

## 广发证券 (000776.SZ)

## 自营驱动盈利改善，估值具有安全边际

2023年05月01日

——广发证券 2023 一季报点评

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	2023/4/28
当前股价(元)	15.34
一年最高最低(元)	20.85/13.13
总市值(亿元)	1,169.07
流通市值(亿元)	908.02
总股本(亿股)	76.21
流通股本(亿股)	59.19
近3个月换手率(%)	61.68

### ● 自营驱动盈利改善，估值具有安全边际，维持“买入”评级

2023Q1 公司营业总收入/归母净利润为 64.8/21.6 亿元，同比+36%/+66%，年化加权平均 ROE 7.48%，同比+2.60pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.13 倍，较年初+7%，业绩略低于预期，主因资管业务收入略低于预期，管理费用略高于预期。一季度自营投资收益明显改善，驱动盈利同比高增。考虑到资管收入略低于预期，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 93/120/142 亿（调前 98/129/137 亿），同比+17%/+29%/+18%，EPS 为 1.2/1.6/1.9 元。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，利润贡献 32%，同比+3pct，公司旗下头部基金公司资产具有稀缺性，利润贡献相对稳健。2023 年权益市场向好驱动自营投资收益率改善，利好公司盈利改善。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，易方达基金 AUM 市占率进一步提升

（1）公司资管业务收入 20.9 亿元，同比-11%，预计主要为广发基金和广发资管贡献。期末广发基金非货/偏股 AUM(Wind 口径) 6667/3769 亿，环比-1%/-2%，同比+6%/-6%，市占率 4.32%/5.27%，环比-0.09/-0.18pct，行业排名第 3/第 3 名。（2）公司对联营和合营企业投资收益 2.5 亿，同比+235%。期末易方达非货/偏股 AUM(Wind 口径) 10050/5840 亿，环比+3%/+4%，同比-7%/+4%，市占率 6.51%/8.17%，环比+0.13/+0.17pct，行业排名第 1/第 1 名。

### ● 自营投资规模高增，管理费同比高增

（1）2023Q1 公司经纪业务净收入 14.5 亿，同比-12%，环比+1%。2023Q1 市场日均股票成交额 8789 亿，同比-12.8%，环比+4.8%，新发权益类基金 935 亿，同比-40%，环比+30%。投行业务收入 1.0 亿，同比-33%。（2）公司自营投资收益 14.7 亿，同比扭亏转盈，年化自营投资收益率 3.2%。期末金融资产规模为 2131 亿，同比+34%，环比+32%，系期末债券及基金等投资规模增加所致。2023Q1 公司利息净收入 9.4 亿，同比-5%，两融市占率 5.68%，环比-0.05pct。（3）管理费用 36.2 亿，同比+41%，占调整后营收 56.3%，同比-3.1pct。

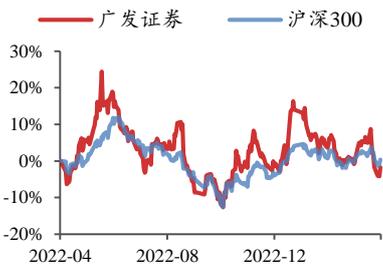
### ● 风险提示：市场波动风险；财富管理、资产管理增长不及预期，投行业务风险。

### 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	28,759	34,335	39,834
YOY(%)	17.5	-26.6	14.4	19.4	16.0
归母净利润(百万元)	10,854	7,929	9,296	12,015	14,215
YOY(%)	8.1	-26.9	17.2	29.2	18.3
毛利率(%)	43.9	41.6	43.9	48.7	49.6
净利率(%)	31.7	31.6	32.3	35.0	35.7
ROE(%)	10.6	7.0	7.5	9.2	10.1
EPS(摊薄/元)	1.42	1.04	1.22	1.58	1.87
P/E(倍)	10.8	14.7	12.6	9.7	8.2
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

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《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》-2023.3.31

《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

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	395,033	433,563	507,588	567,430	637,005
现金	119,313	129,176	145,088	157,874	178,287
应收票据及应收账款	4,893	13,772	9,865	10,830	8,814
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	352,634	398,726	449,904
<b>非流动资产</b>	140,822	183,694	212,354	254,540	298,286
长期投资	8,248	8,744	9,574	10,701	12,104
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	198,281	239,220	281,443
<b>资产总计</b>	535,855	617,256	719,941	821,970	935,290
<b>流动负债</b>	267,251	359,407	437,345	502,606	571,703
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	408,897	471,607	537,626
<b>非流动负债</b>	157,803	133,057	150,751	178,407	212,220
长期借款	139,022	115,887	133,348	160,017	192,021
其他非流动负债	18,782	17,170	17,403	18,390	20,200
<b>负债合计</b>	425,054	492,463	588,096	681,014	783,924
少数股东权益	4,177	4,647	5,071	5,421	5,821
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	40,949	42,150	43,572
<b>归属母公司股东权益</b>	106,625	120,146	126,774	135,535	145,545
<b>负债和股东权益</b>	535,855	617,256	719,941	821,970	935,290

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-27323	50022	52380	60531	68100
净利润	12055	8898	10432	13482	15952
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
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	24770	8062	-20611	-2007	3844

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	34,250	25,132	28,759	34,335	39,834
营业成本	19,225	14,684	16,131	17,619	20,057
营业税金及附加	223	175	206	246	286
营业费用	6	7	8	8	8
管理费用	15,961	13,809	15,301	16,585	18,851
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)	200	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	7,443	10,297	11,998
资产处置收益	35	35	35	35	35
<b>营业利润</b>	15,025	10,448	12,628	16,716	19,776
营业外收入	8	3	14	17	20
营业外支出	69	63	74	88	102
<b>利润总额</b>	15,025	10,448	12,628	16,716	19,776
所得税	2,909	1,490	2,137	3,163	3,742
<b>净利润</b>	12,055	8,898	10,432	13,482	15,952
少数股东损益	1,201	969	1,136	1,468	1,737
<b>归属母公司净利润</b>	10,854	7,929	9,296	12,015	14,215
EBITDA	15500	10959	13239	17427	19776
EPS(元)	1.42	1.04	1.22	1.58	1.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.5	-26.6	14.4	19.4	16.0
营业利润(%)	10.2	-30.5	20.9	32.4	18.3
归属于母公司净利润(%)	8.1	-26.9	17.2	29.2	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.9	41.6	43.9	48.7	49.6
净利率(%)	31.7	31.6	32.3	35.0	35.7
ROE(%)	10.6	7.0	7.5	9.2	10.1
ROIC(%)	4.8	3.6	3.8	4.4	4.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.3	79.8	81.7	82.9	83.8
净负债比率(%)	2.4	2.5	2.9	3.3	3.6
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	6.9	4.4	4.3	4.5	4.5
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	72.6	76.6	84.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.04	1.22	1.58	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.59	6.56	6.87	7.94	8.94
每股净资产(最新摊薄)	13.99	15.76	16.63	17.78	19.10
<b>估值比率</b>					
P/E	10.8	14.7	12.6	9.7	8.2
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	40.8	63.1	61.6	52.7	46.2

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