

广发证券 (000776.SZ)

市场提振和基数效应带来业绩弹性

25Q1 公司实现营业收入 72.4 亿, 同比+46%, 环比-10%; 归母净利润 27.6 亿, 同比+79%, 环比-4%。年化 ROE 8.24%, 较 24 年+0.8pct; 杠杆倍数显著提升, 达到 4.23 倍。

□ 总体概览: 市场提振和基数效应带来业绩弹性。25Q1 公司实现营业收入 72.4 亿, 同比+46%, 环比-10%; 归母净利润 27.6 亿, 同比+79%, 环比-4%。截至 25Q1, 公司总资产 8146 亿, 较年初+7%; 归母净资产 1500 亿, 较年初+2%。年化 ROE 8.24%, 较 24 年+0.8pct; 杠杆倍数显著提升, 达到 4.23 倍。自营/经纪/资管/信用/其他/投行业务占主营收入比重分别为 33%/29%/24%/8%/5%/2%, 同比分别为+9/+0/-10/-2/+3/-1 pct。

□ 收费类业务: 权益转暖、经纪资管如期修复, 投行稳健向好。

(1) 经纪同比高增。25Q1 经纪收入 20.4 亿, 同比+50%, 环比-23%。考虑到日均股基成交额 17465 亿, 同比+71%, 环比-16%, 预计费率下滑拖累收入表现。

(2) 权益转暖、资管收入修复, 指数产品发展、费率显著走低。25Q1 资管收入 16.9 亿, 同比+5%, 环比-6%。权益景气同比走高带动旗下公募净值修复, 易方达、广发基金非货规模分别为 1.32 万亿、7811 亿, 同比分别为+23%、+19%; 产品结构上, 持续向指数化产品倾斜, 截至 25Q1, 易方达基金非货 ETF 6039 亿, 同比+66%, 占非货比重 46%, 同比+12pct; 广发基金非货 ETF 1650 亿, 同比+59%, 占非货比重 21%, 同比+5pct。

(3) 投行稳健。25Q1 投行收入 1.5 亿, 同比+4%, 环比-38%。以发行日计, 25Q1 公司 IPO 募集资金 4.59 亿, 市占率 2.77%, 行业排名 13; 再融资 1.7 亿, 市占率 0.18%, 行业排名第 28; 债承金额 686 亿, 市占率 2.10%, 行业排名升至第 13。

□ 资金类业务: 低基数下, 自营、信用同比高增。

(1) 低基数影响, 自营高增。25Q1 自营收入 23.3 亿, 同比+106%, 环比+28%。截至 25Q1, 公司交易性金融资产 2973 亿, 较年初+22%; 债券投资 0.72 亿, 较年初+100%; OCI 账户规模 1377 亿, 较年初+9%; 衍生金融工具 37.5 亿, 较年初-3%。结合自营固收类和权益类占净资产比重看, 预计公司 25Q1 低位加仓债券和红利资产。

(2) 风偏向好、基数加持, 利息净收入同比高增。25Q1 利息净收入 5.3 亿, 同比+21%, 环比-45%; 利息收入同比-7%, 环比-14%; 利息支出同比-11%, 环比-2%。截至 25Q1, 公司融出资金 1113 亿, 同比+2%, 市占率 5.8%, 较年初小幅下滑; 买入返售金融资产 202 亿, 较年初-1.6%。综合考虑, 预计风偏向好信用规模扩张, 往年低基数加持, 实现利息净收入同比增长; 环比下滑幅度较大, 或由于业务竞争白热化、利率震荡挤压利差空间。资产质量持

强烈推荐 (维持)

