

2026 年 03 月 17 日

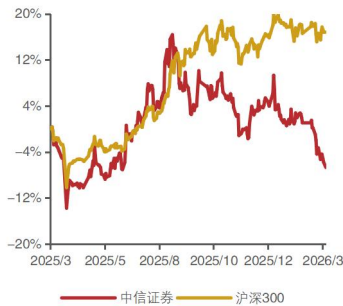
投资评级：买入（首次）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 03 月 16 日

收盘价（元）	25.50
一年内最高/最低（元）	32.53/23.80
总市值（百万元）	377,923.94
流通市值（百万元）	377,314.01
总股本（百万股）	14,820.55
资产负债率（%）	84.17
每股净资产（元/股）	18.91

资料来源：聚源数据

中信证券(600030.SH)

——综合实力强劲的龙头券商

投资要点：

- **行业龙头有望受益于“航母级券商”政策与集中度提升。**在国家推动金融强国建设、打造国际一流投行和“航母级券商”的政策导向下，证券行业马太效应加剧，资源或将向头部机构集中。中信证券作为行业龙头，营业收入和净利润连续多年排名行业第一，在投行、财富管理等核心业务上均保持市场领先地位，预计将充分受益于此轮政策红利和行业整合趋势。
- **长期战略眼光优异，国际化布局深入。**公司在战略布局上展现出鲜明的逆周期特征：市场行情好的阶段主动夯实核心能力，行业低谷期推进业务整合，体现出较强的前瞻性判断与长期规划能力。公司国际化战略布局领先同业，通过中信里昂证券在全球多个国家设有分支机构，境外业务已成为重要的增长极，2025H1 中信证券国际实现净利润 3.9 亿美元，同比增长 66%，国际业务收入占比已提升至 20.92%。
- **综合化金融服务能力强。**公司已建立起覆盖全品种、全市场的综合金融服务平台，业务结构多元且均衡，客需业务能够覆盖机构、高净值及零售多层次客户，固收做市、场外衍生品体系完善。公司“投行+资管+财富+FICC/衍生品”各业务均处于行业头部地位，全牌照+全链条的一体化平台不断巩固公司竞争优势。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 301/338/399 亿元，同比增速分别为 38.5%/12.3%/18.1%。我们选取国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河作为可比公司，中信证券 2026 年盈利预测对应 1.10 倍 PB，可比公司平均 PB0.94 倍。考虑中信证券为行业龙头，2026 年公司投行业务有望显著受益于政策端支持实现高速增长，经纪、自营、资管等业务有望全面受益于权益市场“慢牛”行情，作为行业龙头有望享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**资本市场波动风险，宏观经济波动风险，行业政策变化风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	60068	63789	74829	84450	98770
同比增长率（%）	-7.7%	6.2%	17.3%	12.9%	17.0%
归母净利润（百万元）	19721	21704	30054	33761	39876
同比增长率（%）	1.0%	10.1%	38.5%	12.3%	18.1%
每股收益（元/股）	1.33	1.46	2.03	2.28	2.69
ROE（%）	7.6%	7.7%	9.8%	10.2%	11.2%
市盈率（P/E）	19.2	17.4	12.6	11.2	9.5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们采用可比估值法，选取国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河作为可比公司，中信证券 2026 年盈利预测对应 1.10 倍 PB，可比公司平均 PB0.94 倍。考虑中信证券为行业龙头，2026 年公司投行业务有望显著受益于政策端支持实现高速增长，经纪、自营、资管等业务有望全面受益于权益市场“慢牛”行情，作为行业龙头有望享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 经纪业务。我们假设 2026–2027 年全市场股基交易额日均同比+12%/+10%，假设 2025–2027 年公司股基成交量市占率为 7.20%/7.30%/7.35%，佣金率为 0.016%/0.015%/0.015%。综上，预计 2025–2027 年经纪业务手续费收入同比+35%/+11%/+8%。

2) 投行业务。预计 2025–2027 年投行业务收入同比+18%/+25%/+15%。

3) 自营业务。我们假设 2025–2027 年金融资产同比+13%/+14%/+13%；预计 2026 年权益市场行情持续向好，我们假设 2025–2027 年公司金融工具综合投资收益率分别为 5.5%/4.8%/5.0%；综上，预计 2025–2027 年投资收益+公允价值变动损益同比+61%/+2%/+20%。

4) 资管业务。预计 2025–2027 年资管业务收入同比+13%/+25%/+15%。

投资逻辑要点

1) 中信证券发布 2025 年业绩快报，全年实现归母净利润 300.51 亿元，同比增长 38.5%，超出市场预期，主要得益于经纪、投行、自营及境外业务的强劲增长，显示出中信证券作为行业龙头的强劲增长动能。

2) 公司在战略布局上展现出鲜明的逆周期特征：市场行情好的阶段主动夯实核心能力，行业低谷期果断推进业务整合，体现出较强的前瞻性判断与长期规划能力。

3) 监管层明确支持优质券商通过创新业务和适度杠杆提升 ROE，中信证券作为行业龙头，有望核心受益于行业集中度提升和资源倾斜。

核心风险提示

资本市场波动风险，宏观经济波动风险，行业政策变化风险

内容目录

1. 行业龙头地位巩固，综合实力与多元布局驱动高质量增长	5
2. 分业务板块介绍	8
2.1. 经纪业务：交投回暖与转型驱动收入创新高	8
2.2. 投行业务：头部优势凸显，硬科技承销能力领先	9
2.3. 自营投资：资产配置精准，衍生品与固收业务优势稳固	10
2.4. 资产管理：华夏基金受益于公募业务回暖和 ETF 战略	13
3. 盈利预测与评级	14
3.1. 盈利预测拆分	14
3.2. 相对估值	15
4. 风险提示	15

