

# 国泰海通 (601211.SH) 协同效应持续体现，估值具有安全边际

2026年03月28日

——国泰海通 2025 年报点评

**投资评级：买入（维持）**
**高超（分析师）**
**卢崑（分析师）**

gaochao1@kysec.cn

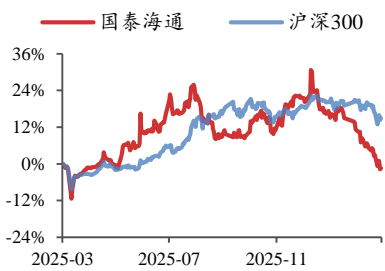
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2026/3/27
当前股价(元)	16.80
一年最高最低(元)	22.35/15.42
总市值(亿元)	2,961.66
流通市值(亿元)	2,267.48
总股本(亿股)	176.29
流通股本(亿股)	134.97
近3个月换手率(%)	42.13

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《业务全面增长驱动 ROE 高增，合并成效显现——国泰海通 2025 三季度报点评》-2025.11.1

《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，协同效应持续体现，估值具有安全边际

2025 年度公司归母净利润 278.1 亿元，同比增加 113.5%，扣非归母净利润 213.9 亿，同比+72%；加权 ROE 为 9.78%，同比+1.6 个百分点，扣非 ROE 为 7.49%，期末权益乘数 4.6 倍，较 Q3 末+0.14 倍。合并后收入同比大幅增长，协同效应已有所体现，经纪市占率已超过合并前两家之和，Q4 环比看投行、资管、利息净收入保持增长，杠杆保持增长。我们下调市场交易量、涨跌幅假设，下调 2026、2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 264、299、320 亿元（调前 265/317），同比-5%/+13%/+7%（对应扣非净利润同比为+23%、+13%、+7%），当前股价对应 PB 为 0.9、0.8、0.8 倍。收购海通证券后 ROE 重回提升趋势，看好协同效应，当前估值具有安全边际，维持“买入”评级。

### ● 合并后经纪市占率增长，投行 IPO 储备项目数第一，资管收入环比增长

(1) 经纪业务净收入同比+93%，其中代买、席位和代销净收入同比+109%、+64%、+91%。2025 年股基交易市场份额 8.56%，同比+0.03 个百分点（基数模拟合并海通证券的业务数据，下同），排名行业第一，2025 年 3 月中旬公司启动业务整合，平稳完成超 2000 万客户迁移，**市占率在 2025 年报已体现增长，协同效应已开始展现**。2025 年境内客户数 3933 万户，同比+6.6%，排名行业第一，托管账户资产规模同比+24%，其中，富裕客户及高净值客户数同比+23%；买方资产配置规模 794 亿元，同比+148%；产品保有规模 6573 亿元，同比+26.7%。(2) 2025 年投行业务净收入 46.6 亿，同比+59%，Q4 单季度为 20 亿，环比+64%。2025 年 IPO 主承销 19 家，行业第一，截至 3 月 28 日，公司 IPO 储备项目 41 单，行业第一。测算海外投行收入 9.8 亿，同比+352%。根据 Dealogic 统计，期内完成港股 IPO 保荐项目 13 家，承销金额 122.80 亿港元，打造多个港股标杆性 IPO 项目。(3) 2025 年资管业务净收入 63.9 亿，同比+64%，Q4 单季度为 21 亿，环比+25%，预计 AUM 增长驱动收入环比增长。2025 年末华安、海富通非货 AUM 5301、2106 亿，同比+28%、+73%，华安基金权益领域具有优势，深耕半导体、人工智能等硬科技主题基金，与海富通养老金、固收+、债券 ETF 优势互补，2025 年末债券 ETF 规模 1250 亿，同比+146%。

### ● 自营投资收益同比高增，两融市占率保持 10% 以上

(1) 公司自营投资收益(含公允价值变动损益和汇兑净收益，不含联营) 246 亿元，同比+64%，Q4 为 45 亿，环比-59%，自营投资资产规模 7671 亿元，环比+3%。(2) 利息净收入 83 亿元，同比++251%，利息收入/利息支出分别为 295、212 亿，同比+96%/+67%，Q4 利息收入、利息支出环比+18%、+6%，预计两融业务增长驱动利息收入增长。期末融出资金规模 2536 亿元，融出资金市占率 10.05%，较 Q3 末+0.02pct。

● **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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	43,397	63,107	72,695	81,233	88,526
YOY(%)	20.1	45.4	15.2	11.7	9.0
归母净利润(百万元)	13,024	27,809	26,409	29,877	31,956
YOY(%)	38.9	113.5	-5.0	13.1	7.0
毛利率(%)	38.4	47.1	48.9	49.5	48.6
净利率(%)	30.0	44.1	36.3	36.8	36.1
ROE(%)	7.7	11.1	7.8	8.3	8.4
EPS(摊薄/元)	1.46	1.58	1.50	1.69	1.81
P/E(倍)	22.7	10.6	11.2	9.9	9.3
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	798,785	1,580,476	1,825,072	1,976,899	2,152,153
现金	211,020	460,462	588,746	617,110	656,432
应收票据及应收账款	13910	40968	43017	45167	47426
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	573855	1079046	1193309	1314621	1448295
<b>非流动资产</b>	248961	533862	459434	479084	500039
长期投资	13222	26383	27702	29087	30541
固定资产	3854	19040	20083	20293	20503
无形资产	1609	2984	3133	3290	3455
其他非流动资产	230,276	485,455	408,515	426,414	445,540
<b>资产总计</b>	1,047,745	2,114,338	2,284,506	2,455,983	2,652,192
<b>流动负债</b>	721,247	1,345,448	1,463,611	1,570,737	1,697,424
短期借款	9,196	26,658	29,324	32,256	35,482
应付票据及应付账款	200,075	115,534	121,311	127,376	133,745
其他流动负债	511,976	1,203,256	1,312,977	1,411,105	1,528,197
<b>非流动负债</b>	149,025	422,687	458,902	500,970	547,201
长期借款	134,538	374,556	412,011	453,212	498,533
其他非流动负债	14,487	48,131	46,891	47,758	48,668
<b>负债合计</b>	870,272	1,768,135	1,922,514	2,071,707	2,244,625
少数股东权益	6,698	15,786	13,923	14,780	15,676
股本	8,904	17,629	17,629	17,629	17,629
资本公积	47,334	182,127	182,127	182,127	182,127
留存收益	7,173	9,768	12,409	15,397	18,593
<b>归属母公司股东权益</b>	170,775	330,417	348,069	369,496	391,891
<b>负债和股东权益</b>	1,047,745	2,114,338	2,284,506	2,455,983	2,652,192

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	56105	81138	80094	88832	96113
净利润	13549	29170	27702	31339	33520
折旧摊销	925	1798	1898	1998	2098
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-1565	-4122	-4222	-4322	-4422
营运资金变动	41591	51250	56250	61250	66250
其他经营现金流	2672	-1634	-1534	-1434	-1334
<b>投资活动现金流</b>	-22659	123202	123402	123602	123802
资本支出	-1138	-871	-871	-871	-871
长期投资	-26168	-49527	-49427	-49327	-49227
其他投资现金流	4647	173600	173700	173800	173900
<b>筹资活动现金流</b>	7509	63811	91650	91850	92050
短期借款	-65867	-160419	-160319	-160219	-160119
长期借款	91230	240182	240282	240382	240482
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	0	11687	11687	11687	11687
其他筹资现金流	-17856	-27640	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	41052	267750	377727	28364	39322

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	43,397	72,695	81,233	88,526	96,113
营业成本	26,738	33,409	37,160	41,032	45,528
营业税金及附加	197	498	421	471	513
营业费用	5	9	9	9	9
管理费用	16462	28183	31847	35350	39239
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	250	3863	4022	4255	4724
其他收益	0	4	4	4	4
公允价值变动收益	2033	(143)	0	0	0
投资净收益	13042	26700	27895	29935	32106
资产处置收益	-0	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	16,659	29,698	35,535	40,201	42,999
营业外收入	5	8,873	-0	-0	-0
营业外支出	3	17	20	22	24
<b>利润总额</b>	16,659	29,698	35,535	40,201	42,999
所得税	3,113	9,384	7,813	8,839	9,454
<b>净利润</b>	13,549	29,170	27,702	31,339	33,520
少数股东损益	525	1,361	1,293	1,462	1,564
<b>归属母公司净利润</b>	13,024	27,809	26,409	29,877	31,956
EBITDA	17585	31496	37433	42199	45097
EPS(元)	1.46	1.58	1.50	1.69	1.81

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.1	45.4	15.2	11.7	9.0
营业利润(%)	36.8	78.3	19.7	13.1	7.0
归属于母公司净利润(%)	38.9	113.5	-5.0	13.1	7.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.4	47.1	48.9	49.5	48.6
净利率(%)	30.0	44.1	36.3	36.8	36.1
ROE(%)	7.7	11.1	7.8	8.3	8.4
ROIC(%)	4.2	3.9	3.4	3.6	3.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	83.1	83.6	84.2	84.4	84.6
净负债比率(%)	2.6	2.9	3.1	3.1	3.3
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.4	4.0	3.3	3.4	3.5
应收账款周转率	272.9	230.0	173.1	184.2	191.2
应付账款周转率	14.6	21.2	31.4	33.0	34.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.58	1.50	1.69	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	6.30	4.60	4.54	5.04	5.45
每股净资产(最新摊薄)	19.18	18.74	19.74	20.96	22.23
<b>估值比率</b>					
P/E	22.7	10.6	11.2	9.9	9.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	55.6	51.1	57.8	55.1	55.5

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

### 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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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