

## 国联证券 (601456.SH) 投资和投行拖累 Q4 业绩，看好与民生证券协同效果

2024 年 03 月 27 日

——国联证券 2023 年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2024/3/26
当前股价(元)	11.50
一年最高最低(元)	13.38/8.80
总市值(亿元)	325.65
流通市值(亿元)	274.75
总股本(亿股)	28.32
流通股本(亿股)	23.89
近 3 个月换手率(%)	164.31

### ● 投资和投行拖累 Q4 业绩，看好与民生证券协同效果

2023 年公司营业总收入/归母净利润为 29.6/6.7 亿元，同比+13%/-13%，2023Q4 归母净利润亏损 0.55 亿元，业绩表现低于我们预期。2023 年公司加权平均 ROE 3.89%，较 2022 年-0.73pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.31 倍，较年初+14%。自营投资收益率下降，利息净收入同比减少，叠加管理费用高增拖累业绩。我们下调 2024-2025 年归母净利润预测至 8.0/9.8 亿元（调前 12.4/16.0），新增 2026 年 11.9 亿元，同比+19%/+23%/+22%，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.3/0.3/0.4 元。公司内生与外延并行发展，管理层具有较强执行力和创业精神，看好长期成长性。2023 年 12 月国联集团成为民生证券主要股东已获监管核准，2024 年 3 月国联集团总经理顾伟已被推举为民生证券董事长，看好民生证券与国联证券整合带来的协同效应。当前股价对应 PB 1.8/1.7/1.6 倍，维持“买入”评级。

### ● 客户数量持续提升，券商资管规模和收入同比增长，国联基金非货 AUM 增长

(1) 公司经纪业务净收入 5.15 亿元，同比-6.3%，市场日均股基成交额同比-2.9%。公司客户数达 173.64 万户，同比+10%，公司基金投顾业务签约客户数 30.02 万户，同比+25%，AUM 为 65.94 亿元，同比-4%。(2) 公司投行业务净收入 4.9 亿元，同比+2%。IPO 收入 1.9 亿元，同比+6%，完成 4 单 IPO，IPO 承销规模 24 亿元，同比-1%。债券承销规模 519 亿元，同比+31%。(3) 公司资管业务净收入 4.4 亿元，同比+129%，主因并表国联基金。其中券商资管收入 2.1 亿元，同比+7%，券商资管规模 1173 亿元，同比+16%。国联基金自收购日至期末营业收入达 2.4 亿，期末非货 AUM1016 亿元，较年初+21%，行业排名第 44 位，较年初提升 2 位。

### ● 自营投资收益率下降，利息净收入同比减少，两融市占率提升

(1) 公司投资收益(含公允价值变动损益)12.2 亿，同比+6%，自营投资收益率 3.08% (2022 年为 3.45%)，自营金融资产规模 444 亿元，较年初+22%。(2) 公司利息净收入 0.8 亿，同比-33%，利息收入 13.3 亿元，同比+10%，利息支出 12.5 亿元，同比+15%，期末核心生息资产/付息债务规模分别同比+10%/+25%，导致利息支出提升幅度高于利息收入。期末公司两融业务市占率 0.64%，较年初+0.03pct。(3) 2023 年业务及管理费 21.5 亿，同比+31%，主要系主要系企业收购、业务转型引进人才、拓展业务所致。

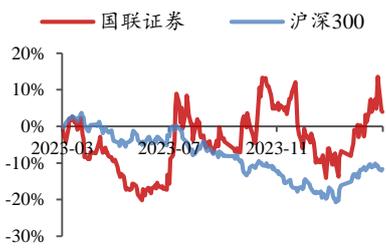
● 风险提示：市场波动影响投资收益；整合进度和效果不确定性。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,623	2,955	3,479	4,027	4,630
YOY(%)	-11.6	12.7	17.7	15.7	15.0
归母净利润(百万元)	767	671	796	977	1,191
YOY(%)	-13.7	-12.5	18.6	22.7	21.9
毛利率(%)	36.7	27.5	27.7	29.4	31.2
净利率(%)	29.3	22.7	22.9	24.3	25.7
ROE(%)	4.6	3.9	4.4	5.3	6.2
EPS(摊薄/元)	0.27	0.24	0.28	0.34	0.42
P/E(倍)	42.4	48.5	40.9	33.3	27.4
P/B(倍)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《投资收益拖累业绩，资管和利息净收入高增—国联证券 2023 三季报点评》-2023.11.6

《投行、资管和自营表现亮眼，内生外延并行发展—国联证券 2023 中报点评》-2023.8.30

《自营投资收益率改善，看好长期成长性—国联证券 2023 一季报点评》-2023.5.1

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	59,411	69,569	77,936	88,171	100,811
现金	10,033	9,816	10,835	10,690	11,598
应收票据及应收账款	1,226	1,272	1,126	1,126	1,126
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	48,152	58,480	65,975	76,355	88,087
<b>非流动资产</b>	14,971	17,560	18,129	19,705	21,472
长期投资	97	76	76	76	76
固定资产	81	102	108	111	114
无形资产	66	545	577	578	579
其他非流动资产	14,727	16,837	17,368	18,940	20,703
<b>资产总计</b>	74,382	87,129	96,066	107,876	122,283
<b>流动负债</b>	29,830	31,458	34,123	38,253	43,129
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付票据及应付账款	354	810	664	714	764
其他流动负债	29,476	30,648	33,459	37,539	42,365
<b>非流动负债</b>	27,791	37,547	43,418	50,723	59,357
长期借款	19,489	25,062	30,075	36,090	43,308
其他非流动负债	8,302	12,485	13,343	14,633	16,049
<b>负债合计</b>	57,621	69,005	77,540	88,976	102,486
少数股东权益	-0	355	363	-0	-0
股本	2,832	2,832	2,832	2,832	2,832
资本公积	8,174	8,174	8,174	8,174	8,174
留存收益	763	822	902	999	1,118
<b>归属母公司股东权益</b>	16,761	17,769	18,162	18,900	19,798
<b>负债和股东权益</b>	74,382	87,129	96,066	107,876	122,283

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	883	1445	1850	2311	2806
净利润	767	675	800	981	1196
折旧摊销	107	117	127	137	147
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-390	-420	-450	-480	-510
营运资金变动	5514	5714	5914	6114	6314
其他经营现金流	-4742	-4642	-4542	-4442	-4342
<b>投资活动现金流</b>	-2164	-2064	-1964	-1864	-1764
资本支出	-65	-65	-65	-65	-65
长期投资	-2516	-2466	-2416	-2366	-2316
其他投资现金流	417	467	517	567	617
<b>筹资活动现金流</b>	1535	2652	2752	2852	2952
短期借款	-15829	-15779	-15729	-15679	-15629
长期借款	18381	18431	18481	18531	18581
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1017	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	258	-217	1019	-145	908

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,623	2,955	3,479	4,027	4,630
营业成本	1,660	2,144	2,516	2,845	3,187
营业税金及附加	17	20	24	27	31
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	1,641	2,152	2,475	2,797	3,133
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	3	(29)	17	20	23
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	420	677	-0	-0	-0
投资净收益	732	545	1,573	1,916	2,252
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	963	812	963	1,182	1,443
营业外收入	4	15	18	20	23
营业外支出	1	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	963	812	963	1,182	1,443
所得税	198	151	179	219	268
<b>净利润</b>	767	675	800	981	1,196
少数股东损益	-0	3	4	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	767	671	796	977	1,191
EBITDA	1,070	929	1,090	1,319	1,590
EPS(元)	0.27	0.24	0.28	0.34	0.42

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-11.6	12.7	17.7	15.7	15.0
营业利润(%)	-18.4	-15.7	18.6	22.8	22.0
归属于母公司净利润(%)	-13.7	-12.5	18.6	22.7	21.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.7	27.5	27.7	29.4	31.2
净利率(%)	29.3	22.7	22.9	24.3	25.7
ROE(%)	4.6	3.9	4.4	5.3	6.2
ROIC(%)	2.1	1.6	1.6	1.8	1.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	77.5	79.2	80.7	82.5	83.8
净负债比率(%)	2.2	2.5	2.9	3.3	3.8
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
速动比率	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0
应收账款周转率	398.1	236.6	290.2	357.7	411.3
应付账款周转率	400.6	368.1	341.4	413.0	431.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.24	0.28	0.34	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.51	0.65	0.82	0.99
每股净资产(最新摊薄)	5.92	6.27	6.41	6.67	6.99
<b>估值比率</b>					
P/E	42.4	48.5	40.9	33.3	27.4
P/B	1.94	1.83	1.79	1.72	1.64
EV/EBITDA	82.2	106.2	97.4	89.2	82.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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方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