

招商证券(600999.SH/06099.HK)

重资产业务优势突出，泛财富管理高质量发展

核心观点：

- **盈利加速修复，下半年杠杆有所收缩。**公司披露 2024 年年报，营收 208.91 亿元，同比增长 5.40%；归母净利润 103.86 亿元，同比增长 18.51%。分季度归母净利润 Q1/Q2/Q3/Q4 同比分别为 -5%/+5%/+43%/+37%。2024 年剔除后杠杆倍数降至 4.37，加权平均 ROE 升至 8.82%。
- **客群基础壮大推动泛零售业务优势巩固与高质量发展。**2024 年（1）**经纪业务收入同比+15%**。股基交易额市占率下滑 0.72pct 至 4.51%，公司 APP 用户人均单日使用时长位居前十大券商首位。代销净收入同比+4%。财富客户数和资产分别同比增长 16.7%和 13.9%，高净值客户数达 3.47 万户，同比增长 9.5%。（2）两融股质规模提升，收入有所下滑。两融利息收入同比-15%，两融份额下滑至 4.87%。（3）**资管业务收入和联营公募盈利稳定**，2024 年资管净收入 7.17 亿元，同比+0.6%。联营博时基金和招商基金净利润分别同比+1%、-6%。
- **自营投资回暖，投行业务下滑拖累。**2024 年末公司 50 亿元以上重点私募客户交易覆盖率达 81%，私募客户交易资产规模同比增长 6.2%。2024 年（1）**自营投资净收益 83.69 亿元，同比+49%**。持续发展做市、场内外衍生品等交易业务和量化策略等中性投资业务，金融资产规模为 3788 亿元，同比上升 1%。其中股票部分由 15.6%升至 16.9%，主要是权益 OCI 大幅提升。2024 年应付交易保证金同比下滑 37%。（2）**投行业务收入 8.56 亿元，同比下滑 34%**。公司 A 股 IPO 在审项目数量 14 家排名行业第 5，同比上升 4 名。
- **盈利预测与投资建议。**顺周期修复叠加提升资本市场内在稳定性保障市场活跃度，公司盈利稳健、用资优势突出，发力零售及机构两端的客群数量及质量提升。预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 121 亿元、129 亿元，鉴于近五年 PB 中枢 0.9-1.8 倍，给予 2025 年 1.6 倍 PB 估值，A 股合理价值为 26.08 元/股，鉴于 AH 溢价对应 H 股合理价值 20.15 港币/股，维持 A、H 股“买入”评级。
- **风险提示。**经济不及预期；行业政策变动，市场波动导致业绩不达预期等。

盈利预测：（单位：CNY）

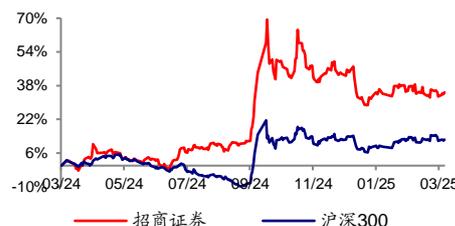
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19821	20891	26581	27968	34838
增长率(%)	3.1%	5.4%	27.2%	5.2%	24.6%
归母净利润(百万元)	8764	10386	12117	12908	16460
增长率(%)	8.6%	18.5%	16.7%	6.5%	27.5%
EPS（元/股）	1.01	1.19	1.39	1.48	1.89
市盈率（P/E）	14.19	15.21	13.04	12.24	9.60
市净率（P/B）	1.22	1.21	1.11	1.03	0.94

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	18.17 元/14.04 港元
合理价值	26.08 元/20.15 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-03-28

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-88286912



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

招商证券 2024-10-30

(600999.SH/06099.HK):泛自营强势回暖，投行业务仍待复苏

招商证券 2024-09-01

(600999.SH/06099.HK):固收投资稳盈利，财富机构优势突出

招商证券 2024-04-28

(600999.SH/06099.HK):市场环境影响业绩，泛自营回暖贡献增量

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、盈利加速修复.....	4
(一) 营收同比+5.4%，归母净利润同比+18.5%.....	4
(二) 杠杆水平同比下滑至 4.37，ROE8.82%.....	4
二、业绩开启修复，仅投行业务显著拖累.....	5
(一) 财富管理深入布局，线上线下一体化.....	5
(二) 资本中介业务：两融股质规模提升，收入有所下滑.....	8
(三) 资管业务盈利稳定：券商资管结构优化，公募基金彰显韧性.....	9
(四) 投行业务：股权融资规模收入下滑，但市占上升.....	10
(五) 投资业务上升显著，大力发展做市及衍生品交易.....	11
三、盈利预测和投资建议.....	13
四、风险提示.....	14

图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比	4
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及同比	4
图 3: 招商证券杠杆率	4
图 4: 招商证券剔除客户资金杠杆率	4
图 5: 招商证券所有者权益及增速	5
图 6: 招商证券加权 ROE (%)	5
图 7: 招商证券股基交易额市占率	6
图 8: 招商证券佣金率情况	6
图 9: 普通代理买卖证券款客户结构	6
图 10: 信用代理买卖证券款客户结构	6
图 11: 招商证券代销金融产品业务收入及同比	7
图 12: 融资融券利息收入及同比	8
图 13: 买入返售利息收入及同比	8
图 14: 招商证券融出资金客户结构	9
图 15: 招商证券资管规模 (亿元)	10
图 16: 招商证券资管业务净收入 (亿元) 及同比	10
图 17: 招商证券投行业务净收入及同比	11
图 18: 招商证券历年股权承销规模及市占率	11
图 19: 招商证券自营投资收益及同比 (亿元, %)	12
图 20: 招商证券 (600999.SH) 历史股价 (元) 及 PB (LF)	13
表 1: 招商证券财富管理业务情况	7
表 2: 招商证券融资融券与股票质押业务情况	8
表 3: 招商证券金融投资资产拆分 (亿元)	12

一、盈利加速修复

(一) 营收同比+5.4%，归母净利润同比+18.5%

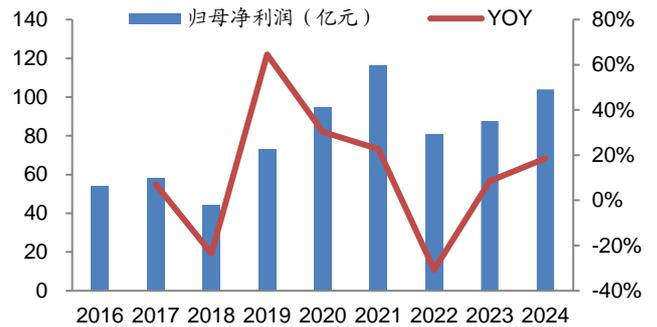
2025年3月27日晚，招商证券发布2024年年度报告。报告期实现营业收入208.91亿元，同比增长5.40%；归母净利润103.86亿元，同比增长18.51%。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

(二) 杠杆水平同比下滑至 4.37，ROE8.82%

2024年年末，招商证券净资产1302.5亿元，同比+6.7%；总资产7211.6亿元，同比+3.6%。招商证券整体杠杆率自2023年末的5.7倍微降至2024年末的5.50倍。

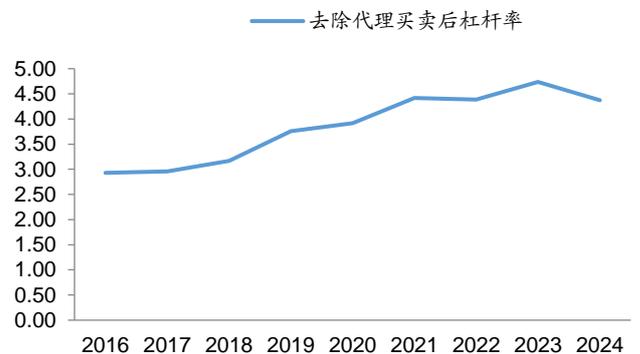
剔除代理款项后杠杆倍数由2023年末的4.74倍降至2024年末的4.37倍。2024年加权平均ROE8.82%，同比增加0.91pct。

图 3：招商证券杠杆率



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

图 4：招商证券剔除客户资金杠杆率



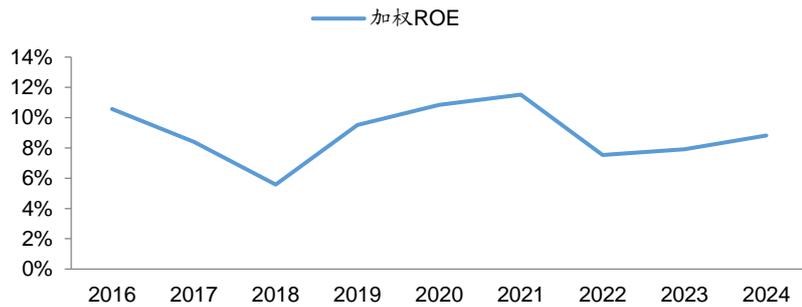
数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

图 5: 招商证券所有者权益及增速



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 招商证券加权ROE (%)



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

二、业绩开启修复，仅投行业务显著拖累

(一) 财富管理深入布局，线上线下一体化

1. 经纪业务方面，佣金率稳定略有回升，股基交易额市占率略有下行

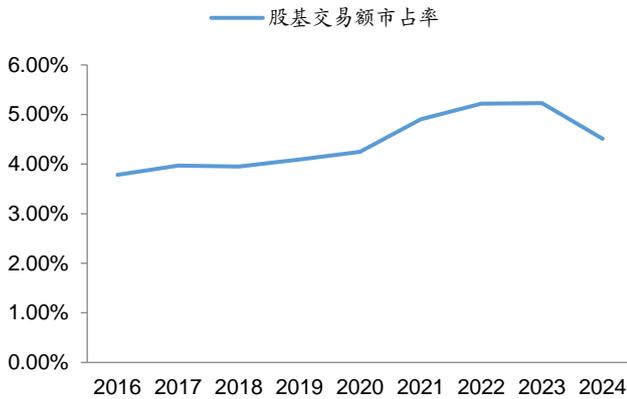
经纪业务方面，公司2024年经纪业务收入57.76亿元，同比+15%。

股基交易额市占率微降至4.51%，同比下降0.72个百分点。

从佣金率情况来看，招商证券佣金率企稳回升至0.216‰。

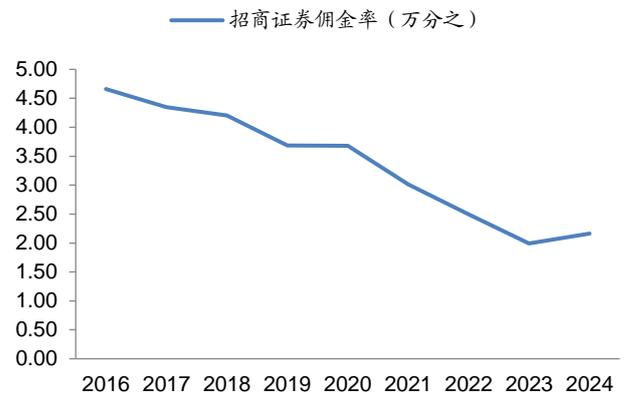
截至2024年末，公司正常交易客户数约1,929.83万户，同比增长8.68%，托管客户资产4.27万亿元，同比增长14.78%。根据易观千帆统计，2024年招商证券APP月均活跃用户数(MAU)排名证券公司第5，APP用户人均单日使用时长位居证券公司首位。

图 7：招商证券股基交易额市占率



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

图 8：招商证券佣金率情况



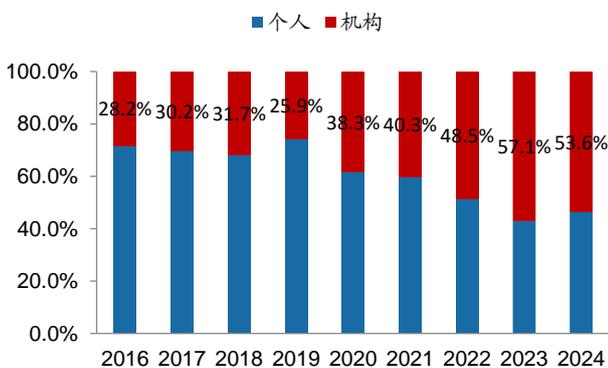
数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

境外市场方面，招证国际持续提升投研服务水平及全球股票市场交易能力，加速信息技术建设、增强运营保障及维护能力，全面提升跨境综合金融服务能力。积极拓展多市场、多品种创收能力，并抓住跨境理财通业务资格的战略机遇，大力开展跨境理财业务，机构交易业务拓展至日本、新加坡和欧洲多个国家，美股及债券的佣金收入实现同比大幅增长。截至2024年末，招证国际托管客户资产规模达2,156.10亿港元。

2024年，公司机构客户规模进一步扩大。截至2024年末，公司50亿元以上重点私募客户交易覆盖率达81.4%，私募客户交易资产规模同比增长6.2%。

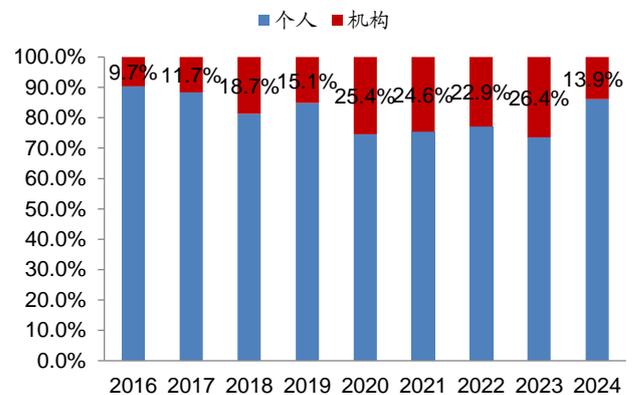
公司托管外包业务保持行业领先优势，截至2024年末，公司托管外包产品数量3.82万只，规模3.46万亿元。根据基金业协会数据和Wind统计，公司私募基金产品托管数量市场份额达21.72%，连续十一年保持行业第一，公募基金产品托管规模排名证券行业第三。

图 9：普通代理买卖证券款客户结构



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

图 10：信用代理买卖证券款客户结构



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

2. 财富管理加速转型，扩大财富客户基础，代销金融产品业务收入稳定回升

2024年，公司加快推动财富管理转型。大力打造“e招投”及“智远私行”品牌，推出“招证企航”综合金融服务品牌，年末企业开户数及企业理财产品保有量实现较快增长；不断完善与提升个人养老金业务的服务能力，依托公司投研体系，从产品优选、养老投教、客户服务等多方面为客户提供“一站式”养老服务。

根据中国证券投资基金业协会数据，公司非货币公募基金、股票加混合公募基金保有规模（2024年第四季度）分别为949亿元、793亿元，均排名证券行业第5。基金投顾业务“e招投”累计签约人数5.86万户，年末产品保有规模46.56亿元，较2022年末增长76.00%。

从代销收入看：从母公司口径看，公司2024年实现代销金融产品业务收入4.43亿元，同比提升4.2%。

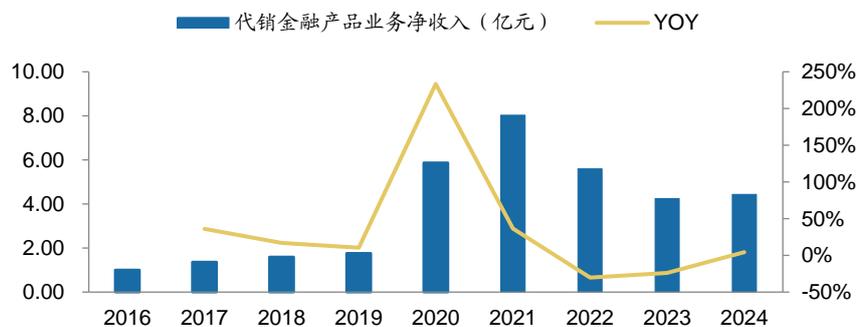
从客户情况看：公司财富管理个人客户数达62.75万户，同比增长16.7%，财富管理客户资产规模达1.56万亿元，同比增长13.9%，高净值客户数达3.47万户，同比增长9.5%。财富顾问数量稳健增长，2024年末达到1458名，为之后的财富管理高质量增长打下基础。

表 1: 招商证券财富管理业务情况

	2020	2021	2022	2023	2024	同比
财富顾问数（人）	1002	1208	1329	1446	1458	0.8%
财富管理客户数目（万户）	45.4	56.35	52.12	53.79	62.75	16.7%
财富管理客户资产（万亿元）	1.37	1.67	1.4	1.37	1.56	13.9%
高净值客户数目（万户）	2.41	3.06	3.0	3.17	3.47	9.5%
代销金融产品净收入（亿元）	5.87	8.02	5.60	4.25	4.43	4.2%

数据来源：招商证券年报、广发证券发展研究中心

图 11: 招商证券代销金融产品业务收入及同比



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

（二）资本中介业务：两融股质规模提升，收入有所下滑

2024年，公司实现利息净收入11.34亿元，同比下滑22%，其中融资融券利息收入45亿元，同比下滑15%；买入返售利息收入8.65亿元，同比-22.3%。

截至2024年末，公司融资融券余额908.79亿元，维持担保比例为288.41%，公司融券规模压缩至0.48亿元。股票质押式回购业务（含资管计划出资业务）待购回余额184.89亿元，整体履约保障比例为243.79%，其中，自有资金出资余额145.94亿元，整体履约保障比例为315.24%。

表2：招商证券融资融券与股票质押业务情况

	2022	2023	2024	同比变动
招商证券融资融券余额（亿元）	800.34	827.61	908.79	9.81%
融资融券市场份额	5.20%	5.01%	4.87%	-2.79%
股票质押式回购业务期末待购回金额 （含资管计划出资业务，亿元）	200.95	227.75	184.89	-18.82%
股票质押式回购业务期末待购回金额 （自有资金出资，亿元）	140.76	185.29	145.94	-21.24%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12：融资融券利息收入及同比



数据来源：招商证券 2022 年报，广发证券发展研究中心

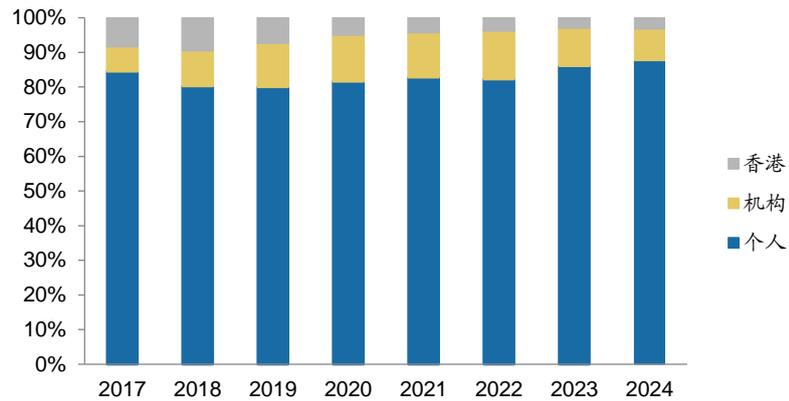
图 13：买入返售利息收入及同比



数据来源：招商证券 2022 年报，广发证券发展研究中心

境外市场方面，招证国际积极把握市场回暖机会，加大港股IPO融资营销力度，报告期末孖展业务规模为33.41亿港元，同比增长31.28%，维持担保比例为328.95%。

图 14: 招商证券融出资金客户结构



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

(三) 资管业务盈利稳定: 券商资管结构优化, 公募基金彰显韧性

公司资产管理业务方面收入包含券商资管业务+私募股权基金管理收入。2024年券商资管业务实现净收入6.45亿元, 基金管理业务净收入0.73亿元, 合计资管净收入7.17亿元, 同比+0.6%。

资管方面: 2024年4月, 招商资管正式获准开展公募基金管理业务, 报告期内成功发行“北证50成份指数”和“智达量化选股”2只权益公募基金产品。截至2024年末, 招商资管的资产管理总规模为2,673.92亿元。受益于集合资管计划收入增长, 2024年招商资管业务净收入7.28亿元, 同比增长2.82%。

招商致远资本全力构建具有券商特色的基金LP服务体系。 2024年, 招商致远资本新增基金管理规模59.3亿元; 在科技创新、绿色低碳等重点赛道持续深耕, 完成12家企业投资, 投资金额为7.67亿元; 在投后管理方面, 不断提升运营管理水平, 持续强化投后赋能, 助力被投资企业成长; 在投后退出方面, 报告期内累计完成退出16.94亿元。根据中国证券投资基金业协会统计, 招商致远资本私募基金月均管理规模(2024年第三季度) 209.60亿元, 排名证券行业第8, 同比进步一名。

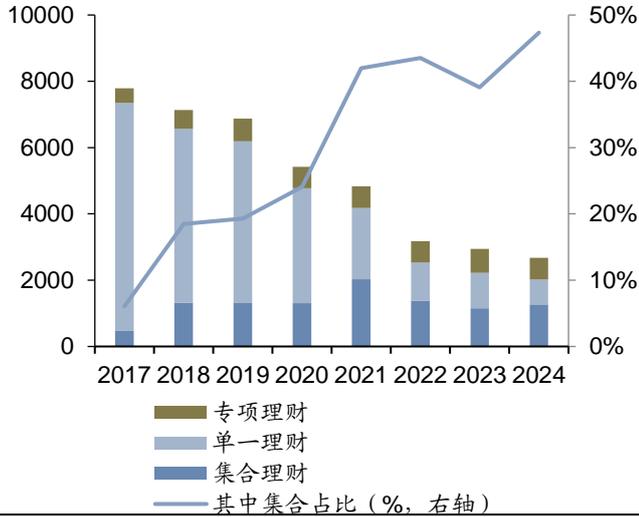
联营公募基金方面: 规模、盈利较为稳健

公司持有博时基金49%的股权, 博时基金2024年净利润15.28亿元, 同比+1%。截至报告期末, 博时基金资产管理规模(含子公司管理规模) 17,184亿元, 较2023年末增长9.78%, 其中公募基金管理规模(剔除联接基金) 10,920亿元, 较2023年末增长14.99%; 非货币公募基金管理规模6,311亿元, 较2023年末增长18.71%。根据Wind统计, 2024年末博时基金非货币公募基金规模排名第7, 债券型公募基金规模排名第1。

持有招商基金45%的股权, 招商基金2024年净利润16.5亿元, 同比-6%。招商基金资产管理规模15,689亿元(含子公司管理规模), 较2023年末增长1.19%。其中, 公募基金管理规模(剔除联接基金) 8,797亿元, 较2023年末增长2.22%, 非货币公募

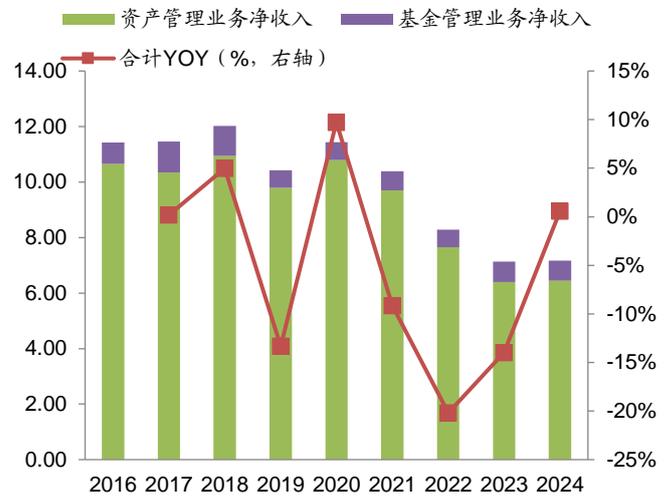
基金管理规模5,574亿元，较上年末降低3.15%。根据Wind统计，2024年末招商基金非货币公募基金规模排名第9，债券型公募基金规模排名第4。

图 15: 招商证券资管规模 (亿元)



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

图 16: 招商证券资管业务净收入 (亿元) 及同比



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

(四) 投行业务: 股权融资规模收入下滑, 但市占上升

2024年, 受市场环境低迷、IPO、再融资阶段性收紧等因素影响, A股市场股权融资数量及金额均出现下降。招商证券投行业务收入8.56亿元, 同比下滑34%。

公司深入推动投行专业化转型, 大力开拓再融资业务, 股权承销家数排名有所提升。根据Wind统计, 2024年公司A股股权主承销金额排名行业第7, 其中, IPO承销金额排名行业第8, 同比上升4名。根据彭博统计, 公司共完成10单港股IPO项目, 承销金额达1.20亿美元, 排名中资券商第7。公司深入践行金融强国使命, 持续提升科技金融、绿色金融服务能力, 助力实体经济高质量发展, 报告期内, 公司成功助力8家相关行业企业完成A股IPO和股权再融资, 承销金额总计81.24亿元。

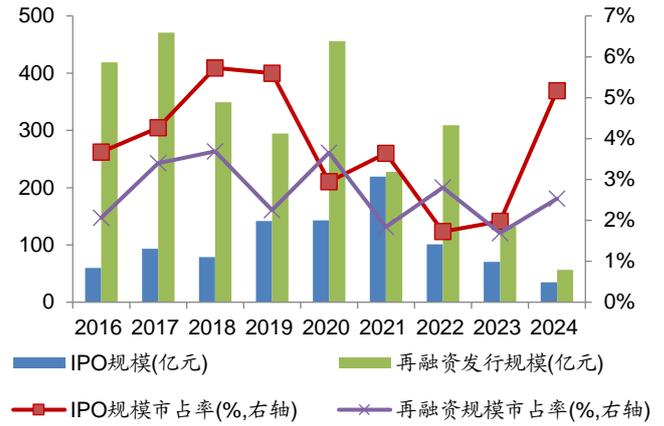
2024年公司大力推进优质IPO项目申报, 持续加强北交所业务布局, 股权项目储备排名稳中有升。根据Wind和交易所数据统计, 截至2024年末, 公司A股IPO在审项目数量达14家 (含已过会待注册项目), 排名行业第5, 同比上升4名。其中北交所IPO在审项目数量排名行业第6。公司持续深化服务成长型科创企业的能力, 积极推动“羚跃计划”入库企业业务转化。报告期末, 公司“羚跃计划”累计入库企业数达554家, 其中超过60家企业实现投行业务转化。

图 17: 招商证券投行业务净收入及同比



数据来源: 招商证券年报, 广发证券发展研究中心

图 18: 招商证券历年股权承销规模及市占率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(五) 投资业务上升显著, 大力发展做市及衍生品交易

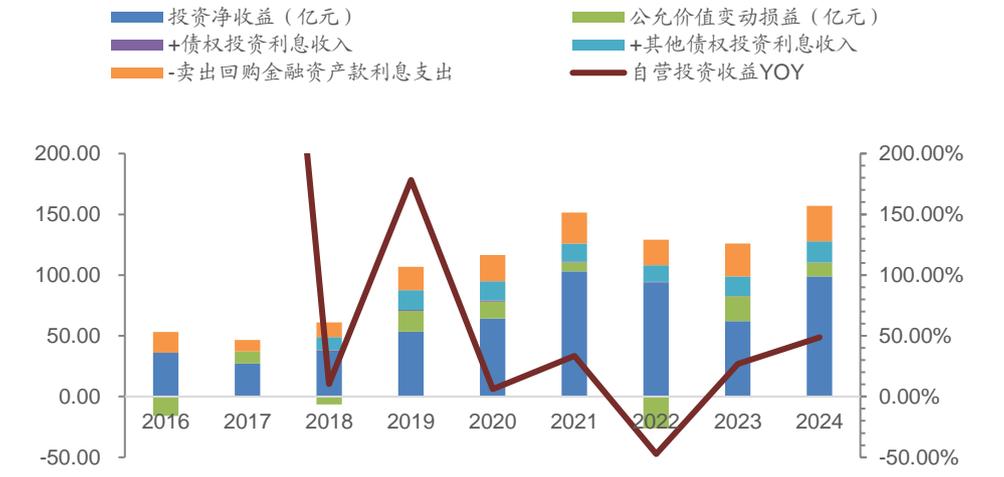
投资业务方面: 2024年, 招商证券实现自营投资净收益83.69亿元, 同比+49%。

权益类衍生投资业务方面, 公司大力发展场内衍生品做市、客需驱动业务等资本中介型交易业务, 积极发展量化策略等中性投资业务。场内衍生品做市业务持续深化大数据、机器学习等AI技术的应用, 进一步提升价格发现和风险管理能力; 积极践行科技金融、绿色金融理念, 为科创板ETF期权、碳酸锂期权和多晶硅期权等衍生品提供做市服务, 有效助力相关产业风险管理需求。截至报告期末, 公司场内衍生品做市业务资格数量增至104个, 位居证券行业第一; 公司上交所各期权品种获得2024年度综合评价AA评级。证券做市业务持续拓展做市标的, 截至12月末, 基金做市、科创板股票做市、北交所股票做市标的的分别达481个、39个、4个, 做市竞争力保持市场领先; 获沪深交易所2024年度综合AA评级。场外衍生品业务严格按照监管政策指引, 坚持风险中性原则规范展业, 报告期内成功完成基于云原生的场外期权管理系统开发, 交易品种覆盖全球多个市场, 核心交易能力和机构客户服务水平进一步提升。

固定收益投资方面, 报告期内公司充分发挥投研优势, 精准把握债券市场配置及波段交易机会, 境内外固定收益投资收益实现同比大幅增长, 投资收益率显著跑赢市场基准。在中性策略方面, 公司通过深化策略研究和金融科技赋能, 积极把握市场机会, 推动业务规模增长, 投资收益同比大幅增长。在做市业务方面, 公司全面开展银行间债券、衍生品、中金所国债期货、交易所债券、债券ETF等品种做市业务, 依托突出的投研能力提高债券及衍生品定价效率, 并努力推进做市业务的智能化和科技化水平, 持续为境内外投资者提供高质量做市服务。在客需业务方面, 公司积极推进固定收益类收益互换、期权等场外衍生品业务, 加强客需业务能力建设, 提升对客交易能力, 丰富客户类型, 并不断进行产品种类和业务场景的创新, 报告期内固定收益场外衍生品交易量实现同比大幅增长。

另类投资业务方面，招证投资秉持“金融服务实体经济”理念，坚持精投优投原则，支持优质企业高质量发展，报告期内新增投资规模约1.5亿元；同时注重已投项目的风险防控与及时退出，退出金额超过9亿元。

图 19: 招商证券自营投资收益及同比 (亿元, %)



数据来源：招商证券年报，广发证券发展研究中心

注：自营投资收益=投资净收益-联营企业投资收益+公允价值变动+债权投资利息收入+其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

投资结构方面：股票类占比进一步提升达16.91%，主要是OCI提升

2024年，招商证券总计金融资产规模为3788亿元，同比上升1%。其中股票部分总计641亿元，包含交易性金融资产中股票(含股权)251亿元，其他权益投资389.8亿元。股票投资部分总体占比有所提升，由2022年末的9.15%提升到2024年末的16.9%。

表 3: 招商证券金融投资资产拆分 (亿元)

	2021	2022	2023	2024
金融投资资产总计	3116.58	3085.17	3746.04	3788.22
其中：交易性金融资产	2653.44	2417.76	2787.38	2654.64
其中：债券	1550.38	1484.00	1750.64	1853.31
基金	237.56	500.79	416.63	372.45
股票	222.95	265.96	407.75	250.95
银行理财产品	4.01	9.98	10.70	32.33
证券公司资产管理计划	12.37	10.26	15.10	13.71
信托产品	35.39	2.32	8.51	6.81
其他	590.78	144.44	178.04	125.09
其中：债权投资	11.18	5.60	6.91	13.80
其中：企业债	7.80	1.42	0.20	
中期票据	3.37	4.18	6.71	13.80

