

# 国泰君安 (601211)

## 事件点评: 搭乘合并快车, 看好公司前景

买入 (首次)

2024 年 11 月 13 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001  
wuxs@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	35,471	36,141	39,883	46,934	55,798
同比 (%)	-17.16%	1.89%	10.35%	17.68%	18.89%
归母净利润 (百万元)	11,507	9,374	10,847	13,662	16,348
同比 (%)	-23.35%	-18.54%	15.71%	25.95%	19.66%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.29	1.05	1.22	1.53	1.84
P/E (现价&最新摊薄)	15.80	19.40	16.76	13.31	11.12

### 投资要点

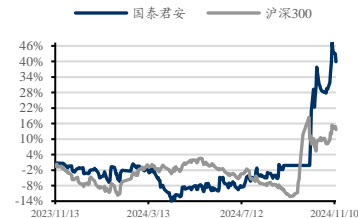
■ **2024 年三季度业绩稳定增长:** 2024 年三季度, 国泰君安公司业绩稳健增长, 实现营业收入同比增长 7% 至 290 亿元, 归母净利润同比增长 10% 至 95 亿元, 归母净资产较年初增长 0.34% 至 1,664 亿元。1) **轻资产业务方面,** 经纪收入和资管收入分别同比下降 12.73% 和 8.40%, 投行业务收入同比下降 32.33%, 但仍稳居行业前列。2) **重资产业务方面,** 自营业务表现亮眼, 同比大幅增长 39%, 资本中介业务营收稳定, 利息净收入同比增长 2.53%。整体来看, 公司在三季度末市场回暖的背景下, 业务表现趋于稳健。

■ **重大资产重组进展顺利:** 2024 年 10 月 9 日, 国泰君安董事会召开会议, 同意公司换股吸收合并海通证券并募集配套资金。1) **前期进展顺利,** 后期仍有系列流程待完成: 国泰君安于 10 月 9 日发布公告, 宣布本次换股吸收合并采取国泰君安换股吸收合并海通证券的方式, 换股比例为 1:0.62。2) **资产总量增幅巨大, 多项指标排名跃升至行业第一。** 根据 2024 年半年报数据, 两公司合并后, 营业收入/归母净利润/总资产/净资产行业排名分别至第二/第二/第一/第一。3) **业务优势互补, 各项业务水平有望快速提升。** 海通证券在 IPO 业务方面更具优势, 国泰君安在债券承销领域占优。二者合并, 强强联合, 联通线上线下优势, 客户服务能力边界形成规模效应。经纪和两融业务发挥各自相对优势, 规模将为行业第一。

■ **盈利预测与投资评级:** 资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 头部券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利; 国泰君安作为头部券商有望抓住市场机遇强者恒强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 108/137/163 亿元, 对应 2024-2026 年 PB 为 1.01/0.96/0.91 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业市场竞争加剧风险, 证券市场恢复不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.42
一年最低/最高价	12.93/22.08
市净率(倍)	1.20
流通 A 股市值(百万元)	152,748.19
总市值(百万元)	181,814.18

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.02
资产负债率(% ,LF)	81.44
总股本(百万股)	8,903.73
流通 A 股(百万股)	7,480.32

### 相关研究

《国泰君安(601211): 风控为本, 机构金融业务亮眼》

2020-03-25

《国泰君安(601211): 国泰君安: 2017 中报点评-业绩表现亮眼, 综合实力保持领先》

2017-08-28

## 内容目录

<b>1. 2024 年三季度公司业绩稳健增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 轻资产业务：各项业务略有承压，预计四季度将得到改善 .....	4
1.2. 重资产业务：三季度末市场回暖，整体趋于稳健 .....	4
<b>2. 合并进展顺利，公司综合实力将实现大幅提升</b> .....	<b>4</b>
2.1. 合并相关正在有序推进 .....	4
2.2. 部分高管调整，助力全新发展战略布局 .....	5
2.3. 行业地位提升，多项指标有望跃居行业第一 .....	5
2.4. 轻资产业务：各项业务优势互补 .....	6
2.5. 重资产业务：业务水平进一步提升 .....	7
<b>3. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>7</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图表目录

图 1: 国泰君安&海通证券合并时间线 ..... 5

表 1: 合并前后国泰君安与海通证券综合实力（据 2024 年三季报数据，单位：亿元） ..... 6

## 1. 2024年三季度公司业绩稳健增长

2024年10月31日，公司发布2024年三季报；2024年Q1~Q3，公司实现营业收入同比+7%至290亿元，归母净利润同比+10%至95亿元，归母净资产较年初+0.34%至1,664亿元。

### 1.1. 轻资产业务：各项业务略有承压，预计四季度将得到改善

跟随市场成交额，经纪业务收入小幅下滑。2024前三季度，市场日均A股交易额同比-10.3%至7,955亿元，公司24Q1-Q3/24Q3经纪业务净收入同比-12.73%/-14.05%至45/14亿元（占比营收16%/12%）。

资管收入小幅下滑。公司24Q1-Q3/24Q3资管业务净收入同比-8.40%/-9.11%至29/9亿元（占比营收10%/8%）。

投行业务稳居行业前列。据Wind，2024Q1~3市场IPO/再融资/债承规模分别同比-85%/-67%/+2%至479/1,825/98,700亿元；国泰君安IPO/再融资/债承规模同比-88%/-85%/+6%至29/29/7,884亿元，市占率分别为7%/4%/3%（排名行业第6位）；本期股票承销业务收入同比减少，公司2024年前三季度投行业务收入同比-32.33%/-42.99%至18/6亿元（占比营收6%/5%）。

### 1.2. 重资产业务：三季度末市场回暖，整体趋于稳健

自营业务表现亮眼。截至2024/09，万得全A/中债综合指数分别为+8.25%/+4.70%（2023年同期分别为-1.41%/+3.24%），主要系公允价值变动收益大幅增加影响，公司24Q1-Q3/Q3自营业务同比+39%/+128%至107/58亿（占比营收37%/48%，注：自营业务收入=投资收益-联营合营企业投资收益+公允价值变动收益）。

资本中介业务营收稳定。截至2024/09，市场两融余额同比-9%至14,401亿元；公司24Q1-Q3/24Q3利息净收入同比-2.53%/+662.30%至16亿元/5亿元（占比营收6%/4%）。

## 2. 合并进展顺利，公司综合实力将实现大幅提升

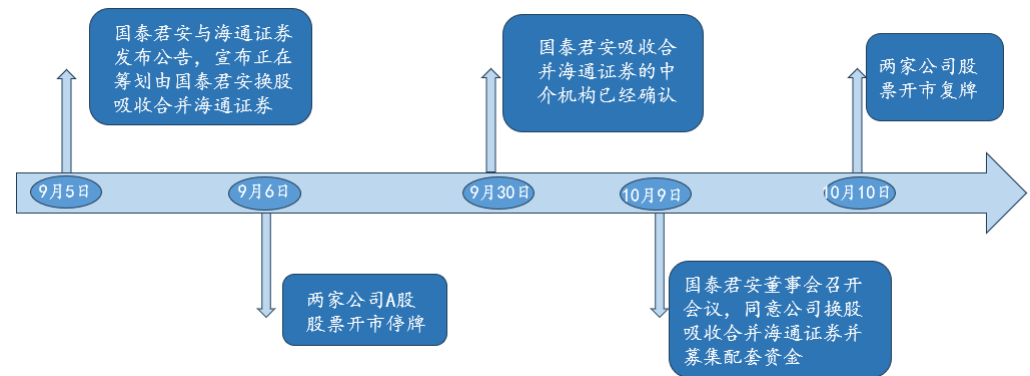
2024年10月9日，国泰君安董事会召开会议，同意公司换股吸收合并海通证券并募集配套资金。本次换股吸收合并采取国泰君安换股吸收合并海通证券的方式，换股比例为1:0.62。

### 2.1. 合并相关正在有序推进

2024年9月5日，国泰君安与海通证券发布公告，宣布正在筹划由国泰君安换股吸收合并海通证券，并发行A股股票募集配套资金。两家公司A股股票于9月6日开市时起开始停牌，预计停牌时间不超过25个交易日。2024年9月30日国泰君安吸收合并

海通证券的中介机构已经确认。10月9日国泰君安董事会召开会议，同意公司换股吸收合并海通证券并募集配套资金。国泰君安和海通证券披露了《国泰君安证券股份有限公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案》。10月10日两家公司股票开市复牌。合并尚需完成多项审批程序，包括股东大会的审议、监管机构的批准等。

图1：国泰君安&海通证券合并时间线



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 部分高管调整，助力全新发展战略布局

**更换非执行董事，有助于战略发展布局。**10月28日国泰君安发布公告，建议委任韩志达为公司非执行董事，曾于收购兼并总部、并购融资部、战略发展部、数字化转型办公室的工作经历有助于推动国泰君安与海通证券的合并顺利开展，为公司带来新的战略发展布局。

**新的总审计师上任，有望完善审计监督体系。**10月30日，国泰君安发布公告，委任赵宏为公司总审计师，赵宏曾任职于国泰君安证券股份有限公司，先后担任营销管理总部副总监，机构客户服务总部副总经理，收购兼并总部副总经理，党委办公室副主任、主任，人力资源部总经理，人力资源总监，业务总监，上海分公司总经理等重要职位，有望推进公司审计监督体系进一步完善。

## 2.3. 行业地位提升，多项指标有望跃居行业第一

**资产负债表优化。**2024年三季报，国泰君安与海通证券的营业收入/归母净利润/总资产/净资产合计分别为419/89/16,252/3,425亿元；同期，中信证券营业收入/归母净利润/总资产/净资产合计分别为461/168/17,317/2,920亿元。据2024年三季报数据，两公司合并后，营业收入/归母净利润/总资产/净资产行业排名分别至第二/第二/第一/第一。二者合并后，公司的资产负债表规模更大、结构更均衡，抗风险能力更强。这有助于提升资金运用效率，因为更大的规模和更均衡的结构可以更有效地管理和使用资金。

**整合上海金融资源，助力上海打造国际金融中心。**国泰君安与海通证券均属上海国资，本次合并重组有利于整合上海金融国资优势资源，打造一家与上海国际金融中心地

位相匹配的一流投资银行，有效健全完善上海国际金融中心的要素体系，增强上海国际金融中心竞争力影响力，推动上海走出一条中国特色的国际金融中心建设之路，更好地服务建设金融强国的战略目标。

**科技产业服务能力增强，国际业务拓展。**合并后，双方可共享专业能力和客户资源，特别是在数字科技和合规风控方面。这将有助于提升客户服务能力和运营效率，从而更好地服务于科技产业。合并后的新机构将覆盖 17 个国家和地区，海通证券在海外市场有一定布局，国泰君安收购海通证券后，可以对双方的海外业务进行整合和优化。

**牌照优势互补，发挥协同效应。**合并后，公司将整合两家公司的业务和牌照，包括证券经纪、投资银行、资产管理、信用业务等。国泰君安和海通证券在境内的证券营业部数量分别为 345/311 家，合并后，营业部数量增加，这将使公司能够提供更为全面的金融服务，满足不同客户的需求。

表1: 合并前后国泰君安与海通证券综合实力 (据 2024 年三季报数据, 单位: 亿元)

	国泰君安	海通证券	国君+海通	中信证券
营业收入	290	129	419	461
经纪业务净收入	45	24	69	72
投行业务净收入	18	13	31	28
资管业务净收入	29	14	43	75
利息净收入	16	27	43	9
归母净利润	95	-7	89	168
归母净资产	1,665	1,577	3,242	2,338
ROE (年化)	7.62%	-0.54%	3.78%	8.07%
资本杠杆率 (年化)	4.88	3.49	5.01	4.73

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.4. 轻资产业务: 各项业务优势互补

**投行业务优势显著。**根据 wind 数据, 截至 2024 年 Q3, 国泰君安 IPO/再融资/债承规模分别为 29/29/7,884 亿元, 市占率分别为 6%/4%/8%。海通证券 IPO/再融资/债承规模分别为 43/24/3,031 亿元, 市占率分别为 10%/3%/3%。海通证券在 IPO 业务方面更具优势, 国泰君安在债券承销领域占优。合并后的公司兼有二者优势, 投行业务排名将进一步提升。

**发挥网点布局优势, 财富管理业务优势显著。**据 2024 年半年报数据, 国泰君安个人资金账户数为 1841.84 万户, 海通证券财富管理客户数量为 1,875 万户。同时, 国泰君安的互联网证券产品“君弘 APP”的用户数量和平均月活分别为 4,080/829 万户, 海通证券“e 海通财”的平均月活为 583 万。国泰君安与海通证券分别在基金投顾业务资格与基金评价牌照方面具有相对优势, 二者合并, 强强联合, 联通线上线下优势, 客户



服务能力边界形成规模效应。

**业务规模扩大，经纪业务优势扩大。**截至 2024 年 Q3，国泰君安的经纪业务手续费净收入为 44.54 亿元；海通证券的经纪业务手续费净收入为 17 亿元。合并后，经纪业务规模将为行业第一。

## 2.5. 重资产业务：业务水平进一步提升

**资本中介业务跃升至行业第一。**截至 2024 年 Q3，国泰君安的利息净收入为 15.64 亿元；海通证券的利息净收入为 27.11 亿元。国泰君安围绕客户需求，创新业务策略，优化定价机制，打造综合化服务优势，加强合规风控管理，优化业务结构，持续提升资产质量，提升客户服务及运营效率。海通证券的融资融券业务坚持以合规为本，持续夯实业务基本盘，加强高净值客户和企业客户的拓展和服务，着力为客户需求提供综合解决方案，业务整体市占率稳中有升。二者合并后，资本中介业务发挥各自相对优势，规模将为行业第一。

**自营业务效率提高，盈利能力显著增强。**截至 2024 年 Q3，国泰君安和海通证券自营业务收入分别为 107/18 亿元。合并后的公司将成为行业内的领头羊，这将显著提升市场集中度。新机构有望在资源分配、风险管理和业务创新等方面实现优化，从而提高自营业务的效率和盈利能力，有助于其在自营业务中实现更大的规模效应和成本优势。

## 3. 盈利预测与投资评级

资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，头部券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利；国泰君安作为头部券商有望抓住市场机遇强者恒强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 108/137/163 亿元，对应 2024-2026 年 PB 为 1.01/0.96/0.91 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4. 风险提示

行业市场竞争加剧风险，证券市场恢复不及预期。

图2：国泰君安财务预测表（截至2024年11月12日收盘）

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>一、营业收入</b>	<b>22,719</b>	<b>29,949</b>	<b>35,200</b>	<b>42,817</b>	<b>35,471</b>	<b>36,141</b>	<b>39,883</b>	<b>46,934</b>	<b>55,798</b>
手续费及佣金净收入	8,219	10,286	14,139	15,950	14,200	15,068	16,119	18,502	20,971
经纪业务手续费净收入	4,380	5,630	8,433	9,505	7,643	6,790	7,400	8,078	8,643
投行业务手续费净收入	2,009	2,593	3,735	4,062	4,311	3,688	2,358	2,913	3,707
资管业务手续费净收入	1,500	1,665	1,545	1,792	1,648	4,097	5,770	6,832	7,817
利息净收入	5,832	5,227	5,691	5,591	4,765	2,803	2,999	3,601	4,073
投资收益	7,079	7,311	8,799	11,619	7,266	10,855	11,631	14,056	14,852
公允价值变动损益	-1,203	1,700	433	359	753	379	678	767	855
其他业务收入	2,086	4,827	5,447	8,747	7,866	7,803	8,584	9,871	14,807
营业支出	13,431	18,490	20,249	23,537	21,188	23,964	25,704	29,079	34,448
<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>6,708</b>	<b>8,637</b>	<b>11,122</b>	<b>15,013</b>	<b>11,507</b>	<b>9,374</b>	<b>10,847</b>	<b>13,662</b>	<b>16,348</b>
<b>归属于母公司股东净资产</b>	<b>123,450</b>	<b>137,501</b>	<b>137,353</b>	<b>147,124</b>	<b>157,699</b>	<b>166,969</b>	<b>179,671</b>	<b>189,265</b>	<b>200,856</b>
营业收入增速	-4.56%	31.83%	17.53%	21.64%	-17.16%	1.89%	10.35%	17.68%	18.89%
归属于母公司股东净利润增速	-32.11%	28.76%	28.77%	34.99%	-23.35%	-18.54%	15.71%	25.95%	19.66%
归属于母公司股东净资产增速	0.26%	11.38%	-0.11%	7.11%	7.19%	5.88%	7.61%	5.34%	6.12%
ROE	5.44%	6.62%	8.09%	10.56%	7.55%	5.77%	6.26%	7.41%	8.38%
EPS	0.75	0.97	1.25	1.69	1.29	1.05	1.22	1.53	1.84
BVPS	13.86	15.44	15.43	16.52	17.71	18.75	20.18	21.26	22.56
P/E (A)	27.10	21.05	16.35	12.11	15.80	19.40	16.76	13.31	11.12
<b>P/B (A)</b>	<b>1.47</b>	<b>1.32</b>	<b>1.32</b>	<b>1.24</b>	<b>1.15</b>	<b>1.09</b>	<b>1.01</b>	<b>0.96</b>	<b>0.91</b>
P/E (H)	13.13	10.20	7.92	5.87	7.65	9.39	8.12	6.45	5.39
<b>P/B (H)</b>	<b>0.71</b>	<b>0.64</b>	<b>0.64</b>	<b>0.60</b>	<b>0.56</b>	<b>0.53</b>	<b>0.49</b>	<b>0.47</b>	<b>0.44</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>