



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 31 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	20.97
总市值（亿元）	3,696.79
总股本（亿股）	176.29

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】国泰君安 2024 年报点评：自营驱动业绩增长，迈向国际一流投行-2025.03.29

【兴证非银】国泰君安 2024 年三季度报点评：投资收入大幅增长，关注整合重组成效-2024.10.31

【兴证非银】国泰君安 2024 年中报点评：业绩保持稳健，客需业务转型可期-2024.08.30

分析师：徐一洲

S0190521060001

xuyizhou@xyzq.com.cn

分析师：开妍

S0190524070004

kaiyan@xyzq.com.cn

国泰海通(601211.SH)

国泰海通 2025 中报点评：轻装上阵，拐点已现

投资要点：

- **事件：**国泰海通发布 2025 年中报，报告期内分别实现营业收入和归母净利润 238.72、157.37 亿元，同比分别+77.7%、+213.7%，其中扣非归母净利润 72.79 亿元，同比+59.8%，主要系公司并购海通证券带来的负商誉，构成非经常性损益，加权平均 ROE 同比+3.14pct 至 6.25%；单二季度分别实现营业收入和归母净利润 120.99、34.95 亿元，环比分别+2.8%、-71.4%；剔除客户资金后经营杠杆较年初-20.5%至 4.11 倍。
- **并购重组带来的外延式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为 100.40 和 126.23 亿元，同比分别+57.4%和+99.3%，其中并购海通证券带来的外延式扩张是收入增长主要驱动力。成本端，管理费用同比+75.4%至 115.45 亿元，费用率同比-0.37pct 至 48.7%，信用减值损失 11.94 亿元。
- **外延式扩张下，公司收费类业务的市场地位进一步提升。**收费类业务方面，经纪、投行和资管净收入分别为 57.33、13.92、25.78 亿元，同比分别+86.3%、+19.4%、+34.2%。经纪业务客户规模出现跨越式增长，境内资金账户数较上年新增 4.2%至 3845 万户，股基成交市场份额受益于整合达到 8.31%，金融产品月均保有规模较上年新增 13.4%至 4530 亿元，随着整合完成公司的传统经纪业务体量已经行业领先。投行业务更加受益于强强联合，上半年股权主承销规模同比+1315.8%至 1253.16 亿元，债券主承销规模 5828.66 亿元，市场份额 11.09%，排名行业第二。资管业务方面，华安基金和海富通基金管理规模分别+6.5%和+10.0%至 8225.06 和 4976.56 亿元，国泰君安资管将吸收合并海通资管，随着后续整合完成，预计竞争力将进一步得以提升。
- **资产负债表规模扩张带来的规模效应将逐步显现。**资金类业务方面，利息净收入和投资收入分别为 31.87、94.36 亿元，同比+205.4%、+78.4%。利息净收入增加主要源于融资租赁公司的并表，以及经纪业务客户增加带来的客户资金存款利息、两融利息收入的增长，随着规模的进一步扩张，未来公司的财务成本或将进一步下降。自营投资方面，截至 2025 上半年公司金融资产较年初+54.3%至 8029.08 亿元，其中各类金融资产增长相对均衡，场外衍生品业务加大头部客户开发力度，跨境业务交易规模大幅增长。
- **我们认为 2025 年是国泰海通的整固之年，需要时间去磨合并购重组带来的摩擦，随着公司的客户资产和净资产规模的再上台阶，综合实力将进一步增强，兑现规模效应。**预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 274.61 和 233.70 亿元，同比分别+110.8%和-14.9%，对应 8 月 29 日收盘价的 PB 估值分别为 1.04 和 0.97 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）	433.97	567.67	611.19	648.25
同比增长	20.1%	30.8%	7.7%	6.1%
归母净利润（亿元）	130.24	274.61	233.70	251.77
同比增长	38.9%	110.8%	-14.9%	7.7%
BPS（元）	18.25	20.21	21.57	23.05
PB	1.15	1.04	0.97	0.91

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：按照最新股本摊薄计算，PE、PB 估值基于 8 月 29 日收盘价计算

表1、国泰海通盈利预测（单位：亿元，元/股，倍）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	361.41	433.97	567.67	611.19	648.25
手续费及佣金净收入	150.68	151.27	218.93	229.49	241.34
代理买卖证券业务净收入	67.90	78.43	123.01	122.13	125.50
投行业务净收入	36.88	29.22	48.20	53.31	58.37
资产管理业务净收入	40.97	38.93	47.71	54.06	57.47
利息净收入	28.03	23.57	36.39	34.26	43.80
投资净收益	108.55	130.42	203.97	239.05	254.73
公允价值变动净收益	-13.50	20.33	10.00	10.00	10.00
汇兑净收益	-0.51	1.72	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	78.03	98.39	98.39	98.39	98.39
营业支出	239.64	267.38	302.06	317.38	331.72
营业税金及附加	1.85	1.97	3.41	3.67	3.89
管理费用	157.23	164.62	200.78	215.84	229.96
其他业务成本	77.60	97.87	97.87	97.87	97.87
营业利润	121.78	166.59	265.61	293.81	316.54
利润总额	121.48	166.62	345.25	293.81	316.54
净利润	98.85	135.49	283.11	240.93	259.56
归母净利润	93.74	130.24	274.61	233.70	251.77
EPS	1.05	1.46	1.56	1.33	1.43
BPS	17.23	18.25	20.21	21.57	23.05
PE	19.92	14.34	13.46	15.82	14.68
PB	1.22	1.15	1.04	0.97	0.91

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

注：按照最新股本摊薄计算，PE、PB 估值基于 8 月 29 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 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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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、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反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 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： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn