

国泰海通 (601211.SH)

总资产破 2 万亿，收费类业务稳健，用表常态化在途

25Q3 公司实现营业收入 459 亿，同比+102%；扣非净利润 163 亿，同比+80%。年化后 ROE 为 10.8%，同比+2.7pct；经营杠杆为 4.77 倍、延续提升态势。合并后业务调整节奏超过预期。

注：24Q3 数据为原国泰君安财务数据，故点评中同比增速不具可比性。

□ 总体概览：总资产破 2 万亿，收费类业务稳健，用表常态化在途。25Q3 公司实现营业收入 459 亿，同比+102%；归母净利润 221 亿，同比+132%；扣非净利润 163 亿，同比+80%。单三季度看，25Q3 营业收入 220 亿，同比+136%，环比+82%；归母净利润 63 亿，同比+41%，环比+81%；扣非净利润 90 亿，同比+102%，环比+126%。截至 25Q3，总资产突破 2 万亿，环比+11%；归母净资产 3241 亿，环比+1%。年化后 ROE 为 10.8%，同比+2.7pct；经营杠杆为 4.77 倍、延续提升态势，合并后调整节奏超过预期。自营/经纪/信用/资管/投行/其他占主营收入比重分别为 46%/24%/12%/10%/6%/3%，同比分别为-3/+4/+5/-3/-2/+1pct。降本力度较大，单三季度管理费用占调整后营业收入比重为 41%，环比延续下滑、幅度为-9pct。

□ 收费类业务：表现稳健。

(1) 股市活跃度持续、经纪环比持续改善。25Q3 经纪收入为 108 亿，同比+143%；单三季度经纪收入为 51 亿，同比+269%，环比+65%。对比看单三季度全市场日均股基成交环比+67%，预计公司股基市占率环比略有所提升。

(2) 投行强强联手、项目储备充足。25Q3 投行收入 26 亿，同比+46%；单三季度投行收入 12 亿，同比+96%，环比+81%。按发行日看，25Q3 A 股 IPO 募集资金为 117 亿，市占率为 15.6%，行业排名升至第 2；再融资募集资金为 1182 亿，市占率为 14.9%，行业排名升至第 3；债券承销规模为 11999 亿，市占率为 9.9%，行业排名升至第 3；国泰君安证券（香港）港股股权承销规模为 124 亿港元，市占率为 3.7%，行业排名升至第 8。截至 25Q3，公司 A 股 IPO 储备项目 19 单、位列行业第 1，再融资储备项目 13 单、位列行业第 4。

(3) 资管稳健增长。25Q3 资管收入 43 亿，同比+49%；单三季度资管收入 17 亿，同比+80%，环比+20%。公募基金，25Q3 末华安基金、海富通基金、富国基金非货 AUM 同比分别为+31%、+73%、+39%，三者分别在商品 ETF、债券基金、主动权益类基金领域闪闪发光。

□ 资金类业务：用表常态化在途，自营收入爬升，信用业务稳定。

(1) 用表常态化在途、自营收入爬升。25Q3 自营收入为 204 亿，同比+90%；单三季度自营收入 110 亿，同比+93%，环比+106%。截至 25Q3，公司交易

强烈推荐（维持）

总量研究/非银行金融
目标估值：NA
当前股价：19.34 元

基础数据

总股本（百万股）	17629
已上市流通股（百万股）	13494
总市值（十亿元）	340.9
流通市值（十亿元）	261.0
每股净资产（MRQ）	18.4
ROE（TTM）	7.9
资产负债率	83.1%
主要股东	上海国有资产经营有限公司
主要股东持股比例	14.34%

股价表现



相关报告

- 《国泰海通（601211）——轻资本业务市占率跃升，自营保持稳健》2025-08-31
- 《国泰君安（601211）——自营顶梁柱，整体略好于预期》2024-11-02

郑积沙 S1090516020001

✉ zhengjisha@cmschina.com.cn

许诗蕾 研究助理

✉ xushilei@cmschina.com.cn

性金融资产 6717 亿，环比+8%；其他债权投资 1430 亿，环比+14%；其他权益工具投资 585 亿，环比+26%；衍生金融资产 119 亿，环比+23%。公司自营权益类/净资本、自营固收类/净资本分别为 30.72%、323.03%，环比分别为+5.93pct、+33.01pct。综合看，预计伴随整合推进、公司层面对于资金调度统筹回归常态、业务杠杆有所回升，同时受益于权益市场向好，客需业务回暖，方向性持仓估值亦有提升。

(2) 信用业务稳定。25Q3 利息净收入 52 亿，同比+232%；单三季度利息净收入 20 亿，同比+286%，环比-19%。截至 25Q3，融出资金为 2386 亿，环比+27%，两融市占率为 9.96%，环比-0.2pct；买入返售金融资产 577 亿，环比-21%。25Q3 公司计提信用减值损失 23 亿，单三季度计提 11 亿，主要源自吸收合并海通证券后新增的租赁业务。

□ **投资建议：维持“强烈推荐”评级。**国君、海通并表落地，轻资本和信用业务市占率明显跃升，期待公司高效用表、构建起收费类业务和用资类业务的双向循环、推动业绩更上新台阶。考虑到市场火热、市场风偏向好，利好券商多数板块。公司作为头部券商有望优先受益、业绩实现全方位增长，预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 287 亿/247 亿/270 亿，同比+121%/-14%/+9%。

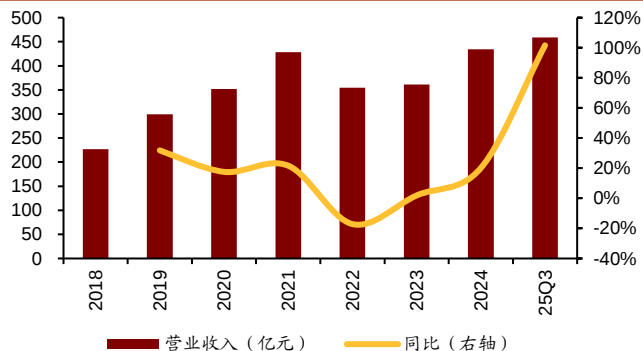
□ **风险提示：整合不及预期，政策力度不及预期，市场波动加剧。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	36141	43397	68196	76119	83049
同比增长	1.9%	20.1%	57.1%	11.6%	9.1%
营业利润(百万元)	12178	16659	29357	33021	36099
同比增长	-14.7%	36.8%	76.2%	12.5%	9.3%
归母净利润(百万元)	9374	13024	28735	24726	27030
同比增长	-18.5%	38.9%	120.6%	-14.0%	9.3%
每股收益(元)	0.98	1.39	1.63	1.40	1.53
PE	19.7	13.9	11.9	13.8	12.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0

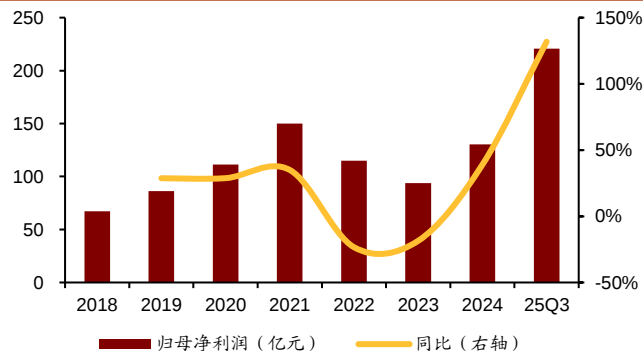
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：国泰海通营业收入



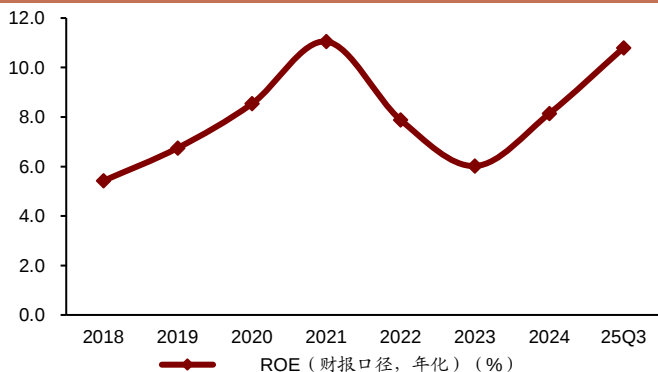
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：国泰海通归母净利润



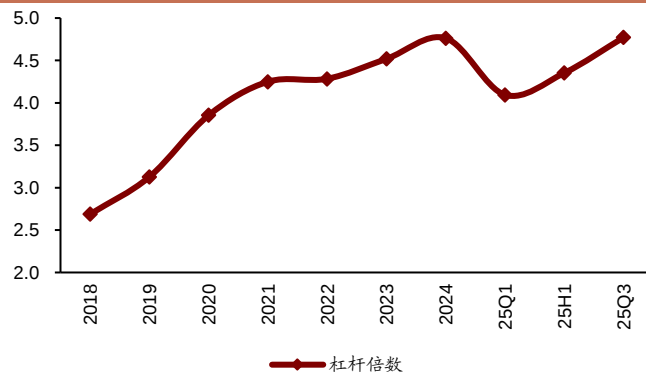
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：国泰海通年化 ROE



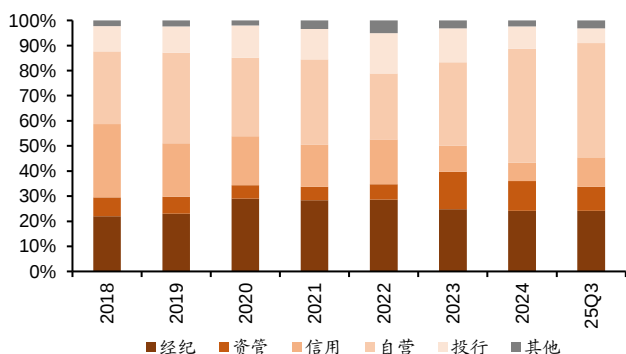
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：国泰海通杠杆倍数



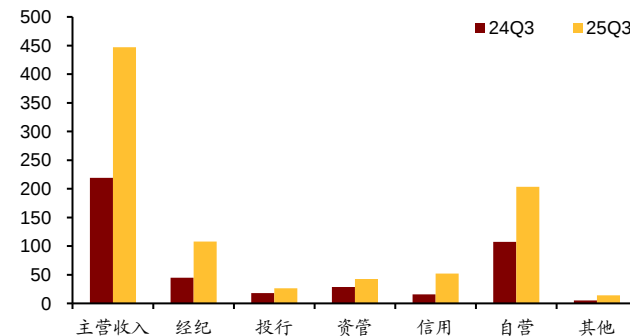
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：国泰海通营收结构



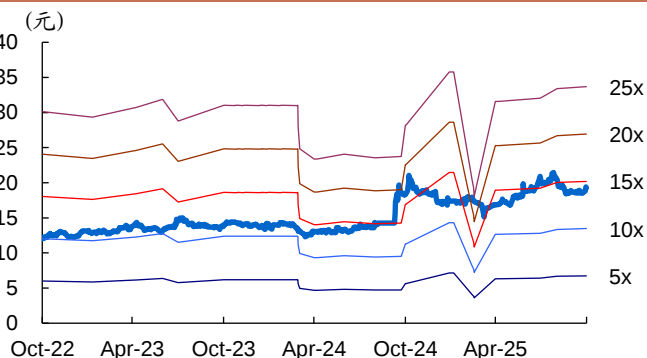
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：国泰海通主营收及分部收入同期对比（亿元）



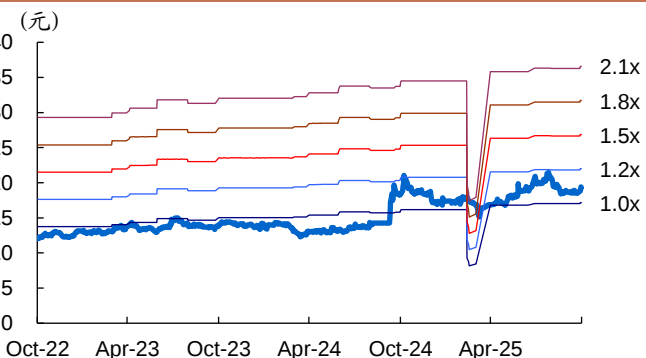
资料来源：公司公告、招商证券；注：主营业务收入为调整后结果。

图 7：国泰海通历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：国泰海通历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1：损益表（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,471	36,141	43,397	68,196	76,119	83,049
手续费及佣金净收入	14,200	15,068	15,127	25,356	29,033	31,252
代理买卖证券业务净收入	7,643	6,790	7,843	15,141	16,673	17,555
证券承销业务净收入	4,311	3,688	2,922	3,872	5,418	6,075
受托客户资产管理业务净收入	1,648	4,097	3,893	5,639	6,109	6,619
利息净收入	4,765	2,803	2,357	6,014	6,536	6,980
投资净收益	7,266	10,855	13,042	20,767	23,192	24,825
其中：对联营企业和合营企业的投资	753	379	306	459	436	447
公允价值变动净收益	513	-1,350	2,033	1,093	473	1,034
汇兑净收益	118	-51	172	-310	-69	-189
其他收益	745	1,015	834	1,502	1,802	2,162
其他业务收入	7,866	7,803	9,839	13,774	15,152	16,984
资产处置收益	-1	-1	-7	36	15	25
营业支出	21,188	23,964	26,738	38,840	43,098	46,950
税金及附加	215	185	197	273	304	332
管理费用	13,640	15,723	16,462	21,401	23,697	25,418
资产减值损失	24	32	42	37	57	54
信用减值损失	-465	263	250	3,410	3,958	4,236
其他业务成本	7,774	7,760	9,787	13,719	15,081	16,911
营业利润	14,283	12,178	16,659	29,357	33,021	36,099
加：营业外收入	14	28	5	7,985	4	4
减：营业外支出	157	57	3	4	4	5
其中：非流动资产处置净损失						
利润总额	14,140	12,148	16,662	37,338	33,020	36,098
减：所得税	2,519	2,262	3,113	7,468	7,264	7,942
加：未确认的投资损失						
净利润	11,621	9,885	13,549	29,870	25,756	28,157
减：少数股东损益	114	511	525	1,135	1,030	1,126
归属于母公司所有者的净利润	11,507	9,374	13,024	28,735	24,726	27,030
加：其他综合收益	342	257	1,468	3,935	3,786	4,138
综合收益总额	11,963	10,142	15,016	33,805	29,542	32,294
减：归属于少数股东的综合收益总额	414	561	610	1,521	1,329	1,453
归属于母公司普通股股东综合收益总额	11,549	9,581	14,407	32,284	28,213	30,841
每股收益：						
基本每股收益（元）	1.24	0.98	1.39	1.63	1.40	1.53
稀释每股收益（元）	1.23	0.97	1.39	1.63	1.40	1.53

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：资产负债表（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产：						
货币资金	179,065	161,876	211,020	457,031	500,794	535,314
其中：客户资金存款	148,317	131,136	184,306	365,625	400,635	428,251
结算备付金	17,965	18,119	28,075	48,750	47,444	50,714
其中：客户备付金	10,550	10,803	18,262	33,637	33,211	35,500
拆出资金	0	0	0	714	757	802
融出资金	87,116	89,754	106,268	188,646	161,699	170,124
金融投资	398,078	472,211	520,518	858,892	916,278	999,617
其中：交易性金融资产	331,401	372,574	408,473	664,913	707,997	774,673
债权投资	3,156	3,615	3,995	8,989	9,439	10,194
其它债权投资	61,189	94,147	86,028	137,644	148,656	160,548
其他权益工具投资	2,331	1,876	22,021	47,346	50,187	54,201
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	8,233	9,673	9,017	9,974	12,744	13,944
买入返售金融资产	71,136	69,666	60,646	91,406	110,175	128,475
持有待售资产						
应收款项	12,646	17,895	13,910	40,918	35,920	38,546
合同资产						
应收利息						
存出保证金	58,923	56,788	69,012	110,297	116,632	124,672
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	11,444	12,791	13,222	27,105	28,460	29,883
固定资产	2,832	3,918	3,854	20,040	21,043	22,095
在建工程	190	192	260	651	716	773
无形资产	1,443	1,530	1,609	3,379	3,568	3,775
其中：交易席位费						
商誉	4,071	4,071	4,071	4,052	4,052	4,052
递延所得税资产	2,438	2,458	1,424	4,927	4,323	4,838
投资性房地产	1,094	1,067	1,034	3,205	3,365	3,533
使用权资产	1,679	1,621	1,458	2,624	2,756	2,893
其他资产	2,336	1,775	2,348	16,749	18,089	19,536
资产总计	860,689	925,402	1,047,745	2,010,772	2,174,763	2,317,371
负债：						
短期借款	9,848	11,662	9,196	38,845	42,729	47,002
其中：质押借款						
应付短期融资款	13,649	19,372	47,491	54,615	57,345	60,213
拆入资金	12,967	11,745	5,416	18,145	19,959	21,955
交易性金融负债	75,049	74,824	75,284	101,633	106,715	112,051
衍生金融负债	9,791	11,489	9,392	21,343	21,343	22,410
卖出回购金融资产款	173,237	216,830	244,938	479,883	550,873	588,845
代理买卖证券款	100,275	90,457	129,455	487,500	527,151	563,488
代理承销证券款	35	873	174	924	1,109	1,331
应付职工薪酬	9,058	7,729	8,073	8,560	9,953	10,676
长期应付职工薪酬						
应交税费	2,091	1,365	1,028	2,987	2,642	2,888
应付款项	158,286	166,285	200,075	70,026	80,880	102,718
应付利息						
合同负债	97	80	22	31	43	61
持有待售负债						

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
代理业务负债						
长期借款	559	550	539	41,278	43,342	45,509
应付债券	127,884	134,026	133,998	314,896	330,641	347,173
递延所得税负债	129	155	397	1,494	1,321	1,444
预计负债	337	329	282	616	616	616
租赁负债	1,885	1,829	1,642	2,544	2,672	2,805
其他负债	1,687	2,426	2,870	30,130	30,733	31,347
负债合计	696,862	752,024	870,272	1,675,450	1,830,067	1,962,532
所有者权益(或股东权益):						
股本	8,907	8,905	8,904	17,629	17,629	17,629
其它权益工具	16,047	19,919	14,947	9,975	9,975	9,975
其中: 优先股						
永续债	14,919	19,919	14,947	9,975	9,975	9,975
资本公积金	46,069	47,315	47,334	182,126	182,126	182,126
减: 库存股	393	361	173	1,276	1,276	1,276
其它综合收益	-364	156	1,566	4,033	3,885	4,236
盈余公积金	7,173	7,173	7,173	7,173	7,173	7,173
未分配利润	56,668	58,506	63,280	71,106	77,802	85,123
一般风险准备	23,594	25,357	27,746	30,733	33,308	36,124
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
归属于母公司所有者权益合计	157,699	166,969	170,775	321,498	330,622	341,109
少数股东权益	6,127	6,409	6,698	13,824	14,075	13,730
所有者权益合计	163,826	173,378	177,474	335,322	344,697	354,839
负债及股东权益总计	860,689	925,402	1,047,745	2,010,772	2,174,763	2,317,371

资料来源: 公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。