

**国联民生 (601456.SH) 并表民生证券, 收入跨越式提升**

2025年09月03日

**——国联民生 2025 中报点评**
**投资评级: 买入 (维持)**
**高超 (分析师)**
**卢崑 (分析师)**

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790524040002

日期	2025/9/2
当前股价(元)	11.92
一年最高最低(元)	14.66/9.04
总市值(亿元)	677.13
流通市值(亿元)	284.78
总股本(亿股)	56.81
流通股本(亿股)	23.89
近3个月换手率(%)	126.38

**● 并表民生证券, 收入跨越式提升, 看好协同效应**

2025H1 公司营业收入/归母净利润 40.1/11.3 亿元, 同比 269%/+1185%, 单 Q2 归母净利润 7.5 亿元, 环比+100%。年化加权平均 ROE5.0%, 同比+4pct, 期末杠杆率(扣客户保证金)2.93 倍, 环比+0.12 倍。公司发行股份收购民生证券于 2025 年 1 月 3 日完成过户, 公司收入实现跨越式增长, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 21.9/22.9/27.3 亿元, 同比+451%/+5%/+19%, 当前股价对应 PB 1.3/1.2/1.2 倍, 看好公司整合民生证券后的协同效应, 维持“买入”评级。

**● 经纪和投行收入同比高增, 并表民生证券实现跨越式提升**

(1) 上半年经纪业务净收入 9.05 亿, 同比+224%, 受益于市场交易活跃以及并表后客户增加。上半年公司新增客户数 11.76 万户, 累计总客户数达 345.59 万户; 金融产品销售规模(不含现金管理产品)870.20 亿元, 期末金融产品保有量 314.36 亿元。基金投顾业务继续保持行业领先, 业务规模持续增长, 基金投顾保有规模 97.08 亿元。(2) 上半年投行净收入 5.3 亿元, 同比+214%, 并表民生证券带来投行能力跨越式提升, IPO 项目 3 单, 承销规模 15 亿(2024H1 为 1 单, 规模 0.17 亿), 再融资项目 3 单, 承销规模 11 亿(2024H1 为 1 单, 规模 2.78 亿), 债券承销发行数量 245 单, 规模 740 亿(2024H1 为 81 单, 规模 209 亿)。(3) 资管净收入 3.6 亿, 同比+14%, 公司证券资产管理业务受托资金 1984.17 亿元, 同比+59%, 集合资管 AUM980 亿, 同比+183%。

**● 投资收益大幅提升, 权益自营跑赢沪深 300 指数**

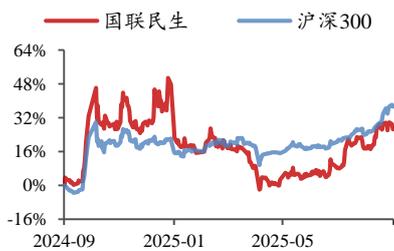
(1) 上半年投资收益(含公允价值变动损益)21 亿, 同比+456%, 自营投资收益率 2.5%(2024H1 为 0.8%)。权益投资围绕杠铃策略, 以红利价值股配置为盾, 精选成长股为矛, 充分抓住第二季度以来市场的上升行情, 重点配置有色、医药、军工等行业, 实现了较高的投资收益, 收益率大幅跑赢沪深 300 指数, 预计股权衍生品低基数+市场回暖原因实现同比高增, 固收整体稳健。(2) 利息净收入 0.27 亿元, 利息收入/利息支出为 9.3/9.1 亿, 公司两融规模 172 亿, 市占率 0.93%。

**● 风险提示:** 市场波动影响投资收益; 整合效果具有不确定性。

**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,955	2,683	8,705	9,565	10,784
YOY(%)	12.7	-9.2	224.4	9.9	12.8
归母净利润(百万元)	671	397	2,190	2,294	2,729
YOY(%)	-12.5	-40.8	451.2	4.7	18.9
毛利率(%)	27.5	13.4	32.2	30.7	32.4
净利率(%)	22.7	14.8	25.2	24.0	25.3
ROE(%)	3.9	2.2	6.1	4.3	4.9
EPS(摊薄/元)	0.24	0.14	0.77	0.81	0.96
P/E(倍)	50.3	84.9	30.9	29.5	24.8
P/B(倍)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《投资收益拖累业绩, 看好收购民生证券的协同效应——公司信息更新报告》-2025.3.27

