

国联证券 (601456.SH) 业绩符合预期，自营投资收益率回升

2024年11月04日

——国联证券2024三季报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2024/11/1
当前股价(元)	11.99
一年最高最低(元)	13.87/9.29
总市值(亿元)	339.53
流通市值(亿元)	286.46
总股本(亿股)	28.32
流通股本(亿股)	23.89
近3个月换手率(%)	154.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《经纪、资管表现亮眼，自营投资拖累业绩——公司信息更新报告》
-2024.9.2

《发股收购民生证券方案落地，看好协同效应——公司信息更新报告》
-2024.8.9

《看好协同效应，关注交易对价——公司信息更新报告》-2024.5.14

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 业绩符合预期，自营投资收益率回升

2024Q1-3 公司营业收入/归母净利润 20.0/4.0 亿元，同比-20%/-46%，单 Q3 归母净利润 3.1 亿，同比+1%，环比+144%，业绩符合我们预期。24Q1-3 年化加权平均 ROE2.9%，同比-2.7pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.8 倍，较年初+0.5 倍。经纪、资管同比增长，自营投资收益率回升。上调市场交易额和自营收益率假设，我们上修公司 2024-2026 年归母净利润预测至 8.1/12.3/16.1 亿元（调前 5.4/7.6/10.2），同比+21%/+52%/+31%，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.3/0.4/0.6 元。当前股价对应 PB 1.9/1.8/1.7 倍，看好公司收购民生证券后的协同效应，维持“买入”评级。

● 机构佣金费率改对经纪业务影响较大，投行、资管环比表现平稳

(1) 2024Q1-3 经纪业务净收入 4.0 亿元，同比+2%，Q3 经纪业务净收入 1.2 亿，同比-8%，环比-31%，环比降幅高于市场成交额，预计机构佣金费率改对公司影响较大。2024Q3 日均股基成交额 8073 亿元，同比-12%，环比-15%。期末客户保证金环比+42%，客户保证金环比高增。(2) 2024Q1-3 投行业务净收入 2.6 亿，同比-38%，Q3 投行净收入 1 亿，同比-34%，环比+2%。(3) 2024Q1-3 资管业务净收入 4.8 亿，同比+65%，Q3 为 1.7 亿，同比-18%，环比+1%，表现稳健。

● 自营投资收益回升，两融市占率提升

(1) 2024Q1-3 公司投资收益(含公允价值变动损益)9.3 亿，同比-18%，年化自营投资收益率 2.6% (2024H1 为 1.6%)，自营投资收益率有所回升。期末自营投资金融资产规模 510 亿，同比+4%。(2) 2024Q1-3 利息净亏损 1 亿，利息收入/支出分别为 8.7/10.0 亿，同比-19%/+7%，利息收入下降导致利息净亏损。期末融出规模 88 亿，较年初-4%，市占率 0.61%，环比+0.02pct。

● 风险提示：市场波动影响投资收益；整合进度和效果具有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,623	2,955	3,192	4,024	4,903
YOY(%)	-11.6	12.7	8.0	26.1	21.8
归母净利润(百万元)	767	671	811	1,232	1,613
YOY(%)	-13.7	-12.5	20.8	51.9	30.9
毛利率(%)	36.7	27.5	31.5	39.0	43.6
净利率(%)	29.3	22.7	25.4	30.6	32.9
ROE(%)	4.6	3.9	4.5	6.6	8.2
EPS(摊薄/元)	0.27	0.24	0.29	0.44	0.57
P/E(倍)	44.3	50.6	41.9	27.6	21.0
P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	59,411	69,569	78,843	95,692	106,602	营业收入	2,623	2,955	3,192	4,024	4,903
现金	10,033	9,816	15,750	21,567	23,785	营业成本	1,660	2,144	2,188	2,455	2,764
应收票据及应收账款	1,226	1,272	900	900	900	营业税金及附加	17	20	26	32	39
其他应收款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	营业费用	5	5	5	5	5
预付账款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	管理费用	1,641	2,152	2,152	2,411	2,700
存货	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他流动资产	48,152	58,480	62,194	73,225	81,917	财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
非流动资产	14,971	17,560	19,092	13,630	13,860	资产减值损失	3	(29)	10	12	25
长期投资	97	76	83	100	110	其他收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
固定资产	81	102	95	98	101	公允价值变动收益	420	677	- 0	- 0	- 0
无形资产	66	545	514	515	516	投资净收益	732	545	1,426	1,706	2,007
其他非流动资产	14,727	16,837	18,399	12,917	13,133	资产处置收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产总计	74,382	87,129	97,935	109,322	120,462	营业利润	963	812	1,004	1,569	2,139
流动负债	29,830	31,458	41,148	48,093	53,787	营业外收入	4	15	16	20	25
短期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	营业外支出	1	1	1	2	2
应付票据及应付账款	354	810	1,636	1,736	1,836	利润总额	963	812	1,004	1,569	2,139
其他流动负债	29,476	30,648	39,512	46,358	51,951	所得税	198	151	204	349	540
非流动负债	27,791	37,547	38,252	42,062	46,265	净利润	767	675	815	1,238	1,621
长期借款	19,489	25,062	25,062	27,568	30,325	少数股东损益	- 0	3	4	6	8
其他非流动负债	8,302	12,485	13,189	14,493	15,939	归属母公司净利润	767	671	811	1,232	1,613
负债合计	57,621	69,005	79,400	90,155	100,052	EBITDA	1,070	929	1,132	1,706	2,286
少数股东权益	- 0	355	357	- 0	- 0	EPS(元)	0.27	0.24	0.29	0.44	0.57
股本	2,832	2,832	2,832	2,832	2,832						
资本公积	8,174	8,174	8,174	8,174	8,174	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	763	822	903	1,026	1,188	成长能力					
归属母公司股东权益	16,761	17,769	18,178	19,167	20,410	营业收入(%)	-11.6	12.7	8.0	26.1	21.8
负债和股东权益	74,382	87,129	97,935	109,322	120,462	营业利润(%)	-18.4	-15.7	23.7	56.2	36.3
						归属于母公司净利润(%)	-13.7	-12.5	20.8	51.9	30.9
						盈利能力					
						毛利率(%)	36.7	27.5	31.5	39.0	43.6
						净利率(%)	29.3	22.7	25.4	30.6	32.9
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	4.6	3.9	4.5	6.6	8.2
经营活动现金流	883	1445	1865	2568	3231	ROIC(%)	2.1	1.6	1.9	2.6	3.2
净利润	767	675	815	1238	1621	偿债能力					
折旧摊销	107	117	127	137	147	资产负债率(%)	77.5	79.2	81.1	82.5	83.1
财务费用	0	0	0	0	0	净负债比率(%)	2.2	2.5	2.9	3.2	3.4
投资损失	-390	-420	-450	-480	-510	流动比率	2.0	2.2	1.9	2.0	2.0
营运资金变动	5514	5714	5914	6114	6314	速动比率	2.0	2.2	1.9	2.0	2.0
其他经营现金流	-4742	-4642	-4542	-4442	-4342	营运能力					
投资活动现金流	-2164	-2064	-1964	-1864	-1764	总资产周转率	3.7	3.7	3.4	3.9	4.3
资本支出	-65	-65	-65	-65	-65	应收账款周转率	398.1	236.6	293.9	447.1	544.7
长期投资	-2516	-2466	-2416	-2366	-2316	应付账款周转率	400.6	368.1	178.9	145.6	154.8
其他投资现金流	417	467	517	567	617	每股指标(元)					
筹资活动现金流	1535	2652	2752	2852	2952	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.24	0.29	0.44	0.57
短期借款	-15829	-15779	-15729	-15679	-15629	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.51	0.66	0.91	1.14
长期借款	18381	18431	18481	18531	18581	每股净资产(最新摊薄)	5.92	6.27	6.42	6.77	7.21
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	44.3	50.6	41.9	27.6	21.0
其他筹资现金流	-1017	0	0	0	0	P/B	2.03	1.91	1.87	1.77	1.66
现金净增加额	258	-217	5933	5817	2218	EV/EBITDA	83.5	107.7	92.2	64.4	51.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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形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3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