

国信证券（002736.SZ）

投资收益驱动业绩超预期，ROE 领跑行业

2025 年 10 月 31 日

——国信证券 2025 三季度点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

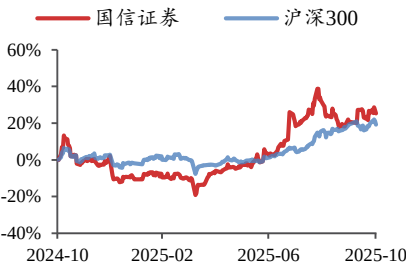
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/10/31
当前股价(元)	14.04
一年最高最低(元)	16.22/9.23
总市值(亿元)	1,437.94
流通市值(亿元)	1,349.59
总股本(亿股)	102.42
流通股本(亿股)	96.12
近 3 个月换手率(%)	38.57

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《零售经纪增速行业领先，年化加权 ROE 10.5%—国信证券 2025 中报点评》-2025.8.31

《零售新龙头，外延谱新篇—公司首次覆盖报告》-2025.8.2

● 投资收益驱动业绩超预期，盈利能力领跑行

2025Q1-3 公司营业收入/归母净利润为 192/91 亿元，同比+69.4%/+87%，单 Q3 归母净利润 38 亿，环比+24%，同比+117%。25Q1-3 年化加权平均 ROE 12.04%，同比+5.72pct，单季度年化加权 ROE15.2%行业领跑。期末杠杆率（扣客户保证金）3.48 倍，同比+0.04 倍。2025Q1-3 经纪/投行/资管/利息净收入/投资为 64/6/5/12/103 亿元，同比+109%/-6%/-23%/+45%/+72%，经纪和投资是核心驱动。考虑市场交易活跃，我们上修 2025-2027 年归母净利润预测至 118/145/168 亿元（调前 111/133/153），同比+44%/+23%/+16%，加权 ROE 为 11%/13%/14%，股价对应 PE 为 12.3/10.0/8.6 倍，PB（LF）为 1.48 倍，综合盈利能力和估值，公司配置性价比较高，股息率（2025E）为 3.3%。公司已完成收购万和证券(注册地海南)，已完成从事海南自由贸易港跨境资产管理试点业务的备案，维持“买入”评级。

● Q3 经纪业务增速跑赢交易量，预计市占率提升，投行和资管收入环比增长

（1）前三季度公司经纪净收入64亿，同比+109%，单Q3为28亿，同比+213%，环比+71%，增速跑赢交易量，预计市占率增长。2025Q1-3市场股基ADT1.96万亿，同比+112%，较上半年的66%扩张；2025Q3为2.5万亿，环比+66%，同比+212%。（2）前三季度投行和资管同比-6%/-23%，单Q3环比+11%/+4%。

● Q3 自营投资收益环比增长，两融市占率提升，业务及管理费同比高增

（1）前三季度公司自营投资收益99亿，同比+74%，年化自营投资收益率5.74%（2024年为4.4%，2025H1为5.1%），单Q3自营投资41亿，环比+24%。25Q3末自营金融资产规模2447亿元，同比+19%，环比+1%。（2）前三季度利息净收入12亿，同比+45%，利息收入/利息支出为53/42亿，同比+27%/+23%，Q3末两融市占率3.72%，环比+0.01pct。（3）前三季度业务及管理费为80亿，同比+42%，单Q3计提33亿，环比+33%。

● 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	26,262	31,175	35,223
YOY(%)	9.1	16.5	30.2	18.7	13.0
归母净利润(百万元)	6,427	8,217	11,811	14,539	16,849
YOY(%)	5.6	27.8	43.7	23.1	15.9
毛利率(%)	39.5	45.0	54.0	56.0	57.4
净利率(%)	37.1	40.7	45.0	46.6	47.8
ROE(%)	5.9	7.2	9.5	10.8	11.6
EPS(摊薄/元)	0.67	0.85	1.23	1.51	1.75
P/E(倍)	22.7	17.7	12.3	10.0	8.6
P/B(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

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
流动资产	433080	475608	484266	536881	597912
现金	61905	94698	106999	114726	125410
应收票据及应收账款	4084	3373	4000	4400	4840
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	367091	377537	373268	417755	467662
非流动资产	29881	25898	75605	77134	78807
长期投资	3587	3527	3880	3996	4116
固定资产	2447	2268	3014	3017	3020
无形资产	52	9	741	742	743
其他非流动资产	23795	20093	67971	69379	70928
资产总计	462960	501506	559872	614015	676719
流动负债	264798	271839	306301	338116	376232
短期借款	4	3	3	3	3
应付票据及应付账款	19883	15120	16173	16273	16373
其他流动负债	244911	256716	290125	321840	359856
非流动负债	87703	110975	123523	136138	149820
长期借款	67484	84066	94154	105452	118107
其他非流动负债	20219	26909	29369	30685	31713
负债合计	352501	382814	429824	474254	526052
少数股东权益	0	0	220	236	255
股本	9612	9612	9612	9612	9612
资本公积	20137	20146	20146	20146	20146
留存收益	4868	4868	6049	7503	9188
归属母公司股东权益	110460	118692	129828	139525	150413
负债和股东权益	462960	501506	559872	614015	676719

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-47856	33747	34790	37798	40388
净利润	6427	8217	11811	14539	16849
折旧摊销	177	196	206	216	226
财务费用	2545	3382	0	0	0
投资损失	-391	-319	-349	-379	-409
营运资金变动	7087	957	1157	1357	1557
其他经营现金流	-63267	21864	21964	22064	22164
投资活动现金流	-146	66	166	266	366
资本支出	-412	-325	-325	-325	-325
长期投资	-78	138	188	238	288
其他投资现金流	343	253	303	353	403
筹资活动现金流	45063	4483	11897	11997	12097
短期借款	-64771	-93829	-93779	-93729	-93679
长期借款	116350	105627	105677	105727	105777
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6516	-7314	0	0	0
现金净增加额	-2942	38301	12300	7727	10684

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17317	20167	26262	31175	35223
营业成本	10470	11093	12085	13723	14999
营业税金及附加	124	148	206	245	276
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	7523	9168	11800	13388	14600
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	)	)	)	)	80
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1289	1397	0	0	0
投资净收益	5327	8254	13467	16209	18461
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6847	9074	14177	17452	20224
营业外收入	40	13	0	0	0
营业外支出	32	17	0	0	0
利润总额	6847	9074	14177	17452	20224
所得税	428	853	2366	2912	3375
净利润	6427	8217	11811	14539	16849
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6427	8217	11811	14539	16849
EBITDA	7024	9270	14383	17452	20297
EPS(元)	0.67	0.85	1.23	1.51	1.75

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	16.5	30.2	18.7	13.0
营业利润(%)	12.3	32.5	56.2	23.1	15.9
归属于母公司净利润(%)	5.6	27.8	43.7	23.1	15.9
获利能力					
毛利率(%)	39.5	45.0	54.0	56.0	57.4
净利率(%)	37.1	40.7	45.0	46.6	47.8
ROE(%)	5.9	7.2	9.5	10.8	11.6
ROIC(%)	3.6	4.1	5.3	5.9	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	76.1	76.3	76.8	77.2	77.7
净负债比率(%)	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	4.0	4.2	4.9	5.3	5.5
应收账款周转率	393.0	540.9	712.4	742.3	762.4
应付账款周转率	64.3	63.4	77.2	84.6	91.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.85	1.23	1.51	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.98	3.51	3.62	3.93	4.20
每股净资产(最新摊薄)	11.49	12.35	13.51	14.52	15.65
估值比率					
P/E	22.7	17.7	12.3	10.0	8.6
P/B	1.81	1.64	1.46	1.33	1.21
EV/EBITDA	68.7	55.5	38.9	34.6	32.1

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

2 / 4

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