

公司深度报告

2023年03月10日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.发挥投行牵引作用，把握全面注册制机遇
——国金证券(600109.SH)首次覆盖报告

核心观点

公司起源于四川，国资入股带来发展新动能。公司成立于1990年，2008年借壳上市后迎来发展。公司实际控制人是“涌金系”民营股东，2021年发布定增后四川国资旗下公司入股，成为公司第二和第四大股东。定增的完成为公司增添地方国资背景，也进一步夯实了公司的资本实力，有助于提升公司长期竞争力。

投行业务是公司核心业务，或将充分受益于全面注册制。注册制对投行价值发现、研究定价、业务协同的能力提出了更高的要求。公司“投行牵引”的战略原则与全面注册制下投行业务逻辑重塑的要求相契合。公司在业务内部加强人才建设和重点领域布局，在医药、汽车、中小型企业等领域建立起较强的行业口碑和议价能力；同时，公司持续推进一二级各业务间的互通，设立产业研究中心，提升业务协同能力。得益于公司战略的推进，公司投行差异化竞争优势有望进一步增强。

线上+线下并举，推进财富管理转型。公司较早布局互联网经纪业务，通过“国金佣金宝”APP，满足客户的智能化交易需求，实现金融科技赋能。公司线下渠道以四川为核心，发力基金投顾与金融产品代销业务，经纪业务收入结构有所优化，财富管理转型节奏加快。

投资建议

我们预计国金证券2022-2024年营业收入分别为56.22亿元/69.82亿元/77.97亿元，同比-21%/+24.2%/+11.7%，归母净利润13.64亿元/18.17亿元/22.38亿元，同比-41.2%/+33.3%/+23.1%。以2023年3月10日收盘价为基准，预计对应的2022PB为1.04倍。我们看好公司发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

投行业务开展不及预期、市场活跃度下降、战略推进不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7127	5622	6982	7797
增长率(%)	17.55%	-21.12%	24.20%	11.67%
归母净利润	2317	1364	1817	2238
增长率(%)	39.35%	-41.15%	33.26%	23.15%
EPS(元/股)	0.77	0.37	0.49	0.60
市盈率(P/E)	14.26	24.16	18.16	14.76
市净率(P/B)	1.35	1.04	0.97	0.90

资料来源:Wind,以2023年3月10日收盘价8.91元为基准,东亚前海证券研究所预测

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 燕楠
资格证书 S1710521120001
电子邮箱 yann806@easec.com.cn
联系人 温瑞鹏
电子邮箱 wenrp@easec.com.cn
联系人 张佳蓉
电子邮箱 zhangjr911@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	3724.36
流通A股/B股(百万股)	3724.36/0.00
资产负债率(%)	66.23
每股净资产(元)	8.26
市净率(倍)	1.10
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	10.35/7.62

相关研究

正文目录

1. 投资聚焦	4
2. 公司概况：地方国资入股，投行收入占比较高	5
2.1. 民营上市券商，国资入股助力长期发展	5
2.2. 治理结构健全，战略布局清晰	6
2.3. 投行及经纪业务占比较高，ROE 领先行业	9
3. 落实“投行牵引”战略，充分受益于全面注册制	10
3.1. 全面注册制对券商的综合服务水平与专业能力提出更高要求	10
3.2. 发挥投行牵引作用，提升专业能力	12
3.2.1. 纵向：深耕重点行业，聚焦中小民企	12
3.2.2. 横向：提高研究能力，促进业务协同	14
3.3. 议价能力强，业绩释放可期	15
4. 经纪业务：金融科技赋能，加速财富管理转型	16
5. 其他业务：两融业务市占率提升，资管业务稳步推进	18
6. 盈利预测与估值	20
6.1. 盈利预测	20
6.2. 估值	21
7. 风险提示	21

图表目录

图表 1. 国金证券发展历程	5
图表 2. 截至 2022 年 12 月末，国金证券股权架构	6
图表 3. 国金证券管理层情况	7
图表 4. 截至 2021 年底，国金证券组织架构情况	8
图表 5. 国金证券的“三次创业”	9
图表 6. 国金证券营业收入及增速	9
图表 7. 国金证券归母净利润及增速	9
图表 8. 国金证券收入结构	10
图表 9. 2022Q3 上市券商投行收入占比前十	10
图表 10. 国金证券行业排名情况	10
图表 11. 国金证券 ROE 高于行业平均水平	10
图表 12. 注册制改革对投行上下游的影响	11
图表 13. 国金证券“投行牵引”战略	12
图表 14. 2022 年四家券商保荐代表人数和从业人数占比	13
图表 15. 2019-2022 年国金证券股权承销情况	13
图表 16. 2019-2022 年公司 IPO 募集金额数量分布（单位：家，%）	14
图表 17. 2019-2022 年公司 IPO 企业类型分布（单位：家，%）	14
图表 18. 国金创新跟投项目数量（单位：家）	15
图表 19. 国金创新跟投项目行业分布（单位：家）	15
图表 20. 公司平均首发保荐承销费率优于同业	15
图表 21. 公司实现多位投行客户的二次转化	16
图表 22. 2018 年起，公司投行业务净收入增长迅速	16
图表 23. 截至 2023/02/01，公司投行储备项目数量	16
图表 24. 截至 2023/02/01，保荐机构主板 IPO 排队企业数量前十名	16
图表 25. 截至 2021 年末，国金证券营业部分布情况	17
图表 26. 公司“佣金宝”APP 客户结构持续优化	17
图表 27. 国金证券经纪业务毛利率	17

图表 28. 国金证券经纪业务收入结构	18
图表 29. 国金证券自营业务收入（亿元）	19
图表 30. 国金证券投资杠杆率	19
图表 31. 国金证券信用业务规模	19
图表 32. 国金证券信用业务风险情况	19
图表 33. 国金证券资管业务手续费收入及占比（亿元）	20
图表 34. 国金证券收入预测（百万元）	20
图表 35. 国金证券可比公司 PB（LF）及 ROE	21

1. 投资聚焦

注册制对投行价值发现的专业性、业务协同的综合能力提出了更高的要求，公司战略发展方向与之相契合：1）在业务内部，公司加强人才建设和重点领域布局，在医药、汽车、中小型民营企业等领域建立起较为优秀的行业口碑，公司投行的专业性持续加强；2）在各业务之间，公司持续推进一二级各业务间的互通，并发挥投行的牵引作用，实现各业务之间资源与客户的双向导流，投行部门的综合服务水平进一步提升。

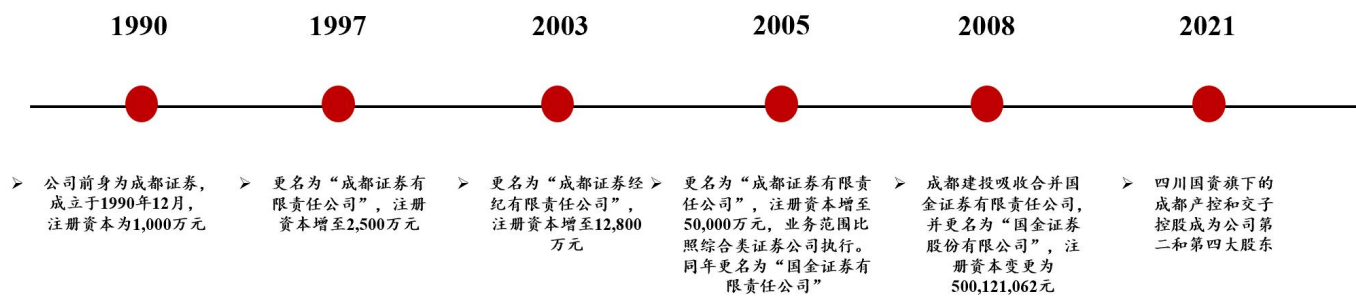
市场认为全面注册制落地后对公司投行业务影响较小，我们认为得益于公司战略的推进，公司有望充分受益于全面注册制改革：1）公司近4年来平均承销保荐费率高于同业，已建立起较强的议价能力，差异化竞争优势有望强化；2）公司投行业务储备数量及核准制平移项目数量均居行业前列，有望释放较大的业绩弹性。随着公司投行专业服务能力和业务协同水平的进一步提升，投行业务将成为公司客户流量的重要入口，为公司财富管理、机构业务提供客户资源，从而带动公司整体业务进一步发展。

2. 公司概况：地方国资入股，投行收入占比较高

2.1. 民营上市券商，国资入股助力长期发展

公司起源于天府之国，借壳“成都建投”上市。国金证券前身为1990年成立的成都证券。2005年，“涌金系”收购成都证券53.32%的股权，成为公司的控股股东。2008年，成都建投通过吸收合并国金证券股权，正式更名为“国金证券股份有限公司”，成功借壳上市，成为国内第八家上市券商。

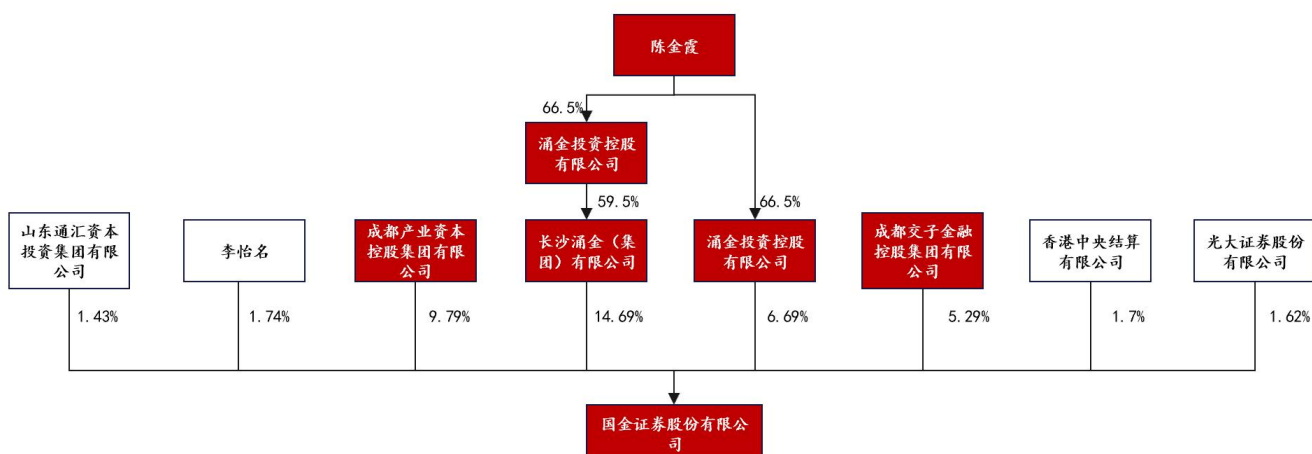
图1. 国金证券发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司实际控制人是“涌金系”民营股东，国资入股增强公司竞争力。截至2022年底，公司的主要股东是长沙涌金（集团）有限公司和成都产业资本控股集团有限公司，分别持股14.69%和9.79%。陈金霞女士通过长沙涌金（集团）有限公司和涌金投资控股有限公司合集控制本公司已发行股份的14.22%，为公司的实际控制人。2021年，成都国资委旗下的成都产业资本控股集团有限公司和成都交子金融控股集团有限公司通过定增成为公司第二和第四大股东，持股占比合计15.08%，2022年，定增完成为公司增添地方国资背景，有助于提升公司长期竞争力。

图表 2. 截至 2022 年 12 月末，国金证券股权架构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 治理结构健全，战略布局清晰

公司管理团队稳定，行业经验丰富。公司董事长冉云曾于成都金融市场、成都市人民银行计划处、成都证券任职，行业背景深厚。公司总裁兼财务总监姜文国曾于光大证券、兴业证券投资银行部工作，工作经验丰富。公司共有 7 位副总裁分管不同业务领域，且均有公司内部或证券行业从业经验，利于公司长期可持续发展。

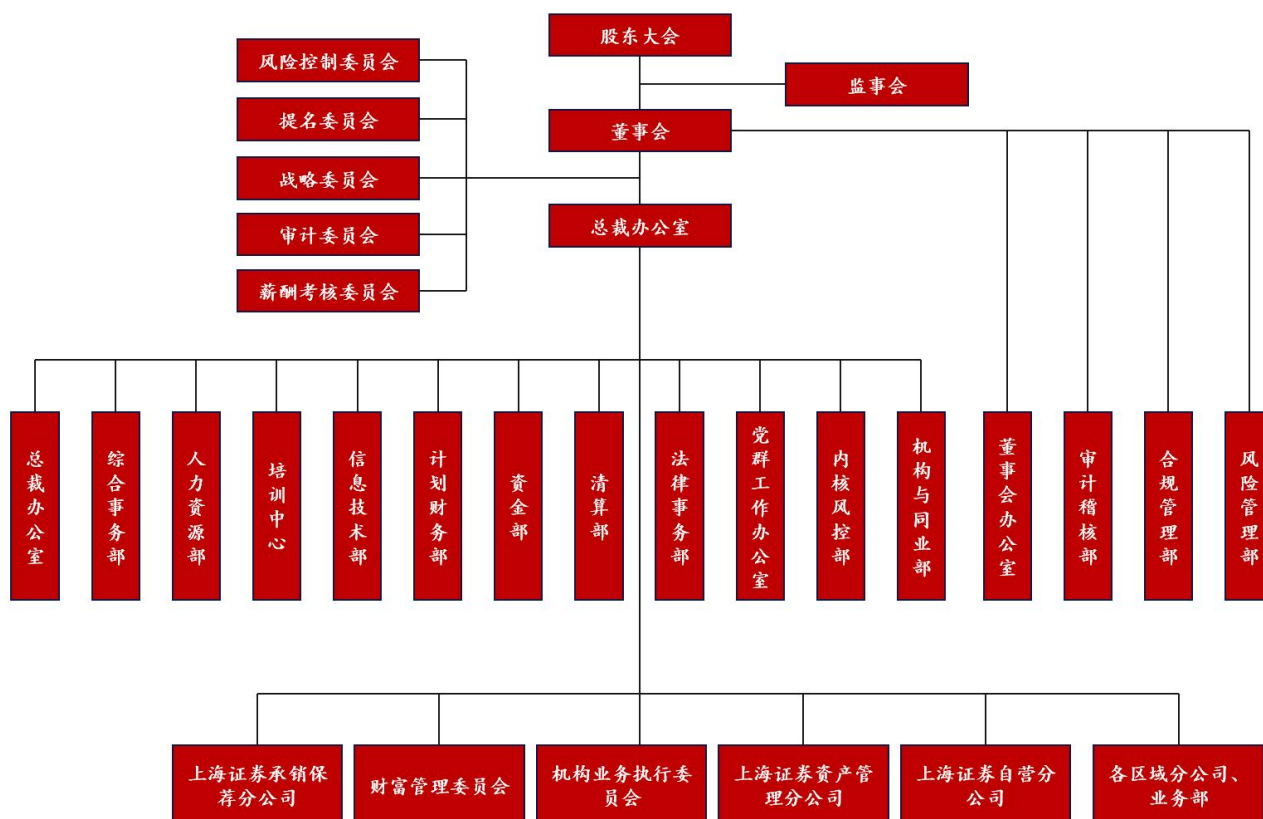
图表 3. 国金证券管理层情况

姓名	职位	任职经历
冉云	董事长	曾任成都金融市场职员，成都市人民银行计划处职员，成都证券公司发行部经理、总裁助理、副总裁、监事长，国金证券有限责任公司监事长，国金证券股份有限公司监事会主席。
姜文国	董事、总经理、财务总监	曾任光大证券有限公司资产经营部项目经理，兴业证券股份有限公司投资银行上海总部副总经理、总经理，兴业证券总裁助理，国金证券有限责任公司投资银行部总经理、公司副总经理。
李蒲贤	副总裁	曾任成都证券总经理助理、交易总监，成都证券副总经理兼人民南路营业部总经理，国金证券有限责任公司副总经理，国金证券股份有限公司首席信息官。
纪路	副总裁、国金基金董事长	曾任博时基金管理有限公司研究员，金信证券有限责任公司投资研究中心总经理，中国证券业协会互联网证券专业委员会委员，上交所理事会市场交易管理委员会委员。
刘邦兴	副总裁、合规总监	曾任汕头经济特区对外商业（集团）公司法律顾问，汕头证券股份有限公司法律顾问，涌金集团法律部副总经理，国金证券有限责任公司董事会秘书，本公司董事、董事会秘书。
石鸿昕	副总裁	曾任国金证券股份有限公司人力资源总监，九芝堂股份有限公司人力资源总监，北京涌金财经顾问有限公司人力资源部总经理、总办主任。
肖振良	副总裁	曾任国金证券股份有限公司总裁助理，兴业证券股份有限公司投资银行福建总部总经理，中国农业银行股份有限公司干部、厦门市证券监督管理委员会干部。
马骏	副总裁	曾任国金证券股份有限公司人力资源总监，九芝堂股份有限公司人力资源总监，北京涌金财经顾问有限公司人力资源部总经理、总办主任。
任鹏	副总裁	曾就职于辽宁石油化工大学、兴业银行厦门分行、上海证券交易所公司管理部 and 发行上市部，曾任上海证券交易所发行上市部总监助理，本公司总裁助理。
易浩	首席风险官	曾任中国建设银行长沙市分行法律顾问，湘财证券有限责任公司法律事务总部首席律师、合规管理总部总经理、风险管理总部总经理、稽核管理总部总经理、办公室主任、董秘处主任，本公司合规总监。
周洪刚	董事会秘书	曾任湖南省娄底市万宝中学教师，三一重工股份有限公司人力资源部副部长，湖南广电商务拓展有限公司市场总监，九芝堂股份有限公司人力资源部部长、助理销售总监、监事，浙江祥邦科技有限公司副总经理，本公司人力资源部总经理。
王洪涛	首席信息官	曾任上海复旦金仕达计算机有限公司证券期货事业部技术总监、海通证券股份有限公司信息技术管理部总经理助理、副总经理、副总经理兼软件开发中心主任、软件开发中心总经理。

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司组织架构扁平，业务布局多元。公司设立 16 个职能部门，通过分公司开展投行、自营、资管等业务。公司组织架构扁平，条块管理清晰，并持续探索和完善长效激励约束机制，提升管理能力和水平。目前，公司形成了财富管理、投资银行、机构服务、自营投资、期货业务、国际业务七大业务条线，在持续完善业务布局的同时积极推进各项业务间的协同，提升资源配置的效率。

图表 4. 截至 2021 年底，国金证券组织架构情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

清晰长远的战略布局为公司发展提供动能。1990 年，成都证券的成立标志着公司“第一次创业”开始，2005 年涌金集团入主，成为公司的“第二次创业”。两次创业助力公司从区域性券商成长为一家业务布局多元，影响力持续增强的综合性券商。2021 年，公司根据自身资源禀赋，结合行业竞争态势确立了新的十年战略规划，明确了到 2031 年底前营业收入进入行业前 15 名的战略目标，“第三次创业”开始。为此，公司厘清了“做大做强”的战略方向，明确了“以投行为牵引，以研究为驱动”的战略原则，力争成为“具有高度服务意识和创新精神的金融服务机构”。三次创业的战略调整契合了资本市场改革持续深化、居民资产配置拐点来临的时代背景，为公司高质量可持续发展提供了方向保证。

图表 5. 国金证券的“三次创业”

1990

成都证券成立，公司深耕川渝地区，逐渐取得各项牌照

2005

涌金入主，开启“第二次创业”，持续性引进人才并完善各项管理体系，扩张业务及区域布局

2021

战略方向

战略原则

战略定位

● 做大做强

● 以投行为牵引
● 以研究为驱动

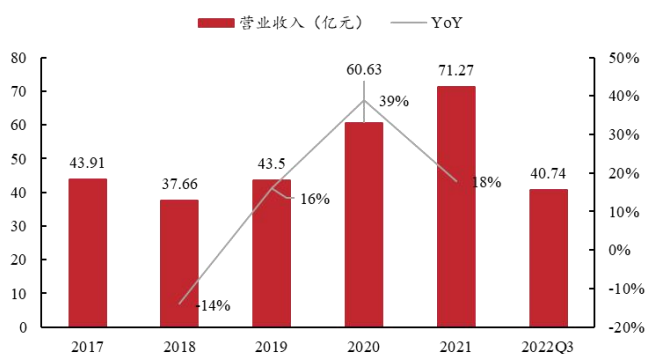
● 打造具有高度服务意识和创新精神
的金融服务机构

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2.3. 投行及经纪业务占比较高，ROE 领先行业

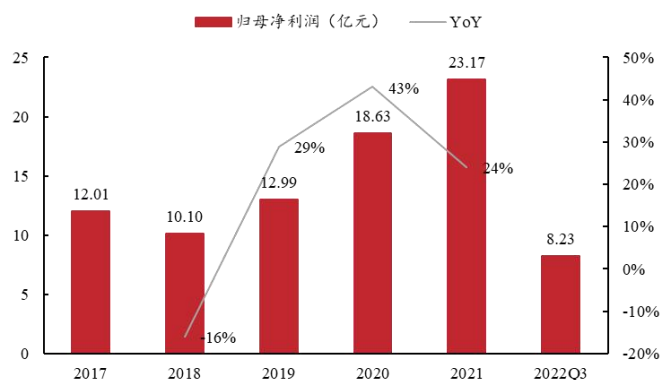
整体经营相对稳健，2022 前三季度业绩受市场影响有所下滑。2018 年-2021 年，公司收入稳步提升。2021 年公司实现营业收入 71.27 亿元，同比+17.55%，2017-2021 年 CAGR 为 12.87%；2021 年公司实现归母净利润 23.17 亿元，同比+24.37%，2017-2021 年 CAGR 为 17.85%。受权益市场低迷影响，2022Q3 公司实现营业收入 40.74 亿元，同比-17.2%；实现归母净利润 8.23 亿元，同比-46.5%。

图表 6. 国金证券营业收入及增速



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 7. 国金证券归母净利润及增速

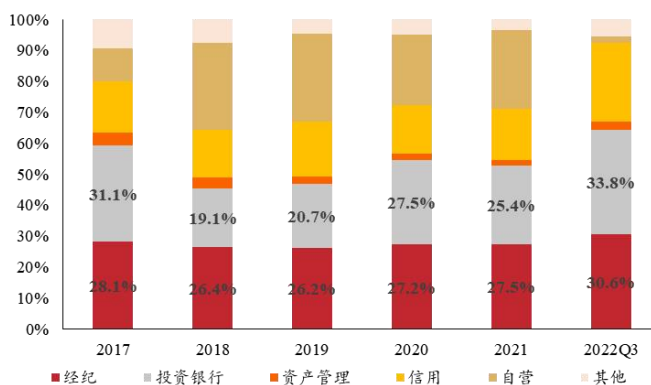


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

经纪及投行业务是营收主要支撑，投行收入占比位居行业前列。公司业绩占比最多的两项业务为经纪业务和投行业务。2021 年，公司投资银行业务、经纪业务净收入分别实现 18.10 亿元、19.58 亿元，同比增长+18%、+8%，分别占公司营业收入的 25.4%和 27.5%。公司投行业务收入占比自

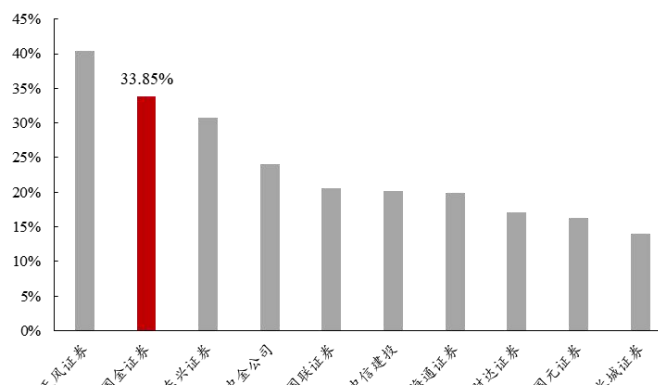
2019年起持续提升。截至2022Q3，公司投行业务收入占比达33.9%，在上市券商中排名第二。

图表 8. 国金证券收入结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 2022Q3 上市券商投行收入占比前十



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

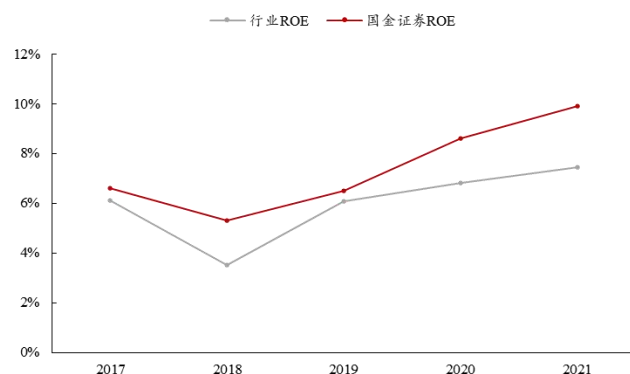
公司投行收入位居行业 10 名左右，ROE 领先行业平均。2019-2021 年公司资产情况、营收水平平均位居行业中游，总体呈稳中有升的态势，营业收入和净利润指标排名较为稳定，投行业务收入行业排名表现突出，优于其他指标表现。公司 ROE 自 2018 年起提升较快。2021 年，公司 ROE 为 9.88%，同比+1.25pct。2017-2021 年，公司 ROE 始终高于行业平均水平，体现出公司较强的盈利能力。

图表 10. 国金证券行业排名情况

	2019	2020	2021
总资产	33	32	29
净资产	23	26	27
营业收入	21	21	21
净利润	21	22	22
投行业务收入	16	10	10

资料来源：证券业协会，东亚前海证券研究所

图表 11. 国金证券 ROE 高于行业平均水平



资料来源：证券业协会，Wind，东亚前海证券研究所

3. 落实“投行牵引”战略，充分受益于全面注册制

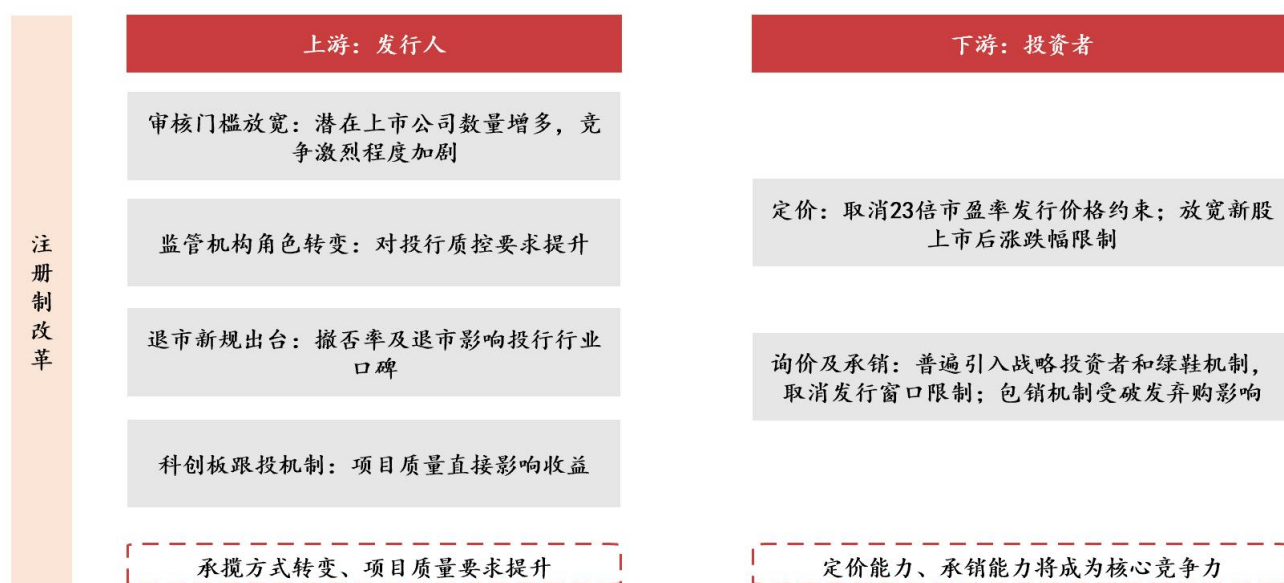
3.1. 全面注册制对券商的综合服务水平与专业能力提出更高要求

全面注册制改革落地，加速投行上下游业务模式发生改变。核准制下，

投行的角色定位更多以协调沟通为主；全面注册制下，证监会不再是审核的主体，把选择权交给市场，推动投行进一步向价值发现功能转变。

- **投行上游：**注册制下审核程序优化，企业融资意愿增强，潜在上市公司数量较核准制有望大幅提升，业务机会增多，行业竞争加剧，投行项目储备不能再以偶发性、依赖承揽人员个人经验的方式进行，需要建立体系化的承揽模式；监管角色转变、退市新规和跟投制度的出台，对首发、再融资项目的质量要求更为严格，要求保荐机构加强对企业质量的把关能力。
- **投行下游：**注册制新股发行采用市场化的询价、定价及承销机制，监管不再对价格进行干预，机构投资者在询价中的参与度和影响力相比核准制显著增强，新股定价从机构博弈转变为对企业真实价值的判断。定价承销的市场化也改变了投行的业务逻辑。保荐机构需要更好地理解上游企业的价值和下游投资者的投资意愿，权衡各方利益关系，实现新股发行的合理定价和精准匹配。

图表 12. 注册制改革对投行上下游的影响



资料来源：东亚前海证券研究所

投行业务模式的改变需要多部门的通力协作。注册制下，投行所保荐项目能否顺利发行将依赖于券商资本实力、研究能力、平台口碑等综合能力。投行业务的开展不能仅仅依靠本部门的“单打独斗”，而应该从整合公司资源的战略角度出发，推进各业务条线与投行的协同合作。投行有望成为公司客户流量的重要入口，持续为公司财富管理、机构业务提供客户资源。投行+研究、投行+投资相结合的综合服务模式将成为行业发展趋势。

中小券商需要找准自身定位，打造精品化、专业化投行。中小券商在资本实力及平台资源方面距头部券商有一定差距，更需要根据自身禀赋或区位优势，集中突破特定行业或区域，在建立起一定项目储备和行业声望

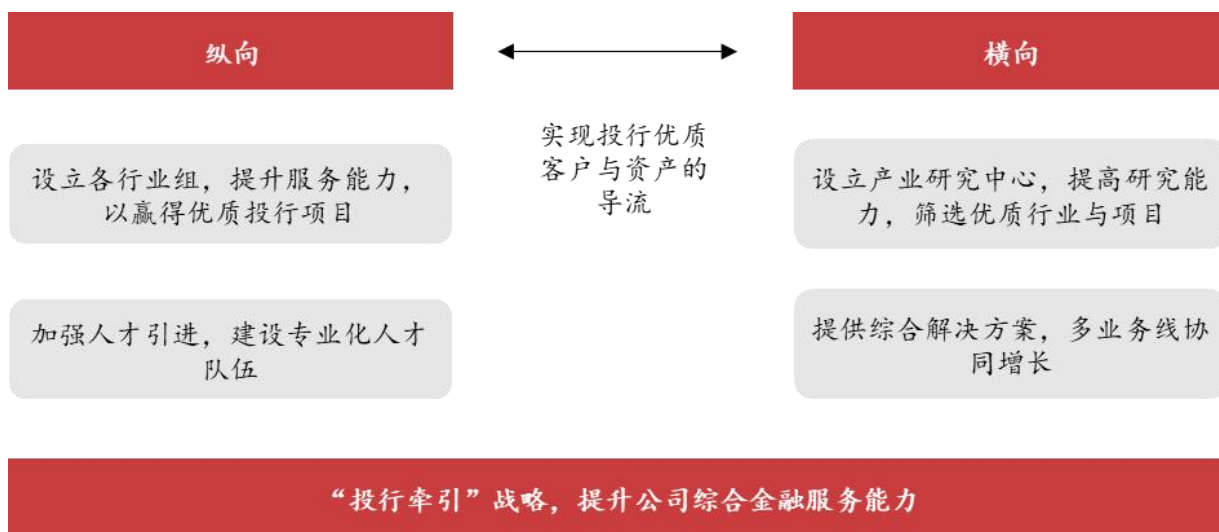
后，进行业务扩张。

3.2. 发挥投行牵引作用，提升专业能力

公司“以投行为牵引”的战略原则与全面注册制对投行的要求相契合，有助于公司实现各业务打通，增强专业服务能力。

- 从业务内部来看，公司重视人才梯队建设，深耕重点行业领域，打造差异化定位。公司加强投行重点领域及区域的渗透，建立行业事业部，实现各行业的覆盖和重点领域的深耕；同时，公司坚持人才引进与培养，提升投行团队业务能力，做到真正挖掘企业价值、陪伴企业成长，在汽车、医药及中小型企业等领域确立起一定的口碑。
- 在各业务协同方面，公司依托“研究驱动”的战略原则，持续推进一二级业务互通。公司设立产业研究中心，在策略会、投融资对接会等方面与研究业务进行联动；此外，公司也加强投行客户和资产向财富、机构业务的导流，为客户提供综合服务解决方案，实现促进公司整体协同增长，打造交易、研究、咨询等机构业务的全链条服务闭环。

图表 13. 国金证券“投行牵引”战略

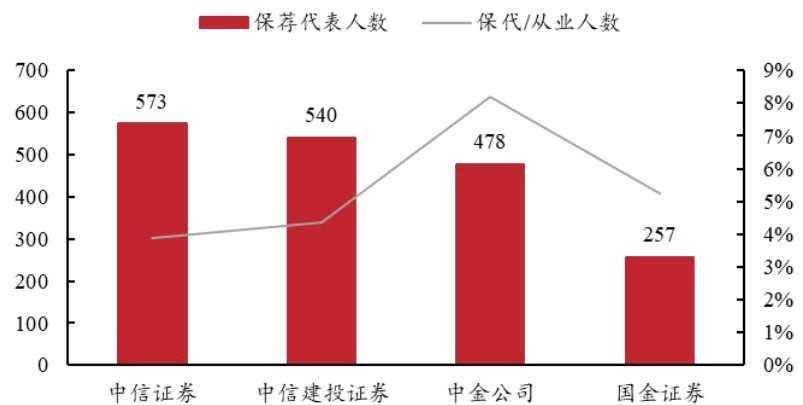


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.2.1. 纵向：深耕重点行业，聚焦中小民企

公司重视人才培养，大力引进专业化投行人才和成熟团队。截至 2021 年末，公司共有投行从业人员 710 名，占公司员工的 17.6%。截至 2022 年末，公司已有 257 位保荐代表人，同比+13%。公司保代人数占公司总从业人员的比重高于中信证券及中信建投，足以体现出公司对于投行人才的重视。高质量投行队伍有助于公司提升项目甄别、估值定价及承销等专业能力，提高执业效率。

图表 14. 2022 年四家券商保荐代表人数和从业人数占比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司深耕重点领域，市场份额位居行业前列。公司重点布局医疗健康、新能源汽车等领域，并积极布局北交所业务板块，加快现有客户的培育和转化。公司曾荣获《新财富》“医疗健康最佳投行”、“新能源行业 IPO 先锋投行”等荣誉称号，已取得一定业内口碑。根据 Wind 数据显示，2019-2022 年，国金证券在汽车与零部件领域共募集资金 85.76 亿元，市场份额为 7.03%，排名第 6；在资本货物领域募集资金达 182.68 亿元，市场份额占 2.72%，排名第 7；在制药、生物科技与生命科学领域共募集资金 100.96 亿元，市场份额占比 3.80%，排名第 8。

图表 15. 2019-2022 年国金证券股权承销情况

行业	募集资金（亿元）	承销家数	市场份额	行业承销商排名
汽车与汽车零部件	85.76	13	7.03%	6
资本货物	182.68	18	2.72%	7
制药、生物科技与生命科学	100.96	13	3.80%	8
软件与服务	54.61	5	2.87%	8
技术硬件与设备	113.1	14	2.61%	12
耐用消费品与服装	14.79	3	1.59%	17
材料	87.9	16	1.80%	19

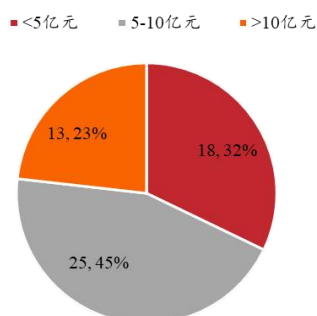
注:包括首发与增发

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司聚焦中小民营企业客户，实现错位竞争。公司通过营业部直接对接各地中小初创型企业，从项目早期便开始为企业提供咨询服务。一旦发掘到优质项目，总部会协调投行团队进行协助，实现业务的高效对接。公司在服务民营初创型企业上市方面布局较早，业务经验和资源储备充足，差异化竞争优势有望进一步增强。根据 Wind 数据显示，2019-2022 年，公司共发行 56 单 IPO，平均每单募集金额为 7.84 亿元。其中，单笔募集金

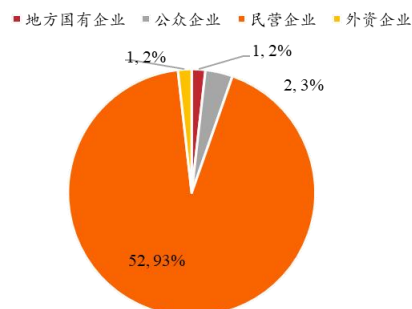
额 10 亿元以下的项目数共 43 家，占比达 77%；从企业类型来看，2019-2022 年，公司共帮助 52 家民营企业完成发行上市，占全部 IPO 数量的 93%。

图表 16. 2019-2022 年公司 IPO 募集金额数量分布
(单位：家，%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 17. 2019-2022 年公司 IPO 企业类型分布 (单位：家，%)



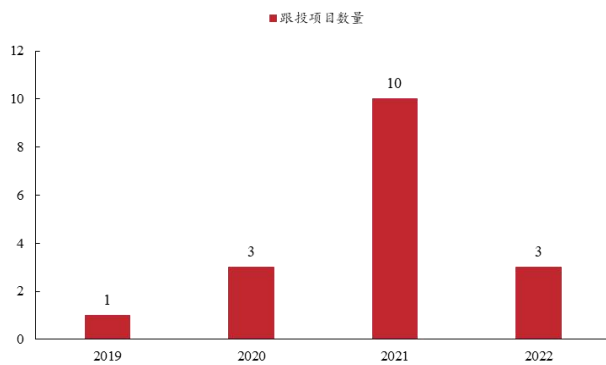
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2.2. 横向：提高研究能力，促进业务协同

公司加强一二级联动，提高研究定价能力。依托“研究驱动”战略，公司建立产业研究中心，在策略会、投融资对接会等方面实现客户与资产的打通。研究能力的提升对投行在路演中提供更为深入精准的报价报告提供了支撑，也有利于投行从行业分析入手，按产业链进行前期客户的系统性搜索，挖掘更多优质项目。此外，公司积极进行研究创新，在 Wind 终端推出国金投行医疗指数、国金投行新能源汽车指数，便于投资者和企业了解国金投行的同时，也进一步强化了公司在重点领域的研究深度，增强公司投行的竞争优势。

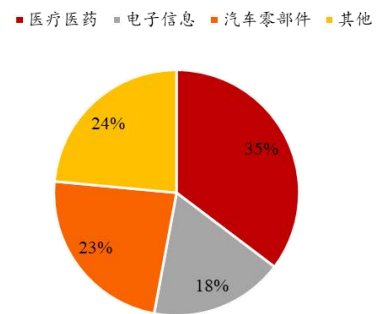
发挥协同牵引作用，实现双向赋能。在“投行牵引”的原则下，投行业务将成为公司各项业务发展的抓手，公司通过投行的协同牵引作用，为客户提供更专业的综合金融服务。一方面，公司的客户与资产可以帮助投行进一步挖掘客户及项目资源。据公司半年报显示，2022 上半年，公司各业务体系为投行推荐股权类业务 18 个，债权类业务 13 单，并与多家拟上市企业签订合作协议。另一方面，投行客户的引入也将促成公司机构理财、托管外包、跟投投资等项目落地。截至 2022 年 12 月 31 日，公司子公司国金创新已累计跟投了 10 家科创板上市企业和 7 家创业板上市企业，所涉及的行业也多集中于医疗医药、电子信息等公司具备一定优势的领域。“投行+投资”协同有望提升公司的资金使用效率和资产回报率，助力公司业绩实现最大化增长。

图表 18. 国金创新跟投项目数量 (单位: 家)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 19. 国金创新跟投项目行业分布 (单位: 家)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.3. 议价能力强, 业绩释放可期

公司持续提升专业能力, 议价能力较强。“投行牵引”的战略有助于增强公司投行的综合服务能力, 从而增强竞争力。我们选取了 2019-2022 年间与国金投行排名相近的 7 家券商, 对其平均首发保荐及承销费率进行计算, 得出公司平均首发保荐承销费率表现优于同业, 体现出公司的专业能力已经得到客户的认可, 竞争优势有望进一步增强。

图表 20. 公司平均首发保荐承销费率优于同业

	民生	兴业	安信	国金	光大	东方	申万	平安
2019 年	3.05%	5.80%	7.32%	7.96%	7.75%	8.43%	4.32%	9.03%
2020 年	8.22%	7.07%	5.62%	5.72%	7.00%	2.86%	2.61%	1.74%
2021 年	9.08%	5.27%	7.51%	8.47%	2.50%	4.14%	2.40%	7.21%
2022 年	7.10%	6.06%	6.23%	9.00%	5.34%	7.00%	5.55%	4.37%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

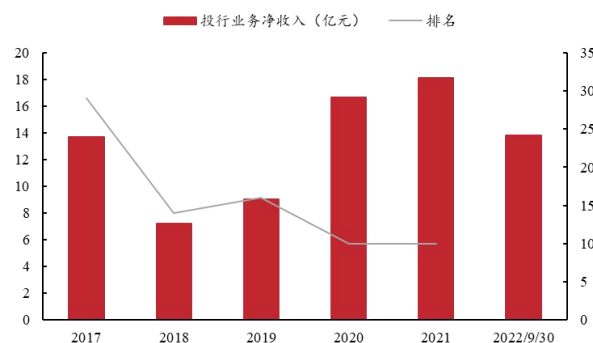
深耕客户需求, 投行收入增长迅速。公司投行专业化服务能力和素养的持续提升帮助公司在客户内建立起良好的口碑, 从而吸引了多位“回头客”。截至 2023/02/07, 公司已为 7 位客户提供二次融资服务。良好的行业声誉不仅为公司带来连续的业务机会, 也助力公司投行收入迅速增长。2021 年, 国金证券投资银行业务收入排名行业第十, 较 2017 年上升 19 位, 在中型券商中领跑。截至 2022Q3, 公司投行业务净收入实现 13.79 亿元, 同比+32.4%。

图表 21. 公司实现多位投行客户的二次转化

名称	次数	发行类型	时间	募集金额 (亿元)
万泰生物	2	首发	2020/4/29	3.82
		增发	2022/7/13	11.67
上机数控	2	首发	2018/12/28	10.74
		增发	2021/2/9	30.00
明德生物	2	首发	2018/7/10	3.40
		增发	2021/11/17	2.33
恒铭达	2	首发	2019/2/1	5.69
		增发	2021/9/8	3.50
海容冷链	2	首发	2018/11/29	6.45
		增发	2022/7/29	5.00
奥翔药业	2	增发	2020/12/21	4.20
		增发	2023/2/3	4.85
奥海科技	2	首发	2020/8/17	12.15
		增发	2022/9/20	16.77

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

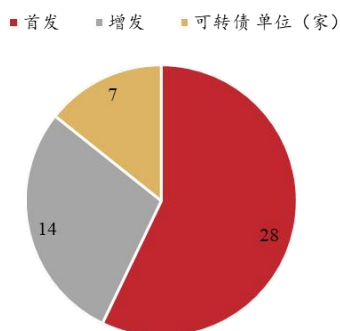
图表 22. 2018 年起, 公司投行业务净收入增长迅速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

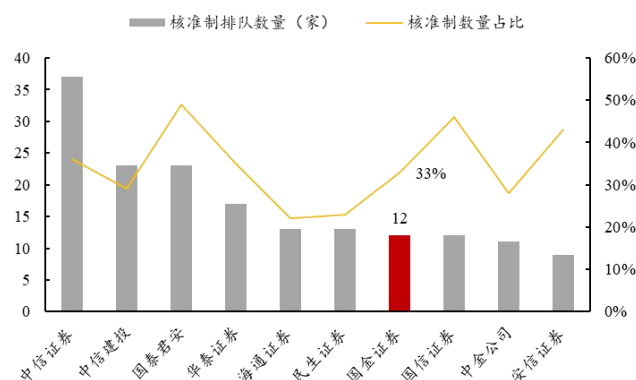
公司投行储备项目数量位居行业前列, 有望在全面注册制落地后实现较大的盈利弹性。从项目储备来看, 截至 2023/02/01, 公司投行项目储备数量共为 49 家, 行业排名 9。根据全面注册制改革过渡期安排的通知, 共有 290 家主板 IPO 申报排队企业符合平移至注册制审核的条件。其中, 国金证券共有主板排队项目 12 家, 行业排名第 7。公司核准制排队 IPO 项目数量占公司总排队数量的 33%。据公司披露, 目前公司已完成 9 家主板 IPO 在审企业平移的二次内核流程, 以创业板注册制改革试点经验为例, 新股从受理到上市平均所需天数将缩短 27%。上市发行效率的提升将加速公司投行业务的业绩释放。

图表 23. 截至 2023/02/01, 公司投行储备项目数量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 24. 截至 2023/02/01, 保荐机构主板 IPO 排队企业数量前十名



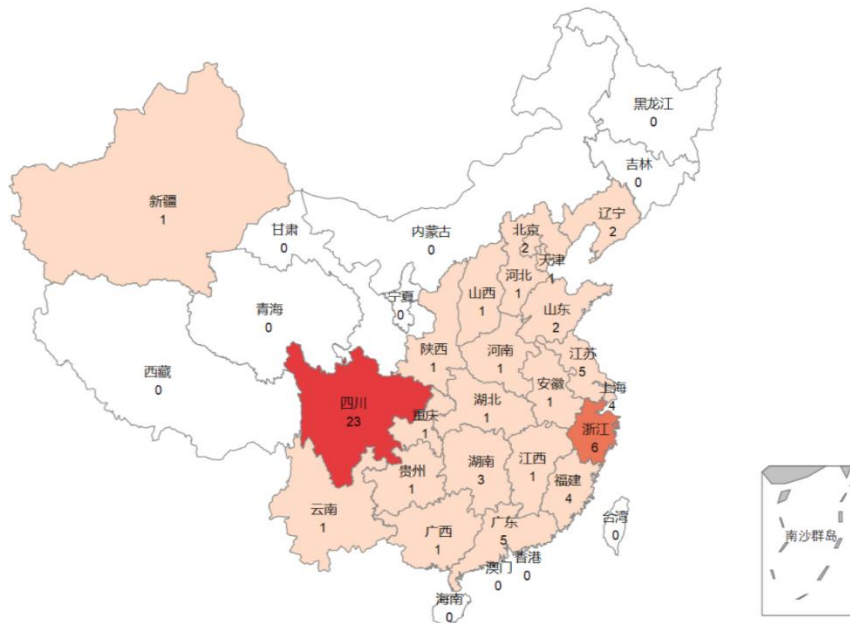
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 经纪业务: 金融科技赋能, 加速财富管理转型

经纪业务以川渝为中心, 加速长三角地区布局。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司共有 69 家证券营业部, 其中四川地区有 23 家, 占比 33.33%。公司在深耕本地市场的同时, 积极布局经济发达地区, 先后在上海、浙江、

江苏设立分公司，江浙沪营业网点数达15家，仅次于四川省内。

图表 25. 截至 2021 年末，国金证券营业部分布情况

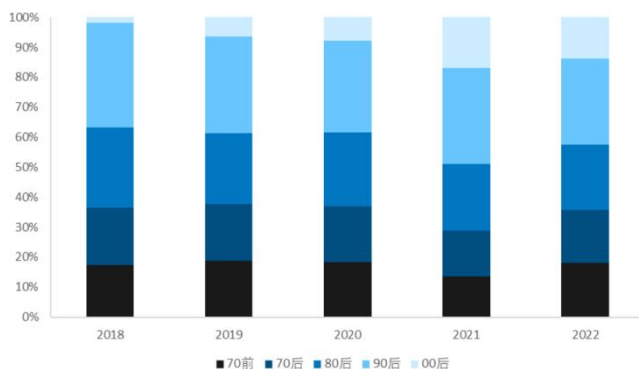


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司通过金融科技手段赋能财富管理转型，提升经营效率。公司持续推进财富管理数字化转型，建立以数据为核心的运营模式。对外，公司通过“国金佣金宝”APP，依托“平台+人工”模式实现客户分层精准服务，并满足客户的智能化交易需求，从而增强获客及留存能力。公司“佣金宝”APP近五年来新增客户90后、00后数量占比提升明显，客户结构进一步优化。对内，公司打造智能业务中台和数据中台，推进业务管理的一体化、数字化，实现客户端与员工端的高效联动，提升整体产品及服务交付能力。2018-2022H1，公司证券经纪业务毛利率逐年提高，经营效率有所提升。

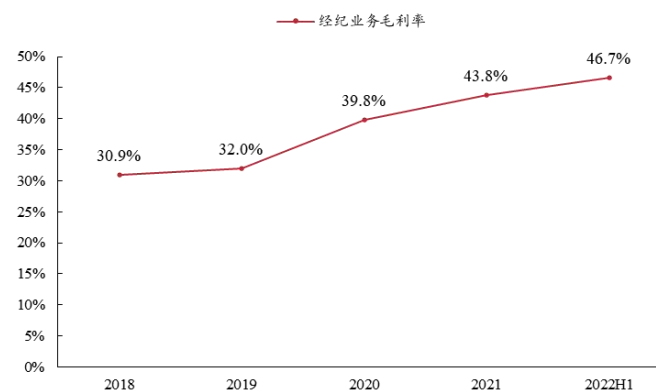
图表 26. 公司“佣金宝”APP 客户结构持续优化

近五年新增客户年轻化趋势明显



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 27. 国金证券经纪业务毛利率

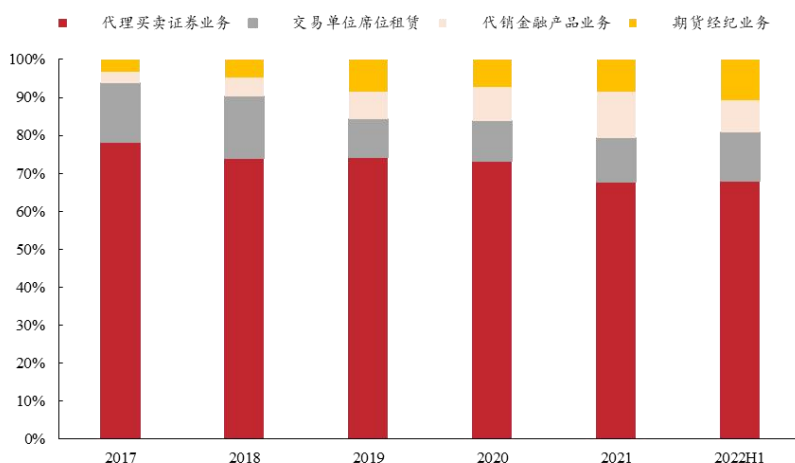


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

基金投顾快速发力，代销收入占比提升迅速。

- 基金投顾：公司于2022年5月推出“国金100”基金投顾业务。在展业初期，公司更注重客户长期信任的培养，通过严选产品、智能匹配、全周期陪伴等方式提升客户满意率和资产留存率。截至2022年11月30日，国金证券基金投顾签约客户的复购率为29.9%，资产留存率达95.8%。
- 代销金融产品：公司代销金融产品业务坚持从全市场甄选优秀产品和管理人，打造公募“金安”、私募“金享”系列品牌。同时，公司通过金融科技手段完善各类策略及配置，形成差异化的细分客群产品匹配及服务。截至2022Q4，公司非货基保有规模达180亿元，季度环比+3.4%，同比+36%。保有规模的扩张带动公司代销收入增长。截至2022H1，公司代销金融产品业务收入占经纪业务比重由2017年的2.98%增长至8.3%，经纪业务收入结构有所优化。

图表 28. 国金证券经纪业务收入结构



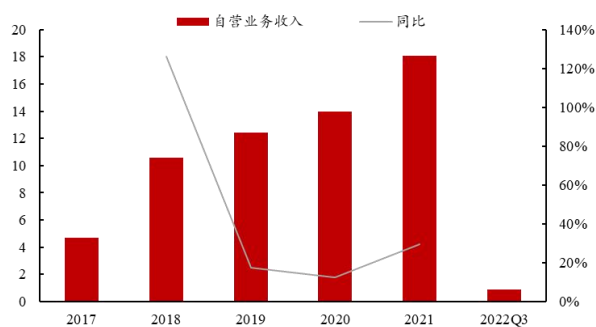
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

5. 其他业务：两融业务市占率提升，资管业务稳步推进

自营业务收入受市场波动影响，杠杆水平仍有提升空间。2021年，公司自营业务收入达18.09亿元，同比+29.58%。2022年，受权益市场波动影响，公司自营业绩出现较大亏损。截至2022Q3，公司自营业务收入为0.89亿元，同比下滑90.10%。截至2022H1，公司自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重为5.9%，较2021年年底-5.0pct；自营非权益类证券及证券衍生品占净资本的比重为100.1%，较2021年年底-42.8pct。随着

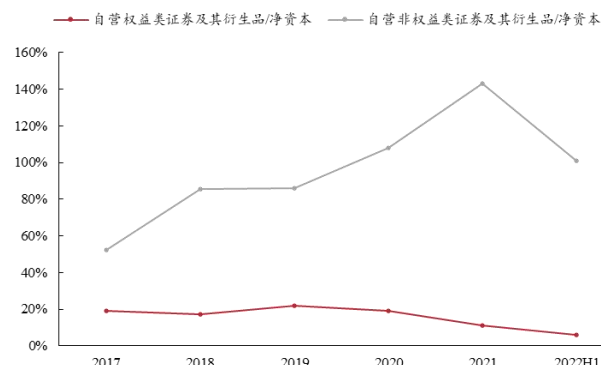
2023 年权益市场的回暖，公司的投资杠杆率仍有较大提升空间。

图表 29. 国金证券自营业务收入（亿元）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

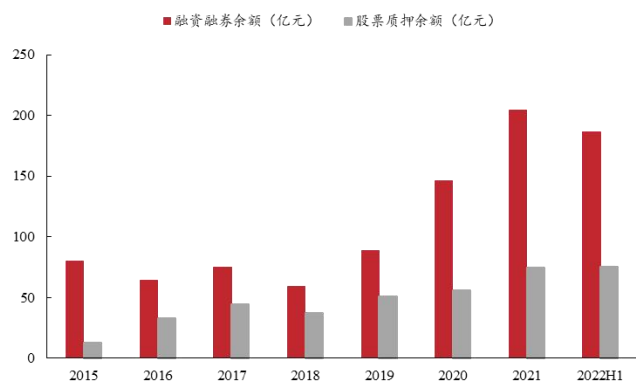
图表 30. 国金证券投资杠杆率



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

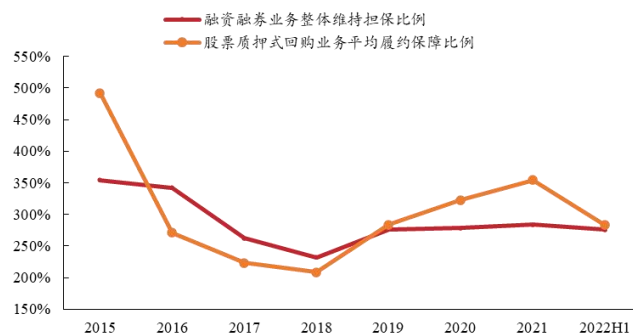
信用业务稳步发展，两融市场份额提升。截至 2022H1，公司融资融券余额为 186.48 亿元，受市场低迷影响同比小幅下滑 0.47%。公司两融业务市场占有率为 1.13%，较 2021 年底+0.04pct；市占率的提升助力公司两融业务收入增长。2022H1，公司两融业务利息收入为 5.70 亿元，同比+12.2%。股权质押方面，截至 2022H1，公司股票质押余额为 75.13 亿元，较 2021 年年底+0.3%，公司信用业务总体风险可控，呈现稳健发展趋势。

图表 31. 国金证券信用业务规模



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 32. 国金证券信用业务风险情况

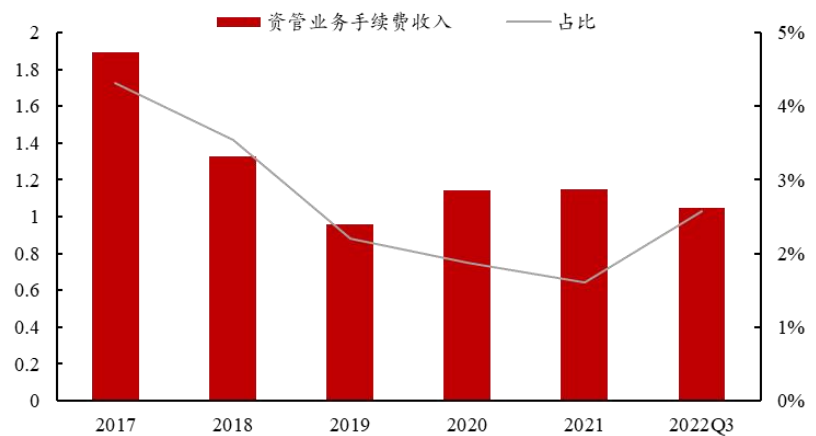


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

坚持“精品资管”战略，集合资管业务发展迅速。公司坚持“精品资管”的发展战略，以主动管理为特色，以风险管理为业务创新发展的核心。截至 2022H1，国金证券资产管理业务规模达 1797.21 亿元，较 2021 年底+41.53%，其中，公司集合资管共发行 93 只产品，管理规模为 1250.68 亿元，较 2021 年年底大幅增长 97.92%。目前，公司资管业务已发行产品涵盖权益、量化、固定收益、FOF/MOM、衍生品等多种投资类型，管理规

模有望持续扩大，带动资管收入提升。

图表 33. 国金证券资管业务手续费收入及占比（亿元）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

我们预计国金证券 2022-2024 年营业收入分别为 56.22 亿元/69.82 亿元/77.97 亿元，同比-21%/+24.2%/+11.7%，归母净利润 13.64 亿元/18.17 亿元/22.38 亿元，同比-41.2%/+33.3%/+23.1%。主要基于以下假设：

- 全面注册制正式落地，公司投行项目储备丰富，股权承销金额及市场份额有望提升；
- 公司利用金融科技手段深化经纪业务财富管理转型，在投资者风险偏好回升的背景下，公司经纪业务市占率及代销规模有望持续提升；
- 两融业务稳步推进，两融规模及市占率有望稳步增长；
- 随着权益市场回暖，公司自营业务表现有望显著改善。定增完成后，公司自营业务杠杆仍有提升空间，风险控制能力及投资收益能力有望进一步增强。

图表 34. 国金证券收入预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7126.63	5621.59	6982.08	7797.15
YOY		-21.1%	24.2%	11.7%
经纪业务净收入	1958.26	1641.14	1793.02	1907.54
YOY		-16.19%	9.3%	6.4%
投行业务净收入	1810.14	2036.34	2358.59	2762.27
YOY		12.5%	15.8%	17.1%
资产管理净收入	114.59	125.43	135.48	143.66
YOY		9.5%	8.0%	6.0%

利息净收入	1182.40	1224.30	1326.27	1448.68
YOY		3.5%	8.3%	9.2%
投资收益+公允价值变动损益	1809.44	292.17	1030.24	1162.14
YOY		-83.9%	252.6%	12.8%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测

6.2. 估值

我们利用可比公司法对公司进行估值。截止至 2023 年 3 月 9 日，国金证券市值约为 339 亿元，我们选取市值相近的 11 家中小券商作为可比公司。截止至 2023 年 3 月 9 日，PB (LF) 均值为 1.37，国金证券 PB 为 1.10，低于平均值。得益于公司“投行牵引”战略，公司有望充分受益于全面注册制落地，我们给予公司 2022 年 1.35xPB，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表 35. 国金证券可比公司 PB (LF) 及 ROE

公司	公司	PB (LF)	2022Q3 ROE (摊薄)	市值 (亿元)
601236. SH	红塔证券	1.75	0.11%	400
601878. SH	浙商证券	1.61	4.51%	392
601108. SH	财通证券	1.08	3.31%	348
002939. SZ	长城证券	1.26	2.08%	342
601555. SH	东吴证券	0.92	3.28%	347
601990. SH	南京证券	1.93	3.22%	321
601456. SH	国联证券	1.86	3.86%	310
000783. SZ	长江证券	1.02	3.09%	305
000728. SZ	国元证券	0.91	3.52%	298
	均值	1.37	3.00%	340
600109. SH	国金证券	1.10	2.67%	339

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，以 2023 年 3 月 9 日收盘价为基准

7. 风险提示

投行业务开展不及预期：投行业务是公司核心竞争优势，投行业务开展放缓会对公司盈利弹性带来较大影响；

市场活跃度下降：股基成交量下降直接影响公司经纪业务收入，间接导致基金申购量疲弱，保有量下降，导致公司经纪业务收入下降；

战略推进不及预期：清晰的战略规划为公司各项业务发展提供了指引和保障，战略推进受阻可能会影响公司整体的发展速度，从而对公司业绩造成一定影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7127	5622	6982	7797
手续费及佣金净收入	4135	4081	4593	5147
其中: 经纪业务手续费净收入	1958	1641	1793	1908
投资银行业务手续费净收入	1810	2036	2359	2762
资产管理业务手续费净收入	115	125	135	144
利息净收入	1182	1224	1326	1449
投资收益	1394	906	1015	1137
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-12	10	15	20
公允价值变动净收益	403	-604	30	45
营业支出	4204	3915	4664	4936
营业税金及附加	40	37	56	62
管理费用	4213	3823	4469	4717
营业利润	2923	1706	2318	2862
加: 营业外收入	67	59	59	62
减: 营业外支出	4	4	4	4
利润总额	2986	1761	2373	2919
减: 所得税	658	387	546	671
净利润	2328	1374	1827	2248
归属于母公司所有者的净利润	2317	1364	1817	2238

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.77	0.37	0.49	0.60
BVPS	8.10	8.57	9.18	9.92
PE	14.56	24.16	18.16	14.76
PB	1.38	1.04	0.97	0.90
ROE	9.5%	4.3%	5.3%	6.1%
ROA	2.6%	1.4%	1.7%	1.8%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19033	20651	20215	21851
结算备付金	3818	3511	3507	3397
融出资金	20959	21274	24271	28165
金融投资	29839	31728	36487	41960
衍生金融资产	10	30	45	80
买入返售金融资产	11071	15005	17644	21123
应收款项	115	148	161	172
存出保证金	1726	1672	1826	1937
长期股权投资	544	544	550	555
固定资产	104	102	100	100
使用权资产	271	335	369	405
无形资产	73	75	78	81
其他资产	162	211	274	356
资产总计	88313	96021	106439	121317
短期借款	237	249	274	315
应付短期融资款	12475	14970	17964	21556
交易性金融负债	2436	4078	2842	3183
卖出回购金融资产款	12654	13287	17273	22455
代理买卖证券款	19241	18567	19495	21055
应付职工薪酬	3182	2905	3396	3585
应交税费	569	337	475	584
应付款项	629	839	732	764
应付债券	10481	8175	8993	9892
其他负债	154	208	280	378
负债合计	63808	64086	72262	84378
股本	3024	3724	3724	3724
资本公积金	7853	12917	12917	12917
盈余公积金	1506	1506	1506	1506
未分配利润	9115	10611	12636	15133
一般风险准备	2993	3130	3313	3538
归属于母公司所有者权益合计	24421	31843	34076	36828
负债及股东权益总计	88313	96021	106439	121317

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2017年开始从事商贸零售行业分析，2021年11月加盟东亚前海证券研究所。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>