

投资评级 优于大市 维持

归母净利润大幅+144%，显著超出预期

股票数据

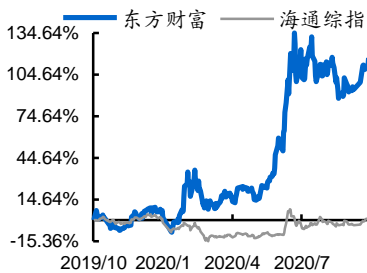
10月21日收盘价(元)	26.35
52周股价波动(元)	13.00-29.63
总股本/流通A股(百万股)	8613/7132
总市值/流通市值(百万元)	226956/187934

相关研究

《基金代销收入大幅+102%，预计经纪与两融业务市占均明显上升》2020.08.13

《1Q2020 利润大增，预计经纪业务市占率持续上升，基金销售亦大幅增加》2020.04.11

《两融高增速、经纪市占回升，证券业务占比再提升》2019.08.01

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.8	0.8	1.9
相对涨幅 (%)	5.6	-0.8	-0.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

投资要点:

- 【事件】东方财富发布 2020 年三季度业绩。**前三季度营收 59 亿，同比+92%。归母净利润 34 亿，同比+144%；三季度单季净利润 16 亿元，同比+203%，环比+70%。归母净资产较年初+50%，较年中+33%，主要为公司可转换公司债券转股及净利润增加所致。总资产较年初+46%，主要因为证券业务快速发展，资产规模大幅增长。ROE 同比大幅+6.83pct 至 14.26%。
- 证券业务：预计经纪与两融业务市占均有明显上升。**1) 经纪：公司 2020 年前三季度手续费及佣金净收入 25.36 亿元，同比+74%；2020 年前三季度市场日均股基成交额为 9051 亿元，同比增长 58%。公司经纪业务收入增幅大于市场增幅，我们预计全年市占率已达 3.5%以上。2) 两融：公司 2020 年前三季度利息净收入 10.97 亿元，同比+89%。2020 年前三季度市场两融余额较上年同期+55%，公司融出资金余额同比+113%，预计公司两融市占同比较年中提升 0.3pct 至 2%。
- 基金代销：基金交易额同比实现大幅增加。**1) 2020 前三季度市场基金交易额同比大幅增加，且新基金发行规模 2.3 万亿，其中权益基金占比罕见高达 66%，公司基金交易额同比实现大幅增加。2) 公司基金销售已逐渐由过往依赖申购、赎回费用创收的模式，转变为以向基金公司收取管理费分佣为主，收入稳定性高于同业。
- 规模效应带来的成本率下降趋势十分明显。**公司 2020 年前三季度管理、研发费用率分别为 17.1%、3.5%，较上年同期-10.2pct、-3.9pct，较年中-2.1pct、0.4pct。互联网券商及其他线上业务的规模效应持续加强，成本控制能力愈发精进。
- 可转债发行计划稳步推进，证券业务实力有望进一步加强。**根据公司公告，拟可发行转债募集资金总额不超过人民币 158 亿元，将用于补充东方财富证券营运资金，支持其各项业务发展，增强其抗风险能力，在可转债转股后按照相关监管要求用于补充东方财富证券的资本金。随着资本实力的进一步增强，预计公司证券业务竞争力将进一步提升。
- 【投资建议】**我们预计 2020 年公司净利润 41.80 亿元，同比+128%。通过分部估值法，得到合理价值区间 34.41-35.38 元/股，2020 年 10 月 21 日股价对应 2020E PE 51x，PB 8x，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：市场交易低迷影响公司经纪业务收入和基金销售规模。**

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3123	4232	8008	10901	14172
(+/-)YoY(%)	22.6%	35.5%	89.2%	36.1%	30.0%
净利润(百万元)	959	1831	4180	5804	7795
(+/-)YoY(%)	50.5%	91.0%	128.3%	38.8%	34.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.11	0.21	0.49	0.67	0.90
毛利率(%)	88.1%	90.8%	93.9%	95.0%	95.8%
净资产收益率(%)	6.1%	8.6%	15.5%	17.8%	19.4%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

选取国内券商、金融科技公司作为可比公司，对公司证券业务及非证券业务（主要包含基金代销、金融数据、广告业务、其他业务）进行分部估值：

证券业务方面，公司作为互联网券商龙头，庞大的数据优势下我们预计 2020 年证券业务净利润增速高达 125%，远超行业平均水平，所以选取 PEG 的方法进行估值。同时，为平滑数据波动，我们使用 20-22 年预计的公司证券业务净利润复合增速 59% 作为 g。根据我们的估算，我们选取利润规模相近的中小券商作为可比公司，对公司证券业务进行估值。Wind 披露 PEG 指标的部分可比中小券商平均 2020E PEG 为 1.24x，参考可比公司估值，我们给予公司证券业务 2020E PE 73x-75x，基于我们预测的 2020 年公司证券业务净利润 33.83 亿元，得到 2020 年公司证券业务合理市值为 2469.59-2537.25 亿元。

表 1 证券业务可比公司估值表（基于 10 月 21 日收盘价）

证券代码	证券简称	2020E PEG (倍)	2021E PEG (倍)
000728.SZ	国元证券	1.54	1.87
002797.SZ	第一创业	1.43	1.67
601555.SH	东吴证券	1.02	1.38
601377.SH	兴业证券	0.98	1.17
	平均值	1.24	1.52

资料来源：Wind，海通证券研究所。备注：本表涉及的盈利预测与估值指标来自 Wind 一致预期；由于 wind 未披露华鑫股份估值一致预期，国投资本 PEG 估值与其他公司差距过大，故将两公司从可比表中剔除。

非证券业务方面，选取同花顺、焦点科技、恒生电子等金融软件服务类公司作为可比公司，以上公司 2020 年平均 PE 62x。参考可比公司估值，我们对东方财富非证券业务给予 2020E PE 62x-64x，根据我们预测的公司非证券业务 2020 年净利润 7.97 亿元，得到公司非证券业务合理市值 494.14-510.08 亿元。

表 2 非证券业务可比公司估值表（基于 10 月 21 日收盘价）

股票代码	公司	市盈率 (倍)	
		2020E	2021E
300033.SZ	同花顺	65.25	49.39
002315.SZ	焦点科技	46.49	36.14
600570.SH	恒生电子	75.46	61.03
	平均值	62.40	48.85

资料来源：Wind，海通证券研究所。备注：本表涉及的盈利预测与估值指标来自 Wind 一致预期。由于 wind 未披露金证股份估值一致预期，将其从可比表中剔除。

将公司两部分业务合理市值相加，得到合理市值 2963.73-3047.33 亿元，对应合理价值区间 34.41-35.38 元/股，维持“优于大市”评级。

风险提示： 市场交易低迷影响公司经纪业务收入和基金销售规模。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4232	8008	10901	14172
每股收益	0.21	0.49	0.67	0.90	营业成本	391	490	540	595
每股净资产	2.46	3.13	3.78	4.66	毛利率%	90.8%	93.9%	95.0%	95.8%
每股经营现金流	1.36	1.63	0.93	0.55	营业税金及附加	41	78	106	138
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	364	593	807	1049
P/E	116.08	50.85	36.63	27.27	营业费用率%	8.6%	7.4%	7.4%	7.4%
P/B	10.02	7.90	6.53	5.29	管理费用	1289	1922	2398	2834
P/S	39.17	26.54	19.50	15.00	管理费用率%	30.5%	24.0%	22.0%	20.0%
EV/EBITDA	39.49	24.85	12.51	8.69	EBIT	1841	4364	6287	8563
股息率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	财务费用	-12	18	43	59
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.4%
毛利率	90.8%	93.9%	95.0%	95.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	43.3%	52.2%	53.2%	55.0%	投资收益	271	352	423	507
净资产收益率	8.6%	15.5%	17.8%	19.4%	营业利润	2142	4856	6748	9063
资产回报率	3.0%	5.1%	6.2%	7.7%	营业外收支	-15	0	0	0
投资回报率	-22.7%	-21.8%	-27.4%	-43.0%	利润总额	2128	4856	6748	9063
盈利增长 (%)					EBITDA	2095	4516	6471	8745
营业收入增长率	35.5%	89.2%	36.1%	30.0%	所得税	296	676	945	1269
EBIT 增长率	80.6%	137.1%	44.0%	36.2%	有效所得税率%	13.9%	13.9%	14.0%	14.0%
净利润增长率	91.0%	128.3%	38.8%	34.3%	少数股东损益	0	0	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1831	4180	5804	7795
资产负债率	65.7%	67.0%	65.0%	60.5%					
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	货币资金	25011	40671	49515	55211
现金比率	0.6	0.8	0.9	0.9	应收账款及应收票据	314	612	801	1055
经营效率指标					存货	0	124	125	142
应收帐款周转天数	24.7	27.9	26.8	27.2	其它流动资产	30834	34698	37278	40181
存货周转天数	68.0	92.5	84.4	87.1	流动资产合计	56159	76105	87718	96590
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	长期股权投资	466	486	486	486
固定资产周转率	2.6	5.3	7.9	11.6	固定资产	1558	1447	1296	1151
					在建工程	23	23	23	23
					无形资产	180	161	194	201
					非流动资产合计	5672	5499	5380	5243
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	61831	81604	93098	101833
净利润	1831	4180	5804	7795	短期借款	403	0	0	0
少数股东损益	0	0	-1	-1	应付票据及应付账款	116	134	149	164
非现金支出	275	151	185	181	预收账款	153	310	413	541
非经营收益	247	-429	-408	-448	其它流动负债	38706	52287	57323	57593
营运资金变动	9368	10134	2403	-2762	流动负债合计	39377	52731	57884	58297
经营活动现金流	11721	14036	7983	4765	长期借款	0	0	0	0
资产	-76	-47	-66	-44	其它长期负债	1242	1952	2662	3362
投资	826	-1040	-31	-1	非流动负债合计	1242	1952	2662	3362
其他	49	461	453	508	负债总计	40619	54683	60546	61659
投资活动现金流	799	-626	357	463	实收资本	6716	8613	8613	8613
债权募资	1989	297	700	700	普通股股东权益	21212	26922	32553	40175
股权募资	75	591	0	0	少数股东权益	0	0	-1	-2
其他	-339	1362	-197	-232	负债和所有者权益合计	61831	81604	93098	101833
融资活动现金流	1725	2250	503	468					
现金净流量	14246	15660	8843	5696					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业
何婷 非银行金融行业
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 杭州银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 中国人寿, 建设银行, 东方财富, 东吴证券, 国泰君安, 宁波银行, 光大证券, 重庆银行, 汇丰控股, 招商证券, 常熟银行, 兴业证券, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 中国人保, 中国财险, 众安在线, 中金公司, 平安银行, 中原证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。