

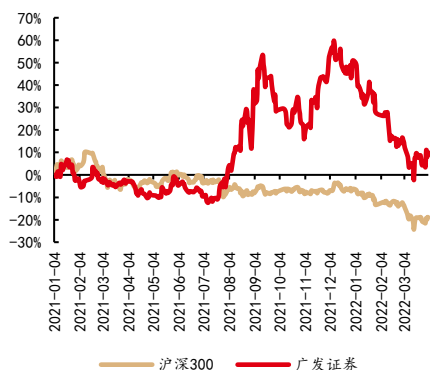
个股投资评级

推荐|首次覆盖

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.53
52周内最高(元)	27.22
52周内最低(元)	13.99
总市值(亿元)	1336
流通市值(亿元)	1038
总股本(亿股)	76.21
目标价格(元)	22.39

股价走势图



研究所

分析师：王泽军
SAC 登记编号：S1340521120001
Email: wangzejun@cnpsec.com

研究助理：王文颢
SAC 登记编号：S1340121070021
Email: wangwenhao@chinapost.com.cn

近期报告

【券商行业年度策略】证券行业回顾暨2022年年度展望—多业务驱动业绩向好 市场前景可期

【券商个股首次覆盖报告】兴业证券(601377.SH)首次覆盖报告—大资管业务值得期待，盈利提升能力亮眼(20220128)

广发证券 (000776.SZ) 首次覆盖报告

财富管理与资产管理双轮驱动，投行业务恢复可期

核心观点：

- **公司 A+H 股两地上市，为老牌综合大型券商。**广发证券是国内首批综合类证券公司。公司无实际控制人，三大股东多年稳定持有。持续均衡、多元化的股权结构为公司形成良好的治理结构提供了坚实保障，确保公司长期保持市场化的运行机制，有利于实现公司的持续健康发展。
- **财富管理效果凸显，机构业务逐渐扩容。**公司经纪业务收入连续三年取得双位数增长，其中代销金融产品收入在近年高基数增速下，2021 年仍有 85% 的增速，凸显了财富管理转型的效果。公司经纪业务机构客户占比亦逐年提升，有望成为公司业绩的“稳定剂”。
- **资产管理业务转型进行时，一参一控基金公司均为龙头。**公司积极推动大集合产品转型，资管规模大幅增长。同时公司控股广发基金，参股易方达基金，大资管业务发展前景广阔。易方达基金和广发基金非货公募基金月均规模分别位列市场 1/2 名，处于行业龙头地位，为公司贡献可观收入。
- **盈利预测与投资建议：**

我们预计广发证券 2022-2024 年分别实现总营业收入 391/447/515 亿元；分别实现归母净利润 129/151/178 亿元，分别同比变动 19.2%/16.6%/17.8%；对应 ROE 水平分别为 11.7%/12.7%/13.9%。考虑到公司属于行业内头部公司，综合实力较强，同时参控基金公司均排头部，投行业务有望加速回暖。我们给予广发证券 2022 年目标 PB 1.6x，对应股价 22.39 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：政策施行效果不及预期甚至收紧、流动性紧缩、股基成交额大幅下滑、市场整体下行风险。

人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,153	34,250	39,134	44,688	51,531
同比增长(%)	28%	17%	14%	14%	15%
归母净利润(百万元)	10,038	10,854	12,939	15,083	17,771
同比增长(%)	33%	8%	19%	17%	18%
EPS(元/股)	1.32	1.42	1.70	1.98	2.33
市盈率 PE	13.31	12.31	10.32	8.86	7.52
市净率 PB	1.36	1.25	1.17	1.09	1.00
ROE(加权)	11%	12%	13%	14%	15%

数据来源：公司年报，中邮证券研究所预测，收盘价为 2022/4/7

目录

1 广发证券：老牌大型综合券商，盈利能力持续提升	5
1.1 A+H 股两地上市，历时 30 年领跑券商	5
1.2 股权结构均衡多元，公司治理市场化	6
1.3 经营质量持续提升，资产管理+财富管理双轮驱动	7
2 财富管理：加强机构经纪，金融科技赋能	9
2.1 深耕广东地区，财富管理收入持续提升	9
2.2 佣金率高于行业水平，“投顾+平台”助力经纪零售	9
2.3 经纪业务结构优化，代销收入增速明显	11
3 投资管理：资管营收能力回升，一参一控领先基金行业	12
3.1 资管核心竞争力提升，规模位列行业前端	13
3.2 公司参控公募基金龙头，净利润贡献持续提升	15
4 投资银行：寒冬期或将结束，有望重回头部地位	17
5 机构及交易业务：自有资本注重价值投资，投研能力优势显著	18
6 广发证券盈利预测与估值	20
6.1 盈利预测关键假设	20
6.2 投资建议	21
7 风险提示	21

图表目录

图表 1 广发证券发展历程	5
图表 2 广发证券核心指标排名	6
图表 3 广发证券股权架构图	6
图表 4 广发证券子公司架构	7
图表 5 广发证券营业收入	7
图表 6 广发证券归母净利润	7
图表 7 近年广发证券 ROE	8
图表 8 广发证券及行业净利率对比	8
图表 9 公司主要业务架构	8
图表 10 公司业务结构（按公司业务分类口径）	8
图表 11 公司业务结构（按收入口径）	8
图表 12 广发证券财富管理营业收入	9
图表 13 财富管理业务结构拆分	9
图表 14 营业部各省份数据	9
图表 15 各省营业部营业收入总和	9
图表 16 2020 中国高净值人群分布	9
图表 17 2008-2020 高净值人群可支配资产占全国比重	9
图表 18 公司两融业务收入	9
图表 19 公司两融业务市场份额	9
图表 20 经纪业务收入近年券商排名	9
图表 21 广发证券经纪业务净收入	9
图表 22 公司代理买卖证券机构客户占比	9
图表 23 广发证券及行业佣金率变化	10
图表 24 广发证券股基成交额及市场占比	10
图表 25 券商投资顾问人数	10
图表 26 广发证券手机证券用户	11
图表 27 易淘金平台销售转让金融产品金额	11
图表 28 广发证券经纪分部业务占比	11
图表 29 广发证券代理销售金融产品收入	11
图表 30 代理销售金融产品收入近年券商排名	12
图表 31 2021 年前四季度广发证券公募基金保有规模排名前列	12
图表 32 公司投资管理业务拆分	13
图表 33 公司投资管理业务收入及变化	13
图表 34 券商资管规模	13
图表 35 广发证券资管规模	13

图表 36 广发资管类别占比	14
图表 37 广发资管规模	14
图表 38 资产管理业务收入近年券商排名	14
图表 39 公司基金管理业务净收入	15
图表 40 公司基金管理业务营收贡献率	15
图表 41 基金管理机构非货币理财公募基金月均规模排名（2021Q4）	15
图表 42 广发基金管理规模及产品数量	16
图表 43 广发基金营业收入及 ROE	16
图表 44 易方达基金管理规模及产品数量	16
图表 45 易方达基金营业收入及 ROE	16
图表 46 公司投资银行业务收入	17
图表 47 券商注册保代人数量	17
图表 48 公司 IPO 承销金额及家数	17
图表 49 公司债权承销金额及家数	17
图表 50 公司机构及交易业务收入	18
图表 51 公司券商分析师数量	18
图表 52 公司交易性金融资产股债比	19
图表 53 公司交易性股票资产占净资产比重	19
图表 54 广发证券分部业务预测	20
图表 55 广发证券盈利预测（百万元人民币）	22

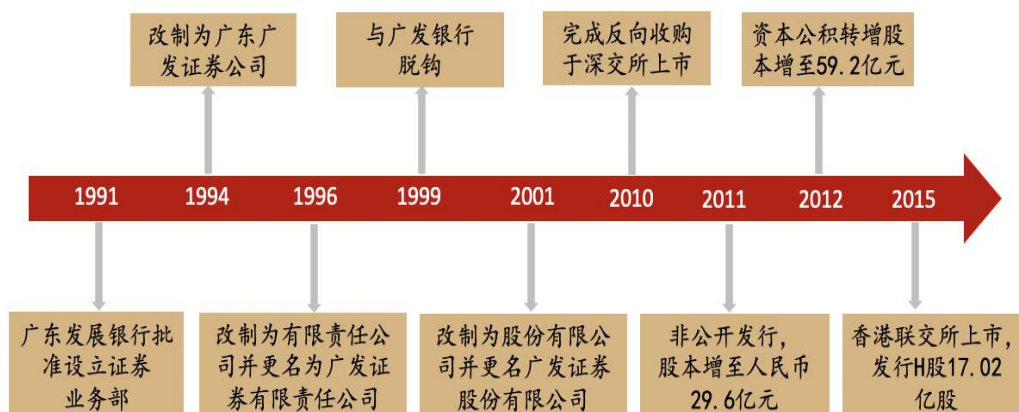
1 广发证券：老牌大型综合券商，盈利能力持续提升

1.1 A+H 股两地上市，历时 30 年领跑券商

广发证券成立于 1991 年，是国内首批综合类证券公司。前身为广东发展银行（现称广发银行股份有限公司）设立的证券业务部，公司于 1993 年 5 月 21 日，经广东省工商行政管理局核准广东发展银行证券业务部正式成立。1994 年 1 月 25 日，公司改制为广东广发证券公司，由广东发展银行以自有资金出资。1996 年 12 月 26 日，公司改制为有限责任公司并更名为广发证券有限责任公司。根据中国法律对金融行业分业监管的要求，公司于 1999 年 8 月 26 日起与广东发展银行脱钩。于 2001 年 7 月 25 日，公司改制为股份有限公司并更名为广发证券股份有限公司。

2010 年 2 月 12 日，公司完成反向收购延边公路建设股份有限公司后，成为在深交所上市的公司（000776.SZ）。2015 年 4 月 10 日，公司在香港联交所主板挂牌并开始上市交易（1776.HK）。至此公司股本增至人民币 7,621,087,664 元。

图表 1 广发证券发展历程



数据来源：公司报告，中邮证券研究所整理

公司稳定发展，资产规模及盈利指标均位于行业前列。据证券业协会公布的数据，公司 2020 年总资产、净资产、净资本、核心净资本排名分别为第 7/6/7/6 名（2021 年该数据暂未公布），资产规模和抗风险能力均处于行业头部地位；其营业收入、净利润、净资产收益率分别排在第 7/5/8 名，整体盈利能力处于行业领先地位；且净资产收益率在 16 年至 20 年间实现了显著的提升，从第 20 位（2016）逐步上升至第 8 位（2020），公司盈利能力实现显著提升。

图表 2 广发证券核心指标排名

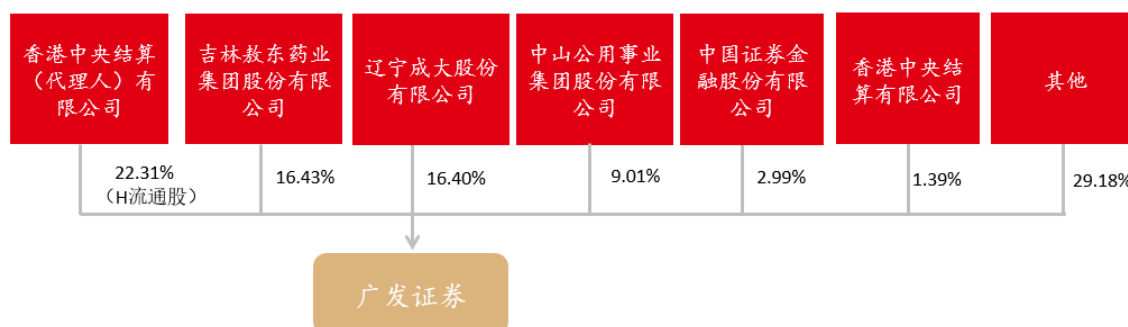
	2016	2017	2018	2019	2020
总资产	4	4	3	5	7
净资产	5	5	5	5	6
净资本	4	4	7	6	7
核心净资本	4	4	5	6	6
营业收入	4	4	5	5	7
净利润	3	4	5	5	5
净资产收益率	20	6	10	10	8

数据来源：中国证券业协会，中邮证券研究所整理

1.2 股权结构均衡多元，公司治理市场化

公司无实际控制人，三大股东多年稳定持有。公司股东吉林敖东、辽宁成大和中山公用 21 年来均一直在公司前三大股东之列（不包括香港结算代理人，香港结算代理人所持股份为 H 股非登记股东所有）。持续均衡、多元化的股权结构为公司形成良好的治理结构提供了坚实保障，确保公司长期保持市场化的运行机制，有利于实现公司的持续健康发展。

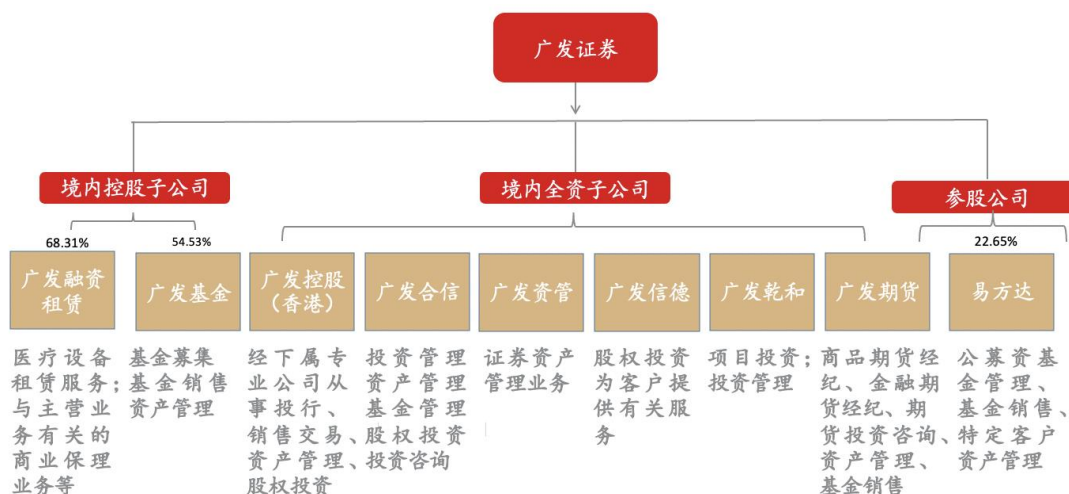
图表 3 广发证券股权架构图



数据来源：公司报告，中邮证券研究所整理

业务牌照齐全，综合金融服务能力行业领先。集团拥有投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理等全业务牌照，各项主要业务结构均衡发展，各项主要经营指标多年名列行业前列。目前，公司已形成了金融集团化架构，其中广发证券全资子公司广发期货、广发信德、广发控股香港、广发乾合、广发资管在 2021 年净利润分别达 4.02、8.64、0.18、12.32、2 亿元；公司控股公司广发基金和参股公司易方达基金在 2021 年净利润达 26.1 和 45.4 亿元综合助力公司多元化发展。

