

国联证券 (601456.SH)

扩表持续，整合加速

买入

核心观点

国联证券发布2023年年度报告。公司2023年实现营业收入29.55亿元，同比增长12.68%；实现归母净利润6.71亿元，同比下降12.51%；2023年全年加权平均净资产收益率3.89%，同比减少0.73个百分点；基本每股收益为0.24元/股，同比下降11.11%。营收大幅增长主因系公司收购国联基金75.5%的股权，使得公司营收中新增国联基金业务并表所产生的2.39亿元的收入。

完成国联基金并表，资管与财富扩张。2023年，公司资产管理实现收入4.43亿元，同比增长128.54%，主因系国联基金并表所致。同期，公司资产管理业务受托资金1,172.93亿元，同比增长14.94%，实现业务收入1.90亿元，同比增长2.55%。展望2024年，公司将受益于资管子公司获批及收购国联基金所带来的综合金融服务能力提升效应，资管与财富业务保持稳定增长。

经纪业务承压，自营投资扩表。2023年，公司经纪业务实现收入5.15亿元，同比下降6.30%，主因系国内证券市场整体活跃度同比下降所致。同期，公司金融产品销售规模（除现金管理产品外口径）184.03亿元，同比减少14.76%；金融产品保有量193.30亿元，同比增长8.16%。2023年，公司实现自营业务收入12.43亿元，同比增长7.31%，主因自营规模扩表，其中交易性金融资产、衍生金融工具公允价值同比大幅增加61%。

投行业务逆势增长。2023年，公司投资银行业务实现收入5.17亿元，同比增长0.72%，主因系债券承销规模上涨。同期，受市场IPO放缓影响，公司实现IPO募集资金23.68亿元，同比下降33.7%；但公司完成债券承销项目135单，合计承销金额515.81亿元，承销家数及承销规模同比上涨两成以上。

与民生证券业务整合有望加速。2023年3月大股东无锡国联集团通过司法拍卖，以91亿元成交价竞得泛海控股持有的民生证券34.7亿股股权，占总股本的30.3%，年底证监会核准国联集团成为民生证券的主要股东。近期国联集团高管获任民生证券董事长，并与民生证券重要股东张江集团战略合作，判断后续两家券商将在投行、机构服务等多个领域加快整合。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

投资建议：基于权益市波动及监管新规对证券行业的影响，我们对公司2024年和2025年的盈利预测分别下调17.3%和13.0%，预计2024-2026年归母净利润为8.8/10.1/10.9亿元，同比增长30.3%/15.5%/7.9%，当前股价对应的PE为37.2/32.2/29.9x，PB为1.9/1.9/1.8x。资本市场改革持续，券商持续发力公募管理业务，积极加大战略布局，持续提升公司综合实力和ROE，我们对公司维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,623	2,955	3,539	4,094	4,423
(+/-%)	-11.6%	12.7%	19.8%	15.7%	8.0%
归母净利润(百万元)	767	671	875	1,010	1,090
(+/-%)	-13.7%	-12.5%	30.3%	15.5%	7.9%
摊薄每股收益(元)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
净资产收益率(ROE)	4.6%	3.9%	5.0%	5.9%	6.1%
市盈率(PE)	42.6	47.9	37.2	32.2	29.9
市净率(PB)	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.50元
总市值/流通市值	32565/32565百万元
52周最高价/最低价	13.38/8.80元
近3个月日均成交额	744.54百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国联证券(601456.SH)-投资拖累业绩，多板块协同凸显》——2023-10-28
- 《国联证券(601456.SH)-增速优于同业，基金收购落地》——2023-08-31
- 《国联证券(601456.SH)-泛财富转型提速》——2023-04-30
- 《国联证券(601456.SH)-财富管理初结硕果》——2023-03-29
- 《国联证券(601456.SH)-投行资管表现亮眼，定增扩大资本实力》——2022-10-28

图1: 国联证券营业收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国联证券归母净利润及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 国联证券净资产收益率



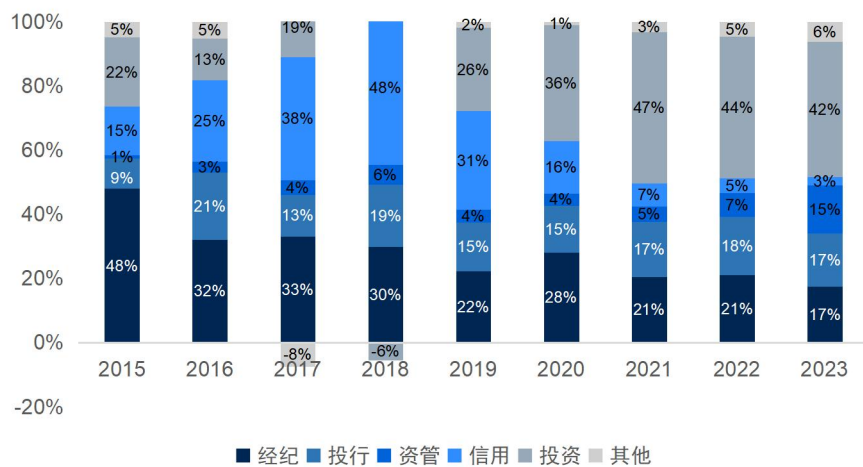
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 国联证券单季归母净利润及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 国联证券主营业务结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产总计	74382	87129	124302	177334	252991	营业收入	2623	2955	3539	4094	4423
货币资金	10033	9816	10798	11878	13065	手续费及佣金净收入	1298	1554	1924	2246	2399
融出资金	8816	10127	11139	12253	13479	经纪业务净收入	550	515	618	680	714
交易性金融资产	32436	39027	42930	49369	56775	投行业务净收入	477	489	562	646	678
买入返售金融资产	3264	5307	5838	6421	7064	资管业务净收入	194	443	620	775	853
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	121	81	98	108	113
负债合计	57621	69005	105501	157782	232649	投资收益	1159	1243	1430	1644	1809
卖出回购金融资产款	14993	14422	15864	18243	20980	其他收入	46	76	88	97	101
代理买卖证券款	10797	9046	9951	10946	12040	营业支出	1660	2144	2478	2866	3096
应付债券	19489	25062	27568	31704	36459	营业外收支	2	14	14	14	14
所有者权益合计	16761	18124	18800	19551	20342	利润总额	965	825	1075	1242	1340
其他综合收益	(28)	321	321	321	321	所得税费用	198	151	197	227	245
少数股东权益	0	355	1880	1955	2034	少数股东损益	0	3	4	5	5
归属于母公司所有者权益合计	16761	17769	16920	17596	18308	归属于母公司净利润	767	671	875	1010	1090
每股净资产(元)	5.92	6.27	5.98	6.21	6.47						
总股本(亿股)	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32						

关键财务与估值指标					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.27	0.24	0.31	0.36	0.38
每股红利					
每股净资产	5.92	6.27	5.98	6.21	6.47
ROIC					
ROE	4.63%	3.89%	5.04%	5.85%	6.07%
收入增长	-11.59%	12.68%	19.76%	15.68%	8.02%
净利润增长率	-13.66%	-12.51%	30.29%	15.48%	7.93%
资产负债率	77.47%	79.20%	84.88%	88.97%	91.96%
P/E	42.59	47.92	37.23	32.24	29.87
P/B	1.94	1.83	1.92	1.85	1.78
EV/EBITDA					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032