

国联民生 (601456.SH) 归母净利润同比增长超 4 倍, 并表民生实现业绩跃升

2026 年 03 月 31 日

——国联民生 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	2026/3/30
当前股价(元)	9.15
一年最高最低(元)	12.65/8.97
总市值(亿元)	519.77
流通市值(亿元)	399.71
总股本(亿股)	56.81
流通股本(亿股)	43.68
近 3 个月换手率(%)	43.56

● 并表民生证券, 整合驱动业绩跃升

2025 年公司归母净利润 20.1 亿元, 同比+405%, 年化加权平均 ROE 4.16%, 同比+1.97pct, 期末杠杆率(扣客户保证金) 3.08 倍, 较年初-1.28 倍。并表民生证券, 各项业务收入实现跨越式增长。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 22、25、27 亿元 (2026、2027 年调前 23、27 亿元), 同比+11%/+11%/+8%。当前股价对应 PB 分别为 1.0/0.9/0.9 倍, 公司并表民生证券增强综合实力、夯实资本金, 随着整合不断推进, 业务协同下盈利能力与成长空间有望进一步释放, 维持“买入”评级。

● 整合效应释放, 经纪投行高增, 资管规模稳步扩张

(1) 2025 年经纪业务净收入 21.0 亿, 同比+193%, 其中证券经纪/席位/代销分别同比+154%/+191%/+153%, 并表后收入显著增长。公司新增客户数 20.8 万户, 累计总客户数 355.0 万户; 金融产品销售规模 (不含现金管理产品) 1237 亿元, 期末金融产品保有量 328.8 亿元, 较年初+57%。基金投顾业务继续保持行业领先, 业务规模持续增长, 基金投顾保有规模 145.1 亿元。(2) 2025 年投行业务净收入 9.0 亿元, 同比+165%。公司全年完成股权融资项目 10 单, 其中 IPO 5 单, IPO 承销 27.0 亿, 再融资项目 3 单及并购重组配套融资 2 单。截至 2025 年末, 公司有会待发行项目 3 单, 在审项目 10 单。公司全年完成债券承销 579 单, 承销金额 1398 亿元 (2025H1 为 245 单, 规模 740 亿)。(3) 资管净收入 7.8 亿, 同比+19%。截至 2025 年末, 公司证券资管业务受托资金 1960 亿元, 同比+38%, 其中集合资管 AUM 984 亿, 同比+100%。国联基金营业收入/净利润分别为 4.7/0.9 亿元, 同比+9%/+39%, 年末非货/偏股 AUM 1237/104 亿元, 同比-7%/+12%。2025 年公司完成 13 只私募基金的募集与设立, 存续备案基金 60 只, 存续基金认缴规模 229 亿元, 在投项目 85 个。

● 自营表现优异, 两融规模稳健增长

(1) 2025 年投资收益 (含公允价值变动损益) 34.6 亿, 同比+254%, 自营投资收益率 5.11% (2024 年为 2.21%)。公司证券投资业务围绕杠铃策略, 以红利价值股配置为盾, 稳步扩大成长股投资规模, 充分抓住市场二、三季度整体的上涨行情, 重点配置有色金属、国防军工等行业, 实现了较高的投资收益, 收益率大幅跑赢沪深 300。固收方面, 公司秉持稳健经营理念, 在市场波动中表现稳健, 实现优秀的超额投资回报和风险调整后收益。(2) 2025 年利息净收入 1.8 亿元, 利息收入/利息支出为 19.2/17.4 亿, 分别同比+57%/+32%。2025 年末, 公司融资融券余额为 234 亿元, 市占率 0.92%, 增长幅度高于市场平均水平。

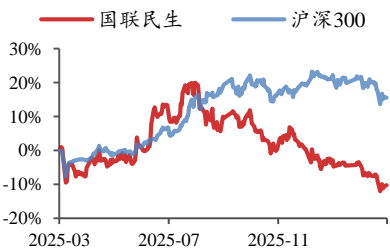
● 风险提示: 市场波动影响投资收益; 整合效果不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,683	7,673	8,604	9,446	10,215
YOY(%)	-9.2	186.0	12.1	9.8	8.1
归母净利润(百万元)	397	2,009	2,234	2,488	2,697
YOY(%)	-40.8	405.5	11.2	11.4	8.4
毛利率(%)	13.4	32.5	33.1	33.6	33.6
净利率(%)	14.8	26.2	26.0	26.3	26.4
ROE(%)	2.2	5.7	4.2	4.5	4.7
EPS(摊薄/元)	0.14	0.35	0.39	0.44	0.47
P/E(倍)	65.2	25.9	23.3	20.9	19.3
P/B(倍)	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《并表民生证券, 收入跨越式提升—国联民生 2025 中报点评》-2025.9.3

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	76461	164325	193882	206536	220613
现金	15412	39904	57778	60133	63080
应收票据及应收账款	232	3145	3145	3145	3145
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	60816	121277	132960	143259	154388
非流动资产	20747	38893	22037	23315	24760
长期投资	77	76	83	92	101
固定资产	101	480	483	486	489
无形资产	513	640	641	642	643
其他非流动资产	20055	37697	20830	22096	23527
资产总计	97208	203218	215919	229852	245373
流动负债	43233	106691	115836	125243	135962
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	383	1115			
其他流动负债	42850	105576	114622	123928	134548
非流动负债	35027	43655	45961	48669	51521
长期借款	24787	33981	36020	37821	39712
其他非流动负债	10239	9674	9942	10849	11809
负债合计	78260	150346	161798	173912	187483
少数股东权益	364	382	541	559	579
股本	2832	5681	5681	5681	5681
资本公积	8174	36696	36696	36696	36696
留存收益	847	982	1206	1454	1724
归属母公司股东权益	18584	52490	54122	55939	57890
负债和股东权益	97208	203218	216461	230411	245952

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1456	3361	3868	4405	4897
净利润	406	2031	2258	2515	2726
折旧摊销	127	137	147	157	167
财务费用	0	0	0	0	1
投资损失	(450)	(480)	(510)	(540)	(570)
营运资金变动	5914	6114	6314	6514	6714
其他经营现金流	(4542)	(4442)	(4342)	(4242)	(4142)
投资活动现金流	(1964)	(1864)	(1764)	(1664)	(1564)
资本支出	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)
长期投资	(2416)	(2366)	(2316)	(2266)	(2216)
其他投资现金流	517	567	617	667	717
筹资活动现金流	2752	5701	2952	3052	3153
短期借款	(15729)	(15679)	(15629)	(15579)	(15529)
长期借款	18481	18531	18581	18631	18681
普通股增加	0	2849	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0	1
现金净增加额	5596	24491	17874	2356	63080

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2683	7673	8604	9446	10215
营业成本	2323	5182	5758	6277	6779
营业税金及附加	21	59	66	72	78
营业费用	5	5	5	5	6
管理费用	2322	5136	5649	6158	6650
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	(20)	(14)	43	47	51
其他收益	0	0	0	0	1
公允价值变动收益	(978)	(311)	0	0	0
投资净收益	1955	3769	4132	4482	4862
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	360	2491	2846	3169	3436
营业外收入	15	13	15	16	18
营业外支出	3	34	38	42	45
所得税	(33)	439	565	629	682
净利润	406	2031	2258	2515	2726
少数股东损益	9	22	24	27	29
归属母公司净利润	397	2009	2234	2488	2697
EBITDA	488	2628	2994	3327	3603
EPS(元)	0.14	0.35	0.39	0.44	0.47

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	(9.21)	185.99	12.13	9.78	8.14
营业利润(%)	(55.61)	591.24	11.11	9.01	8.00
归属于母公司净利润(%)	(40.80)	405.49	11.21	11.35	8.42
获利能力					
毛利率(%)	13.43	32.46	33.08	33.55	33.64
净利率(%)	14.81	26.18	25.97	26.34	26.40
ROE(%)	2.19	5.65	4.19	4.52	4.74
ROIC(%)	0.93	2.34	2.49	2.67	2.78
偿债能力					
资产负债率(%)	80.51	73.98	74.93	75.66	76.41
净负债比率(%)	2.80	1.67	1.72	1.77	1.81
流动比率	1.77	1.54	1.67	1.65	1.62
速动比率	1.77	1.54	1.67	1.65	1.62
营运能力					
总资产周转率	2.91	5.11	4.11	4.24	4.30
应收账款周转率	356.65	454.42	273.61	300.38	324.83
应付账款周转率	389.25	691.98	494.36	496.31	496.75
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.35	0.39	0.44	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.59	0.68	0.78	0.86
每股净资产(最新摊薄)	6.56	9.24	9.53	9.85	10.19
估值比率					
P/E	65.20	25.87	23.26	20.89	19.27
P/B	1.39	0.99	0.96	0.93	0.90
EV/EBITDA	195.08	71.57	65.08	62.68	62.00

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