

广发证券 (000776)

驾乘财富管理东风，重整旗鼓蓄势待发

买入 (首次)

2023 年 01 月 18 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	34,250	25,911	32,943	39,064
同比	17.48%	-24.35%	27.14%	18.58%
归属母公司净利润 (百万元)	10,854	8,006	10,584	12,761
同比	8.13%	-26.24%	32.19%	20.57%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.42	1.05	1.39	1.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.44	16.95	12.82	10.64

关键词: #困境反转

投资要点

■ **市场化机制+地方资源，营运效率稳定提升:** 1) 民营背景决定灵活机制: 广发证券无控股股东 (吉林敦东、辽宁成大、中山公用持股比例分别为 16.43%、16.40%、9.01%，自 2012 年以来基本未发生过变化)，利于维持市场化运行机制、灵活的运营模式。2) 广东经济优势赋能客群财富: 广东省居民较高的财富水平为公司各项业务的发展奠定了基础，粤港澳大湾区发展政策向好，且广州正在不断完善现代金融服务体系，我们预计公司未来业务发展将充分受益于区域内经济增长。3) 公司业绩表现稳定: 2018-2021 年，公司净利润由 43 增至 109 亿元，CAGR 达 36%；自 2019 年起，杠杆率呈上升趋势 (从 3.45 至 3.84)，ROE 中枢抬升 (从 8.55%至 10.67%)，公司整体资金利用效率较高且表现稳定。

■ **财富管理发展迅速，盈利能力持续领先:** 1) 行业层面: 居民财富逐步转移至金融资产，权益财富管理有望迎来大发展。①首次: 居民资产切分，金融资产占比提升。传统上，我国居民资产在房地产市场、银行理财配置占比较高，但在“房住不炒”及资管新规下，金融资产吸引力增强，家庭金融资产规模及占比提升。②二次: 金融资产切分，权益资产占比提升。权益市场是我国居民转移其资产配置的重要方向: 2019-2022Q3 年，主动权益基金规模的复合增速高达 63%；非货币基金投资者大幅上升 (2018-2020 年，该项占比提高 11.5%)。对标美日英，我们认为: 我国居民资产配置向权益市场的迁移空间仍然广阔。2) 公司层面: 一参一控头部公募，充分受益财富管理大发展。广发证券持股易方达/广发基金 22.65%/54.53%，头部基金产品优势促使 AUM 稳定增长，增厚广发证券净利润，2022H1 两者合计为广发证券贡献了 9.37 亿元净利润，利润贡献度合计达 20.14%，两家头部公募未来将充分受益于财富管理行业的大发展，同时头部公司的竞争优势更为显著，我们预计两家公司的市占率及保有量水平有望进一步提升。头部公募充分受益于居民资金入市以及格局优化的长期趋势，有助于广发证券熨平业绩波动。3) 经纪业务稳定发展，产品代销实有亮点: 佣金率高于行业均值 (2022H1 年公司/行业佣金率分别为 0.0325%/0.0234%)，经纪业务收入稳定提升 (2018-2021 年 CAGR 达 31%)。金融产品代销表现亮眼 (2021 年公司金融产品代销收入同比+85%至 10.95 亿元)，增速超过大部分头部券商 (2022Q3 广发权益基金保有量排名券商系第 3 位)。

■ **业务布局完整，厚积薄发:** 1) 投行业务拨云见日: 经过积极整改历史问题，公司投行业务寒冬期或将结束 (2022H1 广发证券投行业务手续费净收入同比+5.30%)。2) 投研能力优势显著: 公司专注投研能力及建设，研究团队连续多年获得数项大奖，为广发证券积极开展各项投资业务奠定了基础。3) 信用业务规模稳定: 公司资本中介业务稳步发展，截止 2022H1，融资融券业务市占率达 5.20%。

■ **盈利预测与投资评级:** 广发证券作为券商行业龙头，财富管理业务突出，资管业务优势显著，公司各项主营业务增长稳健，未来有较高的成长性。根据 P/AUM 估值，我们认为易方达、广发基金助力公司价值提升，预计二者 2023E-2024E 合计能为公司贡献市值 571/775 亿元，公司市值将提升至 1,718/1,923 亿元。预计 2022E-2024E 年公司归母净利润为 80.06/105.84/127.61 亿元，同比分别为 -26.24%、+32.19%、+20.57%，对应 PE 为 16.95x、12.82x、10.64x，PB 为 1.23x、1.15x、1.07x，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场持续低迷，业务量萎缩；监管趋严抑制行业创新。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.78
一年最低/最高价	13.13/23.55
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	105,245.00
总市值(百万元)	135,502.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.06
资产负债率(% ,LF)	79.25
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): 广发证券: 2017 年年报点评-投资兑现收益，资管、投行领先》

2018-03-26

《广发证券(000776): 广发证券: 2016 年年报点评-业绩稳健+机制领先，国际化持续推进》

2017-03-26

内容目录

1. 市场化机制+地方资源，营运效率稳定提升	5
1.1. 民营背景决定灵活机制.....	5
1.2. 区位优势且盈利稳定.....	7
2. 财富管理发展迅速，盈利能力持续领先	10
2.1. 一参一控公募龙头，驾乘财富管理东风.....	10
2.2. 经纪业务稳定发展，产品代销实有亮点.....	17
3. 业务布局完整，厚积薄发	19
3.1. 投行业务“拨云见日”.....	19
3.2. 投研能力优势显著.....	21
3.3. 信用业务规模稳定.....	22
4. 盈利预测及估值	22
4.1. 股价复盘.....	22
4.2. 盈利预测.....	24
4.3. 估值与投资评级.....	27
4.3.1. 估值方法一.....	27
4.3.2. 估值方法二.....	30
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司发展历程及重大事件梳理.....	5
图 2: 广发证券股权结构.....	6
图 3: 2008-2020 年中国东部沿海省市高净值人数占全国总数比例及复合年均增长率	8
图 4: 2022H1 广发证券地区分部营业收入及营业部数量.....	8
图 5: 2012~2022Q3 广发证券及行业杠杆率	9
图 6: 2012~2022Q3 广发证券归母净利润及增速	9
图 7: 2012~2022Q3 广发证券及行业 ROE(年化).....	9
图 8: 2021 年十大券商 ROE 排名.....	9
图 9: 2015~2022Q3 广发证券收入结构图	10
图 10: 我国家庭金融资产总规模区间占比.....	11
图 11: 我国家庭投资金额占家庭年收入比重.....	11
图 12: 2019 年美国、日本、英国居民资产配置概况.....	12
图 13: 2019 年我国居民金融资产配置结构.....	12
图 14: 2010-2022Q3 行业主动权益基金规模(亿元)	12
图 15: 2016—2022H1 易方达基金管理规模及增速.....	15
图 16: 2016—2022H1 广发基金管理规模及增速.....	15
图 17: 2016—2022H1 易方达基金净利润情况.....	16
图 18: 2016—2022H1 广发基金净利润情况.....	16
图 19: 2021 & 2022Q3 头部券商资管业务收入及占比.....	17
图 20: 2012-2022H1 广发证券及行业佣金率	18
图 21: 2013-2022H1 广发证券经纪业务收入	18
图 22: 2021 年广发证券投资顾问规模居行业第一.....	18
图 23: 2013—2022H1 公司代销金融产品收入.....	19
图 24: 2013—2022H1 公司信托产品代销收入.....	19
图 25: 2012-2022H1 公司投行业务手续费净收入	19
图 26: 2012-2022H1 公司 IPO 承销金额及市场份额.....	19
图 27: 2012-2022H1 公司定增承销金额及市场份额	20
图 28: 2012-2022H1 公司债券承销金额及市场份额	20
图 29: 2014-2022 年公司 IPO 数量(按地区)	20
图 30: 公司保荐代表人占比从业人员	20
图 31: 2012-2022H1 公司自营投资收入	21
图 32: 2012-2022H1 公司自营资产结构	21
图 33: 2012-2022H1 公司投资净收益	21
图 34: 2012-2022H1 公司公允价值变动净收益	21
图 35: 2012-2022H1 公司资本中介业务利息净收入	22
图 36: 2016-2022H1 公司两融余额及市场份额	22
图 37: 2018-2019 年 广发证券股价复盘	23
图 38: 2020-2021 年 广发证券股价复盘	23
图 39: 2022 年 广发证券股价复盘.....	24
图 40: 2002-2021 年 美国全部基金 AUM 及共同基金 AUM(单位: 万亿美元)	28
图 41: 2004-2022Q3 海外资管龙头 AUM(单位: 亿美元)	28
图 42: 2007-2022Q3 海外资管龙头 P/AUM.....	29

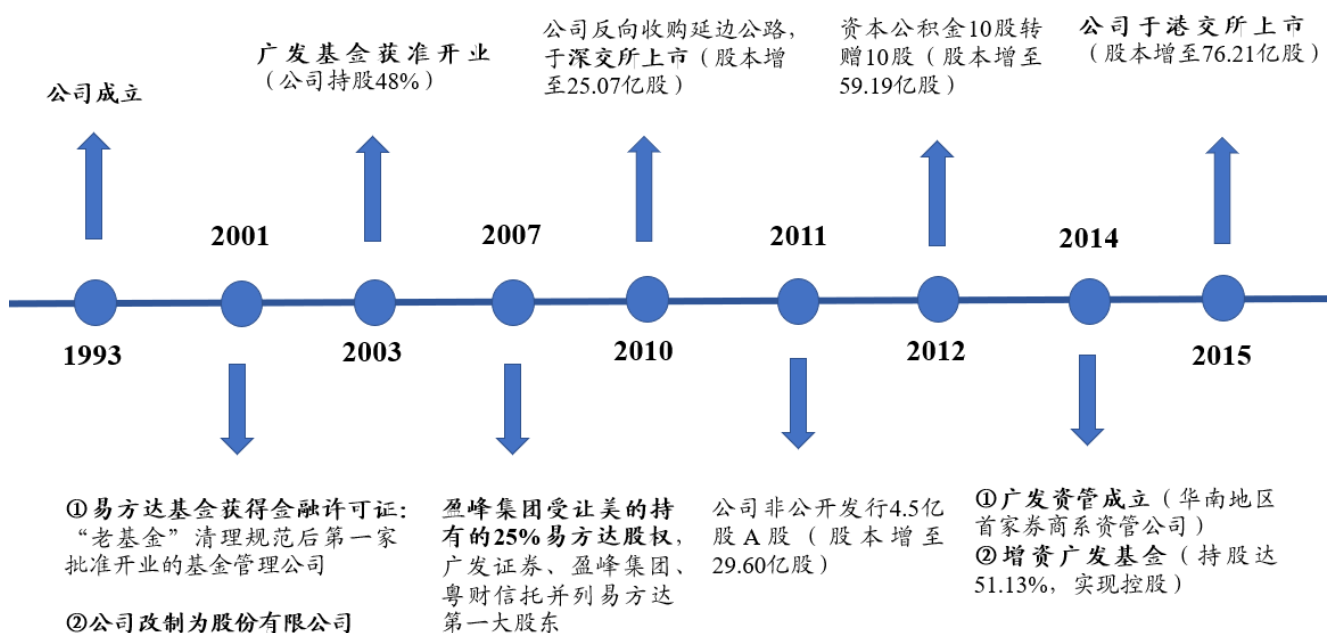
图 43: 广发证券 PE band (截至 2023 年 01 月 16 日)	31
图 44: 广发证券 PB band (截至 2023 年 01 月 16 日)	31
表 1: 广发证券核心人员资料梳理	6
表 2: 个人投资者投资的金融品种	13
表 3: 易方达&广发基金产品优势	14
表 4: 头部公募基金公司资产净值 (亿元)	14
表 5: 易方达&广发基金主动权益基金规模	14
表 6: 上市券商“含基量”梳理	16
表 7: 广发证券经纪业务核心假设和盈利预测	24
表 8: 广发证券投行业务核心假设和盈利预测	25
表 9: 广发证券投资收益核心假设和盈利预测	25
表 10: 广发证券利息收入核心假设和盈利预测	25
表 11: 广发证券资管业务核心假设和盈利预测	26
表 12: 广发证券盈利预测 (2023 年 1 月 16 日)	26
表 13: 2022H1 易方达、广发基金重要数据	27
表 14: 2007-2022Q3 海外资管龙头 P/AUM	29
表 15: 易方达、广发基金 P/AUM 估值表	29
表 16: 广发证券估值表	30
表 17: 可比公司估值 (截至 2023 年 1 月 13 日)	30

1. 市场化机制+地方资源，营运效率稳定提升

1.1. 民营背景决定灵活机制

相伴中国资本市场成长，广发三十年稳健发展。1990年12月，上海证券交易所和深圳证券交易所的建立标志着中国资本市场发展的起点；1991年4月，广东发展银行（广发证券的前身，现称广发银行股份有限公司）证券业务部成立；1999年8月，公司与广东发展银行脱钩。2010年2月，公司于深交所完成上市；2015年4月，公司于港交所上市，成为内地第三家A+H股两地上市公司。公司发展稳健，资本实力不断增强，于港交所上市后，总股本增至76.21亿元。

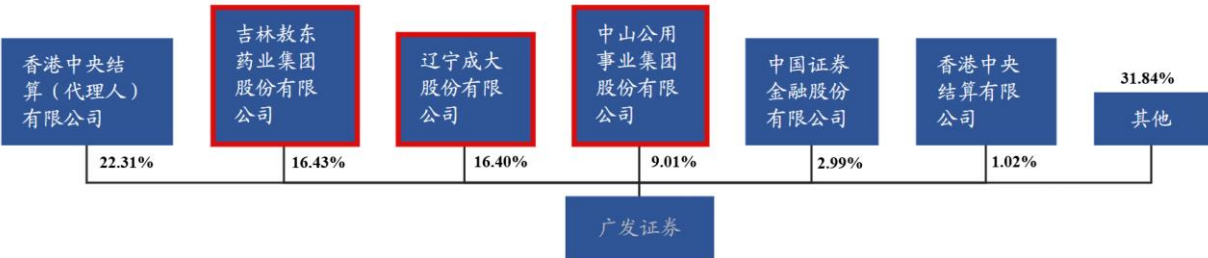
图1：公司发展历程及重大事件梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股东结构稳定，经营模式灵活。公司无控股股东及实际控制人，吉林敖东、辽宁成大和中山公用自上市以来均于公司前三大股东之列；吉林敖东、辽宁成大以医药业为主，而中山公用则以环保水务为核心业务。截至2022年9月，三大股东持股比例分别为16.43%、16.40%、9.01%，且自2012年以来基本未发生过变化（仅2018年辽宁成大减持过2%的股份）。我们认为无实际控制人且相对分散的股权机构，利于公司长期保持市场化的运行机制、形成更加灵活的经营模式，构建坚实的管理架构。

图2：广发证券股权结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 1 月 18 日）

人才梯队建设完善，核心人员主要来自内部提拔+控股基金公司。2021 年 7 月，公司原董事长孙树明因年龄原因辞去董事长、执行董事等职务，现年 57 岁的总经理林传辉获选举成为新一任董事长。通过梳理公司核心人员履历，我们发现公司董事会及高管团队主要来自内部提拔、广发基金管理层，董事长林传辉曾担任广发基金副董事长，我们认为核心人员背景能在一定程度上体现出公司对财富管理业务的重视。截至 2022 年 11 月，公司 8 位高管中已有 5 位 70 后，且管理层年龄覆盖 60、70、80 后。我们认为，公司管理层当下新老并存，利于公司人才梯队建设，且多数高管来自内部提拔（仅三位非执行董事分别由辽宁成大、吉林敖东、中山公用三个股东提名），对公司和长期战略的理解与认同感也更为深刻。

表1：广发证券核心人员资料梳理

姓名	职务	出生年份	履历亮点
林传辉	董事长 总经理	1964	公司内部提拔，曾任职于广发基金：自 2020 年起任广发证券总经理，2021 年起任广发证券执行董事。曾任职广发基金总经理、副董事长；曾兼任广发国际资产管理有限公司董事会主席。
葛长伟	副董事长 执行董事	1965	公司内部提拔，曾于安徽省、广东省政府部门、广发基金任职：自 2022 年起任广发证券副董事长、执行董事，2021 年 1 月起任广发证券党委书记。曾任职国家发展和改革委员会办公厅正处级秘书，国务院办公厅副局级秘书，广东省委副秘书长，广东省发展和改革委员会党组书记、主任，广发基金管理有限公司党委书记。
秦力	执行董事	1968	公司内部提拔，曾任职于易方达及广发基金：自 2011 年起获任为广发证券执行董事，2020 年起获委任为广发证券总监。曾任职易方达基金董事，广发基金董事，广发信德董事长，广东股权交易中心股份有限公司董事长，广发资管董事长，广发控股香港董事。

孙晓燕	执行董事	1972	公司内部提拔，曾任职于广发基金：自 2014 年起任广发证券执行董事。曾任职广发证券财会部副总经理、投资自营部副总经理、财务部总经理；广发基金副总经理，广发控股香港董事。
胡滨	独立非执行董事	1971	曾任职于中信证券及社科院金融研究所：自 2020 年起获任为广发证券独立非执行董事。曾任职中信证券高级经理，中国社会科学院金融研究所、金融研究室主任，中国社会科学院博士后管理委员会秘书长兼金融所所长助理、副所长、党委副书记。曾任辽宁成大董事长兼总经理：现任广发证券董事，辽宁成大股份有限公司董事长、党委书记。曾任辽宁成大董事长兼总经理、辽宁成大集团有限公司董事长、党委书记。
尚书志	非执行董事	1952	公司内部提拔：自 2015 年起获任为广发证券董办总经理兼证券事务代表；2019 年起获任为广发证券董事会秘书联席秘书，2021 年起获任为广发证券副总经理合规总监。曾任职广发证券投资银行部总经理助理、兼并收购部执行董事。
徐佑军	董办总经理 董事会秘书	1972	公司内部提拔，曾任职于广发基金：自 2021 年起获任为广发证券副总经理。曾任广发基金基金经理、投资管理部总经理、投资总监、副总经理、常务副总经理。
易阳方	副总经理	1970	公司内部提拔：自 2014 年起获任为广发证券副总经理；现任中证信用增进董事，广发控股香港董事和广发融资租赁董事长。曾任职广发证券债券业务部总经理、投行业务管理总部联席总经理、总经理助理，广发资管董事长，广发合信产业投资公司董事长。
张威	副总经理	1975	公司内部提拔，曾任职于广发基金：自 2011 年起获任为广发证券副总经理；现任广发证券财务总监，广发基金董事。曾任职广发基金副总经理，广发控股香港董事，任政通监事会主席、监事。
孙晓燕	副总经理 财务总监	1972	公司内部提拔：自 2021 年起获任为广发证券副总经理；现任广发证券投资业务管理总部总经理。曾任职广发证券固定收益销售交易部总经理，广发证券总经理。
李谦	副总经理	1984	曾任职于安信证券及中国证监会：自 2019 年起获任为广发证券首席信息官，2021 年起获任为广发证券副总经理；现任广发控股香港董事，广发证券北京代表处首席代表。曾任职中国证监会机构监管综合处审核处处长，安信证券党委委员、副总裁、首席风险官、合规总监，广发证券首席风险官。
辛治运	副总经理 首席信息官	1970	曾任职于中国证监会：自 2014 年起获任为广发证券副总经理。曾任职中国证监会黑龙江监管局机构监管处处长，广发资管监事，广发控股香港董事，广发证券合规总监。
武继福	副总经理	1965	曾任职于中山证券：自 2022 年起获任为广发证券首席风险官；现任广发资管合规负责人，风险管理部总经理。曾任职中山证券党委副书记、资产管理部总经理，广发资管副总经理，广发资管首席风险官，广发证券合规与法律事务部总经理。
吴顺虎	首席风险官	1969	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

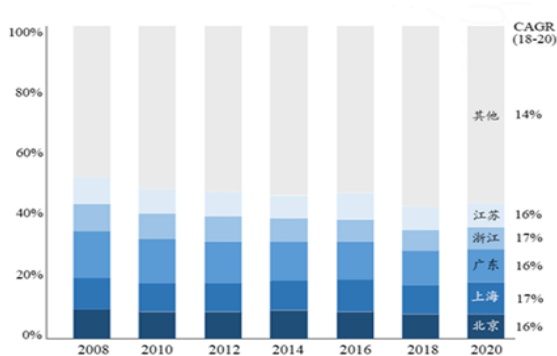
1.2. 区位优势且盈利稳定

位处广东省会，区位优势显著。广发证券总部坐落于广州，业务辐射广东乃至全国。广东省作为高净值人群最多的区域之一，拥有大批优质的潜在客户，广发证券尽享地域客群优势。截至 2020 年，广东、上海、北京、江苏、浙江五个东部沿海省市的高净值人数占全国高净值总人数的 44%，可投资资产大于一千万的人数均超过十万人，其中又以广东省占比最多。广东省居民较高的财富水平为公司各项业务的高速发展奠定了重要基

础，截至 2022H1，公司广东地区营业部数量为 128 家（含深圳），远高于其他地区，广东地区分部营业收入为 14.71 亿元（占比 11.58%），总部、境内子公司收入分别占比营收 47.66%/42.89%；公司总部及境内子公司都位于广东地区，但业务辐射全国，广东区位优势主要体现于公司投行、经纪业务（线下）。

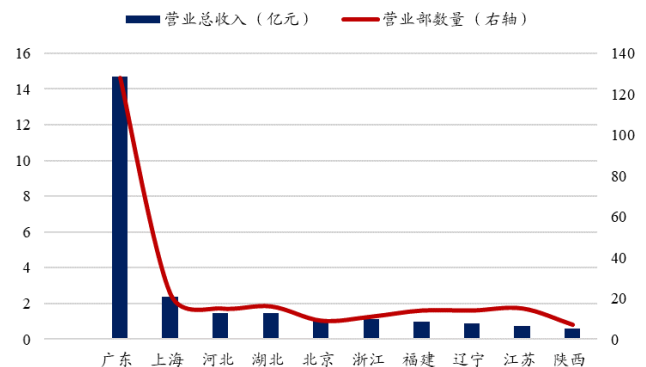
地处大湾区建设规划中心，业务受益于区域经济红利。广州为粤港澳大湾区建设规划四大城市之一，未来将充分发挥国家中心城市和综合性门户城市引领作用，全面增强国际商贸中心功能。依据 2019 年印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》，广州正在不断完善其现代金融服务体系，包括建设区域性私募股权交易市场，产权、大宗商品区域交易中心，以及创新型期货交易所。我们认为，公司未来业务的进一步成长将充分受益于区域内经济建设的发展。

图3： 2008-2020 年中国东部沿海省市高净值人数占全国总数比例及复合年均增长率



数据来源：贝恩公司，东吴证券研究所

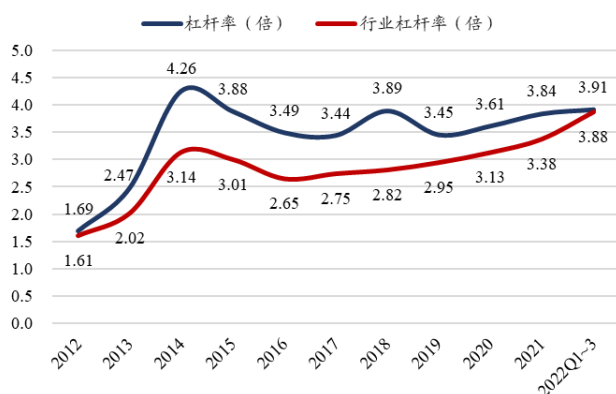
图4： 2022H1 广发证券地区分部营业收入及营业部数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

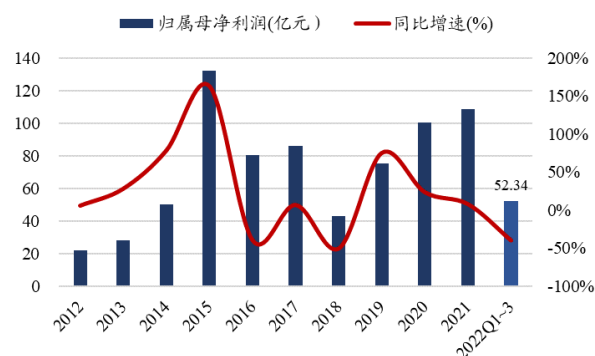
盈利能力稳定且资金利用效率较高。自 2019 年起，公司归母净利润稳定增长，杠杆率呈上升态势，ROE 中枢抬升，公司整体资金利用效率较高且表现稳定。**1) 净利润稳定呈稳增趋势：**2018-2021 年，公司归母净利润由 43 亿元增至 109 亿元（CAGR 达 36%）；截至 2022Q3，公司归母净利润为 52.34 亿元（同比-39.42%），主要受市场波动影响，自营业务收入大幅下滑（投资收益及公允价值变动损益减少所致）。**2) 杠杆率稳步上升：**截至 2022Q3，公司杠杆率为 3.99 倍，高于行业平均水平（同期行业杠杆率：3.88 倍）。**3) ROE 稳定抬升：**截至 2022Q3，公司 ROE 为 6.21%，（行业均值：6.47%）。2018~2021 年，广发证券 ROE 中枢持续抬升，2022Q3 有所下降主要系市场大幅波动，影响公司投资收益及公允价值变动大幅下滑。我们认为，广发证券轻资产业务优势将逐步深化，公司盈利能力有望持续领先于重资产业务占比较高的券商。

图5: 2012~2022Q3 广发证券及行业杠杆率



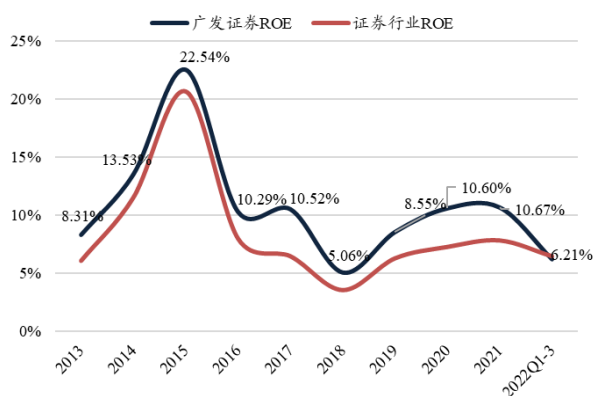
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2012~2022Q3 广发证券归母净利润及增速



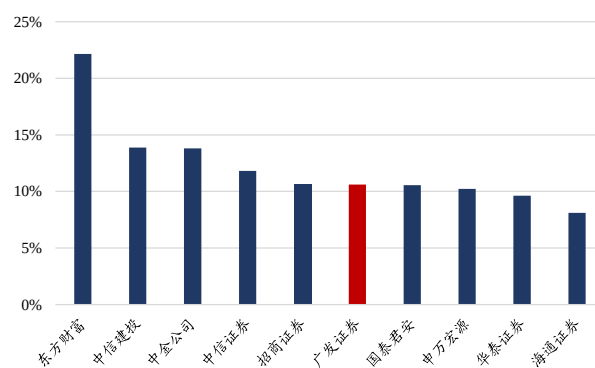
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 2012~2022Q3 广发证券及行业 ROE(年化)



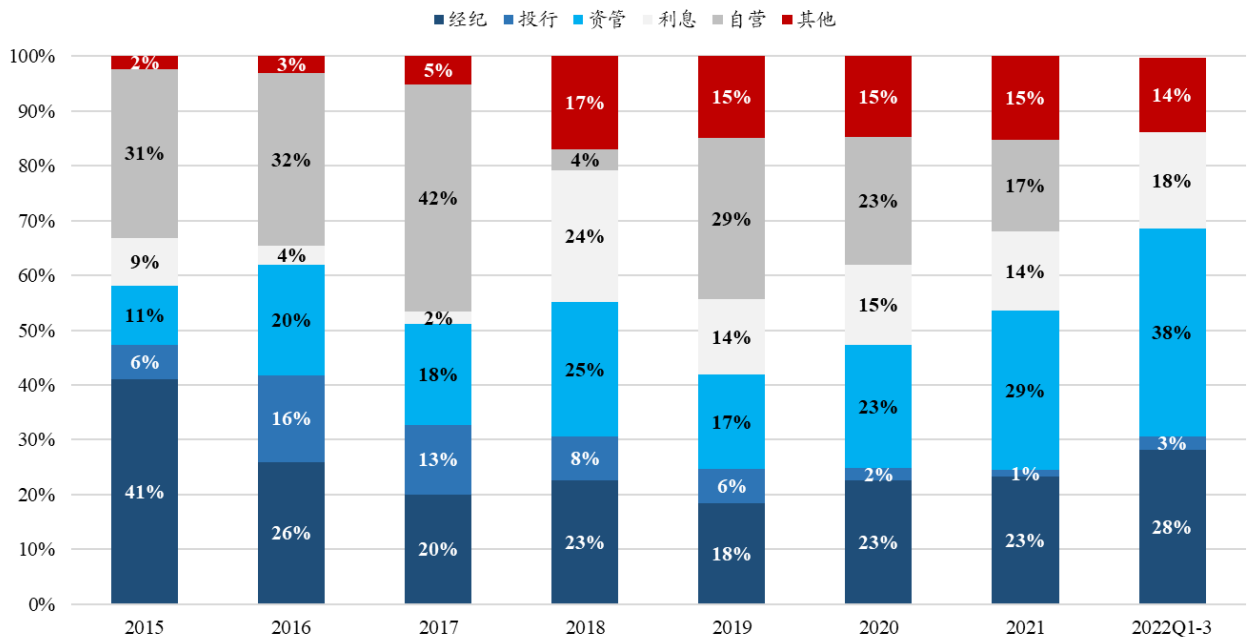
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2021 年十大券商 ROE 排名



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：2015~2022Q3 广发证券收入结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 财富管理发展迅速，盈利能力持续领先

2.1. 一参一控公募龙头，驾乘财富管理东风

行业层面：居民财富逐步转移至金融资产，权益财富管理有望迎来大发展。在理财产品净值化、养老金入市的背景下，我国公募基金市场迎来繁荣发展；截至 2020 年，近四成投资者金融资产规模超过五十万，超五成投资者投资金额占比家庭年收入超过 30%。

首次：居民资产切分，金融资产占比提升。

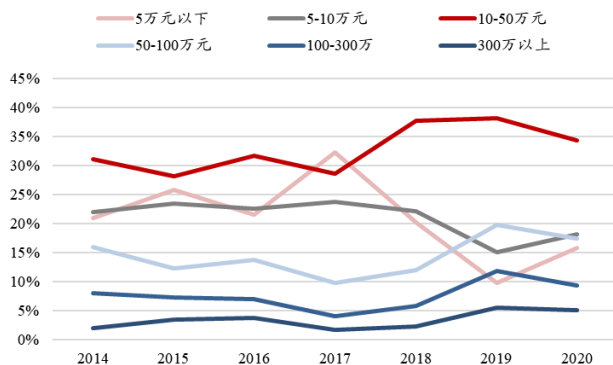
传统上，我国居民资产在房地产市场、银行理财配置占比较高，但在“房住不炒”及资管新规下，金融资产吸引力增强。

1) 2016 年“房住不炒”提出后，房价不再延续高增长态势，2017 年资管新规打破行业固有格局，曾以“保本保息、“低门槛”而吸引众多投资者的银行理财“风光不再”，据 Wind 统计，2005-2019 年我国居民资产配置中住房资产比重由 52%下降至 40%，而金融资产比重由 45%上升至 57%。

2) 2021 年下半年，多家房地产企业暴雷以及国家严守房住不炒政策，房地产市场的投资者收益率下降明显，投资风险进一步加大，对于我国居民的投资吸引力明显弱化。且资管新规出台，银行理财产品不得保本保息、刚性兑付，实行净值化管理，投资者自负盈亏，产品波动幅度提高。

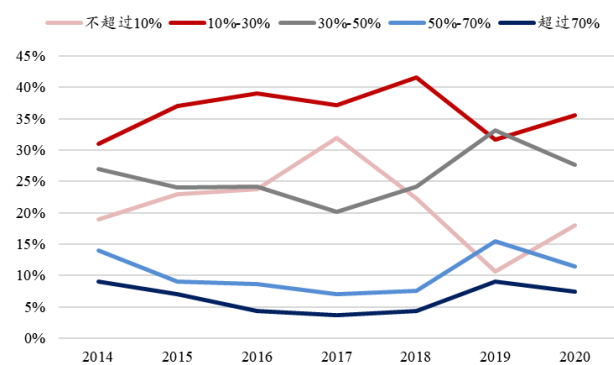
3) 家庭金融资产规模及占比提升: ①我国金融资产规模为 5 万元以下及 5-10 万元的家庭占比自 2017 年起下滑(分别由 32%/24%下滑至 16%/17%); 同年, 金融资产规模为 10-50、50-100、100-300 万元及 300 万元以上的家庭占比开始提升。②我国投资金额占比年收入为 30%-50%、50%-70%、超过 70%的家庭由分别由 2017 年的 20%/7%/4% 提升至 2019 年的 33%/16%/9%; 2020 年该项数据有所下滑, 我们预计主要原因为 2019 年权益市场。

图10: 我国家庭金融资产总规模区间占比



数据来源: 基金业协会, 东吴证券研究所

图11: 我国家庭投资金额占家庭年收入比重



数据来源: 基金业协会, 东吴证券研究所

二次: 金融资产切分, 权益资产占比提升。

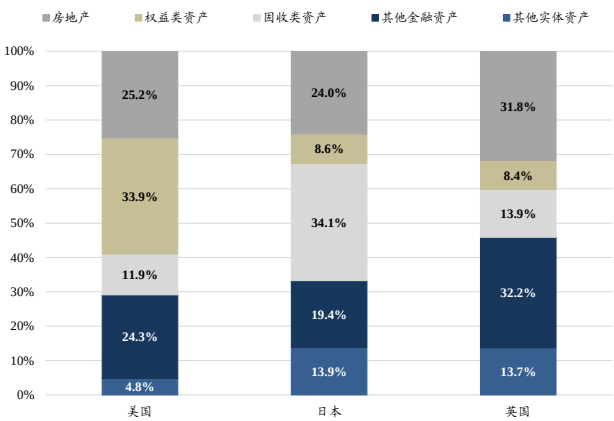
1) 权益市场是我国居民转移其资产配置的重要方向。一方面, 相较于英国、美国、日本等发达国家, 我国资本市场整体发展较晚, 城镇居民对于金融资产的配置比例始终较低, 截止 2019 年, 股票、基金等金融资产在我国城镇居民的资产配置不足 10%, 权益市场发展空间仍然广阔。另外一方面, 受益于我国资本市场改革的深入, 随着北交所的建立、我国直接融资占比上升, 资本市场自身不断完善, 权益市场也随之成长, 其对于居民资产配置的吸引力将进一步增强。

2) 非货币基金投资者大幅上升, 权益资产规模高增。①2019 年, 非货币公募基金、银行理财产品、集合理财计划和股票是我国投资者主要投资产品, 分别有 23.5%、22.9%、16.5%、14.8%的投资者选择; 与 2018 年相比, 投资非货币公募基金的投资者大幅上升, 占比提高了 11.5%, 选择银行存款和货币基金作为主要投资方式的投资者大幅减少, 占比分别下降了 23.5%和 12.1% (2020 年因投资者调查数据统计的方式变化, 数据产生较大变化)。在房价调整、银行存款利率下降的背景下, 居民为提升整体收益, 权益类资产占比有所加大。2019-2022Q3 年, 在 A 股结构性牛市的行情带动下, 主动权益基金规模的复合增速高达 63%。

3) 对标美日英, 我们认为: 我国居民资产配置向权益市场的迁移空间仍然广阔。2019 年, 我国城镇居民资产配置中: 住房资产占 59%, 金融资产占 24%, 对比美、日、

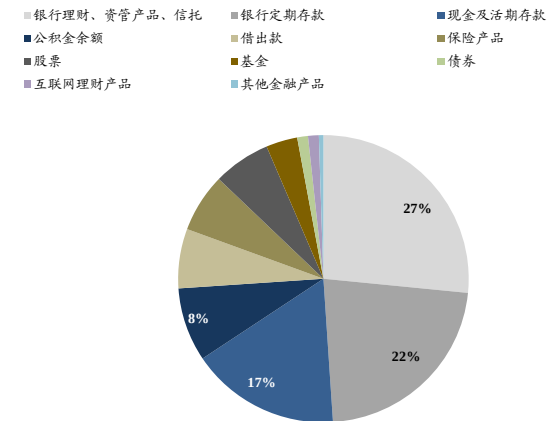
英，其同期金融资产配置分别占：70%、62%、54%。

图12：2019年美国、日本、英国居民资产配置概况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2019年我国居民金融资产配置结构



数据来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，央行，东吴证券研究所

图14：2010-2022Q3行业主动权益基金规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2: 个人投资者投资的金融品种

个人投资者投资的金融品种	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存款	41%	32%	39%	31%	8%	53%
公募基金	22%					
银行理财产品	21%	21%	21%	22%	23%	53%
集合理财计划					17%	
股票	9%	8%	7%	8%	15%	45%
债券						17%
证券公司、基金公司等专户	4%					
证券公司、基金公司等专户、集合理财产品		4%	4%	3%		
货币基金		20%	20%	20%	8%	38%
非货币公募基金		9%	7%	12%	24%	42%
金融衍生品					1%	
期货、期权等金融衍生品						4%
私募机构产品						
私募基金	0.3%					
私募证券基金						6%
私募股权基金						3%
商品期货	0.2%	0.9%	0.3%	0.3%		
金融期货	0.1%	0.8%	0.2%	0.4%		
保险产品	1.0%	1.6%	1.5%	1.8%		12%
信托产品	0.5%	1.1%	0.4%	0.5%		2%
其他	0.9%		0.3%	0.4%		5%
除f以外的其他私募基金		0.9%	0.3%	0.4%		

数据来源: 基金业协会, 东吴证券研究所

公司层面: 一参一控头部, 充分受益财富管理大发展。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%)。广发基金与易方达基金都是全国社保基金、基本养老保险基金的投资管理人之一, 亦向保险公司、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, 这类客户将给公司注入大量、稳定的资金。我们认为, 两家头部公募未来将充分受益于财富管理行业的大发展, 同时头部公司的竞争优势更为显著, 我们预计两家公司的市占率及保有量水平有望进一步提升。

头部基金产品优势促使 AUM 稳定增长, 增厚广发证券净利润。“管理费”是公募基金收入的核心组成部分, AUM 则为影响公司收入的重要因素, 易方达及广发基金 AUM 的稳健增长源于其较好的业绩。

- 1) **龙头基金产品具有优势:** 易方达、广发基金产品表现较好, 近三年回报排名位于前 50% 的基金数量分别为 138/152 个, 回报率高达 41%/45%, 且产品类型较为全面。

表3: 易方达&广发基金产品优势

	近3年回报排名 位于前50%的基金数量(个)	投资种类(种)	近3年回报率 (全部基金产品)	近3年回报率 (排名前50%的基金产品)
易方达基金	138	21	26.87%	40.66%
广发基金	152	14	28.49%	45.48%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) 基金规模保持市场前列: 截至2022年三季度, 易方达/广发基金主动权益规模分别达5,488/3,918亿元(近3年CAGR达141%/84%, 同期行业CAGR为63%), 规模排名市场第一/三位, 相比2018年末分别提升1个/7个位次。①广发基金管理规模从2016年的3000亿元提升至2022H1的12,774亿元, 年均复合增速达30.13%; ②易方达基金管理规模从2016年的4161亿元提升至2022H1的15781亿元, 年均复合增速达27.42%。

表4: 头部公募基金公司资产净值(亿元)

序号	基金公司	全部基金	非货币型	权益型
1	易方达基金	15,344.49	10,369.22	5,483.67
2	广发基金	13,139.66	6,974.65	3,934.75
3	华夏基金	11,067.82	7,249.61	4,065.01
4	天弘基金	11,012.95	2,967.12	943.20
5	博时基金	10,908.78	5,910.28	1,392.46
6	南方基金	10,114.11	5,132.88	2,795.31
7	富国基金	9,230.63	6,432.48	3,226.56
8	鹏华基金	9,108.71	4,707.65	1,756.26
9	汇添富基金	8,609.48	5,385.91	2,933.09
10	工银瑞信基金	8,334.41	4,210.31	1,606.96

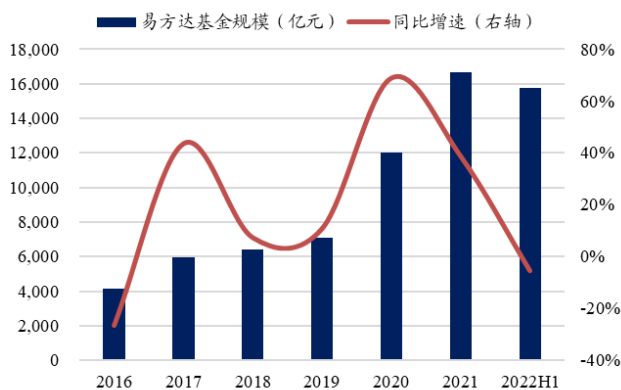
数据来源: Wind, 东吴证券研究所(截至2022年11月30日)

表5: 易方达&广发基金主动权益基金规模

	2022Q3 规模(亿元)	相对2018年末的CAGR	相对2018年末排名提升位次
易方达基金主动权益规模	5,487.88	140.60%	1
易方达基金排名	1		
广发基金主动权益规模	3,917.85	84.35%	7
广发基金排名	3		

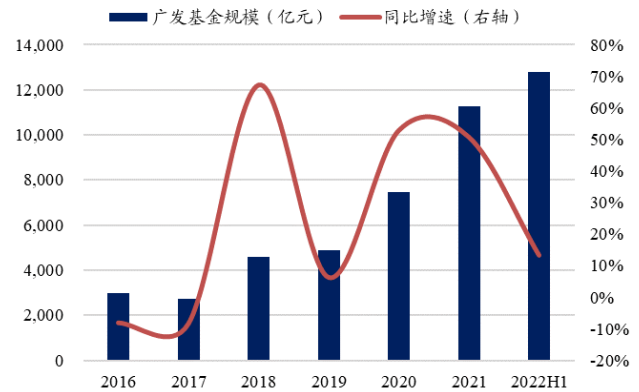
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2016—2022H1 易方达基金管理规模及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2016—2022H1 广发基金管理规模及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

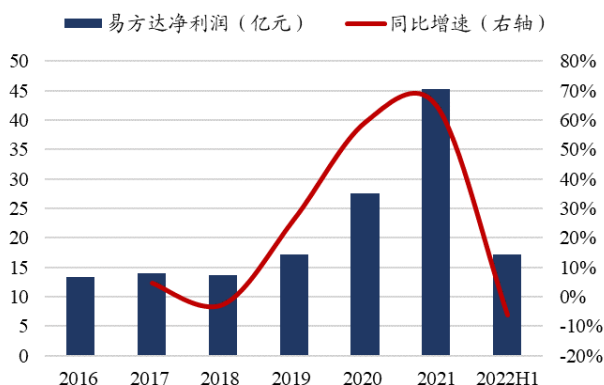
- 3) **基金单位净值稳健:** 2016-2022H1, 易方达及广发基金的基金单位净值基本稳定于行业平均水平之上。2019-2020 年, 广发基金管理的主动权益类基金有 35 只实现净值翻倍, 3 只基金净值增长超过 200%, 由此广发基金的基金单位净值稳居行业平均水平之上; 易方达基金则由于消费行业的沉寂, 单位净值自 2021 年后略有下降。截至 2022 年 6 月末, 易方达/广发基金的全部产品单位净值分别为 1.29/1.33 元 (同期行业均值为 1.32 元)。
- 4) **利润稳定, 表现优于行业均值:** ①广发基金 2022H1 净利润 10.02 亿元, 同比-21.23%, 降幅远小于行业平均水平 (-64.54%); ②易方达基金 2022H1 净利润 17.26 亿元, 同比-6.23%, 降幅远小于行业平均水平 (-64.54%)。2022H1 两者合计为广发证券贡献了 9.37 亿元净利润, 利润贡献度合计达到 20.14%。

表6: 上市券商“含基量”梳理

证券公司	持股基金/资管公司	Wind基金资产净值合计 (亿元, 截至2022.6.30)	Wind权益基金资产净值合计 (亿元, 截至2022.6.30)	权益资产 占比	参持股 比例	基金净利润 (亿元, 2022中报)	A: 参持股比例*基金净利润 (亿元, 2022中报)	B: 证券公司归母净利润 (亿元, 2022中报)	A/B
广发证券	广发基金	12,774	4,253	33%	55%	10.02	5.51	42	13.13%
	易方达基金	15,781	5,925	38%	23%	17.26	3.97		9.46%
东方证券	汇添富基金	8,943	3,374	38%	35%	10.09	3.53	6	54.53%
	长城基金	2,081	404	19%	18%	0.61	0.11		1.70%
	东证资管	2,390	1,733	73%	100%	4.97	4.97		76.77%
西南证券	银华基金	5,727	1,585	28%	44%	4.02	1.77	2	90.72%
长城证券	长城基金	2,081	404	19%	47%	0.61	0.29	4	6.65%
	景顺长城基金	5,529	2,250	41%	49%	7.56	3.70		85.37%
第一创业	银华基金	5,727	1,585	28%	26%	4.02	1.04	3	36.36%
	创金合信基金	1,027	281	27%	51%	0.84	0.43		14.86%
兴业证券	兴证全球基金	6,019	1,952	32%	51%	9.20	4.69	14	34.16%
	南方基金	10,286	2,974	29%	9%	8.86	0.80		5.81%
华泰证券	华泰柏瑞基金	2,692	1,392	52%	49%	1.96	0.96		1.79%
	南方基金	10,286	2,974	29%	41%	8.86	3.63	54	6.76%
	华泰资管	972	20	2%	100%	5.56	5.56		10.34%
长江证券	长信基金	1,107	237	21%	45%	0.92	0.41	8	0.77%
	长江资管	151	21	14%	100%	0.56	0.56		7.02%
东北证券	银华基金	5,727	1,585	28%	19%	4.02	0.76	2	36.93%
	东方基金	794	305	38%	58%	0.39	0.23		11.05%
财通证券	财通基金	615	168	27%	40%	1.14	0.46	6	7.21%
	财通资管	1,422	194	14%	100%	1.79	1.79		28.30%
国海证券	国海富兰克林基金	811	422	52%	51%	1.30	0.66	2	27.40%
招商证券	博时基金	10,563	1,562	15%	49%	8.73	4.28	43	9.98%
	招商基金	7,821	2,582	33%	45%	9.54	4.29		10.01%
中泰证券	万家基金	3,145	621	20%	49%	1.96	0.96	9	10.54%
	中泰资管	354	162	46%	100%	0.79	0.79		8.67%
国泰君安	华安基金	5,910	2,161	37%	28%	5.10	1.43	64	2.24%
	国泰君安资管	439	76	17%	100%	2.29	2.29		3.59%
中信证券	华夏基金	10,887	4,379	40%	62%	10.58	6.56	112	5.86%
申万宏源	富国基金	9,308	3,558	38%	28%	11.22	3.14	34	9.35%
	申万宏信基金	718	335	47%	67%	0.78	0.52		1.55%
南京证券	富安达基金	79	25	31%	49%	-0.14	-0.07	4	-1.96%
浙商证券	浙商基金	517	134	26%	25%	0.26	0.07	7	0.90%
	浙商资管	231	8	4%	100%	0.42	0.42		5.77%
光大证券	光大保德信基金	841	215	26%	55%	0.74	0.40	21	1.26%
	大成基金	2,429	826	34%	25%	2.71	0.68		3.22%
国信证券	鹏华基金	9,283	1,850	20%	50%	5.43	2.71	32	8.46%
红塔证券	红塔红土基金	71	15	21%	59%	0.00	0.00	3	0.04%
海通证券	富国基金	9,308	3,558	38%	28%	11.22	3.14	48	6.60%
	海富通基金	1,473	400	27%	51%	2.09	1.07		2.24%
国元证券	长盛基金	569	164	29%	41%	0.40	0.16	7	2.20%
华安证券	华富基金	859	71	8%	49%	0.12	0.06	7	0.84%
西部证券	西部利得基金	911	147	16%	51%	0.32	0.16	4	4.57%
中信建投	中信建投基金	563	104	18%	55%	0.28	0.15	44	0.35%
国金证券	国金基金	445	25	6%	49%	0.01	0.00	5	0.06%
东兴证券	中邮创业基金	569	256	45%	0.07%	0.38	0.00		0.00%
	东兴基金	323	3	1%	100%	0.02	0.02	3	0.75%
天风证券	中邮创业基金	569	256	45%	0%	0.38	0.00	1	0.17%
东吴证券	东吴基金	245	63	26%	70%	0.06	0.04	8	0.48%
东方财富	西藏东方财富基金	49	49	99%	100%	-0.28	-0.28	44	-
中金公司	中金基金	939	58	6%	100%	0.29	0.29	38	0.76%
方正证券	方正富邦基金	520	114	22%	67%	0.15	0.10	14	0.70%

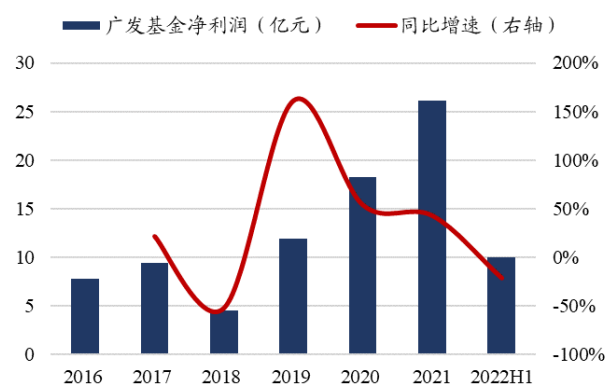
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2016—2022H1 易方达基金净利润情况



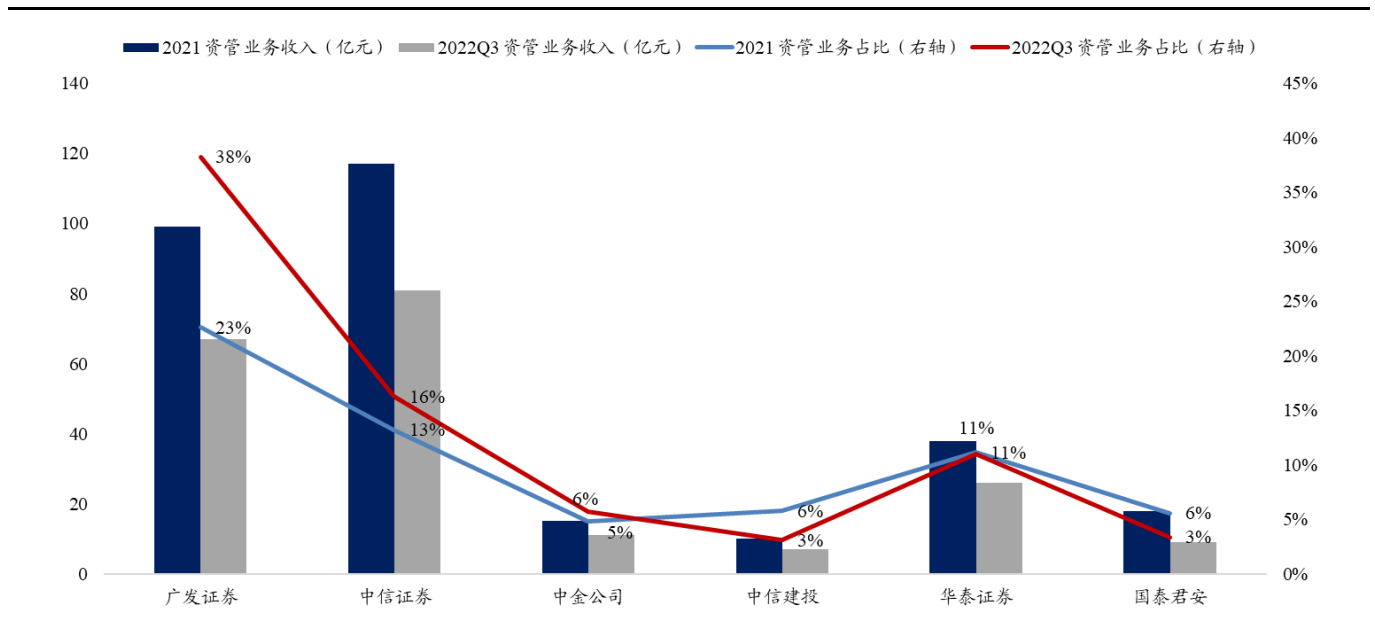
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2016—2022H1 广发基金净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 2021 & 2022Q3 头部券商资管业务收入及占比



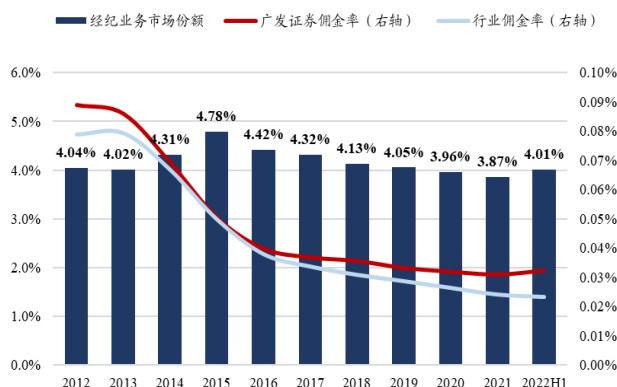
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 经纪业务稳定发展，产品代销实有亮点

佣金率高于行业，手续费收入稳定增长。券商代理买卖证券业务较为同质化，“佣金战”导致行业整体佣金率不断下滑；广发证券因线下营业网点较多（广东省区域优势），佣金率始终高于行业均值：2022H1 年公司佣金率为 0.0325%，高于行业佣金率 0.0234%。公司证券经纪业务收入稳定增长（2018-2021 年 CAGR 达 31%）。2022H1，公司代理买卖证券业务及交易单元席位租赁业务贡献了 22.67 亿元收入，同比小幅降低 4.95%（主要系 2022 上半年市场交投活跃度低迷，。

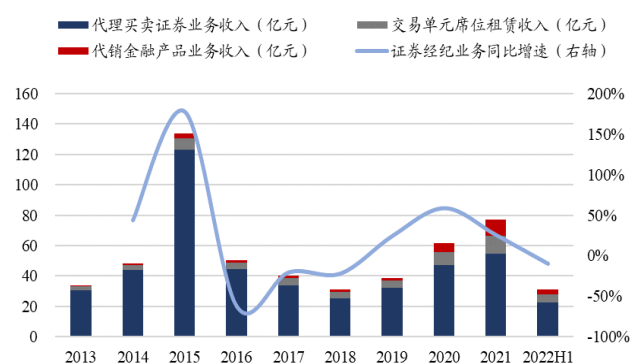
老牌券商客户粘性较强，财富管理业务布局较早。一方面，广发证券属于老牌头部券商，积累多年客户，此类客户相对而言对于佣金率不敏感，客户粘性较强。另一方面，公司发力财富管理业务较早，各项投入建设居于前列，拥有业内人数第一且经验丰富的投资顾问团队，平均具有八年以上的金融服务行业从业经验，用户愿意接受投顾差异化服务，并支付因公司成本提高而带来的较高佣金。

图20: 2012-2022H1 广发证券及行业佣金率



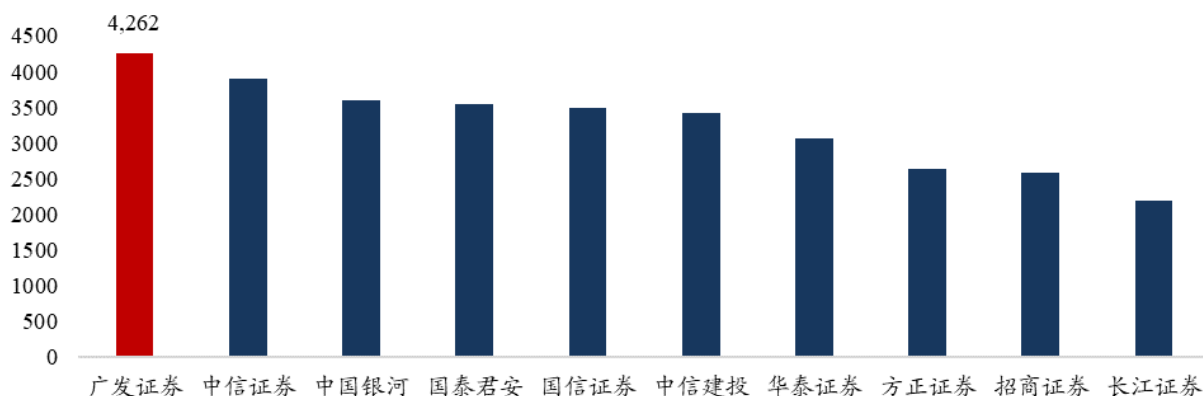
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2013-2022H1 广发证券经纪业务收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

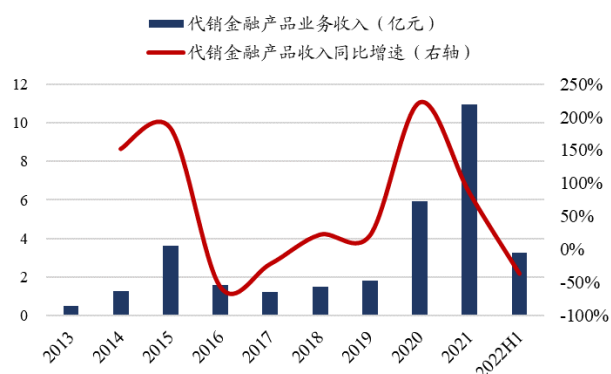
图22: 2021 年广发证券投资顾问规模居行业第一



数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

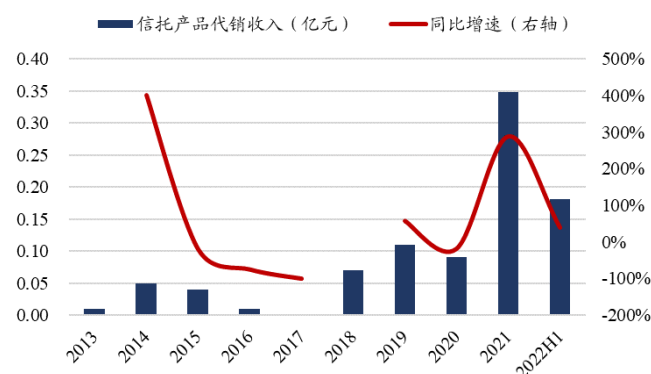
金融产品代销表现亮眼。截至2021年末,公司实现金融产品代销收入10.95亿元,同比+85.28%,增速明显高于大部分头部券商(例如中信证券2021年该项数据为+35.12%,招商证券+36.72%,中金公司+46.33%);其主要原因在于,公司代销权益基金保有量为券商系第三名(截至2022Q3,广发证券权益基金/非货币基金保有量分别为767/979亿元,占CR100比重为1.34%/1.17%)。受市场低迷行情拖累,2022H1公司金融产品代销收入同比-36.57%至3.28亿元。**基金市场整体景气度催化,基金代销成为公司代销业务收入增长的核心驱动力**,其余金融产品代销收入也均有不同程度的上升,实现了协同增长;以信托为例,2022H1实现代销收入0.18亿元,同比+39.29%。

图23：2013—2022H1 公司代销金融产品收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2013—2022H1 公司信托产品代销收入



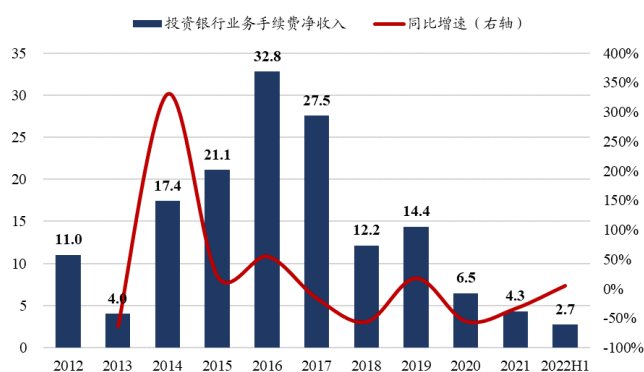
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 业务布局完整，厚积薄发

3.1. 投行业务“拨云见日”

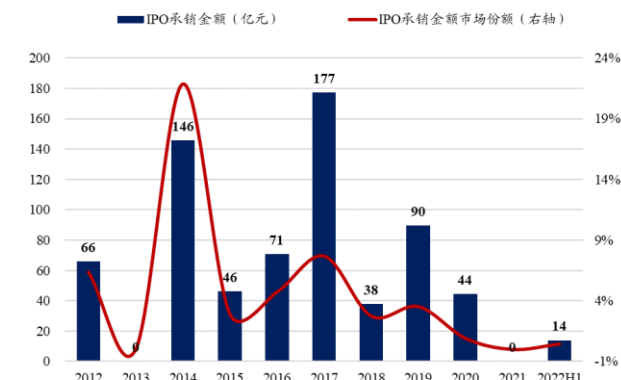
历史问题积极整改，业务寒冬期或将结束。公司通过调整投资银行业务组织架构，进一步强化公司投资银行业务的内部控制机制，健全完善分工合理、权责明确、相互制衡、有效监督的内控机制，加强对投资银行业务的整体合规管理和全面风险管理，确保坚持诚实守信、勤勉尽责的底线要求。截至 2022H1，公司投行业务手续费净收入为 2.74 亿元（同比增长 5.30%）。股权融资业务方面，2022 年上半年公司完成股权融资主承销家数 7 家，股权融资主承销金额 75.34 亿元，其中 IPO 主承销额 14 亿元，市场份额为 0.45%。债务融资业务方面，2022 年上半年公司债券承销金额为 662.91 亿元，市场份额为 1.18%。公司投行业务寒冬期或将结束，公司保荐代表人占比从业人员稳定于 1.6%以上，叠加有广东区域优势，我们认为公司投行业务将“拨云见日”，稳健发展。

图25：2012-2022H1 公司投行业务手续费净收入



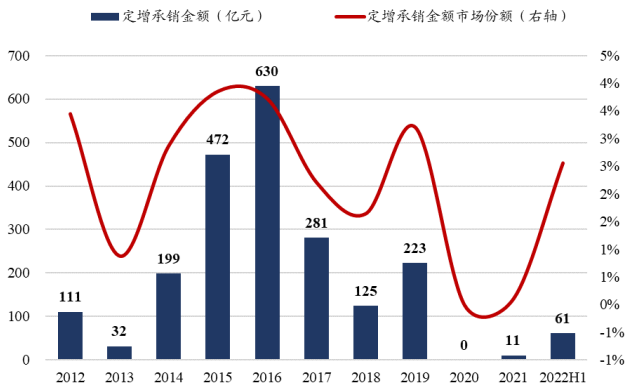
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2012-2022H1 公司 IPO 承销金额及市场份额



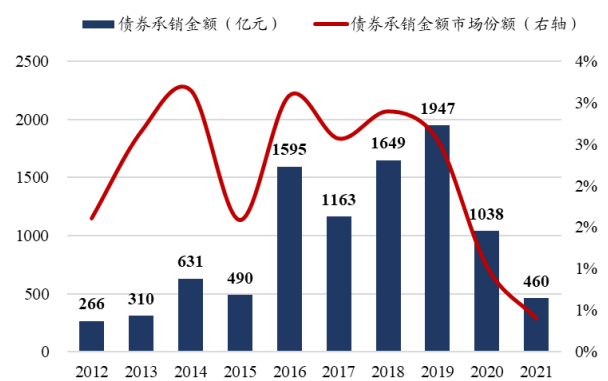
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 2012-2022H1 公司定增承销金额及市场份额



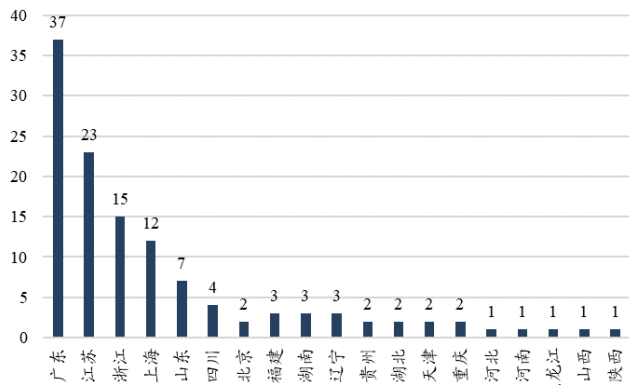
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 2012-2022H1 公司债券承销金额及市场份额



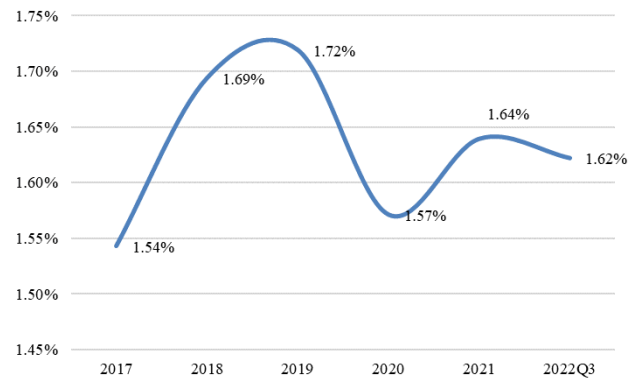
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 2014-2022 年公司 IPO 数量 (按地区)



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图30: 公司保荐代表人占比从业人员



数据来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

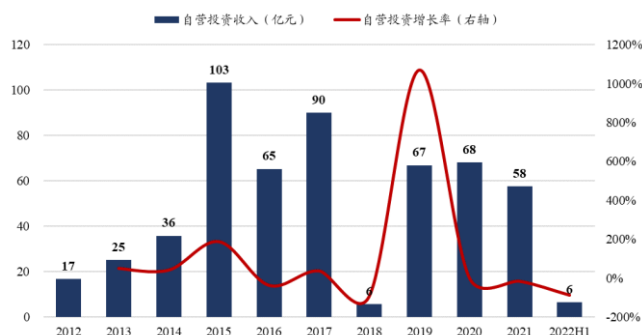
自主研发 GFQG 量化策略平台, 多方位开展自营业务。GFQG 是首家券商使用最新版本的 AMI 打造的超极速量化策略平台。性能方面, AMI 可以将点到点消息时延降低到个位数微秒, GFQG 设计并实现了仿期货柜台 CTP 的新接口, 易于学习, 运行效率高, 并可覆盖沪深交易所、金融期货、商品期货、银行间市场、境外衍生品投资的全业务量化平台。AMI 的全面改造, 使 GFQG 成为“高性能、高容量、高可用、业务全面”的新一代量化平台。依托 GFQG 平台, 公司的量化基础能力业内领先, 自营业务稳步发展。截至 2022H1, 受市场低迷行情拖累, 公司自营投资收入为 6.50 亿元, 同比下滑 86.90%。公司自营资产主要包括债券、股票及基金, 截至 2022H1, 公司自营资产为 2739.99 亿元, 其中债券, 基金, 股票占比分别为 57%, 24%, 7%。

3.2. 投研能力优势显著

注重投研能力建设。2017-2021 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；连续多年获得“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；公司持续推进实施公司研究品牌的国际化发展。

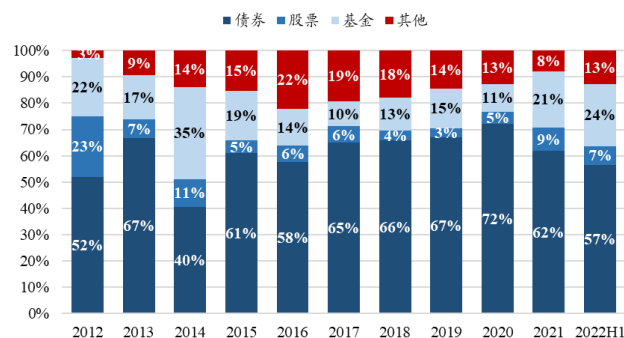
基于公司较好的投研能力，公司积极开展各项投资业务。截至 2022H1，公司投资净收益为 16.39 亿元，同比下滑 48.63%，公司公允价值变动净收益为-6.56 亿元，同比减少 133.39%。公司权益类投资坚持价值投资思路，配置方向为蓝筹股和科技股等，根据市场波动较好地控制了仓位。衍生品类投资较好的抓住了市场波动带来的交易机会，均取得了较好的收益。公司通过全资子公司广发乾和以自有资金积极开展另类投资业务，目前以股权投资等业务为主。2022H1，广发乾和聚焦布局先进制造、半导体、医疗健康、新消费、TMT 等几大领域，新增 18 个投资项目，投资金额 9.60 亿元。

图31：2012-2022H1 公司自营投资收入



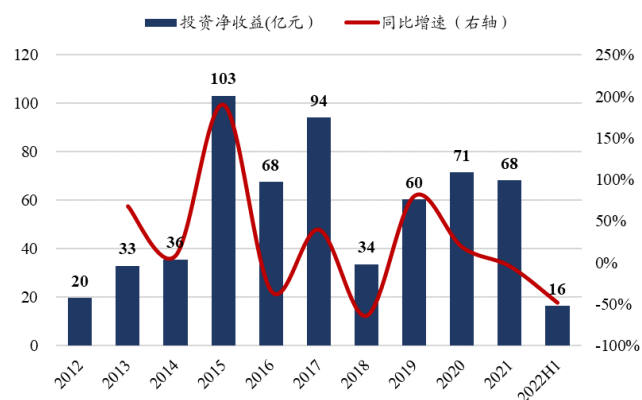
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2012-2022H1 公司自营资产结构



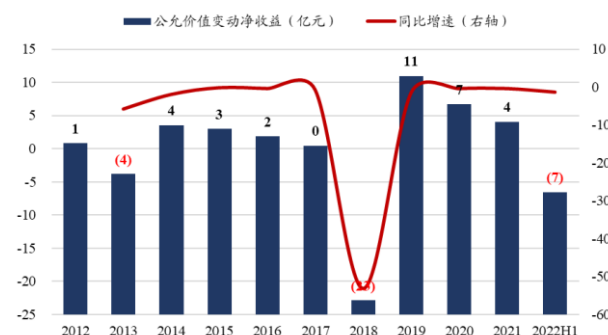
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2012-2022H1 公司投资净收益



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：2012-2022H1 公司公允价值变动净收益

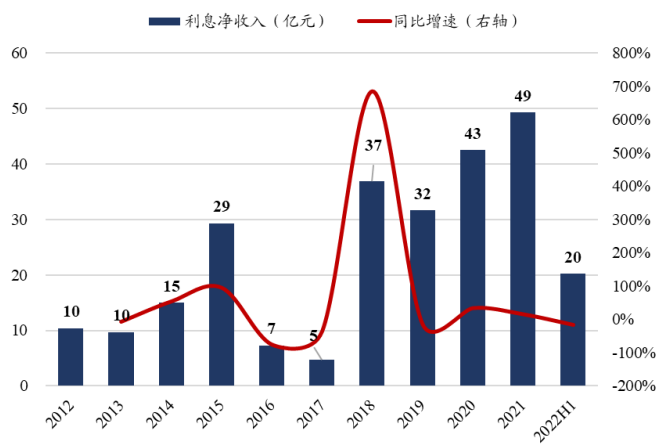


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 信用业务规模稳定

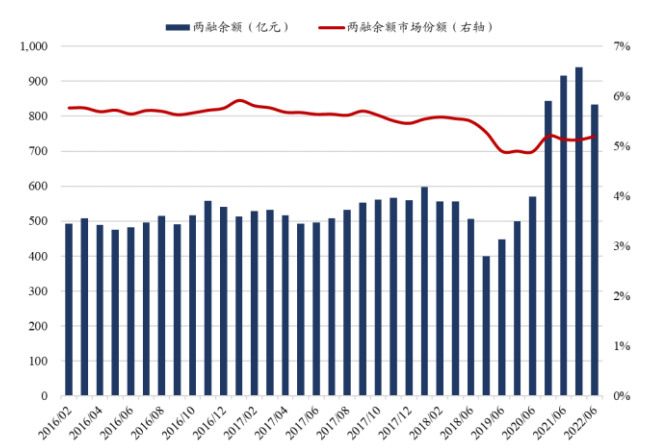
资本中介业务稳步发展。截至 2022H1，公司的资本中介业务利息净收入为 20.23 亿元，同比-16.17%。2022 年上半年，A 股市场呈先抑后扬、总体回落的走势。截至 2022 年 6 月末，沪深两市融资融券余额 16,033 亿元，较 2021 年末下降 12.49%。在市场环境不如人意的情况下，公司始终立足业务本源，持续坚持“客户中心导向”，融资融券业务规模稳步增加，市场份额稳定。截至 2022H1，公司融资融券业务期末余额为 833 亿元，较 2021 年末下降 11.34%，市占率达 5.20%。

图35：2012-2022H1 公司资本中介业务利息净收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图36：2016-2022H1 公司两融余额及市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 股价复盘

业绩亮眼及政策利好推动股价上涨。2019 年 2 月，公司发布业绩公告，2018 年全年表现亮眼，广发证券股价连续两次涨停，单日涨幅分别达到 9.6%/10.0%，累计涨幅达 4.68%；2021 年 11 月，因北交所即将开市的消息释出，券商股价集体上涨，广发证券股价累计涨幅达到了 28.17%。

关联企业暴雷影响股价下滑。2018-2019 年间，与广发证券有密切关系的康美药业被爆财务巨额造假，对广发证券不利影响显著。2018 年 10 月，在康美药业首次被曝光的阶段，广发证券股价一度跌停，累计跌幅达到-36.0%。2022 年，全国疫情多点式爆发，市场信心下降，A 股全线大跌，广发证券股价也深受影响，累计跌幅在 4 月达到-12.62%。

图37: 2018-2019 年 广发证券股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 2020-2021 年 广发证券股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39：2022 年 广发证券股价复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测

综合考虑两市日均股基交易额基准水平以及中短期证券市场存在的波动性与不确定性，我们预计 2022-2024 年两市日均股基成交额分别为 10,212 亿元、11,000 亿元、11,000 亿元；预计未来头部券商集中度提升，公司股基交易额市占率稳步提升，2022-2024 年达 3.95%、4.05%、4.10%；公司经纪业务手续费净收入 2022-2024 年达 75.23 亿元、85.53 亿元、90.36 亿元。

表7：广发证券经纪业务核心假设和盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
日均股票+基金成交额	11,339	10,212	11,000	11,000
广发证券：股票+基金交易额市占率	3.87%	3.95%	4.05%	4.10%
广发证券：股票+基金交易额	213,101	196,040	217,404	220,088
经纪业务手续费净收入	73.90	75.23	85.53	90.36

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

伴随和监管政策的不断完善，全面注册制蓄势待发。公司投行业务资格全面恢复，保代团队陆续回归。在此背景下，我们预计公司 2022 年股权承销与债券承销规模稳步提升，公司 2022-2024 年 IPO 承销规模 34 亿元、47 亿元、64 亿元，定增承销规模 120 亿元、165 亿元、190 亿元，债券承销规模 511 亿元、875 亿元、963 亿元，投资银行业务手续费净收入 5.89 亿元、8.75 亿元、10.39 亿元。

表8: 广发证券投行业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
国内市场: IPO 募资总额	5,427	6,873	7,904	9,090
广发证券: IPO 承销市场份额	0.00%	0.50%	0.60%	0.70%
广发证券: IPO 承销净收入费率 (估算)	6.20%	6.15%	6.15%	6.15%
国内市场: 定增募资总额	9,576	11,970	13,765	15,830
广发证券: 定增承销市场份额	0.11%	1.00%	1.20%	1.20%
广发证券: 定增承销净收入费率 (估算)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
国内市场: 券商债券承销金额	113,650	113,650	125,015	137,516
广发证券: 债券承销市场份额	0.41%	0.45%	0.70%	0.70%
广发证券: 债券承销净收入费率	0.52%	0.51%	0.50%	0.50%
投资银行业务手续费净收入	4.33	5.89	8.75	10.39

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司通过集团子公司积极开展股权投资业务, 聚焦布局先进制造、半导体、医疗健康、新消费、TMT 等几大领域, 持续保持投资收益的稳健增长。按照 2021-2023 年投资收益/期初账面价值比值进行推测, 预计公司 2022-2024 年投资收益 3 亿元、5 亿元、14 亿元, 同比增长 -95.81%、64.90%、192.41%。

表9: 广发证券投资收益核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
投资资产账面价值	1,245	1,593	1,708	1,830
投资收益/期初账面价值	5.46%	0.19%	0.29%	0.77%
投资收益	68	3	5	14
同比增速		-95.81%	64.90%	192.41%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资本市场优化改革, 两融余额或将继续维持高位, 公司两融市场份额稳定, 预计 2022-2024 年市占率为 5.25%、5.30%、5.30%; 利息收入与利息支出同步上升, 预计 2022-2024 年公司净利息收入分别达到 43.15 亿元、55.42 亿元、54.75 亿元。

表10: 广发证券利息收入核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
国内市场: 融资融券余额	18,322	18,000	19,500	20,000
广发证券: 融资融券余额	940	945	1034	1,060
广发证券: 融资融券市占率	5.13%	5.25%	5.30%	5.30%
利息净收入	49.31	43.15	55.42	54.75
利息收入	136.59	142.53	153.50	161.98
利息支出	87.28	99.38	98.08	107.22

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资管新规以来，公司主动管理规模增长迅速，我们预计 2022-2024 公司资产管理业务净收入 12.74 亿元、15.97 亿元、20.12 亿元；公募基金管理方面，我们预计 2022-2024 公司公募基金业务收入 94.36 亿元、113.64 亿元、152.87 亿元；预计公司券商资管业务净收入 107.10 亿元、129.61 亿元、172.99 亿元，同比增长 7.69%、21.02%、33.47%。

表11：广发证券资管业务核心假设和盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
广发证券：券商资产管理规模	4,932	6,065	7,560	9,479
同比增速		22.95%	24.66%	25.39%
券商资产管理业务净收入	99.46	107.10	129.61	172.99
同比增速		7.69%	21.02%	33.47%
资产管理业务净收入	10.28	12.74	15.97	20.12
资产管理业务净费率	0.21%	0.232%	0.234%	0.236%
基金管理业务收入	89.17	94.36	113.64	152.87
资产管理业务费率	1.45%	1.40%	1.35%	1.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

基于上述假设，公司各项主营业务增长稳健，预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 259.11/329.43/390.64 亿元，同比分别增长-24.35%/27.14%/18.58%；归母净利润分别为 80.06/105.84/127.61 亿元，同比分别增长-26.24%/32.19%/20.57%。预计 2022-2024 年每股收益分别为 1.05/1.39/1.67 元，每股净资产分别为 14.47/15.44/16.62 元，对应 PE 分别为 16.95x、12.82x、10.64x，对应 PB 分别为 1.23x、1.15x、1.07x。

表12：广发证券盈利预测（2023 年 1 月 16 日）

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,153	34,250	25,911	32,943	39,064
手续费及佣金净收入	14,114	18,785	18,821	22,390	27,374
经纪业务手续费净收入	6,572	7,970	7,523	8,553	9,036
投行业务手续费净收入	649	433	589	875	1,039
资管业务手续费净收入	6,598	9,946	10,710	12,961	17,299
利息净收入	4,254	4,931	4,315	5,542	5,475
投资收益	7,147	6,817	286	471	1,377
公允价值变动损益	666	407	-1,120	637	615
其他业务收入	1,770	2,075	2,283	2,511	2,762
营业支出	15,525	19,225	14,736	18,190	21,287
归属于母公司股东净利润	10,038	10,854	8,006	10,584	12,761
ROE	10.60%	10.60%	7.38%	9.29%	10.45%
EPS	1.32	1.42	1.05	1.39	1.67
BVPS	12.88	13.99	14.47	15.44	16.62
P/E (A)	13.45	12.44	16.87	12.76	10.58

P/B (A)	1.38	1.27	1.22	1.15	1.07
---------	------	------	------	------	------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 估值与投资评级

4.3.1. 估值方法一

资管收入占比持续提升，显著改善公司盈利稳定性。国内权益市场稳健发展，广发证券资管业务占比营收持续提升。基金公司以资产管理规模（AUM）为基础，收取管理费的商业模式显著降低了券商业绩的不确定性，在一定程度上改善了券商业绩依赖市场交投活跃度的问题。

P/AUM 更能衡量基金公司的价值。受益于居民资产配置向权益类资产迁移红利，对于参控股头部公募基金的券商，参考其 P/AUM 估值更为合理。截至 2022H1，广发证券资管业务收入 44.07 亿元（占比营收 34.69%），AUM 增速是决定基金公司营收及利润增速的本质驱动力，P/AUM 更能衡量公司资管业务的成长性。

表13：2022H1 易方达、广发基金重要数据

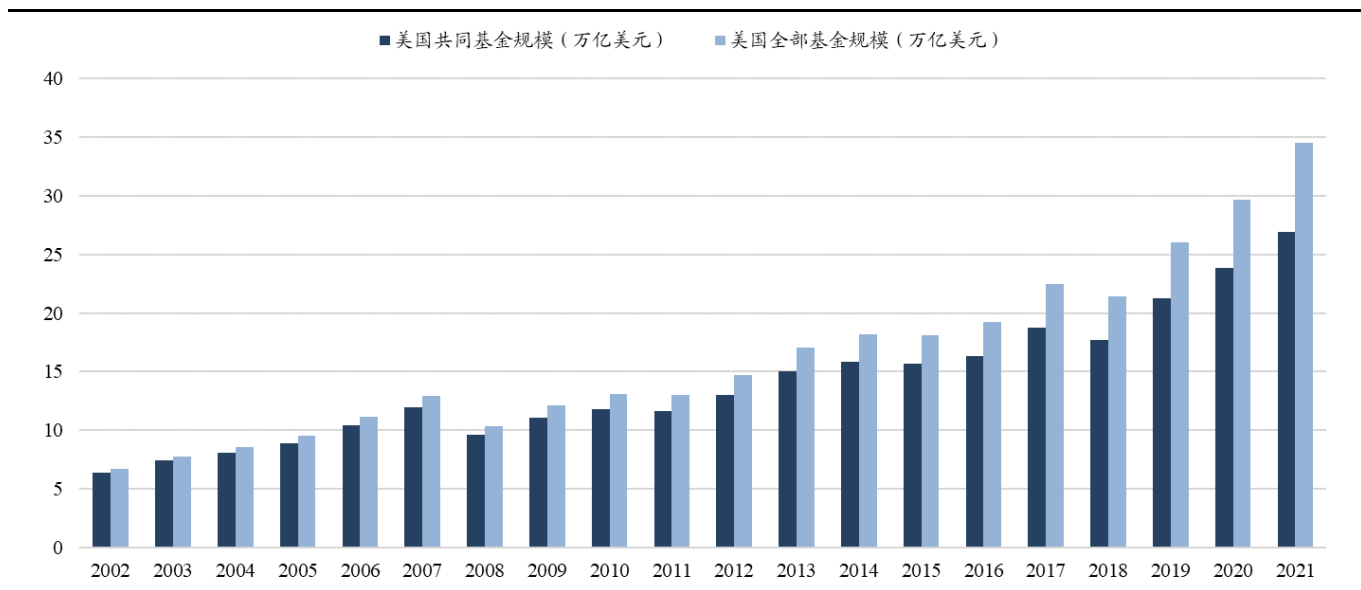
	广发基金	易方达基金
Wind 基金资产净值合计 (亿元，截至 2022.6.30)	12,774	15,781
Wind 权益基金资产净值合计 (亿元，截至 2022.6.30)	4,253	5,925
权益资产占比	33%	38%
参持股比例	55%	23%
基金净利润 (亿元，2022 中报)	10.02	17.26
A: 参持股比例*基金净利润 (亿元，2022 中报)	5.51	3.97
B: 证券公司归母净利润 (亿元，2022 中报)	42	
A/B	13.13%	9.46%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

易方达、广发基金助力公司价值提升。我们认为当前国内基金市场处于快速成长期（对标美国 1990-2000 年），我们将易方达、广发基金对标同时期美国较为成熟的资产管理机构；但因美国行业及资管公司早期 AUM 数据缺失，我们选用美国六大资管公司 2007-2022Q3 AUM 的较小值进行对标分析，并给予其更为合理的 P/AUM 估值：我们预计 2023E-2025E 易方达的 AUM 增速为 10%/20%/30%，广发基金为 30%/38%/45%；我们给予两家基金公司 2023E-2025E 0.043/0.044/0.045 的 P/AUM 估值，对应计算易方达/

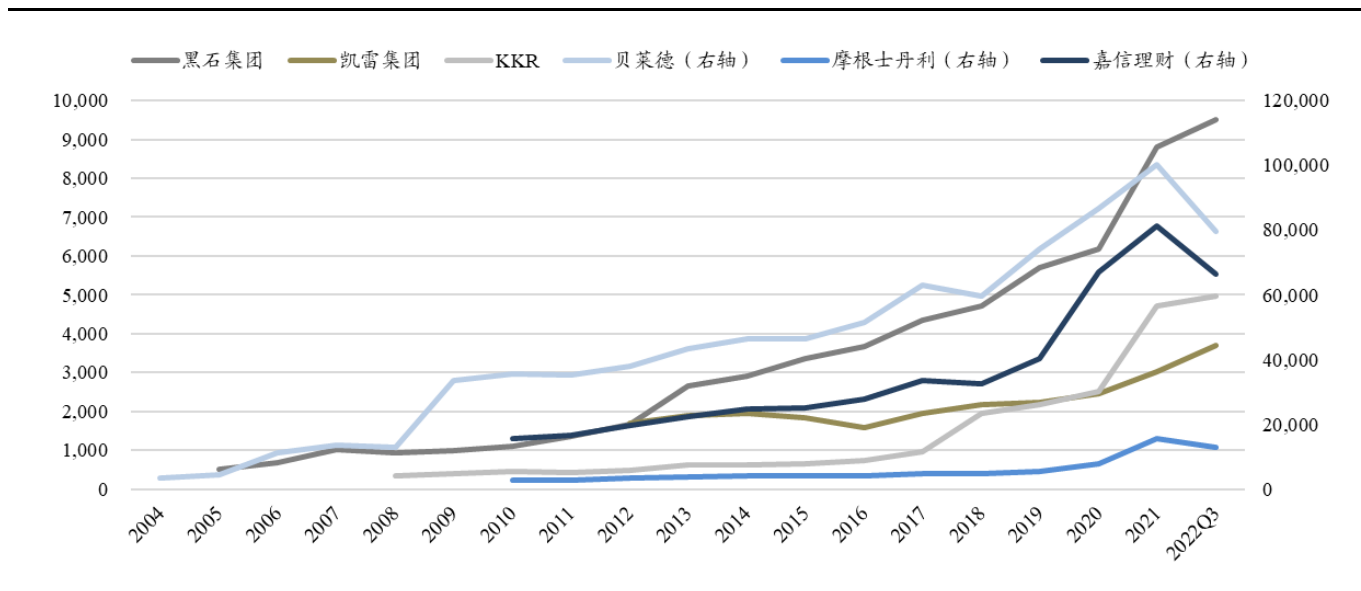
广发基金的市值分别为 726/891/1,185、735/1039/1,540 亿元。

图40：2002-2021 年 美国全部基金 AUM 及共同基金 AUM（单位：万亿美元）



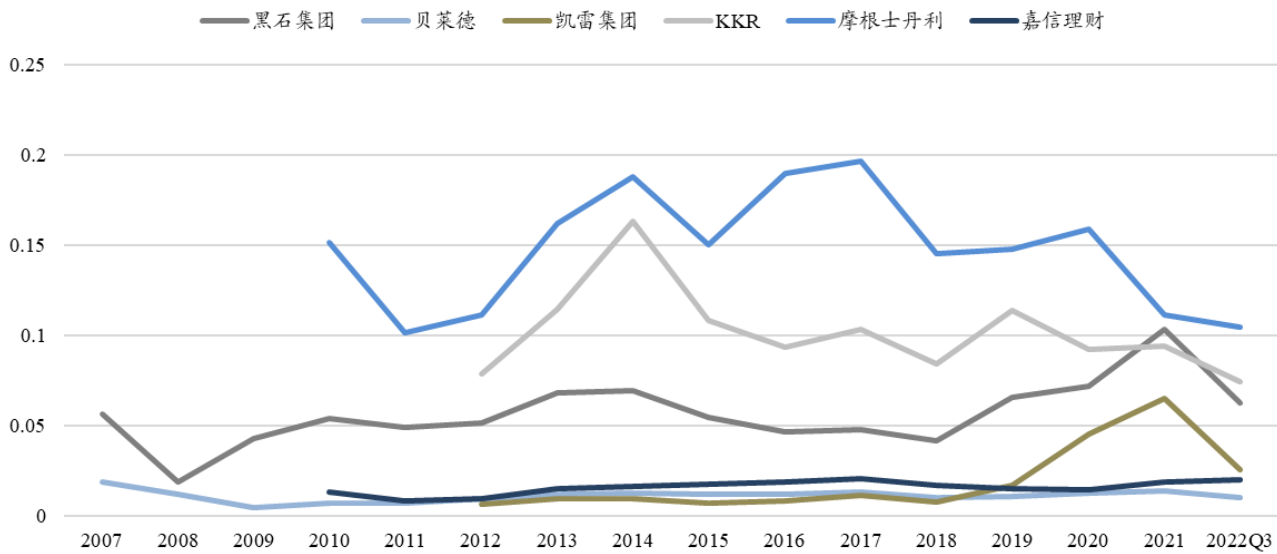
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图41：2004-2022Q3 海外资管龙头 AUM（单位：亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42: 2007-2022Q3 海外资管龙头 P/AUM



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表14: 2007-2022Q3 海外资管龙头 P/AUM

公司名称	Max	Min	Average
黑石集团	0.103	0.019	0.056
贝莱德	0.019	0.004	0.011
凯雷集团	0.065	0.007	0.019
KKR	0.164	0.075	0.102
摩根士丹利	0.197	0.102	0.148
嘉信理财	0.000	0.000	0.000
均值	0.091	0.034	0.056

数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

驾乘财富管理东风,我们认为易方达及广发基金的龙头地位能够进一步提升广发证券的市值空间。我们预计2023-2025年,易方达及广发基金合计能为广发证券贡献市值分别为565、768、1,108亿元,2023-2024年广发证券市值分别为1,718、1,923亿元。

表15: 易方达、广发基金 P/AUM 估值表

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
易方达	4,161	5,976	6,418	7,114	12,015	16,675	15,349	16,879	20,255	26,331
增速		43.61%	7.40%	10.84%	68.89%	38.78%	-7.95%	10%	20%	30%
广发基金	3,001	2,751	4,602	4,891	7,479	11,072	13,156	17,082	23,573	34,180
增速		-8.34%	67.30%	6.29%	52.90%	48.05%	18.83%	30%	38%	45%
P/AUM	0.036	0.037	0.038	0.039	0.04	0.041	0.042	0.043	0.044	0.045

易方达市值	150	221	244	277	481	684	644	726	891	1,185
广发基金市值	108	102	175	191	299	454	552	735	1,037	1,538
合计贡献市值								565	768	1,108

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表16：广发证券估值表

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2023E	2024E
归母净资产 1	785	849	850	912	982	1,066	785	1,177	1,266
同比增速		8.05%	0.19%	7.31%	7.59%	8.62%		7.56%	7.61%
归母净资产 2	739	792	791	842	894	975	1,004	1,084	1,169
同比增速		7.22%	-0.11%	6.39%	6.13%	9.09%	2.98%	7.97%	7.83%
P/B								1.06	0.99
市值 2								1,152	1,155
市值 1（总市值）	1,244	1,211	909	1,043	1,121	1,662	1,258	1,718	1,923

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：归母净资产 1、归母净资产 2 分别为广发证券归母净资产、减去广发基金净资产后的归母净资产；市值 2 为去掉基金子公司贡献部分的市值，市值 1 为广发证券总市值。

4.3.2. 估值方法二

广发证券作为头部券商，财富管理业务突出，资管业务优势显著，我们选取与广发证券业务类型、发展优势或是市值规模相近的四家头部券商作为其可比公司，利用可比公司估值法进行估值。被选取的头部券商 2023E 平均 PB 为 1.51 倍，广发证券估值相比处于低位，未来有较高的成长性。因此，我们给予公司 2023 年 1.51 倍 PB 的估值，对应市值 1,775 亿元。从盈利预测和公司估值看，公司未来上升空间明确，首次覆盖给予“买入”评级。

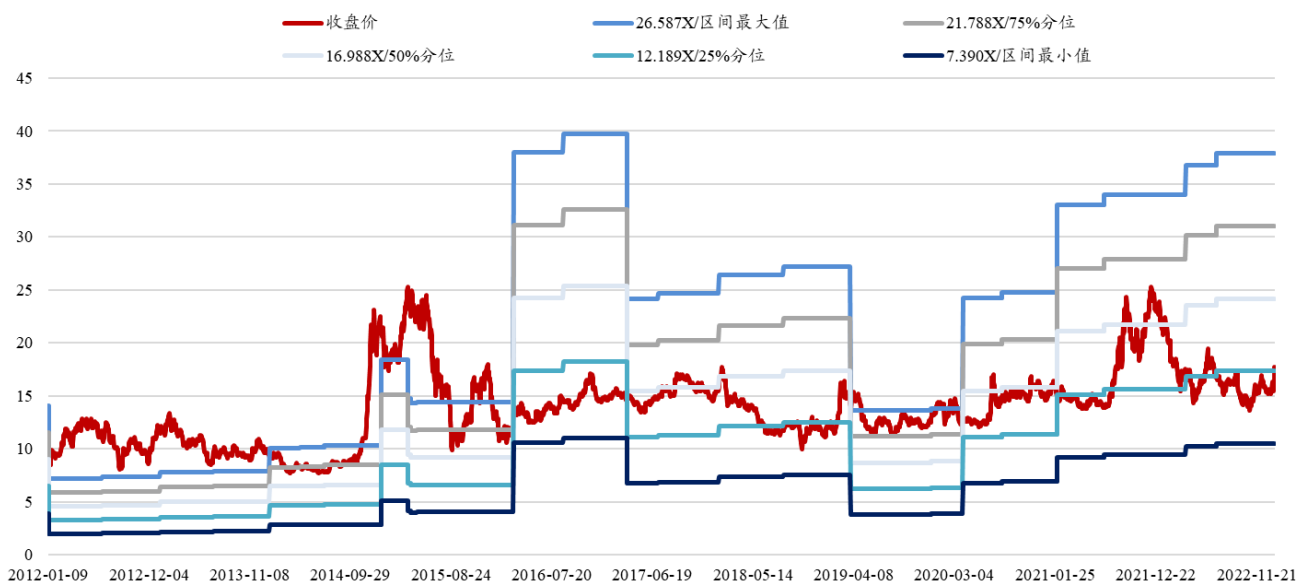
表17：可比公司估值（截至 2023 年 1 月 13 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021 年营业收入 (亿元)	2021 年归母净利润 (亿元)	ROE (2021)	PB (LF)	PB (2023E)
601066.SH	中信建投	1,703	299	102	13.88%	3.09	2.25*
601995.SH	中金公司	1,413	301	108	13.81%	2.41	2.01*
601688.SH	华泰证券	1,035	379	133	9.62%	0.82	0.71*
600999.SH	招商证券	1,102	294	116	10.67%	1.27	1.06*
所选券商均值		1,313	318	115	12.00%	1.90	1.51
000776.SZ	广发证券		342	109	10.60%	1.27	1.11*

1.04

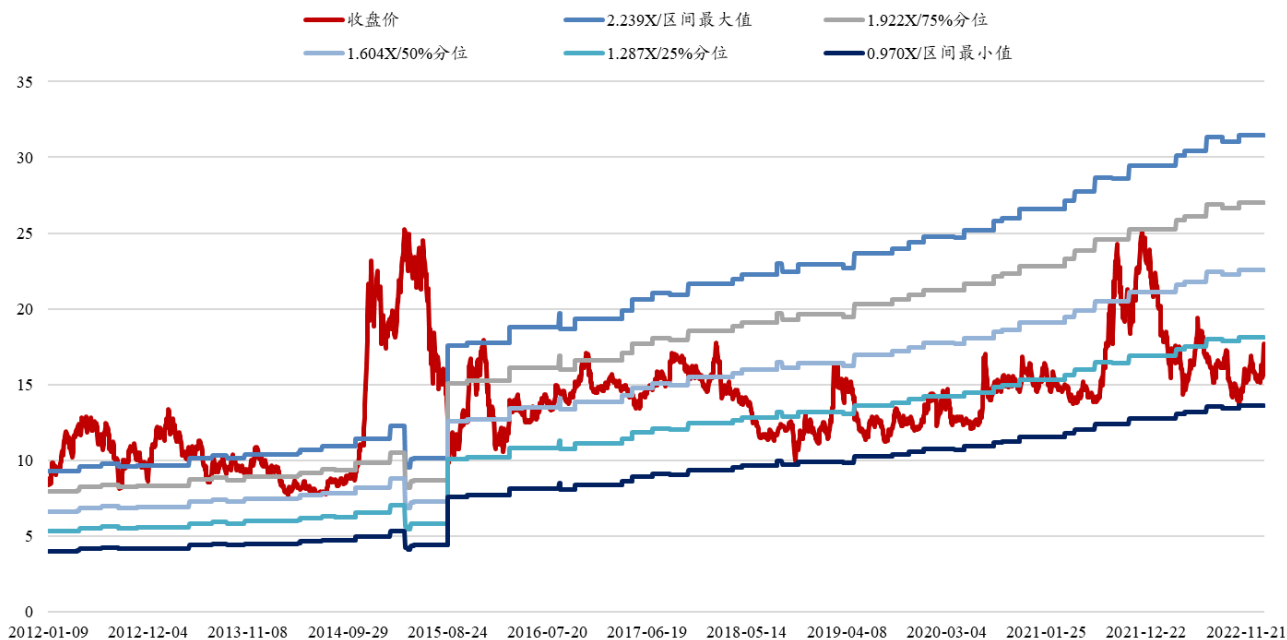
数据来源：Wind，东吴证券研究所，加*PB 均为 Wind 一致预期

图43: 广发证券 PE band (截至 2023 年 01 月 16 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图44: 广发证券 PB band (截至 2023 年 01 月 16 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 市场持续低迷, 业务量萎缩: 市场若持续低迷, 经纪业务将面临成交量持续下行的风险。

2) 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。

3) 外资金融机构的竞争风险: 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。

4) 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。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>