

国泰海通（601211.SH）

券业新巨头启航

优于大市

核心观点

公司概况与合并背景：大型券商合并，缔造行业新巨头。国泰海通的股权结构呈现国有资本主导、股权相对集中且多元化的特点。上海国资系统处于控股地位，确保了公司战略与政策执行的稳定性，同时香港中央结算等境外资本及机构投资者的参与优化了治理效能。管理层由原双方核心高管共同组成，董事长朱健（原国泰君安董事长）、总裁李俊杰（原国泰君安总裁）与副董事长周杰（原海通证券董事长）等构成的团队兼顾专业分工与平衡布局，旨在实现平稳过渡与协同效应释放。合并前，国泰君安业绩稳健增长，而海通证券因境外资产减值等因素短期承压，整合实现了优势互补。截至2025年三季度末，合并后公司总资产突破2.01万亿元，净资产达3,389亿元，均位居行业首位，资本实力极为雄厚。

财务表现：规模效应凸显，盈利能力强劲。合并显著推动了业绩跨越式增长。2025年前三季度，公司实现营业收入458.92亿元、同比增长101.6%；归母净利润达220.74亿元、同比大幅增长131.8%。业绩高增主要源于三方面驱动：一是市场活跃度提升带动经纪、自营等业务收入增长；二是合并产生的负商誉计入营业外收入，直接增厚利润；三是初步的成本协同效应显现。盈利能力同步提升，2025年三季度年化ROE升至8.10%，高于行业平均水平。公司的资本实力和稳健的财务结构为未来业务扩张提供了坚实基础。

核心业务深度协同与竞争优势：全链条布局，优势互补：

- **自营投资与资本运用突出规模与策略双升级。**合并后金融投资资产规模显著扩张，截至2025Q3末交易性金融资产约6,716亿元。公司并未简单扩张方向性自营，而是推动策略升级，重点发展做市业务、场外衍生品和FICC业务，实现资产多元化配置。关键优势在于充足的资本缓冲和优化的监管指标，为自营投资、两融等重资本业务提供了巨大的扩表潜力和风险抵御能力。
- **财富管理业务注重数字化赋能与客群深耕。**合并后形成了由财富管理委员会统一领导的“前台分客群、中台重配置、后台强平台”架构。客户基数近4,000万户，投顾团队超5,700人。公司践行“All in AI”战略，通过“君弘灵犀”大模型等数字化工具实现智能投顾与人工投顾融合，2025年上半年君弘APP与通财APP平均月活达1,558万户。2025年前三季度经纪业务净收入108.14亿元，同比大增142.8%；两融余额市占率稳居10%以上，行业首位。通过分客群精细化运营和整合后的规模效应，业务利润率有望持续改善。
- **资产管理业务聚焦强强整合，规模领先。**原国泰君安资管与海通资管于2025年7月合并成立国泰海通资管，管理规模达7,051.93亿元（截至2025H1），跃居行业第二。整合实现了公募/量化私募固收/FOF互补。公募基金平台实力突出，通过控股华安基金、海富通基金和参股富国基金，构建了强大的“一参两控”格局，特别是在指数基金（华安黄金ETF规模第一）、债券ETF（海富通规模第一）等领域具有领先优势。
- **投资银行业务加强资源整合，发力跨境业务。**合并显著提升了投行实力，团队和项目资源得到有效补充。2025年上半年，境内证券主承销额7,081.82亿元，市场份额11.95%，行业排名第二。其中，股权主承销

公司研究·财报点评

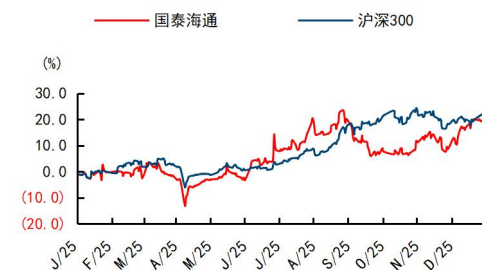
非银金融·证券II

证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn S0980524070008
证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn S0980523060004

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值
收盘价 20.76元
总市值/流通市值 365976/365976百万元
52周最高价/最低价 21.87/15.42元
近3个月日均成交额 2099.77百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

额同比增长超 13 倍，IPO 主承销规模行业第二，新申报受理项目数量行业第一。跨境业务是 2025 上半年亮点，公司在香港市场再融资项目数排名第一，中资离岸债券承销规模位居中资券商榜首。

风险提示：合规与监管风险，整合与协同风险，市场风险等。

投资建议：基于股市景气度、公司市占率等关键假设，预计公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 36.0%、12.4%、11.4%，归母净利润增速分别为 95.0%、-3.3%、12.1%。若剔除一次性影响，核心业务盈利增长依然稳健。当前公司股价对应 2025E PE 约为 12 倍，2025E PB 约为 1.12 倍，估值水平相对于其行业龙头地位和业务潜力具备一定安全边际，并有向行业均值靠拢的动力。我们按照分部估值法对公司进行估值，估算公司合理总市值应在 3,400-5,433 亿元区间，对应股价区间为 19.30-30.82 元/股。综合考虑公司的行业地位、战略规划、业务优势和资本实力，给予公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,141	43,397	59,015	66,308	73,838
(+/-%)	1.89%	20.08%	35.99%	12.36%	11.36%
归母净利润(百万元)	9,374	13,024	25,391	24,531	27,499
(+/-%)	-18.54%	38.94%	94.96%	-3.39%	12.10%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.39	1.71	1.66	1.86
净资产收益率(ROE)	5.8%	7.7%	7.6%	6.9%	7.3%
市盈率(PE)	21.18	14.94	12.12	12.54	11.19
市净率(PB)	1.26	1.19	1.12	1.06	1.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、公司概况：大券商合并，缔造行业新巨头

国泰海通证券是由国泰君安与海通证券于 2025 年 4 月合并组建的行业龙头，其总资产超 2.0 万亿元，净资产与净资本规模居行业首位，是国内资本市场迄今规模最大的 A+H 双边市场券商合并案例，致力于打造具备国际竞争力的一流投资银行。

公司股权结构呈现以国有资本为主导、股权相对集中且多元化的特点。根据 2025 年第三季度数据，公司总股本为 176.29 亿股，前十大股东合计持股比例达 54.05%，其中国有股东占比显著。上海国资系统处于控股地位：上海国有资产经营有限公司（持股 14.34%）和上海国际集团有限公司（持股 3.87%）为前二大国有股东，凸显公司深厚的上海国资背景；其他重要国有股东包括深圳市投资控股有限公司（持股 3.46%）和上海国盛集团（持股 3.03%），共同强化了国有资本的控制力。境外资本与机构投资者亦占重要份额：香港中央结算（代理人）有限公司作为 H 股登记机构，持股比例达 19.88%。中国证券金融股份有限公司持股约 3.12%。此外，公募基金如国泰中证全指证券公司 ETF 新进成为前十大流通股东，反映了机构投资者的参与度。整体而言，国有资本主导的股权结构既保障了公司战略与政策执行的稳定性，又通过引入市场化的机构投资者优化了治理效能。

表1：公司前十大股东-截至 2025Q3 末

股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例（%）	期末参考市值（亿元）	股东性质
香港中央结算（代理人）有限公司	35.05	19.88	661.46	H 股
上海国有资产经营有限公司	25.27	14.34	476.87	国有股
上海国际集团有限公司	6.82	3.87	128.73	国有股
深圳市投资控股有限公司	6.09	3.46	115.00	国有股
上海国盛（集团）有限公司	5.35	3.03	100.91	国有股
中国证券金融股份有限公司	4.21	2.39	79.36	国有股
上海海烟投资管理有限公司	3.94	2.23	74.30	国有股
光明食品（集团）有限公司	2.96	1.68	55.83	国有股
国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	2.92	1.66	55.10	证券投资基金
香港中央结算有限公司	2.66	1.51	50.11	陆股通

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司管理层配置注重专业经验与并购双方的团队融合，形成了以董事长朱健为核心的高管团队。核心领导层由原国泰君安与海通证券高管共同组成：董事长朱健（原国泰君安董事长）具备丰富的金融监管与银行业经历，曾任职于证监会及上海银行；副董事长周杰（原海通证券董事长）代表大股东上海国际集团，兼任副董事长以协调整合事务；总裁李俊杰（原国泰君安总裁）负责日常经营，其在财富管理与投行业务方面经验深厚。高管团队兼顾专业分工与平衡布局：副总裁中，聂小刚（兼任董事会秘书、首席风险官）、张信军（兼任首席财务官）等关键岗位均来自原两家公司，其中约 60%成员源自国泰君安，40%源自海通证券，旨在实现业务平稳过渡与协同效应释放。此外，董事会下设战略、风险控制等专业委员会，并配备 6 名独立董事，强化公司治理的科学性。这种安排既保留了双方的核心管理能力，又通过“专业化+年轻化”的用人导向推动量整合。

表2：公司主要高管简介-截至 2025Q3 末

姓名	职务	任职日期	简介
朱健	董事长，执行董事	2023-12-29	原国泰君安证券董事长
周杰	副董事长	2025-04-03	原海通证券董事长
李俊杰	总裁	2024-01-23	原国泰君安证券总裁
聂小刚	副总裁，首席风险官，董事会秘书	2021-06-28	原国泰君安证券副总裁

谢乐斌	副总裁	2021-06-28	原国泰君安证券副总裁
陈忠义	副总裁	2024-05-24	原国泰君安证券副总裁
韩志达	副总裁	2024-07-17	原国泰君安证券副总裁
毛宇星	副总裁	2025-04-03	原海通证券副总经理
潘光韬	副总裁	2025-04-03	原海通证券副总经理
张信军	副总裁, 首席财务官	2025-04-03	原海通证券副总经理
赵宏	总审计师	2024-10-30	原国泰君安证券总审计师
赵慧文	合规总监, 总法律顾问	2025-04-03	原海通证券合规总监
俞枫	首席信息官	2025-04-03	原国泰君安证券首席信息官

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司是业务布局最为全面的行业龙头之一。目前已形成涵盖证券期货经纪、投资银行、自营、权益及 FICC 交易、信用、资产管理、公募基金管理、私募股权投资、另类投资、融资租赁以及境外投资银行等多个业务领域的综合金融服务体系，为广大境内外企业、机构和个人客户提供全方位的专业金融服务。

表3：公司主要业务类别

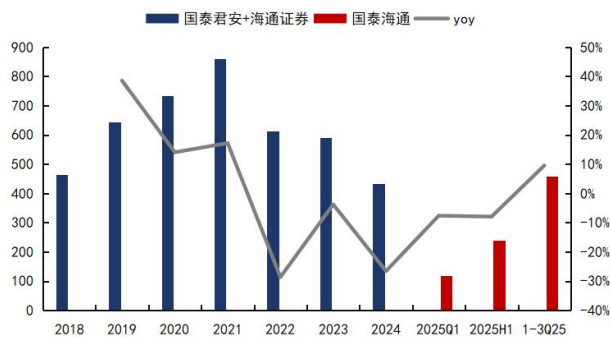
一级业务板块	主要内容/服务类别	主要下属子公司/平台	客户类型与服务对象
财富管理	证券经纪、金融产品销售、投资顾问、数字金融平台、一站式综合财富管理服务	——	个人客户
投资银行	股权融资、债务融资、并购重组、财务顾问、资产证券化、REITs、跨境资本运作	——	企业客户
机构与交易	股票、基金、债券、大宗商品、外汇及衍生品综合化销售和交易、席位租赁、券商结算、产品创设及推广、投顾、资产托管	——	各类机构投资者
信用业务	融资融券、股票质押式回购、质押融资、股票期权行权融资等	——	机构与个人客户
投资管理	集团及子公司资管平台主动/被动投资、现金管理、量化、另类、结构金融等全业务线	国泰海通资产管理、海通证券资产管理	各类资管客户
公募基金管理	各类公募基金发起与管理（股票、债券、混合、货币、被动、量化、QDII、ETF 等）	华安基金（控股）、海富通基金（控股）、富国基金（参股）	个人与机构客户
私募股权/另类投资	私募股权基金、科创板跟投、母基金、产业基金、城建及并购基金等全生命周期、全价值链综合投资服务	国泰君安创新投资、海通开元、国泰君安证裕、海通创新	战略新兴产业与成长企业
期货及衍生品服务	商品和金融期货经纪、资产管理、场外及跨境衍生品、风险管理等	国泰君安期货、海通期货	各类客户
国际业务	境外投资银行、跨境证券服务，国际产品与渠道，海外企业和资本市场连通服务	海通国际、国泰君安国际	全球客户

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

合并前，国泰君安与海通证券呈现显著业绩分化。国泰君安 2024 年营收达 433.97 亿元、同比+20.1%，净利润 130.24 亿元（同比+38.9%）。总资产首次突破万亿元，加权平均净资产收益率为 8.14%、同比提升 2.12 个百分点，杠杆率约 4.95 倍，体现公司较高的资本利用效率。其业绩增长主要受益于自营投资业务收入大增及财富管理业务改善。海通证券同期净利润亏损约 37 亿元，主要因境外金融资产估值大幅下降及投行业务收入缩减，导致 ROE 转负且杠杆率承压，合并前海通证券呈现盈利能力短期弱势的局面。

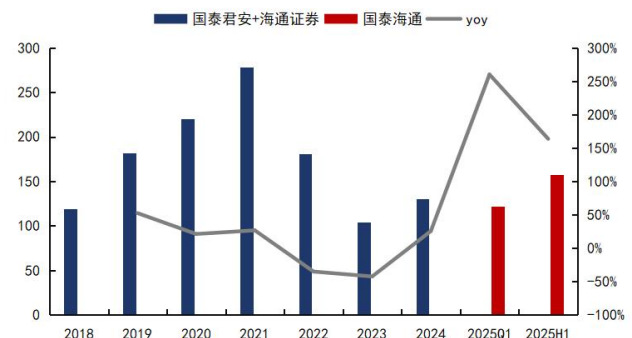
2025 年完成合并后，国泰海通业绩实现跨越式增长，协同效应逐步释放。2025 年上半年，公司归母净利润 157.37 亿元，超越中信证券成为行业第一，营收达 238.72 亿元；前三季度营收进一步攀升至 458.92 亿元、同比+101.6%，净利润 220.74 亿元、同比+131.8%，单三季度营收 220.19 亿元、同比+136%，净利润 63.37 亿元、同比+40.6%。业绩高增主要源于三方面：一是财富管理与机构交易业务收入显著提升；二是合并产生的负商誉计入营业外收入，直接增厚利润；三是成本协同效应推动利润率改善。盈利能力方面，2025 年三季度 ROE 升至 8.10%（vs 行业均值 5.51%）；杠杆率优化至约 4.99 倍，资本实力居行业首位。未来，随着整合深化，公司有望通过客户资源整合、管理效率提升与跨境业务拓展进一步释放增长潜力。

图1: 公司营业收入及增速（单位：亿元）



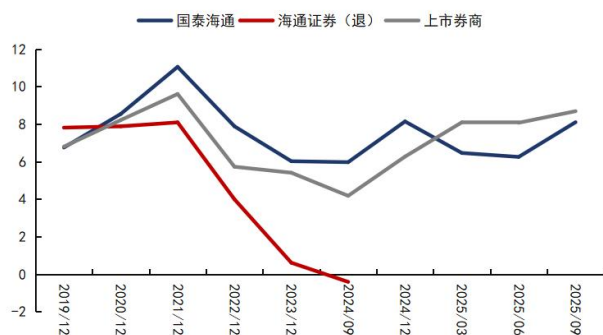
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



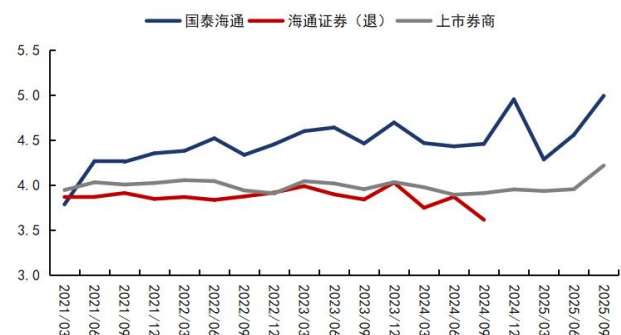
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司 ROE 及与上市券商比较（单位：%）



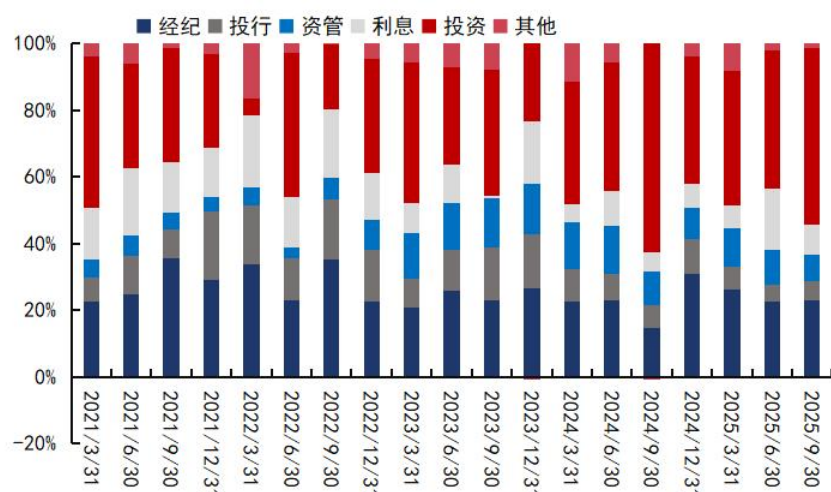
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 公司杠杆率比较



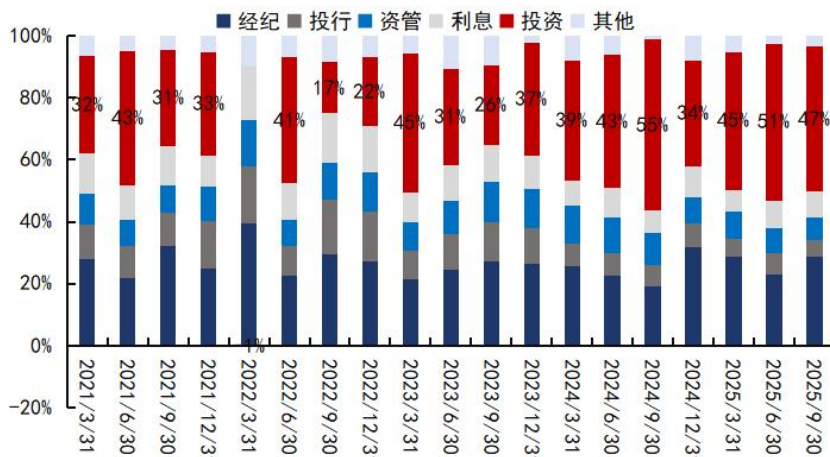
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司营收结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 上市券商整体营收结构变化

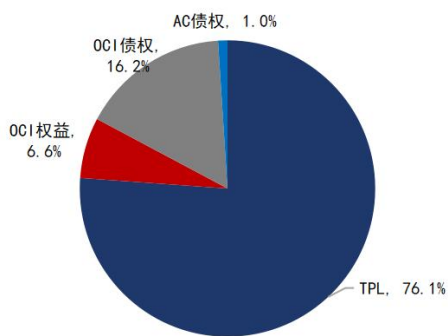


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二、自营投资：规模与策略双升级

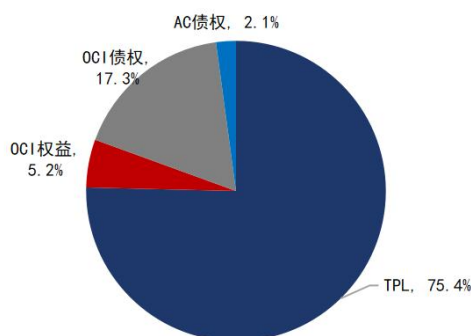
2025 年完成合并后，国泰海通资产规模实现跨越式增长，截至三季度末总资产突破 2.01 万亿元、同比增长 115.6%。金融投资资产是最主要的扩表方向，交易性金融资产仍居于核心地位：合并后规模增至约 6716 亿元、占金融资产比重为 76.1%，主要因整合双方自营投资头寸及金融工具。OCI 资产实现多元化但风险敞口分化，OCI 项下的权益工具与债权投资规模因合并显著扩容。

图7: 国泰海通金融资产结构-截至 2025Q3



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 海通证券金融资产结构



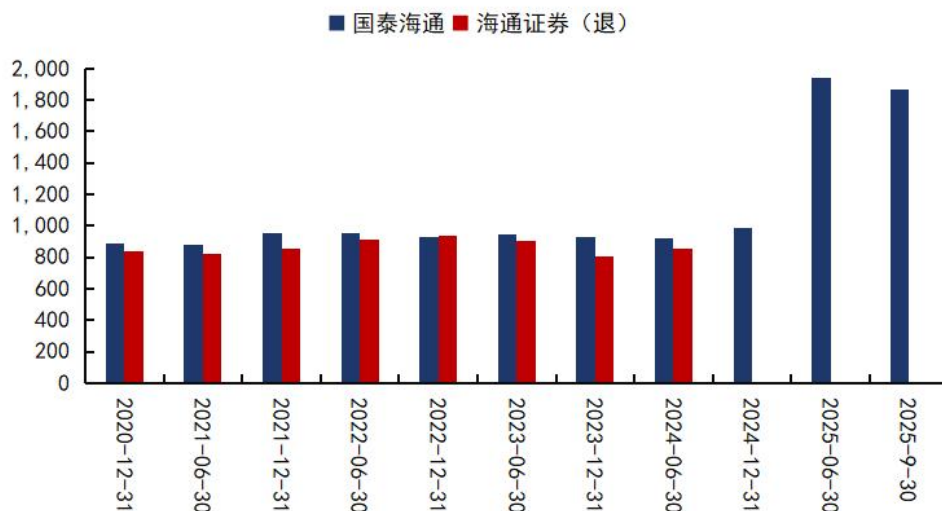
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

合并前，国泰君安与海通证券净资本规模相当，但资产摆布差异较大。合并前，国泰君安与海通证券净资本规模约为 800 亿元，体量相当。截至 2025 年三季度末，国泰海通净资本规模 1,867 亿元，居行业首位。合并前，国泰君安证券的杠杆率显著高于海通证券，体现在风控指标上，即国泰君安证券的自营权益证券及衍生品/净资本、自营非权益证券及衍生品/净资本指标显著高于海通证券。根据净资本占用指标反推计算，截至 2024 年上半年末，国泰君安自营权益证券及衍生品规模为 277.75 亿元，而同期海通证券为 128.12 亿元；国泰君安自营非权益证券及

衍生品规模为 2,916.92 亿元，而同期海通证券为 2,003.36 亿元。合并后，公司净资本压力减轻，进一步扩表空间较大。截至 205 年三季度末，公司自营权益权益证券及衍生品规模升至 573.66 亿元、非权益规模则升至 6,032.17 亿元。

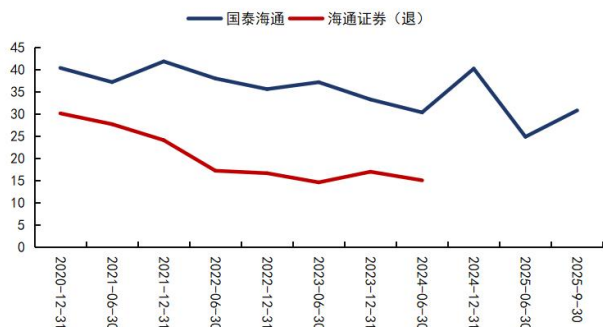
在自营投资方面，合并后公司并未单纯扩张方向性自营，而是推动策略升级。方向性的自营持股比例可能被控制在一定范围内，取而代之的是更多元化的策略，比如做市业务、场外衍生品、FICC 业务等。2025 年上半年，公司做市业务主要做市品种评级均位居行业前列，科创板做市标的股票数量排名行业第 3 位，ETF 做市交易规模同比增长 124.6%；场外衍生品业务方面，跨境业务交易规模大幅增长，主因港股场内衍生品交易量位于市场前列。FICC 业务方面，优化资产配置，丰富量化策略，实现跨周期稳定回报。根据公司规划，公司未来的自营投资发展战略包括：提升多资产、多策略交易能力，加大国际化投资布局，打造跨境、跨资产、跨时区的交易服务平台；FICC 业务将加大境内外多元资产布局，把握全球宏观趋势性交易机会，加强产品创新、渠道开拓与客户培育。

图9：公司净资本变化（单位：亿元）



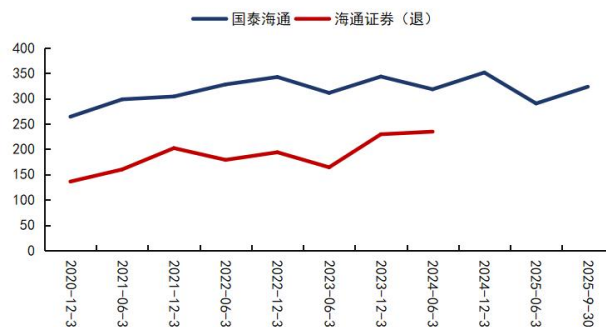
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司自营权益证券及衍生品/净资本（单位：%）



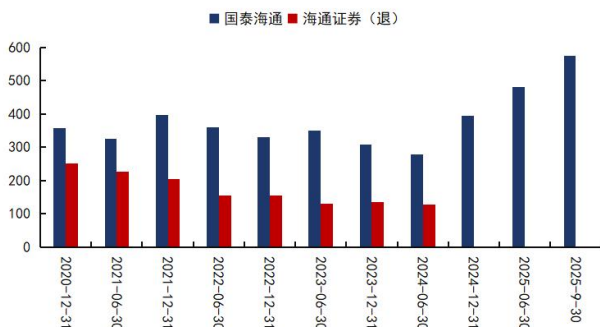
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司自营非权益证券及衍生品/净资本（单位：%）



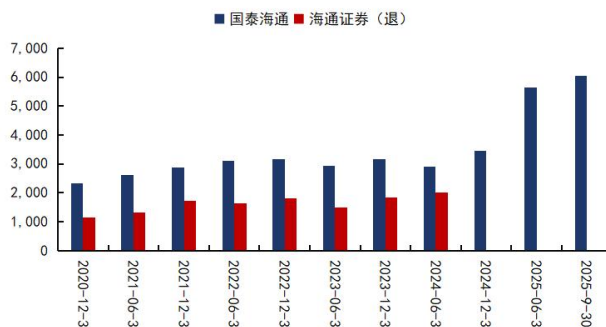
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 公司自营权益证券及衍生品规模（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

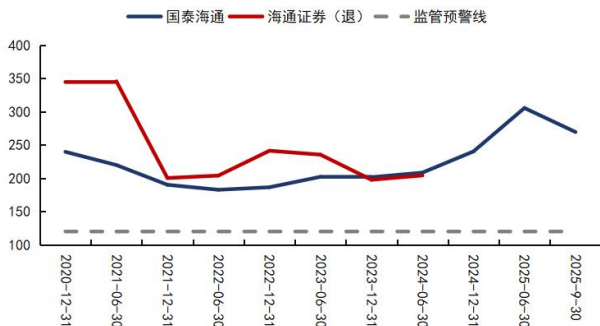
图13: 公司自营非权益证券及衍生品规模（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

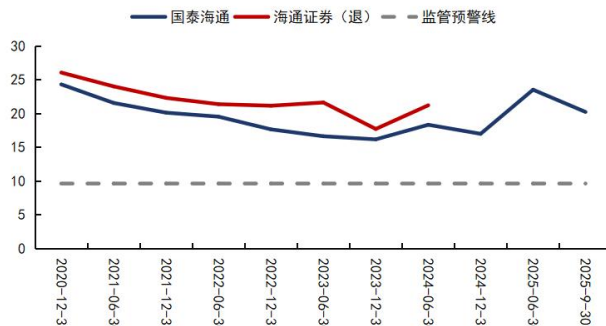
在当前监管层对优质机构“适度松绑”的背景下（如风险资本准备系数优化、杠杆空间拓宽），公司较高的资本缓冲为其业务扩张提供显著优势。公司资本杠杆率远高于预警线，意味着在自营投资、两融等重资本业务上具备更大扩表潜力；流动性指标的安全边际则支持公司在市场波动中把握交易机会。此外，公司净资本规模居行业首位，风险覆盖率远超监管要求，为潜在并购整合（如跨境业务布局）预留充足空间。需关注的是，三季度多项指标环比下滑，反映整合期风控管理仍面临挑战，但当前水平已充分覆盖业务扩张需求。总体而言，公司凭借领先的资本实力，在行业分类监管红利释放期，有望率先受益于杠杆优化与资本效率提升，进一步巩固头部地位。

图14: 公司风险覆盖率（单位：%）



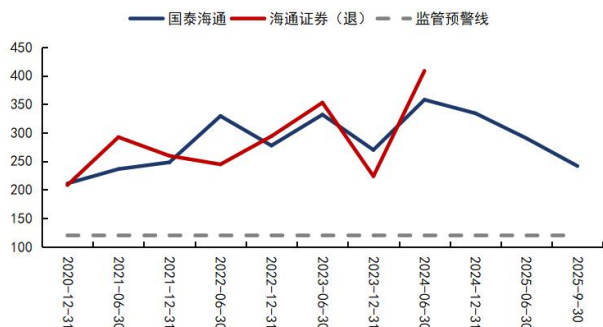
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司资本杠杆率（单位：%）



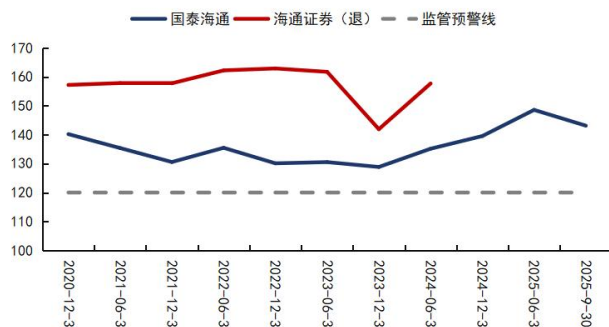
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司流动性覆盖率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 公司净稳定资金比率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三、财富管理：注重数字化赋能与客群深耕

合并后公司的财富管理业务由财富管理委员会统一领导，形成“前台分客群、中台重配置、后台强平台”的架构。前台按零售、富裕、高净值及企业客户分层经营，中台通过资产配置部整合产品与策略能力，后台依托财富平台部推进数字化工具落地（如AI投顾平台）。全国44家分公司与超5,700名投顾形成“总部-区域”联动网络，实现标准化管理与差异化服务的平衡。

公司财富管理业务践行“all in AI”战略，AI驱动与全链条数字化转型，业务布局聚焦数字化与分客群经营，核心策略包括：

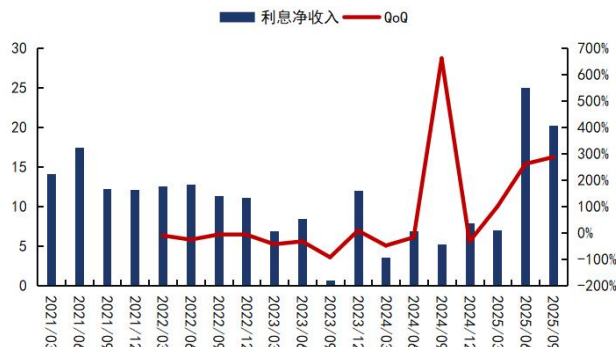
- 智能化平台建设：推出行业首个“AI投资嘉年华”，依托“君弘灵犀”大模型提供实时资产配置建议、持仓诊断等功能，实现“智能投顾+人工投顾”融合服务。2025年上半年，君弘APP与通财APP平均月活达1,558万户，较合并前增长9.6%。
- 客群精细化运营：针对大众客户推出标准化公私募产品及ETF组合；针对高净值客户设立私人订制专区，服务资产规模较2024年末增长57.7%。跨境业务积极探索数字资产领域，并受益于理财通试点资格，境外收入大幅提升。

图18: 公司单季度经纪净收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 公司单季度利息净收入及同比增速（单位：亿元）



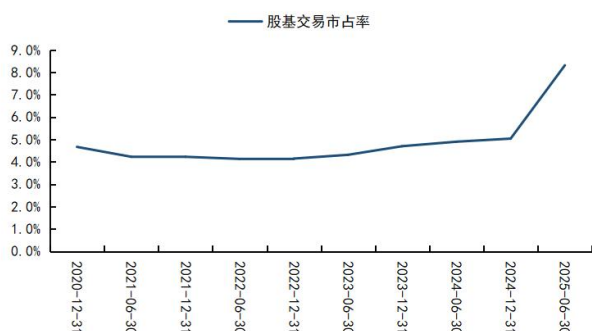
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司2025年前三季度经纪业务收入达108.1亿元、同比+142.8%，单三季度收入

50.8 亿元、环比+64.9%；两融业务规模快速扩张，截至三季度末融出资金 2,386 亿元，市场份额提升至 10.0%，稳居行业首位。2025 年资本市场活跃度显著提升，前三季度全市场日均股基交易额同比+108.6%至 18,723 亿元，为经纪业务奠定高基数；同时，市场风险偏好回暖推动两融需求激增，行业两融余额同比大幅增长。

合并以来，公司通过三大策略强化竞争优势。一是深化分客群经营与数字化赋能，依托“君弘 APP”与“通财 APP”提升客户转化效率；二是整合后客户规模效应显现，业务利润率有所改善；三是协同财富管理业务导流，2025 年上半年金融产品月均保有规模达 4,530 亿元，增强客户黏性与综合贡献度。随着市场活跃度延续及公司一体化展业深化，经纪及两融业务有望持续释放增长动能。

图20: 公司股基交易额市占率



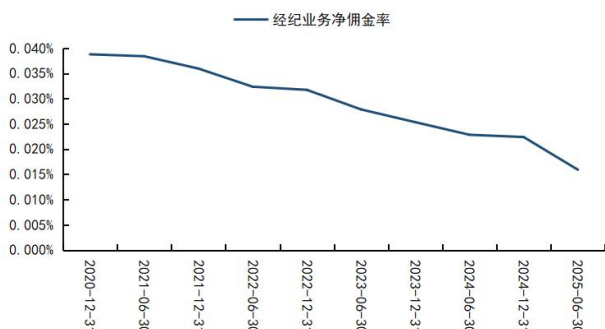
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司两融规模市占率



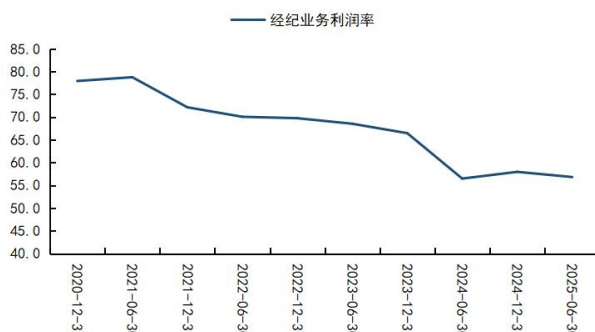
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司经纪业务净佣金率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司经纪业务净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四、资产管理：强强整合，规模领先

国泰海通资管由原国泰君安资管与海通资管于 2025 年 7 月合并成立，是国内证券行业首例券商资管子公司合并案例。截至 2025 年上半年末，合并后管理规模达 7,051.93 亿元，跃居行业第二。此次整合不仅解决了同业竞争问题，更实现了业务互补：国泰君安资管在公募业务和量化投资上具备优势，而海通资管在私募固收与 FOF 领域积淀深厚。合并后公司通过统一产品线和整合投研团队，显著提升主动管理能力。

图24: 公司受托资产管理规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25: 公司资管净收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金以多平台驱动，规模与业绩行业领先。国泰海通通过控股华安基金（持股 51%）、海富通基金（持股 51%）和参股富国基金（持股 27.77%），构建公募基金业务多支柱：

- 华安基金作为“老五家”公募之一，截至 2025 年三季度末管理规模超 7,900 亿元，非货规模超 5,000 亿元。其核心优势在于产品创新（国内首只开放式基金、黄金 ETF 等）和投研平台建设。华安基金在指数、FOF、投资顾问业务等方面具备优势，拳头产品黄金 ETF 规模排名行业第 1 位。
- 海富通基金坚持走特色化、专业化发展道路，在债券及养老金业务方面具备竞争优势，管理规模持续增长。截至 2025 年上半年末管理资产规模 4,976.56 亿元，较上年末增长 10.0%，其中，公募基金管理规模 2,161.23 亿元，较上年末增长 25.5%，进一步细分来看，债券 ETF 规模 931.48 亿元，较上年末增长 83.3%，排名行业第 1 位。
- 富国基金投资管理能力较强，产品布局完善，资产管理规模持续增长。截至 2025 年上半年末，富国基金管理资产规模超 1.79 万亿元，其中公募基金管理规模 11,940.49 亿元，较上年末增长 9.8%，进一步细分来看，非货公募基金管理规模 7,651.72 亿元，较上年末增长 12.5%。

表4: 公司控股及参股基金公司 2025 上半年业绩表现（单位：亿元）

基金公司	营收	净利润	持股比例	净利润贡献
华安基金	15.58	5.00	51.00%	2.55
海富通基金	3.62	1.06	51.00%	0.54
富国基金	33.30	9.24	27.77%	2.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

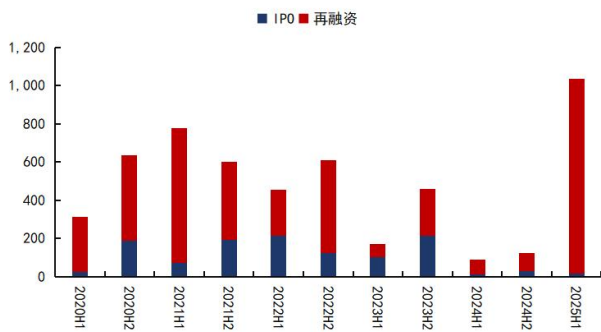
五、投行业务：强化资源整合，发力跨境业务

公司投资银行业务聚焦于加强跨境一体化管理，深耕重点行业，加大挖掘并购重组、财务顾问等业务机会。合并带来的品牌效应在投行业务中得到较好释放，主要业务排名行业领先。2025 年上半年，公司境内证券主承销额 7,081.82 亿元，同比增长 18.7%，市场份额 11.95%，排名行业第 2 位。具体来看，股权主承销额 1,253.16 亿元，同比增长 1,315.8%，市场份额 18.6%。其中，IPO 主承销额 47.97 亿元，排名行业第 2 位，新申报受理项目 25.5 家，排名行业第 1 位；在交通银行、

中国银行、建设银行 A 股定增项目中承担重要角色。债券主承销额 5,828.66 亿元，市场份额 11.09%，排名行业第 2 位。香港市场方面，共完成 2 个港股 IPO 保荐项目；完成再融资 14 家，排名第 1 位；助力宁德时代、优必选等企业完成融资；港股 IPO 递表项目数 39 个，排名行业第 3 位；中资离岸债券承销规模 29.31 亿美元，排名中资券商第 1 位。

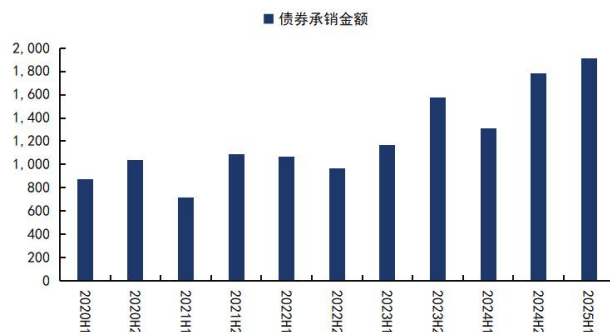
整体来看，合并后公司在股承、债承、财务顾问、跨境投行业务方面均表现出强大实力。

图26: 公司股权承销金额（单位：亿元）



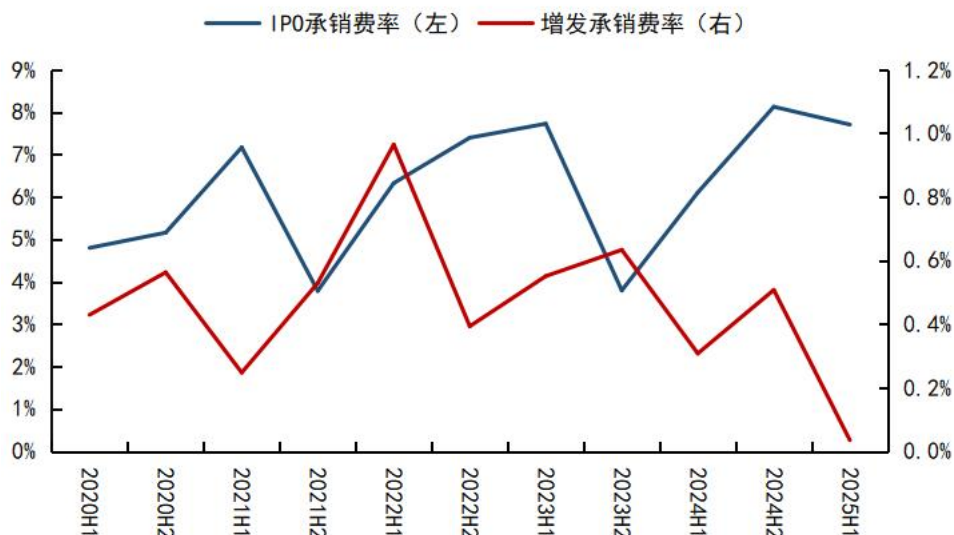
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 公司债权承销金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 公司承销费率估算值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

六、盈利预测与投资建议

盈利预测关键假设：

(1) 经纪业务：假设 2025-2027 年市场股基成交额同比增速分别为 50%、15%、15%；参考公司 2025 年上半年股基交易市占率，假设 2025-2027 年市占率保持 8.30% 水平；参考公司 2025 年上半年股基交易净佣金率水平，预计 2025-2027 年净佣金率保持万分之 1.8 水平。

(2) 投行业务：假设 2025 年起股权承销市场逐步复苏，债承业务、境外投行业务保持增长；参考公司 2025 年上半年证券承销业务、财务顾问业务规模及增速，假设公司 2025-2027 年投行业务净收入增速为 16.3%、19.6%、19.3%。

(3) 资管业务：假设 2025-2027 年证券公司资管业务、公募基金业务保持健康发展。参考公司 2025 年上半年受托资产管理规模及增速、资管费率，假设公司 2025-2027 年资管规模增速分别为 20.0%、15.0%、10.0%，资管费率与 2025 年上半年一致。

(4) 利息净收入：假设公司生息资产增速、利息收益率、计息负债增速、利息支出率与 2025 年上半年大体一致。预计 2025-2027 年利息净收入增速为 182.0%、13.3%、9.3%。

(5) 投资收益：假设公司金融投资资产增速、投资收益率与 2025 年上半年大体一致。预计 2025 年-2027 年投资收益（含公允价值变动损益）增速为 85.1%、9.9%、9.6%。

(6) 所得税率：参考 2025 年三季度公司所得税率，假设 2025-2027 年公司所得税率与 2025 年大体一致。

(7) 负商誉：由于 2025 年合并产生的负商誉为一次性影响，故公司 2026 年营业外收入将有较大下降，对公司净利润将产生一定影响。

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年营收增速为 36.0%、12.4%、11.4%，归母净利润增速 95.0%、-3.4%、12.1%。

表5：公司利润表关键指标及预测值（单位：百万元）

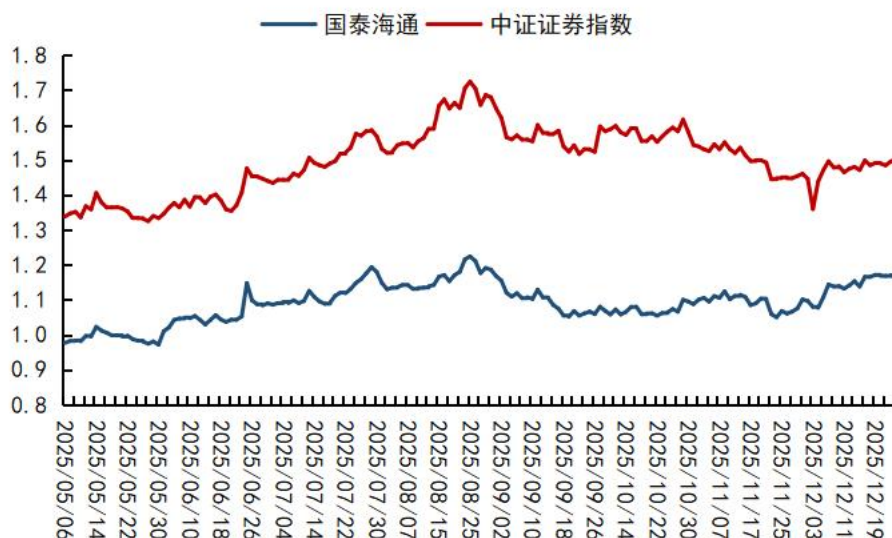
利润表关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,141.29	43,397.13	59,015.15	66,308.13	73,838.07
yoy	1.9%	20.1%	36.0%	12.4%	11.4%
手续费及佣金净收入	15,067.76	15,127.09	22,180.51	25,665.49	29,386.45
yoy	6.1%	0.4%	46.6%	15.7%	14.5%
经纪业务净收入	6,790.04	7,842.95	13,485.75	15,508.61	17,834.90
yoy	-11.2%	15.5%	71.9%	15.0%	15.0%
投行业务净收入	3,687.59	2,921.91	3,398.89	4,066.63	4,852.27
yoy	-14.5%	-20.8%	16.3%	19.6%	19.3%
资管业务净收入	4,096.52	3,892.58	5,295.87	6,090.25	6,699.28
yoy	148.5%	-5.0%	36.1%	15.0%	10.0%
利息净收入	2,802.61	2,357.07	6,647.27	7,531.32	8,230.65
yoy	-41.2%	-15.9%	182.0%	13.3%	9.3%
投资收益	9,125.42	14,768.81	27,675.94	30,415.37	33,325.38
yoy	29.9%	61.8%	87.4%	9.9%	9.6%
利润总额	12,147.90	16,662.24	35,606.06	33,347.76	37,176.53
yoy	-14.1%	37.2%	113.7%	-6.3%	11.5%
所得税费用	2,262.48	3,113.48	8,901.52	7,503.25	8,364.72
所得税率	18.6%	18.7%	25.0%	22.5%	22.5%
少数股东损益	511.27	524.68	1,313.23	1,313.23	1,313.23

归属于母公司净利润	9,374.14	13,024.08	25,391.32	24,531.28	27,498.58
yoy	33.0%	38.9%	95.0%	-3.4%	12.1%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司估值水平角度，当前公司的 PB 估值与行业平均水平有较大差距。证券内部往往呈现小公司估值高、大公司估值低的特点。2025 年以来，伴随大券商业务市占率提升、行业并购持续推进等影响，部分大券商估值提升力度明显高于行业平均水平。根据公司的业务实力、资本实力、潜在扩表空间等因素来看，公司未来估值亦有向行业均值靠近的较强动力。

图29：公司 PB 估值变化与行业 PB 估值变化比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为更好地测度公司合理价值，我们采取分部估值的方式，分析了悲观情形、中性情形、乐观情形下公司的合理市值。估值方式如下：

(1) 情形假设：主要针对公司自营权益及非权益资产增值幅度、信用资产扩张幅度、公司股基成交额、公司经纪净佣金率、资管净收入增速、投行净收入增速作了悲观、中性、乐观三种情形假设。

(2) 自营业务估值：以公司 2025 年 Q3 末自营投资资产规模数据及假设的增值幅度为基础，分部估值=自营投资资产/有效杠杆率+自营投资资产增值。

(3) 信用业务估值：以公司 2025 年 Q3 末信用资产规模数据及假设的扩张幅度为基础，假设信用业务税后净利息率为 0.8%，悲观、中性、乐观情形下 PE 分别为 15x、17x、20x，分部估值=信用资产规模*税后净利息率*PE。

(4) 经纪业务估值：以公司 2025 年前三季度经纪业务净收入数据及假设的增速为基础，假设悲观、中性、乐观情形下公司经纪业务营业利润率为 50%、53%、55%，PE 分别为 20x、23x、25x。假设公司所得税率为 20%。分布估值=经纪业务净收入*营业利润率*(1-所得税率)*PE。

(5) 资管业务估值：以公司 2025 年前三季度经纪业务净收入数据及假设的增速为基础，假设悲观、中性、乐观情形下公司经纪业务营业利润率为 40%、45%、50%，

PE 分别为 15x、17x、20x。假设公司所得税率为 20%。分布估值=资管业务净收入*营业利润率*(1-所得税率)*PE。

(6) 投行业务估值：以公司 2025 年前三季度投行业务净收入数据及假设的增速为基础，假设悲观、中性、乐观情形下公司经纪业务营业利润率为 10%、15%、20%，PE 分别为 5x、7x、10x。假设公司所得税率为 20%。分布估值=投行业务净收入*营业利润率*(1-所得税率)*PE。

(7) 调整项：加项为公司自有资金、长期股权投资、固定资产及其他资产，减项为商誉、少数股东权益。

按照分部估值假设，公司合理总市值应在 3,400–5,433 亿元区间，对应股价区间为 19.30–30.82 元/股，悲观、中性、乐观情形公司股价较当前潜在涨幅分别为 -7.0%、23.3%、48.4%。

表6：公司估值及潜在涨幅（单位：亿元）

			悲观情形	中性情形	乐观情形
关键假设		权益资产增值幅度	-10%	+15%	+30%
		非权益资产增值幅度	+2%	+1%	+1%
		信用资产扩张幅度	-10%	+15%	+25%
		股基成交额增速	-10%	+20%	+40%
		经纪净佣金率增幅	-10%	0%	0%
		资管净收入增速	-10%	+15%	+30%
		投行净收入增速	-10%	+15%	+25%
截至 25Q3 数据			悲观情形估值	中性情形估值	乐观情形估值
自营投资	权益资产	573.66	516.29	659.71	745.75
	估值 1	—	54.09	197.51	283.56
	非权益资产	6,032.17	6,152.81	6,092.49	6,092.49
	估值 2	—	1,292.66	1,232.34	1,232.34
信用业务	融出资金	2,385.58	2,147.02	2,743.41	2,981.97
	买入返售	576.69	519.02	663.19	720.86
	估值 3	—	319.92	463.30	592.45
经纪业务	经纪净收入	108.14	116.79	173.02	201.86
	营业利润率	52.16%	50.0%	53.0%	55.0%
	估值 4	—	934.33	1,687.33	2,220.47
资管业务	资管净收入	42.73	38.46	49.14	55.55
	营业利润率	44.81%	40.0%	45.0%	50.0%
	估值 5	—	184.59	300.73	444.39
投行业务	投行净收入	26.29	23.66	30.24	32.86
	营业利润率	13.38%	10.0%	15.0%	20.0%
	估值 6	—	9.47	25.40	52.58
调整项	加：自有货币资金	970.13	970.13	970.13	970.13
	加：长期股权投资	248.20	248.20	248.20	248.20
	加：其他资产	2,093.72	2,093.72	2,093.72	2,093.72
	减：少数股东权益	147.75	147.75	147.75	147.75
	减：商誉	40.52	40.52	40.52	40.52
	估值 7	—	606.93	606.93	606.93
估算总市值=sum(估值 1:7)		—	3,402.00	4,513.53	5,432.72
估算总市值对应股价（元/股）		—	19.30	25.60	30.82
当前总市值		—	3,659.77	3,659.77	3,659.77
潜在涨幅		—	-7.0%	23.3%	48.4%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

国泰海通作为由国泰君安与海通证券于 2025 年合并而成的行业龙头，凭借其显著的规模效应与战略重构，已成为中国资本市场首例“A+H”双边市场合并的旗舰平台。截至 2025Q3 末，合并后公司总资产超 2.0 万亿元，净资产达 3,389 亿元，资本实力为其业务扩张提供了坚实基础。2025 年前三季度，公司实现营收 458.92 亿元，归母净利润 220.74 亿元，同比增速分别达 101.6%和 131.8%，业绩高增主要受益于市场活跃度提升及合并后的协同效应释放。核心业务中，经纪业务收入 108.14 亿元、同比+142.8%，两融余额市占率稳居 10%以上；投行业务虽面临合规挑战，但股权承销规模行业第二；资管业务依托当前“一参两控”平台，管理规模行业领先。

公司的竞争优势体现在全链条业务布局与深度协同效应。财富管理领域，合并后客户基数近 4,000 万户，投顾团队超 5,700 人，通过数字化平台（如君弘 APP）实现分客群经营，2025 年上半年末金融产品保有量 4,530 亿元。投行与机构业务方面，整合双方资源后在科创板 IPO、债券承销等领域优势突出，并依托衍生品牌照提升综合服务能力。此外，风险控制指标如资本杠杆率远高于监管预警线，为自营投资、两融等重资本业务扩张提供安全边际。

展望未来，国泰海通战略规划清晰，短期聚焦管理、业务与技术融合，中期目标释放协同效应持续推动 ROE 中枢提升，长期则通过跨境网络布局进军全球市场。当前估值水平（PB 约 1.17 倍）具备安全边际，若公司能有效加速业务协同，有望凭借规模优势进一步巩固行业龙头地位。

我们按照分部估值法对公司进行估值，估算公司合理总市值应在 3,400–5,433 亿元区间，对应股价区间为 19.30–30.82 元/股。综合考虑公司的行业地位、战略规划、业务优势和资本实力，给予公司“优于大市”评级。

表7：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				年化 ROE (1-3Q25)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600030.SH	中信证券	29.10	4,312.78	1.41	2.04	2.28	2.48	20.64	14.26	12.76	11.73	10.87	优于大市
601688.SH	华泰证券	23.89	2,156.52	1.60	2.00	2.20	2.40	14.93	11.95	10.86	9.95	9.61	优于大市
600999.SH	招商证券	16.74	1,455.80	1.13	1.36	1.47	1.61	14.81	12.31	11.39	10.40	9.57	优于大市
601211.SH	国泰海通	20.76	3,659.77	1.39	1.71	1.66	1.86	14.94	12.12	12.54	11.19	10.80	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。最新数据截至 2025.12.26

风险提示

盈利预测及估值的风险

盈利预测的风险：国泰海通在完成与海通证券的合并后，虽然业绩表现亮眼，但其盈利预测与估值确实面临几项可能导致不准确的关键风险。这些风险主要源于其盈利结构的特殊性、市场环境的周期性以及内部整合的复杂性。如上文所示，我们假设公司 2025-2027 年营收增速为 36.0%、12.4%、11.4%，归母净利润增速 95.0%、-3.4%、12.1%。以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1、当前盈利预测的一大不确定性在于其增长的高度依赖性。2025 年公司净利润的爆发式增长，很大程度上由合并产生的“负商誉”这一非经常性损益驱动。例如，2025 年一季度归母净利润同比大增，但若剔除负商誉影响，扣非净利润的增速则显著放缓。这意味着 2025 年的高增速可能难以持续，未来的盈利预测必须建立在主营业务内生增长的动力上，而这存在不确定性。

2、券商是典型的周期性行业，其业绩与资本市场景气度紧密相关。盈利预测基于对市场交易量、指数水平等的假设，但这些因素波动巨大。同时，监管政策的变化也带来不确定性。市场环境及监管政策的变化可能显著影响公司盈利能力。

3、合并后真正的协同效应释放需要时间，且存在不及预期的风险。这主要体现在两方面：文化融合与团队稳定性：原国泰君安与海通证券在风险文化和业务风格上存在差异。整合期内或出现核心人才离职的情况，若关键团队不稳，将直接冲击业务延续性。系统与数据迁移问题：合并后的技术系统整合已出现过客户交易体验的瑕疵。这类问题若反复发生，可能影响客户粘性和业务收入。

估值的风险：我们采用分部估值的方法对公司进行估值，主要基于公司各项业务的展业模式和发展状况，分别采用 PB、PE 等方法估值。考虑到证券公司业绩波动较大，并且扩表、缩表幅度难以预判，投资者还应关注以下主要风险：

1、PE 估值方法不准确的风险。公司净利润因合并产生巨额负商誉（约 80-90 亿元）而大幅提升，但这属于一次性、无现金流支持的会计处理，导致市盈率等估值指标失真，核心业务的持续盈利能力才能反映公司真实价值。

2、PB 及 PE 估值倍数本身即受到市场影响。公司业绩与估值均对市场波动高度敏感。券商业绩与资本市场景气度强相关，若市场交投活跃度下降，其经纪、自营等核心业务收入将直接承压，PB、PE 倍数或明显低于估计值。

3、我们是基于公司 2025Q3 末及 2025 年前三季度的静态数据对公司进行估值，若公司未来展业重点发生变化，真实价值或将明显偏离估计值。

市场竞争风险

国内证券市场竞争白热化是首要风险。证券行业已进入“百家争鸣”的深度竞争阶段，行业佣金率持续下滑，部分地区已跌破“万二”关口，经纪业务深陷同质化价格战。同时，投行与资管业务也面临“僧多粥少”的局面，IPO 项目资源的锐减使得业务门槛持续抬高，而资管业务则卷入降费浪潮，主动权益类基金费率普遍下调，直接挤压利润空间。其次，公司还面临行业格局分化与替代性竞争的挑战。在监管引导下，行业生态正从“千行一面”走向“百花齐放”，形成了“头部券商大而综合”与“中小券商小而专精”的差异化格局。这意味着国泰海通不仅需与中信证券等头部对手在规模上竞争，还需应对众多在细分领域构建了特色竞争力的中小券商的替代性威胁。

市场与经营风险

公司业绩与资本市场活跃度高度相关，若市场出现剧烈波动或交易量显著回落，将直接冲击其经纪、自营投资等核心业务的收入稳定性。

合规与监管风险

公司合并后内部控制与合规体系整合可能滞后于业务扩张，若未能及时有效整合，可能面临监管处罚、业务受限及声誉受损。

流动性与杠杆风险

尽管公司当前资本充足率指标远高于预警线，但随着业务规模持续扩张，尤其是在自营投资和信用业务领域，对资本运用效率和流动性管理提出了更高要求。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	925,402	1,047,745	2,123,205	2,239,509	2,375,809	营业收入	36,141	43,397	59,015	66,308	73,838
货币资金	161,876	211,020	439,789	461,778	484,867	手续费及佣金净收入	15,068	15,127	22,181	25,665	29,386
融出资金	89,754	106,268	244,522	256,748	269,585	经纪业务净收入	6,790	7,843	13,486	15,509	17,835
交易性金融资产	372,574	408,473	688,449	722,872	759,016	投行业务净收入	3,688	2,922	3,399	4,067	4,852
买入返售金融资产	69,666	60,646	60,552	63,580	66,759	资管业务净收入	4,097	3,893	5,296	6,090	6,699
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	利息净收入	2,803	2,357	6,647	7,531	8,231
负债合计	752,024	870,272	1,770,948	1,866,783	1,978,666	投资收益	10,855	13,042	27,676	30,415	33,325
卖出回购金融资产款	216,830	244,938	445,313	467,579	490,958	其他收入	7,803	9,839	845	887	932
代理买卖证券款	90,457	129,455	488,106	536,917	590,608	营业支出	23,964	26,738	31,443	32,958	36,659
应付债券	134,026	133,998	310,003	325,503	341,778	营业外收支	-	-	-	-	-
所有者权益合计	173,378	177,474	352,257	372,727	397,143	利润总额	12,148	16,662	35,606	33,348	37,177
其他综合收益	156	1,566	1,723	1,895	2,084	所得税费用	2,262	3,113	8,902	7,503	8,365
少数股东权益	6,409	6,698	7,968	9,194	10,569	少数股东损益	511	525	1,313	1,313	1,313
归属于母公司所有者权益合计	166,969	170,775	344,289	363,532	386,574	归属于母公司净利润	9,374	13,024	25,391	24,531	27,499
每股净资产（元）	16.51	17.50	18.60	19.59	20.80						
总股本	8,905	8,904	17,630	17,630	17,630						
关键财务与估值指标											
每股收益	0.98	1.39	1.71	1.66	1.86						
每股红利	0.55	0.00	0.58	0.56	0.62						
每股净资产	16.51	17.50	18.60	19.59	20.80						
ROIC	-	-	-	-	-						
ROE	5.8%	7.7%	7.6%	6.9%	7.3%						
收入增长率	1.9%	20.1%	36.0%	12.4%	11.4%						
净利润增长率	-18.5%	38.9%	95.0%	-3.4%	12.1%						
资产负债率	81.3%	83.1%	83.4%	83.4%	83.3%						
P/E	21.18	14.94	12.12	12.54	11.19						
P/B	1.26	1.19	1.12	1.06	1.00						
EV/EBITDA	-	-	-	-	-						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032