

东方证券(600958)

报告日期: 2026年01月12日

# 多重拐点共振, 内外驱动发展

## ——东方证券推荐报告

### 投资要点

- **一句话逻辑:** 东方证券是上海国资旗下第二大券商, 迎接内生驱动与外延整合机遇。
- **超预期点分析**
  1. **超预期点:** 治理端董事会主导强化并打开外延整合想象空间; 业务端资管修复先行, 自营固收结构对冲与权益再扩张接力, 叠加历史风险敞口持续出清, 数字化转型机遇下迎接市场表现释放。
  2. **超预期驱动因素与机理**
    - 1) **市场与板块层面:** 2025年券商板块呈现盈利改善但股价滞涨特征, 隐含的估值修复弹性被后移; 若风险偏好与成交活跃度回升, 券商作为高β板块更容易出现戴维斯双击。
    - 2) **政策层面:** 监管鼓励松绑优质券商杠杆、业务创新与提升行业高质量发展, 同时并购重组规则持续优化, 行业集中度依托成功案例提升路径更清晰, 头部与优质券商有望受益于杠杆与创新边际放松的政策周期。
    - 3) **个股层面:** ①**治理结构拐点:** 以龚德雄为首的高管更迭推动董事会中心化与专业化决策进一步强化, 经营效率与资本运用有望提升。②**外延整合预期差:** 公司战略目标指向迈入行业一流, 仅靠内生增长短期跨越难度较大, 叠加上海国资体系资源整合想象空间, 外延整合预期具备被重新定价的条件。③**业务拐点共振:** 资管端规模回升并带动业绩韧性增强; 自营端固收通过结构调整对冲波动、权益仓位再扩张带来弹性; 历史信用减值压力与境外风险暴露趋于收敛。
  3. **催化剂**
    - 1) **市场与板块层面:** A股与港股持续保持牛市趋势行情, 成交活跃度与赚钱效应应保持高位。
    - 2) **政策层面:** 货币政策、财政政策等积极与宽松的宏观政策, 以及证券行业与资本市场相关政策红利持续释放。
    - 3) **个股层面:** 管理层调整后公司战略执行提速, 出现明确的资本运作动作或并购整合信号; 资管规模边际改善, 固收投资收益稳定, 权益自营规模与方向性敞口提升, 信用减值继续收窄, 境外业务风险进一步出清等。
- **股价兑现度分析**
  1. 当前公司对2025年的PB为1.15x, 位置处于历史50%分位以下;
  2. 我们认为, 目前A股只反映了部分预期, 原因如下:
    - 1) 证券板块PB估值在1.41x, 东方证券的估值明显偏低。若仅回归行业平均PB, 重估空间约23%; 若券商板块PB整体上行20%-30%, 且东方折价同步收敛, 合计空间约47%-59%。在板块赔率提升叠加个股折价修复框架下, 东方证券具备从“滞涨”向“补涨”的典型特征。
    - 2) 去年以来, 并购重组逻辑预期的券商都有过阶段性领涨板块的表现, 甚至单日涨停的表现, 东方证券若未来产生外延扩张预期, 则期待其市场表现。
- **财务预测**

预计2025E-2027E归母净利润同比增速79.7%/23.3%/6.1%, 现价对应25年PB为1.15x, 26年为1.09x。
- **目标价与估值**

按26年1.50xPB进行估值, 对应目标价15.06元, 空间38%。
- **风险提示:** 资本市场表现不及预期, 政策出台不及预期, 外部延展不及预期。

### 投资评级: 买入(维持)

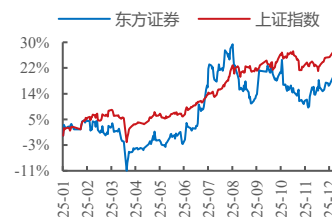
分析师: 孙嘉康  
 执业证书号: S1230525010004  
 sunjiageng@stocke.com.cn

分析师: 许盈盈  
 执业证书号: S1230525120004  
 xuyingying@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥10.91
总市值(百万元)	92,698.40
总股本(百万股)	8,496.65

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《投资高增助力净利增速转正》2024.08.30
- 2 《净利润负增, 分红率提高》2024.03.28
- 3 《业绩符合预期, 自营表现亮眼》2023.10.31

