

国泰海通（601211.SH） 业务全面增长驱动 ROE 高增，合并成效显现

2025 年 11 月 01 日

——国泰海通 2025 三季报点评

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 2025/10/31

当前股价(元) 19.38

一年最高最低(元)	22.08/15.42
-----------	-------------

总市值(亿元)	3,416.49
---------	----------

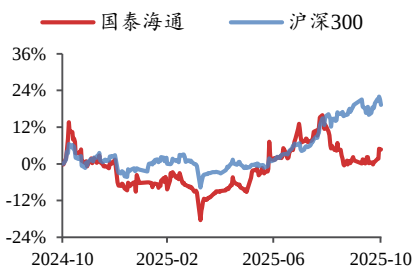
流通市值(亿元)	2,615.14
----------	----------

总股本(亿股)	176.29
---------	--------

流通股本(亿股)	134.94
----------	--------

近3个月换手率(%) 59.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《合并后行业领先地位稳固，看好 ROE 中枢回升—国泰海通 2025 中报点评》-2025.9.1

《打造国际一流券商，看好远期 ROE
中枢提升—公司首次覆盖报告》
-2025.4.11

● 业务全面增长驱动 ROE 高增，合并成效显现

2025Q1-3 营业总收入/归母净利润分别 459/221 亿元，同比+102%/+132%，扣非净利润 163 亿，同比+80%(非经常性损益:2025Q1 收购海通负商誉+85 亿;2025Q3 负商誉计提所得税-27 亿)。单 Q3 扣非归母净利润 90 亿，环比+126%，表现超预期。2025Q1-3 扣非年化 ROE 10.8%，同比+2.84pct，盈利能力提升，合并成效显现，期末杠杆率(扣客户保证金)4.48 倍，同比-0.21 倍。经纪/投行/资管/利息净收入/投资收益(含公允价值变动损益)同比+143%/+46%/+49%/+232%/+91%。考虑公司表现超预期，我们上修 2025-2027 年归母净利润预测至 276/265/317 亿元(调前 247/218/259)，同比+112%/+4%/+19%(对应扣非净利润同比为+68%/+22%/+19%)，当前公司 PB(LF)为 1.11 倍，公司收购海通证券后 ROE 重回提升趋势，当前估值具备安全边际，维持“买入”评级。

● 经纪环比高增，投行业务实力保持行业领先，旗下基金 AUM 同比增长

(1) 前三季度经纪业务净收入108亿, 同比+143%, Q3单季度51亿, 同比+269%, 环比+65%, 主因三季度市场交易量活跃 (2025Q1-3市场股基ADT 1.96万亿, 同比+112%; 2025Q3为2.5万亿, 环比+66%, 同比+212%)。期末公司客户保证金规模4881亿, 同比+309%, 环比+16%。(2) 前三季度投行业务净收入26亿, 同比+46%, Q3单季度为12亿, 同比+96%, 环比+81%, 前三季度股权融资项目29单, 融资规模1228亿, 行业排名第二, 其中IPO项目12单, IPO规模100亿, 行业排名第四。前三季度债券承销规模11998亿, 行业排名第三。(3) 前三季度资管业务净收入43亿, 同比+49%, Q3单季度为17亿, 同比+80%, 环比+20%。截至末, 旗下华安基金非货/偏股AUM分别为5021/1787亿元, 同比+32%/+11%; 海富通基金非货/偏股AUM分别为2021/360亿元, 同比+73%/+45%; 富国基金非货/偏股AUM分别为9198/4857亿元, 同比+39%/+43%。

● 自营投资收益高增，两融市占率保持 10% 以上

(1) 前三季度自营投资收益（不含联营合营，含公允价值变动损益、汇兑净损益）201亿，同比+87%，单Q3实现110亿，环比+115%。2025Q1-3年化自营投资收益率4.5%（2025H1为3.3%）。期末公司金融投资资产规模达7421亿，同比+95%，吸收合并海通证券后自营投资体量扩大。(2) 前三季度利息净收入52亿，同比+232%，利息收入/利息支出分别同比+86%/+61%，合并后生息资产和付息债务体量增长。公司融出资金2386亿，同比+187%，环比+27%，市占率10.03%。

● **风险提示：**股市波动风险；市场竞争超预期；自营投资收益率不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,141	43,397	57,873	68,607	78,905
YOY(%)	1.9	20.1	33.4	18.5	15.0
归母净利润(百万元)	9,374	13,024	27,588	26,528	31,658
YOY(%)	-18.5	38.9	111.8	-3.8	19.3
毛利率(%)	33.7	38.4	51.9	53.3	55.4
净利率(%)	25.9	30.0	47.7	38.7	40.1
ROE(%)	5.8	7.7	15.1	13.1	14.3
EPS(摊薄/元)	1.05	1.46	1.56	1.50	1.80
P/E(倍)	36.4	26.2	12.4	12.9	10.8
P/B(倍)	1.0	1.0	1.8	1.6	1.5

