

国联证券 (601456)

2023 年年报点评: 四季度拖累全年, 期待整合成效

买入 (维持)

2024 年 03 月 28 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,623	2,955	3,316	3,968	4,586
同比	-11.59%	12.68%	16.64%	19.68%	15.58%
归母净利润 (百万元)	767	671	765	912	1,074
同比	-13.66%	-12.51%	13.97%	19.25%	17.75%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.27	0.24	0.22	0.26	0.30
P/E (现价&最新摊薄)	40.71	46.53	50.92	42.70	36.26

投资要点

事件: 国联证券发布 2023 年年报, 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%。

■ 公司 23Q4 归母净利润录得负值, 拖累全年业绩: 2023 年国联证券营收/净利润分别同比+13%/-13%至 30/7 亿元, 其中 23Q4 营收/净利润分别为 4.5/-0.6 亿元, 同比-21%/-145%, 环比-36%/-144%, 对全年业绩造成较大拖累。公司 23Q4 业绩下滑主要原因包括: ①23Q4 利息净收入录得负值 (环比-213%至-0.57 亿元), 预计主要系应付债券及卖出回购金融资产利息支出增加所致。②23Q4 业务及管理费维持高位 (23Q4 业务及管理费同/环比分别+29%/-8%至 5.3 亿元, 全年业务及管理费同比+31%至 21.5 亿元), 预计主要系 2023 年公司在提升展业规模过程中加速引进人才、拓展业务所致 (2023 年公司职工费用同比+25%至 13.8 亿元)。③23Q4 自营业务收入下滑。受 23Q4 市场行情下行影响, 23Q4 公司自营业务收入 (投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动净收益) 同/环比分别-52%/-27%至 1.1 亿元。

■ 年内并表国联基金, 全年资管业务收入高增: 2023 年国联证券资管业务净收入+129%至 4.4 亿元, 主要系年内并表国联基金, 新增公募基金业务净收入 2.4 亿元并入资管业务净收入所致。扣除公募基金业务净收入后, 公司资管业务净收入同口径同比+7%至 2.1 亿元, 预计主要系定向资管业务费率回升 (通过倒算得到公司 2023 年定向资管费率较上年+0.03pct, 带动公司 2023 年定向资管业务净收入同比+35%至 0.6 亿元)。

■ 经纪业务仍待提振, 投行业务收入逆势增长: 1) 交投情绪持续低迷, 公司经纪业务收入下降。2023 年全市场日均股基成交额同比-2%至 9,921 亿元, 投资者情绪处于低位。受此影响, 公司经纪业务手续费净收入同比-6%至 5.2 亿元。2) 公司债承规模扩张, IPO 规模较上年持平, 驱动投行业务收入提升。受证监会阶段性收紧 IPO 及再融资影响, 2023 年全市场 IPO/再融资规模同比-39%/-24%至 3,565/5,940 亿元, 证券行业投行业务整体承压。公司 2023 年投行业务手续费净收入逆势同比+2%至 4.9 亿元, 预计主要系债权融资规模大幅增长 (同比+65%至 651 亿元) 以及 IPO 承销规模同比基本持平 (同比-1%至 24 亿元)。

■ 国联集团总裁出任民生证券董事长, 整合进入实质性阶段: 3 月 11 日上午, 民生证券发布公告称, 近期民生证券召开董事会及股东大会, 选举顾伟为民生证券新任董事长, 其现任国联证券大股东国联集团总裁。在新任董事长到任后, 预计国联证券与民生证券的整合将进一步加速。

■ 盈利预测与投资评级: 2024 年以来, “两强两严” 监管基调持续加强, 券商经营环境发生巨变, 结合公司 2023 年经营情况及 24Q1 市场情况, 我们下调此前盈利预测, 预计 2024-2025 年公司实现归母净利润 7.65/9.12 亿元 (前值为 12.21/15.15 亿元), 对应增速分别为 13.97%/19.25%。预计 2026 年公司实现归母净利润 10.74 亿元, 对应增速 17.75%。当前市值对应 2024-2026 年 PB 分别为 1.71/1.51/1.46 倍。看好公司后续内生增长与外延扩张并驾齐驱, 维持 “买入” 评级。

■ 风险提示: 1) 权益市场大幅波动; 2) 行业监管政策趋紧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.03
一年最低/最高价	8.80/13.38
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	26,352.14
总市值(百万元)	31,234.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.27
资产负债率(% ,LF)	79.20
总股本(百万股)	2,831.77
流通 A 股(百万股)	2,389.13

