

资管投行业务加速修复，自营经纪收入持续高增

2025 年 08 月 29 日



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@glms.com.cn

分析师：李劲锋

执业证号：S0100525080005

邮箱：lijf@glms.com.cn

➤ **事件：8/28 晚间中信证券发布 2025 年中报。**2025 年上半年，公司营业收入 330 亿元，公告口径同比+20.4%，较一季度-9pct；归母净利润 137 亿元，同比+29.8%，较一季度-2pct。单季来看，25Q2 公司营业收入 153 亿元，环比-14.0%，同比-7.0%；归母净利润 72 亿元，环比+9.6%，同比+27.9%，同比较 25Q1 下降 4pct。2025H1 公司归母净利润超过 2015H1（125 亿元），实现历史最高的中期业绩规模，单季盈利同比增速也保持高位。

➤ **从收入结构来看，25Q2 公司单季资管与投行收入同比提速，自营收入同比持续高增，经纪收入同比有所放缓，利息净收入回正但仍同比下降。**2025 年上半年公司自营/经纪/资管/投行/信用业务收入分别为 191/ 64/ 54/ 21/ 2 亿元，收入同比+62%/ +31%/ +11%/ +21%/ -80%，收入占营收比例 58%/ 19%/ 16%/ 6%/ 1%。**收费类业务方面**，2025 年二季度资管与投行收入较一季度同比提速，经纪业务收入同比增速较 25Q1 有所放缓，但整体增速仍然较高。**资金类业务方面**，单季自营收入同比增速与一季度基本持平，信用业务收入转正，但仍然同比下降。

➤ **分各业务来看：（1）自营业务方面，自营收益率环比提升至 4.6%，金融投资规模环比小幅回落。**25Q2 公司自营投资收入（不含 OCI 变动）102 亿元，环比+15.0%，同比+62.5%。公司根据财政部 7 月发布《标准仓单交易相关会计处理实施问答》对 24 年数据追溯调整，可比口径下 24H1 其他业务收入/其他业务成本需调减 30.7 亿元/ 27.5 亿元，而 24H1 投资收益调增 3.2 亿元。**从金融投资规模来看**，25Q2 末公司金融投资 8826 亿元，环比-4.4%，同比+14.1%，其中净资产环比小幅提升，自营杠杆率环比下降。25Q2 公司环比减配交易性金融资产与权益 OCI，而环比增配债权 OCI，交易性金融资产/权益 OCI/债权 OCI 占比分别为 83.9%/ 9.7%/ 6.4%，占比较 25Q1 变动-0.3pct/ -0.3pct/ +0.6pct。**从投资收益率来看**，25Q2 年化自营投资收益率 4.6%，超过 24Q3 的 4.4%，为 21Q4 以来单季最高，环比+0.8pct；同期沪深 300/中证综合债指数年化涨幅分别为+5.0%/ +7.0%，在股债两市向好环境下，公司自营收入持续快速增长。

➤ **（2）经纪业务方面，25Q2 公司经纪业务净收入同比增速保持在 26.2%，代买证券收入持续高增。**25Q2 中信证券经纪业务手续费净收入 31 亿元，环比-7.5%，同比+26.2%，自 24Q4 开始公司经纪业务收入同比增速保持在 20%以上，25Q2 增速仍然较高，较 25Q1 有所放缓。**从收入结构来看**，2025 年上半年公司代买证券/席位租赁/代销产品/期货经纪净收入占比分别为 68%/ 11%/ 13%/ 8%，同比+47%/ +17%/ +18%/ -16%。与 24 年下半年相比，25H1 代买证券收入同比增速小幅提升，交易单元席位租赁与代销金融产品收入同比转为增长，而期货经纪业务收入同比降幅有所扩大。**代买证券业务方面**，25Q1 末公司代买证券款 4337 亿元，环比+11.4%，同比+50.1%；其中个人/机构经纪业务代买证券款同比+83.3%/ 35.7%，增速较 2024 年末均继续提速。25Q2 沪深两市当季股基成交总额为 89 万亿元，同比增长 59.5%。市场交投热度保持高位，个人与机构投资者资金持续入市，我们认为公司经纪业务有望持续高增。

➤ **（3）资管业务方面，25Q2 资管收入同比增长 12.4%，华夏基金本部与中**

推荐

当前价格：

维持评级

31.50 元

信证券资管 AUM 稳步提升。25Q2 资管业务净收入 29 亿元，环比+12.4%，同比+12.7%，同比增速较 25Q1 提升 4pct。**公募方面**，25Q2 末华夏基金本部 AUM 为 2.85 万亿元，同比增长 32.1%。25H1 华夏基金营业收入 43 亿元，同比+16.1%；净利润 11 亿元，同比+5.8%，在收入与盈利端均提供稳定贡献。**资管方面**，25Q2 末公司资产管理规模 1.56 万亿元，同比+6.9%。25H1 资产管理的管理费收入为 12 亿元，同比+16.2%。

