

国联证券（601456.SH）

投顾特色突出，静待协同成效

优于大市

核心观点

公司公布 2024 年年报。全年实现营收 26.83 亿元，同比-9.2%；归母净利润 3.97 亿元，同比-40.8%；加权平均 ROE 2.19%，同比-1.70pct。Q4 实现营收 6.78 亿元，同比+51.3%，环比-26.2%；归母净利润 0.02 亿元，同比扭亏，环比-99.4%。分业务来看，全年营收增速：经纪+39.4%、投行-30.7%、资管+49.0%、利息-223.5%、投资-21.6%，全年营收占比：经纪 26.8%、投行 12.6%、资管 24.6%、利息-3.7%、投资 36.3%。**经纪及资管为全年及 Q4 主要增长项。**

经纪及财富管理：财富管理客户数及 AUM 保持增长，基金投顾规模快速扩张。公司全年新增财富客户 21.86 万户，累计总客户 195.50 万户，同比+12.6%。全年代销规模 402.78 亿元，同比+118.9%；金融产品保有量 209.56 亿元，同比+8.4%。基金投顾业务渐具现代财富管理业务雏形，策略团队收益率远超市场偏股基金平均收益率，期末投顾保有规模 92.38 亿元，同比+40.1%。经纪业务方面，公司资产负债表数据客户交易资金留存情况良好，Q4 末客户资金+备付金 142.42 亿元，环比+8.2%；融出资金 115.51 亿元，环比+31.9%；代理买卖证券款 145.65 亿元，环比+11.3%。

投行业务：整合民生证券后业务实力显著增强，静待市场复苏重启增长潜力。2024 年，民生证券股承规模 65.11 亿元，排名行业第 10；IPO 承销规模 38.96 亿元，排名行业第 6。当前，股票市场景气度正处于逐步提升趋势，若股权融资市场复苏，民生证券的投行业务实力将对整体业务产生较大正面影响。

自营投资：TPL 账户债券增加，股票及公募基金减少，OCI 权益占比提升。期末公司 TPL 资产结构：债券 232.48 亿元，占比 61.3%；股票 19.76 亿元，5.2%；公募基金 44.94 亿元，占比 11.9%；其他 82.03 亿元，占比 21.6%。期末 OCI 权益持仓 52.01 亿元，占全部金融资产的 10.7%（vs 2023 年末 7.2%）。年末公司有效杠杆率 4.46 倍，较年初小幅提升，年末金融资产投资、融出资金、买入返售金融资产等资产运用规模较年初有小幅增长。

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：基于公司年报数据及资本市场的表现，我们对公司 2025 年和 2026 年的归母净利润预测分别上调 9.77% 和 9.71%，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 9.72/11.02/12.51 亿元，同比增长 144.6%/13.4%/13.5%，当前股价对应的 PE 为 61.48/54.22/47.99x，PB 为 1.12/1.11/1.09x。公司当前已经成功整合民生证券，后续协同效应或将逐步显现，民生证券经纪网络、投行实力及资本基础将逐步为公司贡献业绩。我们对公司维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,955	2,683	4,731	5,371	6,100
(+/-%)	12.7%	-9.2%	76.3%	13.5%	13.6%
归母净利润(百万元)	671	397	972	1,102	1,251
(+/-%)	-12.5%	-40.8%	144.6%	13.4%	13.5%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.14	0.17	0.19	0.22
净资产收益率(ROE)	3.9%	2.2%	2.7%	2.1%	2.3%
市盈率(PE)	43.83	75.14	61.48	54.22	47.79
市净率(PB)	1.68	1.60	1.12	1.11	1.09

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	10.52 元
总市值/流通市值	59760/59760 百万元
52 周最高价/最低价	14.66/9.32 元
近 3 个月日均成交额	651.50 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）——重大事件点评-整合落地，实力提升》——2024-12-29
- 《国联证券（601456.SH）-整合推进，杠杆提升》——2024-10-31
- 《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）-扩表持续，整合加速》——2024-03-27

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、%)



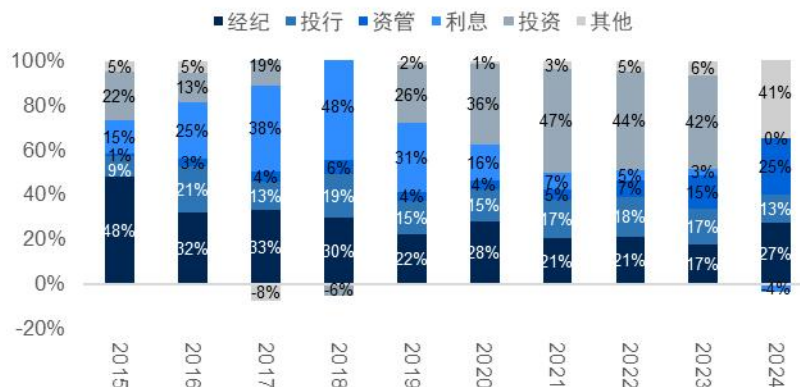
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	87129	97208	177634	195397	214937	营业收入	2955	2683	4731	5371	6100
货币资金	9816	15412	34392	37831	41614	手续费及佣金净收入	1554	1783	3430	3878	4387
融出资金	10127	11551	16984	18683	20551	经纪业务净收入	515	718	1328	1528	1757
交易性金融资产	39027	37921	77475	89096	102460	投行业务净收入	489	339	643	740	851
买入返售金融资产	5307	10474	11930	13123	14435	资管业务净收入	443	660	1254	1380	1518
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	81	-100	-190	-218	-251
负债合计	69005	78260	124504	141453	160069	投资收益	1243	976	1464	1684	1937
卖出回购金融资产款	14422	17349	32962	37906	43592	其他收入	76	24	26	27	29
代理买卖证券款	9046	14565	32797	36076	39684	营业支出	2144	2323	3548	4028	4575
应付债券	25062	24787	33498	38523	44302	营业外收支	14	12	12	12	12
所有者权益合计	18124	18948	53130	53944	54869	利润总额	825	373	1195	1355	1538
其他综合收益	321	1142	1142	1142	1142	所得税费用	151	-33	218	248	281
少数股东权益	355	364	0	0	0	少数股东损益	3	9	5	5	6
归属于母公司所有者权益合计	17769	18584	53130	53944	54869	归属于母公司净利润	671	397	972	1102	1251
每股净资产(元)	6.27	6.56	9.35	9.50	9.66						
总股本(亿股)	28.32	28.32	56.81	56.81	56.81						

关键财务与估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.24	0.14	0.17	0.19	0.22
每股红利					
每股净资产	6.27	6.56	9.35	9.50	9.66
ROIC					
ROE	3.89%	2.19%	2.71%	2.06%	2.30%
收入增长	12.68%	-9.21%	76.31%	13.54%	13.58%
净利润增长率	-12.51%	-40.80%	144.57%	13.39%	13.46%
资产负债率	79.20%	80.51%	70.09%	72.39%	74.47%
P/E	43.83	75.14	61.48	54.22	47.79
P/B	1.68	1.60	1.12	1.11	1.09
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所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