

## 东方证券 (600958.SH) 财富管理业务稳健发展，估值具有安全边际

2024年03月28日

——东方证券 2023 年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

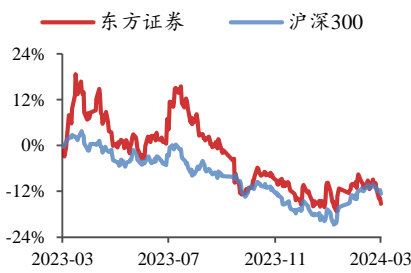
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2024/3/27
当前股价(元)	8.22
一年最高最低(元)	12.12/7.88
总市值(亿元)	698.42
流通市值(亿元)	611.24
总股本(亿股)	84.97
流通股本(亿股)	74.36
近3个月换手率(%)	37.11

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《手续费型业务承压，自营投资逆势增长——东方证券 2023 三季报点评》-2023.11.20

《投资业务驱动净利润高增，减值计提构成一定拖累——东方证券 2023H1 点评》-2023.8.31

《自营驱动一季报高增，全年盈利增速有望领跑——东方证券 2023 一季报点评》-2023.4.28

### ● 财富管理业务稳健发展，估值具有安全边际

2023 年公司营业总收入/归母净利润为 170.9/27.5 亿元，同比-8.8%/-8.5%，单 Q4 归母净利润亏损 1 亿元，与业绩快报基本一致，加权平均 ROE 3.45%，较 2022 年-0.71pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.46 倍，较年初+9%。Q4 投资收益同比-89%拖累业绩；全年来看，市场波动导致经纪、投行和资管净收入同比下降，投资收益起到一定支撑，信用减值计提 10 亿元构成拖累。我们下调 2024-2025 年归母净利润预测至 34.9/40.1 亿元（调前 49.6/62.3 亿元），新增 2026 年预测 47.6 亿元，对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元。2023 年大财富管理线条（东证资管+汇添富+代销）利润贡献预计 11 亿元，同比-35%，公司拥有东方资管和汇添富两大资管品牌，财富管理持续转型深化，具有差异化优势。基金产品端降费靴子落地，关注后续公募降佣和渠道降尾佣政策。当前股价对应 2024-2026 年 PB 0.9/0.9/0.8 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

### ● 受市场波动及降费影响，东证资管和汇添富业绩承压

(1) 东证资管营收/净利润为 20.6/4.9 亿元，同比-24%/-41%，年化 ROE 13%，利润贡献 18%。根据 Wind 数据，期末非货/偏股 AUM 1665/1128 亿元，同比-13%/-22%，市占率 1.02%/1.66%，较年初-0.21/-0.28pct。东证资管近七年股票投资主动管理收益率 65.34%，排名行业第 9 位，旗下固定收益类基金近五年绝对收益率 22.55%，排名行业前 1/4，注重长期价值投资。(2) 汇添富营收/净利润为 53.7/14.2 亿元，同比-21%/-32%，年化 ROE 15%，利润贡献 18%。期末汇添富非货/偏股 AUM 4476/2400 亿元，同比-13%/-19%，市占率 2.74%/3.54%，较年初-0.57/-0.41pct。汇添富持续丰富完善产品布局，进一步丰富主动权益产品，持续补充股票指数、指数增强和固定收益类产品，积极开拓公募 REITs 等另类产品。

### ● 深化财富管理转型，自营同比增长，股质业务减值拖累业绩

(1) 经纪业务净收入 27.8 亿元，同比-9.8%，期末资金账户数 269 万户，同比+10%。代销金融产品净收入 2.2 亿元，同比-14%，权益产品销售规模 103 亿元，同比-2%，期末权益产品保有规模 457 亿元，同比-5%。公司基金投顾业务行业领先，规模 143.6 亿元，客户留存率 69%，复投率 76%。机构理财平台进一步升级，业务规模达 109 亿元，较年初+45%。(2) 投行业务净收入 15.1 亿元，同比-13%，IPO 承销 7 单，承销规模 69 亿元，同比-11%。(3) 自营投资收益 23.9 亿元，同比+26%，自营投资收益率 2.36%（2022 年 2.07%），交易类股票业务低仓位运行。期末交易性金融资产 1052 亿元，同比+19%，整体衍生品业务规模同比+50%。(4) 减值计提 10.3 亿元，同比+24%，股票质押风险进一步释放。期末股票质押净值（扣除减值准备）15.8 亿元，担保物公允价值 26 亿元。

● **风险提示：**市场波动风险；公司财富管理、资产管理规模增长不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,729	17,090	18,007	19,265	21,072
YOY(%)	-23.2	-8.7	5.4	7.0	9.4
归母净利润(百万元)	3,011	2,754	3,493	4,007	4,756
YOY(%)	-44.0	-8.5	26.8	14.7	18.7
毛利率(%)	17.0	16.1	21.1	22.9	25.2
净利率(%)	16.1	16.1	19.4	20.8	22.6
ROE(%)	4.3	3.5	4.4	4.9	5.6
EPS(摊薄/元)	0.35	0.32	0.41	0.47	0.56
P/E(倍)	23.2	25.4	20.0	17.4	14.7
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	256,677	259,741	302,779	341,937	379,757
现金	121,862	104,093	120,840	128,890	137,824
应收票据及应收账款	908	671	173	4,049	569
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	133,906	154,977	181,765	208,997	241,364
<b>非流动资产</b>	111,390	123,950	131,919	147,784	166,324
长期投资	6,242	6,254	6,310	6,503	6,811
固定资产	1,953	1,855	1,983	1,998	2,013
无形资产	246	287	286	306	326
其他非流动资产	102,949	115,554	123,340	138,977	157,174
<b>资产总计</b>	368,067	383,690	434,698	489,722	546,081
<b>流动负债</b>	223,199	233,297	266,197	303,372	342,646
短期借款	1,172	1,700	2,040	2,448	2,815
应付票据及应付账款	1,185	1,544	1,385	1,485	1,585
其他流动负债	220,842	230,053	262,771	299,438	338,246
<b>非流动负债</b>	67,470	71,633	87,413	102,733	116,711
长期借款	837	0	0	0	0
其他非流动负债	66,633	71,633	87,413	102,733	116,711
<b>负债合计</b>	290,669	304,930	353,610	406,105	459,357
少数股东权益	12	15	15	16	16
股本	8,497	8,497	8,497	8,497	8,497
资本公积	39,535	39,535	39,535	39,535	39,535
留存收益	13,132	13,375	20,907	23,436	26,542
<b>归属母公司股东权益</b>	77,386	78,746	81,073	83,601	86,708
<b>负债和股东权益</b>	368,067	383,690	434,698	489,722	546,081

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-8754	-3508	2732	8747	14997
净利润	3010	2757	3496	4011	4761
折旧摊销	820	920	1020	1120	1220
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-2758	-2858	-2958	-3058	-3158
营运资金变动	7220	12220	17220	22220	27220
其他经营现金流	-17047	-16547	-16047	-15547	-15047
<b>投资活动现金流</b>	18592	18692	18792	18892	18992
资本支出	16	16	16	16	16
长期投资	371	471	571	671	771
其他投资现金流	18829	18929	19029	19129	19229
<b>筹资活动现金流</b>	-14709	-26955	-24977	-25336	-33502
短期借款	2240	2340	2440	2540	2640
长期借款	35702	35802	35902	36002	36102
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	1	1	1
<b>现金净增加额</b>	-4871	-11771	-3453	2304	487

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	18,729	17,090	18,007	19,265	21,072
营业成本	15,550	14,344	14,204	14,858	15,769
营业税金及附加	81	84	89	97	108
营业费用	0	0	0	4	4
管理费用	7,860	7,715	7,910	8,463	9,325
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	833	1,030	753	682	550
其他收益	0	0	0	4	4
公允价值变动收益	(572)	428	0	0	0
投资净收益	3,138	2,544	3,747	4,545	5,468
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	3,179	2,746	3,803	4,408	5,303
营业外收入	227	200	251	273	306
营业外支出	28	27	29	31	35
<b>利润总额</b>	3,378	2,919	4,025	4,649	5,574
所得税	368	163	529	638	813
<b>净利润</b>	3,010	2,757	3,496	4,011	4,761
少数股东损益	(0)	3	4	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	3,011	2,754	3,493	4,007	4,756
EBITDA	4198	3839	4025	4728	5655
EPS(元)	0.35	0.32	0.41	0.47	0.56

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-23.2	-8.7	5.4	7.0	9.4
营业利润(%)	-49.0	-13.6	38.5	15.9	20.3
归属于母公司净利润(%)	-44.0	-8.5	26.8	14.7	18.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.0	16.1	21.1	22.9	25.2
净利率(%)	16.1	16.1	19.4	20.8	22.6
ROE(%)	4.3	3.5	4.4	4.9	5.6
ROIC(%)	3.8	3.4	4.2	4.7	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.0	79.5	81.3	82.9	84.1
净负债比率(%)	1.8	2.1	2.6	3.1	3.5
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.4	4.5	4.4	4.2	4.1
应收账款周转率	1951.0	2164.4	4268.3	912.5	912.5
应付账款周转率	1275.5	1050.9	969.6	1035.0	1026.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.32	0.41	0.47	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.03	-0.41	0.32	1.03	1.77
每股净资产(最新摊薄)	9.11	9.27	9.54	9.84	10.20
<b>估值比率</b>					
P/E	23.2	25.4	20.0	17.4	14.7
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	80.8	95.2	103.7	89.0	83.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn