

2024-07-30

国海证券：投研驱动，重视分红，持续深化财富、资管 业务转型

证券研究报告

证券分析师：夏聿印

执业登记编号：S1190523030003

研究助理：王子钦

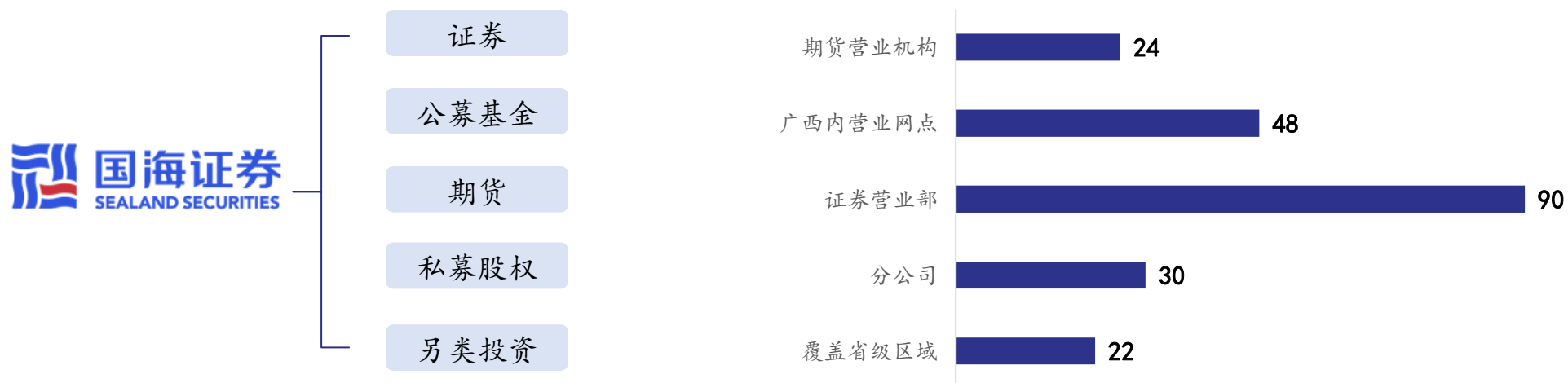
一般从业登记编号：S1190124010010

- 公司2023年营业收入为41.88亿元，同比+15.81%；2024Q1实现营业收入8.02亿元，同比-18.85%。公司2023年实现归母净利润3.27亿元，同比+31.18%；2024年Q1实现归母净利润0.94亿元，同比-58.66%。公司业绩短期呈周期性波动。
- 在各项主营业务中，2023年，券商的证券经纪业务收入合计为1113.1亿元，同比-12.48%，国海证券23年及24Q1经纪业务净收入分别为8.00亿、1.81亿，同比-6.01%、-3.51%，表现相对稳健。投行业务实现营收0.70亿元，同比-22.08%。信用业务实现营收5.13亿元，同比-1.78%。公司投行业务优化布局，项目储备数量和质量稳步提升，年内助力全国政府企业融资规模超140亿元；自营业务收入随行情周期性波动，自营业务收入达7.14亿元，同比+287.29%，投资收益随行情回暖有所增加。
- 公司始终坚持以效益为中心和高质量发展，在波动市场环境下，2023年实现合并营业收入41.88亿元、利润总额5.15亿元、归母净利润3.27亿元，同比分别增长16%、15%和31%。2011年上市以来，公司连续13年分红，累计向股东分配利润46.61亿元，其中现金分红31.67亿元，现金分红金额占当年实现可供分配利润的比重平均值远高于同行业上市公司平均水平。
- 基于以上因素，预计公司2024-2026年营业收入分别为49.36、57.22、65.38亿元，同比+17.84%、+15.93%、+14.26%；实现归母净利润3.84、4.90、6.44亿元，同比+17.49%、+27.46%、+31.49%；实现每股收益（EPS）0.06、0.08、0.10元；对应PE估值分别为59.00、47.55、37.30倍。给予公司“买入”评级。

1.1 公司简介

- 国海证券是国内首批设立并在广西区内注册的唯一一家全国性综合类证券公司，是一家牌照齐全，涵盖证券、公募基金、期货、私募股权投资、另类投资等多元业务体系的全国性上市综合金融服务企业。
- 公司成立于1988年，前身为广西证券公司。2001年，增资扩股并更名为国海证券有限责任公司。2011年8月登陆A股市场，更名为国海证券股份有限公司（股票代码：000750），成为国内第16家上市证券公司。
- 截至2023年末，公司在全国22个省级区域设立30家分公司、90家证券营业部，控股国海富兰克林基金管理有限公司、国海良时期货有限公司，全资设立国海创新资本投资管理有限公司、国海证券投资有限公司，员工3691人。

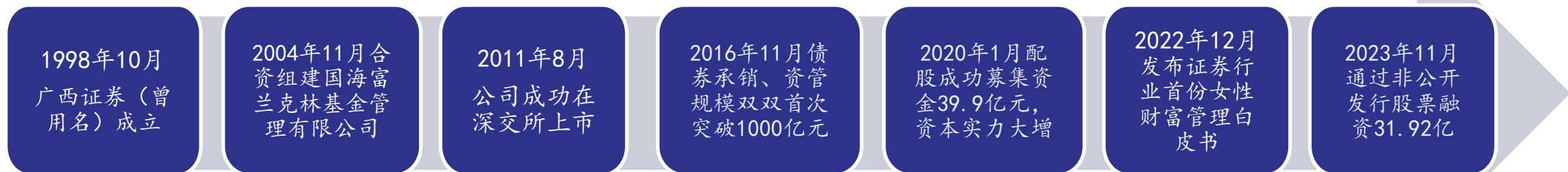
图表1 截至2023年国海证券分支机构情况



1.2 公司发展历程

- **1988-2001年：**1988年10月，广西证券公司经中国人民银行总行批准成立。1992年10月，广西证券公司深圳营业部开业，成为首家在深圳开设营业部的异地券商。1996年3月，注册资本金增加到1亿元人民币，并更名为广西证券有限责任公司。
- **2001-2011年：**2001年10月，公司更名为国海证券有限责任公司。2004年11月，合资建国海富兰克林基金管理有限公司，成为国内第7家获得批准设立中外合资基金公司的证券公司。2005年9月，成为全国首批7家规范类券商之一。2009年1月，成功收购浙江良时期货经纪有限公司并将其更名为国海良时期货有限公司。2011年8月，借壳桂林集琦成功在深圳证券交易所上市。
- **2011-2023年：**2016年11月，债券承销业务规模、资产管理规模双双首次突破1000亿元，其中债券承销规模跻身行业第11位。2019年12月，中诚信证券评估有限公司首次将公司主体信用等级上调为**最高等级AAA**。2023年11月，通过非公开发行股票融资31.92亿元，资本实力进一步夯实。

图表2 国海证券发展历程

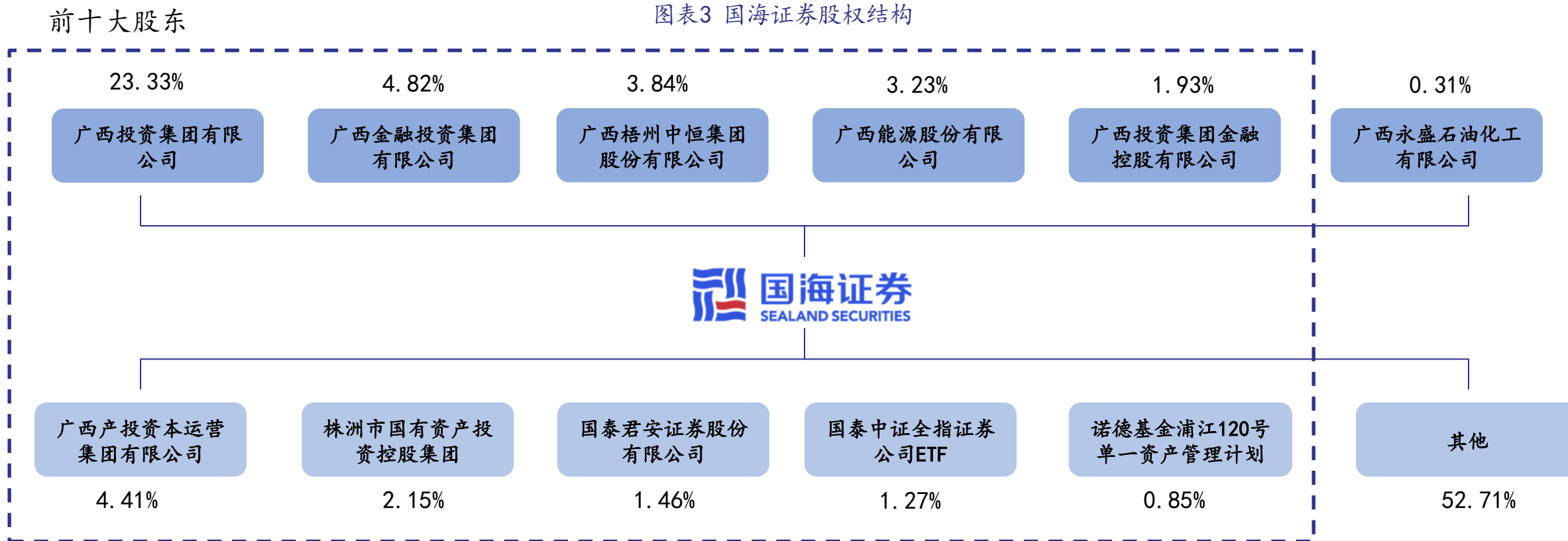


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 股权结构

- 公司前十大股东合计持股比例为47.29%，大部分是广西和湖南的国有企业、国泰君安证券以及部分证券公司ETF等。
- 广西投资集团有限公司为国海证券的实际控制人，截至2023年末的直接持股比例达23.33%，广西投资集团有限公司通过旗下公司间接持股14.13%，合计持股比例37.46%。

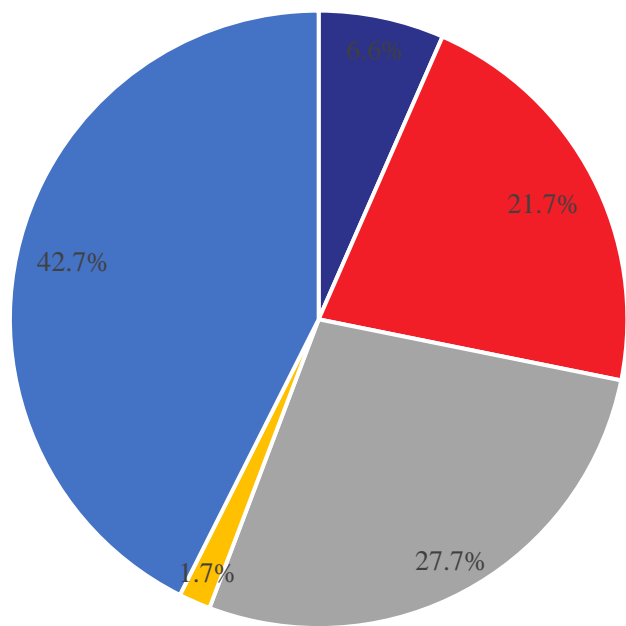
图表3 国海证券股权结构



1.4 业务结构

- 国海证券的主营业务主要有销售交易与投资业务、投资管理业务、财富管理业务、企业金融服务业务和其他业务，2023年各业务的收入分别为2.76、9.07、11.58、0.70和17.87亿元；同比增长389.75%、-12.92%、-6.19%、-22.08%和23.57%；分别占总营收的6.59%、21.65%、27.65%、1.67%和42.68%。
- 公司的收入来源主要分为手续费及佣金收入和利息收入。公司2023年的手续费及佣金收入为19.71亿元，利息收入为14.52亿元。

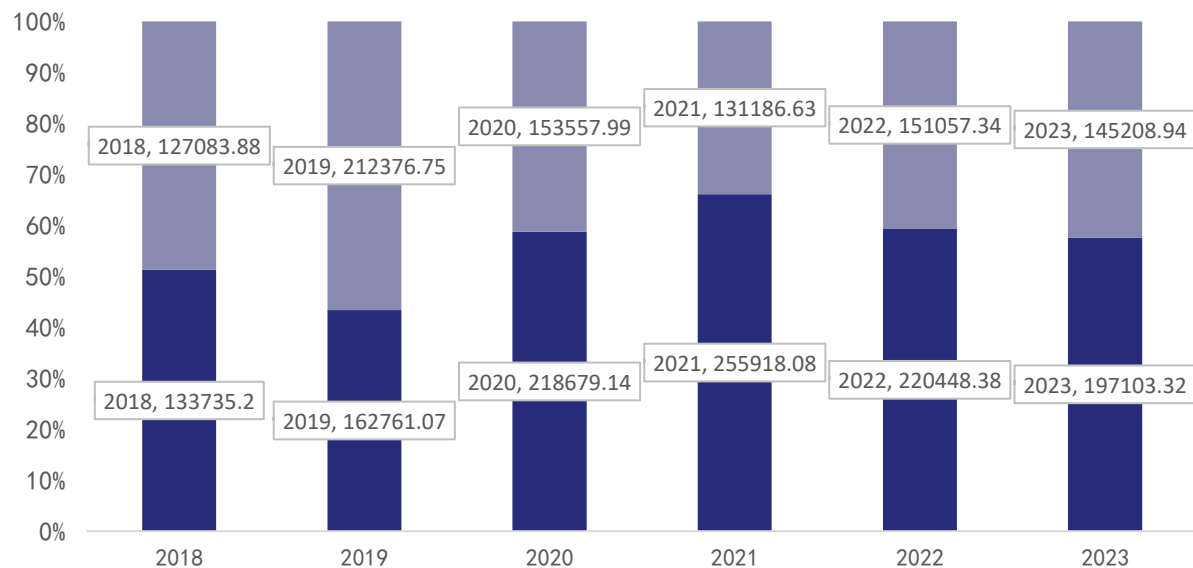
图表4 2023年国海证券主营业务结构



■ 销售交易与投资 ■ 投资管理 ■ 财富管理 ■ 企业金融服务 ■ 其他业务

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5 国海证券主要收入结构



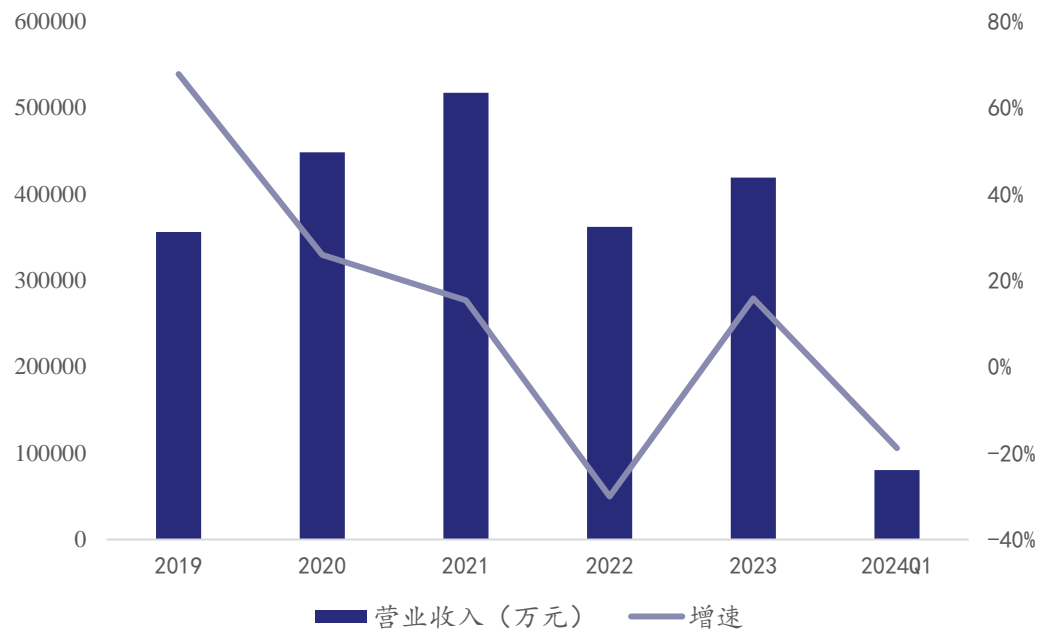
■ 手续费及佣金收入 (万元) ■ 利息收入 (万元)

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.5 财务分析

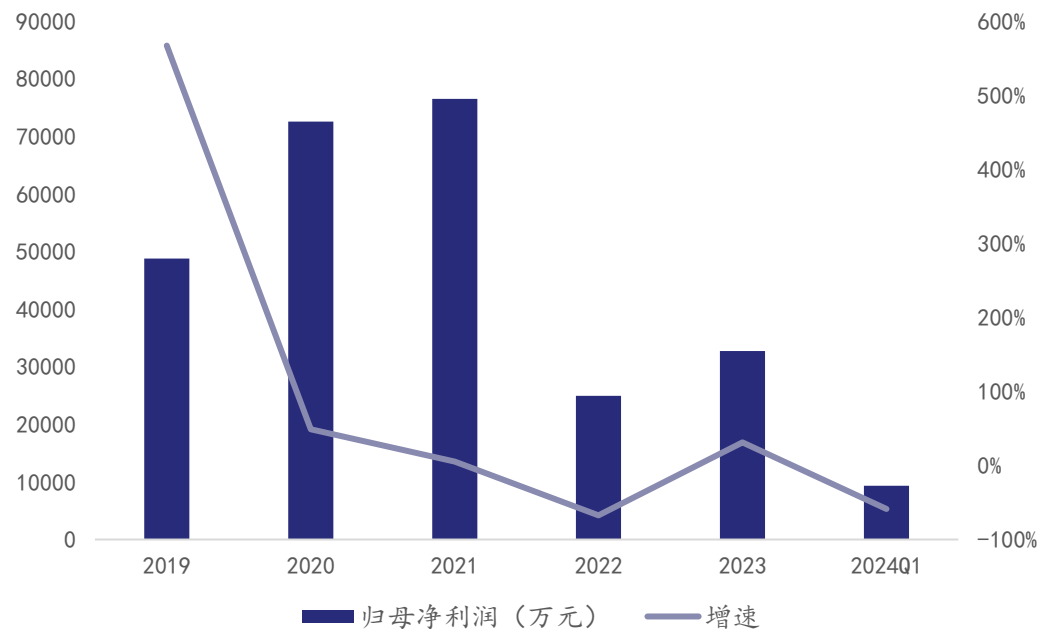
- 2024年以来资本市场各指数下行，券商整体的业绩承压。公司2023年营业收入为41.88亿元，同比+15.81%；2024Q1实现营业收入8.02亿元，同比-18.85%。公司2023年实现归母净利润3.27亿元，同比+31.18%；2024年Q1实现归母净利润0.94亿元，同比-58.66%。
- 公司业绩整体伴随市场呈周期性波动。2024年上半年受市场波动等多方面因素影响，公司权益投资、投资银行等业务收入同比下降，同时报告期内计提资产减值准备增加，体现了对未来进一步风险的防控。

图表6 2019-2024Q1国海证券营业收入



数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表7 2019-2024Q1国海证券归母净利润

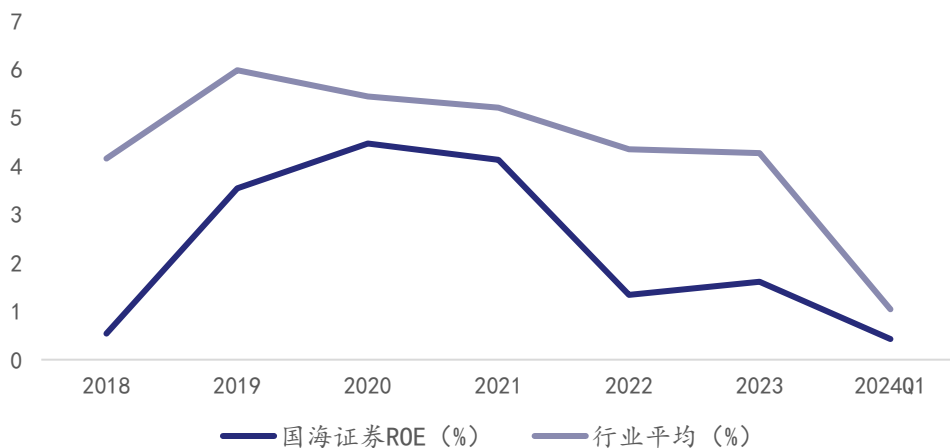


数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

1.5 财务分析

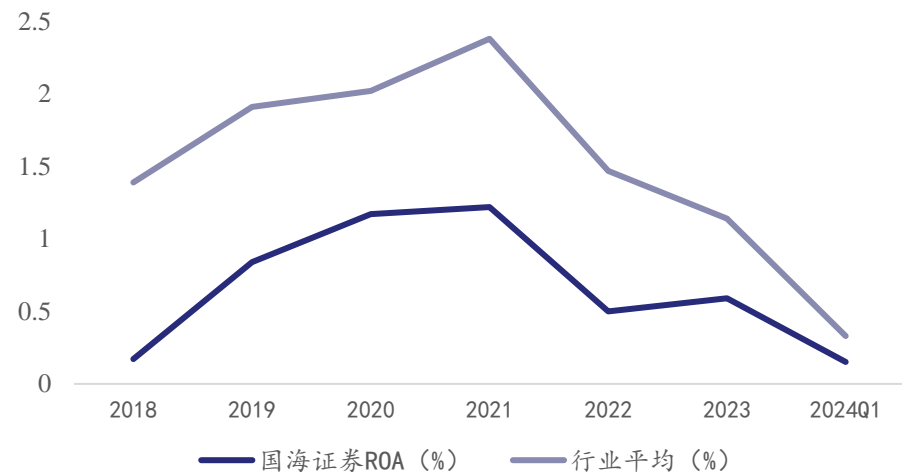
- 由于监管政策变化、股权质押风险等因素，导致券商行业整体ROE于2018年触底，2019年开始有所回升。公司2024年Q1的ROE和ROA分别为0.43%和0.15%，略低于行业平均水平。
- 近年来，国海证券持续计提资产减值准备，2019年-2023年，涉及金额超过13亿元，其中，股票质押式回购交易业务是重要因素。随着公司近年来采取多种措施化解风险，该业务风险敞口已大幅压降，截至2023年末，该业务客户整体履约保障比例（计算其他担保物）为180.39%，随着存量股票质押业务不断出清，未来这部分风险释放后将存在反哺利润的可能。
- 公司2023年通过定增募集资金31.92亿元，为2022年四季度以来沪深市场唯一的券商再融资项目，在近年来行业融资趋缓的背景下，或为公司后续发展带来一定的差异化竞争优势。

图表8 2018-2024Q1国海证券ROE



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表9 2018-2024Q1国海证券ROA

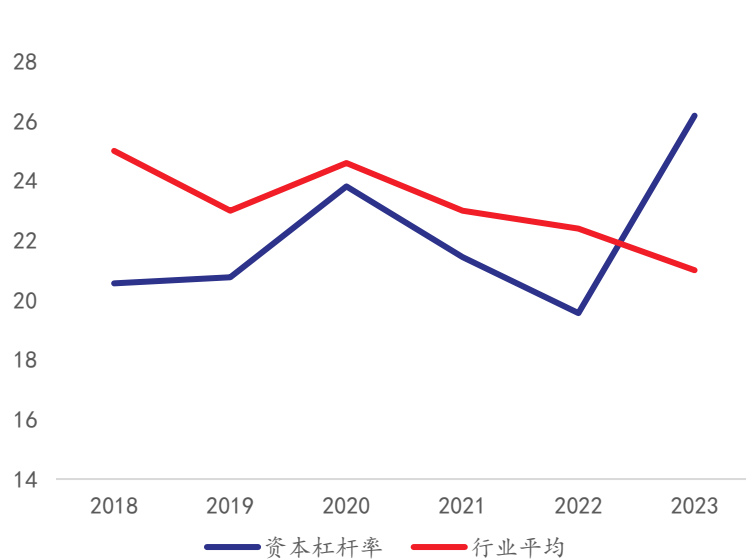


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

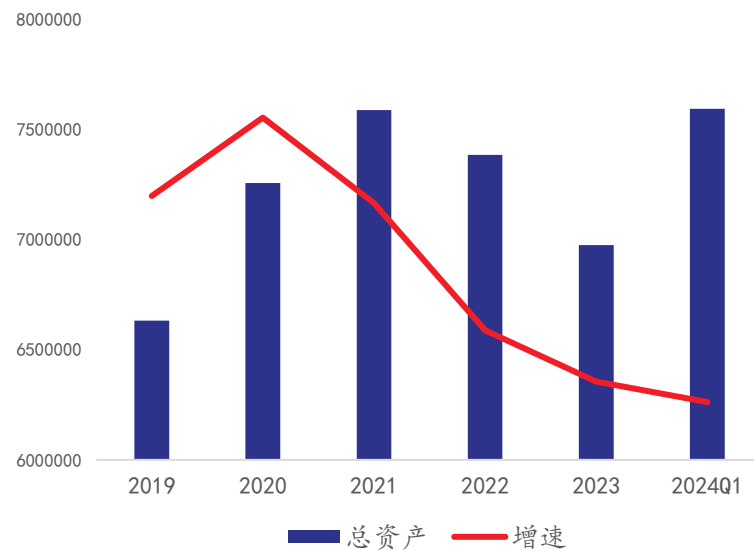
1.5 财务分析

- 公司2023年的资本杠杆率为26.18%，高于行业平均，未来杠杆提升空间较大。
- 截至2024年Q1，公司的总资产为759.31亿元，同比-6.73%，环比+8.88%。2020年以来，公司的总资产增速逐年递减。从2019年至2023年，公司总资产从663.08亿元提升至697.37亿元，CAGR为1.27%。
- 截至2024年Q1，公司的归母净资产为220.21亿元，同比+16.87%，环比+0.29%。从2019年至2023年，公司净资产从140.1亿元提升至219.56亿元，CAGR为11.89%，净资产逐年稳定增加，体现了一定的经营扩展性。

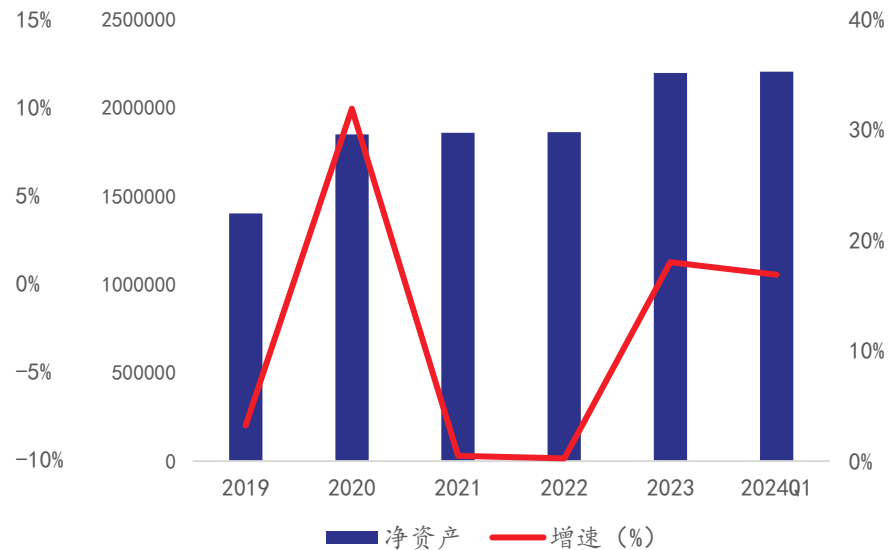
图表10 国海证券资本杠杆率 (%)



图表11 国海证券总资产 (万元)



图表12 国海证券净资产 (万元)

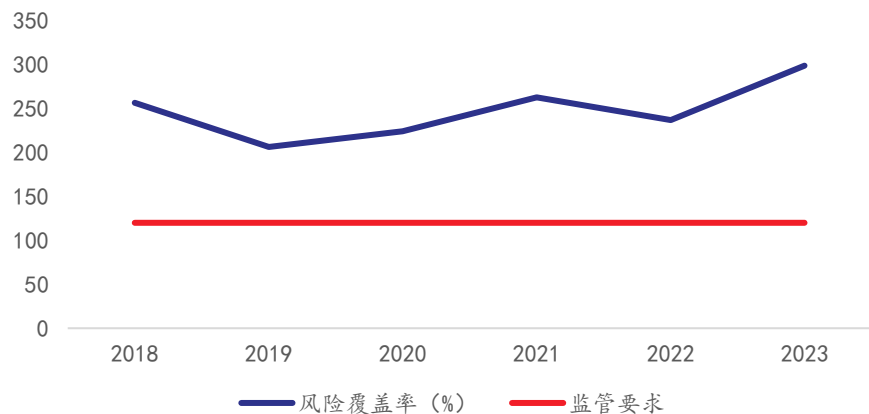


数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

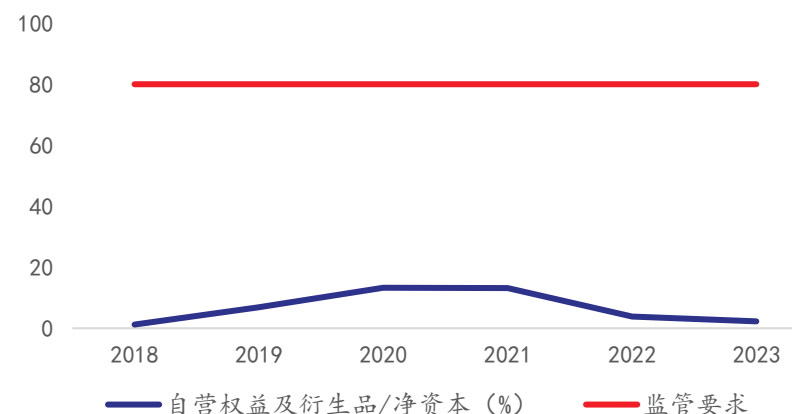
1.5 财务分析

► 近年来公司各项监管指标稳健，远超预警线（监管要求）水平。

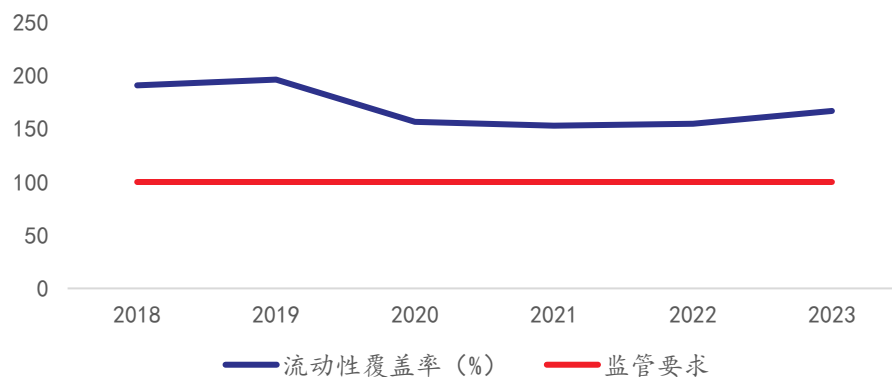
图表13 国海证券风险覆盖率（%）



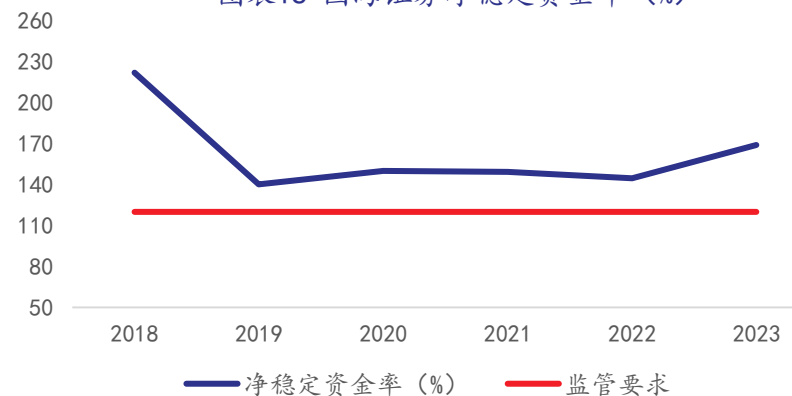
图表14 国海证券自营权益衍生品/净资本（%）



图表15 国海证券流动性覆盖率（%）



图表16 国海证券净稳定资金率（%）

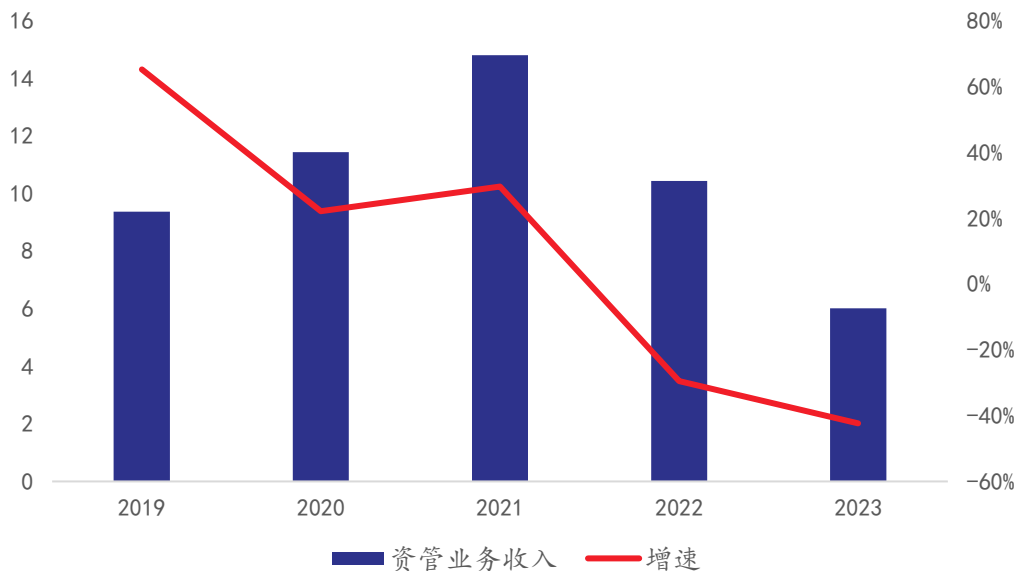


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.1 大资管业务

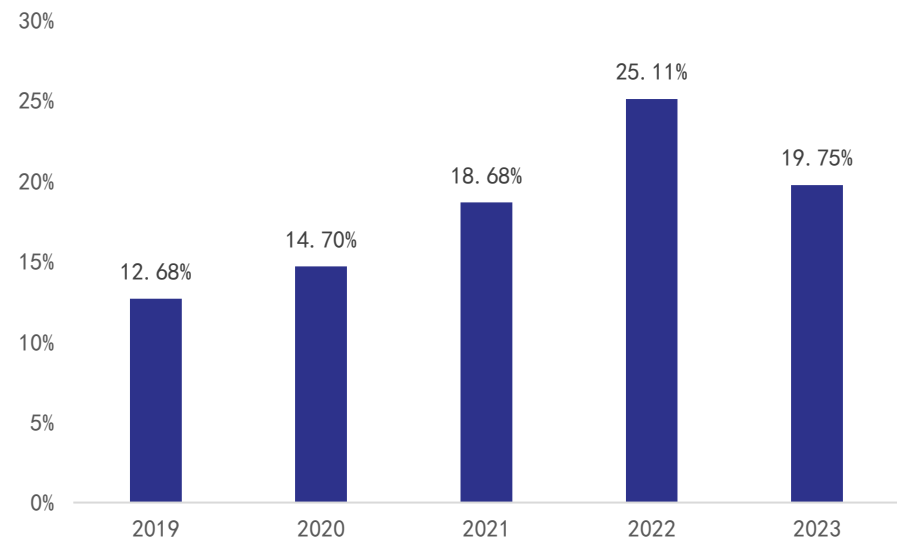
- 公司2024年大资管业务表现亮眼，24Q1确认资产管理业务手续费净收入0.48亿，同比+24.07%。2023年大资管业务的收入为9.07亿元，同比-12.92%，资管业务占总营收的比例从2022年的28.80%降至21.65%。
- 公司大资管业务致力于推动主动管理转型，着力提升投研能力，打造投资研究、合规风控、运营保障等核心竞争力。

图表17 国海证券资管业务收入（亿元）



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表18 国海证券资管业务占总营收比例



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

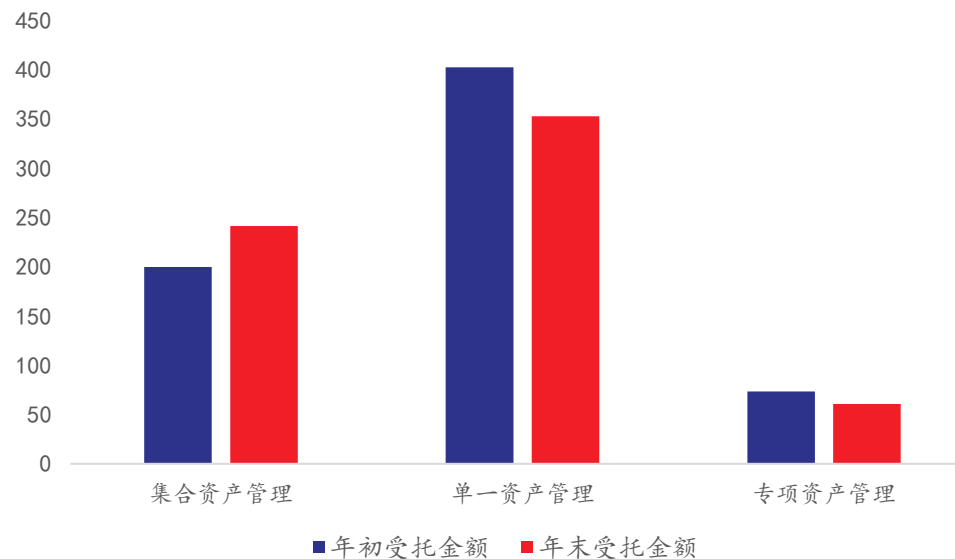
2.1 大资管业务

- 2023年，券商资管总体呈现加速公募化、主动化转型。公司资产支持证券化业务形成特色化竞争优势，成功发行全国首单银行贸融绿色ABS、全国首单省属建工类绿色供应链ABS等全国首单项目。电商销售规模122亿，同比+185%。截至2023年末，公司资管分公司资产管理规模654.35亿元，受托资产管理规模行业排名第30名。
- 拆分来看，公司2023年集合资产管理业务规模达241.06亿元，实现净收入1.33亿元；单一（或定向）资产管理业务规模达352.63亿元，实现净收入0.25亿元；专项资产管理业务规模达60.66亿元，实现净收入0.16亿元。

图表19 国海证券资管业务规模（亿元）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.1 大资管业务

公募基金管理业务—国海富兰克林基金

- 国海富兰克林基金形成股票投资、固收投资、海外投资共同发展的多元业务格局，截至2023年，旗下共运作44只公募基金，涵盖货币、债券、混合、股票、指数等不同类型。境内公募和专户资产管理规模合计755.71亿元，其中境内公募基金资产管理规模为747.78亿元。
- 权益投资方面，股票投资能力获得海通证券三年期、五年期和十年期的**全五星评级**；固收投资方面，追求中长期稳健业绩，旗下固收类基金近五年平均回报排名行业**第8**；海外投资方面，国富大中华QDII近七年回报同类**第1**、主投美股科技股的国富全球科技互联近一年回报同类**第4**。

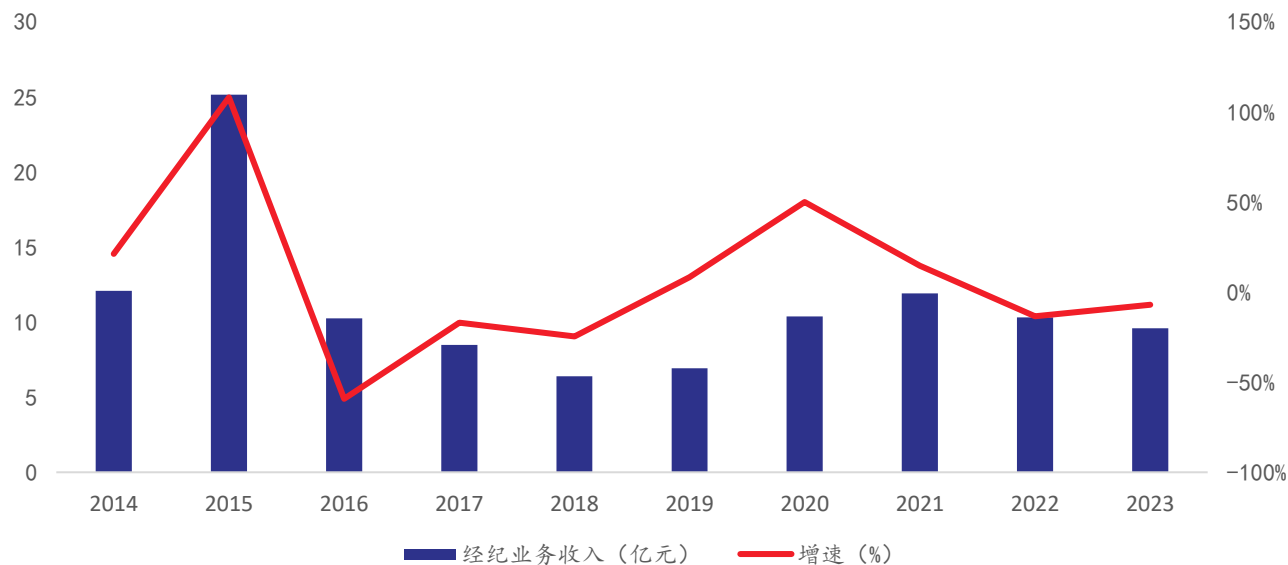
私募基金管理业务—国海创新资本

- 国海创新资本致力于中国经济新动能的发掘，目标是成为券商领先、国内一流的股权投资机构。公司始终围绕“科技创新”和“健康生活”两大主线，坚持“专注、专业”的价值投资理念，深耕医疗健康、新能源和新材料等领域。累计管理资产规模已超过200亿元，累计投资超过90家优质企业。连续三年荣获“金牛券商股权投资卓越机构”奖，是唯一一家上榜的中型券商私募子公司。

2.2 大财富业务

- 公司2023年财富管理业务共实现收入11.58亿元。公司致力于建立特色买方投研、投顾服务体系，打造首席点金、智融红利、机构透视量化1号等专家组合类投顾产品。增强全渠道获客能力，做大客户基础。目前，公司客户数近300万户，管理客户资产规模近2700亿元。
- 在各项主营业务中，2023年，券商的证券经纪业务收入合计为1113.1亿元，同比下降12.48%。国海证券23年及24Q1经纪业务净收入分别为8.00亿、1.81亿，同比-6.01%、-3.51%，表现相对稳健。从收入及网点分布看，经纪业务在广西壮族自治区内优势明显，国海深耕广西地区，实现14个地级市全覆盖，部分地区实现县域覆盖，省内佣金水平较高且市占率位列第一，客户粘性强；公司同时积极开拓沿海及长江经济带地区业务，广东、贵州及江苏地区营收增速分别为9.71%/54.08%/70.50%。

图表19 国海证券经纪业务收入（亿元）

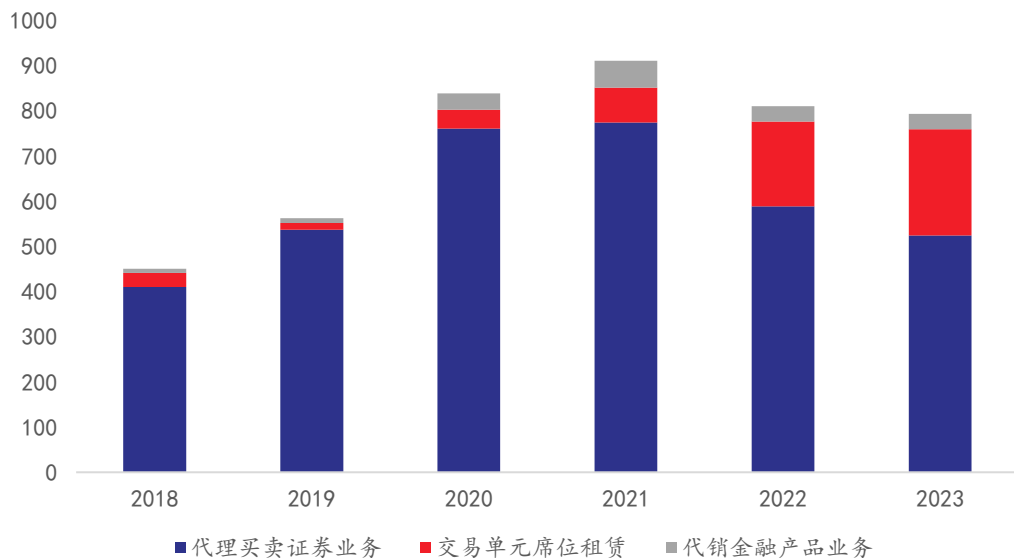


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.2 大财富业务

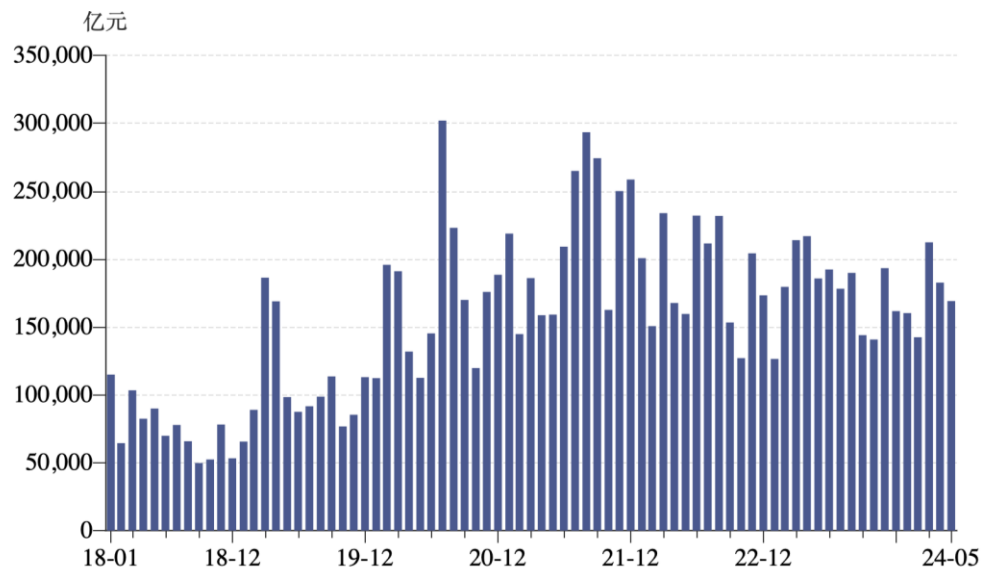
- 公司2023年证券经纪业务的手续费及佣金收入为7.93亿元。年内新开客户数量同比增长23.03%，新增客户资产规模同比增长37%，年内组合投顾产品平均收益跑赢沪深300指数10.10%，大幅优于市场表现，2023年末存量累计投顾签约资产同比增长113.15%。拆分来看，公司2023年代理买卖证券业务的手续费及佣金收入为5.24亿元，交易单元席位租赁为2.35亿元，代销金融产品为0.34亿元。2023年市场日均股基成交额为9917亿元，同比下降3.1%，行业的佣金率也持续下降。代理买卖证券业务发展空间有限，公司致力于向大财富大资管业务转型。
- 期货经纪业务客户权益、成交规模大幅提升。控股子公司国海良时期货在全国拥有24家分支机构，公司坚持规范管理、稳健经营，2023年国海良时期货分类评价获A类A级，获评“中国最佳期货公司”。

图表20 国海证券证券经纪业务手续费及佣金收入结构（百万元）



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21 沪深股市股票成交额

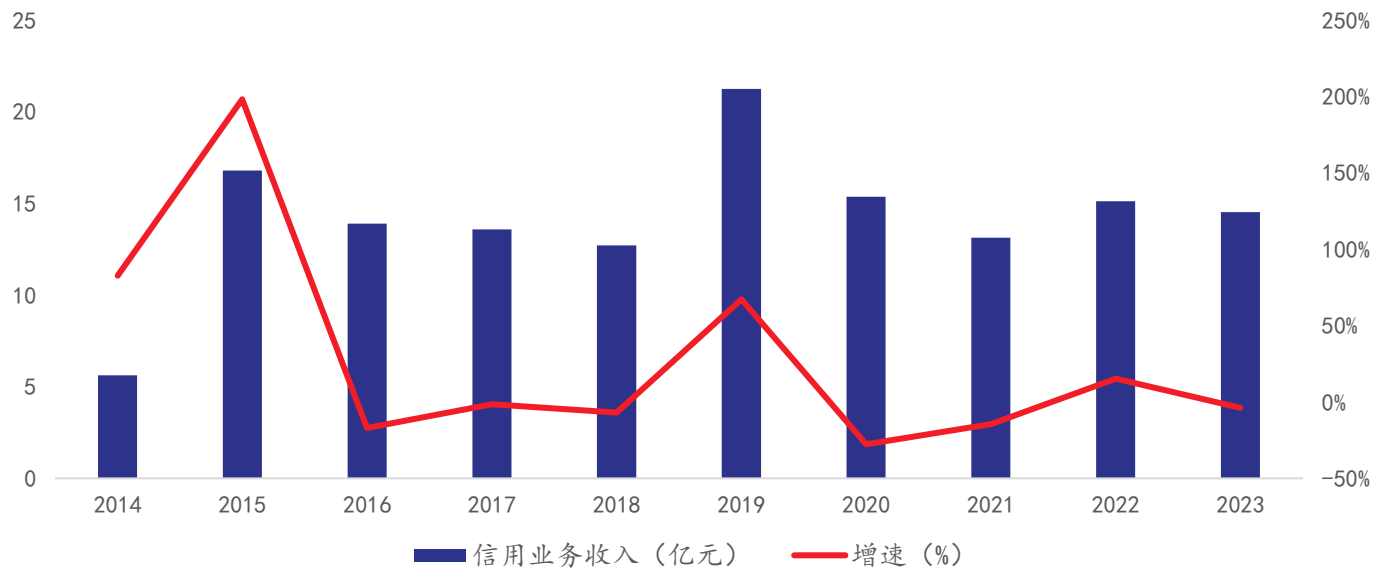


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.3 信用业务

- 截至2023年末，市场融资融券业务规模为1.65万亿元，同比增长7.17%；市场质押股票数量约为3533亿股，同比下降11.87%。2024年7月监管部门全面暂停转融券业务并进一步收紧融券保证金比例。
- 公司信用业务继续坚持“以客户为中心”的发展战略，实施差异化的市场营销策略，通过多种手段扩大优质基础客户群，致力于通过专业化服务提升业务质效，推动融资融券业务的高质量发展。2023年，公司信用业务收入5.13亿元，同比-1.87%，信用业务占总营收比例从2022年的17.62%降至15.61%。截至2023年底，公司融资融券业务规模75.18亿元，同比增长10.51%，超出市场平均增长水平。公司持续加强风险控制能力和合规管理，扎实开展信用业务风险防控工作，年末信用账户的平均维持担保比例约为240%，整体业务风险保持在可控范围内。

图表22 国海证券信用业务收入变化

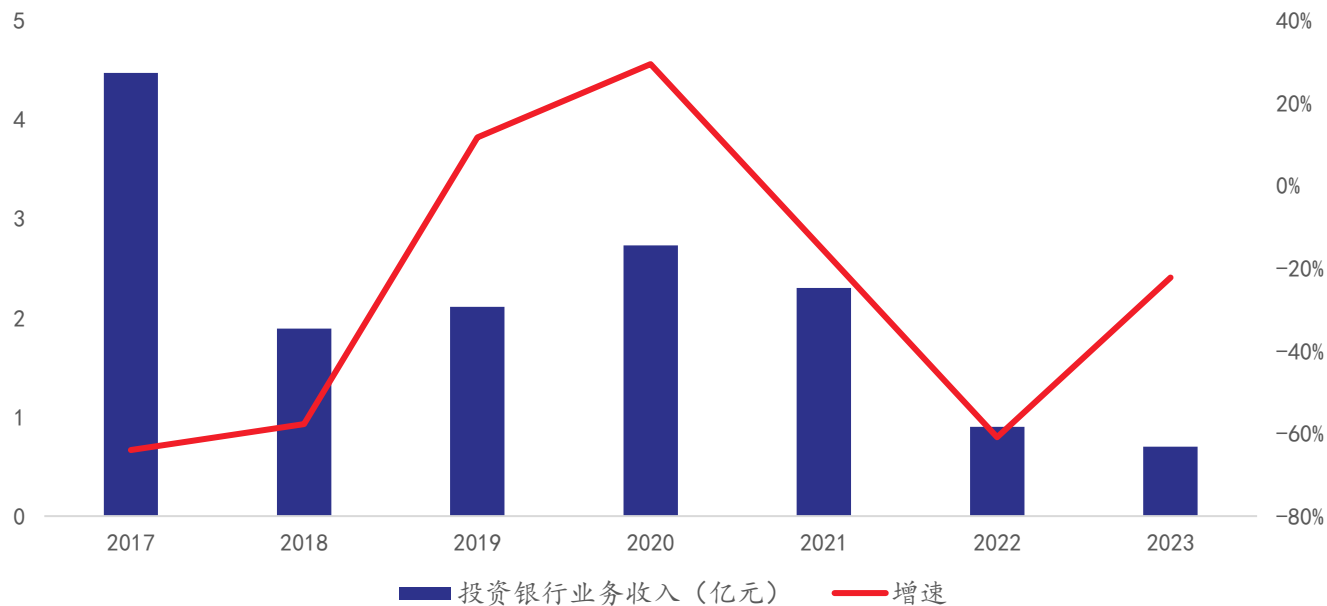


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.4 投行业务

- 公司2023年的投行业务实现营收0.7亿元，同比-22.08%。公司优化业务布局，项目储备数量和质量稳步提升，年内助力全国政府企业融资规模超140亿元。2023年A股首发上市企业共313家，IPO募集资金总额3565.39亿元，同比下滑27%和39%。
- 在A股IPO发行数量与融资金额均同比下降的环境下，有效把握北交所市场机遇。落地区域+行业深耕体系化行动方案，重点深耕新能源及电驱、军工与高端制造、传统行业升级改造加消费、生物技术与医疗器械等行业，加速项目储备和落地，开发培育了一批符合国家战略的优质项目；深度参与广西直接融资改革创新试点，加大对广西区内企业挖掘培育和融资支持。截至2023年末，已累计为610家企业融资超2800亿元，形成了中小企业IPO和再融资等业务特色。

