

广发证券 (000776.SZ) 资管优势驱动资产重估，投行业务风险出清

2021年08月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

高超 (分析师)

龚思匀 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

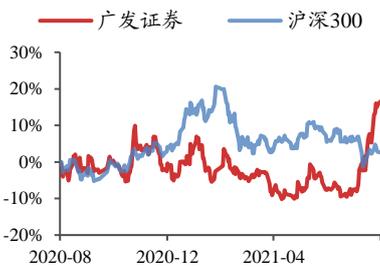
gongsiyun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120110033

日期	2021/8/17
当前股价(元)	18.08
一年最高最低(元)	19.19/14.21
总市值(亿元)	1,377.89
流通市值(亿元)	1,070.21
总股本(亿股)	76.21
流通股本(亿股)	59.19
近3个月换手率(%)	69.75

股价走势图



数据来源: 聚源

● 整体资质较强，投行业务风险出清，资管优势带来资产重估

公司作为头部券商，整体业务资质较好，投行风险事件处罚期已过，业务风险出清，2021年分类评级重回AA，同时新管理团队均来自内部且更加年轻化。公司参股广发基金和易方达基金，一参一控均为龙头，资产管理业务优势明显，两家基金公司利润贡献15%以上，公募市场扩容下，利润贡献有望持续提升，预计未来财富管理板块业务利润贡献有望稳定在30%以上，资管优势带来价值重估，我们将券商财富管理业务与其他业务分拆重估，公司仍有41%的动态重估溢价率。我们预计公司2021年-2023年归母净利润分别为123.87/152.24/184.63亿元，分别同比+23%/+23%/+21%，EPS分别为1.60/2.00/2.42元，预计当前股价对应2021-2023年PE分别为11.1/9.1/7.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 资管业务优势显著，一参一控具备龙头属性

公司通过广发资管开展券商资管业务，通过广发基金与易方达开展公募基金业务。广发资管2016-2020年AUM均排名行业前十，2021Q2末主动管理占比86%，2019和2020年利润贡献分别为13%/9%，2017-2020年整体ROE均保持在15%以上。公司一参一控均具备龙头属性，参股基金公司易方达稳居行业龙头地位，拥有多位明星基金经理，2021H1末非货基规模破万亿；控股基金公司广发基金发展迅速，2016-2020年公司非货基规模从行业13名提升至第3名，两家基金公司利润贡献15%以上，公募市场扩容下，利润贡献有望持续提升。

● 财富管理优势凸显，投行业务风险出清

(1) 公司早于2011年开始大力发展投资顾问业务，以科技金融、财富管理、机构经纪和综合化为四轮驱动，持续深化财富管理转型。经纪业务收入结构多元化发展，代销收入占比高于同业可比公司，代销公募基金保有排名行业前三，投顾数量排名行业前列财富管理优势凸显。(2) 在风险事件前，公司IPO业务排名靠前，2017年IPO规模行业第二，由于康美药业财务造假，公司作为主承销商受到处罚，目前处罚期已过，公司已恢复IPO和债券承销业务，2021年分类评级重回AA，风险出清，投行业务有望逐步回到正轨。

● **风险提示:** 公募市场扩容不及预期；公司业绩增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,810	29,153	34,616	41,477	49,139
YOY(%)	49.4	27.8	18.7	19.8	18.5
归母净利润(百万元)	7,539	10,038	12,387	15,224	18,463
YOY(%)	75.3	33.2	23.4	22.9	21.3
毛利率(%)	46.9	46.7	48.5	49.8	50.9
净利率(%)	33.1	34.4	35.8	36.7	37.6
ROE(%)	8.6	10.6	12.1	13.5	14.8
EPS(摊薄/元)	0.99	1.32	1.63	2.00	2.42
P/E(倍)	18.3	13.7	11.1	9.1	7.5
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 A+H 股上市公司，资管业务优势明显	4
1.1、 实力不断增长，资管业务较强	4
1.2、 行业排名靠前，盈利能力较强	6
2、 资产管理：优势显著，一参一控均为龙头	9
2.1、 券商资管业务：华南地区首家、管理规模排名高	10
2.2、 公募基金业务：实力强劲，一参一控均为行业前列	12
2.3、 私募股权投资：管理规模持续上升	16
3、 财富管理业务：转型较早，具备先发优势	17
4、 投行业务：风险出清，业务有望逐步回到正轨	20
5、 投资业务：风格稳健，收益率较高	21
6、 盈利预测及估值	24
6.1、 核心假设	24
6.2、 盈利预测	25
6.3、 可比公司估值	25
7、 投资结论	26
8、 风险提示	27
附： 财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 2018 年后公司营收与归母净利润不断增长	8
图 2： 公司 ROE 高于行业平均	8
图 3： 公司财富管理收入占比较高，投资管理收入占比快速提升	9
图 4： 广发证券资管业务布局全面	10
图 5： 资管业务收入占比持续提升	10
图 6： 2020 年资管规模触底回升	11
图 7： 主动管理占比持续提升	11
图 8： 2020 年广发资管利润贡献 9.2%	12
图 9： 2017-2020 年广发资管 ROE 均在 15% 以上	12
图 10： 管理规模不断增大，市场占有率持续上行	13
图 11： 非货基月均规模排名快速提升	13
图 12： 2015-2020 年广发基金利润贡献持续提升	13
图 13： 除 2018 年外广发基金 ROE 整体较高	13
图 14： 易方达指数基金规模保持上行	14
图 15： 易方达非货币 ETF 规模保持上行	14
图 16： 2021H1 易方达非货基规模破万亿元	14
图 17： 易方达非货基规模长期保持行业龙头	14
图 18： 易方达基金利润贡献稳步提升	15
图 19： 2020 年易方达 ROE 达 26%	15
图 20： 广发信德利润贡献波动较大	16
图 21： 财富管理转型启动较早	17
图 22： 公司手机证券用户数快速增长	18

图 23: 2020 年广东地区营业部数量最多	18
图 24: 2020 年广东地区营业部利润最高	18
图 25: 经纪业务收入结构向多元化发展	18
图 26: 可比券商中, 广发证券代销收入占经纪业务收入比重较高	18
图 27: 2020 年公司代销金融产品规模 7088 亿元	19
图 28: 2020 年公司代销基金规模同比+156%	19
图 29: 投顾人数行业第一, 占比排名行业前列	20
图 30: 风险事件之前, 公司 IPO 业务排名靠前	20
图 31: 2016 年起公司投行业务收入占比逐渐下降	21
图 32: 2016 年起公司投行业务利润占比逐渐下降	21
图 33: 2019 年金融资产投资收益大幅增长后保持平稳	22
图 34: 近两年金融产品投资规模整体保持稳定	22
图 35: 2018 年起投资收益率稳步提升	23
图 36: 公司投资收益率高于同业可比公司	23
图 37: 2016 年起公司自营投资固收占比不断增加	23
图 38: 2020 年公司固收规模占比较高	23
图 39: 2020 年交易性金融资产股票规模明显增加	24
图 40: 公司交易性金融资产规模在可比公司中较小	24
表 1: 公司无实控人, 吉林敖东为第一大股东	4
表 2: 易方达、广发基金为主要参控股公司	5
表 3: 新管理团队均来自内部且更加年轻化	5
表 4: 2020 年公司净资产排名行业第 6	7
表 5: 2021 年公司分类评级重回 AA	7
表 6: 公司资管、经纪和融资类业务优势突出	7
表 7: 公司手续费收入占比和净息差较高	8
表 8: 资管业务收入占比较高, 远超行业平均	9
表 9: 公司成长速度快	12
表 10: 2020 年易方达+广发基金合计利润贡献 15%	15
表 11: 投资项目数量和规模持续上升	16
表 12: 投资管理业务收入可拆分为手续费收入和投资收益两部分	16
表 13: 公司代销非货基保有规模排名行业前列	19
表 14: 公司目前有 7 单 IPO 储备项目	21
表 15: 盈利预测核心假设	24
表 16: 预计 2021-2023 年公司净利润分别同比+23%/+23%/+21%	25
表 17: 广发证券 ROE 高于可比公司, 估值低于可比公司	26
表 18: 公司资产重估溢价率较高	26

1、A+H 股上市公司，资管业务优势明显

1.1、实力不断增长，资管业务较强

A+H 股上市企业，资本实力进步快。广发证券前身为 1993 年开业的广东发展银行证券业务部，注册资本为 1000 万。1996 年公司正式更名为广发证券有限责任公司，并于 1999 年与广发银行正式脱钩。2001 年，公司改制为股份有限公司，注册资本为 20 亿元。2010 年，公司通过反向收购延边公路实现借壳上市。2015 年，公司在港交所主板挂牌上市，股本增至 76.2 亿元。

无实控人，吉林敖东、辽宁成大、中山公用为前三大股东。公司股权结构较为分散，没有实际控制人，前三大股东吉林敖东及其一致行动人、辽宁成大及其一致行动人、中山公用及其一致行动人持有公司 A 股和 H 股占公司总股本的比例分别为 18.06%、17.94%、10.34%。公司第一大股东吉林敖东为民营企业，为公司带来市场化激励机制。

表1：公司无实控人，吉林敖东为第一大股东

序号	股东	持股比例 (%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	22.31
2	吉林敖东药业集团股份有限公司	16.43
3	辽宁成大股份有限公司	16.40
4	中山公用事业集团股份有限公司	9.01
5	中国证券金融股份有限公司	2.99
6	普宁市信宏实业投资有限公司	1.89
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	1.09

资料来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

注：截至 2021Q1 末，吉林敖东及其一致行动人、辽宁成大及其一致行动人、中山公用及其一致行动人持有公司 A 股和 H 股占公司总股本的比例分别为 18.06%、17.94%、10.34%

易方达、广发基金为主要参控股公司。广发证券旗下的主要参控股子公司有 9 家，其中资产管理业务包括全资子公司广发资管，持有广发基金 54.53% 的股份，持有易方达基金 22.65% 的股权，同时广发信德和广发乾和分别为公司全资 PE 和另类子公司。

表2: 易方达、广发基金为主要参控股公司

公司名称	持股比例	主要业务	2020年末净资产(亿元)	2020年净利润(亿元)
广发期货	100%	期货经纪	25.48	2.44
广发信德	100%	股权投资	56.29	9.21
广发控股香港	100%	投资控股	45.73	2.37
广发乾和	100%	项目投资管理	53.48	5.63
广发资管	100%	证券资产管理	61.06	9.24
广发融资租赁	68.14%	医疗设备租赁服务	7.20	-1.98
广发合信	100%	投资管理、资产管理	1.23	0.11
广发基金	54.53%	基金管理	87.98	18.24
易方达基金	22.65%	公募基金管理	110.18	27.50

资料来源: 广发证券年报、开源证券研究所

管理层变动, 新管理团队均来自内部且更加年轻化。2021年7月, 孙树明先生因年龄原因辞去董事长职务, 辞职后继续担任广发基金董事长, 罗斌华和杨龙辞去副总经理职务, 公司总经理林传辉担任董事长, 聘任易阳方(此前为广发基金常务副总经理)、辛治运(此前为首席风险官)、李谦(此前为公司总经理助理)、徐佑军(此前为董秘)4位副总经理, 新管理团队均为内部提拔, 且更加年轻化, 利于公司人才梯队的建设及竞争力提升。

表3: 新管理团队均来自内部且更加年轻化

姓名	职位	年龄	从业经历
林传辉	董事长	57	自2020年12月起获委任为本公司总经理, 自2021年1月起获委任为本公司执行董事。其主要工作经历包括: 1985年7月至1995年12月历任中央党校科研办公室干部、组织局副处级调研员, 1995年12月至1998年1月任本公司投资银行部北京业务部总经理, 1998年2月至2001年2月任本公司投资银行部副总经理、上海业务总部总经理, 2001年2月至2002年10月任本公司投资银行部常务副总经理, 2002年10月至2003年8月任广发基金管理有限公司总经理, 2003年8月至2020年12月任广发基金管理有限公司总经理, 2008年3月至2020年12月任广发基金管理有限公司副董事长, 2010年12月至2020年12月兼任广发国际资产管理有限公司董事会主席。
孙晓燕	副总经理、财务总监	48	自1993年7月加入本公司起分别任职于资金营运部、财务部及投资银行部, 1998年9月至2000年1月任财会部副总经理, 2000年1月至2002年10月任投资自营部副总经理, 2002年10月至2003年8月任其时筹建中的广发基金财务总监, 2003年11月至2014年3月任本公司财务部总经理, 2013年8月至2019年5月任广发控股香港董事。自2006年3月起任本公司财务总监; 自2007年6月起任广发基金董事, 2011年4月起任本公司副总经理。
秦力	总监	52	自1997年3月起历任本公司投行业务管理总部常务副总经理、投资理财部总经理、资金营运部总经理、规划管理部总经理、投资部总经理、公司总经理助理、副总经理、常务副总经理, 2010年5月至2013年8月任广发信德董事长, 2013年9月至2017年4月任广东股权中心董事长, 2018年6月至2019年10月任广发资管董事长。
武继福	副总经理	55	1997年10月至1998年11月任中国证监会黑龙江省证券监督管理办公室稽查处副处长, 1998年11月至2004年2月任证监会哈尔滨市特派办稽查处副处长及综合处负责人, 于2004年3月至2006年2月任证监会黑龙江监管局综合处处长, 2006年3月至2008年7月任中国证监会黑龙江监管局机构监管处处长; 自2014年1月至2017年8月任广发资管监事, 自2013年8月至2019年5月任广发控股香港董事, 自2008年7月起担任本公司合规总监。
张威	副总经理	45	2008年7月至2009年2月任本公司投资银行部业务经理, 2009年2月至2010年1月任本公

姓名	职位	年龄	从业经历
			司债券业务部副总经理，2010年1月至2013年3月任本公司债券业务部总经理，于2013年4月至2014年6月任投行业务管理总部联席总经理，自2014年8月至2017年5月任广发资管董事长，并于2015年8月至2019年10月任广发合信董事长。自2015年5月起任中证信用增进股份有限公司董事，及自2015年6月起任广发控股香港董事和广发融资租赁董事长。
徐佑军	副总经理、合规总监	49	1998年6月至2004年7月任广州证券投资银行部经理，2004年7月至2006年2月任本公司投资银行部业务经理，2006年2月至2009年2月任本公司湖北总部总经理助理，2009年2月至2015年6月历任本公司投资银行部总经理助理、投行综合管理部总经理助理、兼并收购部执行董事，2015年6月至今任本公司董事会办公室总经理兼证券事务代表。
辛治运	副总经理	51	1998年2月至2008年9月历任中国证监会信息中心主任科员、副处长，中国证监会机构监管部综合处副处长、正处级调研员、正处级调研员（主持工作）、审核处处长；2008年10月至2018年6月任安信证券股份有限公司党委委员、副总裁、首席风险官、合规总监，同时兼任安信乾宏投资有限公司董事，2018年6月至2021年7月任广发证券首席风险官；自2019年5月起任广发控股（香港）有限公司董事。
李谦	副总经理	37	2009年7月至2012年8月任中国工商银行总行金融市场部人民币利率交易处交易员，2012年8月至2014年11月任中国工商银行总行金融市场部人民币利率交易处负责人（主持处室全面工作），2014年11月至2016年3月任本公司固定收益销售交易部副总经理（主持部门全面工作），2016年3月起任本公司固定收益销售交易部总经理，2017年10月起任本公司证券投资业务管理总部总经理，2020年6月至2021年7月任本公司总经理助理。
易阳方	副总经理	51	2003年12月至2020年2月任广发基金管理有限公司基金经理，2005年5月至2008年4月任广发基金管理有限公司投资管理部总经理，2006年9月至2008年4月任广发基金管理有限公司总经理助理，2008年4月至2021年7月任广发基金管理有限公司投资总监，2011年8月至2019年2月任广发基金管理有限公司副总经理，2019年2月至2021年7月任广发基金管理有限公司常务副总经理。
孔维成	首席风险官	47	2000年7月至2005年12月任本公司稽核部经理，2006年1月至2010年1月任本公司风险管理部总经理助理，2008年10月至2018年3月任广发信德投资管理有限公司监事，2010年2月至2013年4月任本公司风险管理部副总经理（负责全面工作），2013年4月至2016年3月任本公司风险管理部总经理，2016年4月至2018年6月任本公司证券金融部总经理，自2018年7月起任广发证券资产管理（广东）有限公司董事、总经理。
欧阳西	总监	54	1995年7月至2001年2月任本公司投资银行部副总经理及常务副总经理，2001年2月至2003年1月任本公司投资自营部总经理，2003年1月至2004年1月任本公司投资银行总部常务副总经理，2004年1月至2006年3月任本公司财务总监，2004年11月至2020年12月任本公司副总经理，2005年7月至2009年11月任本公司副总经理及董事会秘书，2005年3月至2007年6月任广发基金董事。彼自2006年9月起任广发控股香港董事，自2019年10月起任广发合信董事长。

资料来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

1.2、行业排名靠前，盈利能力较强

体量排名靠前，2021年分类评级重回AA。2017-2020年，公司净资产均排名行业前6，净利润排名行业前五，公司整体体量排名靠前，属于头部券商。公司2017-2018年分类评级均为AA级，2019和2020年因投行处罚事件分类评级有所下降，随着投行处罚期结束，公司2021年分类评级重回AA。

表4: 2020年公司净资产排名行业第6

	2017年	2018年	2019年	2020年
总资产	4	3	5	7
净资产	5	5	5	6
净资本	4	7	6	7
净利润	4	5	5	5

数据来源: 中证协、开源证券研究所

表5: 2021年公司分类评级重回AA

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
分类评级	AA	AA	BBB	BBB	AA

资料来源: 证监会、开源证券研究所

资管、经纪和融资类业务优势突出。公司经纪、资管和融资类业务行业排名整体靠前, 2017-2019年资管业务均位于行业前五, 高于公司体量排名。公司利息净收入业务表现出色, 2020年排名行业第四。在投行风险事件之前, 股票承销业务为公司优势项目, 2017-2019年排名行业前列, 受证监会处罚影响, 2020年投行业务排名有所下滑, 随着处罚结束, 公司投行业务排名有望提升。

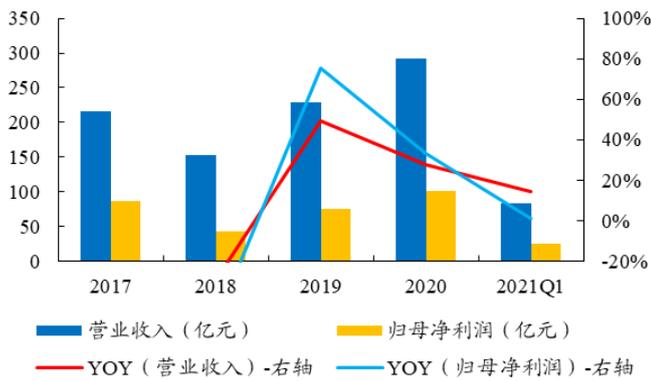
表6: 公司资管、经纪和融资类业务优势突出

业务板块	2017年	2018年	2019年	2020年
经纪业务收入				
代理买卖证券业务净收入(含席位)	6	8	5	5
交易单元席位租赁净收入	3	6	7	5
代销金融产品净收入	9	7	5	5
投行业务收入				
投行业务净收入	3	8	9	33
股票承销业务净收入	3	7	5	25
债券承销业务净收入	10	15	19	57
财务顾问净收入	4	10	22	63
资管业务收入				
资管业务净收入	3	4	4	7
利息净收入业务收入				
融资类业务利息收入	4	5	6	4
投资业务收入				
证券投资收入	3	32	8	13

数据来源: 中证协、开源证券研究所

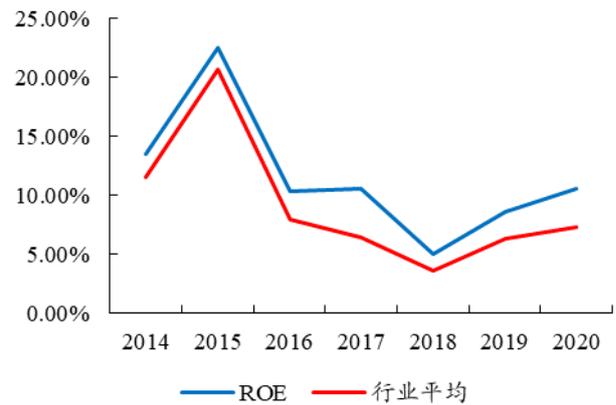
盈利增长较快, ROE 高于行业平均。2018年受到市场影响, 公司营收有所下滑。随着2019年市场回暖, 营业收入与归母净利润均实现快速增长, 2019年与2020年公司营业收入同比+49%/+27%; 净利润同比+75%/+33%。2017-2020年ROE均高于行业平均, 且优势逐渐扩大, 2020年公司ROE站上10%, 整体盈利能力较强。

图1: 2018年后公司营收与归母净利润不断增长



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

图2: 公司 ROE 高于行业平均



数据来源: Wind、广发证券公司公告、开源证券研究所

公司手续费收入占比和净息差较高驱动 ROE 上行。公司 ROE 高于其他头部券商，相较于头部券商，公司经纪和资管业务优势较强，因此手续费收入占比较高，手续费收入占比和净息差较高，整体净利率靠前，驱动 ROE 上行。

表7: 公司手续费收入占比和净息差较高

		广发证券	华泰证券	中信证券	海通证券	招商证券	国泰君安
ROE	2018	5.06%	5.28%	6.20%	4.42%	5.53%	5.44%
	2019	8.55%	7.97%	7.77%	7.81%	8.79%	6.62%
	2020	10.60%	8.60%	8.68%	7.78%	9.95%	8.09%
平均杠杆率	2018	3.66	3.29	3.57	4.05	3.07	2.97
	2019	3.67	3.42	3.88	4.31	3.47	3.23
	2020	3.53	4.18	4.41	4.09	3.84	3.91
手续费收入占比	2018	59.7%	49.9%	56.7%	44.5%	51.3%	38.2%
	2019	45.7%	37.0%	47.0%	34.3%	41.4%	39.1%
	2020	50.4%	43.4%	54.2%	41.5%	47.1%	46.0%
净利率	2018	30.5%	32.2%	31.5%	28.5%	39.1%	32.5%
	2019	36.1%	37.8%	32.6%	34.7%	44.1%	34.2%
	2020	36.6%	35.9%	30.9%	33.4%	44.6%	37.3%
净息差	2018	1.82%	2.50%	2.39%	2.13%	2.25%	3.48%
	2019	3.51%	3.88%	3.25%	3.43%	3.37%	3.64%
	2020	4.06%	3.25%	2.92%	3.34%	3.07%	2.99%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

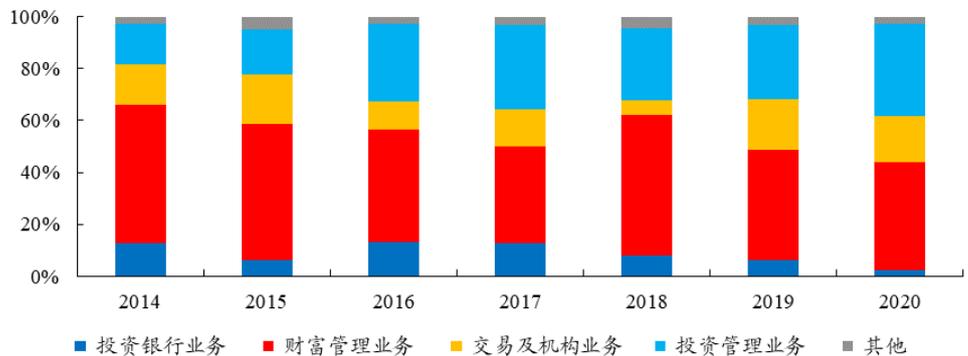
手续费型业务占主导，资管业务优势显著。收入结构上，公司手续费型业务占比较高，2021Q1 手续费收入占比 56.9%，高于行业平均，其中资管业务占比较高，2020 和 2021Q1 占比分别为 24.1%和 31.2%，远高于行业平均，业务优势明显。此外公司利息净收入占比较高，2019-2021Q1 均在 15%以上，高于上市券商平均水平。

表8: 资管业务收入占比较高, 远超行业平均

	广发证券				上市券商平均			
	2018	2019	2020	2021Q1	2018	2019	2020	2021Q1
经纪业务	24.5%	20.1%	24.0%	24.1%	25%	21.6%	25.9%	28.1%
投行业务	8.6%	6.9%	2.4%	1.6%	13%	12.1%	13.2%	10.8%
资管业务	26.6%	18.7%	24.1%	31.2%	12%	9.1%	8.8%	10.3%
投资业务	7.6%	34.1%	28.5%	24.8%	29%	39.7%	35.8%	31.5%
利息净收入	26.2%	15.2%	15.5%	15.4%	15%	12.3%	12.1%	12.9%
其他业务	6.5%	5.1%	5.5%	2.8%	6%	5.2%	4.1%	6.4%
手续费型业务	59.7%	45.7%	50.4%	56.9%	56.7%	48.0%	52.0%	55.6%

数据来源: Wind、开源证券研究所

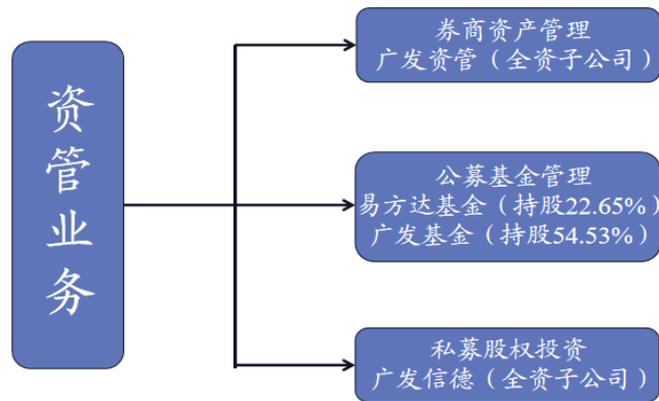
财富管理收入占比较高, 投资管理收入占比快速提升。公司业务主要包括投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理四个板块, 其中财富管理包括零售经纪、金融产品代销、融资融券等, 投资管理包括资产管理、公募基金和私募基金。2014-2020年公司财富管理业务均占主导地位, 2020年占比42%, 投资管理业务占比持续提升, 从2014年的15%提升至2020年的36%, 2020年财富管理和投资管理合计占比78%, 为公司两大主要业务。

图3: 公司财富管理收入占比较高, 投资管理收入占比快速提升


数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

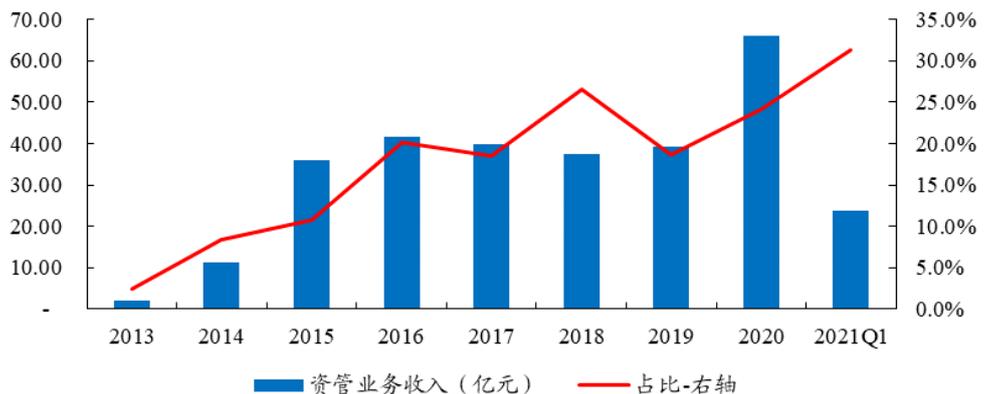
2、资产管理: 优势显著, 一参一控均为龙头

资管业务布局全面。公司资管业务包括三大部分, 通过全资子公司广发资管开展券商资管业务; 通过控股子公司广发基金(54.53%)与参股公司易方达基金(22.65%)开展公募基金业务, 同时通过全资子公司广发信德开展私募基金业务。

图4：广发证券资管业务布局全面


资料来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

资管业务收入占比持续提升。2013-2020年，公司资管业务收入稳步提升，从2.1亿元提升至66亿元，占比持续提升，从2.5%提升至2021Q1的31.2%。

图5：资管业务收入占比持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、券商资管业务：华南地区首家、管理规模排名高

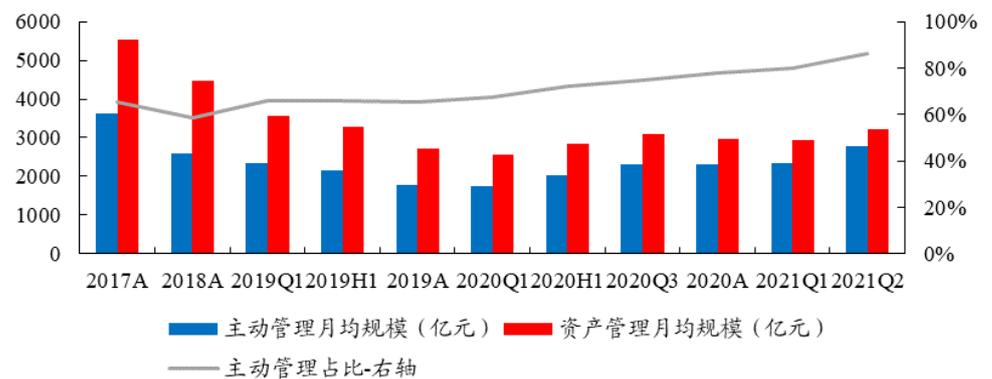
华南地区首家券商系资产管理公司，业务覆盖全面。广发资管是原广发证券资产管理部，系广发证券旗下全资子公司，公司于2014年1月2日成立，是华南地区首家券商系资产管理公司，具有一定先发优势。公司主要包括权益二级市场投资、固定收益投资、另类投资、量化及衍生品投资、海外投资、证券化投融资等业务，成立以来多次获得各类奖项，投研实力较强。

2020年管理规模触底回升，整体AUM排名行业前列。2018年公司在资管新规下逐步去通道，资管规模整体有所下滑，2020年公司资管规模触底回升，AUM达3040亿元，同比+2.3%。公司整体AUM排名行业前列，2016-2020年资产管理规模均排名行业前十。公司集合资管规模占比有所提升，2020年集合规模占比45%，同比提升4pct。

图6: 2020年资管规模触底回升


数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

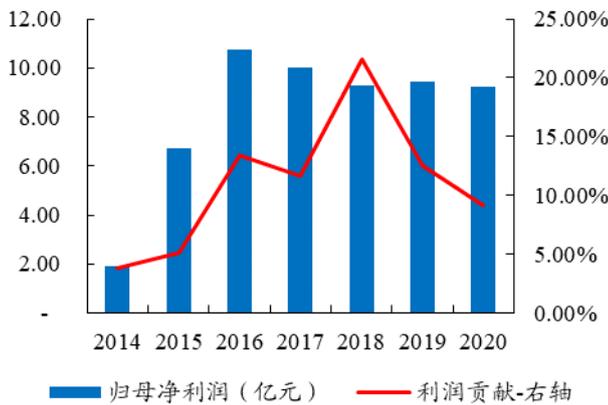
主动管理占比持续提升。2018年起，资管新规后公司主动管理占比持续提升，主动管理占比从2018年的58%提升至2021Q2末的86%，目前近9成管理规模均为主动管理。2021Q2末公司主动管理规模达3234亿元，行业排名第五，整体排名靠前。

