

公司研究/公告点评

2019年10月15日

传媒/传媒 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.48  
合理价格区间(元): 18.85~19.43

**谢春生** 执业证书编号: S0570519080006  
研究员 xiechunsheng@htsc.com

**郭雅丽** 执业证书编号: S0570515060003  
研究员 010-56793965  
guoyali@htsc.com

**郭梁良** 执业证书编号: S0570519090005  
研究员 021-28972067  
guoliangliang@htsc.com

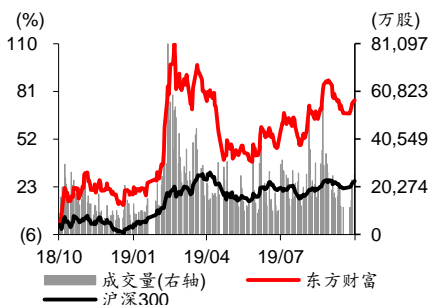
**许娟** 执业证书编号: S0570513070010  
研究员 0755-82492321  
xujuan8971@htsc.com

**金兴**  
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1 《计算机软硬件：金融 IT 技术架构演进路径分析》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 19Q3 环比分析：业绩超预期

## 东方财富(300059)

### 业绩超预期，19Q3 净利同比增长 100%-125%

公司公告，2019Q1-Q3，公司归母净利润为 13.55 亿元-14.15 亿元，同比增长 69.2%-76.7%。19Q3 单季度归母净利润为 4.85 亿元-5.45 亿元，同比增长 100%-125%。我们认为，公司业绩超预期，公司的流量变现能力逐步在业务中得到体现。我们预计，2019-2021 年，公司 EPS 分别为 0.29/0.35/0.44 元。维持“增持”评级。

### 业务分拆一：经纪业务，预计环比增速在 0%-10%之间

从市场成交量来看，19Q3，A 股成交金额为 27.34 万亿元，环比 19Q2 的 35.29 万亿元减少 22.5%，同比增长 42.2%。从东财经纪业务市占率来看，我们估计，19Q2 东财市占率在 3.2% 左右，19Q3 东财的市占率有望进一步提升，有望在 3.4%-3.5% 左右。考虑到 19Q3 市场交易量环比下降 22.5%，我们预计，19Q3 东财经纪业务环比增速或将在 0%-10% 之间。

### 业务分拆二：两融业务，预计环比增速在 10%-15%左右

从市场两融余额来看，19Q3 末，A 股市场两融余额为 9489 亿元，环比增长 4.2%。从东财两融余额市占率来看（以季度末的数据测算），18Q3-19Q2 的市占率分别为 1.07%、1.08%、1.28%、1.41%。市占率处于不断提升的趋势。我们认为，19Q3 东财两融余额市占率有望进一步提升，假设提升至 1.55%，19Q3 东财两融余额估计为 9489\*1.55%=147 亿元，环比提升 15%。我们预计，19Q3 东财两融余额收入环比增速估计在 10%-15% 左右。

### 业务分拆三：基金销售业务，预计环比增速在 5%-10%左右

基金销售业务可以分为前端的基金销售收入和后端的尾随佣金的管理费分成。1) 目前，像天天基金、蚂蚁财富、雪球等第三方基金销售平台，其基金销售的费率仍处于一折状态。因此，我们认为，前端基金销售收入的增加主要靠基金销售规模的扩大。2) 基金后端业务收入，主要受尾随资金的规模、管理费率等因素的影响。根据 19Q3 基金净值情况，我们认为，不考虑新增，公司原有尾随资金的规模环比增长。综合以上分析，我们预计，公司该业务收入增速环比增速在 5%-10% 左右。

### 看好公司未来业务战略方向

我们认为，东财的流量转化能力或将逐步在各业务中得到体现。公司三季度业绩超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29/0.35/0.44 元，2019-2021 年上调幅度分别为 15.9%、5.4%、5.7%，对应 PE 分别为 54/44/35 倍。可比公司 2019 年平均 PE65 倍，给予公司 65-67 倍目标 PE，对应目标价 18.85-19.43 元，维持“增持”评级。

风险提示：市占率提升低于预期风险，市场活跃度低于预期的风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	6,716
流通 A 股 (百万股)	5,435
52 周内股价区间 (元)	10.52-22.22
总市值 (百万元)	103,958
总资产 (百万元)	54,447
每股净资产 (元)	3.01

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,547	3,123	4,896	6,062	7,806
+/-%	8.29	22.64	56.74	23.82	28.77
归属母公司净利润 (百万元)	636.90	958.70	1,929	2,337	2,944
+/-%	(10.77)	50.52	101.19	21.16	26.00
EPS (元, 最新摊薄)	0.09	0.14	0.29	0.35	0.44
PE (倍)	163.22	108.44	53.90	44.48	35.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 19Q3 归母净利润同比增长 100%-125%

公司公告,2019Q1-Q3,公司归母净利润为 13.55 亿元-14.15 亿元,同比增长 69.2%-76.7%。19Q3 单季度归母净利润为 4.85 亿元-5.45 亿元,同比增长 100%-125%。从环比数据来看,19Q3 归母净利润环比 19Q2 增长 0%-12%。而我们需要关注到的一个客观事实是:19Q3 市场交易量环比 19Q2 是下降的。

我们认为,公司业绩大幅增长的主要驱动因素,包括以下几个方面:1)公司经纪业务和两融业务保持快速增长,我们预计公司经纪业务和两融业务市占率有望进一步提升。2)公司基金销售业务稳健增长。3)相比收入端的大幅增长,公司成本同比增幅不大。我们认为,这其中值得考虑的一个因素是可转债利息成本的同期减少。

从同比数据来看,东方财富的业务超过我们此前预期。下面我们对公司业务进行环比数据分析。

#### 业务分拆一:经纪业务

从市场成交量来看,19Q3,A股成交金额为 27.34 万亿元,环比 19Q2 的 35.29 万亿元减少 22.5%,同比增长 42.2%。其中 2019 年 7-9 月的成交金额分别为:8.9 万亿元、9.7 万亿元、11.3 万亿元(2019 年 4-6 月 A 股成交金额分别为 16.8 万亿元、9.8 万亿元、8.7 万亿元)。从前三季度来看,19Q1-Q3,A股成交金额为 96.49 万亿元,同比增长 35.1%(2018Q1-Q3A 股成交金额为 71.42 万亿元)。

从东财经纪业务市占率来看,我们估计,19Q2 东财市占率在 3.2%左右,19Q3 市占率预计在 3.4%-3.5%左右。

从东财经纪相关业务收入来看,手续费及佣金净收入,19Q1 为 4.37 亿元(环比 18Q4 增长 37.7%),19Q2 为 5.19 亿元(环比增长 18.6%)。对应的 A 股成交金额,19Q1 为 33.86 万亿元(环比增长 85.9%),19Q2 交易金额为 35.29 万亿元(环比增长 4.2%)。

19Q1 东财经纪业务市占率有些波动,主要受传统券商僵尸户的复活,导致公司经纪业务收入环比增速低于市场交易量增速。但从 19Q2 数据来看,东财经纪业务收入环比增速快于市场交易量增速,体现出东财市占率提升的拉动。

我们预计,19Q3 东财的市占率有望进一步提升,考虑到 19Q3 市场交易量环比下降 22.5%,19Q3 东财经纪业务环比增速或将在 0%-10%之间。

#### 业务分拆二:两融业务

从市场两融余额来看,19Q3 末,A股市场两融余额为 9489 亿元,环比增长 4.2%。

从东财两融余额市占率来看(以季度末的数据测算),18Q3-19Q2 的市占率分别为 1.07%、1.08%、1.28%、1.41%。市占率处于不断提升的趋势。

我们认为,19Q3 东财两融余额市占率有望进一步提升,假设提升至 1.55%,19Q3 东财两融余额估计为  $9489 \times 1.55\% = 147$  亿元,环比提升 15%。

从两融业务相关收入来看,19Q1 利息净收入为 1.68 亿元(环比增长 17.7%),19Q2 利息净收入为 1.96 亿元(环比增长 16.6%)。对应的东财两融余额情况,19Q1 东财两融余额为 118 亿元(环比增长 43.8%),19Q2 为 128 亿元(环比增长 8.7%)。

基于以上,我们预计,19Q3 东财两融余额收入环比增速估计在 10%-15%左右。

### 业务分拆三：基金销售业务

基金销售业务可以分为前端的基金销售收入和后端的尾随佣金的管理费分成。1) 目前，像天天基金、蚂蚁财富、雪球等第三方基金销售平台，其基金销售的费率仍处于一折状态。因此，我们认为，前端基金销售收入的增加主要靠基金销售规模的扩大。2) 基金后端业务收入，主要受尾随资金的规模、管理费率等因素的影响。根据 19Q3 基金净值情况，我们认为，不考虑新增，公司原有尾随资金的规模环比增长。综合以上分析，我们预计，公司该业务收入增速环比增速在 5%-10% 左右。

### 看好公司未来战略方向

我们认为，东财正逐步将自身的流量转化为经纪业务客户。而目前东财公募基金产品或将逐步发行，个人理财平台的打造，或将逐步将平台流量进一步转化为个人理财平台用户。我们看好公司未来流量变现能力。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29/0.35/0.44 元，2019-2021 年上调幅度分别为 15.9%、5.4%、5.7%，对应 PE 分别为 54/44/35 倍。可比公司 2019 年平均 PE65 倍，给予公司 65-67 倍目标 PE，对应目标价 18.85-19.43 元，维持“增持”评级。

图表1：可比公司估值表

证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH 恒生电子	76.32	620	0.80	1.18	1.45	1.86	95	65	53	41
300033.SZ 同花顺	107.37	576	1.18	1.69	2.23	2.75	91	64	48	39
603383.SH 顶点软件	80.71	97	1.00	1.23	1.45	1.72	81	66	56	47
600446.SH 金证股份	22.29	195	-0.14	0.23	0.36	0.53	-165	95	61	42
300377.SZ 赢时胜	11.82	90	0.24	0.31	0.38	0.47	49	38	31	25
平均		316	0.62	0.93	1.17	1.47	30	65	50	39
300059.SZ 东方财富	15.48	1,040	0.14	0.29	0.35	0.44	107	53	44	35

注：东方财富 EPS 为华泰预期，可比公司为 Wind 一致预期

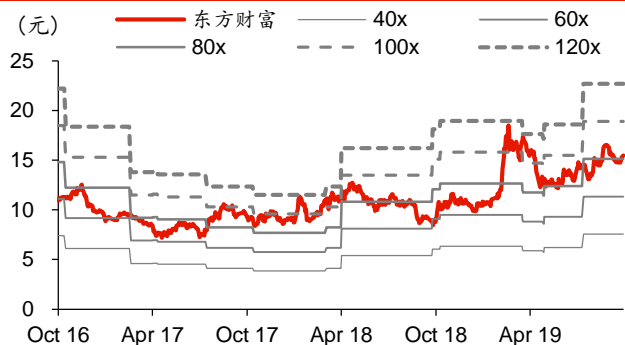
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

市占率提升低于预期风险，市场活跃度低于预期的风险。

### PE/PB - Bands

图表2：东方财富历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：东方财富历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,340	34,372	33,437	36,893	39,169
现金	12,080	11,334	14,563	14,660	16,342
应收账款	329.33	257.91	538.01	650.28	780.06
其他应收账款	2,480	3,101	4,372	5,778	7,386
预付账款	56.67	64.11	77.01	83.21	104.38
存货	142.25	145.71	171.61	193.56	237.44
其他流动资产	21,251	19,469	13,716	15,528	14,320
非流动资产	5,505	5,439	5,380	5,387	5,429
长期投资	410.44	444.79	489.27	538.19	592.01
固定投资	1,761	1,716	1,567	1,416	1,262
无形资产	69.20	77.32	56.04	35.66	14.83
其他非流动资产	3,264	3,201	3,268	3,397	3,560
资产总计	41,845	39,811	38,817	42,280	44,598
流动负债	21,744	19,289	16,376	17,445	17,120
短期借款	297.99	213.06	194.87	235.31	214.41
应付账款	81.97	105.51	122.92	130.64	167.49
其他流动负债	21,364	18,970	16,059	17,079	16,738
非流动负债	5,420	4,827	4,817	4,817	4,817
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5,420	4,827	4,817	4,817	4,817
负债合计	27,164	24,116	21,194	22,262	21,937
少数股东权益	2.58	0.00	(3.85)	(8.54)	(12.96)
股本	4,289	5,168	6,716	6,716	6,716
资本公积	6,244	5,504	4,471	4,471	4,471
留存公积	2,934	3,807	5,633	7,762	10,454
归属母公司股东权益	14,678	15,695	17,628	20,026	22,675
负债和股东权益	41,845	39,811	38,817	42,280	44,598

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(6,160)	2,667	(435.50)	(549.04)	1,462
净利润	634.84	958.22	1,925	2,332	2,940
折旧摊销	216.08	247.13	208.60	209.83	209.55
财务费用	(32.30)	156.45	(473.35)	(541.37)	(577.46)
投资损失	(200.61)	(211.24)	(211.24)	(211.24)	(211.24)
营运资金变动	(7,219)	984.66	(1,974)	(2,382)	(983.14)
其他经营现金	441.16	532.12	89.34	43.51	84.19
投资活动现金	(69.64)	(1,176)	5,737	(10.49)	(34.61)
资本支出	249.24	197.72	100.00	150.00	200.00
长期投资	32.16	458.51	44.48	48.93	53.82
其他投资现金	211.76	(519.64)	5,881	188.43	219.21
筹资活动现金	8,894	(1,806)	(2,073)	656.87	254.16
短期借款	224.41	(84.93)	(18.18)	40.43	(20.89)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	730.46	879.51	1,547	0.00	0.00
资本公积增加	(582.96)	(739.85)	(1,034)	0.00	0.00
其他筹资现金	8,522	(1,860)	(2,568)	616.44	275.05
现金净增加额	2,650	(304.73)	3,229	97.34	1,682

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,547	3,123	4,896	6,062	7,806
营业成本	397.00	371.34	440.66	509.29	613.08
营业税金及附加	26.89	31.03	69.41	70.06	92.81
营业费用	315.82	259.78	342.70	503.14	647.89
管理费用	1,101	1,192	1,518	1,940	2,498
财务费用	(32.30)	156.45	(473.35)	(541.37)	(577.46)
资产减值损失	81.45	11.91	36.84	36.84	36.84
公允价值变动收益	(21.79)	49.21	49.21	49.21	49.21
投资净收益	200.61	211.24	211.24	211.24	211.24
营业利润	681.99	1,131	2,259	2,735	3,447
营业外收入	0.58	0.17	0.17	0.30	0.21
营业外支出	3.48	9.93	7.61	7.01	8.18
利润总额	679.08	1,121	2,252	2,728	3,439
所得税	44.24	162.62	326.68	395.79	498.95
净利润	634.84	958.22	1,925	2,332	2,940
少数股东损益	(2.06)	(0.48)	(3.85)	(4.70)	(4.42)
归属母公司净利润	636.90	958.70	1,929	2,337	2,944
EBITDA	865.76	1,534	1,994	2,403	3,079
EPS (元, 基本)	0.15	0.19	0.29	0.35	0.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.29	22.64	56.74	23.82	28.77
营业利润	2.18	65.78	99.81	21.05	26.05
归属母公司净利润	(10.77)	50.52	101.19	21.16	26.00
获利能力 (%)					
毛利率	84.41	88.11	91.00	91.60	92.15
净利率	25.01	30.69	39.40	38.55	37.72
ROE	4.34	6.11	10.94	11.67	12.99
ROIC	7.46	19.55	20.77	19.59	23.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.92	60.58	54.60	52.65	49.19
净负债比率 (%)	1.10	3.40	0.92	1.06	0.98
流动比率	1.67	1.78	2.04	2.11	2.29
速动比率	1.66	1.77	2.03	2.10	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.08	0.12	0.15	0.18
应收账款周转率	7.76	9.87	11.39	9.45	10.12
应付账款周转率	4.10	3.96	3.86	4.02	4.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.14	0.29	0.35	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.92)	0.40	(0.06)	(0.08)	0.22
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.34	2.62	2.98	3.38
估值比率					
PE (倍)	163.22	108.44	53.90	44.48	35.31
PB (倍)	7.08	6.62	5.90	5.19	4.58
EV_EBITDA (倍)	108.67	61.32	47.17	39.15	30.55

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 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