

国金证券 (600109.SH) 业绩好于预期，经纪两融市占率提升

2025 年 04 月 25 日

——国金证券 2024 年报及 2025 一季报点评

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	2025/4/24
当前股价(元)	7.92
一年最高最低(元)	10.79/6.95
总市值(亿元)	294.03
流通市值(亿元)	253.40
总股本(亿股)	37.13
流通股本(亿股)	32.00
近 3 个月换手率(%)	59.72

● 业绩好于预期，经纪两融市占率提升

2024 年公司营业收入/归母净利润为 66.6/16.7 亿元，同比-1%/-3%，加权平均 ROE 5.04%，同比-0.35pct。2025Q1 营业收入/归母净利润 18.9/5.8 亿，同比+27%/+59%，年化加权平均 ROE 6.84%。2024 年与 2025Q1 业绩好于我们预期，主因自营投资收益好于预期，公司经纪、资管、利息净收入、投资收益同比均有所增长，投行收入同比下降构成一定拖累。考虑公司业务表现好于预期，我们上修公司 2025-2026 年归母净利润预测至 22/25 亿元（调前 21/24），新增 2027 年预测 29 亿元，同比+32%/+15%/+13%，EPS 分别为 0.6/0.7/0.8 元。公司投行品牌优势较强，“以投行为牵引，以研究为驱动”的差异化业务模式持续推进。当前股价对应 2025-2027 年 PB 0.8/0.8/0.7 倍，维持“买入”评级。

● 投行业务承压，经纪业务市占率提升，机构降佣导致净佣金率下降

(1) 2024 年/2025Q1 投行净收入 9.1/1.3 亿元，同比-32%/-45%，受市场环境影响而承压。2024 年公司 IPO 和北交所上市主承销家数市场排名第 10，再融资单数市场排名第 5。公司积极挖掘优质民营企业，近三年民营企业占比约 93%。(2) 2024 年/2025Q1 公司经纪净收入 19.1/6.1 亿元，同比+16%/+58%，市场股基成交额同比+23%/+72%。2024 年公司股基成交额市占达 1.45%，同比+18bp，测算净佣金率万 1.85，同比-15%，预计主要受机构降佣影响。2024 年公司财富管理业务累计客户数同比+21%，客户资产总额同比+27%，90 后、00 后客户合计新开户占比由 47.7%提升至 52.9%，整体客户结构不断优化。(3) 2024 年/2025Q1 资管业务实现 1.1/0.3 亿，同比+15%/+36%。

● 两融市占率提升，自营投资收益率提升

(1) 2024 年/2025Q1 公司利息净收入分别 12.9/3.5 亿元，同比+7%/+28%。2024 年/2025Q1 融出资金市占率达 1.65%/1.63%，较 2023 年末的 1.57%有所提升。(2) 2024 年公司自营投资收益 19.2 亿，同比+17%，自营金融资产规模 245 亿，同比-35%，自营投资收益率 6.17%，较 2023 年的 4.72%改善，公司在固收和权益方面积极把握住了市场机会，衍生品业务表现稳健。2025Q1 公司自营投资收益 6.1 亿元，同比+43%，年化自营投资收率 7.25%，期末自营金融资产规模 434 亿，较 2025 年初增长 78%。

● **风险提示：**股市波动影响；受政策影响投行业务有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,730	6,664	7,643	8,567	9,650
YOY(%)	17.4	-1.0	14.7	12.1	12.6
归母净利润(百万元)	1,718	1,670	2,209	2,548	2,871
YOY(%)	43.4	-2.8	32.2	15.4	12.7
毛利率(%)	31.6	30.4	35.3	36.3	36.3
净利率(%)	25.5	25.1	28.9	29.7	29.8
ROE(%)	5.4	5.0	6.4	7.0	7.5
EPS(摊薄/元)	0.46	0.45	0.59	0.69	0.77
P/E(倍)	17.1	17.6	13.3	11.5	10.2
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

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

《投行业务承压，Q3 自营投资同环比高增——国金证券 2024 三季报点评》-2024.11.4

《投行业务承压，一季度自营高基数导致业绩同比下降——国金证券 2023 年报及 2024 一季报点评》-2024.4.26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	93,794	101,330	126,171	144,073	157,671
现金	25,061	34,201	41,269	48,350	52,385
应收票据及应收账款	879	398	358	388	418
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	67,854	66,732	84,544	95,335	104,868
非流动资产	23,238	18,785	20,278	21,899	23,660
长期投资	520	395	415	435	457
固定资产	107	104	104	104	104
无形资产	341	262	262	262	262
其他非流动资产	22,270	18,025	19,497	21,097	22,837
资产总计	117,032	120,116	146,449	165,971	181,331
流动负债	72,441	70,349	88,862	102,213	112,884
短期借款	41,629	26,535	39,803	47,763	52,540
应付票据及应付账款	1,497	2,198	3,780	4,701	5,622
其他流动负债	29,315	41,616	45,279	49,749	54,722
非流动负债	11,795	15,813	21,914	26,187	28,755
长期借款	11,095	15,227	21,317	25,581	28,139
其他非流动负债	700	586	596	606	616
负债合计	84,236	86,162	110,776	128,400	141,639
少数股东权益	230	223	234	247	260
股本	3,724	3,713	3,713	3,713	3,713
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852
留存收益	19,002	20,171	21,890	23,788	25,909
归属母公司股东权益	32,566	33,731	35,439	37,324	39,431
负债和股东权益	117,032	120,116	146,449	165,971	181,331

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4195	4328	5069	5610	6135
净利润	1746	1678	2220	2560	2885
折旧摊销	306	356	406	456	506
财务费用	1	1	1	1	1
投资损失	-574	-624	-674	-724	-774
营运资金变动	1485	1585	1685	1785	1885
其他经营现金流	1231	1331	1431	1531	1631
投资活动现金流	1060	1080	1100	1120	1140
资本支出	1	1	1	1	1
长期投资	1701	1721	1741	1761	1781
其他投资现金流	291	301	311	321	331
筹资活动现金流	-19293	327957	-60673	367189	28547
短期借款	394	414	434	454	474
长期借款	7312	7412	7512	7612	7712
普通股增加	1	1	1	1	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1	1	1	1	1
现金净增加额	-14038	333365	-54503	373919	35822

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6730	6664	7643	8567	9650
营业成本	4600	4639	4946	5457	6145
营业税金及附加	36	38	44	49	56
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	4547	4603	4892	5397	6080
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	-18	-3	10	10	10
其他收益	1	1	671	705	740
公允价值变动收益	341	195	0	0	0
投资净收益	1347	1615	1805	2119	2408
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2130	2025	2697	3110	3505
营业外收入	6	5	15	17	19
营业外支出	6	8	38	42	47
利润总额	2130	2023	2675	3086	3477
所得税	384	345	456	526	592
净利润	1746	1678	2220	2560	2885
少数股东损益	27	8	11	12	14
归属母公司净利润	1718	1670	2209	2548	2871
EBITDA	2436	2379	3081	3542	3984
EPS(元)	0.46	0.45	0.59	0.69	0.77

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.4	-1.0	14.7	12.1	12.6
营业利润(%)	54.3	-4.9	33.2	15.3	12.7
归属于母公司净利润(%)	43.4	-2.8	32.2	15.4	12.7
获利能力					
毛利率(%)	31.6	30.4	35.3	36.3	36.3
净利率(%)	25.5	25.1	28.9	29.7	29.8
ROE(%)	5.4	5.0	6.4	7.0	7.5
ROIC(%)	2.0	2.2	2.3	2.3	2.4
偿债能力					
资产负债率(%)	72.0	71.7	75.6	77.4	78.1
净负债比率(%)	160.8	123.0	171.3	195.2	203.3
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	6.1	5.6	5.7	5.5	5.6
应收账款周转率	1,171	1,043	2,022	2,299	2,396
应付账款周转率	328	251	165	129	119
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.45	0.59	0.69	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.17	1.37	1.51	1.65
每股净资产(最新摊薄)	8.74	9.09	9.55	10.05	10.62
估值比率					
P/E	17.1	17.6	13.3	11.5	10.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	15.6	16.1	15.4	8.4

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。

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