

国金证券 (600109.SH) 投行业务承压，一季度自营高基数导致业绩同比下降

2024年04月26日

——国金证券 2023 年报及 2024 一季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2024/4/25
当前股价(元)	8.21
一年最高最低(元)	11.50/7.58
总市值(亿元)	304.80
流通市值(亿元)	262.68
总股本(亿股)	37.13
流通股本(亿股)	32.00
近3个月换手率(%)	56.98

● 投行业务承压，一季度自营高基数导致业绩同比下降

2023 年公司营业收入/归母净利润为 67.3/17.2 亿元，同比+17.4%/+43.4%，加权平均 ROE 5.39%，同比+1.22pct。2024Q1 营业收入/归母净利润 14.8/3.7 亿，同比-24.0%/-38.6%，年化 ROE 4.48%。2023 年下半年以来投行业务承压，自营投资是业绩主要影响因素。考虑公司投行业务承压，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 18/21 亿元（调前 22/26），新增 2026 年预测 24 亿元，同比+6%/+15%/17%，EPS 分别为 0.5/0.6/0.7 元。公司 2023 年股利支付率达 30%（历史 5 年平均为 11.3%），对股东回报重视程度提升。公司投行品牌优势较强，未来仍坚定落实以投行为牵引的战略，加强业务协同。当前股价对应 2024-2026 年 PB 0.9/0.9/0.8 倍，维持“买入”评级。

● 投行业务承压，经纪市占率提升，代销金融产品规模逆势增长

(1) 2023 年/2024Q1 投行净收入 13.4/2.3 亿元，同比-21%/-43%。2023 年/2024Q1 公司 IPO 收入 5.9/0.4 亿元，同比-40%/-43%，IPO 承销规模市占率 2.08%/1.77%。公司投行业务项目与人力储备相对充足，截至 2024 年 4 月 24 日，公司 IPO 总储备量 32 单，行业排名第 6，保荐代表人 299 名，在全部保荐机构中排名第 9。

(2) 2023 年/2024Q1 公司经纪净收入 16.5/3.8 亿元，同比-0.1%/-1.3%。公司 2023 年股基市占率 1.27%，同比+0.12pct。2023 年代销收入 1.9 亿元，同比+2.1%，代销金融产品规模 4258 亿元，同比+13%，逆势增长。(3) 2023 年/2024Q1 资管业务实现 0.9/0.2 亿，同比-32.1%/-8.8%。

● 付息债务规模增加导致利息支出增加，Q1 自营投资受高基数影响同比下降

(1) 2023 年/2024Q1 公司利息净收入分别 12.1/2.7 亿元，同比-13.5%/-12.5%。2023 年/2024Q1 两融业务市占率达 1.57%/1.53%，较 2022 年末的 1.32% 有所提升，利息净收入同比下降主因付息债务规模明显增加导致利息支出同比增加，2023 年付息债务规模同比+37%。(2) 2023 年公司自营投资收益 16.4 亿，同比+644.5%，自营金融资产规模+19.2%，自营投资收益率 4.7%，较 2022 年的 0.7% 明显改善。2024Q1 公司自营投资收益 4.3 亿元，同比-40%，年化自营投资收益率 4.92%，2024Q1 沪深 300/中证综合债分别+3.1%/+2.1%（2023Q1 分别+4.6%/+0.9%）。

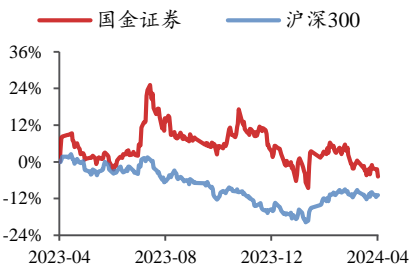
● **风险提示：**股市波动使得自营投资收益有波动；受政策影响投行业务有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,733	6,730	6,596	7,368	8,373
YOY(%)	-19.6	17.4	-2.0	11.7	13.6
归母净利润(百万元)	1,198	1,718	1,818	2,091	2,445
YOY(%)	-48.3	43.4	5.8	15.0	16.9
毛利率(%)	24.1	31.6	34.3	35.3	36.3
净利率(%)	20.9	25.5	27.6	28.4	29.2
ROE(%)	4.3	5.4	5.5	6.0	6.7
EPS(摊薄/元)	0.32	0.46	0.49	0.56	0.66
P/E(倍)	26.1	18.2	17.2	14.9	12.8
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

