

2025 年 09 月 01 日

热电与证券双轮驱动

哈投股份(600864)

事件概述

哈投股份于 2025 年 8 月 13 日公布财报。2025 年上半年，公司实现总营业收入 14.75 亿元，归母净利润 3.80 亿元，同比分别增长 1.12% 和 233.08%。

分析判断：

► 全资子公司江海证券带动净利润跨越式增长

按照证券行业类别合并口径，江海证券实现营业收入 7.26 亿元，同比增长 81.17%；实现利润总额 3.63 亿元，yoy+2860%；归母净利润 2.88 亿元，yoy+1312%。截至 2025 年 6 月 30 日，江海证券的净资产 97.78 亿元，总资产 364.78 亿元，ROE（非年化）2.95%。

江海证券拥有 59 家分支机构，包括 20 家分公司和 39 家营业部，其中 28 家营业部在黑龙江省内。

► 热电板块与多元化投资

按照一般企业类别编制的合并报表，2025 年上半年净利润约 65% 来自证券业务，28% 来自热电板块。

哈投股份的热电板块主要业务是电力、热力生产供应，主要产品是电力、热力和蒸汽。公司处在哈尔滨市，供热期长达半年。截至 2025 年 6 月末，公司直接供热建筑面积为 4652 万平方米。热电业务受到上游煤炭价格、政府供暖补贴政策的影响。

公司通过全资子公司哈投嘉信（于 2020 年 7 月成立）重点布局 1) 产业基金：与深圳国资合作，运营深哈私募基金投资战略性新兴产业；2) 碳资产管理：碳排放权交易；3) 金融股权优化：加强民生银行、方正证券等股权管理，创新利用闲置资金开展新股申购、货币基金及国债逆回购等短期投资理财业务。

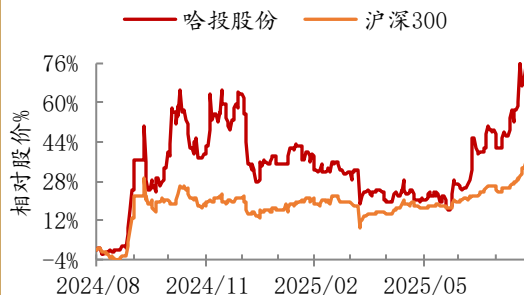
► 股东减持计划提示

哈投股份于 2025 年 7 月 30 日公告，持股本公司 9.45% 的大正集团计划于 2025/8/21-2025/11/18 以集中竞价方式减持不超过公司总股本的 1%。回顾 2019 年以来上市公司公告，参与 2016 年发行股份购买资产的新进股东，有几家出于自身经营需求进行了减持。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：7.81

股票代码：600864
52 周最高价/最低价：8.75/4.62
总市值(亿)：162.49
自由流通市值(亿)：162.49
自由流通股数(百万)：2,080.57



分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070004

投资建议

考虑到 A 股市场回暖、居民资产的权益化配置提升，我们预计哈投股份 2025-2027 年营业收入分别为 28.14/28.82/29.16 亿元，分别同比增长 4.3%/2.4%/1.2%；归母净利润分别为 4.66/4.94/4.97 亿元，分别同比增长 36.0%/5.8%/0.8%；EPS 分别为 0.22/0.24/0.24 元。2025 年 8 月 29 日收盘价为 7.81 元，对应 2025-2027 年 PB 分别为 1.22/1.18/1.15 倍。

参考江海证券和哈投股份热电板块各自的可比上市公司估值，上市公司估值修复仍有空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

江海证券的经纪业务受到大型综合类券商在黑龙江省布局的影响，江海证券自营收益的持续性。热电板块受到煤炭价格波动的影响，政府补贴减少的影响。A 股市场波动及成交活跃度变化对公司估值的影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,781	2,699	2,814	2,882	2,916
YoY (%)	8.55	-2.95	4.25	2.43	1.19
归母净利润(百万元)	207	343	466	494	497
YoY (%)	扭亏	65.70	35.97	5.83	0.79
毛利率 (%)	10.19	10.56	13.70	12.89	11.15
ROE	1.67	2.66	3.50	3.58	3.51
每股收益 (元)	0.10	0.16	0.22	0.24	0.24
每股净资产 (元)	5.97	6.18	6.41	6.62	6.81
市盈率	78.52	47.38	34.85	32.93	32.67
市净率	1.31	1.26	1.22	1.18	1.15

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

正文目录

1. 全资子公司江海证券带动净利润跨越式增长	4
2. 江海证券：深耕黑龙江，自营贡献营收比例大	5
3. 热电与证券双轮驱动	6
3.1. 资产注入焕发发生机	6
3.2. 热电业务服务民生	7
3.3. 多元化投资业务	8
4. 盈利预测及投资建议	9
5. 风险提示	10

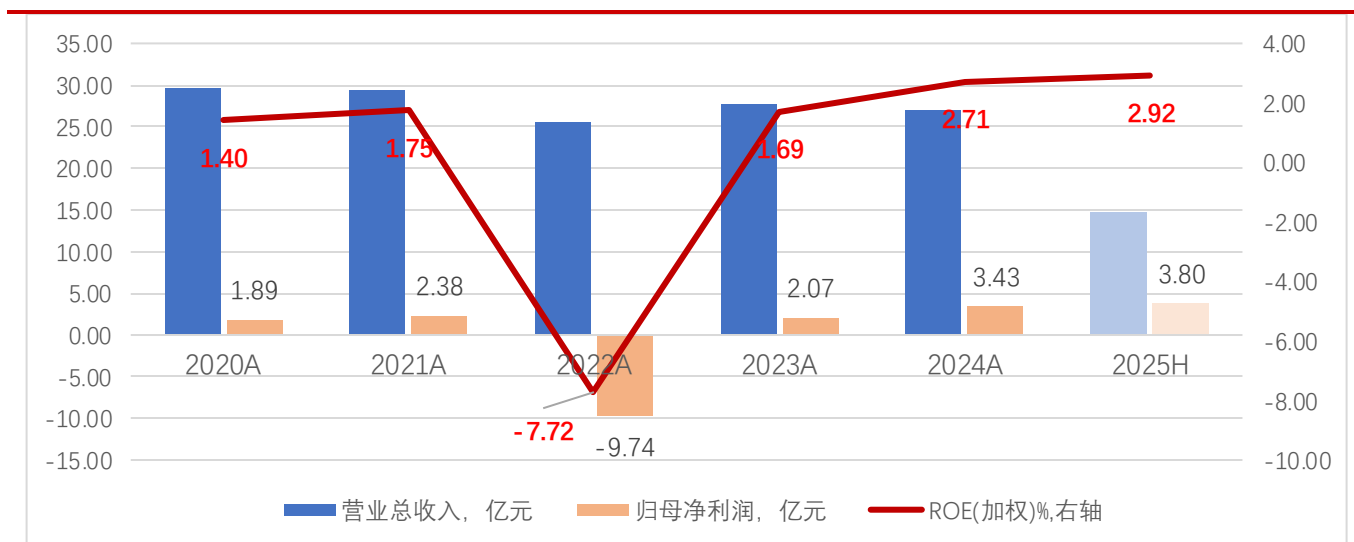
图表目录

图 1 哈投股份的营收、归母净利润及加权 ROE	4
图 2 哈投股份营收结构（单位：亿元）	4
图 3 哈投股份净利润结构（单位：亿元）	4
表 1 江海证券经营数据（2025 年中报）	5
表 2 江海证券注入上市公司引入新股东	6
表 3 哈投股份十大股东明细	6
表 4 哈投股份的历年股东减持（2019 年以来）	7
表 5 哈投股份热电板块的运营平台	8
表 6 江海证券与可比上市券商的经营数据和估值指标	9
表 7 哈投股份热电板块及可比公司的经营数据和估值	10

1. 全资子公司江海证券带动净利润跨越式增长

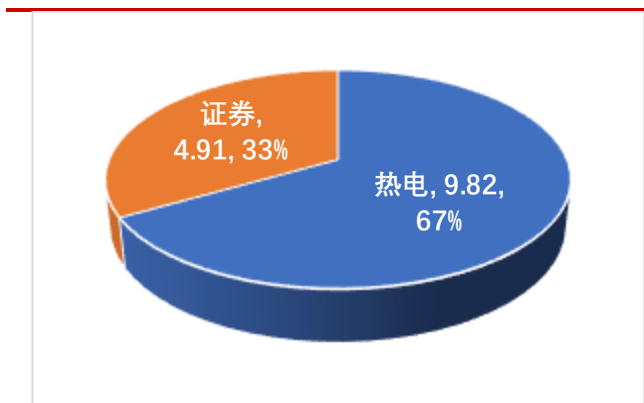
2025 年上半年，哈投股份实现营业总收入 14.75 亿元，yoy+1.12%；利润总额 4.67 亿元，yoy+280.54%；归母净利润 3.80 亿元，yoy+233.08%。截至 2025 年二季度末，公司总资产 434.80 亿元，净资产 131.88 亿元。哈投股份的资金杠杆率为 3.30 倍，ROE 加权约 2.92%。

图 1 哈投股份的营收、归母净利润及加权 ROE



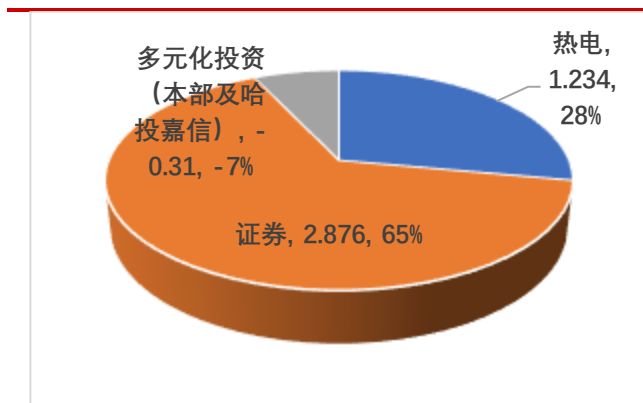
资料来源：Wind 数据库，公司年报半年报，华西证券研究所整理

图 2 哈投股份营收结构（单位：亿元）



资料来源：哈投股份 2025 年中报，华西证券研究所

图 3 哈投股份净利润结构（单位：亿元）



资料来源：哈投股份 2025 年中报，华西证券研究所

按照一般企业类别编制的合并报表，2025 年上半年，分业务来看：

热电业务（含热电厂、供热公司、太平供热、黑岁宝及正业热电）实现营业收入 9.82 亿元，yoy-5.06%；贡献利润总额 1.09 亿元，yoy-2.81%；归属股东净利润 1.23 亿元。

证券业务（江海证券）实现营业收入 4.91 亿元，yoy+17.05%；利润总额 3.62 亿元，yoy+2859.98%；归属股东净利润 2.88 亿元，yoy+1311.60%。

多元化投资（本部及哈投嘉信）利润总额-509.68 万元，归属股东净利润-3,097.47 万元。

2. 江海证券：深耕黑龙江，自营贡献营收比例大

按照证券行业类别合并口径（不同于前文按照一般企业类别编制口径），江海证券实现营业总收入 7.26 亿元，同比增长 81.17%；实现营业支出 3.62 亿元，同比降低 6.80%；实现利润总额 3.63 亿元，同比增长 2860%；归母净利润 2.88 亿元，同比增长 1312%。

2025 年上半年，江海证券经纪业务实现营业收入 2.09 亿元，同比增长 21.11%。投行业务实现营业收入 0.30 亿元，同比降低 16.53%。自营业务实现营业收入 4.06 亿元，同比增长 211.77%。资管业务实现营业收入 0.10 亿元，同比降低 9%。剔除风险项目减值后，股票质押业务自有资金出资 4.22 亿元。信用业务实现营业收入 0.39 亿元，同比增长 112.59%。

截至 2025 年 6 月 30 日，江海证券的净资产 97.78 亿元，总资产 364.78 亿元。杠杆率约 3.73 倍，ROE（非年化）2.95%。

表 1 江海证券经营数据（2025 年中报）

江海证券，单位：亿元	2025H	同比增幅	营收贡献
1、营业总收入	7.26	81.17%	100%
经纪业务收入	2.09	21.11%	29%
投行业务收入	0.3	-16.53%	4%
自营业务收入	4.06	211.77%	56%
资管业务收入	0.1	7.49%	1%
信用业务收入	0.39	112.59%	5%
2、营业支出	3.62	-6.80%	50%
3、利润总额	3.63	2859.98%	50%
4、归母净利润	2.88	1311.60%	40%

资料来源：哈投股份 2025 年中报，华西证券研究所整理

截至 2025 年 6 月末，江海证券拥有 59 家分支机构，包括 20 家分公司和 39 家营业部，其中 28 家营业部布局在黑龙江省内，形成了“龙江地市全覆盖、沿海地区宽辐射、省会城市广延伸”的经营网点布局。

经纪业务方面，持续深化 AI 赋能，走专业化、集约化发展道路，客户资产配置能力持续增强。投行业务方面，坚持“股权业务区域化、债券业务全国化”策略。自营业务方面，坚持大类资产配置，丰富和发展投资策略，提高自营业务收入的可预见性和稳定性

3. 热电与证券双轮驱动

3.1. 资产注入焕发生机

哈投股份成立于 1994 年，是哈尔滨市大型地方热电联产企业。公司主要从事热电供应业务，同时还从事能源、矿业、房地产、建筑、高新技术、农林方面的投资。2016 年，公司通过重大资产重组，江海证券成为公司子公司。公司在原有主营业务上增加了证券服务业务，构成“公用事业+金融”的双主业经营。

2015 年 12 月，哈投股份发布重大资产重组公告：上市公司通过发行股份的方式购买江海证券 99.946% 股权（交易对价约 98.34 亿元），并募集配套资金不超过 50 亿元。2016 年 1 月，哈投股份披露发行股份购买资产和募集配套资金的价格 9.53 元/股。

表 2 江海证券注入上市公司引入新股东

序号	股东名称	所持江海证券股权比例	交易价格(亿元)	发行股份(万股)	交易前持有哈投股份比例	发行股份购买资产后持股比例	发行股份购买资产且募集配套资金后持股比例
1	哈投集团	51.35%	50.53	53.02	43.59%	48.68%	36.54%
2	大正集团	23.53%	23.15	24,293.50		15.39%	11.55%
3	中国华融	22.96%	22.59	23,705.14		15.02%	11.27%
4	中融信托	1.61%	1.58	1,657.82		1.05%	0.79%
5	齐齐哈尔市财政局	0.26%	0.25	264.00		0.17%	0.13%
6	金鹏支行	0.11%	0.11	111.63		0.07%	0.05%
7	中植集团	0.05%	0.05	55.81		0.04%	0.03%
8	银建经贸	0.05%	0.05	55.81		0.04%	0.03%
9	南岔林业局	0.03%	0.03	27.94		0.02%	0.01%
	交易对方合计	99.95%	98.34	103,191.29		80.48%	60.40%
	哈投股份其他股东				56.41%	19.53%	14.66%
	配套融资认购对象						24.95%

资料来源：哈投股份 2015 年 12 月 30 日公告，华西证券研究所整理

表 3 哈投股份十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	哈尔滨投资集团有限责任公司	76,889.14	36.96
2	黑龙江省大正投资集团有限责任公司	19,652.36	9.45
3	中信证券-云帆单一资产管理计划	10,160.19	4.88
4	北京东富华盈投资管理中心(有限合伙)	8,472.96	4.07
5	哈尔滨市城投投资控股有限公司	3,711.56	1.78
6	香港中央結算有限公司	2,363.65	1.14
7	哈尔滨创业投资集团有限公司	1,590.67	0.76
8	徐开东	1,384.26	0.67
9	林慧忠	1,173.27	0.56
10	南方中证1000交易型开放式指数证券投资基金	1,151.72	0.55
	合计	126,549.77	60.82

资料来源：哈投股份 2025 年中报，华西证券研究所整理

在哈投股份发行股份购买资产并募集配套资金报告书中，公司表述“本次交易不排除将哈投股份体内的热电联产等能源业务置出，并将哈投股份打造为哈投集团旗下的金融控股平台。”

2025 年 7 月 30 日，哈投股份公告：黑龙江省大正投资集团拟于 2025/8/21 至 2025/11/18 减持不超过 1% 股份。我们回顾 2019 年以来上市公司公告，参与 2016 年发行股份购买资产的新进股东，有几家出于自身经营需求进行了减持。

表 4 哈投股份的历年股东减持（2019 年以来）

减持计划公告	减持结果
2025/7/30 公告，黑龙江省大正投资集团计划于 2025/8/21 至 2025/11/18，通过集中竞价减持不超过 1%。	
2024/11/1 公告，大正集团拟于 2024/11/15 至 2025/2/21 通过竞价交易减持不超过 1%	2025/2/21 公告，大正集团实际减持 0.865%，价格区间 6.39-8.1 元/股，减持总金额 1.2677 亿元。
2024/4/7 公告，大正集团拟于 2024/4/29 至 2024/7/27，减持不超过 1%。	2024/7/26 公告，大正集团于 2024/4/29 至 2024/7/27 未实施减持。
2023/8/11 公告，大正集团拟于 2023/9/24 至 2024/3/1，通过集中竞价减持不超过 2%。	2024/3/1 公告，大正集团实际减持 0.58%，价格区间 5.77-6.78 元/股，减持总金额 7839.45 万元。
2022/4/7 公告，中国华融拟于 2022/4/29 至 2022/10/2，减持不超过 2%	2022/10/25 公告，中国华融该减持期未减持。
2021/9/7 公告，中国华融拟于 2021/10/8 至 2022/4/5 减持不超过 2%。	2022/4/6 公告，中国华融该减持期未实施减持。
2021/2/8 公告，中国华融拟于 2021/3/9 至 2021/9/5 减持不超过 2%	2021/9/6 公告，中国华融该减持期未实施减持。
2020/8/31 公告，大正集团拟于 2020/9/23 至 2021/3/21 减持不超过 2%。	2021/3/22 公告，大正集团减持 0.78%，价格区间 7.4-9.41 元/股，减持总金额 1.27 亿元。
2020/7/6 公告，中国华融拟于 2020/7/28 至 2021/1/23 减持不超过 2%。	2021/1/25 公告，中国华融实际减持 0.12%，价格区间 8.93-9.4 元/股，减持总金额 2294.81 万元。
2019/7/15 公告，华融资产拟于 2019/8/6 至 2020/2/2 减持不超过 1.5%。	2020/2/3 公告，华融资产实际减持 0.76%，均价 6.42-7.7 元/股，减持总金额 1.11 亿元。

资料来源：哈投股份公告，华西证券研究所整理

3.2. 热电业务服务民生

根据哈投股份 2025 年中报，公司坚持热电业务和证券业务双主业发展理念，未来将继续做大做强做优热电业务，通过优化供热布局，整合供热资源，持续提升大型高效集中热源的供热保障能力。

哈投股份的热电板块主要业务是电力、热力生产供应，主要产品是电力、热力和蒸汽。公司处在哈尔滨市，供热期长达半年。截至 2025 年 6 月末，公司直接供热建筑面积 4652 万平方米，综合管理水平和盈利能力衡量，公司在哈尔滨市同行业中处于中上游水平。

热电业务受到上游煤炭价格、政府供暖补贴政策的影响。

煤炭为供热行业主要原材料，其价格自 2018 年持续上涨并维持高位，显著挤压企业利润空间。政府制定的煤热价格联动机制因地方宏观经济承压长期未实施，现行供热定价与成本严重倒挂，导致行业普遍处于亏损或微利状态。作为国有控股上市公司，公司需兼顾民生保障责任与股东利益

回报，通过以下路径驱动业绩：①开源增收：积极拓展供热面积，提升服务质量以提高热费收缴率；②成本优化：通过供热管网联网运行与余热回收技术降低产热成本；推行精细化管理，降低生产单耗指标及运营成本；③财务增效：发挥公司融资优势，优化融资结构以节约财务费用；④政策纾困：依托政府老旧管网改造补贴及供热期专项补贴，缓解经营压力。

政府供暖补贴方面，哈尔滨市 2023 至 2024 年供热期冬季，每平方米供暖使用面积补贴供热企业 3.85 元。2024-2025 年度供热期，哈尔滨市政府对供热企业冬季供暖补贴标准调整为每平方米使用面积 0.94 元，较上一供热期减少 2.91 元/平方米使用面积，供热企业供热补贴收入减少。

表 5 哈投股份热电板块的运营平台

分公司/子公司	主业	具体内容
分公司哈投热电厂	纯热源生产单位	总厂4台130吨蒸汽锅炉配套3台12MW汽轮发电机组热电联产运行，主要产品为电力和蒸汽。电力一部分满足厂用需要，一部分并入电网销售。夏季不生产电力和蒸汽，冬季生产的少量蒸汽供给蒸汽用户，大部分通过汽-水换热器转化为高温热水用于集中供热。
分公司哈投供热公司	面向用户的供热单位	热电厂生产热力趸售给供热公司，由供热公司通过供热管网和换热站向用户提供集中供热服务。供热公司现有供热用户15.17万户。
控股子公司黑龙江岁宝热电有限公司	四个热源厂	其中总厂阿热和一分厂金京为热电联产方式运行，生产电力、热力和工业蒸汽。一分厂城南车间和总厂城北车间是大型热水锅炉，生产热力用于集中供热。黑岁宝公司设立热力公司，通过供热管网和热力站，向热用户提供集中供热服务。现有供热用户16.30万户，全部位于阿城区。
全资子公司哈尔滨太平供热	供热及供热安全保障	建有4台64MW和2台116MW热水锅炉，单纯生产热力用于供热；还建有6台14MW和4台29MW燃气热水锅炉，用于极寒天气时调峰供热安全保障。
全资子公司哈尔滨正业热电	热源改造项目	正业热电持有占地面积10.97万平方米的土地，已建成管径DN1400-DN1200的供热管网全长7.64公里。其土地与公司分公司热电厂一分厂相邻，现用于哈投热电厂热源改造项目——配套储煤等附属设施项目建设用地。正业热电建成管网拟作为公司分公司哈投热电厂主热源的输出主干管线，满足哈投供热和太平供热的联网运行条件。

资料来源：哈投股份 2025 年中报，华西证券研究所整理

3.3.多元化投资业务

2025 年上半年，公司通过全资子公司哈投嘉信（于 2020 年 7 月成立）重点布局三大方向。1）产业基金合作：深化与深圳国资合作，运营深哈私募基金投资战略性新兴产业；2）碳资产管理：探索碳排放权交易与碳金融业务，制定资产增值方案；3）金融股权优化：加强民生银行、方正证券等股权管理，创新利用闲置资金开展新股申购、货币基金及国债逆回购等短期投资理财业务。核心目标为提升投资价值创造力，支撑公司高质量低碳发展。

4. 盈利预测及投资建议

江海证券业务资格较齐全，公司坚持“有所为有所不为”的业务发展理念，基于自身能力，在“特色、强项、专长、精品”上下功夫，稳步推进各条线业务健康有序发展。

考虑到A股市场回暖、居民资产的权益化配置提升，我们预测江海证券的经纪和两融业务延续2025年上半年的增长态势，考虑到2024年第三第四季度高基数，2025年全年增幅为上半年的80%。热电板块的业务收入与过去三年的均值持平小幅波动。综上，我们预计哈投股份2025-2027年营业收入分别为28.14/28.82/29.16亿元，分别同比增长4.3%/2.4%/1.2%；归母净利润分别为4.66/4.94/4.97亿元，分别同比增长36.0%/5.8%/0.8%；EPS分别为0.22/0.24/0.24元。2025年8月29日收盘价为7.81元，对应2025-2027年PB分别为1.22/1.18/1.15倍。

江海证券2025年上半年实现归母净利润2.88亿元，期末净资产97.78亿元。可比证券公司包括华林证券、华鑫股份、太平洋、国盛金控、湘财股份、财达证券。按照可比公司市净率及市值和2025年中报净利润比值，江海证券的保守估值在200亿元左右。

哈投股份的热电板块2025年上半年实现营收9.82亿元，归母净利润1.23亿元。可比热电公司包括百通能源、杭州热电、金房能源、京能热力、亨通股份、宁波能源等。按照可比公司2025年中报净利润及市值，哈投股份的热电板块估值在24-54亿元区间。

综上，热电与证券双轮驱动的哈投股份目前市值162.49亿元，估值修复仍有空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表6 江海证券与可比上市券商的经营数据和估值指标

证券代码	证券简称	2024A净资产，亿元	2025H净资产	2025H净利润，亿元	总市值，亿元	市净率PB，倍	（非年化）市盈率PE，倍
002945.SZ	华林证券	66.60	70.76	3.36	456	6.44	135.54
600621.SH	华鑫股份	84.39	87.28	2.24	190	2.26	84.96
601099.SH	太平洋	97.00	98.22	1.21	301	3.10	249.01
002670.SZ	国盛金控	111.24	113.12	2.09	378	3.34	180.61
600095.SH	湘财股份	118.23	119.43	1.42	367	3.07	259.23
600906.SH	财达证券	119.41	119.92	3.75	251	2.09	66.89
	江海证券		97.78	2.88			
	可比公司均值	99.48	101.45	2.34	297	2.77	143.40
以可比公司平均市净率计			江海证券合意市值		271		
以可比公司平均（非年化）市盈率计			江海证券合意市值		413		
以可比公司较低市净率计			江海证券合意市值		204		
以可比公司较低（非年化）市盈率计			江海证券合意市值		193		

资料来源：Wind数据，各上市公司2025年中报和2024年年报，华西证券研究所整理

上市公司总市值数据根据2025年8月29日收盘价。市净率和市盈率的均值剔除最大值。

表 7 哈投股份热电板块及可比公司的经营数据和估值

证券代码	证券简称	2025H净利润, 亿元	总市值, 亿元	(非年化) 市盈率PE, 倍
000692.SZ	惠天热电	-1.44	19.02	
600719.SH	大连热电	-0.41	25.61	
600149.SH	廊坊发展	0.04	21.10	503.80
300335.SZ	迪森股份	0.51	28.43	56.20
605162.SH	新中港	0.62	35.05	56.70
605028.SH	世茂能源	0.63	36.94	58.49
600052.SH	东望时代	0.67	38.92	58.52
605580.SH	恒盛能源	0.69	59.02	85.84
001376.SZ	百通能源	0.99	56.09	56.76
605011.SH	杭州热电	1.10	87.22	79.09
001210.SZ	金房能源	1.20	24.10	20.11
002893.SZ	京能热力	1.21	29.98	24.69
600226.SH	亨通股份	1.27	109.75	86.46
600982.SH	宁波能源	1.41	51.30	36.50
002479.SZ	富春环保	1.86	45.76	24.55
哈投股份热电板块		1.23		
可比公司均值		1.20	59.74	43.43
以可比公司平均（非年化）市盈率计			哈投热电	53.42
以可比公司较低（非年化）市盈率计			哈投热电	24.06

资料来源：Wind 数据，各上市公司 2025 年中报，华西证券研究所整理

上市公司总市值数据根据 2025 年 8 月 29 日收盘价，可比公司标蓝色，市盈率均值剔除最大值

5. 风险提示

江海证券的经纪业务受到大型综合类券商在黑龙江省布局的影响，江海证券自营收益的持续性。热电板块受到煤炭价格波动的影响，政府补贴减少的影响。A 股市场波动及成交活跃度变化对公司估值的影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					
货币资金	64.42	79.36	100.35	102.36	104.40
交易性金融资产	174.15	156.92	158.15	161.31	164.54
应收票据及应收账款	6.19	2.32	4.76	4.26	4.26
预付款项	0.50	0.87	0.73	0.69	0.69
其他应收款(合计)	3.14	4.27	3.09	3.71	3.71
买入返售金融资产	13.74	19.37	19.71	16.56	16.56
存货	2.97	3.43	3.26	3.20	3.20
其他流动资产	3.70	5.64	77.102	7.31	
其他金融类流动资产	54.15	76.32	881.261	84.91	
结算备付金	16.29	32.04	30.43	31.04	31.66
拆出资金	37.86	44.28	51.18	52.20	53.25
流动资产合计	322.95	349.12	378.68	382.47	389.55
非流动资产:					
其他债权投资	1.45	12.89	7.17	7.17	7.17
其他权益工具投资	20.09	20.93	22.38	22.83	23.28
长期股权投资	1.67	1.66	1.66	1.66	1.66
投资性房地产	0.27	0.26	0.26	0.26	0.26
固定资产(合计)	33.55	33.69	32.83	33.62	33.62
在建工程(合计)	0.38	2.16	2.16	2.16	2.16
使用权资产	0.61	0.42	0.38	0.34	0.31
无形资产	3.53	3.44	3.29	3.19	3.10
商誉	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
长期待摊费用	0.61	0.57	0.55	0.53	0.51
递延所得税资产	7.27	7.12	7.41	7.20	7.20
其他非流动资产	1.59	1.74	1.58	1.67	1.67
非流动资产合计	71.06	84.94	79.71	80.66	80.96
资产总计	394.01	434.06	458.39	463.13	470.52
流动负债:					
短期借款	10.90	14.81	15.01	12.86	12.86
应付票据及应付账款	6.38	7.51	5.18	5.28	5.39
合同负债	7.09	7.03	7.89	8.05	8.21
应付职工薪酬	1.30	2.03	1.68	1.67	1.67
应交税费	0.21	0.15	0.17	0.18	0.18
其他应付款(合计)	1.95	1.19	1.61	1.57	1.57
一年内到期的非流动负债	18.61	32.58	27.45	25.60	25.60
其他流动负债	0.02	0.04	0.03	0.03	0.03
其他金融类流动负债	165.79	205.62	225.57	230.09	234.69
拆入资金	26.66	37.25	47.67	48.62	49.59
卖出回购金融资产款	82.22	82.99	83.04	84.70	86.39
代理买卖证券款	56.91	85.38	94.87	96.77	98.70
流动负债合计	212.26	270.96	284.60	285.31	290.18
非流动负债:					
长期借款	3.72	3.51	2.56	2.64	2.72
应付债券	39.09	17.53	23.29	23.08	21.43
租赁负债	0.30	0.14	0.28	0.22	0.22
长期应付款(合计)	1.62	1.63	1.63	1.63	1.63
长期应付职工薪酬	0.86	0.92	0.98	1.00	1.02
递延所得税负债	3.40	3.88	4.25	4.33	4.42
递延收益-非流动负债	4.59	4.06	4.06	4.06	4.06
其他非流动负债	4.27	3.59	3.59	3.59	3.59
非流动负债合计	57.85	35.26	40.63	40.55	39.09
负债合计	270.11	306.22	325.23	325.86	329.27
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	20.81	20.81	20.81	20.81	20.81
资本公积金	75.50	75.50	75.50	75.50	75.50
其它综合收益	8.60	9.71	10.10	10.48	10.87
盈余公积金	5.09	5.20	5.30	5.41	5.52
一般风险准备	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
未分配利润	11.65	14.97	19.17	23.12	26.60
归属于母公司所有者权益	124.17	128.70	133.39	137.83	141.81
少数股东权益	-0.26	-0.85	-0.23	-0.56	-0.56
所有者权益合计	123.90	127.85	133.15	137.27	141.25
负债和所有者权益总计	394.01	434.06	458.39	463.13	470.52

利润表 (亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27.81	26.99	28.14	28.82	29.16
营业收入	17.34	17.35	17.00	17.35	17.35
其他类金融业务收入	10.48	9.64	11.14	11.48	11.82
利息收入	5.27	4.23	4.50	4.63	4.77
手续费及佣金收入	5.21	5.41	6.64	6.84	7.05
营业总成本	30.64	31.65	32.23	33.17	33.86
营业成本	15.57	15.52	14.67	15.11	15.41
税金及附加	0.21	0.19	0.20	0.20	0.21
销售费用	0.05	0.04	0.06	0.06	0.06
管理费用	7.94	9.38	11.01	11.34	11.57
财务费用	0.70	0.62	0.66	0.66	0.66
其他业务成本(金融类)	6.17	5.90	5.64	5.80	5.95
利息支出	5.22	4.87	4.56	4.70	4.84
手续费及佣金支出	0.95	1.03	1.07	1.10	1.11
加: 其他收益	0.57	0.55	0.51	0.56	0.56
投资净收益	3.77	6.65	6.99	7.20	7.42
公允价值变动净收益	0.25	2.49	3.05	3.20	3.36
资产减值损失	0.00	-0.13			
信用减值损失	-0.25	-1.35	-0.98	-0.80	-0.80
营业利润	1.51	3.55	5.47	5.81	5.84
加: 营业外收入	0.58	0.01	0.03	-	-
减: 营业外支出	0.09	0.25	0.03	-	-
利润总额	2.00	3.31	5.47	5.81	5.84
减: 所得税	0.60	0.48	1.24	1.32	1.33
净利润	1.40	2.83	4.23	4.49	4.52
减: 少数股东损益	-0.67	-0.59	-0.43	-0.45	-0.46
归母净利润	2.07	3.43	4.66	4.94	4.97
加: 其他综合收益	2.77	1.11	0.39	0.39	0.39
综合收益总额	4.17	3.94	4.62	4.88	4.90
减: 归属于少数股东的综	-0.67	-0.59	-0.43	-0.45	-0.46
归母综合收益总额	4.84	4.54	5.05	5.32	5.36

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.55	-2.95	4.25	2.43	1.19
净利润增长率(%)	扭亏	65.70	35.97	5.83	0.79
盈利能力					
总资产收益率ROA(%)	0.53	0.79	1.02	1.07	1.06
净资产收益率ROE(%)	1.67	2.66	3.50	3.58	3.51
毛利率(%)	10.19	10.56	13.70	12.89	11.15
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.16	0.22	0.24	0.24
每股净资产	5.97	6.18	6.41	6.62	6.81
估值分析					
PE	78.52	47.38	34.85	32.93	32.67
PB	1.31	1.26	1.22	1.18	1.15

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。