

国泰君安 (601211)

证券研究报告
2023年04月29日

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

事件：国泰君安公告 2023 年 1 季报。

并表华安基金+自营改善驱动业绩增长，成本支出仍具刚性。23Q1 公司营收/归母净利分别实现 93/30 亿元，同比分别+14%/+21%。调整后 23Q1 营收同比+35%。并表华安基金显著增厚资管收入+自营改善驱动业绩增长，支出端管理费用同比+36%，调整后 23Q1 营业支出同比+49%，致利润增幅不及收入。公司为 22 年少数人均薪酬保持正增的上市券商，预计后续公司人力成本或存下降动力。具体业务来看，23Q1 经纪/投行/资管/信用/自营收入同比增速分别为-17.4%/-34%/+242%/-44.5%/+1787%。杠杆率（扣除客户保证金）由上年末 4.82 提升至 4.98 倍，roe2.01%，同比提升 0.26pct。

费类业务：并表华安基金显著增厚资管收入，经纪投行业绩下降主要受 23Q1 市场整体情况影响。1) 由于公司 22Q4 正式并表华安基金（华安基金营收纳入公司资管业务收入口径），低基数下公司 23Q1 资管收入显著增长 242%。截至 23Q1 末华安基金非货/权益 AUM 较上年末分别-0.7%/+0.9%，国泰君安资管非货/权益 AUM 较上年末分别-5.0%/+8.5%。2) 23Q1 经纪业务收入同比-17.4%（23Q1 市场股基成交额下降 9%），23Q1 公司 IPO 承销额下降 60.4%（市场整体下降 63.8%），IPO 承销额排名行业第 6，保持稳定。

资金业务：自营大幅改善，利息净收入显著下滑。1) 自营规模提升+行情转暖驱动自营大幅改善。23Q1 金融资产规模同比+20%/环比+5%，单季综合投资收益率 0.76%（上年同期仅 0.05%）。2) 利息净收入显著下滑，主要系融出资金规模下滑及有息负债规模提升，23Q1 融出资金同比-8%。卖出回购金融资产款同比+16%，应付债券同比+9%。

投资建议：我们认为 1) 23 年是公司第二个三年计划开局之年，工作重点为“提能力、强长项”，战略以巩固市场地位向竞争行业领先地位转变，看好公司后续持续发力。2) 控股华安基金后弥补公司在公募赛道的短板，并成为行业具有双公募牌照的稀缺标的，随着公募管理规模的提升有望获得更高估值溢价。根据一季报实际业绩情况相应调整 23-25 年盈利预测，23-25 年公司归母净利润由 188/240/275 亿元调整为 163/179/199 亿元，预计 23-25 年归母净利润同比增速+42%/+10%/+11%，对应 23 年 PB 为 0.88X，维持“买入”评级

风险提示：经济复苏迟滞，权益市场剧烈波动，公募管理规模显著下滑。

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	15.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,514.85
流通 A 股股本(百万股)	7,452.53
A 股总市值(百万元)	113,624.49
流通 A 股市值(百万元)	112,682.19
每股净资产(元)	16.26
资产负债率(%)	81.40
一年内最高/最低(元)	16.17/13.15

作者

胡江	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080007	
hujiang@tfzq.com	
周颖婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002	
zhouyingjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《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
- 《国泰君安-公司定期报告点评:21Q1 业绩高增长，经营机制改善或将提升估值》2021-04-29

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	42,817.14	35,471.28	41,666.33	44,967.91	49,487.49
增长率(%)	21.64	-17.16	17.46	7.92	10.05
净利润(百万元)	15,013.48	11,507.15	16,322.30	17,916.69	19,929.86
增长率(%)	34.99	-23.35	41.84	9.77	11.24
净利润率	35.06%	32.44%	39.17%	39.84%	40.27%
净资产收益率	11.05%	7.88%	10.00%	10.30%	10.75%
市盈率(倍)	9.16	12.19	8.57	7.78	6.97
市净率(倍)	0.99	0.95	0.88	0.82	0.77
每股净利润(元/股)	1.65	1.24	1.76	1.94	2.17
每股净资产(元/股)	15.27	15.90	17.14	18.34	19.68

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,178.89	179,065.41	197,199.18	205,810.60	214,240.84	营业收入	42,817.14	35,471.28	41,666.33	44,967.91	49,487.49
其中: 客户资金存款	138,522.66	148,317.48	150,404.01	155,752.03	159,906.74	手续费及佣金净收入					
结算备付金	19,382.06	17,965.39	17,881.19	18,762.50	19,714.27	其中: 代理买卖证券业务净收入	9,505.10	7,643.02	6,916.02	6,823.77	7,119.15
其中: 客户备付金	12,656.04	10,550.48	10,698.90	11,079.33	11,374.87	证券承销业务净收入	4,062.09	4,310.93	4,065.56	4,862.11	5,612.60
融出资金	109,287.31	87,115.51	101,496.66	108,574.80	117,848.25	资产管理业务净收入	1,791.79	1,648.36	5,302.39	5,845.13	6,450.97
交易性金融资产	284,385.06	331,401.24	395,792.00	423,393.61	459,555.94	利息净收入	5,590.55	4,764.58	3,853.95	3,786.24	3,492.80
衍生金融资产	4,157.40	8,232.82	4,358.07	4,661.99	5,060.17	投资净收益	12,336.26	8,291.43	11,787.21	13,467.42	16,175.87
买入返售金融资产	59,582.75	71,136.22	78,532.93	84,009.64	91,184.95	其他业务收入	8,746.87	7,866.29	8,259.61	8,672.59	9,106.22
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	23,537.32	21,188.24	20,996.99	22,430.11	24,340.50
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	190.68	214.79	218.93	254.28	269.93
长期股权投资	12,927.54	11,444.26	12,694.44	13,579.72	14,739.57	管理费用	14,339.52	13,639.64	12,363.97	13,756.23	15,321.83
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	341.02	-464.57	241.35	-156.58	-258.99
存出保证金	40,795.69	58,922.82	66,340.04	70,966.44	77,027.73	其他业务成本	8,665.38	7,774.13	8,172.75	8,576.18	9,007.72
固定资产	2,525.49	2,831.55	3,130.41	3,348.72	3,634.73	营业利润	19,279.81	14,283.04	20,669.34	22,537.80	25,146.99
无形资产	1,390.97	1,442.81	1,615.47	1,728.13	1,875.73	加: 营业外收入	39.37	14.08	16.54	17.85	19.64
其他资产	1,548.00	2,335.78	3,219.58	3,727.99	4,394.08	减: 营业外支出	206.90	157.15	155.73	166.36	180.53
总资产	791,272.81	860,688.55	975,809.28	1,038,353.46	1,117,240.98	利润总额	19,112.28	14,139.97	20,530.15	22,389.29	24,986.10
短期借款	4,340.79	9,847.55	12,264.75	13,120.06	14,240.66	减: 所得税	3,809.74	2,518.80	3,874.74	4,106.95	4,649.51
拆入资金	12,108.83	12,967.20	12,684.81	13,569.42	14,728.39	净利润	15,302.54	11,621.17	16,655.41	18,282.34	20,336.59
交易性金融负债	47,489.53	75,048.87	75,644.85	80,920.14	87,831.58	减: 少数股东损益	289.06	114.02	333.11	365.65	406.73
衍生金融负债	9,752.87	9,790.66	7,286.43	7,794.57	8,460.31	归属于母公司所有者的净利润	15,013.48	11,507.15	16,322.30	17,916.69	19,929.86
卖出回购金融资产款	164,884.09	173,236.68	204,113.53	218,347.93	236,997.17						
代理买卖证券款	101,026.15	100,274.94	101,685.61	105,301.32	108,110.25	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	471.15	34.99	34.99	34.99	34.99	净利率	35.06%	32.44%	39.17%	39.84%	40.27%
应付职工薪酬	8,424.17	9,057.70	7,737.07	8,871.72	9,734.72	总资产收益率	2.01%	1.83%	1.78%	1.78%	1.85%
应付债券	126,767.10	127,883.59	152,737.15	162,517.16	175,451.90	净资产收益率	11.05%	7.88%	10.00%	10.30%	10.75%
长期借款	0.00	559.15	616.45	659.44	715.76	市盈率 (倍)	9.16	12.19	8.57	7.78	6.97
总负债	640,636.22	696,862.46	800,558.34	852,016.25	918,431.36	市净率 (倍)	0.99	0.95	0.88	0.82	0.77
总股本	8,908.45	8,906.67	8,906.67	8,906.67	8,906.67	每股净利润 (元/股)	1.65	1.24	1.76	1.94	2.17
所有者权益合计	150,636.59	163,826.09	175,250.94	186,337.21	198,809.62	每股净资产 (元/股)	15.27	15.90	17.14	18.34	19.68
少数股东权益	3,512.93	6,127.12	6,554.41	6,969.04	7,435.51						
归属于母公司所有者权益合计	147,123.66	157,698.97	168,696.53	179,368.17	191,374.11						

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com