Q4 单季超预期，资配结构调整

华泰研究 年报点评

2025 年 3 月 29 日 | 中国内地/中国香港 证券

公司发布年报，2024 年实现营收 213.33 亿元(yoy-7.21%)，归母净利 56.94 亿元（yoy-7.50%），超出我们的预期（归母净利 45.27 亿元）。其中 Q4 单季度实现营收 78.84 亿元（yoy+42.71%，qoq+73.71%），归母净利 28.36 亿元（yoy+83.16%，qoq+350.11%）。公司各业务线有所承压，但 Q4 表现显著回暖，预计未来整体经营持续修复，维持 AH 股买入评级。

各业务线全年同比有所承压

公司各业务线均有所承压。全年投资业务收入 101.21 亿元，同比-4%，占营业收入比例已达 47%，是业绩核心贡献。经纪业务净收入 42.63 亿元，同比-6%，公司不断丰富完善买方投顾体系，50 系列产品规模增长至近 870 亿元。投行业务伴随市场调整，净收入 30.95 亿元，同比-16%。资管净收入 12.09 亿元，同比-0.3%，相对稳健。利息净收入-13.90 亿元，同比-4%。

24Q4 轻资本业务环比回暖

24Q4 伴随市场景气度提升，公司轻资本业务环比显著回暖，推动业绩表现超预期。其中单季度经纪业务净收入 17.02 亿元，同比+68%、环比+115%；投行净收入 10.32 亿元，同比-4%、环比+32%；资管净收入 3.71 亿元，同比+41%、环比+31%。投资业务在 24Q3 股债双牛的高基数下有所调整，单季度收入 26.60 亿元，同比-26%、环比-17%。

整体资产配置结构有所调整

公司资产负债表小幅扩张，全年总资产同比+8%、金融投资同比+6%，杠杆率（(总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款）/归母净资产）保持稳定，24Q4 末为 4.98x，同比/环比分别-0.2x/-0.09x。股债配置结构有所调整，截至 24 年末，公司权益类投资规模同比-23%至 1080 亿元、固收类投资规模同比大幅+45%至 2254 亿元。

盈利预测与估值

考虑到权益市场持续回暖，我们适当上调全市场成交额、两融规模、公司投行承销规模等假设，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.40/1.62/1.79 元（2025-2026 年前值为 1.15/1.30 元，上调 22%/25%），2025 年 BPS 为 25.05 元。A/H 可比公司 2025E PB Wind 一致预期均值分别为 1.28/0.85 倍，考虑公司财富管理业务领先、国际化扩张提速，给予 A/H 股目标 PB 溢价至 1.9/0.9 倍，目标价人民币 47.60 元/24.43 港币（前值为 46.86 元/23.17 港币，对应 2025E PB 为 2.0/0.9 倍），均维持买入评级。

风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	22,990	21,333	24,774	28,419	31,079
+/-%	(11.87)	(7.21)	16.13	14.71	9.36
归属母公司净利润 (人民币百万)	6,156	5,694	6,743	7,833	8,619
+/-%	(18.97)	(7.50)	18.42	16.16	10.04
EPS (人民币,最新摊薄)	1.28	1.18	1.40	1.62	1.79
BVPS (人民币,最新摊薄)	21.67	23.90	25.05	26.40	27.88
PE (倍)	27.32	29.53	24.94	21.47	19.51
PB (倍)	1.61	1.46	1.39	1.32	1.25
ROE (%)	6.43	5.52	6.13	6.76	7.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	3908 HK	601995 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：24.43	人民币：47.60

研究员 沈娟
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

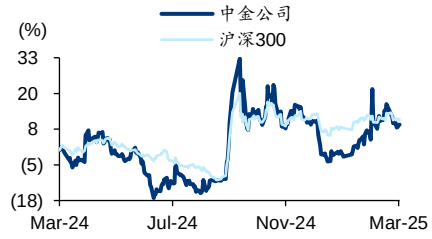
研究员 汪煜
SAC No. S0570523010003 wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146 +(86) 21 2897 2228

联系人 孙亦欣
SAC No. S0570123070041 sunyixin@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

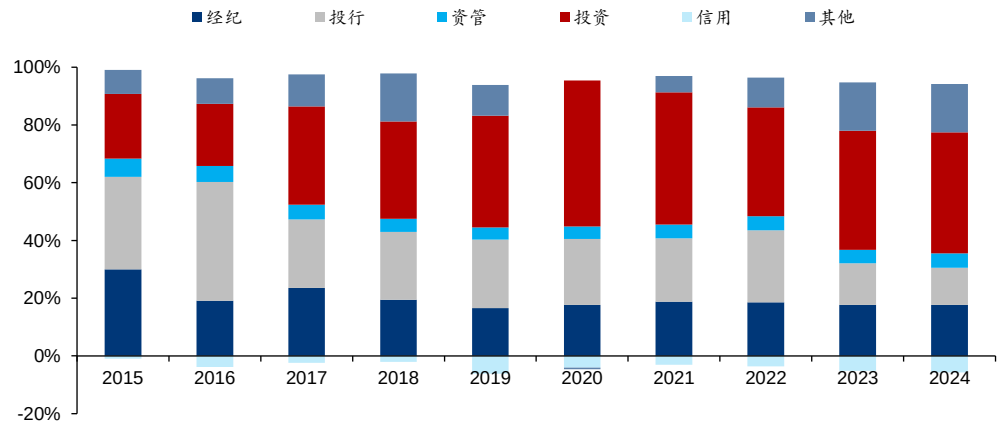
(港币/人民币)	3908 HK	601995 CH
目标价	24.43	47.60
收盘价 (截至 3 月 28 日)	14.98	34.84
市值 (百万)	72,312	168,182
6 个月平均日成交额 (百万)	640.98	1,177
52 周价格范围	7.81-24.65	26.70-42.47
BVPS	19.15	23.90

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：中金公司各业务净收入结构图



注：投资净收入=投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：A 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS（2025E)	PE（2025E)	PB（2025E)
中信证券	600030 CH	1.67	19.62	16.07	1.37
国泰君安	601211 CH	0.78	9.99	22.28	1.74
广发证券	000776 CH	1.28	18.33	12.84	0.89
招商证券	600999 CH	1.27	14.77	14.07	1.21
中位数				**14.07**	**1.21**
平均数				**16.40**	**1.28**

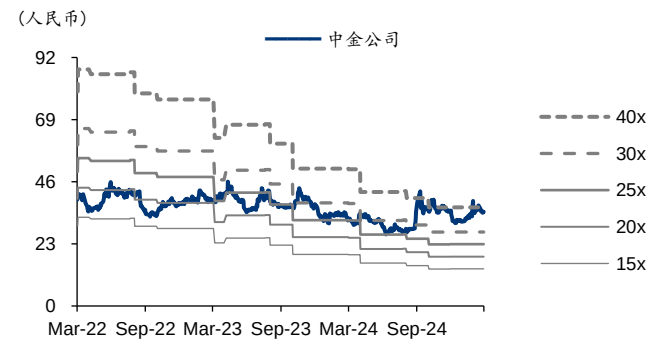
注：股价取自 2025 年 3 月 28 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：H 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2025E)	BPS（2025E)	PE（2025E)	PB（2025E)
中信证券	6030 HK	1.81	20.22	11.42	1.02
国泰君安	2611 HK	0.74	10.40	15.61	1.12
广发证券	1776 HK	1.32	19.47	8.06	0.54
招商证券	6099 HK	1.36	15.78	10.22	0.88
中位数				**10.22**	**0.88**
平均数				**11.30**	**0.85**

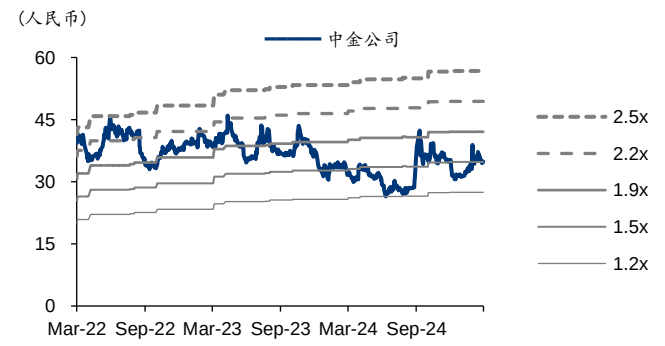
注：股价取自 2025 年 3 月 28 日，EPS、BPS 来自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：中金公司 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：中金公司 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,990	21,333	24,774	28,419	31,079
手续费及佣金净收入	12,088	10,852	13,951	15,000	16,038
经纪业务手续费净收入	4,530	4,263	5,053	5,585	6,027
投资银行业务手续费净收入	3,702	3,095	3,652	3,957	4,200
资产管理业务手续费净收入	1,213	1,209	1,340	1,409	1,481
利息净收入	(1,335)	(1,390)	(1,274)	(1,186)	(1,173)
投资净收益	15,084	13,268	7,505	9,215	9,989
对联营企业和合营企业的投资收益	34.57	(12.10)	(13.31)	(14.64)	(16.10)
公允价值变动净收益	(4,493)	(3,159)	4,018	4,730	5,505
汇兑净收益	1,361	1,600	569.81	653.64	714.83
其他收益	210.01	98.94	2.48	2.84	3.11
其他业务收入	72.44	61.06	2.48	2.84	3.11
营业支出	15,916	14,481	16,906	19,279	21,022
税金及附加	87.17	79.72	92.60	106.22	116.16
管理费用	15,823	14,302	16,698	19,041	20,761
减值损失	5.03	96.53	112.11	128.61	140.65
其他业务成本	1.40	2.73	3.17	3.64	3.98
营业利润	7,074	6,853	7,869	9,140	10,058
营业外收入	8.12	1.87	2.15	2.50	2.75
营业外支出	259.01	49.73	57.13	66.36	73.02
利润总额	6,823	6,805	7,814	9,076	9,987
所得税	659.35	1,131	1,094	1,271	1,398
净利润	6,164	5,674	6,720	7,805	8,589
少数股东损益	7.51	(20.04)	(23.74)	(27.57)	(30.34)
归属于母公司所有者的净利润	6,156	5,694	6,743	7,833	8,619
EPS (人民币,摊薄后)	1.28	1.18	1.40	1.62	1.79

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	624,307	674,716	737,762	781,244	825,099
金融资产投资	350,300	371,741	400,792	432,443	466,892
融资融券	42,425	44,648	47,016	51,091	55,325
买入返售金融资产	19,921	22,711	5,639	5,357	5,089
总负债	519,409	559,094	616,818	653,798	690,499
权益合计	104,603	115,348	120,945	127,446	134,600

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司净利润	6,156	5,694	6,743	7,833	8,619
分红率 (%)	15.82	17.00	17.00	17.00	17.00
归属母公司所有者权益	104,603	115,348	120,945	127,446	134,600
股本 (百万股)	4,827	4,827	4,827	4,827	4,827
PB (倍)	1.61	1.46	1.39	1.32	1.25
PE (倍)	27.32	29.53	24.94	21.47	19.51
BVPS (人民币,摊薄后)	21.67	23.90	25.05	26.40	27.88
EPS (人民币,摊薄后)	1.28	1.18	1.40	1.62	1.79
ROE (%)	6.43	5.52	6.13	6.76	7.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中金公司（3908 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中金公司（601995 CH）、中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中金公司（601995 CH）、中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中金公司（601995 CH）、中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司