

自营持续承压，基金管理稳健

——招商证券 3Q2022 业绩点评

核心观点

- 前三季度归母净利润同比下滑 26.12%，年化 ROE7.83%下滑明显。** 1) 公司 22 年前三季度实现营业收入 152.98 亿元，-29.77%yoy；实现归母净利润 62.80 亿元，-26.12%yoy。2) 3Q22 单季公司实现营业收入 46.77 亿元，-37.14%yoy；实现归母净利润 19.92 亿元，-27.71%yoy。四季度高基数下业绩仍有较大的下滑压力。2) 公司 22 年前三季度实现年化 ROE7.83%，较去年同期的 11.29%下滑 3.47pct。3) 前三季度，经纪、自营、直投、投行、利息、资管业务收入占比（剔除其他业务收入）分别为 41%、38%、10%、9%、7%、5%。其中经纪占比同比被动提升 8pct。
- 自营缩水明显，旗下基金公司助直收入保持稳健，经纪收入同比降幅显著扩大。** 1) 公司 22 年前三季度实现自营收入 45.66 亿元，-37.90%yoy，截至 3Q22 末公司金融投资资产规模 3033.87 亿元，较年初下滑 1.64%。预计受益于旗下博时基金、招商基金两大公募的稳健表现，公司前三季度实现直投收入 12.64 亿元，-2.15%yoy，是公司前三季度表现最好的板块。2) 受三季度市场活跃度快速冷却的拖累，22 年前三季度公司实现经纪收入 49.69 亿元，-17.22%yoy，降幅显著扩大。3) 公司 22 年前三季度实现资管收入 6.31 亿元，-15.21%yoy。
- 股债承销份额下滑明显，利息净收入显著下滑。** 1) 22 年前三季度公司实现投行业务收入 10.90 亿元，-13.48%yoy。22 年前三季度公司股债承销规模 2665.90 亿元，-26.19%yoy，市占率 2.86%，-0.97pct yoy；其中 IPO 规模 96.79 亿元，市占率 2.21%，-1.92pct yoy。2) 21 年前三季度公司实现利息净收入 9.00 亿元，-39.15%yoy；截至 3Q22 末公司融出资金余额达 836.17 亿元，较年初下滑 15.27%，两融业务的疲软主要是市场风险偏好下滑所致，使得利息收入同比下滑 6.29%至 79.79 亿元。

盈利预测与投资建议

- 对 IPO 市占率、金融资产规模与管理费率等指标调整，将 22-24 年 BVPS 预测值由 12.35/13.34/14.39 下调至 12.29/13.20/14.16 元，按可比公司估值法，给予公司 2022 年 1.20xPB，下调目标价至 14.75 元，维持增持评级。

风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,278	29,429	22,197	25,608	29,664
同比增长(%)	30%	21%	-25%	15%	16%
营业利润(百万元)	11,303	13,815	10,068	12,319	14,800
同比增长(%)	29%	22%	-27%	22%	20%
归属母公司净利润(百万元)	9,492	11,645	8,770	10,402	12,482
同比增长(%)	30%	23%	-25%	19%	20%
每股收益(元)	1.09	1.34	1.01	1.20	1.44
总资产收益率(%)	2.2%	2.1%	1.5%	1.7%	1.8%
净资产收益率(%)	9.9%	10.7%	7.5%	8.3%	9.3%
市盈率	11.45	9.33	12.38	10.44	8.70
市净率	1.20	1.11	1.02	0.95	0.88
经纪业务佣金率(%)	0.0368	0.0301	0.0281	0.0271	0.0267

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持（维持）

股价（2022年10月28日）	12.51 元
目标价格	14.75 元
52 周最高价/最低价	17.84/11.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	869,653/869,653
A 股市值（百万元）	108,794
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 10 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.11	0.23	-6.6	-23.24
相对表现	4.28	7.74	9.59	3.96
沪深 300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



证券分析师

孙嘉庚	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080006 香港证监会牌照：BSW114
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514060001 香港证监会牌照：BPU409

相关报告

业绩降幅显著收窄，基金管理韧性凸显：——招商证券 2022 年中报点评	2022-08-28
自营与基管业务表现靓丽，ROE 稳步提升	2022-03-30
保持行业前列：——招商证券 2021 年年报点评	2021-10-27
自营、直投双双表现靓丽，业绩保持稳健增长：——招商证券 2021 年三季度报点评	2021-10-27

表 1：可比公司 PB 估值表（股价截止 2022/10/28）

股票代码	可比公司	2021A	2022E	2023E	2024E
600030	中信证券	1.29	1.04	0.93	0.83
601688	华泰证券	0.76	0.71	0.65	0.59
601995	中金公司	2.01	1.75	1.66	1.46
002736	国信证券	0.92	0.86	0.78	0.72
000776	广发证券	1.04	0.97	0.87	0.78
601066	中信建投	2.49	2.09	1.85	1.62
	调整后平均值	1.30	1.20	1.10	0.90

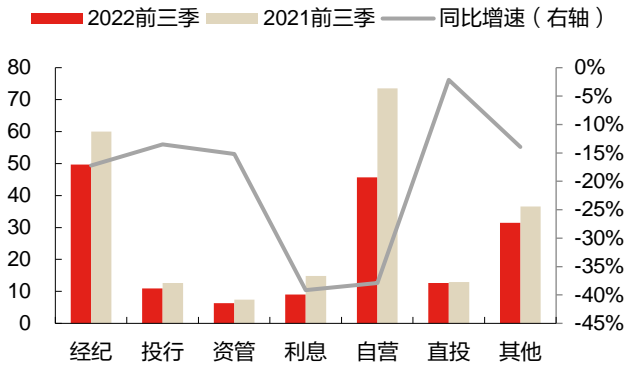
数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 2：公司 3Q2022 及 2022 年前三季度业绩概览

单位：百万元	3Q2021	3Q2022	同比 (%)	2021 前三季度	2022 前三季度	同比 (%)
一、营业收入	7,441	4,677	(37.14)	21,782	15,298	(29.77)
手续费及佣金净收入	3,291	2,328	(29.27)	8,734	7,297	(16.45)
经纪业务手续费净收入	2,496	1,684	(32.54)	6,002	4,969	(17.22)
投资银行业务手续费净收入	314	287	(8.61)	1,260	1,090	(13.48)
资产管理业务手续费净收入	231	202	(12.26)	744	631	(15.21)
利息净收入	410	535	30.43	1,479	900	(39.15)
投资净收益	1,949	1,445	(25.89)	7,095	6,142	(13.43)
对联营企业和合营企业的投资收益	539	408	(24.43)	1,292	1,264	(2.15)
公允价值变动净收益	668	469	(29.76)	1,550	(312)	(120.12)
其他业务收入	1,149	60	(94.77)	2,889	1,429	(50.52)
二、营业支出	4,076	2,539	(37.70)	11,589	8,397	(27.55)
营业税金及附加	42	22	(48.85)	116	92	(20.17)
管理费用	2,767	2,301	(16.85)	8,370	6,550	(21.75)
减值损失合计	148	178	20.38	298	391	31.08
其他业务成本	1,119	39	(96.51)	2,805	1,364	(51.36)
三、营业利润	3,365	2,138	(36.46)	10,193	6,901	(32.30)
四、利润总额	3,356	2,061	(38.58)	10,169	6,817	(32.97)
减：所得税	596	68	(88.67)	1,657	528	(68.16)
五、净利润	2,760	1,994	(27.75)	8,512	6,289	(26.12)
归属于母公司所有者的净利润	2,756	1,992	(27.71)	8,501	6,280	(26.12)

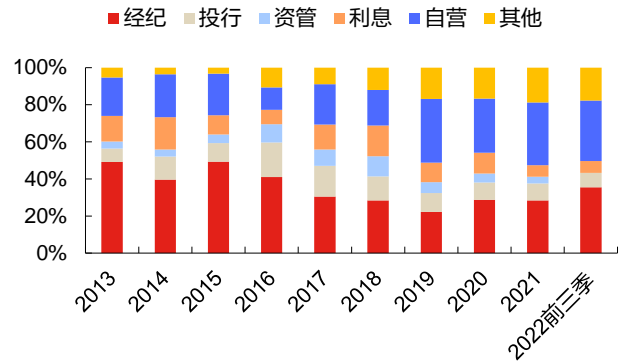
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：各业务收入（亿元）及增速:2022 前三季 vs2021 前三季



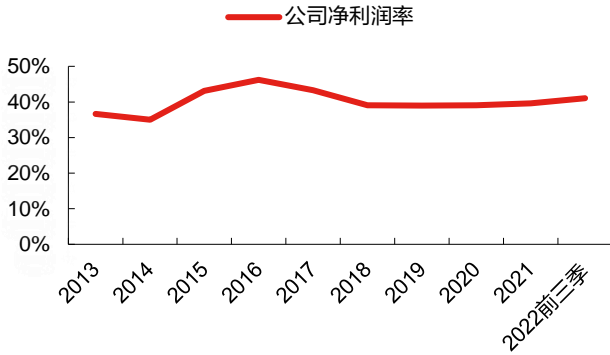
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2013-2022 前三季业务结构



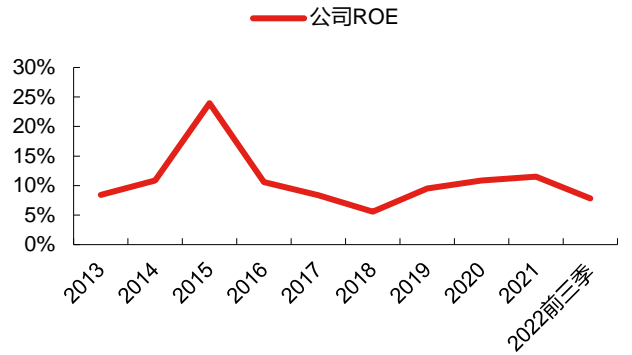
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司净利润率



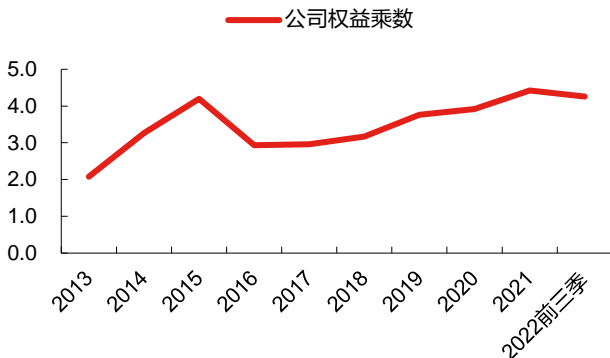
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司 ROE



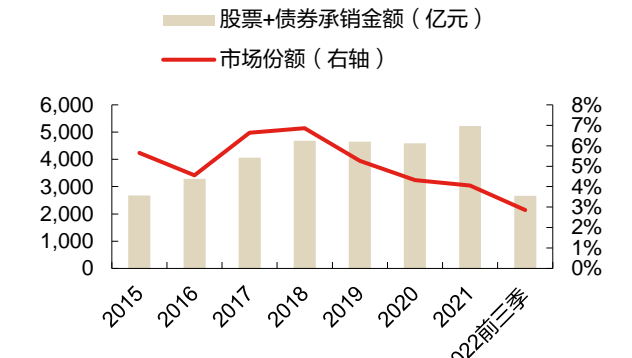
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司权益乘数



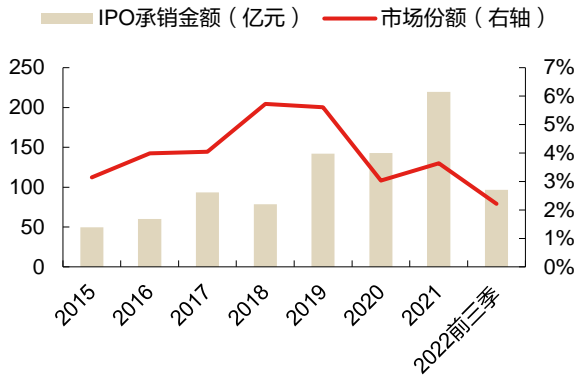
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司股债承销金额及市场份额



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司 IPO 承销金额及市场份额



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司金融投资资产规模（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
银行存款	82,839	87,938	87,812	97,712	111,044	成长能力					
其中: 客户存款	70,271	78,161	76,358	87,243	99,146	营业收入	29.8%	21.2%	-24.6%	15.4%	15.8%
公司存款	12,568	9,777	11,454	10,469	11,898	手续费及佣金净收入	43.9%	16.6%	-9.8%	11.4%	13.1%
结算备付金	22,529	25,873	24,327	26,683	29,060	其中: 经纪业务	68.3%	17.8%	-13.3%	10.2%	12.0%
其中: 客户备付金	13,979	18,980	17,846	19,574	21,318	投行业务	18.4%	18.5%	-14.1%	15.9%	15.1%
公司备付金	8,551	6,893	6,481	7,109	7,743	资产管理	9.7%	-9.2%	-0.9%	0.6%	7.3%
投资资产	219,949	307,044	311,628	331,574	350,928	净利息收入	37.1%	-34.9%	-83.3%	-13.5%	313.7%
其中: 交易性资产	173,595	265,344	269,305	286,543	303,268	自营收入	10.1%	39.4%	-22.9%	22.9%	11.9%
债权投资	1,739	1,118	1,134	1,207	1,277	营业支出	30.9%	20.3%	-22.3%	9.6%	11.8%
其他债权投资	44,615	40,582	41,188	43,825	46,382	管理费用	28.3%	14.4%	-9.8%	7.7%	10.3%
存出保证金	9,067	13,142	13,497	18,967	25,585	营业利润	28.5%	22.2%	-27.1%	22.4%	20.1%
买入返售资产	52,260	39,199	28,100	29,314	31,092	归属于母公司净利润	30.3%	22.7%	-24.7%	18.6%	20.0%
长期股权投资	9,508	9,649	10,614	11,675	12,843	资产分布					
固定资产(含在建工程)	1,547	1,481	1,554	1,631	1,712	自有存款/总资产	2.5%	1.6%	1.9%	1.6%	1.7%
资产总计	499,727	597,221	592,657	651,971	712,974	客户存款/总资产	14.1%	13.1%	12.9%	13.4%	13.9%
交易性金融负债	13,942	23,188	37,101	48,231	55,466	投资资产/总资产	44.0%	51.4%	52.6%	50.9%	49.2%
代买卖证券款	85,441	99,605	97,308	111,180	126,349	买入返售资产/总资产	10.5%	6.6%	4.7%	4.5%	4.4%
应付职工薪酬	7,155	8,283	8,286	8,844	9,804	投资资产/净资产	207.8%	272.7%	255.7%	255.5%	254.0%
负债总计	393,902	484,631	470,798	522,197	574,806	收入分布					
股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697	手续费收入/营业收入	44.1%	42.4%	50.6%	48.9%	47.8%
资本公积	40,361	40,361	40,361	40,361	40,361	经纪业务/营业收入	27.7%	26.9%	30.9%	29.5%	28.5%
一般风险准备	22,919	27,733	29,490	31,574	34,075	投行业务/营业收入	8.8%	8.6%	9.8%	9.9%	9.8%
交易风险准备						资管业务/营业收入	4.7%	3.5%	4.6%	4.0%	3.7%
盈余公积	5,236	5,236	6,115	7,157	8,407	自营业务/营业收入	26.5%	35.0%	43.5%	43.9%	42.6%
未分配利润	13,278	15,508	22,602	27,652	32,702	净利息收入/营业收入	10.7%	5.8%	1.3%	1.0%	3.4%
少数股东权益	88	87	87	86	86	净利润驱动指标					
股东权益合计	105,825	112,590	121,860	129,773	138,168	公司股基交易额	18,260.00	26,270.00	23,168.54	26,471.31	30,083.01
负债和股东权益总计	499,727	597,221	592,657	651,971	712,974		0	0	2	8	7
						公司股基交易市占率	4.14%	4.75%	4.85%	4.90%	4.95%
						净佣金率(‰)	0.37	0.30	0.28	0.27	0.27
						IPO 市占率	3.04%	3.64%	2.50%	2.70%	2.90%
						再融资市占率	3.39%	1.58%	2.84%	2.84%	2.84%
						债券承销市占率	3.81%	3.66%	3.50%	3.70%	3.90%
						营业税金/营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	53.4%	53.1%	54.6%	51.9%	50.1%
						有效税率	16.0%	14.9%	12.0%	15.0%	15.0%
						资本公积变化	12,251	(277)	(461)	(262)	(406)
						获利能力					
						净利率	39.1%	39.6%	39.5%	40.6%	42.1%
						ROA	2.2%	2.1%	1.5%	1.7%	1.8%
						ROE	9.9%	10.7%	7.5%	8.3%	9.3%
						每股指标(元)					
						每股收益	1.09	1.34	1.01	1.20	1.44
						每股净资产	10.44	11.22	12.29	13.20	14.16
						每股经纪业务交易额	2,099.69	3,020.75	2,664.11	3,043.90	3,459.20
						估值比率					
						市盈率	11.4	9.3	12.4	10.4	8.7
						市净率	1.20	1.11	1.02	0.95	0.88

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn