

买入

2025 年 3 月 24 日

行业变革下的头部券商战略升级与价值重估

➤ **汇金系全牌照龙头券商：**中国银河证券脱胎于国有大行基因，在资本市场二十余载沉浮中逐步完成从传统经纪商到现代投行的逐步蜕变。作为汇金系核心券商，与其他头部券商形成“汇金系券商矩阵”独特生态，享有资源协同的优势。依托央企背景与全牌照优势，2023 年总资产/净资产行业排名第 5/6，稳居行业前列。公司推动“五位一体”战略转型，2024 年营收、净利润分别实现 353.7/101.3 亿元，同比+5.13%/+28.62%，ROE 逆势提升至 8.32%，投行与投资交易业务成为核心增长引擎。

➤ **政策驱动行业变革，中国银河把握核心机遇：**政策东风叠加市场红利，券商行业正迎来制度性变革窗口。新“国九条”明确头部券商做优做强路径，证监会“五年十家”政策加速行业整合，跨境投融资试点扩容与财富管理税收优惠推动业务升级。中国银河依托牌照优势与资本实力，通过并购重组绿色通道、深耕东盟战略及财富管理转型，有望在行业洗牌中实现弯道超车。

➤ **公司战略升级与多元业务协同发展：**公司自 2022 年开启“五位一体”战略升级，涵盖财富管理、投行、机构、国际、投资交易业务及母子公司一体化综合金融服务。财富管理和投资交易是核心收入支柱，而投行和机构业务还有提升空间。公司通过战略升维巩固优势、补齐短板，未来增长潜力巨大。渠道网络方面，凭借“总量平衡 + 科技赋能”，465 家营业部网络稳居行业第一，客户数突破 1,600 万。投行加速转型，明确“打造国内一流、国际优秀现代投行”目标，组织架构调整已见成效。机构业务借助“银河天弓”平台实现数字化，重点客户覆盖率达 68.4%。国际业务以“深耕东盟”战略提前布局，覆盖多国，东南亚市场优势明显，随着“一带一路”推进，有望成为未来增长新引擎。

➤ **目标价 11.00 港元，首次覆盖给予买入评级：**综上所述，中国银河凭借强大股东背景、清晰战略定位及广泛营业网络，竞争优势突出。当前行业正处于政策暖风频吹、市场交易活跃度回升、业绩边际改善的三重驱动阶段，公司有望在资本市场改革和行业整合中持续受益，投行业务补齐短板，国际化布局拓展海外市场。我们预计 2024-2026 年公司有望分别实现净利润 101.3/120.5/131.6 亿元，当下估值处于低位，预计上述催化剂有望与公司自身优势形成共振效应，进一步释放估值弹簧，参考 2025 年 1 倍 PB 估值，目标价 11.00 港元，较现价上行空间 35.5%，“买入”评级。

➤ **重要风险：**（1）资本市场震荡或流动性不及预期；（3）资本市场改革不及预期；（4）基金规模增长不及预期；（5）战略转型不及预期；（6）国际市场开拓不及预期。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

主要资料

行业	券商/非银
股价	8.12 港元
目标价	11.00 港元 (+35.5%)
股票代码	6881
港股股本	36.91 亿股
港股市值	299.7 亿港元
52 周高/低	10.86 港元/3.46 港元
每股净资产	12.86 元
主要股东	中金汇金(47.43%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	336	336	354	388	425
变动(%)	-6.5%	0.0%	5.1%	9.6%	9.5%
归母净利润(亿元)	78	79	101	121	132
变动(%)	-25.6%	1.5%	28.6%	18.9%	9.2%
EPS	0.70	0.67	0.90	1.08	1.19
BPS	8.55	9.20	10.66	12.15	13.48
市净率08.12港元(倍)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
每股股息(元)	0.23	0.22	0.28	0.34	0.37
股息现价比(%)	2.6%	2.5%	3.2%	3.8%	4.2%

股价表现



资料来源: 公司资料, 第一上海预测

资料来源: 彭博

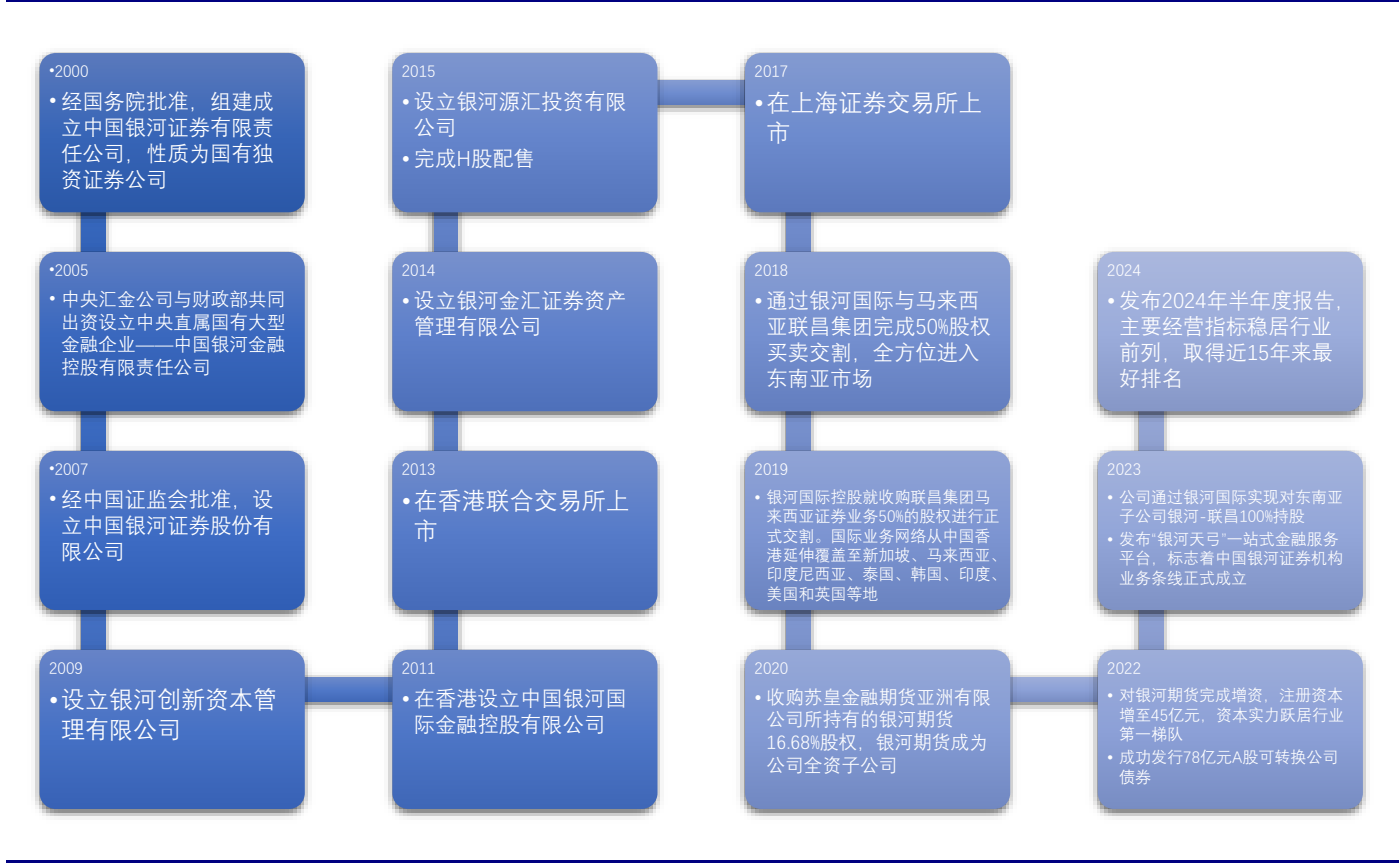
行业变革下的头部券商战略升级与价值重估

一、公司概况

1.1 发展历程：二十年铸就头部券商底蕴

中国银河证券股份有限公司（以下简称“中国银河”或“公司”）成立于 2000 年，经国务院批准，由原工行、农行、中行、建行、人保及中经开所属的证券业务部门和证券营业部共同组建而成。2005 年，由中央汇金公司与财政部共同出资设立中国银河金融控股有限责任公司。2007 年，银河金控作为主发起人，联合四家国内机构投资者共同设立中国银河证券股份有限公司。公司先后于 2013 年在香港联交所上市（股票代码：06881.HK），2017 年在上海证券交易所上市（股票代码：601881.SH），2022 年成功发行百亿可转债巩固资本实力。这家脱胎于国有大行基因的券商，在资本市场二十余载沉浮中逐步完成从传统经纪商到现代投行的逐步蜕变。

图表 1：中国银河发展主要历程



资料来源：公司资料，第一上海

1.2 股权架构：汇金系核心成员优势凸显

中国银河的第一大股东是中国银河金融控股有限责任公司，由中央汇金公司控股。截至 2024 年 9 月 30 日，银河金控持有公司 47.20% 的股份，股权结构相对集中，保障战略决策效率。作为汇金系的重要成员，中国银河与其他头部券商如中金公司、国泰君安等同属汇金旗下，形成“汇金系券商矩阵”独特生态，享有资源协同的优势。

图表 2： 中国银河股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）

股东名称	股份性质	持股数量(亿股)	占已发行普通股比例(%)
中国银河金融控股有限责任公司	A股	51.61	47.20
中国证券金融股份有限公司	A股	0.84	0.77
兰州银行股份有限公司	A股	0.42	0.38
华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	A股	0.41	0.38
国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	A股	0.40	0.37
华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	A股	0.30	0.28
易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	A股	0.27	0.25
中国银河金融控股有限责任公司	H股	0.26	0.24
中山金融投资控股有限公司	A股	0.19	0.18
合 计		54.71	50.05

资料来源：wind，公司资料，第一上海

1.3 高管团队：投行老将引领战略突围

中国银河核心管理层呈现"监管+市场化"复合背景，经验丰富。

董事长王晟曾在中金公司担任投行部负责人超过 20 年，2022 年加入中国银河后，推动公司战略转型，提出“五位一体”业务模式。在其带领下，中国银河在投行、机构业务等领域进行了深化改革，补齐短板，强化核心竞争力。

总裁薛军兼具证监会监管经历与头部券商实战履历，形成战略落地双引擎；技术派高管罗黎明领衔的数字化团队，为公司金融科技转型注入强动能。

图表 3： 中国银河高管团队

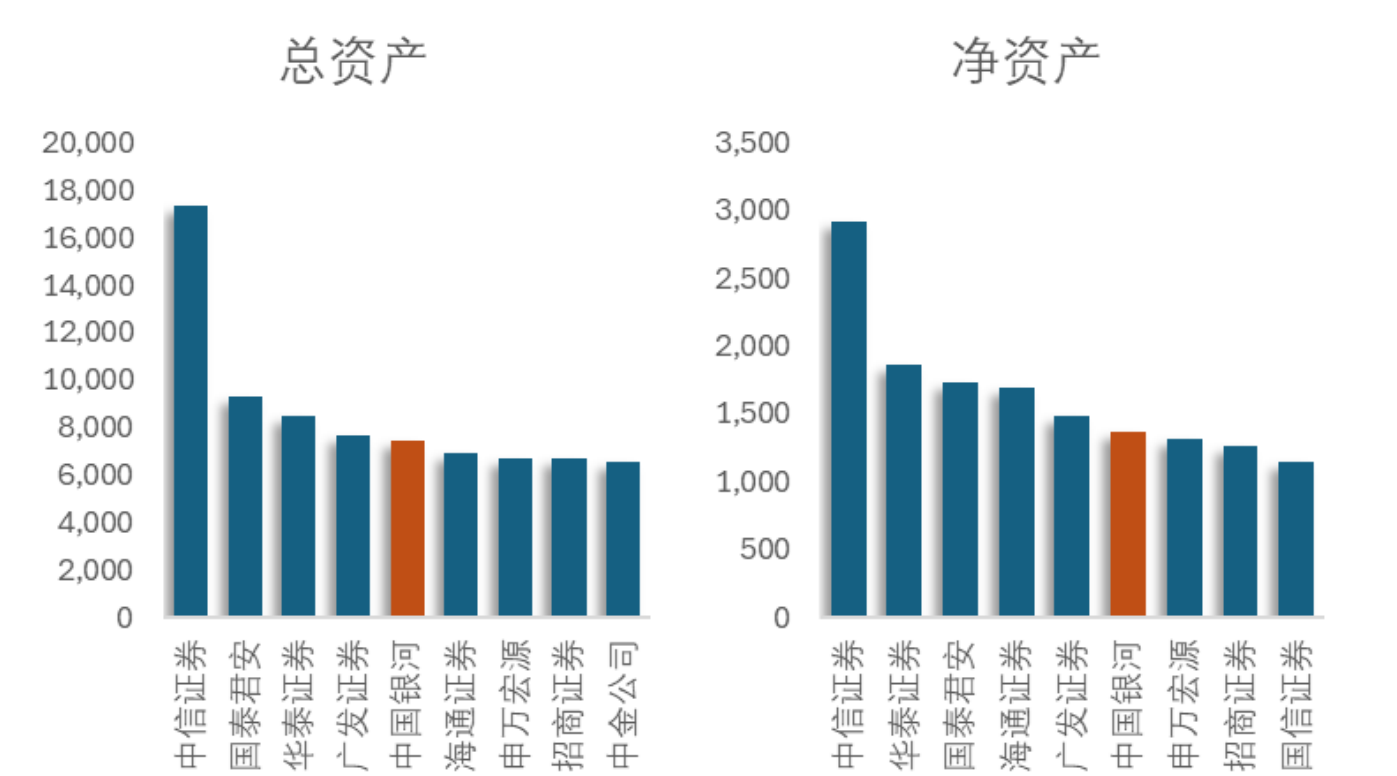
高管成员	职务	简介
王晟	董事长	现任本公司执行董事、董事长、执行委员会主任。毕业于清华大学经济管理学院，获管理信息系统学士与管理科学与工程硕士学位，历任中金公司投资银行部执行负责人、总裁助理、管理委员会成员、投资银行部负责人等职；2022年起历任本公司总裁、副董事长、执行董事、副董事长、执行委员会副主任委员。
薛军	总裁、财务总监	现任本公司执行董事、副董事长、总裁、执行委员会副主任、财务负责人。分别获中央财政金融学院经济学学士学位和北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。历任中国证券监督管理委员会发行监管部主任科员、副处长、调研员；国信证券有限公司总裁助理；齐鲁证券有限责任公司副总经理；申银万国证券股份有限公司总经理助理；申万宏源证券有限公司总经理助理、执行委员会成员、合规总监。2021年起历任本公司党委委员、副总裁、执行委员会委员、财务负责人、总裁、执行委员会副主任、财务负责人等职。
罗黎明	副总裁、首席信息官	现任公司执行委员会委员、副总裁、首席信息官。计算机专业博士。历任常州市证券公司(现东海证券股份有限公司)及其子公司运维工程师、程序员、项目组长、项目经理；北京世华国际金融信息有限公司历任项目经理、开发部经理；吉贝克信息技术有限公司历任咨询顾问、高级咨询顾问、项目经理、高级项目经理、部门总监、总经理助理、副总经理；中国证券监督管理委员会任规划发展委员会研究员；中证机构间报价系统公司历任技术开发部总监兼系统运维部总监、信息技术部总监、执行委员会委员；中泰证券股份有限公司任IT总监；2017年起任本公司执委会委员、业务总监、执委会委员、副总裁。
梁世鹏	合规总监、首席风险官	现任本公司执委会委员，合规总监、首席风险官。西北大学经济学学士、工商管理硕士。历任海南省证券公司投资银行部职员、青海省证券管理办公室科员；中国证监会西宁特派员办事处副主任科员、主任科员(负责人)、上市公司监管处副处长；中国证监会西宁特派员办事处机构监管处副处长、处长；中国证监会青海监管局机构监管处处长；中国证监会西藏监管局党委委员、副局长；中国证监会青海监管局党委委员、纪委书记、副局长；中国证监会青海监管局党委书记、局长；2019年起任本公司执委会委员、合规总监。
刘冰	业务总监、董事会秘书	现任公司执行委员会委员、业务总监、董事会秘书。工商管理硕士。历任中国建设银行盐城分行信托投资公司职员；渤海证券有限责任公司北京总部机构客户部经理、总经理助理、西外大街营业部总经理；五矿证券有限公司常务副总经理；宏源证券股份有限公司(现为申万宏源证券有限公司)资产管理分公司董事总经理；申万宏源证券有限公司资产管理事业部副总经理；2017年起任本公司北京分公司总经理、财富管理总部总经理、银河金汇证券资产管理有限公司董事长、执行委员会委员、业务总监。

资料来源：wind，公司资料，第一上海

1.4 行业地位：全牌照航母的进击之路

中国银河是国内领先的综合金融服务商，综合实力位居行业前列。公司总资产和净资产规模分别位居行业第 5 和第 6，2023 年营业收入及净利润均名列行业领先地位。凭借广泛的营业网络（境内营业部达 487 家，覆盖全国 31 个省市地区）和强大的客户基础，中国银河在经纪业务、信用业务等领域保持领先。

图表 4：头部券商资产总额 TOP9（亿元）

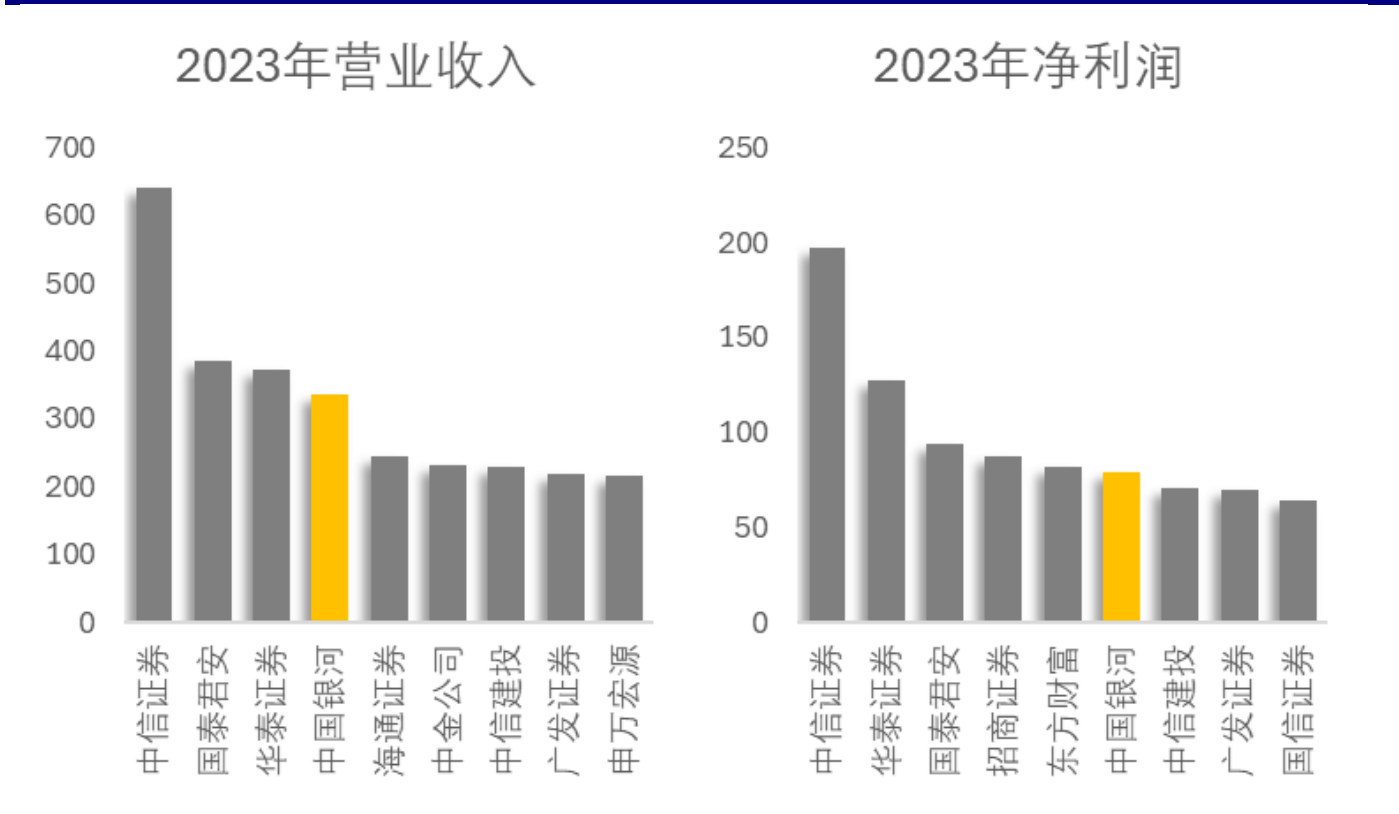


资料来源：Wind，各公司资料，第一上海（截至 2024/09/30）

过去十年，中国银河的经营指标实现了质的飞跃。营业收入从 2016-2017 年的行业第 14 名攀升至 2023 年的第 4 名；净资产水平从 2022 年的行业第 9 跃升至第 6 名；ROE 表现更是亮眼，从 2015 年的行业第 24 名攀升至 2023 年的第 7 名，2024 年 ROE 逆势提升 0.89pct 至 8.32%。这充分彰显了公司在资产运营效率和盈利能力上的卓越表现。

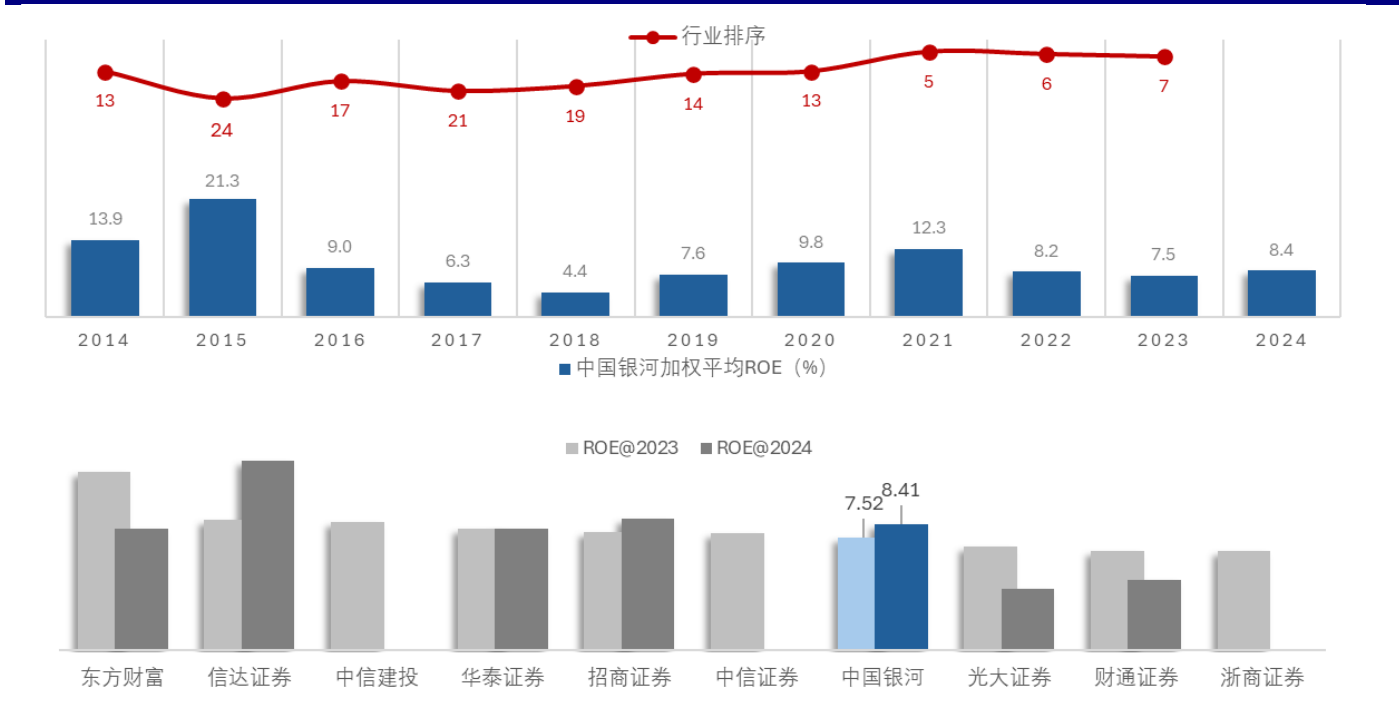
作为国有头部券商，中国银河依托强大的股东背景与综合金融能力，在资本市场改革深化与行业供给侧整合的背景下，战略定位清晰。依托国内分支机构最多、亚洲布局最广的“毛细血管”网络，服务超 1600 万客户、管理客户托管资产超 5 万亿，这种“顶天立地”的渠道优势在财富管理转型中正转化为独特护城河。2024 年公司业绩超预期，营业收入同比增长 5.13% 至 353.7 亿元，净利润同比增长 28.62% 至 101.3 亿元，预计投资交易业务与投行业务成为增长的核心驱动力。未来三年，随着战略落地，公司的竞争优势将有望进一步强化。

图表 5： 2023 年券商收入及利润 TOP9（亿元）



资料来源：Wind，各公司资料，第一上海

图表 6： 中国银河及行业 ROE 水平（%）



资料来源：Wind，各公司资料，第一上海

二、行业趋势：政策东风叠加市场红利催生券商新生态

在当前复杂的市场环境下，中国券商行业正迎来制度性变革窗口，为未来的快速发展奠定了坚实基础。从政策层面来看，新“国九条”明确头部券商做优做强路径，证监会“五年十家”顶层设计加速行业洗牌。我们观察到三大政策机遇：1）并购重组绿色通道开启行业整合浪潮；2）跨境投融资试点扩容利好国际化布局；3）财富管理税收优惠推动业务模式升级。对于牌照齐全、资本雄厚的银河而言，有望成为其弯道超车的战略机遇期。

2.1 新国九条重塑竞争格局

2024 年 4 月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新国九条”），这标志着中国资本市场改革正式迈入 2.0 阶段。区别于 2004 版的制度筑基，2024 新国九条以“强监管、防风险、提质量”为核心导向，剑指“扶优限劣”：其中包括通过差异化监管引导资源向头部集中，倒逼中小机构转型特色化经营等。新政策的落地，聚焦头部券商做优做强，鼓励并购重组与组织创新，加速行业供给侧改革。我们认为，政策红利为头部券商提供了更为广阔的发展空间，中国银河作为汇金系重要成员，在相关领域提前布局，有望率先在资源整合与业务协同中受益。

2.2 并购潮下的行业资源整合机遇

2024 年，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，为券商高质量发展明确了路线图。政策提出力争通过 5 年左右时间，形成 10 家左右优质头部机构引领行业，到 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。行业整合趋势明显，强强联合与优势互补成为行业发展的重要方向。在政策鼓励与市场驱动下，券商间的并购重组活动日益频繁，这不仅有助于优化行业格局，提升行业集中度，还能实现业务的协同发展与资源的高效配置。

2.3 双向开放催生跨境业务新机

资本市场制度型开放进入深水区，QDII2 试点、跨境理财通升级等政策红利持续释放。随着双向开放的推进，跨境投融资需求不断提升。中国银河通过“深耕东盟”战略已实现超前卡位，成功覆盖多个国家和地区，其在东南亚市场的领先地位，具备显著的先发优势。随着“一带一路”基建融资需求激增，将助力公司拓展国际业务，提升全球影响力，公司投行+财富管理的跨境协同效应有望进入变现期。

2.4 财富管理迎来黄金窗口期

当前，宏观经济环境也为券商行业的发展提供了有力支持，居民资产配置正处于拐点。低利率环境下居民财富管理需求呈现爆发式增长，全市场理财产品规模突破 30+ 万亿关口，资金的流动性增强，为行业发展带来广阔的空间。中国银河依托近 465 家营业部，积累了庞大的客户基础，为财富管理业务转型奠定了坚实基础。公司通过优化产品代销与投顾服务，有望进一步提升客户粘性与业务收入。

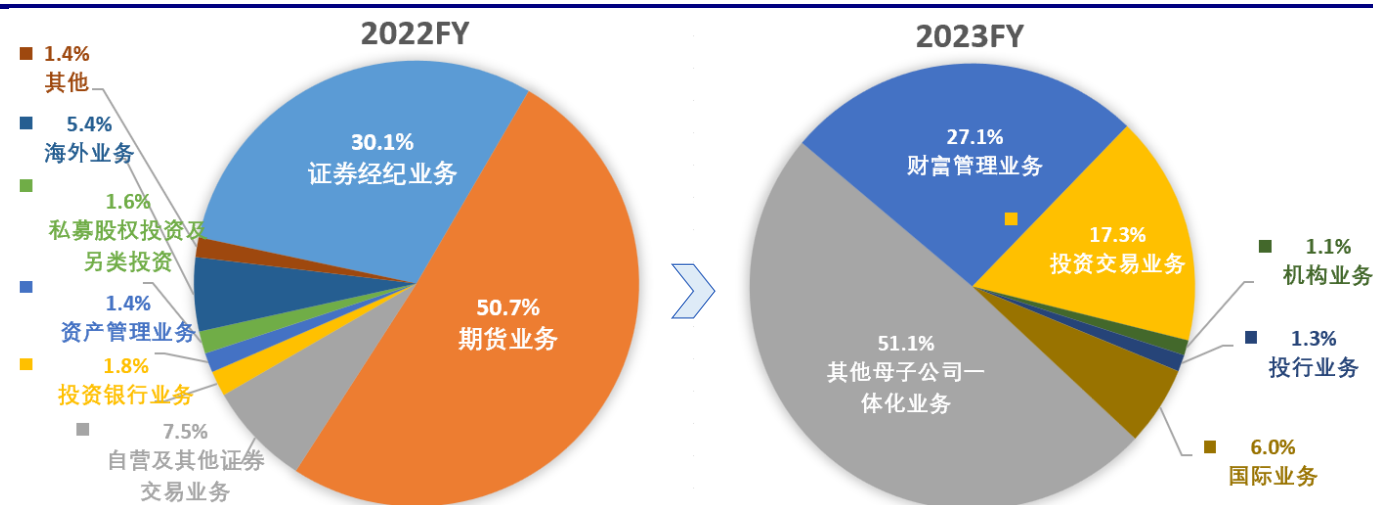
三、公司分析：战略蓝图升级下的价值重估

3.1 业务结构全景：从“双轮驱动”到“五位一体”

中国银河的业务结构涵盖经纪、自营、投行、资管等全方位综合金融业务。自现任董事长王晟先生 2022 年接任公司董事长以来，公司战略重心开启重大调整，由原来的经济+自营双轮驱动模式，向纵深推进并调整为“五位一体”的业务模式——涵盖财富管理业务、投资银行业务、机构业务、国际业务、投资交易业务及母子公司一体化的综合金融服务，构建协同增效的“五维增长极”。

截至 2023 年，公司收入占比分别为：财富管理业务 27.1%、投资交易业务 17.3%、投行业务 1.3%、机构业务 1.1%、国际业务 6.0%、其他母子公司一体化业务 51.1%。其中，财富管理与投资交易业务是公司目前收入的核心来源。

图表 7：2022-2023 年业务分部变化



资料来源：wind，公司资料，第一上海

针对公司薄弱项——投行业务，公司提出了明确的“打造国内一流、国际优秀现代投行”的战略目标，进行了组织架构和人员配置重构，力争未来三年后成为“各项业务发展相对均衡，没有突出业务短板，没有重要牌照资格短板，能够高效、敏捷为境内外客户提供综合金融服务的现代投资银行”。这种从“β 依赖”到“α 创造”的转变，在 2024 年已初见成效——24H1 投行业务在行业整体承压下收入逆势激增+44.9%，增速远超其它业务版图。

3.2 渠道网络战略迭代下的护城河重构与效能跃升

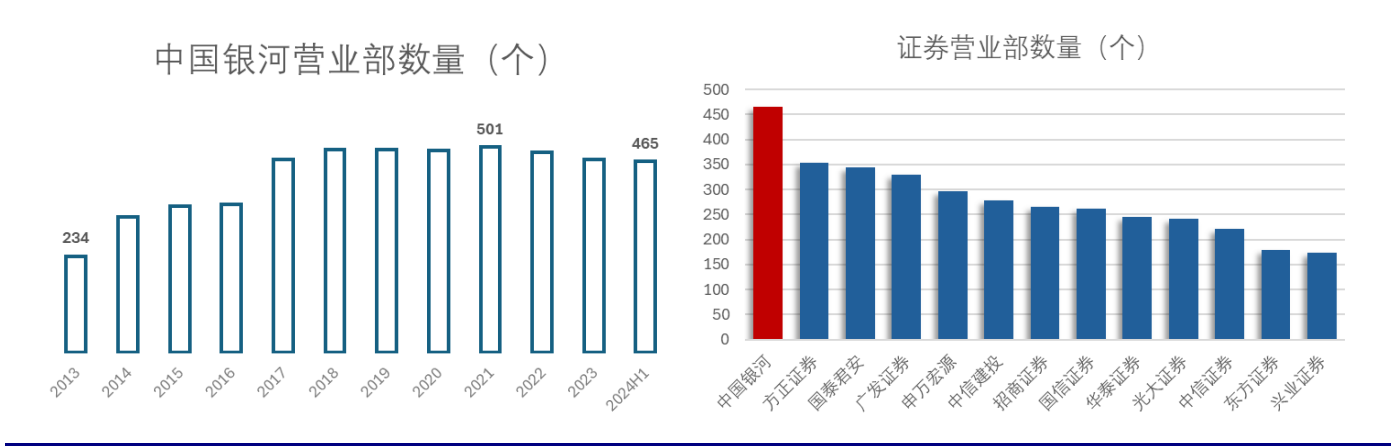
中国银河证券渠道网络战略全景透视。公司的营业部数量位居行业之首，回溯近十年的渠道网络发展轨迹，公司以持续迭代的渠道策略，成功实现从“规模驱动”向“价值创造”的战略升维，构筑起独具特色的竞争壁垒。

2013-2018 年扩张周期，公司展现极强的战略定力，以年均+16%的复合增速持续扩大物理触点。特别 2016-2017 年，公司把握传统经纪业务最后的黄金机遇，以“逆周期布局”思维战略性落子超 110 家营业部，完成对全国包括长三角、珠三角、京津冀等核心经济带的卡位布局，为后续业务拓展奠定基础。

2019 年成为战略转型关键分水岭，面对行业佣金率持续下行与获客成本攀升的行业困局，公司率先开启精细化运营转型，渠道建设进入“总量控制，结构优化”新阶段，期间网点增速明显放缓。

2020 年至今进入“总量平衡期”，公司通过“关转并改”策略，累计优化 26 家低效网点，营业网点总数稳定在 450-500 家左右，同时通过升级核心城市网点功能等措施，实现渠道全面效能优化。这种调整不仅优化了资源配置，更提升了单个网点的盈利能力和服务质量。

图表 8：中国银河营业部数量变化及行业对比



资料来源：wind，各公司资料，第一上海

截至 2024H1，公司营业部数量保持 465 家的绝对优势，较行业第二名多出 111 家的结构性差距，客户基数突破 1600 万大关，为财富管理转型储备充足势能。

图表 9：国内分支机构最多的投资银行



资料来源：公司资料，第一上海

科技赋能下的渠道价值重估。尤为值得关注的是，银河证券开创性地实现渠道变革与金融科技的深度融合。面对行业数字化浪潮，公司银河证券敏锐地捕捉到行业变革的方向，率先构建“智能网点+云端服务”双轮驱动模式：线下渠道聚焦高净值客户

深度服务，线上平台通过智能投顾、AI 客服等数字化工具延伸服务半径，形成了线上线下协同发展的新型服务网络。这种“物理网点做精、数字网络做广”的协同模式，不仅有效对冲网点收缩的影响，更进一步提高了未来客户覆盖率的天花板也为公司带来了更广阔的服务边界和更高的运营效率。

3.3 战略升维构筑增长引擎：综合服务筑基与跨境布局开新局

中国银河证券的战略演进路径清晰展现国有券商转型范式，其“两步走”战略架构深度契合国家金融强国建设目标。公司锚定“打造受人尊敬的现代投资银行”愿景，分阶段推进全球竞争力跃升：2025 年建成“国内一流、国际优秀投行”，2030 年实现“国内领先、国际一流”质变。这一战略目标通过两个维度的突破构建护城河：

“五位一体”综合金融服务体系重构。中国银河创新构建“五位一体”业务矩阵，纵向贯通财富管理、投行、机构服务、国际业务与投资交易五大板块，形成“战略级业务集群”。通过母子公司一体化运营实现客户全生命周期服务闭环，进一步提升综合金融服务能力。横向以“四维驱动”机制（市场化组织变革、平台化资源整合、数字化能力筑基、全面协同增效）打破业务孤岛，2025 年前完成传统券商向现代投行的组织变革。

国际化破局，打造东南亚战略支点。依托中央汇金股东背景及亚洲最大分支网络优势（覆盖超 10 国 35 个市场 30 个交易所），重点强化“一带一路”沿线布局，计划 2030 年打造受人尊敬、国内领先、国际一流的现代投资银行，确立东南亚市场绝对领先地位。公司实施“深耕东盟、辐射 RCEP”战略，当前在东南亚核心市场保持领先地位。

3.4 核心业务亮点

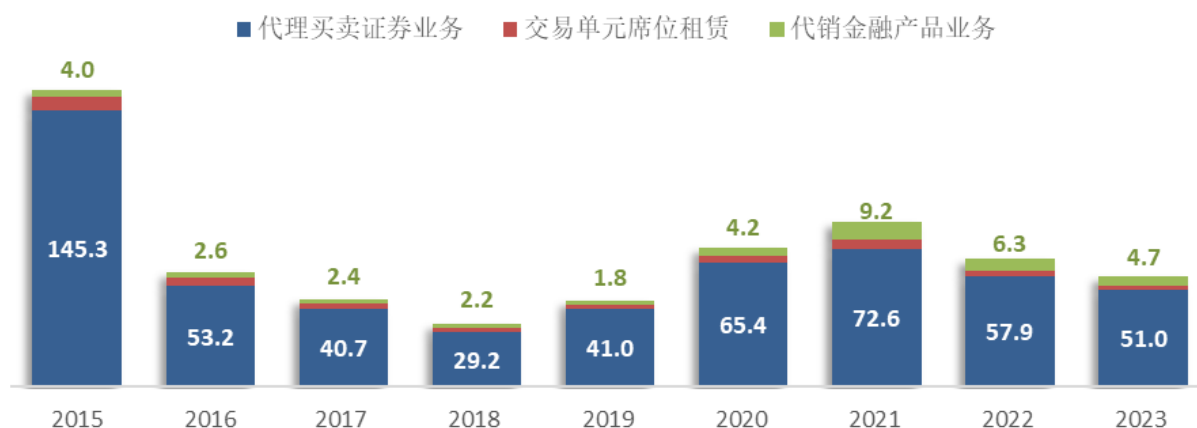
3.4.1 财富管理业务：客户基础稳固，业务结构持续优化

中国银河的财富管理业务一直是公司的核心竞争力之一。它以满足客户多元化的金融需求为出发点，提供从股票、基金、债券到衍生金融工具的全面交易服务，同时还涵盖投资咨询、资产配置等专业金融服务。此外，融资融券、股票质押式回购及约定购回交易等服务也在其业务范畴之内。

财富管理业务客户基础持续壮大。客户基础方面，中国银河展现出了强大的吸引力。2023 年末，公司客户总数突破 1550 万户，到了 2024 年上半年，这一数字进一步攀升至 1600 万户。特别是在北交所合格投资者数量上，公司更是位居行业第一，这不仅体现了其在新兴市场的卓越布局能力，也彰显了其对市场趋势的敏锐把握。公司客户托管资产总市值超 5 万亿元人民币，庞大体量印证渠道网络优势。

代理买卖证券业务结构调整成效显著。2023 年受行业整体趋势影响，公司代理买卖证券业务实现收入 51.0 亿元，较 2021 年高位复合降速约 16.2%。尽管机构客户的普通经纪业务和信用业务收入下滑明显，但个人客户业务却逆势实现增长。公司通过“机构收缩+零售扩张”的差异化策略实现结构性突围，根据中国证券业协会统计，2023 年前三季度，公司代理买卖证券业务净收入市场占有率达 4.79%，行业排名第 3，继续保持领先地位。

图表 10：2015-2023 年中国银河证券经纪业务规模及结构

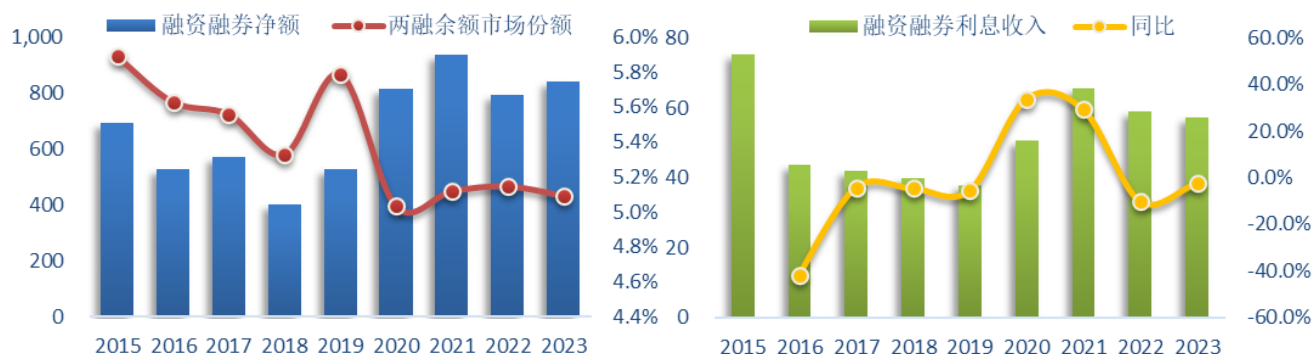


资料来源：wind，公司资料，第一上海

代销金融产品业务与高净值客户市场突破。公司代销金融产品业务从 2019 年的 1.8 亿元增至 2021 年的 9.2 亿元，尽管 2023 年收入规模受行业信托产品需求下降以及基金费率降低影响回落至 4.7 亿元，但基金销售总额同比大增 21.6%。此外公司在高净值客户市场取得了显著突破，通过高净值客户服务品牌“银河金熠”签约人数达 5,456 人，较 2022 年末增长 156%，签约客户净资产突破 1,600 亿元，较 2022 年末增长 195%，客群突破对冲市场波动。投顾团队扩大至 3,798 人支撑服务升级，较 2022 年末增长 5.85%，财富管理服务能力大幅提升。

两融业务与股票业务稳健运行。2023 年公司两融利息收入为 57.3 亿元，较 2021 年有所减少。这一变化与市场交易活跃度降低、客户融资需求减少以及市场利率下降密切相关。公司融资融券余额 841 亿元人民币，两融余额市场份额仍保持超过 5%，平均维持担保比例为 247%，业务整体风险可控。从客户结构来看，机构客户对融资融券业务的需求减少，而个人客户的需求有所增加，反映出公司在客户结构优化上的积极调整。2023 年末公司股票质押业务待购回余额为 206 亿元人民币，平均履约保障比例达 252%，整体风险完全可控，业务运行稳健。

图表 11：2015-2023 年中国银河融资融券业务变化



资料来源：wind，公司资料，第一上海

3.4.2 投行业务：短板待补，转型机遇与挑战并存

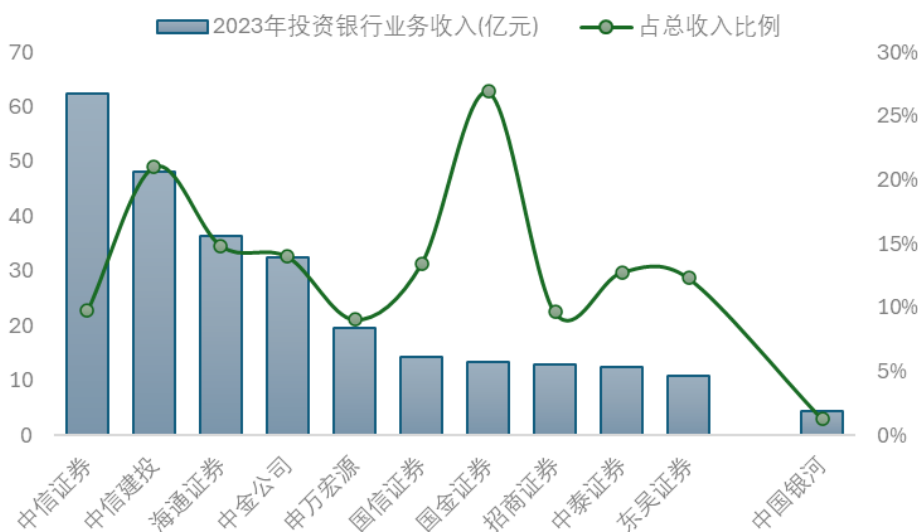
中国银河的投资银行业务一直是其发展中的重要一环，但相比财富管理业务，投行业务长期以来一直是公司的短板。2023 年，投行业务收入仅占公司总收入的 1.3%，远低于行业平均 15% 的水平。这一现状凸显了公司在投行业务上亟待突破的紧迫性，但债券承销的强势突破已逐渐显露其未来弯道超车潜力。

股权承销薄弱是弊也是利。2023 年公司投行业务收入为 42.8 亿元，同比-19.9%。这一下滑主要受宏观经济和市场环境影响，承销和保荐业务量有所减少。具体来看，股权承销金额仅为 37.65 亿元人民币，而债券承销金额达 3,579.54 亿元人民币，同比+41.75%，行业排名第 12，债券承销明显强于股权承销业务。过去，公司在股权承销领域并未过多布局 IPO 项目，与行业头部券商相比，错失了部分市场机遇。然而，这也使得公司在当前资本市场“1+N”政策体系快速落地、行业规模收缩的背景下，规避了更多的政策监管收紧风险，更利于集中资源把握其它如并购重组等政策红利。

债券承销逆势突破，市场排名显著提升。债券承销业务在 2023 年下半年起迎来逆势突破。随着资本市场利好政策的陆续出台，债券市场一级发行总量逐步改善。公司积极把握市场机遇，通过业务协同，重点拓展地方政府债、金融债、短期融资券和定向融资工具等领域。2024 年上半年，公司债券承销规模增速高于行业平均水平，承销规模达 2,035.44 亿元人民币，同比+22.1%，市场排名提升至行业第 7。其中，地方政府债承销规模为 1,066.44 亿元人民币，排名第 5；金融债承销规模为 523.37 亿元人民币，排名第 10。债券承销业务的强势表现，为投行业务的整体发展提供了有力支撑。

战略转型补齐短板，打造新增长极。为了补齐短板，公司在未来规划目标中对投行业务提出重笔描绘，战略调整和团队扩充正积极推进。根据中国证券协会数据，截至 2025 年，公司保荐人数量较 2023 年初增长超 30%，组织架构调整已初步取得成效。其中预计债券承销业务有望继续保持增长态势，成为投行业务的核心支撑。此外，公司积极拓展并购重组业务，2024 年上半年已完成两单上市公司收购及财务顾问项目，并有三单新三板推荐和两单新三板线上发行。并购重组业务的快速发展，有望成为未来投行业务的重要增长点。

图表 12：中国银河投行业务具有较大提升空间

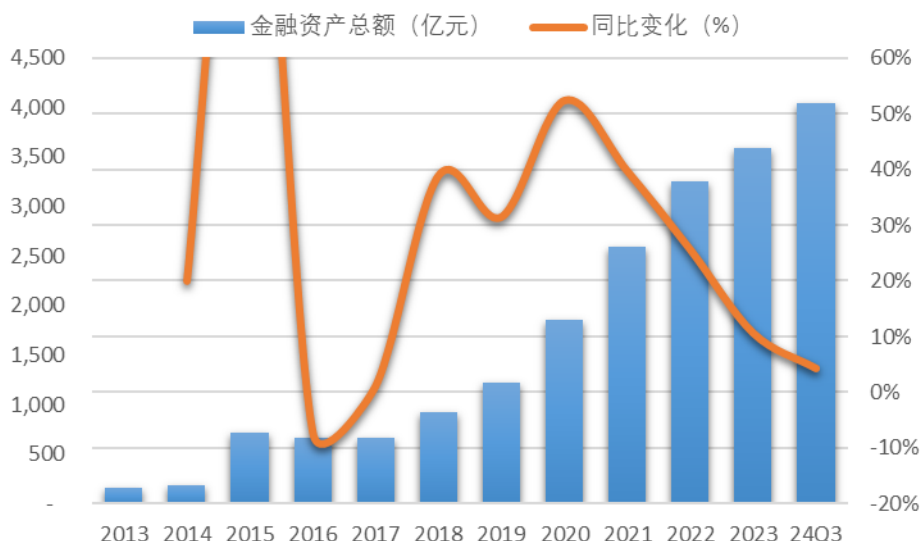


资料来源：wind，各公司资料，第一上海

3.4.3 投资交易：“固收+衍生”双轮引擎

中国银河投资交易业务主要以自有资金涉足权益类证券、固定收益类证券、大宗商品及衍生金融工具等领域，同时为客户的投融资及风险管理提供全方位的综合金融解决方案。

图表 13：中国银河金融资产规模持续打造业绩增长极

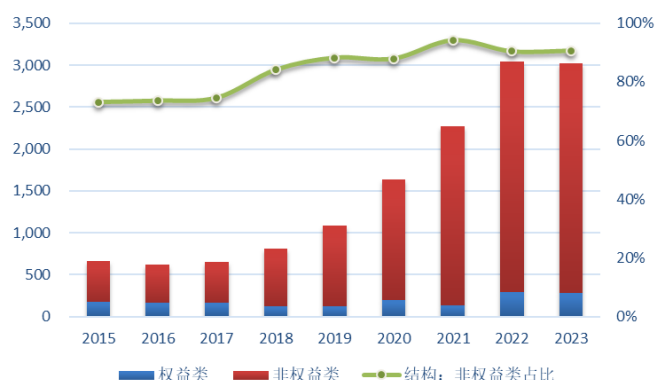


资料来源：wind，公司资料，第一上海

强劲势头与卓越竞争力。公司投资交易业务在近年来展现出了强劲的发展势头与卓越的市场竞争力，4,036 亿金融资产规模十年增长 21 倍的背后，是“固收打底+衍生增厚”策略的成功实践。2023 年，该业务板块全年营业收入高达 58.26 亿元，同比激增 138.9%，毛利率 93.3%，同比+ 3.42 pct，这一成绩得益于公司精准的市场判断与稳健的投资策略。

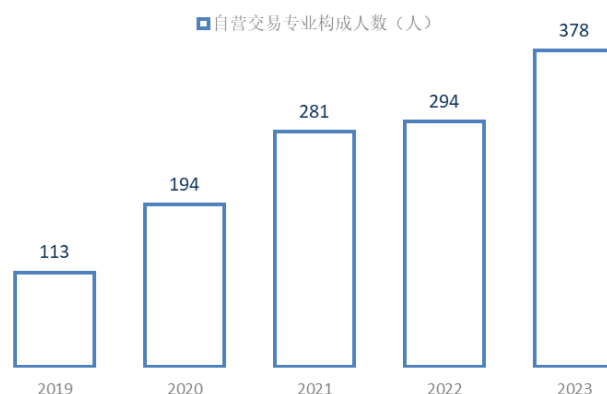
固收类投资铸就安全垫，业务形态拓展取得突破。从结构来看，其自营投资业务中约 90%左右为非权益类投资业务，主要以固收类投资业务或做市业务为主，因此其市场抗风险性要强于行业水平。在权益投资领域，公司坚持“低风险+绝对收益”理念，红利策略成效显著，为业绩稳定和净资产增值做出重要贡献。固定收益投资方面，通过优化持仓结构，稳步开展多元投资，实现业务稳健增长。同时，公司大力发展做市业务与报价回购，拓展业务形态与收入来源。衍生品投资作为创新业务的重要组成部分，同样取得突破。公司通过拓展衍生品业务，满足客户个性化需求，达成多笔创新性交易，有效支持实体企业境外融资，彰显专业实力与创新能力。

图表 14: 2015-2023 年中国银河自营投资业务规模及结构（亿元、%）



资料来源: wind, 公司资料, 第一上海

图表 15: 2023 年中国银河自营交易专业构成人数大幅增加



资料来源: wind, 公司资料, 第一上海

"架构重构+人才扩容+业务创新"三重变革重构投资交易核心竞争力。近年来, 中国银河持续优化投资交易业务架构, 丰富金融服务矩阵, 引入专业人才, 强化市场研究与风险控制, 并积极拓展创新业务, 以更好地满足客户多元化需求。凭借卓越的市场洞察力、稳健的投资策略和强大的创新能力, 公司在投资交易领域保持领先地位, 为公司整体业绩提升注入强劲动力, 也为投资者创造了丰厚回报。

展望未来, 中国银河将继续深耕投资交易业务, 优化投资组合, 加强市场研究与风险控制, 并持续拓展创新业务领域。我们相信, 公司有望继续巩固其在投资交易领域的优势, 推动整体业绩增长, 为投资者带来更可观的回报。

3.4.4 机构业务: 天弓生态叠加数字基建, 驱动全链条升级

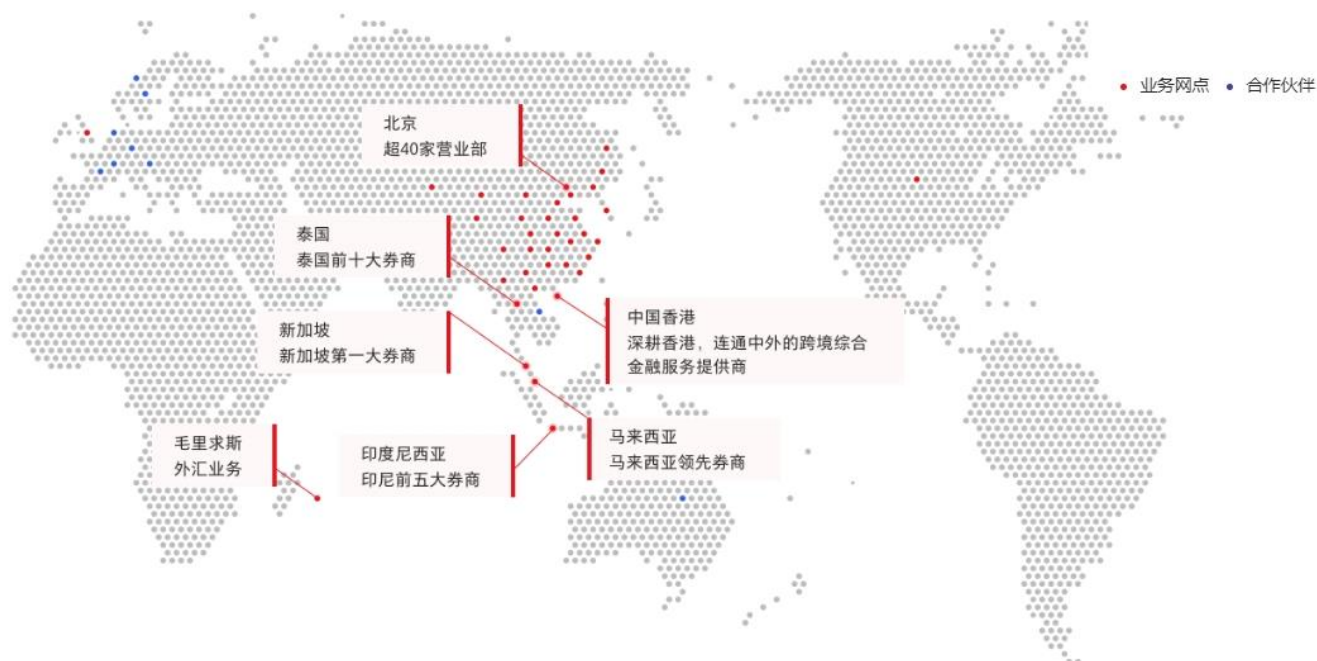
作为连接机构客户与资本市场的核心枢纽, 2023 年中国银河证券新成立机构业务线, 推出"银河天弓"一站式平台实现机构业务全链条数字化升级, 重点客户覆盖率提升至 68.4%。尽管受机构客户需求收缩和佣金费率下行影响, 2023 年机构业务收入 38.3 亿元同比下滑-26%, 但其服务生态的全面升级已显现战略韧性。

服务能力跃迁, 从单一交易到全生命周期管理。公司通过"星耀数智服务平台"和"企业综合金融服务平台"构建机构服务新范式, 打造成为全链条服务商, 同时推出"星善计划"公益品牌和"星耀管理人俱乐部", 并深化 TDC 机构投顾服务。在具体业务板块中, 场外业务表现亮眼。公司运用前沿数字金融科技手段, 打造行业领先的业务系统, 并升级场外衍生品交易服务平台, 为专业机构投资者提供全生命周期服务。做市业务方面, 公司积极参与北交所、科创板和基金做市, 首批开通北交所做市权限并服务 12 家上市公司, 推动创新型中小企业发展。托管与基金服务业务规模持续增长, 2023 年末达 2,827.02 亿元, 同比增长 5.29%, 并连续两年通过 ISAE3402 国际鉴证。研究业务上, 公司提升研究能力, 拓展服务外部机构投资者的渠道, 强化基金评价服务。

3.4.5 国际业务: 东南亚布局深化, 潜力巨大

中国银河证券的国际业务是公司战略布局中的重要一环, 也是未来增长的关键领域。公司通过银河国际控股和银河-联昌等平台, 重点布局东南亚核心市场, 同时在欧洲和北美积极拓展服务网络。自 2018 年以来, 公司通过联昌并购项目, 将国际业务网络从中国香港延伸至新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、韩国和英国等地, 全方位覆盖东南亚市场, 成为在亚洲地区网络最广的中资券商。目前, 公司为全球客户提供全面的金融服务, 涵盖经纪、投行、研究和资产管理等多个领域。

图表 16: 中国银河全球核心城市网点布局

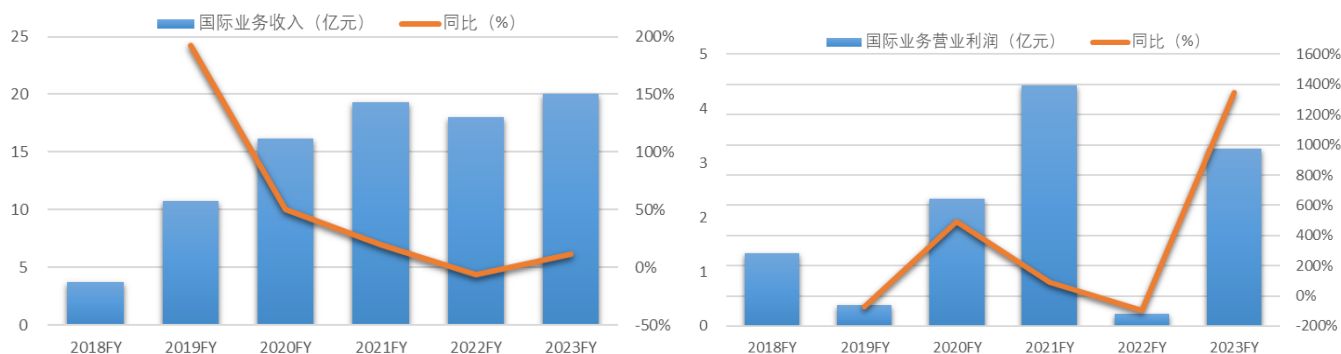


资料来源：公司资料，第一上海

公司在国际业务上的表现十分出色，市场份额领先，服务品质卓越。2023 年，国际业务收入达到 20.06 亿元，同比+11.28%，毛利率为 16.23%。这一成绩不仅体现了公司在国际市场的强大竞争力，也彰显了其在东南亚市场的领先地位。目前，中国银河在新加坡、马来西亚等核心区域的市场份额位居前三，银河海外品牌正在逐步落地生根。

展望未来，中国银河将继续深化东南亚市场布局，拓展业务领域与客户群体，开发创新金融产品，并加强风险管理，确保业务稳健发展。尽管当前公司国际业务的收入及利润贡献规模仍相对较小，但随着国家“一带一路”战略的深入推进，预计公司国际业务的利润贡献有望进一步提升。我们认为，中国银河的国际业务将成为公司未来增长的重要引擎，为整体业绩提升注入新的动力。

图表 17: 2018-2023 年中国银河国际业务收入及利润变化

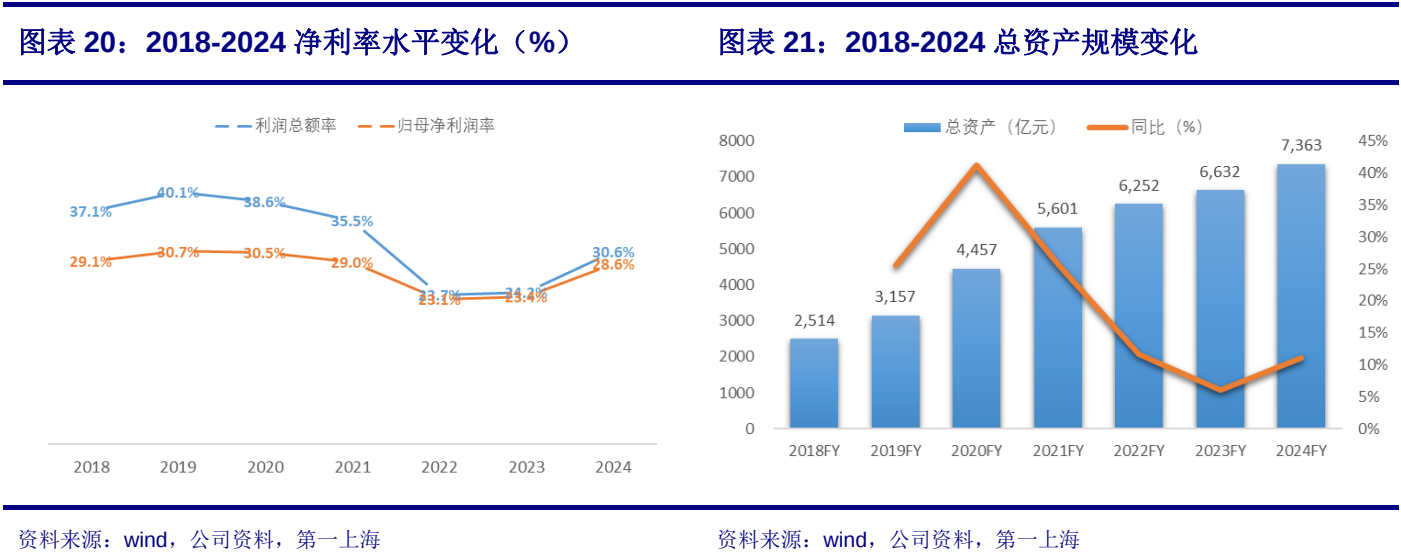
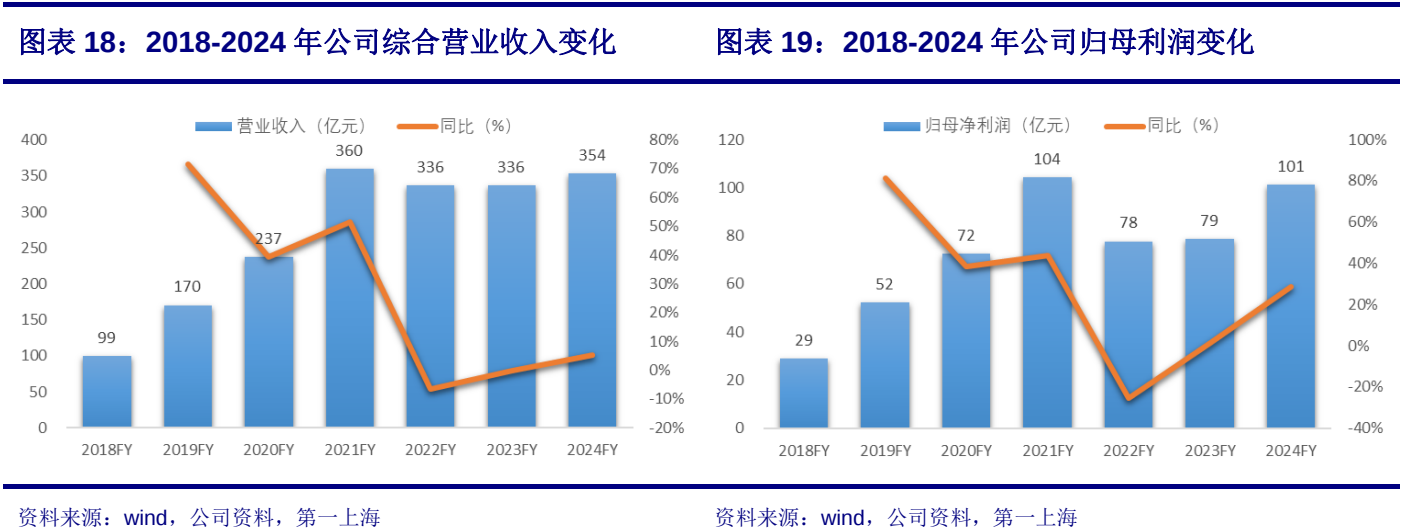


资料来源：wind，公司资料，第一上海

四、财务表现及投资建议

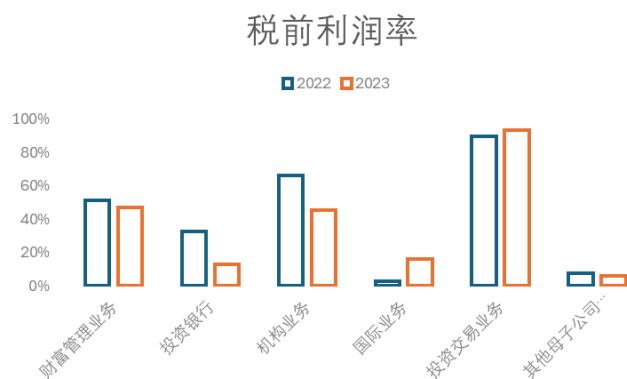
4.1核心财务表现：盈利韧性彰显战略定力

公司 2024 年资产规模突破 7,363 亿元，较 2018 年以约 19.6%的年复合增速持续攀升,稳居行业头部梯队。营收规模达到 353.7 亿元，归母净利润 101.3 亿元，分别同比增长 5.13%和 28.62%，自 2018 年以来的年化复合增速达 23.6%和 23.3%。归母净利润率同比提升 5.2pct 至 28.6%，加权平均 ROE 提升至 8.41%，较 2023 年增加 0.89pct，盈利质量显著优化。



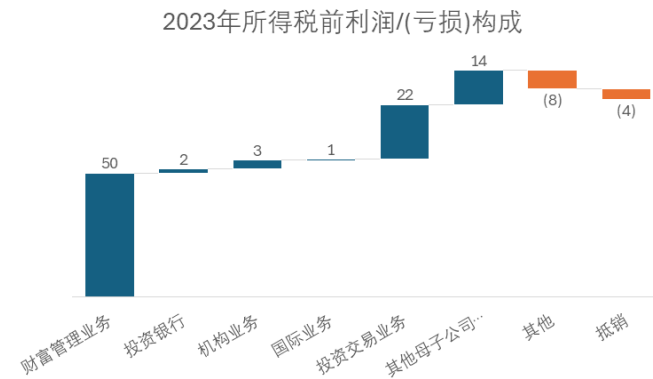
从整体来看，收入结构的多元化为公司带来了显著优势。在市场波动的环境下，公司展现出更强的韧性，抗风险能力也得到了明显提升。截至 2024 年三季度，尽管经纪业务受到市场环境的一定压力，但债权融资规模却保持了快速增长，券商资管规模也在企稳回升。我们预计公司的经纪、投行、资管业务表现均优于行业平均水平，其中期内投资收益的大幅增长更是成为驱动整体利润超预期的关键因素。

图表 22：各业务分部盈利能力对比（%）



资料来源：wind，公司资料，第一上海

图表 23：公司利润构成情况（亿元）



资料来源：wind，公司资料，第一上海

4.2 成本管控：效率革命驱动利润释放

2024 年公司营业利润实现了大幅提升，同比+31.7%，利润率提高+6.2pct 至 30.6%。从单季度来看，2024 年四季度的营业利润同比激增了+142.2%，利润率同比提高了 24pct，跃升至 41.4%。这一显著提升主要得益于营业支出的大幅下降，同比-28.0%，预计是由于管理费率的下降以及信用减值转回的增加所致。成本优化呈现两大特征：

- 1) 资源聚焦战略：通过一系列有效的业务结构调整和资源集中配置，成功降低了运营成本。在资管业务上，公司持续压缩通道业务，优化业务结构，同时将资源向优势业务和高潜力领域集中，提高了资源利用效率，降低了单位成本。
- 2) 管理效能提升：薪酬改革和运营效率的提升是中国银河费用改善的两大关键举措。在监管政策的引导下，通过薪酬体系改革和数字化中台建设，提高运营效率，降低管理费用等运营成本。

目标价 11.00 港元，买入评级

综上所述，我们认为中国银河凭借强大的股东背景、清晰的战略定位与转型决心、广泛的营业网络以及卓越的盈利能力，核心竞争优势显著。公司作为汇金系重要成员，享有资源协同便利，同时凭借“五位一体”业务模式和“四维驱动”机制，推动传统券商向现代投行蜕变，其庞大的营业网络和客户基础有望为未来业务转型奠定坚实基础。展望未来，中国银河有望在资本市场改革与行业整合的浪潮中持续受益。投行业务的战略调整与团队扩充将补齐短板，成为新的增长极；国际化布局的深化也将助力其拓展海外市场，提升全球影响力。

我们认为当前行业正处于政策暖风频吹、市场交易活跃度回升、业绩边际改善的三重驱动阶段，预计公司 2024-2026 年有望分别实现净利润 101.3/120.5/131.6 亿元。当下公司估值处于低位，投资价值显著，预计上述催化剂有望与公司自身优势形成共振效应，进一步释放估值弹簧，参考 2025 年 1 倍 PB 估值，目标价 11.00 港元，较现价上行空间 35.5%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24：同行业估值对比

公司名称（中文）	代码	股价	BPS(交易币种)					PB Ratio					Cash	Debt	Net Debt
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E			
H股															
中国国际金融股份有限公司	3908 HK EQUITY	15.24	17.150	18.272	21.125	22.242	23.523	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	127875.7	280325.8	134417.0
中信证券股份有限公司	6030 HK EQUITY	21.90	16.150	18.140	19.376	20.337	22.098	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	347973.5	577152.6	180350.4
中国银河证券股份有限公司	6881 HK EQUITY	8.12	8.549	9.204	11.253	11.842	12.162	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	150189.0	346615.2	211268.2
广发证券股份有限公司	1776 HK EQUITY	10.60	15.796	14.888	17.797	18.913	20.093	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	126380.4	350762.9	218243.6
东方证券股份有限公司	3958 HK EQUITY	5.15	11.065	9.268	9.498	9.898	10.327	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	83098.2	164589.2	-38202.4
中信建投证券股份有限公司	6066 HK EQUITY	10.04	8.811	9.356	13.585	14.940	16.725	1.1	1.1	0.7	0.7	0.6	124875.3	250665.7	106157.8
申万宏源集团股份有限公司	6806 HK EQUITY	2.33	3.796	4.444	4.180	4.420	4.710	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	165149.6	338486.5	300418.6
招商证券股份有限公司	6099 HK EQUITY	14.38	11.519	12.299	14.037	15.035	16.118	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9	91941.5	358110.3	128653.8
光大证券股份有限公司	6178 HK EQUITY	7.85	11.821	14.550	13.030	13.680	14.320	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	76178.0	112202.9	81623.0
国联民生证券股份有限公司	1456 HK EQUITY	3.92	5.919	6.275	6.430	6.670		0.7	0.6	0.6	0.6		7720.8	45283.7	37011.4
国泰君安证券股份有限公司	2611 HK EQUITY	11.88	15.906	16.514	18.660	19.517	20.170	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	35488.0	396012.7	295606.7
简单平均			11.5	12.1	13.5	14.3	16.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	121533.6	292746.1	150504.4

数据来源：彭博，第一上海

重要风险

（1）资本市场震荡或流动性不及预期；（3）资本市场改革不及预期；（4）基金规模增长不及预期；（5）战略转型不及预期；（6）国际市场开拓不及预期。

主要财务报表

利润表					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	336	336	354	388	425
手续费及佣金净收入	75	66	69	59	64
其中：代理买卖证券业务净收入	64	55	57	46	50
投行业务净收入	7	5	6	8	9
资产管理业务净收入	4	5	5	5	6
利息净收入	52	42	39	40	44
投资净收益及公允价值变动	56	77	81	106	117
汇兑净收益	(0)	(0)	0	0	0
其他业务收入	153	152	166	182	200
营业支出	257	254	245	263	289
营业税金及附加	1	1	2	2	2
管理费用	102	104	103	109	123
信用减值损失	2	0	0	0	0
其他业务成本	152	149	141	152	165
营业利润	79	82	108	124	136
利润总额	80	81	108	124	136
净利润	78	79	105	121	132
归属于母公司所有者的净利润	78	79	101	121	132

资产负债表					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产					
货币资金	1,160	1,136	1,472	1,657	1,821
结算备付金	398	279	330	336	348
融出资金	843	912	746	804	832
买入返售金融资产	203	227	269	308	352
交易性金融资产	1,719	2,062	2,393	3,009	3,309
债权投资	27	23	25	28	31
其他债权投资	1,093	974	1,022	1,073	1,127
其他权益工具投资	384	452	542	558	575
资产总计	6,252	6,632	7,363	8,173	8,895
负债					
应付短期融资款	281	264	144	194	244
卖出回购金融资产款	1,585	1,614	1,775	1,952	2,148
代理买卖证券款	1,296	1,203	1,242	1,284	1,361
应付债券	969	1,005	1,056	1,161	1,277
其他负债	299	452	542	650	780
负债合计	5,226	5,327	5,957	6,613	7,196
所有者权益					
股本	101	109	109	109	109
其他权益工具	159	298	298	298	298
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母所有者权益	1,026	1,305	1,406	1,561	1,698
所有者权益合计	1,026	1,305	1,406	1,561	1,699

财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
EPS	0.70	0.97	0.90	1.08	1.19
BPS	8.5	8.3	10.7	12.2	13.5
增速					
收入	-6.5%	0.0%	5.1%	9.6%	9.5%
营业利润	-38.5%	3.4%	31.7%	15.0%	9.2%
归母净利润	-25.6%	1.5%	28.6%	18.9%	9.2%
盈利能力					
营业利润率	23.6%	24.4%	30.6%	32.1%	32.0%
归母净利率	23.1%	23.4%	28.6%	31.1%	31.0%
运营能力					
管理费用率	30.4%	30.8%	29.1%	28.2%	28.9%
实际税率	2.6%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
派息率	30.0%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%

现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量：					
净利润	78	79	105	121	132
固定资产折旧、油气资产折耗、	2	3	3	4	4
无形资产摊销	2	2	2	3	3
经营性应收项目的减少	0	(496)	(300)	(265)	(248)
经营性应付项目的增加	558	36	490	361	296
经营活动产生的现金流量净额	308	(443)	152	36	51
投资活动产生的现金流量：					
投资活动现金流入小计	313	413	574	784	884
投资活动现金流出小计	531	252	434	406	365
投资活动产生的现金流量净额	(218)	160	140	379	519
筹资活动产生的现金流量：					
筹资活动现金流入小计	1,058	1,045	1,140	1,081	1,089
筹资活动现金流出小计	1,033	875	1,066	992	979
筹资活动产生的现金流量净额	25	170	74	89	109
现金及现金等价物净增加额：					
现金及现金等价物净增加额	122	(111)	365	504	679
期初现金及现金等价物余额	1,225	1,347	1,236	1,601	2,105
期末现金及现金等价物余额	1,347	1,236	1,601	2,105	2,784

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。