图表23 国海证券投资银行业务收入变化

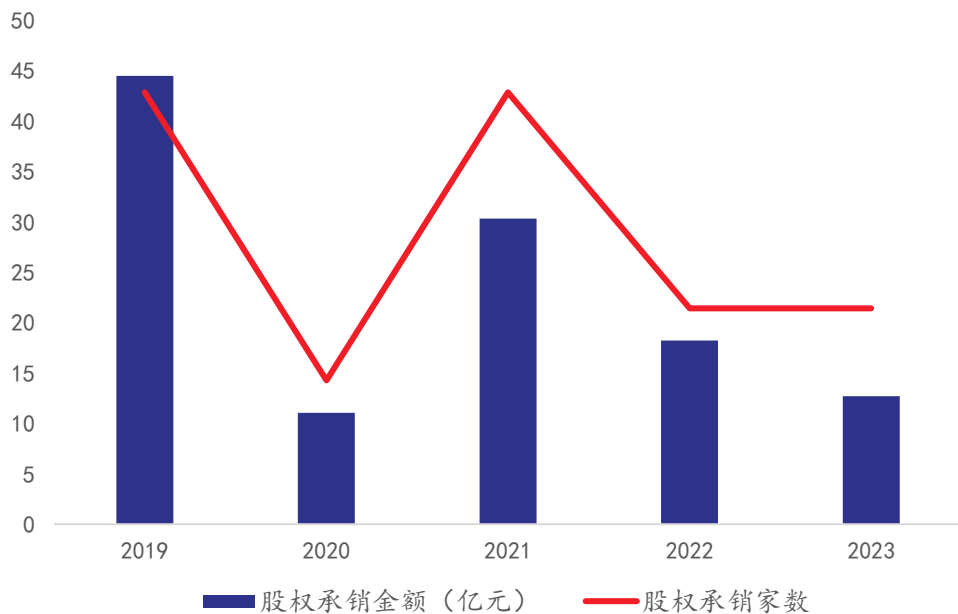


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.4 投行业务

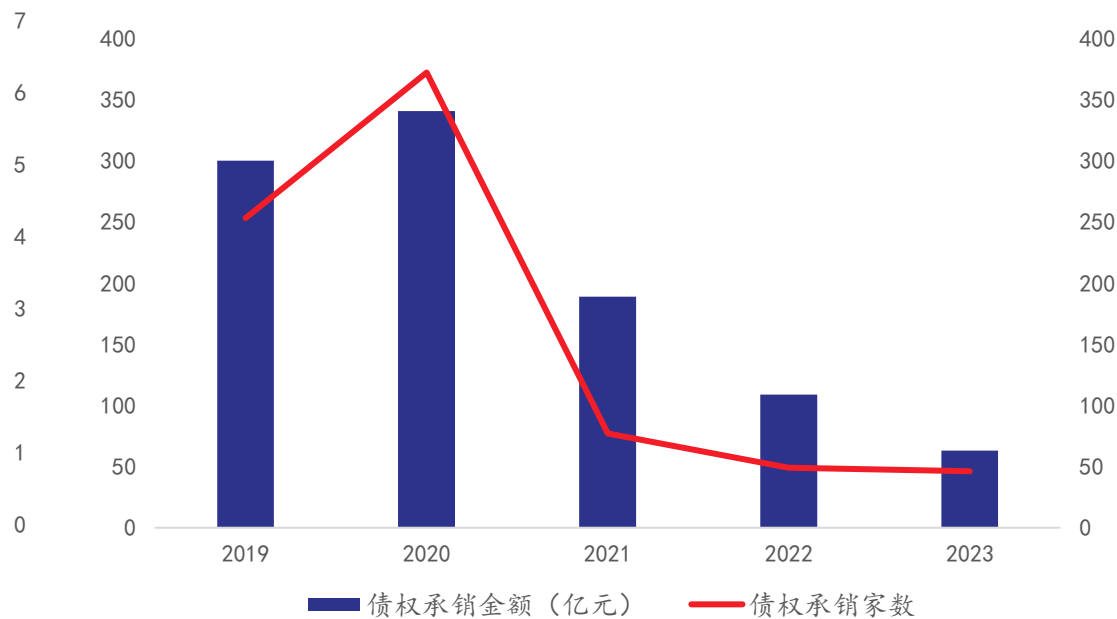
- 公司2023年有效把握北交所机遇，完成股权项目3家，IPO承销家数行业排名29位，大幅提升17位，北交所IPO家数排名第12位。股权承销金额为12.71亿元，同比-30.24%。公司致力于深耕长三角、大湾区、大西南地区，重点区域立项占比59%，区域外市场影响力稳步提升。
- 近年来公司股权承销金额较少，债券承销金额较多。公司2023年债权承销金额为62.88亿元，承销家数为46家。总体债券承销金额呈下降趋势。近年来公司完成全国首单城商行“碳中和”主题绿色金融债、全国首单战疫专项公司债、全国首单非公开发行永续期公司债等行业领先的创新项目。

图表24 国海证券股权承销金额情况



数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表25 国海证券债权承销金额情况

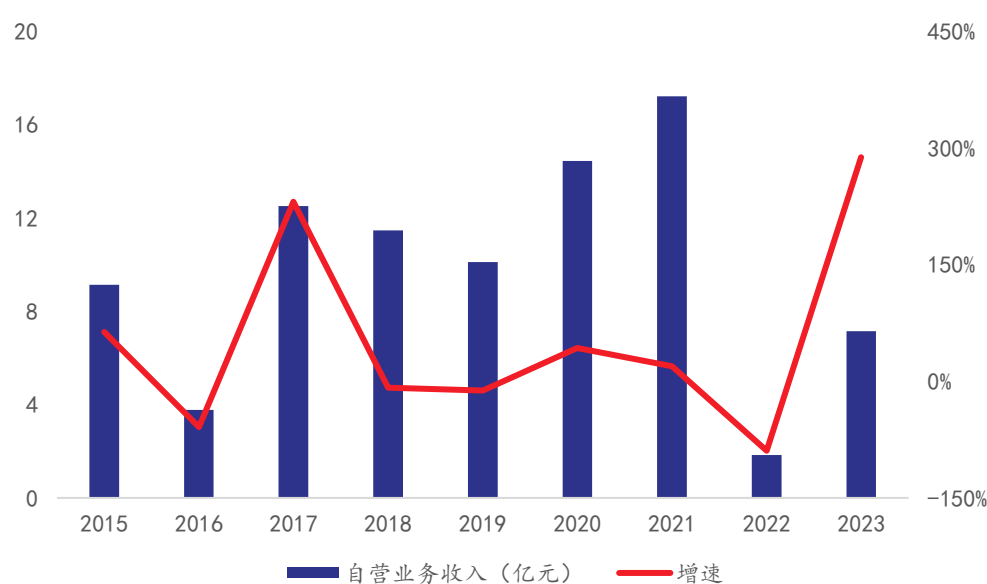


数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

2.5 自营业务

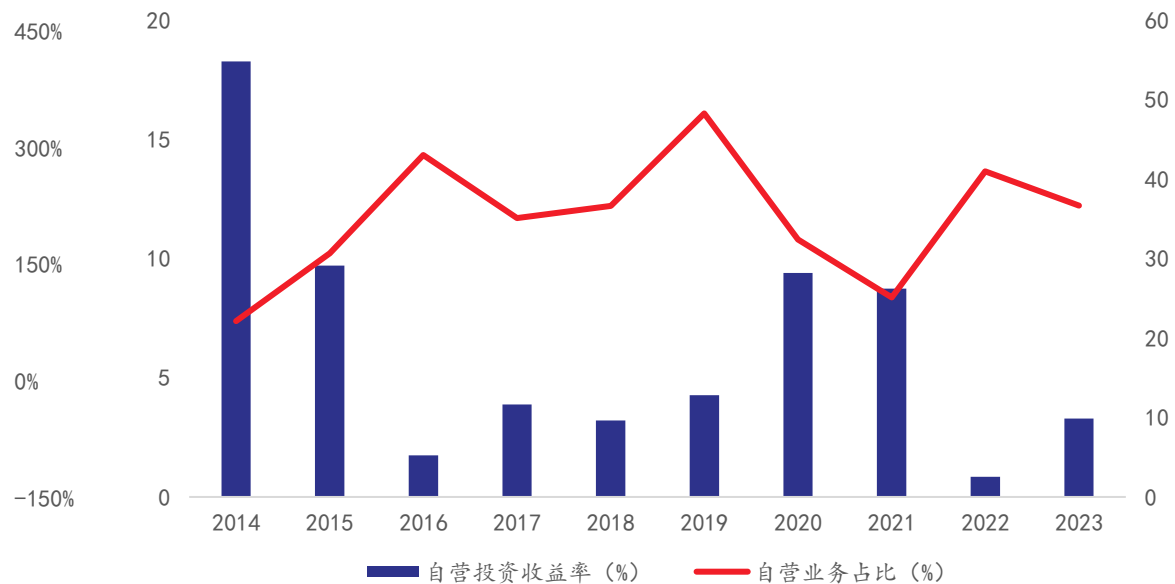
- 自营业务收入随行情周期性波动。公司2023年自营投资收益为7.14亿元，同比+287.29%。自营业务收入占总营收的比例从2022年的5%提升至18.02%，投资收益随行情回暖有所增加。
- 公司权益投资业务坚持“研究驱动投资”理念，通过寻找行业和个股阿尔法的方式提高投资收益率，捕捉到AI科技革命、北交所微盘股交易活跃度提升等阶段性、结构性机会。固定收益方面，坚持以追求绝对收益为导向，努力增加非方向性策略收入，推动中性策略扩容增效。

图表26 国海证券债自营业务收入情况



数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表26 国海证券自营投资收益率和占比情况



数据来源: Wind, 太平洋研究院整理

3. 投资建议

- **投资建议：**公司坚持以效益为中心的高质量发展道路，在挑战与机遇并存的波动市场环境下，2023年实现合并营业收入41.88亿元、利润总额5.15亿元、归母净利润3.27亿元，同比分别增长16%、15%和31%。2011年上市以来，公司连续13年分红，累计向股东分配利润46.61亿元，其中现金分红31.67亿元，现金分红金额占当年实现可供分配利润的比重平均值远高于同行业上市公司平均水平。
- 预计公司2024-2026年营业收入分别为49.36、57.22、65.38亿元，同比+17.84%、+15.93%、+14.26%；实现归母净利润3.84、4.90、6.44亿元，同比+17.49%、+27.46%、+31.49%；实现每股收益（EPS）0.06、0.08、0.10元；对应PE估值分别为59.00、47.55、37.30倍。给予公司“买入”评级。

4. 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,188	4,936	5,722	6,538
营业收入增长率	15.81%	17.84%	15.93%	14.26%
归母净利润（百万元）	327	384	490	644
归母净利润增长率	31.18%	17.49%	27.46%	31.49%
市盈率（PE）	66.60	47.55	37.30	28.37
市净率（PB）	0.97	0.82	0.80	0.78

5. 风险提示

- 战略推进不及预期;
- 政策落地不及预期;
- 资本市场波动加大;
- 公司业绩不及预期;

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
