

国联证券（601456.SH）

整合推进，杠杆提升

优于大市

核心观点

国联证券公布 2024 年三季报。前三季度实现营业收入 20.05 亿元、同比-20.04%，归母净利润 3.96 亿元、同比-45.53%，加权平均 ROE 2.18%、同比-2.02pct。2024Q3 实现营收 9.19 亿元、同比+31.26%、环比+0.72%，实现归母净利润 3.08 亿元、同比+143.65%、环比+0.55%。Q3 单季度分部业务环比增速：经纪-30.61%、投行+3.50%、资管+0.82%、利息-36.33%、投资+5.56%，分部业务占比：经纪 12.93%、投行 10.30%、资管 18.63%、利息-4.31%、投资 57.15%、其他 5.30%。投资收益（含公允价值变动）为公司业绩压舱石。

期末客户资金增长显著，为后续经纪业务提供支撑。2024Q3 末公司货币资金 175.81 亿元、较年初+79.10%，主因客户资金增加，期末客户资金存款 114.70 亿元、较年初+72.47%。10 月以来，A 股日均成交额为 2.00 万亿元，较前三季度的 7955 亿元大幅提升 151.40%，公司经纪业务增长可受益于市场回暖。

资产规模保持扩张，杠杆率保持提升。2024Q3 末公司杠杆率 4.89 倍，较年初的 4.43 倍、上半年末的 4.80 倍有所提升。其中，期末买入返售金融资产 105.64 亿元、较年初+99.07%，FVTPL 资产 439.66 亿元、较年初+12.65%，FVOCI 资产 49.47 亿元、较年初+37.40%。

民生证券整合推进，落地后将显著增强公司实力。合并民生证券事项持续推进中，最新进度为 9 月 27 日获得证监会及上交所相关受理通知。民生证券 2024H1 末总资产规模 637.34 亿元、归母净资产规模 161.27 亿元，净资产规模与国联证券大致相当，合并后有望显著增强公司综合实力。

风险提示：股票市场景气度下降、投顾业务发展不及预期，与民生证券合并后协同不及预期，政策风险等。

投资建议：基于公司三季报数据及资本市场近况，我们将公司经纪业务、投行业务及投资业务增速小幅上调，并基于此将 2024-26 年归母净利润上调为 5.16 亿元、8.85 亿元及 10.05 亿元，上调幅度分别为 8.64%、7.07%及 7.22%。考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早，资产规模有序扩张且杠杆率高于行业均值，与民生证券合并后综合实力大幅提升，我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。我们对公司维持“优大于市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,623	2,955	2,484	4,300	4,886
(+/-%)	-11.6%	12.7%	-16.0%	73.2%	13.6%
归母净利润(百万元)	767	671	516	885	1,005
(+/-%)	-13.7%	-12.5%	-23.1%	71.6%	13.5%
摊薄每股收益(元)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
净资产收益率(ROE)	4.6%	3.9%	2.8%	4.7%	5.1%
市盈率(PE)	42.6	47.9	63.1	36.8	32.4
市净率(PB)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：Choice、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

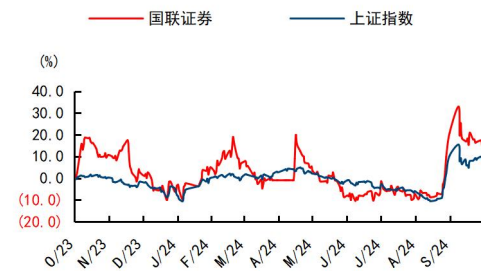
wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.02 元
总市值/流通市值	34038/34038 百万元
52 周最高价/最低价	13.87/9.29 元
近 3 个月日均成交额	708.85 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国联证券（601456.SH）-业务整合正启动，投顾业务渐完善》——2024-09-02
- 《国联证券（601456.SH）-并购方案落地，业务整合开启》——2024-05-20
- 《国联证券（601456.SH）-扩张持续，整合加速》——2024-03-27
- 《国联证券（601456.SH）-投资拖累业绩，多板块协同凸显》——2023-10-28
- 《国联证券（601456.SH）-增速优于同业，基金收购落地》——2023-08-31

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



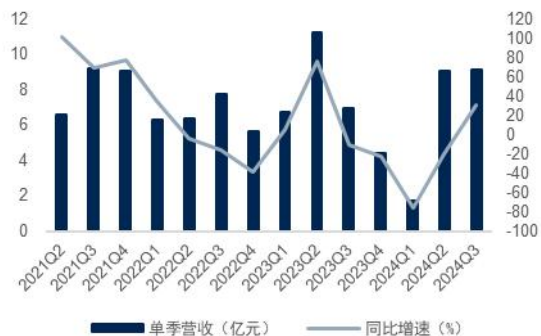
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



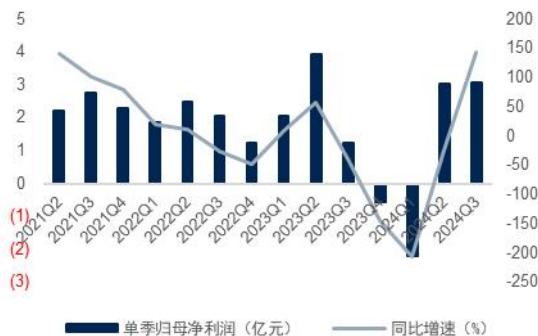
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



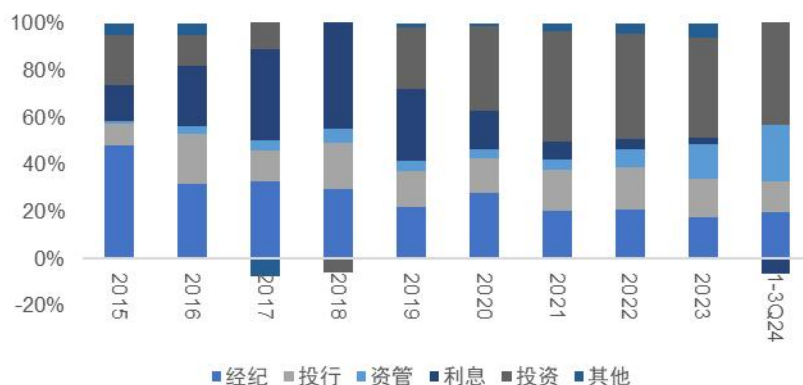
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图5：公司主营业务结构



资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

投资建议：基于公司三季报数据及资本市场近况，我们将公司经纪业务、投行业务及投资业务增速小幅上调，并基于此将 2024-26 年归母净利润上调为 5.16 亿元、8.85 亿元及 10.05 亿元，上调幅度分别为 8.64%、7.07%及 7.22%。考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早，资产规模有序扩张且杠杆率高于行业均值，与民生证券合并后综合实力大幅提升，我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。我们对公司维持“优大于市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产总计	74382	87129	124302	177334	252991	营业收入	2623	2955	2484	4300	4886
货币资金	10033	9816	10798	11878	13065	手续费及佣金净收入	1298	1554	1464	2782	3150
融出资金	8816	10127	11139	12253	13479	经纪业务净收入	550	515	541	1027	1182
交易性金融资产	32436	39027	42930	49369	56775	投行业务净收入	477	489	342	650	747
买入返售金融资产	3264	5307	5838	6421	7064	资管业务净收入	194	443	487	926	1019
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	121	81	61	116	133
负债合计	57621	69005	105794	158092	233007	投资收益	1159	1243	870	1306	1501
卖出回购金融资产款	14993	14422	15864	18243	20980	其他收入	46	76	88	97	101
代理买卖证券款	10797	9046	9951	10946	12040	营业支出	1660	2144	1863	3225	3665
应付债券	19489	25062	27568	31704	36459	营业外收支	2	14	14	14	14
所有者权益合计	16761	18124	18507	19241	19984	利润总额	965	825	635	1089	1235
其他综合收益	-28	321	321	321	321	所得税费用	198	151	116	199	226
少数股东权益	0	355	0	0	0	少数股东损益	0	3	2	4	5
归属于母公司所有者权益合计	16761	17769	18507	19241	19984	归属于母公司净利润	767	671	516	885	1005
每股净资产(元)	5.92	6.27	6.54	6.79	7.06						
总股本(亿股)	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32						
关键财务与估值指标											
每股收益	0.27	0.24	0.18	0.31	0.35						
每股红利											
每股净资产	5.92	6.27	6.54	6.79	7.06						
ROIC											
ROE	4.63%	3.89%	2.85%	4.69%	5.12%						
收入增长	-11.59%	12.68%	-15.96%	73.15%	13.62%						
净利润增长率	-13.66%	-12.51%	-23.13%	71.58%	13.45%						
资产负债率	77.47%	79.20%	85.11%	89.15%	92.10%						
P/E	42.59	47.92	63.10	36.78	32.42						
P/B	1.94	1.83	1.76	1.69	1.63						
EV/EBITDA											

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032