

国信证券 (002736.SZ) 代销收入翻倍增长, ROE10.7%领跑行业

2026年04月19日

——国信证券 2025 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

卢崑 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

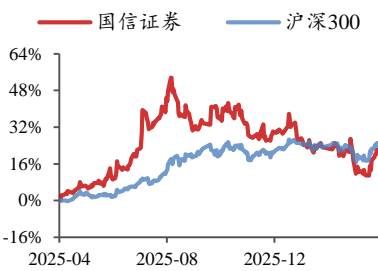
lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790524040002

日期	2026/4/17
当前股价(元)	12.09
一年最高最低(元)	16.22/10.06
总市值(亿元)	1,238.23
流通市值(亿元)	1,162.14
总股本(亿股)	102.42
流通股本(亿股)	96.12
近3个月换手率(%)	22.21

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《投资收益驱动业绩超预期, ROE 领跑行业—国信证券 2025 三季报点评》-2025.10.31

《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

● 零售经纪同比增速优于行业, 代销收入翻倍增长, ROE 领跑行业

2025 年归母净利润 241、111 亿元, 同比+35%, 基本符合我们预期。2025 年加权平均净资产收益率为 10.69%, 较 2024 年上升 2.46 个百分点, 领跑行业。期末杠杆率 (扣客户保证金) 3.45 倍, 同比-0.01 倍。2025 年经纪/投行/资管/利息净收入/投资为 87、9、6、18、116 亿元, 同比+55%、-12%、-24%、+26%、+21%, 经纪和投资是核心驱动。我们下调市场交易量、涨跌幅假设, 下调 2026、2027 年并新增 2028 年盈利预测, 预计 2026-2028 年归母净利润 130、150、170 亿元 (调前 145/168), 同比+17%、+15%、+13%, 加权 ROE 为 12%/12%/13%, 股价对应 PE 为 9.5、8.3、7.3 倍, PB (LF) 为 1.29 倍, 公司分红 5 年维持 40% 以上, 股息率 (2025 年) 为 3.7%。当前市场交易量高增, 公司基本面有望稳健增长, ROE 保持行业领先水平, 维持“买入”评级。

● 代买收入增速优于行业, 代销收入翻倍增长是亮点, 投行和资管同比下降

(1) 2025 年公司经纪净收入同比+55%, 其中代买、席位和代销净收入同比+56%、+27%、+101%。代买收入表现优于多数头部券商 (证券行业代买含席位的增速为 42%, 公司为 55%, 头部券商代买增速普遍 45% 左右, 公司为 56%), 代销收入显著高增是亮点, 公司经纪业务客户数超 2,300 万, 同比+17%, 托管资产超过 3.2 万亿元, 同比+30.5%, A 股资金账户数行业排名第 5, 投资顾问团队人数行业排名第 6。2025 年末公司公募股票型指数基金保有规模同比+60%, 排名行业第 6。近 4,000 人的专业投资顾问团队和“国信鑫投顾”“国信鑫智投”“国信鑫私享”“国信鑫享传承”“国信领先 30”等财富管理系列品牌, 为广大投资者提供一站式财富管理。机构业务快速增长, 公司机构客户股基交易量同比增长超过 80%, 创历史新高, 彰显机构业务强劲的增长动能。(2) 2025 年投行和资管净收入同比-12%、-24%, 单 Q4 环比+13%/-19%。公司完成 IPO 项目 1.5 家; 首发募集资金 14.04 亿元。公司的集合、单一、专项等资产管理业务净值规模为 1239.42 亿元, 同比-14%, 子公司万和证券取得首批跨境资管试点业务资格, 并于海南自由贸易港封关运作当日成功发行首单 1 亿元跨境资管产品。

● Q4 自营投资收益环比下降, 两融市占率保持增长

(1) 2025 年公司自营投资收益 112 亿, 同比+20%, 自营投资收益率 5.0% (2024 年为 4.4%), 单 Q4 自营投资 13 亿, 环比-69%。期末自营金融资产规模 2350 亿元, 同比+9%, 环比-4%, 公司杠杆水平环比小幅下降。其他债权投资同比-25%。(2) 2025 年利息净收入 18 亿, 同比+26%, 利息收入/利息支出为 74、56 亿, 同比-4%、-11%, Q4 末两融市占率 3.79%, 环比+0.07pct。

● 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,167	24,143	27,248	30,873	34,315
YOY(%)	16.5	19.7	12.9	13.3	11.1
归母净利润(百万元)	8,217	11,073	12,994	14,995	16,966
YOY(%)	27.8	34.8	17.4	15.4	13.1
净利率(%)	40.7	45.9	47.7	48.6	49.4
ROE(%)	7.2	8.9	9.6	10.4	11.0
EPS(摊薄/元)	0.85	1.08	1.27	1.46	1.66
P/E(倍)	15.1	11.2	9.5	8.3	7.3
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	475608	544343	558726	628374	709128
现金	94698	133971	155107	178055	206666
应收票据及应收账款	3373	2619	2880	3168	3485
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	377537	407754	400739	447150	498977
非流动资产	25898	32428	86872	89192	91735
长期投资	3527	3939	4057	4179	4304
固定资产	2268	2172	2175	2178	2181
无形资产	9	744	745	746	747
其他非流动资产	20093	25574	79896	82090	84504
资产总计	501506	576772	645598	717566	800863
流动负债	271839	297683	344265	390786	445725
短期借款	3	311	311	311	311
应付票据及应付账款	15120	13917	14017	14117	14217
其他流动负债	256716	283456	329937	376358	431198
非流动负债	110975	147478	161325	177170	194691
长期借款	84066	110555	123821	138680	155321
其他非流动负债	26909	36924	37503	38490	39370
负债合计	382814	445162	505589	567955	640417
少数股东权益	0	216	230	246	264
股本	9612	10242	10242	10242	10242
资本公积	20146	24756	24756	24756	24756
留存收益	4868	5928	7227	8726	10423
归属母公司股东权益	118692	131393	139779	149365	160183
负债和股东权益	501506	576772	645598	717566	800863

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	33747	17073	16775	19055	21306
净利润	8217	11074	12995	14996	16967
折旧摊销	196	199	209	219	229
财务费用	3382	3282	0	0	0
投资损失	-319	-439	-469	-499	-529
营运资金变动	957	5675	5875	6075	6275
其他经营现金流	21864	-1935	-1835	-1735	-1635
投资活动现金流	66	4378	4478	4578	4678
资本支出	-325	-340	-340	-340	-340
长期投资	138	-50	-0	50	100
其他投资现金流	253	4768	4818	4868	4918
筹资活动现金流	4483	21345	29595	29695	29795
短期借款	-93829	-104233	-104183	-104133	-104083
长期借款	105627	120128	120178	120228	120278
普通股增加	0	629	0	0	0
资本公积增加	0	13600	13600	13600	13600
其他筹资现金流	-7314	-8779	0	0	0
现金净增加额	38301	42754	21136	22948	28611

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20167	24143	27248	30873	34315
营业成本	11093	11144	12024	13305	14437
营业税金及附加	148	186	209	237	264
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	9168	10999	11681	12930	14031
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-88	50	50	50
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1397	1153	0	0	0
投资净收益	8254	10487	11847	13196	14142
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	9074	13000	15224	17568	19878
营业外收入	13	6	0	0	0
营业外支出	17	32	0	0	0
利润总额	9074	13000	15224	17568	19878
所得税	853	1899	2229	2572	2910
净利润	8217	11074	12995	14996	16967
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	8217	11073	12994	14995	16966
EBITDA	9270	13198	15224	17641	19956
EPS(元)	0.85	1.08	1.27	1.46	1.66

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	19.7	12.9	13.3	11.1
营业利润(%)	32.5	43.3	17.1	15.4	13.1
归属于母公司净利润(%)	27.8	34.8	17.4	15.4	13.1
获利能力					
毛利率(%)	45.0	53.8	55.9	56.9	57.9
ROE(%)	7.2	8.9	9.6	10.4	11.0
ROIC(%)	4.1	4.6	4.9	5.2	5.4
偿债能力					
资产负债率(%)	76.3	77.2	78.3	79.2	80.0
净负债比率(%)	2.1	2.0	2.2	2.3	2.5
流动比率	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
应收账款周转率	540.9	805.9	991.0	1020.8	1031.5
应付账款周转率	63.4	76.8	86.1	94.6	101.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.08	1.27	1.46	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	3.51	1.67	1.64	1.86	2.08
每股净资产(最新摊薄)	12.35	12.83	13.65	14.58	15.64
估值比率					
P/E	15.1	11.2	9.5	8.3	7.3
P/B	1.40	1.27	1.17	1.07	0.98
EV/EBITDA	51.1	40.4	39.3	37.0	35.7

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

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**中高风险**，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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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的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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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