图表 4 广发证券子公司架构

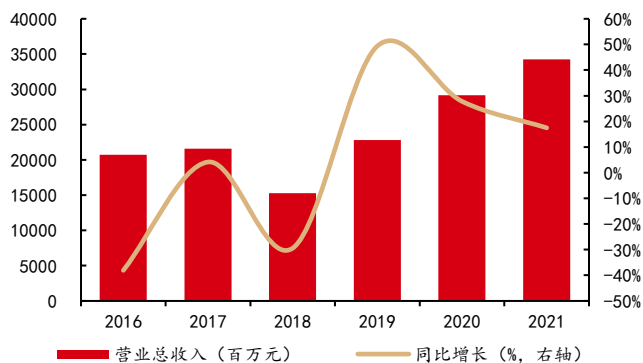


数据来源：公司报告，中邮证券研究所整理

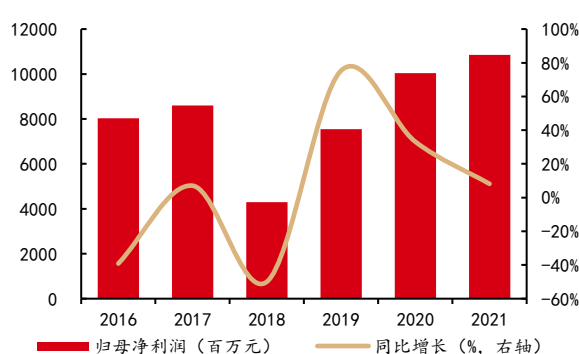
1.3 经营质量持续提升，资产管理+财富管理双轮驱动

营收及归母净利润稳中有增。公司整体营业收入方面，2021 年广发证券实现营收 342.5 亿元，同比+17%，在 2020 年营收高速增长下持续增长；公司归母净利润达 108.54 亿元，同比+8%，三年复合增速 50.75%，业绩增速亮眼。

图表 5 广发证券营业收入



图表 6 广发证券归母净利润

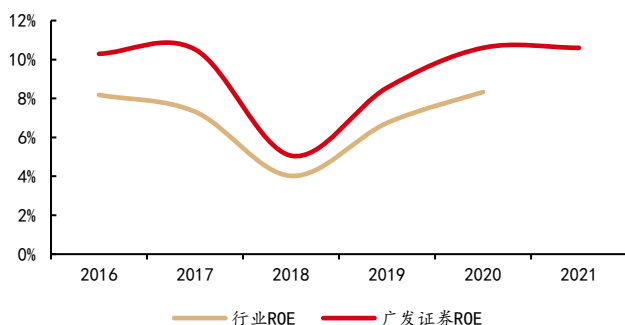


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

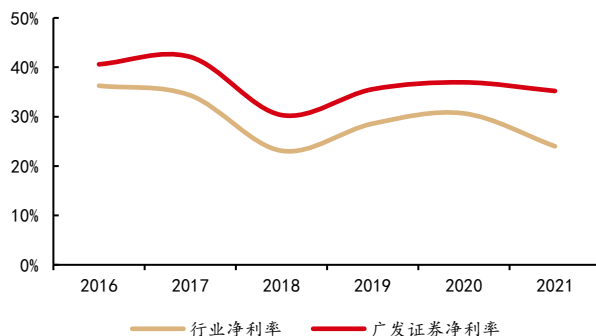
公司整体盈利能力自 2018 年触底后持续回升，目前高于行业平均水平。2016-2018 年，由于监管政策趋严和股权质押爆雷引起的资金流出，行业整体处于下行周期。2018 年 ROE 触底后，随着大额信用减值损失风险消缓，市场情绪及表现得以恢复，ROE 进入向上修复阶段。2021 年公司 ROE 为 10.6%，高于行业平均水平的 7.4%。公司净利率整体处于平稳状态，在 30% 的水平上下浮动且高于行业均值，同时考虑到公司营收规模较大，公司盈利能力毋庸置疑。

图表 7 近年广发证券 ROE



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 8 广发证券及行业净利率对比



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

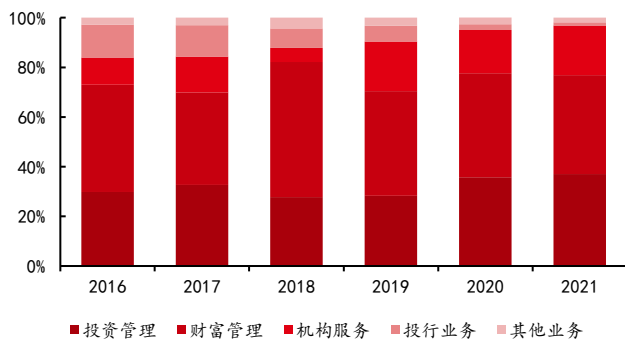
公司投资管理业务及财富管理业务占比稳定增加,业务结构呈双轮驱动。公司业务板块包括:投资银行、财富管理、交易及机构业务、投资管理四个部分。公司投资管理业务自16年以来贡献收入占比35%左右份额且不断增加,主要依托于广发基金和易方达基金公司的快速增长。同时公司财富管理业务占比较为稳定,始终为公司主要支柱来源。

图表 9 公司主要业务架构

投资银行	财富管理	交易及机构	投资管理
股权融资	零售证券经纪	证券研究服务	资产管理
债务融资	期货经纪	资产托管服务	公募基金管理
财务顾问	金融产品代销	销售及投资交易	私募基金管理
企业解决方案	融资融券	另类投资	
	回购交易融资服务		
	融资租赁		

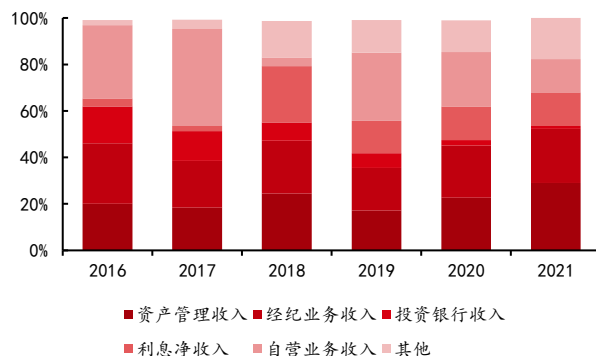
数据来源: 公司报告, 中邮证券研究所整理

图表 10 公司业务结构 (按公司业务分类口径)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 11 公司业务结构 (按收入口径)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

2 财富管理：加强机构经纪，金融科技赋能

2.1 深耕广东地区，财富管理收入持续提升

2.2 佣金率高于行业水平，“投顾+平台”助力经纪零售

经纪业务收入稳增长，竞争优势明显。广发证券经纪业务净收入从 2018 年至 2021 年稳定增长，至 2020 净收入达 79.7 亿元，同比增速 21%且三年高增。根据中证协官方公布券商经营业绩排名，广发证券经纪业务收入在 2018 年至 2020 年分别位列 8/5/6 名，位于券商行业前端，竞争优势明显。经纪业务中代理买卖证券业务客户结构方面，伴随散户机构化的浪潮下，机构客户占比逐年增长，从 2015 年的 16%增长至 2021 年的 33%，未来有望依靠机构客户获取更为可观的利润。

图表 20 经纪业务收入近年券商排名

2018			2019			2020		
1	国信证券	118,125	1	国泰君安	259,215	1	国信证券	326,715
2	国泰君安	76,121	2	国信证券	232,388	2	国泰君安	306,456
3	方正证券	47,244	3	银河证券	184,796	3	银河证券	247,109
4	申万宏源	43,370	4	申万宏源	159,351	4	招商证券	212,219
5	银河证券	38,193	5	广发证券	155,244	5	申万宏源	207,402
6	华西证券	32,617	6	招商证券	146,347	6	广发证券	201,574
7	中金公司	31,914	7	中信证券	128,878	7	方正证券	171,314
8	广发证券	30,301	8	方正证券	128,311	8	中信证券	156,040
9	招商证券	28,706	9	中信建投	100,543	9	中信建投	118,853
10	中泰证券	23,590	10	中金公司	94,180	10	平安证券	113,208

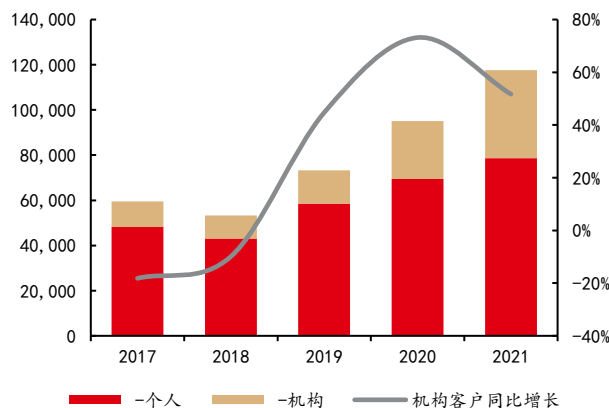
数据来源：Wind，公司年报，中邮证券研究所

图表 21 广发证券经纪业务净收入



数据来源：Wind，公司年报，中邮证券研究所

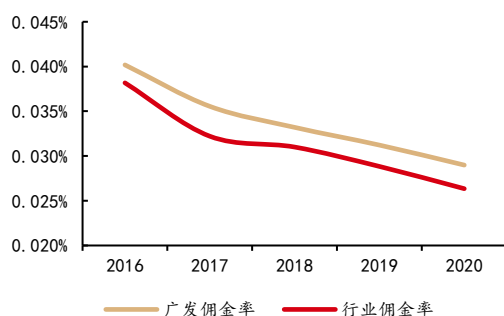
图表 22 公司代理买卖证券机构客户占比



数据来源：中国证券业协会，中邮证券研究所

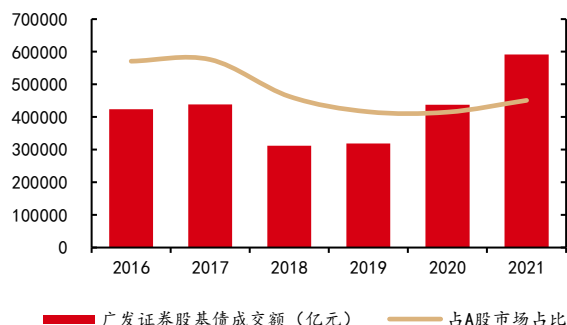
公司佣金费率高于行业，股基交易额市占率维持稳定。公司代理买卖证券业务佣金费率随券商间佣金价格战逐年下降，但始终高于行业均值 0.002% 左右，2021 年广发证券佣金费率为 0.026%。我们认为在券商经纪业务中，广发证券相较于可比证券公司拥有相对较强的议价能力，从而保证佣金率高于行业。公司 A 股年交易额市占率近年趋于平稳，近两年市占率维持在 4.15% 的水平，2021 年市占率略有回升达 4.51%。

图表 23 广发证券及行业佣金率变化



数据来源：Wind，公司年报，中邮证券研究所

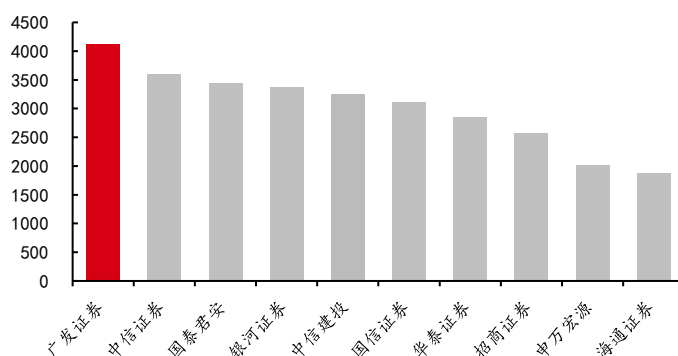
图表 24 广发证券股基成交额及市场占比



数据来源：Wind，公司年报，中邮证券研究所

公司投顾品牌打造取得佳绩，投顾团队人数位于行业首位。广发证券加强以客户为导向的金融产品销售方式，投顾人数截至 2022 年 4 月 6 日为 4117 人，为券商行业投资顾问人数最多的券商。投资顾问为财富管理 toC 端吸引资金流入的有利途径，当下行业竞争，人力是公司获利的必要条件。

图表 25 券商投资顾问人数

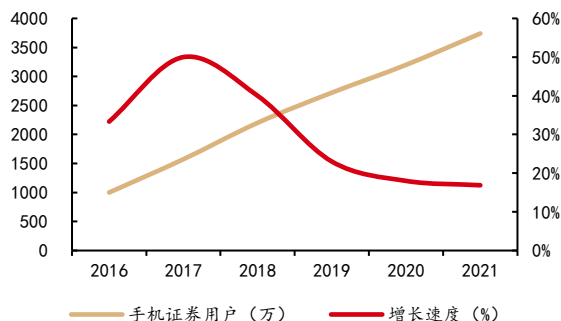


数据来源：中国证券业协会，中邮证券研究所

公司继续深化科技金融模式，不断提升科技金融水平。手机证券用户逐年稳定增长，2021 年公司手机证券用户数超 3740 万，同比增长约为 16%；但过程中同比增长率逐年成下降趋势，如何继续开发手机平台用户是未来重要发展方向。除手机证券用户外，公司持续优

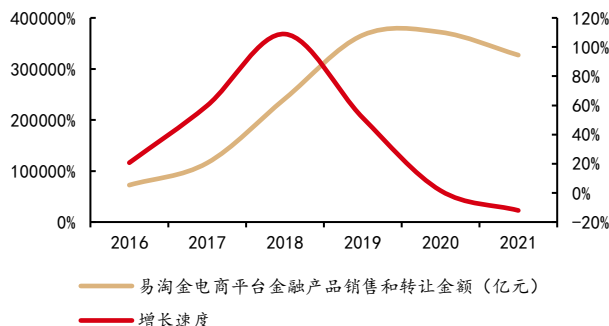
化以易淘金 APP 为核心的全流程陪伴式财富管理平台, 2021 年易淘金电商平台的金融产品销售和转让金额达 3271 亿元, 由于近年高增速下 2021 年增速承压。

图表 26 广发证券手机证券用户



数据来源: 公司年报, 中邮证券研究所

图表 27 易淘金平台销售转让金融产品金额



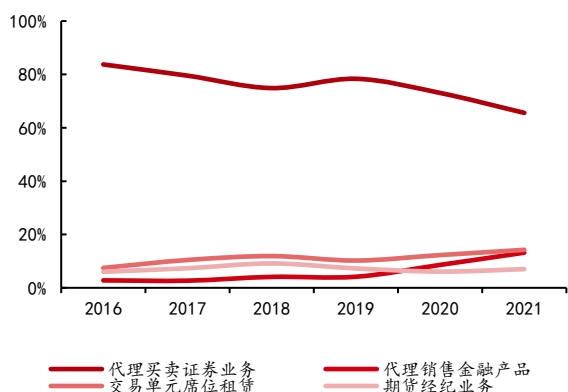
数据来源: 公司年报, 中邮证券研究所

2.3 经纪业务结构优化, 代销收入增速明显

在经纪业务中, 代理买卖证券业务依然为公司经纪业务主要收入来源, 总体收入增长情况下, 代理买卖证券业务收入占比整体呈现下降趋势, 但整体比例均高于 60%。公司交易单元席位租赁收入占比稳定, 期货经纪业务收入占比略有下降, 代销金融产品业务收入占比近年来迅速增长。

代理销售金融产品方面, 广发证券深化财富管理转型, 代销金融产品业务保持快速发展。2021 年, 公司实现代理金融产品销售收入 10.95 亿元, 同比增长 85%。根据中证协公布券商经营业绩排名, 2018 年至 2020 年广发证券代销排名分别为 7/5/5 名, 位于行业前列。

图表 28 广发证券经纪分部业务占比



数据来源: Wind, 公司年报, 中邮证券研究所

图表 29 广发证券代理销售金融产品收入



数据来源: Wind, 公司年报, 中邮证券研究所

图表 30 代理销售金融产品收入近年券商排名

2018			2019			2020		
1	中信证券	79,744	1	中信证券	82,955	1	中信证券	200,018
2	银河证券	21,874	2	中金公司	34,186	2	国泰君安	93,445
3	中金公司	21,645	3	国信证券	21,186	3	中金公司	75,128
4	国信证券	19,219	4	兴业证券	19,937	4	国信证券	70,811
5	兴业证券	18,372	5	广发证券	19,545	5	广发证券	62,594
6	华泰证券	16,728	6	银河证券	18,066	6	招商证券	58,694
7	广发证券	16,092	7	招商证券	17,607	7	中信建投	56,608
8	招商证券	15,937	8	中信建投	16,319	8	兴业证券	53,251
9	中信建投	14,774	9	华泰证券	15,900	9	华泰证券	48,030
10	安信证券	11,831	10	安信证券	14,638	10	银河证券	41,639

数据来源：中国证券业协会，中邮证券研究所

金融产品代销保有量方面，广发证券保有规模处于券商前列。至 2021 年第四季度，广发证券股票+混合公募基金保有规模达 736 亿元，非货币市场公募基金保有规模达 830 亿元。

图表 31 2021 年前四季度广发证券公募基金保有规模排名前列

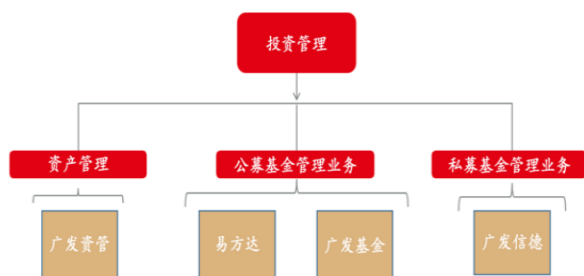
排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模（亿元）	非货币市场公募基金保有规模（亿元）
1	中信证券	1048	1158
2	华泰证券	850	932
3	广发证券	702	784
4	中信建投	567	626
5	招商证券	498	531
6	银河证券	481	494
7	东方证券	424	429
8	国泰君安	404	430
9	国信证券	400	406
10	兴业证券	399	403

数据来源：中国证券投资基金业协会，中邮证券研究所

3 投资管理：资管营收能力回升，一参一控领先基金行业

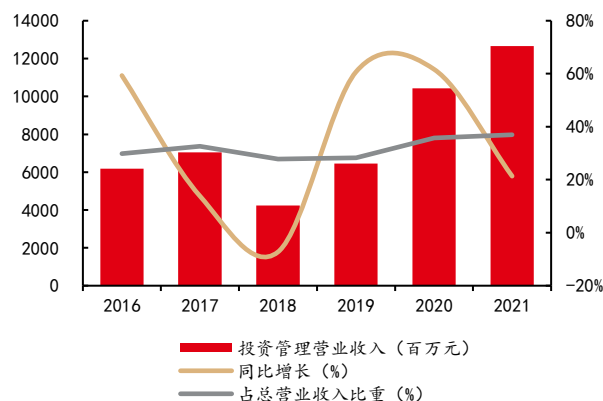
广发证券投资管理业务板块主要包括资产管理业务、公募基金管理业务及私募基金管理业务。公司投资管理业务自 2018 年业务收入持续上升，至 2021 年达 126.6 亿元，同比增长 21.4%，占营业总收入比重达 36.97%，为公司第二高营收占比业务。

图表 32 公司投资管理业务拆分



数据来源：公司报告，中邮证券研究所

图表 33 公司投资管理业务收入及变化



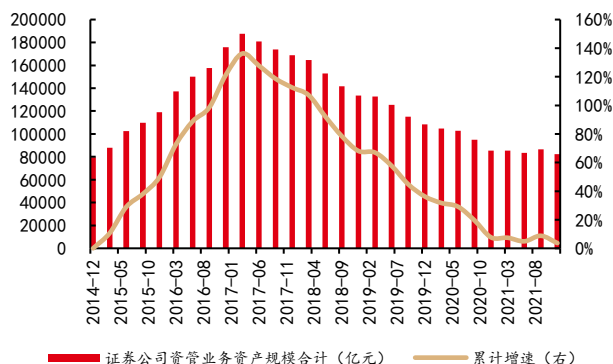
数据来源：公司报告，中邮证券研究所

3.1 资管核心竞争力提升，规模位列行业前端

广发证券资产管理（广东）有限公司（以下简称广发资管）的前身是广发证券资产管理部，系广发证券旗下全资子公司，注册资本 10 亿元，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。广发资管管理的产品投资于多种资产类别及各种投资策略的客户资产，包括固定收益类、权益类、量化投资类及跨境类产品。广发资管的客户主要包括商业银行、信托公司、其他机构投资者和包括高净值人士在内的富裕人群。

历经资管新规资管行业规模触底后，公司推进主动管理，2021 年公司资管规模回升。2017 年发布的资管新规主要聚焦于打破刚兑、禁止资金池、限制非标、限制期限错配、统一杠杆要求等问题，资管行业整体规模大幅下滑。广发资管在去杠杆、去通道、回归本源的监管大方向指引下，广发资管规模由 2016 年 7164 亿元大幅下降，至 2019 年实现正增长，至 2021 年底广发资管规模达 4932 亿元，同比增长 62%，主要原因为主动管理转型为代表的集合资管规模高增。

图表 34 券商资管规模



数据来源：Wind，中邮证券研究所

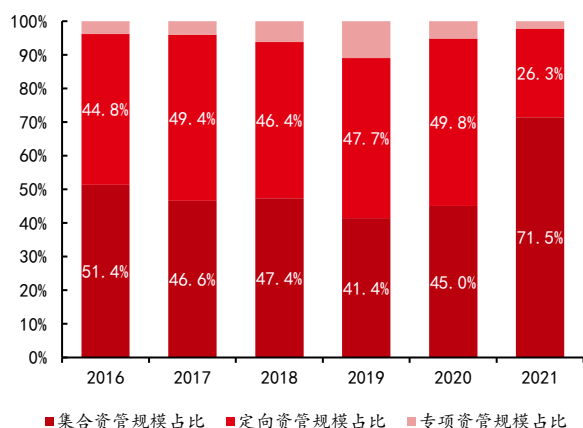
图表 35 广发证券资管规模



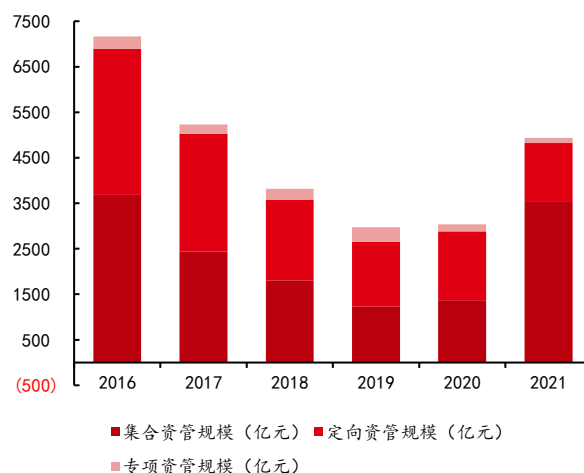
数据来源：公司报告，中邮证券研究所

广发资管推进主动管理转型工作，集合资管规模占比逐年上升。广发资管对大集合产品进行有序整改，截至 2021 年末大集合产品已全部完成整改，至 2021 年末集合资管规模占比达到 71.48%，较 2020 年末大幅提高 26.46pct，集合产品整改进度理想。据中证协数据，截至 2021 年 12 月末，广发资管的合规受托资金规模排名行业第六。

图表 36 广发资管类别占比



图表 37 广发资管规模



数据来源：公司报告，中邮证券研究所

数据来源：公司报告，中邮证券研究所

行业竞争加剧，资管收入排名居行业前列。各家券商资管依托自身资源与部门间协同，积极推进公募化改造与各类产品发行，行业整体受托客户资产管理业务净收入呈现同比增长趋势。但随着银行、保险与第三方等市场参与者的增加，行业竞争进一步加剧，市场格局进一步分化。据中证协公布券商经营业绩排名，广发资管业务收入在 2018 年至 2020 年分别位于 4/4/7 位，总体位于行业前列。

图表 38 资产管理业务收入近年券商排名

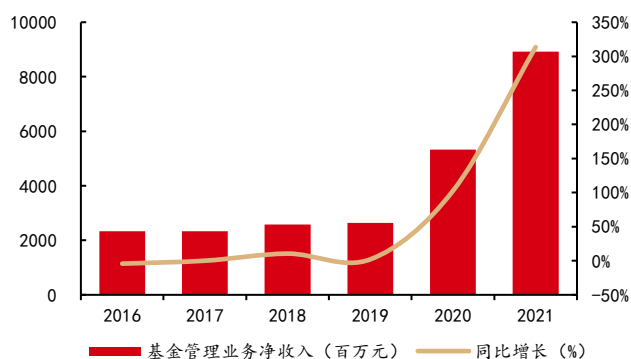
2018			2019			2020		
1	东方证券	229,358	1	东方证券	171,012	1	东方证券	236,457
2	华泰证券	133,661	2	国泰君安	156,443	2	中信证券	193,877
3	国泰君安	118,250	3	华泰证券	155,177	3	华泰证券	190,740
4	广发证券	108,870	4	广发证券	122,524	4	国泰君安	156,928
5	中信证券	599,619	5	申万宏源	119,604	5	光大证券	135,532
6	申万宏源	80,264	6	中信证券	117,365	6	海通证券	132,527
7	光大证券	74,709	7	光大证券	110,568	7	广发证券	118,831
8	招商证券	74,484	8	财通证券	100,509	8	申万宏源	118,274
9	银河证券	61,127	9	海通证券	88,062	9	财通证券	112,498
10	天风证券	58,893	10	招商证券	85,783	10	中金公司	102,718

数据来源：中国证券业协会，中邮证券研究所

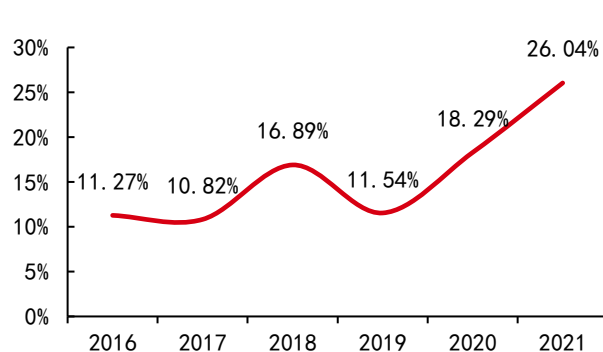
3.2 公司参控公募基金龙头，净利润贡献持续提升

公募基金持续发展，公司基金管理业务收入实现大幅增长。公司 2021 年基金管理业务净收入达 8917.3 亿元，同比大增 313%，2020 年业绩较 2019 增长 103%，主要系参控基金公司业绩持续发力增厚利润，基金管理业绩更进一步。同时，公司基金管理业务对公司净利润贡献率自 2019 年逐渐上升，至 2021 年贡献率达 26%。

图表 39 公司基金管理业务净收入



图表 40 公司基金管理业务营收贡献率



数据来源：Wind，中邮证券研究所

数据来源：公司报告，中邮证券研究所

公司控股广发基金，参股易方达基金。公司主要通过控股子公司广发基金和参股公司易方达基金开展公募基金管理业务。据公司 2021 年报，截至 2021 年 12 月末，公司持有广发基金 54.53% 的股权，易方达基金 22.65% 的股权，并且为易方达三个并列第一大股东之一。据中基协官方公布数据，至 2021 年第四季度，易方达基金管理公司和广发基金管理有限公司非货币理财公募基金月均规模分别位列 1/2 名，规模分别为 10270.13/6004.37 亿元。

图表 41 基金管理机构非货币理财公募基金月均规模排名 (2021Q4)

排名	公募基金管理人名称	非货币理财公募基金月均规模
1	易方达基金管理有限公司	10270.13
2	广发基金管理有限公司	6004.37
3	汇添富基金管理股份有限公司	5962.94
4	华夏基金管理有限公司	5872
5	富国基金管理有限公司	5467.32
6	南方基金管理股份有限公司	5175.53
7	博时基金管理有限公司	4431.58
8	招商基金管理有限公司	4414.99
9	嘉实基金管理有限公司	4147.93
10	中欧基金管理有限公司	3896.46

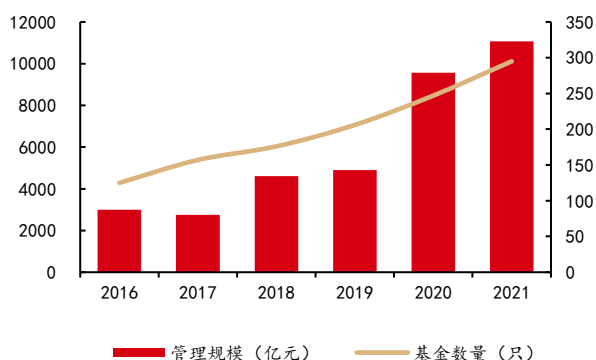
数据来源：中国证券投资基金业协会，中邮证券研究所

公募基金市场发展迅速，头部基金收益持续提升。2021 年公募基金行业保持快速增长，行业规模再创新高，主动管理类基金占比大幅提升，资金进一步向头部基金公司和绩优基金经理集中；同时，基金行业加速变革，逐步从资产管理向财富管理延伸，业务边界更加广阔。

广发基金和易方达基金均为全国社保基金、基本养老保险基金的投资管理人，同时向保险公司、财务公司、其他机构投资者及高净值人群提供资产管理服务，无论是基金管理规模还是产品数量方面，广发基金和易方达基金均位于行业头部。

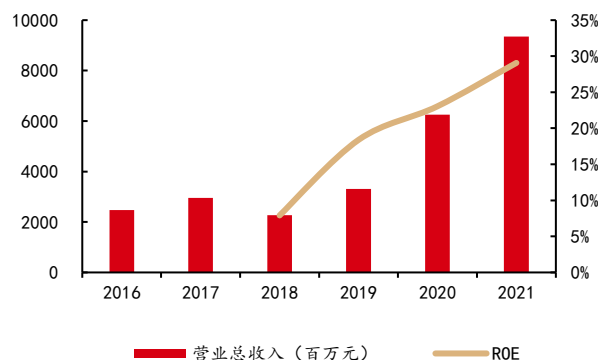
广发基金截止 2021 年底，基金管理规模达 11073.14 亿元，基金产品数量达 295 只，自 2016 年至 2021 年持续大幅增长。同时，广发基金营业收入在 2021 年为 93.46 亿元，同比 +49.5%，公司 ROE 持续提升，2021 ROE 为 29%。

图表 42 广发基金管理规模及产品数量



数据来源: Wind, 中邮证券研究所

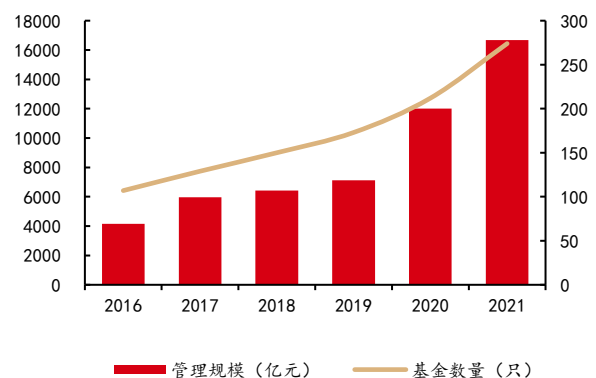
图表 43 广发基金营业收入及 ROE



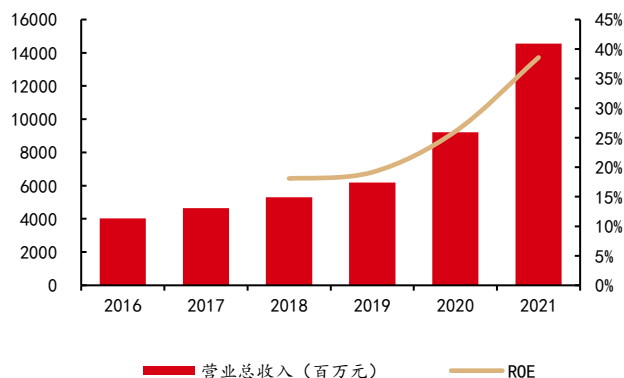
数据来源: Wind, 中邮证券研究所

易方达基金截止 2021 年底，管理规模达 16675.01 亿元，基金产品数量达 274 只，管理规模及产品数量持续稳定增长。同时，易方达基金营业收入在 2021 年为 145.57 亿元，同比 +58.1%，公司 ROE 持续提升，2021 年 ROE 为 38.6%。一参一控基金公司助力广发证券盈利能力持续提升。

图表 44 易方达基金管理规模及产品数量



图表 45 易方达基金营业收入及 ROE



数据来源：Wind，中邮证券研究所

数据来源：Wind，中邮证券研究所

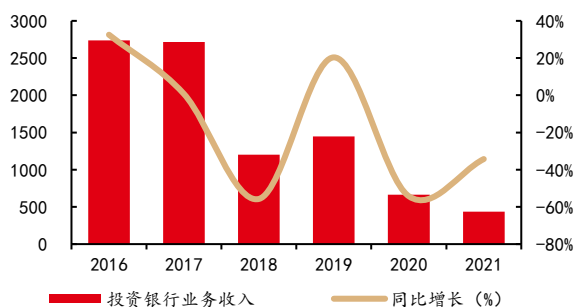
4 投资银行：寒冬期或将结束，有望重回头部地位

康美药业事件后，业务战略框架调整。2001 年至 2018 年广发券主承康美药业债资共 306.48 亿元。至 2019 年 4 月，康美药业承认财务造假，2020 年 7 月广发证券被证监会暂停保荐资格 6 个月、暂停债券承业务 12 个月。自此公司按照内部问责制度对责任人员进行内部问责，通过调整投资银行业务组织架构，加强对投资银行业务的整体合规管理和全面风险管理，确保坚持诚实守信、勤勉尽责的底线要求。

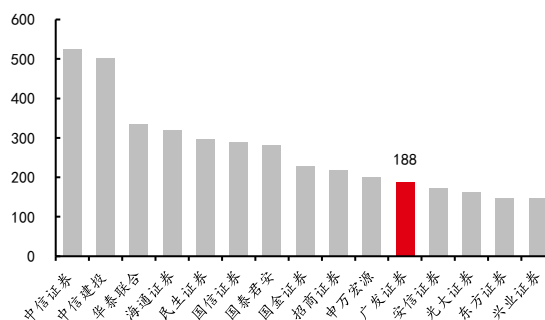
2021 年投行业务收入下滑，受处罚影响业务停滞。因受处罚影响，公司 2020 年度投行收入大幅度下滑，公司承销发行规模及数量大幅度下滑，影响至 2021 年投行业务收入。2021 年公司投行业务净收入降至 435.5 亿元，同比下降 34.3%；2021 年公司 IPO 承销 0 家；债券承销金额 309.9 亿元，项目较 2020 年减少 64 个。

处罚期已过，保代人数位于行业前端，成长空间广阔。2021 年 1 月、7 月广发证券保荐、债券承销资格相继恢复，公司已有序开展相关业务。截至 2022 年 4 月 6 日，公司注册保代人数 188 人，行业排名第 11。人数未明显流失，业务开展进程预计顺利，寒冬期或将结束，重回头部地位。

图表 46 公司投资银行业务收入



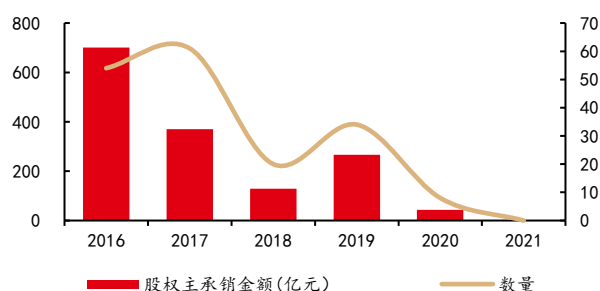
图表 47 券商注册保代人数



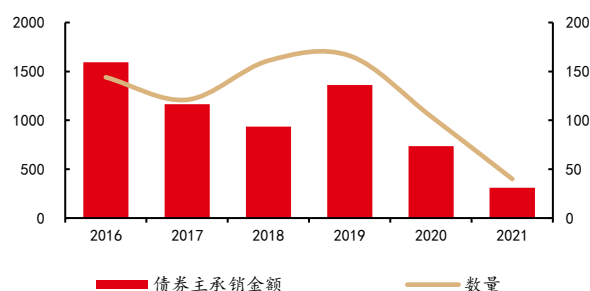
数据来源：公司报告，中邮证券研究所

图表 48 公司 IPO 承销金额及家数

图表 49 公司债权承销金额及家数



数据来源：公司报告，中邮证券研究所



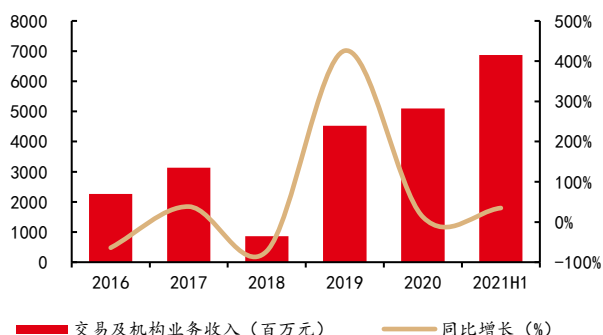
数据来源：公司报告，中邮证券研究所

5 机构及交易业务：自有资本注重价值投资，投研能力优势显著

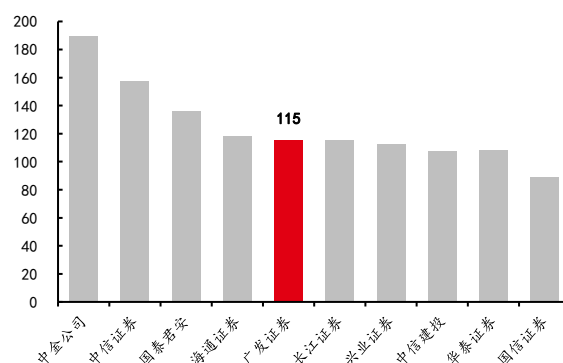
公司交易及机构业务板块主要包括权益及衍生品交易业务、固定收益销售及交易业务、柜台市场销售及交易业务、另类投资业务、投资研究业务及资产托管业务。公司机构及交易业务自 2018 年起发展迅速，2019 年业务收入同比增长超 400%，至 2021 年收入达 68.67 亿元，同比增长 34.75%。

公司研究能力优势明显，奠定业务发展基石。公司股票研究涵盖 28 个行业和近 800 家 A 股上市公司，以及 160 余家香港联交所的上市公司。公司研究业务成绩位于市场前列：2017-2020 连续多年获得新财富最佳分析师评选“本土最佳研究团队”第一名、连续七年获得“中国证券业分析师金牛奖”评选“五大金牛研究团队”奖等奖项。截至 2022 年 4 月 6 日，公司券商分析师数量为 115 人，位列券商第五。公司研究能力突出，可以协同公司其他业务部门更好的展业，为公司发展贡献重要力量。

图表 50 公司机构及交易业务收入



图表 51 公司券商分析师数量



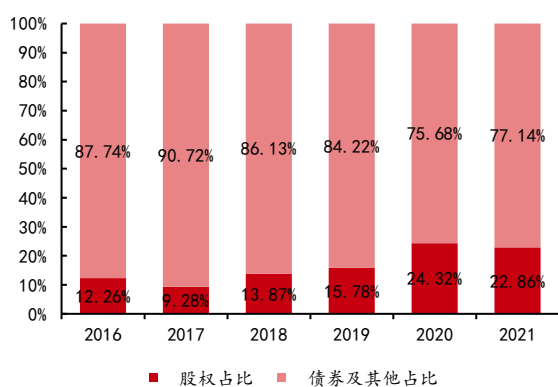
数据来源：公司报告，中邮证券研究所

公司自有资本投资固收类占比高，权益类投资比重逐年增加。在自有资金投资配置中，公司偏好风险中性，将债权投资作为主要类别，但占比逐年有下降趋势，2021 年债权及其他占比为 77.1%。在股权配置方面，占比远低于债权投资，但投资占比逐年增加，且公司持

有交易性股票资产占净资产比重大幅上升，至 2021 年达 25.68%。

权益类投资坚持价值投资思路,提升风险控制能力。在权益类资产配置方面，公司配置方向为蓝筹股和科技股等，根据市场波动较好地控制了仓位，衍生品类投资较好的抓住了市场波动带来的交易机会，均取得了较好的收益。同时，公司通过做市商服务，维持市场的流动性，减少市场剧烈波动，提高定价效率，并满足公众投资者的投资需求。

图表 52 公司交易性金融资产股债比



数据来源：公司报告，中邮证券研究所

图表 53 公司交易性股票资产占净资产比重



数据来源：公司报告，中邮证券研究所

6 广发证券盈利预测与估值

6.1 盈利预测关键假设

我们对 2022-2024 年广发证券盈利预测做出如下关键假设：

1) 考虑到 2021 年交投活跃,但因疫情原因及外围扰动因素对市场行情产生不利影响,2022 年全市场日均股基成交额 10418 亿元,较 2021 年下降 8.4%,公司交易佣金率维持 0.026% 不变;

2) 投行业务逐渐回暖, IPO 数量逐渐上升, 债券主承销规模+20%;

3) 资管规模受资管新规落地实施,去通道+增强主动管理的影响下,预计 2022 年公司集合资管规模将持续增长,定向/专项资管规模稳中有降;

4) 融资融券余额普遍随市场行情同向波动,随着我国资本市场对外开放步幅加快,对于合理使用杠杆获取收益的需求提高,公司两融年均余额 2022 年预计增速 30%,利息率 6.5%;

5) 受市场结构性行情及风格切换过快影响,但考虑到公司投研实力较强,2022 年公司自营投资综合收益率稍增至 5%。

基于以上假设,我们预计广发证券 2022-2024 年分别实现总营业收入 391/447/515 亿元,分别同比变动 14%/14%/15%;分别实现归母净利润 129/151/178 亿元,分别同比变动 19.2%/16.6%/17.8%;对应 ROE 水平分别为 11.7%/12.7%/13.9%。EPS 分别为 1.7/1.98/2.33 元,BVPS 分别为 14.99/16.14/17.48 元。

图表 54 广发证券分部业务预测

分部业务预测 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经纪业务净收入	6,572	7,970	8,647	9,670	10,371
增速	-55%	-33%	9%	8%	9%
投资银行业务净收入	649	433	470	508	552
增速	-55%	-33%	9%	8%	9%
大资产管理业务净收入*	6,598	9,946	13,185	15,272	17,706
增速	69%	51%	33%	16%	16%
投资净收入	7,147	6,817	7,080	7,222	7,853
增速	18%	-5%	4%	2%	9%
利息净收入	4,254	4,931	5,312	7,275	9,955
增速	34%	16%	8%	37%	37%
其他	3,934	4,153	4,440	4,741	5,095
增速		6%	7%	7%	7%

*: 大资管业务包含资产管理业务及基金管理业务

数据来源: Wind, 公司年报, 中邮证券研究所预测

6.2 投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。考虑到公司属于行业内头部公司，综合实力较强，同时参控基金公司均排头部，投行业务有望加速回暖。我们给予广发证券 2022 年目标 PB 1.6x，对应股价 22.39 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

7 风险提示

- 1) 政策施行效果不及预期甚至收紧、北交所推进不及预期；
- 2) 市场流动性紧缩、股基成交额大幅下滑、市场整体下行风险；
- 3) 公司战略实行效果不及预期；
- 4) 无法预测的大额计提信用减值损失，直接影响利润表现。

图表 55 广发证券盈利预测（百万元人民币）

利润表摘要						资产负债表摘要					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,153	34,250	39,134	44,688	51,531	总资产	457,464	535,855	621,051	739,930	886,890
手续费及佣金净收入	14,114	18,785	22,781	25,977	29,209	货币资金	102,766	119,313	146,959	187,284	239,141
其中：经纪业务净收入	6,572	7,970	8,647	9,670	10,371	其中：客户存款	80,470	97,497	121,871	158,432	205,962
投资银行业务净收入	649	433	470	508	552	结算备付金	20,515	27,694	29,534	31,533	33,712
资产管理业务净收入	6,598	9,946	13,185	15,272	17,706	其中：客户备付金	16,705	23,147	24,304	25,520	26,796
利息净收入	4,254	4,931	5,312	7,275	9,955	融出资金	86,153	97,231	116,677	140,012	168,015
投资净收益	7,147	6,817	7,080	7,222	7,853	买入返售金融资产	16,794	19,992	23,991	28,789	34,547
其他业务收入	3,638	3,717	3,960	4,213	4,515	交易性金融资产	67,743	124,473	118,249	124,161	136,578
营业支出	15,525	19,225	21,210	23,733	26,795	其他债权投资	120,182	110,475	121,523	133,675	147,042
税金及附加	170	223	254	291	335	长期股权投资	7,197	8,248	9,073	9,981	10,979
业务及管理费	12,744	15,961	17,413	19,399	21,797	固定资产	3,046	2,967	3,412	3,924	4,512
信用减值损失	854	981	1,378	1,769	2,273	无形资产和商誉	1,456	1,492	1,641	1,805	1,986
其他业务成本	1,758	2,061	2,165	2,275	2,390	其他资产	31,611	23,970	49,992	78,766	110,379
营业利润	13,628	15,025	17,924	20,955	24,736	总负债	355,190	425,054	501,215	609,605	744,259
营业外收入	(29)	(61)	(73)	(86)	(102)	代理买卖证券款	102,941	126,731	152,077	197,701	257,011
利润总额	13,599	14,964	17,850	20,869	24,634	交易性金融负债	5,565	10,823	9,460	9,933	10,926
所得税	2,828	2,909	3,470	4,057	4,789	衍生金融负债	215	981	1,355	2,032	3,048
净利润	10,771	12,055	14,380	16,812	19,846	拆入资金	6,121	11,617	13,941	16,729	20,075
少数股东损益	733	1,201	1,441	1,729	2,075	应付短期融资款	35,008	27,877	30,664	33,731	37,104
归属于母公司净利润	10,038	10,854	12,939	15,083	17,771	应付债券	89,750	138,683	166,420	199,703	239,644
主要比率 (%)						卖出回购金融资产款	94,612	81,230	97,476	116,971	140,366
成长能力						其他负债	20,978	27,111	29,822	32,804	36,085
营业收入	28%	17%	14%	14%	15%	所有者权益	102,274	110,801	119,836	130,326	142,631
手续费及佣金净收入	57%	21%	8%	12%	7%	总股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
经纪业务手续费净收入	-55%	-33%	9%	8%	9%	资本公积	31,199	31,284	31,284	31,284	31,284
投资银行业务净收入	-55%	-33%	9%	8%	9%	盈余公积	7,079	7,948	7,948	7,948	7,948
资产管理业务净收入	69%	51%	33%	16%	16%	未分配利润	33,953	38,140	46,551	56,355	67,906
利息净收入	34%	16%	8%	37%	37%	一般风险准备	17,204	19,572	19,572	19,572	19,572
投资净收益	18%	-5%	4%	2%	9%	其他	5,218	6,236	6,860	7,546	8,301
营业支出	28%	24%	10%	12%	13%	少数股东权益	4,111	4,177	5,618	7,347	9,422
业务及管理费	36%	25%	9%	11%	12%	归属于母公司所有者权益	98,162	106,625	114,218	122,979	133,209
营业利润	27%	10%	19%	17%	18%						
归属于母公司所有者的净利润	33%	8%	19%	17%	18%						
获利能力						每股&估值指标 (元)					
净利率	34%	32%	33%	34%	34%	每股盈利 EPS	1.32	1.42	1.70	1.98	2.33
净资产收益率 ROAE	11%	11%	12%	13%	14%	每股净资产 BPS	12.88	13.99	14.99	16.14	17.48
总资产收益率 ROAA	2%	2%	2%	2%	2%	市盈率 P/E (倍)	13.31	12.31	10.32	8.86	7.52
						市净率 P/B (倍)	1.36	1.25	1.17	1.09	1.00

数据来源：Wind，公司年报，中邮证券研究所预测

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。