

招商证券（600999.SH）

协同机制打造机构服务生态

增持

核心观点

集团协同优势领先，综合实力稳居头部阵营。招商局集团旗下产业丰富，主要业务有实业经营、综合金融、投资与资本运营三大核心产业，旗下控股及参股境内外上市子公司超过 30 家。招商证券隶属于招商局集团，在国内有完善的市场布局与广泛的客户群体，是国务院国资委体系内规模最大的证券公司。截至 2022 年，招商证券总资产、净资产、营业收入、归母净利润在上市券商中排名分别为第 9 名、第 7 名、第 10 名和第 4 名，同时持有博时基金（持股 49%）与招商基金（持股 45%）等优质金融机构股权。近年来，公司拓展“机构业务+财富管理”双轮驱动，战略成效凸显。

依托私募 PB 打造机构生态圈，监管趋严更显头部优势。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，公司私募基金产品托管市场份额连续九年保持行业第一，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。随着私募监管政策趋严，公司深耕私募机构生态圈，培育优质机构，有望夯实龙头优势。

经纪拓展三方导流，引领财富管理转型。公司持续积极推进财富管理转型，财富管理规模持续上涨，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。预计互联网导流新规下半年落地，公司经纪份额与财富产品份额将持续提升。

盈利预测与估值：预计招商证券 2023 年-2025 年营业收入分别为 242.93 亿元/279.76 亿元/322.79 亿元，同比增速分别为 26.4%/15.2%/15.4%；净利润分别为 103.29 亿元/118.90 亿元/137.14 亿元，同比增速分别为 27.8%/15.1%/15.3%。基于私募监管政策新规对公司 PB 业务短期冲击，我们对公司盈利预测较前值下调 2%。我们采用相对估值法，考虑到招商证券作为证券行业头部券商有望享受更多发展红利，我们在同类公司市场一致预期估值的均值上给予 20%-30%的溢价，对应目标价合理估值区间在 17.09-18.51 元/股，较当前还有 11.69%-21%的增长空间，维持公司“增持”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测偏差较大的风险；公司经纪业务与自营投资业绩不确定性的风险；市场成交量、IPO 数量与规模不确定性的风险；投资收益的大幅波动风险；二级市场大幅波动风险；资产管理业务面临监管政策变动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,429	19,219	24,293	27,976	32,279
(+/-%)	21.2%	-34.7%	26.4%	15.2%	15.4%
净利润(百万元)	11,658	8,079	10,329	11,890	13,714
(+/-%)	22.7%	-30.7%	27.8%	15.1%	15.3%
摊薄每股收益(元)	1.25	0.86	1.19	1.37	1.58
净资产收益率(ROE)	10.7%	7.1%	8.7%	9.4%	10.2%
市盈率(PE)	11.4	16.6	12.0	10.4	9.0
市净率(PB)	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9

资料来源：Choice、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·深度报告

非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：林珊珊

0755-81981576

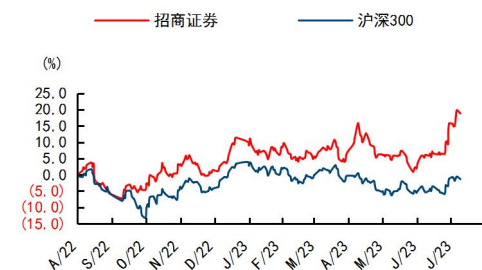
linss@guosen.com.cn

S0980518070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	17.09 - 18.51 元
收盘价	15.37 元
总市值/流通市值	133666/133666 百万元
52 周最高价/最低价	15.88/12.12 元
近 3 个月日均成交额	289.00 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

内容目录

公司概况	5
公司简介：稳健发展 32 年 多元化头部金融服务机构	5
公司治理：股东综合实力强 产业资源丰富	6
战略规划：以客户为中心 打造具有国际竞争力的一流券商	7
行业分析	8
改革红利驱动打造“航母级”券商 头部券商强者恒强	8
全面注册制推动证券行业高质量发展	9
公司稳健经营 综合实力较强	10
机构业务+财富管理“双轮驱动”战略成效凸显	12
政策引领财富管理转型 构建大财富管理体系	12
PB 业务行业领先 打造机构生态圈	15
投资及交易业务：发展中性策略 拓展机构代客生态	17
资本中介业务：券源渠道拓展 融券市场份额提升	19
投资管理业务：持续优化投研能力与产品线 加速主动管理转型	20
投行业务：全面注册制持续推动投行业务转型	22
盈利预测	26
核心假设	26
未来 3 年盈利预测	27
盈利预测的敏感性分析	28
估值与投资建议	28
相对估值	28
相对估值的敏感性分析	29
投资建议	29
风险提示	30
附表：财务预测与估值	31

图表目录

图1：招商证券历史大事沿革	5
图2：招商证券营业部分布	6
图3：招商证券竞争优势	6
图4：2012年-2022年证券行业营收情况	8
图5：2011年-2022年证券行业总资产与净资产	9
图6：2013年-2022年证券行业总资产与净资产集中度	9
图7：2018年-2022年沪深两市股票募集情况	9
图8：2018年-2022年证券行业投资银行业务集中度	9
图9：2013年-2023年Q1招商证券营业收入	10
图10：2013年-2023年Q1招商证券归母净利润	10
图11：2022年-2023年Q1招商证券净资产排名第七	10
图12：2021年-2022年招商券商归母净利润排名第四	10
图13：2016年-2022年招商证券业务收入结构（传统分类）	11
图14：2017年-2022年招商证券业务收入结构（内部分类）	11
图15：2016年-2022年招商证券与行业ROE对比图	12
图16：2016年-2022年招商证券与行业杠杆对比图	12
图17：2022年招商券商杠杆率行业排名第四	12
图18：2015年-2022年招商证券股票基金交易量市场份额	13
图19：2016年-2022年招商证券经纪业务收入	13
图20：2022年前十大证券公司投资顾问数量	13
图21：2016年-2022年招商证券经纪业务销售规模	13
图22：2019年-2022年招商证券财富管理规模	14
图23：2017年-2022年招商证券财富管理与机构业务收入情况	14
图24：2016年-2022年招商证券代销金融产品收入情况	14
图25：招商证券经纪业务成本率持续降低	15
图26：2022年Q4证券公司私募基金月均规模排名	15
图27：2022年Q4证券公司非货币理财公募基金月均规模排名	15
图28：招商证券PB业务优势	16
图29：2017年-2022年招商证券存续私募证券投资基金规模	16
图30：2017年-2022年招商证券托管外包产品数量	16
图31：2017年-2022年招商证券私募基金产品托管数量占市场份额	17
图32：2022年证券公司公募基金产品托管规模排名	17
图33：证券公司股票加混合公募基金保有规模排名（前十）	17
图34：证券公司非货币市场公募基金保有规模排名（前十）	17
图35：2022年招商券商自营业务规模排名第七	18
图36：2016年-2022年招商证券自营业务收入情况	18
图37：2016年-2022年招商证券投资收益情况	18

图 38: 2023 年 Q1 招商证券投资收益情况	18
图 39: 招商证券交易性金融投资资产结构	19
图 40: 2017 年-2022 年招商证券两融余额与市场份额	19
图 41: 2020 年-2022 年招商证券融券业务市场份额	19
图 42: 2017 年-2022 年招商证券股票质押业务情况	20
图 43: 招商证券股票质押业务履约保障比例高于市场平均值	20
图 44: 2016 年-2022 年招商证券资管业务收入情况	20
图 45: 2022 年招商证券资管业务收入贡献率	20
图 46: 2022 年证券公司资产管理月均规模排名	21
图 47: 2017 年-2022 年招商资管总资产规模	21
图 48: 2016 年-2022 年博时基金资产管理规模	21
图 49: 2016 年-2022 年博时基金非货币公募基金规模	21
图 50: 2016 年-2022 年招商基金资产管理规模	22
图 51: 2016 年-2022 年招商基金非货币公募基金规模	22
图 52: 2018 年-2022 年沪深两市 IPO 募集情况	22
图 53: 2018 年-2022 年招商证券股权承销规模	23
图 54: 2018 年-2022 年招商证券 IPO 承销规模	23
图 55: 2018 年-2022 年招商证券 IPO 承销费	23
图 56: 证券公司 IPO 储备项目数量（前十）	23
图 57: 证券公司“注册制板块”报审与储备项目情况	23
图 58: 2016 年-2022 年招商证券债券承销规模	24
图 59: 2022 年证券公司债券承销排名	24
图 60: 2017 年-2022 年招商证券并购重组规模	24
图 61: 2017 年-2022 年招商证券并购重组数量	24
图 62: 2016 年-2022 年招商证券财务顾问收入	25
表 1: 招商证券前十大股东	7
表 2: 营业收入预测（单位：百万元）	27
表 3: 营业支出预测（单位：百万元）	27
表 4: 招商证券核心财务指标预测	27
表 5: 归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析	28
表 6: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析	28
表 7: 招商证券可比公司估值表（PB）	29
表 8: 招商证券估值对每股净资产和 PB 的敏感性分析	29

公司概况

公司简介：稳健发展 32 年 多元化头部金融服务机构

创建国内国际一体化综合证券服务平台。招商证券股份有限公司（简称招商证券）成立于 1991 年，总部位于深圳，是具有百年历史的招商局集团旗下的证券公司，传承了招商局集团长期积淀的创新精神、市场化管理理念、国际化运营模式及稳健经营的风格，经过三十二年的发展，是国内拥有证券市场业务全牌照的一流券商。

国内第七家 A+H 股券商。根据公司公告，2009 年 11 月 17 日，公司在上海证券交易所挂牌上市，并于 2010 年纳入沪深 300 指数成分股，2013 年纳入上证 50 成分股；2016 年 10 月，公司在香港联交所完成 H 股的首次公开发售，是国内第七家 A+H 股券商，经营范围涵盖证券经纪、自营投资、金融资产管理、投资银行等领域，是中国证券行业的领军企业之一。

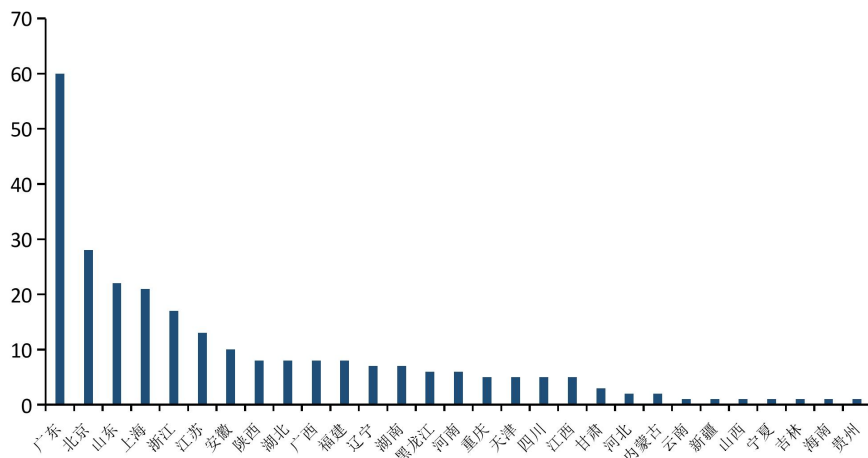
图1：招商证券历史大事沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

招商证券在国内有完善的市场布局，拥有广泛的客户群体和优秀的研究团队，是国务院国资委体系内规模最大的证券公司。公司在全国设有 12 家分公司，259 家营业部，全资控股招商证券国际、招商期货、招商致远资本、招商资管和招商投资，参股博时基金、招商基金，在香港、英国、新加坡、韩国等均设有子公司。

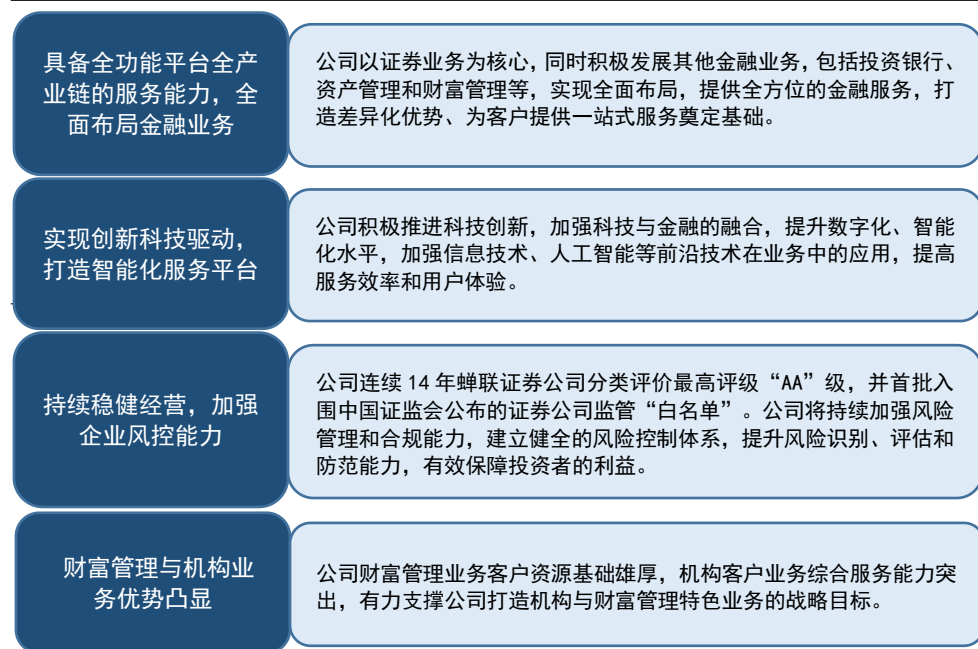
图2：招商证券营业部分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司秉承“行业第一，服务第一，创新第一”经营理念，提供全方位金融服务。招商证券作为招商局旗下的金融子公司，经过三十二年的发展，其强大的综合实力和专业服务水平使其在投资者中获得了良好的声誉，建立了显著的竞争优势。

图3：招商证券竞争优势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：股东综合实力强 产业资源丰富

公司具有强大的“招商”品牌与股东背景。招商证券隶属于招商局集团，是国务院国资委体系内规模最大的证券公司。招商局集团是业务多元的综合性大型央企，旗下产业丰富，主要业务有实业经营、综合金融、投资与资本运营三大核心产业，旗下控股及参股境内外上市子公司超过 30 家。招商局集团的金融业务以银行、证

券、基金、保险为基础，涵盖资产管理、融资租赁、不良资产管理等多元金融牌照。

截至 2022 年底，招商证券前五大股东为招商局金融控股有限公司、深圳市集盛投资发展有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司、中国远洋运输有限公司、河北港口集团有限公司，持股比例分别为 23.55%、19.59%、14.65%、6.26%及 3.95%；其中，公司前两大股东为招商局集团间接控股公司（持股比例合计为 43.14%），在此基础上招商局集团持有公司 H 股股份 8904 万股，合计持有公司股份比例达 44.16%，为公司的实控人。

表1: 招商证券前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	招商局金融控股有限公司	2,047,900,517	23.55
2	深圳市集盛投资发展有限公司	1,703,934,870	19.59
3	香港中央结算(代理人)有限公司	1,274,225,067	14.65
4	中国远洋运输有限公司	544,632,418	6.26
5	河北港口集团有限公司	343,282,732	3.95
6	中交资本控股有限公司	272,201,561	3.13
7	中国证券金融股份有限公司	170,789,261	1.96
8	香港中央结算有限公司	120,683,465	1.39
9	中远海运(广州)有限公司	109,199,899	1.26
10	中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	80,151,703	0.92
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

招商局金融控股有限公司，为招商局集团的全资子公司。自 2016 年起，招商局集团开始全面部署启动招商局金融控股公司相关工作，以招融投资（已更名为“招商金控”）为主体，通过无偿划转、现金收购等方式集中境内外金融股权，优化金融板块的股权结构，实现了实业和金融的风险隔离。目前，招商金控监管口径下风险并表及参股重要性机构总计约 670 家，其中直接持股管理的主要从事金融活动的机构包括招商银行、招商证券、招商仁和人寿、招商租赁、招商资本、招商创投等，覆盖银行、保险、证券等多个金融领域。

2022 年 9 月 2 日，央行批准了深圳市招融投资控股有限公司的金融控股公司设立许可，并同意其更名为“招商局金融控股有限公司”（以下简称“招商金控”）。这是继 2022 年 3 月中国中信金融控股有限公司和北京金融控股集团有限公司之后，央行颁发的第三张金控牌照，也是国务院国资委体系内的首家央企金控。

战略规划：以客户为中心 打造具有国际竞争力的一流券商

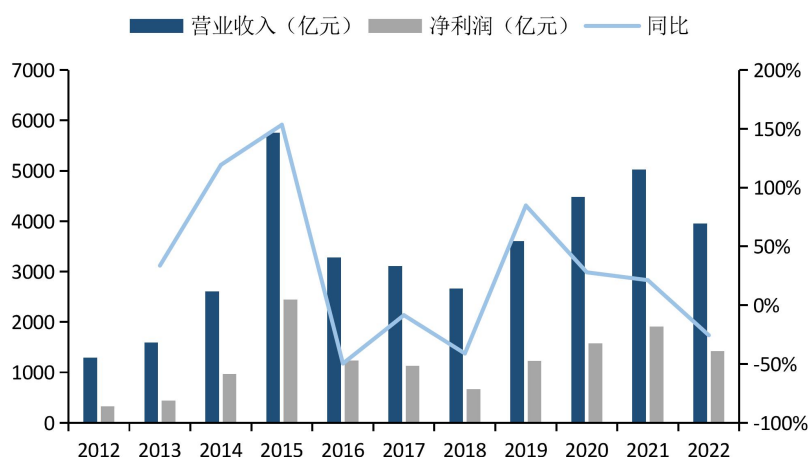
公司坚持“做大轻资本业务，做强重资产业务”的战略指引，科技创新赋能加快业务改革转型，不断完善经营模式，优化业务结构，增强发展动力。根据公司报告，招商证券以客户为中心，实施五项核心策略，一是加快现代投资银行建设，发挥投行价值牵引作用；二是打造财富管理综合服务商，巩固机构客户综合服务优势；三是推动资产业务与服务业务融合发展，提升综合金融服务能力；四是加快推动数字化转型，加大金融科技投资，构建“科技赋能”生态；五是强化跨境服务一体化，增强跨境业务服务能力等五项核心策略，为客户提供一站式综合服务，不断提升综合竞争力。

行业分析

改革红利驱动打造“航母级”券商 头部券商强者恒强

市场持续复苏，头部券商盈利能力凸显。2022 年，受到内外部环境不确定性因素影响，权益市场震荡下行，市场活跃度下滑，券商业绩受到冲击。2022 年证券行业 140 家证券公司实现营业收入 3949.73 亿元，实现净利润 1423.01 亿元，同比分别下降 21.4%、25.5%。

图4：2012 年-2022 年证券行业营收情况

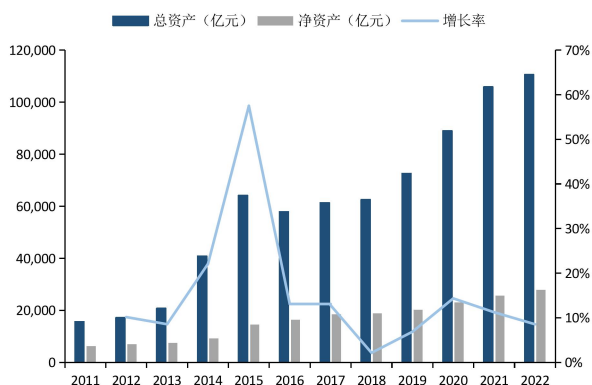


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年一季度，随着经济复苏，市场持续回暖带动券商业绩提升，43 家上市券商，除了中银证券与华林证券，其他上市券商全部实现营业收入与净利润双增长，共实现营业收入 1348.92 亿元，同比上涨 38.53%；实现归母净利润 429.7 亿元，同比上涨 85.45%，将近半数的券商实现净利超 200% 的增长；其中排名前五的上市券商营收占行业营收总额的比例超过 37%，头部券商盈利能力凸显。

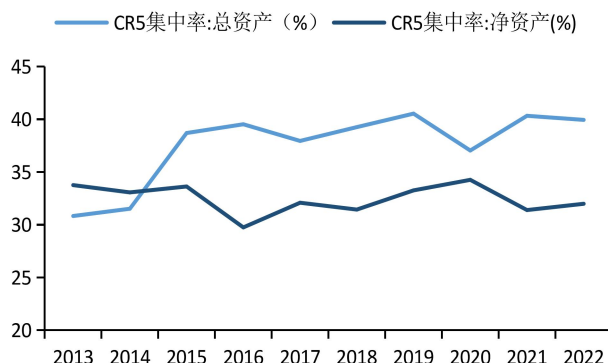
政策支持推动证券行业资本实力增强。2019 年 11 月，证监会发布《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》的答复，明确鼓励和引导证券公司充实资本，支持打造“航母级”券商，推动证券行业做大做强。近年来，在市场波动较大的背景下，证券行业资本实力仍然不断增强。根据中证协统计显示，截至 2022 年末，证券行业总资产为 11.06 万亿元，净资产为 2.79 万亿元，净资本 2.09 万亿元，分别同比增长 4.41%、8.52%、4.69%。

图5: 2011 年-2022 年证券行业总资产与净资产



资料来源: 中证协, 国信证券经济研究所整理

图6: 2013 年-2022 年证券行业总资产与净资产集中度



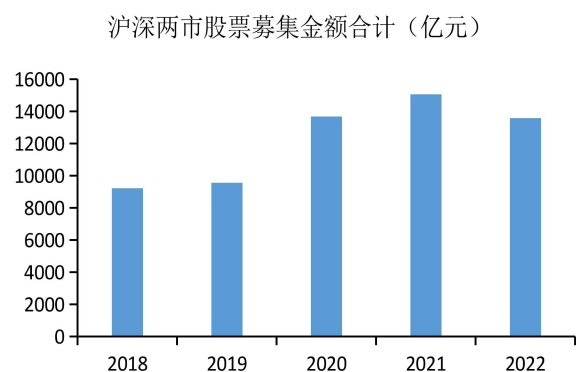
资料来源: 中证协, 国信证券经济研究所整理

全面注册制推动证券行业高质量发展

近年来,我国资本市场经历了注册制试点在增量市场起步、由增量扩展到存量市场,再到向全市场推行的过程,市场基础制度不断完善,多层次市场体系不断优化,资本市场发挥资源配置能力持续释放,机构服务、投行等券商业务空间正在充分展开。

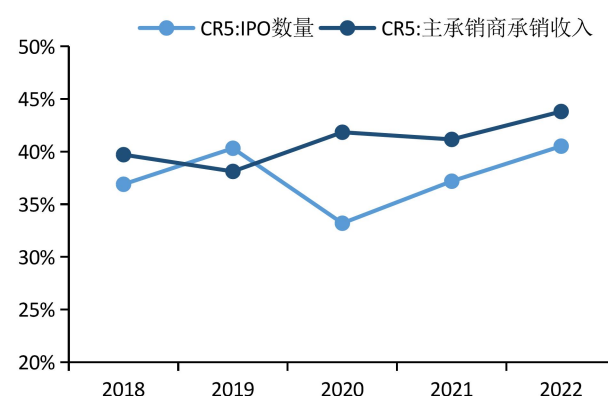
截至 2022 年末,注册制下沪深两市上市公司累计达到 1660 家。2022 年,沪深两市股票募集金额为 13576 亿元,2018 年-2022 年,沪深两市股票募集金额的年复合增长率为 10.15%;证监会核发 IPO 数量为 417 家,其中创业板 141 家、科创板 118 家;2018 年-2022 年,证监会核发创业板 IPO 数量的年复合增长率为 41.74%,2019 年-2022 年,证监会核发科创板 IPO 数量的年复合增长率为 13.83%。

图7: 2018 年-2022 年沪深两市股票募集情况



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图8: 2018 年-2022 年证券行业投资银行业务集中度



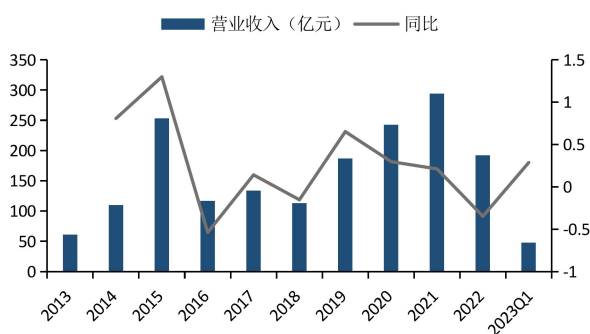
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

2022 年,前五家券商 IPO 数量占比达到 40.52%,承销收入占比达到 43.81%,相较于 2018 年分别提升 3.62 和 4.1 个百分点,证券行业投资银行业务集中度进一步提升。全面注册制背景下,对投行的定价和投研能力提出更高要求,围绕企业上下游产业链、全生命周期,投行开展全业务链综合服务,“三投协同联动”向产业投行转型成为行业重要转型方向。

公司稳健经营 综合实力较强

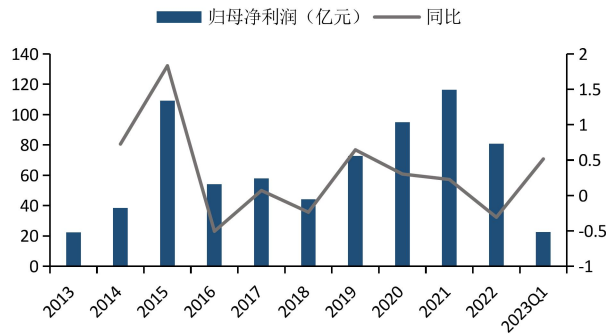
公司营业收入与归母净利润稳健增长，资产规模呈现增长态势。2022 年，受市场内外部环境因素的影响，叠加金融市场波动加剧，招商证券整体业绩出现下滑，但公司多项业务位居行业前列，头部地位稳定，同时参股头部基金公司博时基金和招商基金，财富管理业务盈利能力较强，加上背靠招商局集团，股东实力强大，公司仍具有较强的竞争力。2023 年一季度，受到权益市场回暖的影响，公司实现营业收入 47.58 亿元，同比上涨 28.74%；实现归母净利润 22.6 亿元，同比上涨 51.72%；其中自营业务实现收入 17.26 亿元，同比上涨 886.29%；实现信用业务收入 4.88 亿元，同比上涨 159.37%。

图9：2013 年-2023 年 Q1 招商证券营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2023 年 03 月 31 日）

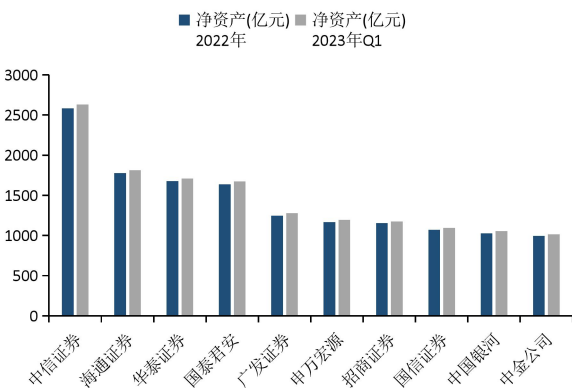
图10：2013 年-2023 年 Q1 招商证券归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2023 年 03 月 31 日）

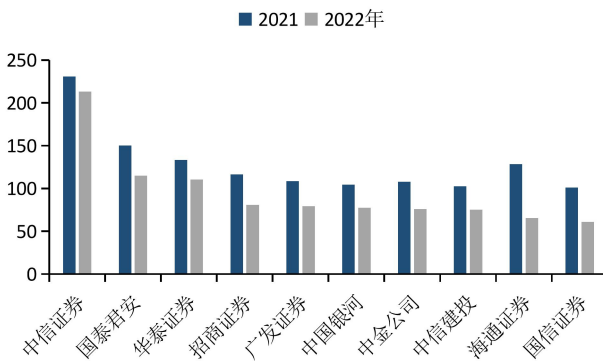
行业排名靠前，核心业务排名稳定。根据已经披露 2022 年年报数据，招商证券总资产、净资产、营业收入、归母净利润在上市券商中排名分别为第 9 名、第 7 名、第 10 名和第 4 名。

图11：2022 年-2023 年 Q1 招商证券净资产排名第七



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2023 年 03 月 31 日）

图12：2021 年-2022 年招商券商归母净利润排名第四



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

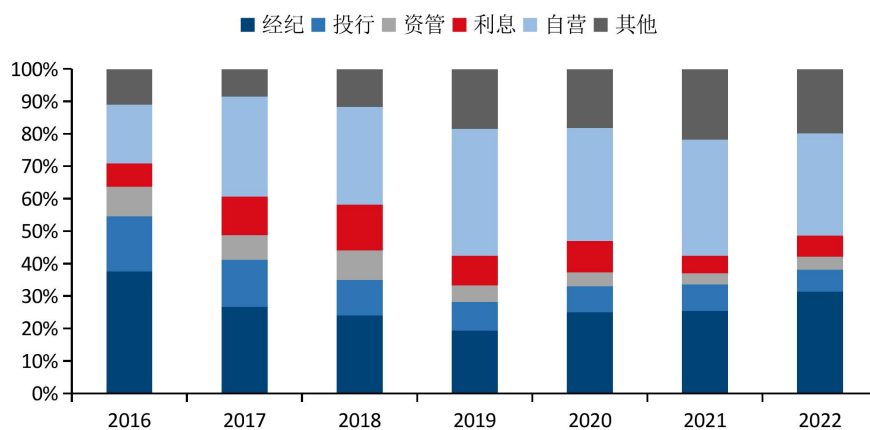
2023 年一季度，招商证券净资产、营业收入、归母净利润在上市券商中排名分别为第 7 名、第 10 名和第 6 名，公司实现营业收入 47.58 亿元，同比提升 28.74%；实现归母净利润 22.6 亿元，同比提升 51.72%。一季度公司加权平均净资产收益

率为 2.09%，同比提升 0.73 个百分点；基本每股收益为 0.24 元/股，同比提升 60%。

扎实推进主营业务发展，持续优化业务结构。2022 年，虽然公司受市场波动的影响，各项业务均出现不同程度的下滑，但核心业务的市场排名基本保持稳定，业务转型成效显著，中性策略收入和机构业务收入占比提升。

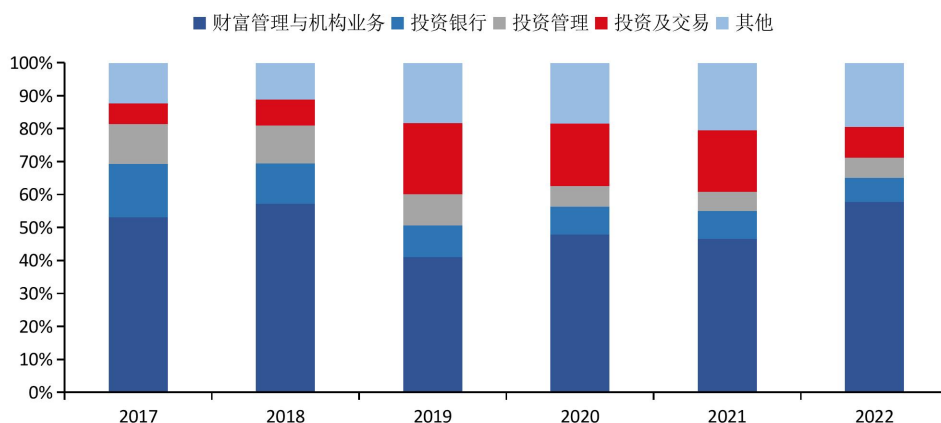
在市场动荡下，公司仍然积极把握证券行业发展趋势，持续扎实推进“双轮驱动”发展战略，业务体系不断优化，盈利能力始终维持在较高水平。截至 2022 年末，公司经纪、自营、投行、信用、资管业务收入（剔除其他业务）贡献度分别为 33.53%、33.6%、7.25%、6.98%、4.31%，其中，经纪业务收入占比提升 7 个百分点，自营业务收入占比下滑 4 个百分点。

图13：2016 年-2022 年招商证券业务收入结构（传统分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：2017 年-2022 年招商证券业务收入结构（内部分类）



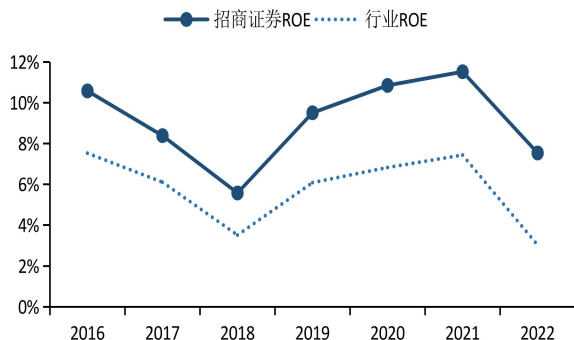
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从主营业务来看，财富管理与机构业务利润贡献率持续上升，“双轮驱动”战略成效逐步显现。全能型券商多样化的产品和服务形成差异化竞争优势，财富管理业务稳步转型，机构服务竞争优势正在持续加强。

杠杆率、ROE 均高于行业平均水平。近年来，公司 ROE 与杠杆率均高于行业平均

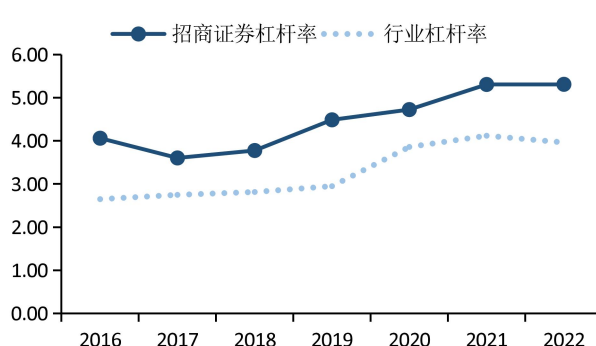
水平，杠杆率排名稳步上升。2016-2022 年，公司平均 ROE 为 9.14%，ROE 水平整体高于行业平均水平，资产收益率较高。

图15: 2016 年-2022 年招商证券与行业 ROE 对比图



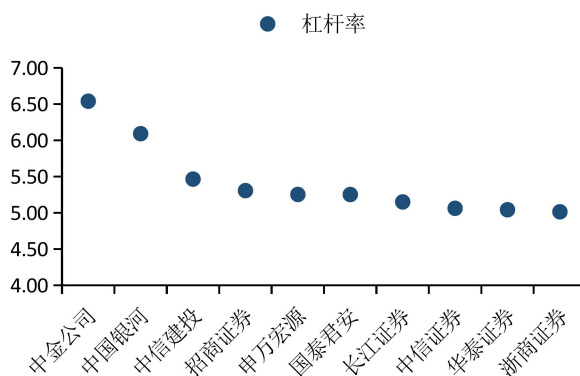
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图16: 2016 年-2022 年招商证券与行业杠杆对比图



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图17: 2022 年招商券商杠杆率行业排名第四



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

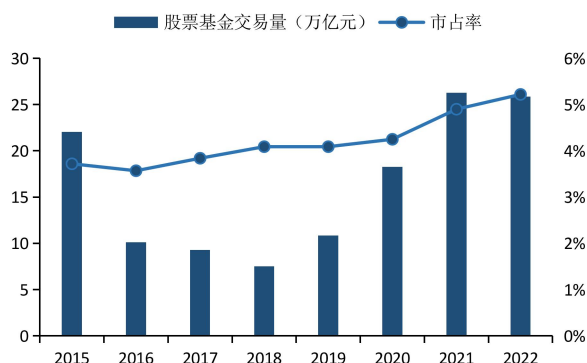
近年来，公司杠杆率维持在 3.6-5.4 倍之间，高于行业平均水平，每年排名均在上市券商的前十位，头部券商排名稳定，公司资金运用能力持续增强。

机构业务+财富管理“双轮驱动”战略成效显著

政策引领财富管理转型 构建大财富管理体系

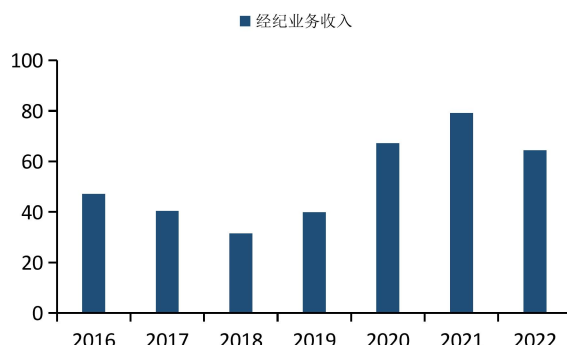
传统经纪业务优势明显，市场份额持续提升。2022 年，沪深两市股票基金单边交易量为 247.67 万亿元，同比下降 7.59%。市场新增投资者 1,473 万户，同比下降 24.99%。其中，招商证券股票基金交易量达 25.85 万亿，市占率为 5.22%。2022 年，公司经纪业务净收入 64.43 亿元，同比下降 18.60%，占总营收的 33.53%，增加 6.63pct，占比达近年来最高水平。

图18: 2015 年-2022 年招商证券股票基金交易量市场份额



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

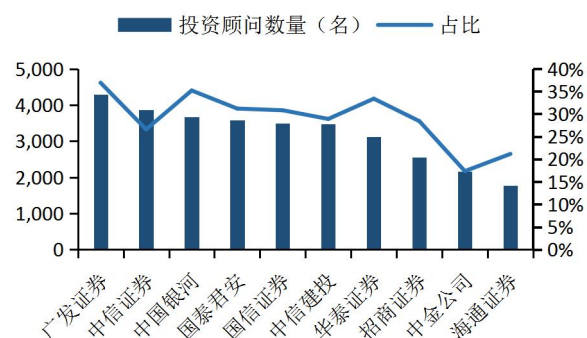
图19: 2016 年-2022 年招商证券经纪业务收入



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

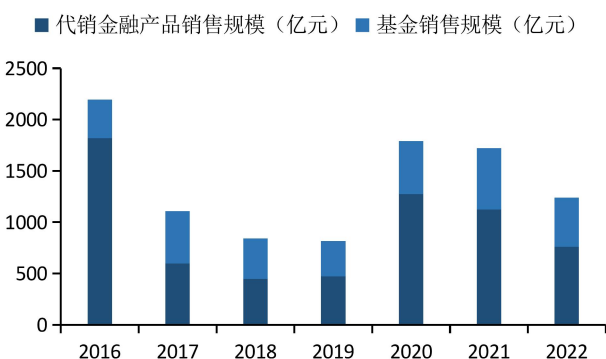
根据中国证券业协会数据显示,截至2022年底,招商证券投资顾问人数为2547名,占从业人数比例为28.41%,占比位居可比券商前列,其中财富顾问数量达1329人,有效推动客户规模和客户活跃度增长。

图20: 2022 年前十大证券公司投资顾问数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 2016 年-2022 年招商证券经纪业务销售规模



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2022 年末,受到整体市场活跃度下降影响,公司经纪业务销售规模 1239.32 亿元,其中代销金融产品销售规模 758.88 亿元,同比下降 32.36%;基金销售规模 480.44 亿元,同比下降 19.79%。正常交易客户数约 1,644 万户,同比增长 11.16%,托管客户资产 3.66 万亿元。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。

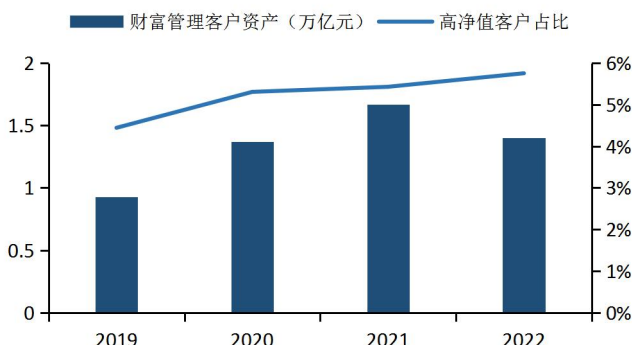
深入推动财富管理业务转型

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。公司的财富管理业务注重个性化的投资方案设计,根据客户的财务状况、投资目标和风险承受能力等因素,量身定制符合客户需求的投资组合,提供多样化的投资产品和服务,包括股票、基金、固定收益产品、保险、境内外资产配置等。

2022 年,受市场因素和行业整体佣金率下滑影响,公司代理买卖证券业务收入下滑,公司持续积极推进财富管理转型,财富管理规模持续上涨,财富管理客户资产达 1.4 万亿元,高价值客户(高净值客户指托管资产达 800 万元及以上的客户)

占比达 5.76%。

图22: 2019 年-2022 年招商证券财富管理规模

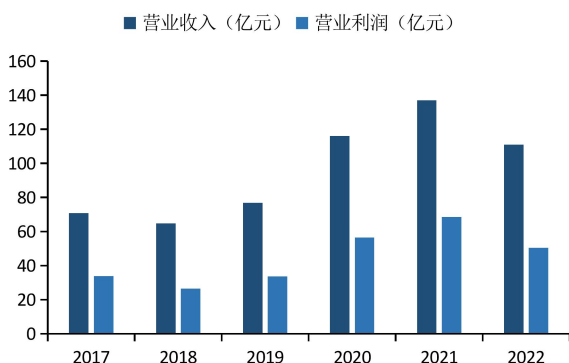


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

持续完善财富管理业务产品体系, 代销金融产品收入加速提升。随着行业传统经纪业务日趋激烈的竞争趋势, 在佣金率呈现逐年下滑的情况下, 财富管理转型势在必行。为应对市场佣金费率下滑与传统经纪业务转型的趋势, 2019 年, 公司成立财富管理及机构业务总部, 将财富管理与机构业务条线进行整合, 为公司打造机构与财富管理特色业务的战略目标提供有力支撑。近年来, 公司稳步推进经纪业务向财富管理转型, 在满足客户交易与投资需求的基础上, 通过提供多样化的产品与服务, 优化客户资产结构, 实现客户资产稳定增长, 稳定公司收入来源。

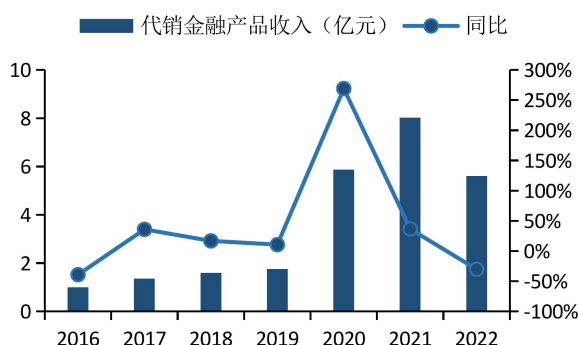
自 2020 年起, 公司代销金融产品收入呈爆发式增长, 截至 2022 年底, 代销金融产品收入达 5.6 亿元, 2016 年-2022 年年复增长率 27.9%。

图23: 2017 年-2022 年招商证券财富管理与机构业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 2016 年-2022 年招商证券代销金融产品收入情况

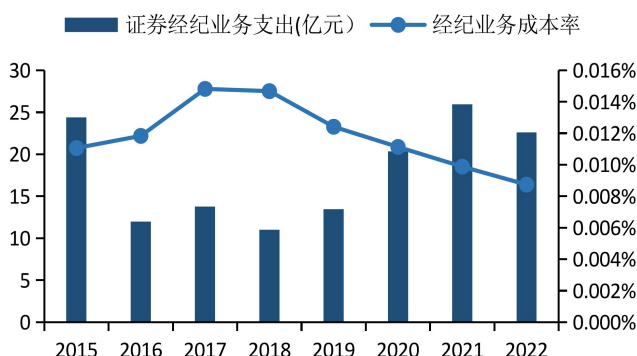


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

加速数字化转型, 提升客户服务质量。公司积极应用先进的科技手段, 借助金融科技和大数据等优化财管服务的专业性, 为客户提供智能化的财富管理工具和服务平台, 并不断优化以提升客户的投资体验和效果。根据公司财报, 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。招商证券通过升级优化招商证券 APP, 强化平台运营, 打造企业微信和“招商证券财富+”小程序为主的私域流量特色经营模式, 提升客户服务质量和触达效率。同时, 金融科技赋能业务协同, 持续降低经纪业务成本。2022 年, 公司经纪业务成

本率仅为 0.087%，相比于 2017 年成本率降幅达到 41.03%。

图25：招商证券经纪业务成本率持续降低



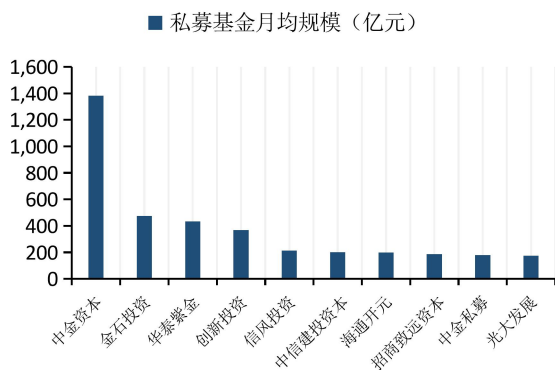
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

互联网导流新规有望落地，券商拥抱公域流量。近年来，互联网投资者的持续扩容，促进证券公司加强数字化转型的投入，尤其是通过互联网平台建立“以客户为中心”的财富管理体系，打造互联网财富管理新业态。自 2020 年 8 月证监会关于《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见以来，时隔 3 年，互联网导流新规有望于 2023 年下半年落地。三方导流新规有利于头部券商扩充客渠道、降低获客成本，公司经纪份额、产品份额将持续提升。

PB 业务行业领先 打造机构生态圈

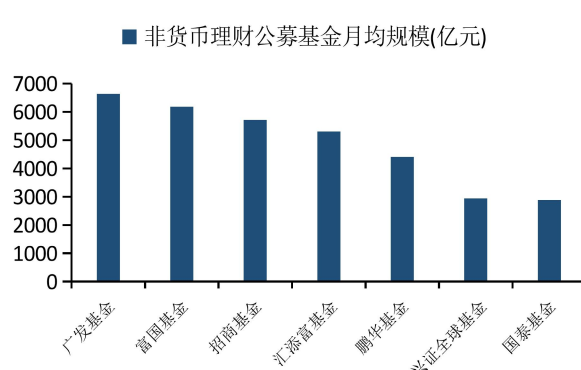
搭建协同一体的机构业务服务体系，夯实机构业务综合化服务领先优势。2022 年，资本市场机构化进程持续加速推进。公司持续迭代完善“招商证券机构+”系列营销服务工具，助力营销团队服务效能提升。根据公司 2022 年财报，公司私募客户股票基金交易量同比增长 21.61%，市场份额实现逆势增长。截至 2022 年末，50 亿元以上重点私募客户交易覆盖率达 81%。根据中基协公开数据，截至 2022 年四季度，招商致远资本私募基金月均规模达 186.33 亿元，行业排名第 8；招商基金非货币理财公募基金月均管理规模达 5713.78 亿元，行业排名第 3。

