

投资增厚业绩，杠杆小幅环增

华泰研究

季报点评

2025年4月29日 | 中国内地/中国香港

证券

中国银河发布一季报，2025年Q1实现营收75.58亿元(yoy+4.77%、qoq-9.87%)，归母净利30.16亿元(yoy+84.86%、qoq-1.67%)，在业绩预增公告的区间上沿(归母净利27.73至31.00亿元)。公司投资同比增长亮眼，经纪、投行、资管等轻资本业务持续增长，A/H分别维持增持/买入。

总资产延续扩张，杠杆率环比提升

25Q1公司总资产规模小幅扩张，季度末较年初增长1.70%至7500亿元，其中金融投资规模较年初增长0.25%至3834亿元。杠杆率小幅提升((总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)/归母净资产)，25Q1末达4.09x，同比-0.41x/环比+0.02x。25Q1投资类收入31.56亿元、占营业收入比例达到42%，同比+93.74%、环比+14.52%，贡献业绩增长。

经纪、资管业务净收入同比增长

经纪、资管业务同比保持增长、环比有所调整。25Q1经纪业务净收入19.22亿元，同比+53.05%、环比-22.99%；资管净收入1.31亿元，同比+19.31%、环比-2.38%。信用业务同环比均有所下滑，25Q1利息净支出录得9.08亿元，同比-2.36%、环比-25.74%。

投行整体增长，承销规模同比提升

公司25Q1投行净收入1.51亿元，同比+59.48%、环比-37.05%。根据Wind统计，公司25Q1股权业务承销规模15亿元，市占率1.0%(24Q1未开单)；债券承销规模1575亿元，同比+89%；市占率4.83%，同比+1.84pct；股债业务整体增长较快。

盈利预测与估值

考虑到4月以来权益市场有所调整，我们适当下调投资类收入等假设，预测2025-2027年归母净利润为113/124/133亿元，预计公司2025-2027年EPS分别为1.04/1.14/1.22元(前值分别为1.06/1.19/1.32元，下调2%/4%/8%)，2025年BPS为10.56元。A/H可比公司2025年Wind一致预期PB均值为1.1/0.7倍，考虑公司投资增长亮眼、机构业务线增长潜力较强，给予公司A/H股2025年PB溢价分别至1.9/0.8倍，对应目标价分别为20.06元/9.10港币(前值为20.08元/10.31港币，对应2025年PB估值1.9/0.9倍)，维持增持/买入评级。

风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	33,644	35,471	38,092	41,652	44,612
+/-%	0.01	5.43	7.39	9.35	7.10
归属母公司净利润(人民币百万)	7,879	10,031	11,349	12,449	13,334
+/-%	1.52	27.31	13.14	9.70	7.10
EPS(人民币,最新摊薄)	0.72	0.92	1.04	1.14	1.22
BVPS(人民币,最新摊薄)	9.20	9.84	10.56	11.35	12.20
PE(倍)	22.02	17.30	15.29	13.94	13.01
PB(倍)	1.73	1.61	1.50	1.40	1.30
ROE(%)	7.52	8.30	7.86	8.15	8.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	6881 HK	601881 CH
投资评级:	买入(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 9.10	人民币: 20.06

研究员 沈娟
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

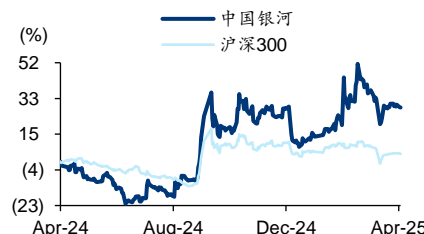
研究员 汪煜
SAC No. S0570523010003 wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146 +(86) 21 2897 2228

联系人 孙亦欣
SAC No. S0570123070041 sunyixin@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

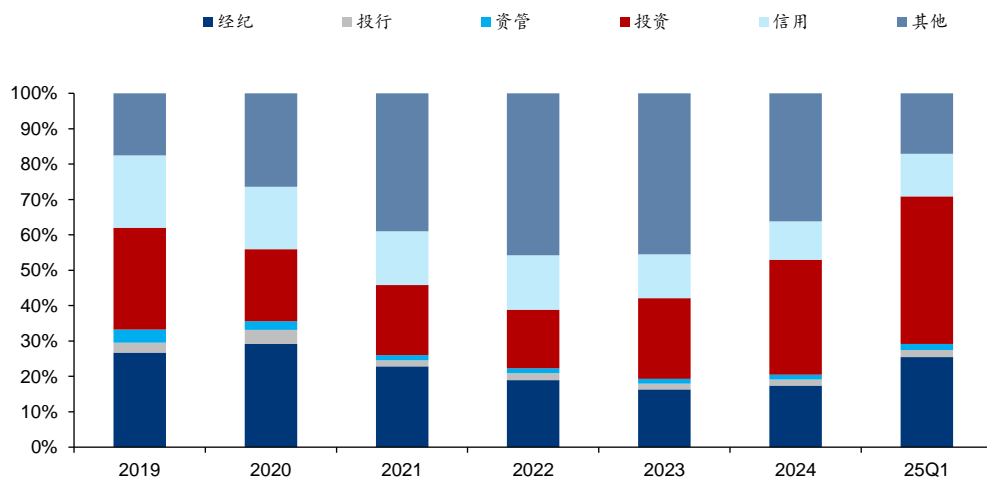
(港币/人民币)	6881 HK	601881 CH
目标价	9.10	20.06
收盘价(截至4月29日)	7.08	15.87
市值(百万)	77,416	173,529
6个月平均日成交额(百万)	417.00	1,472
52周价格范围	3.62-11.00	9.81-18.70
BVPS	10.12	13.01

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 中国银河各业务净收入结构图



注: 投资类收入=投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 中国银河 A 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
国泰海通	601211 CH	0.86	13.70	20	1.25
广发证券	000776 CH	1.36	17.96	11	0.85
招商证券	600999 CH	1.34	14.63	12	1.13
中位数				12	1.13
平均数				15	1.08

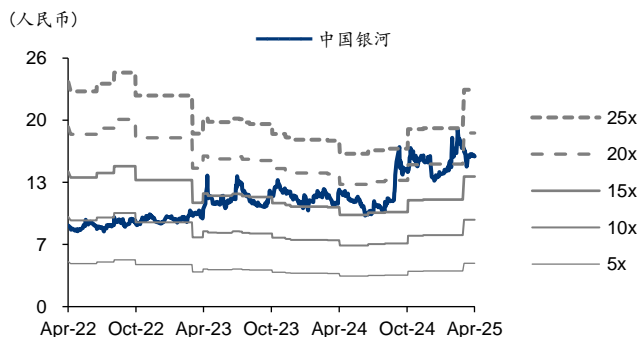
注: 股价取自 2025 年 4 月 29 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 中国银河 H 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
国泰海通	2611 HK	0.86	13.70	12	0.74
广发证券	1776 HK	1.36	17.96	7	0.52
招商证券	6099 HK	1.34	14.63	8	0.75
中位数				8	0.74
平均数				9	0.67

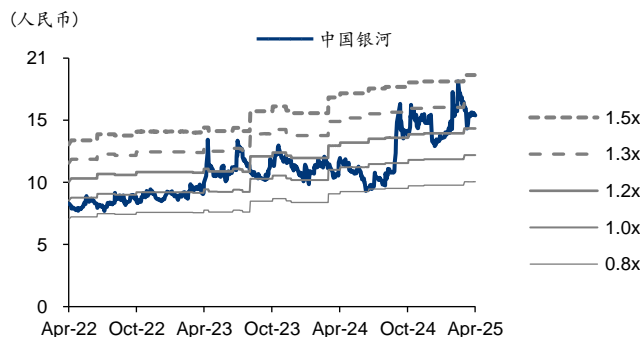
注: 股价取自 2025 年 4 月 29 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中国银河 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 中国银河 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,644	35,471	38,092	41,652	44,612
手续费及佣金净收入	6,555	7,371	8,118	8,681	9,132
经纪业务手续费净收入	5,502	6,189	6,779	7,173	7,460
投资银行业务手续费净收入	548.23	606.32	763.33	879.24	1,005
资产管理业务手续费净收入	457.05	485.01	532.39	582.35	618.35
利息净收入	4,163	3,849	4,010	4,277	4,568
投资净收益	3,136	11,138	6,037	6,435	6,535
对联营企业和合营企业的投资收益	(2.32)	(3.76)	4.00	4.00	4.00
公允价值变动净收益	4,520	360.86	5,833	6,431	6,531
汇兑净收益	(3.37)	(62.91)	380.92	416.52	446.12
其他收益	86.84	74.99	380.92	416.52	446.12
其他业务收入	15,173	12,736	13,332	14,995	16,952
营业支出	25,428	24,943	26,181	28,586	30,617
税金及附加	149.68	141.18	151.63	165.80	177.58
管理费用	10,372	11,414	12,227	12,912	12,937
减值损失	33.50	440.81	473.43	517.68	554.46
其他业务成本	14,852	12,948	13,328	14,991	16,948
营业利润	8,216	10,528	11,911	13,066	13,994
营业外收入	2.93	1.78	2.02	2.21	2.37
营业外支出	85.54	11.02	12.48	13.69	14.66
利润总额	8,134	10,519	11,900	13,055	13,982
所得税	249.64	487.71	551.57	605.07	648.05
净利润	7,884	10,031	11,349	12,449	13,334
少数股东损益	5.24	0.08	0.10	0.10	0.11
归属于母公司所有者的净利润	7,879	10,031	11,349	12,449	13,334
EPS (人民币, 摊薄后)	0.72	0.92	1.04	1.14	1.22

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	663,205	737,471	771,502	832,183	881,284
金融资产投资	351,013	382,472	388,885	395,427	402,100
融资融券	84,100	92,100	96,900	102,400	108,150
买入返售金融资产	22,749	24,758	19,124	18,167	17,259
总负债	532,711	596,971	623,137	675,167	715,004
权益合计	130,466	140,481	148,366	157,016	166,280

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司净利润	7,879	10,031	11,349	12,449	13,334
分红率 (%)	30.53	30.52	30.52	30.52	30.52
归属母公司所有者权益	130,466	140,481	148,366	157,016	166,280
股本 (百万股)	10,934	10,934	10,934	10,934	10,934
PB (倍)	1.73	1.61	1.50	1.40	1.30
PE (倍)	22.02	17.30	15.29	13.94	13.01
BVPS (人民币, 摊薄后)	9.20	9.84	10.56	11.35	12.20
EPS (人民币, 摊薄后)	0.72	0.92	1.04	1.14	1.22
ROE (%)	7.52	8.30	7.86	8.15	8.25

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国银河（6881 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国银河（6881 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司