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

1 / 4

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	671,766	798,785	1,634,430	1,867,650	2,069,601
现金	161,876	211,020	531,257	623,293	666,831
应收票据及应收账款	17895	13910	38753	40690	42725
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	491995	573855	1064421	1203667	1360045
非流动资产	253637	248961	369470	384311	400090
长期投资	10366	13222	25121	26378	27696
固定资产	3918	3854	19874	20084	20294
无形资产	1530	1609	3209	3370	3538
其他非流动资产	237,823	230,276	321,266	334,479	348,561
资产总计	925,402	1,047,745	2,003,901	2,251,961	2,469,690
流动负债	602,664	721,247	1,394,136	1,569,553	1,721,585
短期借款	11,662	9,196	39,084	42,993	47,292
应付票据及应付账款	166,285	200,075	90,295	94,810	99,550
其他流动负债	424,717	511,976	1,264,757	1,431,750	1,574,743
非流动负债	149,361	149,025	408,207	463,303	505,733
长期借款	134,575	134,538	363,524	418,023	459,825
其他非流动负债	14,786	14,487	44,683	45,281	45,908
负债合计	752,024	870,272	1,802,343	2,032,856	2,227,318
少数股东权益	6,409	6,698	7,752	8,427	9,322
股本	8,905	8,904	17,629	17,629	17,629
资本公积	47,315	47,334	182,126	182,126	182,126
留存收益	7,173	7,173	9,931	12,584	15,750
归属母公司股东权益	166,969	170,775	193,805	210,678	233,050
负债和股东权益	925,402	1,047,745	2,003,901	2,251,961	2,469,690

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7204	56105	77542	81535	91993
净利润	9885	13549	28819	27712	33070
折旧摊销	851	925	1025	1125	1225
财务费用	)	)	)	)	)
投资损失	)	;	;	;	;
营运资金变动	-7144	41591	46591	51591	56591
其他经营现金流	1300	2672	2772	2872	2972
投资活动现金流	-26260	-22659	-22459	-22259	-22059
资本支出	-1155	-1138	-1138	-1138	-1138
长期投资	-28511	-26168	-26068	-25968	-25868
其他投资现金流	3406	4647	4747	4847	4947
筹资活动现金流	5943	7509	44289	25764	25964
短期借款	-57317	-65867	-65767	-65667	-65567
长期借款	70493	91230	91330	91430	91530
普通股增加	1	1	8725	0	0
资本公积增加	5000	0	0	0	0
其他筹资现金流	-12234	-17856	10000	0	0
现金净增加额	-12817	41052	320238	412274	43538

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,141	43,397	57,873	68,607	78,905
营业成本	23,964	26,738	27,835	32,005	35,226
营业税金及附加	185	197	338	400	460
营业费用	5	5	9	9	9
管理费用	15723	16462	27163	31237	34361
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	263	250	0	0	0
其他收益	0	0	4	4	4
公允价值变动收益	(1350)	2033	0	0	0
投资净收益	10855	13042	27952	33090	37495
资产处置收益	- 0	- 0	4	4	4
营业利润	12,178	16,659	30,038	36,602	43,679
营业外收入	28	5	8,037	11	13
营业外支出	57	3	4	5	6
利润总额	12,178	16,659	30,038	36,602	43,679
所得税	2,262	3,113	9,251	8,896	10,616
净利润	9,885	13,549	28,819	27,712	33,070
少数股东损益	511	525	1,231	1,184	1,413
归属母公司净利润	9,374	13,024	27,588	26,528	31,658
EBITDA	13028	17585	31063	37727	44904
EPS(元)	1.05	1.46	1.56	1.50	1.80

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.9	20.1	33.4	18.5	15.0
营业利润(%)	-14.7	36.8	80.3	21.9	19.3
归属于母公司净利润(%)	-18.5	38.9	111.8	-3.8	19.3
获利能力					
毛利率(%)	33.7	38.4	51.9	53.3	55.4
净利率(%)	25.9	30.0	47.7	38.7	40.1
ROE(%)	5.8	7.7	15.1	13.1	14.3
ROIC(%)	3.1	4.2	4.8	4.1	4.4
偿债能力					
资产负债率(%)	81.3	83.1	89.9	90.3	90.2
产权比率(%)	145.2	150.3	160.2	161.2	160.1
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	4.0	4.4	3.8	3.2	3.3
应收账款周转率	236.7	272.9	219.8	172.7	189.2
应付账款周转率	14.8	14.6	19.2	34.6	36.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.46	1.56	1.50	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	6.30	4.40	4.63	5.22
每股净资产(最新摊薄)	18.75	19.18	10.99	11.95	13.22
估值比率					
P/E	36.4	26.2	12.4	12.9	10.8
P/B	1.0	1.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	66.1	56.9	53.3	61.0	56.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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