



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 29 日

#### 基础数据

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 08 月 28 日收盘价（元） | 12.20  |
| 总市值（亿元）         | 693.03 |
| 总股本（亿股）         | 56.81  |

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关研究

【兴证非银】国联民生 2024 年报点评：投资承压拖累业绩，期待重组整合成效-2025.03.27

【兴证非银】国联证券 2024 年三季报点评：投资收入环比改善，财富管理转型成效显现-2024.10.31

【兴证非银】国联证券 2024 年中报点评：业绩环比大幅改善，整合优势有望逐步兑现-2024.08.31

分析师：徐一洲

S0190521060001  
xuyizhou@xyzq.com.cn

分析师：开妍

S0190524070004  
kaiyan@xyzq.com.cn

分析师：李思倩

S0190525070001  
lisiqian@xyzq.com.cn

国联民生(601456.SH)

## 国联民生 2025 年中报点评：并购重组带来的盈利兑现

#### 投资要点：

- **事件：**国联民生发布 2025 年中报，报告期内分别实现营业收入和归母净利润 40.11、11.27 亿元，同比分别+269.4%、+1185.2%，加权平均 ROE 同比+2.04pct 至 2.52%；其中单二季度实现营业收入和归母净利润 24.49、7.51 亿元，环比分别+56.7%、+99.7%。
- **并表民生证券带来收费类和资金类业务的双增长。**收入端，2025 上半年公司分别实现收费类和资金类业务收入 18.61、21.26 亿元，同比分别+136.4%、+638.3%，系并表民生证券带来的外延式增长。成本端，管理费用同比+151.8%至 25.84 亿元，管理费用率同比-30.07pct 至 64.4%，费用率波动系数效应，回到 2022-2023 年中枢位置。
- **经纪业务和投行业务受益于并购实现有效的规模扩张。**收费类业务方面，2025 上半年公司经纪、投行、资管净收入分别为 9.05、5.31、3.57 亿元，同比分别+223.8%、+214.1%、+14.4%。经纪业务持续加快向广义财富管理业务转型，一方面继续做大客户基数，上半年新增 11.76 万户，累计达 345.59 万户，代理买卖证券款在并购的推动下较年初增长 141.0%至 344.95 亿元，另一方面深化买方投顾，基金投顾保有规模 97.08 亿元。投行业务受益于团队合并带来的外延式扩张，上半年完成 6 单股权融资项目，合计承销金额 26.20 亿元，同比+788.1%，债券承销规模同比+253.7%至 739.88 亿元。资管业务受益于主动管理能力提升驱动规模扩张，2025 上半年国联资管规模达到 1984.17 亿元，其中集合资管业务增长明显，国联基金管理规模达到 1969.16 亿元。
- **并表带来的资产规模增长是资金类业务收入增长的主要原因。**资金类业务方面，2025 上半年公司利息净收入为 0.27 亿元，同比实现转正，投资业务收入同比+456.9%至 20.99 亿元。利息净收入的增加主要系客户资金存款利息和两融利息的增加，这都得益于并购带来的经纪业务客户资产规模的提升。投资收入增加主要系上半年股票和债券市场结构性的交易机会，2025 上半年公司金融资产规模较年初增长 90.4%至 926.72 亿元，其中，交易性金融资产是主要配置方向，较年初增长 97.6%至 749.28 亿元，其他权益工具投资较年初增长 152.6%至 131.38 亿元，预计低估值股票是重要的配置方向。
- **并购重组带来的协同效应正在逐步体现，收费类和资金类业务齐头并进带来了良好的业绩增长，看好公司依托协同优势和治理能力实现综合排名提升。**在考虑民生证券并表前提下，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 18.93、20.67 亿元，同比分别+376.4%、+9.2%，对应 8 月 28 日的 PB 估值分别为 1.36、1.32 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**资本市场大幅波动风险、宏观经济下行风险、市占率提升不及预期风险。

#### 主要财务指标

| 会计年度      | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）  | 26.83  | 55.75  | 59.52 | 64.90 |
| 同比增长      | -9.2%  | 107.8% | 6.8%  | 9.0%  |
| 归母净利润（亿元） | 3.97   | 18.93  | 20.67 | 23.15 |
| 同比增长      | -40.8% | 376.4% | 9.2%  | 12.0% |
| BPS（元）    | 6.56   | 8.97   | 9.28  | 9.63  |
| PB        | 1.86   | 1.36   | 1.32  | 1.27  |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；2025-2027 年盈利预测考虑民生证券并表，PE、PB 估值基于 8 月 28 日收盘价计算

表1、国联民生盈利预测（单位：亿元，元/股，倍）

|             | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b> | <b>29.55</b> | <b>26.83</b> | <b>55.75</b> | <b>59.52</b> | <b>64.90</b> |
| 手续费及佣金净收入   | 15.54        | 17.83        | 31.30        | 31.50        | 33.40        |
| 代理买卖证券业务净收入 | 5.15         | 7.18         | 15.62        | 14.19        | 14.48        |
| 投行业务净收入     | 4.89         | 3.39         | 8.02         | 8.56         | 9.05         |
| 资产管理业务净收入   | 4.43         | 6.60         | 7.66         | 8.75         | 9.87         |
| 利息净收入       | 0.81         | -1.00        | 2.19         | 2.40         | 2.20         |
| 投资净收益       | 5.45         | 19.55        | 23.13        | 26.49        | 30.17        |
| 公允价值变动净收益   | 6.77         | -9.78        | -2.00        | -2.00        | -2.00        |
| 汇兑净收益       | 0.01         | -0.02        | 1.00         | 1.00         | 1.00         |
| 其他业务收入      | 0.07         | 0.13         | 0.13         | 0.13         | 0.13         |
| <b>营业支出</b> | <b>21.44</b> | <b>23.23</b> | <b>33.47</b> | <b>35.20</b> | <b>37.66</b> |
| 营业税金及附加     | 0.20         | 0.21         | 0.44         | 0.47         | 0.52         |
| 管理费用        | 21.52        | 23.22        | 33.03        | 34.72        | 37.14        |
| 其他业务成本      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>营业利润</b> | <b>8.12</b>  | <b>3.60</b>  | <b>22.28</b> | <b>24.32</b> | <b>27.24</b> |
| <b>利润总额</b> | <b>8.25</b>  | <b>3.73</b>  | <b>22.28</b> | <b>24.32</b> | <b>27.24</b> |
| <b>净利润</b>  | <b>6.75</b>  | <b>4.06</b>  | <b>18.93</b> | <b>20.67</b> | <b>23.15</b> |
| 归母净利润       | <b>6.71</b>  | <b>3.97</b>  | <b>18.93</b> | <b>20.67</b> | <b>23.15</b> |
| EPS         | 0.24         | 0.14         | 0.33         | 0.36         | 0.41         |
| BPS         | 6.27         | 6.56         | 8.97         | 9.28         | 9.62         |
| PE          | 51.46        | 86.93        | 36.60        | 33.53        | 29.93        |
| PB          | 1.94         | 1.86         | 1.36         | 1.32         | 1.27         |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测；2025-2027 年盈利预测考虑民生证券并表，PE、PB 估值基于 8 月 28 日收盘价计算

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                       | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                                                                 | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                                 |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载侵权责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

| 上海                                                                 | 北京                                                                 | 深圳                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层                                       | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元                            | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼                                  |
| 邮编：200135                                                          | 邮编：100020                                                          | 邮编：518035                                                          |
| 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> |