

招商证券 (600999.SH)

投资收益拖累业绩，零售保持竞争优势

增持

核心观点

招商证券披露 2022 年半年度报告。2022 年公司实现营业收入 106.21 亿元，同比下降 25.95%；实现归母净利润 42.88 亿元，同比下降 25.36%。2022 年上半年加权平均净资产收益率为 3.98%，同比下降 1.75 个百分点。基本每股收益为 0.46 元/股，同比下降 24.59%。

经纪业务同比下降 6.30%，信用业务同比下降 65.86%。2022 年上半年，公司实现经纪业务收入 32.85 亿元，同比下降 6.30%；实现信用业务收入 3.65 亿元，同比下降 65.86%。公司上半年代理买卖证券业务净收入市场份额为 4.68%，同比下降 0.07 个百分点。截至 2022 年 6 月末，公司基金投顾品牌“e 招投”累计签约客户数 3.34 万户，累计签约规模超 43 亿元。公司继续保持了核心业务的竞争优势，根据中国证券投资基金业协会数据，2022 年二季度公司非货币市场公募基金保有规模为 721 亿元，排名证券行业第 5。2022 年 6 月末，公司融资融券余额为 828.37 亿元，较 2021 年末下降 14.13%，维持担保比例为 314.23%；股票质押式回购业务（含资管计划出资业务）待购回余额 214.58 亿元，较 2021 年末下降 3.82%，整体履约保障比例为 261.79%。

投资业务同比下降 42.01%，资管业务同比下降 16.54%。2022 年上半年，受到市场行情波动影响，公司实现投资业务收入（投资净收益-对联营和合营企业的投资收益+公允价值变动）30.59 亿元，同比下降 42.01%。截至报告期末，公司金融资产规模为 3152.46 亿元。固定收益投资业务方面，公司秉承稳健的投资理念，中性策略规模占比及投资收益均稳健增长，并加强衍生品投资，国债期货、利率互换交易量分别同比增长 80%、43%。上半年公司实现资管业务收入 4.29 亿元，同比下降 16.54%。截至报告期末，招商资管资产管理总规模为 4178.61 亿元，较 2021 年末下降 13.51%。

投行业务同比下降 12.10%。2022 年上半年，公司实现投行业务收入 8.04 亿元，同比下降 12.10%。根据 Wind 统计，公司 A 股股票主承销金额排名行业第 7，其中 IPO 承销金额排名行业第 9，再融资承销金额排名行业第 5。根据彭博统计，公司共完成 5 个香港市场股票承销项目，承销金额为 4.74 亿美元，同比增长 18.68%，中国香港市场股票承销金额排名行业第 6、中资券商第 4。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；流动性紧张导致融资成本上升；创新推进不及预期等。

投资建议：我们下调 2022-2024 年公司净利润分别为 97 亿元、115 亿元、132 亿元，同比增长-16.7%/18.5%/14.9%，当前股价对应的 PE 为 11.8/9.9/8.7x，PB 为 1.0/0.9/0.9x。在股债双跌市场情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性。我们对公司维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,278	29,429	24,955	28,319	31,856
(+/-%)	29.8%	21.2%	-15.2%	13.5%	12.5%
净利润(百万元)	9,492	11,645	9,675	11,462	13,170
(+/-%)	30.3%	22.7%	-16.9%	18.5%	14.9%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.25	1.11	1.32	1.51
净资产收益率(ROE)	9.0%	10.4%	8.2%	9.2%	9.9%
市盈率(PE)	12.4	10.5	11.8	9.9	8.7
市净率(PB)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

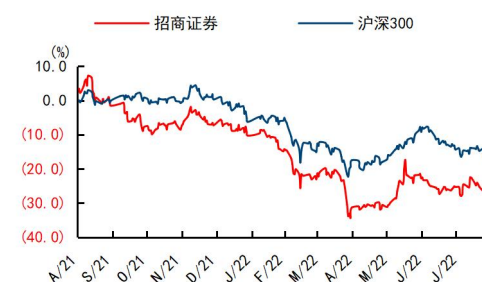
非银金融·证券 II

证券分析师：戴丹苗 0755-81982379 daidanniao@guosen.com.cn
证券分析师：王剑 021-60875165 cnwangjian@guosen.com.cn
 S0980520040003 S0980518070002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.11 元
总市值/流通市值	114018/114018 百万元
52 周最高价/最低价	20.62/12.06 元
近 3 个月日均成交额	271.76 百万元

市场走势

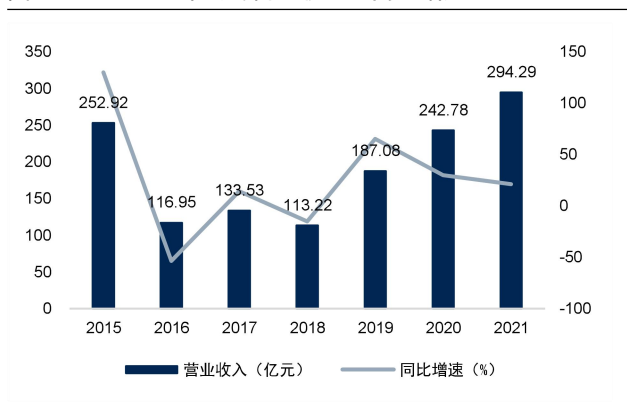


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

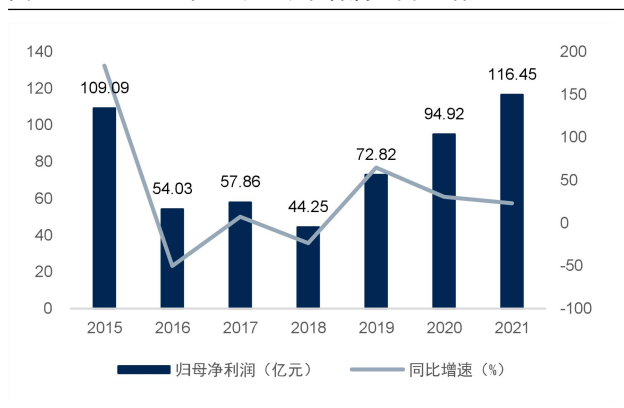
- 《招商证券(600999.SH)-营收利润双下滑，投资业务承压》——2022-04-26
- 《招商证券(600999.SH)-业绩稳健增长，投资业务亮眼》——2022-03-28
- 《招商证券-600999-2021 年中报点评：投资业务增速快，贡献大》——2021-08-30
- 《招商证券-600999-2021 年一季报点评：投行、投资驱动业绩提升》——2021-05-07
- 《招商证券-600999-2020 年半年报点评：收入利润双增，竞争力持续提升》——2020-08-30

图1：2015-2021 年公司营业收入及同比增速



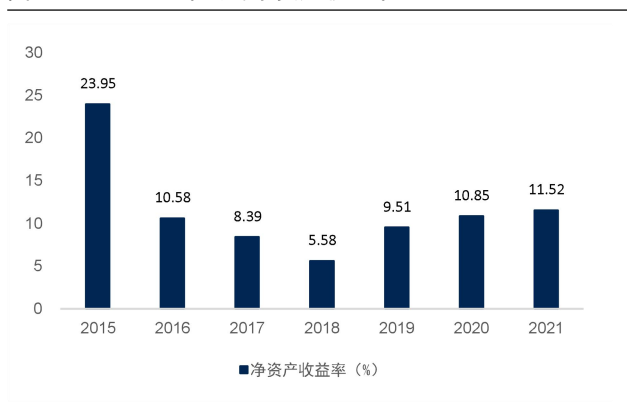
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2015-2021 年公司归母净利润及同比增速



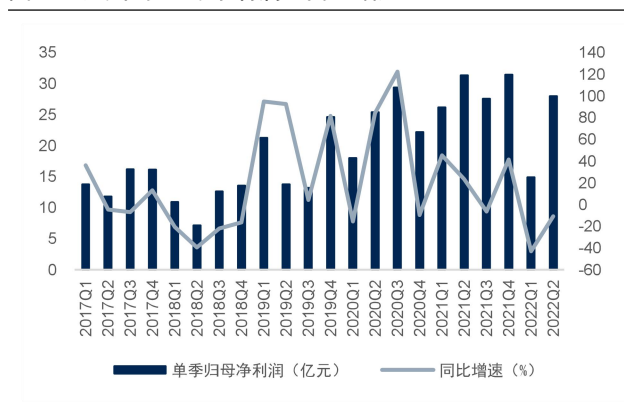
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2015-2021 年公司净资产收益率



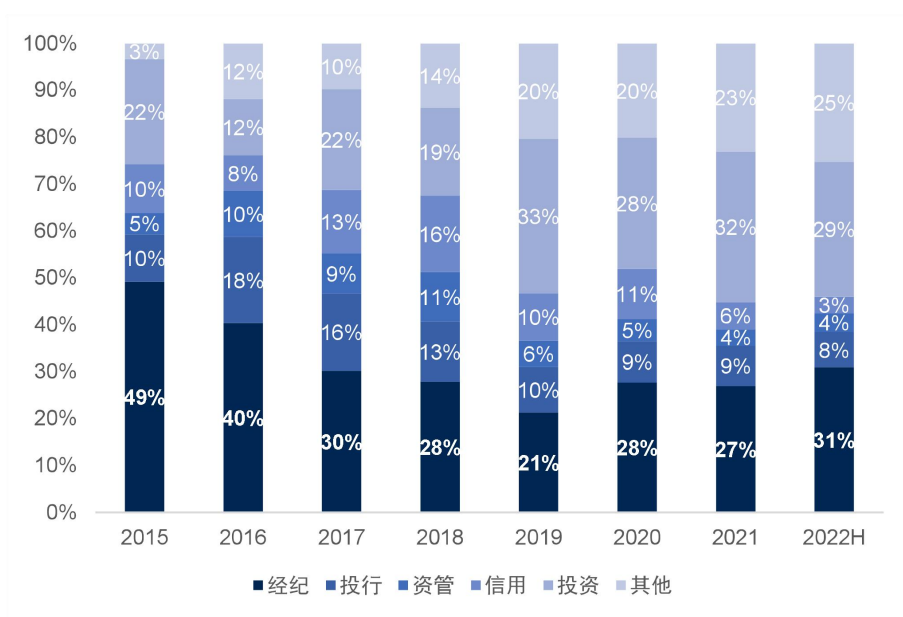
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：2015-2022H 公司主营业务结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产总计	499727	597221	716665	859998	1031998	营业收入	24278	29429	24955	28319	31856
货币资金	82839	87938	101129	116298	127928	手续费及佣金净收入	10697	12469	10867	12634	14265
融出资金	81754	98687	118424	136187	156615	经纪业务净收入	6720	7916	7124	8193	9422
交易性金融资产	173595	265344	291879	321067	353173	投行业务净收入	2146	2542	2161	2485	2858
买入返售金融资产	52260	39199	41159	43216	45377	资管业务净收入	1143	1039	883	971	1068
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	2599	1693	1185	1363	1567
负债合计	393902	484631	599066	734814	898234	投资收益	6783	9455	7091	8509	10211
卖出回购金融资产款	119258	127418	140160	154175	169593	其他收入	4199	5812	5812	5812	5812
代理买卖证券款	85441	99605	124507	155633	186760	营业支出	12975	15613	13225	14442	15928
应付债券	92981	146314	182892	219471	252392	营业外收支	6	(112)	(112)	(112)	(112)
所有者权益合计	105825	112590	117599	125184	133764	利润总额	11309	13704	11619	13764	15816
其他综合收益	(576)	(276)	(290)	(305)	(320)	所得税费用	1805	2046	1933	2290	2632
少数股东权益	88	87	94	94	94	少数股东损益	12	13	11	13	14
归属于母公司所有者权益合计	105737	112503	117505	125090	133670	归属于母公司净利润	9492	11645	9675	11462	13170
每股净资产(元)	10	11	14	14	15						
总股本	8697	8797	8697	8697	8697						

关键财务与估值指标	2020	2021	2022	2023E	2024E
每股收益	1.06	1.25	1.11	1.32	1.51
每股净资产	10.43	11.21	13.51	14.38	15.37
ROE	9.95%	10.67%	8.41%	9.45%	10.18%
收入增长	29.77%	21.22%	-15.20%	13.48%	12.49%
净利润增长率	30.34%	22.69%	-16.92%	18.47%	14.91%
资产负债率	78.82%	81.15%	83.59%	85.44%	87.04%
P/E	12.37	10.49	11.78	9.95	8.66
P/B	1.26	1.17	0.97	0.91	0.85
EV/EBITDA					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032