

国联民生（601456）

2025 年中报点评：并表民生证券，叠加自营实现高收益，经营业绩大幅提升

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

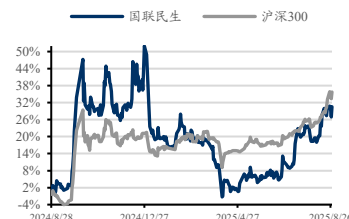
heting@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,955	2,683	7,727	7,494	7,893
同比（%）	12.68%	-9.21%	187.97%	-3.01%	5.32%
归母净利润（百万元）	671	397	2,160	2,098	2,210
同比（%）	-12.51%	-40.80%	443.60%	-2.90%	5.34%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.24	0.14	0.38	0.37	0.39
P/E（现价&最新摊薄）	47.92	82.14	32.08	33.04	31.36

投资要点

- **事件：**国联民生发布 2025 年中报，2025 年上半年公司实现营业收入 40.1 亿元，同比+269.4%；归母净利润 11.3 亿元，同比+1185.2%；对应 EPS 0.20 元，ROE 2.5%，同比+2.0pct。第二季度实现营业收入 24.5 亿元，同比+168.4%，环比+56.7%；归母净利润 7.5 亿元，同比+145.1%，环比+99.7%。业绩大幅增长一方面是由于一季度并表民生证券，另一方面是由于二季度公司实现较高的投资收益，收益率大幅跑赢沪深 300 指数。
- **资本市场转暖叠加并表影响，经纪业务收入同比增幅超 200%：**2025 年上半年公司实现经纪业务收入 9.0 亿元，同比+223.8%，占营业收入（剔除其他业务收入）比重 22.6%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 175 亿元，较年初+51%，市场份额 0.9%，较年初+0.3pct，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。公司保持基金投顾行业领先，基金投顾规模快速增长，截至 25H1 公司基金投顾保有规模 97.08 亿元，同比增长 40 %。
- **并表民生证券，协同效应逐步显现，投行业务收入增幅超 200%。**2025 年上半年公司实现投行业务收入 5.3 亿元，同比+214.1%。股权主承销规模 13.1 亿元，同比+160.2%，排名第 26；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 2 家，承销规模 9 亿元。债券主承销规模 424 亿元，同比+57.1%。排名第 27；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 235 亿元、151 亿元、39 亿元。
- **资管业务收入稳步提升：**2025 年上半年实现资管业务收入 3.6 亿元，同比+14.4%。截至 2025H1 资产管理规模 2965 亿元，同比+137.5%。伴随并表中融基金、国联资管开业，公司资管业务收入稳步提升。
- **红利为盾，成长为矛，自营实现高收益。**2025 年上半年实现投资收益（含公允价值）21.0 亿元，同比+458.8%；公司自营围绕杠铃策略，以红利价值股配置为盾，精选成长股为矛，充分把握二季度以来市场的上升行情，实现了较高的投资收益，收益率大幅跑赢指数。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到市场交投活跃以及公司自营业务具有高弹性，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.6、21.0、22.1 亿元（前值为 8.78、10.07、10.76 亿元），对应同比增速分别为+444%、-3%、+5%。公司当前市值对应 PB 估值分别为 1.33x、1.29x、1.25x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效，公司综合实力有望实现大幅提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1）整合效果不及预期；2）权益市场大幅波动；3）行业监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.20
一年最低/最高价	9.04/14.66
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	29,147.42
总市值(百万元)	69,303.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.89
资产负债率(%,LF)	70.79
总股本(百万股)	5,680.59
流通 A 股(百万股)	2,389.13

相关研究

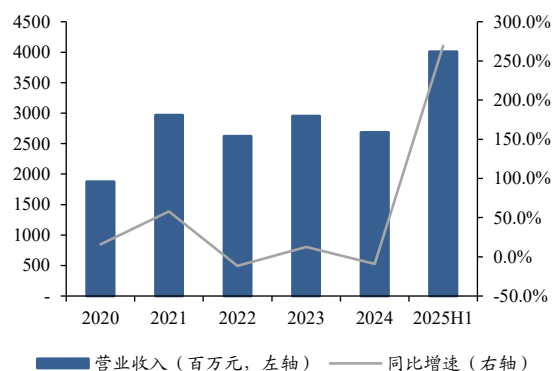
《国联民生(601456)：2025 年一季报点评：并表民生证券，经营业绩大幅提升》

2025-04-30

《国联民生(601456)：2024 年年报点评：投资收益拖累整体业绩，泛财富管理业务表现良好》

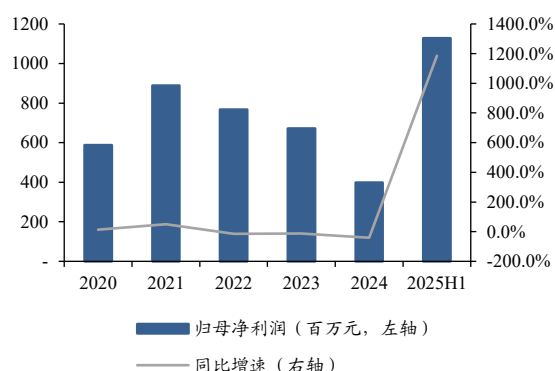
2025-03-27

图1：2020-2025H1 国联民生营收情况（百万元）



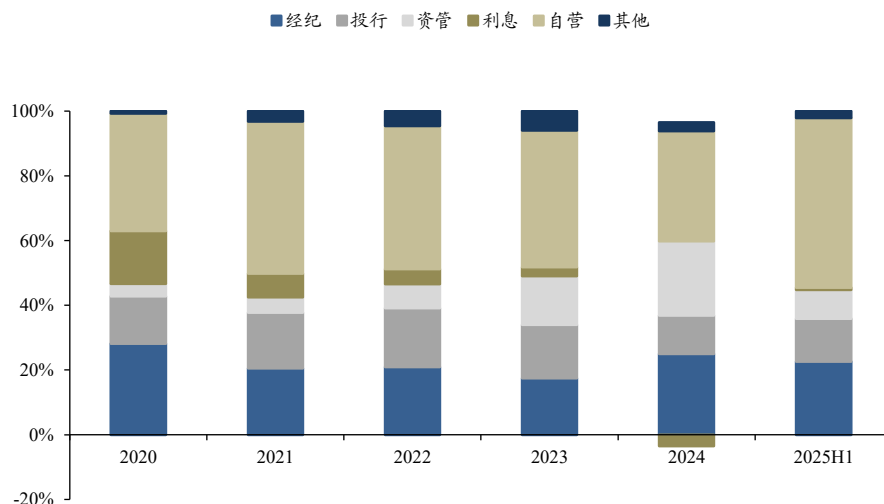
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2020-2025H1 国联民生归母净利润情况（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2020-2025H1 国联民生收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国联民生财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
客户资金	14241	33229	33894	34571	营业收入	2683	7727	7494	7893
自有资金	6391	10937	10686	11304	手续费及佣金净收入	1783	3534	3490	3783
交易性金融资产	37921	84773	85623	88064	其中: 经纪业务	718	1720	1591	1668
可供出售金融资产	9264	21136	21348	21957	投资银行业务	339	949	953	1095
持有至到期投资	77	81	85	90	资产管理业务	660	799	879	953
衍生金融资产	923	923	923	923	利息净收入	-100	121	167	194
买入返售金融资产	10474	11204	10396	10917	投资收益	1955	4027	3807	3881
融出资金	11551	22927	24073	24554	公允价值变动收益	-978	-	-	-
资产总计	97208	192851	194951	200598	汇兑收益	-2	-	-	-
代理买卖证券款	14312	36220	35496	35496	其他业务收入	13	14	15	15
应付债券	24787	29688	29688	29688	营业支出	2323	5049	4894	5155
应付短期融资款	15	1531	1546	1546	营业税金及附加	21	67	65	69
短期借款	-	-	-	-	业务及管理费	2322	5022	4871	5130
应付债券	24787	24787	24787	24787	资产减值损失	-20	-40	-42	-44
负债总计	78260	140425	140922	144850	营业利润	360	2677	2600	2738
总股本	2832	5681	5681	5681	利润总额	373	2677	2600	2738
普通股股东权益	18584	52054	53657	55376	减: 所得税	-33	508	493	520
少数股东权益	364	372	372	372	净利润	406	406	406	406
负债和所有者权益合计	97208	192851	194951	200598	减: 少数股东损益	9	9	9	9
					归属母公司所有者净利润	397	2160	2098	2210

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>