

自营投资规模扩张，收费业务收入提速

2025 年 10 月 26 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：10/24 晚间中信证券发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度，公司营业收入 558 亿元，同比+32.7%；归母净利润 232 亿元，同比+37.9%。2025 年第三季度，公司营业收入 228 亿元，环比+49.1%，同比+55.7%；归母净利润 94 亿元，环比+31.6%，同比+51.5%，同比增速较 25Q2 增加 24pct。25Q3 公司单季净利润同比大幅提速，前三季度公司业绩迎来历史最佳表现。

➤ **从收入结构来看，三大收费类业务收入提速，利息净收入同比降幅显著收窄，自营收入累计同比增速有所放缓。**2025 年前三季度公司自营/经纪/资管/投行/信用业务收入分别为 316/ 109/ 87/ 37/ 8 亿元，收入同比+46%/ +53%/ +16%/ +31%/ -17%，收入占营收比例 57%/ 20%/ 16%/ 7%/ 1%。2025 年前三季度，**收费类业务方面**，经纪、资管与投行收入同比增速均提速，经纪与投行业务提升幅度较大。**资金类业务方面**，自营收入同比增速保持高位，仅较 1H25 小幅放缓；信用业务收入同比降幅显著收窄。

➤ **分各业务来看：(1) 自营业务方面，金融投资环比增长 7.1%，单季自营收益率环比升至 5.4%。**25Q3 公司自营投资收入（不含 OCI 变动）126 亿元，环比+23.2%，同比+26.3%，同比增速较 25Q2 的 62.5%下降约 36pct。**金融投资规模方面**，25Q3 末公司金融投资 9320 亿元，环比+5.6%，同比+4.2%；其中净资产同比增长 10.0%，增速保持高位，但自营杠杆率环比提升幅度不及 24Q3，同比转为负增。从投资结构来看，25Q3 公司环比增配权益 OCI 与交易性金融资产，但大幅减配债权 OCI，TPL/ 权益 OCI/ 债权 OCI 占比分别为 85.1%/ 10.8%/ 4.1%，占比较 25Q2 末变动+1pct/ -2pct/ +1pct。**投资收益率方面**，25Q3 年化自营投资收益率 5.4%，考虑 OCI 变动后的收益率 5.1%，连续 3 个季度环比提升，超过 24Q3 水平，创 21Q2 以来新高；同期沪深 300/中证综合债指数季度涨跌幅分别为+17.9%/ -0.9%，股市走强格局下，公司增配 TPL 账户，自营收益率保持较大弹性；权益 OCI 规模同样持续提升，有望扩大自营投资收益增长空间。

➤ **(2) 经纪业务方面，25Q3 经纪业务收入较去年同期接近翻倍，代买证券款连续 3 个季度环比增长。**25Q3 中信证券经纪业务手续费净收入 45 亿元，单季经纪业务收入超过 21Q3，为 15Q2 以来新高，环比+47.4%，同比+99.5%，同比增速较 25Q2 提升 73pct。25Q3 沪深两市当季股基成交总额为 164 万亿元，同比增长 219.2%。25Q1 末公司代买证券款 5061 亿元，环比+16.7%，同比+34.2%，连续 3 季环比增长。市场交投热度持续攀升，同时公募降费影响逐步减弱，公司经纪业务收入实现大幅增长。

➤ **(3) 资管业务方面，25Q3 资管收入同比增速显著提升，华夏基金 AUM 持续增长。**25Q3 公司资管业务净收入 33 亿元，环比+13.1%，同比+27.1%，同比增速较 25Q2 提升 14pct。根据 iFinD 统计，25Q3 末华夏基金公募 AUM 达到 2.12 万亿元，同比增长 21.9%。25Q3 华夏基金净利润 8.7 亿元，同比+38.6%。自 24Q3 以来华夏基金管理规模持续修复，25Q3 净利润同比显著提升，为公司整体业绩提供有力支持。

➤ **(4) 投行业务方面，公司 IPO 与再融资承销规模均同比大幅增长，债承规模稳步提升。**25Q3 公司投行业务收入 16 亿元，环比+41.8%，同比+46.8%。**股权承销方面**，根据 iFinD 统计，25Q3 A 股股权融资规模 787 亿元，同比+79.3%；其中 IPO/ 再融资承销规模分别为 265 亿元/ 523 亿元，同比+80.6%/

推荐

当前价格：

维持评级

29.87 元

+78.6%。同期中信证券境内股权承销规模 176 亿元，同比+150.0%。其中 IPO/再融资承销规模分别为 54 亿元/ 110 亿元，同比+145.9%/ +386.7%。股权融资规模稳步修复，公司 IPO 与再融资承销规模均实现大幅增长。**债权承销方面**，25Q3 公司承销各类债券规模 5699 亿元，同比+7.2%。债权承销规模稳定，且股权融资收入修复，推动公司投行收入同比提速。

➤ **(5) 信用业务方面，两融余额迎历史新高，单季利息收入环比提升。**25Q3 公司利息净收入 5 亿元，环比+28.0%，较去年同期扭亏。其中 25Q3 利息收入/支出分别同比+15.1%/ -1.6%。25Q3 末融出资金/买入返售规模 1917 亿元/563 亿元，同比+69.0%/ +38.1%。全市场两融余额持续走高，25Q3 末公司两融规模同样迎来历史新高，市占率升至 8.0%；买入返售余额环比下降，但同比仍显著提升。两融规模走高有望带动公司信用业务收入持续恢复。

➤ **净资产收益率与归母净利率保持高位。**25Q3 末公司总资产规模 2.03 万亿元，同比+17.0%。归母净资产 3150 亿元，同比+10.0%。前三季度加权平均 ROE 8.15%，年化同比+1.85pct；归母净利率 41.5%。其中业务及管理费率（剔除其他业务）44.0%，同比-4.8pct；其他业务成本率 40.1%，与今年上半年的 39.8% 基本持平。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收 747/ 806/ 869 亿元，归母净利润 252/ 273/ 296 亿元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 为 18/ 16/ 15 倍。公司把握权益市场向好、两融余额持续走高机遇，继续巩固经纪、资管、投行等领域龙头地位优势，自营收入稳步扩张，信用收入逐步修复，2025 年前三季度业绩表现稳健，全年净利润规模有望突破历史新高。维持“推荐”评级。

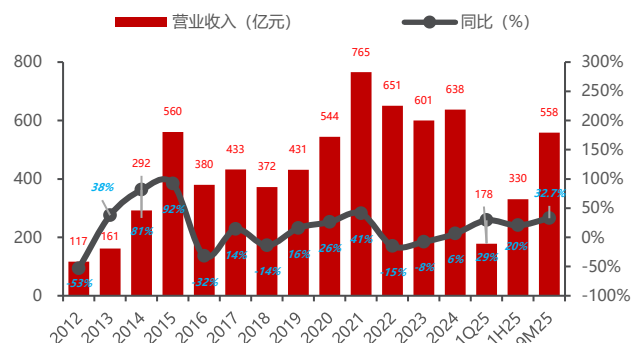
风险提示：业务市占率下滑、利息支出大幅增长、华夏基金产品发行不及预期等。

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	74,741	80,560	86,858
增长率（%）	6.2	17.2	7.8	7.8
归属母公司股东净利润（百万元）	21,704	25,180	27,278	29,555
增长率（%）	10.1	16.0	8.3	8.3
每股收益（元）	1.46	1.70	1.84	1.99
PE	20	18	16	15
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

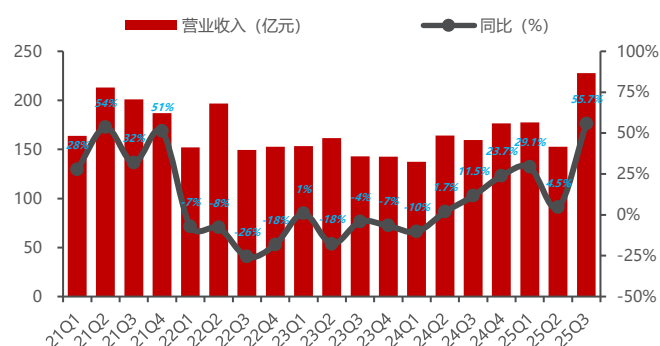
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价）

图1：中信证券累计营业收入及增速



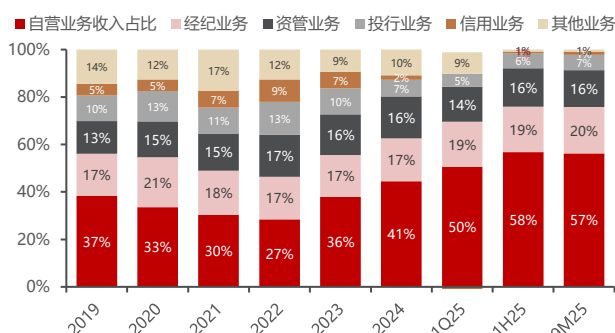
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：中信证券单季营业收入及增速



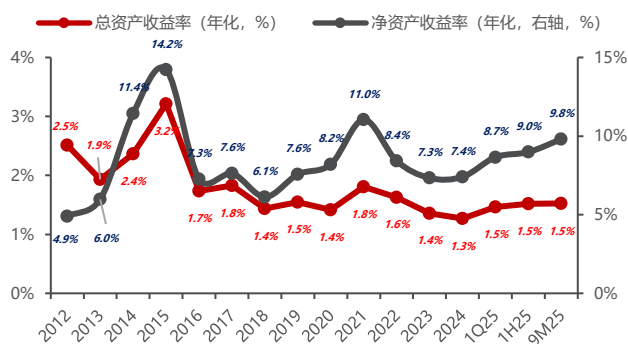
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：中信证券营业收入结构变化



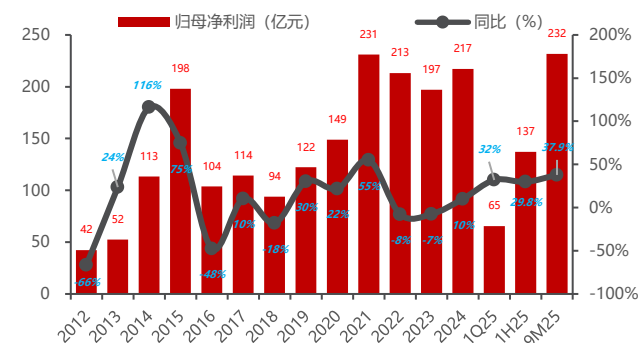
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：(1) 自营收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益；(2) 1H25 后其他业务收入按新口径

图7：中信证券 ROA 与 ROE 走势



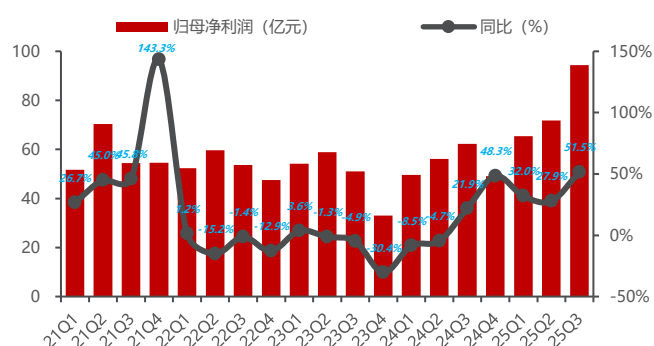
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图2：中信证券累计归母净利润及增速



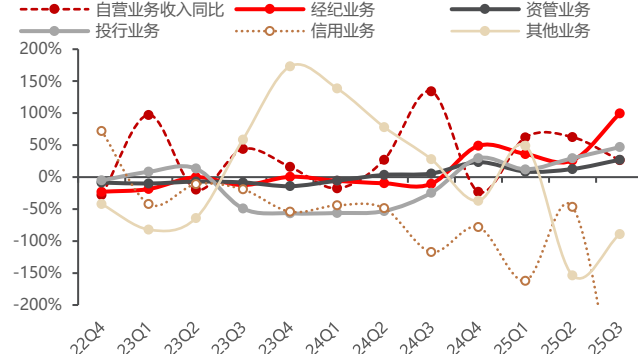
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：中信证券单季归母净利润及增速



