

投资评级 **优于大市** 维持

自营及投行表现优秀，拉动一季度业绩同比高增

股票数据

 04月28日收盘价(元) 7.24
 52周股价波动(元) 6.12-7.76

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

 《投行、资管表现较好，三季度归母净利润降幅较上半年收窄》2022.10.30
 《自营下滑拖累业绩，其他债权投资规模大增》2022.08.21
 《投行业务表现亮眼，自营由盈转亏拖累净利润》2022.04.30

市场表现



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，合理价值区间 8.21-9.03 元。

- 【事件】** 东吴证券发布 2022 年度及 2023Q1 业绩：1) 公司 2022 年全年实现营业收入 104.9 亿元，同比+13.4%；归母净利润 17.4 亿元，同比-27.4%；对应 EPS 0.35 元，ROE 4.6%，同比-3.8pct。第四季度实现营业收入 17.7 亿元，同比-38.1%。归母净利润 5.0 亿元，同比+2.7%。2) 2023 年一季度业绩：实现营业收入 22.5 亿元，同比+68.4%；归母净利润 5.8 亿元，同比+412.8%；对应 EPS 0.12 元，ROE 1.5%，同比+1.2pct。
- 2022 年及 2023 年一季度市场活跃度下降，经纪业务承压。** 2022 年全市场日均股基交易额 10030 亿元，同比-9.3%。2023 年一季度全市场日均股基交易额 9633 亿元，同比-10.5%。股基交易额的下滑影响公司经纪业务收入。2022 年公司经纪业务收入 18.2 亿元，同比-13.7%，占营业收入比重 17.4%。公司代销金融产品收入 0.84 亿元，同比-21.0%，占经纪业务收入比重小幅下降至 4.6%。公司两融余额 176 亿元，同比-14%，市场份额稳定在 1.1%。全市场两融余额 15404 亿元，较年初-16%。2023 年一季度公司经纪业务收入 4.0 亿元，同比-19.9%，占营业收入比重 17.7%。
- 深挖江苏核心根据地，加速布局长三角地区。** 2022 年公司投行业务收入 11.3 亿元，同比+16.7%。股权业务承销规模同比-10.9%，债券业务承销规模同比+6.3%。股权主承销规模 111.4 亿元，排名第 23；其中 IPO 11 家，募资规模 59 亿元；再融资 8 家，承销规模 52 亿元。债券主承销规模 1235 亿元，排名第 19；其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别为 972 亿元、124 亿元、88 亿元。2023 年一季度投行收入 3.0 亿元，同比+40.1%。股权业务承销规模同比+86.0%，债券业务承销规模同比+7.9%。股权主承销规模 17.4 亿元，排名第 27；其中 IPO 4 家，募资规模 11 亿元；再融资 2 家，承销规模 7 亿元。债券主承销规模 393 亿元，排名第 17；其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别为 339 亿元、10 亿元、23 亿元。IPO 储备项目 10 家，排名第 15，其中两市主板 4 家，创业板 6 家。
- 优化金融产品布局，主动管理能力持续提升。** 2022 年公司资管收入 2.0 亿元，同比+43.7%。资产管理规模 617 亿元，同比+12.8%。2023 年一季度资管业务收入 0.3 亿元，同比-7.0%。2022 年，公司资产管理业务持续优化金融产品布局，新固收+业务条线对纯债固收产品形成互补，衍生品业务从单一定制走向集合销售。
- 2022 年自营拖累整体业绩，2023Q1 大幅反转。** 2022 年公司投资收益(含公允价值) 6.4 亿元，同比-75.2%；第四季度投资净亏损(含公允价值) 0.2 亿元，同比盈转亏。随着 2023 年市场好转，2023 年一季度公司自营业务大幅反转，公司投资收益(含公允价值) 6.0 亿元，同比扭亏为盈(1Q22 净亏损 1.8 亿元)。
- 投资建议：** 我们预计公司 2023-25E 年 EPS 分别为 0.45/0.51/0.57 元，BVPS 分别为 8.21/8.78/9.40 元。参考可比公司估值水平，我们给予其 2023 年 1.0-1.1x P/B，对应合理价值区间 8.21-9.03 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：** 交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

证书:S0850516060001

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@haitong.com

证书:S0850522030003

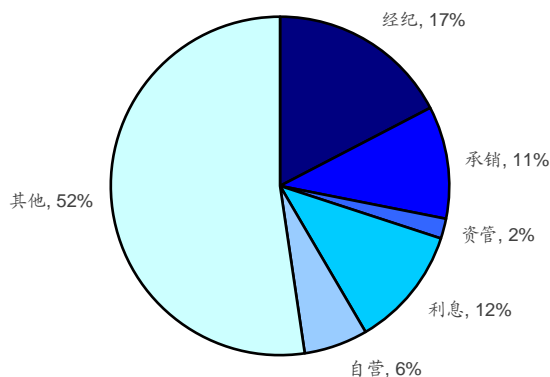
主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9245	10486	10662	11979	13460
(+/-)YoY(%)	26%	13%	2%	12%	12%
净利润(百万元)	2392	1735	2240	2535	2866
(+/-)YoY(%)	40%	-27%	29%	13%	13%
每股净利润(元)	0.48	0.35	0.45	0.51	0.57
每股净资产(元)	7.41	7.59	8.21	8.78	9.40

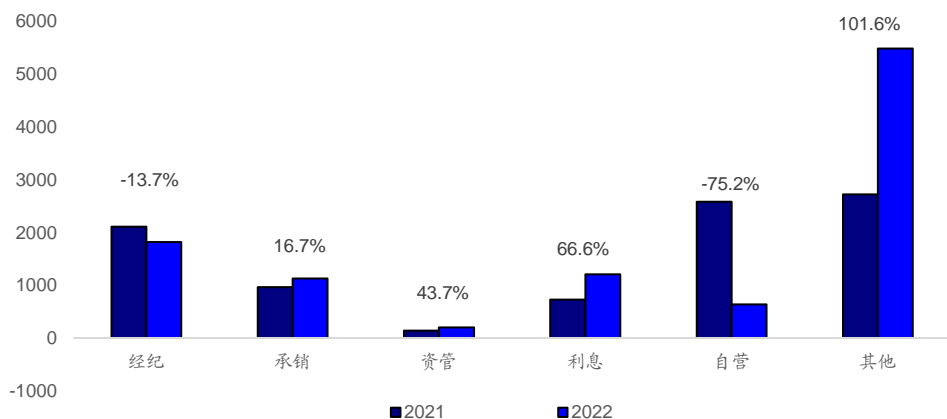
资料来源：公司年报(2021A-2022A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

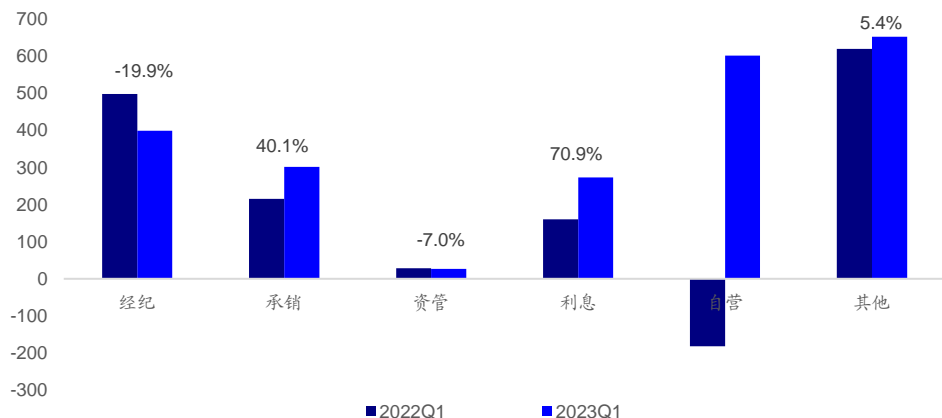
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 东吴证券 2022 年收入结构


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 东吴证券 2022 年各业务同比变化情况 (百万元)


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图3 东吴证券 2023 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)


资料来源：公司 2023 年一季度报，海通证券研究所

表 1 东吴证券盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	9245	10486	10662	11979	13460
手续费	3419	3374	3752	4141	4733
经纪净佣金	2111	1821	1872	2044	2339
承销手续费	966	1127	1417	1518	1651
资管收入	140	201	255	357	509
利息净收入	727	1210	881	821	912
投资收益	2445	1521	2229	2647	2789
联营合营企业	172	143	44	46	49
公允价值变动净收益	308	-738	-	-	-
汇兑净收益	11	6	-	-	-
资产处置收益	2250	5055	3800	4370	5026
其他业务收入	85	57	63	69	76
其他收益	1	0	-	-	-
二、营业支出	6003	8279	7703	8636	9685
营业税及附加	39	51	52	58	65
管理费用	3662	3462	3939	4302	4694
资产减值损失	59	-296	-50	-50	-50
其他业务成本	2240	5063	3762	4326	4975
三、营业利润	3242	2207	2959	3343	3775
加: 营业外收入	4	3	-	-	-
减: 营业外支出	59	18	-	-	-
四、利润总额	3187	2192	2959	3343	3775
减: 所得税	774	452	681	769	868
五、净利润	2412	1739	2279	2574	2907
减: 少数股东损益	21	4	39	40	41
归属于母公司所有者的净利润	2392	1735	2240	2535	2866
六、每股收益 (元):	0.48	0.35	0.45	0.51	0.57

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产:					
货币资金	37089.56	29539.77	32010.54	33387.92	40207.87
结算备付金	5297.85	5397.03	6464.36	6742.51	8119.77
融出资金	20216.39	16940.83	18721.92	19610.42	20198.74
交易性金融资产	40475.71	30750.37	56479.64	58909.90	58160.53
衍生金融资产	5.39	15.81	12.00	12.00	12.00
买入返售金融资产	3114.86	1956.13	4044.75	4178.39	3196.73
应收款项	109.29	126.21	138.83	152.71	167.98
存出保证金	4568.23	5106.20	5623.32	5865.28	7063.35
应收票据	8.39	-	-	-	-
长期股权投资	2003.28	2136.74	2179.47	2223.06	2267.52
固定资产	1566.71	1526.50	1679.15	1847.06	2031.77
在建工程	13.61	13.46	14.80	16.28	17.91
使用权资产	284.11	253.86	266.56	279.89	293.88
无形资产	240.73	260.51	286.57	315.22	346.75
商誉	307.71	322.65	354.92	390.41	429.45
递延所得税资产	574.92	714.09	785.50	864.05	950.45
债权投资	85.92	4.62	5.09	5.59	6.15
其他债权投资	5507.23	36950.47	40035.20	41757.87	41226.68
其他权益工具投资	2352.51	3593.43	3893.42	4060.94	4009.29
其他资产	495.85	348.39	383.22	421.55	463.70
资产总计	124318.25	135957.06	173379.25	181041.06	189170.51
负债:					
短期借款	609.37	256.83	295.35	339.66	390.60
应付短期融资券	6434.12	10314.91	10314.91	10314.91	10314.91
拆入资金	1001.21	2008.46	2008.46	2008.46	2008.46
交易性金融负债	421.97	413.22	413.22	413.22	413.22
衍生金融负债	60.31	108.17	110.33	112.54	114.79
卖出回购金融资产款	15696.71	21146.53	53434.81	56106.55	58911.88
代理买卖证券款	32693.42	33691.79	35376.38	37145.19	39002.45
代理承销证券款	81.07	51.31	61.57	73.89	88.66
应付职工薪酬	1561.70	1553.92	1631.62	1713.20	1798.86
应交税费	186.95	386.74	394.48	402.37	410.42
应付票据	479.57	902.72	920.77	939.19	957.97
应付款项	611.63	684.91	698.60	712.58	726.83
应付债券	25875.23	24418.26	24418.26	24418.26	24418.26
递延所得税负债	50.56	31.72	34.89	38.38	42.22
合同负债	86.42	31.48	33.05	34.70	36.44
租赁负债	281.07	253.72	266.40	279.72	293.71
其他负债	718.53	1124.57	1237.02	1360.72	1496.80
负债合计	86849.83	97379.26	131650.14	136413.54	141426.48
股东权益:					
股本	5007.50	5007.50	5007.50	5007.50	5007.50
资本公积金	23609.21	23642.19	23642.19	23642.19	23642.19
减: 库存股	370.23	344.47	-	-	-
其他综合收益	-88.03	-134.44	944.51	2069.89	3180.94
盈余公积金	1204.44	1384.22	1642.79	1935.36	2266.21
一般风险准备	2919.58	3320.19	3837.33	4422.47	5084.15
未分配利润	4843.15	5124.31	6037.75	6893.39	7865.64
归属于母公司所有者权益合计	37125.62	37999.50	41112.07	43970.80	47046.64
少数股东权益	342.79	578.30	617.04	656.72	697.39
所有者权益合计	37468.42	38577.80	41729.11	44627.51	47744.03
负债及股东权益总计	124318.25	135957.06	173379.25	181041.06	189170.51

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 2023 年 4 月 28 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
财通证券	7.75	360	23.7	17.3	14.8	1.1	1.0	1.0
方正证券	7.00	576	26.8	23.0	20.0	1.3	1.2	1.2
国投资本	7.27	467	15.9	10.6	9.1	1.0	0.9	0.8
红塔证券	8.25	389		26.4	25.7	1.7		
长城证券	8.73	352	39.2	19.1	15.5	1.3		
华林证券	13.75	371	79.9	59.3	52.3	5.8	5.2	4.9
天风证券	3.14	272	-18.0	64.2	45.1	1.2		
兴业证券	6.72	580	22.0	13.8	12.0	1.1	1.0	1.0
西部证券	6.70	299	70.0	20.9	18.1	1.1	1.0	1.0
国元证券	7.00	305	17.6	14.6	13.1	0.9	0.9	0.8
浙商证券	10.22	396	24.0	17.7	15.4	1.6	1.4	1.3
国金证券	9.39	350	29.2	16.6	14.4	1.1	1.1	1.0
西南证券	3.84	255	82.5	26.7	23.6	1.0		
华西证券	8.84	232	54.9	15.5	13.4	1.0		
南京证券	8.58	316	49.0	34.2	31.2	1.9		
太平洋	2.72	185	-40.4	362.7	247.3	2.0	1.9	1.9
华安证券	4.99	234	19.8	15.9	15.0	1.2	1.1	1.1
华创阳安	6.85	155	41.0			0.8		
第一创业	5.92	249	62.1	35.5	27.4	1.7		
山西证券	5.88	211	36.7	37.6	35.8	1.2	1.2	1.2
国海证券	3.49	190	76.2			1.0		
中原证券	3.96	184		37.5	34.6	1.3	1.3	1.3
国联证券	10.28	291	37.9	26.8	21.9		1.6	1.5
平均			35.7	42.7	33.6	1.5	1.5	1.4

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业、银行行业
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, 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, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 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。