

国泰海通 (601211)

证券研究报告
2025 年 09 月 04 日

各业务条线齐发力，合并后业绩稳步高增—25 年半年报业绩点评

【合并落地后业绩持续增长，各业务条线齐发力】

国泰海通 25 年 Q2 单季/H1 分别实现调整后营收 135.4/236.97 亿元，分别同比+98.3%/+76.8%；分别实现归母净利润 35.0/157.4 亿元，分别同比+38.3%/+213.7%；分别实现扣非净利润为 40.0/72.8 亿元，分别同比+21.1%/+59.8%。各业务条线齐发力，共同助力业绩高增，25Q2 单季经纪/投行/资管/自营/信用营收同比增速分别为+95.1%/+30.5%/+40.6%/+109.0%/+259.8%；25H1 经纪/投行/资管/自营/信用营收同比增速分别为+86.3%/+19.4%/+34.2%/+89.6%/+205.4%。年化 ROE 为 12.5%，较去年同期+6.3Pct；杠杆率增加至 4.55x。

【手续费业务收入持续提升，强强联合增厚业绩】

1) 经纪业务：公司 25 年 Q2 单季/H1 分别实现经纪业务收入 30.8/57.3 亿元，分别同比+95.1%/+86.3%，市场成交量提升，带动公司经纪业务收入大幅上行，25 年 Q2 单季/H1 累计股基日均成交额分别为 14872/16135 亿元，分别较去年同期同比+56.8%/+63.9%，公司经纪收入增速远超市场成交量增速，主要系交投活跃叠加吸并海通证券后代理买卖业务规模扩大，市占率进一步提升。

2) 投行业务：公司 25 年 Q2 单季/H1 分别实现投行业务收入 6.8/13.9 亿元，分别同比+30.5%/+19.4%，投行业务收入时隔两年自 25 年一季度实现首次正增长后增速继续提高；从证券承销规模角度来看，25 年上半年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 37.5/1195.1/7336.4 亿元，分别同比+168.9%/+1468.5%/+48.6%，再融资规模增速转为正，实现近三年来最大规模，整体承销规模的回暖带动公司投行业务收入的提升。

3) 资管业务：公司 25 年 Q2 单季/H1 分别实现资管业务收入 14.1/25.8 亿元，分别同比+40.6%/+34.2%。资管业务规模持续扩大，其中非货公募管理规模显著提升，25 年上半年控股的国泰君安资管非货保有规模 504 亿，同比+39.0%；参股的华安基金（持股 51.0%）非货保有规模 4446 亿，同比+29.3%；两家合计非货保有规模为 2771 亿元，同比+31.0%；叠加合并前海通证券旗下参股的公募基金，海富通基金（持股 51%）非货保有规模 1692 亿，同比+47.7%；富国基金（持股 27.8%）非货保有规模 7657 亿，同比+22.7%；两家合计非货保有规模 2990 元，同比+29.1%，合并后公募基金规模持续扩大，强强联合提升公司资管业务收入。

【自营与信用业务收入大幅提升，助力业绩高增】

1) 信用业务方面，公司 25 年 Q2 单季/H1 分别实现信用业务收入 24.9/31.9 亿元，分别同比+259.8%/+205.4%；两融市场活跃度提升 25 年 6 月末两融余额为 18504 亿，较 24 年同期+25.0%，融资融券与其他债权投资利息收入增加，叠加吸并海通证券后新增租赁业务，共同助力信用业务收入大幅增长。

2) 自营业务方面，公司 25 年 Q2 单季/H1 分别实现自营业务收入 53.4/93.5 亿元，分别同比+109.0%/+89.6%；25 年 H1 自营金融资产规模为 8029.1 亿，较 24 年同期+85.0%，吸收合并海通证券后，金融资产规模扩大，公司 25 年 H1 投资收益率小幅上行，拉动自营收入提升。

投资建议：我们认为，合并后国泰海通实现资源共享和优势互补，强强联合的态势下有望进一步巩固公司行业龙头地位，叠加资本市场持续发出的积极信号，看好公司作为龙头券商的发展前景。根据最新披露财务数据更新 25/26/27 年盈利预测，归母净利润 25/26/27 年原预测值为 206/208/225 亿元，合并落地后强强联合持续看好未来的发展前景，现 25/26/27 年调整为 230/214/235 亿元，预计 25-27 归母净利润同比增速+76.3%/-6.9%/+9.7%，维持“买入”评级。

风险提示：资本市场表现不及预期；兼并重组后业务开展存在不确定性；监管政策发生变化。

投资评级

行业	非银金融/证券 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	14,123.17
流通 A 股股本(百万股)	13,493.99
A 股总市值(百万元)	276,672.82
流通 A 股市值(百万元)	264,347.33
每股净资产(元)	17.77
资产负债率(%)	81.37
一年内最高/最低(元)	22.08/14.41

作者

杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	
李昕恬	联系人
lixintian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《国泰海通-公司定期报告点评:实现强强联合，各业务条线蓄力齐发提升业绩—25 年一季报业绩点评》 2025-04-30
- 2 《国泰君安-公司定期报告点评:业绩超预期大幅增长，看好合并后发展前景—24 年年报业绩点评》 2025-04-02
- 3 《国泰君安-公司定期报告点评:自营弹性充分释放带动净利润增速转正—24 年三季报业绩点评》 2024-10-31