➤ **（4）投行业务方面，25 年上半年境内股权再融资与境外股权承销规模高增，IPO 规模同比降幅显著收窄，25Q2 投行收入同比提速。**25Q2 公司投行业务收入 11 亿元，环比+15.0%，同比+29.6%，同比较 25Q1 上升 17pct。2025 年上半年境内股权融资与债务融资业务均保持同行业第一。**境内股权承销方面**，根据公司公告，2025 年上半年中信证券 A 股股权承销规模 1485 亿元，同比+365.7%。根据 iFinD 统计，25H1 中信证券 A 股 IPO/再融资承销规模分别为 29 亿元/ 1232 亿元，同比-12%/ +579%。根据 iFinD 的全市场统计，25H1 A 股股权融资规模达到 7552 亿元，IPO/再融资规模 351/ 7200 亿元，同比+15.2%/ +587.9%。公司 IPO 承销规模仍然承压，但同比降幅已显著收窄，再融资规模持续放量。**境外股权承销方面**，2025 年上半年，中信证券境外股权融资承销规模达到 29.89 亿美元（约 214 亿元人民币），同比+132%。**债权承销方面**，25H1 公司承销各类债券规模 1.04 万亿元，同比+11.6%。伴随科创板与创业板新规逐步落地，我们预计公司投行业务收入有望持续修复。

➤ **（5）信用业务方面，融出资金余额环比回落，而买入返售余额上升，单季利息净收入回正。**25Q2 利息净收入 4 亿元，同比-46.4%。利息净收入转为正值，但同比仍降，主要是货币资金及结算备付金、其他债权投资利息收入减少。25Q2 末融出资金/买入返售规模 1432 亿元/ 592 亿元，同比+26.3%/ +5.6%，25Q2 末融出资金余额环比有所回落，买入返售余额环比增长。

➤ **净资产收益率持续提升，业务及管理费率下行。**2025 年二季度末公司总资产规模 1.81 万亿元，同比+20.9%；归母净资产 3054 亿元，同比+9.4%。单季加权平均 ROE 4.91%，季末年化 ROA/ ROE 分别为 1.5%/ 9.0%，均较 25Q1 环比提升，ROE 年化同比+1.4pct。**25 年上半年归母净利率 41.5%**，可比口径同比+2.5pct。其中业务及管理费率（剔除其他业务）46.8%，同比-3.6pct；新口径下其他业务成本率降至 39.8%。

➤ **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 8 月 28 日收盘价的 PE 为 20/ 19/ 17 倍。今年以来资本市场表现持续向好，公司凭借资金体量和投研优势，自营投资收益有望持续增长。公司经纪、资管等业务条线行业龙头地位稳固，随着市场交投热度走高，华夏基金 AUM 高增，公司业务收入或继续提升。境内股权融资政策边际调整，后续投行收入有望持续修复。维持“推荐”评级。

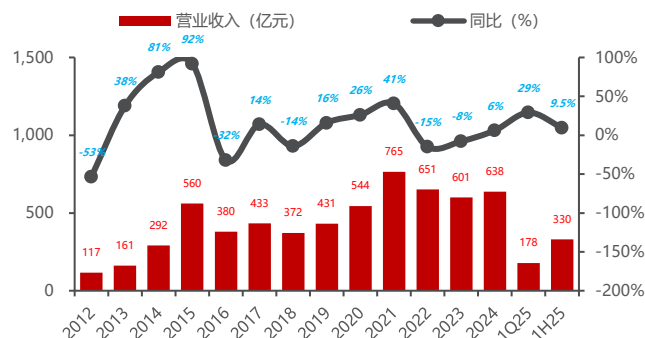
风险提示：业务市占率下滑、利息支出大幅增长、华夏基金产品发行不及预期等。

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	22	20	19	17
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

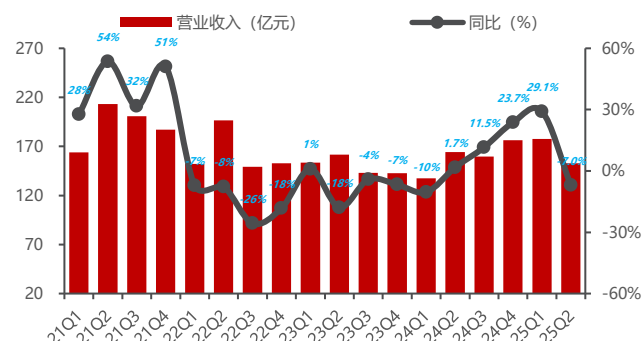
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价）

图1：中信证券累计营业收入及增速



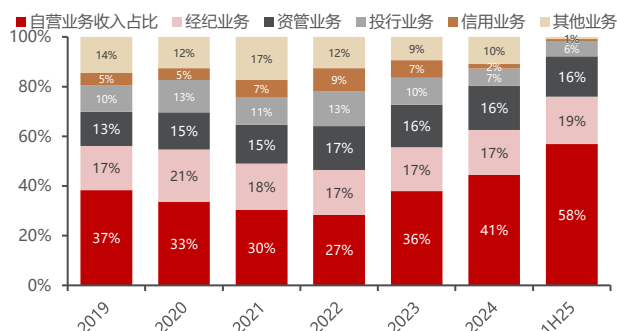
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：中信证券单季营业收入及增速



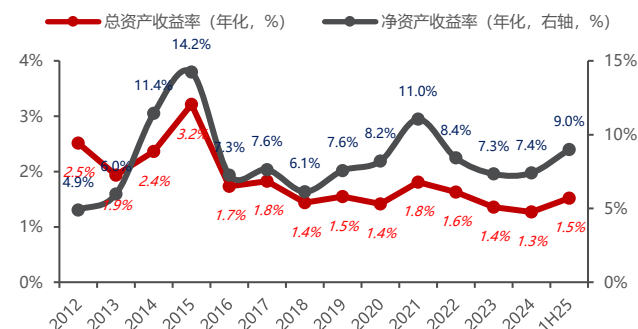
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：中信证券营业收入结构变化



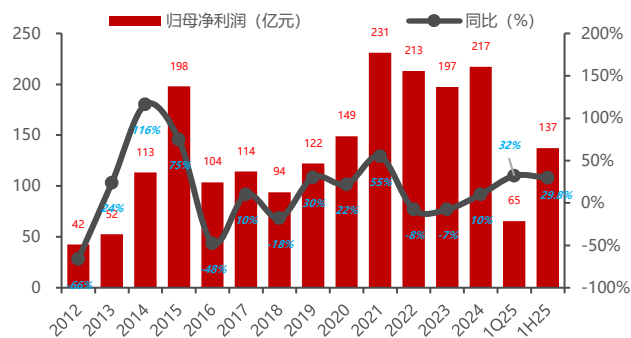
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：自营业务收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益，1H25 自营收入为新口径

图7：中信证券 ROA 与 ROE 走势



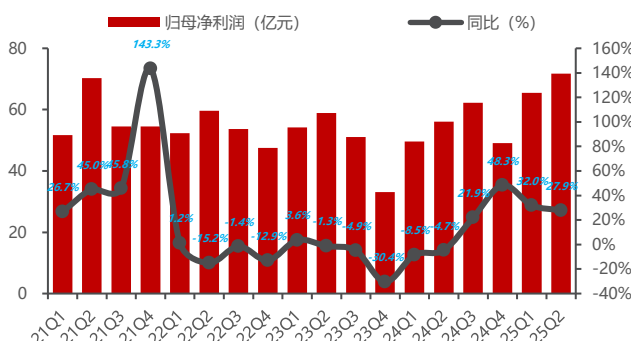
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图2：中信证券累计归母净利润及增速



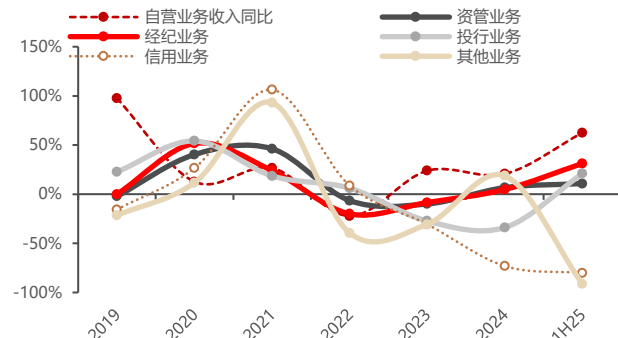
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：中信证券单季归母净利润及增速



