

买入

2025 年 12 月 12 日

财富管理优势凸显，自营投资延续高增

- **业绩超预期高增，ROE 跃升彰显盈利弹性：**公司 2025 年前三季度实现营收 227.5 亿元，同比大增 44.4%；归母净利润 109.7 亿元，同比劲升 57.5%；加权平均 ROE 达 8.77%，同比提升 2.97 个百分点，盈利水平显著改善。单看第三季度，归母净利润 44.8 亿元，同比飙升 73.9%，环比提升 29.0%，刷新历史单季最佳表现，大幅超出市场预期。截至三季度末，剔除客户资金后的经营杠杆为 4.23 倍，较年初提升 4%，且年内逐季改善，资本使用效率持续优化。
- **经纪与两融双轮发力，客户基础优势稳固：**受益于全市场日均股基成交额同比增长 113%至 1.81 万亿元，以及三季度末两融余额达 2.39 万亿元（同比增 66.2%）的活跃环境，公司经纪业务净收入 63.1 亿元，同比增长 70.7%，收入占比约 28%；其中第三季度单季收入 26.6 亿元，同比大增 125%，环比提升 54%，增速显著跑赢市场成交额增幅，凸显深厚客户基础与高效转化能力。APP 月活用户连续环比上行，截至 2025 年年中客户总数突破 1,800 万户，流量与黏性优势在行业景气周期中充分利息净收入前三季度达 32.1 亿元，同比增长 22.1%，第三季度单季收入 12.7 亿元，同比高增 61.1%；融出资金余额同比增 62%、较年初提升 31%，两融业务弹性加速释放。
- **自营投资稳健高增，资产配置能力获市场印证：**前三季度投资净收益（含公允价值变动）121.03 亿元，在高基数下仍实现 42.4%的同比增幅；第三季度单季同比增长 32.6%，环比提升 10.7%，展现优异的投资与风控实力。三季度末金融资产规模 4,170 亿元，较年初增长 9%，其中其他债权投资规模提升 16.3%至 2,567 亿元。权益类证券及衍生品与净资本比率由年初 27.27%升至 32.69%，为后续市场向上周期储备充足弹性。
- **投行业务显著回暖，股债承销齐头并进：**前三季度投行净收入 4.8 亿元，同比增长 29.9%，增速亮眼，但受规模与收入占比限制，对整体业绩拉动仍有限，后续看点在于项目储备与政策落地节奏。股权主承销规模 241 亿元，同比暴增 14.2 倍，市占率提升 1.68 个百分点至 2.5%，行业排名第八；再融资项目 5 单，承销规模 236 亿元，IPO 项目 1 单（北交所），募资 4 亿元。债券主承销规模 5,761 亿元，同比增长 76.1%，市占率提升 1.44 个百分点至 4.7%，行业排名第六；地方政府债、金融债承销规模分别为 3,575 亿元、1,303 亿元。
- **目标价 12.66 港元，买入评级：**我们维持“买入”评级，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 147/169/183 亿元，对应同比增速+46.5%/+14.9%/+8.6%，当前股价对应 2026 年 PB 不足 1 倍，投资安全垫充沛。作为头部央企券商，中国银河在风险管控、客户基础、政策红利承接等方面优势突出，有望在行业景气回升与自身业务结构优化进程中持续释放成长潜能，实现盈利与估值双升。
- **重要风险：**1) 市场系统性风险；2) 政策监管风险；3) 经营与改革风险。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2522 2101

主要数据

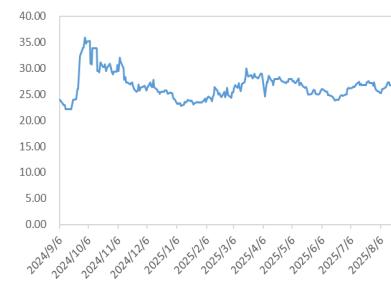
行业	券商/非银
股价	10.05 港元
目标价	12.66 港元 (+25.9%)
股票代码	6881
港股股本	36.91 亿股
港股市值	370.94 亿港元
52 周高/低	12.83 港元/5.91 港元
每股净资产	11.78 元
主要股东	中金汇金(47.43%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	336	355	308	342	361
变动（%）	0.0%	5.4%	-13.3%	11.1%	5.7%
归母净利润（亿元）	79	100	147	169	183
变动（%）	1.5%	27.3%	46.5%	14.9%	8.6%
EPS	0.67	0.81	1.26	1.46	1.59
BPS	9.20	10.17	12.51	13.94	14.38
市净率@10.05港元(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
每股股息(元)	0.22	0.20	0.41	0.47	0.51
股息现价比（%）	2.0%	1.8%	3.7%	4.3%	4.6%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

利润表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元						财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	336	355	308	342	361	每股指标					
手续费及佣金净收入	66	74	106	119	126	EPS	0.97	2023Q1	1.26	1.46	1.59
其中：代理买卖证券业务净收入	55	62	92	105	109	BPS	8.3	10.2	12.5	13.9	14.4
投行业务净收入	5	6	8	8	9	增速					
资产管理业务净收入	5	5	6	7	7	收入	0.0%	5.4%	-13.3%	11.1%	5.7%
利息净收入	42	38	45	53	55	营业利润	3.4%	28.1%	46.4%	14.9%	8.6%
投资净收益及公允价值变动	77	115	154	166	176	归母净利润	1.5%	27.3%	46.5%	14.9%	8.6%
汇兑净收益	(0)	(1)	0	0	0	盈利能力					
其他业务收入	152	127	3	3	3	营业利润率	24.4%	29.7%	50.1%	51.8%	53.3%
营业支出	254	249	153	165	169	归母净利润率	23.4%	28.3%	47.8%	49.4%	50.8%
营业税金及附加	1	1	1	1	1	运营能力					
管理费用	104	114	151	162	166	管理费用率	30.8%	32.2%	49.2%	47.5%	46.0%
信用减值损失	0	4	0	0	0	实际税率	3.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
其他业务成本	149	129	1	1	1	派息率	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
营业利润	82	105	154	177	192						
利润总额	81	105	154	177	192						
净利润	79	100	147	169	183						
归属于母公司所有者的净利润	79	100	147	169	183						

资产负债表						现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:亿元						财务年度截至12月31日 人民币:亿元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产						经营活动产生的现金流量:					
货币资金	1,136	1,449	2,072	2,263	2,318	净利润	79	100	147	169	183
结算备付金	279	358	424	440	450	固定资产折旧、油气资产折耗、	3	3	3	4	4
融出资金	912	1,015	1,076	1,112	1,150	无形资产摊销	2	3	3	4	4
买入返售金融资产	227	248	284	327	376	经营性应收项目的减少	(496)	(206)	(234)	(312)	(251)
交易性金融资产	2,062	2,208	2,770	3,123	3,451	经营性应付项目的增加	36	462	352	283	366
债权投资	23	10	11	12	14	经营活动产生的现金流量净额	(443)	348	230	97	264
其他债权投资	974	1,051	1,104	1,159	1,217						
其他权益工具投资	452	557	574	591	609						
资产总计	6,632	7,375	8,716	9,528	9,783						
负债						投资活动产生的现金流量:					
应付短期融资款	264	422	472	522	572	投资活动现金流流入小计	413	236	321	323	346
卖出回购金融资产款	1,614	1,767	1,944	2,138	2,352	投资活动现金流流出小计	252	403	395	423	460
代理买卖证券款	1,203	1,656	1,819	1,928	1,994	投资活动产生的现金流量净额	160	(167)	(75)	(100)	(114)
应付债券	1,005	991	1,090	1,199	1,319						
其他负债	452	542	650	780	936	筹资活动产生的现金流量:					
负债合计	5,327	5,970	7,055	7,712	7,919	筹资活动现金流流入小计	1,045	937	1,045	1,034	1,021
所有者权益						筹资活动现金流流出小计	875	854	921	883	887
股本	109	109	109	109	109	筹资活动产生的现金流量净额	170	83	124	151	134
其他权益工具	298	298	298	298	298						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归母所有者权益	1,305	1,405	1,660	1,815	1,864						
所有者权益合计	1,305	1,405	1,661	1,815	1,864						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。