

招商证券 (600999.SH)

机构生态初具，业绩优于同业

增持

核心观点

招商证券发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入198.21亿元，同比上涨3.13%；实现归母净利润87.64亿元，同比上涨8.57%；加权平均净资产收益率为7.91%，同比上涨0.37pct；基本每股收益为0.94元/股，同比上涨9.3%。公司加快数字化步伐，推进财富管理与机构业务转型发展。

提升财富份额，构筑机构生态，托管外包、私募服务优势明显。财富管理方面，2023年，公司托管客户资产规模达3.72万亿元；公司财富管理个人客户数同比增长3.20%，高净值客户数同比增长5.67%；股基交易量市场份额提至5.23%；股票+混合与非货币市场公募基金保有规模分别为793、949亿元，券业排名前五。**机构业务方面**，托管外包规模达3.47万亿元，同比增长0.19%；私募基金产品托管数量市场份额达21.91%，连续十年排名第一。互联网导流新规落地，公司经纪业务与财富产品份额有望保持上升态势。

投资收益占比提高，自营业务提升公司业绩。2023年，公司实现投资收益和公允价值变动收益67.3亿元，同比增长31.57%。截至2023年12月末，公司金融资产规模3746.04亿元，同比上涨21.42%。后续有望持续发展场内衍生品做市、证券做市、扩大衍生品等投资业务，稳步推进代客属性业务，实现传统自营投资与机构业务互动，减少投资风险敞口。

投行业务持续承压。2023年，公司投行业务收入13.02亿元，同比下跌6.5%。股权融资方面，IPO审核持续趋严，市场股权融资总规模下降。公司受到IPO高撤回率与储备项目下降的影响，公司股权主承销规模行业排名第13，IPO储备项目26单，行业排名第9；债权融资规模小幅增加，市占率提升。

子公司获批公募牌照，公募产品体系构建正当时。2023年，公司资管业务净收入7.13亿元，同比下降13.97%；资管总资产管理规模2948.54亿元，同比下降7.03%。2023年，招商资管成为第13家获批公募资格的券商资管，后续有望持续发挥机构生态优势，加速策略产品落地，完善公私募产品线。

投资建议：基于公司佣金率下调、监管政策新规等对公司业务的短期冲击，我们对公司2024年与2025年的盈利预测分别下调15%和19%，预测2024-2026年公司归母净利润分别为97.5亿元、109.2亿元、121.2亿元，同比增长11.2%/12.1%/11%，当前股价对应的PE为12.2/10.9/9.8x，PB为1.0/1.0/0.9x。在市场活跃度改善的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，对公司维持“增持”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；监管政策变动风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,219	19,821	23,128	26,135	29,205
(+/-%)	-34.7%	3.1%	16.7%	13.0%	11.7%
归母净利润(百万元)	8,072	8,764	9,745	10,920	12,119
(+/-%)	-30.7%	8.6%	11.2%	12.1%	11.0%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.94	1.12	1.26	1.39
净资产收益率(ROE)	7.1%	7.4%	7.8%	8.3%	8.7%
市盈率(PE)	15.9	13.7	12.2	10.9	9.8
市净率(PB)	1.2	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·财报点评

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	
收盘价	13.84元
总市值/流通市值	120360/120360百万元
52周最高价/最低价	15.91/12.62元
近3个月日均成交额	240.03百万元

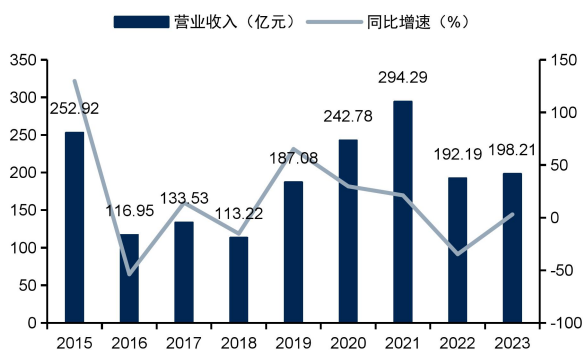
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

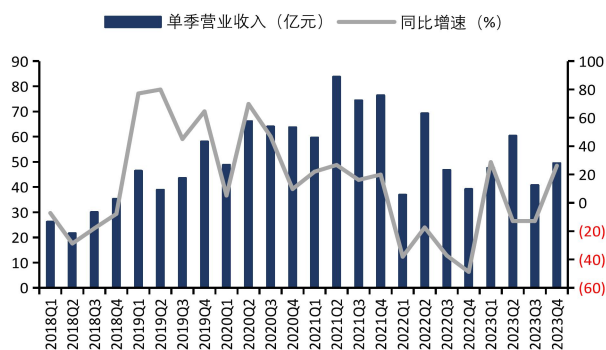
相关研究报告

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



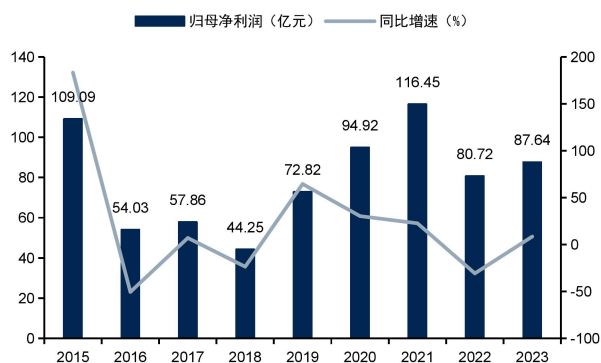
资料来源: 公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