《业绩符合预期, 自营投资收益率回升——国联证券 2024 三季报点评》-2024.11.4

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	69569	76461	167701	188475	200730
现金	9816	15412	39564	47113	45475
应收票据及应收账款	1272	232	232	232	232
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	58480	60816	127905	141129	155022
<b>非流动资产</b>	17560	20747	19083	14733	15621
长期投资	76	77	93	102	112
固定资产	102	101	104	107	110
无形资产	545	513	514	515	516
其他非流动资产	16837	20055	18372	14008	14882
<b>资产总计</b>	87129	97208	186784	203208	216351
<b>流动负债</b>	31458	43233	95275	106773	115549
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	810	383	483	583	683
其他流动负债	30648	42850	94792	106190	114866
<b>非流动负债</b>	37547	35027	37871	41678	44004
长期借款	25062	24787	28505	31356	32924
其他非流动负债	12485	10239	9366	10322	11081
<b>负债合计</b>	69005	78260	133146	148451	159554
少数股东权益	355	364	519	0	0
股本	2832	2832	2832	2832	2832
资本公积	8174	8174	8174	8174	8174
留存收益	822	847	1066	1296	1568
<b>归属母公司股东权益</b>	17769	18584	53120	54756	56797
<b>负债和股东权益</b>	87129	97208	186784	203208	216351

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1445	1456	3539	3923	4641
净利润	675	406	2209	2313	2752
折旧摊销	117	127	137	147	157
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	(420)	(450)	(480)	(510)	(540)
营运资金变动	5714	5914	6114	6314	6514
其他经营现金流	(4642)	(4542)	(4442)	(4342)	(4242)
<b>投资活动现金流</b>	(2064)	(1964)	(1864)	(1764)	(1664)
资本支出	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)
长期投资	(2466)	(2416)	(2366)	(2316)	(2266)
其他投资现金流	467	517	567	617	667
<b>筹资活动现金流</b>	2652	2752	2852	2952	3052
短期借款	(15779)	(15729)	(15679)	(15629)	(15579)
长期借款	18431	18481	18531	18581	18631
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	(217)	5596	24151	7550	(1638)

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2955	2683	8705	9565	10784
营业成本	2144	2323	5900	6625	7291
营业税金及附加	20	21	69	76	86
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	2152	2322	5805	6501	7151
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	(29)	(20)	26	48	54
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	677	(978)	0	0	0
投资净收益	545	1955	4610	4493	5019
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	812	360	2805	2940	3493
营业外收入	15	15	9	10	11
营业外支出	1	3	52	57	65
<b>利润总额</b>	812	360	2805	2940	3493
所得税	151	(33)	552	578	688
<b>净利润</b>	675	406	2209	2313	2752
少数股东损益	3	9	18	19	23
<b>归属母公司净利润</b>	671	397	2190	2294	2729
EBITDA	929	488	2942	3087	3651
EPS(元)	0.24	0.14	0.77	0.81	0.96

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.68	(9.21)	224.42	9.88	12.75
营业利润(%)	(15.70)	(55.61)	678.27	12.29	10.05
归属于母公司净利润(%)	(12.51)	(40.80)	451.15	4.73	18.94
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.47	13.43	32.22	30.73	32.39
净利率(%)	22.71	14.81	25.16	23.98	25.30
ROE(%)	3.89	2.19	6.11	4.25	4.89
ROIC(%)	1.56	0.93	2.69	2.69	3.07
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.20	80.51	71.28	73.05	73.75
净负债比率(%)	2.54	2.80	1.62	1.77	1.81
流动比率	2.21	1.77	1.76	1.77	1.74
速动比率	2.21	1.77	1.76	1.77	1.74
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.66	2.91	6.13	4.91	5.14
应收账款周转率	236.63	356.65	3745.05	4115.08	4639.83
应付账款周转率	368.08	389.25	1362.21	1242.71	1151.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.14	0.77	0.81	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.51	1.25	1.39	1.64
每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.56	18.76	19.34	20.06
<b>估值比率</b>					
P/E	50.28	84.93	30.91	29.52	24.82
P/B	1.90	1.82	1.27	1.24	1.19
EV/EBITDA	107.45	211.17	51.90	52.79	48.90

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn