

广发证券 (000776.SZ)

资管变中求进，自营表现突出

24Q3 公司营业收入 191 亿，同比+6%；归母净利润 68 亿，同比+16%。年化 ROE 为 7.01%，经营杠杆抬升至 4.17 倍。

□ 总体概览：资管变中求进，自营表现突出。24Q3 公司营业收入 191 亿，同比+6%；归母净利润 68 亿，同比+16%。单季度营业收入 74 亿，同比+54%，环比+8%；归母净利润 24 亿，同比+89%，环比-15%。截至 24Q3，总资产 7707 亿，较年初+13%；归母净资产 1428 亿，较年初+5%。年化 ROE 为 7.01%，较 23 年+1.35pct；公司持续扩表，经营杠杆抬升至 4.17 倍。自营/资管/经纪/信用/其他/投行业务占主营收入比重分别为 33%/29%/22%/8%/5%/3%，同比分别为+17/-7/-4/-7/+0/+1 pct。

□ 收费类业务：资管顺应趋势、变中求进，低基数下投行逆市高增。

(1) 量价双降，拖累经纪收入。受市场低景气度、公募佣金费改影响，24Q3 经纪净收入 40 亿，同比-11%；单季度净收入 12 亿，同比-15%，环比-13%。往后看，受益于 9 月底以来权益全面回暖、反转向上，投资者积极入市，加之交易佣金仅可用于支付投研服务、公司竞争力有望得到强化，经纪业务未来可期。截至 24Q3，代理买卖证券款 1694 亿，较年初+28%。

(2) 顺应趋势，调整结构，费率下滑拖累收入。24Q3 资管净收入 51 亿，同比-16%；单季度净收入 17 亿，同比-8%，环比-4%。公司旗下广发基金、易方达基金发力债基和指数基金，截至 24Q3 非货规模较年初分别增长 25%、27%。收入下滑预计是因为公司顺应固收热、被动投资趋势，产品结构向相关低费率产品切换。

(3) 低基数下，投行高增。24Q3 投行净收入 5.3 亿，同比+33%；单季度净收入 2.0 亿，同比+89%，环比+4%。按发行日计，24Q3 公司 A 股 IPO 募集资金 8 亿，同比-60%，市占率 1.77%，同比+1.15pct，行业排名上行至第 13；再融资规模 95 亿，同比-38%，市占率 6.21%，同比+3.55pct，行业排名上行至第 5。债券承销规模 2628 亿，同比+40%，市占率 2.61%，同比+0.73pct，行业排名上行至第 12。

□ 资金类业务：自营亮眼，信用平淡。

(1) 市场、基数两者催化，自营表现亮眼。24Q3 自营收入 59 亿，同比+113%；单季度收入 23 亿，低基数下同比增长 20 亿，环比-10%。年化投资收益率 3.23%，同比+1.15pct。截至 24Q3，公司交易性金融资产 2735 亿，较年初+27%；衍生金融资产 110 亿，较年初+119%；其他权益工具投资 120 亿，较年初+111%。

(2) 市场风偏较低，两融规模压减、利息收入缩水。24Q3 利息净收入 14 亿，同比-45%；单季度利息净收入 4.8 亿，同比-36%，同比+5%。截至 24Q3，公司融出资金 851 亿，较年初-7%，市占率 5.91%，较 23 年+0.39pct；买入返售金融资产 201 亿，较年初+1.7%。

强烈推荐 (维持)

总量研究/非银行金融
目标估值：NA
当前股价：16.11 元

基础数据

总股本 (百万股)	7621
已上市流通股 (百万股)	5919
总市值 (十亿元)	122.8
流通市值 (十亿元)	95.4
每股净资产 (MRQ)	18.7
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	80.8%
主要股东	吉林敖东药业集团股份有限公司
主要股东持股比例	16.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	24	12
相对表现	10	16	3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《广发证券 (000776) —业绩整体承压，资管核心优势维持，投行修复亮眼》2023-04-02

郑积沙 S1090516020001

zhengjisha@cmschina.com.cn

张晓彤 研究助理

zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

□ **盈利预测：**考虑到 924 金融发布会、926 政治局会议、1018 金融街论坛年会，监管呵护资本市场、政策暖风频吹，市场风偏向好、情绪明显恢复。央行连续降准降息，维护宏观流动性处于合理且充裕的区间内。市场景气度将明显高于 2022-2023 年，但略低于 2020 年。

分部来看：

（1）经纪业务：公司深耕珠三角经济区，零售客户基础扎实；研究实力突出，公募交易佣金改革下，公司机构业务核心竞争力持续强化。假设 2024/2025/2026 年公司股基市占率稳定在 3.83%，经纪收入分别为 60/64/71 亿，同比分别为+3%/+8%/+11%。

（2）投行业务：公司深化“投资-投行-投研”联动，切实提高实体经济服务效能。预计 2024/2025/2026 年公司 IPO 市占率分别为 1.8%/2.0%/2.0%，再融资市占率稳定在 6.0%；债承规模同比分别为+30%/+10%/+10%。IPO、再融资、债承费率总体稳定。预计 2024/2025/2026 年投行收入分别为 7.1/8.9/9.4 亿元，同比分别为+25%/+25%/+6%。

（3）资管业务：公司顺应被动化趋势，产品结构向指数基金等低费率产品切换，管理费率或有所下滑；权益反转、债市稳定下，非货规模将持续增长，而突出的投研实力赋能下、综合收益有望领先市场。预计 2024/2025/2026 年资管规模分别增长+27%/+22%/+18%，综合费率稳定，因此资管收入分别为 70/76/81 亿，同比-10%/+9%/+6%。

（4）自营业务：假设自营资产规模稳健增长，自营收益率回升至历史中枢水平。预计 2024/2025/2026 年自营收入分别为 74/76/87 亿元，同比+107%/+3%/+15%。

（5）信用业务：市场稳健向上，市场杠杆温和提升，公司两融、买入返售金融资产规模增长；但流动性宽松持续，利差空间或有所下行。预计 2024/2025/2026 年利息净收入分别为 27/35/41 亿，同比-12%/+27%/+17%。

综上，预计 2024/2025/2026 年公司营业总收入 274/299/331 亿，同比+18%/+9%/+11%；归母净利润分别为 87/102/119 亿，同比+25%/+16%/+18%。

□ **投资建议：**维持“强烈推荐”评级。公司财富管理转型行业领先，控股广发基金、参股易方达基金在公募基金行业地位尤为突出；投行业务监管压力出清、业务恢复明显、市占率追赶迅速；公募费改优先利好投研实力突出的券商，公司机构业务的领先优势有望得到持续扩大。往后看，市场流动性宽松且充裕，风偏向好、情绪明显恢复，公司作为行业龙头、估值业绩有望持续提升。

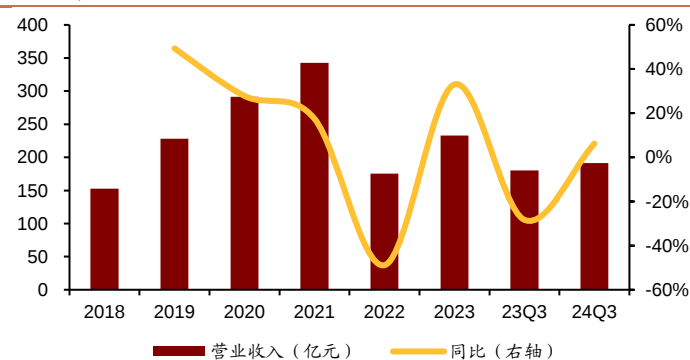
□ **风险提示：**政策力度不及预期、市场波动加剧、公司市占率提升不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	25132	23300	27436	29865	33112
同比增长	-26.6%	-7.3%	17.8%	8.9%	10.9%
营业利润(百万元)	10448	8795	11275	12968	15288
同比增长	-30.5%	-15.8%	28.2%	15.0%	17.9%
归母净利润(百万元)	7929	6978	8735	10160	11946
同比增长	-26.9%	-12.0%	25.2%	16.3%	17.6%
每股收益(元)	1.02	0.83	1.15	1.33	1.57
PE	15.79	19.41	14.06	12.08	10.28
PB	1.03	0.98	0.88	0.83	0.79

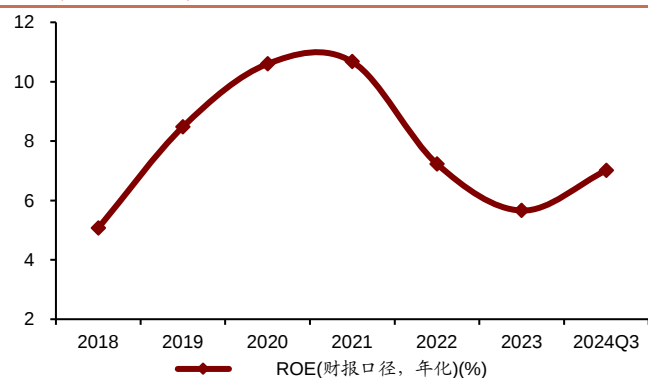
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：广发证券营业收入



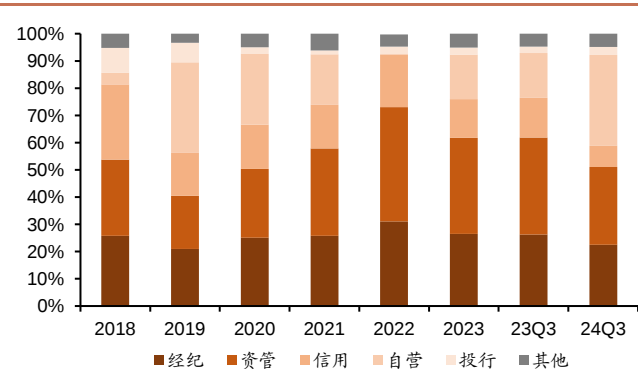
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：广发证券年化 ROE



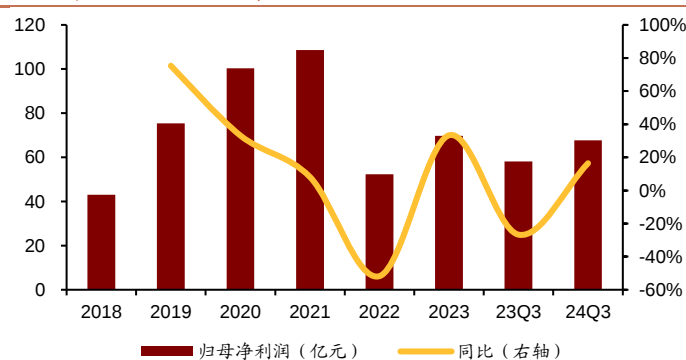
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：广发证券营收结构



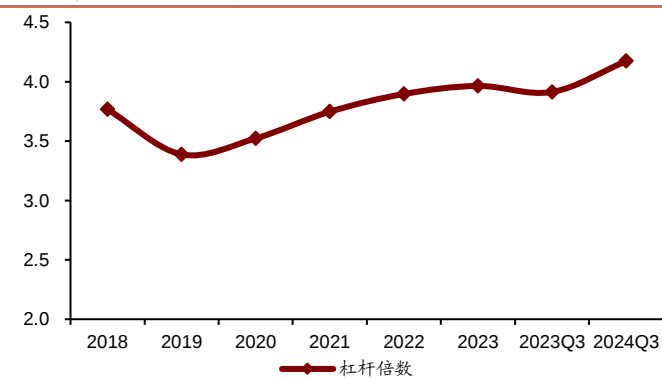
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：广发证券归母净利润



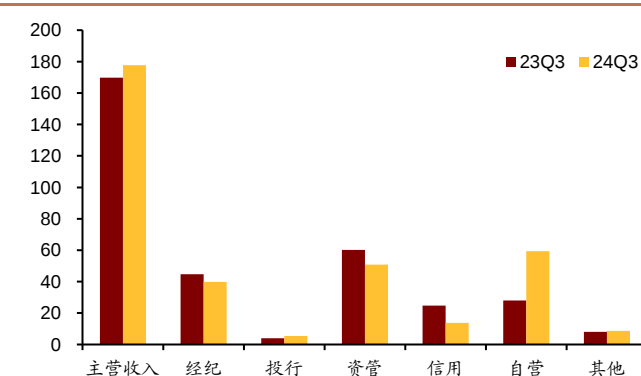
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：广发证券杠杆倍数



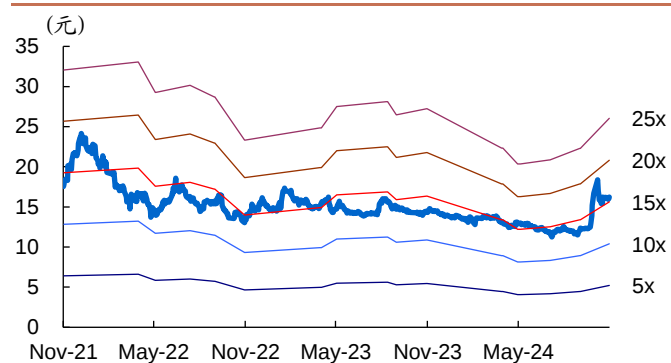
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：广发证券主营收及分部收入同期对比（亿元）



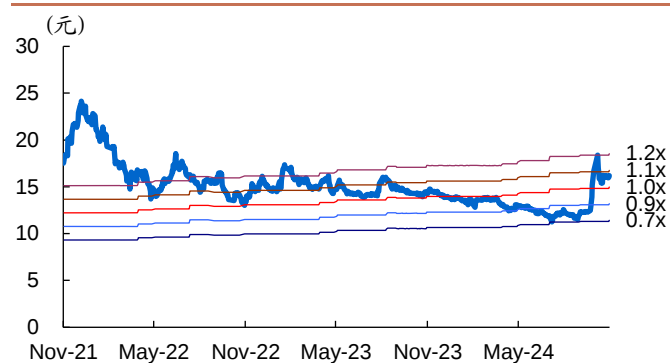
资料来源：公司公告、招商证券；注：主营业务收入为调整后结果。

图 7：广发证券历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：广发证券历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

财务预测表

表 1: 损益表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34,250	25,132	23,300	27,436	29,865	33,112
手续费及佣金净收入	18,785	16,363	14,512	14,106	15,416	16,620
代理买卖证券业务净收入	7,970	6,387	5,810	5,963	6,461	7,144
证券承销业务净收入	433	610	566	707	886	941
受托客户资产管理业务净收入	9,946	8,939	7,728	6,993	7,609	8,058
利息净收入	4,931	4,101	3,136	2,772	3,523	4,114
投资净收益	6,817	4,383	5,301	7,575	7,780	8,939
其中: 对联营企业和合营企业的投资	1,464	935	723	1,515	1,556	1,788
公允价值变动净收益	407	-2,183	-1,011	1,337	1,373	1,577
汇兑净收益	4	-47	-10	10	10	10
其他收益	1,228	1,433	982	903	994	1,043
其他业务收入	2,075	1,082	388	733	770	808
资产处置收益	2	0	1			
营业支出	19,225	14,684	14,505	16,161	16,897	17,823
税金及附加	223	175	166	274	299	331
管理费用	15,961	13,809	13,885	14,894	15,639	16,420
资产减值损失	3	12	4	137	56	114
信用减值损失	981	-372	95	137	149	166
其他业务成本	2,058	1,060	355	719	755	792
营业利润	15,025	10,448	8,795	11,275	12,968	15,288
加: 营业外收入	8	3	1	1	1	2
减: 营业外支出	69	63	52	61	66	73
其中: 非流动资产处置净损失						
利润总额	14,964	10,388	8,744	11,215	12,903	15,217
减: 所得税	2,909	1,490	882	1,290	1,484	1,750
加: 未确认的投资损失						
净利润	12,055	8,898	7,863	9,926	11,420	13,467
减: 少数股东损益	1,201	969	885	1,191	1,259	1,521
归属于母公司所有者的净利润	10,854	7,929	6,978	8,735	10,160	11,946
加: 其他综合收益	-54	-310	602	4,226	3,997	4,436
综合收益总额	12,001	8,588	8,465	14,152	15,417	17,903
减: 归属于少数股东的综合收益总额	1,194	983	888	1,557	1,653	1,954
归属于母公司普通股股东综合收益总额	10,807	7,605	7,577	12,595	13,764	15,949
每股收益:						
基本每股收益 (元)	1.42	1.02	0.83	1.15	1.33	1.57
稀释每股收益 (元)	1.42	1.02	0.83	1.15	1.33	1.57

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产:						
货币资金	119,313	129,176	118,815	139,368	143,279	154,871
其中: 客户资金存款	97,497	107,607	94,839	114,236	117,442	126,944
结算备付金	27,694	27,680	34,510	30,308	34,200	37,197
其中: 客户备付金	23,147	23,398	29,648	25,762	29,070	31,617
拆出资金						
融出资金	97,231	82,823	91,108	89,652	98,517	101,792
金融投资	235,925	302,820	361,196	427,239	447,401	474,439
其中: 交易性金融资产	124,473	157,801	216,074	272,738	290,397	314,830
债权投资	105	354	130	140	143	146
其它债权投资	110,475	143,938	139,295	140,688	142,095	143,516
其他权益工具投资	873	728	5,697	13,673	14,766	15,948
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	564	2,642	5,034	1,364	1,452	1,574
买入返售金融资产	19,992	18,940	19,721	19,512	20,059	21,682
持有待售资产						
应收款项	4,893	13,772	11,149	7,386	8,960	9,934
合同资产						
应收利息						
存出保证金	12,495	20,342	21,253	15,509	18,979	22,214
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	8,248	8,744	9,225	9,687	10,171	10,679
固定资产	2,967	2,833	2,847	2,746	2,677	2,595
在建工程		246	246	259	272	285
无形资产	1,490	1,546	1,597	1,677	1,761	1,849
其中: 交易席位费						
商誉	2	2	2	2	2	3
递延所得税资产	2,119	2,583	2,562	1,823	2,728	3,483
投资性房地产	61	187	199	219	241	265
使用权资产	818	765	948	948	948	948
其他资产	2,043	2,152	1,768	1,800	1,800	1,800
资产总计	535,855	617,256	682,182	692,067	732,383	802,627
负债:						
短期借款	917	4,492	6,838	8,497	6,609	7,553
其中: 质押借款						
应付短期融资款	27,877	37,308	45,363	58,972	82,561	115,586
拆入资金	11,617	19,071	22,653	28,316	32,564	37,448
交易性金融负债	10,823	11,985	17,609	21,131	25,357	32,964
衍生金融负债	981	2,098	4,701	1,057	1,268	1,648
卖出回购金融资产款	81,230	125,058	153,749	94,771	97,430	105,312
代理买卖证券款	126,731	137,585	132,011	146,888	154,146	167,024
代理承销证券款		149		0	75	75
应付职工薪酬	10,118	10,147	9,496	8,936	9,070	9,524
长期应付职工薪酬						
应交税费	1,645	900	556	972	1,118	1,319
应付款项	7,074	21,809	37,138	48,280	47,314	46,368
应付利息						
合同负债	111	440	116	116	116	116

持有待售负债						
代理业务负债						
长期借款	339	65		0	0	0
应付债券	138,683	115,887	103,580	98,401	92,497	86,948
递延所得税负债	741	574	449	620	714	842
预计负债	406	440	447	447	447	447
租赁负债	842	789	970	970	970	970
其他负债	4,918	4,012	5,830	4,756	3,805	3,044
负债合计	425,054	492,463	541,506	523,130	556,061	617,187
所有者权益(或股东权益):						
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
其它权益工具	1,000	10,990	22,479	22,479	22,479	22,479
其中: 优先股						
永续债	1,000	10,990	22,479	22,479	22,479	22,479
资本公积金	31,284	31,286	31,297	31,297	31,297	31,297
减: 库存股		234	234			
其它综合收益	1,060	735	1,339			
盈余公积金	7,948	8,733	9,431	10,424	11,566	12,912
未分配利润	38,140	39,266	40,149	42,774	46,663	51,438
一般风险准备	19,572	21,748	23,636	25,621	27,905	30,598
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
归属于母公司所有者权益合计	106,625	120,146	135,718	162,693	170,008	178,824
少数股东权益	4,177	4,647	4,958	6,244	6,314	6,617
所有者权益合计	110,801	124,793	140,676	168,937	176,322	185,440
负债及股东权益总计	535,855	617,256	682,182	692,067	732,383	802,627

资料来源: 公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。