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

《经纪和投行业务显韧性，自营投资收益率表现亮眼——公司信息更新报告》-2023.11.19

《自营驱动业绩高增，股份回购彰显管理层信心——国金证券 2023 中报点评》-2023.9.3

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	81,483	93,794	108,544	123,990	142,239
现金	23,391	25,061	29,732	33,880	37,865
应收票据及应收账款	270	879	330	360	390
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	57,822	67,854	78,483	89,750	103,985
非流动资产	20,697	23,238	25,428	28,437	31,863
长期投资	485	520	546	573	602
固定资产	113	107	107	107	107
无形资产	373	341	341	341	341
其他非流动资产	19,726	22,270	24,433	27,416	30,812
资产总计	102,180	117,032	133,972	152,427	174,102
流动负债	61,151	72,441	85,285	99,399	115,904
短期借款	29,488	41,629	49,955	59,946	71,936
应付票据及应付账款	1,305	1,497	3,052	4,070	5,087
其他流动负债	30,359	29,315	32,277	35,383	38,882
非流动负债	9,697	11,795	14,579	17,363	20,702
长期借款	8,953	11,095	13,869	16,643	19,972
其他非流动负债	744	700	710	720	730
负债合计	70,848	84,236	99,864	116,762	136,606
少数股东权益	203	230	240	251	263
股本	3,724	3,724	3,724	3,724	3,724
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852
留存收益	17,538	19,002	20,313	21,870	23,701
归属母公司股东权益	31,129	32,566	33,868	35,414	37,232
负债和股东权益	102,180	117,032	133,972	152,427	174,102

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3455	4195	4496	4974	5534
净利润	1205	1746	1846	2124	2484
折旧摊销	256	306	356	406	456
财务费用	1	1	1	1	1
投资损失	-524	-574	-624	-674	-724
营运资金变动	1385	1485	1585	1685	1785
其他经营现金流	1131	1231	1331	1431	1531
投资活动现金流	1040	1060	1080	1100	1120
资本支出	1	1	1	1	1
长期投资	1681	1701	1721	1741	1761
其他投资现金流	281	291	301	311	321
筹资活动现金流	154597	-19293	269218	189573	150632
短期借款	374	394	414	434	454
长期借款	7212	7312	7412	7512	7612
普通股增加	1	1	1	1	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1	1	1	1	1
现金净增加额	159091	-14038	274794	195647	157285

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5733	6730	6596	7368	8373
营业成本	4353	4600	4333	4765	5330
营业税金及附加	38	36	36	40	45
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	4282	4547	4287	4715	5275
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	33	-18	10	10	10
其他收益	1	1	787	826	868
公允价值变动收益	-1043	341	0	0	0
投资净收益	1325	1347	1674	2016	2468
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1380	2130	2263	2602	3043
营业外收入	4	6	13	15	17
营业外支出	5	6	23	26	29
利润总额	1380	2130	2253	2592	3031
所得税	175	384	406	467	547
净利润	1205	1746	1846	2124	2484
少数股东损益	6	27	29	33	39
归属母公司净利润	1198	1718	1818	2091	2445
EBITDA	1636	2436	2609	2998	3487
EPS(元)	0.32	0.46	0.49	0.56	0.66

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-19.6	17.4	-2.0	11.7	13.6
营业利润(%)	-52.8	54.3	6.3	15.0	16.9
归属于母公司净利润(%)	-48.3	43.4	5.8	15.0	16.9
获利能力					
毛利率(%)	24.1	31.6	34.3	35.3	36.3
净利率(%)	20.9	25.5	27.6	28.4	29.2
ROE(%)	4.3	5.4	5.5	6.0	6.7
ROIC(%)	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
偿债能力					
资产负债率(%)	69.3	72.0	74.5	76.6	78.5
净负债比率(%)	122.7	160.8	187.1	214.7	245.1
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	6.0	6.1	5.3	5.1	5.1
应收账款周转率	2,980	1,171	1,091	2,136	2,233
应付账款周转率	450	328	191	134	116
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.46	0.49	0.56	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.13	1.21	1.34	1.49
每股净资产(最新摊薄)	8.36	8.74	9.09	9.51	10.00
估值比率					
P/E	26.1	18.2	17.2	14.9	12.8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.4	4.4	6.0	5.4	5.2

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