

并表提振业绩，关注整合成效

华泰研究

季报点评

2025 年 4 月 30 日 | 中国内地/中国香港

证券

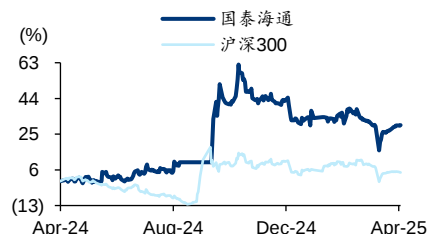
	2611 HK	601211 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 14.61	人民币: 23.26

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228
联系人	孙亦欣
SAC No. S0570123070041	sunyixin@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

基本数据

(港币/人民币)	2611 HK	601211 CH
目标价	14.61	23.26
收盘价 (截至 4 月 30 日)	10.94	17.23
市值 (百万)	192,869	303,760
6 个月平均日成交额 (百万)	118.48	1,075
52 周价格范围	7.60-18.00	13.33-21.50
BVPS	17.50	18.25

股价走势图



资料来源: Wind

公司公布 1Q25 业绩, 收入 117.73 亿元, 同比+47%; 归母净利润 122.42 亿元, 同比+392%; 扣非归母净利润 32.93 亿元, 同比+61%, 处于预告的中上沿 (扣非归母净利润同比+45%~65%)。业绩大幅增长主要两个因素影响, 一是 1Q25 海通并表, 但 1Q24 未追溯调整; 二是并表产生 85 亿负商誉计入营业外收入。若以 1Q24 国泰君安与海通证券财务数据之和为基数, 估算 1Q25 收入同比-8%, 扣非归母净利润同比+28%。吸收合并扩大公司资产规模和客户基础, 预计整合协同稳步推进。A/H 股维持买入评级。

并表产生负商誉对净利润有较大贡献, 合并后归母资产行业第一

一季度海通完成并表, 因合并成本小于可辨认净资产公允价值, 产生 85.47 亿元营业外收入, 该因素对净利润有较大贡献。合并后公司总资产规模位居行业第二, 归母净资产跃居行业第一, 期末分别为 16930 亿元和 3217 亿元; 营业收入位居行业第二, 扣非归母净利润位居行业第三。

投资、经纪业务驱动净利润增长

1Q25 投资类收入 40 亿元, 同比+69%, 较 1Q24 国泰君安与海通证券之和+12%。期末金融投资规模较 24 年末-4%, 主要是交易性金融资产-3%、其他债权投资-15% (24 年末参考公司 3/28 日发布的备考报表)。1Q25 经纪净收入 26.5 亿元, 同比+77%, 较 1Q24 国泰君安与海通证券之和增长 13%。

利息、投行、资管净收入因并表同比提升

1Q25 利息净收入 7 亿元, 同比+98%, 较 1Q24 国泰君安与海通证券之和-43%, 利息收入和利息支出均有下滑。投行净收入 7 亿元, 同比+10%, 较 1Q24 国泰君安与海通证券之和-33%。据 Wind, 1Q25 股权融资业务规模同比-49%, 债券承销金额同比+2% (基数均为国泰君安与海通证券之和)。资管净收入 11.7 亿元, 同比+27%, 较 1Q24 国泰君安与海通证券之和-12%。

盈利预测与估值

海通已并表, 纳入盈利预测。同时 4 月以来交易活跃度回落, 适当下调全市场成交额假设等。预计 2025-2027E 归母净利润分别 223/192/225 亿元 (前值 148/169/198 亿元, 上调 51%/13%/14%, 主要系合并海通), EPS 分别为 1.27/1.09/1.28 元 (前值 1.66/1.90/2.22 元, 下调 24%/43%/42%, 主要系股本增长较多), 2025 年 BPS 为 19.38 元。A/H 可比公司 2025E PB Wind 一致预期均值为 1.27/0.74x, 考虑到整合耗时长, 协同效果具有不确定性, 给予目标 PB 1.2/0.7x, 目标价人民币 23.26 元/14.61 港币 (前值 27.64 元/18.21 港币, 对应 2025E PB 为 1.38/0.84x), 均维持买入评级。

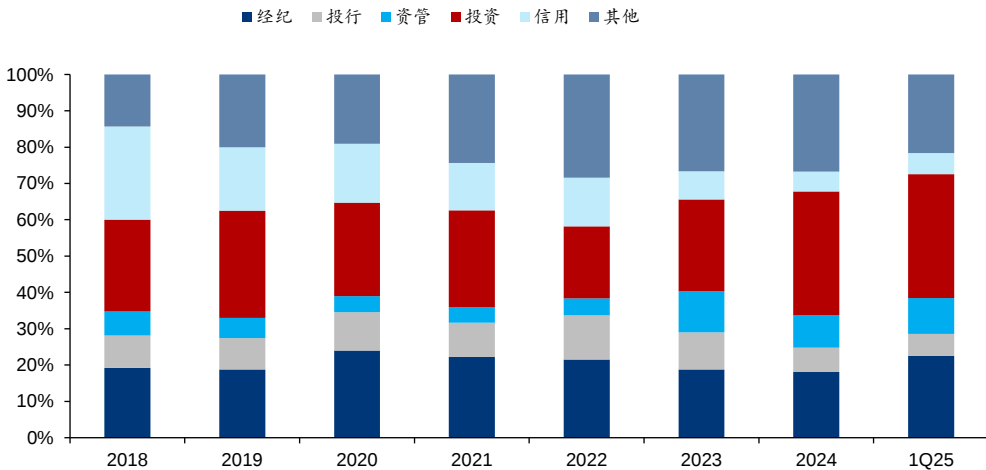
风险提示: 业务开展不及预期, 市场波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	36,141	43,397	53,653	59,658	63,839
+/-%	1.89	20.08	23.63	11.19	7.01
归属母公司净利润 (人民币百万)	9,374	13,024	22,312	19,195	22,541
+/-%	(18.54)	38.94	71.32	(13.97)	17.43
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.05	1.46	1.27	1.09	1.28
BVPS (人民币, 最新摊薄)	18.74	19.17	19.38	20.04	20.80
PE (倍)	16.37	11.78	13.61	15.82	13.48
PB (倍)	0.92	0.90	0.89	0.86	0.83
ROE (%)	5.77	7.71	8.71	5.52	6.26

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：国泰海通各业务净收入结构图



注：投资类收入=投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益；2018-2024 年数据未追溯调整，为国泰君安数据，1Q25 为合并后的国泰海通数据

资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：1Q25 国泰海通财务数据及与 1Q24 国君、海通的对比（亿元）

	1Q24			1Q25	1Q25
	国泰君安	海通证券	国君+海通	国泰海通	较 1Q24 国君+海通
总量数据					
总资产	9,106	7,139	16,245	16,930	4%
归母净资产	1,694	1,645	3,339	3,217	-4%
营业收入	80	48	127	118	-8%
归母净利润	25	9	34	122	260%
扣非净利润	20	5	26	33	28%
各业务收入					
经纪	15	9	23	27	13%
投行	6	4	11	7	-33%
资管	9	4	13	12	-12%
利息	4	9	12	7	-43%
投资	24	12	36	40	12%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：2025E 国泰海通预测财务数据及与 2024 年备考合并财务数据的对比（亿元）

	2024	2025E	2025E
	已披露备考合并报表	国泰海通	较 2024 备考合并报表
经纪净收入	118	128	8%
投行净收入	46	40	-12%
资管净收入	59	48	-18%
利息净收入	59	54	-9%
投资类收入	132	133	1%
营业收入	586	537	-9%
归母净利润	90	223	147%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：盈利预测调整表

	原假设			新假设			调整幅度			调整原因
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
全市场日均股基成交额	15000	16000	17000	12000	12500	13000	-20%	-22%	-24%	4月以来交易活跃度下降
经纪净收入	101	111	123	128	135	141	27%	21%	15%	交易活跃度下降、海通并表
投行净收入	33	38	42	40	47	56	22%	23%	34%	海通并表
资管净收入	41	43	46	48	56	59	17%	28%	30%	海通并表
利息净收入	28	36	43	54	61	66	93%	69%	52%	海通并表
投资类收入	129	147	156	133	152	160	3%	3%	2%	海通并表
营业收入	471	520	573	537	597	638	14%	15%	11%	海通并表
管理费	35%	33%	31%	42%	38%	34%	7pct	5pct	3pct	整合处于初期，管理费或有压力
归母净利润	148	169	198	223	192	225	51%	13%	14%	海通并表、25E 同时考虑负商誉影响

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：A股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
中信证券	600030 CH	1.70	19.73	15	1.27
招商证券	600999 CH	1.34	14.63	12	1.13
中国银河	601881 CH	1.02	11.33	16	1.40
中位数				15	1.27
平均数				14	1.27

注：股价取自 2025 年 4 月 29 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

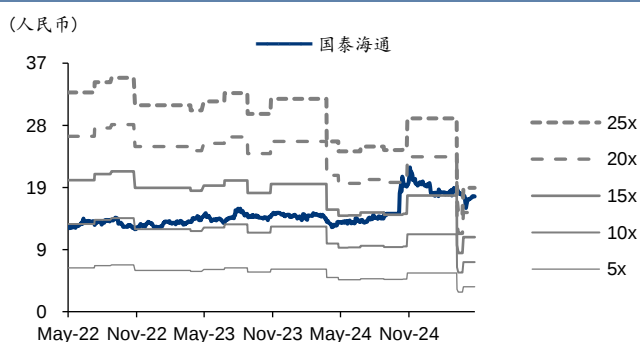
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：H股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

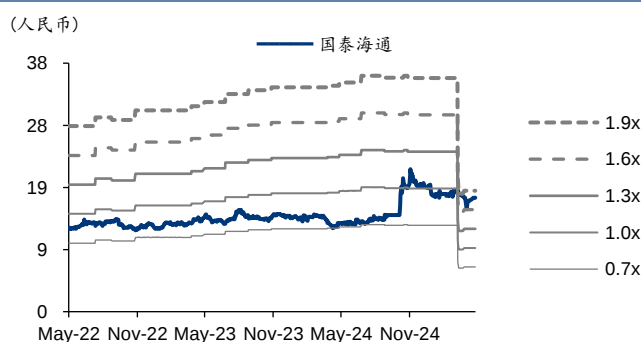
机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
中信证券	6030 HK	1.70	19.73	10	0.90
招商证券	6099 HK	1.34	14.63	8	0.75
中国银河	6881 HK	1.02	11.33	6	0.58
中位数				8	0.75
平均数				8	0.74

注：股价取自 2025 年 4 月 29 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表7：国泰海通 PE-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

图表8：国泰海通 PB-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 业务开展不及预期。证券公司可能因为监管政策变化等因素导致业务开展不及预期，影响业绩表现和股价表现。
- 2) 市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续波动将会影响证券公司业绩。

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,141	43,397	53,653	59,658	63,839
手续费及佣金净收入	15,068	15,127	22,714	24,992	27,042
经纪业务手续费净收入	6,790	7,843	12,760	13,523	14,141
投资银行业务手续费净收入	3,688	2,922	4,039	4,699	5,650
资产管理业务手续费净收入	4,097	3,893	4,808	5,552	5,933
利息净收入	2,803	2,357	5,367	6,060	6,567
投资净收益	10,855	13,042	7,721	8,987	9,181
对联营企业和合营企业的投资收益	379.45	305.82	700.00	700.00	700.00
公允价值变动净收益	(1,350)	2,033	6,321	6,887	7,481
汇兑净收益	(51.24)	172.14	100.00	100.00	100.00
其他收益	1,015	834.17	700.00	700.00	700.00
其他业务收入	7,803	9,839	10,731	11,932	12,768
营业支出	23,964	26,738	33,764	35,157	35,067
税金及附加	185.33	197.15	243.70	270.98	289.97
管理费用	15,723	16,462	22,534	22,670	21,705
减值损失	262.52	249.97	309.00	343.59	367.66
其他业务成本	7,760	9,787	10,677	11,872	12,704
营业利润	12,178	16,659	19,889	24,502	28,772
营业外收入	27.85	5.40	8,600	7.92	9.30
营业外支出	57.47	2.52	3.00	3.69	4.34
利润总额	12,148	16,662	28,486	24,506	28,777
所得税	2,262	3,113	5,278	4,540	5,332
净利润	9,885	13,549	23,208	19,965	23,445
少数股东损益	511.27	524.68	895.53	770.41	904.69
归属于母公司所有者的净利润	9,374	13,024	22,312	19,195	22,541
EPS (人民币, 摊薄后)	1.05	1.46	1.27	1.09	1.28

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	925,402	1,047,745	1,742,667	1,801,404	1,870,378
金融资产投资	472,211	520,518	754,725	792,461	832,084
融资融券	88,900	100,600	180,500	192,000	203,700
买入返售金融资产	69,666	60,646	42,823	40,682	38,648
总负债	752,024	870,272	1,387,565	1,434,333	1,489,253
权益合计	166,969	170,775	341,699	353,216	366,741

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司净利润	9,374	13,024	22,312	19,195	22,541
分红率 (%)	38.00	48.05	40.00	40.00	40.00
归属母公司所有者权益	166,969	170,775	341,699	353,216	366,741
股本 (百万股)	8,905	8,904	17,630	17,630	17,630
PB (倍)	0.92	0.90	0.89	0.86	0.83
PE (倍)	16.37	11.78	13.61	15.82	13.48
BVPS (人民币, 摊薄后)	18.74	19.17	19.38	20.04	20.80
EPS (人民币, 摊薄后)	1.05	1.46	1.27	1.09	1.28
ROE (%)	5.77	7.71	8.71	5.52	6.26

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司