



广发证券 (000776.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

大资管业务具备核心优势的头部券商

投资逻辑:

广发证券是领先的民企券商，25H1 总资产、营业总收入、归母净利润分别排名上市券商第 4/5/4。公司核心特色业务是资产管理，参控股易方达基金、广发基金，管理规模排名行业第 1、3。

分业务条线来看:

1) 资管业务: 资管净收入占比较高，25H1 为 24% (上市券商合计 6%)，收入排名第 2，与 2022 年持平。25H1 末，公司旗下广发基金、易方达基金管理规模排名行业第 3、1 名，净利润同比+44%/24%，二者对广发证券贡献的利润占比合计为 17%。2024 年资管净收入 69 亿元，预计 25-27 年收入 76/85/95 亿元，同比增长 10%/12%/12%。

2) 经纪业务: 25H1 经纪业务收入排名第 3，较 2022 年的第 5 有所提升。公司传统代理买卖证券业务市占率约 4%，代销金融产品收入及代销公募基金保有规模排名第 5，财富管理转型领先主要得益于庞大的投顾团队 (2024 年 4601 人，母公司口径排名第一)、金融科技赋能。2024 年经纪业务净收入 67 亿元，25 年交投活跃，预计 25-27 年收入 85/86/92 亿元，同比增长 27%/1%/7%。

3) 信用业务: 25H1 利息净收入排名第 6 (2022 年第 5)，公司两融市占率逐年提升，25H1 为 5.6%。2024 年利息净收入 23 亿元，预计 25-27 年收入为 27/31/33 亿元，同比增长 16%/12%/9%。

4) 投行业务: 公司投行业务因康美药业事件在 2020-2021 年受到监管处罚，投行收入及占比跌至低谷。业务资格恢复后，公司股、债承销规模及市占率均处于攀升期，25H1 市占率提升至 2% 以上，投行净收入排名第 15，较 2022 年的 22 名显著提升。2024 年公司投行收入 7.8 亿元，2025 年一级市场募资 25-27 年公司投行收入 8.6/10.1/11.9 亿元，同比增长 11%/18%/17%。

5) 投资业务: 25H1 投资净收入排名第 8，较 2022 年提高 4 名。公司金融资产规模自 2014 年的 615 亿元增长至 25H1 的 4,183 亿元，2023、2024 年显著增配其他权益工具投资。2024 年公司投资净收入 78 亿元，预计未来金融资产规模稳步增长，25-27 年收入为 104/117/131 亿元，同比增长 34%/12%/12%。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年广发证券实现营收 319/348/384 亿元，同比增速 17%/9%/10%，归母净利润 128/142/158 亿元，同比增速 33%/11%/11%，BPS 为 17.29/18.75/20.36 元。公司资管业务优势显著，增资香港子公司拓展国际业务，给予公司 2025 年 1.6 倍 PB，对应目标价 27.66 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济大幅下行；权益市场大幅下行；投行业务修复不及预期。

国金证券研究所

分析师: 舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师: 洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师: 方丽 (执业 S1130525080007)

fangli@gjzq.com.cn

分析师: 夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 24.05 元

目标价 (人民币): 27.66 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	23,300	27,199	31,913	34,774	38,403
营业收入增长率	-7%	17%	17%	9%	10%
归母净利润(百万元)	6,978	9,637	12,779	14,206	15,763
归母净利润增长率	-12%	38%	33%	11%	11%
每股净资产(元)	14.86	15.88	17.29	18.75	20.36
ROE(归属母公司)	5.66%	7.44%	8.94%	9.26%	9.56%
P/B	1.62	1.51	1.39	1.28	1.18

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：头部民营券商，轻资产业务亮眼.....	4
1.1 公司概况：头部民营券商，综合排名稳居前十	4
1.2 业绩概况：利润排名领先，轻资产业务占比高	4
二、业务拆解：资管业务具备核心优势.....	6
2.1 大资管业务质量优秀、对业绩贡献较高	6
2.2 代销规模排名领先，积极转型财富管理	8
2.3 信用业务风险可控，两融市占率提升	11
2.4 投行业务处于恢复期，2024 年逆势增长.....	12
2.5 投资业务重视去方向化，增配权益 OCI	13
三、盈利预测与投资建议.....	14
3.1 盈利预测	14
3.2 投资建议及估值	15
四、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司发展历程	4
图表 2： 公司十大股东（25H1 末）	4
图表 3： 公司收入结构	5
图表 4： 公司分部收入结构	5
图表 5： 公司主要业务条线收入排名（上市券商中排名）	5
图表 6： 公司营业总收入及同比增速	5
图表 7： 公司归母净利润及同比增速	5
图表 8： 25H1 头部券商营收、净利润对比.....	5
图表 9： 公司资管业务净收入及占比	6
图表 10： 持牌公募机构管理规模排名（截至 25H1 末）	6
图表 11： 广发基金管理规模变动	7
图表 12： 广发基金净利润变化	7
图表 13： 易方达基金管理规模变动	7
图表 14： 易方达基金净利润变化	7
图表 15： 基金公司 ETF 管理规模排名	8
图表 16： 公司券商资管规模	8
图表 17： 公司券商资管结构	8
图表 18： 公司财富管理板块收入及占比	9



图表 19: 公司营业部数量	9
图表 20: 2024 年广发证券 APP 月活及排名 (万人)	9
图表 21: 公司代理买卖证券业务佣金率	9
图表 22: 公司代理买卖证券业务市占率	9
图表 23: 行业日均股基成交额变化	10
图表 24: 公司代销金融产品规模及同比增速	10
图表 25: 公司代销金融产品收入及占经纪业务收入比重	10
图表 26: 头部券商代销基金保有规模数据 (25H1, 亿元)	10
图表 27: 公司投顾人员排名第一 (2024, 母公司口径)	11
图表 28: 公司两融余额及市占率	11
图表 29: 公司两融平均利率	11
图表 30: 公司股票质押回购余额	12
图表 31: 公司股票质押回购平均履约保障比例	12
图表 32: 公司股权承销规模及市占率	12
图表 33: 公司债权承销规模及市占率	12
图表 34: 公司投行业务净收入及同比增速	13
图表 35: 公司投资净收入及同比增速	13
图表 36: 公司金融资产规模及同比增速	14
图表 37: 公司金融资产结构	14
图表 38: 公司其他权益工具投资规模变动 (亿元)	14
图表 39: 公司自营权益类及非权益类占比	14
图表 40: 公司营业收入主要项目预测 (百万元)	14
图表 41: 公司主要业务核心假设	15
图表 42: 可比公司估值表	16

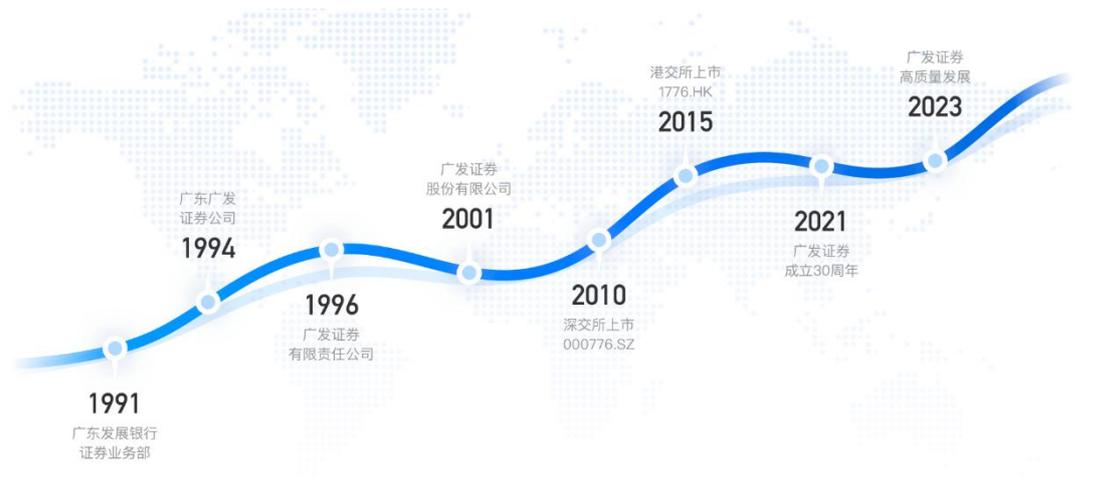


一、公司概况：头部民营券商，轻资产业务亮眼

1.1 公司概况：头部民营券商，综合排名稳居前十

公司前身为广东发展银行证券业务部，1994年正式改制为广发证券公司。公司于2010年和2015年在深交所及港交所主板上市。30多年来，公司坚持深耕广东、布局全国、拓展海外，全业务链布局完备，各项业务均衡发展，主要经营指标始终稳居行业前列。2025年1月8日，公司发布公告称已向子公司广发控股（香港）有限公司增资21.37亿港元，有助于国际业务发展。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

吉林敖东、辽宁成大、中山公用二十六年来一直位居前三大股东。截至25H1末，吉林敖东及其一致行动人、辽宁成大及其一致行动人、中山公用及其一致行动人合计持有公司A股和H股占公司总股本的比例分别为20.11%、17.97%、10.57%，股权结构长期稳定。

图表2：公司十大股东（25H1末）

排名	股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例
1	香港中央结算(代理人)有限公司	17.00	22.36%
2	吉林敖东药业集团股份有限公司	12.53	16.47%
3	辽宁成大股份有限公司	12.50	16.44%
4	中山公用事业集团股份有限公司	6.87	9.03%
5	中国证券金融股份有限公司	2.28	3.00%
6	香港中央结算有限公司	2.24	2.95%
7	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	0.53	0.69%
8	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.46	0.60%
9	易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	0.37	0.49%
10	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.35	0.46%

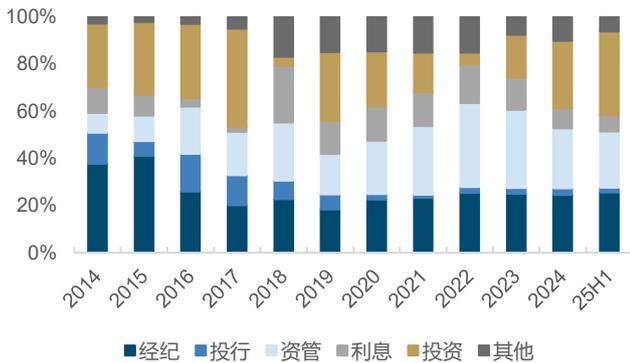
来源：wind，国金证券研究所

1.2 业绩概况：利润排名领先，轻资产业务占比高

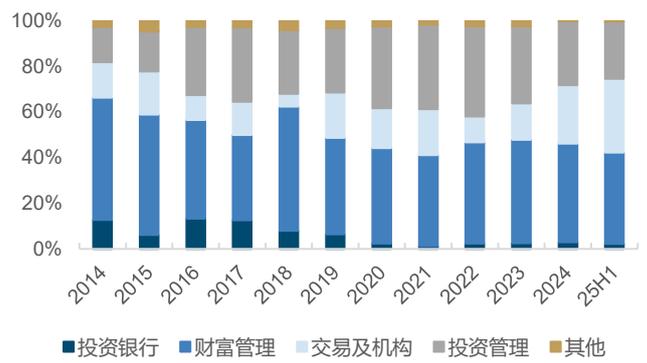
从利润表口径来看，公司收入结构相对均衡，经纪业务与资管业务收入占比较高，二者合计约50%-60%。投行收入占比在被监管处罚后降至低点，目前处于小幅提升状态。从利润表各项收入排名来看，公司资管业务稳定排名第二，超过其他业务排名，投行业务排名在2020年骤降主要是因为受到监管处罚，近两年已经有所恢复。从分部业务收入口径来看，财富管理与投资管理部门（以轻资产收入为主）收入合计约60%-80%，公司轻资产业务优势突出，在市场活跃度较高的情况下受益程度高于同业。



图表3: 公司收入结构



图表4: 公司分部收入结构



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 25 年中报会计政策变更, 其他业务收入、
投资收入口径与以往不完全一致。

来源: 公司财报, 国金证券研究所

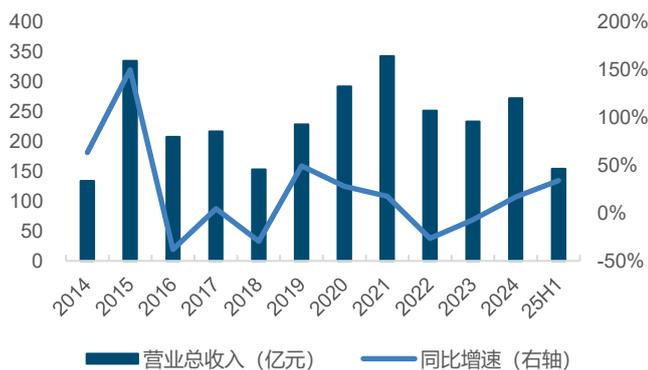
图表5: 公司主要业务条线收入排名 (上市券商中排名)

业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
经纪	5	5	4	5	4	3	3
投行	8	23	31	22	21	13	15
资管	2	2	2	2	2	2	2
利息	5	3	5	5	4	4	6
投资	6	7	11	12	10	9	8

来源: wind, 国金证券研究所

公司营收从 2014 年的 134 亿元增长至 2024 年的 272 亿元; 归母净利润从 2014 年的 50 亿元增长至 2024 年的 96 亿, 复合增速 7%, 但利润受资本市场变化影响具有波动性, 2015 年为高点。25H1 市场成交额维持高位、赚钱效应同比好转, 公司归母净利润同比增长 48%, ROE (末年化值) 同比提高 1.44pct。25Q2 实现归母净利润 37.13 亿元, 同比增长 31%, 环比增长 35%, 业绩增长强劲。

图表6: 公司营业总收入及同比增速



图表7: 公司归母净利润及同比增速



来源: 公司财报, wind, 国金证券研究所

来源: 公司财报, wind, 国金证券研究所

图表8: 25H1 头部券商营收、净利润对比

股票代码	公司名称	营业总收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)
601211.SH	国泰海通	238.72	157.37
600030.SH	中信证券	330.39	137.19
601688.SH	华泰证券	162.19	75.49
601881.SH	中国银河	137.47	64.88
000776.SZ	广发证券	153.98	64.70



股票代码	公司名称	营业总收入（亿元）	归母净利润（亿元）
002736.SZ	国信证券	110.75	53.67
600999.SH	招商证券	105.20	51.86
601066.SH	中信建投	107.40	45.09
601995.SH	中金公司	128.28	43.30
000166.SZ	申万宏源	116.95	42.84

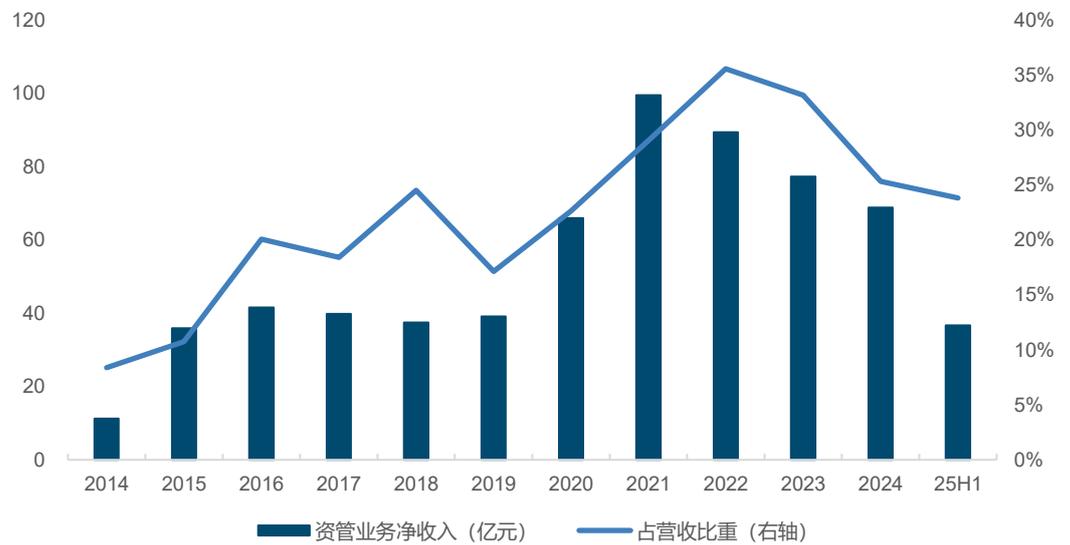
来源：wind，国金证券研究所

二、业务拆解：资管业务具备核心优势

2.1 大资管业务质量优秀、对业绩贡献较高

公司投资管理业务板块通过提供资产管理、公募基金管理和私募基金管理服务赚取管理费、顾问费以及业绩报酬，大资管体系完备。相较于可比公司，公司资管业务净收入占比较高，25H1 为 24%，收入排名上市券商第 2。

图表9：公司资管业务净收入及占比



来源：公司财报，国金证券研究所

(1) 公募双子星

广发证券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。截至 25H1 末，公司持有广发基金 54.53% 的股权；持有易方达基金 22.65% 的股权，是其三个并列第一大股东之一。截至 25H1 末，易方达基金和广发基金管理规模分别为 21,645、15,095 亿元，排名行业第 1、3 位，公募双子星品牌效应显著。

图表10：持牌公募机构管理规模排名（截至 25H1 末）

规模排名	公司全称	全部基金规模 (亿元)	非货币基金规模 (亿元)	股票+混合基金 规模 (亿元)
1	易方达基金管理有限公司	21,645	15,230	9,297
2	华夏基金管理有限公司	21,004	13,258	8,556
3	广发基金管理有限公司	15,095	8,946	3,774
4	南方基金管理股份有限公司	13,847	7,427	4,214
5	天弘基金管理有限公司	12,897	4,356	1,596
6	富国基金管理有限公司	11,946	7,657	3,650
7	嘉实基金管理有限公司	11,344	7,613	4,263
8	博时基金管理有限公司	11,320	6,730	1,322

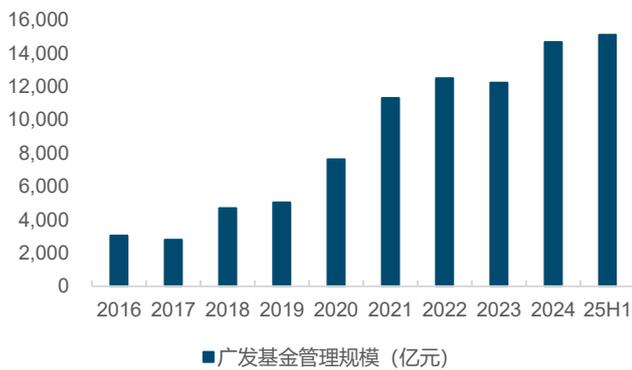


规模排名	公司全称	全部基金规模 (亿元)	非货币基金规模 (亿元)	股票+混合基金 规模(亿元)
9	汇添富基金管理股份有限公司	10,035	5,576	2,651
10	鹏华基金管理有限公司	9,500	4,843	1,738

来源: wind, 国金证券研究所

广发基金管理规模从2016年的3,048亿元增长至25H1末的15,095亿元,总规模排名从2016年的11名提升至25H1末的第3名。25H1末,广发基金管理规模中非货币型基金占比59%、股票型基金占比13%、混合型基金占比12%。广发基金净利润从2016年的7.8亿元增长至2024年的20.0亿元,复合增速13%。2023年7月公募基金费率改革正式启动,主动权益产品管理费率下调,广发基金净利润受费率影响下降,易方达基金亦是。

图表11: 广发基金管理规模变动



图表12: 广发基金净利润变化



来源: wind, 国金证券研究所

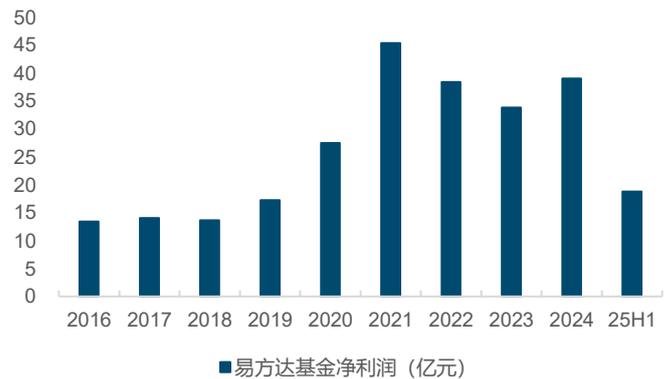
来源: wind, 国金证券研究所

易方达基金管理规模常年排名行业第一,管理规模从2016年的4,293亿元增长至25H1末的21,645亿元。25H1末,易方达管理规模中非货币型基金占比70%、股票型基金占比33%、混合型基金占比10%。公司净利润从2016年的13.4亿元增长至2024年的39.0亿元。25H1净利润继续领跑,排名行业第1位。

图表13: 易方达基金管理规模变动



图表14: 易方达基金净利润变化



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

2025年5月,公募基金高质量发展方案利好指数基金进一步扩容。方案提及“大力发展各类场内指数基金,持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金”、“实施股票交易型开放式指数基金(英文简称ETF)快速注册机制”。未来基金产品的被动化发展是大势所趋,被动型基金中70%以上是ETF产品,在ETF方面布局深入的公司有望受益。截至25H1末,易方达基金的ETF管理规模6,662亿元,排名行业第2,公司有望借助ETF发展大趋势巩固头部基金公司的地位。



图表15: 基金公司ETF管理规模排名

排名	基金公司	ETF管理规模(亿元)	股票型ETF管理规模(亿元)
1	华夏基金	7,514	6,243
2	易方达基金	6,662	5,416
3	华泰柏瑞基金	4,995	4,606
4	南方基金	2,872	2,544
5	嘉实基金	2,641	2,504
6	广发基金	1,897	1,157
7	富国基金	1,820	721
8	国泰基金	1,760	1,232
9	华宝基金	1,667	832
10	博时基金	1,627	367

来源: wind, 国金证券研究所

从利润贡献来看, 25H1 易方达基金、广发基金净利润分别为 19、12 亿元, 同比增长 24%、44%, 二者对广发证券贡献的利润占比合计为 17%。25H1 易方达基金、广发基金的 ROE 约 20%, 远高于广发证券的 10%, 两家基金公司对广发证券的收入利润贡献越大, 越有利于广发证券 ROE 的提升。

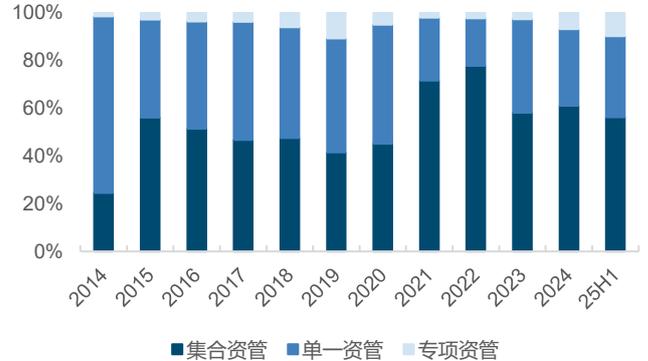
(2) 券商资管

受资管新规影响, 2017 年起公司资管规模持续下降, 2021 年因市场赚钱效应较强规模提升。在持续压降通道业务、积极转型主动管理后, 2023 年公司资管规模展现企稳回升态势。结构方面, 25H1 末集合、单一、专项资管规模分别占比 56%/34%/10%。

图表16: 公司券商资管规模



图表17: 公司券商资管结构



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 25H1 增速为较年初增速。

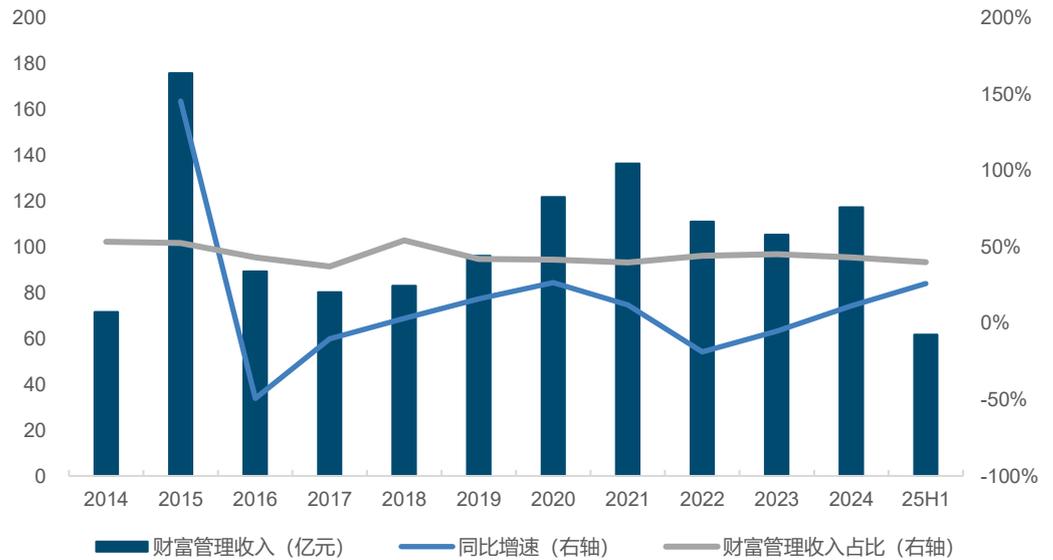
来源: 公司财报, 国金证券研究所

2.2 代销规模排名领先, 积极转型财富管理

公司财富管理业务板块主要包括财富管理及经纪业务、期货经纪业务、融资融券业务、回购交易业务及融资租赁业务, 其中财富管理及经纪业务是板块核心业务。25H1, 财富管理业务板块收入占比为 40%, 是四大板块中贡献最高的板块。考虑到融资融券、股票质押回购交易业务对应到利润表中的利息收入, 我们将这两块业务放在信用业务中分析。



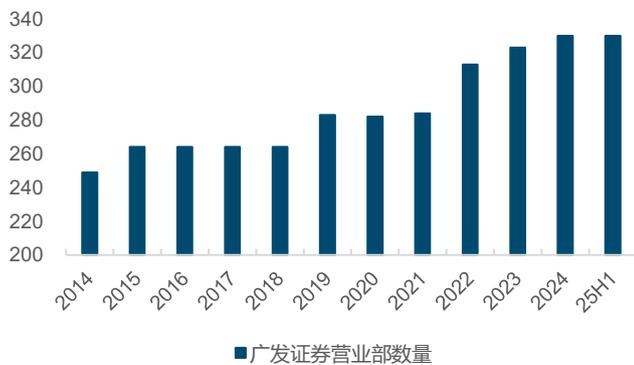
图表18: 公司财富管理板块收入及占比



来源: 公司财报, 国金证券研究所

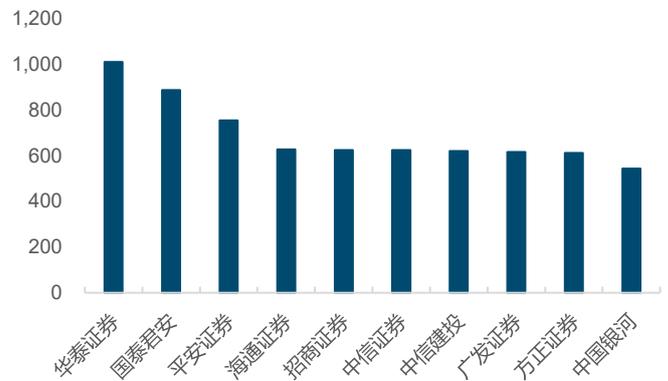
公司经纪业务注重线上线下并举, 做好客户拓展服务和标准化运营。25H1 末, 公司营业部 330 家, 2024 年广发证券易淘金 APP 月活为 614 万, 排名证券类 APP 第 8 位。代理买卖证券业务市占率十年来平均水平约 4%, 波动并不显著, 主要是因为公司没有激进参与佣金价格战。

图表19: 公司营业部数量



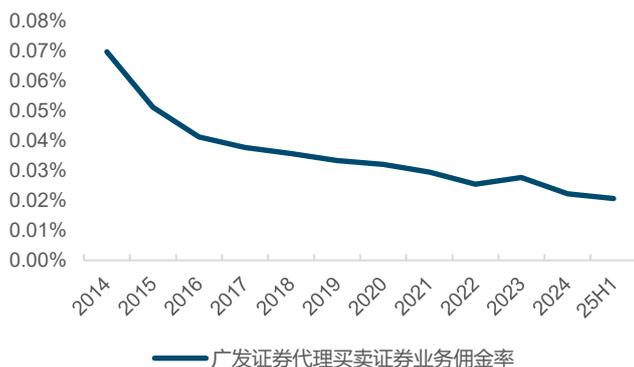
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表20: 2024 年广发证券 APP 月活及排名 (万人)



来源: 证券时报网, 国金证券研究所

图表21: 公司代理买卖证券业务佣金率



图表22: 公司代理买卖证券业务市占率

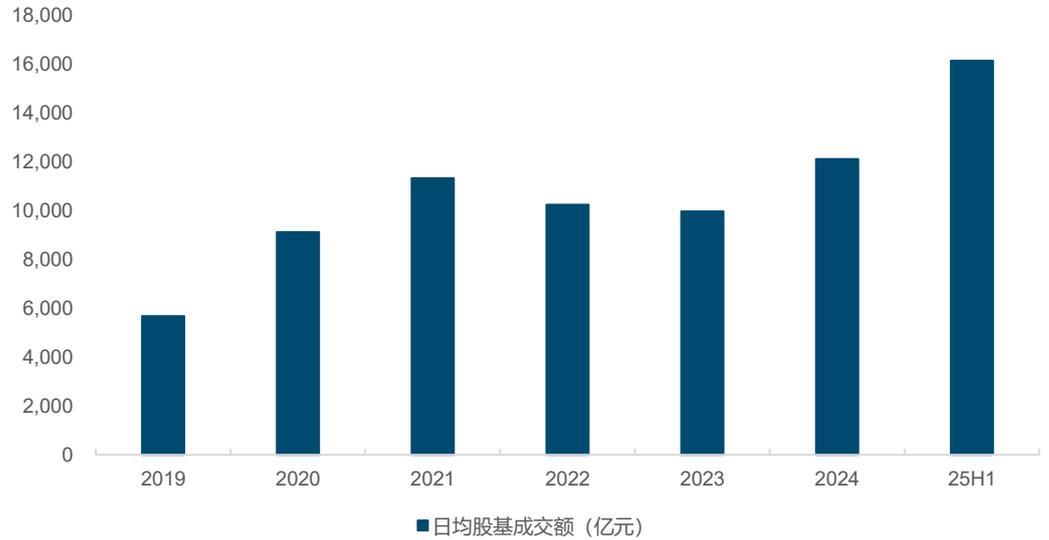




来源：公司财报，国金证券研究所 注：佣金率是根据公司披露的相关收入、成交额数据计算所得，而非公司直接披露。

2021年后，行业日均股基成交额下行，券商业绩承压。2024年“924”后，市场活跃度大幅提高，25H1日均股基成交额提升至1.6万亿元，经纪业务显著受益。

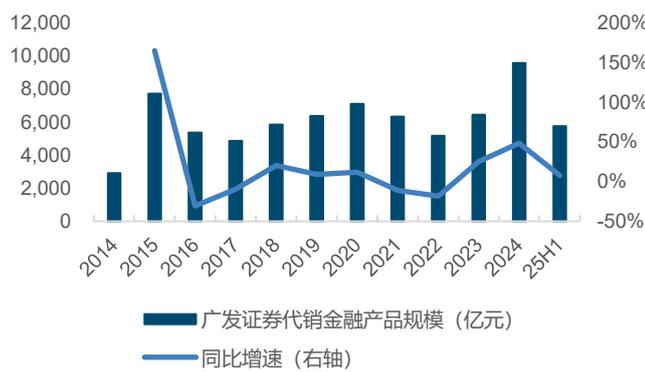
图表23：行业日均股基成交额变化



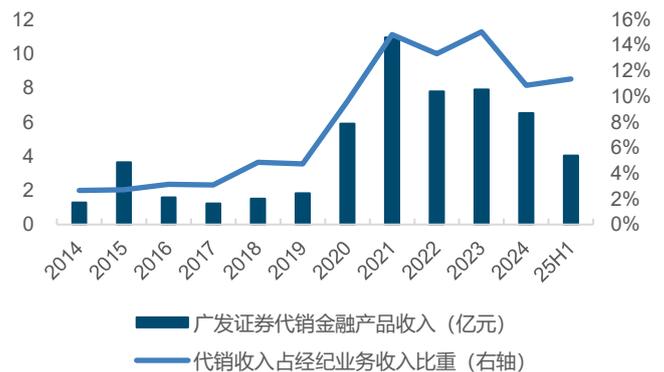
来源：wind，国金证券研究所

在财富管理转型的进程中，代销金融产品的规模及保有规模是初期的考察指标。25H1，公司代销金融产品规模为5,734亿元，同比增长8%；公司代销金融产品保有规模超过3,000亿元，较年初增长约14%。根据基金业协会披露的公募基金代销保有规模数据，25H1广发证券代销权益基金保有规模在券商中排名第5位。25H1广发证券代销金融产品收入4.0亿元，在上市券商中排名第5位，代销金融产品能力较强，得益于丰富的产品体系、庞大的投顾团队以及金融科技的助力。

图表24：公司代销金融产品规模及同比增速



图表25：公司代销金融产品收入及占经纪业务收入比重



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表26：头部券商代销基金保有规模数据（25H1，亿元）

机构名称	权益基金保有规模	非货币市场基金保有规模	股票型指数基金保有规模
中信证券股份有限公司	1421	2397	1223
华泰证券股份有限公司	1266	1752	1150
国泰海通证券股份有限公司	978	1605	757
招商证券股份有限公司	838	1148	659
广发证券股份有限公司	809	1397	509

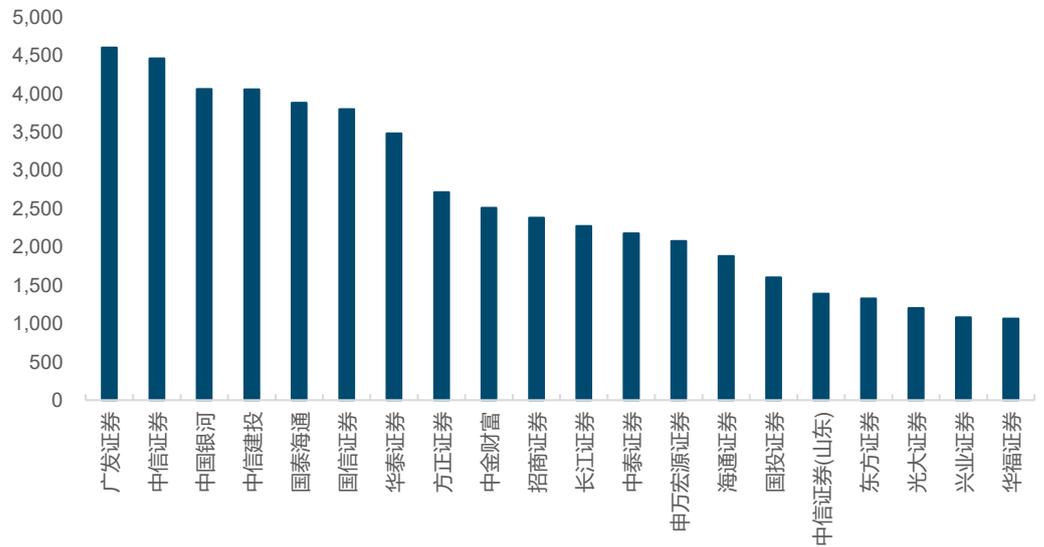


机构名称	权益基金保有规模	非货币市场基金保有规模	股票型指数基金保有规模
中信建投证券股份有限公司	773	1134	455
中国银河证券股份有限公司	742	878	563
国信证券股份有限公司	671	800	457
平安证券股份有限公司	532	796	432
东方财富证券股份有限公司	511	794	474

来源：基金业协会，国金证券研究所

随着财富管理转型的深入，买方投顾是未来发展的重点。2024年，广发证券全面升级易淘金App投顾业务，全新打造“i投顾”服务品牌，为用户提供更加体系化、专业性的线上投顾服务，丰富投顾产品。公司投顾团队庞大，截至2024年末有投顾资格的员工为4,601人（choice），母公司口径排名第一。年初以来，DeepSeek风潮席卷全球，广发证券率先接入大模型技术，应用在投顾业务当中。通过接入DeepSeek大模型并融合公司业务场景知识库，有望对投顾人员的客户服务需求实时响应，提升服务效率。

图表27：公司投顾人员排名第一（2024，母公司口径）



来源：choice，国金证券研究所

2.3 信用业务风险可控，两融市占率提升

公司两融业务市占率逐步提升，主要得益于两融利率下降吸引到了部分对利率敏感的客户以及两融服务质量的提升。风险方面，25H1末，两融业务维持担保比例为265.85%，较2024年的254.28%进一步提高。2024年“924”以来，市场活跃度提高，投资者风险偏好提升，日均两融余额显著增长，公司有望抓住机遇提高市占率。

图表28：公司两融余额及市占率



图表29：公司两融平均利率





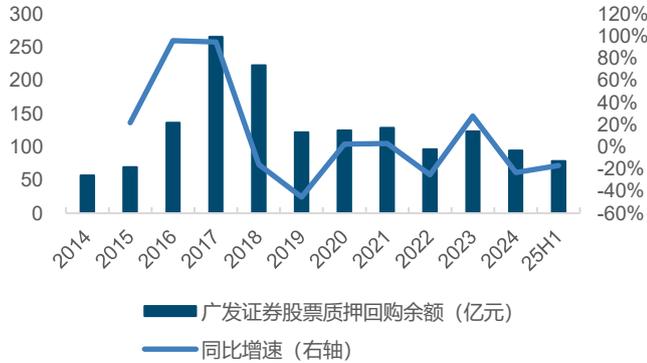
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所 注：两融利率根据相关收入、规模计算得出。

股票质押业务稳健开展，严格落实存续期管理各项举措，持续优化资产结构。25H1 末，公司股票质押回购余额为 78.74 亿元，较上年末下降 17%。25H1 末公司股票质押回购的平均履约保障比例为 292.98%，风险较低。

图表30：公司股票质押回购余额

图表31：公司股票质押回购平均履约保障比例



来源：公司财报，国金证券研究所 注：25H1 增速为较年初增速。

来源：公司财报，国金证券研究所

2.4 投行业务处于恢复期，2024 年逆势增长

公司投行业务因康美药业事件在 2020-2021 年受到监管处罚。证监会在 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 1 月 19 日期间暂停广发证券保荐机构资格，在 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 19 日期间暂不受理广发证券债券承销业务有关文件，公司投行业务收入及占比跌至低谷。业务资格恢复后，公司股权、债权承销规模及市占率均处于攀升期，25H1 市占率提升至 2% 以上，即使在 2024 年 IPO、再融资逆周期调节的时期，公司投行业务净收入也逆势增长 37%。

图表32：公司股权承销规模及市占率

图表33：公司债权承销规模及市占率

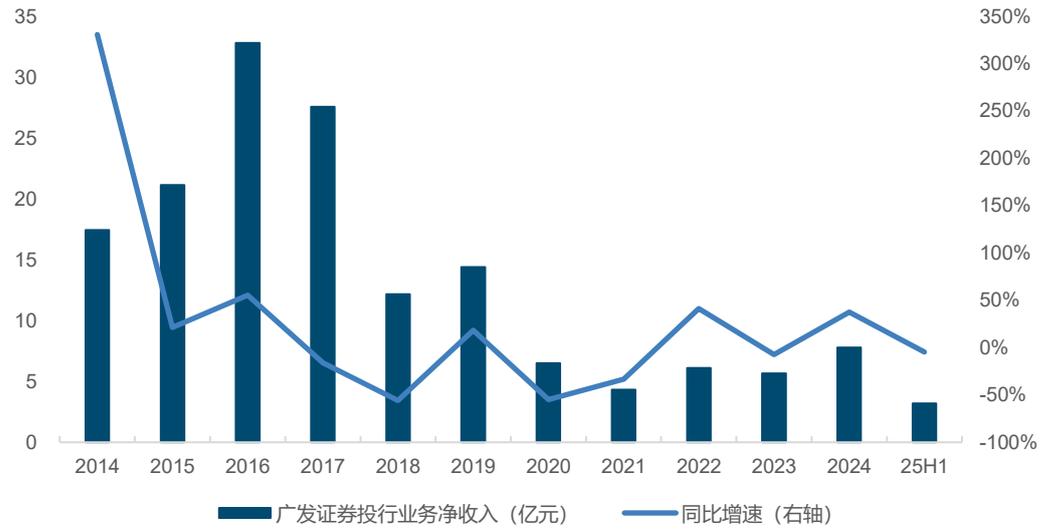


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表34：公司投行业务净收入及同比增速

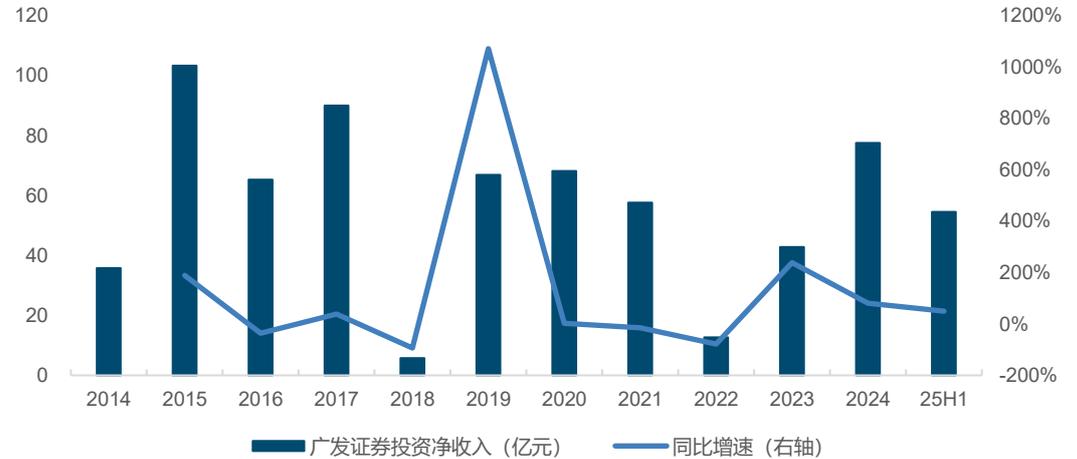


来源：公司财报，国金证券研究所

2.5 投资业务重视去方向化，增配权益 OCI

公司的交易及机构业务板块主要包括权益投资及交易业务、固定收益销售及交易业务、股权衍生品销售及交易业务、另类投资业务、投资研究业务及资产托管业务，以自营与非方向性投资产生的投资收益为主，但股市、债市、衍生品市场皆具有波动性，公司投资净收入不可避免受到影响而产生波动。

图表35：公司投资净收入及同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所 注：投资净收入=投资收益-对联营及合营企业的投资收益+公允价值变动收益

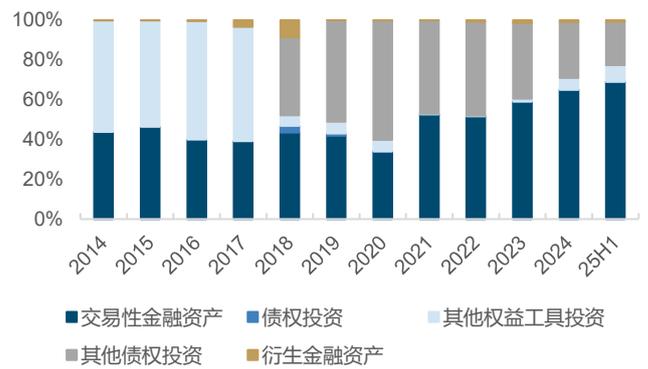
公司金融资产规模自 2014 年的 615 亿元增长至 25H1 的 4,183 亿元。其中，交易性金融资产占比最高，但 2023、2024 年广发证券显著增配其他权益工具投资，既包括为抓住红利产品机遇而配置的股票 OCI，也包括永续债。结构方面，以固收类为主，自营非权益类及其衍生品规模的占比约 90%。股票衍生品业务方面，公司作为八家场外衍生品业务一级交易商之一，立足衍生品定价和交易的专业优势，不断强化团队及系统建设，提升产品创设、策略创新及交易销售能力。25H1 末，公司通过中证机构间报价系统和柜台市场发行私募产品 51,508 只，合计规模 5,012 亿元。



图表36: 公司金融资产规模及同比增速



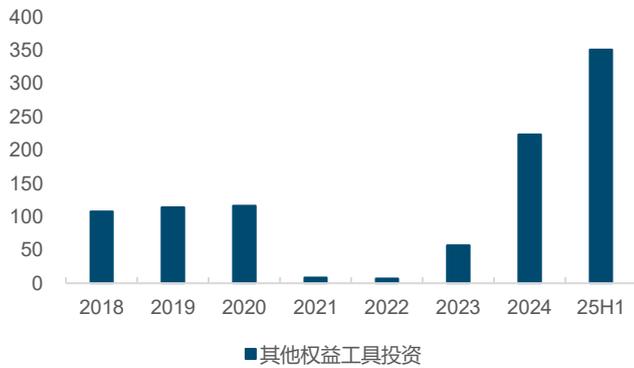
图表37: 公司金融资产结构



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 25H1 增速为较 2024 年末增速。

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表38: 公司其他权益工具投资规模变动 (亿元)



图表39: 公司自营权益类及非权益类占比



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们预计广发证券 2025-2027 年实现营业收入 319/348/384 亿元, 同比增长 17%/9%/10%, 2025 年会计政策变更 (根据财政部发布的标准仓单交易相关会计处理实施问答, 公司对于在期货交易所买卖且不涉及实物提取的标准仓单, 短期内将其出售时, 不再确认销售收入和销售成本, 而是将收取的对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益), 导致大宗商品销售收入大幅下降, 2024 年收入是未追溯调整值, 因此 2025 年同比增速并不是完全可比口径, 营业总支出中对应的大宗商品销售成本也下降, 因此对利润及增速没有影响; 归母净利润 128/142/158 亿元, 同比增长 33%/11%/11%。考虑到 24 年基数较高, 且后续资本市场表现具有不确定性, 预计未来几年增速将放缓, 主要收入项目预测如下:

图表40: 公司营业收入主要项目预测 (百万元)

项目名称	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
经纪业务手续费净收入	5,810	6,650	3,921	8,470	8,588	9,211
YoY	-9%	14%	42%	27%	1%	7%
投资银行业务手续费净收入	566	778	320	860	1,012	1,186
YoY	-7%	37%	-5%	11%	18%	17%
资产管理业务手续费净收入	7,728	6,885	3,669	7,559	8,484	9,519
YoY	-14%	-11%	8%	10%	12%	12%
其他手续费收入	408	397	289	516	568	625
YoY	-4%	-3%	62%	30%	10%	10%
利息净收入	3,136	2,348	1,059	2,718	3,050	3,317



项目名称	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
YoY	-24%	-25%	18%	16%	12%	9%
投资净收入	4,282	7,754	5,451	10,421	11,678	13,125
YoY	239%	81%	49%	34%	12%	12%
资产处置收益	1	4	-2	1	1	1
YoY	1207%	215%	-492%	-75%	0%	0%
其他业务收入	1,360	1,593	192	500	525	551
YoY	-45%	17%	-57%	-69%	5%	5%
营业总收入	23,300	27,199	15,398	31,913	34,774	38,403
YoY	-7%	17%	31%	17%	9%	10%

来源: wind, 公司财报, 国金证券研究所 注: 收入单位为百万元; 投资净收入口径为财报中的投资收益-对联营及合营企业的投资+公允价值变动损益。其他业务收入大幅下降主要是因为会计政策变更导致其中的大宗商品销售收入统计口径变化、收入数据变化。

(1) 经纪业务: 资本市场活跃度较高, 预计市场成交额继续提升, 假设 2025-2027 年市场日均股基成交额为 17,185/16,841/17,683 亿元。市占率方面, 公司未进行价格战, 预计保持稳定在 4.01%。

(2) 投行业务: IPO 放松, 股权承销业务复苏, 在 2024 年股权承销规模筑底的情况下, 2025 年起规模恢复增长, 假设 2025-2027 年行业股权融资规模 10,979/12,077/13,284 亿元, 债券承销规模 16.1/17.7/19.4 万亿元。公司投行业务在处罚结束后呈恢复态势, 预计承销规模市占率将有所提升, 假设 25-27 年公司股权、债券承销规模市占率分别为 2.0%/2.2%/2.4%、2.4%/2.6%/2.8%。

(3) 资管业务: 公司资管规模优化, 资管规模稳步增长, 预计 2025-2027 年公司资管受托资产管理资本金总额为 2,585/2,788/3,088 亿元。

(4) 利息净收入: 市场交投活跃度较高, 两融规模增长, 假设 2025-2027 年市场两融余额 2.0/2.0/2.0 万亿元, 公司市场份额延续近几年的提升态势, 假设 25-27 年市占率分别为 5.60%/5.62%/5.64%。

(5) 投资业务: 公司金融资产规模扩张, 假设 2025-2027 年公司金融投资资产规模 (包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融工具) 为 4,250/4,599/4,883 亿元。

图表41: 公司主要业务核心假设

主要项目	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
市场日均股基成交额 (亿元)	9,958	12,102	16,135	17,185	16,841	17,683
广发证券代理买卖证券市占率	3.35%	4.09%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%
行业股权承销规模 (亿元)	10,979	2,905	7,628	10,979	12,077	13,284
广发证券股权承销市占率	1.9%	2.8%	2.0%	2.0%	2.2%	2.4%
行业债权承销规模 (亿元)	132,597	139,588	73,136	160,527	176,579	194,237
广发证券债权承销市占率	2.0%	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%
广发证券资管规模 (亿元)	1,982	2,422	2,506	2,585	2,788	3,008
行业两融余额 (亿元)	16,509	18,646	18,504	20,092	20,188	20,446
广发证券两融市占率	5.39%	5.56%	5.60%	5.60%	5.62%	5.64%
广发证券金融资产规模 (亿元)	3,662	3,734	4,183	4,250	4,599	4,883

来源: wind, 国金证券研究所

3.2 投资建议及估值

我们采用可比估值法进行估值 (市净率法), 选取中国银河、国信证券、中信建投、招商证券、中金公司等规模与公司接近的上市券商作为可比公司。2025E 可比公司平均 PB 为 1.6 倍, 短期来看广发证券业绩增速高, 公司经纪、资管、自营占比高受益于今年的市场环境, 长期来看公司旗下公募双子星领跑行业, 公募新规下 ETF 具备优势的易方达基金受益, 年初增资香港子公司有望深化国际业务布局, 因此我们给予公司 2025 年 1.6PB, 对应目标价 27.66 元, 首次覆盖给予“买入”评级。



图表42: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	BPS (23A)	BPS (24A)	BPS (25E)	BPS (26E)	BPS (27E)	PB (25E)	PB (26E)	PB (27E)
601881.SH	中国银河	17.91	9.20	10.12	10.91	11.75	12.68	1.64	1.52	1.41
002736.SZ	国信证券	14.26	8.37	9.23	11.20	12.15	13.21	1.27	1.17	1.08
601066.SH	中信建投	26.79	9.36	9.88	11.01	12.30	13.77	2.43	2.18	1.95
600999.SH	招商证券	17.26	12.30	13.24	14.93	16.08	17.20	1.16	1.07	1.00
601995.SH	中金公司	37.74	18.27	19.15	24.34	25.75	27.35	1.55	1.47	1.38
平均值								1.61	1.63	1.48
000776.SZ	广发证券	24.05	14.86	15.88	17.29	18.75	20.36	1.39	1.28	1.18

来源: wind, bloomberg, 国金证券研究所 注: 中国银河BPS为国金证券研究所预测值, 其余为wind、bloomberg一致性预期, 股价等数据截至2025年10月10日。

四、风险提示

- 1、宏观经济大幅下行: 宏观经济下行可能导致居民可支配收入下降、企业利润承压, 从而影响资本市场交投活跃度以及企业上市的意愿和能力等, 对公司的经纪、投行、资管、投资等多方面的收入都有影响。
- 2、权益市场大幅下行: 权益市场大幅下行对市场成交额、投资的赚钱效应都有负面影响, 从而影响多业务条线收入。
- 3、投行业务修复不及预期: 公司投行业务尚未恢复至处罚前的水平, 当前行业IPO、再融资规模亦不及逆周期调节前水平, 若市场竞争加剧, 公司市占率恢复情况可能慢于预期。


附录：报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)						利润表 (人民币百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
客户资金	124,486	164,953	189,696	208,666	229,532	手续费及佣金净收入	14,512	14,710	17,405	18,652	20,541
自有资金	28,839	39,631	45,575	50,133	55,146	经纪业务手续费净收入	5,810	6,650	8,470	8,588	9,211
融出资金	91,108	108,940	118,052	119,268	121,414	投行业务手续费净收入	566	778	860	1,012	1,186
买入返售金融资产	19,721	20,565	21,594	22,673	23,807	资管业务手续费净收入	7,728	6,885	7,559	8,484	9,519
应收款项	11,149	8,659	10,824	12,447	13,692	其他手续费净收入	408	397	516	568	625
交易性金融资产	216,074	242,824	291,389	314,700	330,435	利息净收入	3,136	2,348	2,718	3,050	3,317
债权投资	130	36	43	51	62	投资收益	4,290	8,543	11,289	12,546	13,993
其他权益工具投资	5,697	22,318	35,708	37,494	39,369	其他收入	1,362	1,597	501	526	552
其他债权投资	139,295	104,334	93,901	103,291	113,620	营业总收入	23,300	27,199	31,913	34,774	38,403
衍生金融资产	5,034	3,879	3,957	4,353	4,788	税金及附加	(166)	(181)	(206)	(221)	(240)
长期股权投资	9,225	11,007	11,557	12,135	12,742	业务及管理费	(13,885)	(14,792)	(16,271)	(17,247)	(18,972)
固定资产	2,847	2,860	3,003	3,153	3,311	减值损失	(99)	60	100	(50)	(55)
商誉及无形资产	2,547	2,517	2,517	2,517	2,517	其他业务成本	(355)	(819)	(30)	(33)	(40)
其他资产	26,029	26,222	31,028	34,043	37,354	营业总支出	(14,505)	(15,731)	(16,407)	(17,551)	(19,306)
资产总计	682,182	758,745	858,844	924,924	987,789	营业外收支	(50)	384	(21)	(21)	(20)
银行借款	6,838	4,324	4,757	5,232	5,756	利润总额	8,744	11,852	15,486	17,202	19,076
卖出回购及拆入资金	176,402	185,920	213,808	230,912	242,458	所得税费用	(882)	(1,307)	(1,708)	(1,898)	(2,104)
代理买卖证券款	132,011	175,340	192,874	202,517	212,643	净利润	7,863	10,545	13,777	15,305	16,972
代理承销证券款	-	-	-	-	-	少数股东权益	(885)	(908)	(999)	(1,098)	(1,208)
交易性金融负债	17,609	9,367	16,861	18,547	20,402	归母净利润	6,978	9,637	12,779	14,206	15,763
衍生金融负债	4,701	6,758	9,461	10,880	11,968						
应付债券	148,944	175,274	178,780	196,658	216,324	主要比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他负债	55,002	48,677	78,437	84,944	90,415	每股收益 (元)	0.83	1.15	1.68	1.87	2.07
负债合计	541,506	605,660	694,977	749,691	799,965	每股净资产 (元)	14.86	15.88	17.29	18.75	20.36
少数股东权益	4,958	5,483	5,758	6,046	6,348	ROA	1.07%	1.34%	1.58%	1.59%	1.65%
归属母公司股东权益	135,718	147,602	158,110	169,188	181,476	ROE	5.66%	7.44%	8.94%	9.26%	9.56%
负债和股东权益	682,182	758,745	858,844	924,924	987,789	净利润增长率	-12%	38%	33%	11%	11%
						杠杆倍数	4.0	3.9	4.1	4.1	4.0

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	23	28	44
增持	0	0	2	3	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.10	1.07

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究