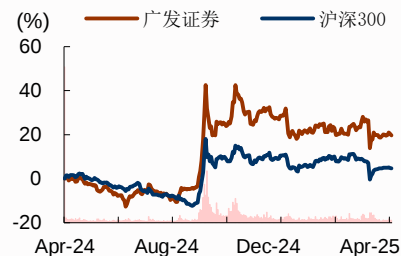
总量研究/非银行金融
目标估值: 19.30 元
当前股价: 15.33 元

基础数据

总股本 (百万股)	7606
已上市流通股 (百万股)	5904
总市值 (十亿元)	116.6
流通市值 (十亿元)	90.5
每股净资产 (MRQ)	19.7
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	80.9%
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	16.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-4	23
相对表现	-1	1	18



相关报告

- 1、《广发证券 (000776) —收费类业务优异, 总体略好于预期》2025-03-30
- 2、《广发证券 (000776) —或为当前最具投资价值的券商标的》2025-02-21
- 3、《广发证券 (000776) —资管变中求进, 自营表现突出》2024-11-01

郑积沙 S1090516020001

zhengjisha@cmschina.com.cn

许诗蕾 研究助理

xushilei@cmschina.com.cn

续向好，25Q1 公司转回信用减值损失 0.21 亿。

□ **公司增资香港子公司，深化国际业务布局。**继 2024 年广发控股（香港）对惠理集团 20.04%的股权收购完成交割、2024 年 5 月和 7 月先后向广发控股（香港）增资 15 亿港元、11 亿港元，公司于 2025 年 1 月再度对广发控股（香港）增资 21.37 亿港元，增资后广发香港（控股）的实缴资本增加至 103.37 亿港元、资本实力的增强或有助于广发打开海外业务的发展空间。

□ **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。**展望后市**，资本市场仍处于监管呵护的大周期内，伴随新一轮科技投资浪潮兴起，中国资产价值迎来重估，券商并购重组“下半场”开启在即，市场风偏持续向好，流动性充裕、赚钱效应充足，券商业绩、估值均有望改善。对比头部同业，目前广发证券 PB 估值较低，与公司潜在的业绩改善空间不匹配，整体安全边际较高。我们预计 25/26/27 年广发证券归母净利润分别为 108/133/153 亿，同比+12%/+23%/+15%。维持公司目标价 19.3 元，空间约为 26%，维持强烈推荐评级。

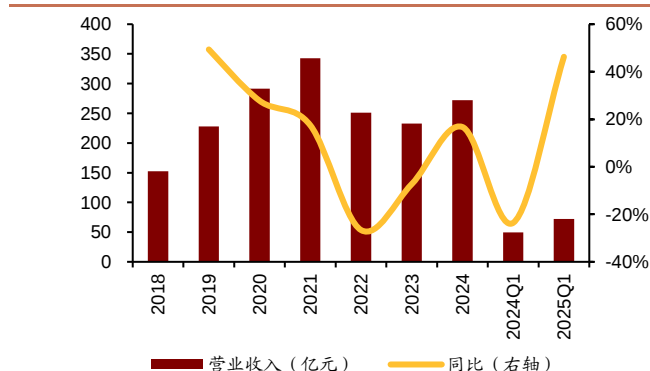
□ **风险提示：政策力度不及预期、市场波动加剧、公司市占率提升不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	23300	27199	32348	37603	42741
同比增长	-7.3%	16.7%	18.9%	16.2%	13.7%
营业利润(百万元)	8795	11468	13103	16131	18574
同比增长	-15.8%	30.4%	14.3%	23.1%	15.1%
归母净利润(百万元)	6978	9637	10836	13307	15344
同比增长	-12.0%	38.1%	12.4%	22.8%	15.3%
每股收益(元)	0.83	1.26	1.42	1.75	2.02
PE	18.5	12.1	10.8	8.8	7.6
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

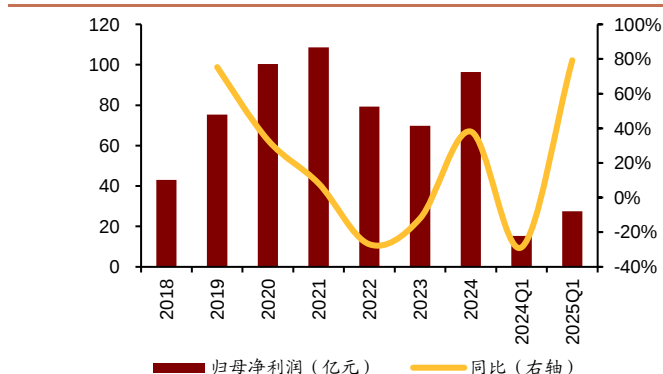
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：广发证券营业收入



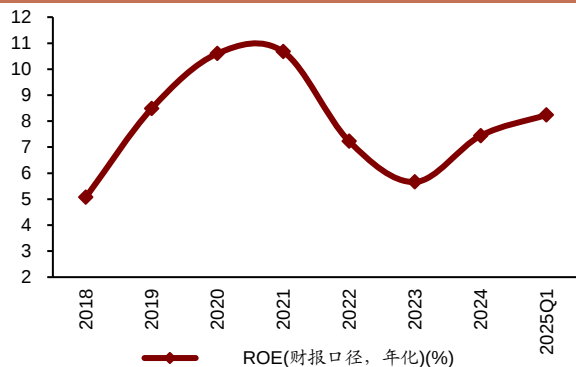
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：广发证券归母净利润



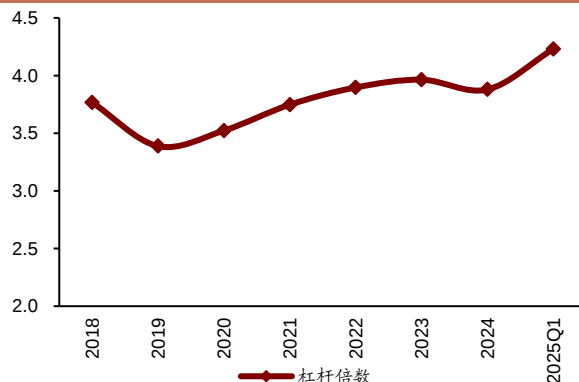
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：广发证券年化 ROE



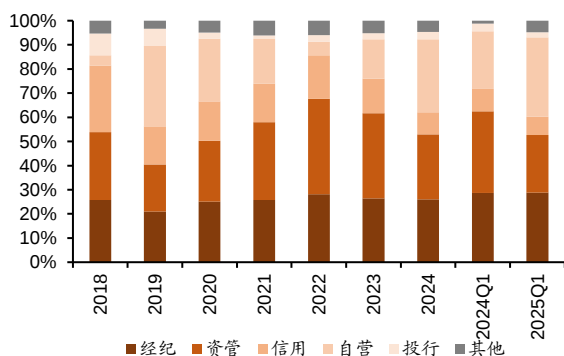
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：广发证券杠杆倍数



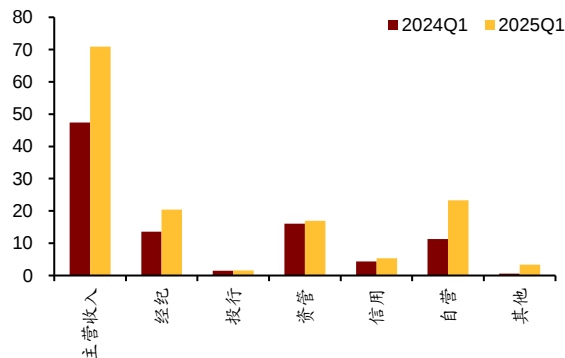
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：广发证券营收结构



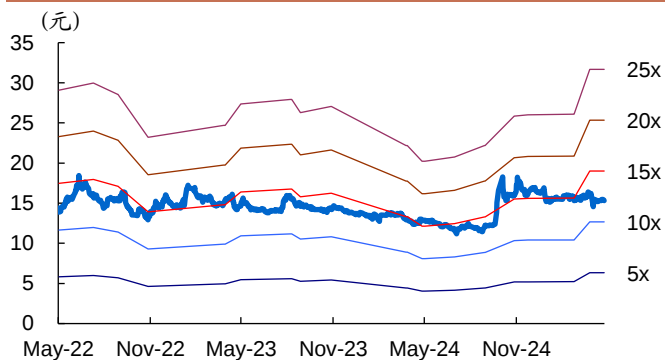
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：广发证券主营业务收入及分部收入同期对比（亿元）



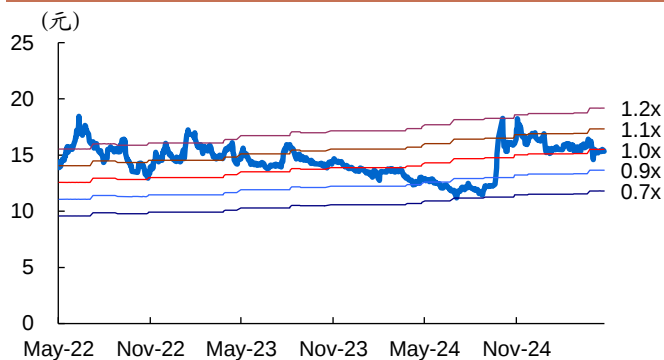
资料来源：公司公告、招商证券；注：主营业务收入为调整后结果。

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,132	23,300	27,199	32,348	37,603	42,741
手续费及佣金净收入	16,363	14,512	14,710	17,702	19,897	21,899
代理买卖证券业务净收入	6,387	5,810	6,650	8,280	9,251	10,016
证券承销业务净收入	610	566	778	971	1,309	1,571
受托客户资产管理业务净收入	8,939	7,728	6,885	8,006	8,857	9,793
利息净收入	4,101	3,136	2,348	2,547	2,800	2,888
投资净收益	4,383	5,301	8,577	9,783	11,734	13,704
其中: 对联营企业和合营企业的投资	935	723	789	900	1,079	1,260
公允价值变动净收益	-2,183	-1,011	-35	99	247	289
汇兑净收益	-47	-10	69	69	69	69
其他收益	1,433	982	682	751	788	828
其他业务收入	1,082	388	842	1,398	2,067	3,066
资产处置收益	0	1	4	3	3	2
营业支出	14,684	14,505	15,731	19,245	21,472	24,168
税金及附加	175	166	181	215	250	284
管理费用	13,809	13,885	14,792	17,489	19,008	20,661
资产减值损失	12	4	5	9	8	10
信用减值损失	-372	95	-65	162	188	214
其他业务成本	1,060	355	819	1,370	2,017	2,999
营业利润	10,448	8,795	11,468	13,103	16,131	18,574
加: 营业外收入	3	1	415	494	574	652
减: 营业外支出	63	52	31	36	42	48
其中: 非流动资产处置净损失						
利润总额	10,388	8,744	11,852	13,560	16,662	19,177
减: 所得税	1,490	882	1,307	1,496	1,838	2,116
加: 未确认的投资损失						
净利润	8,898	7,863	10,545	12,064	14,824	17,062
减: 少数股东损益	969	885	908	1,228	1,517	1,718
归属于母公司所有者的净利润	7,929	6,978	9,637	10,836	13,307	15,344
加: 其他综合收益	-310	602	2,496	4,357	5,918	6,819
综合收益总额	8,588	8,465	13,040	16,421	20,742	23,881
减: 归属于少数股东的综合收益总额	983	888	910	1,595	2,003	2,199
归属于母公司普通股股东综合收益总额	7,605	7,577	12,130	14,826	18,739	21,681
每股收益:						
基本每股收益 (元)	1.02	0.83	1.15	1.42	1.75	2.02
稀释每股收益 (元)	1.02	0.83	1.15	1.42	1.75	2.02

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2：资产负债表（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产：						
货币资金	129,176	118,815	169,396	230,681	252,208	267,941
其中：客户资金存款	107,607	94,839	139,368	184,545	203,393	216,081
结算备付金	27,680	34,510	35,188	51,499	56,883	61,781
其中：客户备付金	23,398	29,648	25,585	36,049	39,249	42,629
拆出资金						
融出资金	82,823	91,108	108,940	109,048	112,431	116,519
金融投资	302,820	361,196	369,512	418,333	472,135	537,014
其中：交易性金融资产	157,801	216,074	242,824	287,253	333,584	389,378
债权投资	354	130	36	36	37	38
其它债权投资	143,938	139,295	104,334	105,378	106,431	107,496
其他权益工具投资	728	5,697	22,318	25,665	32,082	40,102
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	2,642	5,034	3,879	7,181	8,340	9,734
买入返售金融资产	18,940	19,721	20,565	36,909	40,353	42,870
持有待售资产						
应收款项	13,772	11,149	8,659	6,470	7,521	8,548
合同资产						
应收利息						
存出保证金	20,342	21,253	22,682	32,065	38,461	36,959
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	8,744	9,225	11,007	12,658	14,557	16,740
固定资产	2,833	2,847	2,860	2,860	2,860	2,860
在建工程	246	246	251	264	277	291
无形资产	1,546	1,597	1,550	1,675	1,758	1,846
其中：交易席位费						
商誉	2	2	2	2	2	2
递延所得税资产	2,583	2,562	1,856	2,847	3,783	4,251
投资性房地产	187	199	243	262	276	289
使用权资产	765	948	964	964	964	964
其他资产	2,152	1,768	1,190	1,190	1,190	1,190
资产总计	617,256	682,182	758,745	946,845	1,060,923	1,183,911
负债：						
短期借款	4,492	6,838	4,324	5,218	4,771	4,995
其中：质押借款						
应付短期融资款	37,308	45,363	71,984	100,777	141,088	197,523
拆入资金	19,071	22,653	14,606	18,988	22,026	25,550
交易性金融负债	11,985	17,609	9,367	16,861	21,919	28,495
衍生金融负债	2,098	4,701	6,758	8,430	10,959	14,247
卖出回购金融资产款	125,058	153,749	171,314	242,215	264,818	281,338
代理买卖证券款	137,585	132,011	175,340	233,601	257,460	273,520
代理承销证券款	149	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	10,147	9,496	10,406	12,592	13,306	14,463
长期应付职工薪酬						
应交税费	900	556	796	1,017	1,250	1,438
应付款项	21,809	37,138	31,538	33,115	34,771	36,510
应付利息						
合同负债	440	116	123	123	123	123

持有待售负债						
代理业务负债						
长期借款	65	0	0	0	0	0
应付债券	115,887	103,580	103,291	103,291	103,291	103,291
递延所得税负债	574	449	149	171	210	242
预计负债	440	447	34	34	34	34
租赁负债	789	970	1,000	1,000	1,000	1,000
其他负债	4,012	5,830	4,631	5,557	6,668	8,002
负债合计	492,463	541,506	605,660	782,990	883,694	990,769
所有者权益(或股东权益):						
股本	7,621	7,621	7,621	7,606	7,606	7,606
其它权益工具	10,990	22,479	26,600	26,600	26,600	26,600
其中: 优先股						
永续债	10,990	22,479	26,600	26,600	26,600	26,600
资本公积金	31,286	31,297	31,274	31,274	31,274	31,274
减: 库存股	234	234	234	218	218	218
其它综合收益	735	1,339	3,527	7,517	12,949	19,286
盈余公积金	8,733	9,431	10,381	11,587	13,070	14,776
未分配利润	39,266	40,149	42,435	45,308	48,382	52,329
一般风险准备	21,748	23,636	25,998	28,410	31,375	34,788
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	120,146	135,718	147,602	158,085	171,038	186,441
少数股东权益	4,647	4,958	5,483	5,770	6,192	6,701
所有者权益合计	124,793	140,676	153,085	163,855	177,230	193,142
负债及股东权益总计	617,256	682,182	758,745	946,845	1,060,923	1,183,911

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。