

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国联证券(601456)

投资评级 买入

上次评级 买入

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号: S1500523040001

邮箱: ranzhaobang@cindasc.com

相关研究

业绩符合预期, 投行业务有望实现新突破

量体裁衣, 弯道超车

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

财管资管体系进一步完善, 杠杆率小幅提升

2024年03月27日

事件: 国联证券发布 2023 年报, 2023 年公司实现营业收入总额 29.55 亿元, 同比+12.68%; 归母净利润 6.71 亿元, 同比-12.51%; 加权平均净资产收益率 3.89%, 同比-0.73pct。

点评:

- **费类业务收入同比正增, 主要源于并表中融基金带来资管业务增量。** 2023 年, 公司手续费及佣金净收入 15.54 亿元, 同比+19.8%。其中经纪、投行、资管业务收入分别为 5.15/4.89/4.43 亿元, 同比-6.3%/+2.5%/+128.5%。
- **经纪业务: 业绩受证券市场交投活跃下行拖累, 机构端业务持续扩张。** 经纪业务收入拆分方面, 公司代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务净收入分别为 3.80/1.02/0.33 亿元, 同比-10.8%/+25.3%/-22.3%。**财富管理端, 公司客户基础稳固, 客户端韧性较强。** 2023 年, 公司新增客户数 15.06 万户, 累计总客户数 173.64 万户, 同比增长 9.64%。基金投顾方面, 公司搭建并完善“大方向好医生”服务体系, 构建线上获客服务能力, 以“大方向”公众号等新媒体平台为载体完善线上服务矩阵。2023 年, 各平台积累用户粉丝超过 144 万。2023 年末, 公司基金投顾总签约客户数 30.02 万户, 同比增长 24.93%, 授权账户资产规模 65.94 亿元, 同比基本持平。产品销售方面, 尽管销售端下行, 公司保有规模实现小幅增长。公司金融产品销售规模(除现金管理产品“现金添利”外) 184.03 亿元, 同比减少 14.76%, 2023 年期末金融产品保有量 193.30 亿元, 同比增长 8.16%。
- **投行业务: 市场发行规模下行, 公司着重发力北交所业务, 股权融资规模小幅下滑。** 股权融资方面, 2023 年, 沪深京三市市场股权融资规模 9959 亿元, 同比-27.5%, 其中 IPO 规模 3565 亿元, 同比-39.3%。子公司华英证券 2023 年股权融资规模 39.56 亿元, 同比-23.9%, 其中 IPO 规模 23.68 亿元, 同比-1.3%, 降幅好于行业。债券方面, 2023 年, 子公司华英证券完成债券承销金额合计 515.81 亿元, 同比+30.9%。
- **资管业务: 弥补公募基金牌照空缺, 收购中融基金 75.5% 股权, 有望实现“一参一控一牌”。** 2023 年 2 月, 公司收购中融基金 75.5% 股权。并于 8 月 1 日, 中融基金更名为国联基金。截至 2023 年末, 国联基金资产管理总规模 1,487.67 亿元。其中, 非货币公募基金管理规模 1,015.73 亿元, 位列行业 44 位。自收购日起至 2023 年末, 国联基金实现营业收入 2.39 亿元, 净利润 3029.41 万元。除国联基金外, 国联证券持中海基金 33.41% 股权, 2023 年 9 月, 公司获得资管子公司设立批复, 未来有望进一步实现“一参一控一牌”的公募业务发展目标。
- **重资产业务: 积极用表致杠杆提升, 自营投资及债券质押业务增量明显。** 2023 年, 公司信用业务、自营业务收入 81.45/1243.47 亿元, 同比

