

广发证券 (000776)

2023 年中报点评: 产品完善+借力科技, 继续看好公司财富管理业务!

买入 (维持)

2023 年 09 月 01 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	25,132	26,985	30,553	33,931
同比	-26.62%	7.37%	13.22%	11.06%
归属母公司净利润 (百万元)	7,929	8,480	9,996	11,452
同比	-26.95%	6.95%	17.87%	14.57%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.04	1.11	1.31	1.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.47	13.53	11.48	10.02

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **2023 年中报业绩相对稳健:** 公司发布 2023 半年报, 实现营业收入 132 亿元, 同比+4.20%; 归母净利润 45 亿元, 同比+8.11%。1) **自营业务表现亮眼:** 23H1, 上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为+3.65%/-5.61%/-0.75%, 市场较 22H1 回暖, 推动公司投资收益、公允价值变动收益增长, 自营业务收入同比+293%至 26 亿元 (占比营收 19%); 2) **市场交投活跃度恢复较慢, 泛财富管理业务收入下滑。** 公司资管及基金管理业务收入同比-5%至 42 亿元 (占比营收 32%); 经纪业务收入同比-7%至 30 亿元 (占比营收 23%)。

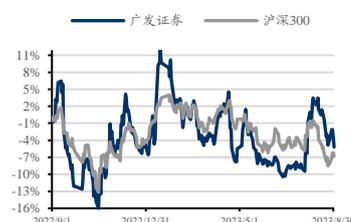
■ **积极开拓财富管理海外版图, 完善财富管理链条:** 2023 年 6 月 1 日, 广发证券发布公告称旗下子公司广发控股拟以低于 10 亿元人民币的总对价购买惠理集团不超过 3.69 亿普通股 (20.20%股份), 交易价格为 3 港币/股, 对应惠理集团 PB (LF) 1.22 倍。1) **长期利率下行趋势叠加资管新规保本理财退出市场“固收+”产品正在不断承接投资需求, 成为低风险偏好资金的布局焦点。** 2) **广发主动管理优势突出, 借助惠理补足被动基金产品体系。** 广发当前资管优势为易方达和汇添富, 偏主动权益类, 惠理集团 2022 年完成发行惠理中国 A 股 ETF (马来西亚发行)、新兴市场网络与电商 ETF (港交所上市), 未来将在大湾区推广一款固定收益产品及两只中低风险固定收益产品, 持续丰富“固收+”及 ETF 产品类别。3) **大湾区经济赋能客群优势, 人民币-港币双柜台模式有望增加港股投资机会。** 我们预计广发将借助惠理长期深耕于香港市场积累的财富管理品牌优势和优质客户群体, 提前布局港股市场。

■ **财富管理链条布局具前瞻性, 专有 app 直击 Z 世代投资痛点:** 1) **运用科技提升财富管理效率。** 公司为首家与百度“文心一言”大模型合作的券商, 未来将继续加大金融科技投入, 持续提升公司金融科技与业务深度融合及数字化水平。2) **“广发元始股 APP”正式上架应用市场。** 该款 App 把握历史机遇, 围绕年轻人的理财诉求, 实现了一键生成股单、股单广场、“Z 投顾天团”、年轻化投顾聊天室等一系列创新, 旨在帮助年轻人完成场内投资, 共同分享企业成长盈利的财富硕果。人数超过 2 亿、潜力巨大的年轻用户群体, 是证券行业必须抓住的核心客群, 如何服务好他们是关系到证券公司能否基业长青的重要命题。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司整体业绩复苏, 资本市场改革持续优化, 政策利好推动证券行业高质量发展, 广发通过产品创新升级拉拢 Z 世代客户群体, 投资收购惠理集团开拓海外资管业务, 有望抓住机遇突破发展, 但当前经济环境仍在恢复, 交投不活跃可能影响公司资管及证券业务, 因此我们下调对公司的盈利预测, 预计 2023-2025 年的归母净利润为 85/100/115 亿元 (前值为 99/112/131 亿元), 当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 0.95/0.92/0.86 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 监管趋严抑制行业创新、行业竞争加剧、经营管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.06
一年最低/最高价	13.13/18.25
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	89,144.53
总市值(百万元)	114,773.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.55
资产负债率(% ,LF)	79.67
总股本(百万股)	7,621.09
流通 A 股(百万股)	5,919.29

相关研究

《广发证券(000776): 2023 一季报点评: 泛财富管理业务短期承压, 仍为公司业绩重要支撑点》
2023-04-29

《广发证券(000776): 2022 年报点评: 市场波动影响公司业绩, 财富管理仍为推荐主逻辑》
2023-03-31

内容目录

1. 2023 年中报业绩相对稳健	4
2. 拟收购惠理集团 20.20% 股权，助力海外资管业务布局	4
3. “广发元始股 APP”正式上线，开辟 Z 世代投资蓝海市场	6
4. 盈利预测与投资评级	8
5. 风险提示	9

图表目录

图 1: 2011-2022 惠理集团管理资产规模	5
图 2: 2021-2022 惠理集团全球客户群	5
图 3: 广发元始股 APP 界面示意图	7
图 4: 蚂蚁财富 APP 界面示意图	8
图 5: 广发证券财务预测表 (截至 2023 年 8 月 31 日收盘)	10

1. 2023 年中报业绩相对稳健

公司发布 2023 半年报，实现营业收入 132 亿元，同比+4.20%；归母净利润 45 亿元，同比+8.11%；归母净资产 1,181 亿元，较年初+12.68%。

自营业务表现亮眼，资本中介业务有所下滑。1) **市场逐步回暖，自营业务表现亮眼。**2023 上半年，上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为+3.65%/-5.61%/-0.75%，市场较 2022 上半年回暖，推动公司投资收益、公允价值变动收益增长，自营业务收入同比+293%至 26 亿元（占比营收 19%）。2) **利息支出增加，资本中介业务短期下滑。**截至 2023 年 6 月末，市场两融余额较 2022 年末+3%至 1.59 万亿元；公司两融余额+3%至 854 亿元，市占率下滑 0.01pct 至 5.38%；公司利息净收入同比-15%至 17 亿元（占比营收 13%），主要系卖出回购金融资产款利息支出增加。

市场交投活跃度恢复较慢，泛财富管理业务收入下滑。1) **预计业务规模缩减，影响资管业务收入下滑。**2023 上半年基金市场整体赎回情绪较强，据 Wind，23H1 新发基金份额同比-22%至 5286 亿份，公司资管及基金管理业务收入同比-5%至 42 亿元（占比营收 32%），我们预计资管业务收入下滑，主要系公司资管净值规模降低所致（2023H1 公司资管净值合计规模-20%至 2161 亿元）。2) **市场成交量恢复较慢，影响经纪业务收入下滑。**2023H1 市场日均股基成交额同比+1%至 10,550 亿元，市场交投活跃度恢复较慢，公司经纪业务收入同比-7%至 30 亿元（占比营收 23%）。3) **发挥协同优势，投行业务逆势增长。**据 Wind，2023H1 市场 IPO/再融资/债承规模分别同比-33%/+7%/-4%至 2,097/4,246/135,250 亿元，市场出现波动，但广发发挥集团综合化金融平台优势，加强协同联动，公司 IPO/再融资/债承规模同比+45.21%/+0.18%/+97.70%至 20/61/926 亿元，表现优于市场，投行业务收入同比+8%至 3 亿元（占比营收 2%）。

2. 拟收购惠理集团 20.20%股权，助力海外资管业务布局

2023 年 6 月 1 日，广发证券发布公告称旗下子公司广发控股拟以低于 10 亿元人民币的总对价购买惠理集团不超过 3.69 亿普通股（20.20%股份），交易价格为 3 港币/股，对应惠理集团 PB（LF）1.22 倍。

告别往日辉煌，惠理集团自营亏损致 2022 业绩承压。惠理集团成立于 1993 年，是港交所上市的第一家独立资产管理公司，是亚洲最大的独立资产管理公司之一，长期深耕于大中华区，专注价值投资，是香港本土首屈一指的精品资管品牌。惠理集团的创始人谢清海，被称为“香港巴菲特”，曾为一名财经记者，其经历富有传奇色彩。公司资产管理规模在 2027 年达到巅峰 166 亿美元，但近 6 年资管规模呈现出逐年下滑的趋势，2022 年公司的资管规模已经萎缩到 61 亿美元。2022 年公司实现营业收入 5.85 亿港元，同比下降 53.01%，自营投资失败导致归母净利润亏损 5.44 亿港元，同比止盈转亏。2022

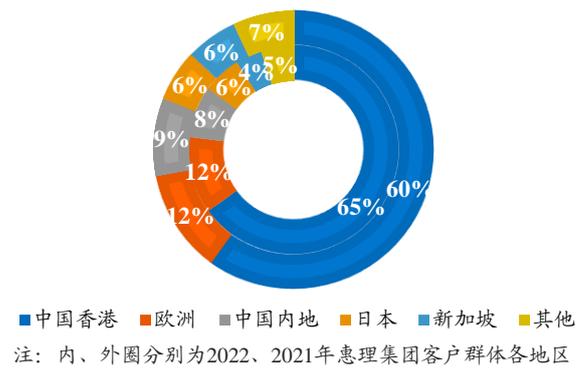
年惠理集团客户 AUM 地区分布在中国香港/欧洲/中国内地/日本/新加坡/其他的比例为 65%/12%/8%/6%/4%/5%，境外客群优势显著。考虑此次交易后，广发证券将有望对惠理集团施加影响，且受 2022 年市场行情显著下行，惠理集团当年出现亏损的影响，当前估值基本处于历史低位，此次收购价较为合理。广发证券低价收购惠理集团，对于其海外版图的扩展具有事半功倍的效果。

图1: 2011-2022 惠理集团管理资产规模



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 2021-2022 惠理集团全球客户群



数据来源: 惠理集团官网, 东吴证券研究所

“固收+”是当前市场环境下稳健投资者的理财“新风尚”。1) 居民稳健投资需求旺盛。根据《中国银行业理财市场报告(2022年)》,截至2022年底,风险等级为二级(中低)及以下的理财产品存续规模为24.54万亿元,占比88.73%,同比增加5.76%,远超其他风险等级产品,投资者整体风格仍相对保守。2) 长期利率下行趋势叠加资管新规促进“固收+”产品发展。近年来受地缘政治和新冠疫情的影响,我国经济下行压力不断加大,面临着需求收缩、供给冲击、预期转移三重压力挑战,银行理财产品收益率不断走低,对投资者的吸引力有所减弱。同时,随着长期利率下行趋势和资管新规的持续推进,保本理财退出市场,寻求高收益资产成为摆在稳健投资者面前的难题,“固收+”产品正在不断承接投资需求,成为低风险偏好资金的布局焦点。截至2022年底,固收类产品存续规模为26.13万亿元,占全部理财产品存续规模的比例高达94.5%,同比增长2.16%。

广发当前资管优势为易方达和汇添富,偏主动权益类,惠理将补足广发固收类、被动基金领域。1) 广发主动管理能力持续提升,收益领先同业。广发证券持股两大公募龙头——易方达及广发基金(持股比例分别达22.65%/54.53%)。作为一家以主动权益起家的综合性基金管理公司,广发基金旗下有9只主动权益基金连续三年(2020-2022)跑赢万得偏股混合型基金指数,有5只基金连续四年(2019-2022)跑赢该指数。据wind数据显示,截至2022年底,易方达旗下管理的主动权益基金规模达到4108.31亿元,是目前唯一一家主动权益基金规模超过4000亿元的基金公司,具备较为明显的优势。2) 借助惠理补足账户短板,完善固收类及ETF产品体系。惠理集团产品以股票型为主,

2022 年产品结构为绝对回报偏持仓基金/固收基金/多元资产基金/ETF/另类投资基金，分别占比 73%/13%/7%/4%/3%。2022 年完成发行惠理中国 A 股 ETF（马来西亚发行）、新兴市场网络与电商 ETF（港交所上市），未来将在大湾区推广一款固定收益产品及两只中低风险固定收益产品，持续丰富“固收+”及 ETF 产品类别。此次收购惠理集团，可以完善广发固收和 ETF 产品体系，更好的满足当前市场环境下投资者的稳健投资需求，进而拓展资管业务边界。

大湾区经济优势赋能客群财富，双柜台模式有望提升港股流动性。1) 大湾区内高净值人群聚集，财富管理需求旺盛。内地经济蓬勃发展叠加粤港澳大湾区的利好政策，促使粤港澳大湾区成为高净值人群最多的区域之一，拥有大批优质的潜在客户，对境外的资产管理服务需求很大，预计公司未来业务发展将充分受益于区域内经济增长。2) **双柜台模式下港股流动性有望增加，广发借助惠理在香港的客群及业务优势，可以提前布局港股市场。**2023 年 6 月 19 日港交所正式推出“人民币-港币双柜台模式”，相对宽松的政策可能会提升港股流动性，沪深港通正不断加速内地与香港金融市场间的互通，A 股与港股权益投资机会增加。作为权益市场产业链上的惠理集团，在市场向好背景下，其基金管理费、表现费收入可观，香港与内地资本市场不断互联互通，惠理集团投资机会增加。同时惠理集团长期深耕于港股市场，在香港本地具有较高的财富管理品牌效应以及大批优质的高净值客户群体，此次收购有助于公司进一步捕捉大湾区的金融发展机遇，增强公司境外资产管理业务的竞争能力，提升公司国际化水平，为公司业务开展提供广泛的市场触角，抢占未来财富管理市场发展先机。增强财富管理品牌效应。对于惠理集团，此次股权出售将有利于公司在内地和香港地区的长远发展，并且广发证券能够为惠理集团的客户提供更好的投资解决方案。

3. “广发元始股 APP”正式上线，开辟 Z 世代投资蓝海市场

2023 年 6 月 26 日，由广发证券推出的专为年轻人定制的投资交易平台——“广发元始股 APP”正式上架应用市场。该款 App 围绕年轻人的理财诉求，实现了一键生成股单、股单广场、“Z 投顾天团”、年轻化投顾聊天室等一系列创新，旨在帮助年轻人完成场内投资，共同分享企业成长盈利的财富硕果。

把握历史机遇，打造首个专攻年轻人的场内投资交易平台。1) 年轻投资者数量增长快，投资者年轻化趋势明显。据统计，我国 Z 世代群体数量庞大，人口规模约 2.64 亿，占总人口比重接近 20%。伴随着互联网成长的 Z 世代人群，更早的意识到投资的重要性与必要性，对投资行业、公司、股票、ETF 等场内交易有强烈的投资兴趣。2) **随着年轻投资者的财富累积增加，可投资资产将会增加。**同时，Z 世代也面临一系列投资痛点的挑战：1) 缺少投资经验，需要既专业又有共同语言的投资引路人；2) 渴望快速、简洁、搞笑地获取有效投资信息；3) 希望在简单易懂的界面操作中快速入门；4) 避免被无效的广告弹窗打扰等。基于解决这些行业痛点、服务好年轻客户群体的初心，广发证券历

时一年多反复论证和精心打磨，最终开行业之先河，为年轻人量身打造一款专属他们的场内投资平台。

化繁为简，独创多种新功能。 1) **广发元始股 App 的最大创新是化繁为简。** 例如，其个股行情页删节了传统炒股软件里各类颜色纵横穿插的均线、蜡烛图、行情档、成交金额副图，以及包含几千个数据字段的 F10、十几种衍生计算维度的数据工具等，简洁的系统设计，帮助刚入门的年轻人迅速直观地掌握股票的价格走势，并对股价的区间波动一目了然。 2) **独创“一键生成股单”，**可以帮助刚开始投资的 Z 世代用户快速把感兴趣的标的范围圈出来。例如，可以“以基寻股”，通过上传基金图片一键生成与已购基金高度相关的股单，快速锁定相关股票及 ETF。3) **广发元始股 App 还构建了数字化能力模型，**用户仅需要输入相关的行情、个股，指数、ETF 等问题标签，广发元始股 App 即可根据关联标签，秒速选出能力最贴近客户需求的投顾答疑交流。在 AIGC 人工智能热潮下，广发证券也与国内各家大模型机构合作，探讨如何通过生成式 AI 技术，赋能投顾服务。未来，广发元始股 App 还将引入数字人分身技术，提升投顾视频资讯的生产效率和制作质量。

图3: 广发元始股 APP 界面示意图

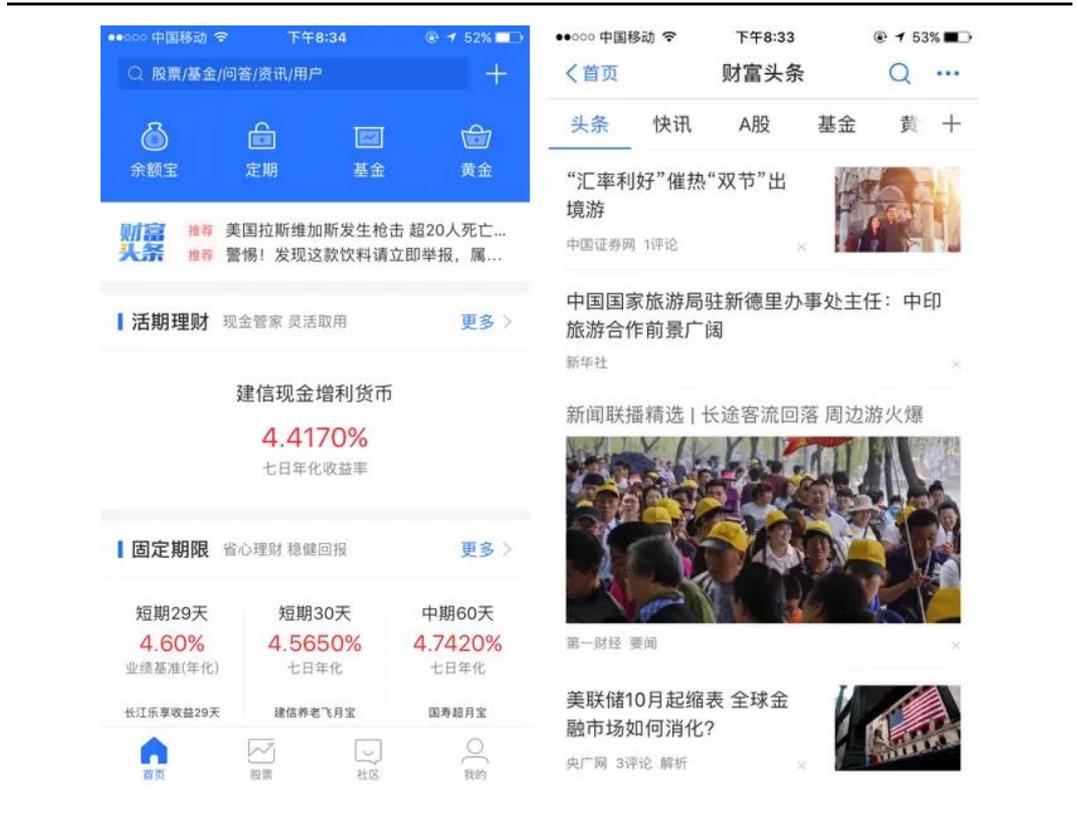


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

广发积极布局科技金融以打造第二增长曲线。 1) **广发具有财富管理前瞻性，与“蚂蚁”瓜分年轻客群市场。** 同样致力于让理财更简单的一站式理财平台“蚂蚁财富”背靠支付宝，可实现余额宝、招财宝、存金宝、基金等各类理财产品的交易，其核心是智能链接和行业开放。自 2017 年“财富号”正式上线以来，蚂蚁财富依托金融科技和数据赋能手段，通过内容化和场景化智能链接平台生态中的行业机构与用户，其目标用户群体呈现着用户群体大、趋于年轻化、净资产总额较低、对理财认知较浅的特征，这与“广发元始股”的用户定位不谋而合。 2) **AIGC 人工智能风靡全球，广发证券率先与国内各**

家大模型机构展开深入合作。2023年2月20日，广发证券宣布将通过百度智能云体验并接入“文心一言”，通过探索大语言模型融入金融应用场景，为客户提供更智能、更有温度的财富管理服务体系。值得一提的是，广发证券是首家与百度“文心一言”大模型合作的券商，此举意味着广发将优先获得 AI 技术的加持，有助于提升公司金融科技与业务的深度融合及数字化水平。

图4：蚂蚁财富 APP 界面示意图



数据来源：蚂蚁财富 APP，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

公司整体业绩复苏，资本市场改革持续优化，政策利好推动证券行业高质量发展，广发通过产品创新升级拉拢 Z 世代客户群体，投资收购惠理集团开拓海外资管业务，有望抓住机遇突破发展，但当前经济环境仍在恢复，交投不活跃可能影响公司资管及证券业务，因此我们下调对公司的盈利预测，预计 2023-2025 年的归母净利润为 85/100/115 亿元（前值为 99/112/131 亿元），当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 0.95/0.92/0.86 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1) 监管趋严抑制行业创新: 为推动我国资本市场改革, 监管部门正积极出台和完善行业监管政策, 未来监管政策进一步趋紧, 可能不利于公司开展创新型业务。

2) 行业竞争加剧: 2020年4月1日中国证监会取消证券公司外资股比限制, 将吸引更多看好境内资本市场发展的境外金融机构进入国内证券市场。外资金融机构在国际网络、资本实力等方面具备较强的竞争优势, 预计进入中国市场后将主要在跨境业务、机构交易及衍生品、财富管理及投资管理等高端业务领域与内资证券公司展开激烈的竞争。

3) 经营管理风险: 风险管理和内部控制风险、合规风险、控股子公司及参股公司管理风险, 公司高管发生变动等风险。

图5: 广发证券财务预测表 (截至 2023 年 8 月 31 日收盘)

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	15,270	22,810	29,153	34,250	25,132	26,985	30,553	33,931
手续费及佣金净收入	8,619	9,761	14,114	18,785	16,363	16,092	16,436	18,099
经纪业务手续费净收入	3,453	4,198	6,572	7,970	6,387	5,865	5,240	5,781
投行业务手续费净收入	1,216	1,438	649	433	610	796	947	1,065
资管业务手续费净收入	3,743	3,911	6,598	9,946	8,939	9,432	10,249	11,253
利息净收入	3,689	3,168	4,254	4,931	4,101	3,571	3,623	2,539
投资收益	3,358	6,036	7,147	6,817	4,833	4,115	6,951	9,494
公允价值变动损益	-2,292	1,097	666	407	-2,183	478	619	664
营业支出	9,218	12,110	15,525	19,225	14,684	15,993	16,978	18,753
归属于母公司股东净利润	4,300	7,539	10,038	10,854	7,929	8,480	9,996	11,452
归属于母公司股东净资产	85,018	91,234	98,162	106,625	120,146	120,485	124,853	132,897
营业收入增速	-29.43%	49.37%	27.81%	17.48%	-26.62%	7.37%	13.22%	11.06%
归属于母公司股东净利润增速	-49.97%	75.32%	33.15%	8.13%	-26.95%	6.95%	17.87%	14.57%
ROE	5.06%	8.55%	10.60%	10.60%	6.99%	7.05%	8.15%	8.89%
归属于母公司股东净资产增速	0.19%	7.31%	7.59%	8.62%	12.68%	0.28%	3.63%	6.44%
EPS (元/每股)	0.56	0.99	1.32	1.42	1.04	1.11	1.31	1.50
BVPS (元/每股)	11.16	11.97	12.88	13.99	15.76	15.81	16.38	17.44
P/E (A)	26.69	15.22	11.43	10.57	14.47	13.53	11.48	10.02
P/B (A)	1.35	1.26	1.17	1.08	0.96	0.95	0.92	0.86
P/E (H)	17.73	10.11	7.60	7.02	9.62	8.99	7.63	6.66
P/B (H)	0.90	0.84	0.78	0.72	0.63	0.63	0.61	0.57

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>