

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年06月01日

市场数据

目前股价	15.44
总市值（亿元）	1,244.27
流通市值（亿元）	1,010.56
总股本（万股）	805,873
流通股本（万股）	654,510
12个月最高/最低	17.20/9.90

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

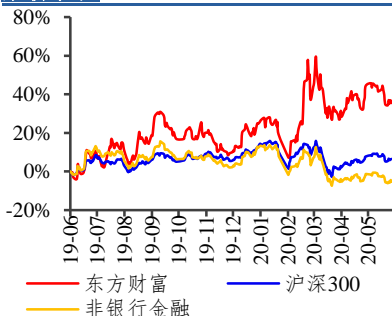
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永

S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<2020Q1 业绩超预期，经营韧性有所提升>> 2020-04-19

<<高贝塔属性凸显，研发持续投入拓宽护城河>> 2020-04-14

<<证券业务持续发力，全年高增长可期>>

2019-10-24

有望受益行业政策，预计 Q2 增速延续

——东方财富（300059）动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,123.44	4,231.67	5,782.87	7,541.26	9,090.40
(+/-%)	22.64	35.48	36.66	30.41	20.54
净利润	958.22	1,831.29	2,602.29	3,393.57	4,090.68
(+/-%)	50.94	91.11	42.10	30.41	20.54
EPS	0.19	0.27	0.39	0.51	0.61
PE	83.28	56.62	39.85	30.55	25.35

资料来源：长城证券研究所

核心观点
行业观点：

整体看，2020 年为制度供给深化改革元年，着力推进行业长期阿尔法提升。如近日比较重要的是，上交所考虑科创板适时推出做市商制度、研究引入单次“T+0”交易模式（预计对东财等互联网券商及 Fintech 服务商形成利好，涉及 IT 系统修改）；证监会对《证券公司次级债管理规定》部分条款进行了修改，如明确证券公司次级债公开发行募集，我们认为证券公司的融资渠道更宽，杠杆率预计将提升。此外，按照两会精神，货币政策表态略超市场预期，预计 6 月降息、降准持续，宏观经济环境友好。

东财观点：
投资要点 1：业绩夯实，Q2 有望延续高增长

2020Q1 基金+证券齐发力，实现归母净利润同比+126.48%，环比增长 100%，有望延续高增。市场 2020Q1 股基日均交易额同比+47%至 9,127 亿元，4-5 月的市场基本保持平稳。4-5 月基金发行分别为 1,269.22、1,043.34 亿份，天天基金网代销继续居于首位。

我们认为，公司净利润增长可靠真实。虽然 2020Q1 投资净收益+公允价值变动净收益有所承压，但总体承受住了市场波动，显示出一定的市场韧性。截至 2020Q1，数据显示公司的投资收益+公允价值变动等非经营性收益变动部分约为 0.52 亿元，若剔除此部分，公司 2020Q1 “净利润”增长仍能达到 184.84%。

投资要点 2：规模与范围经济效应凸显

东方财富经过前期几年的 IT、渠道建设等基础设施的布局，目前已基本进入了规模经济时代，向范围经济跨越。2020Q1 公司的营业总收入同比增长 82.2%，营业总成本同比增速为 23.31%。未来可能更多体现为销售费用及新增的研发投入费用。我们认为，未来东方财富在资本运作上预计会阶

段性采用可转债工具，财务费用将存在波动，从目前来看总体可能进入边际成本递减阶段。

■ 投资要点 3：互金平台与金融牌照优势共振

公司的互联网引流优势无与伦比，着力打造财富生态圈，有效实现了基金代销-零售证券-财富管理的转型升级。全牌照式的金融业务格局彰显着公司打造全业务金融机构的愿景。而互联网券商的成本优势，客户资源优势不断兑现，经纪及两融等核心业务市占率提升带来阿尔法，增速高于传统券商；当前，东财同 A 股 Fintech 公司估值对比具备优势，估值约 39.8 倍。

■ 投资要点 4：可转债发行进一步夯实业务基础

2020 年初，公司成功发行可转债（73 亿元），资金用途为补充证券的营运资金，其中拟将不超过 65 亿元投入信用交易业务，扩大融资融券业务规模（截至 2020Q1 市占率约 1.6%），预计提升市场份额，未来将有望跃升致行业第一梯队。

■ 投资要点 5：未来如实行“T+0”制度，预计利好东财这类互金平台

我们在《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的专题评析报告，对“T+0”制度做了猜想，比如先对“T+0”交易实施较高的参与门槛，如借鉴科创板、沪股通较高的投资者门槛设置经验；选择在上证 50 大市值低估值成分股先行试点，及时总结经验。那么，此次上交所领导表示在科创板研究引入“T+0”交易制度，我们认为这是重大监管理念的创新，优化交易制度，有助于市场的价格发现。预计会对东财这类互金平台券商形成长远正面影响。

■ 估值与投资建议

在《证券公司股权管理规定》落地后，东方财富证券作为零售证券领域的专业化独角兽，未来有望在财富管理领域继续施展身手。我们预计公司 2020、2021、2022 年的摊薄 EPS 分别为 0.39、0.51、0.61 元，对应的 PE 为 39.85、30.55、25.35 倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管风险；肺炎疫情持续蔓延风险；基金代销市场竞争激烈；传统业务市占率提升不及预期。

附图表

表 1: 东方财富证券成本管理能力的不断跃升

2015			2016			2017			2018		
序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力	序号	公司	成本管理 能力
1	财达证券	2.78	1	国盛证券	2.101	1	东方财富	1.78	1	广发证券	1.804
2	华西证券	2.47	2	东海证券	2.044	2	国泰君安	1.755	2	东方财富	1.639
3	华安证券	2.39	3	招商证券	1.972	3	国信证券	1.733	3	海通证券	1.521
4	大通证券	2.37	4	红塔证券	1.938	4	国盛证券	1.681	4	银河证券	1.487
5	红塔证券	2.36	5	中信建投	1.83	5	红塔证券	1.664	5	大通证券	1.393
6	大同证券	2.32	6	光大证券	1.81	6	中银国际	1.628	6	华泰证券	1.384
7	国信证券	2.27	7	华西证券	1.78	7	大通证券	1.623	7	国泰君安	1.369
8	中航证券	2.27	8	华安证券	1.773	8	海通证券	1.594	8	中银国际	1.285
9	华林证券	2.25	9	海通证券	1.773	9	招商证券	1.576	9	北京高华	1.263
10	中投证券	2.22	10	国信证券	1.76	10	中信建投	1.558	10	中信建投	1.254
11	国联证券	2.2	11	中航证券	1.759	11	中航证券	1.553	11	东方证券	1.244
12	南京证券	2.1	12	东方财富	1.736	12	东莞证券	1.533	12	招商证券	1.205
13	中信建投	2.06	13	财富证券	1.725	13	安信证券	1.515	13	德邦证券	1.198
14	国元证券	2.01	14	大通证券	1.718	14	德邦证券	1.503	14	中信证券	1.186
15	光大证券	2	15	湘财证券	1.713	15	光大证券	1.482	15	申万宏源	1.177
16	山西证券	1.94	16	华泰证券	1.677	16	华西证券	1.473	16	国联证券	1.174
17	川财证券	1.91	17	国都证券	1.647	17	国联证券	1.472	17	国信证券	1.145
18	湘财证券	1.91	18	中银国际	1.628	18	财富证券	1.458	18	华西证券	1.142
19	申万宏源	1.88	19	国联证券	1.623	19	湘财证券	1.45	19	华林证券	1.104
20	东莞证券	1.88	20	南京证券	1.621	20	华融证券	1.446	20	国金证券	1.086
72	西藏东方财富	1.22	21	华融证券	1.613	21	华安证券	1.444	21	南京证券	1.032

资料来源：证券业协会，长城证券研究所，计算公式：成本管理能力的 = (营业收入 - 投资收益 - 公允价值变动收益) / 营业支出，2015、2016、2017、2018 年该指标中位数为该指标中位数为 1.58、1.336、1.050、0.767。

表 2: 公开发行可转换公司债券规模及资金用途

序号	资金用途	金额
1	信用交易业务，扩大融资融券业务规模	不超过 65 亿元
2	证券投资业务	不超过 5 亿元
3	增资全资子公司东方财富创新资本	不超过 3 亿元
合计		不超过 73 亿元

资料来源：公司公告，长城证券研究所

附：盈利预测表

表 3：东方财富收入分类预测表 单位：百万

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
证券业务收入	1,813.15	2,750.70	4,098.46	5,492.01	6,671.34
增长率	26%	52%	49%	34%	21%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%
毛利	1,813.15	2,750.70	4,098.46	5,492.01	6,671.34
金融电子商务服务收入	1,065.42	1,235.70	1,427.23	1,784.04	2,140.85
增长率	26%	16%	16%	15%	10%
毛利率	91%	91%	92%	92%	92%
成本	93.62	105.65	121.31	151.64	181.97
毛利	971.77	1,130.05	1,305.92	1,632.40	1,958.88
金融数据服务收入	159.68	157.80	160.96	164.18	169.10
增长率	-6%	-1%	2%	2%	3%
毛利率	-22%	-26%	-6%	-6%	-6%
成本	195.35	198.80	170.96	174.18	179.10
毛利	-35.66	-41.00	-10.00	-10.00	-10.00
广告服务收入	71.01	87.47	96.22	101.03	109.11
增长率	-10%	23%	10%	5%	8%
毛利率	-7%	1%	3%	3%	3%
成本	75.83	86.49	93.33	98.00	105.84
毛利	-4.81	0.98	2.89	3.03	3.27
营业收入	3,123.44	4,231.67	5,782.87	7,541.26	9,090.40
增长率	23%	35%	37%	30%	21%
综合毛利率	88%	91%	93%	94%	95%
净利润率	31%	43%	45%	45%	45%
净利润	958.22	1,831.29	2,602.29	3,393.57	4,090.68

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>