

## 国泰君安 (601211.SH) 打造国际一流券商，看好远期 ROE 中枢提升

2025 年 04 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

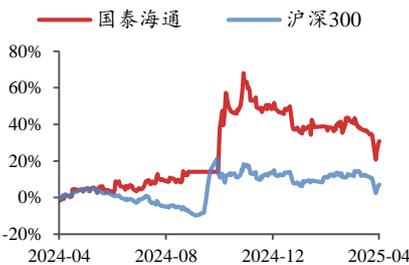
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/4/11
当前股价(元)	16.75
一年最高最低(元)	22.08/12.93
总市值(亿元)	2,952.98
流通市值(亿元)	2,255.59
总股本(亿股)	176.30
流通股本(亿股)	134.66
近 3 个月换手率(%)	25.6

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 打造国际一流券商，看好远期 ROE 中枢提升

国泰君安与海通证券的合并是 2024 年新“国九条”发布以来首例头部券商合并重组、中国资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并和上市券商最大整合案例。合并后公司将拥有更强大、稳固的客户基础，构建更专业、综合的服务能力，实现更集约、高效的运营管理。我们剔除海通证券国际业务影响后，其剩余业务 ROE 表现优于上市券商，合并将为海通证券在杠杆赋能、业务管理费成本与付息债务资金成本方面带来积极影响，预计合并后公司远期 ROE 有望超过两家公司各自最高水平。预计国泰君安 2025-2027 年归母净利润为 156/187/213 亿元，同比+20%/+20%/+14%。预计合并后公司 2025-2027 年归母净利润 260/273/334 亿元，同比+187%/+5%/22%，ROE 为 7.6%/7.6%/8.9%，对应 PE 为 11.4/10.8/8.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 国泰君安 ROE 优异稳健，剔除国际业务影响后海通证券 ROE 优于上市券商

(1) 得益于相对较高的权益乘数以及稳健的自营投资收益率，国泰君安 ROE 在近 11 年多数时间高于上市券商整体与海通证券。2020 年起公司提高资产使用效率，在保证稳健的自营投资收益率下提高杠杆水平，驱动 ROE 高于上市券商。  
(2) 2021 年下半年海通国际证券业绩亏损拖累海通证券 ROE，除国际业务外海通证券剩余业务表现正常。我们剔除海通国际证券的影响，海通证券（剔除海通国际控股）ROE 在 2022 年、2023 年达 8.3%/5.7% 高于上市券商整体的 5.7%/5.3%。

### ● 合并后资本实力行业第一，业务禀赋深度互补，看好协同效应驱动 ROE 提升

(1) 按照 2024 年度数据，合并重组后公司总资产 1.73 万亿元、归母净资产 3283 亿元，资本实力跃居行业第一，并实现客户基础、服务能力及运营管理的全面跃升。零售客户合计近 4000 万户、APP 月活数合计 1510 万户，均位居行业第一，在长三角、京津冀、珠三角等重点区域的网点总数跃居行业第一。轻资本与重资本业务实现资源互补，提升服务能力与经营效率。  
(2) 预计合并后公司将为海通证券在杠杆赋能、业务管理费成本与付息债务资金成本方面带来积极影响。我们测算 2023 年市场环境下，剔除国际业务影响且考虑合并后协同效应，海通证券 ROE 或将达到 7-8% 水平，合并后公司远期 ROE 有望超过各自最高水平。后续需关注海通国际证券投资业务风险体量与消化进程、国泰君安与海通证券整合进展以及业务协同情况。  
(3) 2024Q3 末国泰君安收购享有的海通证券可辨认净资产公允价值为 1590.5 亿元，较海通证券三季报净资产 1695 亿的差额为 104 亿，反映本次吸收合并进一步压实了海通证券资产质量，后续资产减损压力下降。

● **风险提示：**股市波动风险；海通证券国际业务风险具有不确定性业务；整合进展、协同效应不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,141	43,397	47,349	52,045	56,083
YOY(%)	1.9	20.1	9.1	9.9	7.8
归母净利润(百万元)	9,374	13,024	15,597	18,690	21,254
YOY(%)	-18.5	38.9	19.8	19.8	13.7
毛利率(%)	33.7	38.4	42.1	45.9	48.5
净利率(%)	25.9	30.0	32.9	35.9	37.9
ROE(%)	5.8	7.7	8.8	9.9	10.5
EPS(摊薄/元)	1.05	1.46	1.75	2.10	2.39
P/E(倍)	31.2	22.5	18.8	15.6	13.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 合并海通证券实现强强联合，ROE 优于同业且稳健.....	4
1.1、 老牌头部券商，2025 年 3 月完成吸收合并海通证券.....	4
1.2、 股东背景同根同源利于整合，新组织架构与管理层体现融合与高效.....	5
1.3、 国泰君安 ROE 表现稳健，优于上市券商整体以及海通证券.....	8
1.4、 子公司布局全面.....	10
2、 并购重组：政策鼓励头部券商并购重组，合并后公司国际竞争力跃居全球前列.....	11
3、 业务禀赋深度互补，看好协同效应驱动 ROE 提升.....	13
3.1、 资产负债表更大更均衡，业务体量与能力全面增强.....	13
3.2、 轻资本业务：强强联合，优势互补，经营效能有望提升.....	15
3.3、 重资本业务：更好地服务客户需求，合并后公司用资效率有望提升.....	19
3.4、 国际业务：立足香港布局全球业务，利润贡献率有望持续提高.....	21
3.5、 赋能海通证券杠杆提升，综合成本有望下降.....	22
3.6、 剔除国际业务影响后海通证券 ROE 优于上市券商整体，看好协同效应对合并后公司 ROE 的积极影响.....	23
4、 盈利预测、估值与投资建议.....	26
5、 风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

## 图表目录

图 1： 组织架构进一步优化.....	5
图 2： 国泰君安 ROE 多数年份高于上市券商整体与海通证券.....	8
图 3： 国泰君安 2020 年起杠杆高于上市券商整体与海通证券.....	8
图 4： 国泰君安轻资本业务占比多数年份低于上市券商整体.....	9
图 5： 相对上市券商整体，国泰君安自营投资收益率保持稳健.....	9
图 6： 国泰君安收入结构：投资收益占比提升，经纪业务占比下降.....	9
图 7： 合并后公司代理买卖股基市占率将超过 8%.....	15
图 8： 两公司客户数持续增长.....	15
图 9： 全国范围内网点实现互补，经济发达地区更加集中（家）.....	16
图 10： 两公司投行均处第一梯队，2020 年以来海通证券 IPO 承销规模更高.....	16
图 11： 国泰君安 IPO 分布板块均衡，海通证券在科创板和创业板更具竞争优势（单）.....	17
图 12： IPO 单数行业分布来看，两公司强强联合且部分行业可实现互补（单）.....	17
图 13： 2022 后年国泰君安资管收入和净利润有所回升（百万元）.....	18
图 14： 2021 年资管新规落地以来，海通资管公司收入和净利润下降（百万元）.....	18
图 15： 2021Q4 起国泰君安资管集合和公募 AUM 提升（百万元）.....	18
图 16： 受资管新规影响，海通资管 AUM 呈下降趋势（百万元）.....	18
图 17： 华安基金 ROE 保持在 15% 以上.....	19
图 18： 海富通 ROE 在 10% 以上.....	19
图 19： 华安基金偏股型基金占比相对较高（亿元）.....	19
图 20： 海富通基金债券类基金占比较高（亿元）.....	19
图 21： 国泰君安自营投资收益率保持稳定.....	20
图 22： 2022 起海通证券自营投资收益率下降.....	20
图 23： 国泰君安交易性金融资产中债券占比为主.....	20
图 24： 海通证券交易性金融资产中债券占比为主.....	20

图 25: 以 2024Q3 末数据计算, 合并后公司融出资金市占率达 10%.....	21
图 26: 2023、2024 年国泰君安金控利润贡献回升.....	21
图 27: 海通国际全球业务布局广泛, 客户资源丰富.....	22
图 28: 2017-2021 年两公司管理费用相近; 2022 年至今海通证券受业绩下滑影响, 管理费用水平相对明显下降.....	23
图 29: 2023 年国泰君安信息技术投入 21.6 亿, 海通证券母公司信息技术投入 15.2 亿.....	23
图 30: 海通国际证券 2021 年起对合并报表 ROE 构成明显拖累.....	24
图 31: 剔除国际业务影响后, 2023 年、2024H1 海通证券 ROE 水平和上市券商相近.....	24
图 32: 海通国际证券 2021 年下半年开始亏损.....	24
图 33: 海通国际证券 2021 年起投资净收益明显下降 (单位: 百万港元).....	24
表 1: 国泰君安合并海通证券进程高效.....	4
表 2: 合并后公司实控人为上海国际集团有限公司.....	5
表 3: 国泰海通新管理层体现融合特征.....	6
表 4: 2024Q1-3 国泰君安与上市券商业务结构相近.....	10
表 5: 国泰君安子公司布局全面.....	10
表 6: 海通证券子公司布局全面.....	10
表 7: 政策端支持头部券商并购重组.....	11
表 8: 合并后公司各业务分部居行业前列.....	11
表 9: 合并后公司综合竞争力全面领先.....	12
表 10: 合并后公司主要指标全球排名大幅提升 (单位: 亿美元).....	12
表 11: 2024 年末数据计算, 合并后归母净资产达 3283 亿元, 行业第一.....	13
表 12: 多板块业务排名居行业第一, 综合服务能力更加全面.....	13
表 13: 两公司资源禀赋深度互补.....	14
表 14: 合并后公司证券从业、投顾人数居行业第一, 服务能力增强.....	15
表 15: 合并后公司保荐代表人规模排名第一 (人).....	17
表 16: 2023 年国泰君安卖出回购金融资产与应付债券资金成本低于海通证券.....	23
表 17: 2023 年市场环境下, 剔除海通国际影响且考虑协同效应后, 海通证券 ROE 有望达到 7-8%.....	25
表 18: 预计国泰君安 2025-2027 年归母净利润 156/187/213 亿, 同比+20%/+20%/+14%.....	26
表 19: 预计合并后公司 2025-2027 年归母净利润 260/273/334 亿元, 同比+187%/+5%/22%, ROE 为 7.6%/7.6%/8.9%.....	27
表 20: 海通证券 2024 年业绩亏损主要受投行和投资业务收入拖累.....	28
表 21: 可比公司估值: 国泰君安 PB(LF)估值低于可比公司平均.....	28
表 22: 可比公司估值: 合并后公司 PE (2025E-2027E) 估值低于可比公司.....	29

## 1、合并海通证券实现强强联合，ROE 优于同业且稳健

### 1.1、老牌头部券商，2025 年 3 月完成吸收合并海通证券

国泰君安是在 1999 年原国泰证券与原君安证券合并基础上设立的综合性证券公司。公司于 2001 年 12 月 31 日对非证券类资产进行了分立；2006 年向中央汇金增发 10 亿股股份，注册资本变更为 47 亿元，同年获得中国证监会批准试点“第三方存管”创新类券商；2010 年，国泰君安获得首批融资融券试点资格，同年国泰君安国际在香港联交所主板挂牌上市；2015 年，公司首次公开发行 15.25 亿股 A 股股票，并在上交所上市，注册资本变更为 76.25 亿元；2017 年 4 月国泰君安在港交所上市，公开发行 10.89 亿 H 股，募资 172.5 亿港元。

8 个月完成吸收合并海通证券，更名为“国泰海通”。2024 年 9 月 5 日晚国泰君安和海通证券公告正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体 A 股和 H 股换股股东发行对应股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行 A 股股票募集配套资金。2025 年 3 月 14 日公司完成对海通证券 A、H 股合并以及配套募资，4 月 4 日名称变更为国泰海通证券股份有限公司，简称为“国泰海通”。本次合并为新国九条发布后的首例头部券商合并案例，属于强强联合，优势互补，目的是打造国际一流投资银行。公司从筹划重组到换股合并实施完成耗时 7 个月左右，进程推进高效，利于后续业务层面整合。

**表1：国泰君安合并海通证券进程高效**

时间	事件
2024/9/5	国泰君安、海通证券发布关于筹划重大资产重组的停牌公告，公告称公司正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体 A 股和 H 股换股股东发行对应股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行 A 股股票募集配套资金。
2024/10/9	国泰君安、海通证券发布合并重组相关 <b>预案</b> ，每股海通证券股票能换取国泰君安股票的比例为 1:0.62，配套募资不超过 100 亿元
2024/11/20	国泰君安、海通证券合并重组总体方案获得 <b>上海市国资委</b> 批复同意
2024/12/13	国泰君安、海通证券召开 <b>股东大会</b> 审议通过合并事宜
2024/12/23	公司合并重组申请及配套募集资金方案获证监会及上交所 <b>受理</b>
2025/1/9	<b>上交所</b> 并购重组委审核通过交易方案
2025/1/17	<b>中国证监会</b> 同意国泰君安证券吸收合并海通证券，并核准国泰君安发行 <b>股份募集配套资金不超过 100 亿元</b>
2025/3/3	A 股换股实施股权登记日为 2025 年 3 月 3 日，换股后海通证券 A 股股票将转换为国泰君安 A 股股票。海通证券 A 股股票将于 2025 年 3 月 4 日终止上市，H 股同样于同日撤销香港联交所上市地位。
2025/3/14	国泰君安 A 股、H 股换股吸收合并海通证券以及募集配套资金方案实施完成， <b>合并正式完成法律交割</b> ，合并后公司承继及承接海通证券的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。海通证券法人资格进入注销程序。
2025/4/4	<b>公司完成名称变更</b> 、注册资本变更、公司章程修订及相应市场主体变更登记； <b>新管理层确立；组织架构优化。</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、股东背景同根同源利于整合，新组织架构与管理层体现融合与高效

国泰君安与海通证券同属上海国资旗下券商，同根同源利于整合，合并后公司实控人为上海国际集团。国泰君安和海通证券均为上海国资背景下的证券公司，同一实控人整合证券牌照效率更高。合并后国君海通实控人为上海国际集团有限公司，持股比例为 20.4%。

表2：合并后公司实控人为上海国际集团有限公司

序号	股东名称	持股比例
1	香港中央结算（代理人）有限公司	19.88%
2	上海国有资产经营有限公司	14.33%
3	上海国际集团有限公司	3.87%
4	深圳市投资控股有限公司	3.46%
5	上海国盛（集团）有限公司	3.03%
6	香港中央结算有限公司	2.49%
7	中国证券金融股份有限公司	2.39%
8	上海海烟投资管理有限公司	2.23%
9	光明食品（集团）有限公司	1.69%
10	上海城投（集团）有限公司	1.40%

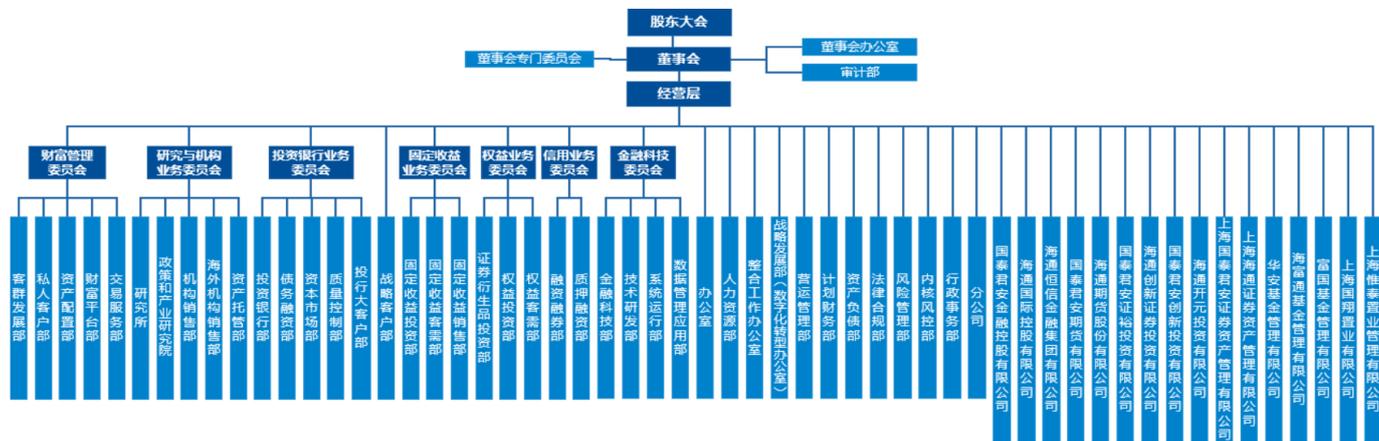
资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：（1）募集配套资金发行股份登记已完成。上表中前十大股东除香港中央结算（代理人）有限公司外，其他股东均持有公司 A 股股票，相关持股数量为截至 2025 年 3 月 12 日收盘后数据。

（2）国际集团及其一致行动人包括国资公司、国际集团、上海上国投资产管理有限公司、上海国际集团资产管理有限公司、上海国际集团资产经营有限公司。

组织架构优化助力提升核心业务板块管理效率，新管理层体现融合特征。合并后公司设立财富管理委员会、研究与机构业务委员会、投资银行业务委员会、固定收益业务委员会、权益业务委员会、信用业务委员会、金融科技委员会共七个实体化运作的委员会，体现了业务专业化分工与战略聚焦，组织架构优化有助于提升管理效率。合并后公司新管理层融合了国泰君安、海通证券原有高管团队，有助于人员稳定以及业务整合，新管理层经验丰富、具有专业性、年轻化。

图1：组织架构进一步优化



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**表3：国泰海通新管理层体现融合特征**

姓名	合并后 职务	合并前 职务	简历
朱健	董事长、 执行董事 事	国泰君安 证券董事 长	朱健先生，1971年6月出生。朱先生于2023年12月29日起担任本公司董事长、执行董事。朱先生曾先后担任中国证监会上海证管办信息调研处副处长，中国证监会上海监管局信息调研处副处长、处长，中国证监会上海监管局办公室主任、机构二处处长，中国证监会上海监管局局长助理、副局长，本公司副总裁，2020年10月至2023年12月任上海银行股份有限公司副董事长、行长。朱先生分别于1993年和1996年获得复旦大学法学学士学位和法学硕士学位，并于2013年获得上海交通大学高级管理人员工商管理硕士学位。
周杰	副董事 长、非执 行董事	海通证券 董事长	周杰先生，1967年12月出生。周先生现任上海国际集团有限公司董事长。周先生1992年3月参加工作，曾先后担任上海上实资产经营有限公司副总经理，上海上实（集团）有限公司执行董事，上海上实资产经营有限公司董事长、总经理，上海实业医药科技（集团）有限公司总经理、董事，上海实业控股有限公司执行董事、副行政总裁，上海实业医药科技（集团）有限公司总经理、董事，上海实业控股有限公司执行董事、副行政总裁，上海上实（集团）有限公司策划总监、副总裁、常务副总裁、执行董事、总裁，海通证券股份有限公司董事长。周先生分别于1989年和1991年获得上海交通大学工学学士学位和工学硕士学位。
李俊杰	总裁	国泰君安 副董事长	李俊杰先生，1975年8月出生。李先生于2024年1月23日起担任本公司总裁，2024年3月20日起担任本公司副董事长、执行董事，2023年5月起兼任本公司财富管理委员会总裁。李先生曾先后担任中国银联股份有限公司办公室助理主任；上海国际集团有限公司行政管理总部总经理助理、金融管理总部副总经理；本公司董事会办公室副主任、主任兼公司证券事务代表；上海证券有限责任公司总经理、副董事长、董事长；本公司副总裁、人力资源总监，期间兼任本公司投行事业部总裁、执行委员会主任。李先生于1999年获得中国人民大学文学学士学位，并于2002年获得中国人民银行金融研究所经济学硕士学位。
毛宇星	副总裁	海通证券 高管	毛宇星先生，1971年3月出生，教授级高级工程师。毛先生曾先后担任中国工商银行上海市分行信息科技部副科长、科长、副处长；中国工商银行数据中心（上海）总经理助理（副处级、正处级）、党委委员，副总经理、党委委员；中国工商银行总行信息科技部副总经理；海通证券股份有限公司党委委员、副总经理兼首席信息官。毛先生2024年6月至今担任证通股份有限公司董事。毛先生于1993年获得华东师范大学理学学士学位，于2004年获得上海交通大学工程硕士学位，并于2011年获得复旦大学理学博士学位。
谢乐斌	副总裁	国泰君安 高管	谢乐斌先生，1967年8月出生。谢先生于2021年6月28日起担任国泰君安证券股份有限公司副总裁。谢先生曾先后担任君安证券有限责任公司投资银行部常务董事；国泰君安证券股份有限公司稽核审计部（沪）副总经理、稽核审计总部副总经理、稽核审计总部副总经理（主持工作）、稽核审计总部总经理，计划财务部总经理，副财务总监，财务总监兼营运总监、首席风险官，投行事业部总裁、执行委员会主任。在此之前，谢先生曾在万国证券有限公司任职。谢先生于1990年获得上海海洋大学（原上海水产大学）经济学学士学位，并分别于1993年和2010年获得华东师范大学经济学硕士学位和博士学位。
罗东原	副总裁	国泰君安 高管	罗东原先生，1968年11月出生。审计师。罗先生于2021年6月28日起担任国泰君安证券股份有限公司副总裁。罗先生曾先后担任君安证券有限责任公司债券部高级经理；国泰君安证券股份有限公司债券业务二部业务董事，固定收益证券总部业务董事、董事总经理、副总经理、副总经理（主持工作）、总经理，债务融资部总经理，固定收益证券部总经理，交易投资业务委员会总裁、固定收益外汇商品部总经理。在此之前，罗东原先生曾在焦作解放区审计所任职。罗先生2021年7月至今兼任国泰君安证券股份有限公司机构与交易业务委员会总裁。罗先生于1997年获得清华大学工商管理硕士学位。
聂小刚	执行董 事、董事 会秘书、	国泰君安 高管	聂小刚先生，1972年5月出生。聂先生于2021年6月28日起担任本公司副总裁并兼任首席财务官、首席风险官，2024年7月5日起兼任本公司董事会秘书。聂先生曾先后担任国泰证券有限公司投资银行部员工；本公司总裁办公室主管、副经理，营销管理总部副经理，董事会秘书处主任助理、副主任、主任；

姓名	合并后 职务	合并前 职务	简历
	副总裁、 首席风 险官		国泰君安创新投资有限公司总裁；本公司战略管理部总经理兼权益投资部总经理、战略投资部总经理、战略投资及直投业务委员会副总裁，国泰君安证裕投资有限公司总经理、董事长，本公司风险管理部总经理。聂先生分别于1995年和1998年获得清华大学工学学士学位和工学硕士学位，并于2006年获得复旦大学经济学博士学位。
潘光韬	副总裁	海通证券 高管	潘光韬先生，1971年7月出生，工程师。潘先生曾先后担任申银万国证券公司经纪总部电脑部电脑主管，证券投资总部证券投资一部经理助理、副经理；海通证券股份有限公司证券投资交易相关部门总经理助理、副总经理、总经理，海通证券股份有限公司总经理助理、副总经理。潘先生2015年11月至今担任海通银行非执行董事，2019年5月至今担任海通创新证券投资有限公司董事，2024年1月至今担任海通银行董事长。潘先生于1994年获得上海工程技术大学本科学历，并于2003年获得澳门科技大学工商管理硕士学位。
张信军	副总裁、 首席财 务官	海通证券 高管	张信军先生，1975年10月出生，高级会计师。张先生曾先后担任海通证券股份有限公司资产管理部副经理及经理，海通国际控股有限公司财务负责人、财务总监，海通国际证券集团有限公司首席财务官，海通证券股份有限公司副总经理、财务总监。张先生2018年1月至今担任海通银行非执行董事；2018年3月至今担任海通国际证券集团有限公司非执行董事；2020年2月至今担任海通投资爱尔兰公众有限公司执行董事；2023年3月至今担任海通国际控股有限公司董事；2023年4月至今担任海通恒信金融集团有限公司董事长；2023年5月至今担任海通恒信国际融资租赁股份有限公司（于香港联交所上市，股份代号：1905）非执行董事。张先生分别于1998年和2001年获得南开大学经济学学士学位和管理学硕士学位。
陈忠义	副总裁	国泰君安 高管	陈忠义先生，1970年10月出生。陈先生于2024年5月24日起担任国泰君安证券股份有限公司副总裁。陈先生曾先后担任君安证券有限责任公司资金计划部部长，清算部总经理助理；国泰君安证券股份有限公司深圳分公司计划财务部资金管理总经理助理，计划财务部（深）资金管理总经理助理，财务总部资金管理总经理助理，清算总部总经理助理、副总经理，资金清算总部副总经理，营运中心副总经理；光大证券股份有限公司运营管理总部总经理；国泰君安证券股份有限公司资产托管部总经理、数据平台运营部总经理。陈先生2023年3月至今兼任国泰君安证券股份有限公司机构与交易业务委员会联席总裁，2024年1月至今兼任国泰君安证券股份有限公司营运总监，2024年6月至今兼任国泰君安证券股份有限公司研究所所长。陈先生于1993年获得中央财政金融学院经济学学士学位，并于2015年获得上海交通大学高级管理人员工商管理硕士学位。
韩志达	副总裁	国泰君安 高管	韩志达先生，1982年9月出生。韩先生于2024年7月17日起担任国泰君安证券股份有限公司副总裁。韩先生2005年7月进入国泰君安证券股份有限公司工作，曾先后担任固定收益证券总部高级经理、助理董事、董事；收购兼并总部执行董事；并购融资部执行董事、董事总经理；投资银行部北京投行一行政负责人；国泰君安证裕投资有限公司副董事长、总经理；战略发展部总经理、数字化转型办公室主任，政策研究院院长。韩先生2024年4月至今兼任国泰君安创新投资有限公司董事长、执行委员会主席，2024年11月至今兼任国泰君安金融控股有限公司董事会主席。韩先生于2003年获得中央财经大学管理学学士学位，并于2005年获得北京大学管理学硕士学位。
俞枫	首席信 息官	国泰君安 高管	俞枫先生，1969年3月出生。教授级高级工程师，享受政府特殊津贴。俞先生于2019年5月27日起担任国泰君安证券股份有限公司首席信息官。俞先生于1995年4月参加工作，历任国泰证券有限公司计算机部副经理、经理、副总经理，自1999年8月起任职于国泰君安证券股份有限公司，先后担任信息技术总部副总经理、总经理，信息技术部总经理，信息技术总监。俞先生2024年5月至今兼任国泰君安证券股份有限公司数据管理与应用部总经理。俞先生自2023年4月至今担任证通股份有限公司董事。俞先生于1992年和1995年获得同济大学工学学士和工学硕士学位，并于2008年获得同济大学管理学博士学位。
赵慧文	合规总 监、总法	海通证券 高管	赵慧文女士，1977年1月出生，注册会计师，资产评估师。赵女士曾先后担任中铁十六局集团有限公司会计师；中国证券监督管理委员会稽查局干部、副处长、处长，发行监管部处长，证券投资基金监管部

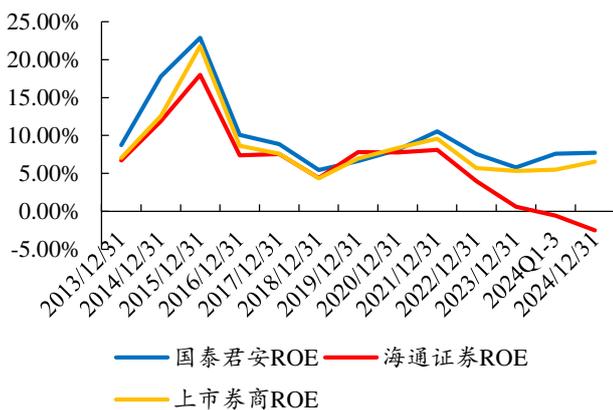
姓名	合并后 职务	合并前 职务	简历
律顾问			处长；中原证券股份有限公司副总裁、北京分公司总经理；东兴证券股份有限公司副总经理、首席风险官、合规总监；海通证券股份有限公司合规总监。赵女士于1997年获得华东交通大学经济学学士学位，并于2003年获得北方交通大学工商管理硕士学位。
赵宏	总审计 师	国泰君安 高管	赵宏先生，1966年9月出生。赵先生于2024年10月30日起担任国泰君安证券股份有限公司总审计师。赵宏先生1988年7月参加工作，历任河北省邢台市物资局化轻公司业务员，建设银行河北分行信托投资公司经理，君安证券有限责任公司石家庄营业部总经理助理、营业部负责人，自1999年8月起任职于国泰君安证券股份有限公司，先后担任石家庄建华南大街营业部总经理，河北业务总部总经理，营销管理总部副总监，机构客户服务总部副经理，收购兼并总部副经理，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。赵先生2024年10月至今兼任国泰君安证券股份有限公司集团稽核审计中心总经理。赵先生于1988年获得河北工业大学工学学士学位，并于1999年获得武汉理工大学工程硕士学位。

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

### 1.3、国泰君安 ROE 表现稳健，优于上市券商整体以及海通证券

国泰君安 ROE 多数年份高于上市券商整体与海通证券。得益于相对较高的权益乘数以及稳健的自营投资收益率，国泰君安 ROE 在多数时间高于上市券商整体与海通证券。2013-2014 年公司权益乘数相对较高，自营投资收益率与行业相近，公司 ROE 高于上市券商。2015、2017 年 A+H 股募资导致权益乘数被摊薄，该段时间公司凭借高于行业的自营投资收益率，使其 ROE 高于上市券商。2020 年起公司提高资产使用效率，在保证稳健的自营投资收益率下提高杠杆水平，驱动 ROE 高于上市券商整体。

图2：国泰君安 ROE 多数年份高于上市券商整体与海通证券



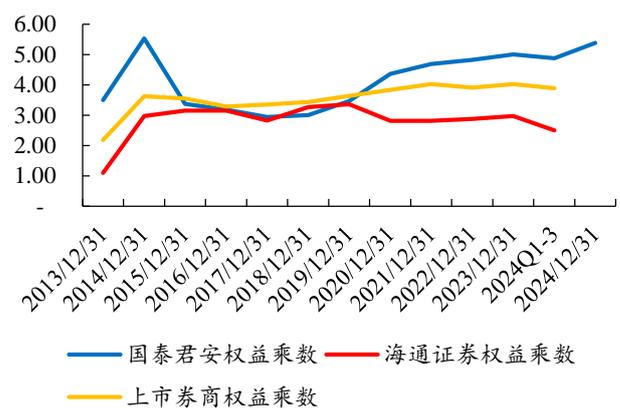
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述 ROE 已年化处理， $ROE = \text{归母净利润} / \text{期初期末平均归母净资产}$

(2) 海通证券 2024 年数据是根据备考合并财务报表审计报告反减国泰君安 2024 年报数据得到，下同

(3) 2024 年上市券商取 3 月 31 日已披露年报的 20 家券商数据计算

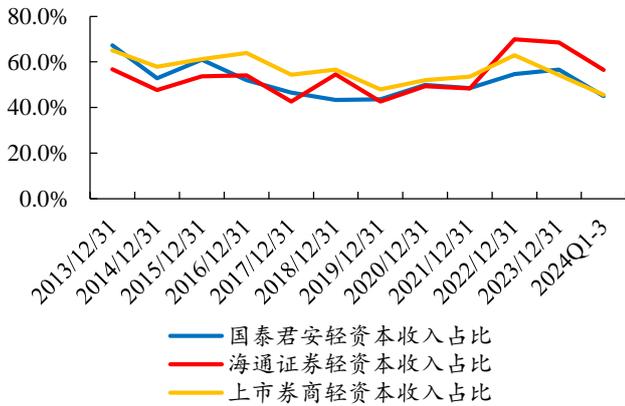
图3：国泰君安 2020 年起杠杆高于上市券商整体与海通证券



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数 = (总资产 - 客户保证金) / 归母净资产

**图4：国泰君安轻资本业务占比多数年份低于上市券商整体**

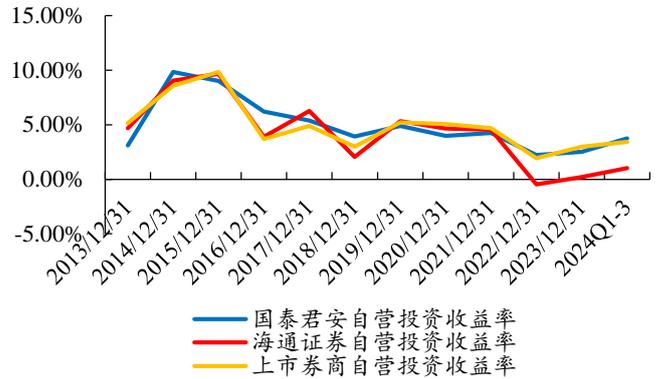


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：轻资本收入占比=1-重资本业务收入占比；重资本业务收入占比=(投资收益+公允价值变动损益+利息净收入)/调整后营收；

调整后营收=营业收入-其他业务成本

**图5：相对上市券商整体，国泰君安自营投资收益率保持稳健**

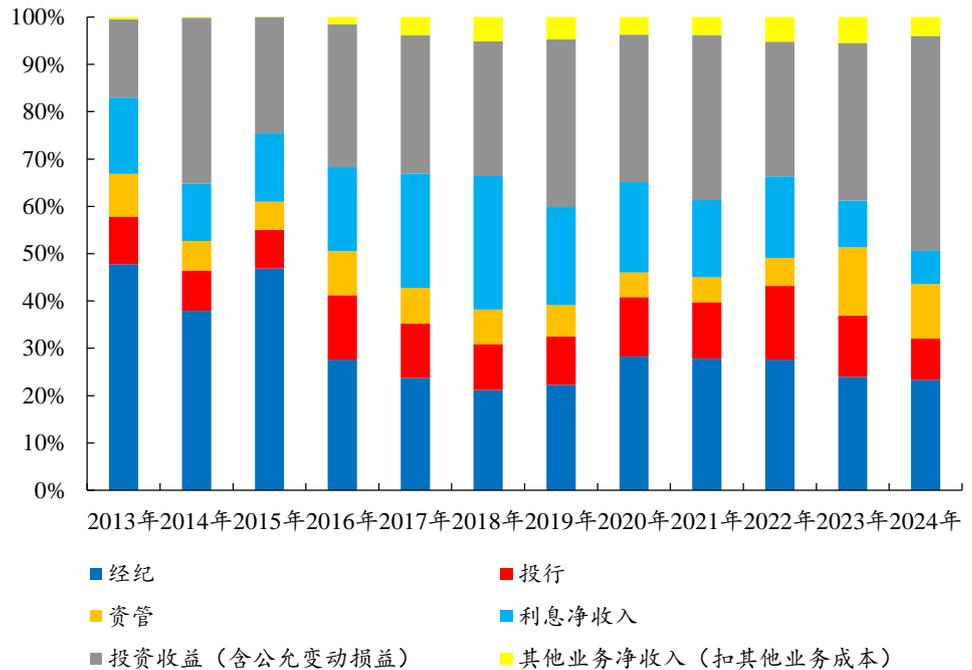


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益=投资净收益-对联营、合营企业的投资收益+公允价值变动损益；自营投资收益率=自营投资收益/(期初自营投资资产规模+期末自营投资资产规模)\*2，自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+可供出售金融资产+持有至到期投资+衍生金融资产，下同

**投资收益占比提升，经纪业务占比下降。**受市场环境、监管政策、行业竞争以及自身业务转型等因素影响，2013 年至今，公司经纪与利息净收入占比呈下降趋势，投资收益占比提升，资管收入主因并表华安基金提升，投行占比受一级市场环境影响小幅波动。2024 三季报截面数据来看，国泰君安与上市券商整体业务结构相近。

**图6：国泰君安收入结构：投资收益占比提升，经纪业务占比下降**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表4：2024Q1-3 国泰君安与上市券商业务结构相近**

2024Q1-3	国泰君安	海通证券	上市券商
经纪业务净收入	20%	23%	22%
投行业务净收入	8%	13%	7%
资管业务净收入	13%	13%	11%
利息净收入	7%	26%	8%
投资收益（含公允变动损益）	48%	18%	46%
其他业务净收入（扣其他业务成本）	5%	7%	5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、子公司布局全面

两家公司子公司布局全面，整合有望进一步提升综合服务能力。国泰君安拥有包括国泰君安金融控股（香港）、上海国泰君安资产管理、国泰君安期货、国泰君安创新投资、上海证券、国泰君安证裕投资和华安基金管理等于子公司。海通证券则通过海通国际控股、海通恒信金融集团、海通期货、海富通基金管理、富国基金管理等子公司，构建了证券经纪、投行、期货、资产管理等完整的业务体系。两家公司较为全面的子公司布局将为后续合并整合提供资源支持，促进协同效应进一步强化，公司全面服务能力及专业深度有望进一步提升。

**表5：国泰君安子公司布局全面**

被参控公司	参控关系	直接持股比例（%）	主营业务
国泰君安金融控股有限公司		100	国际业务
国泰君安期货有限公司		100	期货经纪
上海国泰君安证券资产管理有限公司	全资子公司	100	资产管理
国泰君安创新投资有限公司		100	投资
国泰君安证裕投资有限公司		100	投资
华安基金管理有限公司	控股公司	51	基金管理
上海证券有限责任公司	参股公司	24.99	证券业务

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2024 年报

**表6：海通证券子公司布局全面**

被参控公司	参控关系	直接持股比例（%）	主营业务
海通创新证券投资有限公司		100.00	投资
海通国际控股有限公司		100.00	国际控股
海通开元投资有限公司		100.00	投资
海通恒信金融集团有限公司	全资子公司	100.00	投资
上海海通证券资产管理有限公司		100.00	资产管理
上海惟泰置业管理有限公司		100.00	房地产
海通期货股份有限公司		83.22	期货经纪
海富通基金管理有限公司	控股子公司	51.00	基金管理
富国基金管理有限公司	参股公司	27.77	基金管理

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2024 年中报

## 2、并购重组：政策鼓励头部券商并购重组，合并后公司国际竞争力跃居全球前列

政策端鼓励头部券商并购重组，培育一流投资银行和投资机构。2023年10月，中央金融工作会议明确提出，要“培育一流投资银行和投资机构”“支持国有大型金融机构做优做强”；2024年3月证监会出台相关配套政策文件，明确“到2035年形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构”的目标；2024年4月，国务院发布新“国九条”，提出“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力”。合并后公司有望发挥国际竞争力和市场引领力优势，成为与上海国际金融中心地位相匹配的一流投资银行。

表7：政策端支持头部券商并购重组

时间	政策表述
2023/10/31	中央金融工作会议首次提出“加快建设金融强国”，培育一流投资银行和投资机构
2024/3/15	证监会提出“力争通过5年左右时间推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。到2035年形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑”
2024/4/4	新国九条要求到2035年“一流投资银行和投资机构建设取得明显进展”
2024/7/21	党的二十届三中全会要求“加快建设上海国际金融中心”
2024/8/22	上海市新修订《上海市推进国际金融中心建设条例》
2024/9/13	证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，支持优质证券公司适度提升资本使用效率
2024/9/25	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，进一步鼓励并购重组

数据来源：中国政府网、证监会网站、开源证券研究所

资源禀赋和能力方面深度互补，合并后公司综合服务能力有望显著提升。两家公司合并后在财富管理、投行业务、信用业务、机构业务等方面综合实力跃居行业第一。财富管理业务方面，合并后公司将同时持有基金投顾、评价牌照，综合服务能力进一步提升；投行业务有望实现在科创板、债券承销等细分领域的互补；资管业务将实现对基本养老保险投资管理、社保基金投资管理等资质的覆盖。资源禀赋和能力的深度互补将显著提升合并后公司的综合服务能力，更好实现交叉销售、深度经营，增强客户粘性，提升客单价值。

表8：合并后公司各业务分部居行业前列

收入体量排名	财富管理业务	投行业务	信用业务	机构业务	资管业务
合并后公司排名	1	1	1	1	3

数据来源：公司公开交流材料、开源证券研究所

综合竞争力全面领先，共同打造一流投资银行。资本运用方面，合并后公司资产负债表规模更大，结构更为均衡，抗风险能力更强，资金运用效能更高；合并后公司有望维持最高的信用评级，资产配置更加主动，用表效能提升。业务管理方面，国

泰君安坚持审慎的合规风控理念，有望全方位赋能海通风控管理；合并后公司将整合 IT、运营等后台资源，实现更高效的风险管理和成本管控。

**表9：合并后公司综合竞争力全面领先**

综合竞争力	具体体现
国际竞争力	建成与上海国际金融中心地位相匹配的一流投资银行，代表中国证券行业在世界金融舞台参与全球竞争、合作和资源配置 整合贯通国内国际两个市场、两种资源，在全球市场更好把握中国资产的配置权、定价权
市场引领力	主要指标排名国内第一、国际领先，不断扩大领先优势。坚守资本市场工作的政治性、人民性，处理好功能性和盈利性关系，有力提升服务实体经济能力；坚持专业化发展，持续优化以服务客户为中心的综合化业务体系和以服务业务为核心的精细化管理体系；筑牢“综合服务平台、领先数字科技、稳健合规文化”核心能力支柱 强大的品牌声誉、社会形象等文化软实力。对国家、民族、社会和行业有更多正向价值创造和引领，彰显企业社会责任，增加客户和股东获得感；更加模范践行“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化

数据来源：公司公开交流材料、开源证券研究所

参考海外经验，国际投资银行往往通过外延并购扩大其客户基础，补齐业务短板并提升业务能力，实现多元化业务布局。高盛通过并购拓展多元化业务，成为全球一流投行。1981 年高盛收购了大宗商品交易平台 J Aron 布局资金型业务，拓展外汇和大宗交易业务，建立起领先全球资本中介平台；2000 年公司收购做市商 Spear, Leeds & Kellogg, 当年股票交易净收入同比+78%；2022 年公司收购资管公司 NN Investment Partner 布局欧洲地区资产管理业务，当年欧洲地区资产管理规模同比+55%。

**表10：合并后公司主要指标全球排名大幅提升（单位：亿美元）**

公司名称	营业收入	排名	净利润	排名	总资产	排名	净资产	排名	市值	排名
摩根士丹利	559	1	112	4	12124	5	1016	3	1,903	1
高盛集团	510	2	133	2	16533	2	1195	2	1,714	2
法国巴黎银行	504	3	113	3	30201	1	1430	1	960	4
瑞银集团	369	4	143	1	15610	3	842	4	1,065	3
德意志银行	304	5	47	5	15,120	4	842	5	466	7
渣打集团	163	6	29	8	8354	6	513	6	362	9
麦格理集团	123	7	31	6	2799	8	236	10	477	6
野村控股	99	8	9	10	3855	7	241	9	202	10
合并后公司	98	9	27	9	2,308	9	493	7	405	8
中信证券	96	10	30	7	2131	10	405	8	551	5

数据来源：公司公开交流材料、开源证券研究所

注：（1）选取非息收入占比超过 50%的综合类金融机构；汇率截至 2024 年 9 月 30 日；1 人民币=0.1425 美元，1 欧元=1.189 美元，1 日元=0.0070 美元，1 加币=0.7402 美元，1 澳币=0.6938 美元；

（2）市值为 2025 年 3 月 17 日数据，摩根士丹利、高盛、法巴、瑞银、德意志银行、渣打、合并后公司、中信的总资产、净资产截至 2024 年 6 月 30 日；营业收入、净利润为 2021 财年-2023 财年（财年截至 12 月 31 日）年度平均值；麦格理、野村的总资产、净资产截至 2024 年 3 月 31 日；营业收入、净利润为 2021 财年-2023 财年（财年截至 3 月 31 日）年度平均值；瑞银集团 2023 财年净利润数据包括因合并瑞信带来的一次性负商誉影响，约 277 亿美元

### 3、业务禀赋深度互补，看好协同效应驱动 ROE 提升

#### 3.1、资产负债表更大更均衡，业务体量与能力全面增强

合并后资产负债表更大、更均衡、抗风险能力更强。2024 年末，合并后公司总资产 1.73 万亿，归母净资产规模达到 3283 亿元，排名行业第一。合并后公司资产负债规模更大、结构更均衡，抗风险能力更强、资金运用效率更高，客户基础、服务能力及运营管理有望实现全面跃升。合并后公司有望凭借高监管评级带来的风控指标优化空间，进一步提升用表效率，降低综合付息债务成本，优化冗余的业务管理费用。

表11：2024 年末数据计算，合并后归母净资产达 3283 亿元，行业第一

单位：百万元	合并公司（简单相加）			国泰君安			海通证券		
	2023 年	2024Q1-3	2024 年	2023 年	2024Q1-3	2024 年	2023 年	2024Q1-3	2024 年
总资产	1,679,989	1,625,185	1,726,452	925,402	931,948	1,047,745	754,587	693,237	678,706
归母净资产	330,213	327,709	328,312	166,969	166,480	170,762	163,244	161,229	157,549
归母净利润	10,383	8,864	9,030	9,374	9,523	13,024	1,008	-659	-3,994
权益乘数（扣客户保证金）	4.49	4.20	4.07	5.00	4.88	5.38	2.97	2.49	1.64
自营投资收益率	1.64%	2.79%	2.21%	2.51%	3.74%	3.59%	0.21%	1.03%	-0.80%
年化 ROE	3.18%	3.59%	2.74%	5.77%	7.62%	7.71%	0.62%	-0.54%	-2.49%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2023 年与 2024Q1-3 合并公司数据使用两公司各自披露数据简单相加得到，2024 年合并公司数据使用备考合并财务报表。海通证券 2024 年报未披露，使用备考合并财务报表反减国泰君安年报数据得到，仅供参考。

合并后多板块业务排名居行业第一，资源禀赋深度互补。合并后，公司各项业务能力显著增强，综合实力将在财富管理、投资银行、国际业务等多个板块稳居第一。两公司牌照资质深度互补，合并后将实现对基金评价、社保基金、基本养老保险投资管理等多维业务的覆盖，综合服务能力更加全面。

表12：多板块业务排名居行业第一，综合服务能力更加全面

业务板块	业务类型与排名			
	代买卖证券业务	期货手续费净收入	融出资金	零售客户数
财富管理	1	1	1	1
投资银行	IPO 承销家数	IPO 承销额	科创板 IPO 承销额	债券承销额
	1	1	1	2
机构和交易	席位租赁净收入	公募分仓佣金收入	托管外包规模	权益衍生工具名义金额
	1	1	1	3
资产管理	私募子公司净资产	私募股权基金月均管理规模	券商资管管理规模	非货公募管理规模
	1	2	2	3
国际业务	网点覆盖国家和地区	香港市场股权融资家数	香港市场 IPO 承销家数	香港市场债券承销家数
	1	1	1	3

数据来源：公司公开交流材料、开源证券研究所

**表13：两公司资源禀赋深度互补**

业务能力	资质与能力	国泰君安	海通证券
财富管理	零售经纪	行业领先	行业领先
	金融产品代销	行业领先	具备一定竞争优势
	基金投顾	行业领先	申请资质中/无资质
	基金评价	申请资质中/无资质	行业领先
投资银行	信用业务	行业领先	行业领先
	股权业务	行业领先	行业领先
	债券业务	行业领先	具备一定竞争优势
	资产证券化及 REITs	行业领先	具备一定竞争优势
机构与交易	财务顾问	行业领先	行业领先
	公募与保险	行业领先	行业领先
	私募与其他机构	行业领先	具备一定竞争优势
	自营投资	行业领先	行业领先
	基金做市	具备一定竞争优势	行业领先
	科创板做市	行业领先	申请资质中/无资质
	北交所做市	行业领先	申请资质中/无资质
	结售汇	行业领先	申请资质中/无资质
	国债期货做市	行业领先	申请资质中/无资质
	碳排放权交易	行业领先	申请资质中/无资质
资产管理	场外期权	行业领先	具备一定竞争优势
	收益互换	行业领先	具备一定竞争优势
	研究	行业领先	行业领先
	公募基金管理	行业领先	行业领先
	社保基金投资管理	申请资质中/无资质	<b>行业领先</b>
	基本养老保险投资管理	申请资质中/无资质	<b>行业领先</b>
资产管理	企业年金/职业年金基金投资管理	申请资质中/无资质	<b>行业领先</b>
	券商公募资管	行业领先	申请资质中/无资质
	券商私募资管	行业领先	具备一定竞争优势
国际业务	私募股权基金	具备一定竞争优势	行业领先
	投资银行	具备一定竞争优势	行业领先
	经纪与交易	行业领先	行业领先
	资产与基金管理	具备一定竞争优势	具备一定竞争优势
	全银行及金融中介	申请资质中/无资质	行业领先
	客户资源	具备一定竞争优势	行业领先
	网点布局	具备一定竞争优势	行业领先

数据来源：公司公开交流材料、开源证券研究所

### 3.2、轻资本业务：强强联合，优势互补，经营效能有望提升

**经纪：合并后公司代理买卖成交额市占率居行业第一，客户基础提升，投顾团队扩张驱动零售服务能力提升。**2024H1 国泰君安和海通证券代理买卖股基成交额市占率分别为 5.0%/3.2%，合并后市占率达 8.2%，行业领先；零售客户分别为 1842/1875 万户，均具有较强的客户基础。以 2024 年数据计算，合并后公司将零售客户合计近 4000 万户、APP 月活数合计 1510 万户，均位居行业第一。截至 2025.2.27，国泰君安和海通证券投顾团队，规模达 5750 人。合并后，公司可充分利用庞大投顾团队的优势驱动服务能力提升，增强资产配置能力和经营效能。

**合并后公司营业部数量行业第一，网点分布域互补。**截至 2024 年上半年末，国泰君安和海通证券各有营业部 344/307 家，合并后将达到 651 家。合并后公司营业部分布实现互补，对全国客户的覆盖能力增强；其中超过 30% 的营业部位于经济发达地区，在长三角、京津冀、珠三角等重点区域的网点总数跃居行业第一，有利于公司对高净值客户进行重点覆盖，提高市场竞争力。

图7：合并后公司代理买卖股基市占率将超过 8%

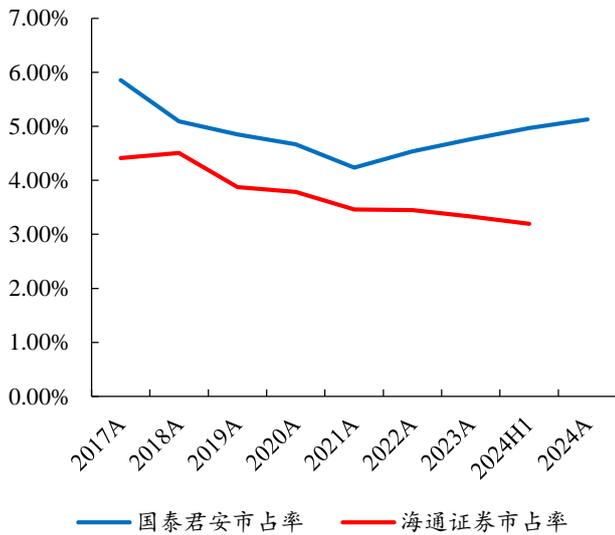
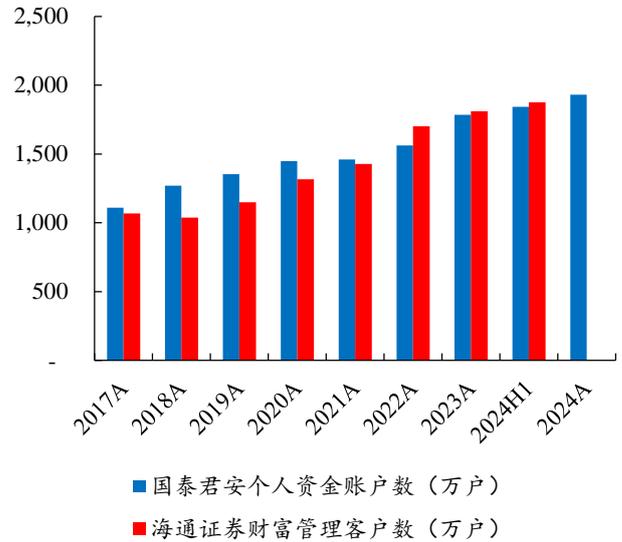


图8：两公司客户数持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2021 年国泰君安合并报表口径不再合并上海证券，市占率有所调整

表14：合并后公司证券从业、投顾人数居行业第一，服务能力增强

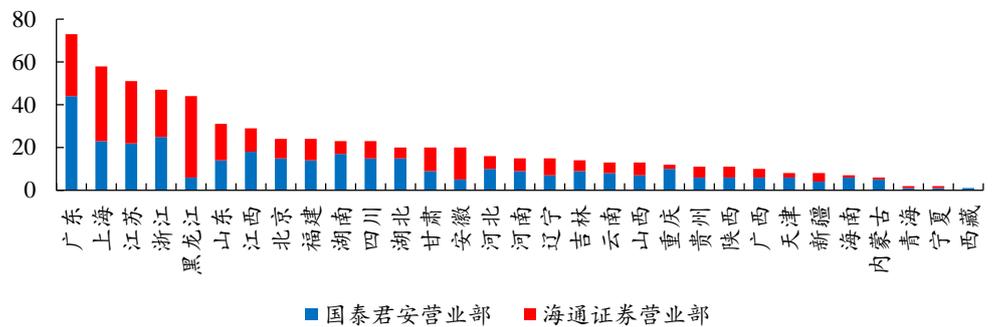
投顾人数排名	机构名称	证券从业人员数 (人)	投顾人员数 (人)
	合并后公司	19165	5750
1	广发证券股份有限公司	10673	4599
2	中信证券股份有限公司	13962	4432
3	中国银河证券股份有限公司	11242	4096
4	中信建投证券股份有限公司	11237	4065
5	国泰君安证券股份有限公司	11254	3859
6	国信证券股份有限公司	9827	3760
7	华泰证券股份有限公司	9498	3511

投顾人数排名	机构名称	证券从业人员数 (人)	投顾人员数 (人)
8	方正证券股份有限公司	7567	2724
9	中国中金财富证券有限公司	6581	2543
10	招商证券股份有限公司	8929	2378
11	长江证券股份有限公司	6538	2286
12	中泰证券股份有限公司	8279	2182
13	申万宏源证券有限公司	7391	2104
14	海通证券股份有限公司	7911	1891

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

注：数据截至 2025.2.27

**图9：全国范围内网点实现互补，经济发达地区更加集中（家）**

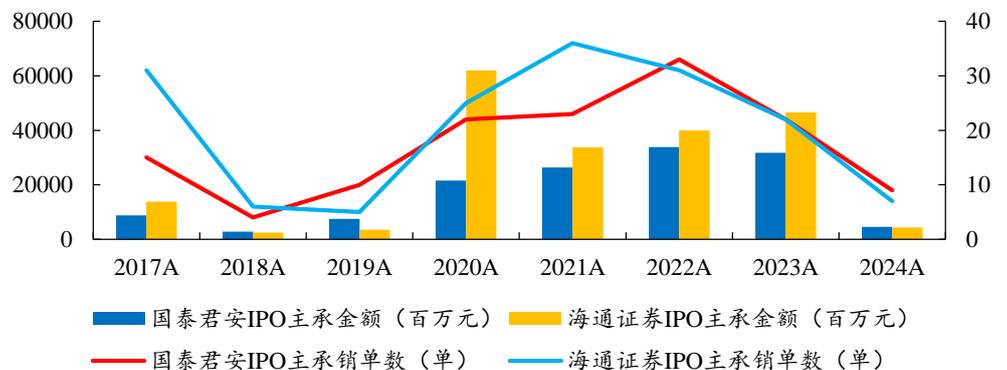


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：数据为两公司 2023 年报披露数据

**投行：两家公司在 IPO 细分领域各具优势，合并后竞争优势有望进一步扩大。**从 IPO 行业分布看，国泰君安分布较为均衡，海通证券在半导体、生物医药等领域有一定优势，合并后公司有望扩大科技创新产业领域的优势，稳步提升产业服务能力，更好地服务新质生产力，打造具有国际竞争力的一流投行。截至 2025 年 2 月 27 日，国泰君安/海通证券保荐代表人规模分别为 365/455 人，合并后将达到 820 人位居行业第一。合并后公司业务挖掘能力将得到提高，有望进一步深耕双方客户群体，充分发掘潜在的业务机会。

**图10：两公司投行均处第一梯队，2020 年以来海通证券 IPO 承销规模更高**



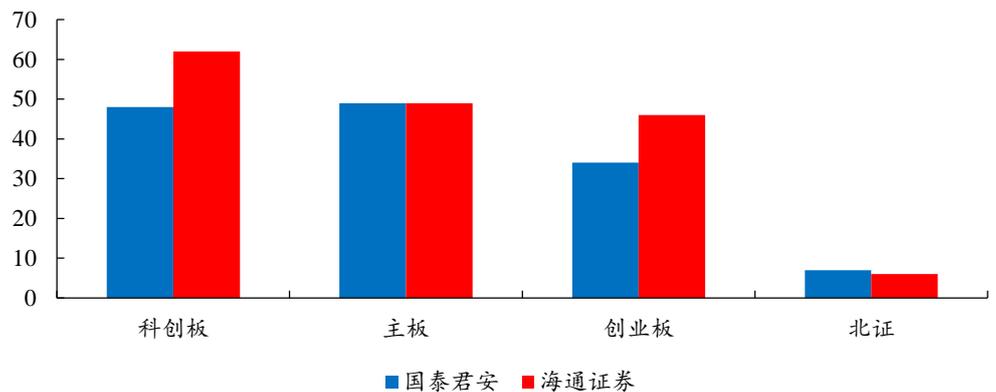
数据来源：Wind、开源证券研究所

**表15：合并后公司推荐代表人规模排名第一（人）**

合并后公司	中信证券	中信建投	中金公司	海通证券	华泰证券	国泰君安
保荐代表人人数	820	609	565	484	455	408

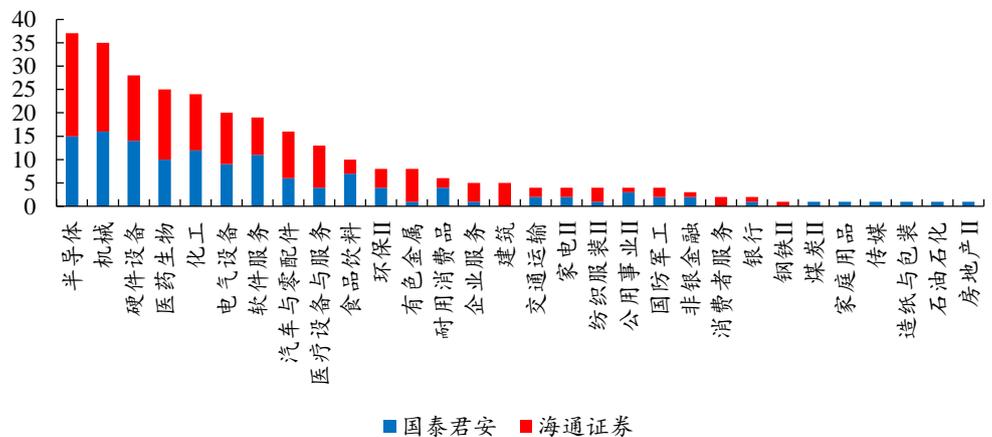
数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

注：截至 2025.2.27

**图11：国泰君安 IPO 分布板块均衡，海通证券在科创板和创业板更具竞争优势（单）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述为两公司 2017-2024 年 IPO 上市板单数分布数据

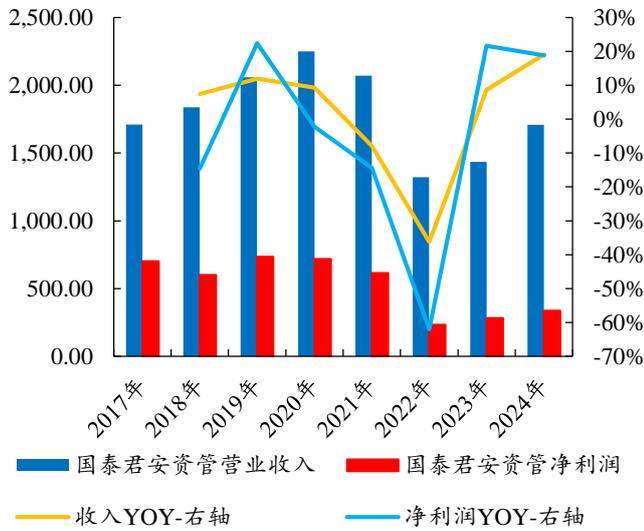
**图12：IPO 单数行业分布来看，两公司强强联合且部分行业可实现互补（单）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述为两公司 2017-2024 年 IPO 行业分布单数数据

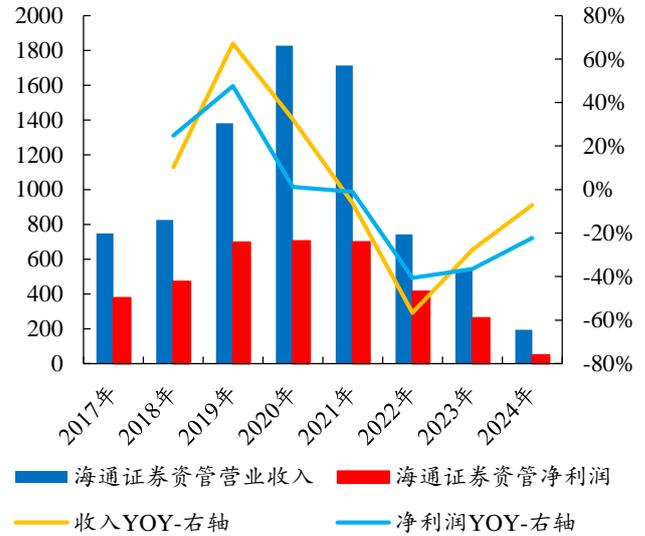
**券商资管：合并后 AUM 提升，产品线进一步完善。** 国泰君安和海通证券均通过旗下资管子公司开展资管业务，受资管新规影响，两资管子公司 AUM 较 2017 年相比有所下降符合行业趋势，国泰君安资管于 2021 年 4 月获批公募牌照，2022 年起集合资管、专项资管和公募 AUM 提升，2022-2024 年年收入和净利润体量相对稳定且有一定增长。受 AUM 下降影响，海通资管 2021 年以来收入和净利润呈下降趋势，产品线持续完善，海通资管公司面向高净值客户积极布局 FOF 产品，重点推进海外债券资产配置，成功发行公司首单集合 QDII 产品，为上海国际金融中心建设贡献力量。

图13: 2022 后年国泰君安资管收入和净利润有所回升 (百万元)



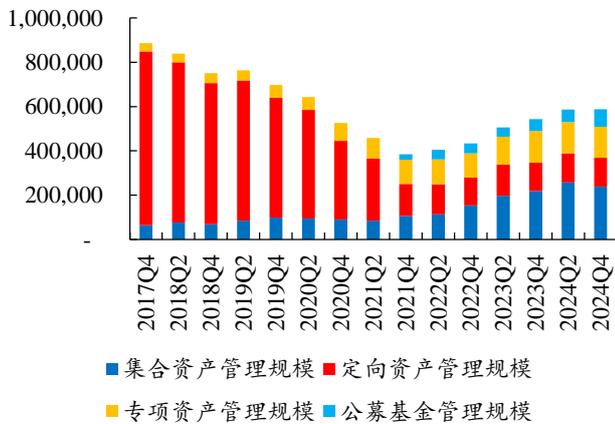
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021 年资管新规落地以来, 海通资管公司收入和净利润下降 (百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

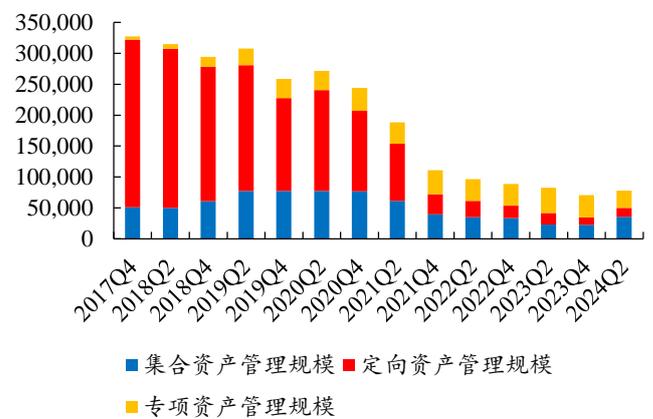
图15: 2021Q4 起国泰君安资管集合和公募 AUM 提升 (百万元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 资管新规 2022 月 1 日起全面实施

图16: 受资管新规影响, 海通资管 AUM 呈下降趋势 (百万元)



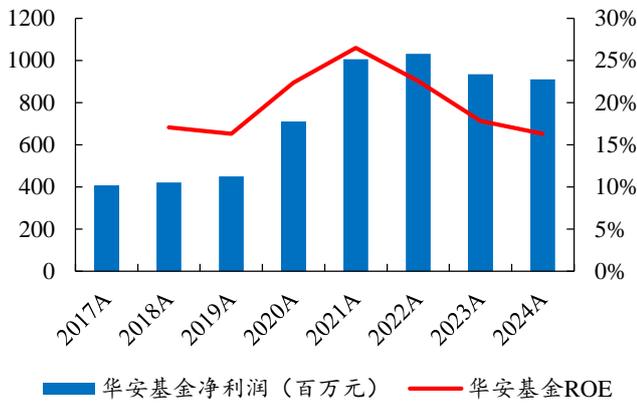
数据来源: 海通证券公告、开源证券研究所

注: 资管新规 2022 月 1 日起全面实施

**公募基金: 华安基金与海富通基金产品结构形成互补。** 国泰君安控股华安基金(持股 51%), 海通证券控股海富通基金(持股 51%)同时参股富国基金(持股 27.775%), 在公募产品结构、牌照上互补。(1) 华安基金在权益类基金领域优势明显, 主动权益类基金中长期投资业绩表现良好, 盈利能力优秀, ROE 保持在 15% 以上。(2) 海富通基金牌照齐全, 在债券类基金领域更具竞争力。海富通基金牌照覆盖社保基金境内委托投资管理人资格、基本养老保险基金证券投资管理人资格、企业年金/职业年金基金投资管理人资格, 在牌照上能够与华安基金形成互补。2024H1 末海富通基金债券 ETF 规模超 400 亿元, 是目前国内市场中债券 ETF 数量最多、品类最全、管理规模最大以及投资运作经验最丰富的基金公司。(3) 2024 年末, 富国基金资产管理总规模约超 1.6 万亿元。其中, 公募基金规模逾 1 万亿元, 保持头部地位。

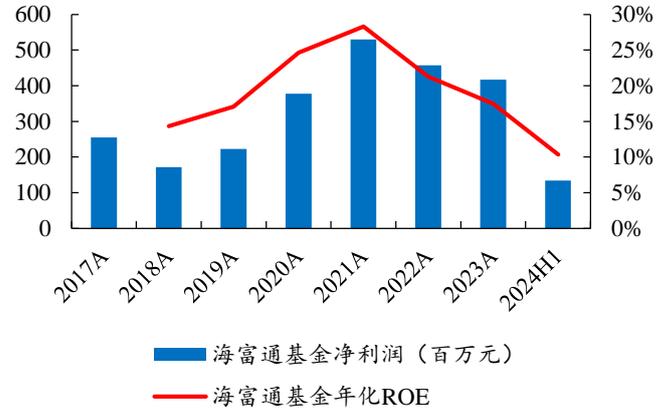
合并后牌照受一参一控一牌限制面临整合或出售。2022年《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》对“一参一控一牌”的要求落地，合并后公司控股华安基金、海富通基金，参股富国基金，将面临牌照的整合或转让问题。

图17：华安基金 ROE 保持在 15% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

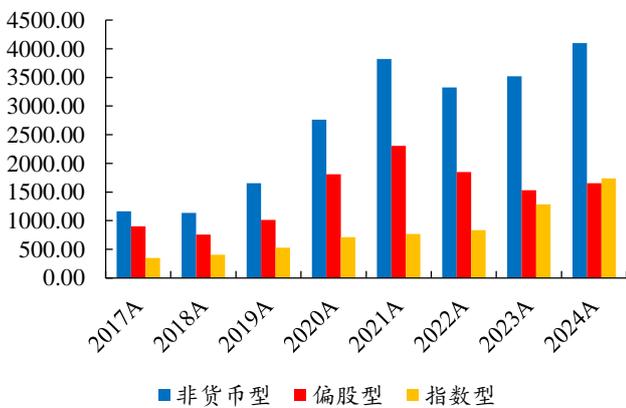
图18：海富通 ROE 在 10% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

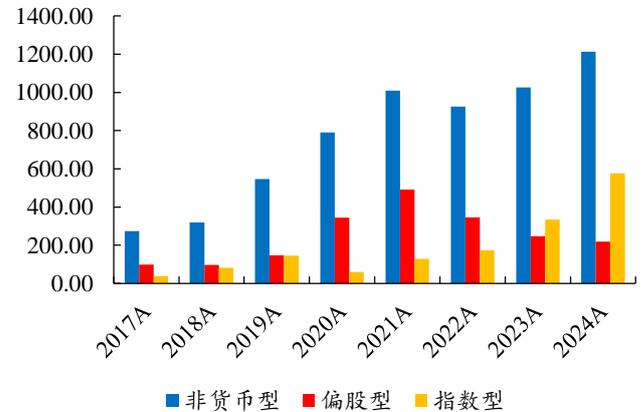
注：ROE 已年化处理

图19：华安基金偏股型基金占比相对较高（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：海富通基金债券类基金占比较高（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、重资本业务：更好地服务客户需求，合并后公司用资效率有望提升

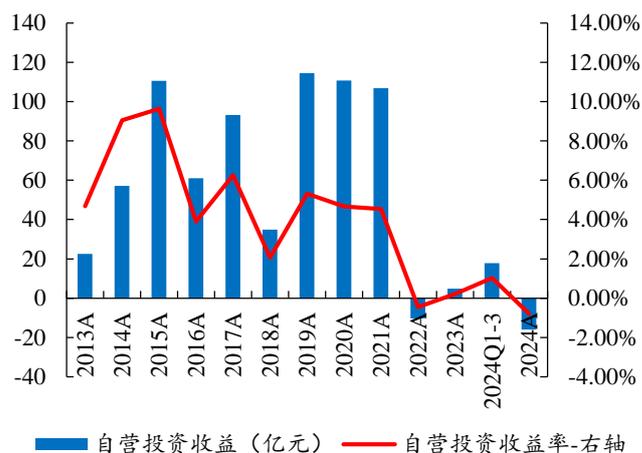
**自营投资：**(1) 国泰君安自营投资收益率保持稳定，海通证券 2022 年起受海通国际投资业务拖累。国泰君安积极发展客需业务，向低风险、非方向性转型，凭借稳健的收益率，杠杆得以合理扩张，资产配置持续优化。海通证券受海通国际影响，自营投资收益率近两年大幅下降。(2) 牌照互补，用表效率有望提升。业务牌照方面，国泰君安为场外期权一级交易商，海通证券为二级交易商，合并后有助于扩大场外期权业务优势。两公司自营投资结构均以债券为主，均在 60% 左右。

图21：国泰君安自营投资收益率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

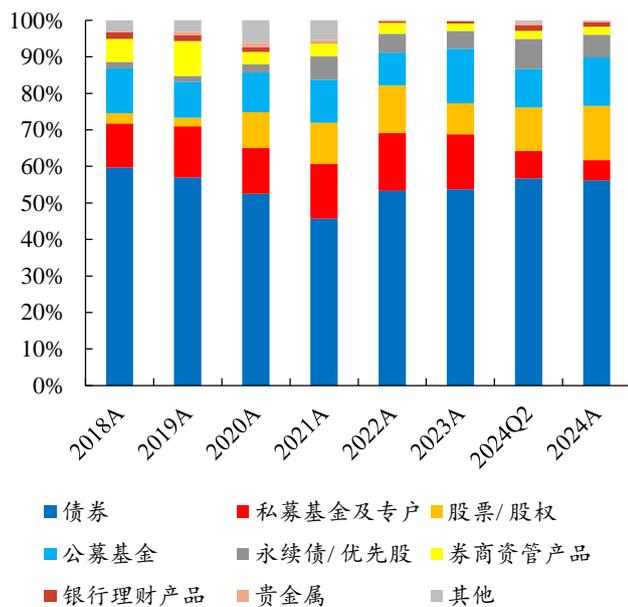
图22：2022起海通证券自营投资收益率下降



数据来源：海通证券公司公告、公司公告、开源证券研究所

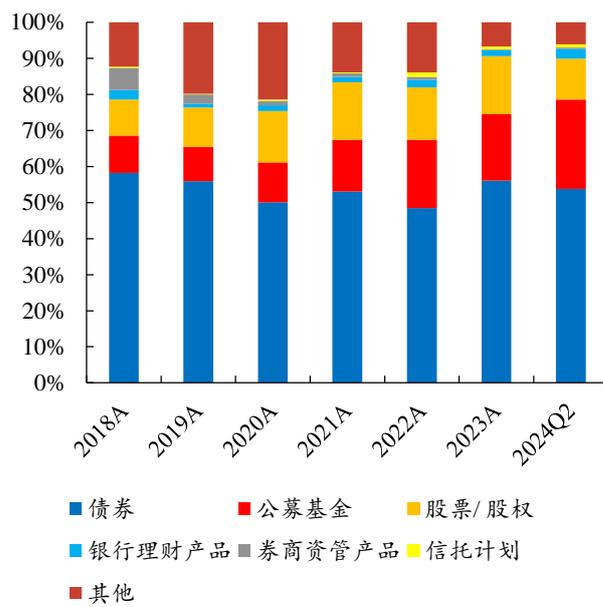
注：2024年海通证券数据根据备考合并报表反算得到，仅供参考

图23：国泰君安交易性金融资产中债券占比为主



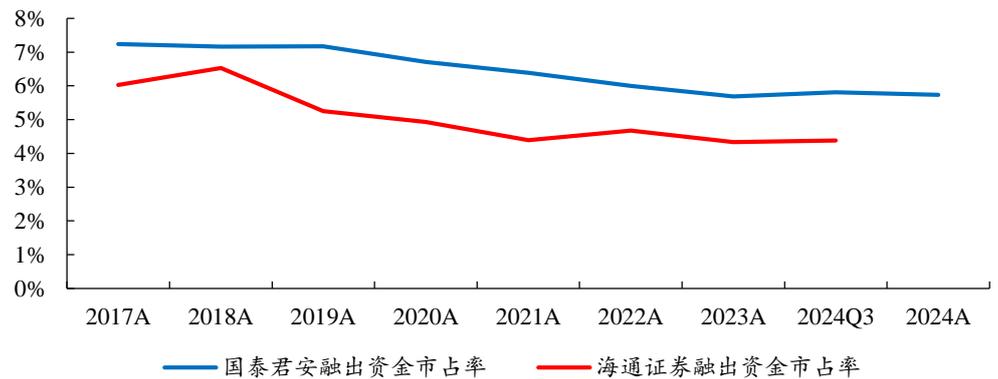
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：海通证券交易性金融资产中债券占比为主



数据来源：海通证券公司公告、开源证券研究所

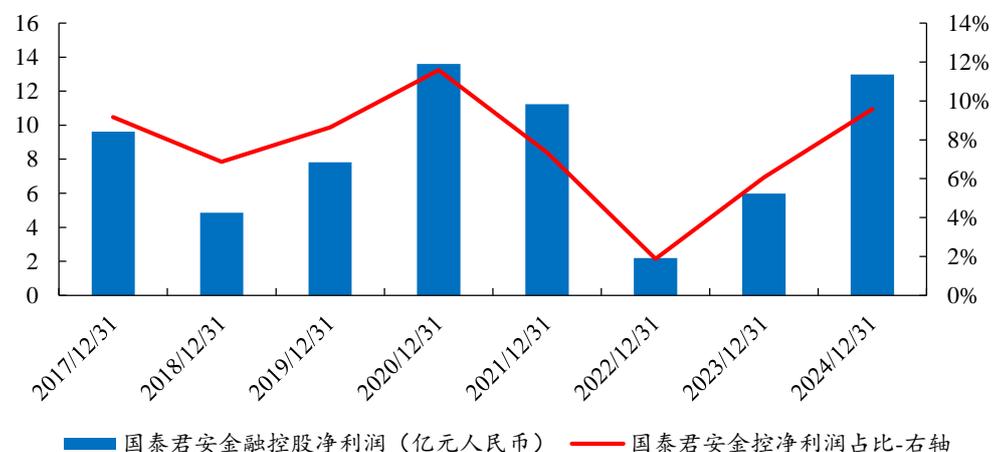
**两融：**公司两融业务坚持逆周期调节机制，不断优化风控体系和业务管理模式，加强对机构客户和高净值客户的综合服务，满足客户需求。2024年末，国泰君安两融规模为融资融券余额1,006.19亿元、较2023年末增长13.1%，市场份额5.40%，同比+0.01pct。以2024Q3末数据计算，合并后公司融出资金市占率达10%。

**图25：以 2024Q3 末数据计算，合并后公司融出资金市占率达 10%**


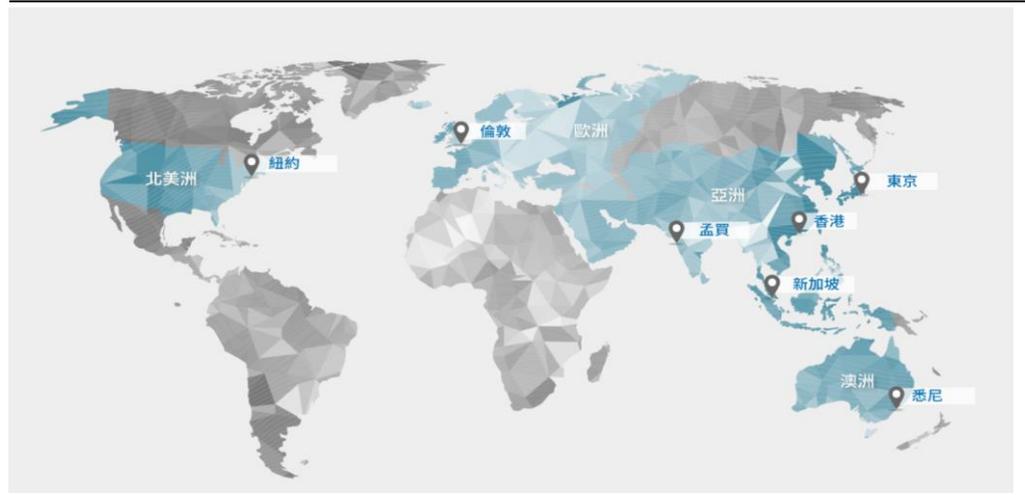
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

### 3.4、国际业务：立足香港布局全球业务，利润贡献率有望持续提高

合并后国际业务区域覆盖范围将扩大，业务触角进一步延伸。(1) 国泰君安围绕国泰君安金融控股打造国际业务平台，在香港主要通过国泰君安国际开展经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资和金融产品、做市及投资业务，并已在美国、欧洲及东南亚等地进行业务布局。2022 年受港股低迷影响，国泰君安金融控股净利润跌至底部，2023 年和 2024 年有一定复苏，2024 年国泰君安金融控股占公司净利润比重达 10%。(2) 海通证券通过收购整合海通国际、海通银行，设立上海自贸区分公司，建立了跨境综合金融服务平台。海通国际证券在 2024 年 1 月完成私有化，海通国际已构建了以“纽伦新港”为核心，辐射东京、悉尼及孟买等亚太主要资本市场的全球金融服务网络，提供多元化投行业务。海通银行拥有在欧盟及南美市场上逾三十年的展业经验，具有全银行牌照，围绕企业银行、投资银行以及资产管理三大重点业务领域，在深耕本土业务的基础上，致力于开拓中国与欧洲、中国与拉丁美洲间的跨境业务合作。自贸区跨境业务方面，海通证券是首批加入上海自贸试验区 FTU（自贸区分账核算单元）体系的证券机构，持续助力上海自贸试验区金融高水平开放。

**图26：2023、2024 年国泰君安金融控股利润贡献回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图27：海通国际全球业务布局广泛，客户资源丰富**


资料来源：海通国际官网

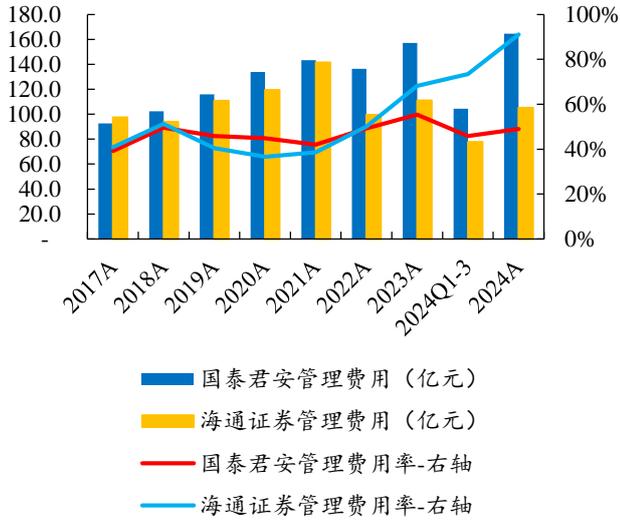
### 3.5、赋能海通证券杠杆提升，综合成本有望下降

**券商风控新规释放优质头部券商扩表空间。**2024年9月20日新版券商风控指标修订正式出台，并于2025年1月1日实行，正式稿松绑部分指标利好优质头部券商提高扩表上限，扶优限劣、审慎开展衍生品业务的监管态度鲜明。具体包括，降低连续3年AA级券商风险资本调整系数(由0.5降至0.4)；表内外资产总额折扣系数降至0.7的优惠范围扩大至连续3年AA级券商；松绑流动性覆盖率和净稳定资金率。

**合并后公司高评级有望赋能海通证券杠杆提升。**国泰君安和海通证券风控指标均处于监管范围之内，仍有提升空间。近年来，海通证券投行业务屡受监管处罚，其证监会分类评级或有压力（2023年起不再公开披露），进而影响风控指标标准、创新业务开展，对债务成本、业务投标也有一定影响。2024Q3末海通证券权益乘数（扣客户保证金）2.49倍低于国泰君安的4.88倍以及上市券商整体的3.89倍。合并后，两公司资本中介业务实力加强，业务更加稳健合规，海通证券杠杆有望提升。

**合并后公司营运成本有望下降，付息债务成本降低。**合并后，国泰君安和海通证券将在业务与管理费、办公场所、研发投入、信息技术系统等方面实现全面整合，发挥规模效应，实现降本增效，2024年国泰君安/海通证券业务及管理费分别为165/105亿元，同比+5%/-5%。付息债务资金成本方面，国泰君安保持较好评级，债务成本低于海通证券，2023年卖出回购金融资产、应付债券利率2.4%/3.3%，低于海通证券的2.8%/3.4%，合并后有望降低资金综合成本。

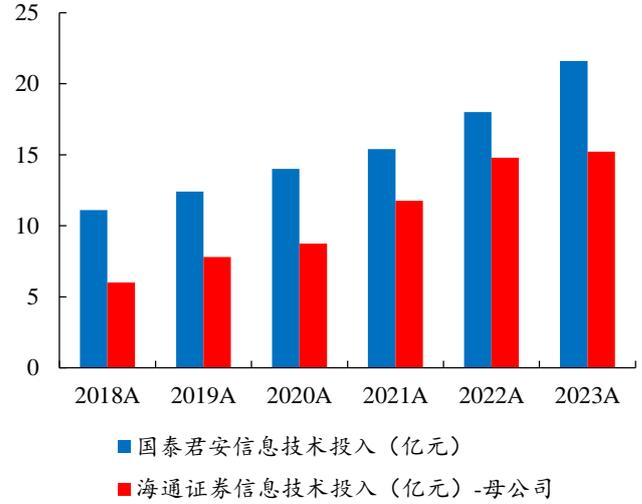
图28：2017-2021 年两公司管理费用相近；2022 年至今海通证券受业绩下滑影响，管理费用水平相对明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：管理费用率=管理费用/（营业收入-其他业务成本）

图29：2023 年国泰君安信息技术投入 21.6 亿，海通证券母公司信息技术投入 15.2 亿



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：海通证券信息技术投入为母公司口径

表16：2023 年国泰君安卖出回购金融资产与应付债券资金成本低于海通证券

负债成本 (单位: 亿元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>国泰君安</b>							
卖出回购金融资产利率	3.7%	3.0%	2.4%	2.1%	2.1%	2.0%	2.4%
应付债券利率	4.3%	4.4%	4.4%	4.2%	3.6%	3.6%	3.3%
<b>海通证券</b>							
卖出回购金融资产利率	4.3%	3.5%	3.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.8%
应付债券利率	4.8%	4.8%	4.7%	4.0%	3.7%	3.6%	3.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

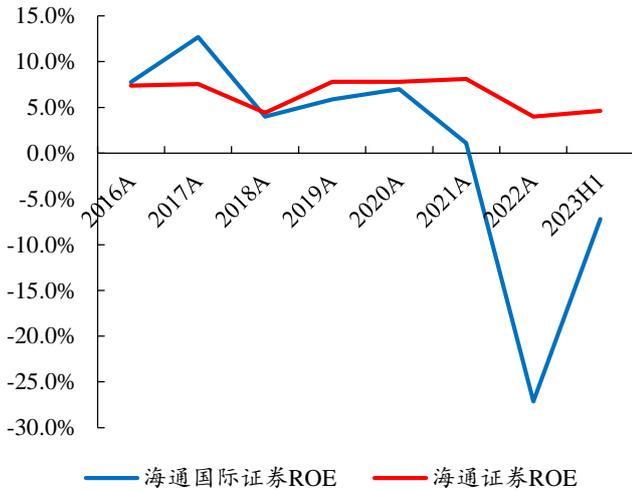
注：卖出回购金融资产利率=年度卖出回购金融资产利息支出/季度平均卖出回购金融资产

应付债券利率=应付债券利息支出/季度平均应付债券

### 3.6、剔除国际业务影响后海通证券 ROE 优于上市券商整体，看好协同效应对合并后公司 ROE 的积极影响

2021 年下半年海通国际证券业绩亏损拖累海通证券 ROE，除国际业务外海通证券剩余业务表现正常，2023 年 ROE 略高于上市券商整体。海通证券 ROE 2021 年起持续低于上市券商，海通证券 ROE 跑输行业的主因是海通国际证券投资业务拖累。2021 年下半年海通国际证券净利润持续亏损，投资业务是亏损主因，2022 年自营业务亏损 43 亿港元，或由于中资地产美元债风险暴露（据证券时报报导），提升经纪、投行、机构与资管业务受港股低迷影响而下降明显。我们剔除海通国际证券的影响，海通证券（剔除海通国际控股）ROE 在 2022 年、2023 年达 8.3%/5.7% 高于上市券商整体的 5.7%/5.3%，说明除国际业务外，海通证券剩余业务、资产表现好于行业。

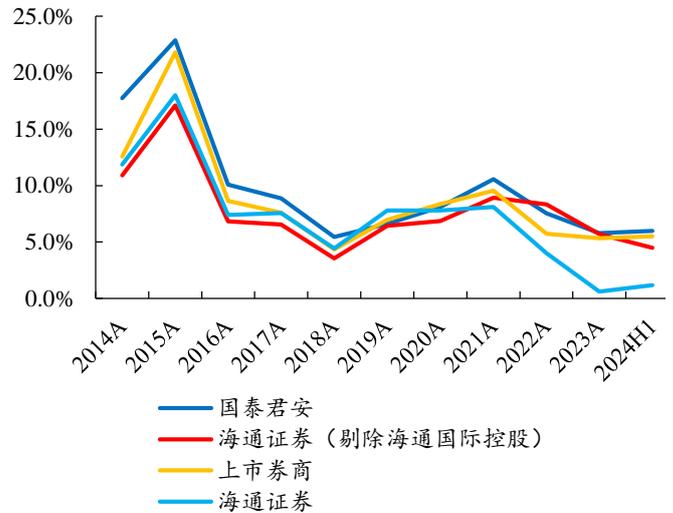
图30: 海通国际证券 2021 年起对合并报表 ROE 构成明显拖累



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2024 年 1 月海通国际证券私有化, 后续不再披露数据; 2023H1 数据为年化 ROE

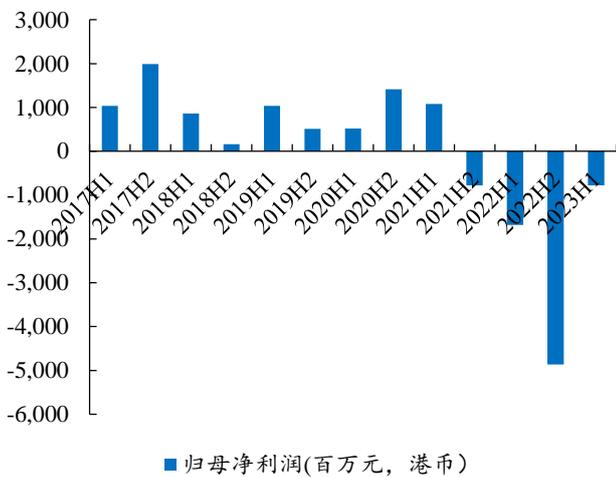
图31: 剔除国际业务影响后, 2023 年、2024H1 海通证券 ROE 水平和上市券商相近



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 海通国际控股为海通证券国际业务平台, 是海通证券全资子公司, 海通国际控股是海通国际证券的控股股东; 2024H1 海通证券 (剔除海通国际控股) 的 ROE 低于上市券商和国泰君安, 主因投行业务占比更高, 受 IPO 低迷影响更大

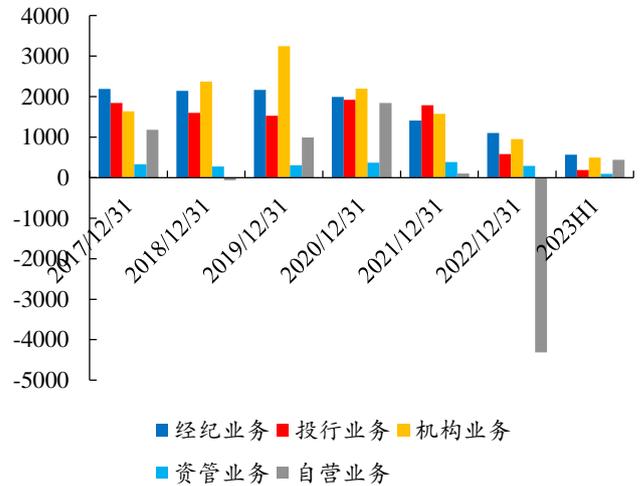
图32: 海通国际证券 2021 年下半年开始亏损



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2024 年 1 月海通国际证券私有化, 后续不再单独披露数据

图33: 海通国际证券 2021 年起投资净收益明显下降 (单位: 百万港元)



数据来源: 海通国际报表、开源证券研究所

**合并后协同效应将有效提升海通证券 ROE。** 剔除海通国际控股的影响后, 2023 年海通证券 ROE 5.7%, 高于上市券商的 5.3%, 略低于国泰君安的 5.8%。预计合并后公司将为海通证券在杠杆赋能、业务管理费成本与付息债务资金成本方面带来积极影响。我们测算 2023 年市场环境下, 剔除国际业务影响且考虑合并后协同效应, 海通证券 ROE 或将达到 7-8% 水平。

综上，国际业务是拖累海通证券 ROE 主因，剔除其影响后海通证券 ROE 和上市券商、国泰君安相近，考虑协同作用后 ROE 甚至超过此前水平，因此我们看好两公司合并打造国际一流券商的前景，合并后公司远期 ROE 有望超过各自最高水平。后续需关注海通国际证券投资业务风险体量与消化进程、国泰君安与海通证券整合进展以及业务协同情况。

**表17：2023 年市场环境下，剔除海通国际影响且考虑协同效应后，海通证券 ROE 有望达到 7-8%**

单位：人民币、百万元	海通证券 2023 年报	海通证券（剔除海通 国际控股后） 2023 年报	
归母净资产	163,244	归母净资产	161,767
归母净利润	1,008	归母净利润	8,350
年化 ROE	<b>0.62%</b>	年化 ROE	<b>5.7%</b>
权益乘数（扣客户保证金）	2.97		
<b>【海通证券】目标 ROE 测算（剔除国际业务影响且考虑合并后协同效应，以 2023 年数据测算）</b>			
1、杠杆赋能			
海通证券目标杠杆水平		<b>4.0</b>	
增量资产规模		168,172	
净利差假设		<b>1.08%</b>	
<b>*增量资产产生的净收入</b>		<b>1,814</b>	
2、业务及管理费节约			
假设业务及管理费节省比例	情景 1	情景 2	情景 3
	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>
<b>*业务及管理费节约</b>	<b>554.9</b>	<b>1,109.7</b>	<b>2,219.4</b>
3、负债成本节约			
应付债券规模		193,920	
应付债券资金成本节约		0.1%	
卖出回购金融资产款规模		112,565	
卖出回购金融资产成本节约		0.4%	
<b>*卖出回购资产以及应付债券 资金成本节约合计</b>		<b>686</b>	
营业利润增量	3,055	3,610	4,720
净利润增量 (考虑 25% 所得税)	2,291	2,708	3,540
<b>剔除海通国际影响且考虑协 同效应后，海通 ROE 中枢</b>	<b>7.27%</b>	<b>7.55%</b>	<b>8.12%</b>

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：海通证券增量资产对应的净利差假设基于国泰君安 2023 年净利差 1.08% 给出

#### 4、盈利预测、估值与投资建议

**国泰君安盈利预测:**考虑到个人投资者积极入市,预计2025年市场交易量延续增长,我们假设2025-2027年市场日均股基成交额17090/18799/20679亿元,同比+40%/+10%/+10%,股市向好驱动公司经纪、资管、投资业务同比增长;考虑到2024Q4债市表现较好,2025年或有一定波动,我们预测公司自营投资收益率同比下降并保持在3.25%水平。预计国泰君安2025-2027年归母净利润为156/187/213亿元,同比+20%/+20%/+14%,ROE达8.85%/9.92%/10.50%。

**表18: 预计国泰君安2025-2027年归母净利润156/187/213亿,同比+20%/+20%/+14%**

单位:百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、经纪业务净收入	7,643	6,790	7,843	10,733	12,211	13,475
YOY	-20%	-11%	16%	37%	14%	10%
两市日均股基成交额(亿元)	10,215	9,920	12,207	17,090	18,799	20,679
YOY	-10%	-3%	23%	40%	10%	10%
股基成交额市占率	4.54%	4.76%	5.13%	5.30%	5.50%	5.50%
佣金率	0.0259%	0.0222%	0.0204%	0.0202%	0.0202%	0.0202%
2、投行业务净收入	4,311	3,688	2,922	3,751	4,640	5,370
YOY	6%	-14%	-21%	28%	24%	16%
3、资管业务净收入	1,648	4,097	3,893	4,332	4,775	5,239
YOY	-8%	149%	-5%	11%	10%	10%
4、利息业务净收入	4,765	2,803	2,357	2,260	2,643	2,526
YOY	-15%	-41%	-16%	-4%	17%	-4%
5、投资收益 (含公允价值变动损益)	7,779	9,505	15,075	15,229	16,691	18,345
YOY	-35%	22%	59%	1%	10%	10%
自营投资资产规模	341,965	384,123	439,511	481,200	529,320	582,252
YOY	18%	12%	14%	9%	10%	10%
自营投资收益率	2.22%	2.51%	3.59%	3.25%	3.25%	3.25%
<b>收入及利润</b>						
调整后营收	27,697	28,381	33,610	37,562	42,258	46,296
YOY	-19%	2%	18%	12%	13%	10%
归母净利润	<b>11,507</b>	<b>9,374</b>	<b>13,024</b>	<b>15,597</b>	<b>18,690</b>	<b>21,254</b>
YOY	-23%	-19%	39%	20%	20%	14%
<b>ROE</b>	7.55%	5.77%	7.71%	8.85%	9.92%	10.50%

数据来源: Wind、开源证券研究所

**合并后公司盈利预测参考：**

(1) 国泰君安 ROE 优于上市券商且表现稳健，预计 ROE 保持稳健增长，盈利预测如上。(2) 海通证券自 2021 年下半年国际业务拖累影响，ROE 持续低于上市券商，剔除国际业务影响后，其各项业务表现相对稳健。据公司公告，2024Q3 末国泰君安享有的海通证券可辨认净资产公允价值为 1590.6 亿元，较海通证券三季报净资产 1695 亿的差额为 104 亿，反映本次吸收合并进一步压实了海通证券资产质量，后续资产减损压力下降。因此我们预测 2025-2027 年海通证券 ROE 为 2%/5%/7%，得到相应净利润。(3) 公司配套募资 100 亿增强资本实力，带来净利润增量。

(4) 收购产生负商誉带来的非经常性损益。负商誉本质是收购方以“低价”购得优质资产，形成会计上的利得，合并当期全额一次性确认为营业外收入。

将上述四部分数据求和得到合并后公司盈利预测，预计合并后公司 2025-2027 年归母净利润 260/273/334 亿元，同比+187%/+5%/22%，ROE 为 7.6%/7.6%/8.9%。

**表19：预计合并后公司 2025-2027 年归母净利润 260/273/334 亿元，同比+187%/+5%/22%，ROE 为 7.6%/7.6%/8.9%**

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(1) 海通证券净利润	1,008	-3,994	3,167	8,036	11,532
YOY	-85%	亏损	扭亏	154%	44%
海通证券归母净资产	163,244	157,549	159,125	162,307	167,177
YOY		-3%	1.0%	2.0%	3.0%
<b>海通证券 ROE</b>	<b>0.6%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>7.0%</b>
(2) 国泰君安归母净利润	9,374	13,024	15,597	18,690	21,254
YOY		38.9%	19.8%	19.8%	13.7%
国泰君安归母净资产	166,969	170,775	181,814	195,046	209,758
YOY		2%	6%	7%	8%
<b>国泰君安 ROE</b>	<b>5.77%</b>	<b>7.71%</b>	<b>8.85%</b>	<b>9.92%</b>	<b>10.50%</b>
配套募资			9,985		
配套募资 ROE			6%	6%	6%
(3) 配套募资带来的净利润			599	599	599
(4) 合并产生的负商誉对净利润的一次性影响 (考虑所得税 25%)			6,588		
<b>合并后公司归母净利润</b>	<b>10,383</b>	<b>9,030</b>	<b>25,951</b>	<b>27,325</b>	<b>33,385</b>
YOY		-13%	187%	5%	22%
合并后公司归母净资产	330,213	328,312	350,924	367,338	386,919
YOY		-1%	7%	5%	5%
<b>合并后公司 ROE</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.9%</b>

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：红色为假设

注：关于负商誉，公司公告，合并成本与国泰君安在本次交易完成后所享有的海通证券于 2024 年 9 月 30 日的可辨认净资产公允价值份额的差额为 -87.84 亿元，形成负商誉。需注意，由于实际购买日发行股票的公允价值，以及海通证券的可辨认净资产公允价值可能与编制备考合并财务报表所采用的假设存在差异，该测算值与实际值或存在一定差异。

**表20：海通证券 2024 年业绩亏损主要受投行和投资业务收入拖累**

单位：百万元	2023A	2024A (反算)	同比	同比变化
调整后营收	16,281	11,535	-29%	-4,746
经纪净收入	3,830	3,980	4%	150
投行净收入	3,421	1,681	-51%	-1,740
资管净收入	1,914	2,001	5%	87
利息净收入	4,089	3,522	-14%	-567
投资业务	1,025	-1,464	亏损	-2,489
<b>营业总支出 (不含其他业务成本)</b>	<b>14,830</b>	<b>13,576</b>	<b>-8%</b>	<b>-1,254</b>
业务管理费	11,097	10,508	-5%	-589
信用减值	3,189	2,753	-14%	-436
<b>营业利润</b>	<b>1,451</b>	<b>-2,041</b>	<b>亏损</b>	<b>-3,492</b>
<b>归母净利润</b>	<b>1,008</b>	<b>-3,994</b>	<b>亏损</b>	<b>-5,002</b>
<b>ROE</b>	<b>0.6%</b>	<b>-2.5%</b>		

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：海通证券 2024 年数据根据备考合并财务报表反减国泰君安 2024 年报数据得到。

预计公司业绩保持较快增速，短期 PE 估值高于可比公司。我们选取头部券商中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河作为可比公司，从 2024 年 ROE 来看，国泰君安 7.71% 高于可比公司平均 ROE 的 7.55%，PB(LF)1.19 倍低于可比公司平均的 1.21 倍。PE 来看，预计合并后公司 2025-2027 年 PE 分别为 11.4/10.8/8.8 倍低于可比公司平均，考虑到后续国际业务风险出清以及协同效应的体现，净利润有望快速增长。

**表21：可比公司估值：国泰海通 PB(LF)估值低于可比公司平均**

代码	公司简称	市值-4.11	2024 年 ROE (%)	PB-LF (2025.4.11)
600030.SH	中信证券	3,758.5	7.72	1.43
601688.SH	华泰证券	1,400.1	8.28	0.86
000776.SZ	广发证券	1,166.7	6.80	0.97
601881.SH	中国银河	1,748.4	7.40	1.58
可比公司平均			7.55	1.21
601211.SH	国泰海通	2,953.0	7.71	1.19

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表22：可比公司估值：合并后公司 PE（2025E-2027E）估值低于可比公司**

代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	3,758	197.2	217.0	246.3	269.4	307.6	19.1	17.3	15.3	14.0	12.2
601688.SH	华泰证券	1,400	127.5	153.5	149.4	166.9	185.4	11.0	9.1	9.4	8.4	7.6
000776.SZ	广发证券	1,167	69.8	96.4	103.6	116.6	136.9	16.7	12.1	11.3	10.0	8.5
601881.SH	中国银河	1,748	78.8	100.3	111.9	122.4	143.9	22.2	17.4	15.6	14.3	12.1
<b>可比公司平均</b>								<b>17.2</b>	<b>14.0</b>	<b>12.9</b>	<b>11.7</b>	<b>10.1</b>
601211.SH	国泰君安	2,953	93.7	130.2	156.0	186.9	212.5	31.5	22.7	18.9	15.8	13.9
<b>合并后公司</b>		<b>2,953</b>		<b>90.3</b>	<b>259.5</b>	<b>273.3</b>	<b>333.8</b>		<b>32.7</b>	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>	<b>8.8</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河盈利预测使用 Wind 一致预期

注：截至 2025.4.11，国泰君安已完成换股吸收海通证券，市值已反映合并后公司的市值。

**投资建议：打造国际一流券商，看好远期 ROE 中枢提升。**国泰君安与海通证券的合并是 2024 年新“国九条”发布以来首例头部券商合并重组、中国资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并和上市券商最大整合案例。合并后公司将拥有更强大、稳固的客户基础，构建更专业、综合的服务能力，实现更集约、高效的运营管理。我们剔除海通证券国际业务影响后，其剩余业务 ROE 表现优于上市券商，合并后将为海通证券在杠杆赋能、业务管理费成本与付息债务资金成本方面带来积极影响，预计合并后公司远期 ROE 有望超过两家公司各自最高水平。预计国泰君安 2025-2027 年归母净利润为 156/187/213 亿元，同比+20%/+20%/+14%。预计合并后公司 2025-2027 年归母净利润 260/273/334 亿元，同比+187%/+5%/22%，ROE 为 7.6%/7.6%/8.9%，对应 PE 为 11.4/10.8/8.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5、风险提示

**股市波动风险：**公司业务与股市具有一定相关性，股市波动将导致公司业绩波动。

**海通证券国际业务存量风险不确定性：**海通国际 2022 年以来持续亏损，目前存量风险具有不确定性，对合并后公司业绩影响具有不确定性。

**业务整合进展、协同效应不及预期：**两家头部券商整合工作涉及人员、业务、客户、系统等多方面，存在整合进展、协同效应不及预期的可能性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	671,766	798,785	849,006	909,354	989,074
现金	161,876	211,020	187,515	179,475	186,665
应收票据及应收账款	17,895	13,910	15,910	17,910	19,910
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	491,995	573,855	645,581	711,969	782,499
<b>非流动资产</b>	253,637	248,961	251,932	262,764	274,323
长期投资	10,366	13,222	13,883	14,577	15,306
固定资产	3,918	3,854	4,064	4,274	4,484
无形资产	1,530	1,609	1,905	2,115	2,325
其他非流动资产	237,823	230,276	232,080	241,798	252,208
<b>资产总计</b>	925,402	1,047,745	1,100,938	1,172,117	1,263,397
<b>流动负债</b>	602,664	721,247	753,150	797,592	860,345
短期借款	11,662	9,196	10,116	11,128	12,240
应付票据及应付账款	166,285	200,075	200,575	201,075	201,575
其他流动负债	424,717	511,976	542,459	585,389	646,530
<b>非流动负债</b>	149,361	149,025	158,701	171,678	184,904
长期借款	134,575	134,538	145,312	156,949	169,518
其他非流动负债	14,786	14,487	13,389	14,730	15,387
<b>负债合计</b>	752,024	870,272	911,851	969,270	1,045,250
少数股东权益	6,409	6,698	7,273	7,802	8,390
股本	8,905	8,904	8,904	8,904	8,904
资本公积	47,315	47,334	47,334	47,334	47,334
留存收益	7,173	7,173	8,732	10,601	12,727
<b>归属母公司股东权益</b>	166,969	170,775	181,814	195,046	209,758
<b>负债和股东权益</b>	925,402	1,047,745	1,100,938	1,172,117	1,263,397

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7204	56105	64949	73267	81033
净利润	9885	13549	16226	19443	22110
折旧摊销	851	925	1025	1125	1225
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	-1565	-1665	-1765	-1865
营运资金变动	-7144	41591	46591	51591	56591
其他经营现金流	1300	2672	2772	2872	2972
<b>投资活动现金流</b>	-26260	-22659	-22459	-22259	-22059
资本支出	-1155	-1138	-1138	-1138	-1138
长期投资	-28511	-26168	-26068	-25968	-25868
其他投资现金流	3406	4647	4747	4847	4947
<b>筹资活动现金流</b>	5943	7509	35564	25764	25964
短期借款	-57317	-65867	-65767	-65667	-65567
长期借款	70493	91230	91330	91430	91530
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	5000	0	0	0	0
其他筹资现金流	-12234	-17856	10000	0	0
<b>现金净增加额</b>	-12817	41052	-23505	-31545	7190

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	36,141	43,397	47,349	52,045	56,083
营业成本	23,964	26,738	27,398	28,137	28,897
营业税金及附加	185	197	220	248	272
营业费用	5	5	9	9	9
管理费用	15,723	16,462	17,203	17,891	18,607
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	263	250	188	211	231
其他收益	-0	-0	4	4	4
公允价值变动收益	(1,350)	2,033	-0	-0	-0
投资净收益	10,855	13,042	15,229	16,691	18,345
资产处置收益	-0	-0	4	4	4
<b>营业利润</b>	12,178	16,659	19,951	23,908	27,187
营业外收入	28	5	6	7	7
营业外支出	57	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	12,178	16,659	19,951	23,908	27,187
所得税	2,262	3,113	3,729	4,468	5,081
<b>净利润</b>	9,885	13,549	16,226	19,443	22,110
少数股东损益	511	525	628	753	856
<b>归属母公司净利润</b>	9,374	13,024	15,597	18,690	21,254
EBITDA	13028	17585	20976	25033	28412
EPS(元)	1.05	1.46	1.75	2.10	2.39

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.9	20.1	9.1	9.9	7.8
营业利润(%)	-14.7	36.8	19.8	19.8	13.7
归属于母公司净利润(%)	-18.5	38.9	19.8	19.8	13.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.7	38.4	42.1	45.9	48.5
净利率(%)	25.9	30.0	32.9	35.9	37.9
ROE(%)	5.8	7.7	8.8	9.9	10.5
ROIC(%)	3.1	4.2	4.7	5.2	5.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	81.3	83.1	82.8	82.7	82.7
净负债比率(%)	2.4	2.6	2.6	2.6	2.8
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.0	4.4	4.4	4.6	4.6
应收账款周转率	236.7	272.9	317.6	307.8	296.6
应付账款周转率	14.8	14.6	13.7	14.0	14.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.46	1.75	2.10	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	6.30	7.29	8.23	9.10
每股净资产(最新摊薄)	18.75	19.18	20.42	21.91	23.56
<b>估值比率</b>					
P/E	31.2	22.5	18.8	15.6	13.8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	64.3	55.6	47.0	40.3	37.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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方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