

招商证券年报点评：投行投资收入下滑，基金管理业务具韧性

招商证券(600999)

评级:	增持	股票代码:	600999
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	15.98/12.06
目标价格:		总市值(亿)	1,207.08
最新收盘价:	13.88	自由流通市值(亿)	1,030.17
		自由流通股数(百万)	7,422.01

事件概述

公司发布2022年年报，报告期营业收入192.2亿元、同比-35%，归母净利润80.7亿元、同比-31%；加权平均ROE为7.54%，同比减3.98pct。基本每股收益为0.86元，同比-31%。

分析判断：

▶ 投行投资收入降幅较大，股权投资收入小幅增长

从收入增速来看，投行、资金类业务收入降幅最大，分别下降45%、42%，资管与经纪业务分别下降20%和19%，股权投资收入增4%。从增量收入贡献来看，资金类业务贡献收入降幅的62%，经纪、投行、资管业务分别贡献收入降幅的19%、15%、3%。

收入结构来看，经纪、资金类业务净收入占比最高，均为36%，股权投资、投行收入分别占比9%、8%，资管业务、其他业务收入占比分别为5%、6%。

▶ 财富管理优势稳固，主券商业务行业领先

经纪业务净收入64.4亿元，同比-19%。股基交易市场份额5.22%，同比+0.32pct。股票期权经纪业务累计开户客户数量市场份额8.32%，排名行业第2。公司通过“科技赋能、专业配置、全程陪伴”三位一体，建设具有券商特色的大财富管理服务体系。据基金业协会数据，公司股票加混合公募基金和非货币市场公募基金保有规模（2022年第四季度）分别为683亿元、736亿元，均排名证券公司第5。截至2022年末，公司“e招投”累计签约客户数4.02万户，累计签约资产96.52亿元。2022年11月，公司成功入选首批个人养老金基金销售机构名录，未来将充分依托公司投研体系，为投资人提供“一站式”个人养老金服务。

主经纪商业业务行业领先，私募托管数量行业第一。公司自主研发打造的投资管理系统与融券、衍生品业务、托管外包业务实现深度融合，有效满足客户一站式综合金融服务需求，已成为公司的特色服务。公司持续迭代完善“招商证券机构+”系列营销服务工具，助力营销团队服务效能提升。报告期公司私募客户股票基金交易量同比增长21.61%，市场份额实现逆势增长。截至报告期末，50亿元以上重点私募客户交易覆盖率达81%。公司私募基金产品托管数量市场份额达22.32%，连续九年保持行业第一，2022年公司WFOE产品托管总规模及新增WFOE产品数量位居证券行业第一，公募基金产品托管规模排名证券行业第二。

▶ 资管业务净收入下降，公募基金业务收入略增

报告期资管业务净收入8.3亿元，同比-20%；对联营与合营企业企业投资收益（主要为对博时基金与招商基金投资收益）16.6亿元，同比+4%。

▶ 投行投资业务收入大幅下滑，股权投行份额下降债券份额提升

IPO业务规模大幅下降，投行业务收入大幅下降。据Wind数据（上市日口径），2022年主承销金额109.1亿元，份额1.86%，同比-1.77pct；再融资108.9亿元，份额1.77%，同比-0.12pct；核心债券融资规模1949.4亿元，份额3.40%，同比+0.36pct。

2022年末金融资产投资规模3049亿元，同比-1%；投资收益率2.13%（含利息收入），同比-1.97pct。

投资建议

公司具有强大的“招商”品牌与股东背景，具有良好的市场口碑；财富管理业务基础扎实，机构客户业务综合服务能力突出。我们下调公司 23 年营收 376.06 亿元的预测至 248.79 亿元，并增加 24-25 年预测为 288.49/328.88 亿元，下调 23 年 EPS 1.66 元的预测至 1.21 元，并增加 24-25 年预测值 1.40/1.59 元，对应 2023 年 3 月 28 日 13.88 元/股收盘价，PB 分别为 0.96/0.88/0.80 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	294.29	192.19	248.79	288.49	328.88
YoY (%)	21.22	(34.69)	29.45	15.96	14.00
归母净利润(亿元)	116.45	80.72	105.63	121.88	138.38
YoY (%)	22.69	(30.68)	30.85	15.39	13.53
毛利率 (%)	39.57	42.00	42.46	42.25	42.08
每股收益 (元)	1.34	0.93	1.21	1.40	1.59
ROE	10.67	7.09	8.77	9.25	9.55
市盈率	10.37	14.95	11.43	9.90	8.72

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	879.38	1,133.77	1,298.35	1,464.35	1,638.76	营业收入	294.29	192.19	248.79	288.49	328.88
其中:客户资金存款	781.61	891.28	1,007.03	1,132.51	1,267.67	代理买卖证券业务净收入	79.16	64.43	65.04	65.88	65.96
结算备付金	258.73	238.05	274.60	310.18	347.09	证券承销业务净收入	25.42	13.93	19.03	21.22	23.66
其中:客户备付金	189.80	159.29	179.98	202.41	226.56	受托客户资产管理业务净收入	10.39	8.29	9.20	10.91	12.89
融出资金	986.87	815.41	916.95	1,026.34	1,143.41	利息净收入	16.93	13.42	16.10	19.32	11.51
金融投资	3,084.53	3,048.52	3,662.46	4,171.84	4,665.27	投资净收益	103.01	94.00	112.06	141.06	181.76
交易性金融资产	2,653.44	2,417.76	2,904.67	3,308.65	3,699.99	公允价值变动净收益	7.54	-26.23	-	-	-
债权投资	11.18	5.60	6.72	7.66	8.56	汇兑净收益	0.12	-0.51	-	-	-
其他债权投资	405.82	608.89	731.51	833.25	931.80	其他业务收入	41.08	14.82	16.31	17.94	19.73
其他权益工具投资	14.09	16.28	19.56	22.28	24.92	营业支出	156.13	104.47	134.06	156.07	178.51
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	1.70	1.26	1.65	1.92	2.19
买入返售金融资产	391.99	495.81	495.81	495.81	495.81	管理费用	110.69	86.49	113.37	131.93	150.75
长期股权投资	96.49	107.46	129.10	147.05	164.45	信用减值损失	3.73	3.01	3.94	4.58	5.24
固定资产	14.50	15.16	18.22	20.75	23.21	其他业务成本	39.98	13.64	15.03	16.57	18.26
无形资产	4.34	4.30	5.17	5.89	6.59	营业利润	138.15	87.73	114.73	132.42	150.37
递延所得税资产	15.61	18.32	22.01	25.07	28.04	利润总额	137.04	85.32	111.64	128.82	146.25
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	20.46	4.52	5.92	6.83	7.76
其他资产	239.77	239.81	267.42	294.36	59.32	归属母公司净利润	116.45	80.72	105.63	121.88	138.38
资产总计	5,972.21	6,116.62	7,090.08	7,961.65	8,834.94	主要财务比率					
短期借款	52.48	106.09	126.75	147.29	164.87	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
应付短期融资款	269.36	251.48	300.47	349.14	390.81	成长能力					
拆入资金	67.44	108.02	129.07	149.97	167.87	营业收入(%)	21.22	-34.69	29.45	15.96	14.00
交易性金融负债	231.88	477.44	527.27	582.31	643.09	归母净利润(%)	22.69	-30.68	30.85	15.39	13.53
衍生金融负债	46.17	28.75	31.75	35.07	38.73	收入结构					
卖出回购金融资产款	1,274.18	1,208.05	1,334.15	1,473.41	1,627.20	手续费净收入(%)	26.90	33.53	26.14	22.84	20.06
代理买卖证券款	996.05	1,063.78	1,201.92	1,351.68	1,513.01	承销收入(%)	8.64	7.25	7.65	7.36	7.19
其他负债	32.14	20.16	22.78	25.61	28.67	资产管理收入(%)	3.53	4.31	3.70	3.78	3.92
负债合计	4,846.31	4,964.20	5,681.96	6,431.56	7,166.38	利息净收入(%)	5.75	6.98	6.47	6.70	3.50
股本	86.97	86.97	86.97	86.97	86.97	投资收益(%)	32.13	26.61	36.69	39.90	45.40
资本公积金	403.61	403.47	403.47	403.47	403.47	其他业务收入(%)	23.05	21.32	19.34	19.43	19.93
盈余公积金	52.36	52.36	62.92	75.11	88.95	获利能力					
未分配利润	277.33	287.79	372.29	469.80	580.50	自营投资收益率(%)	3.53	1.67	2.72	2.94	3.38
一般风险准备	155.08	170.43	180.99	193.18	207.02	杠杆率	4.42	4.39	4.68	4.79	4.83
归属于母公司所有者权益	1,125.03	1,151.59	1,257.22	1,379.10	1,517.47	ROE(%)	10.67	7.09	8.77	9.25	9.55
负债及股东权益	5,972.21	6,116.62	7,090.08	7,961.65	8,834.94	ROA(%)	2.12	1.34	1.60	1.62	1.65
每股指标(单位:元)						估值					
每股净利润	1.34	0.93	1.21	1.40	1.59	PE	10.37	14.95	11.43	9.90	8.72
每股净资产	12.94	13.24	14.46	15.86	17.45	PB	1.07	1.05	0.96	0.88	0.80

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。