

2025 年 08 月 28 日

# 国联民生 (601456)

——整合后财富管理、投行业务优势互补，业绩释放动能强劲

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据：2025 年 08 月 28 日

收盘价 (元) 12.20  
一年内最高/最低 (元) 14.66/9.04  
市净率 1.4  
股息率 (分红/股价) 0.46  
流通 A 股市值 (百万元) 29,147  
上证指数/深证成指 3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元) 8.99  
资产负债率% 72.18  
总股本/流通 A 股(百万) 5,681/2,389  
流通 B 股/H 股 (百万) -/443

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004  
luozh@swsresearch.com  
金黎丹 A0230525060004  
jinld@swsresearch.com

联系人

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

**事件：8/28，国联民生披露 2025 年上半年业绩，业绩超预期。**1H25 公司实现营收 40.1 亿元/yoy+269%；归母净利润 11.3 亿元/yoy+1185%。**单季看**，2Q25 公司实现营收 24.5 亿元/yoy+168%/qoq+57%；归母净利润 7.5 亿元/yoy+145%/qoq+100%。1H25 公司加权平均 ROE 2.52%/yoy+2.04pct。

- **经营效率显著提升，2Q25 投资及投行业务环比高增。经营效率：**2Q25 公司净利率达到 31%/qoq+6.6pct，管理费率为 61.8%/qoq-6.8pct。**分业务线收入/yoy：**经纪 9.1 亿/+224%、投行 5.3 亿/+214%、资管 3.6 亿/+14%、投资 21.0 亿/+460%、利息净收入 0.3 亿/扭亏。**收入占比：**经纪 23%、投资 53%、投行 13%、资管 9%、利息净收入 1% (剔除其他手续费、长股投)。**从 2Q25 单季看**，投行实现 3.6 亿收入/qoq+105%、投资实现 13.9 亿元/qoq+96%，两者分别环比拉动 2Q25 主营收 12、44pct。我们预计 2Q25 投资收入高增主因①股债市场在 2Q25 表现较好；②其他权益工具投资兑现股利收益 5.3 亿元 (VS 2024 年兑现 3.6 亿元)；③其他债权投资兑现收益 (其他债权投资规模较 1Q25 末-34%)。
- **并表后客户资产快速扩大，基金投顾保持行业领先。客户数量及资产：**1H25 公司新增客户 11.76 万户，累计总客户数达到 345.59 万户 (VS 2024 年末公司累计总客户数量 195.5 万户)，1H25 末公司客户资产 (客户资金存款+客户备付金) 311 亿元，较上年末+118%，较 1Q25 末+6%。客户基数的增长为经纪业务同比增长奠定基础。**代销及基金投顾：**得益于较好的客户基础，1H25 公司金融产品销售额 870.2 亿元 (VS 2024 年全年销售 402.8 亿元)。基金投顾方面，公司期末投顾保有量 97.1 亿元 (VS 2024 年末 92.4 亿元)。合并后民生证券 (合并前) 在财富管理业务客群、区域覆盖度等方面对国联证券 (合并前) 形成互补，叠加国联证券 (合并前) 在基金投顾业务上的优势，使得国联民生在市场交投保持活跃的环境下享有更好的业绩弹性。
- **IPO 主承销规模、项目储备均跻身行业前十，民生赋能下公司投行实力显著增强。主承销：**IPO 业务方面，根据 Wind，国联民生 1H25 实现 IPO 承销 18 亿/较 1H24 国联证券及民生证券合计值下降 36% (VS 行业 yoy+26%) /承销规模行业排名第 7 名/承销收入行业排名第 5 名。**再融资业务方面**，实现再融资承销 10 亿/行业第 19 位。**债券承销业务**，1H25 实现债承规模 817 亿/行业第 19 位。**并购重组业务方面**，1H25 公司完成 5 单并购重组项目。**IPO 项目储备丰富：**期末公司有已过会 IPO 项目 1 单，在审 IPO12 单/排名行业第 8 位，本年申报 IPO 数量行业第 5 位。
- **自营资产较 1Q25 末维持双位数扩张，量价齐升带动投资收益率显著改善。**1H25 末公司金融投资资产合计 930 亿元，较 1Q25 末+10% (VS 总资产较 1Q25 末+6%)。主要变动：1) 交易性金融资产较 1Q25 末+14%；2) 其他债权投资较 1Q25 末-34%；3) 其他权益工具投资较 1Q25 末+17%。量价齐升驱动公司 2Q25 年化投资收益率达到 7.9% (VS 1Q25 5.46%)；投资杠杆 1.82 倍/较 1Q25+0.15 倍。
- **投资分析意见：上调盈利预测，维持买入评级。**考虑到报告期国联民生并表开始兑现业绩，我们上调公司投行业务市占率假设，从而上调公司盈利预测，预计国联民生 25-27E 实现净利润 22.5、25.8、29.8 亿元 (原预测在不考虑并表基础上为 9.9、12.1、14.8 亿元)，同比分别+466%、+14.7%、+15.4%，**维持国联民生买入评级。**
- **风险提示：**关注国联民生整合过程中 135 亿商誉对业绩的影响；后续并购效果不及预期；2025/8/27，公司新增一起证券虚假陈述责任纠纷；2025/6/20，江苏证监局因国联民生存在“重大事项未报告”及“廉洁从业制度缺陷”对其采取责令改正措施。

