

国联民生（601456）

2025 年三季报点评：并表民生证券叠加经纪、自营业务驱动，Q3 利润延续高增

买入（维持）

2025 年 11 月 01 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,955	2,683	7,846	7,734	8,149
同比（%）	12.68%	-9.21%	192.42%	-1.42%	5.36%
归母净利润（百万元）	671	397	2,321	2,290	2,413
同比（%）	-12.51%	-40.80%	483.91%	-1.34%	5.37%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.24	0.14	0.41	0.40	0.42
P/E（现价&最新摊薄）	50.83	87.14	29.86	30.27	28.73

投资要点

- **事件：**国联民生发布 2025 年三季报。25Q1~3 公司实现营业收入 60.4 亿元，同比+201.2%；归母净利润 17.6 亿元，同比+345.3%；对应 EPS 0.31 元，ROE 3.7%，同比+1.6pct。第三季度实现营业收入 20.3 亿元，同比+120.6%，环比-17.2%；归母净利润 6.4 亿元，同比+106.2%，环比-15.4%。
- **受益于市场活跃度提升及并表民生证券，Q3 经纪业务收入大幅增长：**1) 25Q1~3 公司经纪业务收入 15.7 亿元，同比+293.0%，占营业收入比重 22.6%。其中 Q3 单季度经纪业务收入 6.6 亿元，同比+456%。25Q1~3 全市场日均股基交易额 18723 亿元，同比+108.6%。2) 截至 25Q3 公司两融余额 223 亿元，较年初+93%，市场份额 0.9%，较年初+0.3pct，全市场两融余额 23942 亿元，较年初+28.4%。
- **25Q1~3 投行业务收入同比增幅达 161%：**25Q1~3 公司投行业务收入 6.9 亿元，同比+160.8%。其中 Q3 单季度投行业务收入 1.6 亿元，同比+65.5%。1) **股权业务：**2025Q1~3 公司股权主承销规模 5.6 亿元，同比-23.0%，排名第 42；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 1 家，承销规模 2 亿元。2) **债券业务：**25Q1~3 债券主承销规模 709 亿元，同比+62.0%，排名第 27；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 307 亿元、254 亿元、148 亿元。
- **资管业务收入稳步提升：**25Q1~3 资管业务收入 5.3 亿元，同比+9.0%。其中 25Q3 单季度资管业务收入 1.7 亿元，同比基本持平。截至 2025H1 公司资产管理规模 1984 亿元，同比+59.0%。伴随并表中融基金、国联资管开业，公司资管业务收入稳步提升。
- **市场行情上行，自营收益同比高增：**三季度以来市场行情大幅上行，公司充分把握机遇，实现较高投资收益。25Q1~3 公司投资收益（含公允价值）29.7 亿元，同比+219.2%；Q3 单季度调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）11.7 亿元，同比+237.1%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到市场交投活跃以及公司自营业务具有高弹性，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 23.2、22.9、24.1 亿元（前值分别为 21.6、21.0、22.1 亿元），对应同比增速分别为+484%、-1%、+5%。截至 2025 年 10 月 31 日，公司市值对应 2025E-2027E 的 PB 估值分别为 1.20x、1.16x、1.12x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效，公司综合实力有望实现大幅提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 整合效果不及预期；2) 权益市场大幅波动；3) 行业监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.01
一年最低/最高价	9.04/14.66
市净率(倍)	1.20
流通 A 股市值(百万元)	28,600.50
总市值(百万元)	62,543.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.16
资产负债率(%,LF)	72.26
总股本(百万股)	5,680.59
流通 A 股(百万股)	2,597.68

相关研究

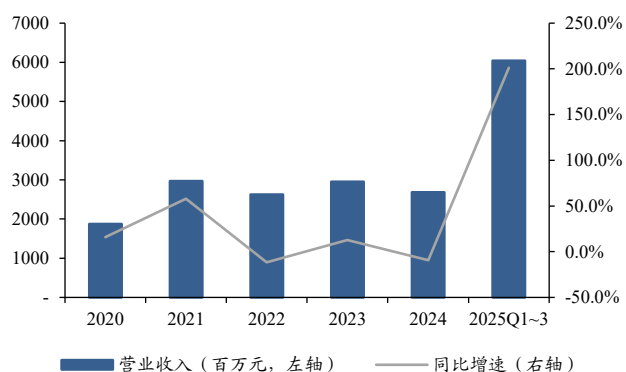
《国联民生(601456)：2025 年中报点评：并表民生证券，叠加自营实现高收益，经营业绩大幅提升》

2025-08-29

《国联民生(601456)：2025 年一季报点评：并表民生证券，经营业绩大幅提升》

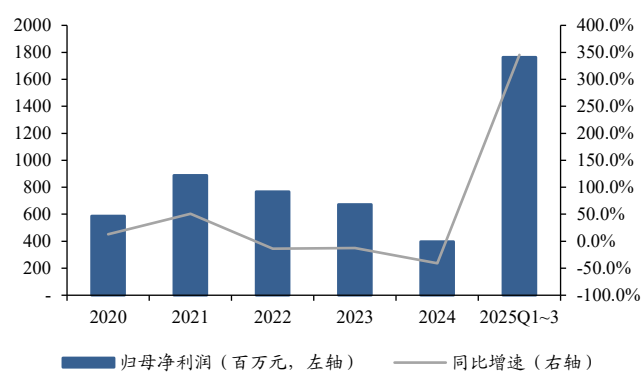
2025-04-30

图1：2020-2025Q1~3 国联民生营收情况（百万元）



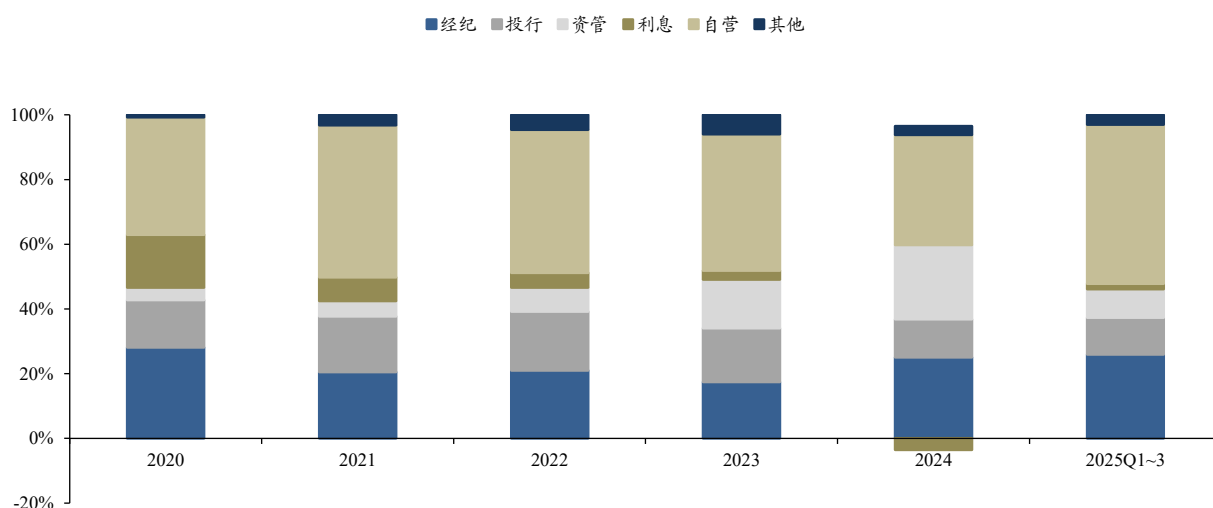
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2020-2025Q1~3 国联民生归母净利润情况(百万元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2020-2025Q1~3 国联民生收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：国联民生财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
客户资金	8365	14241	33229	33894	34571	营业收入	2955	2683	7846	7734	8149
自有资金	5430	6391	10977	10760	11415	手续费及佣金净收入	1554	1783	3811	3724	4029
交易性金融资产	39027	37921	84845	85756	88263	其中：经纪业务	515	718	1996	1825	1914
可供出售金融资产	10684	10762	21154	21381	22006	投资银行业务	489	339	949	953	1095
持有至到期投资	76	77	81	85	90	资产管理业务	443	660	799	879	953
衍生金融资产	1747	923	923	923	923	利息净收入	81	-100	122	169	197
买入返售金融资产	5307	10474	11234	10452	11000	投资收益	545	1955	3870	3812	3888
融出资金	10127	11551	22927	24073	24554	其他业务收入	7	13	14	15	15
资产总计	87129	97208	193011	195247	201040	营业支出	2144	2323	4971	4898	5160
代理买卖证券款	9046	14312	36220	35496	35496	营业税金及附加	20	21	68	67	71
应付债券	25062	24787	29688	29688	29688	业务及管理费	2152	2322	4943	4873	5134
应付短期融资款	256	15	1531	1546	1546	资产减值损失	-29	-20	-40	-42	-44
应付债券	25062	24787	24787	24787	24787	营业利润	812	360	2875	2837	2988
负债总计	69005	78260	140425	140922	144850	利润总额	825	373	2875	2837	2988
总股本	2832	2832	5681	5681	5681	减：所得税	151	-33	546	538	567
普通股股东权益	17769	18584	52214	53953	55817	净利润	675	406	2329	2298	2421
少数股东权益	355	364	372	372	372	减：少数股东损益	3	9	9	9	9
负债和所有者权益合计	87129	97208	193011	195247	201040	归属母公司所有者净利润	671	397	2321	2290	2413

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>