

广发证券 (000776.SZ)

2023年03月31日

公募业务保持领先地位，场外衍生品发力

——广发证券 2022 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

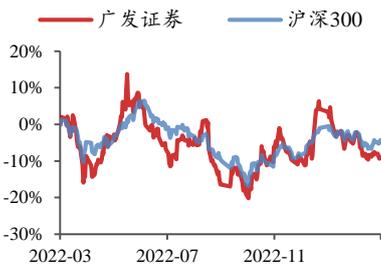
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/3/30
当前股价(元)	15.55
一年最高最低(元)	20.85/13.13
总市值(亿元)	1,185.08
流通市值(亿元)	920.45
总股本(亿股)	76.21
流通股本(亿股)	59.19
近3个月换手率(%)	67.3

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公募 AUM 保持领先优势，投资收益拖累业绩——广发证券 2022 年 3 季报点评》-2022.10.29

《旗下公募基金保持领先地位，投行业务有所复苏——广发证券 2022 年中报点评》-2022.8.31

《公募基金保持领先优势，机构业务有望贡献增量——广发证券 2022 年一季报点评》-2022.4.30

● 公募业务保持领先地位，场外衍生品发力，维持“买入”评级

2022 年公司营业总收入/归母净利润为 251/79 亿元，同比-27%/ -27%，ROE 7.23%，较 2021 年-3.44pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.81 倍，较年初+15%，业绩好于我们预期。2022 年公司大财富管理线条（广发基金+易方达基金+广发资管+代销）利润贡献预计 26 亿，同比-20%，规模同比承压造成业绩下降，利润贡献 32%。我们下调 2023-2024 年交易量假设，下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 98.0/128.7 亿（调前 103.8/136.5 亿），新增 2025 年归母净利润预测 156.5 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 为 1.3/1.7/2.1 元。公司旗下头部基金公司资产具有稀缺性，投行复苏明显，场外衍生品业务发力，看好公司 2023 年各业务改善，当前股价对应 2023-2025 年 PB 0.9/0.9/0.8 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

● 旗下基金保持行业领先地位，广发资管业务规模和利润同比下降

(1) 2022 年广发基金营收/净利润 84/21 亿元，同比-10%/ -18%，ROE 22%，利润贡献达 15%。根据 Wind 数据，期末非货/偏股 AUM 6741/3840 亿，同比+1%/ -17%，市占率 4.33%/5.14%，较年初+0.17/ -0.20pct，行业排名第 3/3 名。(2) 2022 年易方达营收/净利润 139/38 亿元，同比-4%/ -15%，ROE 28%，利润贡献 11%；期末非货/偏股 AUM 9760/5627 亿，同比-18%/ -13%，市占率 6.27%/7.53%，较年初 -1.13/+0.01pct，行业排名第 1/1 名。(3) 2022 年广发资管营收/净利润 6.5/1.3 亿，同比-15%/ -33%，期末资管规模 2711 亿，同比-45%。

● 投行业务复苏，自营投资拖累业绩，场外衍生品业务发力

(1) 经纪：2022 年经纪业务收入 64 亿，同比-20%，主要受市场活跃度同比下降影响，股基成交额市占率 4.03%，较 2021 年+0.16pct，代销收入 7.8 亿元，同比-29%，代销非货基保有规模排名行业第 3。(2) 投行：2022 年投行业务收入 6 亿，同比+41%，完成股权融资承销规模 184 亿元(2021 为 14 亿)，债券承销规模 1421 亿元(2021 为 310 亿)。(3) 2022 年自营投资收益 12.7 亿，同比-78%，投资收益率 0.88%。期末金融资产规模为 1612 亿，同比+28%。场外衍生品业务明显发力，公司作为一级交易商于 2022 年柜台市场新发产品 1.5 万只，新发规模 4055 亿，同比+123%，期末产品市值 1719 亿，同比+85%，场外业务应收保证金同比+694%。

● 风险提示：市场波动风险；财富管理、资产管理增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,250	25,132	30,632	37,623	44,770
YOY(%)	17.5	-26.6	21.9	22.8	19.0
归母净利润(百万元)	10,854	7,929	9,799	12,872	15,647
YOY(%)	8.1	-26.9	23.6	31.4	21.6
毛利率(%)	43.9	41.6	43.5	47.6	48.6
净利率(%)	31.7	31.6	32.0	34.2	35.0
ROE(%)	10.6	7.0	7.9	9.8	11.0
EPS(摊薄/元)	1.42	1.04	1.29	1.69	2.05
P/E(倍)	10.9	14.9	12.1	9.2	7.6
P/B(倍)	1.1	1.0	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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	395,033	433,563	498,248	568,394	624,835
现金	119,313	129,176	151,919	177,219	185,478
应收票据及应收账款	4,893	13,772	11,405	11,271	10,807
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	270,827	290,614	334,924	379,904	428,550
非流动资产	140,822	183,694	212,503	254,690	298,436
长期投资	8,248	8,744	9,584	10,711	12,114
固定资产	2,967	2,833	2,913	2,993	3,073
无形资产	1,490	1,546	1,586	1,626	1,666
其他非流动资产	128,117	170,570	198,420	239,360	281,582
资产总计	535,855	617,256	710,752	823,084	923,270
流动负债	267,251	359,407	421,897	487,994	556,843
短期借款	917	4,492	5,839	7,591	9,868
应付票据及应付账款	7,074	21,809	22,609	23,409	24,209
其他流动负债	259,260	333,106	393,449	456,995	522,766
非流动负债	157,803	133,057	156,654	193,081	212,846
长期借款	139,022	115,887	139,142	173,924	191,325
其他非流动负债	18,782	17,170	17,512	19,158	21,521
负债合计	425,054	492,463	578,551	681,076	769,689
少数股东权益	4,177	4,647	4,923	5,288	5,719
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
资本公积	31,284	31,286	31,286	31,286	31,286
留存收益	39,232	40,019	40,999	42,286	43,851
归属母公司股东权益	106,625	120,146	127,277	136,720	147,862
负债和股东权益	535,855	617,256	710,752	823,084	923,270

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-27323	50022	52945	61493	69707
净利润	12055	8898	10996	14445	17559
折旧摊销	475	511	611	711	811
财务费用	1928	2070	0	0	0
投资损失	-2418	-1499	-1599	-1699	-1799
营运资金变动	13026	74455	79455	84455	89455
其他经营现金流	-52454	-36619	-36519	-36419	-36319
投资活动现金流	21240	-31401	-31201	-31001	-30801
资本支出	-664	-716	-716	-716	-716
长期投资	16116	-34348	-34248	-34148	-34048
其他投资现金流	5788	3662	3762	3862	3962
筹资活动现金流	31019	-11168	-7448	-7248	-7048
短期借款	-49629	-84809	-84709	-84609	-84509
长期借款	96880	66964	67064	67164	67264
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1000	9998	9998	9998	9998
其他筹资现金流	-17233	-3320	200	200	200
现金净增加额	24770	8062	-13780	10506	-8309

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,250	25,132	30,632	37,623	44,770
营业成本	19,225	14,684	17,322	19,713	23,002
营业税金及附加	223	175	214	263	314
营业费用	6	7	8	8	8
管理费用	15,961	13,809	15,589	17,748	20,716
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	981	(372)	300	300	360
其他收益	6	7	8	8	8
公允价值变动收益	407	(2,183)	-0	-0	-0
投资净收益	6,817	4,383	6,950	9,735	12,411
资产处置收益	35	35	35	35	35
营业利润	15,025	10,448	13,310	17,909	21,769
营业外收入	8	3	15	18	22
营业外支出	69	63	77	94	112
利润总额	15,025	10,448	13,310	17,909	21,769
所得税	2,909	1,490	2,252	3,388	4,119
净利润	12,055	8,898	10,996	14,445	17,559
少数股东损益	1,201	969	1,197	1,573	1,912
归属母公司净利润	10,854	7,929	9,799	12,872	15,647
EBITDA	15500	10959	13922	18620	21769
EPS(元)	1.42	1.04	1.29	1.69	2.05

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	-26.6	21.9	22.8	19.0
营业利润(%)	10.2	-30.5	27.4	34.6	21.5
归属于母公司净利润(%)	8.1	-26.9	23.6	31.4	21.6
获利能力					
毛利率(%)	43.9	41.6	43.5	47.6	48.6
净利率(%)	31.7	31.6	32.0	34.2	35.0
ROE(%)	10.6	7.0	7.9	9.8	11.0
ROIC(%)	4.8	3.6	4.0	4.5	4.9
偿债能力					
资产负债率(%)	79.3	79.8	81.4	82.7	83.4
净负债比率(%)	2.4	2.5	2.9	3.3	3.5
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	6.9	4.4	4.6	4.9	5.1
应收账款周转率	825.6	269.3	243.3	331.8	405.6
应付账款周转率	397.2	101.7	78.0	85.7	96.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.04	1.29	1.69	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.59	6.56	6.95	8.07	9.15
每股净资产(最新摊薄)	13.99	15.76	16.70	17.94	19.40
估值比率					
P/E	10.9	14.9	12.1	9.2	7.6
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	40.9	63.2	57.5	48.4	41.0

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