相关研究

《国联证券(601456): 股东获核成为民生证券主要股东, 整合预期打开想象空间》

2023-12-15

《国联证券(601456): 2023 年三季度报点评: 资管业务表现亮眼, 拟设科创基金发力境外资管》

2023-10-28

表 1: 国联证券盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,033	9,816	11,147	11,315	11,360	营业收入	2,623	2,955	3,316	3,968	4,586
其中: 客户存款	7,965	6,650	7,823	7,825	7,695	手续费及佣金净收入	1,298	1,554	1,689	1,955	2,344
结算备付金	2,995	3,979	4,699	5,242	5,862	其中: 经纪业务手续费净收入	550	515	572	623	657
其中: 客户备付金	1,894	1,715	1,982	1,982	1,949	投资银行业务手续费净收入	477	489	457	505	635
衍生金融资产	980	1,747	1,922	2,114	2,326	资产管理业务手续费净收入	194	443	490	577	678
融出资金	8,816	10,127	10,749	11,512	12,094	利息净收入	121	81	111	295	236
金融投资	43,725	49,711	61,011	70,794	84,632	投资收益	732	545	727	837	992
买入返售金融资产	3,264	5,307	6,368	7,642	9,170	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-6	-21	0	0	0
应收款项	1,226	1,272	1,302	1,338	1,379	公允价值变动收益	420	677	781	873	1,004
存出保证金	592	466	466	466	466	汇兑收益	2	1	-1	-1	-1
长期股权投资	97	76	103	103	103	其他收益	7	9	4	4	5
投资性房地产						其他业务收入	3	7	4	4	4
固定资产	81	102	121	130	141	资产处置收益	41	81	1	1	2
使用权资产	156	227	166	166	166	营业支出	1,660	2,144	2,299	2,757	3,161
无形资产	66	545	58	58	58	税金及附加	17	20	22	27	31
商誉						业务及管理费	1,641	2,152	2,260	2,710	3,108
递延所得税资产	22	33	25	25	25	信用减值损失	3	-29	17	20	22
其他资产	2,328	2,570	467	467	467	资产减值损失	0	0	0	0	0
资产总计	74,382	87,129	98,602	111,372	128,247	其他业务成本	0	0	0	0	0
应付短期融资款	705	256	296	317	386	营业利润	963	812	1,017	1,211	1,425
拆入资金	900	5,314	6,157	6,582	8,014	加: 营业外收入	4	15	4	4	4
交易性金融负债	1,579	1,163	1,773	1,896	2,308	减: 营业外支出	1	1	10	10	10
衍生金融负债	501	448	492	542	596	利润总额	965	825	1,010	1,205	1,419
卖出回购金融资产款	14,993	14,422	16,709	25,067	30,521	减: 所得税费用	198	151	245	292	344
代理买卖证券款	10,797	9,046	10,430	10,433	10,260	净利润	767	675	765	912	1,074
应付职工薪酬	440	492	907	1,066	1,249	归属于母公司股东的净利润	767	671	765	912	1,074
应交税费	64	53	107	128	150	少数股东损益	0	355	0	0	0
应付款项	354	810	1,020	1,296	1,612						
合同负债	16	18	0	0	1						
应付债券	19,489	25,062	29,516	31,554	38,419						
租赁负债	160	230	0	0	0						
预计负债	2	2	2	2	2						
递延所得税负债	201	658	20	20	20						
其他负债	7,419	11,031	4,084	4,366	5,316						
负债合计	57,621	69,005	80,336	85,495	101,570						
实收资本(或股本)	2,832	2,832	2,832	3,532	3,532						
资本公积	8,174	8,174	8,174	14,474	14,474						
其他综合收益	-28	321	255	183	183						
盈余公积	763	822	883	956	1,042						
一般风险准备	1,913	2,076	2,229	2,411	2,626						
未分配利润	3,106	3,544	3,893	4,320	4,820						
归属于母公司所有者权益合计	16,761	17,769	18,266	25,877	26,677						
少数股东权益	0	355	0	0	0						
所有者权益合计	16,761	18,124	18,266	25,877	26,677						
负债及权益总计	74,382	87,129	98,602	111,372	128,247						
						重要财务指标与估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						营业收入增长率	-11.59%	12.68%	16.64%	19.68%	15.58%
						归母净利润增速	-13.66%	-12.51%	13.97%	19.25%	17.75%
						归母净资产增速	2.32%	6.01%	-24.62%	41.66%	3.09%
						每股收益(元/股)	0.27	0.24	0.22	0.26	0.30
						每股净资产(元/股)	5.92	6.27	6.45	7.33	7.55
						净资产收益率	4.63%	3.89%	4.25%	4.13%	4.09%
						P/E(倍)	40.71	46.53	50.92	42.70	36.26
						P/B(倍)	1.86	1.76	1.71	1.51	1.46

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 3 月 27 日)

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>