

投资评级 优于大市 维持

投行、资管表现较好，三季度归母净利润降幅较上半年收窄

投资要点：公司定位区域券商，区域债券承销占优。风控体系完善，业务拓展全面，受益于长三角建设。维持“优于大市”评级。

股票数据

10月28日收盘价(元) 6.35
52周股价波动(元) 6.12-9.59

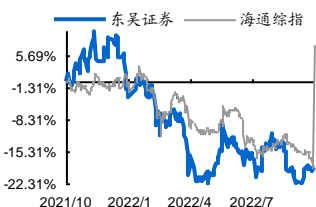
股本结构

总股本(百万股) 5008
流通A股(百万股) 5008
B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

《自营下滑拖累业绩，其他债权投资规模大增》2022.08.21
《财富管理规模收入均大增，ROE显著提升》2022.04.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	-7.6	-4.8
相对涨幅(%)	9.3	6.2	11.4

资料来源：海通证券研究所

- 【事件】** 东吴证券发布2022年三季度业绩：实现营业收入87.2亿元，同比+36.4%；归母净利润12.4亿元，同比-35.1%；对应EPS 0.25元，ROE 3.3%，同比3.42pct。第三季度实现营业收入44.2亿元，同比+90.4%，环比+49.1%。归母净利润4.2亿元，同比-26.5%，环比-40.6%。营业收入增长较多主要是由于其他收入（期货）大增。
- 财富管理转型稳步推进，多措并举激活存量、拓展增量。** 2022年前三季度经纪业务收入13.9亿元，同比-9.8%，占营业收入比重16.0%。上半年公司代销金融产品收入0.5亿元，同比+10.2%，占经纪收入5.09%，略有提升。公司稳步推进财富管理转型，采取多种举措激活存量，拓展增量；加强融资融券业务开展及金融产品引入、销售。公司两融余额164亿元，较年初-18.7%。前三季度全市场日均股基交易额10270亿元，同比-7.1%。
- 北交所业务行业内领先，深挖江苏核心根据地，加速布局全国领域。** 2022年前三季度投行业务收入8.4亿元，同比+21.0%。2) 股权业务承销规模同比-26.8%，债券业务承销规模同比+9.2%。3) 股权主承销规模70.7亿元，排名第30；其中IPO 6家，募资规模33亿元；再融资5家，承销规模38亿元。4) 债券主承销规模966亿元，排名第18；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为772亿元、83亿元、60亿元。5) IPO储备项目14家，排名第16，其中两市主板6家，北交所2家，创业板6家。截至2022年上半年末，公司累计完成北交所上市家数行业排名第2，居于业内领先地位。
- 主动管理能力持续提升，聚焦固定收益产品。** 公司前三季度资产管理业务实现收入1.8亿元，同比+63.1%。公司聚焦固收类产品，将纯固收产品与新增固收+产品形成互补，持续完善自身产品线，打造特色精品产品。截至2022年上半年末，子公司东吴基金管理规模298.42亿元，实现营业9686万元，净利润559万元。
- 自营业务下滑拖累业绩，其他债权投资大幅增长。** 2022年前三季度实现投资收益（含公允价值）6.6亿元，同比-62.9%；第三季度投资收益（含公允价值）2.2亿元，同比-42.2%。权益投资方面，上半年资本市场大幅调整，公司坚持金字塔型的资产配置总体思路，通过加大对低相关性资产的配置来夯实底仓，平滑业绩。固收投资方面，公司抓住年初窗口期，抢配资产提升仓位，并在疫情冲击过后逐步减仓卖出，兑现波段收益。此外，公司其他债权投资规模较上年末大幅增长446%，有效带动利息收入大幅增长59%。
- 投资建议：** 我们估算东吴证券2022E/2023E/2024E 营收分别为98.35、115.57、126.94亿元，EPS分别为0.38、0.49、0.53元，BVPS分别为7.83、8.35、8.88元。使用可比公司估值法，我们给予其2022年1.0-1.1xPB，对应合理价值区间7.83-8.61元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：** 市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。

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:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

证书:S0850522030003

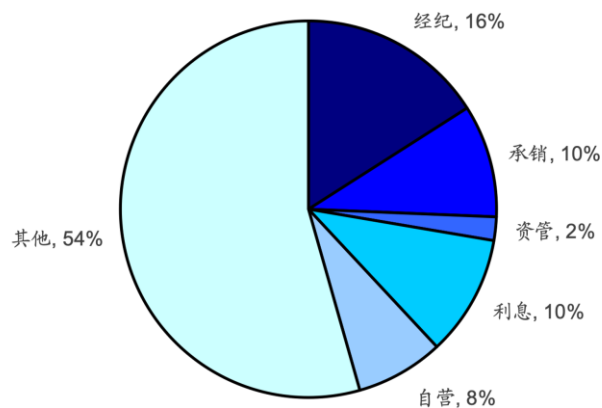
主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7356	9245	9835	11557	12694
(+/-)YoY(%)	43%	26%	6%	18%	10%
净利润(百万元)	1707	2392	1917	2443	2642
(+/-)YoY(%)	65%	40%	-20%	27%	8%
每股净利润(元)	0.34	0.48	0.38	0.49	0.53
每股净资产(元)	5.57	7.41	7.83	8.35	8.88

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

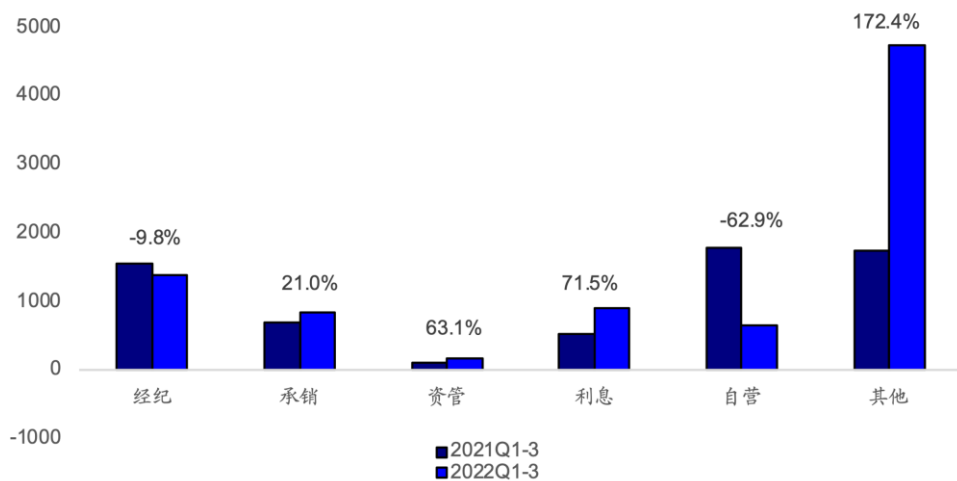
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 东吴证券 2022 年前三季度收入结构



资料来源：公司 2022 年三季报，海通证券研究所

图2 东吴证券 2022 年前三季度各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年三季报，海通证券研究所

表 1 东吴证券盈利预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	7356	9245	9835	11557	12694
手续费	2898	3419	3886	3865	4244
经纪净佣金	1525	2111	2303	2091	2253
承销手续费	1083	966	1130	1250	1378
资管收入	139	140	256	316	391
利息净收入	596	727	1354	1391	1490
投资收益	2151	2445	1396	2622	2728
联营合营企业	105	172	42	44	46
公允价值变动净收益	154	308	-	-	-
汇兑净收益	-3	11	-	-	-
资产处置收益	1526	2250	3200	3680	4232
其他业务收入	37	85	93	102	113
其他收益	-2	1	-	-	-
二、营业支出	5055	6003	7253	8279	9152
营业税及附加	47	39	52	61	67
管理费用	2755	3662	3981	4555	4875
资产减值损失	727	59	20	20	20
其他业务成本	1527	2240	3200	3643	4190
三、营业利润	2301	3242	2582	3278	3542
加: 营业外收入	3	4	-	-	-
减: 营业外支出	31	59	-	-	-
四、利润总额	2273	3187	2582	3278	3542
减: 所得税	560	774	627	797	861
五、净利润	1714	2412	1955	2482	2682
减: 少数股东损益	6	21	38	39	40
归属于母公司所有者的净利润	1707	2392	1917	2443	2642
六、每股收益 (元):	0.34	0.48	0.38	0.49	0.53

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

表 2 东吴证券资产负债表(百万元)