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,190	23,179	24,901	25,855
(+/-) (%)	12.3%	20.8%	7.4%	3.8%
归母净利润	3,350	6,021	7,427	7,881
(+/-) (%)	21.7%	79.7%	23.3%	6.1%
每股净资产(元)	8.99	9.53	10.04	10.57
PB	1.21	1.15	1.09	1.03

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 治理之变：人事焕新，整合可期</b> .....	<b>5</b>
1.1 人事焕新：五步落子，气象一新 .....	5
1.2 整合可期：目标驱动，跃升在望 .....	5
<b>2 业务之进：资管先行，自营接力</b> .....	<b>6</b>
2.1 资管先行：规模回稳，拐点将至 .....	6
2.2 自营接力：固收压舱，权益扩表 .....	7
<b>3 风险之清：信用出表，估值重塑</b> .....	<b>8</b>
<b>4 政策之机：监管松绑，洼地反转</b> .....	<b>9</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图 1: 东方证券“12345”发展路径.....	5
图 2: 东证资管（东方红）资产管理规模.....	6
图 3: 汇添富基金资产管理规模.....	6
图 4: 东证资管（东方红）营业总收入.....	7
图 5: 汇添富基金营业总收入.....	7
图 6: 东证资管（东方红）归母净利润.....	7
图 7: 汇添富基金归母净利润.....	7
图 8: 公司固收自营规模（亿元）.....	8
图 9: 公司自营权益类证券及证券衍生品规模（亿元）.....	8
图 10: 公司计提信用减值损失规模(亿元).....	9
图 11: 2025 年一级行业板块涨跌幅（%）.....	10
图 12: 2025 年非银金融板块内二级子行业涨跌幅（%）.....	10
表 1: 证券行业归母净资产前十二排名.....	5
表 2: 证监会主席吴清 2025 年 12 月 6 日证券业协会致辞.....	9
表附录: 报表预测值.....	11

## 1 治理之变：人事焕新，整合可期

### 1.1 人事焕新：五步落子，气象一新

**核心高管上海国资履新，战略目标向行业一流迈进。**近期，东方证券高管团队发生重要变动，原董事长龚德雄先生因工作调动辞任，并履新上海国际集团总经理，副董事长鲁伟铭代为履行相关职责。在龚德雄任期内，公司将“集团化、数字化、国际化”作为战略驱动，通过“12345”的发展路径明确了向行业一流头部券商迈进的路线图。高管变动或牵引东方证券在上海国资体系内的战略地位进一步提升，也是未来公司依托上海国资旗下丰富资源，以东方证券为雏形，打造一家头部券商的积极信号。

图1：东方证券“12345”发展路径



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2 整合可期：目标驱动，跃升在望

**资本实力距行业前十仍存在鸿沟，仅靠内生增长难以向第一梯队跨越。**根据公司战略规划，东方证券目标朝行业一流头部机构迈进。然而，从资本实力看，东方证券2024年末归母净资产约为819亿元，而行业第10名的净资产已突破1100亿元。待表1中位列第10的中金公司并购东兴证券、信达证券完成后，东方证券进入前10的门槛变高，与中信建投339亿的差距意味着公司净资产需增长超40%，仅靠内生增长在短时间内难以实现跨越，跻身行业第一梯队任重道远。

表1：证券行业归母净资产前十二排名

代码	证券简称	归属母公司股东的权益(亿元)	排名
601211.SH	国泰海通	3241.4215	1
600030.SH	中信证券	3150.2473	2
601688.SH	华泰证券	2054.0945	3
000776.SZ	广发证券	1535.0431	4
601881.SH	中国银河	1523.9299	5
600999.SH	招商证券	1346.3623	6
000166.SZ	申万宏源	1329.1772	7
002736.SZ	国信证券	1271.541	8
601066.SH	中信建投	1157.793	9
601995.SH	中金公司	1155.0071	10

600958.SH	东方证券	819.2359	11
300059.SZ	东方财富	674.5208	12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

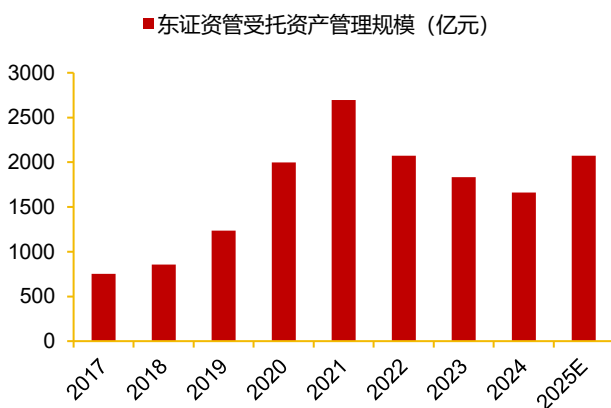
**政策与资源条件具备，外延扩张预期升温。**公司作为上海国资旗下第二大券商，市场对公司外部并购机遇的持续关注或产生公司外延扩张预期差。结合中国证监会吴清主席关于“支持头部机构通过并行并购做优做强”的讲话，《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025—2027年)》出台以及国联民生、国泰海通等成功案例，东方证券作为上海国资麾下的核心金融平台，其并购预期受政策红利依托有望持续升温。

## 2 业务之进：资管先行，自营接力

### 2.1 资管先行：规模回稳，拐点将至

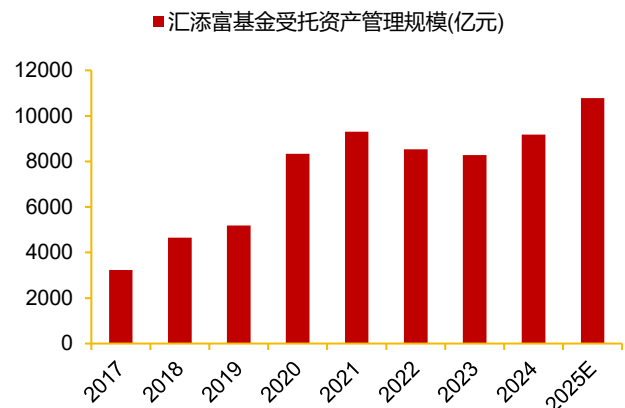
**2025年资管业务迎来规模、营收及利润的多重拐点。**在2022-2024年短期承压后，公司资管业务在2025年展现出强劲的回升势头。2025年汇添富基金管理规模回升至约1.08万亿元，较去年增长24%；东证资管（东方红）资管规模亦较去年增长25%。尽管净利润受费率下调影响暂未重回此前高点，但其在公募化转型及产品多样化方面的进展表明业务向好拐点已经确立。

图2：东证资管（东方红）资产管理规模



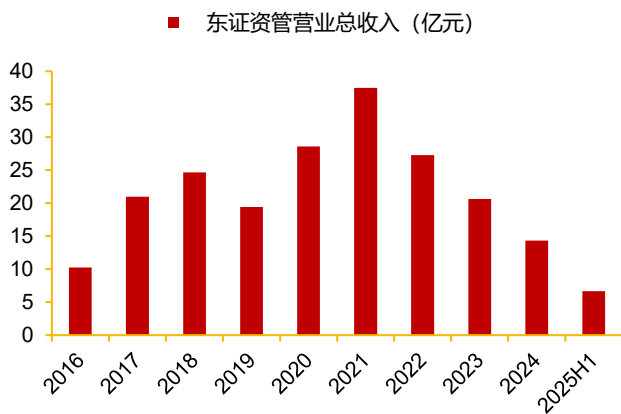
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：汇添富基金资产管理规模



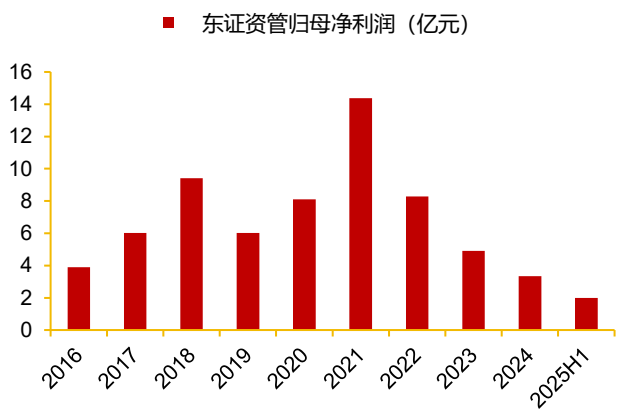
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：东证资管（东方红）营业总收入



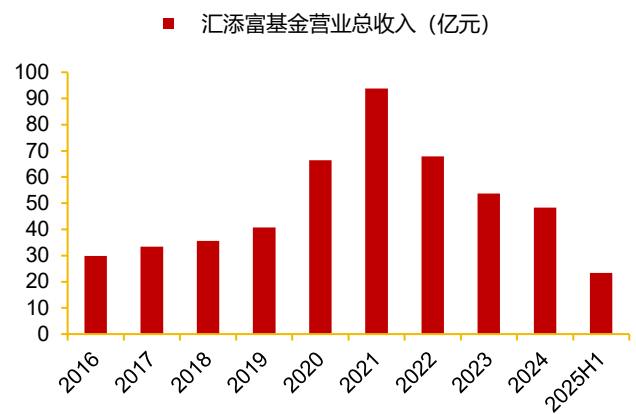
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：东证资管（东方红）归母净利润



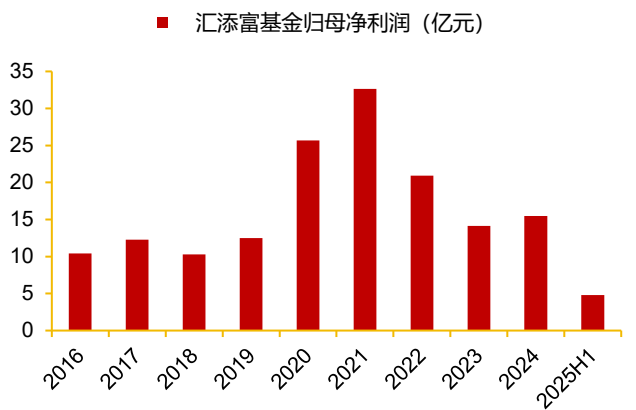
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：汇添富基金营业总收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：汇添富基金归母净利润

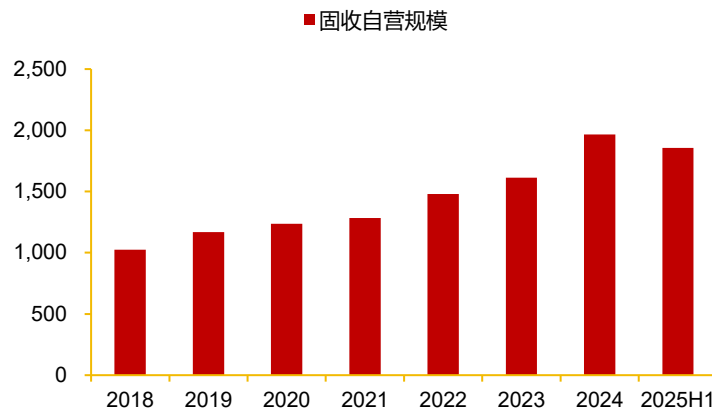


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2 自营接力：固收压舱，权益扩表

通过品类结构性调整，2025年公司固收业务仍保持较好的业绩韧性。截至25H1，公司固收规模约1857亿，虽然债市波动导致公司固收业务总体承压，但公司通过“拓品类”策略及永续债等品种的结构调整，有效对冲了波动风险。通过在金融工具中增配高票息永续债及衍生品对冲，公司在债熊行情下保持了业绩韧性。

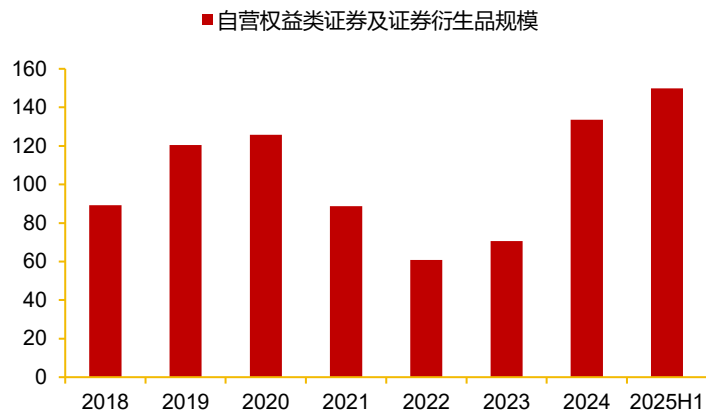
图8：公司固收自营规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**权益自营业务重启扩表，仍存在充足可配置空间。**公司权益自营正在经历从“收缩”到“扩表”的战略转型。公司权益投资规模近年整体呈上升趋势，21-22年短期承压后，24年迎接强势回增至134亿，同比增长89%；截至25年H1，公司权益类证券及衍生品自营规模约150亿元，同比增长12%。公司权益自营规模未来在风险可控的前提下具备进一步拓展的空间，敞口管理仍留有较充分的弹性。

图9：公司自营权益类证券及证券衍生品规模（亿元）

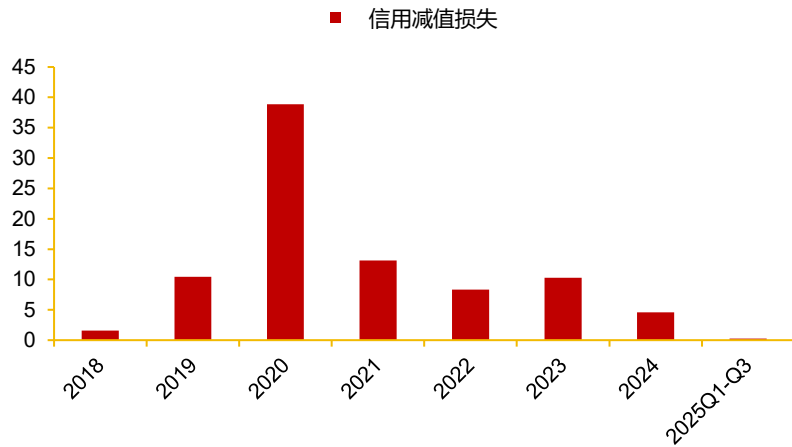


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3 风险之清：信用出表，估值重塑

**信用减值收窄，资产质量改善。**公司曾饱受股票质押和香港境外业务减值困扰，但当下拐点已至。2025年公司信用减值损失基本实现转回，25Q1-3信用减值损失0.25亿元，同比下降95%，主要得益于股票质押计提的减值同比减少。此外，公司香港子公司风险暴露也基本见底。这意味着公司资产质量已显著改善，历史包袱逐步出清，风险大幅收窄，利润弹性将随市况回暖快速释放。

图10：公司计提信用减值损失规模(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4 政策之机：监管松绑，洼地反转

**监管逻辑迎来转变契机，优质券商正式进入“松绑”新周期。**2025年12月6日，中国证监会主席吴清在中国证券业协会第八次会员大会上发表重要讲话，首次以官方口径明确提出“将着力强化分类监管、‘扶优限劣’，对优质机构适当‘松绑’，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率”。我们认为这标志着证券行业监管逻辑在发生重大转变。

过去数年，受防风险主基调影响，券商杠杆率长期压制在低位，此次“松绑”预计将适用于合规稳健、治理完善的头部及优质中型券商，通过优化净资本计算标准、放宽风险覆盖率要求等方式，释放其资本使用效率。杠杆适度提升将直接利好两融、做市、自营、衍生品、跨境并购等资本消耗型业务，尤其是在当前A股持续慢牛的行情之下，券商亟需更强资本实力支持市场流动性供给与企业融资服务。

表2：证监会主席吴清 2025 年 12 月 6 日证券业协会致辞

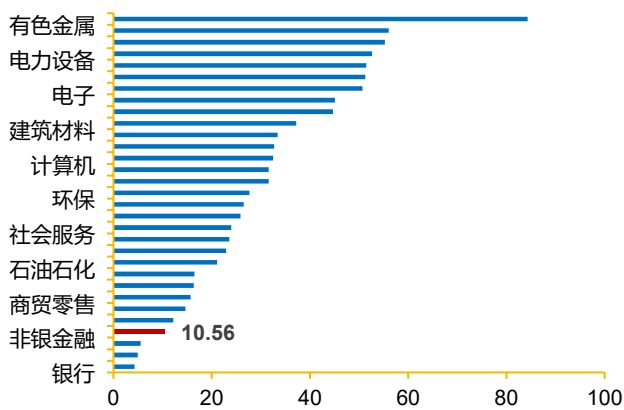
主题方向	核心表述要点
监管导向	着力强化分类监管、“扶优限劣”
资本与杠杆松绑	对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率
差异化发展	对中小券商、外资券商在分类评价、业务准入等方面探索实施差异化监管，促进特色化、“小而美”发展
行业使命	证券行业在“十五五”时期肩负四大责任： ① 服务实体经济与新质生产力 ② 服务投资者资产配置 ③ 助力建设金融强国 ④ 推进高水平制度型开放
并购整合	肯定头部券商并购初步成效（如国泰君安+海通），鼓励用好并购工具，力争“十五五”形成若干具有国际影响力的头部机构

资料来源：中国证监会，浙商证券研究所

券商板块 2025 年显著跑输大盘，成为申万子行业中典型的滞涨洼地。尽管券商基本面持续改善，但 2025 年券商板块在资本市场表现严重落后。2025 年，在申万 31 个一级行业中，非银金融指数上涨约 10.56%，位于第 28 位，其中证券 II 仅上涨 4.21%，在全部 131 个申万二级子行业中排名第 116 位，显著跑输大盘及科技、消费、资源等主线板块。

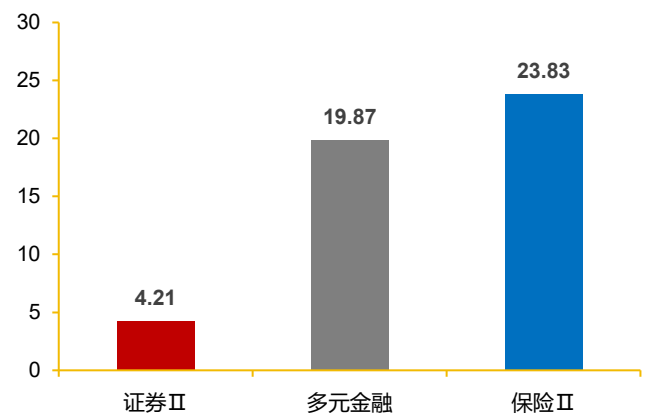
“政策底部区间+业绩底部区间+估值底部区间”三重共振，东方证券有望从滞涨走向补涨。目前券商板块已形成“政策底部区间+业绩底部区间+估值底部区间”三重底部区间，但市场尚未充分定价板块盈利与估值双击潜力，我们认为 2026 年券商板块有望迎来显著修复的上涨机会。若券商板块 PB 估值实现上修，且东方证券估值折价同步收敛，将进一步拉升东方证券股价上涨空间。在板块赔率提升叠加个股折价修复框架下，东方证券具备从“滞涨”向“补涨”的典型特征。

图11：2025 年一级行业板块涨跌幅（%）



资料来源：iFind, 浙商证券研究所

图12：2025 年非银金融板块内二级子行业涨跌幅（%）



资料来源：iFind, 浙商证券研究所

## 5 风险提示

资本市场表现不及预期，政策出台不及预期，外部延展不及预期。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	118,270	185,610	205,838	210,101
交易性及衍生金融资产	92,154	120,000	130,000	140,000
可供出售金融资产	131,741	130,000	135,000	140,000
存出保证金	27,654	47,583	53,351	54,330
长期股权投资	6,128	7,354	8,824	10,589
其他资产	41,788	47,633	53,794	55,604
<b>资产合计</b>	<b>417,736</b>	<b>538,180</b>	<b>586,808</b>	<b>610,625</b>
代理买卖证券款	113,637	158,610	177,838	181,101
卖出回购及拆入资金	125,111	162,500	172,250	182,000
短期融资券、应付债券及长短期借款	67,963	66,000	73,000	80,000
经营性负债及其他	13,825	35,129	40,912	37,734
<b>负债合计</b>	<b>336,337</b>	<b>452,239</b>	<b>496,499</b>	<b>515,835</b>
股本	8,497	8,497	8,497	8,497
其他所有者权益	72,900	77,441	81,808	86,290
归属母公司所有者权益	81,397	85,937	90,305	94,787
少数股东权益	3	3	3	3
<b>负债及所有者权益</b>	<b>417,736</b>	<b>538,180</b>	<b>586,808</b>	<b>610,625</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,190	23,179	24,901	25,855
手续费及佣金净收入	5,435	6,734	7,236	7,516
利息净收入	1,321	1,425	1,896	2,019
投资净收益及公允价值变动损益	5,384	7,819	8,369	8,720
其他业务收入	7,050	7,200	7,400	7,600
营业支出	15,664	16,639	16,920	17,311
营业税金及附加	87	93	100	103
管理费用	7,864	8,808	9,338	9,566
资产减值损失	461	646	194	155
其他业务成本	7,253	7,092	7,289	7,486
营业利润	3,526	6,540	7,981	8,544
营业外收支	133	121	142	132
利润总额	3,659	6,662	8,123	8,676
所得税	309	640	697	796
净利润	3,350	6,021	7,427	7,881
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,350</b>	<b>6,021</b>	<b>7,427</b>	<b>7,881</b>

### 财务及估值指标

(元)	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.39	0.71	0.87	0.93
每股净资产	8.99	9.53	10.04	10.57
PE	27.67	15.39	12.48	11.76
PB	1.21	1.15	1.09	1.03

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>