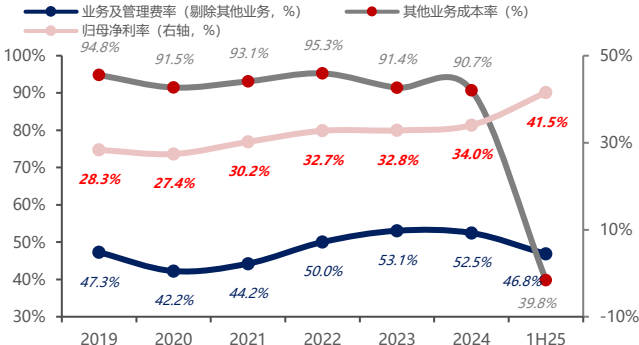
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：中信证券分业务条线收入累计同比增速



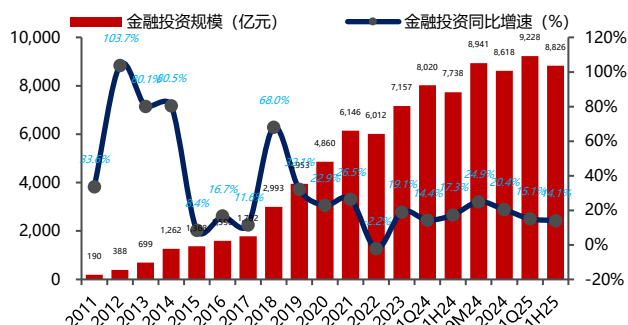
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：财政部7月发布《标准仓单交易相关会计处理实施问答》，1H25 其他业务收入/成本为新口径

图8：中信证券归母净利润率、管理费率和其他业务成本率



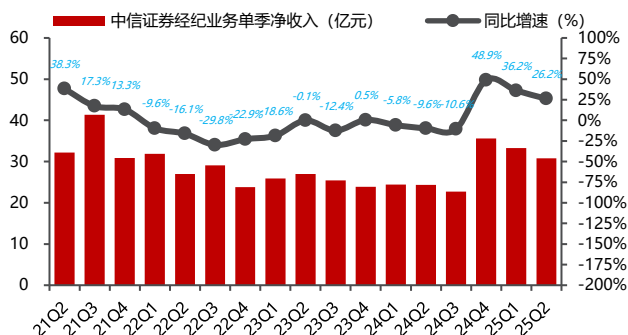
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1H25 营业总收入、其他业务收入/成本均为新口径

图9：中信证券金融投资规模及增速



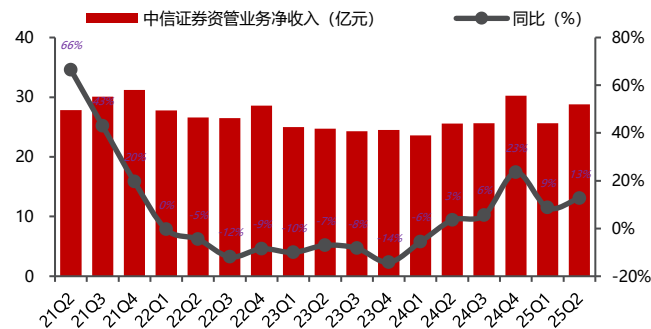
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：中信证券经纪业务收入及增速



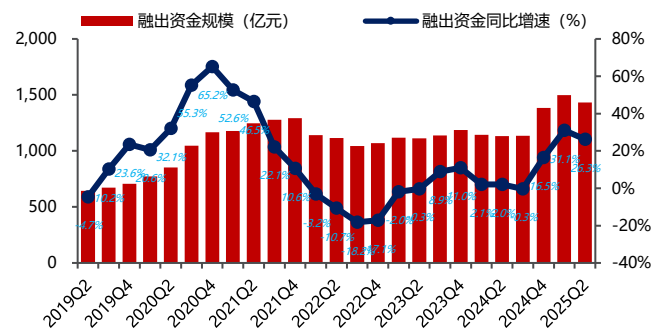
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：中信证券资管业务收入及增速



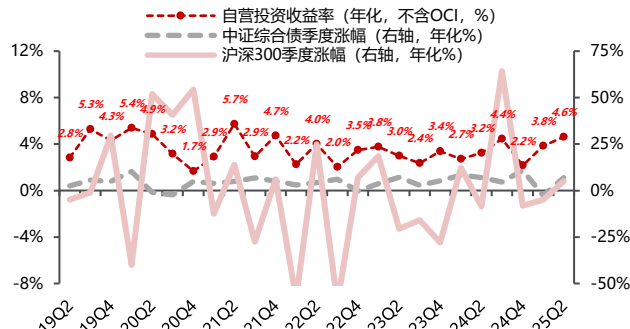
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：中信证券融出资金规模及增速



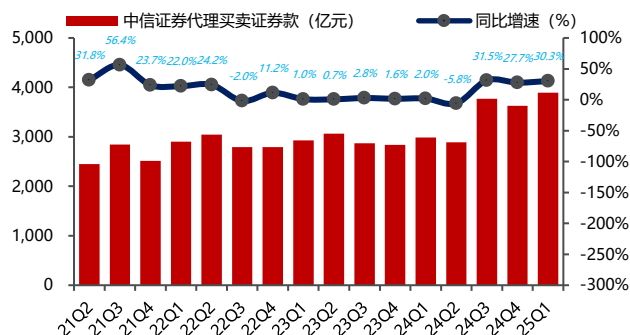
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：中信证券自营投资单季收益率



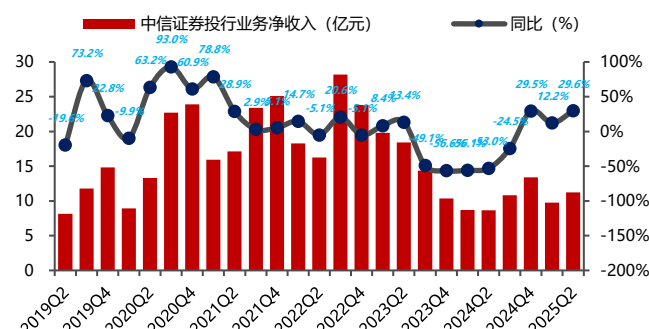
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1H25 自营收益率为新口径

图12：中信证券代买证券款规模及增速



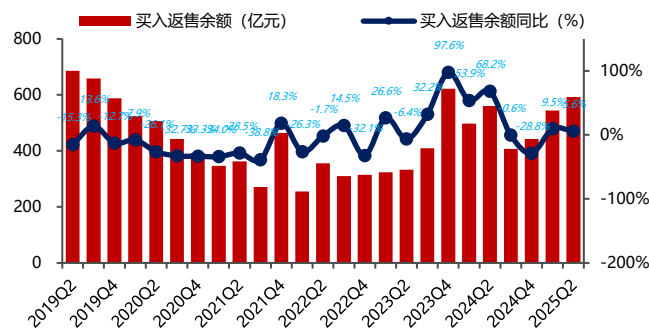
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：中信证券单季投行业务收入及增速



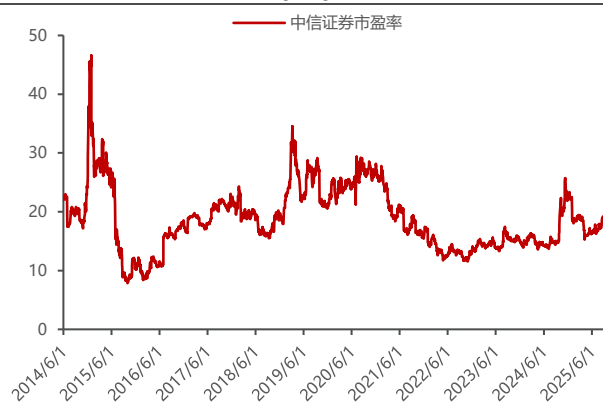
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：中信证券买入返售规模及增速



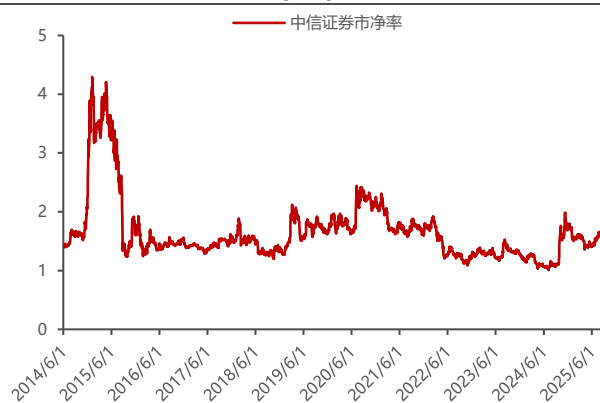
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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 2025/8/28

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 2025/8/28

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	107	116	125	135
其中: 投资银行	42	45	48	50
其中: 资产管理	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	-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
ROA (%)	1.3	1.2	1.2	1.2
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
- 剔除代买款 (%)	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 (%)	47.2	46.5	46.5	46.5
其他业务成本率 (%)	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	22	20	19	17
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
股息收益率 (%)	5.9	1.5	1.6	1.7

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: FVTPL	6,909	7,599	8,359	9,195
其中: 债权 AC	0	0	0	0
其中: 债权 OCI	802	883	971	1,068
其中: 权益 OCI	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
归母股东权益	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 8 月 28 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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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