

非银金融

2025 年 11 月 01 日

中国银河 (601881)

——客户资产驱动扩表，信用及自营收入行业领先

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 31 日

收盘价 (元) 17.58
一年内最高/最低 (元) 19.33/13.13
市净率 1.6
股息率 (分红/股价) 1.59
流通 A 股市值 (百万元) 127,339
上证指数/深证成指 3,954.79/13,378.21

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 10.75
资产负债率% 82.30
总股本/流通 A 股 (百万) 10,934/7,243
流通 B 股/H 股 (百万) -/3,691

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
金黎丹 A0230525060004
jinld@swsresearch.com

联系人

金黎丹
(8621)23297818x
jinld@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：10/30，中国银河披露 9M25 业绩，业绩略超预期（前瞻预测 9M25 归母净利润 107 亿，实际值较预测值+2%）。公司 9M25 实现营收 227.5 亿元，同比+44.4%，归母净利润 110 亿元，同比+57.5%。3Q25 实现营业收入 90.0 亿元，同比+56%，环比+45.5%；归母净利润 44.8 亿元，同比+74%，环比+29%。9M25 加权 ROE 为 8.77%/yoy+2.97pct。

- **受益于市场交投热度，公司经纪及利息净收入同比高增。各业务收入（同比增速）如下：**经纪 63.1 亿（+71%）、投行 4.8 亿（+30%）、资管 4.0 亿（+13%）；净利息 32.1 亿（+22%）、净投资 120.9 亿（+42%）。**收入结构如下：**经纪 28%、投行 2%、资管 2%、净利息 14%、投资 54%（剔除其他手续费收入及长股投）。**3Q25 单季业务收入（同/环比）如下：**经纪 26.6 亿（+125%/+54%）、投行 1.6 亿（+59%/-4%）、资管 1.3 亿（+4%/-7%）；净利息 12.7 亿（+61%/+23%）、净投资 46.9 亿（+32%/+11%）。
- **客户资产增长驱动公司总资产持续扩张，经营提质增效。总资产：**3Q25 末公司总资产 8611 亿元/较 2Q25 末+10%，目前总资产规模位居行业第 5 位；**客户资产：**3Q25 末公司客户资产规模 1992 亿元，较 2Q25 末+14%，同样位居行业第 5。客户资产占比公司总资产达到 23%（总资产前 5 的券商中占比最高）。**经营效率：**3Q25 末公司剔除客户资产后的经营杠杆 4.34 倍，较 2Q25 末提升 0.13 倍。9M25 公司管理费率为 42%，同比下降 11pct，管理费率于行业前 5（总资产前 5）券商中降幅最明显。
- **自营投资：金融投资资产稳健扩表，股债再平衡趋势得到验证。**3Q25 末中国银河整体金融投资资产 4188 亿元（较 2Q25 末+2%），交易性金融资产较 2Q25 末+1%，债券投资较 2Q25 末+3%，其他债券投资较 2Q25 末+5%，其他权益工具投资较 2Q25 末+3%。**3Q25 末公司自营权益类证券及其衍生品/净资本为 32.69%，较 1H25 末的 29.25%走阔，反映公司在净资本走阔的同时，增配权益类资产；**3Q25 末公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 306.22%，较 1H25 末的 327.68%有所收窄。
- **财富管理：3Q25 经纪业务收入同环比高增，融资市占率稳中走阔。市场表现：**3Q25 市场日均股基成交额 2.5 万亿元，同比+210%，环比+67%。**公司情况：**3Q25 经纪业务净收入 26.6 亿元，同比+125%，环比+54%。**融资情况：**3Q25 末中国银河 3Q25 末融出资金 1325 亿元，较 2Q25 末+31%，测算得到公司期末融资市占率 5.6%（排名行业第 5）。
- **投资分析意见：上调盈利预测，维持买入评级。**基于报告期公司自营业务表现亮眼，我们上调投资收益率假设，从而上调盈利预测，我们预计公司 25-27 年的归母净利润为 155.3、176.0、196.2 亿元（原预测为 126.0、135.6、151.6 亿元），同比分别+55%、+13%和+11%，维持买入评级。
- **风险提示：**流动性大幅收紧，新发基金遇冷。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,644	35,471	44,483	49,912	53,047
收入同比增长率 (%)	0.01%	5.43%	25.41%	12.20%	6.28%
归属母公司净利润	7,879	10,031	15,532	17,603	19,618
净利润同比增长率 (%)	1.52%	27.32%	54.84%	13.34%	11.45%
每股收益 (元)	0.65	0.81	1.31	1.50	1.67
ROE (%)	7.55%	8.34%	12.25%	12.65%	12.86%
P/E (倍)	27.17	21.80	13.43	11.73	10.54
P/B (倍)	1.91	1.74	1.56	1.41	1.29

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,644	35,471	44,483	49,912	53,047
手续费及佣金净收入	6,555	7,371	9,603	9,779	10,742
利息净收入	4,163	3,849	5,014	4,603	4,652
投资净收益及公允价值变动	7,656	11,499	11,867	15,530	17,553
其他业务收入	15,271	12,752	18,000	20,000	20,100
营业支出	25,428	24,943	28,288	31,557	32,691
营业税金及附加	150	141	178	200	212
管理费用	10,373	11,414	13,345	14,974	15,914
资产减值损失	34	441	200	200	300
其他业务成本	14,872	12,947	14,565	16,184	16,265
营业利润	8,216	10,528	16,195	18,355	20,356
营业外收支	-83	-9	0	0	100
利润总额	8,134	10,519	16,195	18,355	20,456
所得税	250	488	648	734	818
净利润	7,884	10,031	15,547	17,621	19,638
少数股东损益	5	0	16	18	20
归属母公司净利润	7,879	10,031	15,532	17,603	19,618

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。