

国泰君安 (601211)

证券研究报告

2024年08月30日

业绩小幅下滑，看好高股息板块的行情演绎 —24H1 业绩点评

【24 上半年业绩略有承压，信用业务与投行业务收入下滑拖累整体业绩】

国泰君安 Q2 单季/2024 上半年实现调整后营收 68/134 亿元，同比-6.8%/-10.8%；分别实现归母净利润 25/50 亿元，同比-6.5%/-12.6%。各业务条线均有所承压，信用业务、投行业务与经纪业务均为拉低整体业绩的主因，24Q2 单季：经纪/投行/资管/自营/信用收入同比增速分别为-16.7%/-41.0%/-2.6%/+26.7%/-18.1%。24 上半年：经纪/投行/资管/自营/信用收入同比增速分别为-12.1%/-24.7%/-8.1%/-5.1%/-32.2%。ROE 为 6.2%，较去年同期-1.3Pct；杠杆率下滑-0.21%至 4.43x。

【市场交投活跃度下降叠加严监管政策，致经纪、投行、信用业务下滑】

1) 经纪业务方面：公司 24 年上半年实现经纪业务收入 30.8 亿元，同比-12.1%；基金代销方面，代销金融产品收入出现回落，同比-21.1%至 2.8 亿元；资本市场活跃度较为疲软，市场交投表现低迷，为经纪业务收入下滑的主因，24 年上半年股基日均成交额仅为 8417 亿元，较去年同期同比-20.4%。

2) 投行业务：监管政策趋严，影响公司投行业务开展，导致证券承销规模萎缩。公司 24 年上半年实现投行业务收入 11.7 亿元，同比-24.7%；主要系受到 23 年 8 月收紧 IPO 与再融资等监管政策的影响，其中对 IPO 规模影响较大，公司 24 年上半年 IPO 规模为 13.9 亿元，同比-86.4%，证券承销规模的大幅下行拖累公司投行业务收入。

3) 信用业务：公司 24 年上半年实现信用业务收入 10.4 亿元，同比-32.2%；受到监管政策暂停转融券业务等影响，24 年上半年融资融券余额出现下滑，导致公司融资融券利息收入下降，截止于 24 年 6 月底的融资融券余额为 14809 亿元，较去年同期-6.8%，其中融资/融券余额分别为 14493/316 亿元，较去年同期分别-3.1%/-66.0%。

【公募降费导致基金管理业务收入下降，拖累整体资管业务出现小幅下滑】

资产管理方面，公司 24 年上半年实现资管业务收入 19.2 亿元，同比-8.1%；公募基金管理收入 14.7 亿元，同比-15.6%，为拖累资管业务收入的主因。1) 从规模角度来看，非货公募管理规模扩大，控股的国泰君安资管非货保有规模 363 亿，同比+58.0%；参股的华安基金（持股 51.0%）非货保有规模 3438 亿，同比+4.8%；资管业务规模小幅上升至 5307 亿元，同比+14.3%，主要系集合资管规模大幅上升。2) 从收入的角度来看，虽然非货公募规模扩大，但受到公募基金降费的影响，整体基金管理收入下滑，压制资管业务收入。

【24H1 自营业务表现较为稳定，Q2 自营收入实现正增长】

自营业务方面，公司 24Q2 单季/24 年上半年实现自营业务收入分别为 25.6/49.3 亿元，分别同比+26.7%/-5.1%，24 年 Q2 自营业务收入实现大幅正增长；自营金融资产规模为 4339 亿，较去年同期-0.3%，投资收益率也小幅下滑至 1.14%，较去年同期-0.06Pct，整体表现较为稳定。

投资建议：我们认为，在新“国九条”的政策驱动下，明确了以分红率为抓手重构市场估值体系，因此高股息价值类资产有望在未来相当一段时间内占据优势，国泰君安近 12 个月股息率为 2.8%，在券商中表现突出，在以分红率为传导变量的政策驱动下，高股息板块的高景气有望带动公司估值提升。根据最新披露财务数据更新 24/25/26 年盈利预测，归母净利润 24/25 年前值为 179/199 亿元，由于受监管政策影响，压制业务收入，现 24/25/26 年调整为 106/116/128 亿元，预计 24-26 归母净利润同比增速+13.0%/+9.7%/+10.3%，维持“买入”评级。

风险提示：资本市场大幅震荡；监管政策发生变化；公司业务开展不及预期。

投资评级

行业	非银金融/证券 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,511.90
流通 A 股股本(百万股)	7,480.32
A 股总市值(百万元)	105,692.48
流通 A 股市值(百万元)	105,248.14
每股净资产(元)	16.64
资产负债率(%)	80.53
一年内最高/最低(元)	15.50/12.93

作者

杜鹏辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001
dupenghui@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国泰君安-公司定期报告点评:并表华安基金显著增厚资管收入，薪酬激励或将进一步优化》2023-04-29
- 《国泰君安-公司定期报告点评:IPO 业务稳步提升，公募布局未来可期》2023-04-01
- 《国泰君安-公司点评:投资复苏带动业绩单季同比转正，公募赛道表现可期》2022-08-28

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,471.28	36,141.29	37,596.98	40,754.34	44,690.91
增长率(%)	-4.56	1.89	4.03	8.40	9.66
归属母公司净利润(百万元)	11,507.15	9,374.14	10,592.16	11,623.72	12,824.79
增长率(%)	-32.11	18.54	12.99	9.74	10.33
净利润率	32.44%	25.94%	28.17%	28.52%	28.70%
净资产收益率	7.30%	5.61%	6.95%	7.28%	7.63%
市盈率(倍)	10.89	13.36	11.83	10.78	9.77
市净率(倍)	0.79	0.75	0.82	0.78	0.75
每股净利润(元/股)	1.29	1.05	1.19	1.31	1.44
每股净资产(元/股)	17.71	18.75	17.12	17.92	18.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	179,065.41	161,875.85	173,344.13	178,419.74	185,039.06	营业收入	35,471.28	36,141.29	37,596.98	40,754.34	44,690.91
其中：客户资金存款	148,317.48	131,135.94	132,447.30	133,771.78	135,109.49	手续费及佣金净收入					
结算备付金	17,965.39	18,118.72	19,639.10	21,231.37	22,328.60	其中：代理买卖证券业务净收入	7,643.02	6,790.04	6,899.42	7,747.47	8,624.27
其中：客户备付金	10,550.48	10,803.29	10,262.00	10,692.53	10,633.86	证券承销业务净收入	4,310.93	3,687.59	3,397.33	3,428.33	3,550.15
融出资金	87,115.51	89,753.96	93,921.26	95,671.53	97,456.80	资产管理业务净收入	1,648.36	4,096.52	3,208.62	3,232.32	3,301.17
交易性金融资产	331,401.24	372,574.24	428,380.11	494,420.47	558,163.64	利息净收入	4,764.58	2,802.61	3,161.37	3,225.34	3,791.48
衍生金融资产	8,232.82	9,672.70	9,364.66	11,975.36	13,400.25	投资净收益	7,778.78	9,504.86	11,392.79	12,820.43	14,608.36
买入返售金融资产	71,136.22	69,666.09	64,359.89	62,237.41	61,282.30	其他业务收入	9,325.62	9,259.67	9,537.46	10,300.45	10,815.48
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	21,188.24	23,963.77	23,742.94	25,573.61	27,964.98
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	214.79	185.33	180.77	196.20	218.24
长期股权投资	11,444.26	12,790.76	16,298.59	17,616.96	20,098.66	管理费用	13,639.64	15,723.26	15,786.86	16,817.85	17,881.08
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-464.57	262.52	-375.97	-407.54	-446.91
存出保证金	58,922.82	56,787.63	57,355.50	57,929.06	58,508.35	其他业务成本	7,774.13	7,760.27	8,148.28	8,963.11	10,307.57
固定资产	2,831.55	3,917.72	3,985.76	4,668.50	5,442.43	营业利润	14,283.04	12,177.52	13,854.05	15,180.73	16,725.93
无形资产	1,442.81	1,530.16	1,905.65	2,128.10	2,393.00	加：营业外收入	14.08	27.85	19.52	18.91	23.57
其他资产	20,921.79	25,552.86	25,552.86	27,610.39	30,234.68	减：营业外支出	157.15	57.47	147.25	136.54	129.94
总资产	860,688.55	925,402.48	999,916.42	1,094,955.73	1,197,316.21	利润总额	14,139.97	12,147.90	13,726.32	15,063.11	16,619.57
短期借款	9,847.55	11,661.69	12,244.77	12,489.67	12,239.88	减：所得税	2,518.80	2,262.48	2,556.45	2,805.42	3,095.31
拆入资金	12,967.20	11,744.90	12,919.39	14,211.33	15,632.46	净利润	11,621.17	9,885.42	11,169.86	12,257.68	13,524.26
交易性金融负债	75,048.87	74,824.26	78,565.47	80,136.78	80,938.15	减：少数股东损益	114.02	511.27	577.71	633.97	699.47
衍生金融负债	9,790.66	11,488.61	13,786.33	16,543.59	19,852.31	归属于母公司所有者的净利润	11,507.15	9,374.14	10,592.16	11,623.72	12,824.79
卖出回购金融资产款	173,236.68	216,829.59	249,354.03	274,289.43	296,232.59						
代理买卖证券款	100,274.94	90,457.19	91,361.77	92,275.38	93,198.14	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	34.99	872.66	1,047.19	1,256.63	1,507.96	净利率	32.44%	25.94%	28.17%	28.52%	28.70%
应付职工薪酬	9,057.70	7,728.84	7,760.11	8,266.90	8,789.53	总资产收益率	1.34%	1.01%	1.06%	1.06%	1.07%
应付债券	127,883.59	134,025.54	147,428.10	162,170.91	178,388.00	净资产收益率	7.30%	5.61%	6.95%	7.28%	7.63%
长期借款	559.15	549.55	549.55	549.55	549.55	市盈率（倍）	10.89	13.36	11.83	10.78	9.77
总负债	696,862.46	752,024.47	841,649.22	929,241.95	1,022,792.65	市净率（倍）	0.79	0.75	0.82	0.78	0.75
总股本	8,906.67	8,904.61	8,903.73	8,903.73	8,903.73	每股净利润（元/股）	1.29	1.05	1.19	1.31	1.44
所有者权益合计	163,826.09	173,378.01	158,267.20	165,713.78	174,523.56	每股净资产（元/股）	17.71	18.75	17.12	17.92	18.88
少数股东权益	6,127.12	6,408.76	5,850.20	6,125.46	6,451.10						
归属于母公司所有者权益合计	157,698.97	166,969.25	152,417.00	159,588.32	168,072.46						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com