-32.5%/+7.3%。从资产结构来看，2023 年，公司总资产规模 871.29 亿元，同比+17.1%，其中金融投资资产、买入返售金融资产、融出资金规模分别 497.11/53.07/101.27 亿元，同比+13.7%/+62.6%/+14.9%。2023 年，公司积极用表，除客户资金杠杆率水平从 2022 年末的 3.85 倍提升至 2023 年末的 4.35 倍。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为在全年市场景气度较低环境下，国联证券整体业绩表现出较强韧性，财富管理-公募资管布局逻辑清晰。同时积极用表，扩大资产负债表业务规模。集团收购民生证券股权后有望带来业务协同发展。我们预计 2024-2026E 归母净利润分别为 9.06/10.47/11.33 亿元，对应 2024-2026E PE 为 34.47x/29.83x/27.57x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**证券市场波动；行业竞争加剧；协同效应不及预期；客户风险偏好下降等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,622.94	2,955.46	3,426.78	3,932.01	4,593.97
增长率 YoY %	-11.59	12.68	15.95	14.74	16.84
归属母公司净利润(百万元)	767.28	671.32	906.13	1,047.22	1,133.00
增长率 YoY%	-13.66	-12.51	34.98	15.57	8.19
毛利率%	36.71	27.47	35.56	33.50	32.03
净资产收益率ROE%	4.63	3.89	4.46	4.39	4.40
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.24	0.32	0.37	0.40
市盈率 P/E(倍)	40.71	46.53	34.47	29.83	27.57
市净率 P/B(倍)	1.86	1.76	1.37	1.26	1.17

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价

合并损益表					资产负债表				
	百万元 RMB					百万元 RMB			
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,955.46	3,426.78	3,932.01	4,593.97	货币资金	9,816.15	9,530.33	9,206.77	8,946.95
手续费及佣金净收入	1,554.17	1,587.86	1,824.43	2,098.67	结算备付金	3,978.96	4,703.41	5,372.96	6,542.61
其中：经纪业务手续费净收入	515.00	635.87	742.11	863.76	融出资金	10,126.66	13,164.66	15,797.59	18,957.11
证券承销业务净收入	488.60	669.68	771.02	891.98	交易性金融资产	39,027.24	47,512.35	56,554.63	66,953.08
资产管理业务净收入	443.13	195.87	224.85	256.48	衍生金融资产	1,747.24	1,781.25	2,326.10	2,631.94
利息净收入	81.45	150.48	110.27	111.58	买入返售金融资产	5,306.91	5,620.85	7,190.45	8,216.64
投资净收益	545.43	1,285.57	1,522.05	1,817.90	长期股权投资	75.78	117.03	124.56	156.18
其他业务收入	6.54	3.55	3.55	3.55	总资产	87,128.87	104,352.71	121,974.14	142,886.77
					拆入资金	5,314.01	6,908.22	8,980.68	11,674.89
					交易性金融负债	1,162.75	1,329.66	1,322.72	1,267.49
					衍生金融负债	447.64	470.03	493.53	518.20
					卖出回购金融资产款	14,421.56	16,584.80	19,072.52	21,933.40
营业支出	2,143.66	2,208.22	2,614.82	3,122.29	代理买卖证券款	9,046.10	10,403.01	11,963.47	13,757.99
营业税金及附加	19.85	21.57	21.82	24.75	应付债券	25,062.27	27,568.50	30,325.35	33,357.88
管理费用	2,152.41	2,215.25	2,621.60	3,126.14	总负债	69,005.32	81,474.30	97,124.96	116,233.07
信用减值损失	-28.60	-28.60	-28.60	-28.60	总股本	2,831.77	2,831.77	2,831.77	2,831.77
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	所有者权益合计	18,123.56	22,878.41	24,849.19	26,653.70
					归属于母公司所有者权益合计	17,768.69	22,878.41	24,849.19	26,653.70
营业利润	811.80	1,218.56	1,317.20	1,471.68					
加：营业外收入	14.89	17.27	19.82	23.15		2023A	2024E	2025E	2026E
减：营业外支出	1.28	1.28	1.28	1.28	净利率	22.71%	26.44%	26.63%	24.66%
利润总额	825.42	1,200.01	1,296.10	1,447.24	总资产收益率	0.83%	0.95%	0.93%	0.86%
减：所得税	150.87	293.88	248.88	314.24	净资产收益率	3.89%	4.46%	4.39%	4.40%
净利润	674.55	906.13	1,047.22	1,133.00	市盈率（倍）	4652.70%	3447.02%	2982.60%	2756.79%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率（倍）	175.78%	136.52%	125.70%	117.19%
归属于母公司所有者的净利润	674.55	906.13	1,047.22	1,133.00	每股净利润（元/股）	23.71%	32.00%	36.98%	40.01%

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。