务：资本市场活跃度较高，预计市场成交额继续提升，假设 2025-2027 年市场日均股基成交额为 19,000/19,950/20,947 亿元。市占率方面，公司着力打造技术驱动的标准化的交易服务平台，并为机构客户提供定制化的交易解决方案，预计市占率小幅提升，25-27 年分别为 1.12%/1.13%/1.14%。

(2) 投行业务：IPO 放松，股权承销业务复苏，在 2024 年股权承销规模筑底的情况下，2025 年起规模恢复增长，假设 2025-2027 年行业股权融资规模 11,528/12,680/13,948 亿元，债券承销规模 16.1/17.7/19.4 万亿元。公司吸收合并子公司东方投行后展业效率提升，预计承销规模市占率将有所提升，假设 25-27 年公司股权、债权市占率分别为 1.6%/1.7%/1.8%、3.7%/3.8%/3.8%。

(3) 资管业务：受益于权益市场回暖，东证资管公募规模扩张，集合、单一、专项资管规模也稳健增长，预计 2025-2027 年公司资管受托资管规模为 2,415/2,627/2,859 亿元。

(4) 利息净收入：市场交投活跃度较高，两融规模增长，假设 2025-2027 年市场两融余额 2.28/2.29/2.32 万亿元，公司两融市占率偏稳定，2024 年末为 1.47%，25H1 末为 1.45%，假设 25-27 年市占率也保持在 1.45%。

(5) 投资业务：公司金融资产规模扩张，假设 2025-2027 年公司金融投资资产规模（包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融工具）为 2,305/2,533/2,769 亿元。

图表32：公司主要业务核心假设

主要项目	2023	2024	25Q1-3/Q3 末	2025E	2026E	2027E
市场日均股基成交额（亿元）	9,958	12,102	19,297	19,000	19,950	20,947
东方证券代理买卖证券市占率	1.09%	1.11%	/	1.12%	1.13%	1.14%
行业股权承销规模（亿元）	10,979	2,905	8,962	11,528	12,680	13,948
东方证券股权承销市占率	1.0%	0.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
行业债权承销规模（亿元）	132,597	139,588	119,992	160,527	176,579	194,237
东方证券债权承销市占率	2.9%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
东方证券资管规模（亿元）	2,358	2,166	2,338	2,415	2,627	2,859
行业两融余额（亿元）	16,509	18,646	24,863	22,777	22,911	23,220
东方证券两融市占率	1.26%	1.47%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
东方证券金融资产规模（亿元）	1,976	2,239	2,272	2,305	2,533	2,769

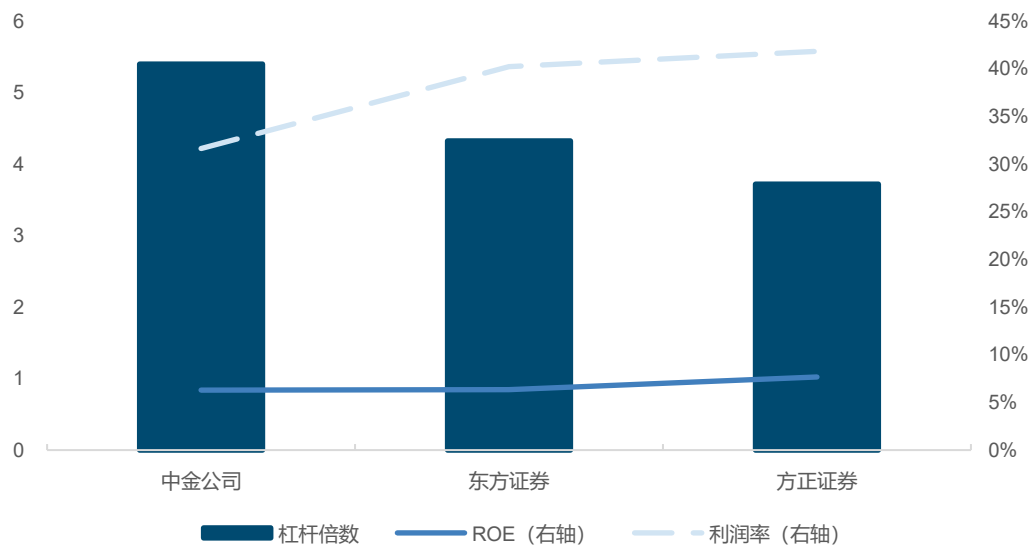
来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：东证资管规模为 25H1 末值。

3.2 投资建议及估值

我们采用可比估值法进行估值（市净率法），选取中金公司、方正证券、长江证券等利润规模与公司接近的上市券商作为可比公司，东方证券的 ROE、杠杆倍数处于中间水平。



图表33：与可比公司的核心数据比较



来源：wind，国金证券研究所 注：杠杆倍数为剔除客户资金口径。

2025E 可比公司平均 PB 为 1.31 倍，东方证券 24Q4 业绩基数低，今年前三季度业绩增长强劲，预计全年利润增速领跑，因此我们给予公司 2025 年 1.31PB，对应目标价 12.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	BPS (23A)	BPS (24A)	BPS (25E)	BPS (26E)	BPS (27E)	PB (25E)	PB (26E)	PB (27E)
601995.SH	中金公司	34.89	18.27	19.15	23.85	25.46	27.27	1.46	1.37	1.28
601901.SH	方正证券	8.08	5.50	5.85	6.24	6.61	6.97	1.30	1.22	1.16
000783.SZ	长江证券	8.65	5.65	6.27	7.40	7.69	7.99	1.17	1.13	1.08
平均值								1.31	1.30	1.22
600958.SH	东方证券	10.63	8.68	8.99	9.51	10.08	10.72	1.12	1.05	0.99

来源：wind，国金证券研究所 注：东方证券 BPS 为国金证券研究所预测值，其余为 wind 一致性预期，股价等数据截至 2025 年 11 月 19 日。

四、风险提示

- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济下行可能导致居民可支配收入下降、企业利润承压，从而影响资本市场交投活跃度以及企业上市的意愿和能力等，对公司的经纪、投行、资管、投资等多方面的收入都有影响。
- 2、权益市场大幅下行：权益市场大幅下行对市场成交额、投资的赚钱效应都有负面影响，从而影响多业务条线收入。
- 3、股票质押计提减值风险：公司历史上曾因股票质押业务大幅计提减值损失，现股票质押业务规模已压降至较低水平，但若市场大幅单边下行的极端情况出现，仍可能产生新的减值损失。


附录：报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)						利润表 (人民币百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
客户资金	111,637	91,401	114,252	119,964	125,963	手续费及佣金净收入	6,935	5,435	6,629	7,367	8,158
自有资金	27,771	26,869	32,243	33,855	35,547	经纪业务手续费净收入	2,781	2,511	3,306	3,713	4,160
融出资金	21,072	28,048	36,462	38,285	40,199	投行业务手续费净收入	1,510	1,168	1,530	1,702	1,892
买入返售金融资产	5,438	3,984	2,191	1,972	2,071	资管业务手续费净收入	2,029	1,341	1,358	1,495	1,627
应收款项	671	973	1,947	1,557	1,713	其他手续费净收入	615	414	435	457	479
交易性金融资产	97,070	90,189	110,933	119,808	129,392	利息净收入	1,764	1,321	1,294	1,385	1,471
债权投资	1,587	1,587	1,619	1,813	1,994	投资收益	2,972	5,384	8,426	9,092	9,970
其他权益工具投资	6,298	19,635	27,488	29,688	32,063	其他收入	5,419	7,050	500	550	605
其他债权投资	90,814	110,520	88,416	99,026	108,928	营业总收入	17,090	19,190	16,849	18,393	20,203
衍生金融资产	1,878	1,965	2,004	3,007	4,510		(84)	(87)	(74)	(79)	(85)
长期股权投资	6,254	6,128	6,435	6,756	7,094	业务及管理费	(7,714)	(7,864)	(9,436)	(10,380)	(11,210)
固定资产	1,855	1,739	1,913	2,105	2,315	减值损失	(1,252)	(676)	(100)	(112)	(125)
商誉及无形资产	876	1,377	1,239	1,239	1,239	其他业务成本	(5,294)	(7,038)	(0)	(1)	(1)
其他资产	10,472	33,321	47,227	50,145	53,320	营业总支出	(14,344)	(15,664)	(9,611)	(10,572)	(11,421)
资产总计	383,690	417,736	474,369	509,219	546,349	营业外收支	173	133	163	198	241
银行借款	1,700	1,549	1,240	1,363	1,500	利润总额	2,919	3,659	7,401	8,020	9,023
卖出回购及拆入资金	99,386	125,111	125,111	135,120	145,929	所得税费用	(163)	(309)	(1,480)	(1,604)	(1,805)
代理买卖证券款	111,571	113,637	142,047	156,251	171,877	净利润	2,757	3,350	5,921	6,416	7,219
代理承销证券款	122	385	193	202	212	少数股东权益	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
交易性金融负债	15,302	14,709	23,534	25,887	28,476	归母净利润	2,754	3,350	5,921	6,416	7,218
衍生金融负债	874	1,093	1,639	2,458	3,687						
应付债券	62,956	60,945	70,087	73,591	77,271	主要比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他负债	13,020	18,908	26,679	25,693	23,330	每股收益 (元)	0.30	0.40	0.70	0.76	0.85
负债合计	304,930	336,337	390,528	420,567	452,282	每股净资产 (元)	8.68	8.99	9.51	10.08	10.72
少数股东权益	15	3	3	4	4	ROA	0.73%	0.84%	1.33%	1.30%	1.37%
归属母公司股东权益	78,746	81,397	83,837	88,649	94,063	ROE	3.45%	4.14%	7.53%	7.71%	8.17%
负债和股东权益	383,690	417,736	474,369	509,219	546,349	净利润增长率	-9%	22%	77%	8%	13%
						杠杆倍数	3.5	4.0	4.3	4.4	4.5

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	19	20	38	55
增持	0	1	1	4	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.14	1.14	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究