

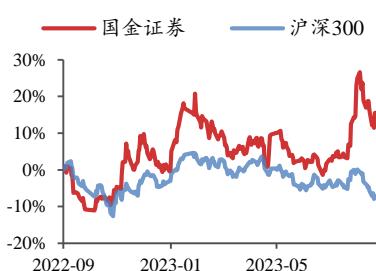
国金证券 (600109.SH) 自营驱动业绩高增，股份回购彰显管理层信心

2023 年 09 月 03 日

——国金证券 2023 中报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2023/9/1
当前股价(元)	9.39
一年最高最低(元)	11.50/7.61
总市值(亿元)	349.72
流通市值(亿元)	301.55
总股本(亿股)	37.24
流通股本(亿股)	32.11
近 3 个月换手率(%)	107.1

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《三大业务市占率逆势增长，自营驱动一季度业绩高增—国金证券 2022 年报及 2023 一季报点评》-2023.4.26

《投行业务表现亮眼，投资收益拖累业绩—国金证券 2022 年 3 季报点评》-2022.10.28

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790122030100

● 自营驱动业绩高增，股份回购彰显管理层信心

公司 2023H1 营业收入/归母净利润分别为 33/9 亿元，同比+29%/+61%，年化加权平均 ROE5.5%，同比+1.5pct，符合我们预期。上半年自营投资收益同比明显改善驱动净利润增长，投行业务收入同比有所下降。考虑投行业务低于预期，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 18/22/26 亿（调前 22/25/28），同比+51%/+21%/+19%，EPS 分别为 0.5/0.6/0.7 元。公司坚持“做大做强”的战略方向与“以投行为牵引，以研究为驱动”的战略原则，业务协同能力持续提升，为客户提供综合金融服务，看好公司差异化竞争优势。8 月 31 日披露回购股份方案，拟回购 1.5-3 亿元股票用于支持员工持股/股权激励计划，彰显管理层信心，释放积极信号。当前股价对应 2023-2025 年 PB 1.3/1.2/1.1 倍，维持“买入”评级。

● 投行持续发挥牵引作用，财富管理持续转型，客户数和客户资产规模提升

(1) 上半年投行净收入 5.5 亿元，同比-18%，二季度投行净收入 1.5 亿，环比-62%，同比-53%。据 Wind 数据，上半年公司完成 IPO 项目 7 单（2022H1 为 2 单），IPO 收入 2.8 亿，同比+1%，IPO 承销规模 28 亿，同比+1%。公司投行业务在成长型行业领域形成一定竞争优势，充分发挥牵引作用，协同开展企业客户综合服务。

(2) 上半年经纪业务实现净收入 8.1 亿元，同比-1%，股基市占率 1.15%，与 2022 年持平。上半年公司财富管理业务累计客户数较 2022 年末增长 10%，客户资产总额较 2022 年末增长 12%，高净值客户数持续增长，客群结构有所优化。上半年代销净收入 0.9 亿，同比-9%，公司通过打造“国金 50”、建议型组合等，实现向买方投顾模式进行转变。(3) 上半年资管净收入 0.5 亿，同比-30%，市场波动导致资管规模下降，期末集合资管规模 1035 亿，同比-17%。

● 自营收益率明显改善，新创立金融创新部开展场外衍生品业务

(1) 上半年利息净收入 6.3 亿元，同比-5%。两融业务市占率 1.49%，较年初+0.17pct。(2) 上半年投资收益（含公允价值变动损益）9.8 亿，同比+676%，年化自营投资收益率 5.8%（2022 年为 0.78%），自营金融资产规模 337 亿，同比+44%，较年初+6%。公司固收自营加大低风险套利业务的资源投入，提升交易灵活度，取得了较好投资收益；权益自营持续优化投资策略和交易策略，投资效率有所提升；衍生品以对冲模式为主，2023 年 4 月创立金融创新部，开展客需型场外衍生品业务及其他金融创新业务。

● 风险提示：一、二级市场统筹平衡对投行影响有不确定性；公司衍生品业务发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,127	5,733	6,962	7,947	9,148
YOY(%)	17.5	-19.6	21.4	14.1	15.1
归母净利润(百万元)	2,317	1,198	1,805	2,191	2,598
YOY(%)	24.4	-48.3	50.7	21.4	18.6
毛利率(%)	41.0	24.1	32.1	34.1	35.1
净利率(%)	32.5	20.9	25.9	27.6	28.4
ROE(%)	9.8	4.8	6.8	7.7	8.5
EPS(摊薄/元)	0.77	0.32	0.48	0.59	0.70
P/E(倍)	15.1	29.2	19.4	16.0	13.5
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	72,802	81,483	93,431	109,937	126,805	营业收入	7,127	5,733	6,962	7,947	9,148
现金	19,033	23,391	23,090	25,255	27,301	营业成本	4,204	4,353	4,730	5,238	5,935
应收票据及应收账款	115	270	300	330	360	营业税金及附加	40	38	46	52	60
其他应收款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	营业费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
预付账款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	管理费用	4,213	4,282	4,665	5,165	5,854
存货	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他流动资产	53,654	57,822	70,041	84,352	99,144	财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
非流动资产	15,511	20,697	26,128	29,110	32,500	资产减值损失	(49)	33	20	20	20
长期投资	544	485	509	535	561	其他收益	1	1	589	619	649
固定资产	104	113	113	113	113	公允价值变动收益	403	-1,043	0	0	0
无形资产	73	373	373	373	373	投资净收益	1,394	1,325	1,995	2,325	2,885
其他非流动资产	14,789	19,726	25,133	28,089	31,452	资产处置收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产总计	88,313	102,180	119,559	139,047	159,305	营业利润	2,923	1,380	2,232	2,709	3,213
流动负债	52,679	61,151	78,603	92,803	107,403	营业外收入	67	4	14	16	18
短期借款	26,621	29,488	44,231	55,289	66,347	营业外支出	4	5	5	5	6
应付票据及应付账款	629	1,305	234	351	468	利润总额	2,986	1,380	2,241	2,720	3,225
其他流动负债	25,428	30,359	34,138	37,163	40,589	所得税	658	175	426	517	613
非流动负债	11,130	9,697	13,288	16,431	19,575	净利润	2,328	1,205	1,815	2,203	2,612
长期借款	10,481	8,953	12,534	15,667	18,801	少数股东损益	10	6	10	12	14
其他非流动负债	648	744	754	764	774	归属母公司净利润	2,317	1,198	1,805	2,191	2,598
负债合计	63,808	70,848	91,891	109,235	126,978	EBITDA	3192	1636	2547	3076	3631
少数股东权益	83	203	217	232	251	EPS(元)	0.77	0.32	0.48	0.59	0.70
股本	3,024	3,724	3,724	3,724	3,724	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852	成长能力					
留存收益	11,410	17,538	13,918	15,945	18,343	营业收入(%)	17.5	-19.6	21.4	14.1	15.1
归属母公司股东权益	24,613	25,811	27,496	29,507	31,886	营业利润(%)	24.8	-52.8	61.7	21.4	18.6
负债和股东权益	88,313	102,180	119,604	138,974	159,115	归属于母公司净利润(%)	24.4	-48.3	50.7	21.4	18.6
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	4376	3455	4265	4853	5462	毛利率(%)	41.0	24.1	32.1	34.1	35.1
净利润	2328	1205	1815	2203	2612	净利率(%)	32.5	20.9	25.9	27.6	28.4
折旧摊销	206	256	306	356	406	ROE(%)	9.8	4.8	6.8	7.7	8.5
财务费用	0	1	1	1	1	ROIC(%)	3.8	1.7	2.1	2.2	2.2
投资损失	-474	-524	-574	-624	-674	偿债能力					
营运资金变动	1285	1385	1485	1585	1685	资产负债率(%)	72.3	69.3	76.9	78.6	79.7
其他经营现金流	1031	1131	1231	1331	1431	净负债比率(%)	151.4	122.7	204.8	238.6	264.9
投资活动现金流	1020	1040	1060	1080	1100	流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
资本支出	1	1	1	1	1	速动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
长期投资	1661	1681	1701	1721	1741	营运能力					
其他投资现金流	271	281	291	301	311	总资产周转率	9.1	6.0	6.3	6.1	6.1
筹资活动现金流	80663	154597	-269839	5229	-27798	应收账款周转率	6,926	2,980	2,443	2,523	2,652
短期借款	354	374	394	414	434	应付账款周转率	668	450	615	1,792	1,450
长期借款	7112	7212	7312	7412	7512	每股指标(元)					
普通股增加	0	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.32	0.48	0.59	0.70
资本公积增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	0.93	1.15	1.30	1.47
其他筹资现金流	0	1	1	1	1	每股净资产(最新摊薄)	8.14	6.93	7.38	7.92	8.56
现金净增加额	86059	159091	-264514	11161	-21236	估值比率					
						P/E	15.1	29.2	19.4	16.0	13.5
						P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	2.5	8.2	4.2	6.4	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn