



# 国泰君安 (601211.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 综合实力领先，剑指国际一流投行

### 投资逻辑

公司股东背景强大，综合实力领先，行业推进建设国际一流投行的潜在标的。国泰君安作为行业头部券商，背靠上海国资，前董事长现为上海国资委主任。公司资本体量和经营业绩位居行业前列，24Q1总资产/净资产/营业收入/归母净利排名行业第2/第3/第2/第2。盈利能力表现优异，近五年公司平均roe分别高于上市券商整体/行业0.86/1.74个百分点。业务发展均衡全面，综合服务能力强，2023年公司各主要业务线收入排名无一在行业前5名之外。公司战略路径清晰，执行力强，第一个三步走阶段(2020-2022年)相继补齐公募业务和投行IPO业务短板，推进机构客户服务体系改革，当前第二个三步走阶段正向“强长项”目标发力。公司高度重视合规风控，连续16年获得证监会A类AA级监管评级。我们认为，国泰君安有望凭借领先的综合实力和稳健的经营业绩成为监管推进建设2至3家国际一流投行的潜在标的。

业务亮点：零售夯实优势，资管双公募赋能，投行补齐IPO短板，机构积极发展客需。1) 财富管理：经纪业务稳居行业前2，“投顾驱动、科技赋能”巩固竞争优势，股基成交额与代销收入市场份额均稳步提升，依托“君弘”系列终端推进财富管理数字化转型，2023年“君享投”投顾业务客户资产同比+122%，财富管理转型成效初显。2) 投资银行：2019-2023年公司IPO承销金额市占率由2.9%提升至8.9%，补齐IPO业务短板。债承优势稳固，2023年主承销金额位列行业第三。3) 资产管理：双公募牌照赋能，2023年资管业务收入同比+148.5%，基金管理贡献资管业务80%收入。4) 机构与交易：优化架构与协同机制，机构客户数量与资产规模显著增长，托管外包业务行业排名前2，交易投资积极发展客需业务，投资收益稳健。5) 国际业务：积极拓展国际业务版图，依托国泰君安金控、国泰君安国际在美国、欧洲、新加坡、中国港澳、越南等开展境外业务，2023年国际业务收入同比+54.9%。

### 盈利预测、估值和评级

**投资建议：**我们预计国泰君安2024-2026年实现归母净利润97.9、116.5、124.5亿元，同比分别+4.4%、+19.0%、+6.9%；2024-2026年BPS分别为17.3、18.2、19.2元，现价对应PB分别为0.82、0.78、0.74倍。给予公司2024年1倍PB，目标价17.27元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 宏观经济下行、投资者避险情绪升温；2) 资本市场改革不及预期；3) 权益市场修复不及预期。

非银组

分析师：舒思勤 (执业S1130524040001)

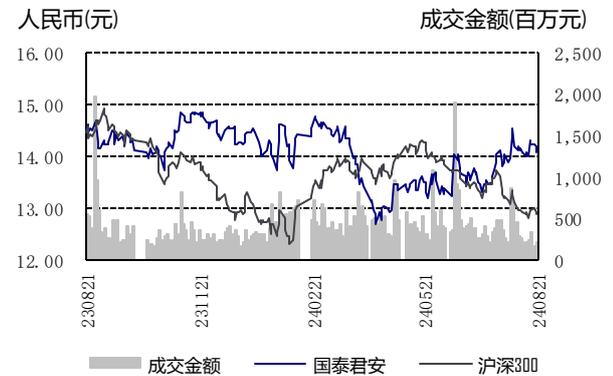
shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：胡江 (执业S1130524040004)

hujiang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.07元

目标价 (人民币)：17.27元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,471	36,141	35,228	38,278	39,640
营业收入增长率	-17.2%	1.9%	-2.5%	8.7%	3.6%
归母净利润(百万元)	11,507	9,374	9,789	11,649	12,447
归母净利润增长率	-23.4%	-18.5%	4.4%	19.0%	6.9%
摊薄每股收益(元)	1.24	0.98	1.01	1.22	1.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.88%	6.02%	5.71%	6.54%	6.67%
P/E	11.53	14.59	14.04	11.64	10.85
P/B	0.90	0.87	0.82	0.78	0.74

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

<b>1. 公司概况：综合实力领先，建设一流投行潜在标的</b>	<b>4</b>
1.1 股东背景强大，资本实力与综合服务能力行业领先	4
1.2 战略路径清晰，“补短板”升级至“强长项”	7
1.3 重合规风控行稳致远，持续推进自主金融科技创新	8
<b>2. 业务亮点：零售夯实优势，资管投行补齐短板，机构发展客需</b>	<b>10</b>
2.1 财富管理：投顾驱动，科技赋能	10
2.2 投资银行：IPO 业务短板补齐，债券承销优势稳固	11
2.3 资产管理：双公募牌照赋能，收入大幅增长	12
2.4 机构与交易：优化架构与协同机制，积极发展客需业务	14
2.5 国际业务：推进跨境一体化和海外布局	15
<b>3. 盈利预测与投资建议</b>	<b>16</b>
3.1 盈利预测	16
3.2 投资建议及估值	17
<b>4. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1：国泰君安前十大股东（截至 24Q1）	4
图表 2：国泰君安股权融资历程	4
图表 3：2023 年公司主要财务指标均排名行业前三	5
图表 4：国泰君安资产规模持续提升（亿元）	5
图表 5：国泰君安杠杆率高于行业和上市券商整体（倍）	5
图表 6：国泰君安 2011-24Q1 营收与增速（亿元）	5
图表 7：国泰君安 2011-24Q1 归母净利与增速（亿元）	5
图表 8：国泰君安 roe 高于行业和上市券商整体	6
图表 9：国泰君安 24Q1 roe 在头部券商中排名第三（%）	6
图表 10：国泰君安管理费用率（2019-2023 年平均）在头部券商中较低	6
图表 11：2023 年公司主要业务收入均排名行业前 5	6
图表 12：国泰君安境外子公司布局（截至 2023 年末）	7
图表 13：国泰君安“三年三个三步走”中长期发展战略	7
图表 14：2019 年与 2023 年国泰君安组织架构对比	8



图表 15: 头部券商主要风控指标对比 (%)	8
图表 16: 2023 年国泰君安 IT 投入强度显著提升 (亿元)	9
图表 17: 2023 年头部券商 IT 投入情况 (亿元)	9
图表 18: 国泰君安数字化服务系统与平台体系图示	9
图表 19: 2016-2024Q1 年国泰君安收入结构	10
图表 20: 国泰君安经纪业务收入与增速 (亿元)	10
图表 21: 国泰君安股基成交额市占率逆市回升 (亿元)	10
图表 22: 国泰君安经纪业务收入结构	11
图表 23: 国泰君安代销收入市占率持续提升 (亿元)	11
图表 24: “君享投” 客户资产保有规模显著提升 (亿元)	11
图表 25: 君弘 app 用户数与月活数稳步提升 (万户)	11
图表 26: 国泰君安投行业务收入增速高于行业 (亿元)	12
图表 27: 国泰君安 IPO 业务市场份额显著提升 (亿元)	12
图表 28: 国泰君安 IPO 主承销金额/家数排名明显提升	12
图表 29: 国泰君安科创类和绿色债券主承销金额位居行业前列 (单位: 亿元)	12
图表 30: 2023 国泰君安资管收入大幅增长 (亿元)	13
图表 31: 国泰君安资管集合与公募管理规模显著提升 (亿元)	13
图表 32: 华安基金历年营收/归母净利 (亿元)	13
图表 33: 华安基金 AUM 结构 (亿元)	13
图表 34: 国泰君安私募股权基金管理规模持续增长 (亿元)	14
图表 35: 国泰君安创投对归母净利润贡献度提升 (亿元)	14
图表 36: 国泰君安机构与交易业务营收贡献度超四成	14
图表 37: 2023 年机构客户数量显著增长 (万户)	14
图表 38: 国泰君安 PB 交易系统期末客户资产规模显著提高 (亿元)	15
图表 39: 国泰君安托管外包产品数量和资产规模持续增长 (万只/万亿元)	15
图表 40: 国泰君安场外权益衍生品规模持续增长 (亿元)	15
图表 41: 国泰君安金融资产结构 (亿元)	15
图表 42: 国泰君安母公司自营资产结构 (亿元)	15
图表 43: 国泰君安投资业绩相对更稳健	15
图表 44: 2023 国泰君安国际业务收入回升 (亿元)	16
图表 45: 国泰君安国际业务营收贡献度回升 (亿元)	16
图表 46: 国泰君安主要财务数据预测 (单位: 百万元)	17
图表 47: 可比公司估值比较 (市净率法)	17



## 1. 公司概况：综合实力领先，建设一流投行潜在标的

### 1.1 股东背景强大，资本实力与综合服务能力行业领先

上海国资旗下行业头部券商，股东背景强大。国泰君安证券系原国泰证券与原君安证券于1999年合并后共同发起成立。国泰君安作为行业头部券商，股东背景强大，公司实际控制人为上海市国资委旗下金控平台上海国际集团，现任董事长朱健此前为上海银行副董事长、行长，前任董事长贺青现任上海市国资委主任。公司愿景是“成为受人尊敬、全面领先、有国际竞争力的现代投资银行”。2024年3月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》，目标到2035年形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。我们认为，国泰君安凭借强大股东背景和雄厚的资本实力，稳健的经营风格和行业领先的综合服务能力，有望成为监管推进建设国际一流投行的潜在标的。

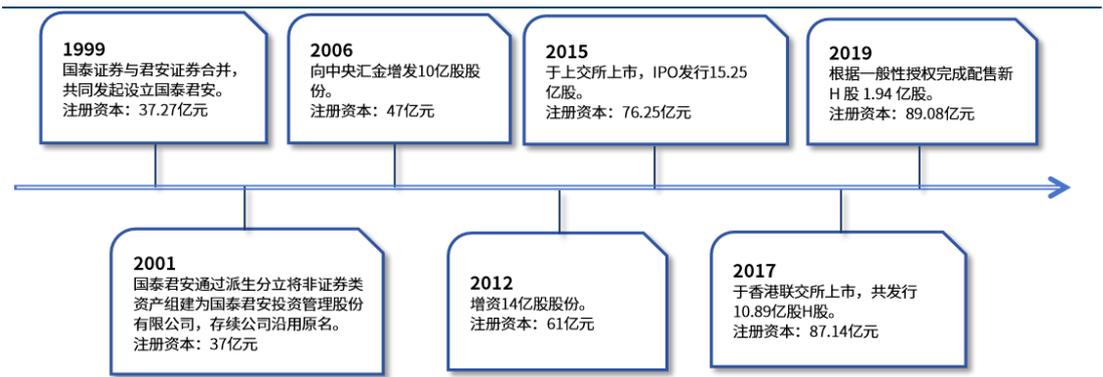
图表1：国泰君安前十大股东（截至24Q1）

排名	股东名称	持股数量(亿股)	持股比例(%)	股东性质
1	上海国有资产经营有限公司	19.01	21.35%	国有法人
2	香港中央结算(代理人)有限公司	13.92	15.63%	境外法人
3	上海国际集团有限公司	6.82	7.66%	国有法人
4	深圳市投资控股有限公司	6.09	6.84%	国有法人
5	中国证券金融股份有限公司	2.61	2.93%	境内非国有法人
6	上海城投(集团)有限公司	2.47	2.77%	国有法人
7	香港中央结算有限公司	2.35	2.64%	境外法人
8	深圳能源集团股份有限公司	1.54	1.73%	境内非国有法人
9	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.95	1.07%	其他
10	上海上国投资产管理有限公司	0.75	0.85%	国有法人
	合计	56.52	63.47%	

来源：公司年报，国金证券研究所 备注：前十大股东列表中，上海国有资产经营有限公司和上海国际集团有限公司的期末持股数量仅为其持有的公司A股股数，另分别持有公司15.2亿股和12.4亿股H股。

资本实力雄厚，业绩稳居前三。国泰君安自A股上市以来资本实力持续提升，公司于2015年在上交所上市，首次公开发行股票15.3亿股，2017年香港联交所上市，发行H股10.9亿股，2019年通过配售和可转债转换完成新一轮融资，注册资本增至89.1亿元。2019至2023年末，公司总资产及归母净资产复合增速分别为13.4%、5.0%，截至2024一季度末公司总资产和净资产分别排行业第二、第三名，2019年以来公司杠杆率（剔除客户保证金）显著提升，2023年末达到历史最高的5倍，24Q1略下滑至4.8倍。资本规模的提升有力推动公司业务发展，2011-2021年公司归母净利润复合增速18.7%，高于行业的17.1%，近两年受行情和强监管影响，包括公司在内整个行业业绩有所下滑，但除个别年份外公司业绩多年来稳居行业前三。

图表2：国泰君安股权融资历程



来源：公司年报，国金证券研究所

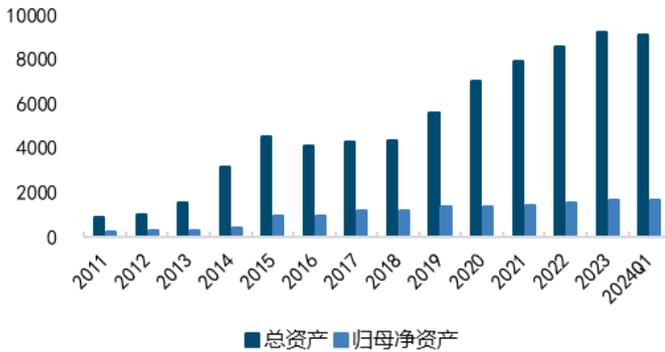


图表3: 2023年公司主要财务指标均排名行业前三

主要财务指标排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总资产	2	2	2	3	3	2	2
净资产	2	2	2	3	4	4	3
营业收入	3	3	2	2	2	2	3
归母净利润	2	2	4	2	2	2	3

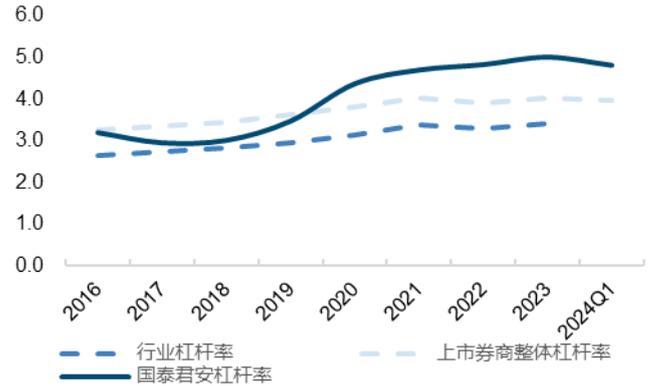
来源: 中证协, Wind, 国金证券研究所

图表4: 国泰君安资产规模持续提升(亿元)



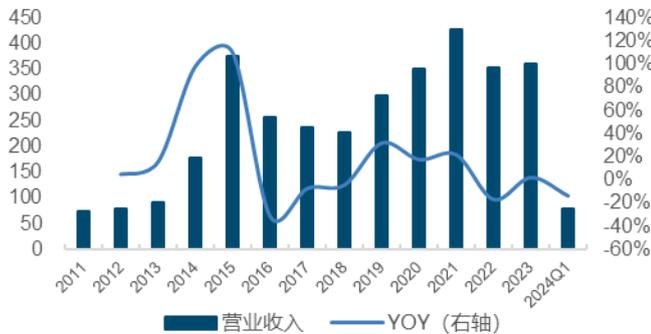
来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 国泰君安杠杆率高于行业和上市券商整体(倍)



来源: wind, 中证协, 国金证券研究所 注: 杠杆率分子端剔除客户保证金

图表6: 国泰君安 2011-24Q1 营收与增速(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 国泰君安 2011-24Q1 归母净利润与增速(亿元)

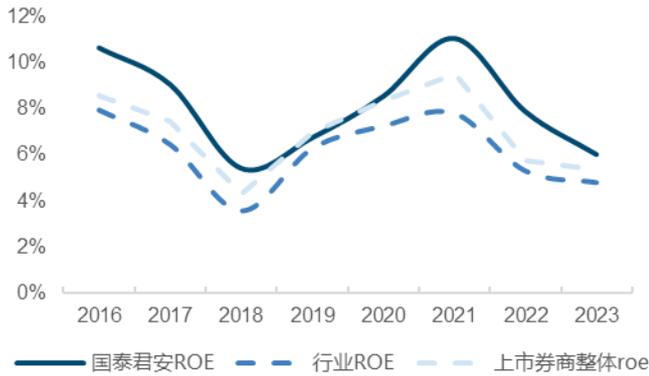


来源: wind, 国金证券研究所

盈利能力表现优异, 显著高于行业。公司 roe 不仅显著高于行业, 在头部券商中亦排名前列, 2019-2023 年, 国泰君安/上市券商/证券业近五年平均 roe 分别为 8.05%/7.19%/6.30%, 国泰君安 roe 分别高于上市券商、行业 1.74、0.86 个百分点。24Q1 公司年化 roe 6.0%, 在净资产排名前十的头部券商中排名第三。另外, 公司人力效能、控本降费压力小。2019-2023 年国泰君安管理费用占营业收入比例平均值 38.4%, 费用率在净资产排名前十的头部券商中排名倒数第三, 一方面体现出公司人力效能较高, 另一方面强监管背景下, 公司控本降费压力相对较小, 有助于员工团队稳定。

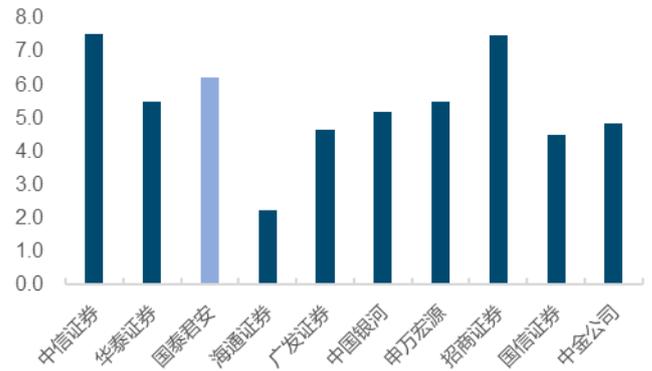


图表8: 国泰君安 roe 高于行业 and 上市券商整体



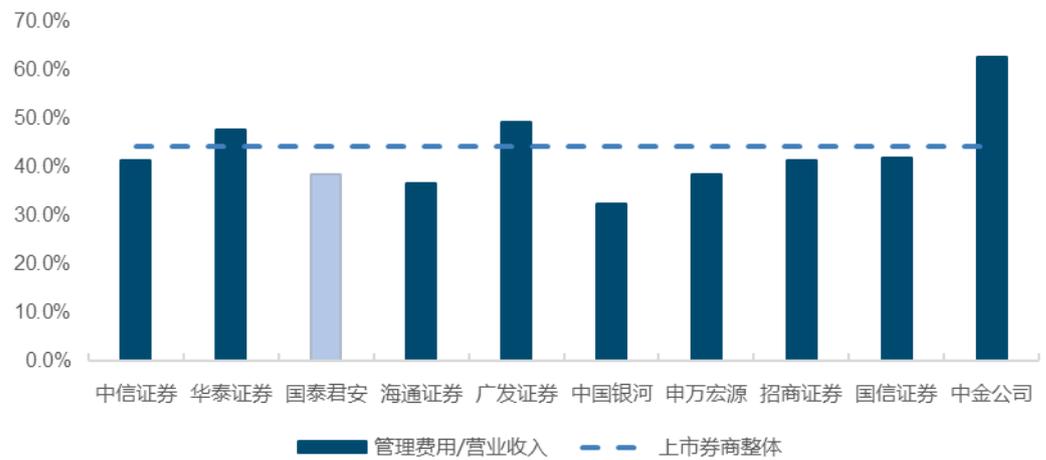
来源: wind, 中证协, 国金证券研究所

图表9: 国泰君安 24Q1 roe 在头部券商中排名第三 (%)



来源: wind, 国金证券研究所 注: 24Q1roe 为年化值

图表10: 国泰君安管理费率 (2019-2023 年平均) 在头部券商中较低



来源: wind, 国金证券研究所

均衡全面的业务实力造就领先的综合服务能力。公司业务发展全面均衡, 经营范围布局全国辐射海外。从各业务条线排名看, 2023 年公司经纪/投行/资管/信用/投资五大业务线全部进入行业前五, 分别为第 2/第 4/第 4/第 5/第 5, 从区位布局看, 国泰君安在境内共设有 37 家证券分公司、344 家证券营业部, 营业部数量位列行业第三。另外, 公司积极布局国际业务, 着力提升跨境服务能力, 围绕国泰君安金融控股打造国际业务平台, 在中国香港主要通过国泰君安国际开展经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资和金融产品、做市及投资业务, 并积极在美国、欧洲及东南亚等地进行布局。全面的业务布局以及均衡的业务实力造就公司领先的综合服务能力, 各业务相互协同的基础更加扎实, 有助于创造更大的单客价值。

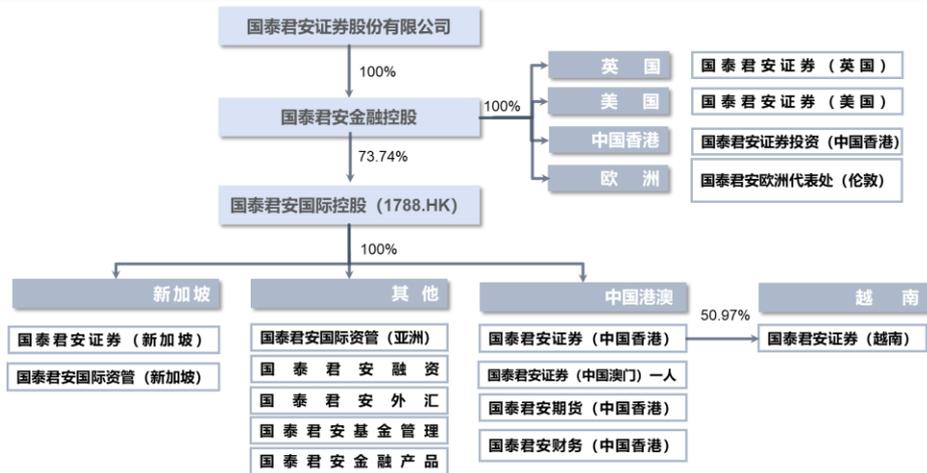
图表11: 2023 年公司主要业务收入均排名行业前 5

主要业务收入排名	2019	2020	2021	2022	2023
经纪业务净收入	2	2	2	2	2
投行业务净收入	5	5	6	4	4
资管业务净收入	8	7	8	7	4
利息净收入	1	1	2	4	5
投资净收入	4	5	5	3	5

来源: wind, 国金证券研究所



图表12: 国泰君安境外子公司布局 (截至2023年末)



来源: 公司及子公司官网, 国金证券研究所

### 1.2 战略路径清晰, 由“补短板”向“强长项”发力

公司“三个三年三步走”的中长期战略发展: 2020年, 结合国家与区域发展战略, 以公司愿景为总目标, 公司提出分阶段、分步骤实施, 第一个三年(2020-2022年), 重在打基础、补短板, 巩固头部券商市场地位。第二个三年(2023-2025年), 重在提能力、强长项, 核心指标处于行业领先地位。第三个三年(2026-2028年), 重在综合化、国际化, 成为受人尊敬、全面领先、具有国际竞争力的现代投资银行。

第一阶段战略目标已完成, 正由“补短板”向“强长项”发力。第一个三年(2020-2022年)“打基础、补短板”阶段, 公司围绕零售、企业、机构三大客户服务体系建设, 完成对组织架构的调整, 成立了财富管理委员会和国际业务委员会, 将研究与机构、交易投资业务委员会合并新设为机构与交易业务委员会等。并表华安基金补齐公募业务短板, 实施投行事业部制改革, 公司IPO承销家数由2019年的第7位逐年提升至2023年的第3位。在第二个三年(2023-2025年), 公司以“提能力、强长项”为总要求, 战略目标进一步提高, 目标实现“本土全面领先”, 看好公司后续持续发力。

图表13: 国泰君安“三年三个三步走”中长期发展战略

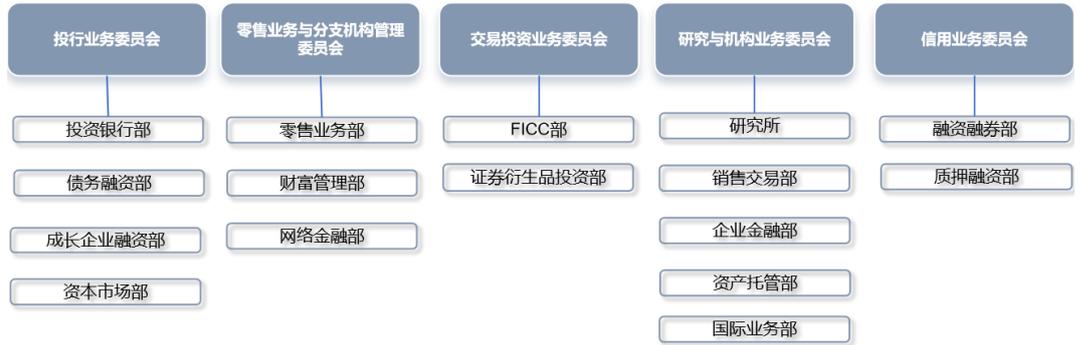


来源: 公司年报, 国金证券研究所



图表14：2019年与2023年国泰君安组织架构对比

2019年：



2023年：

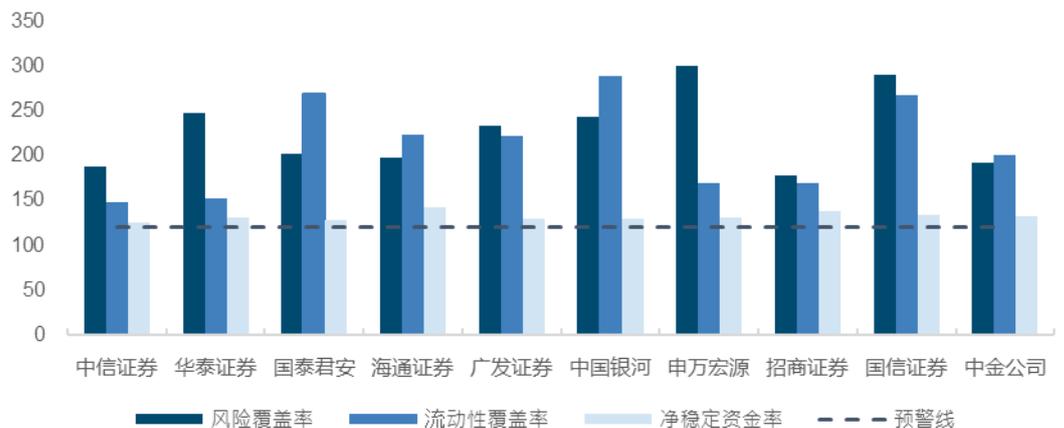


来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.3 重合规风控行稳致远，持续推进自主金融科技创新

重视合规风控，强监管周期下适应力更强。公司历来重视合规与风控，稳健合规文化是公司核心竞争力之一，面对合规风控日趋严格的新环境，集团逐步夯实集团化统一风险管理基础，不断强化全面风险预判预警和应对能力。截至2023年公司连续16年获得证监会A类AA级监管评级。2023年末，公司风险覆盖率、流动性覆盖率、净稳定资金率分别为201.5%、269.7%、128.8%。较强的风控和合规能力帮助公司取得了许多业务先知先机，同时降低了经营风险，公司未来在更严格的监管周期下有望走得更远。

图表15：头部券商主要风控指标对比（%）



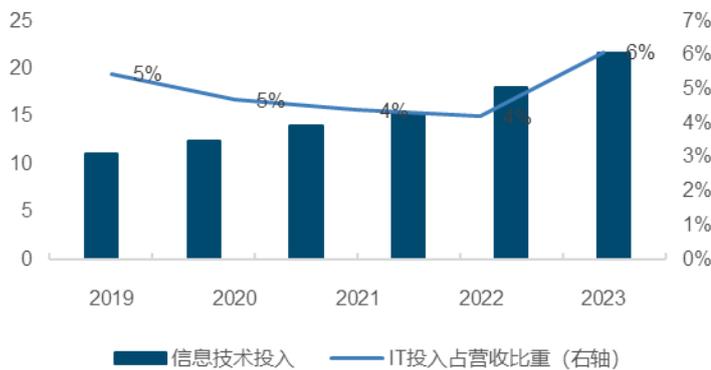
来源：wind，国金证券研究所



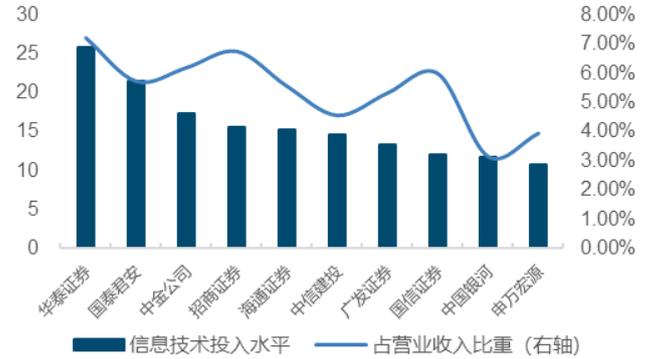
持续加大 IT 投入，推进自主金融科技创新。公司率先在业内提出“SMART 投行”数字化转型愿景，全力推进数字化转型，2018-2023 年公司信息技术投入水平 CAGR 达 14.2%。公司逐步打造了以君弘 APP 为核心的数字化财富管理平台、以道合 APP 为核心的机构客户综合服务平台分别覆盖零售、机构、企业三类客户，落地 FICC 金融云、券源通、清算云等开放金融平台推动形成开放证券合作生态。公司核心系统自主研发率高达 90% 以上，2022 年成为行业首家完成“新一代信创分布式低延时核心交易系统”自主研发和全面切换的券商，高频极速交易服务能力高增，在资本市场机构化、客户需求专业化趋势下筑牢 PB 业务核心竞争力。“国泰君安君弘灵犀”是行业首家且唯一完成算法备案登记的生成式人工智能算法，保障了公司率先合法合规运用大模型赋能财富管理条线。持续领先的数字化转型水平和金融科技研发运用能力是公司实现降本增效、高质量发展的强力引擎。

图表16: 2023 年国泰君安 IT 投入强度显著提升 (亿元)

图表17: 2023 年头部券商 IT 投入情况 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所



来源: 腾讯网, 公司年报, 国金证券研究所

图表18: 国泰君安数字化服务系统与平台体系图示



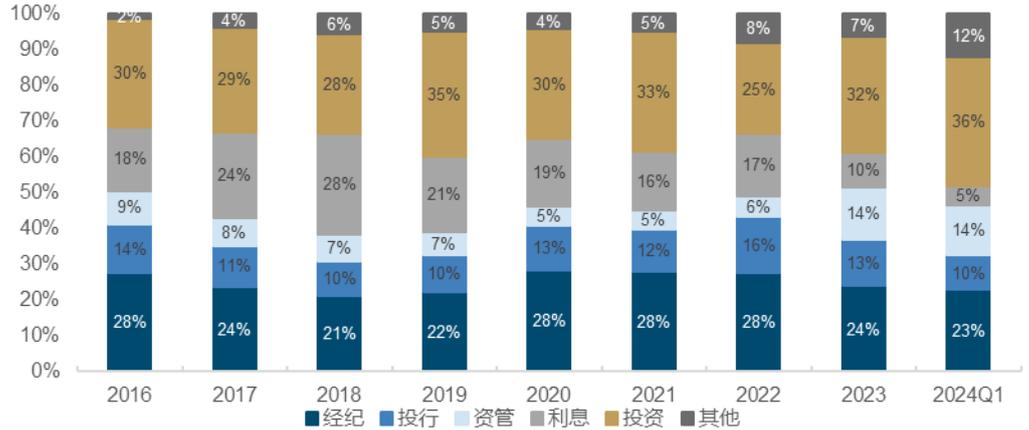
来源: 公司官网, 国金证券研究所



## 2. 业务亮点：零售夯实优势，资管投行补齐短板，机构发展客需

轻重并举，资管与投资收入比重明显提升。国泰君安业务发展均衡，轻重并举，2016-2023年，公司轻资产业务收入占比先降后升，主要源自佣金率下降带来经纪业务收入占比下降，22年并表华安基金后资管业务收入比重明显提升。重资产业务中，信用业务收入占比大幅下降，投资业务收入占比则明显提升。2024Q1在IPO和融券逆周期调节下，利息净收入和投行业务收入占比下滑明显。

图表19：2016-2024Q1年国泰君安收入结构



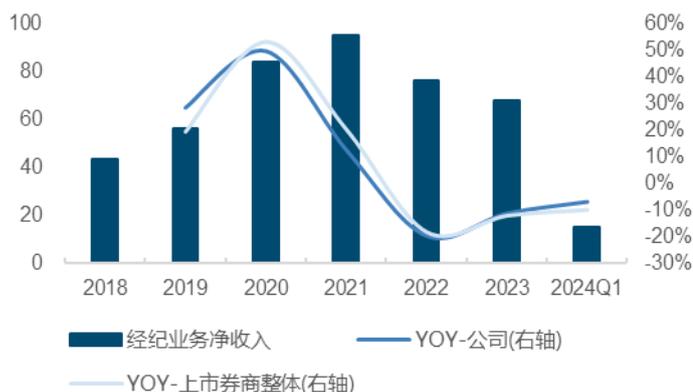
来源：wind，国金证券研究所 备注：分母营业收入为扣除其他业务成本的调整后营收。

### 2.1 财富管理：投顾驱动，科技赋能

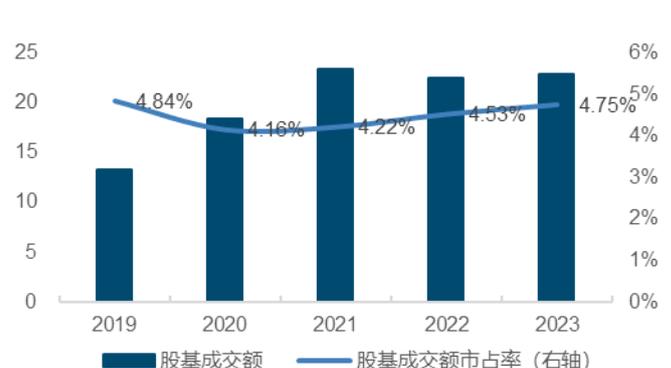
传统经纪巩固优势，投顾驱动财富管理转型。零售经纪是国泰君安传统优势业务，公司在保持零售经纪行业领先基础上，着力加强买方投顾核心能力建设，稳步提升资产配置能力。2021年以来，尽管市场表现低迷，公司股基成交额市占率自2021年开始逐年攀升，2023年达4.8%，较2020年+0.6pct，2023年和24Q1公司经纪业务收入增速降幅低于上市券商整体。公司财富管理业务成长性凸显，2018-2023年，公司代销金融产品业务净收入在经纪业务收入中占比由2.0%逐年提升至12.4%，市场份额由2.0%提升至5.1%。通过持续优化基金投顾和私人订制服务，2023年末“君享投”投顾业务客户资产规模达到127亿元，同比+122%。公司不断壮大投顾团队规模，投资顾问人数增至3694名，位列行业第四。

科技赋能，线上线下协同发展。公司逐步构建起以区域旗舰型、便捷卫星型、智能数字型财富中心为核心的渠道发展体系，推动营业网点转型，完善“君弘星服务”客户分级服务体系，线下区域竞争力不断提升。与此同时，公司依托以君弘APP、君弘富易、君弘STS为骨干的数字化平台体系和新一代信创分布式核心交易系统，提供涵盖场内场外、境内境外、期货现货全交易品类的行情、交易、策略、资讯等在内的数字化财富管理服务。2023年末，君弘APP用户数达到4044万户，同比增长3.7%，2023年平均月活数796.3万户，同比增长10.1%，平均月活数在券商app中排名第二。

图表20：国泰君安经纪业务收入与增速（亿元）



图表21：国泰君安股基成交额市占率逆市回升（亿元）

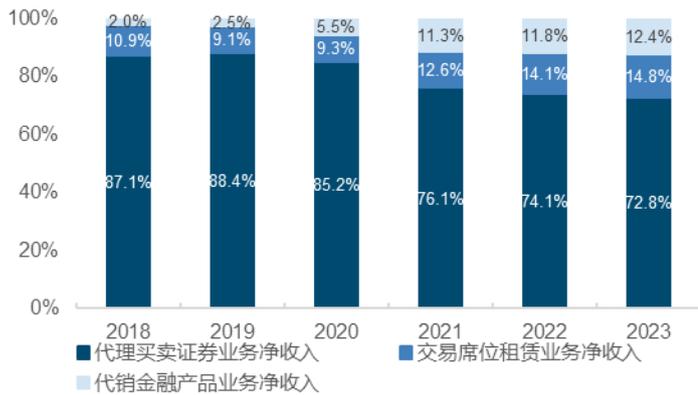


来源：wind，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所



图表22: 国泰君安经纪业务收入结构



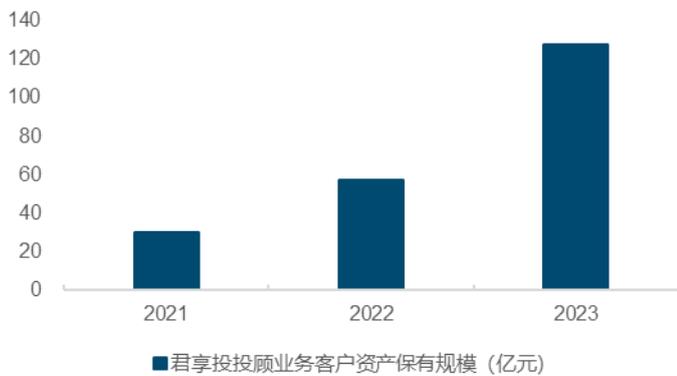
图表23: 国泰君安代销收入市占率持续提升 (亿元)



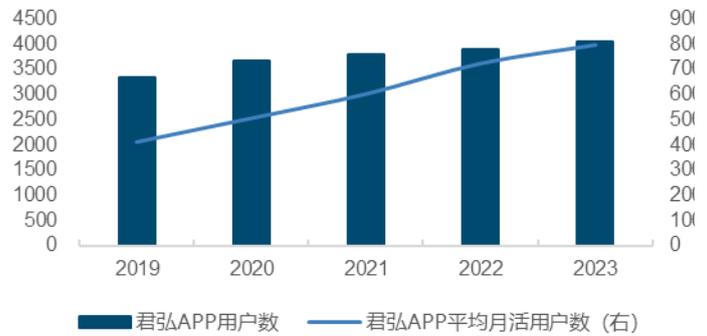
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 中证协, 21 经济网, 国金证券研究所

图表24: “君享投”客户资产保有规模显著提升 (亿元)



图表25: 君弘 app 用户数与月活数稳步提升 (万户)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

## 2.2 投资银行: IPO 业务短板补齐, 债券承销优势稳固

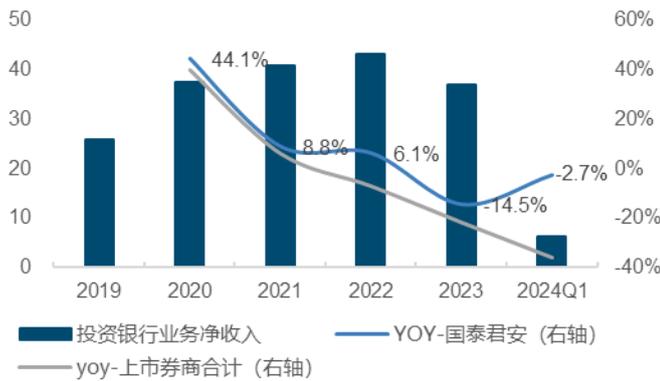
投行收入增速高于行业, IPO 业务补短板成效显著。2020 年公司开启投行事业部制改革, 并着力打造“产业投行、综合投行、数字投行”。2019-2022 年, 国泰君安投行业务收入年复合增速 18.5%, 高于上市券商整体的 11.2%, 2023-2024Q1 行业投行业务收紧, 国泰君安投行业务收入同比分别-14.5%、-2.7%, 仍明显好于上市券商整体的-21.7%、-35.9%。IPO 业务补短板成效显著, 公司 IPO 承销金额市场份额由 2019 年 2.9% 显著提升至 2023 年的 8.9%。公司投行业务在新一代信息技术、新材料、新能源等重点产业具备较强竞争力。

债券承销优势稳固, 重点领域排名位居前列。债券承销作为公司传统优势业务, 业务规模稳居行业前列。2019 年以来, 公司债券承销金额整体呈上升趋势, 市占率稳步提升, 2023 年债券主承销额 7958.1 亿元, 市场份额 8.3%, 较上年+2.1pct, 排名提升至第三, 其中公司债主承销额 3178.3 亿元, 连续五年排名行业第三。公司科创类和绿色债券主承销金额增长迅速, 位居行业前列。2023 年, 公司主承销科创类债券、绿色公司债券(口径含国君资管)金额分别达 464.7 亿元、223.48 亿元, 同比分别+413.4%、+41.4%, 排名第 3、第 3。



图表26: 国泰君安投行业务收入增速高于行业 (亿元)

图表27: 国泰君安 IPO 业务市场份额显著提升 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

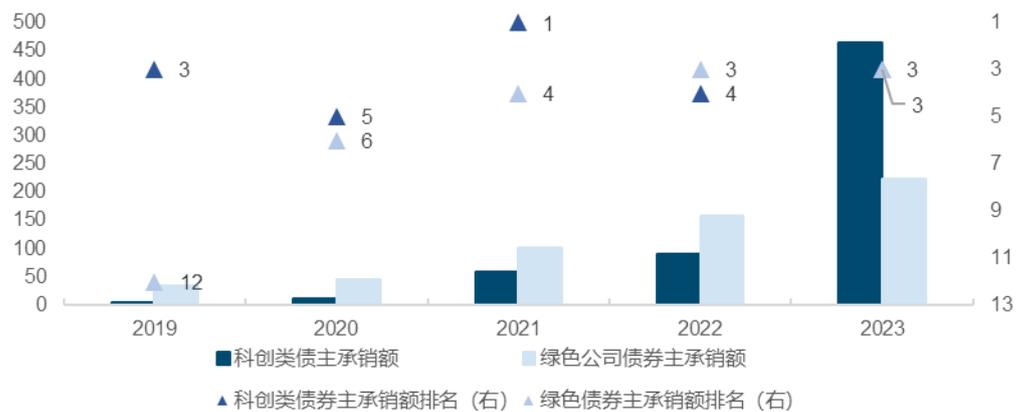
来源: wind, 国金证券研究所

图表28: 国泰君安 IPO 主承销金额/家数排名明显提升

主承销金额排名情况	2019	2020	2021	2022	2023
证券主承销额	4	3	5	5	3
股权主承销额	4	4	5	5	6
IPO 主承销金额	7	6	6	6	4
IPO 家数	7	5	6	4	3
债券主承销额	4	3	4	5	3
公司债主承销金额	3	3	3	3	3

来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

图表29: 国泰君安科创类和绿色债券主承销金额位居行业前列 (单位: 亿元)



来源: 中证协, 国金证券研究所

### 2.3 资产管理: 双公募牌照赋能, 收入大幅增长

补齐公募业务短板, 基金管理业务贡献 80% 资管收入。国泰君安是业内拥有双公募牌照的稀缺标的, 2020 年公司开始发力公募赛道, 2020 年 12 月公司资管子获批公募牌照, 2022Q4 控股华安基金。受并表华安基金影响, 2023 年公司资管业务收入同比+148.5%, 其中基金管理业务收入占公司资管业务收入比重高达 80%。从国泰君安资管子的产品结构看, 2022-2023 年公司资管规模连续两年回升, 主要由于集合资管规模和公募管理规模显著增长, 2023 年同比分别+41.8%、+21.0%, 占资管比重分别达到 40.4%、9.9%。华安基金业绩成长性明显, 2019-2023 年业绩排名逐年提升, 华安基金 2023 年实现营业收入/净利润分别为 34.4 亿元/9.5 亿元, 净利润排名行业第 17 位, 较 2019 年提升 10 位。产品结构方面, 华

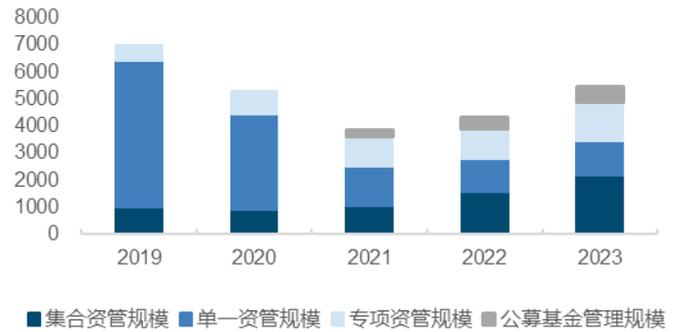
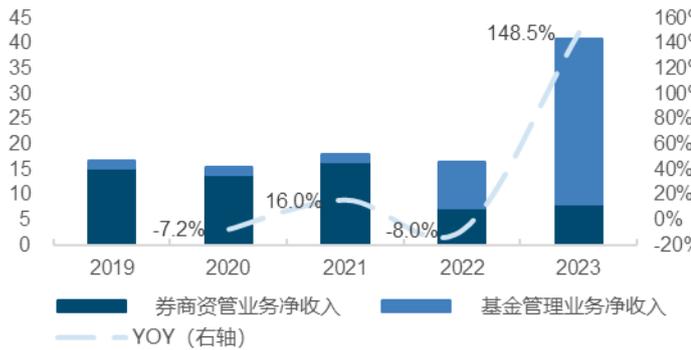


安基金近年来持续加快多元化布局,形成覆盖主动权益、固定收益、指数业务、公募 REITS、养老产品的多元产品矩阵。截至 2024/07,华安基金管理规模 6258 亿元,其中非货公募规模 3482 亿元,分别较年初+6.3%/+3.3%,货币基金/债券基金/权益类基金占比分别为 47.6%/25.9%/22.1%。

私募股权基金管理规模持续提升,国君创投利润贡献提升。公司主要通过国泰君安创投开展私募股权基金业务。国君创投不断提升“募投管退”核心业务能力,建立起子基金退出管理体系,近三年来多个项目实现退出,管理规模保持增长,私募股权基金业务稳健发展。截止 2023 年末,国泰君安创投管理基金数量 38 只,管理基金累计实际出资额 407.9 亿元,管理基金承诺出资额 621.0 亿元,净利润占国泰君安归母净利比重 2.7%,同比+0.9pct。

图表30: 2023 国泰君安资管收入大幅增长 (亿元)

图表31: 国泰君安资管集合与公募管理规模显著提升 (亿元)

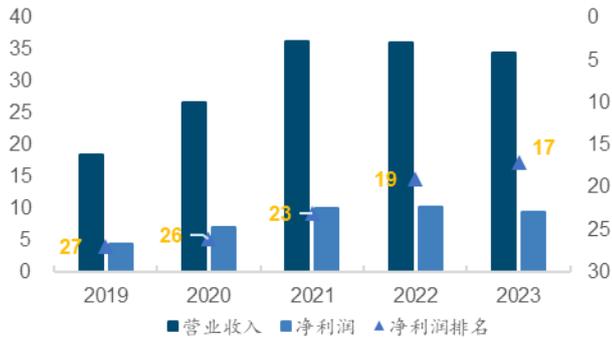


来源: 公司年报, 国金证券研究所 注: 包括华安基金基金管理业务收入

来源: 公司年报, 国金证券研究所 注: 不包括华安基金基金管理业务

图表32: 华安基金历年营收/归母净利 (亿元)

图表33: 华安基金 AUM 结构 (亿元)

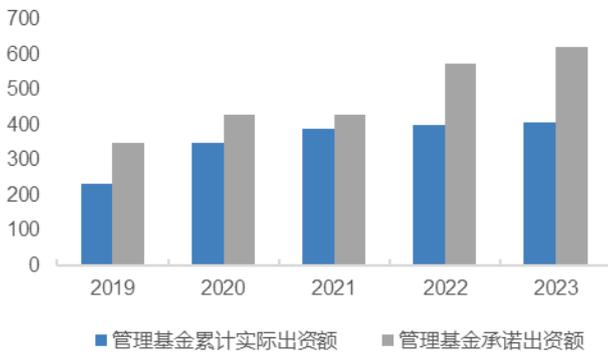


来源: wind, 公司年报, 国金证券研究所

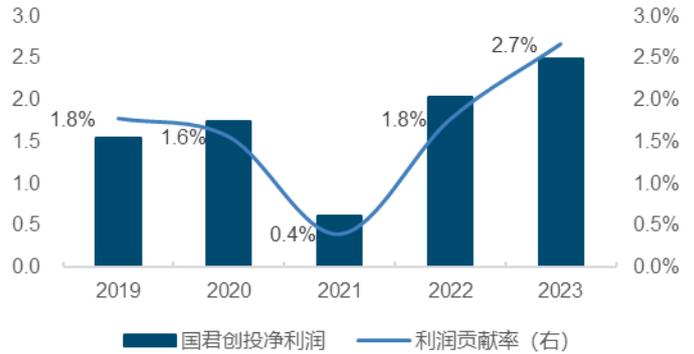
来源: wind, 国金证券研究所



图表34：国泰君安私募股权基金管理规模持续增长（亿元）



图表35：国泰君安创投对归母净利润贡献度提升（亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

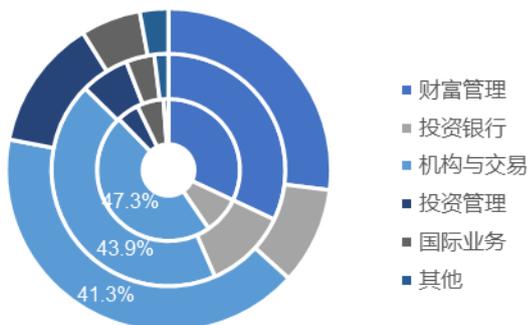
来源：wind，国金证券研究所

## 2.4 机构与交易：优化架构与协同机制，积极发展客需业务

机构与交易业务收入贡献超四成，托管外包业务行业领先。公司不断优化组织架构与协同机制，2021年设立“机构与交易业务委员会”，构建起行业内领先的机构客户服务体系。2021-2023年，公司机构与交易业务收入对营收贡献均超40%。2023年末机构客户数达7.1万户，同比+21.2%。机构客户股基交易额达11.0万亿元，同比+13.6%。主经纪商业持续提升专业化交易服务能力，2023年PB交易系统期末客户资产规模6090亿元，较上年末增长28.2%，5年复合增速50.7%，托管外包保持行业领先地位，公司公募基金托管规模、私募基金托管数量位居行业第1、第2。2022年，公司推出业内首个面向机构客户的一站式金融产品交易服务平台“道合销售通”，发布以来交易规模快速增长，2023年累计交易规模、期末保有规模分别达1702.1亿元、438.0亿元，同比增加514.6%、251.7%。

积极发展客需业务，投资收益稳健。公司交易投资业务围绕打造“卓越的金融资产交易商”，积极向客需业务转型，坚定向低风险、非方向性转型，稳步提升交易定价能力和客户服务能力。客需业务方面，2023年，公司场外衍生品累计新增名义本金8840亿元、同比+16.9%，期末存续名义本金余额3258亿元、较上年末+16.3%。2023年公司ETF做市规模1500亿元，科创板做市标的股票68家，排名行业第三。FICC业务方面，公司不断加强场外金融云和“国泰君安避险”品牌建设，2023年末“国泰君安避险”覆盖客户1100家，全年交易规模6371亿元，形成较强品牌效应。截至2024/03公司合并口径金融资产规模（交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产）4556亿元，占总资产比重50%，其中交易性金融资产3612亿元，占金融资产比重79.3%。从母公司自营资产口径看，截至2023年末，母公司自营规模3485亿元，其中权益类/非权益类分别307/3178亿元，权益类自营资产占比8.8%，公司交易投资积极发展客需业务，方向性权益资产敞口较小，投资收益较为稳健。

图表36：国泰君安机构与交易业务营收贡献度超四成



图表37：2023年机构客户数量显著增长（万户）

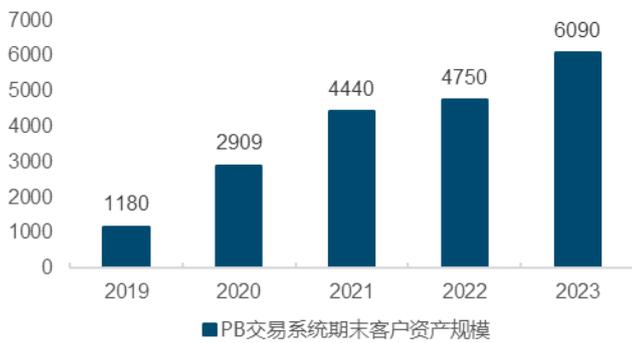


来源：公司年报，国金证券研究所。从内向外依次为2021、2022、2023年

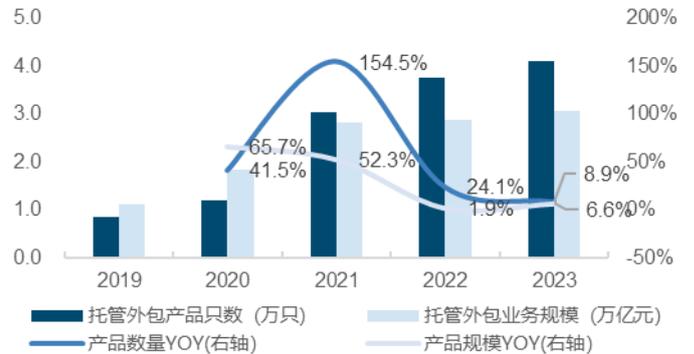
来源：公司年报，国金证券研究所



图表38: 国泰君安PB交易系统期末客户资产规模显著提高(亿元)



图表39: 国泰君安托管外包产品数量和资产规模持续增长(万只/万亿元)



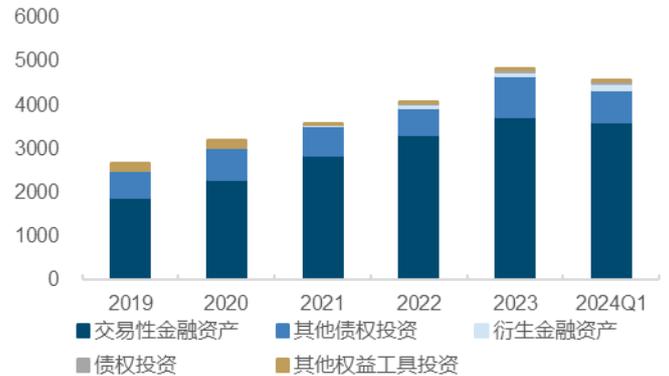
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表40: 国泰君安场外权益衍生品规模持续增长(亿元)



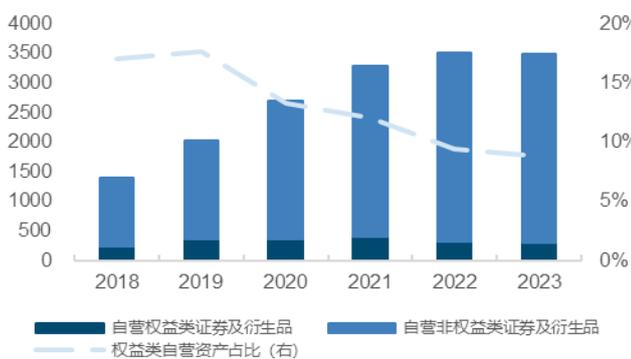
图表41: 国泰君安金融资产结构(亿元)



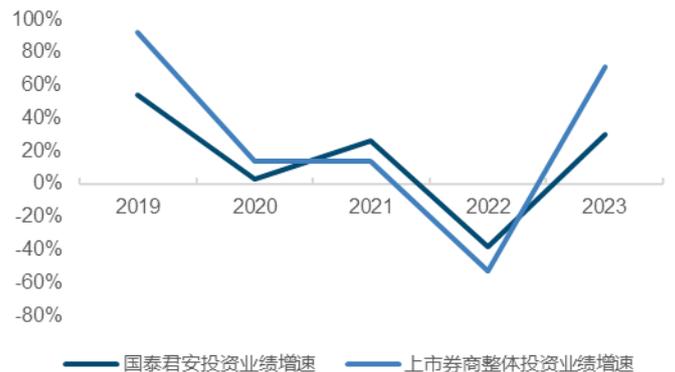
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表42: 国泰君安母公司自营资产结构(亿元)



图表43: 国泰君安投资业绩相对更稳健



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 2.5 国际业务: 推进跨境一体化和海外布局

公司近年推进跨境一体化、国际化业务布局取得有效进展。2023年,公司跨境衍生品累计新增名义本金4470亿元,跨境衍生品名义本金余额1630亿元,同比分别增长87.6%和188.4%。2023年先后完成中国澳门子公司设立及新加坡子公司增资,英国子公司获英国金融行为监管局批准取得投资公司牌照。继2020年公司国际业务收入连续两年下滑后,2023年出现回升,实现营收21.6亿元,同比+54.9%。公司通过国泰君安国际在中国香港

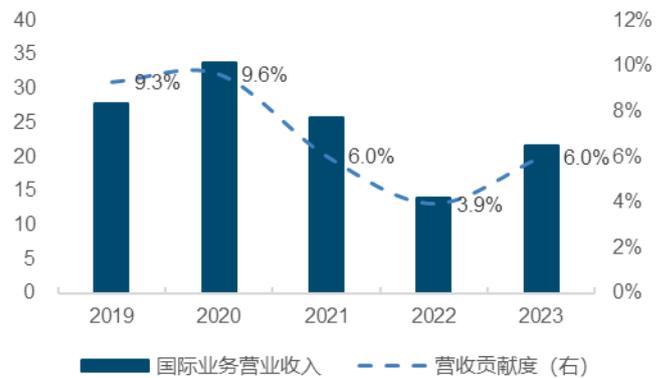


开展经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资和金融产品、做市及投资业务。公司通过国际业务的开拓和深化在全球资本市场中寻求多元化业务机遇。

图表44: 2023 国泰君安国际业务收入回升 (亿元)



图表45: 国泰君安国际业务营收贡献度回升 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

主要基于以下假设:

##### 轻资产业务:

①经纪: 今年 1-7 月全市场日均股基成交额 9576 亿元, 同比-8.2%, 假设 24/25/26 年日均股基成交额 9079/9048/8992 亿元, 同比分别-8.7%/-0.3%/-0.6%, 24/25/26 年公司股基成交额市场份额逐年递增 0.1PCT, 由于市场竞争和机构佣金率改革, 假设 24/25/26 年公司佣金率逐年下滑 5%, 分别为万分之 2.1、万分之 2.0、万分之 1.9。

②投行: 今年 1-7 月全市场股权承销额同比-74.5%, 受投行严监管影响, 假设 24 年全市场 IPO/再融资承销规模同比分别-81.8%/-69.4%, 25 年按照股权融资收紧后年化承销规模, 26 年恢复至注册制之前水平。公司市场份额参考近三年均值, 承销费率参考 24H1 最新数据。

③资管业务: 国泰君安资管自获得公募牌照后集合资管和基金管理规模实现较快增长, 今年以来行业资管规模在债市行情推动下企稳回升(截至 24/06 较年初+9.3%), 基于公司管理规模基数仍较低, 市场基准利率或进一步下行, 假设 24-26 年国泰君安集合资管规模增速分别 35%/20%/20%; 截止 24/07 华安基金非货管理规模较年初+3.3%, 基于公司权益类基金规模占比不低, 受市场行情影响较大, 谨慎预测 24-26 年华安基金非货基金管理规模增速分别为 0%/5%/5%。

##### 重资产业务:

假设 24-26 年公司杠杆率(剔除客户保证金)维持 23 年 5 倍不变, 除融出资金在资产中占比略下滑外, 其余资产配置比例维持最新财报上对应资产配置比例。

①自营业务: 公司投资交易客需类业务占比较高, 投资收益率相对稳健, 基于下半年投资业绩低基数, 以及权益市场进一步大幅下行的概率较小, 假设 24/25/26 年金融投资资产收益率分别为 2.04%/2.48%/2.48%, 其中 24 年投资收益率为 24Q1 投资收益率年化, 25/26 年投资收益率基于公司权益/非权益自营资产配置比例维持不变, 25/26 年核心股指/债指数涨幅 5%/4%。

②信用业务: 融资余额随市场交投活跃度同向变化, 融券业务短期内受限于监管, 规模将持续压降; 股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段, 规模进一步收缩。


**图表46: 国泰君安主要财务数据预测 (单位: 百万元)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经纪业务收入	7,643	6,790	6,042	5,846	5,754
yoy	-19.6%	-11.2%	-11.0%	-3.3%	-1.6%
投行业务收入	4,311	3,688	2,740	3,052	3,629
yoy	6.1%	-14.5%	-25.7%	11.4%	18.9%
资管业务收入	1,648	4,097	4,235	4,661	5,148
yoy	-8.0%	148.5%	3.4%	10.1%	10.5%
利息净收入	4,765	2,803	2,775	2,602	2,321
yoy	-14.8%	-41.2%	-1.0%	-6.2%	-10.8%
投资收益及公允价值变动损益	7,779	9,505	10,136	12,812	13,441
yoy	-35.1%	22.2%	6.6%	26.4%	4.9%
营业收入	35,471	36,141	35,228	38,278	39,640
yoy	-17.2%	1.9%	-2.5%	8.7%	3.6%
归母净利润	11,507	9,374	9,789	11,649	12,447
yoy	-23.4%	-18.5%	4.4%	19.0%	6.9%
净利润率	32.4%	25.9%	27.8%	30.4%	31.4%
净资产收益率	7.88%	6.02%	5.71%	6.54%	6.67%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2 投资建议及估值

我们预计国泰君安 2024-2026 年实现归母净利润 97.9、116.5、124.5 亿元, 同比分别+4.4%、+19.0%、+6.9%; 2024-2026 年 BPS 分别为 17.3、18.2、19.2 元, 现价对应 PB 分别为 0.82、0.78、0.74 倍。公司股东背景强大, 综合实力领先, 有望凭借领先的综合实力和稳健的经营业绩成为监管推进建设 2 至 3 家国际一流投行的潜在标的。公司经营风格稳健, 重视合规风控, 强监管周期下适应力更强。公司战略路径清晰, 执行力强, 第一个三步走阶段 (2020-2022 年) 相继补齐公募业务和投行 IPO 业务短板, 推进机构客户服务体系改革, 公司战略已由“巩固”转为“争先”, 看好公司后续持续发力, 给予公司 2024 年 1 倍 PB, 目标价 17.27 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**图表47: 可比公司估值比较 (市净率法)**

代码	名称	股价 (元)	每股账面净资产					PB				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	18.92	16.15	17.01	18.67	19.81	20.96	1.17	1.11	1.01	0.95	0.90
601688.SH	华泰证券	12.41	16.07	16.91	19.09	20.22	21.77	0.77	0.73	0.65	0.61	0.57
000776.SZ	广发证券	11.82	14.32	14.86	17.49	18.39	19.24	0.83	0.80	0.68	0.64	0.61
601881.SH	中国银河	10.40	8.55	9.20	10.81	11.37	12.11	1.22	1.13	0.96	0.92	0.86
600999.SH	招商证券	14.94	11.52	12.30	13.70	14.64	15.67	1.30	1.21	1.09	1.02	0.95
002736.SZ	国信证券	9.04	8.00	8.37	9.06	9.82	10.70	1.13	1.08	1.00	0.92	0.84
601995.SH	中金公司	28.04	17.15	18.27	20.98	21.78	22.67	1.63	1.53	1.34	1.29	1.24
平均值					15.69	16.57	17.59			0.98	0.92	0.87
601211.SH	国泰君安	14.07	15.90	16.51	17.27	18.23	19.23	0.88	0.85	0.82	0.78	0.74

来源: Wind, 国金证券研究所, 除国泰君安为本报告预测数据外其他券商数据均为 wind 一致预期 备注: 股价基准日 2024.8.21



#### 4. 风险提示

- 1、宏观经济下行、投资者避险情绪升温:宏观经济下行会造成资本市场景气度降低,居民收入减少、风险偏好降低,可能导致投资者减少股票、基金投资,影响公司各项业务增长。
- 2、资本市场改革不及预期:资本市场、证券行业相关政策的出台与证券公司业务关联度高,资本市场改革速度及效果不及预期将利空公司业务发展。
- 3、权益市场修复不及预期:权益市场表现直接影响市场交投活跃度及投资收益,进而作用于公司经纪、资管、自营、信用等业务条线,若权益市场修复不及预期,或将导致公司业绩增速不及预期。


**附录：报表预测摘要**

资产负债表 (人民币百万元)						损益表 (人民币百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	179,065	161,876	157,329	158,801	160,030	<b>营业收入</b>	35,471	36,141	35,228	38,278	39,640
其中：客户资金存款	148,317	131,136	119,045	118,641	117,895	手续费及佣金净收入					
结算备付金	17,965	18,119	18,493	18,874	19,248	经纪业务手续费收入	7,643	6,790	6,042	5,846	5,754
其中：客户备付金	10,550	10,803	10,023	9,989	9,927	投资银行业务手续费净收入	4,311	3,688	2,740	3,052	3,629
融出资金	87,116	89,754	89,555	93,940	98,561	资产管理业务手续费净收入	1,648	4,097	4,235	4,661	5,148
交易性金融资产	331,401	372,574	385,183	404,044	423,921	利息净收入	4,765	2,803	2,775	2,602	2,321
衍生金融资产	8,233	9,673	16,423	17,227	18,074	投资收益及公允价值变动损益	8,291	8,155	10,136	12,812	13,441
买入返售金融资产	71,136	69,666	63,655	66,772	70,057	其他业务收入	7,866	7,803	7,803	7,803	7,803
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	<b>营业支出</b>	21,188	23,964	22,869	23,367	23,819
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	215	185	137	172	166
长期股权投资	11,444	12,791	13,753	14,426	15,136	管理费用	13,640	15,723	14,950	15,400	15,864
应收利息	0	0	0	0	0	减值损失	-465	263	46	46	46
存出保证金	58,923	56,788	63,688	66,806	70,093	其他业务成本	7,774	7,760	7,736	7,748	7,742
固定资产	2,832	3,918	4,133	4,335	4,548	营业利润	14,283	12,178	12,359	14,911	15,821
无形资产	1,443	1,530	1,651	1,732	1,817	加：营业外收入	14	28	21	26	25
其他资产	2,336	1,775	19,203	22,874	26,873	减：营业外支出	157	57	30	43	37
<b>总资产</b>	860,689	925,402	948,952	991,193	1,035,491	利润总额	14,140	12,148	12,350	14,893	15,809
短期借款	9,848	11,662	18,626	19,538	20,499	减：所得税	2,519	2,262	2,250	2,744	2,896
拆入资金	12,967	11,745	4,216	4,422	4,639	<b>净利润</b>	11,621	9,885	10,100	12,150	12,912
交易性金融负债	75,049	74,824	75,954	79,673	83,593	减：少数股东损益	114	511	311	501	465
衍生金融负债	9,791	11,489	13,623	14,290	14,993	<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	11,507	9,374	9,789	11,649	12,447
卖出回购金融资产款	173,237	216,830	197,352	207,015	217,199						
代理买卖证券款	100,275	90,457	80,712	80,438	79,932						
代理承销证券款	35	873	517	517	517						
应付职工薪酬	9,058	7,729	7,070	7,427	7,577						
应付债券	127,884	134,026	150,236	157,592	165,345	<b>基本比率和每股指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	559	550	586	615	645	净利率	32.44%	25.94%	27.79%	30.43%	31.40%
<b>总负债</b>	696,862	752,024	768,545	801,911	836,967	总资产收益率	1.39%	1.04%	1.05%	1.20%	1.23%
总股本	8,907	8,905	8,905	8,905	8,905	净资产收益率	7.88%	6.02%	5.71%	6.54%	6.67%
<b>所有者权益合计</b>	163,826	173,378	180,407	189,282	198,524	市盈率 (倍)	11.48	14.53	14.04	11.64	10.85
少数股东权益	6,127	6,409	6,669	6,997	7,338	市净率 (倍)	0.90	0.86	0.82	0.78	0.74
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	157,699	166,969	173,738	182,285	191,186	每股净资产 (元/股)	1.24	0.98	1.01	1.22	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	10	17	38
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究