

非银金融

2025 年 04 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 04 月 29 日

收盘价 (元)	17.18
一年内最高/最低 (元)	22.08/13.12
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	3.20
流通 A 股市值 (百万元)	231,349
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	17.68
资产负债率%	80.13
总股本/流通 A 股(百万)	17,630/13,466
流通 B 股/H 股 (百万)	-/3,506

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com

联系人

金黎丹
(8621)23297818x
jinld@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

国泰海通 (601211)

——负商誉驱动业绩高增，打造国际一流投行进行中

事件：4/29，国泰海通披露 1Q25 业绩，接近业绩预告上限。公司 1Q25 实现营收 117.7 亿元，同比+47.5%，归母净利润 122.4 亿元，同比+391.8%；扣非归母净利润 32.9 亿元（剔除收购负商誉影响），同比+60.7%，环比-3.3%；1Q25 扣非加权 ROE 为 1.69%/yoy+0.43pct。

- **全业务线实现同比增长。**1Q25 国泰君安实现证券主营收入 94.6 亿/同比+60%，环比-12%。**各业务收入（同比增速）如下：**经纪 26.5 亿（+77%）、投行 7.1 亿（+10%）、资管 11.7 亿（+27%）；净利息 6.9 亿（+98%，主因吸收合并海通证券带来业务范围扩大）、净投资 40.0 亿（+69%）。**收入结构如下：**经纪 28%、投行 7%、资管 12%、净利息 7%、投资 42%（剔除其他业务收入及长股投）。
- **多项业务跃升至行业第一，我们看好国君&海通强强联合带来业务规模优势。**规模方面，期末国泰海通总资产 16,930 亿元，较 24 年末+62%，归母净资产 3,217 亿元，较 24 年末+88%，国泰海通净资产超越中信证券成为行业第 1。**营收方面，**期末国泰海通营收 117.7 亿元，排名行业第 2（仅次于中信证券）。**从细分业务看，**国泰海通经纪、投行、自营业务收入均位于行业第 2（仅次于中信证券），资管业务、利息净收入排名行业第 3。
- **经纪业务客户资金快速提升，投行业务 IPO 及债承市占率均提升至行业第 1。****经纪业务：**1Q25A 股（含沪深北市场）日均股基成交额为 1.75 万亿元/yoy+71%。期末，国泰海通代理买卖证券款达到 3,978 亿元（行业第一），较 24 年末+207%。国泰海通的经纪业务收入增速超越行业（国泰海通 yoy+77%），我们预计公司股基市占率将突破 8%（2023 年双方股基成交额简单加总测算市占率突破 8%）。**投行业务：**1Q25 国泰海通 IPO 承销 25 亿元/市占率提升至 15.4%（VS 中信证券市占率 7.6%），国泰海通债承规模 3418 亿元/市占率 10.8%（仅次于中信证券市占率 13.8%）。公司的 IPO 项目储备优于中信证券：1Q25 末国泰海通 IPO 项目 81 单，进行中项目 11 单，位于行业首位（中信证券进行中 IPO 10 单）。
- **资金成本压降，配套融资短期影响经营杠杆，中长期看好公司 ROE 中枢提升。**1Q25 公司年化负债成本 2.65%，较 2024 年压降 0.4pct，1Q25 公司经营杠杆 4.3 倍，较 2024 年下降 0.67 倍，主因吸收合并过程中配套融资使得归母净资产在并表的同时进一步增长。中长期视角看，我们认为双方业务层面存在较多资源互补机遇，有望驱动 ROE 中枢提升。
- **投资分析意见：下调盈利预测，维持买入评级。**基于报告期公司投行业务再融资承销不及预期，因此下调再融资市占率假设，从而下调盈利预测，我们预计公司 25-27 年的归母净利润为 212.8、178.1、229.5 亿元（原预测为 213.4、182.4、259.0 亿元），同比分别+63%、-16%和+29%。国泰海通作为新国九条后首例大型券商间合并重组，响应“培育一流投行和投资机构”、“支持国有大型金融机构做大做强”的政策，有望在 2035 年“2-3 家具备国际竞争力的投资银行”中占有一席，维持买入评级。
- **风险提示：**后续整合效果不及预期；市场大幅波动。

财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业收入	43,397	11,773	48,476	55,833	68,054
收入同比增长率 (%)	20.08%	47.48%	11.70%	15.18%	21.89%
归属母公司净利润	13,024	12,242	21,277	17,811	22,951
净利润同比增长率 (%)	38.94%	391.78%	63.37%	-16.29%	28.86%
每股收益 (元/股)	1.40	1.16	1.18	0.98	1.27
ROE (%)	8.28%	6.46%	9.57%	6.14%	7.68%
P/E(倍)	17.71		14.56	17.47	13.48
P/B (倍)	1.04		1.09	1.06	1.01

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

预测合并利润表

人民币：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,141	43,397	48,476	55,833	68,054
手续费及佣金净收入	15,068	15,127	16,376	18,837	20,804
利息净收入	2,803	2,357	6,830	8,443	14,149
投资净收益及公允价值变动	10,855	15,075	13,889	16,604	20,555
其他业务收入	7,416	10,838	11,380	11,949	12,547
营业支出	23,964	26,738	29,555	32,643	38,171
营业税金及附加	185	197	291	335	408
管理费用	15,723	16,462	20,265	22,883	27,891
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他业务成本	7,760	9,787	8,500	8,925	9,371
营业利润	12,178	16,659	18,921	23,191	29,884
营业外收支	-30	3	8,784	0	0
利润总额	12,148	16,662	27,705	23,191	29,884
所得税	2,262	3,113	5,541	4,638	5,977
净利润	9,885	13,549	22,164	18,553	23,907
少数股东损益	511	525	887	742	956
归属母公司净利润	9,374	13,024	21,277	17,811	22,951

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。