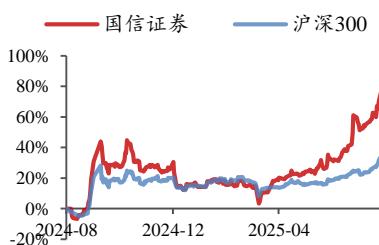


国信证券 (002736.SZ)
零售经纪增速行业领先，年化加权 ROE 10.5%

2025 年 08 月 30 日

——国信证券 2025 中报点评
投资评级：买入（维持）

日期	2025/8/29
当前股价(元)	14.83
一年最高最低(元)	16.22/8.31
总市值(亿元)	1,425.52
流通市值(亿元)	1,425.52
总股本(亿股)	96.12
流通股本(亿股)	96.12
近 3 个月换手率(%)	28.4

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《零售新龙头，外延谱新篇——公司首次覆盖报告》-2025.8.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 零售经纪增速行业领先，年化加权 ROE 10.5%

2025H1 公司营业总收入/归母净利润 110.8/53.7 亿元，同比+52%/+71%，年化加权 ROE 10.5%，同比+4.4pct，杠杆率 3.33 倍，同比-0.26 倍。经纪、投资收益和利息净收入高增驱动业绩增长，经纪/投行/资管/利息净收入/投资收益（含公允）为 35.2/3.5/3.2/6.4/60.3 亿元，同比+65%/-12%/-19%/+31%/+62%。考虑市场交易活跃，我们上修 2025-2027 年归母净利润预测至 111/133/153 亿元（调前 102/118/137），同比+35%/+19%/+16%，加权 ROE 10%/12%/12%，当前股价对应 PE 为 12.8/10.7/9.3 倍，动态股息率 3.2%，配置价值突出。公司已完成收购万和证券(注册地海南)，补强资本金利于后续两融展业，受益于海南自贸区跨境资管政策。零售业务优势受益于当前市场环境，ROE 行业领先，维持“买入”评级。

● 零售经纪增速行业领跑，明显优于交易量增速，代销高增

(1) 2025H1 经纪业务净收入 35 亿，同比+65%，其中零售经纪/席位/代销净收入为 30.2/1.2/2.6 亿，同比+77%/-14%/+55%，2025H1 市场日均股票成交额 1.4 万亿，同比+61%，公司零售经纪增速显著高于交易量，反映公司增量新开户市占率领先+存量老客户质量优秀带来的弹性，2025Q2 末客户保证金 1023 亿，同比+67%，环比+11%，客户入金增加。2025H1 末金太阳手机证券用户总数超 3085 万，较上年末增长 6.4%。2025 上半年新发布的“国信领先 30”品牌，为客户提供全生命周期财富管理解决方案，受益于居民存款搬家以及自身线下营业部较强营销能力，公司代销收入同比高增。(2) 资管和投行收入同比有所下降，占比合计 6%。2025H1 公司投行净收入 3.5 亿，同比-12%，收入占比 3%，完成 IPO 项目 1 单，承销金额 6 亿，债承 1043 亿同比持平；资管净收入 3.2 亿，同比-19%，收入占比 3%，主因高基数+AUM 受债市波动下降综合影响。

● 受益于 Q2 债券市场反弹+OCI 股息分红，公司自营投资收益率进一步上升

(1) 2025H1 公司自营投资收益 89 亿，同比+57%，年化自营投资收益率 5.1%（2024 年为 4.4%，2025Q1 为 4.5%，2024H1 为 3.4%），2025Q2 末 OCI 的股息兑现+债券市场较好驱动公司收益率上升。2025Q2 末自营金融资产规模 2434 亿元，同比+17%，环比+5%。2025H1 末其他权益工具投资 366 亿，同比+65%，环比+10.5%，上半年权益 OCI 的投资收益 10.3 亿同比+178%。(2) 公司利息净收入 6.4 亿同比+31%。利息收入/利息支出 35.0/28.5 亿，同比-8%/-14%，两融利息收入同比+11%，两融规模 682 亿同比+29%，市占率 3.71%，同比+0.07pct，环比-0.01pct。其他债券投资利息收入 7 亿元，同比-39% 拖累利息收入。2025H1 付息债务利率 2.26%，同比-0.31pct。

● 风险提示：股市波动风险；市场竞争超预期；自营投资收益率不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,317	20,167	23,971	27,561	31,096
YOY(%)	9.1	16.5	18.9	15.0	12.8
归母净利润(百万元)	6,427	8,217	11,124	13,262	15,344
YOY(%)	5.6	27.8	35.4	19.2	15.7
毛利率(%)	39.5	45.0	54.0	55.9	57.4
净利率(%)	37.1	40.7	46.4	48.1	49.3
ROE(%)	5.9	7.2	8.9	9.8	10.6
EPS(摊薄/元)	0.67	0.85	1.16	1.38	1.60
P/E(倍)	22.2	17.3	12.8	10.7	9.3
P/B(倍)		1.8	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	433080	475608	452521	500558	554100	营业收入	17317	20167	23971	27561	31096
现金	61905	94698	96417	101914	107691	营业成本	10470	11093	11036	12141	13254
应收票据及应收账款	4084	3373	4000	4400	4840	营业税金及附加	124	148	188	216	244
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	5	5	5	5	5
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	7523	9168	10770	11834	12887
存货	0	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	367091	377537	352105	394244	441570	财务费用	0	0	0	0	0
非流动资产	29881	25898	75134	76655	78321	资产减值损失	0	0	40	50	80
长期投资	3587	3527	3633	3742	3854	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	2447	2268	3014	3017	3020	公允价值变动收益	1289	1397	0	0	0
无形资产	52	9	741	742	743	投资净收益	5327	8254	11793	13066	14733
其他非流动资产	23795	20093	67747	69155	70704	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	462960	501506	527656	577213	632421	营业利润	6847	9074	12935	15420	17842
流动负债	264798	271839	274501	303186	334971	营业外收入	40	13	0	0	0
短期借款	4	3	3	3	3	营业外支出	32	17	0	0	0
应付票据及应付账款	19883	15120	20252	20352	20452	利润总额	6847	9074	12935	15420	17842
其他流动负债	244911	256716	254246	282831	314516	所得税	428	853	1811	2159	2498
非流动负债	87703	110975	122568	134740	148255	净利润	6427	8217	11124	13262	15344
长期借款	67484	84066	94154	105452	118107	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20219	26909	28414	29287	30149	归属母公司净利润	6427	8217	11124	13262	15344
负债合计	352501	382814	397068	437925	483227	EBITDA	7252	9270	13141	15420	17915
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.67	0.85	1.16	1.38	1.60
股本	9612	9612	9612	9612	9612	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	20137	20146	20146	20146	20146	成长能力					
留存收益	4868	4868	5980	7306	8841	营业收入(%)	9.1	16.5	18.9	15.0	12.8
归属母公司股东权益	110460	118692	130587	139288	149195	营业利润(%)	12.3	32.5	42.5	19.2	15.7
负债和股东权益	462960	501506	527656	577213	632421	归属于母公司净利润(%)	5.6	27.8	35.4	19.2	15.7
						盈利能力					
						毛利率(%)	39.5	45.0	54.0	55.9	57.4
						净利率(%)	37.1	40.7	46.4	48.1	49.3
						ROE(%)	5.9	7.2	8.9	9.8	10.6
						ROIC(%)	3.6	4.1	4.9	5.4	5.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	76.1	76.3	75.3	75.9	76.4
						净负债比率(%)	2.3	2.1	1.8	1.9	2.0
						流动比率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
						速动比率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	4.0	4.2	4.7	5.0	5.1
						应收账款周转率	393.0	540.9	650.2	656.2	673.1
						应付账款周转率	64.3	63.4	62.4	59.8	65.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.67	0.85	1.16	1.38	1.60
						每股经营现金流(最新摊薄)	-4.98	3.51	3.55	3.80	4.05
						每股净资产(最新摊薄)	11.49	12.35	13.59	14.49	15.52
						估值比率					
						P/E	22.2	17.3	12.8	10.7	9.3
						P/B	1.77	1.61	1.51	1.38	1.26
						EV/EBITDA	67.6	56.3	40.7	37.4	34.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。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。

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，开源证券不对其实内容负责。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形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