财务数据及盈利预测

| 百万元          | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E     |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入         | 2,955.00 | 2,683.10 | 7,532.22 | 9,398.58 | 10,845.76 |
| 收入同比增长率 (%)  | 12.66    | -9.20    | 180.73   | 24.78    | 15.40     |
| 归属母公司净利润     | 671.00   | 397.40   | 2,248.82 | 2,580.47 | 2,977.81  |
| 净利润同比增长率 (%) | -12.55   | -40.77   | 465.88   | 14.75    | 15.40     |
| 每股收益 (元)     | 0.24     | 0.14     | 0.40     | 0.45     | 0.52      |
| ROE (%)      | .        | .        | .        | .        | .         |
| P/E (倍)      | 51.49    | 86.94    | 30.82    | 26.86    | 23.27     |
| P/B (倍)      | 1.94     | 1.86     | 1.33     | 1.28     | 1.23      |

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

### 合并利润表

| 百万元          | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入         | 2,955 | 2,683 | 7,532 | 9,399 | 10,846 |
| 手续费及佣金净收入    | 1,554 | 1,783 | 3,514 | 4,366 | 4,696  |
| 利息净收入        | 81    | -100  | 698   | 1,052 | 1,170  |
| 投资净收益及公允价值变动 | 1,222 | 978   | 3,240 | 3,900 | 4,900  |
| 其他业务收入       | 98    | 22    | 80    | 80    | 80     |
| 营业支出         | 2,144 | 2,323 | 4,721 | 6,173 | 7,124  |
| 营业税金及附加      | 20    | 21    | 51    | 64    | 74     |
| 管理费用         | 2,152 | 2,322 | 4,670 | 6,109 | 7,050  |
| 资产减值损失       | -29   | -21   | 0     | 0     | 0      |
| 其他业务成本       | 1     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 营业利润         | 811   | 360   | 2,811 | 3,226 | 3,722  |
| 营业外收支        | 14    | 13    | 0     | 0     | 0      |
| 利润总额         | 825   | 373   | 2,811 | 3,226 | 3,722  |
| 所得税          | 151   | -33   | 562   | 645   | 744    |
| 净利润          | 674   | 406   | 2,249 | 2,580 | 2,978  |
| 少数股东损益       | 3     | 9     | 0     | 0     | 0      |
| 归属母公司净利润     | 671   | 397   | 2,249 | 2,580 | 2,978  |

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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@swyhsc.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swyhsc.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swyhsc.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swyhsc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swyhsc.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swyhsc.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，任何人均无权在任何情况下使用他们。