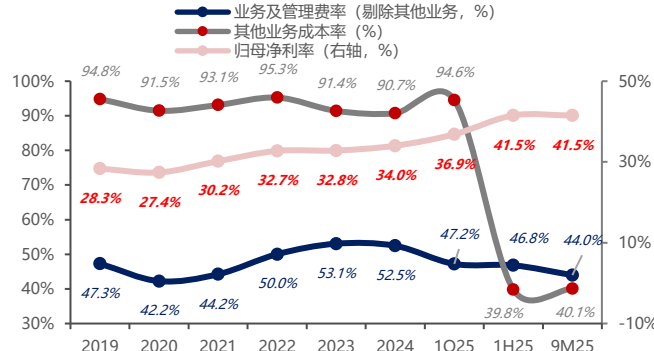
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：中信证券分业务条线收入单季同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1H25 后其他业务收入按新口径

图8：中信证券归母净利润率、管理费率和其他业务成本率



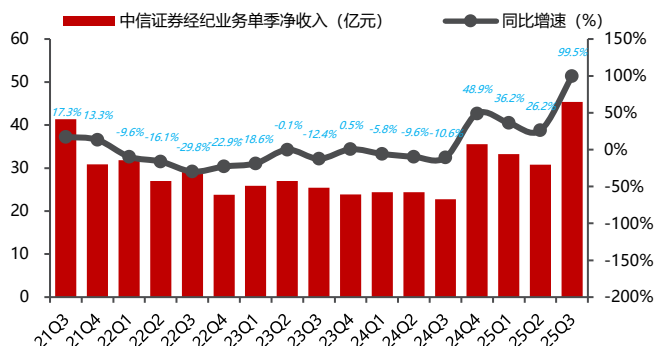
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1H25 后其他业务收入按新口径

图9：中信证券金融投资规模及增速



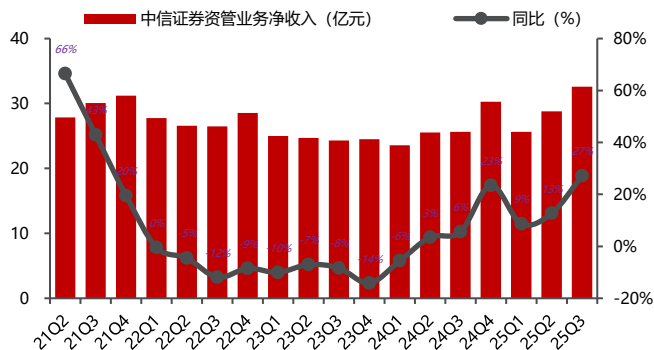
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：中信证券经纪业务收入及增速



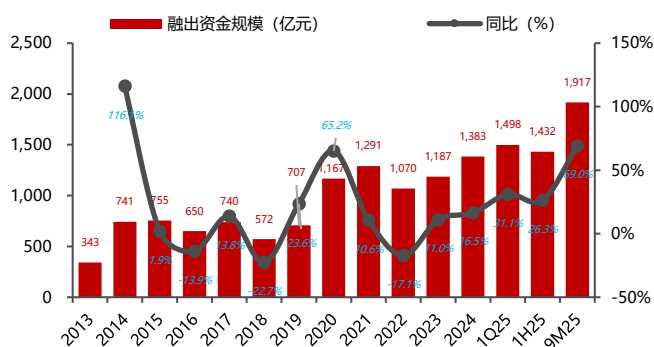
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：中信证券资管业务收入及增速



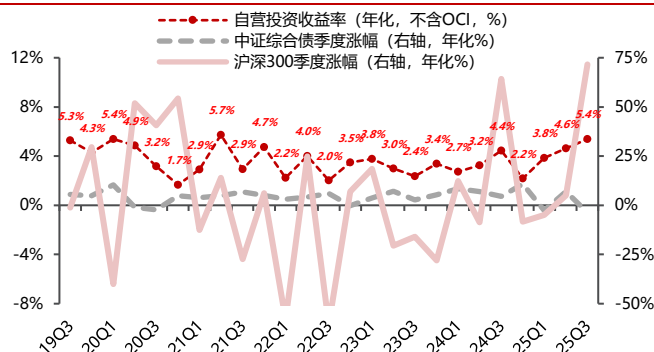
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：中信证券融出资金规模及增速



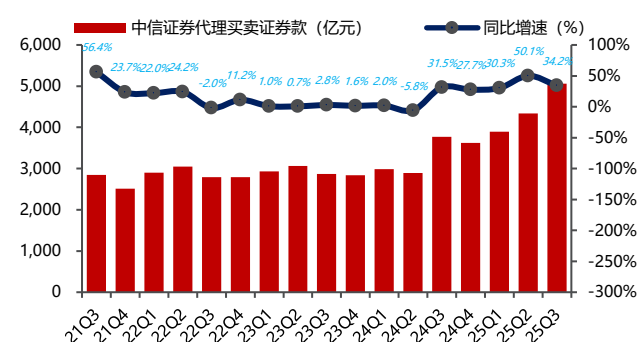
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：中信证券自营投资单季收益率



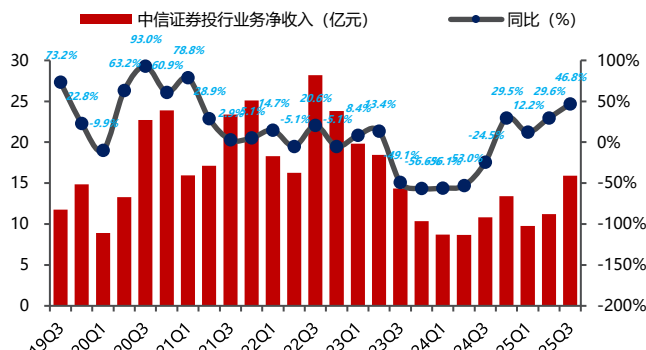
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：中信证券代买证券款规模及增速



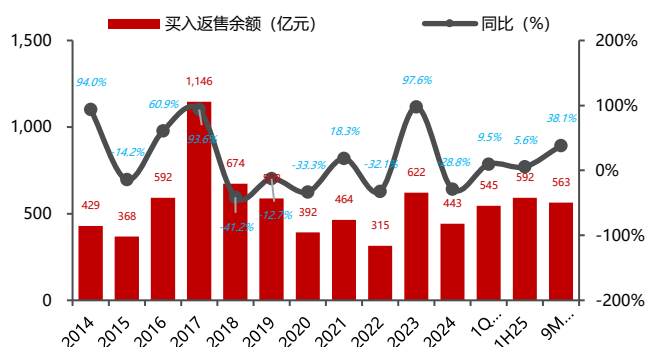
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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 2025/10/24

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 2025/10/24

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	747	806	869
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	342	370	399
其中: 投资净收益	325	342	370	399
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	422	453	487
税金及附加	3	4	4	4
业务及管理费	301	347	374	404
信用减值损失	-11	8	9	10
其他业务成本	58	61	64	68
营业利润	285	325	352	382
利润总额	274	334	361	392
所得税	58	71	77	83
净利润	216	263	284	308
归属于母公司净利润	217	252	273	296

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率 (%)	6.2	17.2	7.8	7.8
净利润增长率 (%)	10.1	16.0	8.3	8.3
盈利能力				
归母净利润率 (%)	34.0	33.7	33.9	34.0
总资产收益率 ROA (%)	1.3	1.3	1.3	1.3
净资产收益率 ROE (%)	7.4	8.0	8.1	8.1
偿债能力				
资产负债率 (%)	82.5	83.2	83.7	84.3
剔除代买证券款 (%)	77.8	78.7	79.3	79.9
经营效率				
自营收益率 (%)	3.1	3.6	3.5	3.5
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	1.70	1.84	1.99
每股净资产	19.8	21.2	22.8	24.5
每股股利	1.7	0.5	0.5	0.3
估值分析				
PE	20	18	16	15
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
股息收益率 (%)	5.9	1.7	1.8	2.0

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,706	4,332	5,054	5,946
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	845	911	982
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	19,138	21,201	23,568
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	2,370	2,546	2,736
应付债券	1,425	1,425	1,425	1,425
应付职工薪酬	223	237	256	276
租赁负债	23	23	24	25
长期借款	3	3	3	3
其他负债	120	134	138	143
负债合计	14,119	15,928	17,756	19,866
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	473	513	557
未分配利润	995	1,140	1,292	1,456
归母股东权益	2,931	3,149	3,382	3,635
少数股东权益	57	61	64	67
股东权益合计	2,988	3,209	3,446	3,702
负债和股东权益合计	17,107	19,138	21,201	23,568

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测。注: 股价为 2025 年 10 月 24 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