

## 龙头锚定全能生态，全球布局行稳致远

## ——中信证券首次覆盖报告

2025 年 12 月 26 日

## 核心观点

- 行业龙头地位稳固，综合实力全面领跑：**中信证券作为行业领军者，综合实力在资本规模、业务覆盖、品牌影响力等核心维度均实现全方位领先，龙头地位根基深厚且持续巩固。公司依托大股东中信集团的强大资源禀赋，深度共享集团内银行、保险、信托等全金融牌照资源，同时借助集团全球产业布局与客户网络，形成“金融+产业”的协同优势。公司管理层展现出行业顶尖的战略前瞻性，构建了“顺周期扩张增效、逆周期构筑壁垒”的发展路径，在行业周期性波动中始终保持领先优势，成为行业内战略定力与执行效率的标杆企业。
- 经营业绩稳中求进，盈利、风控能力双优：**公司作为国内率先实现总资产突破两万亿元的券商，绝对领先的资本实力与高效的资本运作能力，为业务边界拓展、全球化布局及风险抵御筑牢核心根基。均衡多元的业务结构是公司穿越市场周期、维持业绩韧性的核心支撑，通过构建核心业务协同发展的格局，各项主营业务收入规模大多稳居行业第一且优势显著。这一格局既充分彰显了公司的综合竞争实力，更构建起业绩增长的“多引擎驱动”模式，能够有效对冲市场周期性波动风险，为经营发展的持续稳健提供坚实支撑。
- 核心领域重点突破，增长潜力持续提升：**财富管理转型成效显著，公司财富致力于推动从传统经纪渠道商向现代化资产配置平台的转型跨越，全球化资产配置生态逐步构建。跨境投行业务始终领跑，公司围绕跨境产业链升级与全球优质客户需求，持续提升跨境投行业务的国际竞争力与服务覆盖能力，境外股权融资、中资离岸债券承销、跨境并购等业务行业领先，国际话语权不断强化。资管业务主动管理转型深化，公司资管业务坚定推进主动管理转型，摆脱对通道业务的依赖，资产结构持续优化，创新资管业务不断加速。自营业务综合优势显著，以“客需驱动”为核心的配置逻辑清晰，股债资产盈利稳健，衍生品业务规模扩张，业务承接能力与客户黏性优势持续凸显。
- 投资建议：**在国内资本市场改革深化、监管趋严背景下，证券行业“马太效应”愈发显著，资本实力、风控能力、综合服务能力更强的头部券商有望持续抢占市场份额。公司作为行业龙头，不仅在规模和业绩上遥遥领先，更在财富管理、跨境投行、主动资管等高质量发展领域持续突破，形成了可持续的增长动力，有望在市场周期波动中保持优于行业的业绩表现。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 264.5/306.85/339.42 亿元，同比 +21.87%/+16.01%/+10.61%，对应 PE16.09x/13.87x/12.54x。按照可比公司估值法，预测公司 25/26/27 年 BVPS、EPS 分别为 21.96/24.07/26.41 元和 1.78/2.07/2.29 元；给予公司一定估值溢价，26 年调整后 PB、PE 估值为 1.39x、15.69x，对应股价分别为 33.48 元和 32.48 元，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险；资本市场改革落地不及预期的风险；资本市场波动的风险。

## 主要财务指标预测

|           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)  | 637.89 | 791.52 | 888.15 | 998.12 |
| 收入增长率     | 6.19%  | 24.08% | 12.21% | 12.38% |
| 归母净利润(亿元) | 217.04 | 264.5  | 306.85 | 339.42 |
| 利润增速      | 10.06% | 21.87% | 16.01% | 10.61% |
| EPS(元)    | 1.46   | 1.78   | 2.07   | 2.29   |
| ROE       | 7.56%  | 8.41%  | 8.89%  | 8.96%  |
| PE        | 19.60  | 16.09  | 13.87  | 12.54  |
| PB        | 1.42   | 1.31   | 1.19   | 1.09   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

股票名称 (600030.SH)

推荐 首次评级

分析师

张琦

☎：010-8092-7702

✉：zhangqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080005

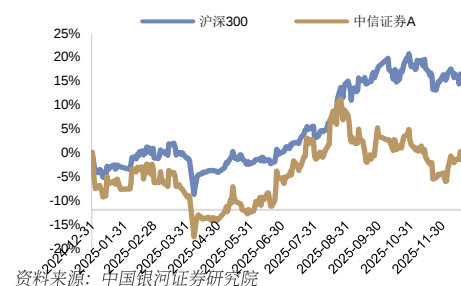
## 市场数据

2025-12-26

|              |           |
|--------------|-----------|
| 股票代码         | 600030.SH |
| A 股收盘价(元)    | 29.1      |
| 上证指数         | 3963.68   |
| 总股本(亿股)      | 148.21    |
| 实际流通 A 股(亿股) | 122       |
| 流通 A 股市值(亿元) | 3550.2    |

## 相对沪深 300 表现图

2025-12-26



## 相关研究

## 目录

## Catalog

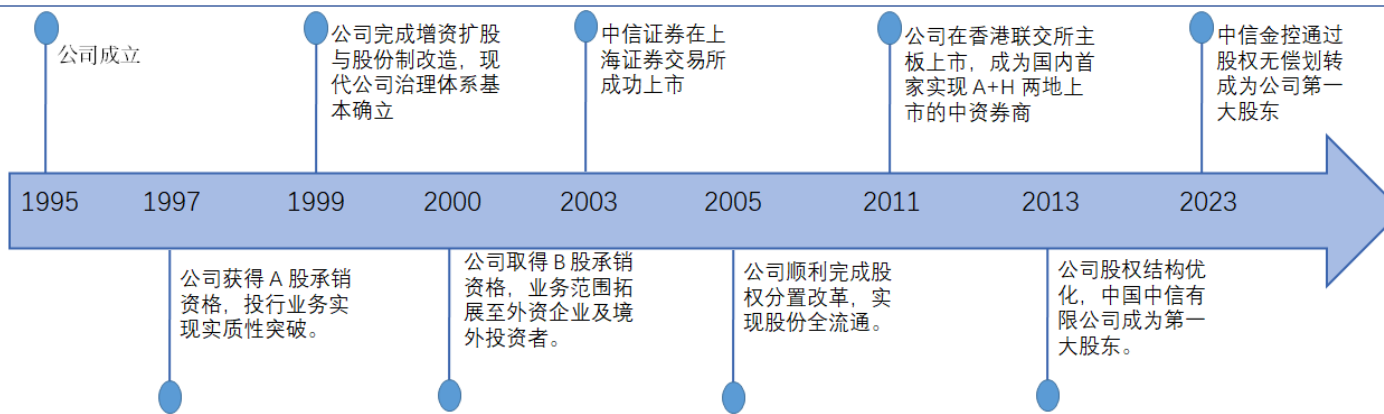
|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>一、 中信证券：综合实力强劲的行业领军龙头</b>   | <b>3</b>  |
| （一） 历史沿革：A+H 两地上市，铸就万亿级综合金融旗舰  | 3         |
| （二） 股权架构：依托集团赋能，资源禀赋突出         | 3         |
| （三） 并购历程：逆周期收购，构筑综合金融版图        | 4         |
| （四） 资本运作：顺周期融资，持续夯实核心竞争力       | 5         |
| （五） 公司治理：稳健文化与强执行力的典型代表        | 6         |
| <b>二、 经营业绩稳中求进，盈利能力行业领先</b>    | <b>7</b>  |
| （一） 资产规模持续扩张，经营业绩稳健增长          | 7         |
| （二） 资本杠杆运用合规高效，盈利能力领先行业平均      | 7         |
| （三） 主营业务全方位领先，彰显行业龙头综合实力       | 8         |
| <b>三、 业务结构均衡发展，核心领域重点突破</b>    | <b>10</b> |
| （一） 经纪业务：收入稳健增长，财管转型加速         | 10        |
| （二） 投行业务：龙头地位难以撼动，跨境展业取得突破     | 12        |
| （三） 资管业务：长期占据行业领军地位，主动管理转型成效显著 | 14        |
| （四） 自营业务：多元资产实现均衡配置，综合优势构筑核心壁垒 | 16        |
| （五） 信用业务：两融业务快速发展，股票质押风险可控     | 18        |
| <b>四、 盈利预测与投资建议</b>            | <b>20</b> |
| （一） 盈利预测                       | 20        |
| （二） 投资建议                       | 21        |
| <b>五、 风险提示</b>                 | <b>23</b> |

## 一、中信证券：综合实力强劲的行业领军龙头

### （一）历史沿革：A+H 两地上市，铸就万亿级综合金融旗舰

公司成立三十年，见证中国资本市场发展历程。1995 年，中信证券由中信集团牵头设立，注册资本 3 亿元，中信集团持股 95%，确立了公司深厚的国企背景与强大的集团资源支撑。成立初期，公司以股票经纪为主，通过专业顾问等增值服务逐步积累客户资源和行业口碑。1997 年，公司获得 A 股承销资格，完成投行业务突破。1999 年，公司启动增资扩股与股份制改造，将注册资本提升至 20.81 亿元，显著增强公司资本实力的同时构建了完善的现代企业治理体系，为后续对接资本市场、拓展业务边界打下坚实基础。2000 年，公司获得 B 股承销资格，服务范围扩展到外资企业和境外投资者。2003 年，公司在上海证券交易所成功挂牌上市（股票代码：600030.SH），为公司带来了持续的融资渠道，更推动其在治理结构、信息披露、合规运作等方面实现全面升级，品牌影响力与行业公信力大幅提升。2005 年，中国资本市场迎来里程碑式的股权分置改革，公司积极响应市场化改革号召，顺利完成股份全流通改造，为后续的资本扩张、业务创新与国际化布局扫清了制度障碍。2011 年，公司在香港联交所主板成功上市（股票代码：06030.HK），成为国内首家实现 A+H 两地上市的中资券商。2013 年，公司股权结构迎来重要优化，第一大股东变更为中国中信有限公司，持股比例稳定在 20.30%。2023 年，行业发展进入综合金融协同新阶段，中信有限与中信股份将合计持有的 18.45% 中信证券股份无偿划转至中信金控，中信金控正式成为公司第一大股东。作为国内首家资产规模突破万亿元的证券公司，中信证券在多层行业周期中稳步成长，现已发展成为中国证券业的领军企业。

图1：中信证券发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （二）股权架构：依托集团赋能，资源禀赋突出

公司第一大股东为中信集团，股权结构稳定。自 1995 年设立以来，公司第一大股东始终为中信集团。2013 年，公司股权结构发生重大变化，第一大股东由中国中信有限公司接替。2023 年，中信有限与中信股份将合计 18.45% 的公司股份无偿划转至中信金控，中信金控成为公司新的第一大股东。截至 2025Q3，中信金控持有中信证券 19.84% 股份，为公司第一大股东。作为中信集团综合金融板块的核心运营平台，中信金控整合了集团旗下中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信消费金融等主要金融牌照与资产。公司有望在中信金控的统筹推动下，与集团内其他金融子公司实现更紧密的资源共享、业务协同与战略联动，依托中信集团的体系化支持，公司长期具备突出的资源禀赋。

表1：中信证券十大股东明细（截止到 2025Q3）

| 排名 | 股东名称                      | 持股数量（股）       | 占总股本比例（%） |
|----|---------------------------|---------------|-----------|
| 1  | 中国中信金融控股有限公司              | 2,733,961,712 | 18.45%    |
| 2  | 香港中央结算(代理人)有限公司           | 2,185,074,115 | 14.74%    |
| 3  | 广州越秀资本控股集团有限公司            | 626,191,828   | 4.23%     |
| 4  | 香港中央结算有限公司                | 500,843,010   | 3.38%     |
| 5  | 广州越秀资本控股集团股份有限公司          | 276,764,912   | 1.87%     |
| 6  | 国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金  | 252,226,069   | 1.70%     |
| 7  | 中央汇金资产管理有限责任公司            | 205,146,964   | 1.38%     |
| 8  | 上证 50 交易型开放式指数证券投资基金      | 186,416,091   | 1.26%     |
| 9  | 大成中证金融资产管理计划              | 176,785,229   | 1.19%     |
| 10 | 华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金 | 166,496,055   | 1.12%     |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）并购历程：逆周期收购，构筑综合金融版图

中信证券的并购扩张始终围绕“区域补位、业务补链、全球布局”三大核心逻辑，在不同行业周期中通过低成本收购、战略重组、控股整合等方式，逐步从单一券商成长为覆盖全业务线、辐射全球的综合金融集团。

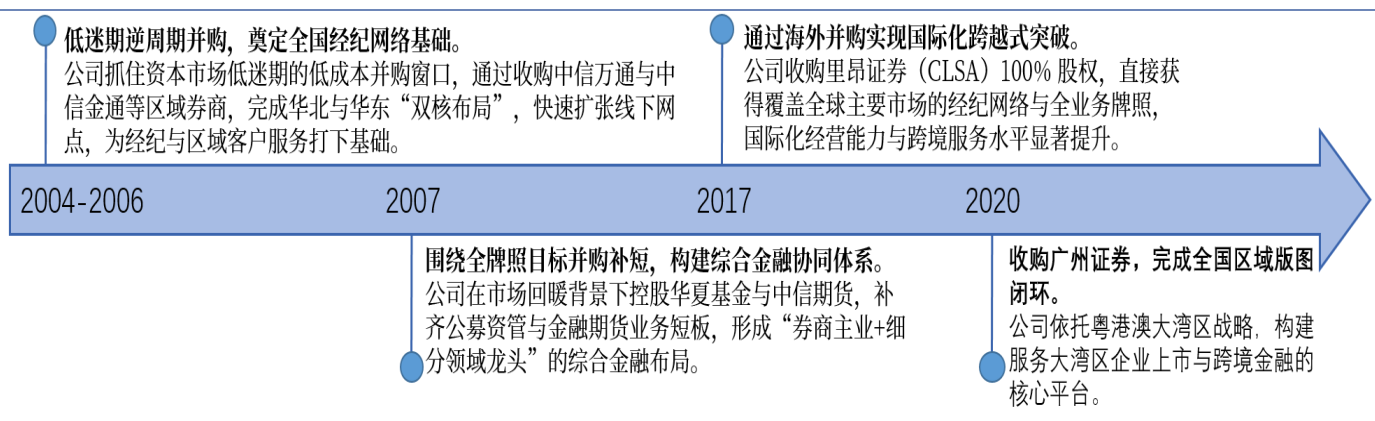
**2004-2006 年：抓住低成本并购窗口，填补区域业务空白。**2004-2006 年，中国资本市场处于相对低迷期，公司抓住“低成本并购窗口”，快速填补区域业务空白，构建覆盖华北、华东的线下网络，为零售业务与区域客户服务奠定基础。2004 年，公司收购山东万通证券，后续更名为“中信万通证券”，实现对华北地区的深度覆盖，依托山东区域经济基础，补充线下营业部资源，打破早期仅 45 家营业部的局限，开启“区域网点扩张”模式；同年，公司拟要约收购广发证券，但因相关方反收购而失败。2005 年，公司联合建银投资对陷入经营困境的华夏证券进行破产重组，共同出资设立中信建投证券，借助华夏证券原有投行团队与客户资源，快速补齐投资银行业务短板，后因一参一控要求将股份转让。2006 年公司全资收购浙江金通证券，后续更名为“中信金通证券”，获取浙江及华东地区成熟的零售客户网络与营业部资源，完成“华北（中信万通）+华东（中信金通）”的区域双核布局，大网络战略、沿海战略进一步推进，就此打下良好的经纪业务基础。

**2007 年：聚焦全牌照金融集团目标，填补核心业务空白。**2007 年资本市场回暖，公司聚焦“全牌照金融集团”目标，通过并购填补资管、期货核心业务空白，形成“券商主业+细分领域龙头”的协同生态。一方面，公司以现金收购方式获得华夏基金控股权，补齐公募基金业务短板，后续华夏基金持续为中信证券贡献稳定的资管收益，强化公司“财富管理+资产配置”能力。另一方面，公司获得中证期货控股权，后更名为“中信期货”，成为国内首批具备“金融期货全面结算资格”的券商系期货公司，公司成功切入金融期货赛道，与券商自营、投行业务形成对冲协同。

**2017 年：实现国际化经营突破，构建全球服务网络。**随着 A 股市场开放加速，公司希望通过收购国际成熟券商，突破境外业务瓶颈，实现“从香港辐射全球”的布局。2017 年，公司以 12.5 亿美元现金收购法国农业信贷银行旗下里昂证券（CLSA）100%股权，承接其覆盖全球 13 个国家（含欧美、东南亚核心市场）的经纪网络、机构客户资源及研究团队，直接获取境外全业务牌照。借助里昂证券的国际研究能力与机构客户基础，持续加大国内企业“走出去”与境外资金“引进来”服务力度，国际化业务收入占比显著提升。

**2020年：锚定粤港澳大湾区，补齐最后一块区域拼图。**依托国家“粤港澳大湾区建设”战略，中信证券通过收购区域券商，强化华南市场话语权，完成“全国区域布局”的最后一块核心拼图。2020年，公司以134亿元对价，通过向广州越秀金控发行A股的方式，收购广州证券100%股权，后续更名为“中信证券华南股份有限公司”。通过并购广州证券，公司快速获取粤港澳大湾区核心资源，填补此前在华南地区的网点短板，成为服务大湾区企业IPO、跨境金融的核心平台。

图2：中信证券主要收并购案例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （四）资本运作：顺周期融资，持续夯实核心竞争力

**中信证券依托A股市场持续推进再融资，精准把握市场周期实现资本扩张。**2006年，公司通过定向增发引入中国人寿集团及股份公司作为战略投资者，发行5亿股募资46.45亿元，发行价9.29元/股，首次引入保险长期资金，资本实力显著增强。2007年市场向好之际，公司实施公开增发，发行3.34亿股募资250亿元，发行价74.91元/股，所募资金用于补充流动资金、扩大资本中介业务及支持国际化布局。2015年，公司实施H股配售，发行11亿股募资270.6亿港元，发行价24.60港元/股，资金用于发展资本中介业务、跨境业务及补充流动资金，助力“一带一路”战略下的国际扩张。2020年，公司通过发行股份购买资产的方式，向越秀金控发行8.1亿股收购广州证券100%股权，作价约134.6亿元，越秀金控成为公司第二大股东。2022年，公司启动A+H股配股，每10股配1.5股覆盖全部A/H股股东，其中A股发行15.52亿股募资224亿元，H股发行3.42亿股募资约49亿元，总募资达273亿元，资金主要用于发展资本中介业务、对子公司增资、信息系统建设及补充流动资金。

表2：中信证券再融资历程

| 年份    | 事件                                                                         |
|-------|----------------------------------------------------------------------------|
| 2006年 | 定向增发，引入中国人寿集团及股份公司作为战略投资者，发行5亿股募资46.45亿元，发行价9.29元/股。                       |
| 2007年 | 公开增发，发行3.34亿股募资250亿元，发行价74.91元/股。                                          |
| 2015年 | H股配售，发行11亿股募资270.6亿港元，发行价24.60港元/股                                         |
| 2020年 | 发行股份购买资产，向越秀金控发行8.1亿股收购广州证券100%股权，作价约134.6亿元                               |
| 2022年 | A+H配股，每10股配1.5股覆盖全部A/H股股东，其中A股发行15.52亿股募资224亿元，H股发行3.42亿股募资约49亿元，总募资273亿元。 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （五）公司治理：稳健文化与强执行力的典型代表

### 1. 管理层前瞻性强，战略执行力行业领先

公司历任管理层在战略判断与组织统筹方面展现出行业领先的前瞻性。董事长张佑君是公司的核心领导者，从业超过 20 年，带领公司从区域性券商成长为行业绝对龙头。公司管理团队稳定，并实施了覆盖核心骨干的股权激励计划，保证了战略的连贯性和执行力。自成立以来，公司从早期提出的“打造中国的高盛”，到近年来明确提出“建设国际一流投资银行”的战略定位，其发展路径始终围绕综合化布局、国际化拓展、专业化深化三条主线稳步推进。

在执行层面，公司展现出券商行业少有的顶层设计+体系化落地能力：一方面，管理层能够敏锐捕捉资本市场改革方向与制度变迁机遇，在投行业务、国际业务、财富管理业务等关键方向上持续提前布局；另一方面，公司通过“集团统筹—业务条线—区域分公司”的三级联动机制，将战略目标有效分解至各业务单元，使战略执行的穿透力显著高于行业平均水平。在行业多轮周期洗礼中，中信证券始终保持头部优势，体现出极强的战略定力与执行韧性。

### 2. 激励与人才体系优于行业平均水平

公司人才与激励体系在行业内处于领先地位，其长期坚持“吸引优质人才、强化能力培养、构建长期激励、保持组织活力”的体系化路线，是国内最早实施股权激励的券商之一，通过长期激励有效提升核心团队稳定性和与公司发展的利益绑定度。在财富管理端，公司以“全员投顾化”为抓手推进转型，形成逾 5000 人的专业投顾队伍，为净值化、资产配置化趋势奠定人才基础；在投行端，公司拥有行业规模最大的千人级队伍，覆盖科创、高端制造、医药、绿色金融等重点行业，保障了业务优势的持续巩固；与此同时，公司持续引进具备国际视野与跨境业务经验的人才，优化专业结构，使组织能力更匹配其全球化发展战略。

### 3. 风控文化稳健，体系化能力强

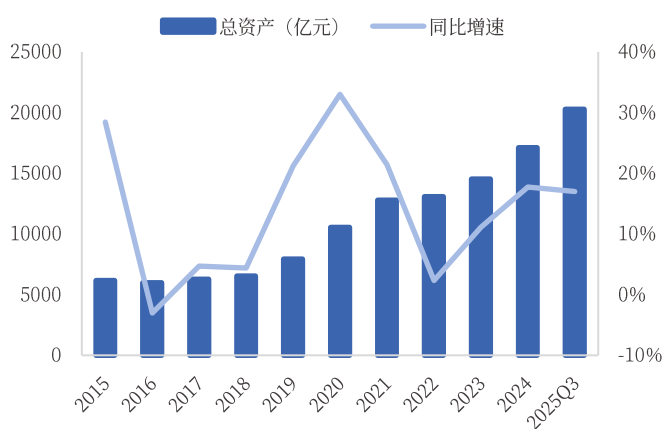
作为国内体量最大、业务最全、国际化程度最高的券商之一，公司长期坚持稳健经营理念，并构建了业界公认的领先风险管理体系。公司通过覆盖前、中、后台的模块化风险管理框架实现对不同业务环节、不同风险类别的精细化识别与实时监控，形成了全业务链条的体系化管控能力；在衍生品、场外业务及跨境业务快速发展的背景下，公司依托成熟的风险计量模型、对冲体系和限额管理机制，使相关业务的风险暴露始终保持在可控水平；此外，公司在境内外业务整合过程中同步建立统一风控标准与底层技术架构，实现集团维度的风险穿透与头寸合并管理，使其能够在复杂外部环境下保持稳健稳固的风险抵御能力，为整体经营稳定性提供坚实保障。

## 二、经营业绩稳中求进，盈利能力行业领先

### （一）资产规模持续扩张，经营业绩稳健增长

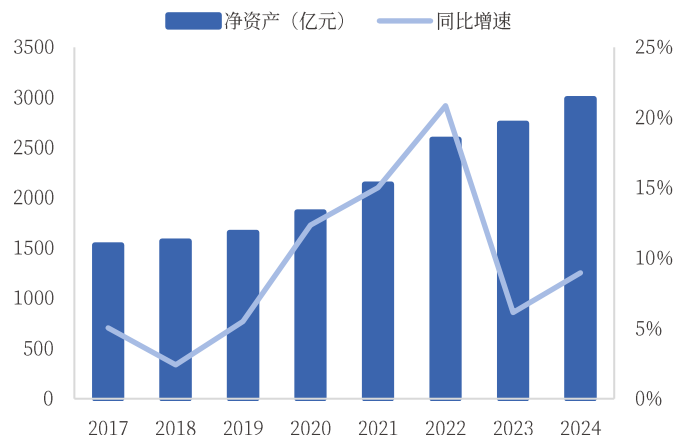
**资产规模超两万亿，营收稳居行业首位。**中信证券作为当前行业唯二的两家总资产超两万亿的航母级券商，资产规模持续扩张，稳居行业首位。截至 2025Q3，公司总资产达到 2.03 万亿元，净资产达到 2369 亿元，十年复合增长率约为 12.64% 和 8.52%。公司经营业绩展现出卓越的穿越周期能力，营收总收入与归母净利润在多年间实现稳健增长。2024 年，中信证券的经营数据再创新高：全年营业收入 637.89 亿元，同比增长 6.19%；净利润 217.04 亿元，同比增长 10.06%，连续 10 年位居券商行业第一。2025 年前三季度，公司实现营业收入 558.15 亿元，同比增长 32.7%；实现归母净利润 231.59 亿元，同比增长 37.86%。

图3：中信证券总资产规模



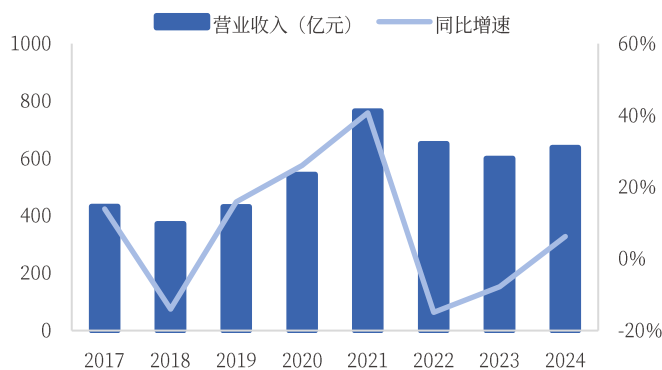
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：中信证券净资产规模



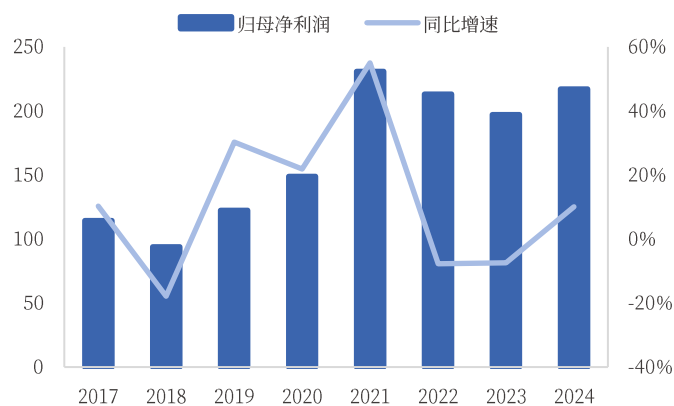
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：中信证券总营收



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：中信证券归母净利润



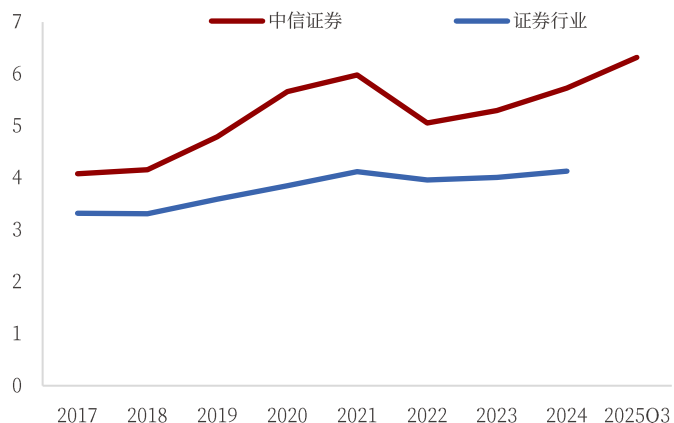
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （二）资本杠杆运用合规高效，盈利能力领先行业平均

**公司杠杆倍数、盈利能力领先行业平均水平。**在稳健的资产规模发展基础之上，公司展现出业内顶尖的资本运用与经营效率。公司通过成熟的资产负债管理，杠杆倍数位于行业前列，且与行业

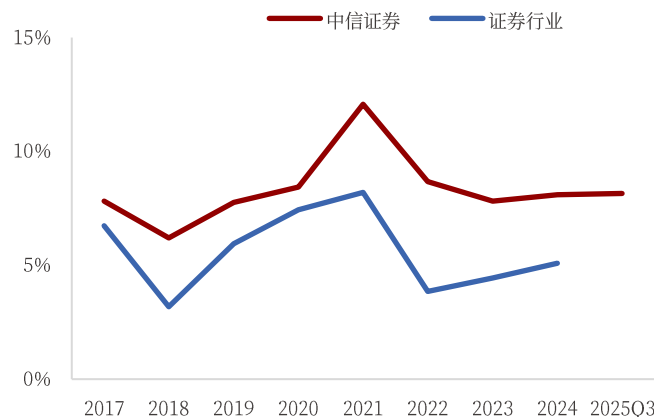
平均杠杆水平领先优势持续扩大。2024年,公司杠杆率为5.73x,高于行业杠杆率1.6x。截至2025Q3,公司杠杆倍数为6.32x,处于近年来最高水平。高效的杠杆运用直接催化了出色的盈利能力表现,公司的净资产收益率(ROE)长期显著高于行业平均水平,充分证明了公司盈利模式的稳健性与抗波动性。截至2025Q3,公司加权平均净资产收益率(ROE)为8.15%,盈利能力持续上升。这种将资产规模、杠杆倍数与盈利能力有效结合的能力,让公司在衡量金融机构核心经营效率的关键指标上持续领跑,构成了其区别于其他竞争对手的核心竞争力之一。

图7: 中信证券杠杆倍数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 中信证券 ROE



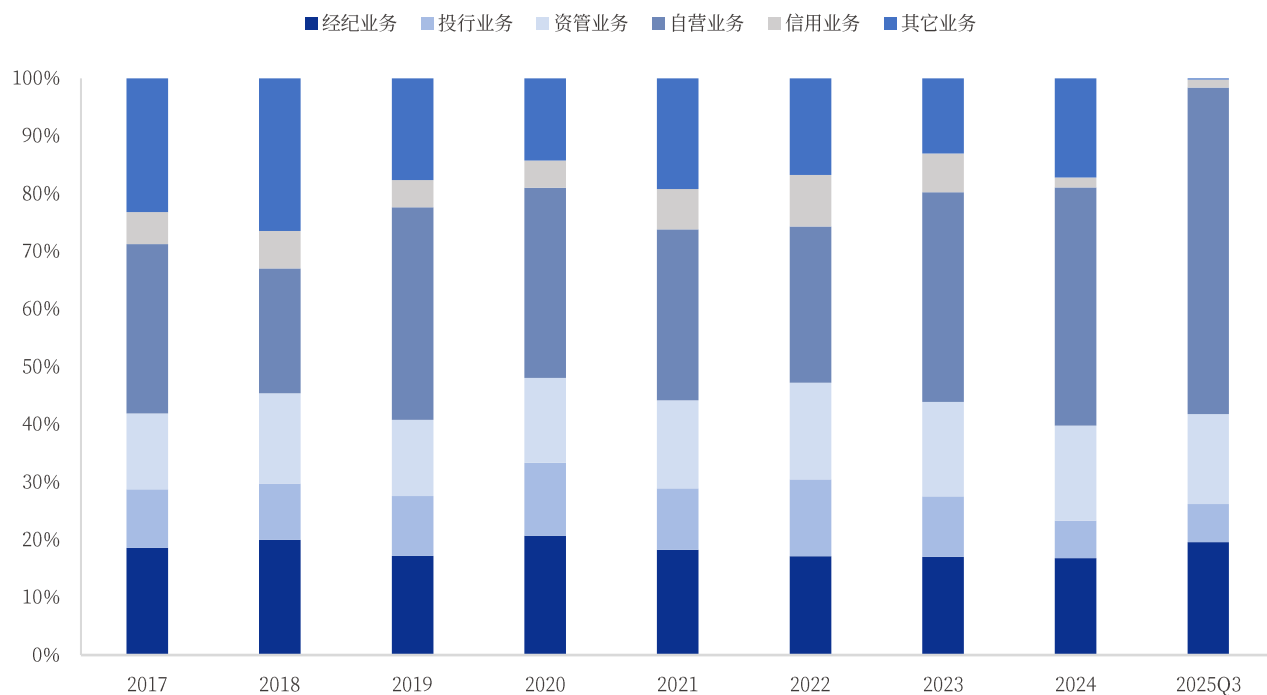
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### （三）主营业务全方位领先，彰显行业龙头综合实力

**公司业务结构均衡，业务条线协同发展。**中信证券的卓越业绩并非依赖于单一业务线，而是建立在均衡且多元的业务结构之上。公司已形成证券经纪、证券投资、资产管理、投资银行和其他业务等协同发展的格局，各项业务均占有相当比重，呈现出轻资产业务和重资产业务并举的协同发展格局，而非依赖单一业务线。2025年前三季度，公司分别实现经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务和信用业务109.39亿元、36.89亿元、87.03亿元、316.03亿元和7.64亿元，占比分别为19.60%、6.61%、15.59%、56.62%和1.37%，其中经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务收入均排名行业第一。这种多元结构是公司业绩穿越市场周期、保持整体稳健性的关键。

**核心领域重点突破，自营业务总收入贡献比持续提升。**2024年以来资本市场边际向好，公司自营业绩持续攀升，自营业务收入/总收入贡献比相较于2024年而言提升15.32%，体现出中信证券强大的投研能力与资金运用能力。这种均衡发展重点突破的战略，使得公司实现了从“规模领先”到“全方位领先”的跨越，展现了其作为行业龙头的综合实力。

图9：中信证券业务收入结构



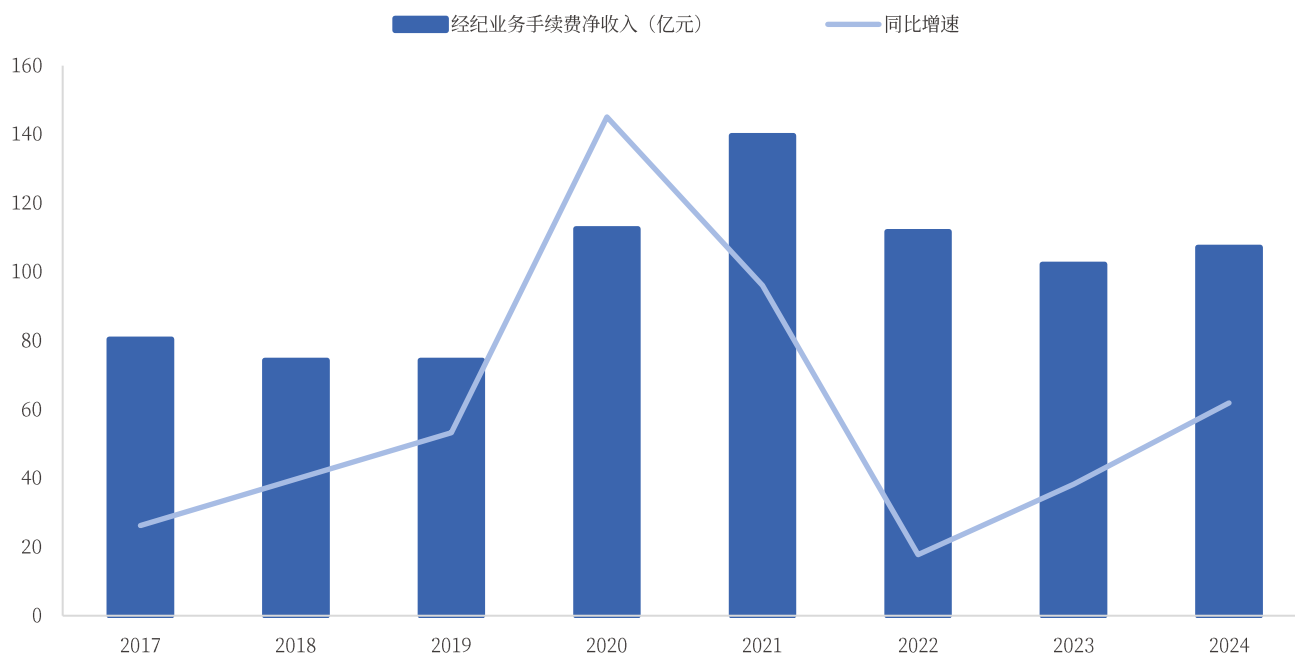
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、业务结构均衡发展，核心领域重点突破

#### （一）经纪业务：收入稳健增长，财管转型加速

**经纪业务收入稳定百亿规模，长期保持行业领先地位。**经纪业务是传统券商的基石性业务，近年来公司经纪业务手续费净收入呈现稳健增长态势，从 2017 年的 80.45 亿元增长到 2024 年的 107.13 亿元，2025 年前三季度录得 109.38 亿元，同比增长 52.9%，已超越 2024 年全年。其中第三季度单季收入 45 亿元，创 2015 年二季度以来新高。在市场交易活跃的背景下，经纪业务已成为公司业绩增长的重要引擎，占总营收约 19.6%，且总营收占比近年来均稳定在 18%-20% 区间。

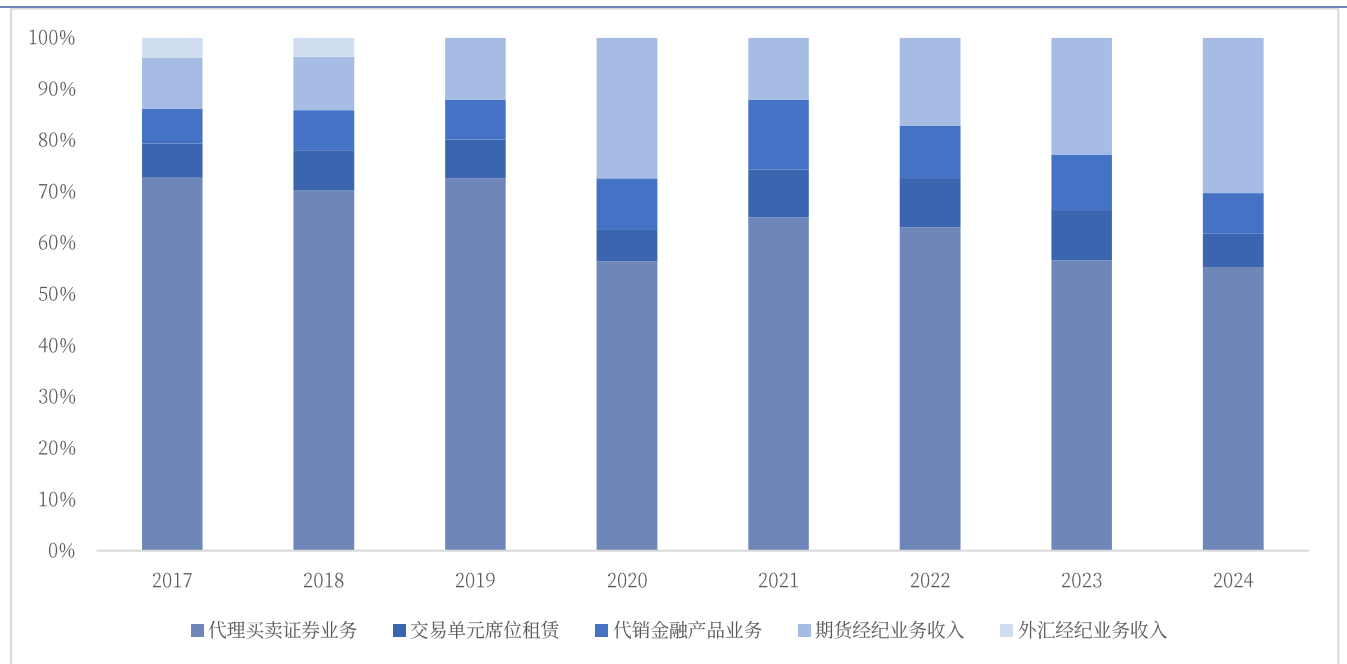
图10：中信证券经纪业务净收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，

**代理买卖证券业务占比呈现下降趋势，业绩稳定性持续增强。**近年来，公司经纪业务营收结构持续优化，代理买卖证券业务占比从 2017 年 72.73% 下降到 2024 年 55.33%，抗周期能力提升；受公募基金费改政策等因素影响，2024 年公司交易单元席位租赁和代销金融产品收入均出现一定下滑，占比分别为 6.46% 和 7.95%，相对于 2023 年分别下滑 3.37 和 2.8pct，但 2024 年两分项业务仍然排名行业第一；期货经纪业务占比达到 30.26%，相对 2023 年提升 7.45pct。经纪业务结构性变化表明公司正逐步推动经纪收入来源多元化与稳定化，在当前佣金市场化与行业同质化竞争加剧的背景下，该转型有助于提升公司业务的整体韧性，并进一步夯实以客户资产配置为核心的综合金融服务能力。

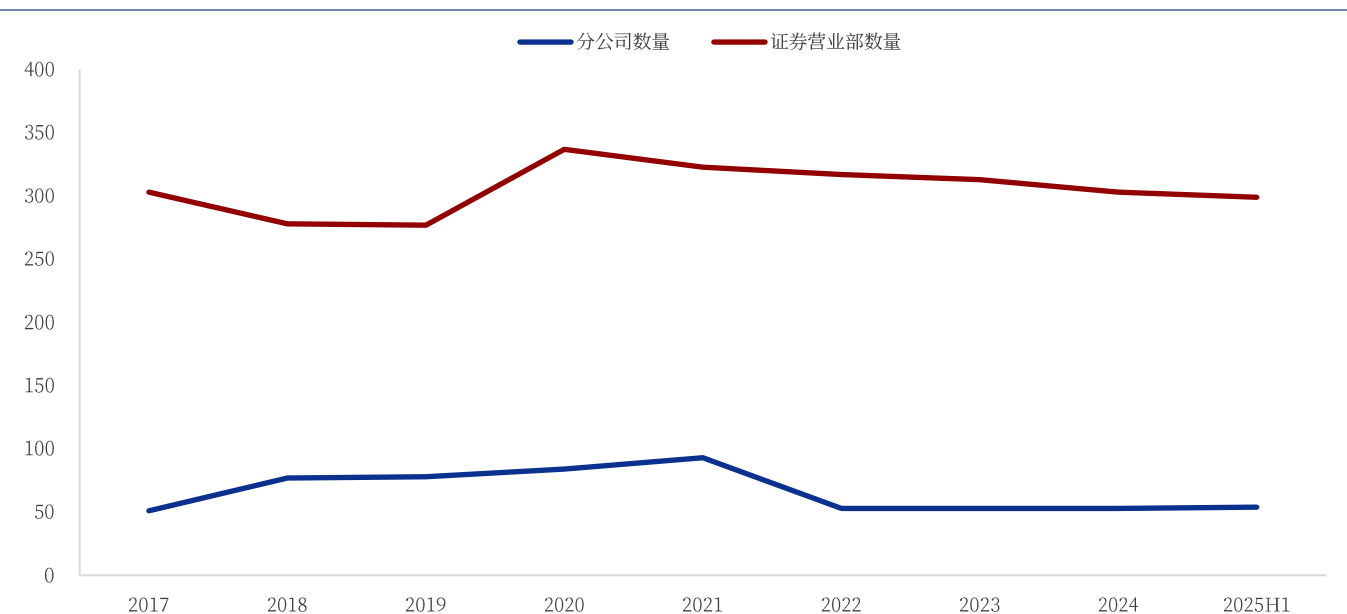
图11: 中信证券经纪业务净收入构成



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**积极布局广域网络，引领行业财管转型。**公司财富管理业务形成“境内深耕与全球化拓展双轮驱动”的战略格局。境内业务通过“人-家-企-社”全生命周期解决方案与智能化客户经营闭环，截至 2025H1 公司及主要子公司(包括中信证券山东、中信证券华南、金通证券)在境内共拥有 54 家分公司、299 家证券营业部，覆盖全国主要省市区，实现客户数与托管资产的稳健增长，以数字化和全员投顾体系支撑起多资产配置能力。境外业务以香港、新加坡为双枢纽构建跨市场平台，并依托“跨境理财通”等机制深化粤港澳大湾区协同。公司正从传统渠道商向基于数字化能力与全球资源的资产配置平台升级，其境内外一体化服务生态是巩固行业龙头地位的关键壁垒。

图12: 中信证券分公司及证券营业部数量

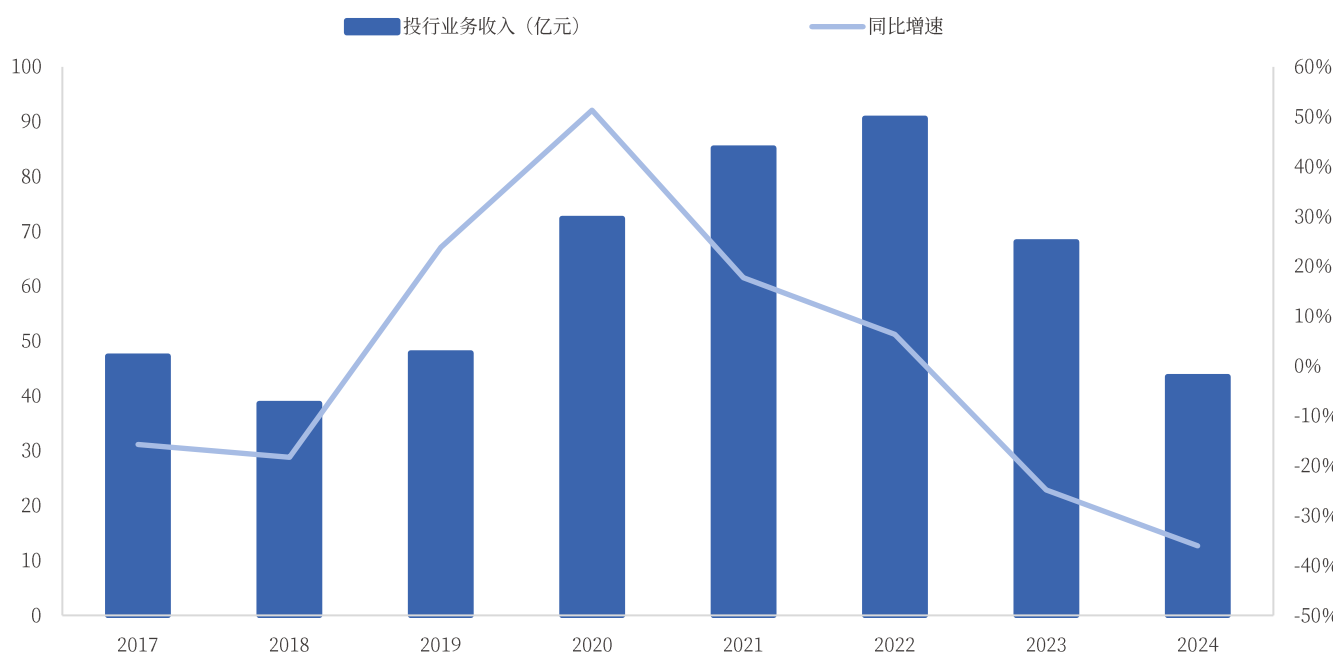


资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

## （二）投行业务：龙头地位难以撼动，跨境展业取得突破

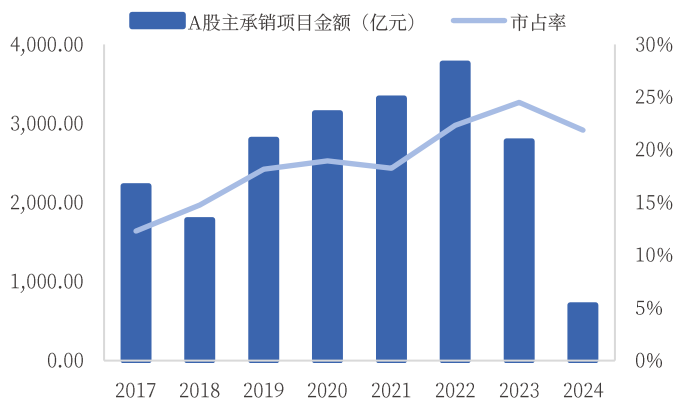
**公司投行业务收入、市占率稳居第一。**从整体看，中信证券投行业务保持行业领先地位，收入规模总体呈现波动上升趋势，受益于注册制改革的持续推进，资本市场扩容背景下行业马太效应显著，在 2020—2021 年实现显著增长，近年来虽增速有所放缓，但业务结构呈现股权与债权并进、债权增长更为稳健的格局。2025 年上半年，公司实现投行业务收入 21.77 亿元，同比增长 19.7%。其中，证券承销保荐业务收入 18.63 亿元，同比增长 16.36%；财务顾问业务收入 3.13 亿元，同比增长 44.27%。从承销规模来看，2025 年上半年公司完成 A 股主承销项目 36 单，承销规模（现金类及资产类）人民币 1485.28 亿元，承销规模相对于 2024 年承销规模翻倍，反弹迹象显著；A 股承销规模市占率为 19.19%，排名市场第一；债券承销方面，公司以 12768.31 亿元的承销规模和 6.28% 的市场份额领跑全市场，是唯一一家债券承销规模突破 1.2 万亿元的券商。

图13：中信证券投行业务收入及增速



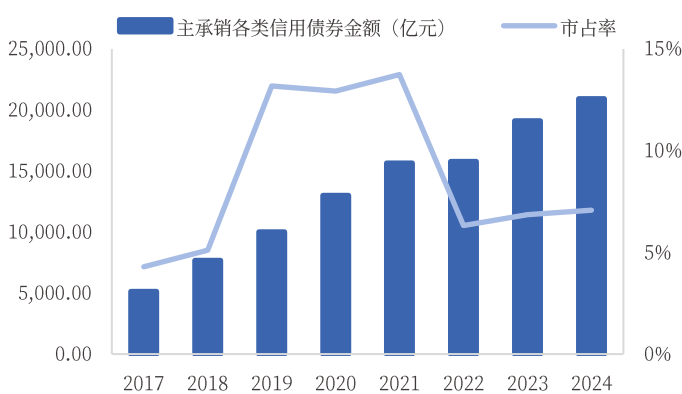
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图14：中信证券 A 股主承销项目金额及市占率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：中信证券主承销各类信用债券金额及市占率

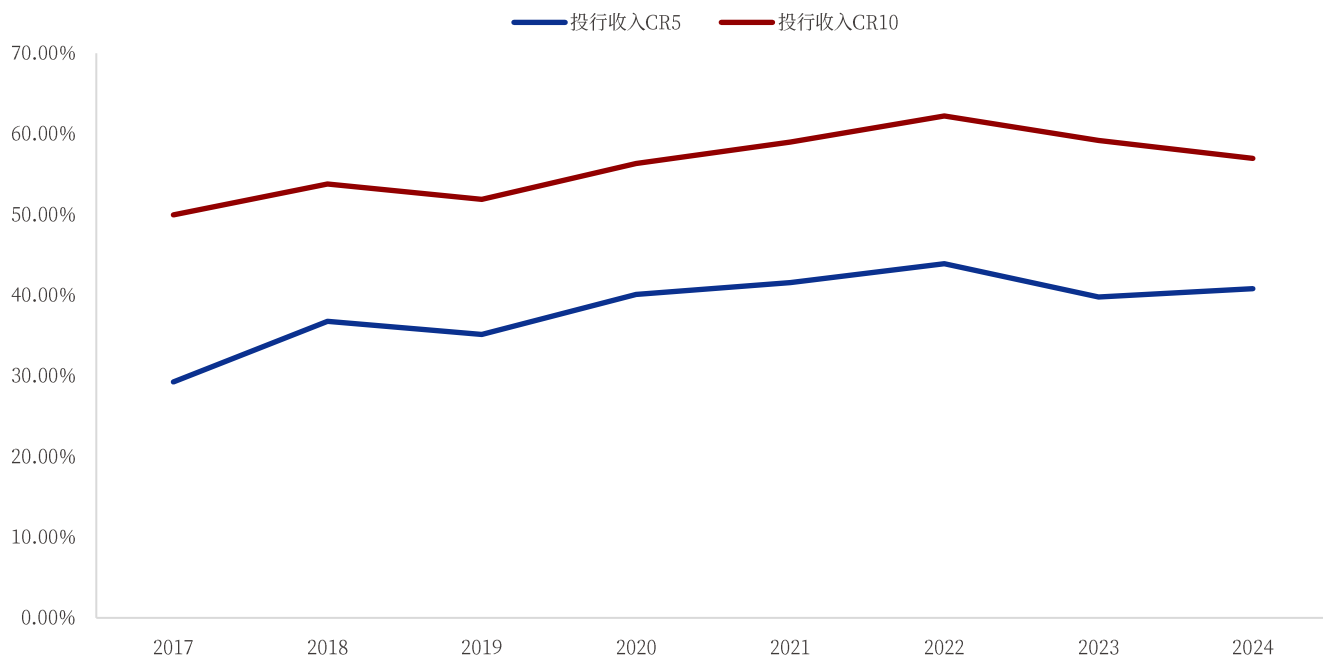


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**国际化布局取得关键突破，打开长期成长空间。**公司境外股权融资行业领先，在港股股权融资和中资离岸债券承销的市场排名分别提升至第二和第一，并在美国、印度、菲律宾、马来西亚、印尼、泰国、澳大利亚市场完成了 IPO、配售、供股、可转换债、大宗交易、高收益美元债、跨境并购等多元化交易，充分表明公司跨境服务能力持续实现突破，为分享中国企业出海和全球资本配置的红利奠定了基础。境外股权项目方面，2024 年，公司完成 47 单境外股权项目，按项目发行总规模在所有账簿管理人中平均分配的口径计算，承销规模 35.81 亿美元。其中，中国香港市场 IPO 项目 22 单、再融资项目 9 单，按项目发行总规模在所有账簿管理人中平均分配的口径计算，中国香港市场股权融资业务承销规模 27.17 亿美元，排名市场第二；美国、印度、菲律宾、马来西亚等海外市场完成股权融资项目 16 单，承销规模 8.64 亿美元。中资离岸债方面，公司完成 381 单中资离岸债项目，承销规模 50.48 亿美元，市场份额 4.23%，排名市场第一。财务顾问业务方面，公司完成 72 单涉及中国企业的全球并购项目，交易规模达到 300.19 亿美元，排名市场第二。

**行业投行业务集中度上升趋势显著，公司有望进一步提升市场地位。**在当前行业集中度持续提升、资本化转型加速的明确趋势下，公司坚持“以客户为中心”，进一步强化投行作为直接融资“服务商”和资本市场“看门人”的功能定位，围绕重点行业与客户深化全链条服务，切实支持实体经济高质量发展。公司主动把握行业结构分化机遇，实施聚焦战略，深耕符合国家战略导向、具备高成长性的关键领域，建立行业专业化团队，做深做透产业链服务，为客户提供覆盖股权融资、债务融资、并购重组等在内的综合投行解决方案。持续加强产业研究与创新能力，提升定价、销售与风险把控的专业化水平，构建差异化竞争优势。同时，公司依托平台优势，加强跨业务条线协同，推动“投行+投资+研究”联动，为重点行业客户提供全生命周期服务。在国际化布局中，也将延续行业聚焦策略，围绕跨境产业链与全球优质客户，提升国际竞争力和服务覆盖能力。我们认为，公司有望持续优化投行业务结构，强化资本运用效率，在行业集中化进程中巩固和提升自身市场地位。

图16：投行业务集中度呈现上升趋势

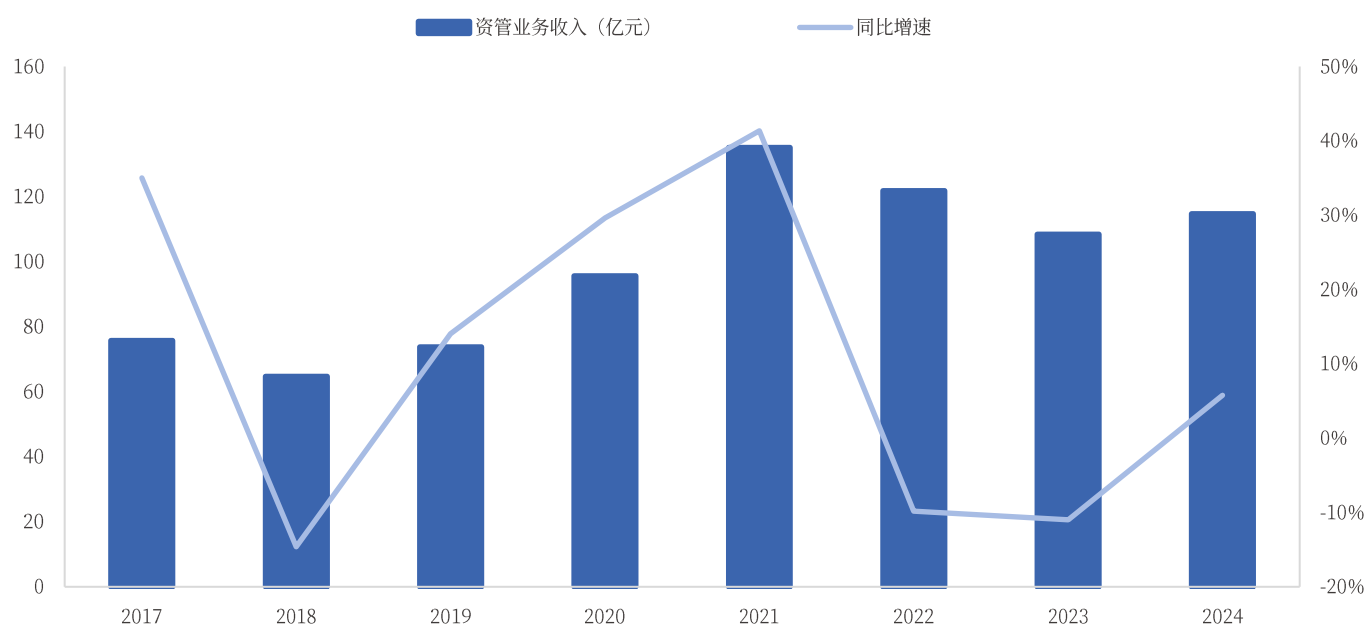


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）资管业务：长期占据行业领军地位，主动管理转型成效显著

公司资管业务处于行业绝对领先地位，收入稳居行业第一。公司资管业务构建了覆盖集合、单一、专项资产管理计划及公募化产品、养老金管理的多元业务体系，客户群体涵盖金融机构、非金融企业、高净值个人及零售客户，形成全客群服务能力，长期占据行业领军地位，核心经营指标持续领跑同业。2025 年前三季度，公司资管业务实现净收入 87.03 亿元，同比增长 16.4%，其中第三季度单季收入 32.6 亿元，同比增幅提升至 27.1%，在行业资管业务整体增速仅 2.43% 的背景下，展现出强劲的抗周期能力。从行业排名来看，前三季度中信证券资管收入远超广发证券（56.61 亿元）、国泰海通（42.73 亿元）等其他头部券商，稳居行业第一。

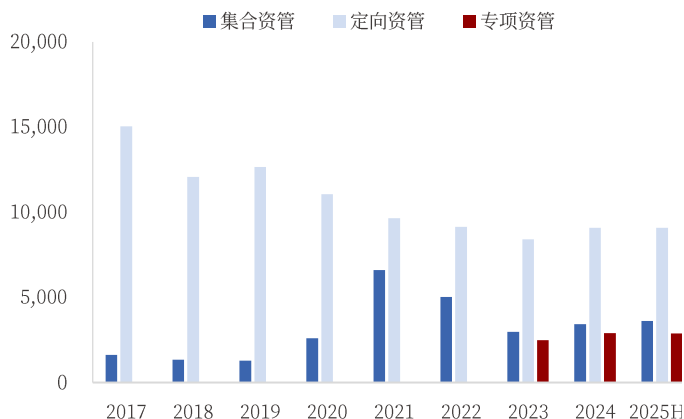
图17：中信证券资管业务收入及增速



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

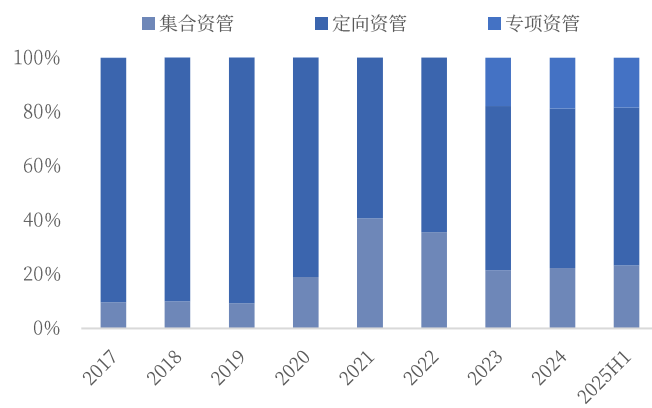
**主动管理转型成效显著，资产结构持续优化。**公司资产管理规模稳定维持行业第一，受托管理资产总规模从 2017 年的 16673 亿元上升至 2024 年的 15424 亿元，同比增长 11.1%，其中私募资产管理业务市占率 13.43%，位居行业首位。监管推动下，主动管理转型成为公司核心发展主线，资产管理结构不断优化。2024 年末，公司集合资产管理计划规模 3432.43 亿元，同比增长 15.3%；单一资产管理计划规模 9089.82 亿元，同比增长 7.99%，集合资产管理计划规模增速显著高于单一资产管理计划。从占比来看，集合资产管理计划占比从 2017 年 10% 上升至 2024 年的 22.25%，定向资产管理计划占比从 2017 年的 90.21% 下降至 2024 年的 58.93%，契合行业转型方向。在公募化转型方面，公司已完成全部 19 只大集合产品的公募化改造，涵盖货币类、纯债、固收+、权益多头等多种策略，为零售客户提供普惠投资服务的同时，进一步拓宽了主动管理业务边界。

图18: 中信证券各类资管产品规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

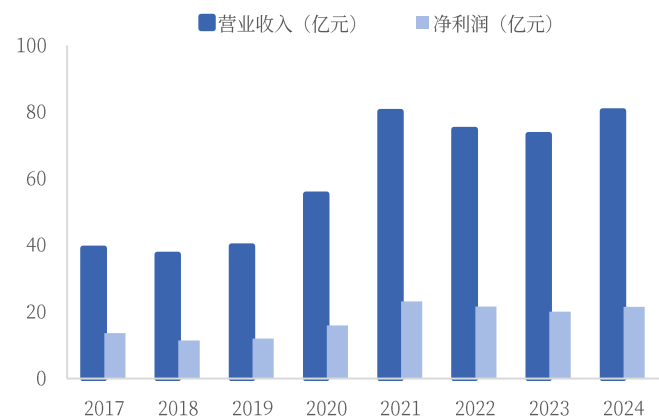
图19: 中信证券资管产品结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

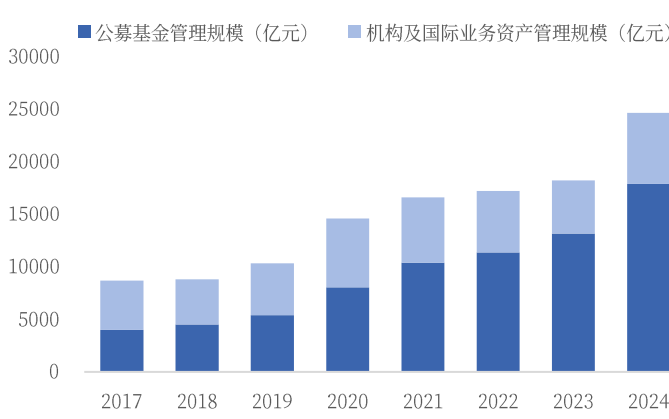
**华夏基金坚持高质量发展，实现规模、业绩稳步提升。**华夏基金作为中信证券资产管理板块的重要平台，近年来持续巩固公募行业龙头地位。2024年，华夏基金实现营业收入80.31亿元，同比增长9.61%；净利润21.58亿元，同比增长7.2%。截至2025H1，华夏基金整体管理资产规模达2.85万亿元，其中公募基金管理规模2.1万亿元，位居行业前列。华夏基金业务亮点在于关键领域的全面领先：ETF规模保持行业首位，债券与货币基金规模增长强劲，同时在公募REITs与养老金业务布局上处于市场引领地位。此外，华夏基金的机构与国际业务资产规模达7492.85亿元，显示其多元化的资金管理能力。华夏基金的核心竞争力源于其“全能型”产品布局与持续的数字赋能，产品线覆盖被动指数（ETF）、主动固收、货币、REITs及养老目标基金，并能通过数字化转型提升运营效率与客户体验，该基金的稳健发展为中信证券大资管生态提供了稳定贡献与品牌支撑。

图20: 华夏基金营收及净利



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图21: 华夏基金管理规模



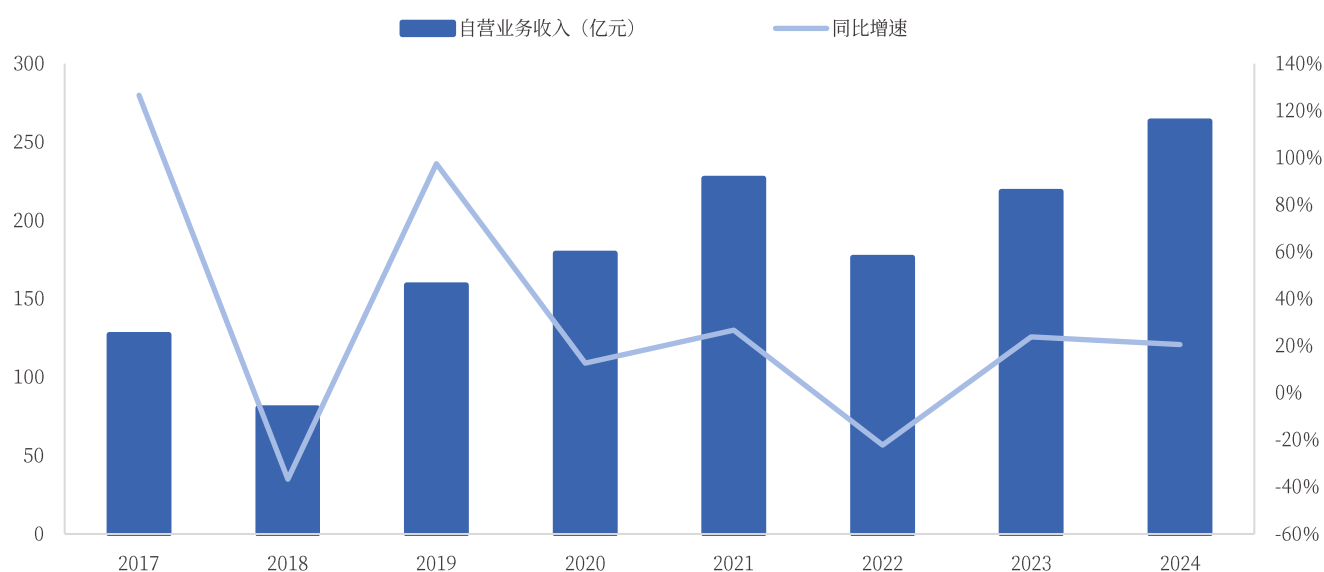
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

总体而言，公司资管业务在行业转型阵痛期仍保持了稳健发展态势。短期来看，随着权益市场回暖及主动管理产品布局深化，公司资管业务有望依托投研优势实现业绩稳步增长；中长期来看，公司有望凭借领先的规模优势、扎实的投研能力和集团协同资源，在主动管理和国际化升级中突破增长瓶颈，持续为公司贡献稳定收益，

#### （四）自营业务：多元资产实现均衡配置，综合优势构筑核心壁垒

公司自营业务综合优势显著，盈利贡献稳居首位。2024 年以来，随着稳增长政策持续加码、货币政策保持宽松取向，叠加资本市场改革与活跃市场相关政策密集出台，股债两端结构性交易机会明显增多。在此背景下，公司自营业务收入同比显著修复，体现出其在权益波段把握、固收久期与杠杆管理以及多策略协同运作方面的综合优势。2025 年以来，受益于 A 股市场交投活跃度提升、权益资产结构性行情凸显，中信证券自营业务实现规模与收益的同步跃升，核心指标持续领跑行业。从收入规模看，前三季度公司自营业务收入达 316.03 亿元，同比增长 45.88%，在 42 家上市券商中遥遥领先，远超国泰海通（203.7 亿元）等头部同行，彰显绝对规模优势。从收入贡献度来看，自营业务仍然是公司第一大收入来源，前三季度占总营收比例高达 56.62%，较 2024 年的 41.3% 大幅提升 15.32pct，在市场回暖周期中承担起盈利增长“主引擎”的角色。

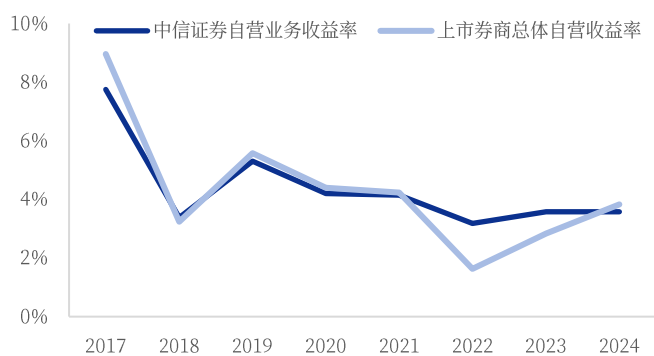
图22：中信证券自营业务收入及增速



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

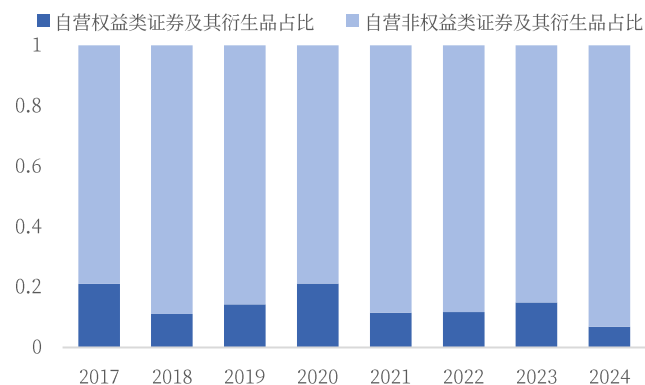
**多元资产均衡配置，能够精准把握结构性机会。**中信证券自营业务构建了覆盖权益类、固收类、衍生品及 FICC 的多元资产配置体系，通过动态调整仓位结构对冲市场风险，实现跨周期盈利。从资产构成来看，以“客需驱动”为核心的配置逻辑清晰，持仓资产主要包括融资类、固定收益类及客户需求对冲端股票，整体配置效果贴合市场节奏。2025 年以来，随着权益市场边际回暖，公司精准把握结构性机会，2025 年上半年公司持有的股票类资产当期损益达 33.73 亿元，同比增长 34.88%，为收益增长提供核心支撑；固收类投资稳步推进，作为基础配置发挥“压舱石”作用，2025 年上半年债券类资产当期损益 2.14 亿元，同比增长 1.83%，在利率波动周期中保持稳健收益。

图23：中信证券自营业务收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

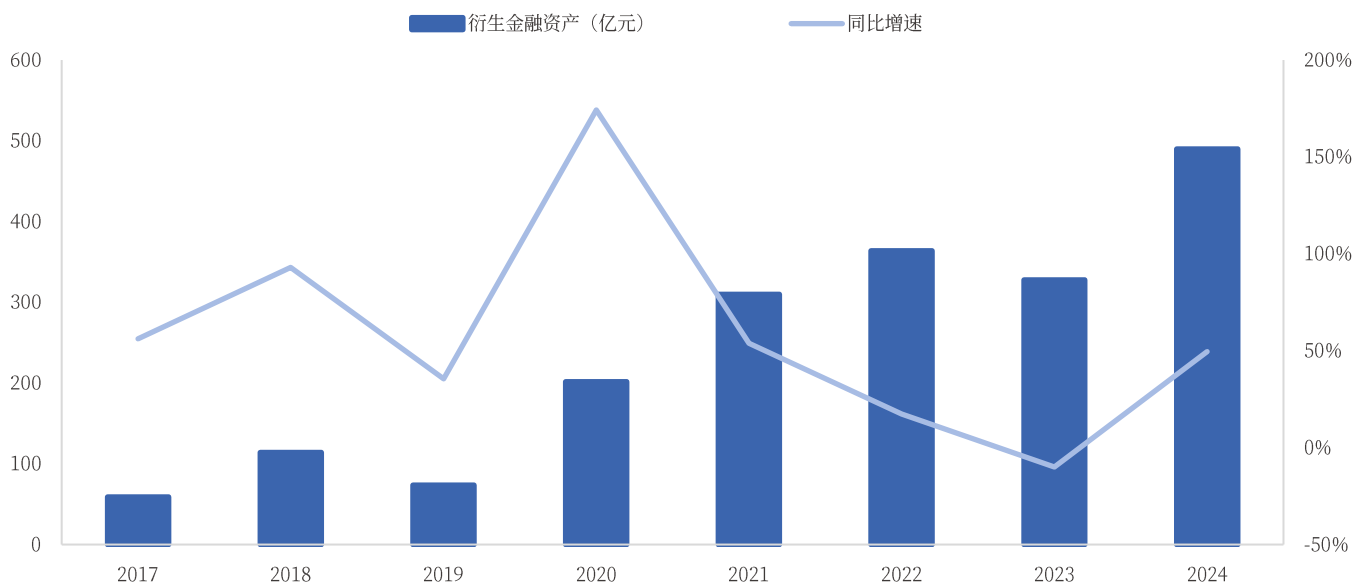
图24：中信证券自营投资结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**衍生品业务空间广阔，竞争优势渐强。**公司场外衍生品业务规模在行业需求回暖与风险管理需求上升的背景下加速扩张，衍生金融资产规模明显提升。截至 2024 年末，公司衍生品金融资产达到 489.97 亿元，同比增长 49.59%，创历史新高，显示客户对公司场外衍生品定价能力、履约能力及风控体系的认可。在市场波动加大、机构客户对非线性风险管理工具依赖增强的环境下，公司作为头部一级交易商，业务承接能力与客户黏性优势进一步凸显。更为重要的是，场外衍生品业务本身具备较高进入壁垒，对资质、风控系统、IT 定价能力及资本实力要求极高。公司凭借较早取得业务资质、长期深耕机构与高净值客户群体，并通过规模化交易不断摊薄边际成本，在行业集中度持续提升的背景下，有望持续巩固其领先地位。

图25：衍生金融资产规模

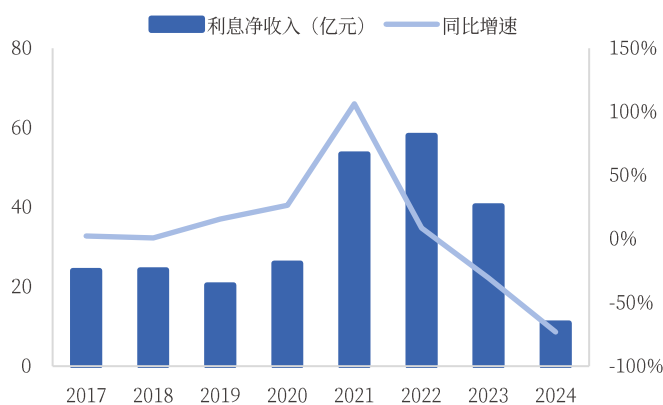


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （五）信用业务：两融业务快速发展，股票质押风险可控

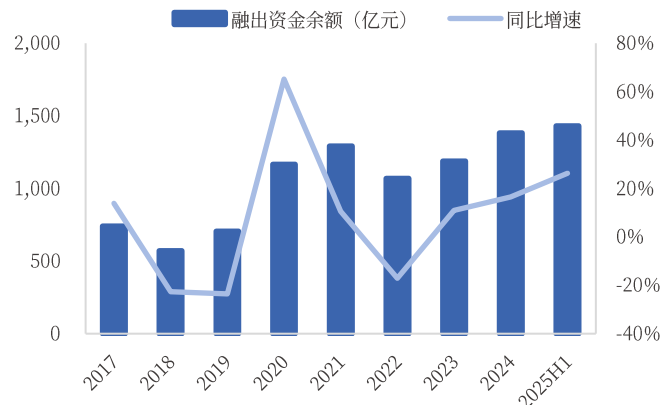
**头部阵营稳固，核心指标位于行业前列。**2024年，公司利息净收入在前期快速扩张后出现阶段性回落，主要受权益市场交投活跃度偏弱、融资需求波动及两融利差阶段性收窄等因素影响。尽管同比增速承压，但公司两融业务收入绝对水平依然位居行业前列，2025年上半年，公司两融利息收入达36.86亿元，同比增长7.04%，尽管增速低于部分中小券商的“弯道超车”表现，但凭借庞大的客户基数，收入规模仍处于行业第一梯队。从业务规模端看，公司两融融出资金余额近年来呈现高位运行并呈现温和扩张态势，截至2025H1，公司融出资金规模达1431.69亿元，同比增长26.30%，跟随行业扩张节奏实现稳步增长。

图26：中信证券利息净收入



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图27：中信证券融出资金余额

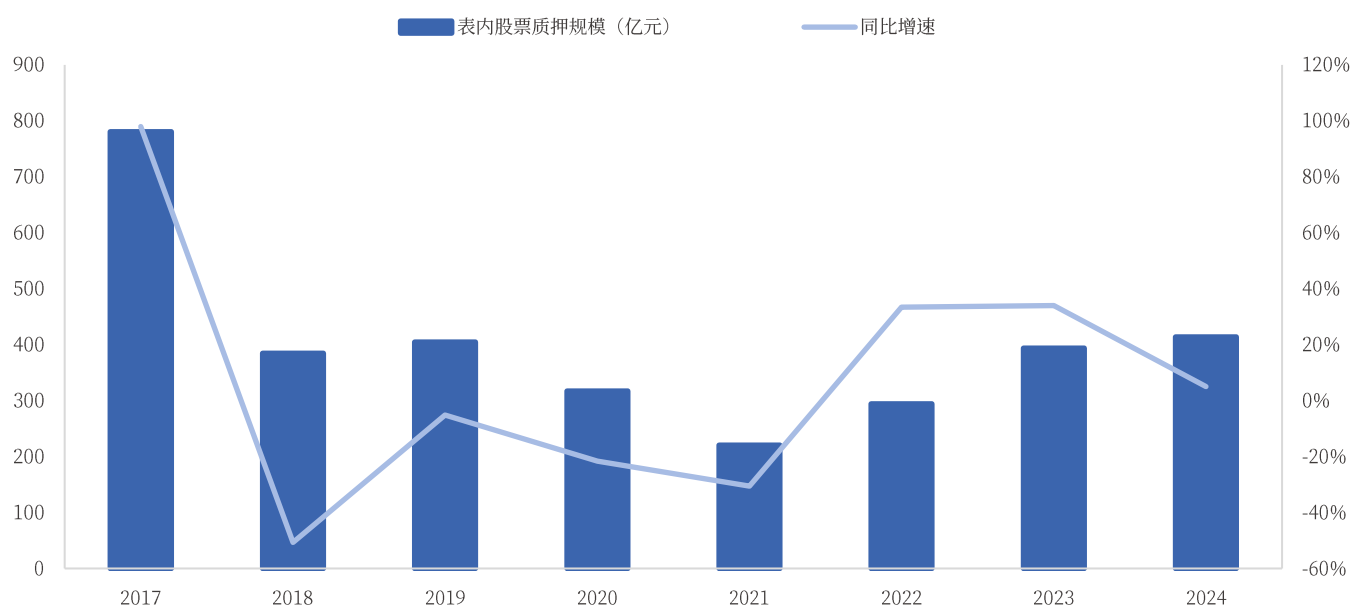


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

**股票质押规模维持低位，资产质量进一步改善。**公司股票质押业务规模在前期主动压降的基础上保持相对稳定，但整体仍显著低于历史高位，显示公司已基本完成高风险存量的出清与结构优化。在市场波动仍然存在、信用风险分化加剧的环境下，公司对股票质押业务采取更为审慎的准入与持续管理策略，有效控制了规模扩张节奏。截至2025H1，公司股票质押规模为421.68亿元，相较于年初提升1.97%。从风险特征看，公司股票质押业务在担保比例与风控约束方面持续强化，风险缓冲空间充足。在股价波动背景下，公司通过提高初始担保要求、动态补仓与风险监测机制，显著降低了潜在违约与强平风险。整体而言，股票质押业务已从此前的“规模驱动型”转向“风险收益匹配型”运作模式，对集团利润的边际贡献趋于稳定，而对资产质量与资本消耗的负面影响明显下降。在行业持续出清、监管导向趋严的背景下，公司股票质押业务的风险可控性与稳健性进一步凸显，有助于整体资产负债表质量的持续改善。

**公司信用业务有望实现量的温和扩张与结构优化，持续为业绩提供稳定支撑。**近期监管层围绕活跃资本市场、提升交易功能密集出台支持性政策，在风险总体可控的前提下，对融资融券制度进行边际优化，包括扩大融资融券标的范围、降低融资融券费率、将ETF纳入转融通标的，以及下调融资保证金最低比例等举措，有助于提升杠杆资金使用效率，增强两融业务对市场流动性的支撑作用。上述政策释放出明确的“稳杠杆、促交易”信号，为两融业务中期扩容奠定制度基础。在此背景下，公司凭借领先的客户基础、完善的两融风控体系及综合金融服务能力，有望持续提升融资融券业务市占率。随着融资需求修复及交易活跃度回升，在政策支持与行业集中度提升的双重驱动下，公司两融余额预计稳步增长，同时在合规与风险可控前提下，买入返售金融资产规模保持平稳扩张。

图28：中信证券股票质押规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

结合宏观经济环境、行业政策、市场趋势和公司发展现状，我们对中信证券 2025-2027 年业绩进行预测：

#### 1. 经纪业务

假设 2025-2027 年，A 股市场日均股基金交易金额分别为 2.0 万亿元/2.2 万亿元/2.3 万亿元，经纪业务市占率分别为 9.30%/9.35%/9.40%。考虑两个方面：一方面，A 股日均成交额提升带动代理买卖证券收入增长；另一方面，买方投顾资产规模持续扩张、金融产品代销能力增强，非交易佣金收入占比进一步提升，对冲传统佣金率下滑压力。2025 年前三季度公司经纪业务收入 109.4 亿元，同比增长 52.9%，基数抬升下 2026、2027 年增速预计回归稳健区间。受益于中长期资金入市、市场交投活跃度提升及财富管理转型深化等影响，预计公司 2025、2026、2027 年经纪业务收入分别为 169.04 亿元、184.94 亿元和 194.39 亿元，同比分别增长 57.79%、9.41%和 5.1%。

#### 2. 投行业务

假设 2025-2027 年，A 股市场 IPO 融资额分别为 1347.05 亿元、1616.46 亿元、2020.58 亿元，再融资额分别为 9500 亿元、5711.87 亿元和 6854.25 亿元，债券承销额分别为 16 万亿、17.6 万亿和 19.36 万亿，公司投行业务市占率分为 22.89%/23.09%/22.62%。考虑 A 股市场新质生产力领域企业上市需求旺盛，公司作为 IPO 承销龙头，将充分受益于优质项目储备释放；境外市场方面，中概股回归及内地龙头企业赴港上市趋势延续，国际投行业务收入贡献持续提升。2025 年前三季度公司投行收入 36.9 亿元，同比增长 30.9%，增长动能有望延续。依托 IPO 市场回暖及国家战略支持，预计公司 2025、2026、2027 年投行业务收入分别为 56.95 亿元、61.87 亿元和 70.37 亿元，同比分别增长 36.93%、8.64%和 13.74%。

#### 3. 资管业务

假设 2025-2027 年，公司资产管理规模分别为 16041.44 亿元、16843.51 亿元和 17854.12 亿元，管理费率分别为 0.78%/0.79%/0.80%。考虑公司集合资管计划规模稳步扩张，公募化改造产品持续贡献收益；养老金管理业务凭借稳健业绩表现，规模进一步提升。2025 年前三季度公司资管收入 87.0 亿元，同比增长 16.4%，增长韧性较强。主动管理转型深化叠加集团协同优势，预计公司 2025、2026、2027 年资管业务收入分别为 122.72 亿元、129.9 亿元和 138.79 亿元，同比分别增长 16.81%、5.85%和 6.85%。

#### 4. 自营业务

假设 2025-2027 年，公司金融资产规模为 10205.34 亿元、11887.42 亿元、13810.57 亿元，综合收益率为 4%、4%、4%。A 股权益市场结构性机会凸显，公司有望凭借出色的投研能力，精准把握优质资产扩大收益；FICC 业务受益于利率、汇率市场化改革，收入趋于稳定增长；衍生品业务规模持续扩大，对冲策略有效降低业绩波动。2025 年前三季度公司自营收入 303.6 亿元，同比增长 36.3%，考虑到市场基数抬升，2026 年预计增速趋缓。受市场行情及资产配置优化驱动，预计公司 2025、2026、2027 年自营业务收入分别为 408.21 亿元、475.49 亿元和 552.43 亿元，同比分别增长 25.66%、16.48%和 16.18%。

#### 5. 信用业务

假设 2025-2027 年，市场两融余额分别为 2.08 万亿元、2.6 万亿元、2.8 万亿元，公司两融业务市占率分别为 10.2%/10.25%/10.5%。优质客户基础支撑公司融出资金规模稳步增长，股票质押业务持续聚焦优质企业，风险出清成效显著，业务规模保持平稳。2025 年前三季度公司净利息收入 7.6 亿元，同比下降 16.9%，但两融业务规模迎来历史新高且增长有望延续，净利息收入有望恢复

正增长。两融业务随市场风险偏好提升稳步扩张，预计公司 2025、2026、2027 年净利息收入分别为 31.56 亿元、32.88 亿元和 39.05 亿元，同比分别增长 191.14%、4.18%和 18.77%。

根据以上假设，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 791.52 亿元、888.15 亿元和 998.12 亿元，同比增速分别为 24.08%、12.21%和 12.38%；2025-2027 年归母净利润分别为 264.5 亿元、306.85 亿元和 339.42 亿元，同比增速分别为 21.87%、16.01%和 10.61%；2025-2027 年 EPS 分别为 1.78、2.07 和 2.29，对应 PE 估值分别为 16.09x、13.87x 和 12.54x。

表3：营业收入预测表

|          | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入     | 651.09  | 600.68  | 637.89  | 791.52  | 888.15 | 998.12 |
| YOY      | -14.92% | -7.74%  | 6.19%   | 24.08%  | 12.21% | 12.38% |
| 经纪业务收入   | 111.69  | 102.23  | 107.13  | 169.04  | 184.94 | 194.39 |
| YOY      | -14.28% | -8.47%  | 4.79%   | 57.79%  | 9.41%  | 5.11%  |
| 投行业务收入   | 86.54   | 62.94   | 41.59   | 56.95   | 61.87  | 70.37  |
| YOY      | 6.10%   | -27.27% | -33.92% | 36.93%  | 8.64%  | 13.74% |
| 资管业务收入   | 109.4   | 98.49   | 105.06  | 122.72  | 129.9  | 138.79 |
| YOY      | -6.51%  | -9.97%  | 6.67%   | 16.81%  | 5.85%  | 6.84%  |
| 信用业务收入   | 58.06   | 40.29   | 10.84   | 31.56   | 32.88  | 39.05  |
| YOY      | 8.79%   | -30.61% | -73.10% | 191.14% | 4.18%  | 18.77% |
| 自营业务收入   | 176.36  | 218.46  | 324.86  | 408.21  | 475.5  | 552.42 |
| YOY      | -22.25% | 23.87%  | 48.70%  | 25.66%  | 16.48% | 16.18% |
| 其他业务收入   | 109.04  | 78.29   | 109.83  | 3.04    | 3.06   | 3.10   |
| YOY      | -25.74  | -28.20% | 40.29%  | -97%    | 1%     | 1%     |
| 归属母公司净利润 | 213.17  | 197.21  | 217.04  | 264.50  | 306.85 | 339.42 |
| YOY      | -7.72   | -7.49%  | 10.06%  | 21.87%  | 16.01% | 10.61% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率（PB）。综合考虑中信证券作为龙头券商的相对优势，选择综合实力较强的国泰海通、华泰证券、招商证券、广发证券、国信证券作为可比公司，考虑到中信证券的行业绝对龙头地位，给与公司一定估值溢价。五家可比公司对应 2026 年调整后 PB 估值为 1.39x，我们预测公司 2025 年 BVPS 为 24.07 元，对应目标价 33.48 元。

表4：中信证券可比公司 PB 估值表

| 证券代码      | 公司简称 | 股价（元）      | 每股净资产（元） |       |       |       |       | PB    |       |       |  |
|-----------|------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|           |      | 2025/12/26 | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |  |
| 601211.SH | 国泰海通 | 20.76      | 2.11     | 17.33 | 18.5  | 19.75 | 1.10  | 1.20  | 1.12  | 1.05  |  |
| 601688.SH | 华泰证券 | 23.89      | 18.1     | 19.07 | 22.67 | 26.95 | 1.32  | 1.25  | 1.05  | 0.89  |  |
| 600999.SH | 招商证券 | 16.74      | 13.24    | 14.95 | 16.15 | 17.45 | 1.26  | 1.12  | 1.04  | 0.96  |  |

|             |      |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| 000776.SZ   | 广发证券 | 22.2  | 15.88 | 19.22 | 20.86 | 22.64 | 1.40 | 1.16 | 1.06 | 0.98 |
| 002736.SZ   | 国信证券 | 13.25 | 9.23  | 11.66 | 12.57 | 13.55 | 1.44 | 1.14 | 1.05 | 0.98 |
| 调整后平均 PB 估值 |      |       |       |       |       |       | 1.69 | 1.52 | 1.39 | 1.26 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

为进一步验证估值可靠性，我们继续选择市盈率（PE）作为参考指标进行可比公司估值，同样选取国泰海通、华泰证券、招商证券、广发证券、国信证券作为可比公司，并给与中信证券一定估值溢价。五家可比公司对应 2026 年调整后 PE 估值为 15.69x，我们预测公司 2025 年 EPS 为 2.07 元，对应目标价 32.48 元。在国内资本市场改革深化、监管趋严的背景下，证券行业“马太效应”愈发显著，资本实力、风控能力、综合服务能力更强的头部券商有望持续抢占市场份额。公司作为行业龙头，不仅在规模和业绩上遥遥领先，更在财富管理、跨境投行、主动资管等高质量发展领域持续突破，形成了可持续的增长动力，有望在市场周期波动中保持优于行业的业绩表现。结合上述估值情况，首次覆盖给与推荐评级。

表5：中信证券可比公司 PE 估值表

| 证券代码        | 公司简称 | 股价（元）      | 每股净收益（元） |       |       |       |       | PE    |       |       |  |
|-------------|------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|             |      | 2025/12/26 | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |  |
| 601211.SH   | 国泰海通 | 20.76      | 1.46     | 1.53  | 1.68  | 1.85  | 14.22 | 13.57 | 12.36 | 11.22 |  |
| 601688.SH   | 华泰证券 | 23.89      | 1.7      | 1.9   | 2.13  | 2.34  | 14.05 | 12.57 | 11.22 | 10.21 |  |
| 600999.SH   | 招商证券 | 16.74      | 1.19     | 1.41  | 1.56  | 1.72  | 14.07 | 11.87 | 10.73 | 9.73  |  |
| 000776.SZ   | 广发证券 | 22.2       | 1.26     | 1.76  | 2.01  | 2.21  | 17.62 | 12.61 | 11.04 | 10.05 |  |
| 002736.SZ   | 国信证券 | 13.25      | 0.85     | 1.09  | 1.24  | 1.36  | 15.59 | 12.16 | 10.69 | 9.74  |  |
| 调整后平均 PE 估值 |      |            |          |       |       |       | 21.15 | 17.58 | 15.69 | 14.27 |  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

宏观经济不及预期的风险；资本市场改革落地不及预期的风险；资本市场波动的风险。

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 中信证券发展历程.....                | 3  |
| 图 2: 中信证券主要收并购案例 .....            | 5  |
| 图 3: 中信证券总资产规模 .....              | 7  |
| 图 4: 中信证券净资产规模 .....              | 7  |
| 图 5: 中信证券总营收.....                 | 7  |
| 图 6: 中信证券归母净利润 .....              | 7  |
| 图 7: 中信证券杠杆倍数.....                | 8  |
| 图 8: 中信证券 ROE.....                | 8  |
| 图 9: 中信证券业务收入结构 .....             | 9  |
| 图 10: 中信证券经纪业务净收入及增速 .....        | 10 |
| 图 11: 中信证券经纪业务净收入构成 .....         | 11 |
| 图 12: 中信证券分公司及证券营业部数量 .....       | 11 |
| 图 13: 中信证券投行业务收入及增速 .....         | 12 |
| 图 14: 中信证券 A 股主承销项目金额及市占率 .....   | 12 |
| 图 15: 中信证券主承销各类信用债券金额及市占率.....    | 12 |
| 图 16: 投行业务集中度呈现上升趋势 .....         | 13 |
| 图 17: 中信证券资管业务收入及增速 .....         | 14 |
| 图 18: 中信证券各类资管产品规模（亿元） .....      | 15 |
| 图 19: 中信证券资管产品结构.....             | 15 |
| 图 20: 华夏基金营收及净利.....              | 15 |
| 图 21: 华夏基金管理规模.....               | 15 |
| 图 22: 中信证券自营业务收入及增速 .....         | 16 |
| 图 23: 中信证券自营业务收益率.....            | 17 |
| 图 24: 中信证券自营投资结构.....             | 17 |
| 图 25: 衍生金融资产规模.....               | 17 |
| 图 26: 中信证券利息净收入.....              | 18 |
| 图 27: 中信证券融出资金余额.....             | 18 |
| 图 28: 中信证券股票质押规模.....             | 19 |
| 表 1: 中信证券十大股东明细（截止到 2025Q3） ..... | 4  |
| 表 2: 中信证券再融资历程.....               | 5  |

|      |                      |    |
|------|----------------------|----|
| 表 3: | 营业收入预测表.....         | 21 |
| 表 4: | 中信证券可比公司 PB 估值表..... | 21 |
| 表 5: | 中信证券可比公司 PE 估值表..... | 22 |

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (亿元)     | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>资产总计</b>    | 20,212.90    | 22,188.72    | 23,828.82    | 20,212.90    |
| 货币资金           | 5,847.39     | 7,050.17     | 8,181.04     | 5,847.39     |
| 结算备付金          | 728.66       | 855.34       | 933.11       | 728.66       |
| 交易性金融资产        | 6,908.62     | 6,908.62     | 6,908.62     | 6,908.62     |
| 长期股权投资         | 96.08        | 96.08        | 96.08        | 96.08        |
| 固定资产           | 76.75        | 69.10        | 62.19        | 76.75        |
| 无形资产           | 33.22        | 33.22        | 33.22        | 33.22        |
| 商誉             | 84.48        | 84.48        | 84.48        | 84.48        |
| 其他资产           | 40.85        | 40.85        | 40.85        | 40.85        |
| <b>负债合计</b>    | 16,957.94    | 18,622.00    | 19,915.38    | 16,957.94    |
| 代理买卖证券款        | 5,436.22     | 6,528.49     | 7,173.13     | 5,436.22     |
| 其他负债           | 71.16        | 71.16        | 71.16        | 71.16        |
| <b>所有者权益合计</b> | 3,254.96     | 3,566.72     | 3,913.44     | 3,254.96     |
| 归属于母公司所有者      | 3,189.07     | 3,490.69     | 3,826.18     | 3,189.07     |
| 少数股东权益         | 65.89        | 76.03        | 87.25        | 65.89        |
|                |              |              |              |              |
| <b>主要财务比率</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 收入增速           | 6.20%        | 24.08%       | 12.21%       | 12.38%       |
| 归母净利润增速        | 10.06%       | 21.87%       | 16.01%       | 10.61%       |
| 资产负债率          | 82.54%       | 83.90%       | 83.93%       | 83.58%       |
| ROE            | 7.56%        | 8.41%        | 8.89%        | 8.96%        |
| 每股收益 (EPS)     | 1.46         | 1.78         | 2.07         | 2.29         |
| 每股净资产 (BPS)    | 20.16        | 21.96        | 24.07        | 26.41        |
| P/E            | 19.60        | 16.09        | 13.87        | 12.54        |
| P/B            | 1.42         | 1.31         | 1.19         | 1.09         |

| 利润表 (亿元)    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b> | 637.89 | 791.52 | 888.15 | 998.12 |
| 利息净收入       | 10.84  | 31.56  | 32.88  | 39.05  |
| 经纪业务手续费净收入  | 107.13 | 169.04 | 184.94 | 194.39 |
| 投行业务手续费净收入  | 41.59  | 56.95  | 61.87  | 70.37  |
| 资管业务手续费净收入  | 105.06 | 122.72 | 129.90 | 138.78 |
| 投资收益        | 324.86 | 408.22 | 475.49 | 552.43 |
| 其他业务收入      | 109.83 | 3.03   | 3.06   | 3.09   |
| <b>营业支出</b> | 352.83 | 431.66 | 481.83 | 554.15 |
| 业务及管理费      | 300.84 | 373.72 | 428.01 | 498.73 |
| 其他业务成本      | 58.40  | 60.84  | 56.28  | 58.51  |
| <b>营业利润</b> | 285.06 | 359.86 | 406.32 | 443.97 |
| 营业外收入和支出    | -0.88  | 0.42   | 0.09   | -0.13  |
| <b>利润总额</b> | 284.18 | 360.27 | 406.40 | 443.84 |
| 减：所得税费用     | 58.29  | 86.47  | 89.41  | 93.21  |
| <b>净利润</b>  | 225.89 | 273.81 | 317.00 | 350.64 |
| 归母净利润       | 217.04 | 264.50 | 306.85 | 339.42 |
| 少数股东损益      | 8.86   | 9.31   | 10.14  | 11.22  |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**张琦**，非银行业分析师，2 年非银行业研究经验，对外经济贸易大学博士，2020 年 12 月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                     | 评级   | 说明                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上       |
|                                                                                                                                          |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间  |
|                                                                                                                                          |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |
|                                                                                                                                          | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上       |
|                                                                                                                                          |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 |
|                                                                                                                                          |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间   |
|                                                                                                                                          |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn