

# 国联民生 (601456.SH)

## 整合初见成效

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年半年报。**2025 上半年，公司实现营业收入 40.11 亿元，同比+47.4%（本数基于 2024 年上半年国联与民生证券的合计值，后续同比均采用此口径）；实现归母净利润 11.27 亿元，同比+166.9%；对应 EPS 为 0.20 元，ROE 为 2.52%，同比+2.04pct。公司投资收益增加，经纪业务受益于市场活跃度提升，同时公司整合民生证券，在区域转型过程中发挥竞争力。

**自营规模持续扩张，权益分账户构建。**上半年，公司自营实现营业收入 20.97 亿元，同比+94.3%；公司金融投资资金为 926.72 亿元，较年初增加 131 亿元，增长 16.51%。其中，TPL 账户为 749.28 亿元，较年初增加 103 亿元，增长 15.94%；OCI 权益账户为 112 亿元，较年初增加 38 亿元，增长 40.51%。

**经纪业务地域互补明显，基金投顾业务持续增长。**上半年，公司经纪业务实现收入 9.05 亿元，同比+22.6%。截至上半年，公司货币资金 315.33 亿元，较同期增加 24.69 亿元，同比+8.5%；基金投顾保有规模 97.08 亿元，业务规模持续增长。整合后，国联民生的分支机构覆盖长三角及豫鲁地区，形成全国性的布局，整体竞争力提升。

**股权融资规模有所降低。**上半年，公司投行业务实现收入 5.31 亿元，同比-9.6%。上半年，公司股权融资完成 IPO 项目及再融资项目（含并购重组配套融资）共 6 单，合计承销金额 26.20 亿元，同比（民生证券 2024 年上半年募集资金 45.69 亿元）有所降低；股权承销家数和承销收入分别位列行业第 8 位和第 5 位。整合后，民生证券的投行业务优势还有持续提升空间。

**资管及信用稳中有增。**上半年，公司实现信用业务收入 0.27 亿元，同比+120.3%；其中，利息收入 9.34 亿元；利息支出 9.08 亿元。同期实现资管业务收入 3.57 亿元，同比增长 0.6%。

**风险提示：**政策风险，资本市场波动，汇率波动，经济增速不及预期等。

**投资建议：**基于公司整合民生证券后业务协同初见成效，同时市场交投活跃，我们对公司的 2025-2027 年的盈利预测分别上调 85.8%/81.8%/71.1%，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 18.1/20.0/21.4 亿元，同比增长 89.7%/10.9%/6.8%，当前股价对应的 PE 为 38.5/34.7/32.5x，PB 为 2.1/2.0/1.9x。公司当前已经成功整合民生证券，后续协同效应或将逐步显现，民生证券经纪网络、投行实力及资本基础将逐步为公司贡献业绩。我们对公司维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,712	5,754	10,007	11,087	11,838
(+/-%)	27.3%	-14.3%	73.9%	10.8%	6.8%
归母净利润(百万元)	1,310	952	1,806	2,003	2,140
(+/-%)	36.9%	-27.3%	89.7%	10.9%	6.8%
摊薄每股收益(元)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
净资产收益率(ROE)	4.0%	2.8%	5.3%	5.9%	6.1%
市盈率(PE)	53.0	73.0	38.5	34.7	32.5
市净率(PB)	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.23 元
总市值/流通市值	69474/34633 百万元
52 周最高价/最低价	14.66/9.04 元
近 3 个月日均成交额	515.66 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

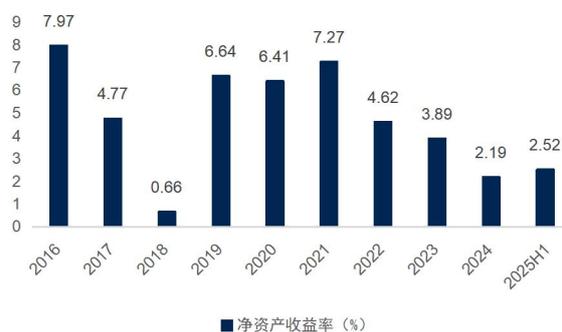
- 《国联民生 (601456.SH) - 业务整合推进，自营投资反转》——2025-04-30
- 《国联证券 (601456.SH) - 投顾特色突出，静待协同成效》——2025-03-27
- 《国联证券 (601456.SH) —— 重大事件点评-整合落地，实力提升》——2024-12-29
- 《国联证券 (601456.SH) - 整合推进，杠杆提升》——2024-10-31
- 《国联证券 (601456.SH) - 业务整合正启动，投顾业务渐完善》——2024-09-02

图1: 国联民生营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国联民生加权平均 ROE 变动趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 国联民生归母净利润及增速 (单位: 亿元)



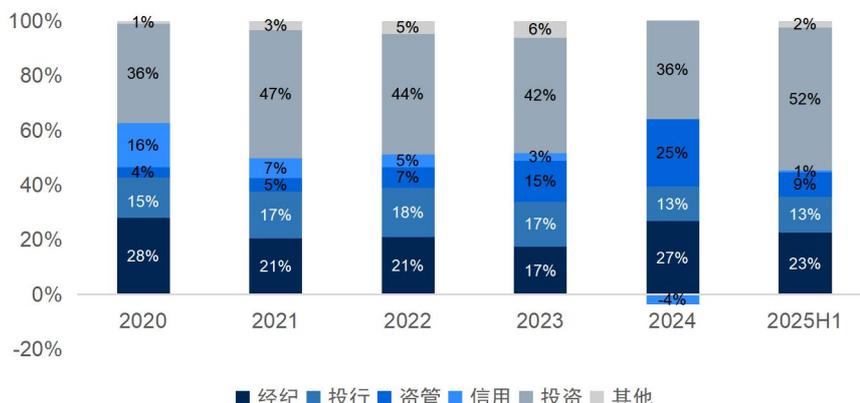
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 国联民生单季归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：国联民生主营业务结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

基于公司整合民生证券后业务协同初见成效，同时依据当前宏观经济环境和证券市场的良好发展趋势，我们对国联民生 2025 年-2027 年的盈利预测进行如下假设。

### 核心假设

**(1) 经纪业务手续费净收入：** 股基成交额、市场占有率和佣金率是影响公司经纪业务收入的关键因素。1) 股市成交额的变动，主要受国内经济市场的影响，当前市场交投活跃，因此我们预计 2025-2027 年 A 股市场股基金交易金额（双向）分别为 761.45 万亿元/837.59 万亿元/879.47 万亿元。2) 经纪业务收入市占率稳定在 1.43% 左右，因此假设未来三年公司经纪业务收入市占率分别为 1.44%/1.45%/1.46%。

**(2) 投行业务手续费净收入：** 1) 假设 2025-2027 年全市场投行业务收入为 376.36 亿元/388.69 亿元/397.72 亿元；2) 考虑到国联民生整合后，投行协同能力和执业能力有望进一步提升，因此，我们假设未来三年公司投行收入市占率分为 3.00%/3.05%/3.10%。

**(3) 资管业务手续费净收入：** 资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务的关键因素。我们假设 2025-2027 年公司资产管理规模分别为 2,020.11 亿元/2,222.12 亿元/2,399.89 亿元，管理费率分别为 0.400%/0.401%/0.402%。

**(4) 利息净收入：** 市场融资融券余额，市占率和融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素。1) 考虑到融资融券业务发展空间较大，我们假设未来三年市场融资融券日均余额分别为 18438.91 亿元/20282.80 亿元/21296.94 亿元。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率分别为 0.991%/0.992%/0.993%。

**(5) 投资收益：** 自营规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为 1152.20 亿元/1319.41 亿元/1421.95 亿元，投资收益率分别为 4.70%/4.72%/4.73%。

表1: 营业收入预测 (单位: 亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	67.12	57.54	100.07	110.87	118.38
<b>YoY</b>	27.3%	-14.3%	73.9%	10.8%	6.8%
<b>手续费及佣金净收入</b>	47.55	35.78	44.59	47.24	49.76
<b>YoY</b>	24.0%	-24.7%	24.6%	5.9%	5.3%
<b>其中: 经纪业务手续费净收入</b>	14.13	16.71	23.40	24.57	25.80
<b>YoY</b>	4.7%	18.3%	40.0%	5.0%	5.0%
<b>投资银行业务手续费净收入</b>	25.88	10.26	11.29	11.86	12.33
<b>YoY</b>	30.8%	-60.3%	10.0%	5.0%	4.0%
<b>资产管理业务手续费净收入</b>	5.23	7.35	8.08	8.89	9.60
<b>YoY</b>	83.5%	40.3%	10.0%	10.0%	8.0%
<b>利息净收入</b>	1.01	-1.29	0.39	0.41	0.42
<b>YoY</b>	-39.5%	-227.4%	-130.0%	5.0%	4.0%
<b>投资收益</b>	16.13	22.10	54.15	62.28	67.26
<b>YoY</b>	36.9%	37.0%	145.0%	15.0%	8.0%
<b>其他业务收入</b>	4.73	2.40	2.76	2.87	2.97
<b>YoY</b>	51.4%	-49.2%	15.0%	3.9%	3.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 未来 3 年盈利预测

根据上述假设, 我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 100.07 亿元、110.87 亿元、118.38 亿元, 同比增速分别为 73.9%、10.8%、6.8%; 归母净利润分别为 18.06/20.03/21.40 亿元, 同比增长 89.7%/ 10.9%/6.8%。

表2: 公司核心财务指标预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,712	5,754	10,007	11,087	11,838
(+/-%)	27.3%	-14.3%	73.9%	10.8%	6.8%
归母净利润(百万元)	1,310	952	1,806	2,003	2,140
(+/-%)	36.9%	-27.3%	89.7%	10.9%	6.8%
摊薄每股收益(元)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
净资产收益率(ROE)	4.0%	2.8%	5.3%	5.9%	6.1%
市盈率(PE)	53.0	73.0	38.5	34.7	32.5
市净率(PB)	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9
营业收入(百万元)	6,712	5,754	10,007	11,087	11,838

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>资产总计</b>	<b>146584</b>	<b>160424</b>	<b>195717</b>	<b>238774</b>	<b>291303</b>	<b>营业收入</b>	<b>6712</b>	<b>5754</b>	<b>10007</b>	<b>11087</b>	<b>11838</b>
货币资金	22771	32501	35751	39326	43258	手续费及佣金净收入	4755	3578	4459	4724	4976
融出资金	14781	17032	18735	20609	22670	经纪业务净收入	1413	1671	2340	2457	2580
交易性金融资产	71805	64625	74319	85467	98287	投行业务净收入	2588	1026	1129	1186	1233
买入返售金融资产	6806	14547	16002	17602	19362	资管业务净收入	523	735	808	889	960
可供出售金融资产	0	0	0	100	200	利息净收入	101	(129)	39	41	42
<b>负债合计</b>	<b>112856</b>	<b>124995</b>	<b>158763</b>	<b>200352</b>	<b>251335</b>	投资收益	1613	2210	5415	6228	6726
卖出回购金融资产款	28948	23896	27481	31603	36343	其他收入	243	94	94	94	94
代理买卖证券款	21178	32202	35422	38964	42861	营业支出	5140	4755	7806	8648	9234
应付债券	28746	29672	34123	39242	45128	营业外收支	9	(23)	(23)	(23)	(23)
<b>所有者权益合计</b>	<b>33729</b>	<b>35429</b>	<b>36954</b>	<b>38422</b>	<b>39968</b>	<b>利润总额</b>	<b>1580</b>	<b>976</b>	<b>2178</b>	<b>2416</b>	<b>2581</b>
其他综合收益	359	1702	1702	1702	1702	所得税费用	264	12	364	403	431
少数股东权益	381	364	3695	3842	3997	少数股东损益	6	11	8	9	10
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>33348</b>	<b>35065</b>	<b>33259</b>	<b>34580</b>	<b>35972</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1310</b>	<b>952</b>	<b>1806</b>	<b>2003</b>	<b>2140</b>
每股净资产(元)	5.87	6.17	5.85	6.09	6.33						
总股本(亿股)	56.81	56.81	56.81	56.81	56.81						

关键财务与估值指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.23	0.17	0.32	0.35	0.38
每股红利					
每股净资产	5.87	6.17	5.85	6.09	6.33
ROIC					
ROE	4.03%	2.78%	5.29%	5.91%	6.07%
收入增长	27.31%	-14.27%	73.92%	10.79%	6.78%
净利润增长率	36.91%	-27.33%	89.67%	10.90%	6.84%
资产负债率	76.99%	77.92%	81.12%	83.91%	86.28%
P/E	53.01	72.95	38.46	34.68	32.46
P/B	2.08	1.98	2.09	2.01	1.93
EV/EBITDA					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032