



中国银河 (601881.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

业务结构优化的头部央企，向国际投行进军

投资逻辑：

中国银河是综合实力领先的老牌央企，实控人为中央汇金，股东背景强大。公司经纪业务优势显著，投行、资管等弱势业务正在补短板，国际业务在东南亚区域处于绝对领先地位，2024 年公司在马来西亚、新加坡、印度尼西亚和泰国的市场排名分别为第 1、3、4 和 6。展望未来，中国银河有望成为业务结构均衡的国际投行。

主要业务强优势，补短板：

经纪业务：公司有营业部 461 家，排名第一，庞大的网点数量奠定了渠道优势，25Q1 公司经纪业务净收入排名第 6。2024 年经纪业务净收入 62 亿元，在成交额较高的市场环境下，预计 25-27 年收入为 75/80/84 亿元，同比增长 22%/6%/5%。

②投行业务：公司的弱势业务之一，现董事长王晟曾在中金公司有 20 余年投行经验，加盟银河后带领投行做强团队、做大规模，24 年银河股、债承销规模市占率分别提升 0.3/0.8pct，25Q1 投行业务净收入排名提升至第 15。2024 年投行业务净收入逆势增长至 6.1 亿元，在承销规模市占率提升的情况下，预计 25-27 年收入为 6.7/7.2/7.7 亿元，同比增长 11%/7%/7%。

③资管业务：公司的另一项弱势业务，25Q1 收入排名第 17。资管新规后银河金汇资管结构优化，2024 年集合资管规模占比提升至 72%，资管产品体系多元化。2024 年公司资管业务净收入 4.9 亿元，在规模企稳、结构优化的情况下，预计 25-27 年收入为 5.4/6.2/6.6 亿元，同比增长 10%/16%/6%。

④信用业务：公司两融业务市占率约 5%，25Q1 利息净收入排名第 2。2024 年公司利息净收入 38 亿元，在两融余额提升的情况下，预计 25-27 年收入为 39/41/43 亿元，同比增长 1%/6%/6%。

⑤投资交易：25Q1 中国银河投资净收入排名第 5，金融资产规模十年复合增长率为 35%。公司在固定收益投资方面具备优势，2024 年债市表现好，中债-新综合财富指数上涨 7.6%，公司大规模加仓债券，投资净收入增长 50%至 115 亿元，预计未来金融资产规模稳步增长，25-27 年收入为 124/138/147 亿元，同比增长 8%/11%/7%。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年中国银河实现营收 385/415/438 亿元，同比增速 9%/8%/6%，归母净利润 114/128/138 亿元，同比增速 14%/12%/7%，BPS 为 10.86/11.68/12.57 元。考虑到公司在逐步强化优势、补足短板，且是潜在的收并购标的，给予公司 2025 年 1.8 倍 PB，对应目标价 19.54 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济大幅下行；权益市场大幅下行；公司改革效果不及预期。

国金证券研究所

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxining@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.93 元

目标价 (人民币)：19.54 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	33,644	35,471	38,542	41,480	43,784
营业收入增长率	0%	5%	9%	8%	6%
归母净利润(百万元)	7,879	10,031	11,408	12,796	13,752
归母净利润增长率	2%	27%	14%	12%	7%
每股净资产(元)	9.20	10.12	10.86	11.68	12.57
ROE(归属母公司)	7.52%	8.30%	8.39%	8.82%	8.97%
P/B	1.84	1.67	1.56	1.45	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：实力领先的央企.....	4
1.1 发展历程：大型 A+H 央企券商，亚洲网络布局广.....	4
1.2 股权结构：中央汇金控股，高管团队经验丰富.....	4
1.3 经营概况：综合实力排名高，但结构有待优化.....	4
二、业务拆解，强优势、补短板.....	6
2.1 经纪业务：渠道网点众多，投顾队伍壮大.....	6
2.2 信用业务：两融市占率稳定，股质风险可控.....	7
2.3 投行业务：承销市占率提升，投行收入逆势增长.....	8
2.4 资管业务：收入占比低，但资管结构明显优化.....	9
2.5 投资交易：金融资产规模稳步增长，固收具备优势.....	10
2.6 国际业务及金融科技：亚太区排名高，AI 应用广泛.....	11
三、盈利预测与估值.....	12
3.1 盈利预测.....	12
3.2 投资建议及估值.....	14
四、风险提示.....	14

图表目录

图表 1：中国银河发展历程.....	4
图表 2：中国银河主要股东持股情况（25Q1）.....	4
图表 3：中国银河收入结构.....	5
图表 4：中国银河收入结构（剔除其他业务收入单项）.....	5
图表 5：中国银河营业收入及同比增速.....	5
图表 6：中国银河归母净利润及同比增速.....	5
图表 7：中国银河杠杆倍数.....	5
图表 8：中国银河盈利能力 ROE.....	5
图表 9：25Q1 上市券商 ROE 前十名.....	6
图表 10：25Q1 末上市券商杠杆倍数前十名.....	6
图表 11：25Q1 上市券商收入前十名.....	6
图表 12：25Q1 上市券商归母净利润前十名.....	6
图表 13：中国银河营业部数量.....	6
图表 14：中国银河代理买卖证券业务净收入及同比增速.....	6
图表 15：中国银河代销金融产品收入及同比增速.....	7



图表 16:	中国银河代销金融产品保有规模及同比增速	7
图表 17:	中国银河投顾人数及同比增速	7
图表 18:	中国银河两融余额及市占率	8
图表 19:	中国银河两融利息收入及同比增速	8
图表 20:	中国银河股票质押待回购余额及同比增速	8
图表 21:	中国银河股票质押业务平均履约保障比例	8
图表 22:	中国银河计提减值损失规模	8
图表 23:	头部公司平均履约保障比例对比	8
图表 24:	中国银河投行业务净收入及同比增速	9
图表 25:	中国银河投行业务收入占比低于上市券商	9
图表 26:	中国银河股权承销规模及市占率	9
图表 27:	中国银河债权承销规模及市占率	9
图表 28:	中国银河资管业务净收入及同比增速	10
图表 29:	中国银河资管收入占比低于上市券商	10
图表 30:	银河金汇管理规模及同比增速	10
图表 31:	银河金汇资产管理结构	10
图表 32:	中国银河金融资产规模及同比增速	11
图表 33:	中国银河投资净收入及同比增速	11
图表 34:	中国银河自营权益、非权益类规模占比	11
图表 35:	中国银河境外业务收入及占比	12
图表 36:	中国银河境外业务税前利润及占比	12
图表 37:	AI 在证券行业的应用领域及主要内容	12
图表 38:	中国银河营业收入主要项目预测（百万元）	12
图表 39:	主要业务核心假设	13
图表 40:	可比公司估值表	14



一、公司概况：实力领先的央企

1.1 发展历程：大型 A+H 央企券商，亚洲网络布局广

2000 年 8 月，经国务院批准，中国银河证券有限责任公司组建成立。2005 年 8 月，中央汇金与财政部共同出资设立中央直属国有大型金融企业中国银河金控。2007 年，以中国银河金融控股有限责任公司作为主发起人，联合四家国内机构投资者，共同发起设立中国银河证券股份有限公司。2013 年，公司在香港联交所上市。2017 年，公司在上交所上市。公司根植中国资本市场 20 余年，服务中国及“一带一路”沿线超 1,700 万客户，客户托管资产超 5 万亿元，已发展成为国内分支机构最多、亚洲网络布局最广的投资银行之一。

图表1：中国银河发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 股权结构：中央汇金控股，高管团队经验丰富

中国银河实控人为中央汇金，第一大股东中国银河金控持有中国银河 47.43%的股权，中央汇金持有银河金控 69.07%的股权。公司核心高管均具备多年监管机构、证券行业从业经验，管理能力出色，其中董事长王晟在中金公司任职超 20 年，王晟总积累的投行经验对投行业务相对偏弱势的中国银河也有裨益。

图表2：中国银河主要股东持股情况（25Q1）

排名	股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例
1	中国银河金融控股有限责任公司	51.87	47.43%
2	香港中央结算(代理人)有限公司	36.89	33.74%
3	香港中央结算有限公司	1.21	1.10%
4	中国证券金融股份有限公司	0.84	0.77%
5	兰州银行股份有限公司	0.42	0.38%
6	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.37	0.34%
7	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	0.36	0.32%
8	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.31	0.28%
9	易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	0.25	0.23%
10	中山金融投资控股有限公司	0.19	0.18%

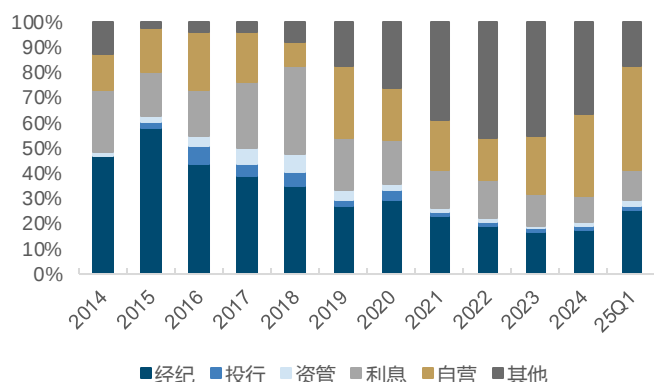
来源：wind，国金证券研究所

1.3 经营概况：综合实力排名高，但结构有待优化

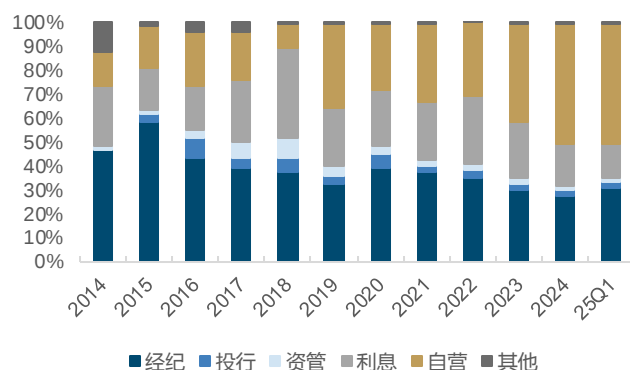
投行、资管为业务短板，但公司积极进行改革，力争提高业务平衡性。从收入结构来看，经纪业务是中国银河的压舱石，投行以及资管业务收入占比较低，且投行、资管收入排名低于公司整体实力排名。公司在此前制定的战略发展规划中表示，力争成为一家各项业务发展相对均衡，没有突出业务短板，没有重要牌照资格短板，能够高效、敏捷为境内外客户提供综合金融服务的现代投资银行。预计在改革转型的背景下，公司短板有望逐步补足。



图表3：中国银河收入结构



图表4：中国银河收入结构（剔除其他业务收入单项）

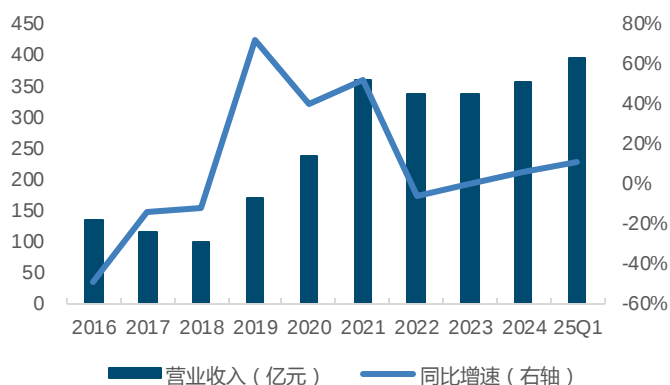


来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：此处的其他包括其他业务收入、其他收益、资产处置收益、汇兑损益等。

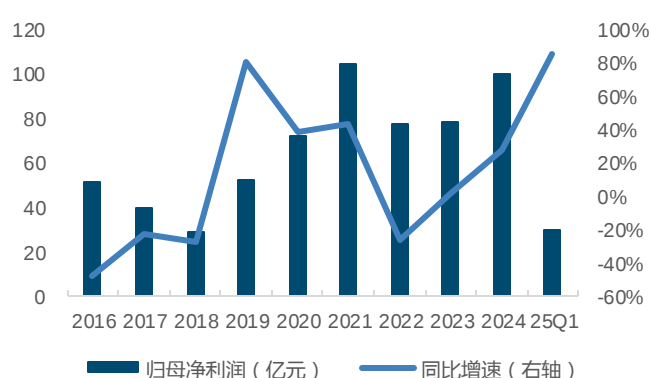
来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：此处的其他包括其他收益、资产处置收益、汇兑损益等。

公司盈利能力较高，25Q1 年化 ROE 达 9.8%，排名上市券商第 4。归母净利润波动性较强，但趋势与行业一致，受资本市场表现影响较大。25Q1 末，公司毛杠杆倍数 5.3 倍、净杠杆（剔除客户资金）倍数 4.2 倍，毛杠杆倍数排名第 6。2024 年 9 月，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，打开杠杆提升空间，于 2025 年 1 月 1 日起正式施行，利好以中国银河为代表的头部券商做优做强。

图表5：中国银河营业收入及同比增速



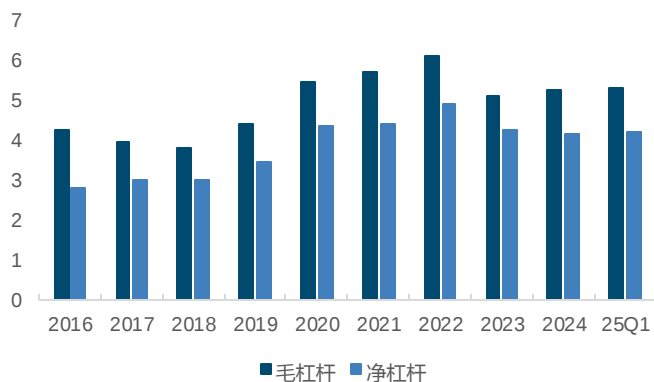
图表6：中国银河归母净利润及同比增速



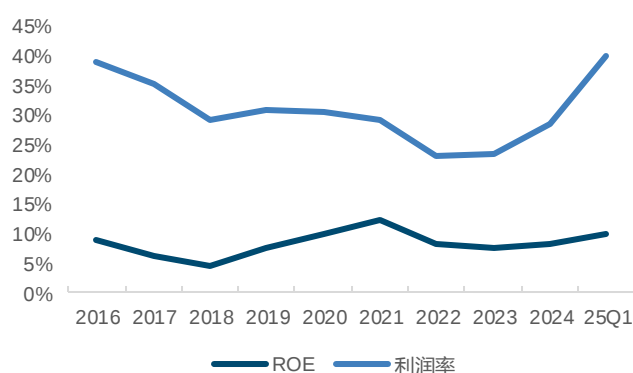
来源：wind，公司财报，国金证券研究所

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

图表7：中国银河杠杆倍数



图表8：中国银河盈利能力 ROE

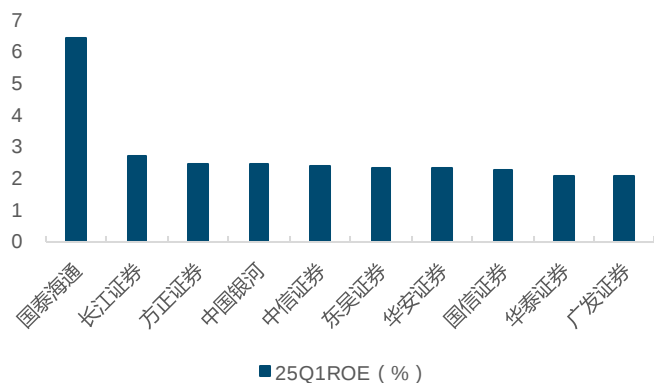


来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：净杠杆剔除了客户资金。

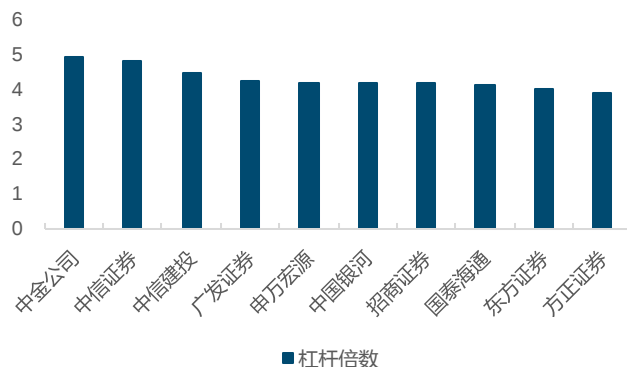
来源：wind，公司财报，国金证券研究所



图表9：25Q1 上市券商 ROE 前十名



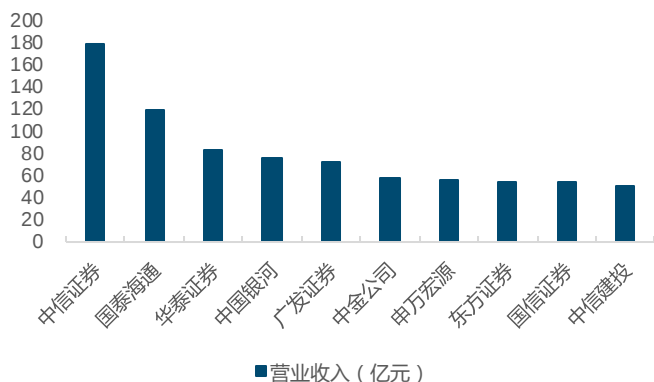
图表10：25Q1 末上市券商杠杆倍数前十名



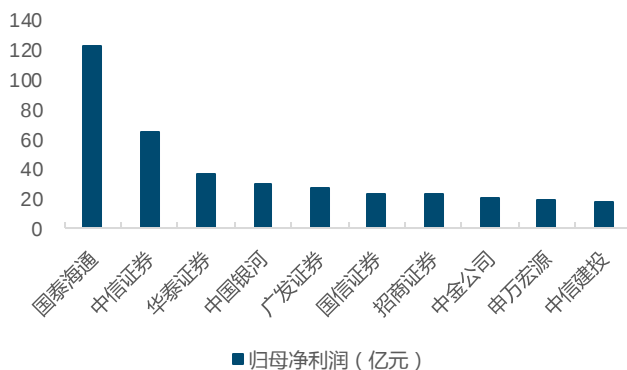
来源：wind，国金证券研究所 注：国泰君安显著高于可比同业主要系收购海通证券所致。

来源：wind，国金证券研究所

图表11：25Q1 上市券商收入前十名



图表12：25Q1 上市券商归母净利润前十名



来源：wind，国金证券研究所

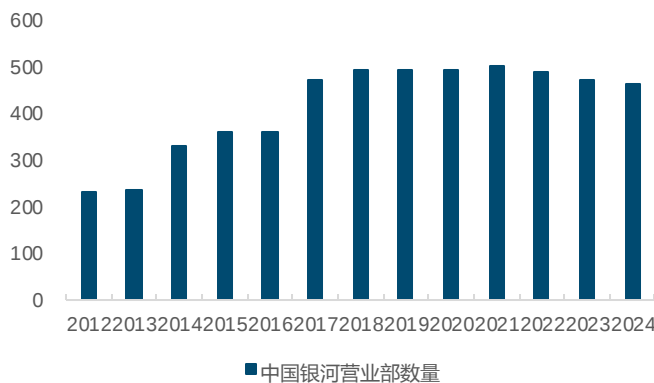
来源：wind，国金证券研究所

二、业务拆解，强优势、补短板

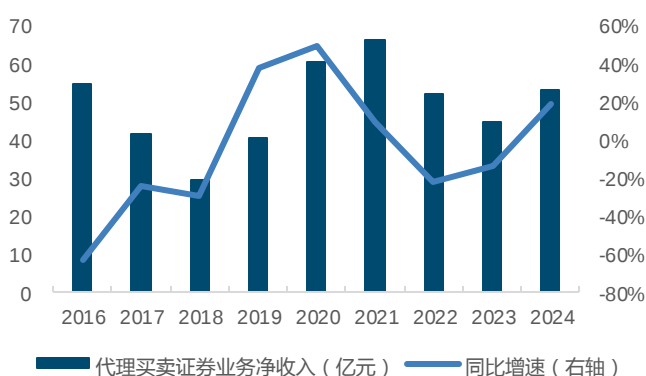
2.1 经纪业务：渠道网点众多，投顾队伍壮大

作为老牌券商之一，中国银河在传统经纪业务方面最大的优势即为庞大的营业网点数量，截至 2024 年末，中国银河有营业部 461 家，排名第一。公司客户总数超过 1,730 万户，托管证券总市值 5.09 万亿元，客户基础庞大。但公司代销金融产品业务相对偏弱（2024 年排名第 10），将 25Q1 公司经纪业务整体净收入排名拉低至第 6。

图表13：中国银河营业部数量



图表14：中国银河代理买卖证券业务净收入及同比增速



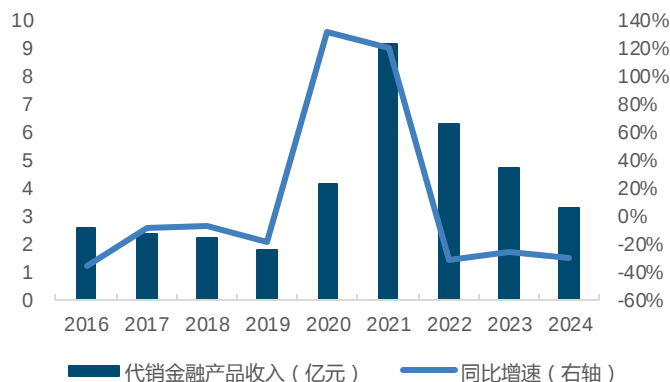
来源：wind，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

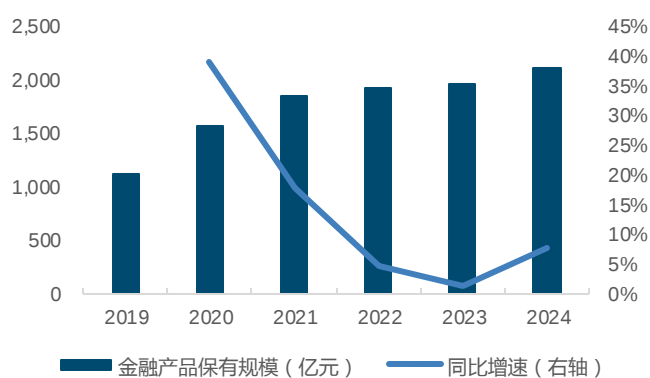


公司代销金融产品的规模及收入受市场活跃度影响有所波动，但金融产品的保有规模稳步增长，2024 年末同比增长 8%。2024 年末，服务高净值客户的品牌“银河金熠”累计签约客户超过 7,400 人，公司投顾方面的主要优势在于投顾队伍人数较多，2024 年投顾人员 4,056 人，排名行业前列。此外公司自研投顾平台“G-Winstar”（问 TA 系统）也能进行智能化赋能，提高投顾人员展业效率。

图表15：中国银河代销金融产品收入及同比增速



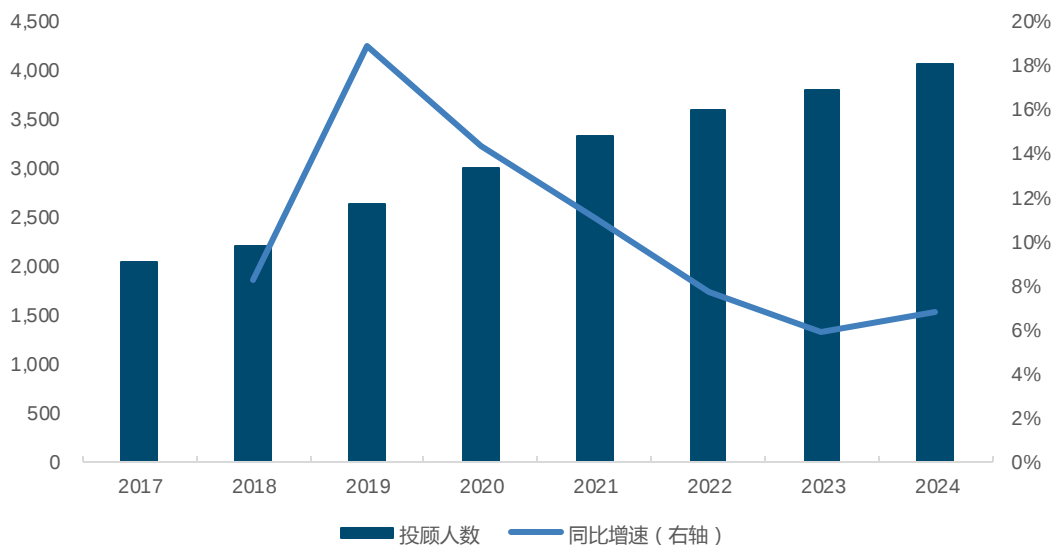
图表16：中国银河代销金融产品保有规模及同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表17：中国银河投顾人数及同比增速



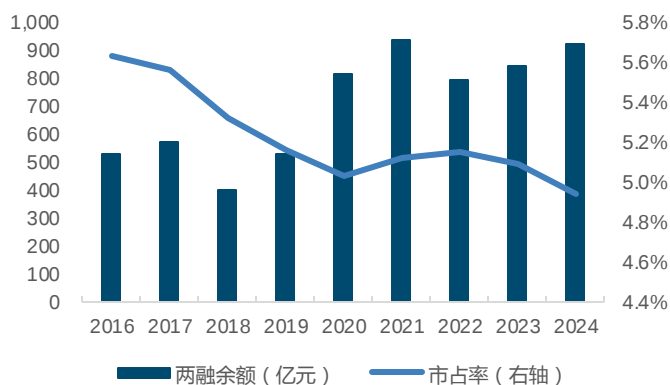
来源：choice，公司财报，国金证券研究所

2.2 信用业务：两融市占率稳定，股质风险可控

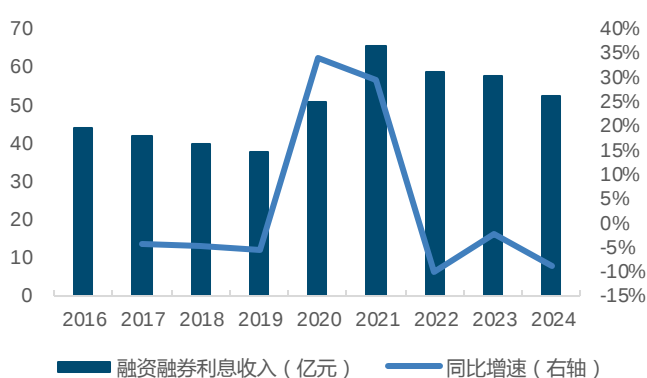
2024 年末，公司融资融券余额为 921 亿元，近几年市占率保持在 5%左右。公司两融利息收入变动趋势与规模变动基本保持一致，平均维持担保比例为 255%，整体信用风险较低。25Q1 公司利息净收入 9 亿元，排名上市券商第 2。2024 年“924”以来市场活跃度提升，投资者风险偏好提高，市场两融规模也随之扩大，25 年日均两融规模同比增长，有利于公司两融利息收入的提升。



图表18：中国银河两融余额及市占率



图表19：中国银河两融利息收入及同比增速

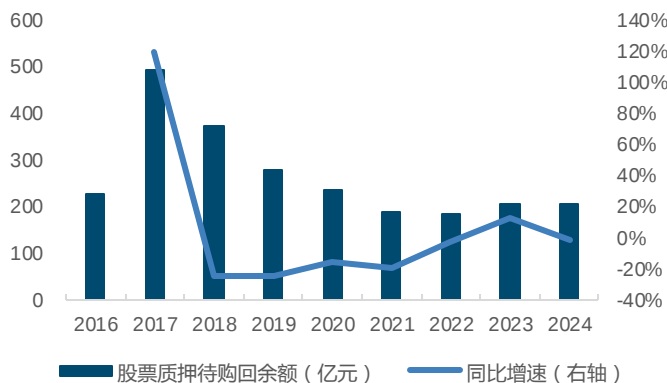


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

2017年后，公司股票质押待回购余额呈下降趋势，与行业表现一致，处于风险逐步出清状态。截至2024年末，股票质押式回购业务本金余额降至203亿元。2017-2020年公司计提减值损失较多，夯实资产质量。2024年公司计提减值损失增加，主要由于公司预期信用减值风险增加，出于审慎考虑评估风险，合理计提信用减值损失。2024年末股票质押业务的平均履约保障比例为280%，业务风险可控。

图表20：中国银河股票质押待回购余额及同比增速



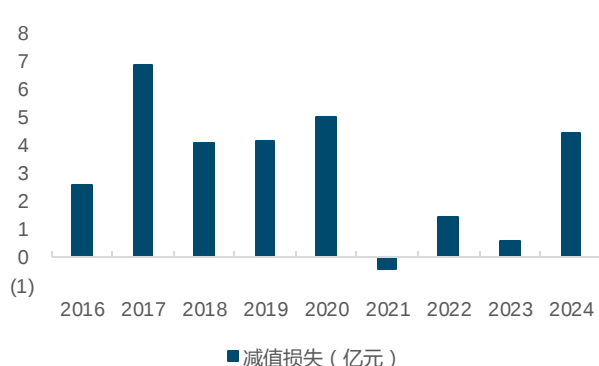
图表21：中国银河股票质押业务平均履约保障比例



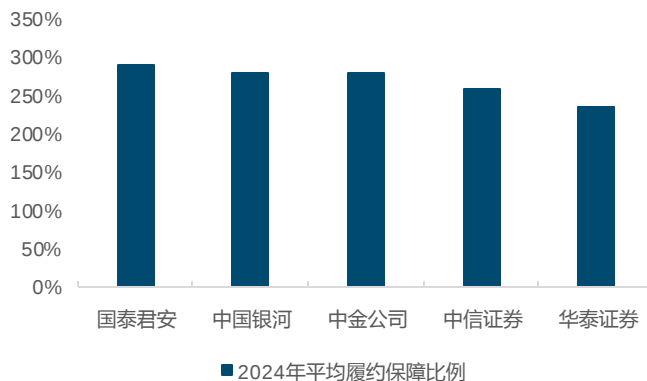
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表22：中国银河计提减值损失规模



图表23：头部公司平均履约保障比例对比



来源：wind，公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

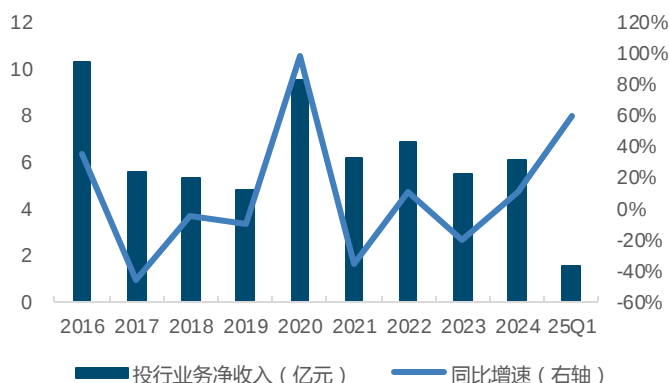
2.3 投行业务：承销市占率提升，投行收入逆势增长

公司投行业务收入占比低于10%，2019年以来低于5%，25Q1收入排名第15。投行业务是券商作为资本中介非常重要的一项业务，目前公司的投行业务相对薄弱，排名与总体规模、利润排名不一致，亟待向上追赶。25Q1，中信证券、国泰海通、华泰证券投行净收入分别

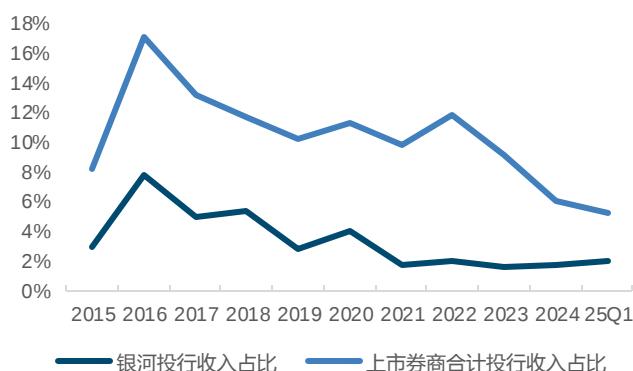


为 9.8、7.1、5.4 亿元，而银河为 1.5 亿元，投行业务有待加强。2024 年上市券商投行业务净收入同比下降，而公司投行收入逆势增长 11%，已体现部分成效。

图表24：中国银河投行业务净收入及同比增速



图表25：中国银河投行业务收入占比低于上市券商

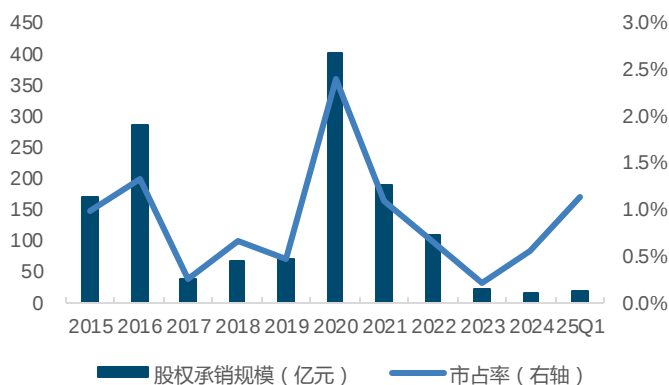


来源：wind，国金证券研究所 注：包括首发、增发（主承销商）、增发（财务顾问）、配股、优先股、可转债

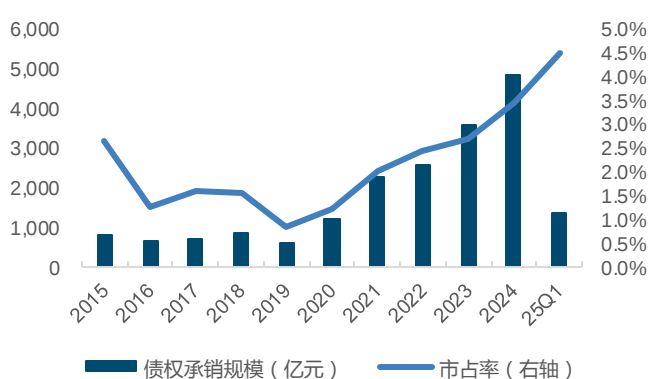
来源：wind，公司财报国金证券研究所

股权业务偏弱，债权业务市占率连续提升。根据 wind 数据，2024 年公司股权承销规模为 16 亿元，市占率 0.5%，但已较 2023 年提升 0.3pct，25Q1 进一步提升至 1%。2024 年债权承销规模 4,818 亿元，市占率为 3.5%，较 2023 年提高 0.8pct。与股权业务相比，银河债权承销业务市占率更高，且连续多年提升，25Q1 为 4.5%。

图表26：中国银河股权承销规模及市占率



图表27：中国银河债权承销规模及市占率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

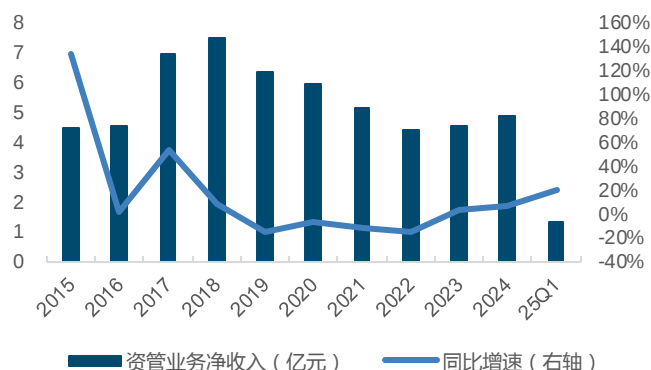
重要领导变动有望补足短板。公司现任董事长王晟总 2016 年 6 月至 2018 年 3 月任中金公司投资银行部执行负责人；2018 年 3 月至 2020 年 3 月任中金公司总裁助理、投资银行部执行负责人；2020 年 3 月至 2021 年 1 月任中金公司管理委员会成员、投资银行部负责人，2021 年 1 月至 2022 年 7 月任中金公司党委委员、管理委员会成员、投资银行部负责人。王晟总在投行领域具备 20 余年的业务经验及管理经验，有望带领公司补足短板。

2.4 资管业务：收入占比低，但资管结构明显优化

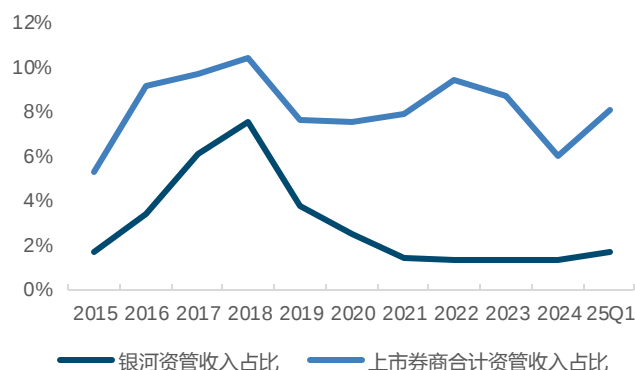
公司资管业务收入占比低于 10%，2019 年以来低于 5%，占比低于上市券商平均水平以及可比头部券商水平，25Q1 收入排名第 17。25Q1，中信证券、广发证券、国泰海通的收入分别为 25.6、16.9、11.2 亿元，中国银河资管净收入 1.3 亿元，体量差距较大。



图表28：中国银河资管业务净收入及同比增速



图表29：中国银河资管收入占比低于上市券商

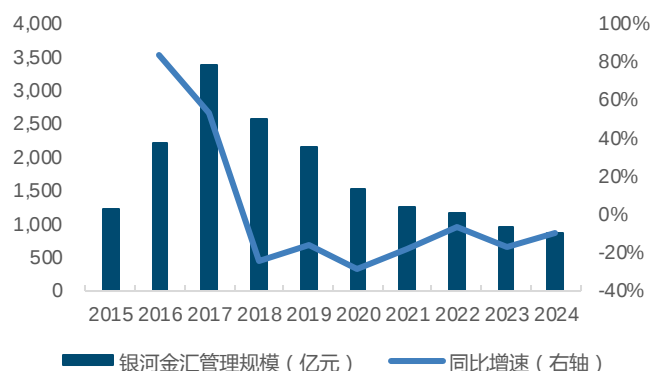


来源：wind，公司财报，国金证券研究所

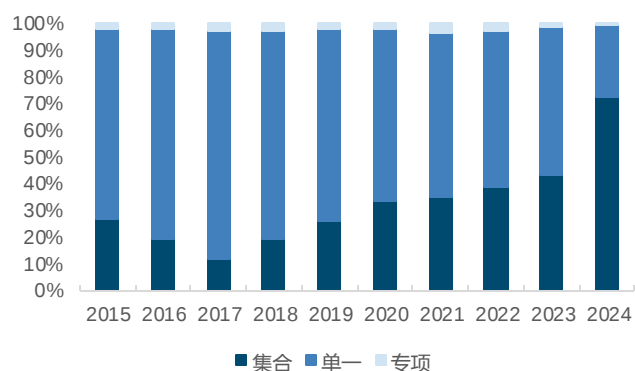
来源：wind，公司财报国金证券研究所

受资管新规影响，银河金汇受托规模从 2017 年的 3,375 亿元下降至 2024 年的 852 亿元。虽然规模下降，但结构显著优化，集合资管规模占比从 2017 年的 11% 提升至 2024 年的 72%。产品方面，银河金汇加快特色产品布局，积极研发和培育权益、混合类产品，初步形成了以发展“固收+”产品为核心，权益、混合类产品等为重点的多元化产品体系。

图表30：银河金汇管理规模及同比增速



图表31：银河金汇资产管理结构



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，公司财报国金证券研究所

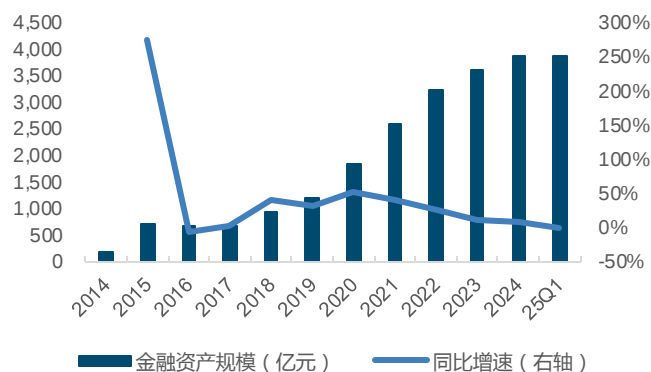
尚未获取公募牌照，新领导加入带来新机遇。近几年券商纷纷加速公募转型，政策上放宽至“一参一控一牌”，头部券商中仅中国银河尚未有公募牌照，短板有待补足。2024 年 2 月，银河金汇迎来了新任董事长吴剑飞，拥有 20 年的资管从业经验，曾在泰达宏利基金、建信基金、平安资管、民生加银基金等机构担任要职，并在安邦资产（大家资产前身）担任总经理。公募行业经验丰富的领导加入有望助力银河金汇规模增长。

2.5 投资交易：金融资产规模稳步增长，固收具备优势

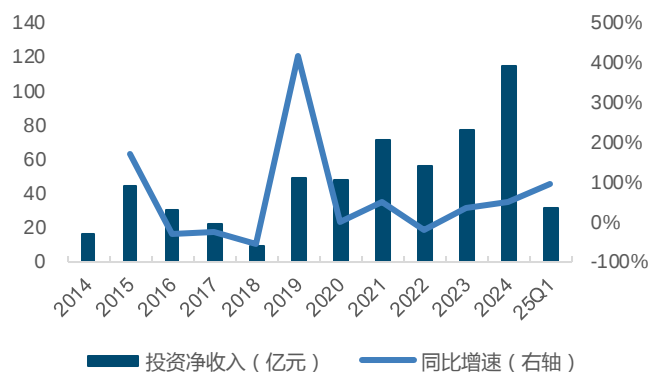
25Q1 中国银河投资净收入 32 亿元，排名第 5。公司的金融资产规模从 2014 年的 189 元增长至 2024 年的 3,867 亿元，复合增长率为 35%。从金融资产结构来看，交易性金融资产占比超过 50%，交易性金融资产中债券占比较高。从自营结构上来看，中国银河非权益类证券规模占比较高，约 90%。中国银河在固定收益投资方面具备优势，2024 年债市表现好，中债-新综合财富指数上涨 7.6%，中国银河大规模加仓债券，投资净收入增长 50%。



图表32：中国银河金融资产规模及同比增速



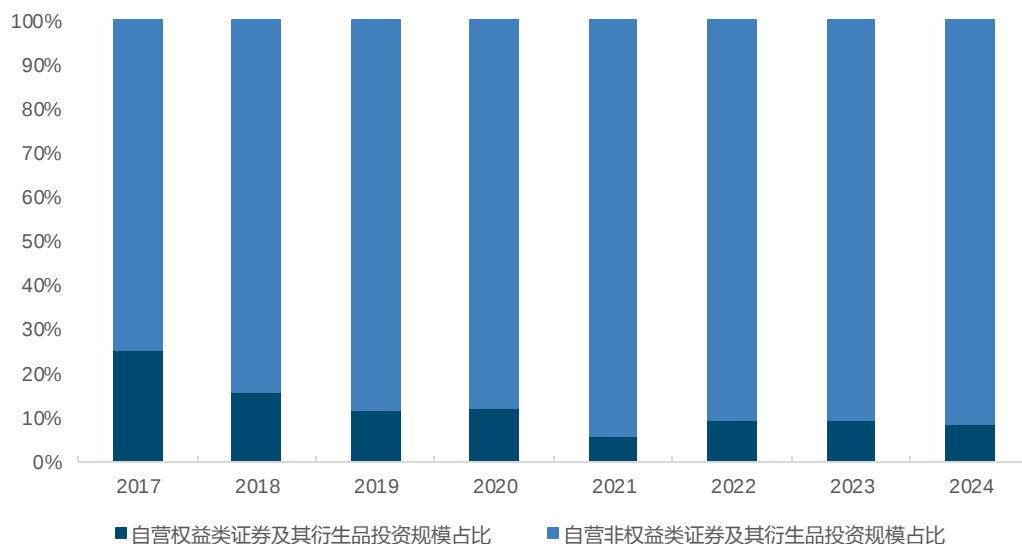
图表33：中国银河投资净收入及同比增速



来源：wind，公司财报，国金证券研究所 注：25Q1 增速为环比。

来源：wind，公司财报，公司财报国金证券研究所 注：投资净收入=投资收益-对联营及合营企业的投资+公允价值变动损益。

图表34：中国银河自营权益、非权益类规模占比



来源：wind，国金证券研究所

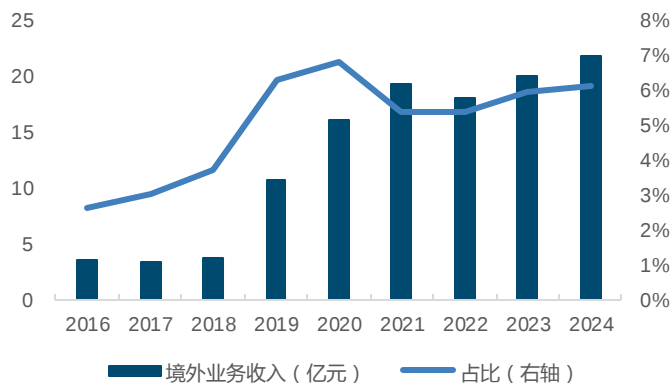
2.6 国际业务及金融科技：亚太区排名高，AI 应用广泛

中国银河通过银河国际控股、银河-联昌等业务平台，为全球机构客户、企业客户和零售客户提供经纪和销售、投银、研究和资管等服务。公司通过联昌并购项目将国际业务网络从中国香港延伸覆盖至新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、韩国等地，全方位进入东南亚市场，成为在亚洲地区网络最广的中资券商。公司国际业务收入及占比呈上升趋势，2024 年已成为仅次于财富管理和投资交易的业务分部，收入达 22 亿元，同比增长 8.29%。

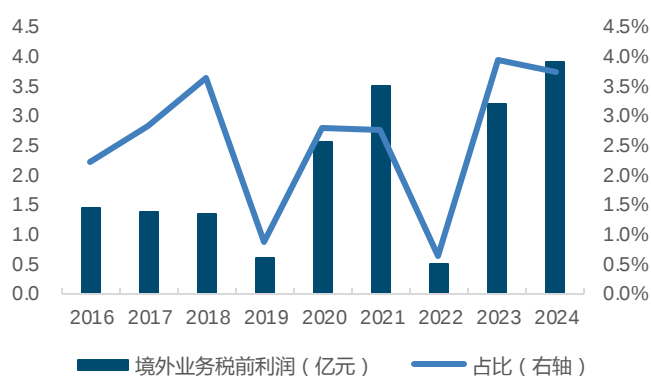
分业务条线来看，经纪业务是银河海外（银河-联昌证券国际私人有限公司与银河-联昌控股私人有限公司合称）最具优势的业务，公司在马来西亚、新加坡、印度尼西亚和泰国的市场排名分别为第 1、第 3、第 4 和第 6，在马来西亚和新加坡的经纪业务市场份额均超过 10%；投行业务方面，银河国际 2024 年完成 23 个港股 IPO 项目，承销 278 个境外债项目，参与发行 158 只离岸人民币债券，银河海外 2024 年完成 45 笔投行业务相关交易，股权和债券累计交易规模达 7.22 亿新元。财富管理业务方面，银河国际获得首批跨境理财通 2.0 券商试点资格，为境内外客户提供覆盖 50 个国家和地区、5 大资产类别、500 只公募基金的全球化资产配置服务。



图表35：中国银河境外业务收入及占比



图表36：中国银河境外业务税前利润及占比



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

加强金融科技赋能，紧跟 AI 应用热潮。在金融科技方面，公司全面推进金融科技战略，加强大模型与人工智能等技术变革与证券业务的深度融合，持续推动业务线上化、数字化和智能化。2025 年初，DeepSeek 浪潮席卷全球，中国银河也全面上线 DeepSeek-R1 全尺寸版本，并与自研投顾平台“问 TA”平台进行深度适配优化。2025 年 4 月，根据中科曙光官微披露，基于曙光 AI 解决方案提供的强劲算力，中国银河证券利用 DeepAI 深算智能引擎，全面完成行业最大规模信创 DeepSeek 满血版集群落地，实现对智能投顾、智能客服、智能交易、智能投行、智能投研、合规风控等众多场景的深度优化与高效赋能。金融科技的应用一方面有望降本增效，另一方面也有望赋能公司进行业务模式的创新。

图表37：AI 在证券行业的应用领域及主要内容

应用领域	主要内容
智能投顾	实现“微调-部署-推理-应用”的全栈自主可控与双模型支持，构建覆盖投顾服务全链条的智能中枢，有助于大幅提升服务质效。
智能客服	客服机器人回答满意度提升 25%，坐席排班人数节省 44%，日均转人工需求减少 1500 人次。
智能交易	已为 70 家机构提供询价报价服务，覆盖基金、理财、保险、银行等机构客户，日均处理询价超过 4000 笔，节省交易费用超 1300 万元。
智能投行	文档审核效率提升 96%，文档撰写效率提升 97%，银行流水单笔核查时间从 2 小时压缩至 10 分钟，准确率达 98%。
智能投研	使研究员和销售人員能够迅速获取所需关键信息，显著提高研究效率和客户服务质量，为投资决策提供更加精准的数据支持。
合规风控	依托大模型设置审批机器人，负责对营销内容、投顾建议等进行初步审批，再由合规人员进行最终的审核监督，实现合规监督初步自动化。

来源：中科曙光官微，国金证券研究所

三、盈利预测与估值

3.1 盈利预测

我们预计中国银河 2025-2027 年实现营业收入 385/415/438 亿元，同比增长 9%/8%/6%；归母净利润 114/128/138 亿元，同比增长 14%/12%/7%。考虑到 2024 年基数较高，且后续资本市场表现具有不确定性，预计未来几年增速将放缓，主要收入项目预测如下：

图表38：中国银河营业收入主要项目预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经纪业务手续费净收入	5,502	6,189	7,549	8,036	8,402
YoY	-14%	12%	22%	6%	5%
投资银行业务手续费净收入	548	606	674	720	768
YoY	-20%	11%	11%	7%	7%



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产管理业务手续费净收入	457	485	536	620	659
YoY	4%	6%	10%	16%	6%
其他手续费收入	48	91	100	110	121
YoY	73%	90%	10%	10%	10%
利息净收入	4,163	3,849	3,879	4,110	4,337
YoY	-19%	-8%	1%	6%	6%
投资净收入	7,658	11,503	12,418	13,829	14,739
YoY	37%	50%	8%	11%	7%
资产处置收益	15	4	4	4	4
YoY	NA	-74%	5%	5%	5%
其他业务收入	15,256	12,748	13,386	14,055	14,758
YoY	-1%	-16%	5%	5%	5%
营业总收入	33,644	35,471	38,542	41,480	43,784
YoY	0%	5%	9%	8%	6%

来源：公司财报，国金证券研究所 注：收入单位为百万元；投资净收入口径为财报中的投资收益-对联营及合营企业的投资+公允价值变动损益。

(1) 经纪业务：资本市场活跃度较高，预计市场成交额继续提升，假设 2025-2027 年市场日均股基成交额为 15,732/16,519/16,849 亿元。市占率方面，公司未进行价格战，预计保持稳定在 4.52%。

(2) 投行业务：IPO 放松，股权承销业务复苏，在 2024 年股权承销规模筑底的情况下，2025 年起规模有望恢复增长，假设 2025-2027 年行业股权融资规模 3,195/3,355/3,523 亿元，债券承销规模 15.1/15.8/16.6 万亿元。公司积极补足投行业务短板，预计承销规模市占率将有所提升，假设 25-27 年公司股权、债券承销规模市占率分比为 0.57%/0.59%/0.61%、3.55%/3.60%/3.65%。

(3) 资管业务：公司资管规模优化，资管规模稳步增长，预计 2025-2027 年公司资管受托资产管理资本金总额为 943/965/1,035 亿元。资管结构方面继续优化，预计集合资管规模占比提升。

(4) 利息净收入：市场交投活跃度较高，两融规模增长，假设 2025-2027 年市场两融余额 1.93/1.95/1.99 万亿元，公司市占率小幅提升，25-27 年分别为 4.96%/4.98%/5.00%。

(5) 投资业务：公司金融资产规模扩张，假设 2025-2027 年公司金融投资资产规模（包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融工具）为 4,066/4,277/4,500 亿元。

(6) 其他业务收入：主要是大宗商品销售收入，对应到成本端会产生其他业务成本，利润率极低，对公司整体利润影响不大，假设每年保持 5% 的小幅增长。

图表39：主要业务核心假设

主要项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
市场日均股基成交额（亿元）	9,958	12,102	15,732	16,519	16,849
中国银河代理买卖证券市占率	4.44%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%
行业股权承销规模（亿元）	10,979	2,905	3,195	3,355	3,523
中国银河股权承销市占率	0.20%	0.55%	0.57%	0.59%	0.61%
行业债权承销规模（亿元）	132,597	139,588	150,756	158,293	166,208
中国银河债权承销市占率	2.69%	3.45%	3.55%	3.60%	3.65%
中国银河资管规模（亿元）	983	940	943	965	1,035
中国银河集合资管占比	44%	67%	74%	76%	76%
行业两融余额（亿元）	16,509	18,646	19,334	19,496	19,908
中国银河两融市占率	5.09%	4.94%	4.96%	4.98%	5.00%
中国银河金融资产规模（亿元）	3,594	3,867	4,066	4,277	4,500

来源：wind，国金证券研究所



3.2 投资建议及估值

我们采用可比估值法进行估值（市净率法），选取中信证券、中金公司、中信建投等头部央企上市券商作为可比公司。2025E 可比公司平均 PB 为 1.66 倍，短期来看中国银河业绩增速、盈利能力优于可比公司，长期来看有望补足短板、实现结构的优化，同时中国银河属于汇金系券商，是潜在的收并购标的，因此我们给予公司 2025 年 1.8x 倍 PB，对应目标价 19.54 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	BPS (23A)	BPS (24A)	BPS (25E)	BPS (26E)	BPS (27E)	PB (25E)	PB (26E)	PB (27E)	25Q1 ROE	25Q1 利润增速
600030.SH	中信证券	26.38	17.01	17.7	19.64	20.98	22.35	1.34	1.26	1.18	2.37%	32%
601995.SH	中金公司	34.44	18.27	19.15	24.21	25.67	27.28	1.42	1.34	1.26	1.98%	65%
601066.SH	中信建投	23.65	9.36	9.88	10.70	11.70	12.60	2.21	2.02	1.88	2.04%	50%
平均值								1.66	1.54	1.44		
601881.SH	中国银河	16.93	9.2	10.12	10.86	11.68	12.57	1.56	1.45	1.35	2.44%	85%

来源：wind，国金证券研究所 注：ROE 为 25Q1 未年化值。中国银河 BPS 为国金证券研究所预测值，其余均为 wind 或 ifind 一致性预期，股价等数据截至 2025 年 6 月 11 日。

四、风险提示

- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济下行可能导致居民可支配收入下降、企业利润承压，从而影响资本市场交投活跃度以及企业上市的意愿和能力等，对公司的经纪、投行、资管、投资等多方面的收入都有影响。
- 2、权益市场大幅下行：权益市场大幅下行对市场成交额、投资的赚钱效应都有负面影响，从而影响多业务条线收入。
- 3、公司改革效果不及预期：公司积极补足投行、资管业务方面的短板，若采取的相关举措落地后效果不及预期，可能导致收入结构优化进度较慢。



附录：报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
客户资金	113,030	154,271	169,698	186,668	205,335
自有资金	28,496	26,417	29,059	31,965	35,161
融出资金	91,218	101,535	107,209	110,665	115,834
买入返售金融资产	22,749	24,758	27,234	29,957	32,953
应收款项	12,943	10,667	11,734	12,907	14,198
交易性金融资产	206,183	220,761	231,799	243,389	255,558
债权投资	2,298	895	940	987	1,036
其他权益工具投资	45,173	55,687	58,471	61,395	64,465
其他债权投资	97,358	105,129	110,386	115,905	121,700
衍生金融资产	8,405	4,202	5,042	6,050	7,260
长期股权投资	245	300	306	312	319
固定资产	535	563	591	620	651
商誉及无形资产	3,510	3,442	3,442	3,442	3,442
其他资产	31,062	28,844	24,085	26,601	29,220
资产总计	663,205	737,471	779,995	830,863	887,132
银行借款	10,052	13,504	14,854	16,340	17,974
卖出回购及拆入资金	168,257	180,431	189,453	198,926	208,872
代理买卖证券款	120,262	165,569	182,126	200,339	220,373
代理承销证券款	-	18	27	41	61
交易性金融负债	39,654	44,018	48,420	53,262	58,588
衍生金融负债	5,516	1,899	2,089	2,298	2,527
应付债券	126,956	141,319	148,385	155,804	163,594
其他负债	62,013	50,213	46,089	46,290	47,901
负债合计	532,711	596,971	631,443	673,298	719,890
少数股东权益	28	19	20	21	22
归属母公司股东权益	130,466	140,481	148,533	157,544	167,221
负债和股东权益	663,205	737,471	779,995	830,863	887,132

利润表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
手续费及佣金净收入	6,555	7,371	8,859	9,486	9,950
经纪业务手续费净收入	5,502	6,189	7,549	8,036	8,402
投行业务手续费净收入	548	606	674	720	768
资管业务手续费净收入	457	485	536	620	659
其他手续费净收入	48	91	100	110	121
利息净收入	4,163	3,849	3,879	4,110	4,337
投资收益	7,656	11,499	12,414	13,825	14,735
其他收入	15,271	12,752	13,390	14,059	14,762
营业总收入	33,644	35,471	38,542	41,480	43,784
税金及附加	(150)	(141)	(153)	(165)	(174)
业务及管理费	(10,224)	(10,372)	(11,414)	(12,328)	(13,067)
减值损失	(54)	(439)	(492)	(541)	(595)
其他业务成本	(14,852)	(12,948)	(13,596)	(14,276)	(14,989)
营业总支出	(25,428)	(24,943)	(26,569)	(28,049)	(29,349)
营业外收支	(83)	(9)	(11)	(13)	(15)
利润总额	8,134	10,519	11,962	13,418	14,420
所得税费用	(250)	(488)	(555)	(622)	(669)
净利润	7,884	10,031	11,408	12,796	13,752
少数股东权益	(5)	(0)	(0)	(0)	(0)
归母净利润	7,879	10,031	11,408	12,796	13,752

主要比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益 (元)	0.67	0.81	0.93	1.06	1.15
每股净资产 (元)	9.20	10.12	10.86	11.68	12.57
ROA	1.22%	1.43%	1.50%	1.59%	1.60%
ROE	7.52%	8.30%	8.39%	8.86%	8.97%
净利润增长率	2%	27%	14%	12%	7%
杠杆倍数	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	22	34	53
增持	0	0	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.19	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究