

中信证券 (600030.SH)

强烈推荐 (维持)

自营灵活调仓释放弹性, 投行期待国际业务弹性

总量研究/非银行金融  
目标估值:  
当前股价: 25.01 元

25Q1 公司实现营业收入 178 亿, 同比+29%, 环比+0.6%; 归母净利润 65 亿, 同比+32%, 环比+33%。年化 ROE 9.48%, 同比+1.39pct; 扩表持续, 经营杠杆升至 4.79 倍。

基础数据

总股本 (百万股)	14821
已上市流通股 (百万股)	12177
总市值 (十亿元)	370.7
流通市值 (十亿元)	304.5
每股净资产 (MRQ)	20.4
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	82.8%
主要股东	中国中信金融控股有限公司
主要股东持股比例	15.52%

□ 总体概览: 自营灵活调仓释放弹性, 投行期待国际业务弹性。25Q1 公司实现营业收入 178 亿, 同比+29%, 环比+0.6%; 归母净利润 65 亿, 同比+32%, 环比+33%。截至 25Q1, 公司总资产 1.79 万亿, 较年初+5%, 归母净资产 3024 亿, 较年初+3%。年化 ROE 9.48%, 同比+1.39pct; 扩表持续, 经营杠杆升至 4.79 倍。自营/经纪/资管/投行/其他/信用业务占主营业务比重分别为 55%/21%/16%/6%/3%/-1%, 分别同比+9/-0/-4/-1/+1/-4 pct。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-8	43
相对表现	-3	-3	37



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 收费类业务: 市场活跃, 经纪资管转增, 投行期待国际业务弹性。

相关报告

- 1、《中信证券 (600030) — 国际业务亮眼, 整体稳健》2025-03-28
- 2、《中信证券 (600030) — 行情反转, 业绩提升》2024-10-29
- 3、《中信证券 (600030) — 自营资管稳健, 龙头地位稳固》2024-08-29

郑积沙 S1090516020001  
✉ zhengjisha@cmschina.com.cn  
许诗蕾 研究助理  
✉ xushilei@cmschina.com.cn

(1) 权益活跃、经纪转增。25Q1 经纪收入 33.3 亿, 同比+36%, 环比-7%。考虑到日均股基成交额 17465 亿, 同比+71%, 环比-16%, 预计佣金政策性调降和 Q1 量化交易活跃影响、业务综合费率持续下滑。

(2) 低基数下投行同比转增, 期待国际业务弹性。25Q1 投行收入 9.8 亿, 同比+12%, 环比-27%。按发行日计, 25Q1 公司 IPO 募集资金 12.6 亿, 同比-75%, 市占率 7.6%, 同比-15pct, 排名下滑至第五; 再融资金额 332 亿, 同比+155%, 市占率 35.4%, 同比+12pct, 稳居第一; 债承金额 4509 亿, 同比+8%, 市占率 6.24%, 同比-0.5pct, 位列第一; 港股承销金额 102 亿, 市占率 17.3%, 排名环比升至第一。截至 25Q1, 中信证券股融 (IPO+再融资) 进行中项目 39 个, 储备充足。此外, 伴随中美摩擦下中概股回流, 公司作为投行领头羊有望优先受益。

(3) 权益景气持续、固收震荡, 资管收入同环比表现分化。25Q1 资管收入 25.6 亿, 同比+9%, 环比-15%。截至 25Q1, 华夏基金非货规模 1.13 万亿, 同比+23%, 环比-3%; 偏股类 7153 亿, 同比+27%, 环比-2%; 固收类 2767 亿, 同比+18%, 环比-6%。此外, ETF 投资热潮下, 公募高度重视指数产品发展, 产品特性和市场竞争综合影响、压降公募综合费率; 25Q1 华夏基金非货 ETF 净值占比 57.3%, 同比-5.7pct, 环比+0.7pct。

□ 资金类业务: 自营亮眼、两融市占率稳步提升。

(1) 低基数加持, 公司灵活调仓, 自营高增。25Q1 自营收入 88.6 亿, 同比+62%, 环比+89%。截至 25Q1, 交易性金融资产 7772 亿, 较年初+13%; 衍生金融资产 421 亿, 较年初-14%; 其他债权投资 539 亿, 较年初-33%, 预计公司兑现 OCI 债券浮盈。

(2) 利率震荡、自律机制生效, 利息净收入转亏, 两融市占率稳步上行。25Q1 利息净亏损 2.0 亿; 利息收入同比-8%, 环比-8%; 利息支出同比+2%, 环比-1%。主要是非银同业存款自律机制生效、减少货币资金及结算备付金利息收入; 同时利率震荡、增加卖出回购利息支出。截至 25Q1, 公司融出资金 1498

亿，较年初+8%，市占率 7.81%，较 24 年+0.39pct；买入返售金融资产 545 亿，较年初+23%。此外，公司计提信用减值损失 3.2 亿，一定程度影响利润表现。

□ **投资建议：“强烈推荐”评级。**公司作为航母级券商，以规模扩张为导向，收入体量远高于其他头部券商；业务方面，投行优势一骑绝尘，机构业务全面领先，自管理念和效益引领行业，国际化业务进展遥遥领先，资本实力和规模效应等优势明显。考虑到监管呵护资本市场态度鲜明、市场风偏向好、情绪明显恢复，利好券商多数板块。公司作为头部券商有望优先受益、业绩持续向好。预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 246 亿/284 亿/328 亿，同比+13%/+15%/+15%。

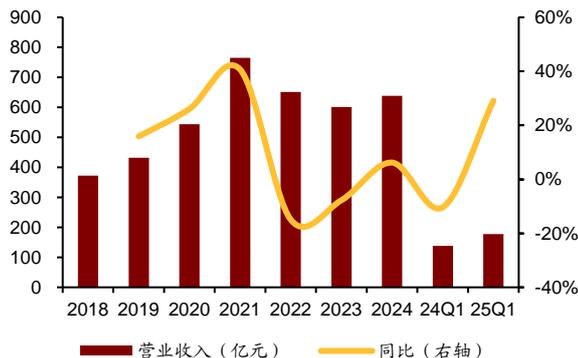
□ **风险提示：政策效果不及预期、市场波动加剧、公司市占率提升不及预期等。**

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	60068	63789	73963	81348	90384
同比增长	-8%	6%	16%	10%	11%
营业利润(百万元)	26114	28506	34193	38987	44965
同比增长	-9%	9%	20%	14%	15%
归母净利润(百万元)	19721	21704	24584	28390	32754
同比增长	-7%	10%	13%	15%	15%
每股收益(元)	1.33	1.46	1.66	1.92	2.21
PE	18.8	17.1	15.1	13.1	11.3
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

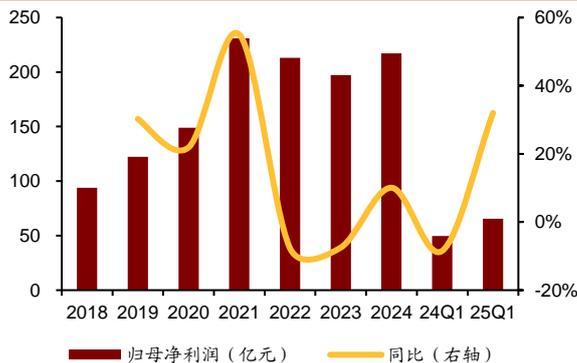
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：中信证券营业收入



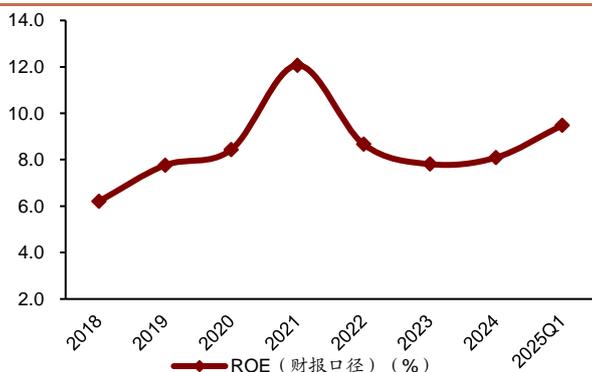
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：中信证券归母净利润



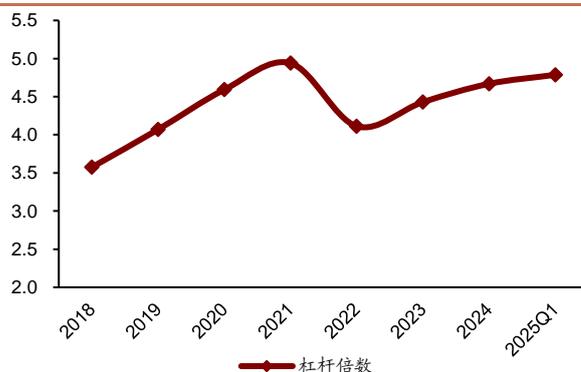
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：中信证券年化 ROE



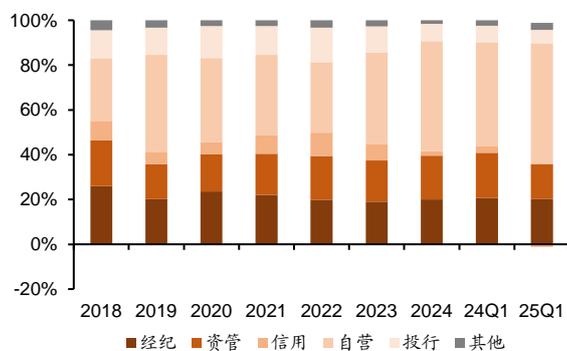
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：中信证券杠杆倍数



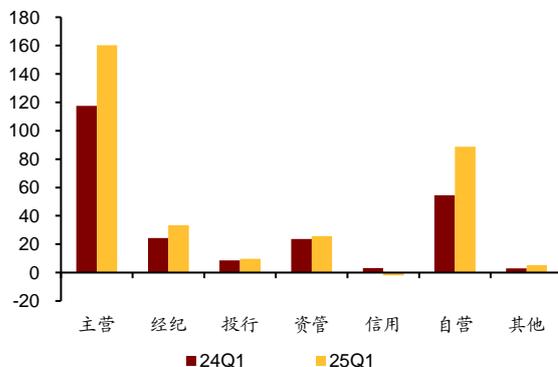
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：中信证券营收结构



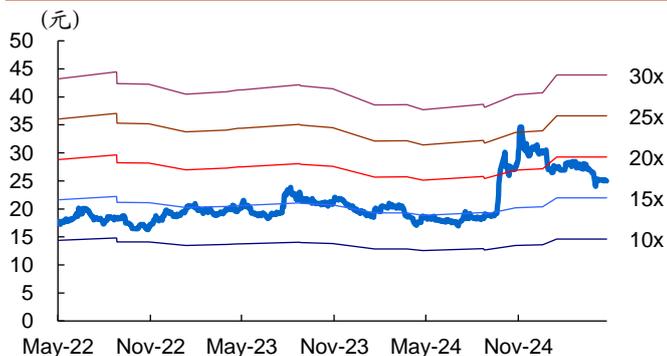
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：中信证券主营收分部收入同期对比（亿元）



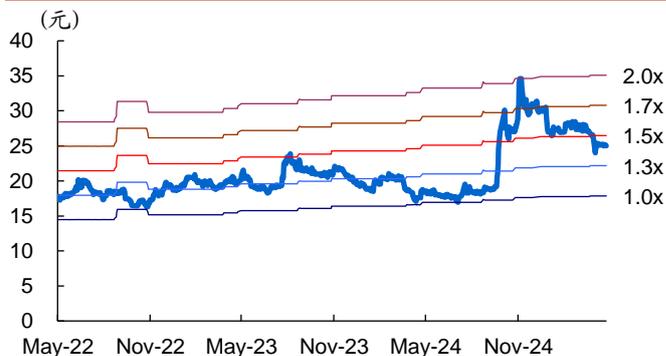
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：中信证券历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：中信证券历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

财务预测表

表 1: 损益表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	65,109	60,068	63,789	73,963	81,348	90,384
手续费及佣金净收入	31,943	27,202	26,082	30,464	33,488	36,713
代理买卖证券业务净收入	11,169	10,223	10,713	12,835	14,192	15,182
证券承销业务净收入	8,654	6,293	4,159	5,398	5,904	6,767
受托客户资产管理业务净收入	10,940	9,849	10,506	11,348	12,377	13,598
利息净收入	5,806	4,029	1,084	2,187	2,414	2,636
投资净收益	31,970	18,914	32,486	28,816	31,437	35,691
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	673	641	118	581	503	461
公允价值变动净收益	-13,660	3,574	-6,023	3,202	3,144	2,884
汇兑净收益	884	535	3,428	1,177	1,506	1,661
其他收益	345	388	300	336	363	392
其他业务收入	7,822	5,426	6,437	7,782	8,997	10,407
资产处置收益	0	1	-4			
营业支出	36,298	33,954	35,283	39,770	42,361	45,419
税金及附加	375	358	319	370	407	452
管理费用	28,655	28,992	30,084	31,952	33,387	35,100
资产减值损失						
其他资产减值损失	514	8	153	153	153	153
信用减值损失	-698	-365	-1,114	370	407	452
其他业务成本	7,452	4,961	5,840	6,926	8,007	9,262
营业利润	28,810	26,114	28,506	34,193	38,987	44,965
加: 营业外收入	286	174	236	274	301	334
减: 营业外支出	146	102	324	370	407	452
其中: 非流动资产处置净损失						
利润总额	28,950	26,185	28,418	34,097	38,881	44,848
减: 所得税	6,781	5,646	5,829	8,524	9,331	10,763
加: 未确认的投资损失						
净利润	22,169	20,539	22,589	25,573	29,550	34,084
减: 少数股东损益	851	819	886	988	1,160	1,330
归属于母公司所有者的净利润	21,317	19,721	21,704	24,584	28,390	32,754
加: 其他综合收益	1,037	917	1	112	189	216
综合收益总额	23,206	21,456	22,591	25,685	29,738	34,301
减: 归属于少数股东的综合收益总额	943	835	888	1,003	1,162	1,343
归属于母公司普通股股东综合收益总额	22,263	20,621	21,703	24,682	28,576	32,958
每股收益(元):						
基本每股收益	1.42	1.30	1.41	1.66	1.92	2.21
稀释每股收益	1.42	1.30	1.41	1.66	1.92	2.21

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产:						
货币资金	316,234	302,792	370,646	485,664	542,883	582,403
其中: 客户资金存款	218,284	205,927	266,597	359,751	411,275	441,214
结算备付金	41,891	46,000	61,609	92,368	98,706	105,891
其中: 客户备付金	27,440	33,112	49,164	75,742	80,939	86,831
拆出资金						
融出资金	106,976	118,746	138,332	139,995	141,509	143,779
金融投资	601,200	715,744	861,773	1,001,453	1,147,412	1,318,043
其中: 交易性金融资产	530,923	625,047	690,862	798,246	922,711	1,069,073
债权投资						
其它债权投资	70,115	81,183	80,243	89,872	94,366	99,084
其他权益工具投资	163	9,514	90,668	113,335	130,335	149,886
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	36,389	32,754	48,997	59,070	70,126	81,250
买入返售金融资产	31,483	62,209	44,268	63,136	65,146	64,064
持有待售资产						
应收款项	57,523	67,924	72,343	83,881	92,256	102,504
合同资产						
应收利息						
存出保证金	69,158	62,182	68,215	76,753	81,594	88,910
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	9,649	9,650	9,608	9,800	9,996	10,196
固定资产	6,702	6,757	5,970	5,647	5,165	4,805
在建工程	1,580	2,051	2,302	2,118	2,012	1,911
使用权资产	1,942	2,394	2,166	2,058	1,955	1,857
无形资产	3,421	3,352	3,322	3,388	3,456	3,525
其中: 交易席位费						
商誉	8,432	8,440	8,448	8,448	8,448	8,448
递延所得税资产	11,256	6,694	7,756	10,426	10,813	12,809
投资性房地产	954	905	870	827	785	746
使用权资产						
持有待售资产						
其他资产	3,498	4,766	4,085	214,418	476,722	804,601
资产总计	1,308,289	1,453,359	1,710,711	1,978,717	2,242,334	2,453,149
负债:						
短期借款	9,801	7,614	14,088	10,851	12,469	11,660
其中: 质押借款						
应付短期融资款	11,860	57,407	42,711	72,609	101,652	142,313
拆入资金	29,581	53,623	45,493	68,240	96,900	137,598
交易性金融负债	91,116	86,462	124,386	146,775	164,389	184,115
衍生金融负债	28,123	32,006	53,954	66,049	69,043	77,328
卖出回购金融资产款	214,283	283,346	390,169	427,384	532,026	570,755
代理买卖证券款	279,402	283,821	362,449	486,150	548,367	588,286
代理承销证券款	15,254	35	1,063	5,451	2,183	2,899
应付职工薪酬	19,820	19,780	22,332	23,964	25,040	26,325
长期应付职工薪酬						
应交税费	5,576	2,503	3,648	4,377	4,991	5,757
应付款项	205,287	198,061	198,183	198,305	198,427	198,549

应付利息						
合同负债	25	24	75	64	54	46
持有待售负债						
代理业务负债						
长期借款	1,972	461	306	306	306	306
应付债券	388	143,809	142,547	145,398	148,306	151,272
递延所得税负债	127,328	170	362	434	495	571
预计负债	3,177	868	800	800	800	800
租赁负债	949	2,429	2,262	2,262	2,262	2,262
其他负债	5,977	6,740	7,116	7,512	7,931	8,373
负债合计	1,049,917	1,179,160	1,411,944	1,666,930	1,915,642	2,109,215
所有者权益(或股东权益):						
股本	14,821	14,821	14,821	14,821	14,821	14,821
其它权益工具	13,762	16,762	30,762	30,762	30,762	30,762
其中: 优先股						
永续债	13,762	16,762	30,762	30,762	30,762	30,762
资本公积金	90,936	90,825	90,793	90,936	90,936	90,936
减: 库存股						
其它综合收益	192	1,092	1,321	1,321	1,321	1,321
盈余公积金	11,294	11,640	12,073	12,073	12,073	12,073
未分配利润	85,229	93,450	99,530	106,955	115,740	125,858
一般风险准备	36,884	40,251	43,809	48,924	54,833	61,650
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
归属于母公司所有者权益合计	253,118	268,840	293,109	305,792	320,486	337,421
少数股东权益	5,254	5,360	5,658	5,995	6,206	6,513
所有者权益合计	258,372	274,199	298,767	311,787	326,692	343,934
负债及股东权益总计	1,308,289	1,453,359	1,710,711	1,978,717	2,242,334	2,453,149

资料来源: 公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。