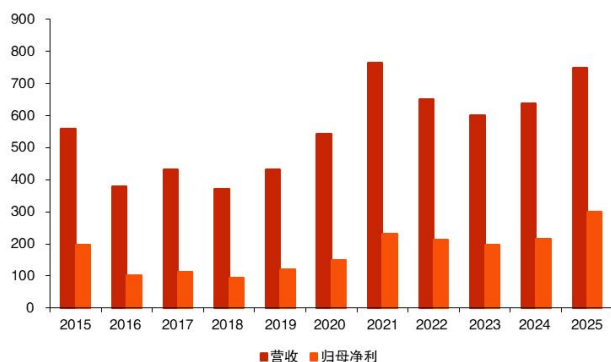
图表目录

图表 1: 2015-2025 年公司营收和归母净利润变化情况 (亿元)	5
图表 2: 2015-2025 年公司总资产和归母净资产变化情况 (亿元)	5
图表 3: 部分头部券商 2020-2025 前 3 季度扣非 ROE 变化情况 (% , 年化)	5
图表 4: 25Q3 末公司多项规模指标均居行业首位 (亿元)	6
图表 5: 2025 年前 3 季度公司各项业务收入均居行业首位 (亿元)	6
图表 6: 公司前五大股东持股情况	6
图表 7: 公司主要子公司业务范围	7
图表 8: 2020-2025H1 中信证券华南公司营收和净利润变化情况	8
图表 9: 2017-2025H1 中信证券境外营收占比呈上升趋势	8
图表 10: 2016-2025 前 3 季度经纪业务手续费净收入变化情况	9
图表 11: 2025H2 代销权益基金保有规模前十券商情况 (亿元)	9
图表 12: 2016-2025 中信证券 A 股承销金额变化情况	9
图表 13: 2016-2025 中信证券港股承销金额变化情况	9
图表 14: 2016-2025 中信证券投行业务各条线市场份额变化情况	10
图表 15: 2016-2025 前 3 季度公司投行业务收入变化情况	10
图表 16: 2025 年前 3 季度金融工具投资收益+公允价值变动损益大幅增长	11
图表 17: 2019-2025Q3 末金融总资产变化情况	11
图表 18: 2019-2025Q3 末金融资产结构变化情况	11
图表 19: 2020-2025 前 3 季度金融工具投资收益率 (年化) 变化情况	11
图表 20: 过去十年股债涨跌幅变化情况	12
图表 21: 各头部券商金融工具投资收益率 (年化) 对比	12
图表 22: 公司资管业务手续费净收入变化情况	13
图表 23: 2016-2025 年华夏基金股票型和混合型基金份额变化情况	13
图表 24: 华夏基金 2017-2025H1 营收变化情况	14
图表 25: 华夏基金为中信证券贡献业绩占比变化情况	14
图表 26: 指数型基金资产净值前十的公募基金公司	14
图表 27: 指数型基金市场格局较为集中	14
图表 28: 可比公司估值表	15

1. 行业龙头地位巩固，综合实力与多元布局驱动高质量增长

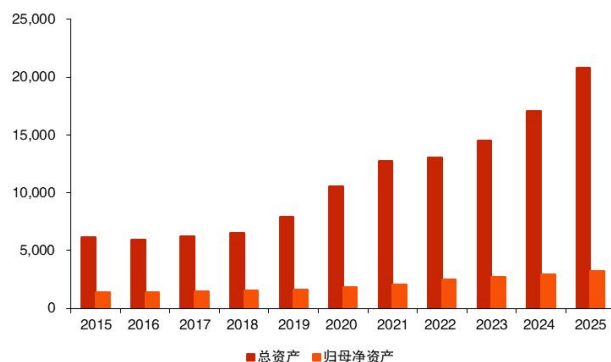
综合实力强劲的龙头券商。近期公司发布 2025 年业绩快报，截至 2025 年末，公司资产总额达 2.08 万亿元，2015–2025 年 CAGR 达 13.0%，总营收达 748.3 亿元（yoy+28.75%，2024 年追溯调整后口径），归母净利润达 300.51 亿元（yoy+38.46%）。资本规模方面，公司总资产、营业收入和净利润等核心规模指标连续多年位居行业第一；业务实力方面，2025 年前 3 季度，公司经纪、投行、资管、自营业务收入均排名行业第 1，龙头地位稳固；盈利能力方面，中信证券 2020–2024 年扣非 ROE 均值为 9% 左右，2025 年以来受益于市场环境和行业格局影响，公司扣非 ROE 进一步提升，根据 2025 年业绩快报，2025 年公司加权平均 ROE 达 10.58%，同比+2.49pct。在新“国九条”等政策推动下，证券行业“马太效应”加剧，监管层明确支持打造“航母级券商”，公司作为行业龙头，预计将核心受益于行业集中度提升和资源倾斜。

图表 1：2015–2025 年公司营收和归母净利润变化情况（亿元）



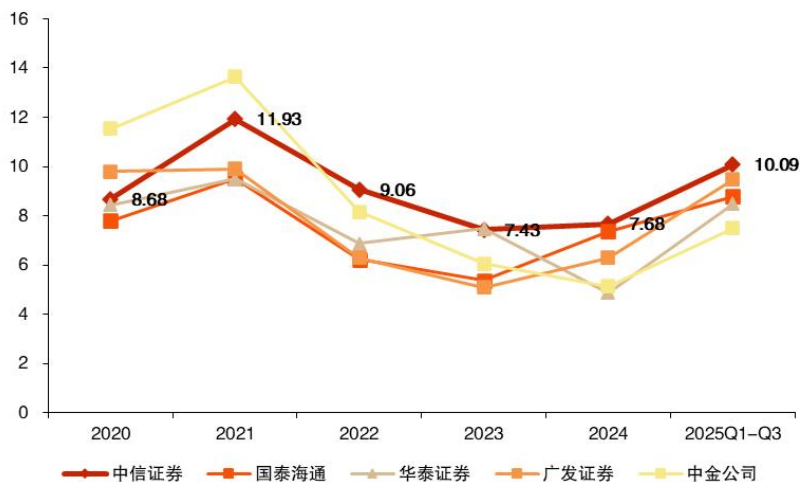
资料来源：wind，华源证券研究所
备注：2025 年为业绩快报数据

图表 2：2015–2025 年公司总资产和归母净资产变化情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：2025 年为业绩快报数据

图表 3：部分头部券商 2020–2025 前 3 季度扣非 ROE 变化情况（%，年化）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：25Q3 末公司多项规模指标均居行业首位（亿元）

	总资产	排名	归母净资产	排名	营业收入	排名	归母净利润	排名
中信证券	20263	1	3150	2	558	1	232	1
国泰海通	20089	2	3241	1	459	2	221	2
华泰证券	10258	3	2054	3	271	3	127	3
广发证券	9534	4	1535	4	262	4	109	5
中国银河	8611	5	1524	5	228	5	110	4
中金公司	7649	6	1155	9	208	6	66	10
招商证券	7456	7	1346	6	182	9	89	7
申万宏源	7220	8	1112	10	195	7	80	8
中信建投	6628	9	1158	8	173	10	71	9
国信证券	5611	10	1272	7	192	8	91	6

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2025 年前 3 季度公司各项业务收入均居行业首位（亿元）

	经纪业务手续费净收入	排名	投行业务手续费净收入	排名	资管业务手续费净收入	排名	自营业务收入	排名
中信证券	109	1	37	1	87	1	316	1
国泰海通	108	2	26	3	43	3	204	2
华泰证券	66	5	19	4	14	5	102	6
广发证券	70	3	5	13	57	2	93	8
中国银河	63	7	5	17	4	16	121	3
中金公司	45	9	29	2	11	6	110	5
招商证券	66	4	5	14	7	12	73	9
申万宏源	45	10	9	7	5	14	119	4
中信建投	58	8	18	5	10	9	69	10
国信证券	64	6	6	10	5	15	99	7

资料来源：wind，华源证券研究所

公司股东结构稳定，越秀资本减持影响预计有限。截至 2025 年三季报，第一大股东中国中信金融控股持股占比 19.84%，广州越秀资本控股集团股份有限公司直接和间接合计持股占比 8.54%（A 股 6.09%+H 股 2.45%），大股东均为国有企业，股权结构较为稳定。2026 年 1 月 16 日，越秀资本发布公告，拟将通过二级市场出售不超过中信证券总股本 1%的股份，我们认为，此次减持主要基于越秀资本战略配置调整及资金安排的需要，若减持达到上限 1%，完成后越秀对公司持股比例仍有 7.54%，预计影响较为有限。

图表 6：公司前五大股东持股情况

股东名称	占总股本比例
中国中信金融控股有限公司	18.45%
香港中央结算(代理人)有限公司	14.74%
广州越秀资本控股集团股份有限公司	4.23%
香港中央结算有限公司	3.38%
广州越秀资本控股集团股份有限公司	1.87%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

备注：表格中的持股比例不包括中国中信金融控股有限公司、广州越秀资本控股集团有限公司和广州越秀资本控股集团股份有限公司通过港股通持有的股权

各类业务牌照齐全，境内外业务协同。公司旗下有 7 家主要全资子公司和 1 家主要控股子公司。其中，中信证券山东、中信证券华南为区域性证券经纪平台，中信期货为期货子公司，中信证券投资、中信金石为私募股权投资主体，中信证券资管负责券商资管业务，控股子公司华夏基金为公募基金业务，中信证券国际及其子公司中信里昂证券为公司境外业务平台。

图表 7：公司主要子公司业务范围

业务板块	子公司名称	主要定位与业务范围
证券经纪	中信证券山东	区域性财富管理平台，在山东、河南两省开展证券经纪、融资融券等业务
	中信证券华南	深耕华南五省的区域平台，前身为收购的广州证券
期货业务	中信期货	期货业务核心平台，提供风险管理、衍生品交易等服务
国际业务	中信证券国际	国际业务控股平台，持有多个境外金融牌照；下设中信里昂证券，中信里昂是公司在跨境投行、机构销售等领域的关键品牌
股权投资	中信证券投资	股权投资业务
	中信金石	私募股权投资基金管理平台
券商资管	中信证券资管	证券资产管理业务
公募基金	华夏基金	公募基金业务

资料来源：公司公告等，华源证券研究所

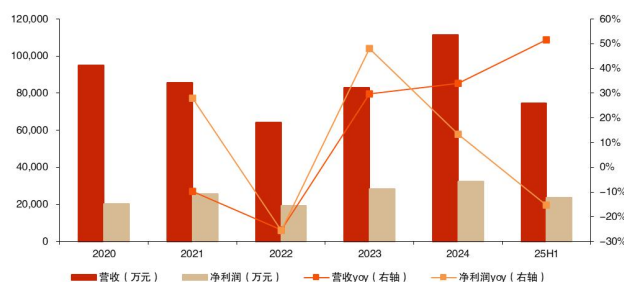
中信证券在资本运作上展现出鲜明的逆周期特征：市场行情好的阶段主动融资夯实资本实力，行业低谷期果断推进并购整合，体现出较强的前瞻性战略判断与长期布局能力。无论是国际化扩张、区域整合，还是资本补充节奏的把握，公司均非被动顺周期应对，而是持续优化业务结构并平滑周期波动。

2012-2013 年中信证券国际以 10.9 亿美元收购里昂证券 100%股权，并于 2013 年实现并表，以拓展国际业务布局。得益于对中信里昂的深度整合，公司国际化战略成效显著，2025 年上半年，中信证券国际实现净利润 3.9 亿美元，同比增长 66%，国际业务收入占比已提升至 20.92%，境外业务正成为驱动增长、平滑周期的重要一极。我们认为，中信证券对里昂证券的收购体现出公司前瞻性的战略眼光：1）里昂证券核心的经纪交易、机构销售业务均为费类收入的轻资产业务，资产质量风险较低；2）里昂证券业务范围覆盖美国、英国、日本、澳洲、新加坡、印度、韩国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚和泰国等，全球化布局帮助中信证券显著加快全球化布局。

2020 年，中信增发股份收购合并广州证券 100%股权，以增强其在华南区域影响力，后将广州证券改名为中信证券华南。我们认为，以较低的 1.23 倍 PB 收购广州证券股权，体现出公司逆周期收购的战略眼光，目前华南子公司已成为公司在华南区域的核心经营平台之一，2025H1 华南子公司营收同比+51.52%，发展态势良好。

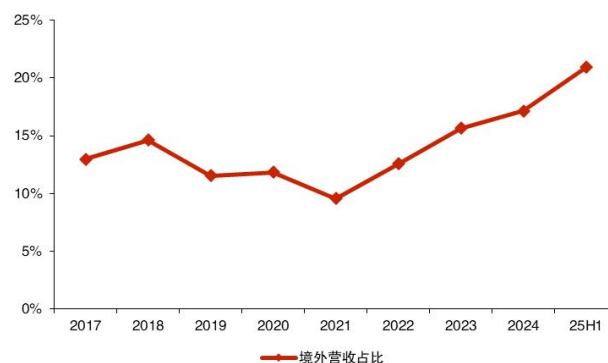
2022 年初配股补充资本金，为后续业务发展奠定基础。中信证券于 2022 年 2 月完成 A 股配股 15.5 亿股，募集资金 223.96 亿元。我们认为，此次配股大幅提升了公司资本实力，为后续业务发展夯实坚实基础。

图表 8：2020-2025H1 中信证券华南公司营收和净利润变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：2017-2025H1 中信证券境外营收占比呈上升趋势



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 分业务板块介绍

2025 年前 3 季度，经纪、投行、自营、资管、利息净收入在总营收占比分别为 19.6%、6.6%、56.6%、15.6%、1.4%，自营和经纪业务为 2025 年前 3 季度主要业绩贡献变量。

2.1. 经纪业务：交投回暖与转型驱动收入创新高

受益于市场交投活跃度提升及财富管理转型成效释放，公司经纪业务收入实现显著增长。2025 年以来权益市场交投活跃，伴随市场行情回暖，公司 2025Q1-Q3 经纪业务手续费净收入达 109.39 亿元，同比+52.9%，在总营收中占比 19.6%，单 Q3 经纪业务手续费收入 45.37 亿元，同比+99.45%，环比+47.45%。

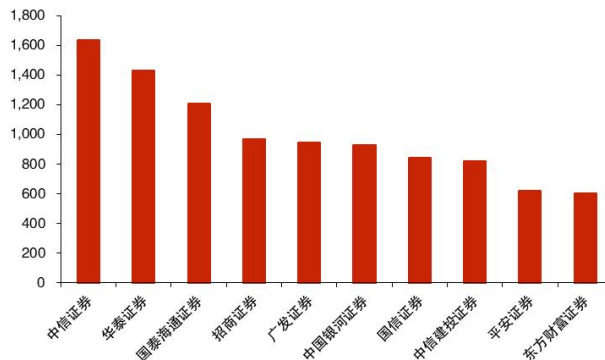
综合金融服务+全球资产布局，构筑财富管理业务独特优势。证券经纪业务收入中，代销金融产品业务收入占比呈现提升趋势，相比于 2016 年时的 6.4%提升至 2025H1 的 10.5%，体现出公司经纪业务转型初见成效。1) 中信聚焦精细化客户经营，升级全员投顾人才发展战略。2021 年以来中信证券权益基金代销规模在券商中始终排名第 1。2) 财富管理服务虽面向零售客户，但公司立足机构客户服务基因，协同公司投行、资管、交易等各领域服务优势，并集合中信集团的金融全牌照优质资源，为客户提供综合金融服务。3) 建立全球财富服务体系，公司搭建了中国香港、新加坡财富管理平台作为“双簿记中心”，以扩大国际服务半径、为高净值客户提供全球资产配置与交易服务，2025 H1 境外财富管理产品销售规模和收入实现同比翻倍增长。

图表 10：2016–2025 前 3 季度经纪业务手续费净收入变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：2025H2 代销权益基金保有规模前十券商情况 (亿元)



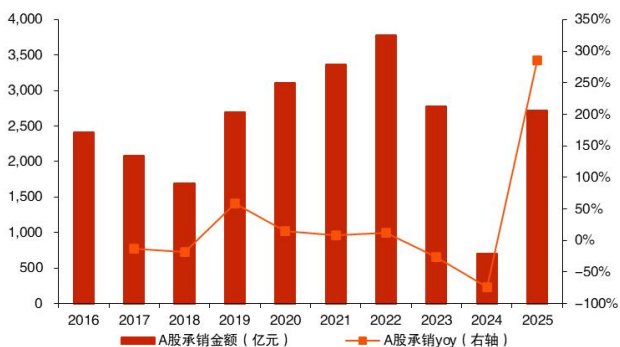
资料来源：wind，华源证券研究所

2.2. 投行业务：头部优势凸显，硬科技承销能力领先

投行业务头部优势明显，份额持续扩大。2025 前 3 季度公司投行业务收入达 36.89 亿元，同比增长 30.9%，在总营收占比 6.6%，相比 2023、2024 年，投行业务收入在 2025 年开始显著回暖。

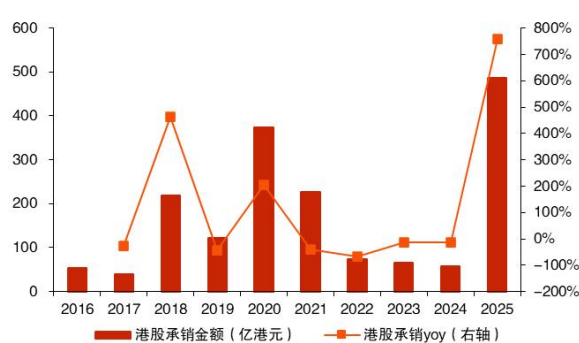
分业务条线来看，公司 2016 年以来 A 股承销金额持续排全行业第 1（以上市日口径计，下同），市占率也从 2016 年的 13% 提升至 2025 年的 24.5%；2017 年以来债券承销金额持续排名行业第 1，同时市占率从 2016 年的 8.2% 提升至 2025 年的 13.7%；港股承销排名持续提升，从 2016 年的第 12 名提升至 2025 年的第 2 名（全行业包括外资排名），市占率从 2016 年的 2.8% 快速提升至 2025 年的 16.7%。

图表 12：2016–2025 中信证券 A 股承销金额变化情况



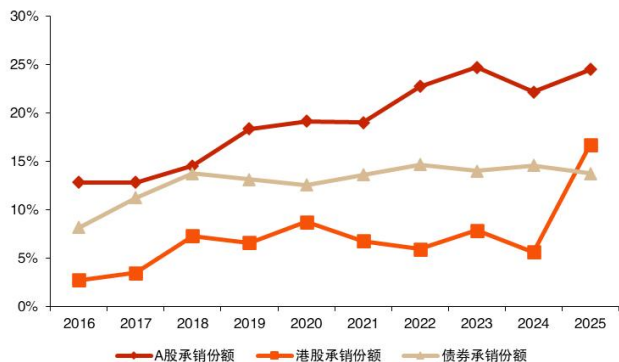
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：2016–2025 中信证券港股承销金额变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 14：2016-2025 中信证券投行业务各条线市场份额变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：2016-2025 前 3 季度公司投行业务收入变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

龙头项目获取和硬科技领域承销能力强。2025 年中信证券为众多知名企业完成股债融资和并购重组，首次发行方面，中信证券助力赤峰黄金完成 H 股 IPO、助力影石创新、摩尔线程的科创板上市；再融资方面，公司 2025 年助力比亚迪完成全球汽车行业史上最大规模的闪电配售，助力佑驾创新完成两次新股配售以及寒武纪 40 亿元定增。我们认为，2025 年公司承销的多个股权项目涵盖了半导体、人工智能等多个高成长性领域，在当前监管多次强调投行专业性、支持科创企业融资的背景下，公司有望持续发挥硬科技领域的专业承销能力，获取更多优质龙头项目。

储备项目丰富。根据 wind 数据统计，截至 2026/1/18，公司 IPO 申报项目共 37 家（行业排名第 2，剔除不予注册、终止注册、中止审查、终止审查项目），其中科创板报审 10 家与国泰海通并列第 1；再融资申报项目共 40 家（行业排名第 1，剔除终止注册、中止审查、终止审查项目），远超第 2 名中信建投的 20 家再融资排队项目；2025 年初至 2026/1/18，辅导备案在审项目 35 家。

股权投资业务：“投行+投资”业务协同，优化收入结构。公司主要通过中信证券投资、中信金石两家投资子公司进行另类 and 私募股权投资业务，聚焦新质生产力投资领域，围绕战略性新兴产业投资进行系统化布局，包括先进智造、新能源与装备、信息技术、新材料与生物科技等。目前公司多个上市辅导项目有投资子公司已进行投资布局，如宇树科技、吉姆西半导体、星际荣耀。我们认为，私募股权+IPO 的模式，一方面可以拓展管理费、退出收益等利润来源，优化收入结构；另一方面，通过发挥“投研+投资+投行”的协同效应，可以更早发现并培育优质企业，沉淀项目资源，通过全生命周期服务分享企业成长红利。

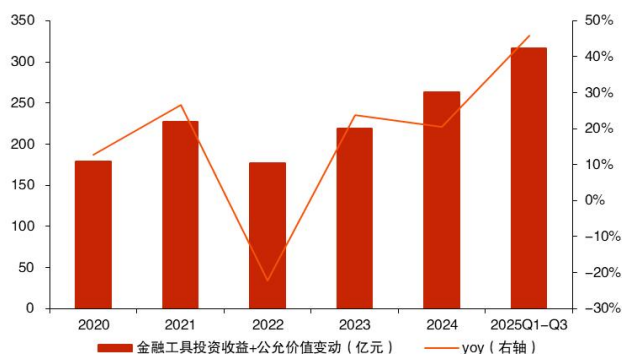
2.3. 自营投资：资产配置精准，衍生品与固收业务优势稳固

受益于 2025 年以来权益市场行情以及公司领先的投资交易体系，2025 年前 3 季度金融工具投资收益+公允价值变动损益合计达 316 亿元（同比+46%），占总营收的 57%，成为拉动业绩增长的主要驱动力。

金融资产稳健扩表，资产配置能力优异。截至 2025Q3，公司总金融资产（包含衍生金融资产）余额达 9705 亿元，相比 2024 年末增长 6.6%。公司对大类资产具有精准配置能力：2024、2025Q3 末其他债权投资在金融总资产占比分别为 9%、4%，相比 2022–2023 年的 11% 占比水平明显下降；类似的，2019 年股票收益率明显跑赢债券，中信当年的其他债权投资比例也同比下降 6pct 至 6%。

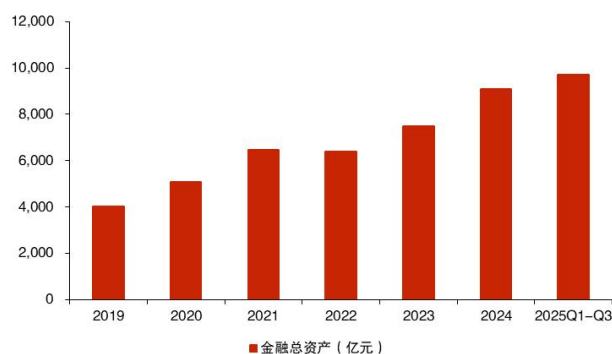
权益投资：2025 年投资收益率显著提升，领先头部券商。2020 年以来公司的金融工具综合投资收益率较为稳健，基本在 4% 上下。2025 年前 3 季度受益于权益市场“慢牛”行情，金融工具投资收益+公允价值变动损益达 316 亿元，同比+45.9%，年化收益率达 5.4%，相比 2024 年+1.6pct。对比来看，2025 年前 3 季度中信的自营业务投资表现在头部券商中处于领先地位，明显高于国泰海通（4.9%）、华泰证券（4.0%）和广发证券（4.1%）。

图表 16：2025 年前 3 季度金融工具投资收益+公允价值变动损益大幅增长



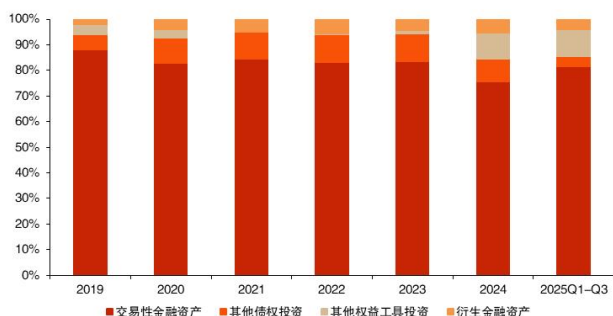
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 17：2019–2025Q3 末金融总资产变化情况



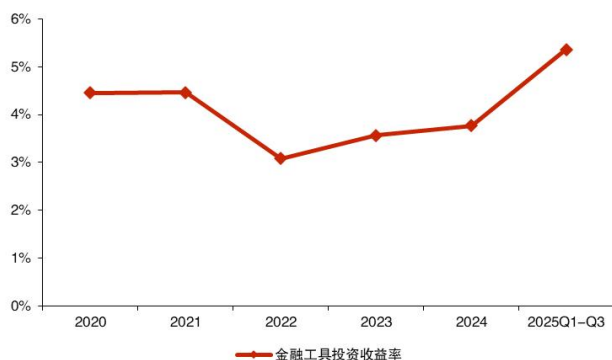
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 18：2019–2025Q3 末金融资产结构变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 19：2020–2025 前 3 季度金融工具投资收益率(年化)变化情况



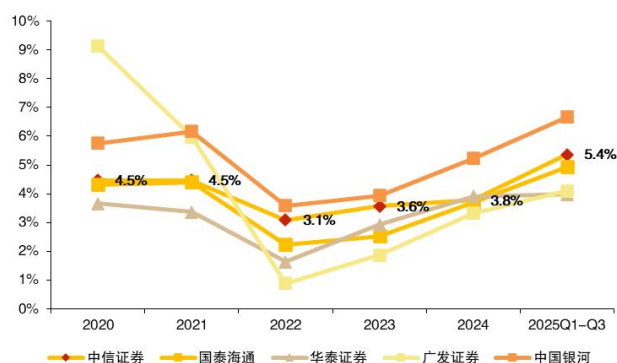
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：过去十年股债涨跌幅变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：各头部券商金融工具投资收益率（年化）对比



资料来源：wind，华源证券研究所

我们认为，发展非方向性自营重要性在不断提升：1）此类业务能有效平滑业绩波动，提升收益的稳定性。2）发展相关业务是满足机构客户持续增长的风险管理和流动性需求、增强客户黏性的关键。3）提升 FICC、衍生品等综合服务能力，是顺应金融市场成熟化、复杂化、投资者机构化的关键选择。中信证券依托强大的资本实力和综合金融服务能力，在 ETF 做市、股权衍生品、FICC 业务方面优势显著。

ETF 做市业务优势稳固。中信 ETF 做市业务长期位居头部，根据财联社信息，截至 2025 年 8 月 20 日，中信证券 ETF 做市数量 983 只排名第一，第 2-5 名分别是广发证券、华泰证券、方正证券、中信建投。

股权衍生品：一级交易商优势稳固，场外衍生品交易发展快速。截至 2025 年 11 月 24 日，国内场外衍生品业务有 8 家一级交易商+37 家二级交易商，仅一级交易商可以做个股市场外期权对冲交易且集中度较高。中信作为八家一级交易商之一，近年来跨境收益互换业务增速较快，主要是该业务可投资包含港股、美股等多个国际市场的股票标的，还可参与 IPO 配售、投资股指期货合约等资产，且包含一定杠杆。

我们认为，衍生品业务是券商提供综合性金融服务和客需业务的重要手段，但通常需要券商具有较强的资本实力和国际业务布局，2026 年 1 月 16 日证监会发布《衍生品交易监督管理办法（试行）（征求意见稿）》，衍生品业务重要性正在逐步提升，未来衍生品业务规范扩容的趋势下，中信等龙头券商有望持续提升差异化竞争优势。

固收业务：客需业务优势显著。除债券承销外，公司固收业务包含固收产品销售交易研究等，中信的竞争优势主要在于：1）债券承销金额常年排名行业第 1，可利用优秀的资产创设能力直接为客户提供广泛的优质资产；2）利用公司的资产负债表优势、定价报价能力，提供更个性化的做市服务、更优质的流动性管理服务。例如，公司可以用自身的报表优势满足客户大量申购赎回的资产交易需求。3）依托一流的宏观分析、信用研究的服务，可为客户提供具有区分度的分析输出。4）依托先进的国际化布局，中信里昂可以为专业投资者或者高净值客户提供境内外综合金融服务。

2.4. 资产管理：华夏基金受益于公募业务回暖和 ETF 战略

公司资管板块主要包括中信资管和华夏基金两部分,2025Q1-Q3 资管业务手续费净收入为 87.03 亿元（同比+16.4%），占总营收 16%。一方面，公司券商资管规模稳定增长；另一方面，公司控股华夏基金（持股比例 62.2%），2025H1 华夏基金为中信证券贡献了 5.1%的归母净利润，为公司提供较为稳定的现金流。

华夏基金为老牌龙头公募基金公司，近年来管理规模一路攀升，截至 2025Q4 华夏基金基金资产净值合计 2.28 万亿元、非货基资产净值合计 1.57 万亿元，均排名行业第 2，其中，ETF 为华夏基金的品牌特色，截至 2025Q4 华夏基金管理股票型 ETF 规模为 7620 亿元，排名行业第 1。

ETF 顶层设计优化，被动化投资趋势深化。2025 年 1 月，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，提出股票 ETF 快速注册（5 个工作日）、丰富债券 ETF 与场外指数基金、审慎推进多资产 ETF 与指数衍生品供给、降低指数基金投资成本、优化 ETF 运作机制等，目标推动指数化投资规模比例明显提升、构建主被动协同新格局；2025 年 5 月，证监会出台《推动公募基金高质量发展行动方案》，明确强调大力发展各类场内外指数基金，并提出优化被动产品注册机制、推动产品创新。

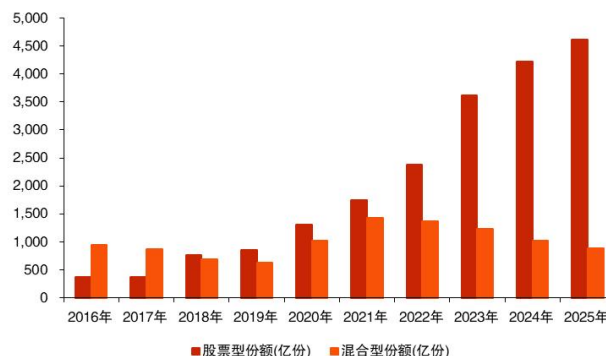
截至 2025 年末，非货基市场中，指数型基金资产净值占比达 37.56%，重要性日益凸显。我们认为，华夏基金或将系统性受益于指数化与被动投资的政策红利与行业结构演变：1）头部地位稳固，2025Q4 末华夏指数型基金资产净值达 1.14 万亿元，市占率 13.36%，行业排名第 1；2）被动投资行业集中度高，头部公司更容易承接中长期资金与投顾工具化需求，2025Q4 末被动指数型基金市场 CR3 达 34.52%，CR10 达 67.25%；3）跨境 ETF、债券 ETF 与指数增强等赛道在政策催化下打开新增空间，华夏现有多资产与指数研发平台有望转化落地优势。

图表 22：公司资管业务手续费净收入变化情况



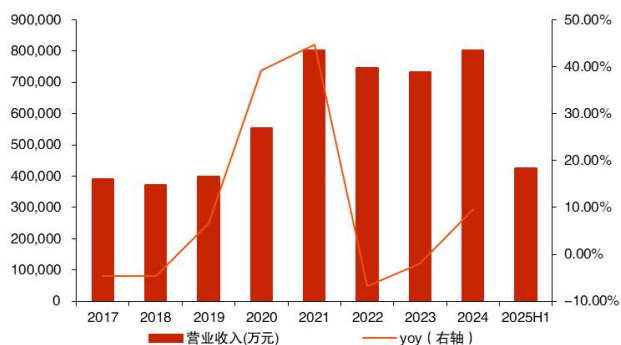
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：2016-2025 年华夏基金股票型和混合型基金份额变化情况



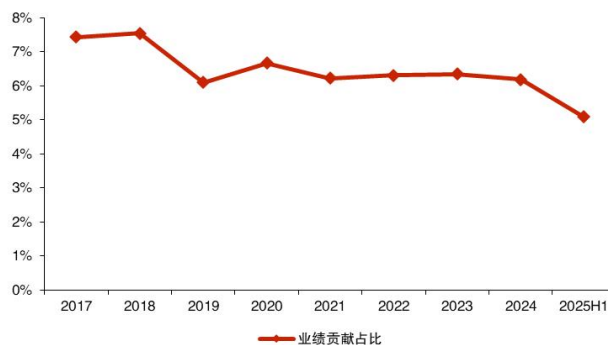
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 24：华夏基金 2017-2025H1 营收变化情况



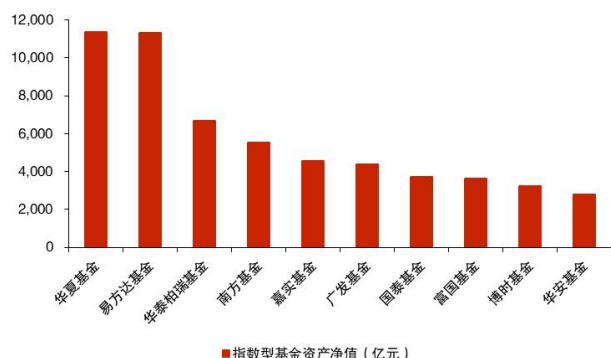
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 25：华夏基金为中信证券贡献业绩占比变化情况



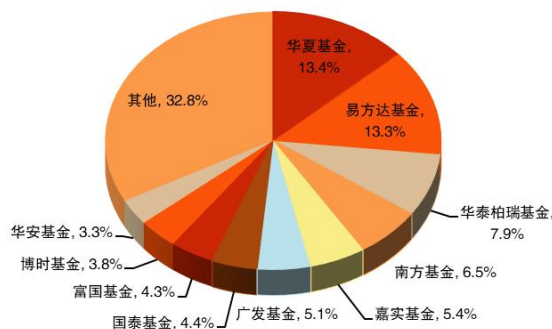
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 26：指数型基金资产净值前十的公募基金公司



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：数据截至 2025 年末

图表 27：指数型基金市场格局较为集中



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：数据截至 2025 年末

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测拆分

结合市场背景、行业发展趋势、监管动态，我们对公司做出以下核心假设：

1) 经纪业务。受益于 A 股活跃行情，2025 年 A 股日均交易量同比增长 72%，我们假设 2026-2027 年全市场日均股基交易额同比+12%/+10%。伴随良好市场环境和中信财富管理转型深化，我们预计公司“量增+结构优化”可实现经纪业务收入稳健上行，假设 2025-2027 年公司股基成交量市占率为 7.20%/7.30%/7.35%，佣金率为 0.016%/0.015%/0.015%。综上，预计 2025-2027 年经纪业务手续费收入同比+35%/+11%/+8%。

2) 投行业务。2025 年投行业务在低基数与政策支持下逐渐修复，股权与债券承销同步回暖，港股 IPO 成为重要业绩增量，中信作为龙头，2025 年投行各业务条线全面回暖。展望 2026 年，权益市场环境改善、科创板“1+6”、并购重组政策加码及科技企业项目储备充足，有望共同推动投行业务进一步复苏。同时，我们预计行业马太效应有望持续强化，优质项目

与跟投收益向头部券商集中，中信投行业务增速有望显著高于行业平均，假设 2025–2027 年投行业务收入同比+18%/+25%/+15%。

3) 自营业务。公司金融资产稳步增长扩表能力较好，我们假设 2025–2027 年金融资产同比+13%/+14%/+13%；考虑 2026 年权益市场行情持续向好，我们假设 2025–2027 年公司金融工具综合投资收益率分别为 5.5%/4.8%/5.0%；预计 2025–2027 年投资收益+公允价值变动损益同比+61%/+2%/+20%。

4) 资管业务。中信资管的公募化转型领先，且华夏基金贡献稳定收入，2025 年以来权益市场行情向好且公募被动化投资趋势不断加深，考虑到基金发行相较基金业绩具有一定滞后性，预计未来新发基金份额有望持续保持高位，券商资管和华夏基金业务未来有望步入稳健发展的新阶段，我们预计 2025–2027 年资管业务收入同比+13%/+25%/+15%。

根据以上假设，我们预计 2025–2027 年公司营收分别为 748/845/988 亿元；2025–2027 年归母净利润分别为 301/338/399 亿元，同比增速为+38.5%/+12.3%/+18.1%。

3.2. 相对估值

我们采用可比估值法，选取国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河作为可比公司，中信证券 2026 年盈利预测对应 1.10 倍 PB，可比公司平均 PB0.94 倍。考虑中信证券为行业龙头，2026 年公司投行业务有望显著受益于政策端支持实现高速增长，经纪、自营、资管等业务有望全面受益于权益市场“慢牛”行情，作为行业龙头有望享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE			PB 26E
		2026–3–16	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
601211.SH	国泰海通	17.79	1.56	1.50	1.70	11.42	11.89	10.46	0.92
601688.SH	华泰证券	19.48	2.00	2.29	2.32	9.74	8.50	8.39	0.80
000776.SZ	广发证券	19.07	1.79	2.02	2.26	10.66	9.43	8.42	0.95
601881.SH	中国银河	13.99	1.33	1.46	1.61	10.53	9.61	8.71	1.09
	平均					10.59	9.86	9.00	0.94
600030.SH	中信证券	25.50	2.03	2.28	2.69	12.57	11.19	9.48	1.10

资料来源：wind，华源证券研究所。注：eps 和收盘价单位均为元，国泰海通、广发证券盈利预测来自 wind 一致预期，中信证券、华泰证券盈利预测来自华源证券研究所，国泰海通、广发证券 2026 年 PB 为收盘价除以 wind 一致预期 BPS，中信证券、华泰证券 2026 年 PB 为收盘价除以华源证券预测 BPS

4. 风险提示

资本市场波动风险：公司经纪和自营业务受到权益市场表现的直接影响，若市场波动加剧，可能会影响公司业绩表现。

宏观经济波动风险：若居民投资和财富管理需求下降，将影响证券行业发展前景，影响公司业务增长。

行业政策变化风险：投行和海外业务受行业政策影响较大，若相关政策落地速度和效果不及预期，将影响相关业务增长。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1710711	2143699	2393447	2652347
货币资金	370646	520497	601621	663322
结算备付金	61609	89236	100805	103398
融出资金	138332	199444	223580	244485
金融资产：	861773	976810	1109054	1258095
其中：交易性金融资产	690862	829035	953390	1096398
其中：其他债权投资	80243	57775	60664	63697
其中：其他权益工具	90668	90000	95000	98000
买入返售金融资产	44268	65131	68388	71807
其他资产合计	234082	292582	289999	311240
总负债	1411944	1817993	2043593	2273408
卖出回购金融资产款	390169	468203	538433	619198
代理买卖证券款	362449	620074	704128	779846
应付债券	142547	135419	135419	142190
其他负债合计	516780	594297	665613	732174
所有者权益	298767	325706	349853	378938
股本	14821	14821	14821	14821
其他权益工具	30762	34762	34762	34762
资本公积	90793	90785	90785	90785
其他综合收益	1321	1821	2121	2421
盈余公积	12073	15078	18454	22442
一般风险准备	43809	46925	50433	54576
未分配利润	99530	115128	131618	151702
归母公司净资产	293109	319320	342994	371508
少数股东权益	5658	6386	6860	7430
所有者权益和负债总和	1710711	2143699	2393447	2652347

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	63789	74829	84450	98770
手续费及佣金净收入	26082	32695	38773	43630
其中：经纪业务手续费净收入	10713	14468	15989	17334
投资银行业务手续费净收入	4159	4908	6135	7055
资产管理业务手续费净收入	10506	11819	14774	16990
其他手续费及佣金净收入	704	1500	1875	2250
利息净收入	1084	1209	2162	2455
投资收益	32486	29887	32784	36671
公允价值变动损益	-6023	12595	10695	15373
汇兑收益	3428	-2500	-1000	-500
其他业务收入	6733	943	1037	1141
营业支出	35283	35134	39766	45994
税金及附加	319	524	591	691
业务及管理费	30084	33673	38425	44447
信用减值准备	-1114	748	422	494
其他资产减值损失	153	-75	17	20
其他业务成本	5840	264	311	342
营业利润	28506	39695	44684	52776
利润总额	28418	39695	44684	52776
减：所得税费用	5829	8534	9607	11347
净利润	22589	31161	35077	41430
归母公司净利润	21704	30054	33761	39876

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。