图7: 主动管理占比持续提升


数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

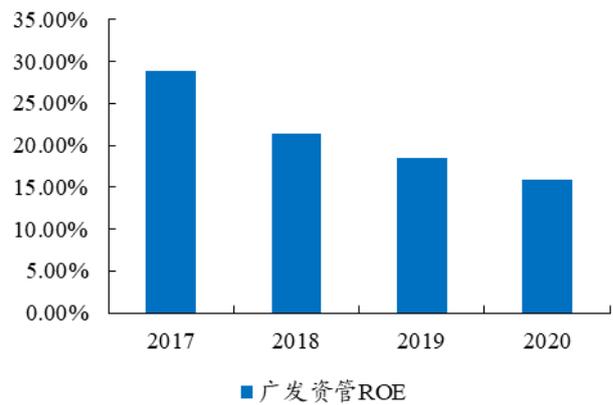
广发资管 ROE 较高，未来利润贡献有望持续提升。2018年之后，受去通道影响，公司 AUM 有所下滑，但净利润整体保持平稳，2019 和 2020 年利润贡献分别为 13%/9%，广发资管整体 ROE 较高，2017-2020 年整体 ROE 均保持在 15% 以上，随着公司主动管理规模和占比不断提升，公司净利润和 ROE 有望持续上行，利润贡献有望持续提升。

图8: 2020年广发资管利润贡献9.2%



数据来源: Wind、广发证券公司公告、开源证券研究所

图9: 2017-2020年广发资管ROE均在15%以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、公募基金业务: 实力强劲, 一参一控均为行业前列

● 广发基金

发展迅速, 综合实力较强。广发基金成立于2003年9月, 2006年公司公募资产管理规模进入业内前六, 2020年公司资产管理规模进入行业前三。公司产品线齐全, 旗下产品覆盖主动权益、债券、海外投资、被动投资、量化对冲、另类投资等不同类别。凭借优秀的综合实力, 公司曾获七届中国证券报“金牛基金管理公司”奖项、九届证券时报“明星基金管理公司”奖项、五届上海证券报“金基金•TOP公司奖”。

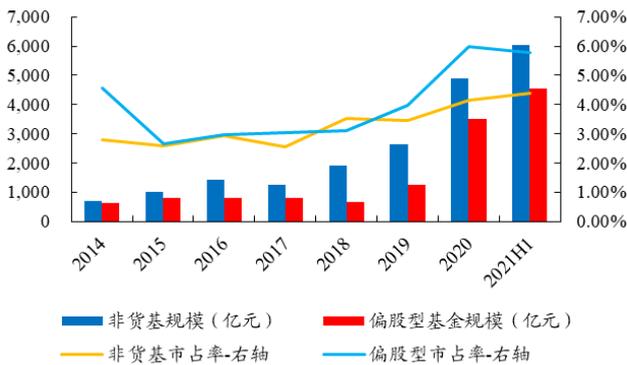
表9: 公司成长速度快

时间	事件
2003年9月	“广发基金管理有限公司”成立
2006年12月	公募资产管理规模进入业内前六
2007年12月	资产管理规模超过千亿
2009年1月	获得合格境内机构投资者(QDII)资格
2010年12月	获得第三批社保基金管理人资格
2011年9月	香港子公司获发香港证监会第四类(投资咨询)和第九类(资产管理)牌照
2012年10月	获得受托管理保险资金投资管理人资格
2014年3月	香港子公司——广发国际资产管理有限公司获得香港证监会颁发的第1号牌照
2015年10月	广发国际资产管理(英国)有限公司获得FCA颁发的MiFID和UCITS牌照
2017年11月	全口径资产管理规模突破5000亿元, 整体资产管理规模超过6000亿元
2020年12月	资产管理规模首次突破万亿大关

资料来源: 广发基金公司官网、开源证券研究所

非货基规模及市占率快速提升。2014-2021H1, 广发基金非货基管理规模不断上升, 从686亿元上升到6042亿元, 2014-2020年CAGR达39%, 根据中基协披露月均非货基保有规模, 从2016-2020年, 公司行业排名从13名提升至第3名。市占率不断提升, 2014-2021H1非货基市占率从2.8%提升到4.4%, 偏股型基金市占率从4.6%上升到5.8%。

图10: 管理规模不断增大, 市场占有率持续上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 非货基月均规模排名快速提升



资料来源: 基金业协会、开源证券研究所

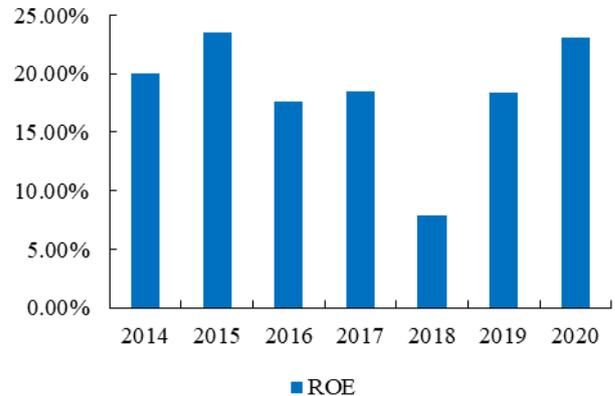
广发基金 ROE 较高, 利润贡献占比持续上升。2014-2020 年, 广发基金的净利润从 6 亿元上升到 18 亿元, CAGR 为 20%, 整体增速较快, 2015 年起利润贡献持续提升, 从 3.7% 提升至 2020 年的 9.91%。同时轻资本运营下, 公司 ROE 整体较高, 除 2018 年外, 公司 ROE 均保持在 20% 左右, 2020 年 ROE 达 23%, 未来随着公募市场不断扩容, 公司发展势头强劲, 市占率有望进一步提升, 带来利润贡献持续攀升, 同时高 ROE 有望驱动广发证券 ROE 持续上行。

图12: 2015-2020 年广发基金利润贡献持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 除 2018 年外广发基金 ROE 整体较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

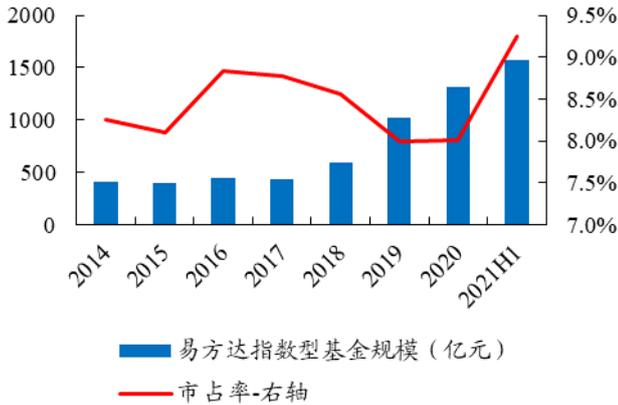
● 易方达基金

行业龙头, 投研实力较强。易方达基金成立于 2001 年 4 月, 截至 2021 年 6 月末, 公司总资产管理规模近 2.5 万亿元, 是国内最大的公募基金管理公司。公司以主动权益投资为核心, 业绩表现出色, 2021H1 末公司主动权益管理规模达 6485 亿元, 自成立以来, 易方达基金总回报 751.73%, 年化回报 11.12%, 旗下主动权益公募基金自成立以来简单平均年化净值增长率为 16.49%, 远超同期上证 A 指数 2.51% 的年化增长率。公司凭借出色的业绩表现, 连续多次获得包括晨星奖, “金基金·Top 公司奖”, “金牛基金管理公司”在内的各类奖项。

指数基金布局全面, 竞争优势明显。公司指数业务布局早, 2004 年公司开始发展指数业务, 2006 年, 深市第一只 ETF、国内第二只 ETF 易方达深证 100ETF 成立, 2011

年公司发行了业内首只创业板ETF。公司产品线均衡完善，现有指数基金产品线中，包括各类宽基指数产品，也包括各类行业主题指数，目前公司共 133 只指数型基金（含 C 类），产品数量排名第一，丰富的产品线布局叠加较高的规模，易方达指数基金在品牌层面形成合力，2014-2021H1，公司指数基金规模保持上行，市占率保持较高水平，2021H1 指数基金市占率 9.2%，非货币 ETF 市占率 11.06%，竞争壁垒明显。

图14: 易方达指数基金规模保持上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 易方达非货币ETF规模保持上行

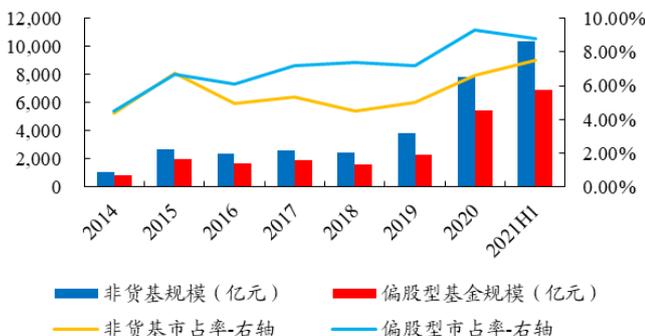


数据来源: Wind、开源证券研究所

明星基金经理有望带来公司规模持续扩张。易方达拥有多位明星基金经理，其中，萧楠担任基金经理 8 年，八年来总回报高达 400%，年化回报达 19.9%，远胜市场指数，其管理的“易方达大健康主题”表现超越大多数同类基金。张坤担任基金经理 8 年，总回报达 337%，在管规模超 1000 亿元。互联网时代下，基金经理头部效应越发明显，明星基金经理有望为公司带来规模的持续扩张。

长期保持行业龙头，2021H1 非货基规模破万亿。2016-2020 年，公司非货基月均规模除 2017 年外，均排名行业第一，龙头地位稳固。从 2014-2021H1，公司非货基规模从 1066 亿元提升至 10328 亿元，2014-2020 年 CAGR39%，市占率从 4.4% 提升至 7.5%，规模提升迅速。2014-2021H1，偏股型基金规模从 864 亿元提升至 6931 亿元，2014-2020 年 CAGR36%，6 月末市占率 8.8%，业务发展势头迅猛。

图16: 2021H1 易方达非货基规模破万亿元



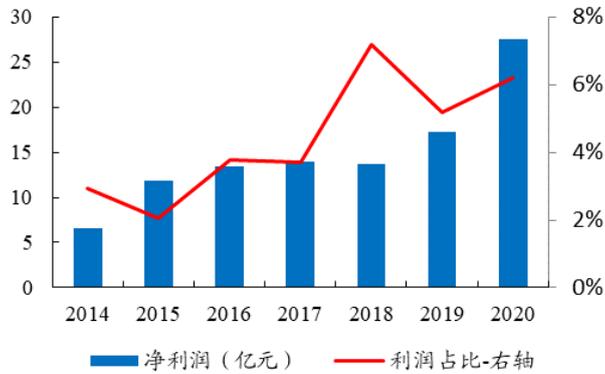
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 易方达非货基规模长期保持行业龙头

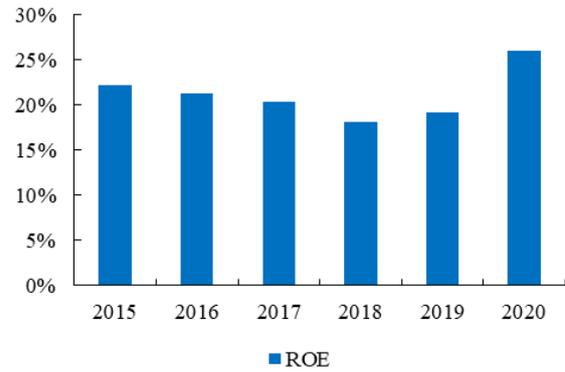


数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

利润贡献占比稳步提升，ROE 水平较高。2014-2020 年，易方达净利润从 6.5 亿元上升到 27.5 亿元，CAGR27%，利润贡献持续上升，由 2014 的 3.0% 上升到 6.2%。公司盈利能力较强，2016-2020 年 ROE 均保持在 18% 以上，2020 年 ROE 提升至 26%，未来随着公司规模持续提升，ROE 及利润贡献有望进一步上行。

图18: 易方达基金利润贡献稳步提升


数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

图19: 2020 年易方达 ROE 达 26%


数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

两家基金公司利润贡献 15% 以上，公募市场扩容下，利润贡献有望持续提升。2020 年，两家公募基金利润贡献 15.4%，2016-2020 年两家基金公司利润贡献均保持在 15% 以上，2020 年末两家基金公司合计贡献 AUM4444 亿元，同比+92%，资产管理大时代下，公募市场规模有望持续扩容，头部效应越发明显，行业集中度持续提升，易方达和广发基金均具有龙头属性，未来市占率有望持续上行，业务优势有望进一步扩大，将为公司贡献稳定的 AUM 及净利润，利润占比有望持续提升。

表10: 2020 年易方达+广发基金合计利润贡献 15%

单位: 亿元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2020H1
广发基金非货基 AUM	686	1025	1430	1243	1907	2651	4903	6,042
市占率	2.80%	2.59%	2.93%	2.55%	3.52%	3.46%	4.14%	4.39%
易方达非货基 AUM	1066	2664	2407	2608	2431	3856	7816	10,328
市占率	4.35%	6.74%	4.94%	5.36%	4.49%	5.04%	6.60%	7.50%
合计非货基 AUM	615	1162	1325	1268	1591	2319	4444	5,634
YOY		88.90%	13.98%	-4.27%	25.40%	45.79%	91.64%	
广发基金股+混 AUM	630	795	806	816	682	1265	3519	4,556
市占率	3.29%	2.65%	2.97%	3.02%	3.12%	3.97%	5.98%	5.79%
易方达股+混 AUM	864	2002	1656	1948	1617	2297	5472	6,357
市占率	4.51%	6.68%	6.10%	7.22%	7.40%	7.21%	9.30%	8.07%
合计股+混 AUM	539	887	815	886	738	1210	3159	3,924
YOY		64.39%	-8.13%	8.76%	-16.69%	63.93%	161.01%	
广发基金利润贡献	3.79%	5.11%	13.38%	11.66%	21.59%	12.51%	9.21%	
易方达基金利润贡献	2.95%	2.04%	3.78%	3.69%	7.19%	5.19%	6.20%	
合计利润贡献	6.74%	7.15%	17.16%	15.35%	28.77%	17.70%	15.41%	
广发基金 ROE	20%	24%	18%	18%	8%	18%	23%	
易方达 ROE	15%	23%	22%	20%	18%	19%	26%	

数据来源：Wind、广发证券公司公告、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

2.3、私募股权投资：管理规模持续上升

投资成果丰厚，规模持续上升。广发证券通过全资子公司广发信德开展私募股权投资业务。投资企业超 250 家，超过 100 家实现部分/全部退出或实现流动性，其中 51 家实现资本化（IPO 及并购），多次获得清科排名中国私募股权投资机构 50 强，2020 年中国证券公司股权投资机构 10 强。截至 2020 年 2 月底，广发信德累计管理资产规模超过 300 亿，目前管理规模超百亿。

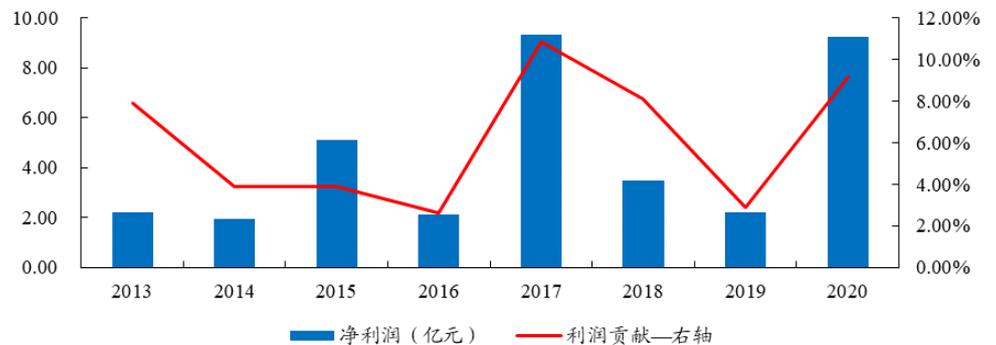
表11：投资项目数量和规模持续上升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
私募基金（数量）	13	17	35	34	40-	超过 40
累计股权投资项目数	127	170	204	243	250	超过 250
投资金额（亿元）	13.71	18.19	12.51	近 30	10	
管理客户资金总规模（亿元）	74.51	69.05	93.29	近 100	近 100	超过 100

资料来源：广发证券公司公告、广发信德官网、开源证券研究所

广发信德利润贡献波动较大。由于私募股权投资周期较长，同时受市场和 IPO 节奏影响，2013-2020 年广发信德利润波动较大，2020 年广发信德净利润为 9.2 亿元，利润贡献为 9.2%。随着管理规模的不断提升与创业板注册制落地等资本市场改革利好持续释放，股权投资市场退出通道将进一步拓宽，私募股权投资业务有望创造更大的利润，进而提升利润占比。

图20：广发信德利润贡献波动较大



数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

广发信德投资收益或占大头。公司投资管理业务包括资产管理、公募基金及私募基金业务，收入来源主要为手续费净收入和投资收益，广发基金以公募为主，整体收入以手续费为主，我们用投资管理分部中手续费净收入扣减资产管理净收入和基金管理净收入，余下手续费净收入预计由广发信德贡献，同时投资收益预计主要由广发信德等贡献，2017-2020 年，预计由广发信德贡献的两部分收入中，投资收益占比比较高，意味着广发信德收入来源中，投资收益或占大头。

表12：投资管理业务收入可拆分为手续费收入和投资收益两部分

投资管理业务营收（亿元）	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
手续费净收入	40.02	38.24	39.73	66.36
其中：资产管理手续费净收入	16.47	11.63	12.78	12.66

基金管理净收入	23.35	25.80	26.32	53.32
其他	0.20	0.81	0.63	0.37
投资收益（预计主要由广发信德等贡献）	31.45	12.57	20.77	34.39
其他收入	-1.05	-8.37	4.04	3.61
营收合计	70.42	42.44	64.54	104.35

数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

3、财富管理业务：转型较早，具备先发优势

财富管理转型启动早，四轮驱动深化财富管理转型。公司早于 2011 年开始大力发展投资顾问业务，以客户需求导向加大各种产品销售力度，公司是行业率先推出包括平台、账户、支付、产品、交易和全天候响应服务的完整网上理财业务链的券商，2014 年建立起手机、网上终端、页面交易、官方微信和易淘金五大平台，2015 年开始和新浪、百度等互联网平台合作导流，2016 年完成贝塔牛机器人投顾系统建设，2017 年起公司以科技金融、财富管理、机构经纪和综合化为四轮驱动，持续深化财富管理转型。

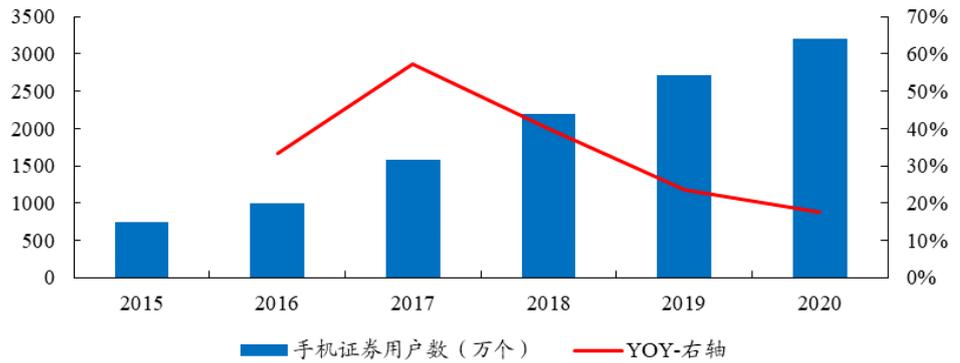
图21：财富管理转型启动较早



资料来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

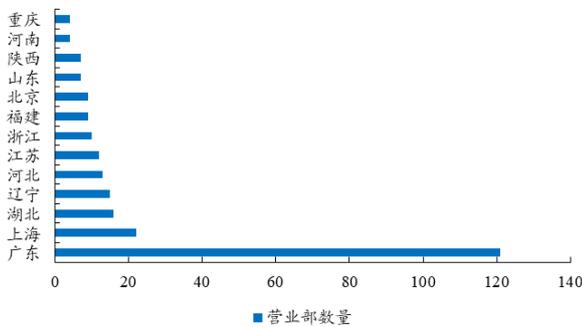
深耕经济发达地区，手机证券用户数快速增长。公司自 2013 年推进多层次网点建设，营业部数量从最初的 204 个增加至 283 个，网点遍布全国各省，同时公司推进服务互联网化，利用互联网平台导流，手机证券用户数从 2015 年的 750 万户增长至 2020 年的 3200 万，CAGR34%。同时公司深耕经济发达地区，以广东省为大本营，2020 年广东省营业部数量 121 个，占比 43%，利润贡献 14%。