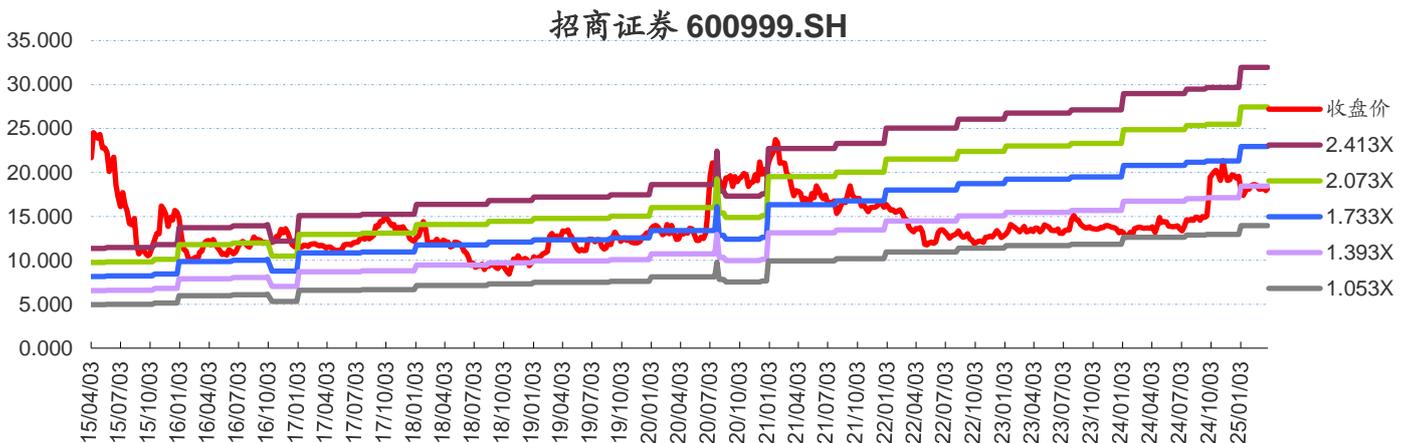
其他	0.00	0.00	6.91	
其中：其他债权投资	405.82	608.89	707.98	683.51
其中：国债	54.53	261.51	248.23	156.75
地方债	171.47	158.73	192.25	215.38
金融债	42.54	59.33	88.87	47.10
企业债	108.28	60.28	85.54	109.35
其他	29.00	69.04	93.09	154.94
其中：其他权益工具投资	14.09	16.28	176.97	389.80
其中：专户投资	0.00		160.78	344.69
股票	14.09	16.28	16.20	45.11
其中：衍生金融资产	32.05	36.65	66.79	46.47
股票投资占比	7.68%	9.15%	15.61%	16.91%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

顺周期修复叠加提升资本市场内在稳定性保障市场活跃度，头部券商在建设一流投资银行的过程中更加受益。公司盈利稳健、用资优势突出，发力零售及机构两端的客群数量及质量提升。预计公司2025-2026年归母净利润分别为121亿元、129亿元，每股净资产为16.3/17.66元，鉴于近五年PB中枢0.9-1.8倍，给予2025年1.6倍PB估值，A股合理价值为26.08元/股，鉴于AH溢价对应H股合理价值20.15港币/股，维持A、H股“买入”评级。

图20：招商证券（600999.SH）历史股价（元）及PB（LF）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

经济下行超预期；权益及债券市场波动导致业绩不达预期；行业政策变动风险；佣金率下滑；投行竞争加大、直投业绩贡献不达预期。

利润表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19821	20891	26581	27968	34838	资产总额	695853	721160	786838	839166	857471
手续费及佣金	8277	8378	10412	11579	13120	货币资金	110023	144322	123039	129929	137205
净收入						结算备付金	37692	3232	37692	37692	37692
经纪佣金	5024	5231	7757	8469	9616	交易性金融资产	278738	265463	292009	321210	321210
投行收入	1302	856	1078	1289	1374	长期股权投资	11752	12706	13341	14008	14008
资管收入	713	717	805	964	1158	固定资产	1507	1515	1507	1507	1507
投资收益(含公允价值变动)	8265	11010	14447	14341	19436	无形资产	703	1005	703	703	703
利息净收入	1452	1134	1448	1752	1959	商誉	10	10	10	10	10
其他收入	1662	179	193	213	238	其他资产	255430	292907	273659	284722	295751
营业支出	-10523	-9664	-12325	-12784	-15475	负债总额	573816	590908	644637	685130	688157
管理费用	-8748	-9652	-11829	-12306	-14980	代理买卖证券款	117852	151611	137463	148460	160337
其他支出	-1475	-6	-170	-187	-209	权益总额	122037	130252	141862	153688	169072
营业利润	9298	11228	14256	15185	19363	归属于母公司所有者权益	121961	130129	141774	153593	168967
利润总额	9296	11219	14267	15199	19382	少数股东权益	76	74	88	95	105
所得税	-527	-830	-2140	-2280	-2907						
净利润	8769	10390	12127	12919	16475						
归母净利润	8764	10386	12117	12908	16460						
综合收益	8957	11863	12370	13162	16715						
归属母公司股东综合收益	8952	11859	12359	13151	16701						
主要财务比率											
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
成长能力											
营业收入增长	3.1%	5.4%	27.2%	5.2%	24.6%						
归属母公司净利润增长	8.6%	18.5%	16.7%	6.5%	27.5%						
获利能力											
净利率	44%	50%	46%	46%	47%						
ROA	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.9%						
ROE	7.2%	8.0%	8.5%	8.4%	9.7%						
每股指标(元)											
每股收益	1.01	1.19	1.39	1.48	1.89						
每股净资产	14.02	15.03	16.30	17.66	19.43						
估值比率											
P/E	14.19	15.21	13.04	12.24	9.60						
P/B	1.22	1.21	1.11	1.03	0.94						

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。