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	36,141.29	43,397.13	55,654.69	57,931.70	61,499.54
增长率（%）	1.89	20.08	28.25	4.09	6.16
归属母公司净利润（百万元）	9,374.14	13,024.08	22,963.34	21,390.98	23,464.81
增长率（%）	-18.54	38.94	76.31	-6.85	9.69
净利润率	25.94%	30.01%	41.26%	36.92%	38.15%
净资产收益率	2.75%	7.63%	12.53%	10.62%	11.51%
市盈率（倍）	38.36	27.61	15.66	16.81	15.33
市净率（倍）	1.05	2.11	1.96	1.79	1.76
每股净利润（元/股）	1.05	1.46	1.30	1.21	1.33
每股净资产（元/股）	19.35	9.69	10.40	11.43	11.56

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	304,606.63	211,019.55	373,686.13	381,743.09	383,842.52	营业收入	36,141.29	43,397.13	55,654.69	57,931.70	61,499.54
其中：客户资金存款	218,543.04	184,305.90	312,818.27	315,946.45	319,105.92	手续费及佣金净收入					
结算备付金	33,693.01	28,075.49	48,356.13	47,973.83	51,313.63	其中：代理买卖证券业务净收入	6,790.04	7,842.95	12,545.76	11,256.99	11,362.19
其中：客户备付金	20,947.39	18,262.32	34,281.45	32,990.33	34,145.37	证券承销业务净收入	3,687.59	2,921.91	3,947.97	4,258.54	4,611.67
融出资金	158,172.17	106,268.26	116,330.16	121,864.20	124,188.50	资产管理业务净收入	4,096.52	3,892.58	4,322.89	4,730.99	5,083.58
交易性金融资产	591,159.67	408,473.40	694,366.07	765,251.77	821,283.89	利息净收入	2,802.61	2,357.07	3,897.17	4,246.01	4,644.63
衍生金融资产	12,700.47	9,016.78	14,205.69	14,556.03	16,565.72	投资净收益	9,504.86	15,074.63	19,067.52	20,972.12	22,956.40
买入返售金融资产	106,449.32	60,645.70	58,353.40	57,321.87	56,341.91	其他业务收入	9,259.67	11,307.99	11,873.39	12,467.06	12,841.07
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	23,963.77	26,737.76	34,917.68	30,568.13	31,483.13
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	185.33	197.15	282.06	292.90	313.48
长期股权投资	22,433.62	13,221.83	21,529.94	22,843.16	25,111.09	管理费用	15,723.26	16,462.30	22,497.95	19,105.45	19,359.06
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	262.52	249.97	389.58	-579.32	61.50
存出保证金	75,067.45	69,011.66	117,319.82	118,493.02	119,677.95	其他业务成本	7,760.27	9,786.74	11,744.09	11,744.09	11,744.09
固定资产	20,933.58	3,853.94	10,206.22	12,792.21	11,098.86	营业利润	12,177.52	16,659.36	20,737.01	27,363.57	30,016.40
无形资产	2,956.73	1,609.14	2,722.07	2,891.22	3,136.72	加：营业外收入	27.85	5.40	8,756.26	5.65	6.05
其他资产	20,831.63	2,348.44	2,348.44	3,588.57	3,818.00	减：营业外支出	57.47	2.52	115.34	2.88	2.96
总资产	1,676,156.20	1,047,745.42	1,601,024.08	1,703,385.71	1,800,207.51	利润总额	12,147.90	16,662.24	29,377.93	27,366.35	30,019.49
短期借款	42,715.59	9,196.39	36,785.56	36,049.85	35,328.85	减：所得税	2,262.48	3,113.48	5,489.52	5,113.63	5,609.40
拆入资金	27,791.03	5,416.27	14,623.93	16,086.33	17,694.96	净利润	9,885.42	13,548.76	23,888.42	22,252.72	24,410.09
交易性金融负债	86,596.80	75,283.97	81,306.69	82,119.76	82,940.95	减：少数股东损益	511.27	524.68	925.08	861.74	945.28
衍生金融负债	13,193.95	9,391.57	12,209.05	14,650.86	17,581.03	归属于母公司所有者的净利润	9,374.14	13,024.08	22,963.34	21,390.98	23,464.81
卖出回购金融资产款	329,394.38	244,937.52	318,418.77	343,892.27	371,403.66						
代理买卖证券款	284,527.54	252,069.52	428,518.18	432,803.36	437,131.39						
代理承销证券款	872.66	173.73	521.20	625.44	750.53						
应付职工薪酬	10,312.70	8,072.90	11,032.70	9,369.07	9,493.44	基本比率 and 每股指标					
应付债券	325,692.36	133,998.46	274,696.85	302,166.54	332,383.19	净利率	25.94%	30.01%	41.26%	36.92%	38.15%
长期借款	42,848.88	539.49	39,922.60	39,922.60	39,922.60	总资产收益率	0.56%	1.24%	1.43%	1.26%	1.30%
总负债	1,328,700.28	870,271.72	1,410,525.40	1,494,041.69	1,588,413.04	净资产收益率	2.75%	7.63%	12.53%	10.62%	11.51%
总股本	8,904.61	8,903.73	17,628.93	17,628.93	17,628.93	市盈率（倍）	36.84	26.52	15.04	16.14	14.72
所有者权益合计	347,455.92	177,473.70	190,498.68	209,344.02	211,794.47	市净率（倍）	1.01	2.02	1.88	1.71	1.69
少数股东权益	6,408.76	6,698.31	7,189.90	7,901.17	7,993.66	每股净利润（元/股）	1.05	1.46	1.30	1.21	1.33
归属于母公司所有者权益合	341,047.17	170,775.39	183,308.78	201,442.84	203,800.81	每股净资产（元/股）	19.35	9.69	10.40	11.43	11.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com