

## 经纪资管收入提速，国际业务持续拓宽

2025 年 03 月 28 日

**分析师：张凯烽**

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

**研究助理：李劲锋**

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng\_2@mszq.com

➤ **事件：3/26 晚间中信证券发布 24 年年报。**2024 年全年，公司营业收入 638 亿元，同比+6.2%，较前三季度+5.46pct；归母净利润 217 亿元，同比+10.1%，较前三季度+7.71pct。单季来看，24Q4 公司营业收入 176 亿元，环比+10.6%，同比+23.7%，同比较 24Q3+12.20pct；归母净利润 49 亿元，环比-21.3%，同比+48.3%，同比较 24Q3+26.39pct，单季营收与盈利同比均明显提速。

➤ **经纪与资管收入明显提升，投行收入同比降幅大幅收窄，自营收入增速有所放缓，信用业务同比降幅小幅扩大。**2024 年全年公司自营/经纪/资管/投行/信用业务收入分别为 263/ 107/ 105/ 42/ 11 亿元，同比+21%/ +5%/ +7%/ -34%/ -73%，占比 41%/ 17%/ 16%/ 7%/ 2%。**收费类业务方面**，2024 年全年业务同比增速呈现上行趋势，经纪收入全年累计同比转为增长；资管业务收入持续提速，全年同比较 24Q1-Q3 提升 5.57pct；投行同比降幅由前三季度的-46%收窄至-34%，提升 12.48pct。**资金类业务方面**，自营收入同比增速保持在 21%，但较前三季度放缓 16.69pct；信用收入仍同比下滑，降幅较前三季度扩大 1.15pct。

➤ **分各业务来看：(1) 24Q4 单季自营收入同比转为负增，主要是自营收益率降至低位，金融投资规模增速也有所放缓。**24Q4 公司自营投资收入（不含 OCI 变动）47 亿元，环比-52.9%，同比-22.8%，同比转为负增。**从金融投资规模来看**，24Q4 末公司金融投资 8618 亿元，同比+20.4%，增速较 24Q3 下降 4.50pct。其中净资产规模 2931 亿元，同比+9.0%；自营杠杆率 2.94 倍，同比+10.4%，但二者增速均有所放缓。**持仓结构方面**，环比增配权益 OCI 和债权 OCI，并减配交易性金融资产，整体偏向于高股息策略。交易性金融资产/ 债权 OCI/ 权益 OCI 占比分别为 80.2%/ 9.3%/ 10.5%，较 24Q3 分别变动-4.92pct/ +1.92pct/ +3.00pct。权益 OCI 规模 907 亿元，环比 24Q3 增长 34.8%，规模升至 2021 年以来最高水平。**从投资收益率来看**，2024Q4 中信证券年化自营投资收益率 2.2%，考虑 OCI 变动后的收益率 2.4%，环比下降至一年来最低值。去年四季度沪深 300/中证综合债指数年化涨幅分别为-8.3%/ 10.8%，债市表现占优。我们认为 24 年四季度期间公司自营持仓可能偏向配置股票，因而自营收益率环比有所下行，但高股息策略或为未来的收益率提供弹性。

➤ **(2) 经纪业务收入整体修复，个人与机构代买证券款同比高增，席位租赁、代销产品收入同比仍负增。**24Q4 公司经纪业务手续费净收入 36 亿元，环比+56.4%，同比+48.9%，较 24Q3 增加 59.52pct，单季经纪收入同比转为增长。**从净收入结构来看**，主要是代买证券收入大幅提升，24 年下半年公司代买证券/席位租赁/代销产品/期货经纪净收入占比 67%/ 9%/ 13%/10%，较 24H1 分别变动+6.2pct/ -2.7pct/ -1.3pct/ -2.2pct。市场交投热度活跃推动代买证券收入显著增长。24 年末公司代理买卖证券款中，个人/机构资金分别同比增长 66.1%/ 10.6%。**其他经纪业务中**，分项收入占比均回落，24 年上/下半年席位租赁净收入分别同比下降 25.9%/ 20.5%，代销金融产品净收入分别同比下降 11.1%/ 13.6%，可能系公募基金降费影响。24H2 中信证券非货币市场公募基金保有规模 2088 亿元，继续保持证券行业第一，规模同比增长 10%。随公募基金改革有序落地，我们认为成本降低有助于推动公司基金销售相关收入逐步修复。

➤ **(3) 资管收入近三个季度同比增长提速，24 年末华夏基金管理资产规模继续提升。**24Q4 资管业务净收入 30 亿元，环比+18.1%，同比+23.5%，增速较 24Q3 扩大 17.92pct，24Q2 以来加速回升。**资管规模持续高增**，24 年末中信

**推荐**

维持评级

当前价格：

26.80 元

证券资产管理规模达 1.54 万亿元，同比+11.1%，增速由上半年的-3.0%转为大幅增长。集合/单一/专项资产管理计划规模同比增长 15.3%/ 8.0%/ 16.5%，均显著增长。**华夏基金业绩快速增长**，24 年末华夏基金本部管理资产 2.46 万亿元，同比大增 35.2%。ETF 规模保持行业龙头地位，2024 年华夏基金营业收入/净利润分别达到 80 亿元/ 22 亿元，同比+9.6/ +7.2%，为公司资管收入贡献显著。

➤ **(4) 投行业务方面，境内债承规模破 2 万亿元大关，境外股权承销高增且超过境内 IPO 规模，投行收入同比降幅继续收窄。** 24Q4 公司投行业务收入 13 亿元，环比+23.7%，同比+29.5%。单季同比增速自 23Q2 以来首次转为增长。一方面境内股权承销尤其 IPO 承销规模同比降幅收窄，同时债权和境外股权承销增速提升。**股权承销方面**，根据 iFinD 统计，2024 年 A 股股权融资规模 2538 亿元，同比-74.1%，公司同期境内股权承销规模 704 亿元，同比-74.7%，降幅接近。**债权承销方面**，24 年下半年公司承销各类债券规模 1.21 万亿元，同比增长 14.9%。全年债权承销规模达 2.09 万亿元，成为同业中首家年度债承规模破 2 万亿元的机构；2024 年公司境内股权融资与债务融资业务继续保持市场第一。**境外承销方面**，2024 年中信证券境外股权承销规模 36 亿美元（约 257 亿元人民币），同比+101.0%，这一承销规模超过境内 IPO（131 亿元）。随着未来 IPO 与再融资节奏逐步恢复，我们预计公司有望进一步巩固投行业务优势。

➤ **(5) 信用业务方面，卖出回购利息增长，两融余额达历史新高但收益下降。** 24Q4 利息净收入 2 亿元，同比-78.1%，较 24Q3 增加 38.93pct。**利息支出中**，24Q4 末公司卖出回购余额 3902 亿元，同比+37.7%，带动全年卖出回购利息支出同比+32.1%。**股票质押方面**，24Q4 末买入返售余额 443 亿元，同比-28.8%，2023 年基数较高背景下降幅扩大 28.28pct。但 23-24 年买入返售收益率从 2.8% 提升至 5.0%，买入返售利息收入同比增长 25%。**融资融券方面**，24Q4 末融出资金规模 1383 亿元，同比+16.5%，增速较 24Q3 增长 16.81pct，2024 年末公司两融余额也达到 2013 年至今最高水平。但 23-24 年融资融券收益率从 7.0% 下降至 5.2%，两融利息收入同比-14.4%。2025 年一季度股市延续震荡回升格局，全市场两融余额保持高位，我们预计公司信用业务收入有望迎来筑底改善。

➤ **净资产收益率保持高位，中信证券国际净利润大幅增长。** 2024 年末公司总资产达到 1.71 万亿元，同比+17.7%。归母净资产 2931 亿元，同比+9.0%。年化加权平均 ROE 8.1%，同比+0.28pct，仍保持在近年来高位。**24 年归母净利率 34.0%**，为 2019 年至今年度最高值，同比+1.19pct。其中业务及管理费率（剔除其他业务）52.5%，同比-0.60pct，其他业务成本率 90.7%，同比-0.69pct。**子公司方面**，2024 年中信证券国际实现营业收入/净利润 22.63 亿/5.30 亿美元，同比增长 41.2%/ 115.5%。国际业务有望成为公司业务新的盈利增长点。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收 695/ 749/ 807 亿元，归母净利润 231/ 250/ 271 亿元，对应 3 月 28 日收盘价的 PE 为 17/ 16/ 15 倍。公司行业龙头地位稳固，资管收入增速保持稳定，交投活跃叠加经纪业务市占率提升，财富管理业务加速转型，公司业绩有望保持稳步增长。在权益市场平稳向好趋势下，中信证券经纪与资管业务收入有望持续回升。维持“推荐”评级。

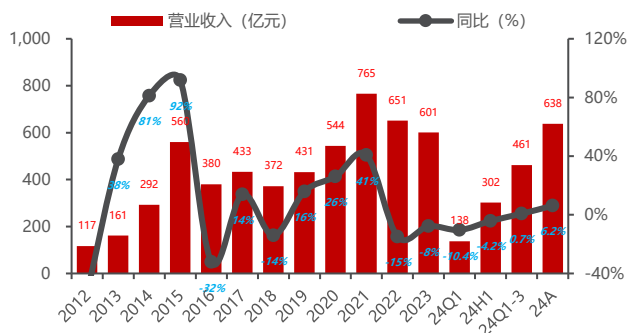
**风险提示：**业务市占率下滑、利息支出大幅增长、华夏基金产品发行不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	63,789	69,472	74,869	80,712
增长率 (%)	-7.7	8.9	7.8	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,704	23,071	25,000	27,096
增长率 (%)	-7.5	6.3	8.4	8.4
每股收益 (元)	1.33	1.56	1.69	1.83
PE	20	17	16	15
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

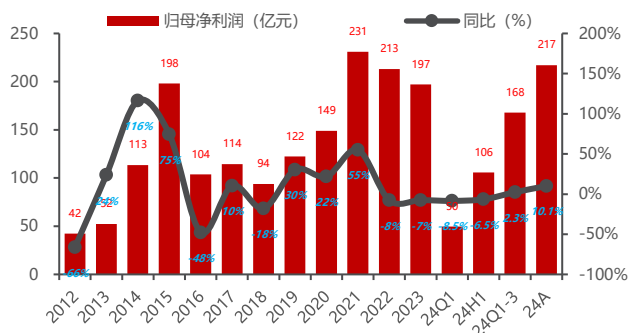
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价）

图1：中信证券累计营业收入及增速



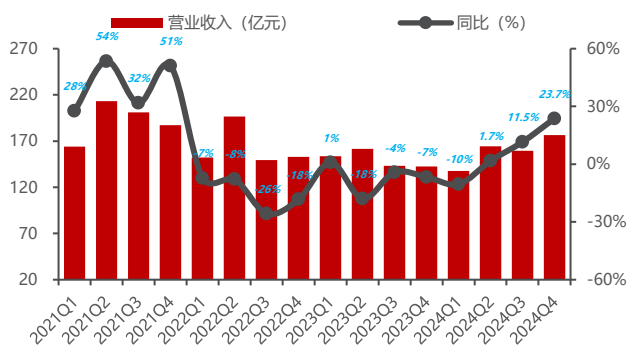
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：中信证券累计归母净利润及增速



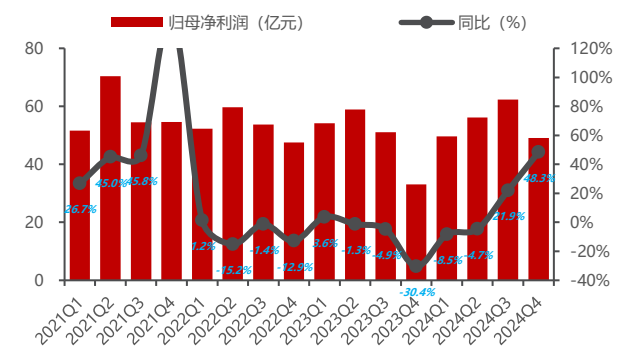
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：中信证券单季营业收入及增速



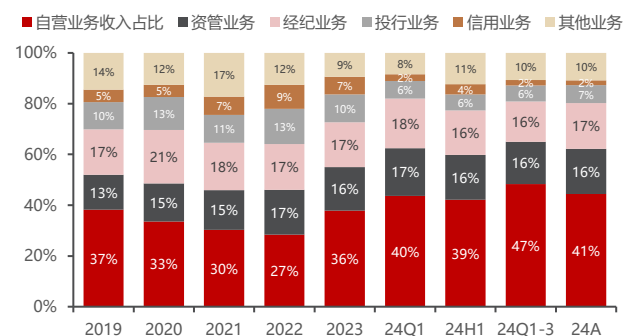
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：中信证券单季归母净利润及增速



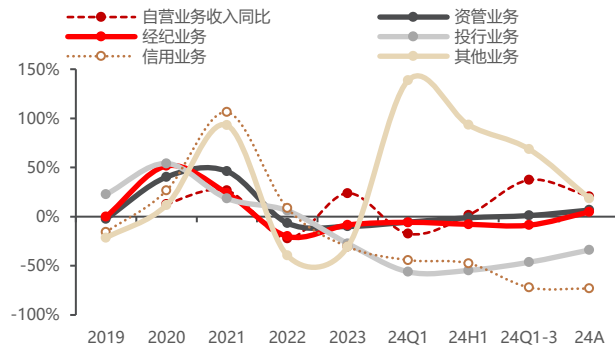
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：中信证券营业收入结构变化



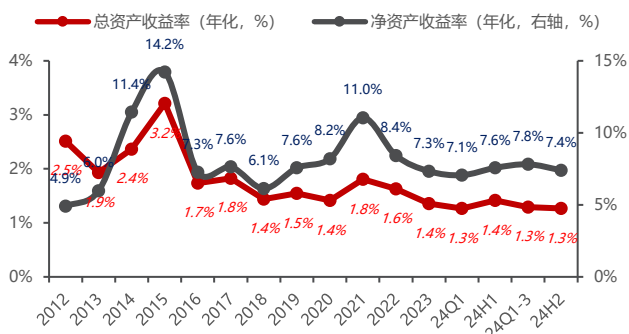
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：自营业务收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益

图6：中信证券分业务条线收入累计同比增速



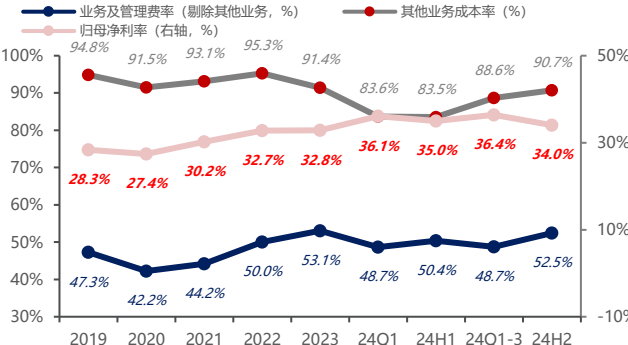
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：中信证券ROA与ROE走势



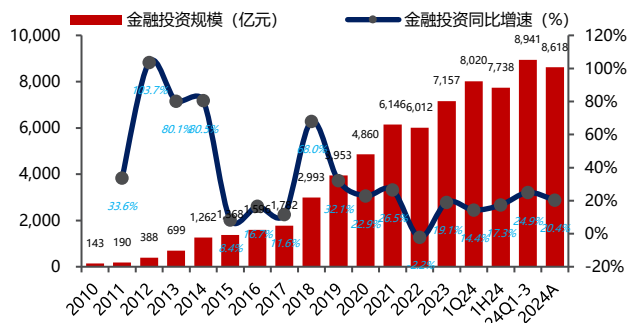
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图8：中信证券业务及管理费率



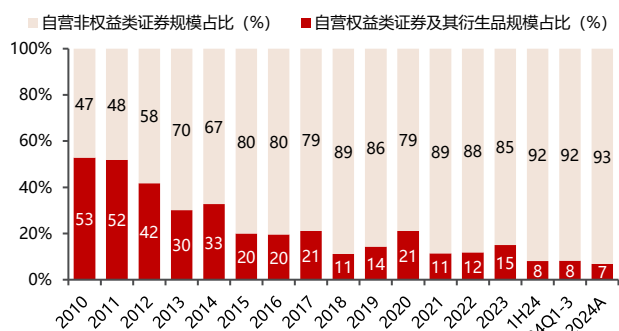
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：中信证券金融投资规模及增速



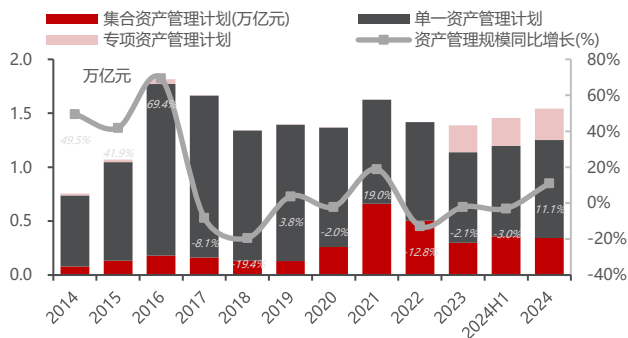
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：母公司自营权益类与非权益类持仓占比



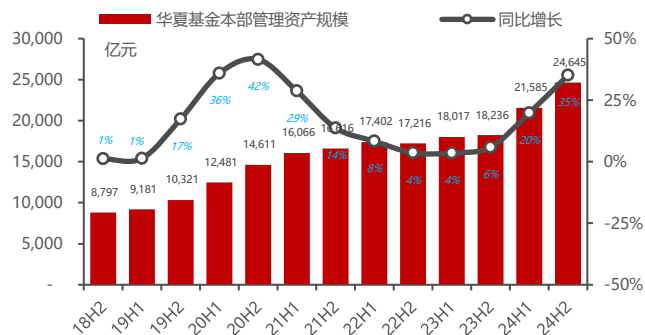
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：中信证券资管业务规模及增速



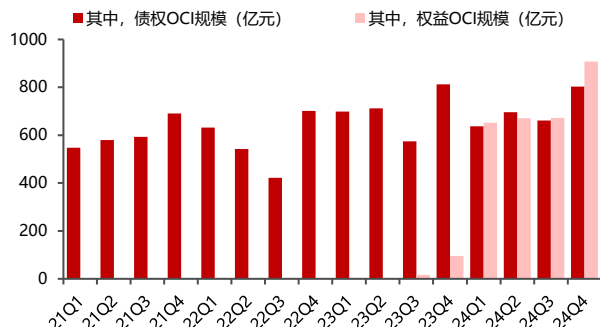
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：华夏基金本部 AUM 及增速



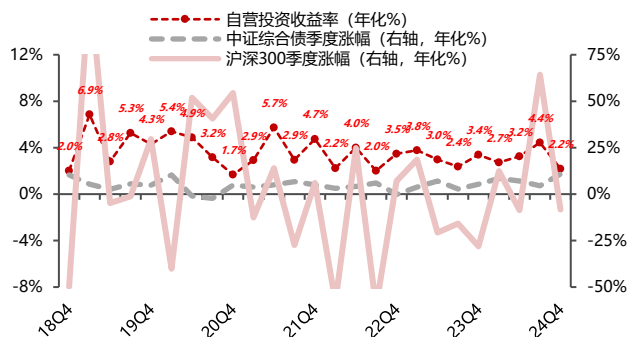
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：中信证券债权与权益 OCI 规模



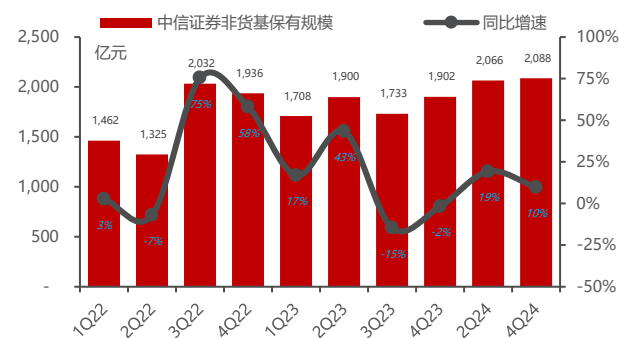
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：中信证券自营投资收益率



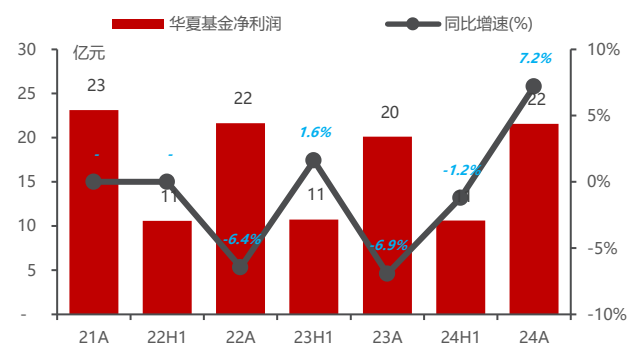
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：中信证券非货基金销售保有规模及增速



资料来源：中基协，民生证券研究院

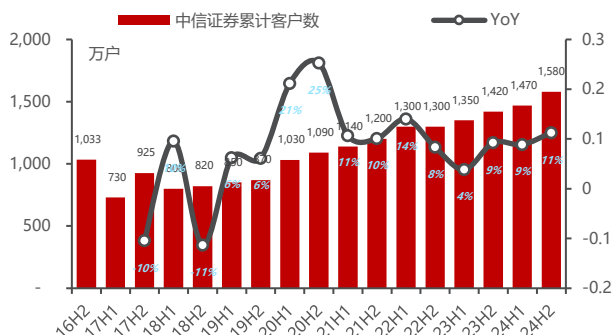
图16：华夏基金归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

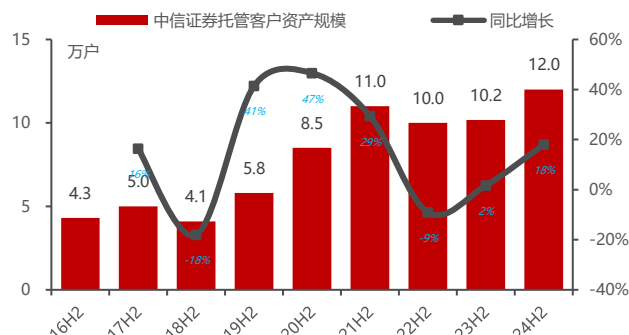


图17: 中信证券累计客户数量及增速



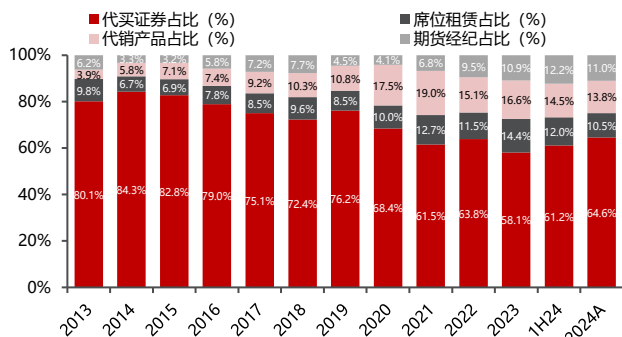
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 中信证券托管客户资产规模及增速



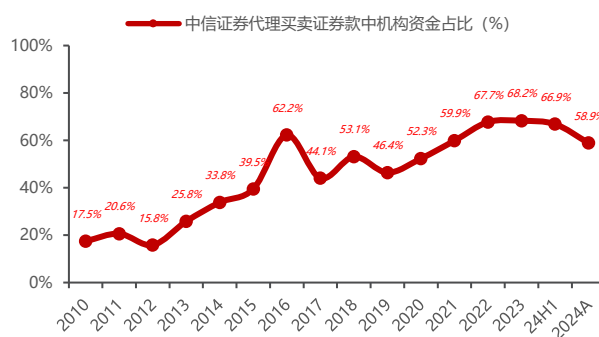
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 中信证券经纪业务收入结构



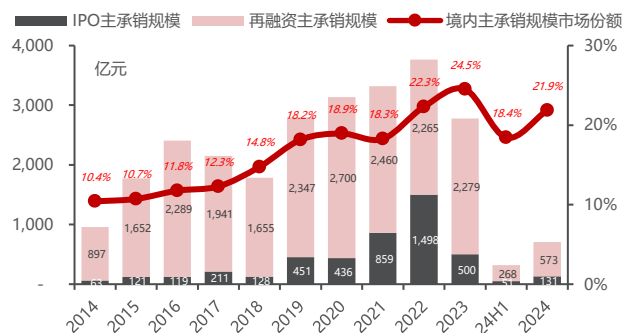
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图20: 中信证券代买证券款中机构资金占比



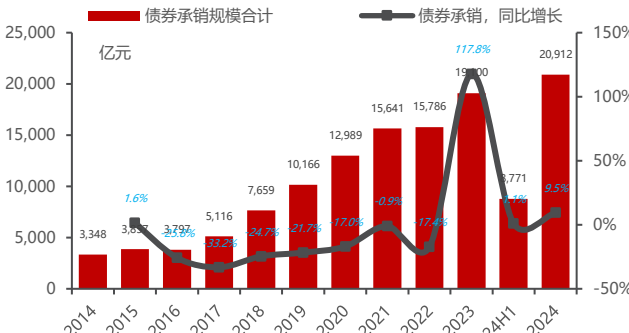
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 中信证券 IPO 与再融资主承销规模



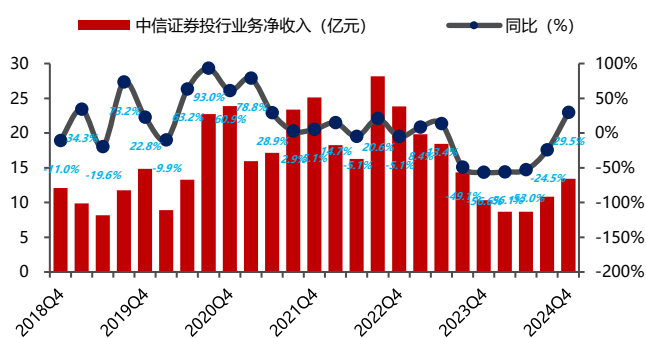
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 中信证券债券承销规模及增速



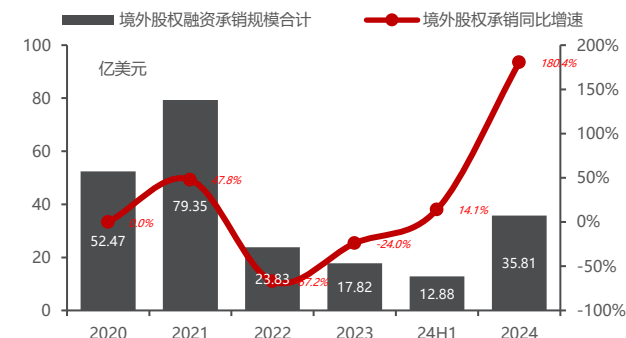
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 中信证券单季投行业务收入及增速



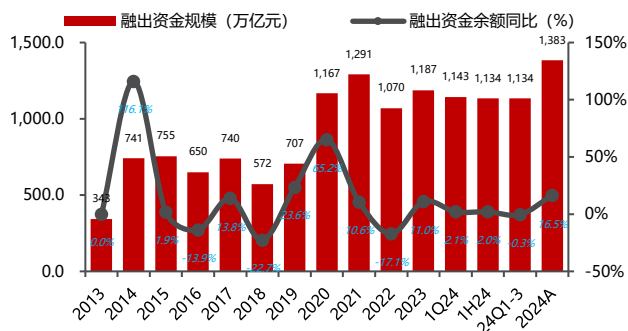
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 中信证券境外股权承销规模及增速



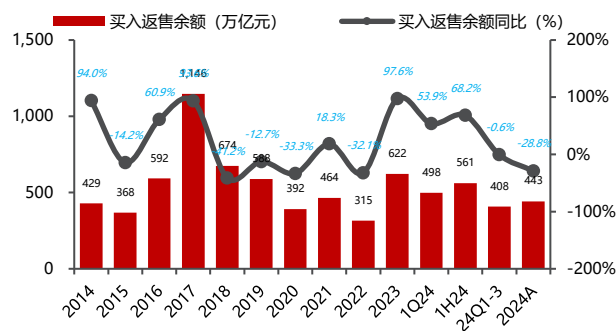
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 中信证券融出资金规模及增速



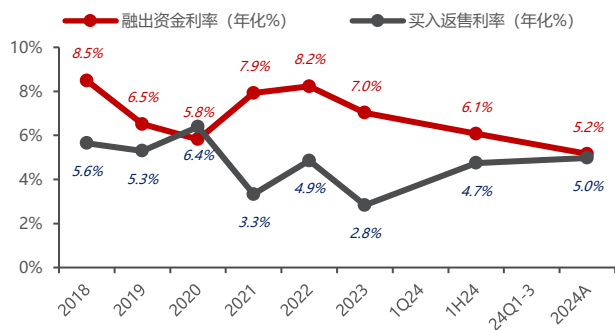
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图26: 中信证券买入返售规模及增速



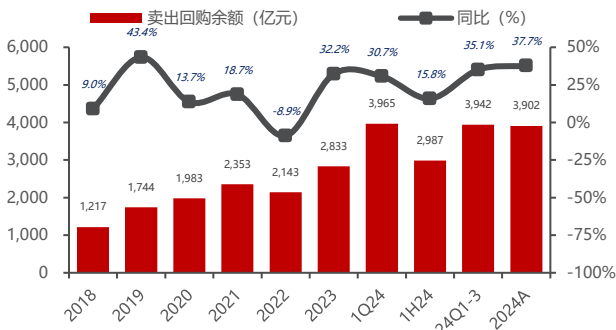
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 中信证券融出资金与买入返售收益率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: 中信证券卖出回购规模及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: 中信证券市盈率 (PE)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 中信证券市净率 (PB)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 中信证券财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	638	695	749	807
手续费及佣金净收入	261	286	309	334
其中: 经纪业务手续费净收入	107	116	125	135
其中: 投资银行业务手续费净收入	42	45	48	50
其中: 资产管理业务手续费净收入	105	116	127	140
利息净收入	11	13	15	17
自营投资收入	263	290	313	338
其中: 投资净收益	325	290	313	338
其中: 公允价值变动净收益	-60	0	0	0
其他业务收入	64	68	71	75
营业支出	353	400	430	462
税金及附加	3	3	4	4
业务及管理费	301	323	348	375
信用减值损失	-11	11	12	14
其他业务成本	58	61	64	68
营业利润	285	294	319	345
利润总额	274	306	331	359
所得税	58	65	70	76
净利润	216	241	261	283
归属于母公司净利润	217	231	250	271

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率 (%)	6.2	8.9	7.8	7.8
净利润增长率 (%)	10.1	6.3	8.4	8.4
<b>盈利能力</b>				
归母净利润率 (%)	34.0	33.2	33.4	33.6
总资产收益率 ROA (%)	1.3	1.2	1.2	1.2
净资产收益率 ROE (%)	7.4	7.4	7.5	7.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	82.5	83.2	83.8	84.4
资产负债率 (剔除代买证券款, %)	77.8	78.6	79.3	80.0
<b>经营效率</b>				
自营收益率 (%)	3.1	3.1	3.0	2.9
业务及费用率 (剔除其他业务, %)	47.2	46.5	46.5	46.5
其他业务成本占收入比例 (%)	90.7	90.7	90.7	90.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.46	1.56	1.69	1.83
每股净资产	19.8	21.1	22.6	24.1
每股股利	0.8	0.5	0.5	0.3
<b>估值分析</b>				
PE	18	17	16	15
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
股息收益率 (%)	2.7	1.7	1.8	2.0

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,706	4,231	4,927	5,790
其中: 客户资金存款	2,666	3,091	3,467	3,889
结算备付金	616	642	720	808
其中: 客户备付金	492	442	495	556
存出保证金	682	930	1,043	1,170
金融投资	8,618	9,480	10,427	11,470
其中: 交易性金融资产	6,909	7,599	8,359	9,195
其中: 债权投资	0	0	0	0
其中: 其他债权投资	802	883	971	1,068
其中: 其他权益工具投资	907	997	1,097	1,207
衍生金融资产	490	539	593	652
融出资金	1,383	1,452	1,525	1,601
买入返售金融资产	443	443	443	443
应收款项	723	786	847	913
长期股权投资	96	97	97	97
商誉	84	84	84	84
固定资产	60	74	79	84
其他资产	205	219	225	231
<b>资产合计</b>	<b>17,107</b>	<b>18,977</b>	<b>21,010</b>	<b>23,343</b>
代理买卖证券款	3,624	4,065	4,560	5,114
代理承销证券款	11	4	4	4
交易性金融负债	1,244	1,368	1,505	1,656
衍生金融负债	540	593	653	718
卖出回购金融资产款	3,902	4,682	5,618	6,742
应付短期融资款	427	427	427	427
拆入资金	455	455	455	455
短期借款	141	141	141	141
应付款项	1,982	2,249	2,414	2,593
应付债券	1,425	1,425	1,425	1,425
应付职工薪酬	223	220	237	256
租赁负债	23	23	24	25
长期借款	3	3	3	3
其他负债	120	130	134	139
<b>负债合计</b>	<b>14,119</b>	<b>15,786</b>	<b>17,602</b>	<b>19,699</b>
股本	148	148	148	148
资本公积	908	908	908	908
其他综合收益	13	13	13	13
其他权益工具	308	308	308	308
一般风险准备	438	470	508	549
未分配利润	995	1,129	1,268	1,418
归属于母公司股东权益	2,931	3,131	3,346	3,578
少数股东权益	57	60	63	66
<b>股东权益合计</b>	<b>2,988</b>	<b>3,191</b>	<b>3,408</b>	<b>3,644</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17,107</b>	<b>18,977</b>	<b>21,010</b>	<b>23,343</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048