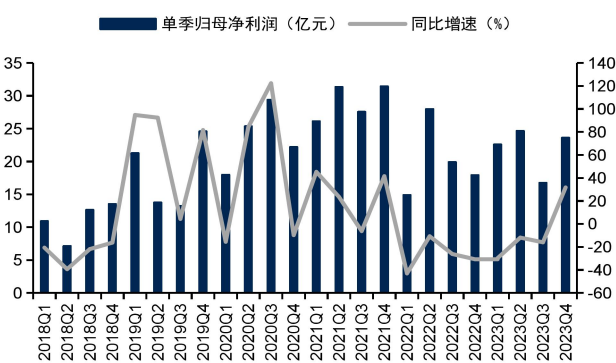
资料来源: 公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



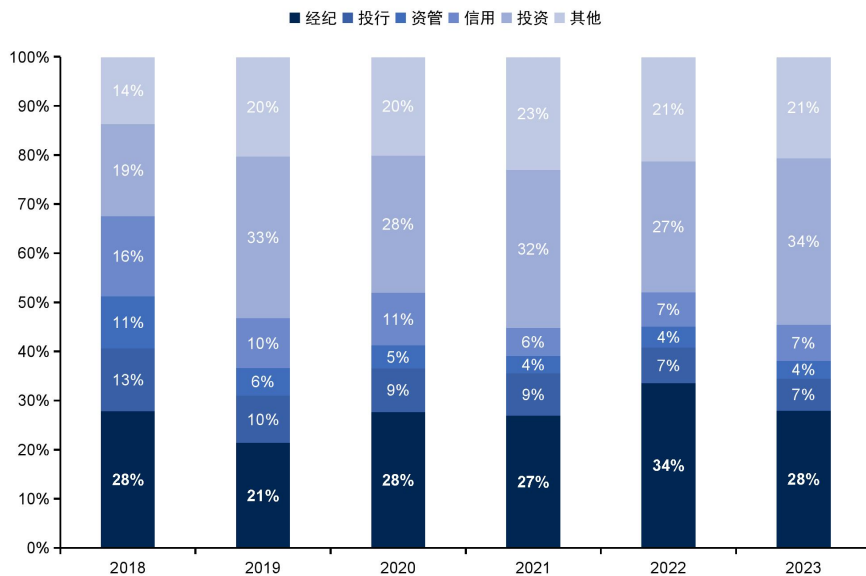
资料来源: 公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图5：公司主营业务结构



资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

投资建议：基于公司佣金率下调、监管政策新规等对公司业务的短期冲击，我们对公司 2024 年与 2025 年的盈利预测分别下调 15%和 19%，预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 97.5 亿元、109.2 亿元、121.2 亿元，同比增长 11.2%/12.1%/11%，当前股价对应的 PE 为 12.2/10.9/9.8x，PB 为 1.0/1.0/0.9x。在市场活跃度改善的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，对公司维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产总计	611,662	695,853	765,438	841,982	926,180	营业收入	19,219	19,821	23,128	26,135	29,205
货币资金	113,377	110,023	126,526	145,505	167,331	手续费及佣金净收入	9,467	8,277	9,554	11,203	12,780
融出资金	81,541	83,666	92,033	105,837	121,713	经纪业务净收入	6,443	5,531	6,361	7,315	8,412
交易性金融资产	241,776	278,738	306,612	337,273	371,000	投行业务净收入	1,393	1,302	1,479	1,953	2,211
买入返售金融资产	49,581	49,776	52,763	55,928	59,284	资管业务净收入	829	713	904	985	1,074
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	1,342	1,452	1,700	1,942	2,136
负债合计	496,420	573,816	637,184	706,646	783,027	投资收益	5,115	6,730	7,290	7,948	8,743
卖出回购金融资产款	120,805	142,685	156,954	172,649	189,914	其他收入	1,482	1,662	4,584	5,042	5,546
代理买卖证券款	106,378	117,852	135,530	155,859	179,238	营业支出	10,447	10,523	12,790	14,452	16,150
应付债券	134,628	121,992	134,191	147,610	162,371	营业外收支	(241)	(2)	(2)	(100)	(200)
所有者权益合计	115,242	121,961	128,255	135,336	143,153	利润总额	8,532	9,296	10,336	11,582	12,855
其他综合收益	57	505	556	611	672	所得税费用	452	527	586	656	728
少数股东权益	82	76	80	84	89	少数股东损益	7	5	6	6	7
归属于母公司所有者权益合计	115,175	121,938	128,175	135,252	143,064	归属于母公司净利润	8,072	8,764	9,745	10,920	12,119
每股净资产(元)	12	14	15	16	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	0.86	0.94	1.12	1.26	1.39						
每股红利											
每股净资产	11.52	14.02	14.74	15.55	16.45						
ROIC											
ROE	7.1%	7.4%	7.8%	8.3%	8.7%						
收入增长	-34.7%	3.1%	16.7%	13.0%	11.7%						
净利润增长率	-30.7%	8.6%	11.2%	12.1%	11.0%						
资产负债率	81.2%	82.5%	83.2%	83.9%	84.5%						
P/E	15.9	13.7	12.2	10.9	9.8						
P/B	1.2	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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