

中信证券（600030）

证券研究报告

2023 年 04 月 28 日

高基数+支出增加致业绩微增，roe 下滑或源于重资本业务回报不及预期

事件：中信证券披露 2023 年 1 季报。

高基数+支出增加致业绩增长不及同业。公司 23Q1 营收/归母净利分别实现 153/54 亿元，同比分别+0.9%/+3.6%。调整后 23Q1 营收同比+16%。我们认为业绩增速不及同业一方面源于公司上年同期受市场因素影响较小（22Q1 自营仅下滑 14%）导致业绩基数较高，另一方面 23Q1 管理费用同比+20%，调整后营业支出同比+32%。分业务看，23Q1 经纪/投行/资管/信用/自营收入同比增速分别为-18.6%/+8.4%/-10.0%/-42.1%/+97.3%。杠杆率（扣除客户保证金）由上年末 4.1 提升至 4.4 倍，roe2.07%，同比下降 0.2pct。

费类业务：经纪资管承压，投行逆势增长。1）经纪业务受市场交投活跃度影响业绩下滑，23Q1 市场股基成交额同比-9%，公司经纪业务收入同比-18.6%，推测佣金率或进一步下滑以及受代销收入拖累（23Q1 权益基金发行份额同比-39.6%）。2）截至 23Q1 末华夏基金非货/权益公募管理规模均保持行业第 2，非货/权益规模分别较年初+0.9%/+3.0%（全市场非货/权益规模分别较年初+0.9%/1.6%）。3）投行业务龙头地位稳固，23Q1 公司股权承销金额同比+8.9%，而同期行业增速为-15.3%。

资金业务：固收自营规模显著提升或致投资弹性不及同业，利息净收入显著下滑。1）23Q1 公司自营收入+97.3%，弹性不及同业，我们认为主要是公司加大对固收自营资金投入。拆解资产负债两端增量构成，23Q1 公司自有总资产较上年末+1254 亿元（+12%），其中交易性金融资产+1003 亿元（+19%），23Q1 公司自有负债较上年末增加 1133 亿元（+15%），其中卖出回购金融资产款增加 892 亿元（+42%）。2）信用业务方面，利息收入同比+6.4%，利息支出同比+18.8%，致利息净收入同比-42.1%，利息净收入显著下滑主要由于卖出回购金融资产款规模的显著增加。综上，我们认为 23Q1 固收自营弹性低+利息支出显著提升造成重资本业务回报不及预期。

投资建议：我们认为，中信证券行业龙头地位稳固，业绩增长稳定性强于其他头部券商，或带来一定估值溢价，公司机构业务优势显著，后续杠杆率或有进一步提升空间，根据最新披露财务数据相应更新 23/24/25 年盈利预测，归母净利由 263/335/397 亿元调整为 252/326/386 亿元，预计 2023-2025 归母净利同比增速+18%/+29%/+19%，对应 23 年 PB 为 1.2X，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏迟滞，权益市场剧烈波动，公募管理规模显著下滑。

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	76,523.72	65,108.51	73,237.66	81,842.09	90,624.65
增长率（%）	40.71	-14.92	12.49	11.75	10.73
净利润（百万元）	23,099.62	21,317.42	25,166.22	32,550.73	38,575.52
增长率（%）	55.01	-7.72	18.05	29.34	18.51
净利润率	30.19%	32.74%	34.36%	39.77%	42.57%
净资产收益率	12.07%	8.67%	9.61%	11.52%	12.52%
市盈率（倍）	11.88	14.80	12.63	9.72	8.18
市净率（倍）	1.37	1.30	1.21	1.11	1.01
每股净利润（元/股）	1.77	1.42	1.66	2.16	2.57
每股净资产（元/股）	15.35	16.15	17.32	18.94	20.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	12,200.47
流通 A 股股本(百万股)	11,366.68
A 股总市值(百万元)	256,453.88
流通 A 股市值(百万元)	238,927.68
每股净资产(元)	16.51
资产负债率(%)	81.72
一年内最高/最低(元)	22.75/17.04

作者

胡江 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080007
hujia@tfzq.com

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中信证券-公司定期报告点评:业绩大幅领先同业，彰显龙头韧性》
2023-04-01
- 2 《中信证券-公司定期报告点评:净利微降，业绩市占率或进一步提高》
2022-10-30
- 3 《中信证券-公司定期报告点评:投行业务优势显著，龙头韧性凸显》
2022-08-30

财务预测摘要

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	279,551.39	316,234.20	335,220.26	369,436.86	407,289.79	营业收入	76,523.72	65,108.51	73,237.66	81,842.09	90,624.65
其中: 客户资金存款	194,559.71	218,283.65	221,354.45	245,038.70	268,930.36	手续费及佣金净收入					
结算备付金	40,518.22	41,891.04	48,067.53	52,917.13	58,402.35	其中: 代理买卖证券业务净收入	13,962.55	11,168.88	10,314.49	12,260.19	14,076.88
其中: 客户备付金	27,899.20	27,439.62	27,825.64	30,802.90	33,806.23	证券承销业务净收入	8,155.82	8,653.87	10,070.16	12,597.58	14,705.49
融出资金	129,119.05	106,976.33	117,875.74	128,779.00	143,231.94	资产管理业务净收入	11,702.04	10,939.90	11,164.72	12,017.24	12,980.67
交易性金融资产	545,333.76	530,922.69	664,755.29	726,243.77	807,750.50	利息净收入	5,337.49	5,805.79	5,968.94	5,690.27	6,214.69
衍生金融资产	31,000.58	36,388.73	29,836.93	32,596.79	36,255.14	投资净收益	28,879.13	4,649.83	25,437.14	28,627.71	31,679.36
买入返售金融资产	46,393.30	31,483.06	34,049.87	37,199.41	41,374.32	其他业务收入	12,932.00	7,822.12	7,822.12	7,822.12	7,822.12
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	44,098.23	36,298.40	38,943.16	37,662.54	38,157.48
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	423.17	375.48	413.68	467.13	514.57
长期股权投资	9,127.98	9,648.72	10,166.26	11,106.61	12,353.12	管理费用	28,128.89	28,655.15	28,921.84	29,209.33	29,518.60
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	899.08	-698.18	2,239.72	576.24	735.41
存出保证金	55,183.60	69,158.11	75,590.52	82,582.49	91,850.77	其他业务成本	12,042.46	7,451.78	7,367.92	7,409.85	7,388.89
固定资产	6,621.84	6,702.48	7,007.94	7,656.16	8,515.41	营业利润	32,425.49	28,810.11	34,294.50	44,179.55	52,467.17
无形资产	3,592.20	3,421.37	3,520.47	3,846.11	4,277.76	加: 营业外收入	76.00	285.72	321.39	359.15	397.69
其他资产	6,074.26	3,498.07	3,668.53	4,787.76	6,271.38	减: 营业外支出	607.69	145.62	156.24	151.10	153.08
总资产	1,278,664.78	1,308,289.28	1,500,215.32	1,642,594.99	1,822,881.45	利润总额	31,893.80	28,950.20	34,459.66	44,387.60	52,711.78
短期借款	7,261.99	9,801.01	10,099.50	11,033.69	12,272.00	减: 所得税	7,888.71	6,781.42	8,297.67	10,542.90	12,606.36
拆入资金	50,683.60	29,580.86	25,300.53	27,640.78	30,742.92	净利润	24,005.08	22,168.79	26,161.99	33,844.70	40,105.42
交易性金融负债	75,643.60	91,115.60	102,980.30	112,505.77	125,132.35	减: 少数股东损益	905.46	851.36	995.77	1,293.97	1,529.91
衍生金融负债	34,117.77	28,122.50	29,768.05	32,521.54	36,171.45	归属于母公司所有者的净利润	23,099.62	21,317.42	25,166.22	32,550.73	38,575.52
卖出回购金融资产款	235,286.48	214,283.09	319,602.83	349,165.43	388,352.46						
代理买卖证券款	251,164.47	279,402.25	283,332.87	313,648.62	344,229.86						
代理承销证券款	711.23	15,253.77	15,253.77	15,253.77	15,253.77						
应付职工薪酬	18,944.85	19,819.85	19,741.61	20,070.50	20,215.98	基本比率 and 每股指标					
应付债券	181,402.98	127,328.11	141,266.27	154,333.11	171,654.00	净利率	30.19%	32.74%	34.36%	39.77%	42.57%
长期借款	457.87	387.75	555.64	607.04	675.16	总资产收益率	1.98%	1.65%	1.79%	2.07%	2.23%
总负债	1,064,856.99	1,049,917.24	1,224,080.73	1,342,004.24	1,494,427.14	净资产收益率	12.07%	8.67%	9.61%	11.52%	12.52%
总股本	12,926.78	14,820.55	14,820.55	14,820.55	14,820.55	市盈率 (倍)	11.88	14.80	12.63	9.72	8.18
所有者权益合计	213,807.79	258,372.04	276,134.59	300,590.75	328,454.31	市净率 (倍)	1.37	1.30	1.21	1.11	1.01
少数股东权益	4,636.45	5,253.95	5,615.15	6,112.46	6,679.06	每股净利润 (元/股)	1.77	1.42	1.66	2.16	2.57
归属于母公司所有者权益合	209,171.33	253,118.09	270,519.44	294,478.28	321,775.24	每股净资产 (元/股)	15.35	16.15	17.32	18.94	20.78

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com