



证券研究报告·公司动态报告

东吴证券：三重预期差收敛，PB修复兑现在即

分析师：赵然

zhaoran@csc.com.cn

SAC编号：S1440518100009

SFC编号：BQQ828

分析师：吴马涵旭

wumahanxu1@csc.com.cn

S1440522070001

发布日期：2026年7月29日

提纲

01

PB-ROE体系下的预期差

02

自营业务与股息率的预期差

03

并购东海证券的预期差

04

盈利预测与估值分析

核心观点

- 东吴证券存在三重市场未充分定价的预期差：其一，ROE领先同业但PB垫底，基本面已修复而估值滞后，市场沿用旧叙事；其二，自营业务看似高贝塔，实则权益敞口极低、收益率稳定性同业居前，叠加股息率蝉联上市券商第一，高股息与低PB形成价值矛盾；其三，并购东海证券将东吴投研能力导入东海深耕苏南的渠道网络，经纪市占率有望大增，降本增效空间明确。三重预期差逐步被认知即是估值修复的核心驱动。
- **PB-ROE错配：基本面修复在先，估值修复滞后。**东吴证券2023-2026年ROE在7家可比券商中分别排名第三、第三、第二、第三，盈利能力强于同规模券商，但PB估值长期处于末位，当前估值低于可比公司均值。即便将自由流通市值占比高达72%这一因素纳入考量，折价幅度仍然超过合理解释范围。回溯上市以来估值演变，2017年配股预案触发折价，2019-2021年两次配股进一步加深，但2023年下半年起ROE已逐步修复超越板块均值，估值却始终停滞在折价区间，市场沿用旧叙事定价。
- **自营业务能力与股息率的预期差。**东吴证券自营收入占比43%、重资本业务占比58%，均为同业最高区间，市场因此给予周期性折价。然而2020-2025年公司自营年化收益率均值5.97%、同业排名第二，波动区间仅5.9个百分点，稳定性优于多数可比券商。原因在于权益方向性敞口极低，而OCI账户占比高于同业，利润波动冲击有限。与此同时，股息率从2020年行业第14位跃升至蝉联43家上市券商首位，当前TTM股息率约为4%~5%，与低于1倍的PB形成显著的预期差。

内容摘要

- **并购东海证券的预期差：打开经纪业务第二增长曲线。**东吴证券拟以115.19亿元收购东海证券83.68%股权。东海证券是常州市唯一市属国有券商，2025年经纪业务收入占比46%，在常州设有8家营业部、全国共63家营业部、服务365万账户，渠道网络价值突出。当前东海证券ROE仅1.33%，受费用刚性、国际业务亏损及历史罚单拖累。东吴入主后，研究、资管、投行能力全面导入，客户资产转化效率提升与整合降本增效将释放潜在利润。两家网点在苏锡常形成互补——东吴深耕苏州，常州营业部数量少，而东海证券的常州网点提供现成区域入口。
- **盈利预测：**预计2026-2028年公司营业收入87.71亿、113.11亿、126.17亿，归母净利润31.24亿、40.36亿、45.21亿。2026年利润承压主因管理费用率因并购整合从47%升至53%，2027年起收入增长带动利润弹性释放。采用PB估值法，可比公司国联民生、浙商、财通、中泰、长江、兴业六家2026-2028年PB均值分别为1.03倍、0.98倍、0.92倍；预计2026-2028年公司BPS分别为12.25元、12.78元、13.16元。取可比公司PB均值作为目标PB，预计公司目标价范围在12.14元~12.62元。
- **风险提示：**估值修复节奏不确定的风险；自营业务稳定性难以持续的风险；并购整合效果不及预期的风险。

PART1

PB-ROE体系下的预期差

1.1.1 ROE领先，估值垫底：一个明显的定价矛盾

- 在7家可比性较高的券商中，东吴证券净资产规模排名第四、处于行业中游，但年化ROE稳居领先梯队，2023至2026年分别排名第三、第三、第二和第三，盈利能力明显优于同规模券商。然而其PB估值长期垫底，截至2026/6/30日PB(LF)仅为0.90倍，在可比公司中排名第七。
- 东吴证券流通占比高达72%、在可比券商中排名第一，市场筹码供给充裕，符合券商折价传统规律。但即便考虑了高自由流通市值对券商股估值的天然压制，其PE、PB以及三年估值中枢均排名末位的程度，仍超出了这一因素所能解释的范围，形成了ROE居前、估值垫底的错配格局。

表：基本面可比券商历史平均估值比较（截至6/30）

代码	简称	地区	城市	归母净资产 (亿元)	2023 年化ROE	2024 年化ROE	2025 年化ROE	2026 年化ROE	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	自由流通市 值占比	PE(ttm,扣非)	PB(LF)	区间平均PE	区间平均PB
601878.SH	浙商证券	浙江省	杭州市	377	7%	6%	7%	8%	233	435	54%	16.8	1.15	23.8	1.50
601456.SH	国联民生	江苏省	无锡市	535	4%	2%	6%	4%	249	502	50%	24.4	0.94	73.9	1.45
600918.SH	中泰证券	山东省	济南市	497	5%	2%	3%	4%	181	421	43%	29.4	0.94	48.3	1.22
000783.SZ	长江证券	湖北省	武汉市	428	5%	5%	9%	14%	310	539	57%	12.6	1.53	17.6	1.10
601108.SH	财通证券	浙江省	杭州市	386	7%	7%	7%	6%	272	402	68%	13.8	1.05	16.3	1.05
601377.SH	兴业证券	福建省	福州市	623	4%	4%	5%	5%	369	522	71%	17.1	0.92	24.2	0.98
601555.SH	东吴证券	江苏省	苏州市	437	5%	6%	8%	7%	282	394	72%	11.6	0.90	16.0	0.98

1.1.2把自由流通市值纳入考量，矛盾依然存在

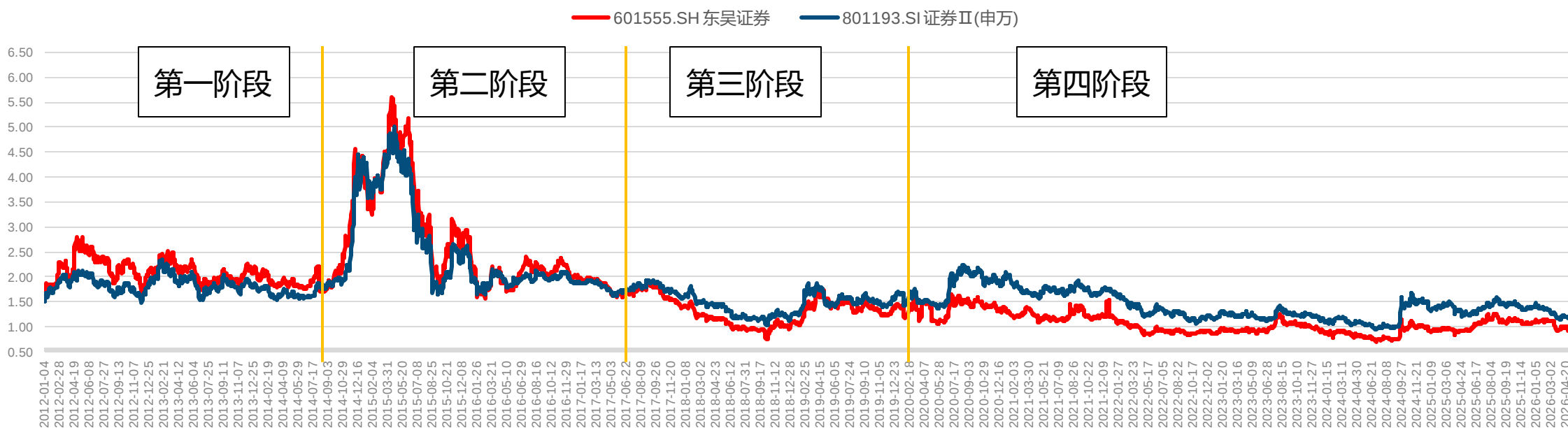
表：自由流通市值接近的参考券商估值表（截至6/30）

代码	简称	地区	城市	归母净资产 (亿元)	2023 年化ROE	2024 年化ROE	2025 年化ROE	2026 年化ROE	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	自由流通市 值占比	PE(ttm,扣非)	PB(LF)	区间平均PE	区间平均PB
002797.SZ	第一创业	广东省	深圳市	177	2%	6%	5%	5%	218	276	79%	29.7	1.56	48.2	1.78
601995.SH	中金公司	北京	北京市	1,325	6%	5%	8%	11%	357	1,745	20%	15.6	1.70	26.3	1.84
000783.SZ	长江证券	湖北省	武汉市	428	5%	5%	9%	14%	310	539	57%	12.6	1.53	17.6	1.10
601881.SH	中国银河	北京	北京市	1,561	7%	7%	9%	9%	262	1,374	19%	10.7	1.13	15.7	1.41
601901.SH	方正证券	湖南省	长沙市	524	5%	5%	8%	12%	292	593	49%	15.3	1.13	25.3	1.36
601788.SH	光大证券	上海	上海市	752	7%	5%	5%	6%	258	665	39%	17.1	1.07	24.2	1.32
002736.SZ	国信证券	广东省	深圳市	1,403	6%	7%	9%	6%	267	1,023	26%	9.5	1.06	13.3	1.21
601456.SH	国联民生	江苏省	无锡市	535	4%	2%	6%	4%	249	502	50%	24.4	0.94	73.9	1.45
601108.SH	财通证券	浙江省	杭州市	386	7%	7%	7%	6%	272	402	68%	13.8	1.05	16.3	1.05
601555.SH	东吴证券	江苏省	苏州市	437	5%	6%	8%	7%	282	394	72%	11.6	0.90	16.0	0.98

1.2.1 估值折价的形成并非一朝一夕，但基本面已率先修复

- 东吴证券自2011年12月完成上市以来，其PB估值与证券Ⅱ(申万)指数（代表证券板块整体估值水平）的比价关系，伴随市场环境、行业格局及公司自身发展阶段变化，呈现出清晰的阶段性特征。
- 2017-2021年多次配股叠加行业周期，ROE持续低于板块，折价的形成有充分理由；但2023年下半年起ROE已超越板块均值，估值却始终没有跟上，市场仍用旧叙事定价，但公司基本面已经修复，定价存在滞后。

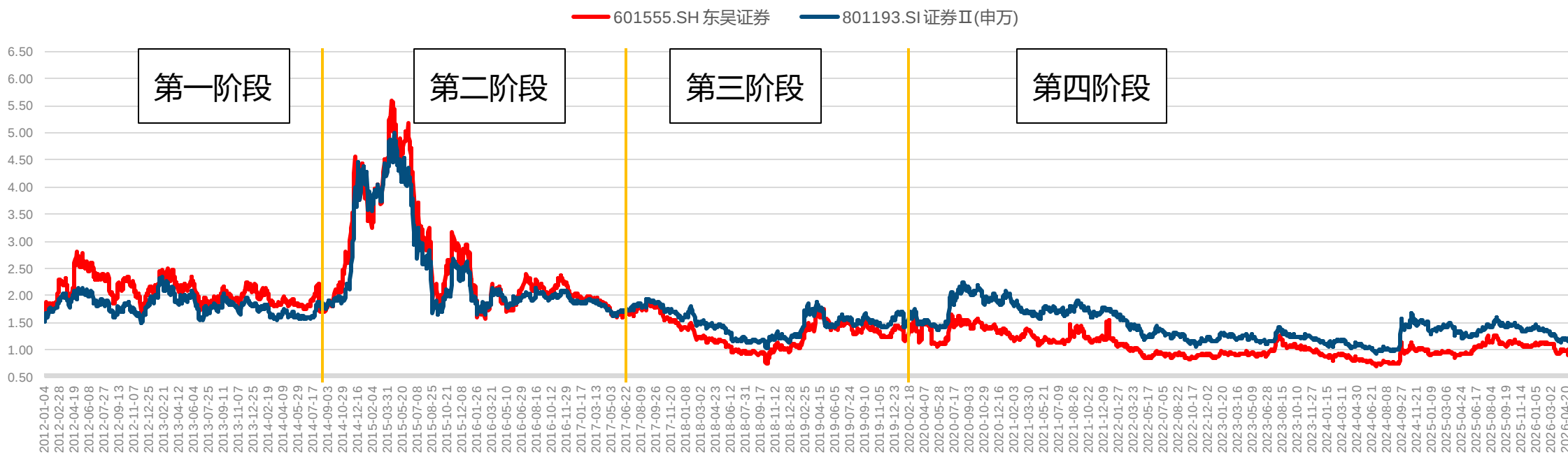
图：东吴证券与证券板块估值比较



1.2.2 第一阶段：估值溢价稳定期（2012年1月-2014年8月）

- 作为上市后的首个完整估值周期，东吴证券凭借区域资源优势及早期业务扩张潜力，获得市场持续认可，PB估值长期高于证券板块，且溢价稳定性极强。
- PB差值（东吴证券PB-证券Ⅱ(申万)PB）集中在0.2-0.5区间，即便是2013年券商板块整体调整期，公司仍保持0.15以上的溢价，未出现估值松动。

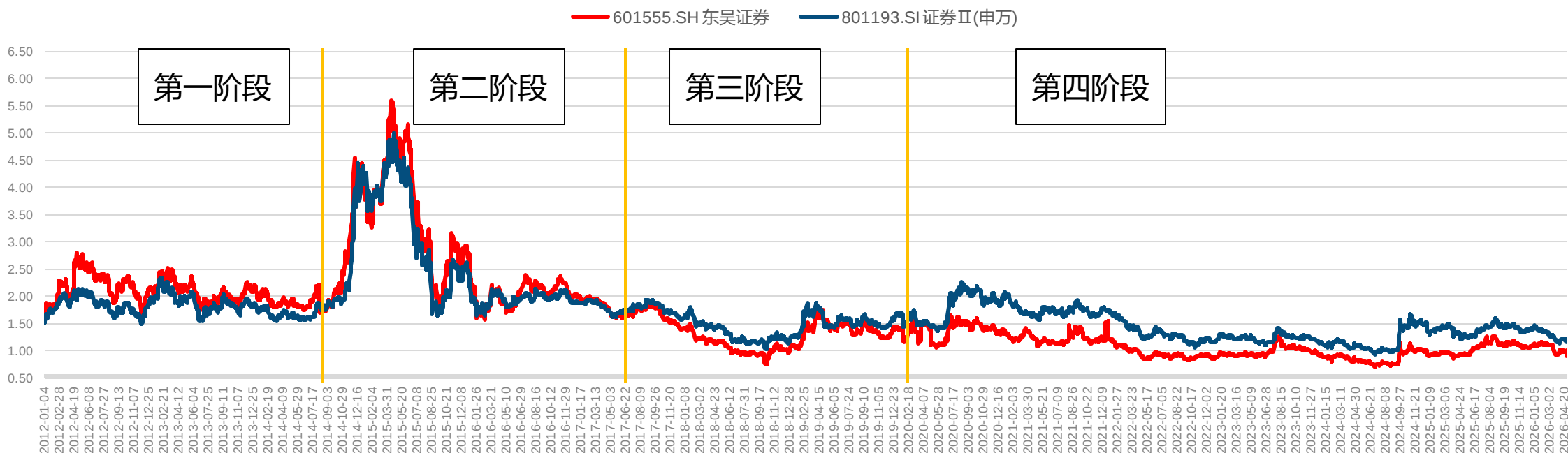
图：东吴证券与证券板块估值比较



1.2.3 第二阶段：估值溢价收窄期（2014年9月-2017年6月）

- 2014年下半年券商板块启动牛市行情后，行业估值分化初现，东吴证券的估值溢价开始收窄，且随市场情绪呈现阶段性波动，但整体仍未脱离“公司估值高于或等于板块”的状态。
- PB差值（东吴证券PB-证券Ⅱ(申万)PB）在-0.1-0.1区间波动，无持续性折价，连续折价未超过10天。在2015年牛市峰值（6月），公司PB差值短暂升至0.8的阶段性高点，但牛市结束后快速回落至0.2左右，级别处于平价左右的状态。

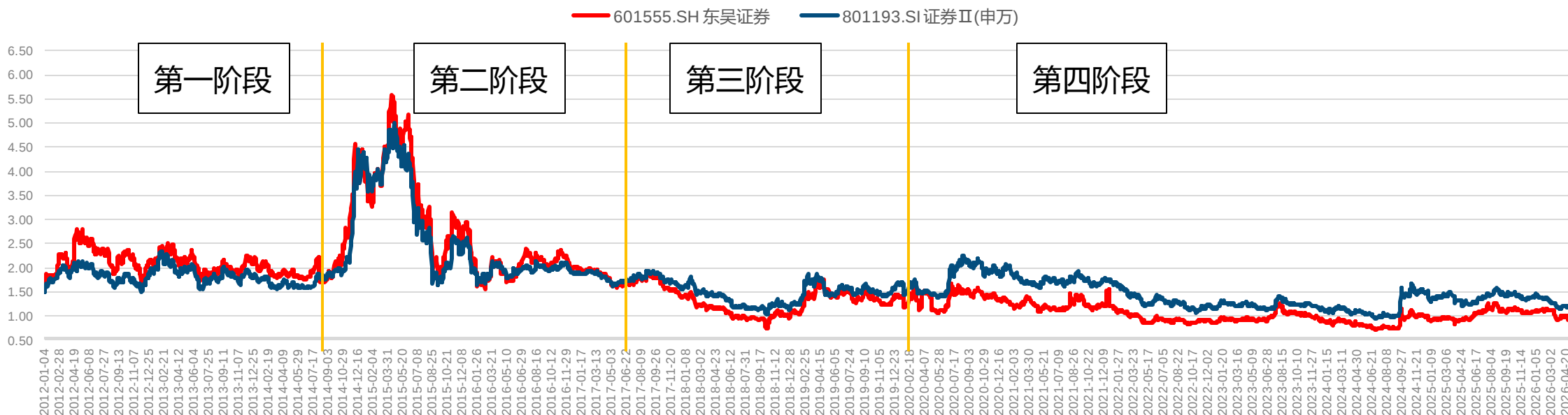
图：东吴证券与证券板块估值比较



1.2.4 第三阶段：估值折价形成期（2017年7月-2020年3月）

- 2017年8月，东吴证券发布65亿配股预案（后撤回未实施），发布当天前后，公司股价与板块几乎同步见顶，但公司估值开始逐步出现折价。第三阶段期间，公司与板块的PB差值集中在-0.1至-0.2区间，仅在2019年之后的行业修复期，回归平价水平。
- 分析原因：1）配股金额较大，影响市场对未来EPS和ROE稀释的担忧；2）行业周期变化，资金向头部券商集中，中小券商估值溢价普遍回落；3）2017年~2018年公司ROE下滑的幅度超过板块整体。

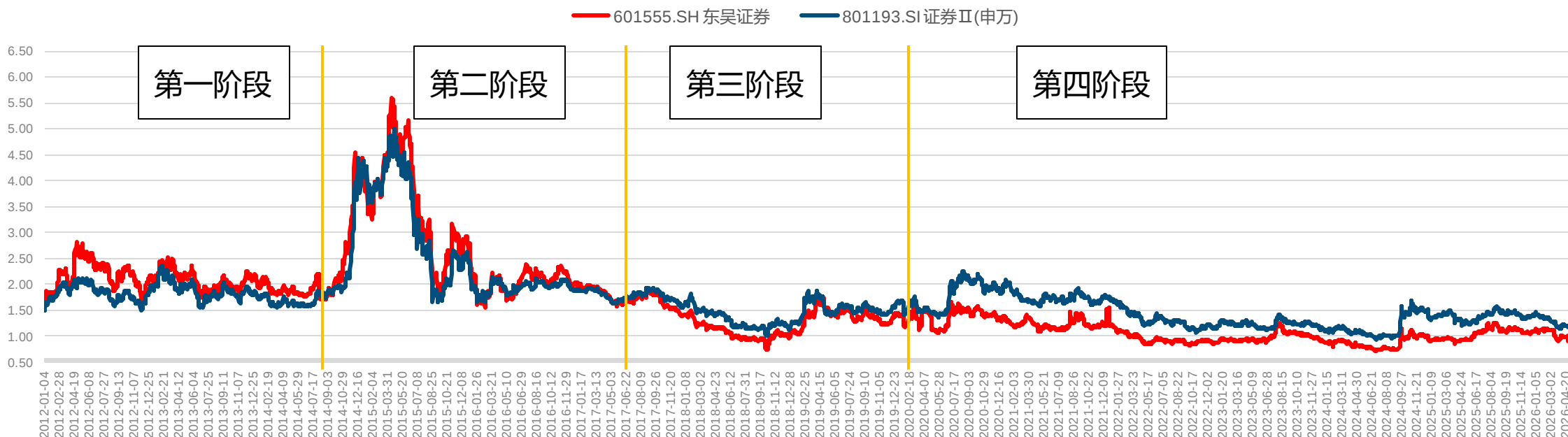
图：东吴证券与证券板块估值比较



1.2.5 第四阶段：估值折价扩大期（2020年4月至今）

- 2020年4月之后，东吴证券相较于证券板块的PB估值折价扩大，Pb差值从-0.2扩大至-0.2~-0.4的区间，在2022年底部区间曾触及-0.5，此间绝大部分时候公司的估值是低于或者等于板块。
- 2019年~2021年间，公司实施两次配股，第一次是在2019年5月公布预案，第二次是在2021年4月，募资金额分别为59亿和80亿。

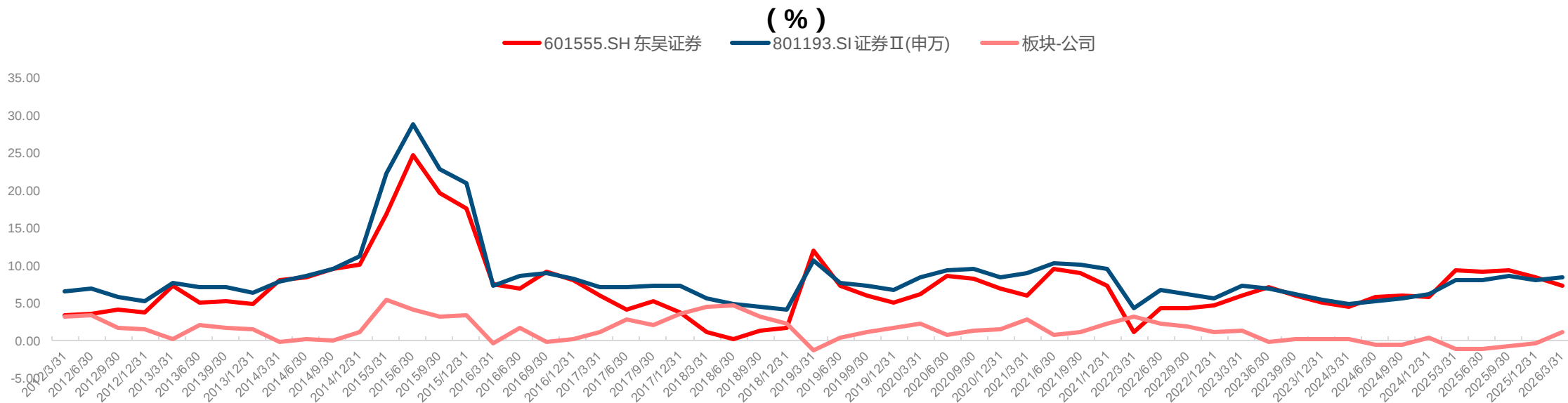
图：东吴证券与证券板块估值比较



1.3 基本面已经修复，但估值仍然滞后停留在折价状态

- 2017-2021年，受多次配股及行业周期对中小券商的压制，东吴证券年化ROE持续低于板块整体。五年间，东吴证券ROE为3.84%/1.75%/5.05%/6.99%/7.36%，证券板块7.37%/4.07%/6.76%/8.49%/9.59%，差距1.50%-3.50%，为其上市以来ROE与板块差值最大的区间之一。
- 但2023年下半年起，东吴证券ROE显著回升并逐步超越板块，显现重回高于行业整体的迹象，但PB估值仍较板块折价。

图：东吴证券与证券板块ROE比较



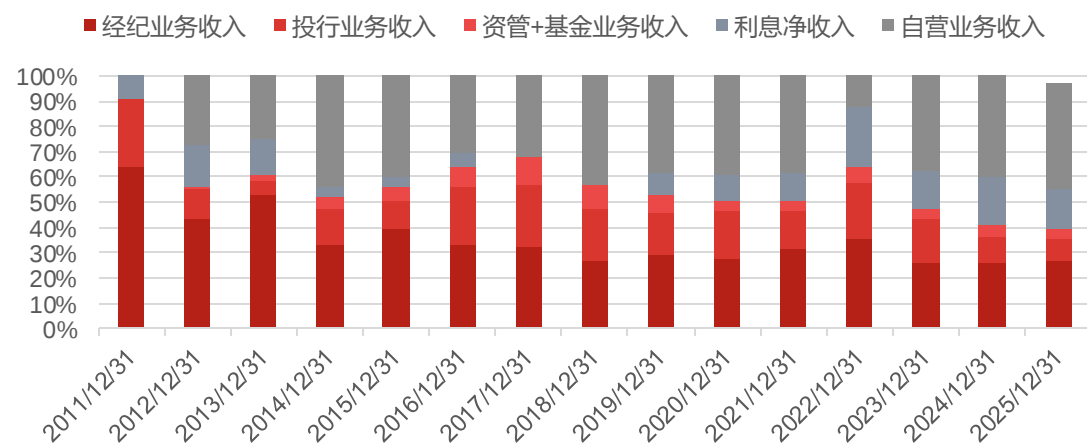
PART2

自营业务与股息率的预期差

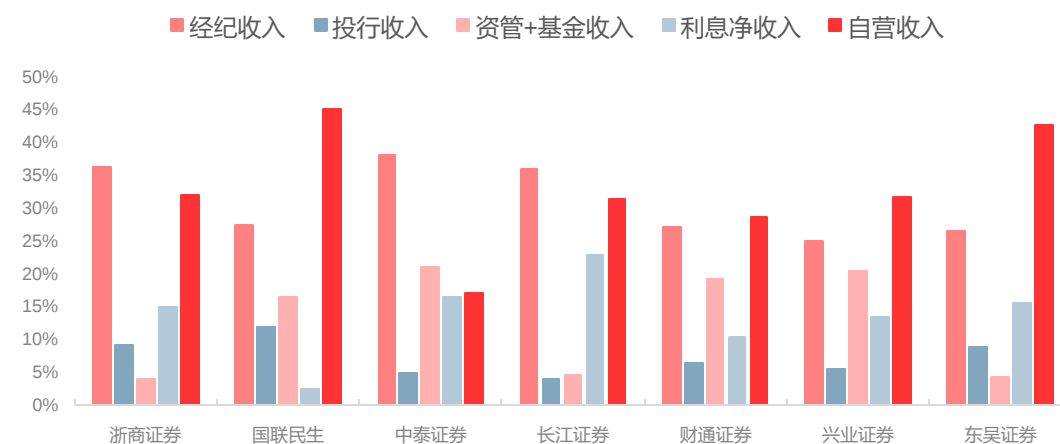
2.1 东吴证券的业务结构：自营占比高，资管、投行占比较低

- 2011年至2025年，东吴证券的收入结构发生转变。经纪业务收入占比从64%回落至27%，不再是公司最核心的收入来源；投行业务占比从2017年前后的23%左右收缩至2025年的9%。与此同时，自营业务收入占比从2011年持续攀升，2018年一度达到63%，2025年稳定在43%，成为公司第一大收入来源。资管与基金业务则长期保持在较低水平，2025年仅占4%。
- 将东吴证券与浙商、国联民生、中泰、长江、财通、兴业6家可比券商对比。2025年，东吴证券自营收入占比达到43%，在7家可比券商中仅次于国联民生的45%，处于同业最高水平区间；经纪、投行、利息净收入占比分别为27%、9%和15%，均处于可比券商中游水平。

图：2011~2025年东吴证券收入结构



图：2025年可比券商收入结构对比



2. 2重资本业务占比高确是估值折价的结构性原因

- 从三项反映核心能力差异的业务占比来看，2025年东吴证券重资本业务占比58%，居可比券商首位；大财富业务占比仅31%，排名末位。
- 从表观情况来看，东吴证券的业绩趋势高度依赖于市场贝塔和自营投资能力，是市场给予其较低估值的重要原因。

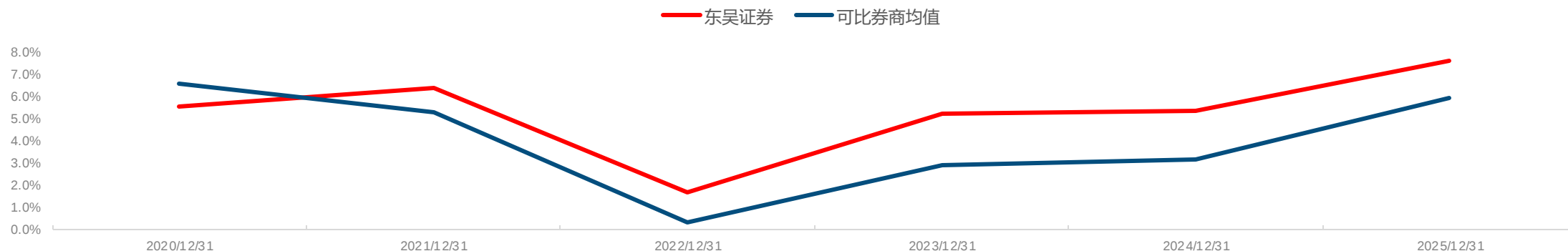
图：东吴证券业务结构

		大财富业务占比					投行手续费占比					重资本业务占比				
代码	公司	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31
601878.SH	浙商证券	15%	14%	16%	17%	40%	7%	5%	5%	5%	9%	15%	9%	10%	17%	46%
601456.SH	国联民生	25%	28%	32%	51%	38%	17%	18%	17%	13%	12%	54%	49%	45%	33%	47%
600918.SH	中泰证券	37%	46%	39%	50%	59%	10%	11%	11%	9%	5%	37%	19%	36%	28%	33%
000783.SZ	长江证券	49%	53%	43%	47%	39%	9%	13%	9%	5%	4%	34%	22%	32%	40%	54%
601108.SH	财通证券	43%	55%	42%	47%	46%	10%	9%	12%	8%	6%	33%	19%	35%	34%	39%
601377.SH	兴业证券	45%	55%	45%	34%	45%	7%	9%	10%	6%	5%	29%	22%	23%	34%	45%
601555.SH	东吴证券	26%	20%	16%	18%	31%	10%	11%	10%	6%	9%	36%	18%	29%	35%	58%

2.3但自营业务收益率的稳定性优于可比券商

- 2020年~2025年，东吴证券自营业务年化收益率均值为5.97%，在7家可比券商中排名第二，仅次于兴业证券的6.07%，高于浙商证券的4.07%、国联民生的4.25%和中泰证券的3.95%，显著优于长江证券的3.58%和财通证券的4.17%。
- 从单年数据看，东吴证券在2020年、2023年、2024年和2025年均录得5.2%以上的收益率，2025年达到7.6%、为可比券商中第二高水平，仅次于长江证券的12.6%。表明东吴证券的自营能力在大多数年份能够稳定贡献正向收益。
- 从波动性看，2020-2025年东吴证券自营收益率最高值为7.6%、最低值为1.7%，区间为5.9个百分点；东吴证券的收益率波动幅度处于中等水平，其自营业绩的稳定性实质上优于多数可比券商。

图：东吴证券与可比券商自营收益率



2. 4公司自营业务维持低风险偏好，重视OCI账户的稳健配置

- **东吴证券在权益市场的敞口非常克制，方向性风险偏好较低。** 权益类交易性金融资产占比五年间稳定在3%到5%之间、均值仅4.2%，标准差0.8个百分点，是7家可比券商中波动最低的；债券类占比均值47.2%，2025年末降至38%，与浙商证券43%、兴业证券36%处于同一区间，反映出东吴在传统债券投资上维持中性的配置力度。
- **东吴证券最大的差异化在于OCI账户。** 2021年至2025年，OCI账户资产占比从5%快速提升至22%，五年增长17个百分点，2025年水平为同业第一，远高于浙商证券12%、财通证券7%等可比券商。OCI账户是计入其他综合收益、不直接影响当期利润表的资产类别，配置OCI资产说明东吴将更多持仓划分到"以持有到期或长期持有"的目的，从而降低对净利润的波动冲击。

图：东吴证券权益类交易性金融资产占自营头寸比重

公司	权益类交易性金融资产占比				
	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31
浙商证券	8%	5%	9%	5%	4%
国联民生	4%	4%	9%	7%	4%
中泰证券	8%	9%	20%	18%	12%
长江证券	23%	28%	21%	25%	24%
财通证券	4%	3%	3%	2%	2%
兴业证券	19%	9%	15%	10%	4%
东吴证券	5%	4%	3%	5%	4%

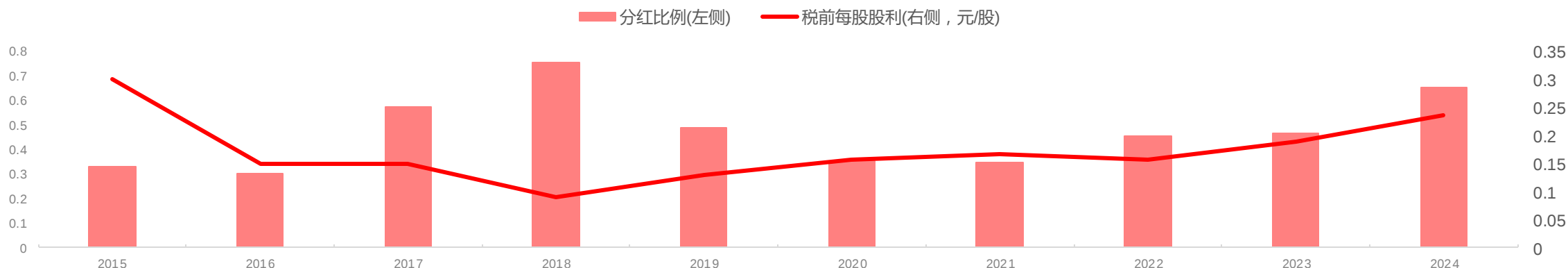
图：东吴证券权益类OCI资产占自营头寸比重

公司	权益OCI账户资产占比				
	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31
浙商证券	0%	0%	0%	5%	12%
国联民生	9%	8%	8%	12%	14%
中泰证券	6%	7%	5%	7%	17%
长江证券	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
财通证券	0%	0%	0%	2%	7%
兴业证券	0%	2%	3%	8%	20%
东吴证券	5%	10%	3%	14%	22%

2.5 稳健风格下，东吴证券的分红比例与DPS近年来稳步上升

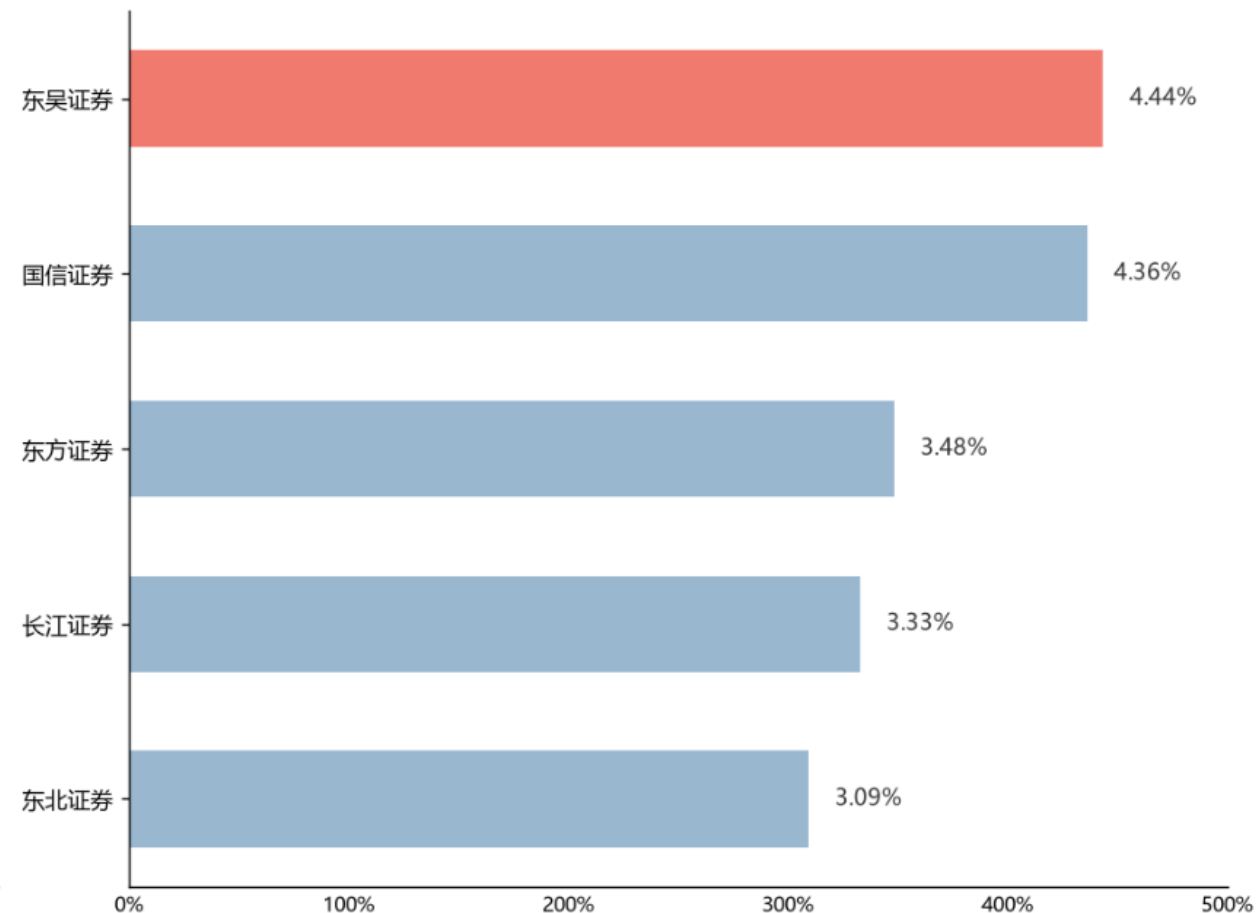
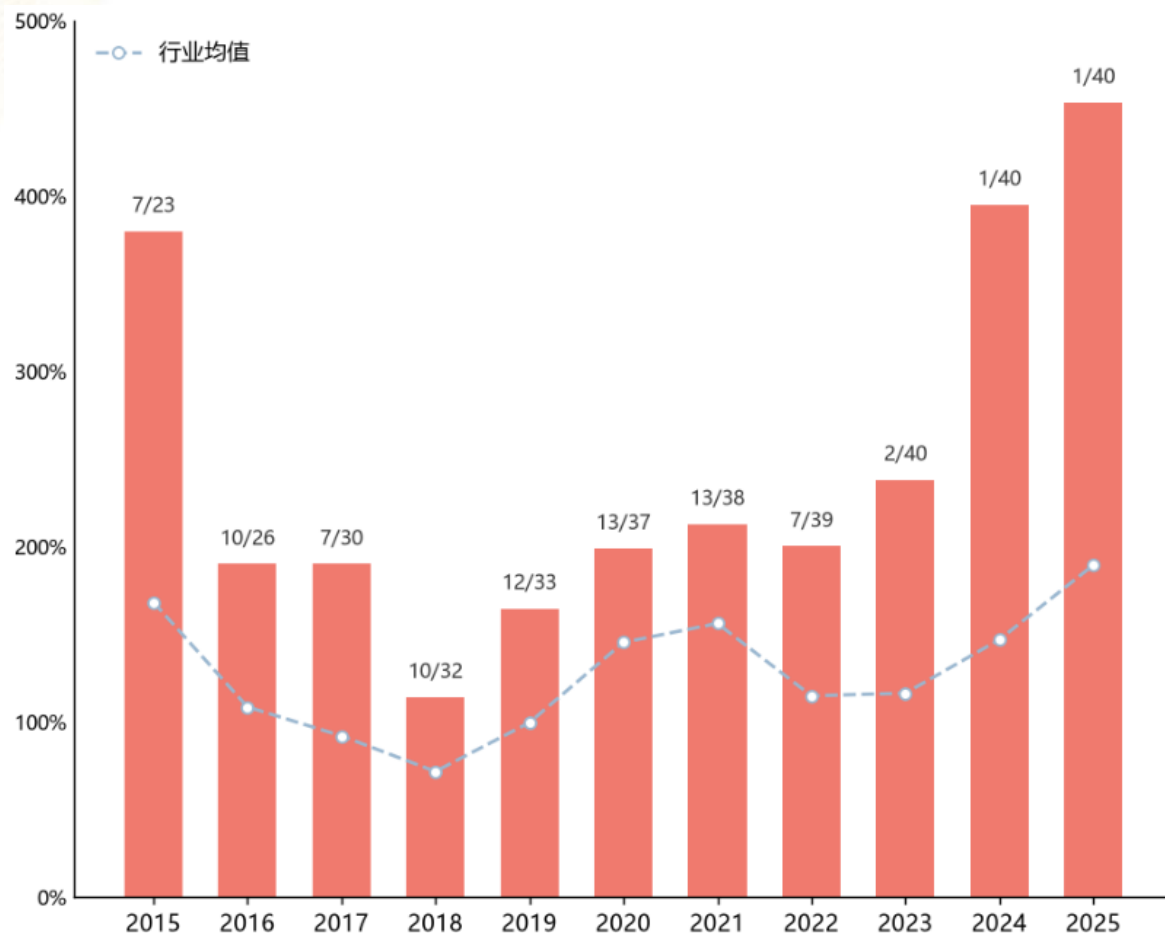
- **2022年以来，公司股息率从行业中游跃升至行业领先。** 2015-2021年间，东吴证券年度股息率长期处于上市券商中游偏后水平，2020年仅1.96%、在37家券商中排名第14。但自2022年起快速攀升，2022年升至第7/39，2023年以2.34%跃居第2/40，2024年以3.89%拿下第1/42，2025年进一步升至4.46%、蝉联43家上市券商首位，领先行业均值约2个百分点。从二十名开外到连续两年登顶，东吴的分红能力改善是上市券商中最突出的案例之一。
- 截至7月23日，东吴证券TTM股息率为4.44%，在43家上市券商中排名第1，高于第2名国信证券的4.39%和第3名东方证券的3.45%。自2024年底以来，东吴TTM股息率持续保持行业第1。在低利率环境下，4.44%的股息率已显著高于10年期国债收益率，与其当前低于1倍的PB(LF)估值之间，存在显著的估值预期差。

图：东吴证券现金分红比例与DPS



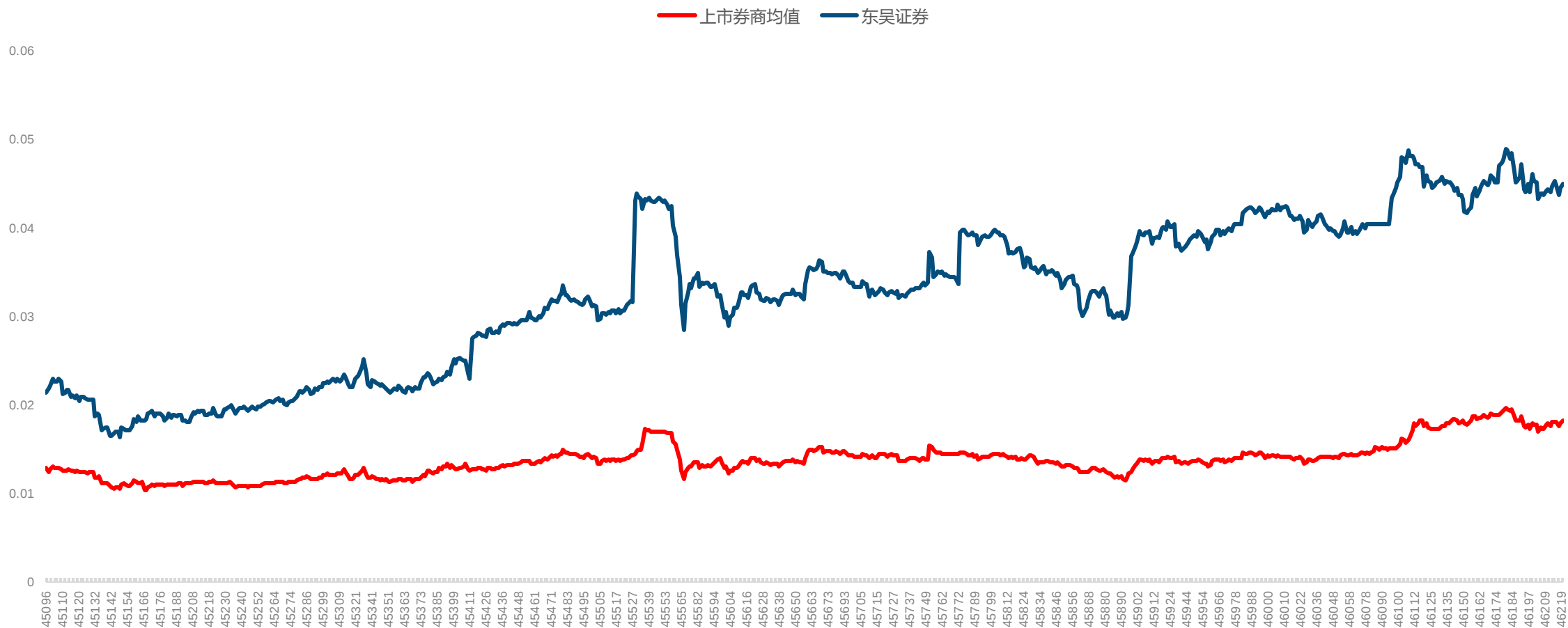
2.6 公司股息率已在上市券商中名列前茅

图：东吴证券股息率(左：年度股息率，右股息率ttm及其在上市券商中排名（截至7/23
日）



2.7 公司股息率 t_{tm} 远高于行业均值

图：东吴证券股息率 t_{tm} 与可比券商均值对比



PART3

并购效果的预期差

3.1 东吴证券有望即将实现对东海证券的并购

➤ 2026年3月1日，东吴证券与常州投资集团签署意向协议，3月13日董事会审议通过预案，6月2日，董事会审议通过草案，方案微调至收购83.68%股权，作价115.19亿元（股份对价107.86亿元+现金7.32亿元，发行价9.46元/股），标的100%股权评估值137.65亿元、增值率40.76%。6月中下旬，国资备案与批准、股东大会审议等程序完成，6月26日向上交所提交申报稿。尚需证监会股东资格核准、上交所审核通过及证监会注册同意。交易完成后东吴证券将持有东海证券83.68%股权，实控人仍为苏州国际发展集团。

表：东吴证券并购东海证券历程

序号	时间节点	事件/环节	具体内容	状态
1	2026/3/1	签署意向协议	东吴证券与常州投资集团有限公司签署《发行股份购买资产意向协议》，明确拟通过发行股份方式收购常投集团所持东海证券26.68%股权以获取控制权。	已完成
2	2026/3/2	停牌公告	东吴证券发布关于筹划重大事项的停牌公告，拟通过发行A股股份方式收购东海证券控制权，开市起停牌，预计停牌不超过10个交易日。	已完成
3	2026/3/13	预案披露（董事会第三十五次会议）	上市公司召开第四届董事会第三十五次（临时）会议，审议通过《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》。交易对方61名，拟收购东海证券83.77%股权。发行价9.46元/股。控股股东国发集团及一致行动人原则性同意本次交易。	已完成
4	—	交易对方内部授权/批准	各交易对方履行现阶段所必需的内部授权或批准程序。	已完成
5	—	标的资产评估备案	标的资产评估报告经有权国有资产监督管理部门备案/核准。以2025年12月31日为评估基准日，采用市场法，东海证券100%股权评估值为137.65亿元，增值率40.76%。	已完成
6	—	国资监管机构批准	本次交易经有权国资监管机构批准。	已完成
7	2026/6/2	草案披露（董事会第三十七次会议）	上市公司召开第四届董事会第三十七次（临时）会议，审议通过《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）》。交易对方由61名调整为60名（常州泰辰担保退出），标的股权由83.77%调整为83.68%，不构成重大调整。交易总价确定为115.19亿元（股份对价107.86亿元+现金对价7.32亿元），发行约11.40亿股。	已完成
8	—	股东大会审议通过	上市公司召开2026年第一次临时股东会，审议通过本次交易相关议案。	已完成
9	2026/6/26	申报稿提交	东吴证券向上交所提交《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（申报稿）》，独立财务顾问出具意见。本次交易正式进入监管审核阶段。	已完成
10	待定	证监会股东资格核准	本次交易所涉及的股东变更等事宜需经中国证监会有关部门核准。	进行中
11	待定	上交所审核	本次交易方案需经上交所审核通过。	进行中
12	待定	证监会注册同意	本次交易需经中国证监会同意注册后方可正式实施。	进行中
13	待定	交易实施	股份发行登记、标的股权过户、资产交割等。交易完成后东吴证券持有东海证券83.68%股权，成为控股子公司。控股股东、实际控制人仍为苏州国际发展集团有限公司，控制权不发生变化。	待实施

3.2 东吴证券与东海证券的财务指标对比

➤ 东吴证券总资产2,162亿、ROE8.4%，东海证券总资产629亿、ROE1.3%，两者规模差3倍但盈利效率差6倍。规模和效率的不对称结构，意味着东吴的产品能力输入到东海的渠道网络后，存在可观的效率提升空间。东吴证券156家网点密集覆盖苏州，东海证券则以常州为根据地，两者在苏锡常各自深耕一方，形成区位互补而非正面重叠。东吴在常州渗透较浅，东海的常州网点可为其提供现成的区域入口，在北上深等一线城市数量也可互相补强。

表：东吴证券vs东海证券的财务指标

	601555.SH 东吴证券	832970.NQ 东海证券
单位：亿元		
总资产	2,162	629
净资产	433	98
净资本	288	72
ROE(%)	8.4%	1.3%
营业收入	90	18
经纪业务收入	24	8
投行业务收入	8	1
资管业务收入	2	0.15
利息净收入	14	2
自营收入	38	5
业务及管理费率	47%	76%
归母净利润	36	1
净利率(%)	39%	7%

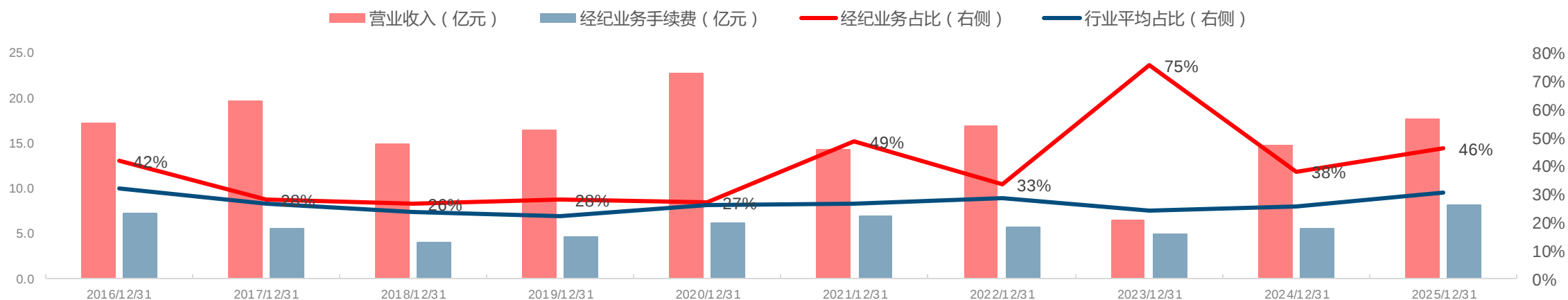
表：东吴证券vs东海证券的分支机构

	东吴证券	东海证券
分公司数量	29家	19家
营业部数量	127家	63家
江苏	94	24
浙江	21	5
上海	7	8
河南	1	15
广东	4	3
山东	3	5
福建	3	5
北京	3	2
辽宁	3	2
云南	3	1
海南	3	0
湖南	1	3
陕西	2	1

3.3 东海证券苏南区域客户基础扎实，与东吴证券形成有效互补

- 公司成立于1993年，前身为常州证券，目前在新三板挂牌，为常州市市属国有券商。公司立足苏南、深耕常州，在江苏设有24家营业部及若干分公司，常州地区网点密度较高。2025年常州市全体居民人均可支配收入68,295元，在江苏省13个地级市中排名第四，地处“苏锡常都市圈”经济发达板块，客户基础扎实。
- 截至2025年末，东海证券总资产629亿元、归母净资产98亿元、净资本72亿元，规模处于全国约150家券商中的中小型梯队。公司在全国共设有19家分公司和63家营业部，累计服务超365万户证券账户。2025年业务结构中，经纪业务手续费净收入占比46%、自营收入占比29%、利息净收入占比14%、投行及资管手续费合计占比约6%，经纪业务为最核心收入来源，与东吴证券业务体系互补性较强。

表：东海证券的营业收入及经纪业务收入占比



3.4 双方合并之后，整合效应有望逐步显现

➤ **东海证券2023-2025年营收从6.50亿修复至17.68亿，但2025年归母净利仅1.29亿、ROE仅1.33%，原因如下：**

- 1. 费用刚性，营收修复未能传导至利润。** 2025年业务及管理费13.45亿元，占营收76%。2023年营收仅6.50亿时费用率高达197%，亏损无法避免；营收修复至17.68亿后，费用率虽降至76%，但绝对值几乎没有下降。
- 2. 亏损业务板块侵蚀利润。** 2025年国际业务营收-2.31亿元，净亏损2.2亿元，截至年末，东海证券对境外子公司计提的减值准备余额累计已达9.55亿元
- 3. 历史包袱集中兑现。** 2025年8月，证监会对公司在金洲慈航项目中的违规行为处以没收业务收入1500万元、罚款4500万元，合计6000万元计入当期营业外支出。

➤ **东吴证券有望利用东海证券业务基础提升合并后集团整体盈利能力：**1) **激活经纪业务网络：**东海证券在常州地区具备较完善的渠道网络。东吴证券入主后，可将其在研究、资管等领域的业务能力导入该网络，通过提升存量客户资产的转化效率；2) **全面整合降本增效：**东海证券业务及管理费率显著高于东吴证券，合并之后客观上存在较大的费用优化空间。未来通过各业务环节效能提升，可有效压缩集团业务费用。

PART4

盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测—轻资产业务：并购带动经纪业务市场份额提升

- 预计2026-2028年公司营业收入分别为87.71亿元、113.11亿元、126.17亿元，同比增速分别为-2.9%、+29.0%、+11.5%。
- **经纪业务**：预计2026-2028年经纪业务手续费净收入分别为30.55亿元、42.31亿元、46.32亿元。核心假设为：沪深股基日均成交额31642亿元、30588亿元、26000亿元，同比分别+54.1%、-3.3%、-15.0%；公司股基市占率0.74%、1.04%、1.34%，2027年起市占率大幅提升的原因因为并购东海证券后市场份额合并；综合费率维持0.027%。
- **投行业务**：预计2026-2028年投资银行业务手续费净收入分别为9.62亿元、12.03亿元、15.03亿元。核心假设为：行业IPO募资同比增速为25.0%、20.0%、15.0%，行业债券发行金额同比增速20%、25%、25%；公司IPO募资市占率0.15%；公司债券募资市占率0.20%。
- **资管业务**：预计2026-2028年资产管理业务手续费净收入分别为2.00亿元、2.20亿元、2.42亿元。核心假设为：行业受托管理资金本金年均增长10%；公司管理规模市占率1.6%；综合费率0.18%。

4.2 盈利预测-重资产业务：并表资产规模扩大，增厚自营收益

- **利息净收入**：预计2026-2028年利息净收入分别为14.63亿元、17.05亿元、18.75亿元。核心假设：生息资产规模1590亿元、1820亿元、1930亿元；综合费率1.0%。
- **自营业务**：预计2026-2028年自营净收入分别为29.87亿元、38.45亿元、42.56亿元。核心假设：主要自营资产规模680亿元、750亿元、830亿元，其中交易性金融资产500亿元、550亿元、580亿元，其他权益工具投资180亿元、200亿元、250亿元；年化投资收益率5.0%、5.5%、5.5%。
- 预计2026-2028年管理费用率均为53%，管理费用分别为46.49亿元、59.95亿元、66.87亿元。总股本61.09亿股，EPS分别为0.51元、0.66元、0.74元，BPS分别为12.23元、12.76元、13.14元，ROE分别为4.18%、5.18%、5.63%。
- 预计2026-2028年归母净利润分别为31.26亿元、40.37亿元、45.22亿元，同比增速分别为-12.0%、+29.2%、+12.0%。

4.3 盈利预测简表

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	104.9	112.8	115.3	90.3	87.7	113.1	126.2
yoy	13%	8%	2%	-22%	-3%	29%	12%
1)经纪业务收入	18.2	16.4	17.9	23.9	30.5	42.3	46.3
yoy	-14%	-10%	9%	33%	28%	39%	9%
2)投行业务收入	11.3	10.8	7.0	8.0	9.6	12.0	15.0
yoy	17%	-4%	-35%	13%	21%	25%	25%
3)资管业务收入	2.0	1.1	1.7	2.0	2.0	2.2	2.4
yoy	44%	-45%	53%	17%	1%	10%	10%
4)利息净收入	12.1	9.6	13.0	13.9	14.6	17.1	18.8
yoy	67%	-20%	35%	7%	5%	17%	10%
5)自营净收入	6.4	23.5	27.3	38.4	29.9	38.5	42.6
yoy	-75%	267%	16%	40%	-22%	29%	11%
归母净利润	17.4	20.0	23.7	35.5	31.3	40.4	45.2
yoy	-27%	15%	18%	50%	-12%	29%	12%
EPS(元/股)	0.35	0.40	0.48	0.71	0.51	0.66	0.74
BPS	7.59	7.93	8.40	8.71	12.23	12.76	13.14
DPS	0.16	0.19	0.24	0.22	0.27	0.36	0.41

4. 4可比券商及东吴证券的万得一致预期估值

证券	可比	当前股价(元)	万得一致预测PE中位数			万得一致预测PB中位数		
代码	公司	2026/7/23	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601456.SH	国联民生	9.00	22.92	20.75	19.02	0.94	0.91	0.88
601878.SH	浙商证券	9.67	15.00	14.14	13.25	1.10	1.03	0.96
601108.SH	财通证券	8.57	13.23	12.27	11.14	0.99	0.94	0.88
600918.SH	中泰证券	5.66	26.23	24.15	22.33	0.98	0.95	0.93
000783.SZ	长江证券	9.01	11.27	10.40	9.55	1.30	1.20	1.10
601377.SH	兴业证券	6.22	16.15	14.26	13.01	0.85	0.81	0.78
--	平均值	--	17.47	15.99	14.72	1.03	0.97	0.92
601555.SH	东吴证券	8.07	10.59	9.58	8.60	0.88	0.84	0.80

4.5 估值分析

- 券商行业盈利规模与净资产规模高度相关、业绩波动较大、PB估值较PE估值更能反映不同券商之间业务结构与杠杆水平的差异，因此采用PB估值法。可比公司选取国联民生、浙商证券、财通证券、中泰证券、长江证券、兴业证券共六家，涵盖中型综合券商及长三角区域券商。
- 根据万得一致预测，可比公司2026-2028年PE中位数均值为17.47倍、15.99倍、14.72倍；PB中位数均值为1.03倍、0.97倍、0.92倍。其中PB水平差异较大，长江证券最高，三年分别为1.30倍、1.20倍、1.10倍；兴业证券最低，三年分别为0.85倍、0.81倍、0.78倍。整体看，可比公司PB估值在2026-2028年呈逐年下行趋势，反映市场对净资产增厚下估值倍数自然收敛的预期。
- 根据万得一致预测，东吴证券2026-2028年PE分别为10.59倍、9.58倍、8.60倍，PB分别为0.88倍、0.84倍、0.80倍。当前股价8.07元（截至2026/7/23日），PE与PB均显著低于可比公司均值，PB较可比均值分别折让14%、13%、13%。
- 预计2026-2028年公司BPS分别为12.23元、12.76元、13.14元。取可比公司PB均值作为目标PB，综合考虑公司基本面和板块资金面因素，预计公司未来6个月目标价格约为12.14元，维持“买入”评级。

风险提示

- **估值修复节奏不确定的风险。**报告认为东吴证券ROE领先但PB垫底的错配格局终将修正，但估值修复的触发时点取决于市场对券商股定价逻辑的切换节奏。若市场持续以自由流通市值占比和重资本业务结构作为估值锚，折价状态可能长期延续，修复进程慢于预期。
- **自营业务稳定性难以持续的风险。**报告指出东吴证券自营收益率稳定性优于同业，核心支撑在于权益方向性敞口极低、OCI账户占比高。若市场出现极端波动或信用风险事件，固收类持仓亦可能面临较大回撤；同时，公司若主动调整仓位结构、增加方向性敞口以追求更高收益，则收益率的波动性可能上升，低波动优势将被削弱。
- **并购整合效果不及预期的风险。**东海证券当前ROE偏低，存在费用刚性、境外业务亏损等历史包袱，东吴入主后导入投研能力与降本增效的实现路径存在执行层面的不确定性。此外，合并后客户资产转化效率的提升速度、区域网点整合的推进节奏、以及管理费用率能否如期从53%回落，均可能低于模型假设，从而影响经纪市占率提升与利润释放的节奏。

分析师介绍

赵然

赵然，中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师，中信金控智库专家。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和FOF研究，曾荣获Wind金牌分析师金融工程第2名，多次荣获Wind金融分析师非银金融第1名，多次新浪金麒麟非银金融菁英分析师第1名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

吴马涵旭

复旦大学硕士，资深分析师，主要覆盖证券业/监管政策/金融科技(支付/信贷/理财)/AIGC+金融等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk