

收费类收入同比高增，自营收益环比反弹

2025 年 05 月 01 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：4/29 晚间中信证券发布 2025 年一季报。**2025 年一季度，公司营业收入 178 亿元，环比+0.6%，同比+29.1%，同比增速较 24Q4 增加 5.39pct；归母净利润 65 亿元，环比+33.4%，同比+32.0%，同比增速较 24Q4 减少 16.34pct。单季营收继续小幅提速，净利润同比增速保持高位。

➤ **从收入结构来看，收费类业务同比高增，资金类业务表现分化，单季自营收入环比反弹且同比转增，但利息净收入转负。**2025 年一季度公司自营/经纪/资管/投行/信用业务收入分别为 89/ 33/ 26/ 10/ -2 亿元，收入同比+62%/ +36%/ +9%/ +12%/ -162%，收入占营收比例 50%/ 19%/ 14%/ 5%/ -1%。**收费类业务方面**，2025 年一季度三大收费业务经纪、资管与投行收入同比增速均保持高位，增速较 24Q4 单季同比有所放缓。**资金类业务方面**，自营收入单季环比大幅反弹，同比转为增长，但信用业务收入转负。

➤ **分各业务来看：(1) 自营业务方面，金融投资环比增长 7.1%，自营收益率环比反弹至 3.8%，跑赢沪深 300 和中证综合债指数。**24Q4 公司自营投资收入（不含 OCI 变动）89 亿元，环比+89.3%，同比+62.3%，同比环比均由负转正。从金融投资规模来看，25Q1 末公司金融投资 9228 亿元，环比+7.1%，同比+15.1%，同比增速较 24Q4 略有放缓，而净资产与自营杠杆率均环比上升。25Q1 公司环比增配交易性金融资产，权益 OCI 规模环比小幅上升，但对债权 OCI 环比减配，三类资产占比分别为 84.2%/ 9.9%/ 5.8%，占比较 24Q4 变动+4.06pct/-0.59pct/-3.47pct。从投资收益率来看，2025Q1 年化自营投资收益率 3.8%，考虑 OCI 变动后的收益率 3.9%，均环比回升；而同期沪深 300/中证综合债指数年化涨幅分别为-4.8%/ -2.6%，公司自营收益率跑赢大盘股指和中证综合债指数。23Q3 至 25Q1，公司已连续 7 个季度环比增配权益 OCI，我们认为增配高股息资产有望为公司自营投资提供长期稳定收益。

➤ **(2) 经纪业务方面，经纪业务净收入同比增长 36.2%，代买证券款同比增速维持在 30%。**24Q3 末至 25 年一季度，资本市场交投热度保持高位，25Q1 沪深两市当季股基成交总额为 100 万亿元，同比增长 68%。25Q1 中信证券经纪业务手续费净收入 33 亿元，环比-6.6%，同比+36.2%，同比增速较 24Q4 回落 12.76pct，公司经纪业务收入整体保持快速增长趋势。25Q1 末公司代买证券款 3893 亿元，环比+7.4%，同比+30.3%，同样维持高位。公募降费与市场竞争加剧可能导致经纪业务收入增速有所放缓，我们认为后续降费影响有望逐步淡化。

➤ **(3) 资管业务方面，25Q1 资管收入同比增长 8.7%，华夏基金提供稳定贡献。**24Q4 资管业务净收入 26 亿元，环比-15.3%，同比+8.7%，同比增速较 24Q4 下降 14.79pct。根据 iFinD 统计，25Q1 末华夏基金公募 AUM 达到 1.91 万亿元，同比增长 27.2%。25Q1 华夏基金净利润 5.6 亿元，同比+8.4%。华夏基金净利润规模整体平稳，且连续 4 个季度同比增长，对公司资管业务收入提供稳定贡献。

➤ **(4) 投行业务方面，25Q1 再融资同比大增 212.0%，债承同比增速保持在 13.0%，但 IPO 承销规模同比转负。**24Q4 公司投行业务收入 10 亿元，环比-27.2%，同比+12.2%。**股权承销方面**，根据 iFinD 统计，25Q1 A 股股权融资规模 2306 亿元，同比+145.7%。同期中信证券境内股权承销规模 300 亿元，同比+109.7%。其中 IPO/再融资承销规模分别为 12 亿元/ 288 亿元，同比-64.6%/

推荐

当前价格：

维持评级

25.08 元

+212.9%。IPO 承销规模不及 24Q1 水平，但再融资规模同比大幅增长。**债权承销方面**，25Q1 公司承销各类债券规模 4092 亿元，同比+13.0%。再融资与债承规模为投行收入提供支撑。

➤ **(5) 信用业务方面，两融余额继续走高，但货币资金利息收入减少，叠加卖出回购利息增加，单季利息净收入转负。**24Q4 利息净收入-2 亿元，同比-162.1%，同比降幅较 24Q4 扩大 83.98pct，利息净收入自 24Q3 后再度转负。主要是货币资金及结算备付金利息收入减少及卖出回购利息支出增加，其中 25Q1 利息收入/支出分别同比-8.3%/ +2.0%。25Q1 末融出资金/买入返售规模 1498 亿元/ 545 亿元，同比+31.1%/ +9.5%，公司两融与买入返售余额近 2 个季度均环比增长，我们认为有望带动公司信用业务收入逐步修复。

➤ **净资产收益率保持高位，业务及管理费率同比下行推动归母净利率提升。**2025 年一季度末公司总资产规模 1.79 万亿元，同比+14.2%。归母净资产 3024 亿元，同比+7.7%。单季加权平均 ROE 2.4%，年化加权平均 ROE 9.5%，保持在 2022 年以来高位，年化同比+1.96pct。**24 年归母净利率 36.9%，同样升至 2015 年以来高位**，同比+0.80pct。其中业务及管理费率(剔除其他业务) 47.2%，同比-1.46pct，推动净利率上行；其他业务成本率 94.6%，同比+10.93pct。

➤ **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 4 月 30 日收盘价的 PE 为 16/ 15/ 14 倍。公司行业龙头地位稳固，近期稳市力度加大，权益市场表现平稳向好，公司有望巩固自营投资优势。后续增量政策逐步出台，市场交投热度有望保持高位，公司经纪与资管业务收入也有望持续提升。维持“推荐”评级。

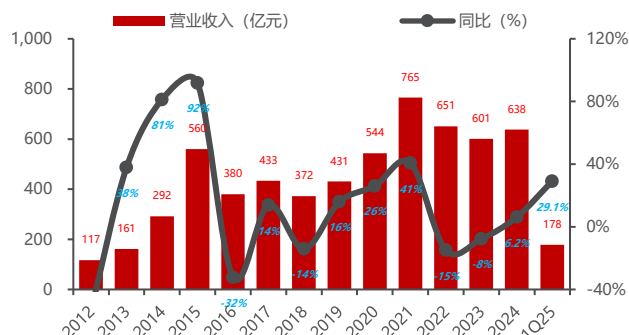
风险提示：业务市占率下滑、利息支出大幅增长、华夏基金产品发行不及预期等。

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(%)	-6.2	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(%)	-10.1	6.3	8.4	8.4
每股收益(元)	1.46	1.56	1.69	1.83
PE	17	16	15	14
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

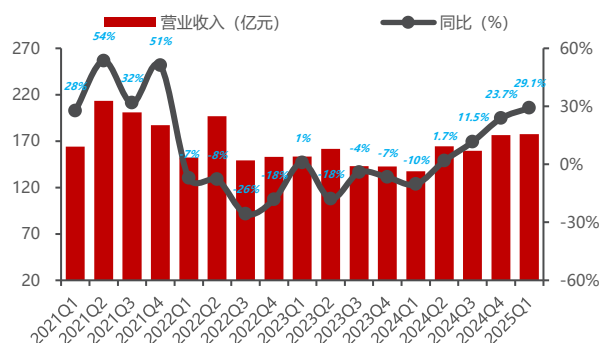
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价)

图1：中信证券累计营业收入及增速



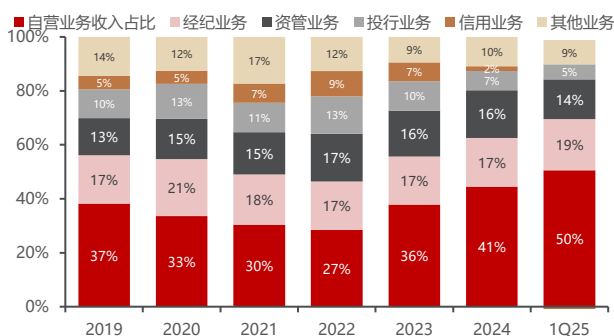
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：中信证券单季营业收入及增速



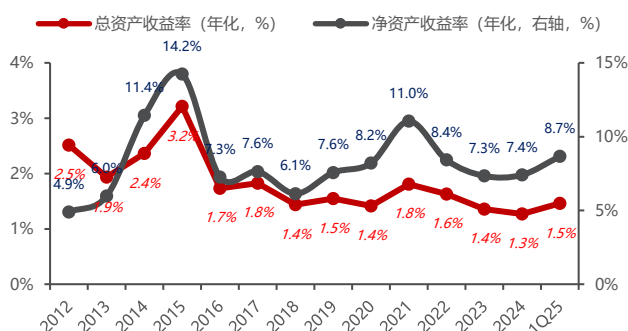
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：中信证券营业收入结构变化



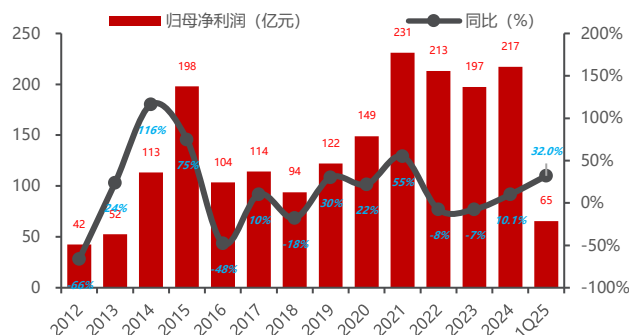
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：自营业务收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益

图7：中信证券 ROA 与 ROE 走势



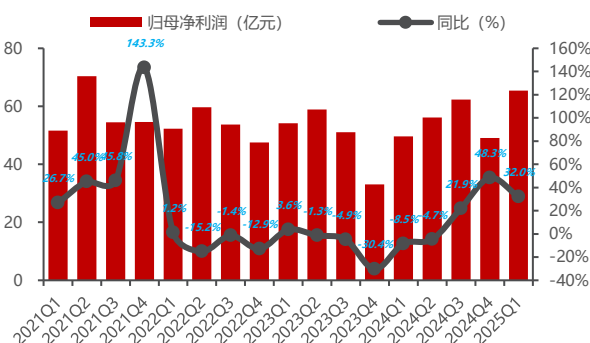
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图2：中信证券累计归母净利润及增速



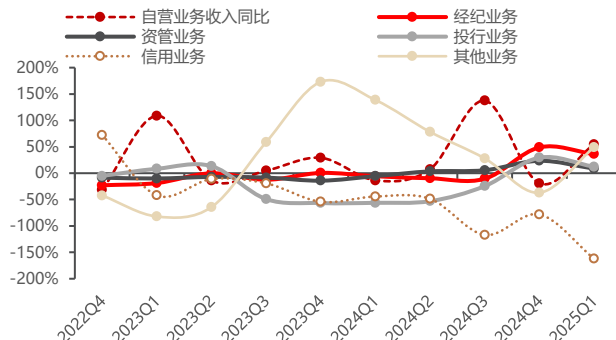
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：中信证券单季归母净利润及增速



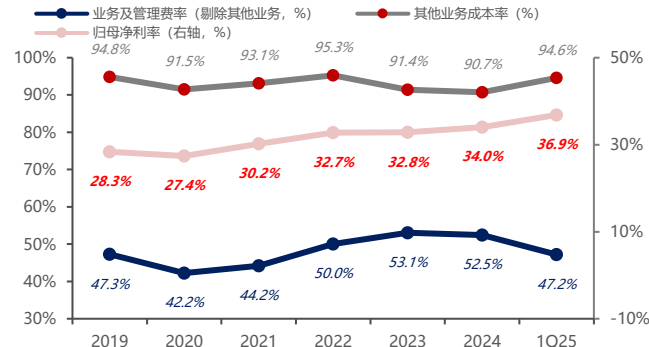
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：中信证券分业务条线收入单季同比增速



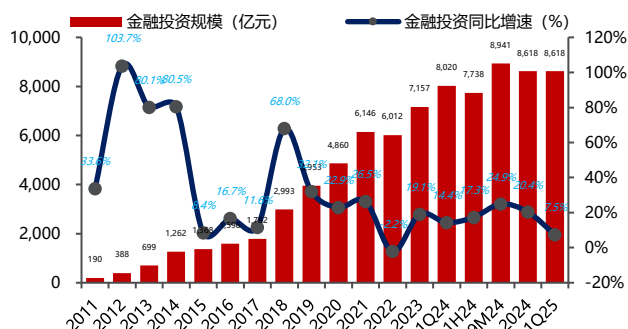
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：中信证券归母净利润率、管理费率和其他业务成本率



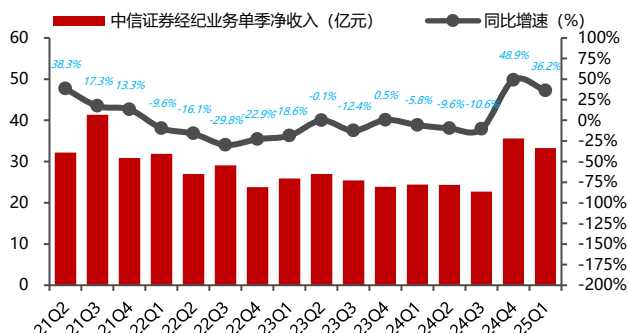
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：中信证券金融投资规模及增速



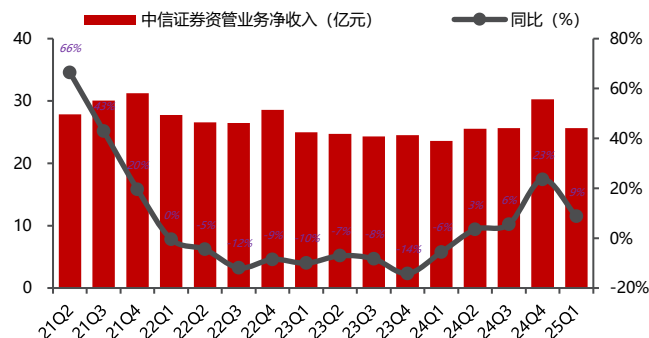
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：中信证券经纪业务收入及增速



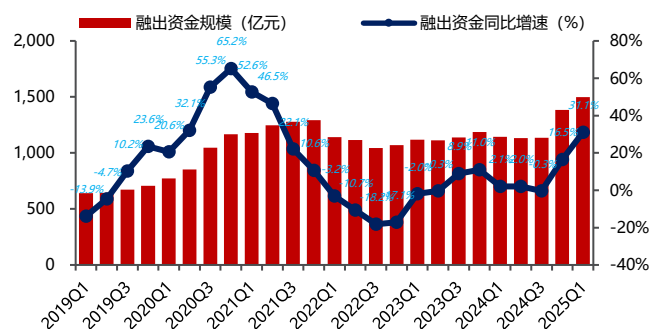
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：中信证券资管业务收入及增速



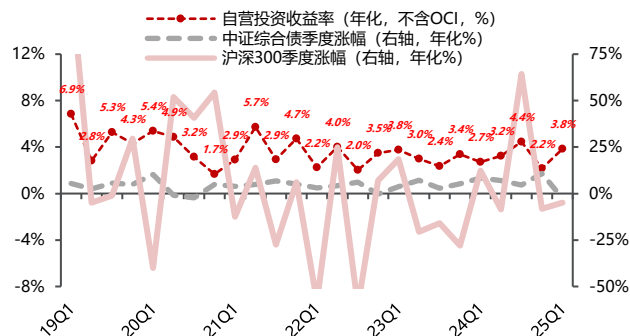
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：中信证券融出资金规模及增速



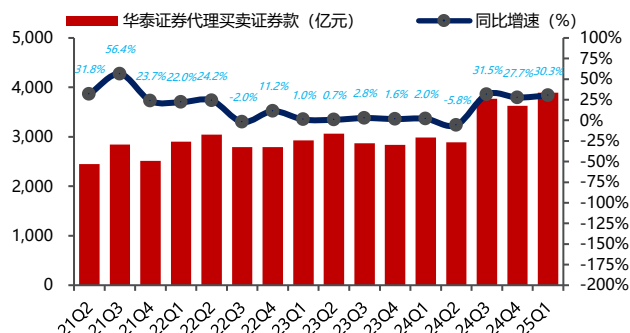
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：中信证券自营投资单季收益率



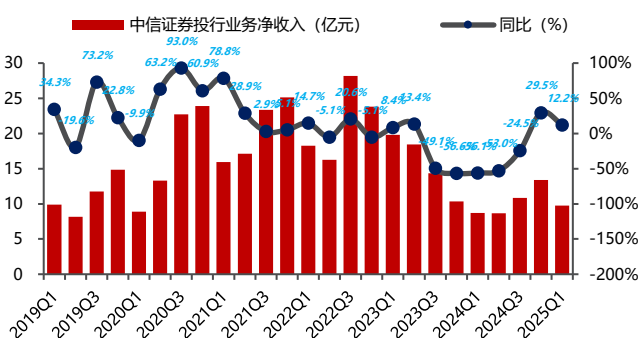
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：中信证券代买证券款规模及增速



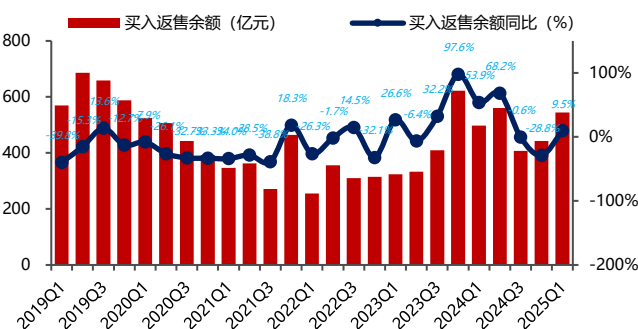
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：中信证券单季投行业务收入及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：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17: 中信证券市盈率 (PE)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院。注: 截至 2025/4/30

图18: 中信证券市净率 (PB)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院。注: 截至 2025/4/30

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
成长能力				
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
盈利能力				
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
偿债能力				
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
经营效率				
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
每股指标 (元)				
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
估值分析				
PE	17	16	15	14
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
股息收益率 (%)	2.7	1.8	2.0	2.1

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,706	4,213	4,908	5,771
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
资产合计	17,107	18,959	20,991	23,323
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	2,231	2,396	2,574
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
负债合计	14,119	15,768	17,583	19,679
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
股东权益合计	2,988	3,191	3,408	3,644
负债和股东权益合计	17,107	18,959	20,991	23,323

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测。注: 股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

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。	公司评级	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
	行业评级	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