图22: 公司手机证券用户数快速增长



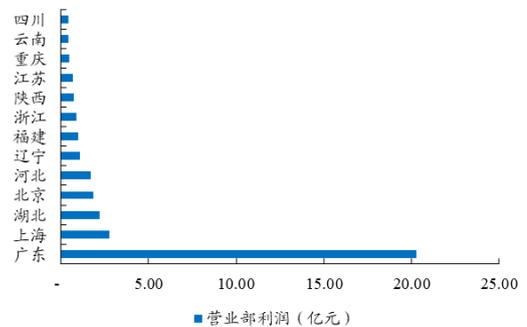
数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

图23: 2020年广东地区营业部数量最多



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

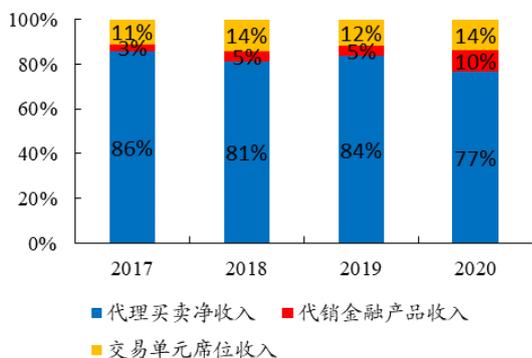
图24: 2020年广东地区营业部利润最高



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

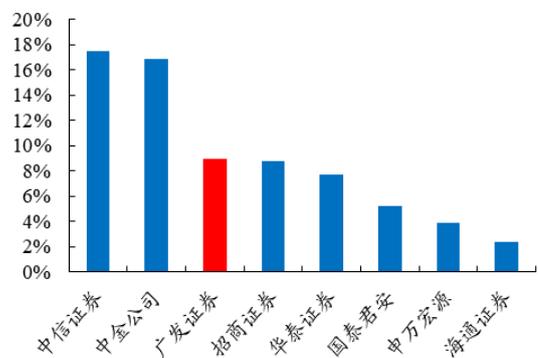
经纪业务收入结构多元化发展，代销收入占比相对较高。2017-2020年，公司经纪业务收入结构逐渐多元化，零售佣金收入占比从86%下降至77%，代销收入占比和机构佣金收入占比有所提升。在可比券商中，广发证券代销收入占比仅低于中信证券和中金公司，处于第二梯队，占比相对较高。

图25: 经纪业务收入结构向多元化发展



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

图26: 可比券商中，广发证券代销收入占经纪业务收入比重较高

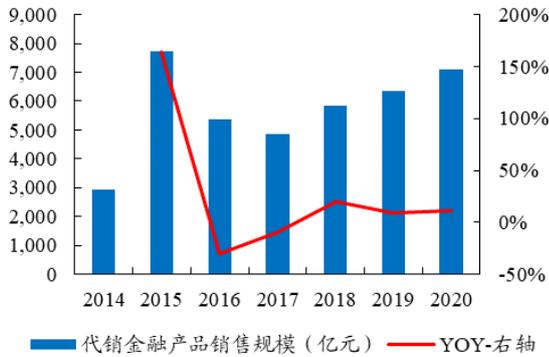


数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

代销产品规模持续上升，2020年代销基金规模同比+156%。2017-2020年公司产品

代销规模稳步上升，2020 年公司销售产品规模达 7088 亿元，其中，代销基金规模大幅提升，2020 年市场情况较好，公募市场大幅扩张，公司代销基金规模 734 亿元，同比+156%。

图27: 2020 年公司代销金融产品规模 7088 亿元



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

图28: 2020 年公司代销基金规模同比+156%



数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

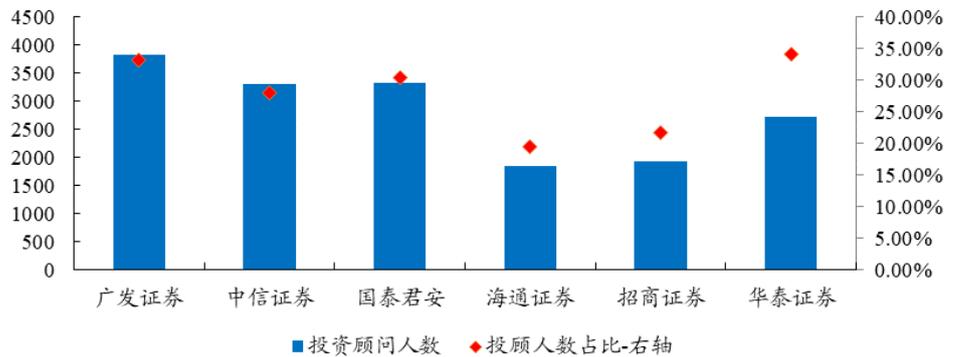
代销公募基金保有排名行业前列，财富管理优势凸显。2021Q1 和 2021H1，公司代销非货基规模均排名行业前三，2021H1 末公司代销非货基保有规模 841 亿元，市占率 0.61%，公司财富管理转型较早，在业内较早建立和完善互联网金融终端，较早建立以客户为中心的服务体系，财富管理优势地位凸显。

表13: 公司代销非货基保有规模排名行业前列

排名	2021Q1			2021Q2		
	名称	非货基保有规模 (亿元)	市占率	名称	非货基保有规模 (亿元)	市占率
1	中信证券	1315	1.06%	中信证券	1221	0.89%
2	广发证券	787	0.63%	华泰证券	1126	0.82%
3	中国银河	697	0.56%	广发证券	841	0.61%
4	华泰证券	594	0.48%	中信建投	585	0.43%
5	招商证券	527	0.42%	招商证券	534	0.39%
6	国信证券	523	0.42%	东方证券	505	0.37%
7	兴业证券	448	0.36%	国信证券	500	0.36%
8	平安证券	405	0.33%	国泰君安	491	0.36%
9	中信建投	390	0.31%	中国银河	485	0.35%
10	东方证券	352	0.28%	兴业证券	476	0.35%

数据来源: 中基协、开源证券研究所

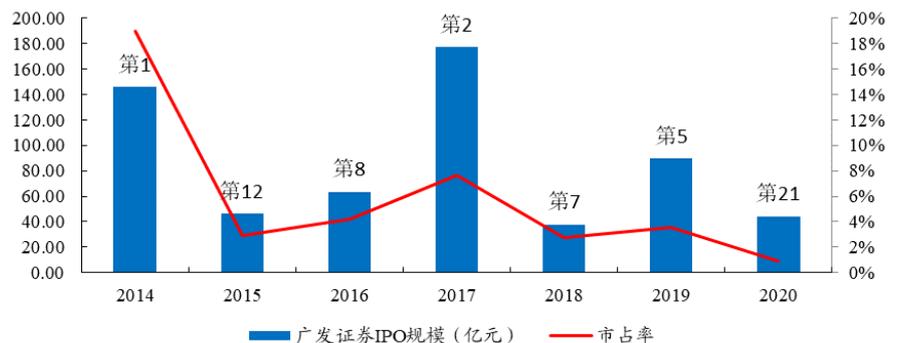
投顾人数行业第一，占比行业前三。财富管理业务中，投资顾问为客户提供专业资产配置建议，帮助公司从传统牌照型业务向新财富管理战略转型。公司在投顾人数和资质方面均较强，根据中证协数据，8 月公司投顾人数 3829 人，排名行业第一，公司投顾人数占比为 33.2%，头部券商中仅次于华泰证券，同时公司投顾在金融服务行业平均拥有八年以上从业经验，投顾团队强大。

图29: 投顾人数行业第一, 占比排名行业前列


数据来源: 中证协、开源证券研究所

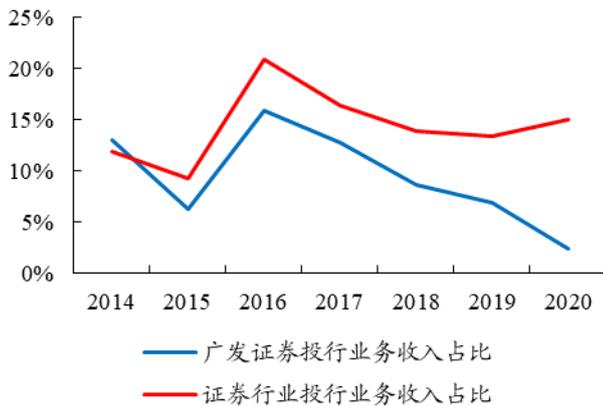
4、投行业务: 风险出清, 业务有望逐步回到正轨

风险事件之前, 公司 IPO 业务排名靠前。2014-2018 年, 公司 IPO 承销规模靠前, 2014 年公司 IPO 市占率 19%, 位居行业第一, 2017 年排名行业第二, 保持在行业前列。2015-2018 年 IPO 承销规模市占率在 4%-8% 之间。2001 年公司主承销康美药业 IPO, 2014-2018 年主承销康美药业非公开发行、公司债券、可交换债项目, 2018 年康美药业被证监会立案调查, 2019 年康美药业因财务造假, 公司作为主承销商受到证监会处罚, 自 2020 年 7 月 20 日起暂停保荐资格半年, 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 19 日期间, 证监会不受理公司债券承销业务。

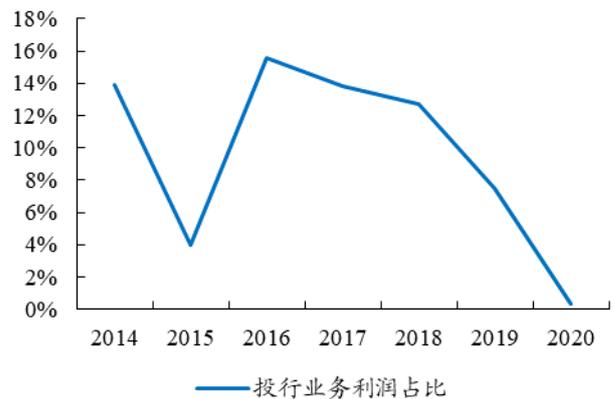
图30: 风险事件之前, 公司 IPO 业务排名靠前


数据来源: 中证协、开源证券研究所

2016 年起投行业务收入和利润占比不断下滑。2017 年起, 全市场股权融资规模整体有所下滑, 2016-2019 年全市场投行业务收入占比从 21% 下降至 13%, 受市场、监管政策及公司业务模式等多方因素影响, 公司 2016-2018 年投行业务收入和利润占比均有下滑, 2018 年收入和利润占比分别为 9%/13%, 2019-2020 年公司受风险事件影响, 投行业务收入和利润占比持续下滑, 2020 年收入和利润占比分别为 2%/0%。

图31: 2016年起公司投行业务收入占比逐渐下降


数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

图32: 2016年起公司投行业务利润占比逐渐下降


数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

处罚期已过, 风险出清, 公司投行业务将逐步回到正轨。2021年1月19日公司恢复保荐资格, 2021年7月19日, 公司恢复债券承销业务, 处罚期已过, 同时公司在2021年证监会分类评级中获得AA级, 风险出清, 业务逐渐回归正轨, 截至8月11日, 公司有7单IPO储备, 公司保代人数178人, 行业排名11, 预计未来投行业务有望逐步恢复。

表14: 公司目前有7单IPO储备项目

代码	最新公告日	企业名称	拟上市板	审核状态	拟募集资金(万元)
A21187.SZ	2021-07-19	成都德芯数字科技股份有限公司	创业板	已问询	27,675.93
A21267.SZ	2021-07-17	致欧家居科技股份有限公司	创业板	已问询	148,576.55
A21300.SH	2021-06-28	上海紫燕食品股份有限公司	上证主板	已受理	79,975.00
A21233.SH	2021-06-24	上海福贝宠物用品股份有限公司	上证主板	已受理	34,791.03
A21077.SZ	2021-06-23	北方长龙新材料技术股份有限公司	创业板	已问询	68,172.86
A20158.SZ	2021-06-18	四川郎酒股份有限公司	深证主板	已预披露更新	745,391.65
A19249.SH	2021-05-21	威海百合生物技术股份有限公司	上证主板	已预披露更新	61,191.12

资料来源: Wind、开源证券研究所

5、投资业务: 风格稳健, 收益率较高

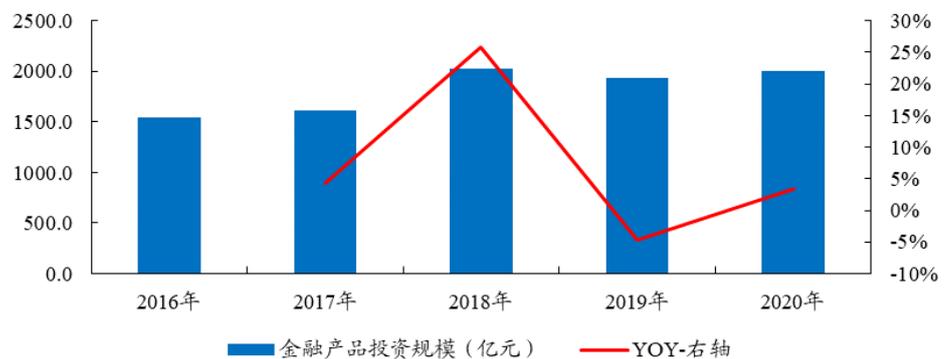
投资收益 2018 年受市场及会计规则影响, 2019 年大幅增长后保持平稳。2018 年, 公司自营业务投资收益大幅下降。一方面由于市场环境持续低迷、波动加剧导致公司投资失利; 另一面由于会计规则调整, 债权投资利息收入由投资收益科目移至利息净收入科目。2019 年后, 市场环境回暖, 公司投资收益有所增长, 2020 年金融产品投资收益 68 亿元, 同比微幅增长。

图33: 2019年金融资产投资收益大幅增长后保持平稳


数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

注：金融资产投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业和合营企业的投资收益

近两年公司金融产品投资规模整体保持稳定。2018年，公司金融产品投资规模有所扩张，同比+26%至2030亿元，2019-2020年规模保持稳定，2020年公司金融产品投资规模2002亿元。

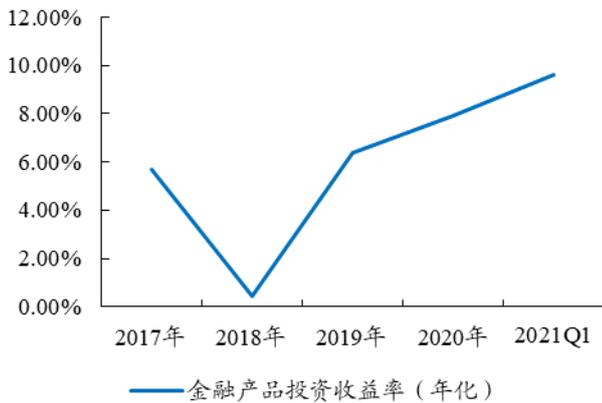
图34: 近两年金融产品投资规模整体保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融资产

2019年起公司自营投资收益率持续上升，处于同业较高水平。公司在权益类投资坚持价值投资思路，主要配置蓝筹股和科技股，根据市场波动较好控制仓位，同时衍生品投资较好抓住市场波动带来的机会，平抑股市波动，自2019年起，公司投资收益率稳步上行，2021Q1金融产品年化投资收益率提升9.59%，投资收益率领先同业，2019和2020年投资收益率均高于同业可比公司。

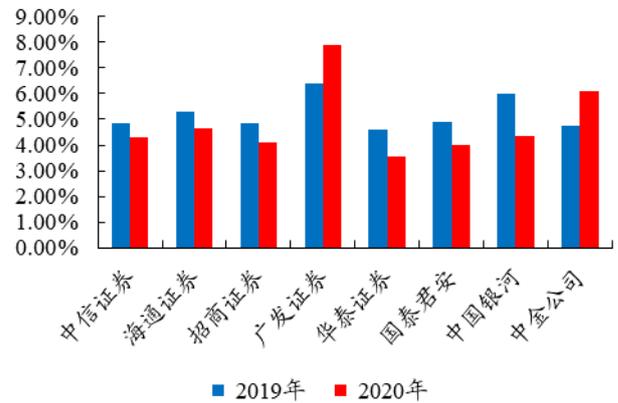
图35: 2018年起投资收益率稳步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 金融产品投资收益率=(投资收益+公允价值变动损益-对联营企业和合营企业的投资收益)/(交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产) 期初期末平均

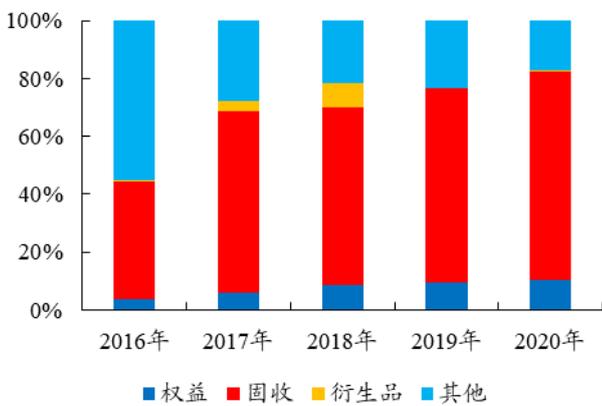
图36: 公司投资收益率高于同业可比公司



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

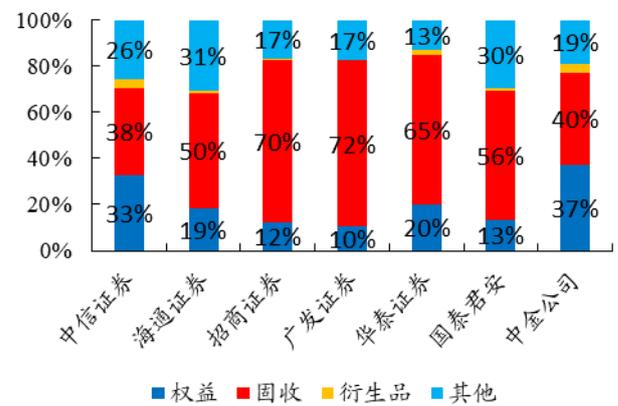
公司固收规模占比较高, 投资风格相较同业更加稳健。2016年起公司固收规模占比持续提升, 从2016年的41%提升至2020年的72%, 固收占比持续增加。相较同业, 公司投资风格更加稳健, 2020年公司固收规模占比高于同业可比公司。

图37: 2016年起公司自营投资固收占比不断增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: 2020年公司固收规模占比较高

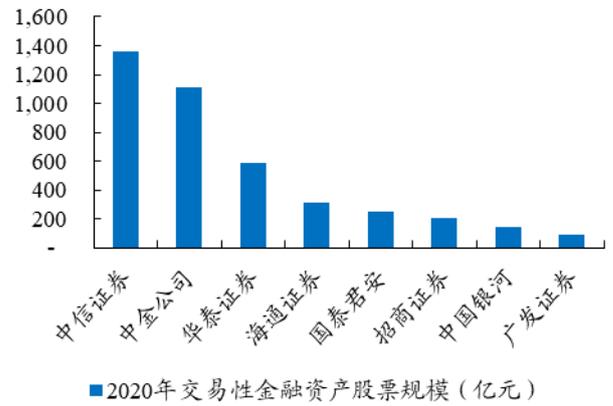


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2020年股票规模有所增长, 同业相比处于较低水平。2020年公司交易性金融资产中股票 93 亿元, 同比+42%, 增幅较之前有所扩大。相较同业, 公司交易性金融资产股票规模较小, 方向性自营敞口较小, 风格稳健。

图39: 2020年交易性金融资产股票规模明显增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图40: 公司交易性金融资产规模在可比公司中较小


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测及估值

6.1、核心假设

表15: 盈利预测核心假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
两市日均股基成交额 (亿元)	5,580	9,042	9,856	10,250	11,173
YOY	36%	62%	9%	4%	9%
股基成交额市占率	4.07%	3.95%	4.05%	4.15%	4.25%
佣金率	0.0334%	0.0321%	0.0311%	0.0302%	0.0293%
IPO承销规模 (亿元)	8,960	4,428	5,757	6,908	8,290
YOY	136%	-51%	30%	20%	20%
IPO费用率	7.53%	6.24%	6.50%	6.50%	6.50%
券商资管规模 (百万元)	284,903	276,645	312,872	359,010	413,680
YOY	-24%	-3%	13%	15%	15%
管理费率	0.39%	0.45%	0.55%	0.63%	0.71%
广发基金资产管理规模 (亿元)	5,026	7,634	11,070	13,837	17,296
YOY	7%	52%	45%	25%	25%
管理费率	0.54%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
两市融资余额 (百万元)	1,005,504	1,482,024	1,778,429	1,956,272	2,249,712
YOY	34%	47%	20.00%	10.00%	15.00%
两融市占率	5.45%	5.81%	6.00%	6.10%	6.20%
金融资产投资规模 (百万元)	92,564	79,571	89,625	99,845	111,276
YOY	-21%	-14%	13%	11%	11%
投资收益率	6.39%	7.91%	7.00%	6.85%	6.95%
易方达非货基规模 (亿元)	3,856	7,816	12,115	14,539	17,446
YOY	58.61%	102.69%	55%	20%	20%
管理费率	1.97%	1.58%	1.55%	1.55%	1.55%

数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

6.2、盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别为 123.87/152.24/184.63 亿元，分别同比+23%/+23%/+21%，EPS 分别为 1.63/2.00/2.42 元，ROE 分别为 12.1%/13.5%/14.8%。

表16: 预计 2021-2023 年公司净利润分别同比+23%/+23%/+21%

单位: 百万元	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业收入	22,809.9	29,153.5	34,616	41,477	49,139
手续费及佣金净收入	9,760.8	14,114.4	18,044	22,186	26,708
代理买卖证券业务净收入	4,197.6	6,571.7	7,638	8,503	9,581
证券承销业务净收入	1,437.9	648.7	877	1,066	1,297
受托客户资产管理业务净收入	3,910.6	6,598.1	9,104	12,085	15,183
投资咨询业务净收入	97.9	199.8	320	416	519
其他手续费及佣金净收入	116.7	96.3	106	116	128
利息净收入	3,168.1	4,253.8	6,957	8,280	9,785
投资净收益	6,036.4	7,147.1	7,580	8,670	9,955
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	446.5	1,005.2			
公允价值变动净收益	1,097.3	665.9			
其他业务收入	1,915.0	1,770.1	2,035.6	2,340.9	2,692.1
二、营业支出	12,110.0	15,525.3	17,822.6	20,838.0	24,108.8
营业税金及附加	135.4	169.8	213.1	256.2	304.4
管理费用	9,393.0	12,743.9	14,753.0	17,343.6	20,134.4
资产减值损失	679.7	853.7	1,024.4	1,178.1	1,354.8
其他业务成本	1,900.4	1,756.0	1,832.0	2,060.0	2,315.2
三、营业利润	10,699.9	13,628.2	16,793.9	20,639.4	25,030.7
加: 营业外收入	13.7	9.0	32.8	39.4	46.8
减: 营业外支出	437.4	37.9	45.4	54.6	64.8
四、利润总额	10,276.2	13,599.3	16,781.3	20,624.2	25,012.7
所得税率	21.08%	20.80%	20.8%	20.8%	20.8%
减: 所得税	2,166.0	2,828.4	3,490.2	4,289.5	5,202.2
五、净利润	8,110.3	10,770.9	13,291.1	16,334.8	19,810.5
少数股东权益占比	7.04%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
减: 少数股东损益	571.3	732.8	904.2	1,111.3	1,347.7
归属于母公司所有者的净利润	7,538.9	10,038.1	12,386.9	15,223.5	18,462.8
YOY	75.32%	33.15%	23%	23%	21%
ROE	8.55%	10.60%	12.1%	13.5%	14.8%

数据来源: 广发证券公司公告、开源证券研究所

6.3、可比公司估值

我们考虑净资产规模和市值，选取 7 家上市券商作为可比公司，包括中信证券、招商证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、国泰君安、中信建投。

广发证券 ROE 高于可比公司，估值低于可比公司。从下表数据看，公司 2021-2023 年 ROE 分别为 11.9%/13.5%/14.8%，高于可比公司平均水平。从估值看，公司 PB 和 PB/ROE 低于可比公司平均水平。

表17: 广发证券 ROE 高于可比公司，估值低于可比公司

公司名称	总市值 (亿元)	ROE				PB (基于 Q1 末净资产)	PB/ROE
	2021/8/17	2020A	2021E	2022E	2023E		
广发证券	1,378	10.60%	12.1%	13.5%	14.8%	1.37	13.41
招商证券	1,526	10.0%	10.63%	11.15%	11.75%	1.42	14.46
中信证券	3,091	8.7%	9.71%	10.56%	11.45%	1.66	14.79
海通证券	1,515	7.8%	7.88%	8.34%	8.97%	0.97	10.38
华泰证券	1,348	8.6%	9.55%	10.23%	10.92%	1.02	10.07
申万宏源	1,112	9.0%	8.52%	9.03%	9.65%	1.23	11.30
国泰君安	1,506	8.1%	9.38%	9.86%	10.41%	1.06	8.41
中信建投	2,190	15.3%	15.20%	16.37%	17.70%	3.16	31.45
可比公司平均		9.6%	10.1%	10.8%	11.6%	1.50	14.41

注：除广发证券外，其他公司未来净利润均来自 Wind 一致性预期

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

7、投资结论

整体资质较强，投行业务风险出清，资管优势带来资产重估。公司作为头部券商，整体业务资质较好，投行风险事件处罚期已过，业务风险出清，2021 年分类评级重回 AA，同时新管理团队均来自内部且更加年轻化，整体经营迎来拐点。公司参股广发基金和易方达基金，一参一控均为龙头，资产管理业务优势明显，两家基金公司利润贡献 15% 以上，公募市场扩容下，利润贡献有望持续提升，预计未来财富管理板块业务利润贡献有望稳定在 30% 以上，资管优势带来价值重估，我们将券商财富管理业务与其他业务分拆重估，公司仍有 41% 的动态重估溢价率。我们预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别为 122.27/152.03/184.68 亿元，分别同比+22%/+24%/+21%，EPS 分别为 1.60/2.00/2.42 元，ROE 分别为 11.9%/13.5%/14.9%，预计当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 11.1/9.1/7.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表18: 公司资产重估溢价率较高

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
财富管理板块-净利润贡献							
代销金融产品收入	123.10	150.90	182.99	590.75	1,051.46	1,633.99	2,102.91
YOY		22.6%	21.3%	222.8%	78.0%	55.4%	28.7%
净利率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
广发基金净利润	945	454	1,186	1,824	2,267	3,120	3,863
持股比例	51.1%	51.1%	60.6%	54.5%	54.5%	54.5%	54.5%
易方达净利润	1402	1,365	1,726	2,750	5,561	7,622	9,370
持股比例	25.0%	25.0%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
广发资管净利润	1,002	928	943	924	1,154	1,425	1,756
持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
财富管理贡献合计	1,897	1,577	2,145	2,837	4,175	5,670	7,036
YOY					47%	36%	24%
利润贡献比重	22%	37%	28%	28%	34%	37%	38%
资产重估							
(1) 财富管理板块					104,372	141,755	175,896
PE					25	25	25
(2) 非财富管理板块					90,272	96,789	104,399
PB					1	1	1
资产重估总市值					194,643	238,544	280,296
8月17日市值					137,789		
动态重估溢价率					41%		

数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

8、风险提示

- 公募市场扩容不及预期；
- 公司业绩增长不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	270,668	309,204	370,602	420,326	483,438
现金	80,707	102,766	131,025	153,115	179,026
应收票据及应收账款	2,373	3,404	4,183	4,908	5,862
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	187,588	203,033	235,394	262,303	298,550
非流动资产	123,723	148,260	166,273	193,648	219,574
长期投资	6,727	7,197	8,813	10,944	13,522
固定资产	1,931	3,046	3,126	3,206	3,286
无形资产	410	1,454	1,494	1,534	1,574
其他非流动资产	114,654	136,563	152,839	177,964	201,191
资产总计	394,391	457,464	536,875	613,974	703,012
流动负债	202,935	249,621	303,836	351,487	406,312
短期借款	1,038	2,553	3,319	4,314	5,608
应付票据及应付账款	5,612	2,605	4,205	5,005	5,805
其他流动负债	196,285	244,463	296,312	342,167	394,898
非流动负债	97,319	105,570	121,520	139,625	160,153
长期借款	86,213	91,933	105,941	121,832	139,950
其他非流动负债	11,106	13,637	15,579	17,792	20,202
负债合计	300,254	355,190	425,356	491,111	566,465
少数股东权益	2,903	4,111	4,483	4,939	5,489
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
资本公积	31,205	31,199	31,199	31,199	31,199
留存收益	36,000	41,031	48,185	57,180	68,233
归属母公司股东权益	91,234	98,162	107,036	117,924	131,058
负债和股东权益	394,391	457,464	536,875	613,974	703,012

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	40209	19832	29511	37655	46230
净利润	8110	10771	13291	16335	19811
折旧摊销	426	506	606	706	806
财务费用	1445	1341	0	0	0
投资损失	1445	1341	1241	1141	1041
营运资金变动	31816	8171	13171	18171	23171
其他经营现金流	219	1101	1201	1301	1401
投资活动现金流	-10128	-19450	-19250	-19050	-18850
资本支出	-387	-3005	-3005	-3005	-3005
长期投资	-14213	-20161	-20061	-19961	-19861
其他投资现金流	4472	3717	3817	3917	4017
筹资活动现金流	-9977	20256	24283	24483	24683
短期借款	-60592	-57155	-57055	-56955	-56855
长期借款	50357	81038	81138	81238	81338
普通股增加			0	0	0
资本公积增加	0	854	0	0	0
其他筹资现金流	257	-4480	200	200	200
现金净增加额	20201	20306	32202	21955	30816

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,810	29,153	34,616	41,477	49,139
营业成本	12,110	15,525	17,823	20,838	24,109
营业税金及附加	135	170	213	256	304
营业费用	4	8	12	16	20
管理费用	9,393	12,744	14,753	17,344	20,134
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	680	854	1,024	1,178	1,355
其他收益	4	8	12	16	20
公允价值变动收益	1,097	666	-0	-0	-0
投资净收益	6,036	7,147	7,580	8,670	9,955
资产处置收益	2	35	-0	-0	-0
营业利润	10,700	13,628	16,794	20,639	25,031
营业外收入	14	9	33	39	47
营业外支出	437	38	45	55	65
利润总额	10,276	13,599	16,781	20,624	25,013
所得税	2,166	2,828	3,490	4,289	5,202
净利润	8,110	10,771	13,291	16,335	19,811
少数股东损益	571	733	904	1,111	1,348
归母净利润	7,539	10,038	12,387	15,224	18,463
EBITDA	10983	13599	16857	20702	25092
EPS(元)	0.99	1.32	1.63	2.00	2.42

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	49.4	27.8	18.7	19.8	18.5
营业利润(%)	76.8	27.4	23.2	22.9	21.3
归属于母公司净利润(%)	75.3	33.2	23.4	22.9	21.3
获利能力					
毛利率(%)	46.9	46.7	48.5	49.8	50.9
净利率(%)	33.1	34.4	35.8	36.7	37.6
ROE(%)	8.6	10.6	12.1	13.5	14.8
ROIC(%)	4.5	5.5	6.0	6.6	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	76.1	77.6	79.2	80.0	80.6
净负债比率(%)	2.2	2.3	2.6	2.7	2.8
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	5.8	6.8	7.0	7.2	7.5
应收账款周转率	685.3	1009.2	912.5	912.5	912.5
应付账款周转率	153.2	377.9	523.4	452.5	446.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.32	1.63	2.00	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	5.28	2.60	3.87	4.94	6.07
每股净资产(最新摊薄)	11.97	12.88	14.04	15.47	17.20
估值比率					
P/E	18.3	13.7	11.1	9.1	7.5
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	38.0	35.3	23.3	21.8	20.6

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，属于机密材料，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16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