

招商证券 (600999)

2025 年中报点评: 二季度环比改善明显, 高基数下半年度业绩个位数增长

买入 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书: S0600524120009

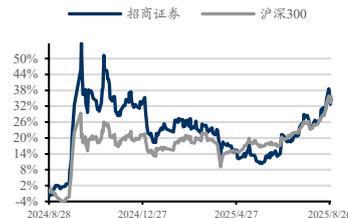
heting@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	19,821	20,891	25,213	25,403	26,693
同比 (%)	3.13%	5.40%	20.68%	0.75%	5.08%
归母净利润 (百万元)	8,764	10,386	12,516	13,074	13,982
同比 (%)	8.57%	18.51%	20.51%	4.46%	6.94%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.94	1.13	1.44	1.50	1.61
P/E (现价&最新摊薄)	19.33	16.08	13.42	12.84	12.01

投资要点

- **事件:** 招商证券发布 2025 年中报, 公司实现营业收入 105.2 亿元, 同比+9.6%; 归母净利润 51.9 亿元, 同比+9.2%; 对应 EPS 0.56 元, ROE 4.2%, 同比+0.1pct。第二季度实现营业收入 58.1 亿元, 同比+9.6%, 环比+23.2%; 归母净利润 28.8 亿元, 同比+11.1%, 环比+24.7%。公司业绩增速偏低主要是由于 2024 年公司债券自营规模较大, 债牛背景下实现较高收益, 而今年上半年债市较弱。
- **市场交投活跃度上行, 公司经纪业务收入同比大幅增长。** 2025 年上半年公司实现经纪业务收入 37.3 亿元, 同比+44.9%, 占营业收入 (剔除其他业务收入) 比重 36%。全市场日均股基交易额 15703 亿元, 同比+63.3%。公司两融余额 953 亿元, 市场份额 5.2%, 较年初基本持平。公司持续推动财富管理转型, 上半年公司财富管理客户数、高净值客户数分别同比增长 46%、24%。
- **再融资回暖, 投行业务收入同比大幅增长。** 2025 年上半年公司实现投行业务收入 4.0 亿元, 同比+41.4%。股权主承销规模 247.4 亿元, 同比+107%, 排名第 7; 其中 IPO 1 家, 募资规模 5 亿元; 再融资 5 家, 承销规模 242 亿元, 同比大幅增长 187%。债券主承销规模 1955 亿元, 同比+1.6%, 排名第 11; 其中金融债、ABS、公司债承销规模分别为 832 亿元、620 亿元、384 亿元。截至 2025 年上半年末, 公司 IPO 储备项目 12 家, 排名第 6, 其中两市主板 3 家, 北交所 5 家, 创业板 4 家。
- **资管业务收入大幅提升。** 2025 年上半年公司资管业务收入 4.4 亿元, 同比+29.3%。截至 2025H1 资产管理规模 2535 亿元, 同比-16.1%。
- **高基数下, 公司自营投资收益有所回落。** 2025 年上半年实现投资收益 (含公允价值) 41.2 亿元, 同比-13.2%; 调整后投资净收益 (含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 31.2 亿元, 同比-40.9%。2024 年公司债券自营规模较大, 债牛背景下实现较高收益, 在今年上半年债市较弱的背景下, 公司固收类自营同比下滑较多。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到市场交投活跃, 我们上调此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 125/131/140 亿元 (前值为 123/131/140 亿元), 分别同比+21%/4%/7%, 对应 2025-2027 年 PB 为 1.35x/1.23x/1.13x。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 大型券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 交易量持续走低; 2) 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.31
一年最低/最高价	14.29/23.52
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	143,318.92
总市值(百万元)	167,929.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.41
资产负债率(%LF)	80.09
总股本(百万股)	8,696.53
流通 A 股(百万股)	7,422.01

相关研究

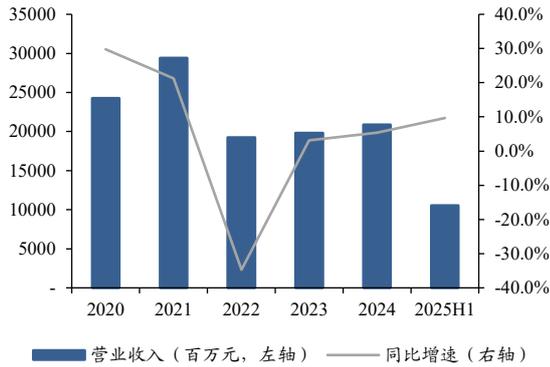
《招商证券(600999): 2025 年一季度报点评: 费类业务驱动业绩增长, 自营投资收益有所回落》

2025-04-29

《招商证券(600999): 2024 年年报点评: 敦行致远, 净利润连续两年正增长, ROE 近 9%》

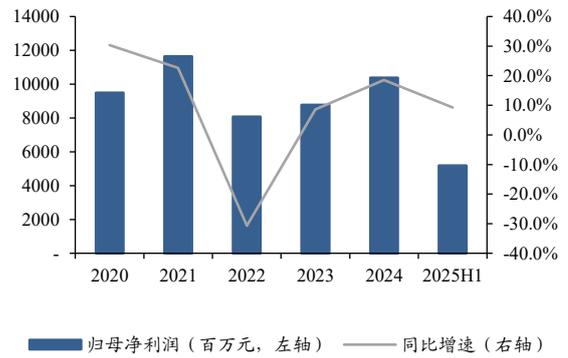
2025-03-28

图1: 2020-2025H1 招商证券营收 (百万元)



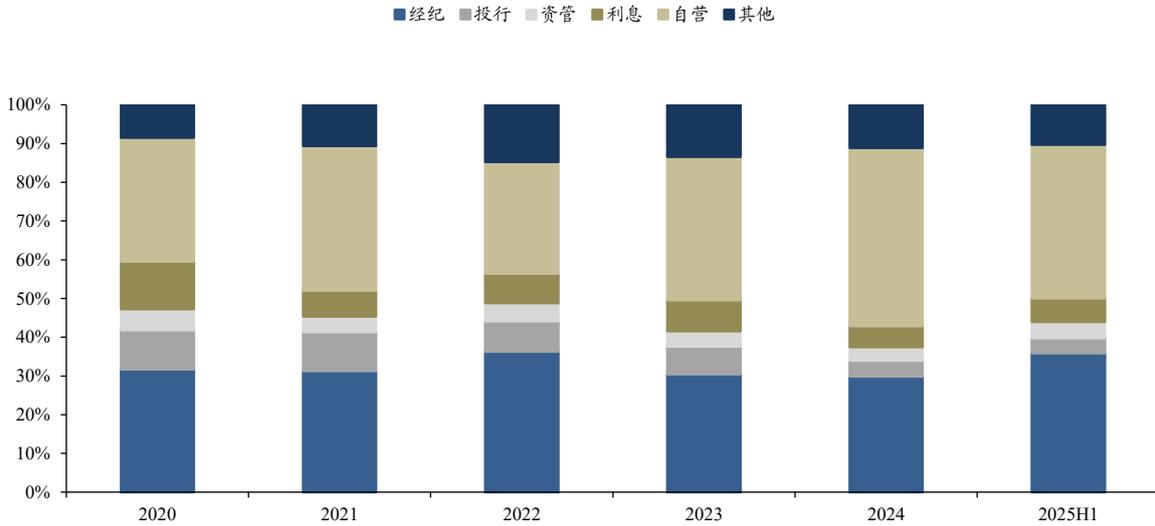
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2020-2025H1 招商证券归母净利润 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2020-2025H1 招商证券收入结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

招商证券财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
客户资金	149,204	150,696	152,203	153,725	营业收入	20,891	25,213	25,403	26,693
自有资金	28,351	34,897	41,116	47,733	手续费及佣金净收入	8,378	10,570	11,003	11,542
交易性金融资产	265,464	281,806	292,943	304,668	其中: 经纪业务	6,183	8,186	8,650	9,031
可供出售金融资产	107,331	108,387	112,670	117,180	投资银行业务	856	812	852	904
持有至到期投资	1,380	193	201	209	资产管理业务	717	920	816	888
长期股权投资	12,706	13,251	13,775	14,326	利息净收入	1,134	1,418	1,834	2,021
买入返售金融资产	31,845	33,210	34,522	35,904	投资收益	9,900	13,044	12,368	12,912
融出资金	95,573	108,387	112,670	117,180	公允价值变动收益	1,110	0	0	0
资产总计	721,160	752,677	783,143	815,273	汇兑收益	122	0	0	0
代理买卖证券款	151,611	159,641	167,623	176,004	其他业务收入	179	180	198	218
应付债券	114,971	96,726	96,726	96,726	营业支出	9,664	11,496	11,074	11,369
应付短期融资券	57,384	63,123	66,279	69,593	营业税金及附加	119	147	148	156
短期借款	9,711	10,682	11,216	11,777	业务及管理费	9,652	11,346	10,923	11,211
长期借款	3,589	3,948	4,146	4,353	资产减值损失	0	0	0	0
负债总计	590,908	613,089	632,036	651,863	其他业务成本	6	3	3	3
总股本	8,697	8,697	8,697	8,697	营业利润	11,228	13,717	14,329	15,323
普通股股东权益	130,179	139,517	151,039	163,345	利润总额	11,219	13,717	14,329	15,323
少数股东权益	74	71	68	65	所得税	830	1,197	1,250	1,337
负债和所有者权益合计	721,160	752,677	783,143	815,273	少数股东损益	4	4	4	4
					归属母公司所有者净利润	10,386	12,516	13,074	13,982
					归属于母公司所有者的综合收益总额	11,859	12,516	13,074	13,981

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>