开源证券

广发证券（000776.SZ）

2022 年 03 月 31 日

公募和财富管理业务高增，拟实施股权激励彰显信心

——广发证券 2021 年年报点评

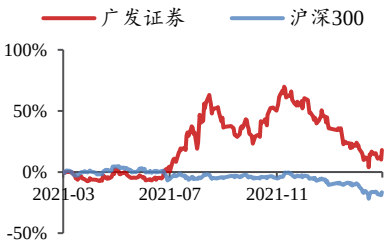
高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）
lukun@kysec.cn
证书编号：S0790122030100

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/30
当前股价(元)	18.10
一年最高最低(元)	27.22/14.21
总市值(亿元)	1,379.42
流通市值(亿元)	1,071.39
总股本(亿股)	76.21
流通股本(亿股)	59.19
近 3 个月换手率(%)	78.45

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-大财富管理驱动盈利增长，投行业务有望持续复苏》-2021.10.29

《广发证券 2021 半年报点评-公募业务利润贡献持续增长，财富管理保持优势》-2021.8.28

《公司首次覆盖报告-资管优势驱动资产重估，投行业务风险出清》-2021.8.19

● 公募和财富管理业务高增，头部优势明显，股权激励彰显发展信心

2021年公司营业收入/归母净利润342.5/108.5亿元，同比+17%/+8%，ROE10.6%，与2020年持平，杠杆率3.7倍，同比+23%，业绩略低于我们预期。公司公募基金和财富管理业务线业绩高增，资管/经纪/利息净收入分别+51%/+21%/+16%，自营投资和投行收入有所下降。考虑到年初以来股市和偏股基金净值明显下跌，我们下调公司2022-2023年归母净利润预测至114.5/139.7亿元（调前152.2/184.6亿元），新增2024年归母净利润预测172.4亿元，对应2022-2024年EPS 1.50/1.83/2.26元。我们估算2021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)贡献净利润32亿元，同比+13%，利润贡献29%，略低于我们预期，主要受广发资管影响。公司拟回购A股实施限制性股票激励，回购总额2.03亿至4.06亿，利于建立长效激励约束机制，展现对公司发展前景的信心。公司ROE水平行业领先，2021年分类评价重回AA级，旗下公募基金头部优势显著，投行和资管业务有望持续改善，当前股价对应2022年PB 1.2倍，PE 12.1倍，维持“买入”评级。

● 广发基金和易方达基金市占率持续提升，资管业务线合计利润贡献达 24%

（1）2021年广发基金营收/净利润93.5/26.1亿元，同比+50%/+43%，ROE 29%，利润贡献达13%；年末非货AUM(Wind口径)6696亿，较年初+37%，市占率4.16%，较年初+0.02pct。（2）2021年易方达营收/净利润145.6/45.4亿元，同比+58%/+65%，ROE 39%，利润贡献9%；年末非货AUM(Wind口径)11900亿，较年初+52%，市占率7.39%，较年初+0.79pct。（3）2021年广发资管营收/净利润7.6/2.0亿元，同比-56%/-78%，主要受公允价值变动损失增加和管理费收入减少影响，预计2022年有望明显改善；年末广发资管集合管理规模大幅增长至3526亿，较年初+158%。

● 财富管理转型进展显著，自营投资收益有所下降，投行业务改善可期

（1）公司财富管理转型进展显著，代销收入及年末非货基保有规模排名行业前3，2021 年实现代销收入 11 亿元，同比+85%，占证券经纪收入比重 15%；公司代销基金和信托规模 1056/248 亿，同比+44%/+134%，年末代销金融产品保有规模同比+17%。（2）2021 年公司金融资产投资收益 58 亿元，同比-15%，投资收益率 5.6%，同比-2.3pct。公司投行业务原有优势明显，业务收入有望持续回升。

● 风险提示：股市大幅波动造成经纪盈利不确定性；公募保有规模扩容不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,153	34,250	34,428	40,758	48,863
YOY(%)	27.8	17.5	0.5	18.4	19.9
归母净利润(百万元)	10,038	10,854	11,446	13,965	17,242
YOY(%)	33.2	8.1	5.5	22.0	23.5
毛利率(%)	46.7	43.9	45.5	46.9	48.3
净利率(%)	34.4	31.7	33.2	34.3	35.3
ROE(%)	10.6	10.6	10.4	11.7	13.2
EPS(摊薄/元)	1.32	1.42	1.50	1.83	2.26
P/E(倍)	13.7	12.7	12.1	9.9	8.0
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	309,204	395,033	424,716	487,511	552,390
现金	102,766	119,313	131,302	147,489	167,905
应收票据及应收账款	3,404	4,893	2,653	6,280	4,429
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	203,033	270,827	290,761	333,742	380,056
非流动资产	148,260	140,822	153,891	163,986	174,872
长期投资	7,197	8,248	9,750	11,500	13,590
固定资产	3,046	2,967	3,047	3,127	3,207
无形资产	1,454	1,490	1,530	1,570	1,610
其他非流动资产	136,563	128,117	139,564	147,789	156,464
资产总计	457,464	535,855	578,608	651,498	727,262
流动负债	249,621	267,251	303,337	350,020	402,787
短期借款	2,553	917	1,100	1,320	1,716
应付票据及应付账款	2,605	7,074	7,874	8,674	9,474
其他流动负债	244,463	259,260	294,363	340,026	391,597
非流动负债	105,570	157,803	156,523	172,380	182,539
长期借款	91,933	139,022	138,683	153,019	160,740
其他非流动负债	13,637	18,782	17,840	19,362	21,799
负债合计	355,190	425,054	459,860	522,400	585,326
少数股东权益	4,111	4,177	4,476	4,867	5,350
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
资本公积	31,199	31,284	31,284	31,284	31,284
留存收益	38,278	39,232	40,376	41,773	43,497
归属母公司股东权益	98,162	106,625	114,272	124,231	136,585
负债和股东权益	457,464	535,855	578,608	651,498	727,262

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,153	34,250	34,428	40,758	48,863
营业成本	15,525	19,225	18,763	21,646	25,268
营业税金及附加	170	223	222	263	316
营业费用	5	6	7	8	8
管理费用	12,744	15,961	15,390	17,877	21,037
研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产减值损失	854	981	785	785	785
其他收益	5	6	7	8	8
公允价值变动收益	(171)	407	- 0	- 0	- 0
投资净收益	7,147	6,817	8,131	9,743	10,965
资产处置收益	35	35	35	35	35
营业利润	13,628	15,025	15,666	19,112	23,595
营业外收入	9	8	16	19	23
营业外支出	38	69	69	81	98
利润总额	13,628	15,025	15,666	19,112	23,595
所得税	2,828	2,909	3,035	3,703	4,572
净利润	10,771	12,055	12,578	15,346	18,948
少数股东损益	733	1,201	1,132	1,381	1,705
归母净利润	10,038	10,854	11,446	13,965	17,242
EBITDA	14135	15500	16240	19786	24369
EPS(元)	1.32	1.42	1.50	1.83	2.26

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	27.8	17.5	0.5	18.4	19.9
营业利润(%)	27.4	10.2	4.3	22.0	23.5
归属于母公司净利润(%)	33.2	8.1	5.5	22.0	23.5
获利能力					
毛利率(%)	46.7	43.9	45.5	46.9	48.3
净利率(%)	34.4	31.7	33.2	34.3	35.3
ROE(%)	10.6	10.6	10.4	11.7	13.2
ROIC(%)	5.5	4.8	4.9	5.4	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	77.6	79.3	79.5	80.2	80.5
净负债比率(%)	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7
流动比率	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	6.8	6.9	6.2	6.6	7.1
应收账款周转率	1009.2	825.6	912.5	912.5	912.5
应付账款周转率	377.9	397.2	251.0	261.6	278.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.42	1.50	1.83	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	-3.59	-3.07	-2.04	-0.90
每股净资产(最新摊薄)	12.88	13.99	14.99	16.30	17.92
估值比率					
P/E	13.7	12.7	12.1	9.9	8.0
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	40.7	42.0	42.7	38.6	34.2

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	19832	-27323	-23408	-15540	-6838
净利润	10771	12055	12578	15346	18948
折旧摊销	506	475	575	675	775
财务费用	1341	1928	0	0	0
投资损失	-1245	-2418	-2518	-2618	-2718
营运资金变动	8171	13026	18026	23026	28026
其他经营现金流	1101	-52169	-52069	-51969	-51869
投资活动现金流	-19450	21240	21440	21640	21840
资本支出	-3005	-664	-664	-664	-664
长期投资	-20161	16116	16216	16316	16416
其他投资现金流	3717	5788	5888	5988	6088
筹资活动现金流	20256	31019	48651	48851	49051
短期借款	-57155	-49629	-49529	-49429	-49329
长期借款	81038	96880	96980	97080	97180
普通股增加			0	0	0
资本公积增加	854	1000	1000	1000	1000
其他筹资现金流	-4480	-17233	200	200	200
现金净增加额	20306	24770	11989	16188	20415

数据来源：聚源、开源证券研究所

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