图26：2022 年 Q4 证券公司私募基金月均规模排名



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

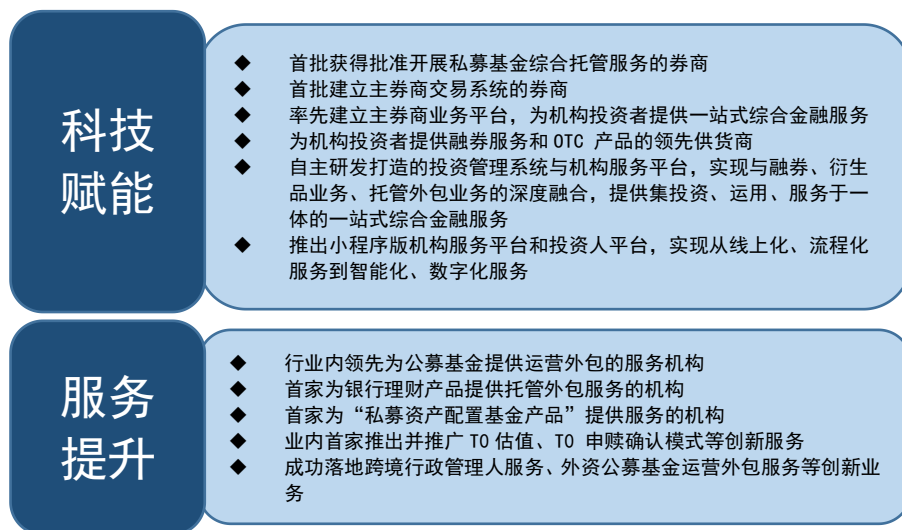
图27：2022 年 Q4 证券公司非货币理财公募基金月均规模排名



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

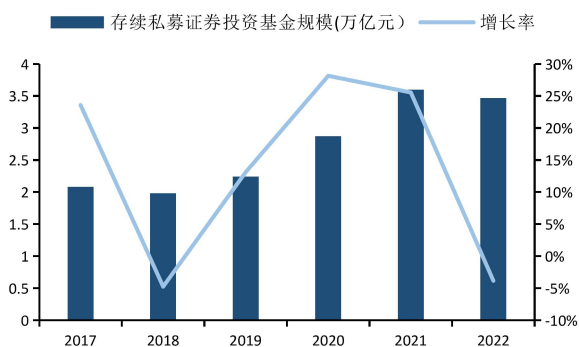
科技赋能，积极创新，PB 业务行业领先。多年来，招商证券的 PB 业务持续位列行业第一，而其在私募托管业务的龙头地位，与其“先发优势”密不可分。自 2014 年，公司作为首批获得批准开展私募基金综合托管服务的券商之一，将 PB 业务放置于重要战略业务布局之上，举全公司之力大力发展机构业务。2016 年，在公司经营管理大纲中明确提出“构建面向机构客户的主券商服务体系”。而 PB 业务主要客户为机构投资者和高净值个人投资者，加速推动公司机构化转型。

图28: 招商证券 PB 业务优势



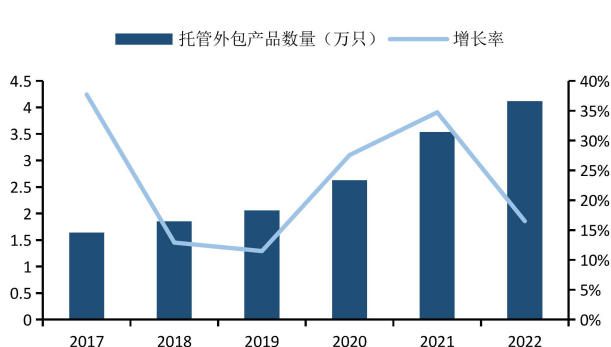
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 2017 年-2022 年招商证券存续私募证券投资基金规模



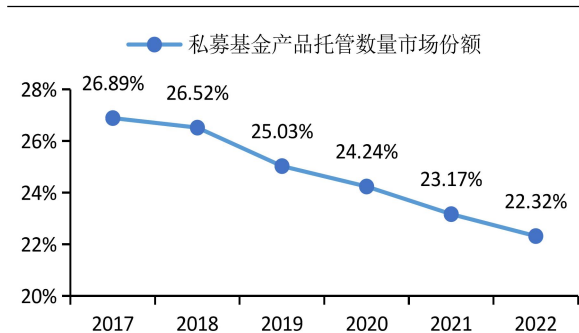
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 2017 年-2022 年招商证券托管外包产品数量



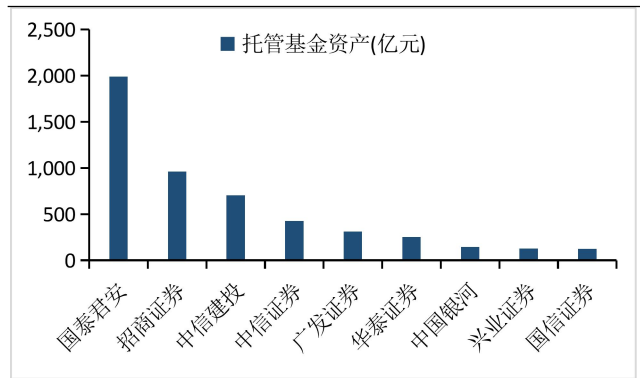
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 2017 年-2022 年招商证券私募基金产品托管数量占市场份额



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

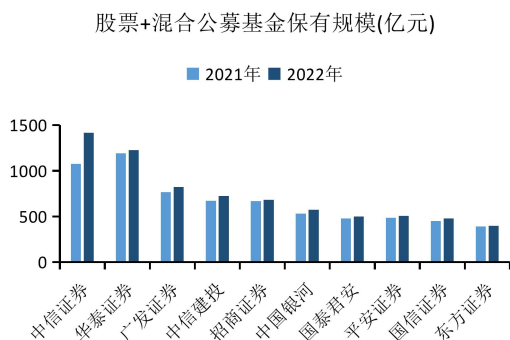
图32: 2022 年证券公司公募基金产品托管规模排名



资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

根据公司公告与中基协数据, 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。2022 年, 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分别为 683 亿元、736 亿元, 均排名证券公司第 5。

图33: 证券公司股票加混合公募基金保有规模排名(前十)



资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

图34: 证券公司非货币市场公募基金保有规模排名(前十)



资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

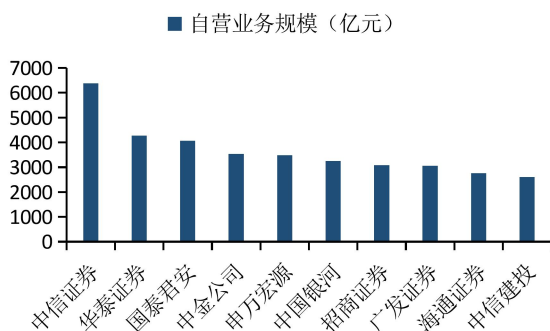
监管新规落地, 提升券商私募管理业务高质量发展。2023 年 5 月, 中国证券投资基金业协会就《私募证券投资基金运作指引(征求意见稿)》公开征求意见, 核心目的是: 拉齐监管尺度, 防止监管套利; 强化头尾管理, 降低行业风险。进一步完善了我国针对私募证券投资基金的运作规则体系, 有较强的风险管控导向。在监管趋严的情况下, 私募管理人将提质减量, 集中度进一步加强, 私募业务风险也将有所下降。私募资管的业务竞争越趋激烈, 券商将持续引进私募投研条线高端人才, 私募管理人的整体质量也将得到提升, 因此资本实力雄厚、机构业务优势明显、投研与产品募集能力强的券商或将受益。

投资及交易业务: 发展中性策略 拓展机构代客生态

投资业务规模快速扩大, 持续增加固收类资产。近年来, 公司的自营资产规模保

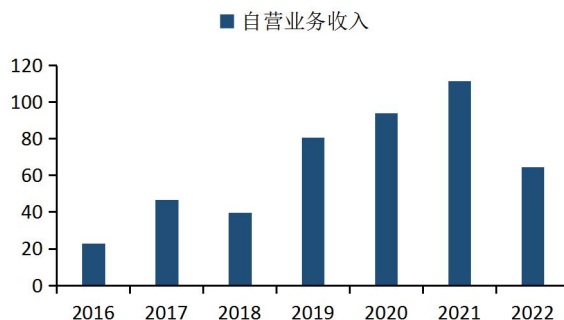
持快速增长的态势，公司自营资产规模自 2016 年末的 740.76 亿元增长至 2022 年末的 3085.17 亿元，年复合增长率达 22.61%，行业排名第 7 位；2016 年-2021 年，投资收入从 22.9 亿元增长至 111.47 亿元，增长率达 3.87 倍，呈现爆发式增长。2022 年，全球经济增长放缓，市场波动加剧，导致公司自营业务投资收益下降，公司自营业务净收入 64.57 亿元，同比下降 42%，占总营收的 33.60%，大幅下降 7.66pct，严重拖累公司业绩。

图35：2022 年招商券商自营业务规模排名第七



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：2016 年-2022 年招商证券自营业务收入情况



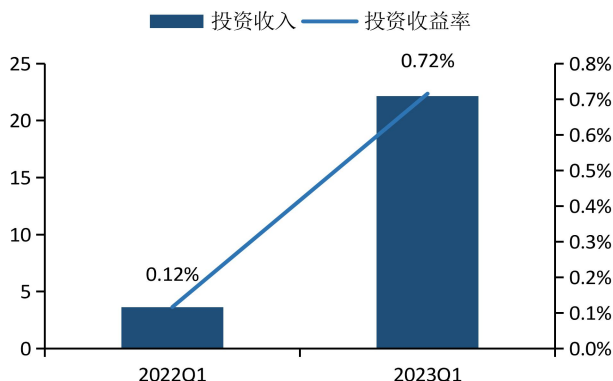
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37：2016 年-2022 年招商证券投资收益情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38：2023 年 Q1 招商证券投资收益情况

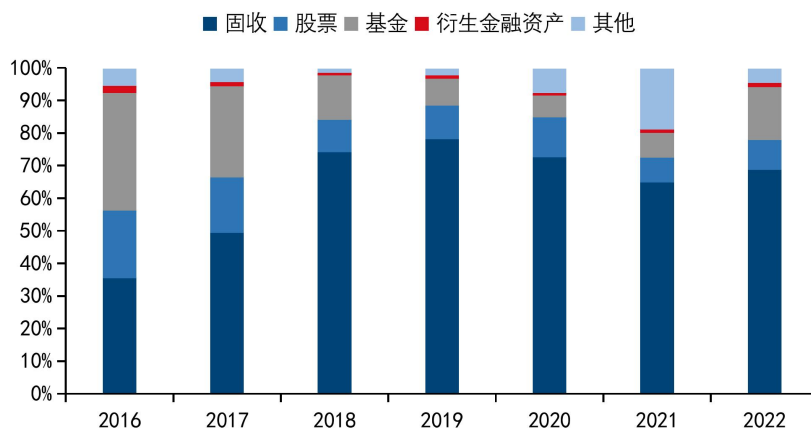


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 (注：数据截至 2023 年 03 月 31 日)

2023 年一季度，受到权益市场回暖的影响，公司实现自营业务收入 17.26 亿元，同比上涨 886.29%。截至 2023 年一季度，公司交易性金融投资资产规模 2450.15 亿元，同比提升 1.34%；其他债权投资为 586.98 亿元，同比下降 3.6%。

自营业务去方向化推进，中性策略业务持续扩容。在经历 2021 年股市和债市的波动后，公司调整了资产结构，减少方向性投资，做大中性策略业务。此外，还重点发展衍生品、做市等资本中介业务，目前公司场内衍生品做市业务资格数量增至 70 个，位居证券公司第一。国债期货、利率互换、标债远期交易量分别同比增长 113.62%、426%、193%。

图39: 招商证券交易性金融投资资产结构



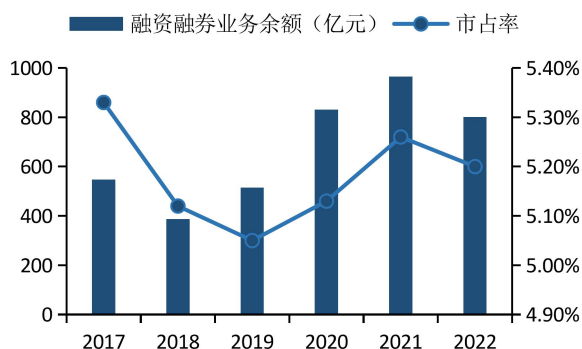
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资本中介业务：券源渠道拓展 融券市场份额提升

2019年以来，监管持续放宽券商两融业务规则，两融标的大幅提升，转融资费率下调，科创板与创业板将带来可观增量两融业务，券商两融业务迎来重要发展机遇。

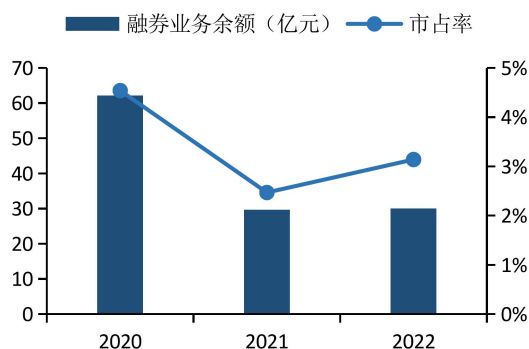
2022年，全市场日均股基交易额10,030亿元，同比-9.3%；两融余额15,404亿元，较年初下降16%。2022年，融资融券业务再获政策支持，如中证金融下调转融资费率、沪深交易所扩大融资融券标的股票范围，但受市场行情影响，行业总体业务规模下降。2022年，公司两融余额800.34亿元，市场份额5.2%；其中融券余额30.07亿元，增长1.12%；市场份额3.14%，增长0.67pct，两融业务有望进一步做大。

图40: 2017年-2022年招商证券两融余额与市场份额



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

图41: 2020年-2022年招商证券融券业务市场份额

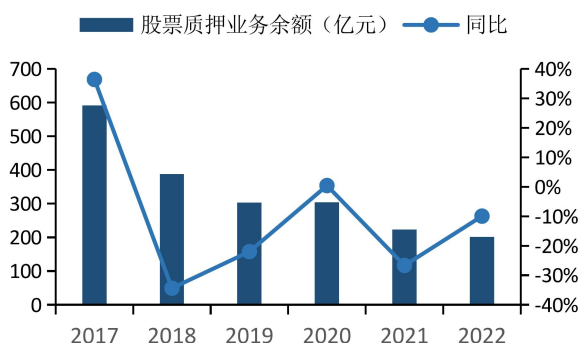


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022年，公司融资融券余额800.34亿元，维持担保比例为288.55%；股票质押式回购业务（含资管计划出资业务）待购回余额200.95亿元，整体履约保障比例为234.08%，一直高于行业平均水平。2022年，公司资本中介业务利息收入排名，融资融券业务、股票质押式回购（自有资金）业务的融出资金规模等均处于行业

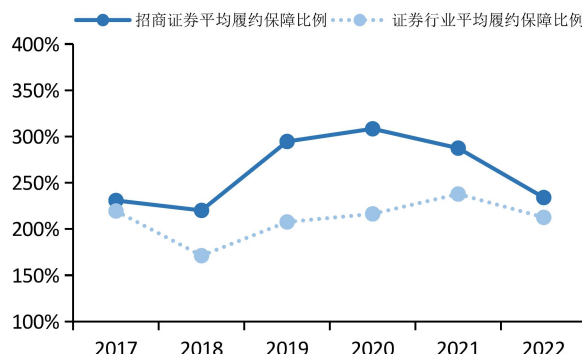
排名前十。

图42: 2017年-2022年招商证券股票质押业务情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 招商证券股票质押业务履约保障比例高于市场平均值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资管理业务：持续优化投研能力与产品线 加速主动管理转型

随着经济发展，居民财富快速累积，投资需求更加强烈，投资意识持续增强。2018年资管新规之后，银行、券商、基金、信托、保险纷纷开启了转型之路。2022年，资产管理行业净值化时代全面开启，各类资管机构迈入高质量发展的新阶段。在资管业务监管政策不断细化完善的情况下，行业内部结构转型持续深化，资产质量优化升级。

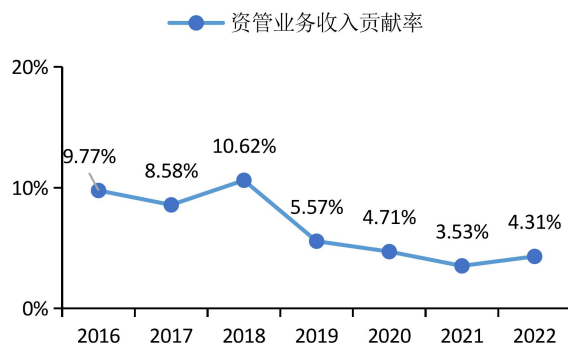
公司资产管理业务主要包括两大板块：资产管理和公募基金业务，整体发展基础稳固，业务结构均衡处于行业领先水平。2022年，公司资管业务净收入8.29亿元，同比下降20.2%，占总营收的4.31%，上涨0.78pct。其中，对联营和合营企业的投资收益（主要是两个公募基金子公司）贡献利润16.62亿元，同比增长3.84%，两个公募基金子公司合计利润贡献率达20.59%。

图44: 2016年-2022年招商证券资管业务收入情况



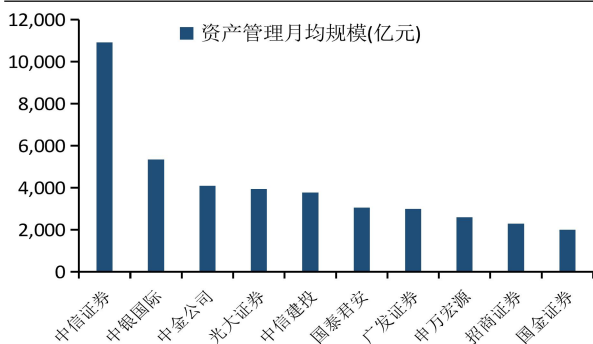
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: 2022年招商证券资管业务收入贡献率



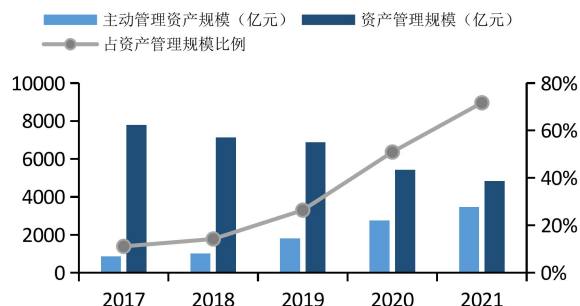
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46: 2022 年证券公司资产管理月均规模排名



资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

图47: 2017 年-2022 年招商资管总资产规模



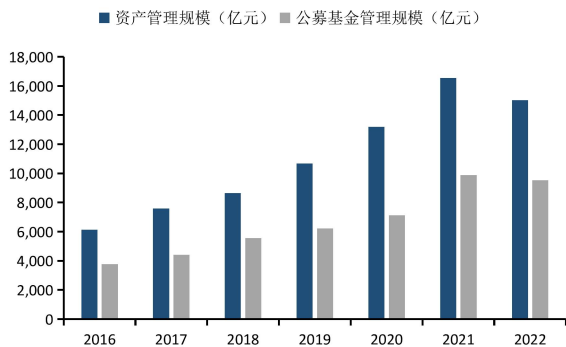
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公募基金业务: 公募基金管理规模持续增长 业绩收入稳健上涨

公司公募基金业务通过联营子公司博时基金（持有 49% 股权）与招商基金（持有 45% 股权）开展，基金管理规模持续扩大，业绩收入稳健增长。

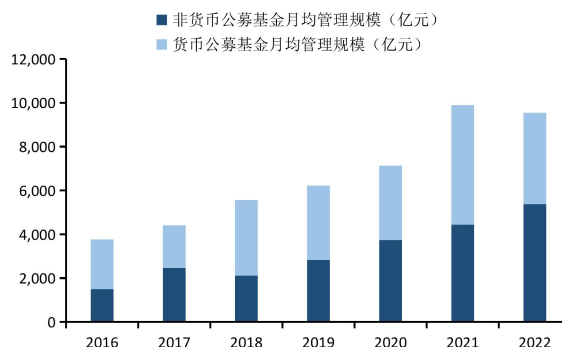
博时基金成立于 1998 年 7 月，是我国首批成立的五家基金管理公司之一，也是目前我国资产管理规模最大的基金公司之一。截至 2022 年末，博时基金共管理 341 只公募基金，资产管理规模 15,011 亿元（不含子公司管理规模），较 2021 年末减少 9.32%。2022 年博时基金实现净利润 17.24 亿元，同比下降 3.05%。2022 年末博时基金非货币公募基金规模排名第 8，债券型公募基金规模排名第 1。

图48: 2016 年-2022 年博时基金资产管理规模



资料来源: 公司公告, 中基协, 国信证券经济研究所整理

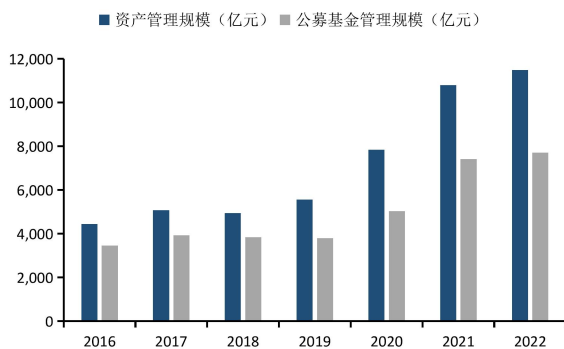
图49: 2016 年-2022 年博时基金非货币公募基金规模



资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

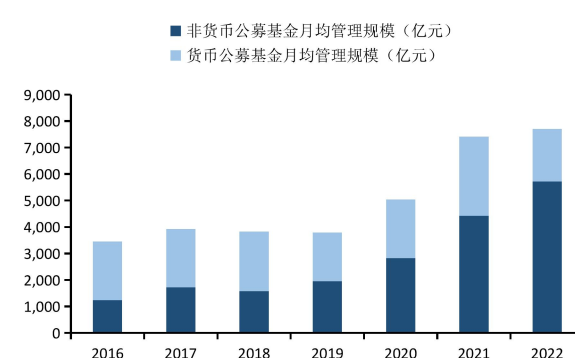
招商基金资产管理规模 11,492 亿元（不含子公司管理规模），较 2021 年末增长 6.41%。2022 年，招商基金实现净利润 18.13 亿元，同比增长 13.12%。2022 年末招商基金非货币公募基金规模排名第 5，债券型公募基金规模和股票型公募基金规模分别排名第 2、第 3。

图50: 2016年-2022年招商基金资产管理规模



资料来源: 公司公告, 中基协, 国信证券经济研究所整理

图51: 2016年-2022年招商基金非货币公募基金规模



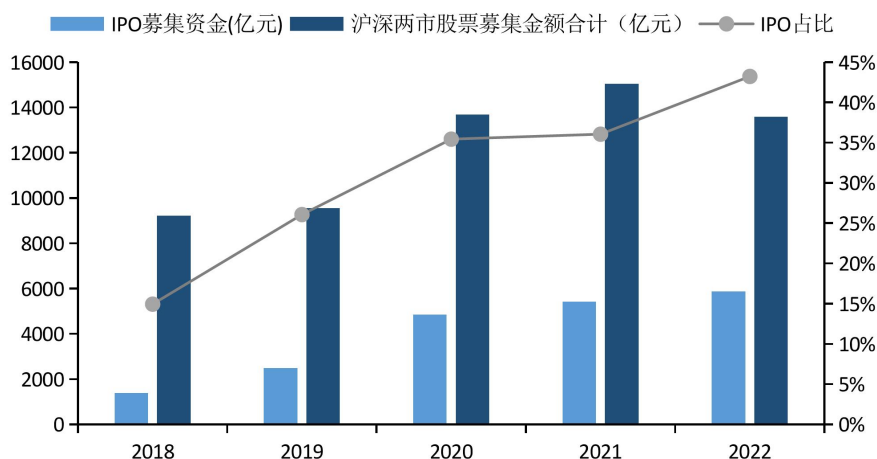
资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

公司加速推动主动管理转型, 持续推进大集合产品公募化改造工作。2022年, 年内完成4只改造, 产品规模达370.6亿元; 完善固收、权益、多策略及FOF四类产品线, 并以固收产品线开拓银行、保险等机构客户。

投行业务: 全面注册制持续推动投行业务转型

自2018年11月资本市场注册制改革拉开帷幕以来, 注册制改革在四年多时间中分别经历了2019年科创板开始试点注册制、2020年6月创业板实施注册制、2021年北交所实施注册制, 再到如今全面注册制改革启动。2018年-2022年末, A股注册制下上市公司合计达到1660家; 2022年, IPO融资超过1.2万亿元。

图52: 2018年-2022年沪深两市IPO募集情况



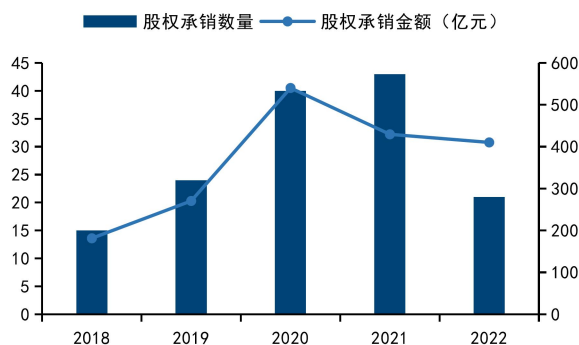
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

2022年招商证券投行业务净收入13.93亿元, 同比大幅下降45.22%, 营收占比8.64%, 下降1.39pct, 投行业务在2022年面临了较大的挑战和困难。受2021年公司IPO项目储备下降影响, 2022年公司A股股票主承销家数和金额大幅下降。

1) 股权承销

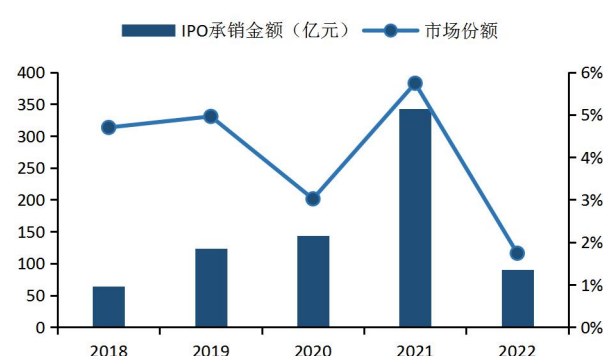
2018 年-2021 年，资本市场注册制改革拉开帷幕以来，公司股权承销数量持续上涨，年复增长率达 33.28%；其中公司的 IPO 业务行业排名及承销规模持续攀升，承销规模年复增长率达 74.39%。

图53: 2018 年-2022 年招商证券股权承销规模



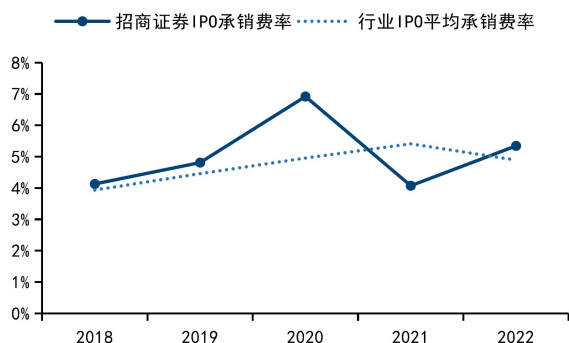
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图54: 2018 年-2022 年招商证券 IPO 承销规模



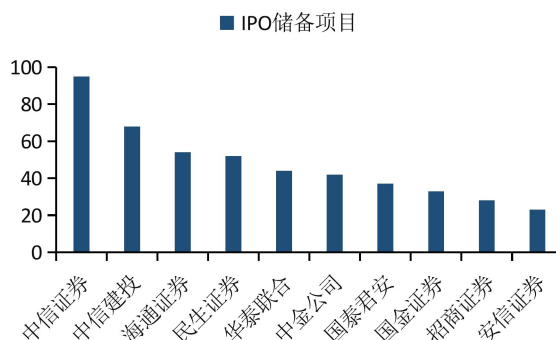
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图55: 2018 年-2022 年招商证券 IPO 承销费



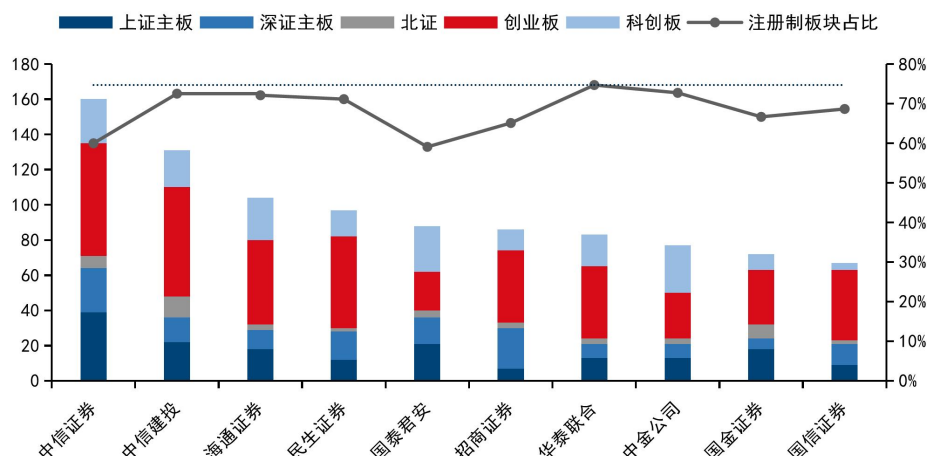
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图56: 证券公司 IPO 储备项目数量（前十）



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图57: 证券公司“注册制板块”报审与储备项目情况



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

2022 年，公司 A 股股票主承销金额 410.26 亿元，同比下降 4.50%，排名行业第 7；其中，IPO 主承销金额 89.85 亿元，下降 73.78%，排名行业第 15，再融资主承销金额 105.05 亿元，排名行业第 13，同比上升 3 名；IPO 储备项目 28 家，排名第 9，其中科创板 5 家、创业板 13 家，双创板储备业务量处于同业前列，给未来的业绩提供了一定的保障。

2) 债券承销

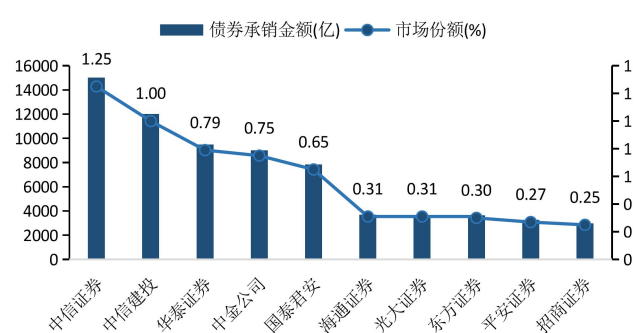
债券融资方面，根据 Wind 数据统计，公司的债权承销规模（公司债+企业债+ABS）自 2015 年来行业排名靠前，体现出了公司在债权承销方面的显著优势。2022 年公司境内债券主承销金额为 2,749.76 亿元，同比下降 43.97%，排名行业第 10。其中，信用债承销金额为 2,720.88 亿元，排名行业第 8；ABS 业务承销金额排名行业第 5，信贷 ABS 业务承销金额排名行业第 1；公司担任财务顾问基础设施公募 REITs 发行规模排名行业第 2。

图58：2016 年-2022 年招商证券债券承销规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图59：2022 年证券公司债券承销排名



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 财务顾问

2022 年，受国内外经济环境不确定性增加等因素影响，全球并购交易大幅放缓。但公司坚持服务实体经济，紧密围绕经济结构转型与产业升级，紧抓国企改革机，持续深化与大型央企、国企战略客户的紧密合作，同时积极与招商局集团内部企业进行协同合作，推动招商局集团体系内产融、融融协同项目开展。根据 Choice 统计，公司披露并购交易金额为 100.33 亿元；并购交易数量为 8 个，行业排名均为第 8；并购重组占财务顾问业务净收入比率为 39%，同比上涨 15%。

图60：2017 年-2022 年招商证券并购重组规模

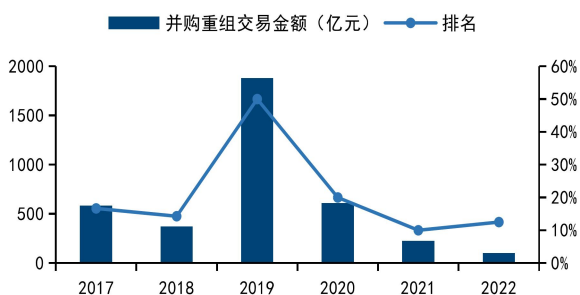
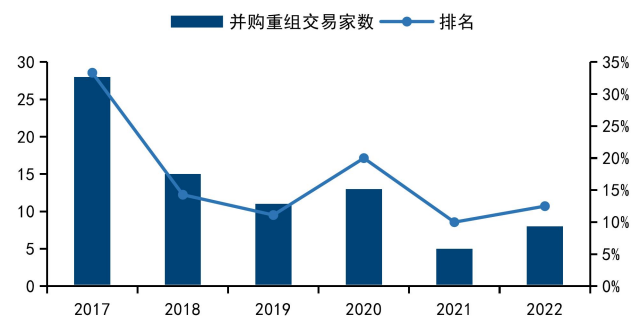


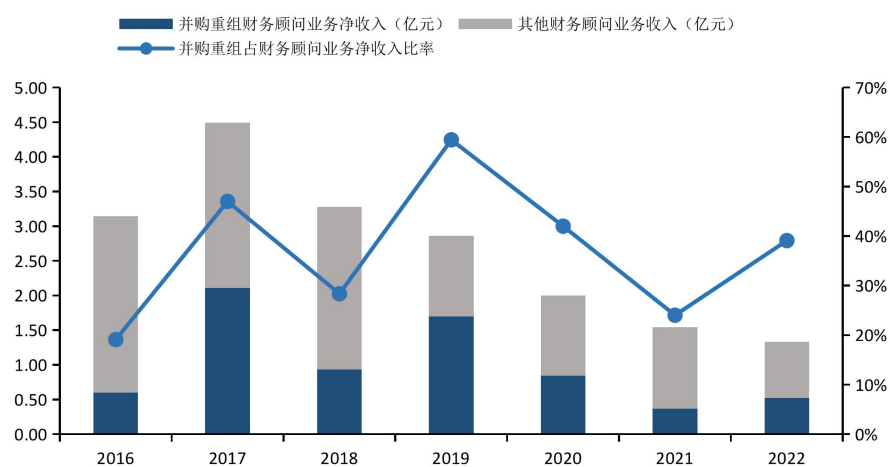
图61：2017 年-2022 年招商证券并购重组数量



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

图62：2016年-2022年招商证券财务顾问收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

招商证券坚持以科技赋能财富管理与机构业务“双轮驱动”发展战略，以多元化、平台化、生态化的运营模式打通业务竖井，助力业务链条协同共振，提升业务盈利空间。依据当前宏观经济环境和证券市场的未来发展趋势，我们对招商证券2023年-2025年的经营业绩进行预测。

核心假设

我们对公司2023-2025年盈利预测做出如下假设：

(1) 经纪业务手续费净收入：随着国内经济持续复苏，全市场交易活跃度逐步提升的情况下，有望带动股市成交额的快速增长。公司经纪业务渠道优势显著，随着金融科技的持续赋能，财富管理与机构业务领先优势有望进一步加强，因此我们假设未来三年公司经纪业务市占率分别为5.5%/6.0%/6.2%。在经纪业务佣金率进一步下降的趋势性，我们假设未来三年公司经纪业务佣金率分别为0.026%/0.025%/0.02%，成本率分别为0.008%/0.0075%/0.007%。

(2) 投行业务手续费净收入：注册制的全面推进有助于证券行业投资银行业务的发展，我们假设未来三年市场股权融资规模分别为1.62万亿元/1.78万亿元/1.96万亿元，债券融资规模分别为11.83万亿元/13.02万亿元/14.32万亿元；公司股权主承销金额市占率分别为3%/3.2%/3.4%，股权承销费率分别为2.55%/2.6%/2.65%。

(3) 资产管理业务手续费净收入：随着以资管新规为核心的制度体系不断完善，资产管理业务进入高质量发展的新阶段，我们假设未来三年公司资产管理规模分别为3626亿元/4155亿元/4769亿元，管理费率为0.27%/0.27%/0.28%。

(4) 利息净收入：考虑到我国融资融券业务具备较大发展空间，我们假设未来三年市场融资融券余额分别为16.94万亿元/18.64万亿元/20.50万亿元；公司融资融券业务市占率均为5.20%；公司融资融券利率分别为1.70%/1.75%/1.80%。

(5) 投资收益：权益市场持续回暖，公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为3702.2亿元/4072.42亿元/4479.67亿元，投资收益率分别为3.6%/3.6%/3.6%。

表2: 营业收入预测 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,277.7	29,428.9	19,219.2	24,292.7	27,975.7	32,278.8
YoY	29.8%	21.2%	-34.7%	26.4%	15.2%	15.4%
手续费及佣金净收入	10,696.8	12,469.0	9,467.3	11,118.0	12,735.9	14,646.3
YoY	43.9%	16.6%	-24.1%	17.4%	14.6%	15.0%
其中: 经纪业务手续费净收入	6,719.7	7,915.9	6,443.3	7,732.0	8,891.8	10,225.5
YoY	68.3%	17.8%	-18.6%	20.0%	15.0%	15.0%
投资银行业务手续费净收入	2,145.9	2,542.1	1,392.5	1,531.8	1,761.5	2,025.7
YoY	18.4%	18.5%	-45.2%	10.0%	15.0%	15.0%
资产管理业务手续费净收入	1,143.3	1,038.6	828.8	911.7	1,002.9	1,153.3
YoY	9.7%	-9.2%	-20.2%	10.0%	10.0%	15.0%
利息净收入	2,598.9	1,692.7	1,341.7	1,677.2	1,928.7	2,218.1
YoY	37.1%	-34.9%	-20.7%	25.0%	15.0%	15.0%
投资收益	6,783.2	9,454.8	5,115.0	9,718.5	11,176.3	12,852.7
YoY	10.1%	39.4%	-45.9%	90.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	3,096.2	4,108.3	1,482.5	1,779.0	2,134.8	2,561.7
YoY	39.1%	32.7%	-63.9%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

(6) 费用: 包括税金及附加、业务及管理费、资产减值损失、信用减值损失和其他业务成本。结合历史数据和宏观经济发展趋势, 我们假设未来三年税金及附加占营业收入比例为 0.6%, 业务及管理费占营业收入比例为 40%, 资产减值损失分别为 0.05 亿元/0.06 亿元/0.07 亿元, 其他业务成本占其他业务收入比例为 92%。

表3: 营业支出预测 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业支出	12,974.5	15,613.4	10,446.5	13,433.8	15,470.6	17,850.2
YoY	30.9%	20.3%	-33.1%	28.6%	15.2%	15.4%
税金及附加	140.5	169.9	125.7	145.8	167.9	193.7
YoY	48.9%	20.9%	-26.0%	16.0%	15.2%	15.4%
业务及管理费	9,672.0	11,068.7	8,649.1	9,717.1	11,190.3	12,911.5
YoY	28.3%	14.4%	-21.9%	12.3%	15.2%	15.4%
资产减值损失	0.0	3.3	6.9	4.9	5.6	6.5
YoY	-99.5%	20012.4%	108.4%	-29.7%	15.2%	15.4%
其他业务成本	3,006.4	3,998.5	1,364.2	1,636.7	1,964.0	2,356.8
YoY	37.5%	33.0%	-65.9%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

我们预计招商证券 2023 年-2025 年营业收入分别为 242.93 亿元/279.76 亿元/322.79 亿元, 同比增速分别为 26.4%/15.2%/15.4%; 净利润分别为 103.29 亿元/118.9 亿元/137.14 亿元, 同比增速分别为 27.8%/15.1%/15.3%。

表4: 招商证券核心财务指标预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,708	24,278	29,429	19,219	24,293	27,976	32,279
YOY	65.2%	29.8%	21.2%	-34.7%	26.4%	15.2%	15.4%
净利润(百万元)	7,313	9,504	11,658	8,079	10,329	11,890	13,714
YOY	64.6%	30.3%	22.7%	-30.7%	27.8%	15.1%	15.3%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.06	1.25	0.86	1.19	1.37	1.58
净资产收益率(ROE)	8.8%	10.0%	10.7%	7.1%	8.7%	9.4%	10.2%
市盈率(PE)	14.7	13.5	11.4	16.6	12.0	10.4	9.0
市净率(PB)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此，我们以 2023 年-2025 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表5：归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
年复合增长 15%	20.9%	11.3%	11.5%	6.52%	7.07%	7.65%
年复合增长 20% (基准)	27.8%	15.1%	15.3%	8.7%	9.4%	10.2%
年复合增长 25%	34.8%	18.9%	19.2%	10.9%	11.8%	12.7%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

表6：归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
年复合投资收益率 2.9%	23.7%	12.8%	13.0%	7.4%	8.0%	8.7%
年复合投资收益率 3.4% (基准)	27.8%	15.1%	15.3%	8.7%	9.4%	10.2%
年复合投资收益率 3.9%	32.0%	17.4%	17.6%	10.0%	10.8%	11.7%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

相对估值

随着资本市场回温和居民多元财富管理需求的持续释放，证券公司未来具备较强的盈利增长潜力。因此，我们选取市净率作为参考指标，采用相对估值法对公司进行估值。我们选取中金公司、中信证券、国泰君安、广发证券、中信建投、华泰证券、海通证券、中国银河和国信证券作为可比公司。截至 2023 年 8 月 02 日，从市场一致预期来看，上述可比公司的 PB (2023E) 估值均值为 1.29x。

根据营业收入的上述假设，结合招商证券近3年的历史估值中枢1.24–1.37XPB，给予公司0.89–1.01XPB估值，我们在估值均值上再给予20%–30%的溢价，对应目标价为17.09–18.51元/股，较当前还有11.69%–21%的增长空间。

表7：招商证券可比公司估值表（PB）

公司	代码	PB (2021)	PB (2022)	PB (2023E)	PB (2024E)	PB (2025E)
中信证券	600030.SH	1.61	1.33	1.19	1.20	1.09
中信建投	601066.SH	2.99	2.84	2.56	2.44	2.15
中金公司	601995.SH	2.36	2.17	1.85	1.82	1.66
国泰君安	601211.SH	0.98	0.94	0.83	0.82	0.76
广发证券	000776.SZ	1.10	1.06	0.93	0.92	0.84
海通证券	600837.SH	0.79	0.79	0.76	0.75	0.71
国信证券	002736.SZ	1.16	1.16	1.06	1.03	0.94
中国银河	601881.SH	1.59	1.54	1.36	1.39	1.29
华泰证券	600999.SH	1.26	1.23	1.07	1.05	0.96
平均值				1.29	1.27	1.16

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

相对估值的敏感性分析

相对估值法对每股净资产和市净率（PB）较为敏感，我们以每股净资产和PB作为敏感性因子对招商证券的估值水平进行敏感性分析。

表8：招商证券估值对每股净资产和PB的敏感性分析

			给予招商证券PB估值的溢价水平					
			5%	10%	20%	30%	40%	50%
			1.06x	1.11x	1.22x	1.32x	1.42x	1.52x
每股净资产 (元)	-4%	13.49	14.35	15.04	16.40	17.77	19.14	20.51
	-2%	13.78	14.65	15.35	16.75	18.14	19.54	20.93
	基准	14.06	14.95	15.66	17.09	18.51	19.94	21.36
	2%	14.34	15.25	15.98	17.43	18.88	20.33	21.79
	4%	14.62	15.55	16.29	17.77	19.25	20.73	22.21

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析，我们认为公司股票合理估值区间在17.09–18.51元之间。较当前还有11.69%–21%的增长空间。基于我们认为2023年权益市场温和上涨的预期，维持公司“增持”。

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。由于相对估值法对每股净资产和市净率（PB）较为敏感，我们以每股净资产和 PB 作为敏感性因子对公司的估值水平进行敏感性分析，但在券商业务属性高 beta 的前提下，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到证券行业未来发展空间、宏观调控政策调整以及公司的头部地位，我们对公司的增长预期寄予了偏乐观的判断，即对经纪和投资业务线条给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

公司经纪业务与自营投资业绩不确定性的风险

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此我们以 2023 年-2025 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。

市场成交量、IPO 数量与规模不确定性的风险

在全面注册制下，投行业务面临更加严厉的监管，公司投行业务面临着较大的挑战和困难。因此，我们在对公司业绩进行预测的过程中，基于当前市场情况对未来行业进行了一定判断与假设，我们预测 23 年公司投行业务收入占比为 6%，若后续市场出现较大变化，可能会影响公司的业绩表现。

投资收益的大幅波动风险

交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若权益市场或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

权益市场大幅波动风险

若资本市场大幅波动将可能影响权益市场的活跃度，导致股基交易规模下行，对财富管理形成拖累，引起公司经纪业务收入较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

资本市场改革进展不及预期的风险

资本市场改革进展受到市场经济环境、宏观政策调控以及法律制度建设等诸多因素约束，若资本市场资产优化制度推进缓慢，对公司经营业绩产生较为不利的影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	597,221	611,662	703,411	808,923	970,707	营业收入	29,429	19,219	24,293	27,976	32,279
货币资金	87,938	113,377	130,384	149,941	172,433	手续费及佣金净收入	12,469	9,467	11,118	12,736	14,646
融出资金	98,687	81,541	89,695	98,665	113,464	经纪业务净收入	7,916	6,443	7,732	8,892	10,226
交易性金融资产	265,344	241,776	265,954	292,549	321,804	投行业务净收入	2,542	1,393	1,532	1,762	2,026
买入返售金融资产	39,199	49,581	52,556	55,709	59,051	资管业务净收入	1,039	829	912	1,003	1,153
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	1,693	1,342	1,677	1,929	2,218
负债合计	484,631	496,420	581,067	678,814	831,634	投资收益	9,455	5,115	9,719	11,176	12,853
卖出回购金融资产款	127,418	120,805	132,886	146,175	160,792	其他收入	4,108	1,482	1,779	2,135	2,562
代理买卖证券款	99,605	106,378	132,972	166,215	207,769	营业支出	15,613	10,447	13,434	15,471	17,850
应付债券	146,314	134,628	168,285	201,942	232,233	营业外收支	(112)	(241)	48	51	53
所有者权益合计	112,590	115,242	122,344	130,109	139,074	利润总额	13,704	8,532	10,907	12,556	14,482
其他综合收益	(31)	57	63	69	76	所得税费用	2,046	452	578	666	768
少数股东权益	87	82	98	104	111	少数股东损益	13	7	9	10	12
归属于母公司所有者权益合计	112,503	115,159	122,246	130,005	138,963	归属于母公司净利润	11,645	8,072	10,320	11,880	13,702
每股净资产（元）	11	12	14	15	16						
总股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697						
关键财务与估值指标											
每股收益	1.25	0.86	1.19	1.37	1.58						
每股红利											
每股净资产	11.21	11.52	14.06	14.95	15.98						
ROIC											
ROE	10.7%	7.1%	8.7%	9.4%	10.2%						
收入增长	21.2%	-34.7%	26.4%	15.2%	15.4%						
净利润增长率	22.7%	-30.7%	27.8%	15.1%	15.3%						
资产负债率	81.1%	81.2%	82.6%	83.9%	85.7%						
P/E	11.4	16.6	12.0	10.4	9.0						
P/B	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9						
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