

业绩持续增长，经纪业务转型成效显著

国金证券 (600109.SH)

评级:	买入	股票代码:	600109.SH
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	10.64/7.88
目标价格:		总市值(亿元)	320.51
最新收盘价:	8.65	自由流通市值(亿元)	201.93
		自由流通股数(百万股)	2,334

事件概述

国金证券发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年，公司实现营业收入 84.57 亿元，同比+26.90%；归母净利润 22.77 亿元，同比+36.32%；扣非归母净利润 21.85 亿元，同比+36.45%；基本每股收益 0.618 元/股，同比+36.73%；加权平均 ROE 为 6.58%，同比+1.54 个百分点；期末归母净资产 354.71 亿元，较上年末+5.16%。

2025 年度利润分配预案为每 10 股派发 0.80 元人民币，共计分配 2.95 亿元（占公司归母净利润的 12.94%）；叠加回购股份并注销金额 5,947 万元，现金分红和回购并注销合计回报股东 3.54 亿元（占公司归母净利润的 15.55%）。此外，公司拟将此前回购的 2,210 万股用途变更为注销，注销完成后公司回购专用证券账户中不再剩余回购股份。

2026 年第一季度，公司实现营业收入 24.29 亿元，同比+28.83%；归母净利润 6.92 亿元，同比+18.83%；扣非归母净利润 6.68 亿元，同比+14.94%；基本每股收益 0.188 元/股，同比+18.99%；加权平均 ROE（非年化）为 1.93%，同比+0.22 个百分点；期末归母净资产 361.15 亿元，较上年末+1.82%。

分析判断：

▶ 手续费及佣金净收入贡献主要营收增量。

按会计科目来看，2025 年，公司手续费及佣金净收入同比+38.36%至 48.03 亿元，贡献营业收入增量的 74%（经纪业务/投资银行业务/资产管理业务手续费净收入分别同比+53.19%/+14.97%/+53.16%至 29.18/10.46/1.65 亿元，其中经纪业务贡献营业收入增量的 56%）；利息净收入同比+11.97%至 14.46 亿元，贡献营业收入增量的 9%；投资收益+公允价值变动收益同比+13.98%至 20.63 亿元，贡献营业收入增量的 14%；其他收益同比+58.02%至 1.44 亿元，贡献营业收入增量的 3%。

2026Q1，公司手续费及佣金净收入同比+70.88%至 15.14 亿元，贡献营业收入增量的 115%（经纪业务/投资银行业务/资产管理业务手续费净收入分别同比+48.55%/+175.99%/+98.38%至 9.03/3.44/0.58 亿元，其中经纪业务/投行业务贡献营业收入增量的 54%/40%）；利息净收入同比+18.19%至 4.09 亿元，贡献营业收入增量的 12%；投资收益+公允价值变动收益同比-27.3%至 4.66 亿元，同比承压；其他收益同比+228.96%至 0.32 亿元，贡献营业收入增量的 4%。

▶ 财富管理业务转型深化，为营收和利润的核心引擎。

分业务来看，财富管理业务持续发挥核心引擎作用，2025 年全年实现营业收入 41.32 亿元，同比+33.56%，占公司营业收入/营业利润的 49%/73%，贡献公司营业收入/营业利润增量的 58%/73%，稳居第一大业务板块。2025 年末公司累计客户数较 2024 年末增长 22.84%，年轻客群比例进一步提升，客户资产总额上升 38.22%，股基交易额大幅增长 75.10%。公司持续深化“买方顾问”转型，升级 AI 投顾服务能力，构建目标盈、全球配置等多元化资产配置方案，着力打造“平价、定制且有效提升投资能力”的顾问服务体系。

▶ 自营投资和投资银行收入占比合计超三成。

2025 年，公司自营投资业务实现营业收入 15.23 亿元，同比+26.96%，占公司营业收入/营业利润的 19%/44%，贡献公司营业收入/营业利润增量的 19%/43%。权益、权益及衍生品业务均取得稳健收益，成为公司业绩的“压舱石”。科创板做市股票数量 50 只，市场排名第 7 位；北交所做市股票数量 62 只，市场排名第 7 位。

第 1 位。国金创新还通过战略配售持续支持高端装备制造、信息技术、医疗等重点行业发展。期货业务方面，国金期货客户权益、营业收入、净利润行业排名分别提升 3 名、3 名和 7 名。

2025 年，公司投资银行业务实现营业收入 10.15 亿元，同比+11.78%，占公司营业收入的 12%（营业利润同比减亏），贡献公司营业收入/营业利润增量的 6%/1%。股权融资方面，公司 IPO 和北交所上市主承销家数市场排名第 10 位，再融资主承销家数市场排名第 8 位，已发行上市项目深耕长三角区域，**85 比例**，近三年民营企业项目占比约 92.31%。债券融资方面，公司债主承销 395 只，同比增长 27.42%，主承销总金额 1,074 亿元，市场排名第 11 位；可转债主承销金额同比增长 54.01%，市场排名第 6 位。公司积极融入乡村振兴战略大局，主承销乡村振兴债券家数市场排名第 3 名，同时在绿色低碳、公共事业专项债券领域实现多项首单突破。

► **机构服务和资管业务收入均同比正增。**

公司机构服务业务同步发力，2025 年实现收入 5.80 亿元，同比+20.89%。研究业务方面，公司公募基金市场占有率和行业排名连续五年提升，2025 年跃升至第 16 位，较上年进步 6 名；新成立的产业研究中心聚焦科技、医药、新能源新材料、先进制造、新消费五大方向，有效打通一二级市场。托管业务方面，公司成功托管行业首批科创债 ETF 基金，公募托管总规模首次突破百亿元，同比+431.4%，在券商系托管机构排名上升 5 位。

2025 年公司资产管理业务实现收入 7.42 亿元，同比+35.43%。国金资管全年发行资产支持证券 51 单，发行总额 355 亿元，同比+86.7%，并在火电、消费等领域发行首单机构间 REITs，市场机构间 REITs 占有率超过 10%。国金基金资产管理总规模 927.43 亿元，旗下量化多因子基金斩获“五年期开放式股票型持续优胜金牛基金”奖项。

投资建议

公司财富管理业务转型成果显著，各业务条线多点开花。结合公司 2025 年及 2026 年一季报数据，我们上调 2026 年并新增 2027-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入为 92.67/101.73/111.32 亿元（此前预测为 63.64/-/-亿元）；预计公司 2026-2028 年归母净利润为 25.13/27.60/30.21 亿元（此前预测为 17.20/-/-亿元）；预计公司 2026-2028 年 EPS 为 0.68/0.74/0.82 元（此前预测为 0.46/-/-元）。公司 2026 年 4 月 24 日股价 8.65 元，对应 PE 分别为 12.75/11.61/10.61 倍，PB 分别为 28.84/30.34/31.78 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险；资本市场大幅波动风险；IPO 及再融资政策收紧风险；市场成交量不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	66.64	84.57	92.67	101.73	111.32
YoY (%)	-0.98	26.91	9.58	9.77	9.43
归母净利润(亿元)	16.70	22.77	25.13	27.60	30.21
YoY (%)	-2.79	36.35	10.37	9.81	9.46
每股收益(元)	0.45	0.61	0.68	0.74	0.82
ROE (%)	4.95	6.42	6.66	6.92	7.14
ROA (%)	1.40	1.54	1.57	1.56	1.56
市盈率	19.23	14.07	12.75	11.61	10.61
市净率	22.10	27.59	28.84	30.34	31.78

资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (单位: 亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	342.01	416.07	461.91	505.77	557.63
其中: 客户资金存款	296.50	363.19	401.81	440.73	485.50
结算备付金	87.90	96.65	113.06	120.66	134.76
其中: 客户备付金	72.32	77.79	92.07	97.70	109.44
融出资金	307.53	327.95	389.95	412.88	463.00
金融投资	299.06	439.93	445.76	511.33	550.92
交易性金融资产	241.15	389.33	378.47	443.70	473.01
其他债权投资	54.74	44.25	61.64	60.67	70.66
其他权益工具投资	3.18	6.35	5.66	6.95	7.25
衍生金融资产	0.25	0.23	0.30	0.30	0.35
买入返售金融资产	114.38	140.45	155.20	170.33	187.57
应收款项	3.98	3.71	4.75	4.86	5.55
存出保证金	27.32	43.58	42.59	49.79	53.15
长期股权投资	3.95	3.96	4.87	5.07	5.74
固定资产	1.04	1.02	1.27	1.32	1.49
递延所得税资产	7.46	8.77	9.91	10.75	11.91
其他资产	2.01	2.30	2.63	2.84	3.15
资产总计	1,201.16	1,488.30	1,637.13	1,800.84	1,980.93
短期借款	1.39	1.18	1.67	1.66	1.95
应付短期融资款	155.65	134.08	188.11	187.57	220.51
拆入资金	13.68	10.00	15.54	14.83	17.85
交易性金融负债	9.27	21.72	18.84	23.91	24.93
衍生金融负债	0.05	1.37	0.80	1.29	1.21
卖出回购金融资产款	94.63	216.22	189.22	238.99	249.77
代理买卖证券款	375.07	469.19	534.47	587.51	656.87
其他负债	1.94	2.12	2.60	2.76	3.14
负债合计	861.62	1,131.43	1,257.59	1,399.35	1,555.01
股本	37.13	37.05	37.05	37.05	37.05
资本公积金	128.37	127.85	127.85	127.85	127.85
盈余公积金	19.31	21.32	23.45	25.80	28.38
未分配利润	113.04	125.22	138.66	153.42	169.58
一般风险准备	40.28	44.79	49.27	54.20	59.62
归属于母公司所有者权益	337.31	354.71	377.14	399.00	423.25
少数股东权益	2.23	2.17	2.40	2.49	2.67
所有者权益合计	339.54	356.88	379.54	401.49	425.92
负债及股东权益	1,201.16	1,488.30	1,637.13	1,800.84	1,980.93

利润表 (单位: 亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	66.64	84.57	92.67	101.73	111.32
代理买卖证券业务净收入	19.05	29.18	33.68	35.28	40.78
证券承销业务净收入	9.10	10.46	13.32	14.45	15.61
资产管理业务净收入	1.08	1.65	1.22	1.32	1.40
利息净收入	12.92	14.46	15.18	15.94	16.74
投资净收益	16.15	20.94	21.78	22.87	24.01
公允价值变动净收益	1.95	-0.31	-1.72	0.14	-0.32
汇兑净收益	-0.05	0.01	0.01	0.01	0.01
其他业务收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业支出	46.39	56.16	62.69	68.81	75.29
营业税金及附加	0.38	0.48	0.56	0.61	0.67
管理费用	46.03	55.64	62.09	68.16	74.59
信用减值损失	-0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
营业利润	20.25	28.41	29.99	32.92	36.03
利润总额	20.23	28.25	29.82	32.74	35.84
所得税	3.44	5.34	4.17	4.58	5.02
净利润	16.78	22.91	25.64	28.16	30.82
归属母公司净利润	16.70	22.77	25.13	27.60	30.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.98	26.91	9.58	9.77	9.43
归母净利润 (%)	-2.79	36.35	10.37	9.81	9.46
获利能力					
ROE(%)	4.95	6.42	6.66	6.92	7.14
ROA(%)	1.40	1.54	1.57	1.56	1.56
估值					
PE	19.23	14.07	12.75	11.61	10.61
PB	22.10	27.59	28.84	30.34	31.78
每股指标 (单位: 元)					
每股收益	0.45	0.61	0.68	0.74	0.82
每股净资产	0.39	0.31	0.30	0.29	0.27

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
		分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。