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产:					
货币资金	23550.62	37089.56	35476.98	36925.24	38419.35
结算备付金	4022.70	5297.85	6244.15	6499.05	6762.02
融出资金	18049.80	20216.39	21858.03	22513.77	23189.18
交易性金融资产	34115.12	40475.71	28729.32	29902.12	31112.05
衍生金融资产	7.95	5.39	12.00	12.00	12.00
买入返售金融资产	7018.45	3114.86	2699.78	3080.21	3472.83
应收款项	376.89	109.29	120.22	132.24	145.47
存出保证金	3125.56	4568.23	5156.54	5367.05	5584.21
应收票据	-	8.39	-	-	-
长期股权投资	1538.18	2003.28	2203.60	2247.68	2292.63
固定资产	649.91	1566.71	1723.38	1895.72	2085.29
在建工程	879.71	13.61	14.97	16.47	18.12
使用权资产	-	284.11	298.31	313.23	328.89
无形资产	230.92	240.73	264.80	291.28	320.41
商誉	315.84	307.71	338.48	372.33	409.56
递延所得税资产	854.57	574.92	632.41	695.65	765.21
债权投资	224.10	85.92	94.52	103.97	114.36
其他债权投资	6264.93	5507.23	27893.55	29032.24	30206.98
其他权益工具投资	3843.36	2352.51	3447.52	3588.25	3733.45
其他资产	405.94	495.85	305.86	336.45	370.09
资产总计	105474.55	124318.25	137514.43	143324.95	149342.12
负债:					
短期借款	1069.96	609.37	853.67	981.72	1128.97
应付短期融资券	8400.92	6434.12	8953.01	8953.01	8953.01
拆入资金	-	1001.21	2010.11	2010.11	2010.11
交易性金融负债	1978.64	421.97	403.00	403.00	403.00
衍生金融负债	3.54	60.31	69.23	70.62	72.03
卖出回购金融资产款	10717.91	15696.71	18509.91	19435.40	20407.17
代理买卖证券款	25197.69	32693.42	37176.82	39035.67	40987.45
代理承销证券款	-	81.07	0.32	0.38	0.46
应付职工薪酬	1184.97	1561.70	1639.78	1721.77	1807.86
应交税费	417.60	186.95	388.52	396.29	404.22
应付票据	177.17	479.57	716.02	730.34	744.94
应付款项	405.00	611.63	456.21	465.33	474.64
应付债券	26829.75	25875.23	25263.41	25263.41	25263.41
递延所得税负债	57.85	50.56	33.52	36.87	40.55
合同负债	20.25	86.42	22.10	23.21	24.37
租赁负债	-	281.07	266.25	279.57	293.55
其他负债	802.99	718.53	1160.65	1276.70	1404.37
负债合计	77264.23	86849.83	97922.53	101083.40	104420.12
股东权益:					
股本	3880.52	5007.50	5007.50	5007.50	5007.50
资本公积金	16738.72	23609.21	23609.21	23609.21	23609.21
减:库存股	19.22	370.23	-	-	-
其他综合收益	10.21	-88.03	545.43	1314.64	2114.97
盈余公积金	999.24	1204.44	1380.86	1605.67	1848.80
一般风险准备	2479.31	2919.58	3272.42	3722.05	4208.31
未分配利润	3791.11	4843.15	5395.86	6563.13	7674.17
归属于母公司所有者权益合计	27879.89	37125.62	39211.27	41822.19	44462.96
少数股东权益	330.43	342.79	380.63	419.36	459.04
所有者权益合计	28210.32	37468.42	39591.90	42241.55	44922.00
负债及股东权益总计	105474.55	124318.25	137514.43	143324.95	149342.12

资料来源:公司 2020、2021 年年报,海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值 (截至 2022 年 10 月 28 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2020	2021	2022E	2020	2021	2022E
财通证券	7.01	325.53	12.69	16.96	12.07	1.32	0.98	0.93
方正证券	6.37	524.38	28.78	32.29	24.36	1.27	1.23	1.17
国投资本	6.10	391.94	8.18	10.73	9.94	0.85	0.74	0.70
红塔证券	7.44	350.93	22.26	29.71	23.79	1.51	1.48	1.42
长城证券	8.11	327.19	18.53	26.05	17.76	1.67	1.13	1.08
华林证券	13.25	357.75	73.96	67.23	61.12	5.71	5.19	4.72
天风证券	2.73	236.58	40.35	74.59	55.83	0.94	0.93	0.91
兴业证券	5.43	468.93	9.89	12.90	9.70	1.14	1.00	0.90
西部证券	5.91	264.15	18.73			0.97		
国元证券	6.24	272.30	14.26	15.12	12.53	0.84	0.81	0.77
浙商证券	10.33	400.61	18.25	21.94	16.25	1.68	1.54	1.41
国金证券	7.75	288.64	12.46	18.77	13.84	1.18	0.96	0.90
西南证券	3.74	248.53	23.94	44.52	26.03	0.98	0.98	0.96
华西证券	7.32	192.15	11.77	19.07	12.80	0.86	0.83	0.79
南京证券	7.79	287.17	29.38	39.11	31.06	1.75	1.72	1.66
太平洋	2.52	171.77	141.59			1.77		
华安证券	4.49	210.93	14.81	15.62	14.48	1.11	1.04	0.98
华创阳安	6.69	116.38	12.02			0.72		
第一创业	5.48	230.29	30.90	34.00	29.13	1.60	1.45	1.33
山西证券	5.22	187.39	23.32			1.09		
国海证券	3.21	174.77	22.86			0.94		
中原证券	3.46	160.64	31.30	516.42	41.04	1.17	1.16	1.13
国联证券	9.15	259.11	29.16	26.18	20.27	1.58	1.49	1.41
平均			28.23	56.75	24.01	1.42	1.37	1.29

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所
可比公司增加新上市公司国联证券

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
任广博 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, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 江苏租赁, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

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。