

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年10月18日**
**市场数据**

目前股价	25.98
总市值（亿元）	2,237.69
流通市值（亿元）	1,852.95
总股本（万股）	861,314
流通股本（万股）	713,221
12个月最高/最低	29.63/10.82

**分析师**

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

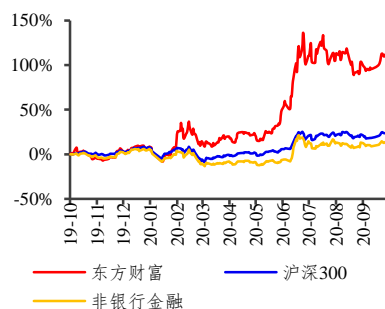
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张文琨

S1070119120046

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;增资+变更债券发行方式助力资本实力

提升，向高阶迈进&gt;&gt; 2020-09-09

&lt;&lt;基金代销驱动业务增速领先同业，向更

高阶迈进&gt;&gt; 2020-08-12

&lt;&lt;受益行情，Q2 延续高增长&gt;&gt; 2020-07-28

# Q3 业绩超预期，继续优秀

## ——东方财富（300059）2020年三季度报业绩快报点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	3,123.44	4,231.67	8,184.15	11,266.50	14,464.51
(+/-%)	22.64	35.48	93.40	37.66	28.39
净利润（百万）	958.22	1,831.29	4,419.44	6,196.58	8,027.80
(+/-%)	50.94	91.11	141.33	40.21	29.55
EPS	0.19	0.27	0.51	0.72	0.93
PE	140.13	95.27	50.63	36.11	27.87

资料来源：wind，长城证券研究所

**核心观点**
**■ 事件：**

10月16日，东方财富发布2020年三季度业绩快报，营业总收入59.46亿元，同比增速为92.00%，归母净利润为33.97亿元，同比增速为143.66%，营业利润率为68.05%，较去年同比提升14.22PCT。基本EPS为0.42元，同比增速为135.80%，加权平均ROE为14.26%，同比提升6.83%。

公司表示，2020年前三季度，国内资本市场活跃，公司证券业务股票成交额同比大幅增加，证券业务相关收入同比实现大幅增长。2020年前三季度，公司金融电子商务服务业务基金交易额同比大幅增加，金融电子商务服务业务收入同比实现大幅增长。2020年前三季度，公司营业总成本同比较大程度增长。综合上述等因素影响，2020年前三季度公司实现的归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长。

报告期末，公司归属于上市公司股东的所有者权益较期初增长49.94%，主要因为报告期内公司可转换公司债券转股及报告期净利润增加所致。报告期末，公司总资产较期初增长45.75%，主要因为报告期内证券业务快速发展，资产规模大幅增长。

**■ 投资要点 1：Q3 业绩同比、环比大幅提升**

前三季度公司同比增速远高于中报增速，预计也大幅超行业增速（行业前8月的营收、净利润增速分别为35.75%、49.43%）。公司H1营收为33.38亿元，归母净利润为18.09亿元，同比增速分别为67.09%、107.69%；远高于行业的19.26%、24.73%增速。

初步测算Q3营收、归母净利润分别为26.07亿元、15.90亿元，同比增速分别为137.28%、203.47%，环比增速分别为58.10%、70.02%；Q2同比增速分别为54.01%、92.74%，环比增速分别为-2.33%、7.00%；Q1同比增速分别为82.21%、126.48%，环比增速分别为48.79%、100.04%。

H1子公司东方财富证券实现营收18.72亿元，净利润为11.40亿元，同比

增速分别为 50.53%、71.79%，占比分别为 56.08%、63.03%。假定按照 H1 比重初步测算，预计前三季度子公司东方财富证券营收、净利润增速分别为 63.64%、145.45%，Q3 营收、净利润分别为 14.62 亿元、10.18 亿元，预计同比增速分别为 136.77%、72.61%，环比增速分别为 41.75%、172.61%。预计 2020 年前三季度基金代销收入同比增速为 113.11%，占总营收比重提升至 37.96%，提升近 4PCT。预计 2020Q3 基金代销收入的同比、环比增速为 255.58%、58.11%，较 Q2 增速大幅提升。

#### ■ 投资要点 2：受益市场行情，预计东方财富证券行业占比继续提升

2020 前三季度全市场基金发行 22,839.04 亿份，同比增速为 160.09%，Q3 同比增速 160.09%、88.14%，Q2 同比、环比增速 104.92%、22.53%。

Q3 上证综指、沪深 300 指数、创业板指数涨幅分别为 7.82%、10.17%、5.60%。市场前三季度累计日均股基成交量为 9201.21 亿元，同比增速为 58.10%，增速大幅度提升。

数据显示公司营收占比份额提升，延续相对高景气。2019H1、2020H1 子公司东方财富证券营收行业占比 0.69%、0.88%，净利润行业占比 1.00%、1.37%；证券经纪业务净收入行业占比 1.97%、2.42%（Q1 约为 2.14%），利息净收入行业占比分别为 1.59%、2.32%。根据易观千帆数据，2020 年 9 月东方财富 APP 月活人数达 1430 万人，同比增长 22%，月活持续上行。

正如之前报告判断，H1 基金代销营收占比提升显著，持续形成正反馈。我们预计相关指标的前三季度占比进一步提升。

#### ■ 投资要点 3：规模与范围经济效应进一步凸显

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。

2020H1、2020Q1-Q3 营业总成本增长分别为 20.22%、32.87%，营业利润率从 52.61% 跃升至 64.78%，三季报进一步跃升至 68.05%；营业总成本/营业总收入从 2019H1 的 56.61% 降至 2020H1 的 40.84%，前三季度进一步降至 31.95%。

2020H1 其中销售费用/营业总收入、管理费用/营业总收入、财务费用/营业总收入、研发费用/营业总收入分别从 2019H1 的 8.22%、35.93%、1.51%、6.75% 下降至 2020H1 的 6.63%、23.11%、1.39% 及 3.92%。

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，东方财富在资本运作上预计会阶段性采用可转债工具及其他债务融资工具，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 4：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。而公司互联网券商具备成本优势，客户资源优势不断兑现，随着行业交易制度不断优化，如“T+0”制度、20%涨跌幅的不断放开，预计经纪及两融等核心业务市占率提升趋势不变，及后

续基金投顾资格落地等提升带来阿尔法，增速将有望持续高于传统券商。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，引领行业发展。

前段时间，集团向子公司东方财富证券增资，近期非公开发行公司债券取得无异议函，将助力资本实力提升以促进业务发展，向更高阶迈进。

为此，我们盈利预测假设如下：预计 2020-2022 年行业股基交易量同比增速分别为 40%、15%、12%，新发基金同比增速分别为 150%、30%、30%，利润率分别为 54%、55%、56%，公司的股基市占率及两融市占率稳步提升，经纪业务佣金率及两融费率总体平稳，我们预计公司 2020、2021、2022 年的摊薄 EPS 分别为 0.51、0.72、0.93 元，对应的 PE 为 50.63、36.11、27.87 倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示：中美摩擦加剧风险；美国大选不确定性；地缘政治风险；宏观经济下行风险；蚂蚁金服等巨型 IPO 对股市流动性冲击风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；肺炎疫情持续蔓延风险；基金代销市占率下滑风险；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	<b>1</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.78</b>	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	<b>2</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.639</b>
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	东方财富	1.244
12	南京证券	2.1	<b>12</b>	<b>东方财富</b>	<b>1.736</b>	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
<b>72</b>	<b>西藏东方财富</b>	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。

## 附：盈利预测表

**表 2：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	5,301.89	7,714.97	10,077.12
增长率	26%	52%	93%	46%	31%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%
毛利	1,813.15	2,750.70	5,301.89	7,714.97	10,077.12
金融电子商务服务收入	1,065.42	1,235.70	2,594.97	3,243.71	4,054.64
增长率	26%	16%	110%	15%	15%
毛利率	91%	91%	90%	90%	90%
成本	93.62	105.65	259.50	324.37	405.46
毛利	971.77	1,130.05	2,335.47	2,919.34	3,649.18
金融数据服务收入	159.68	157.80	173.58	177.05	182.36
增长率	-6%	-1%	10%	2%	3%
毛利率	-22%	-26%	-6%	-6%	-5%
成本	195.35	198.80	183.58	187.05	192.36
毛利	-35.66	-41.00	-10.00	-10.00	-10.00
广告服务收入	71.01	87.47	113.71	130.77	150.38
增长率	-10%	23%	30%	15%	15%
毛利率	-7%	1%	3%	3%	3%
成本	75.83	86.49	110.30	126.84	145.87
毛利	-4.81	0.98	3.41	3.92	4.51
营业收入	3,123.44	4,231.67	8,184.15	11,266.50	14,464.51
增长率	23%	35%	93%	38%	28%
综合毛利率	88%	91%	93%	94%	95%
净利润率	31%	43%	54%	55%	56%
净利润	958.22	1,831.29	4,419.44	6,196.58	8,027.80

资料来源：wind，长城证券研究所

**表 3: 可比公司情况-wind 一致预期**

证券简称	2020 年	2020 年	2020 年	2021 年	2021 年	2021 年
	PE	净利润增速/%	PEG (倍)	PE	净利润增速/%	PEG (倍)
国元证券	30.57	26.67	1.15	26.75	14.31	1.87
长江证券	24.20	12.77	1.90	20.56	17.73	1.16
东方证券	26.13	26.74	0.98	22.64	15.39	1.47
兴业证券	20.78	57.41	0.36	18.06	15.08	1.20
财通证券	23.98	13.77	1.74	22.74	5.44	4.18
国金证券	24.67	48.89	0.50	21.37	15.43	1.38
同花顺	66.84	43.82	1.53	50.59	32.11	1.58
恒生电子	76.01	-6.16	-12.33	61.47	23.64	2.60
长亮科技	84.77	59.76	1.42	62.69	35.24	1.78

资料来源: wind, 长城证券研究所, 2020/10/16

### 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>