

招商证券（600999.SH）

业务全面好转，私募服务生态完善

优于大市

核心观点

招商证券发布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营业收入 105.2 亿元，同比提升 9.64%；实现归母净利润 51.86 亿元，同比提升 9.23%；ROE 为 4.18%，同比增加 0.1pct；EPS 为 0.56 元/股，同比提升 9.8%。公司业绩上涨主要因政策落地提振市场信心，市场行情上行，交投活跃度持续增强，融资利息收入增加等因素影响，经纪、投行与信用业务收入成为业绩增长的关键因素。

资本市场活跃度增强，经纪业务表现亮眼。2025 年上半年，公司实现经纪业务手续费净收入 37.33 亿元，同比提升 44.86%，主要因市场股基交易活跃度增强，公司代理买卖证券业务手续费净收入同比增长。公司期末货币资金 1,296.11 亿元，同比增长 39.47%，客户资金持续增加。**财富管理方面**，2025 年上半年，托管客户资产 4.56 万亿元，较 2024 年末增长 6.79%；“e 招投”基金投顾保有规模 47.19 亿元。**机构业务方面**，托管外包规模达 3.52 万亿元，较 2024 年末下降 6.81%；私募基金产品托管数量市场份额达 21.52%，连续十二年排名第一。

股债承销规模增长，提升投行业务收入。2025 年上半年，市场债券融资规模较去年同期增长，股权融资总规模同比明显提升。公司投行业务收入 4.02 亿元，同比提升 41.35%，主因公司 IPO 及债券承销业务规模与收入同比均增长。股权融资方面，公司股权承销金额 244.37 亿元，同比提升 3.7 倍，行业排名第 7；IPO 储备项目 12 单，排名行业第五；债券融资规模约为 1917.47 亿元，同比提升 5.66%。

资管、信用业绩持续回暖。2025 年上半年，因子公司招商资管资产管理业务发展良好，公司资管业务手续费净收入 4.40 亿元，同比提升 29.27%。2025 年上半年，公司利息净收入 6.3 亿元，同比提升 34.9%，主要因公司融资利息支出减少。

固收类投资收益下滑，拖累自营业务收入。2025 年上半年，公司实现投资收益（含公允价值变动收益）41.24 亿元，同比下滑 13.25%，主要因固定收益类投资收益同比下降；公司金融资产规模 3618 亿元，同比小幅下降 2.09%。

投资建议：根据公司上半年数据及市场表现，我们对公司 2025-2027 年的盈利预测分别上调 6.4%、6.4%、13.3%，预测 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 115.12 亿元、123.81 亿元、136.39 亿元，同比增长 10.8%/7.6%/10.2%，当前股价对应的 PE 为 14.9/13.7/12.4x，PB 为 1.4/1.3/1.2x。在市场活跃度持续提升的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场波动对券商业绩与估值修复带来不确定性，政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,821	20,891	23,223	25,724	29,006
(+/-%)	3.1%	5.4%	11.2%	10.8%	12.8%
归母净利润(百万元)	8,764	10,386	11,512	12,381	13,639
(+/-%)	8.6%	18.5%	10.8%	7.6%	10.2%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.13	1.32	1.42	1.57
净资产收益率(ROE)	7.9%	8.8%	8.6%	8.7%	9.1%
市盈率(PE)	20.4	17.0	14.9	13.7	12.4
市净率(PB)	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2

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

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.31 元
总市值/流通市值	167930/167930 百万元
52 周最高价/最低价	23.52/14.29 元
近 3 个月日均成交额	579.63 百万元

市场走势

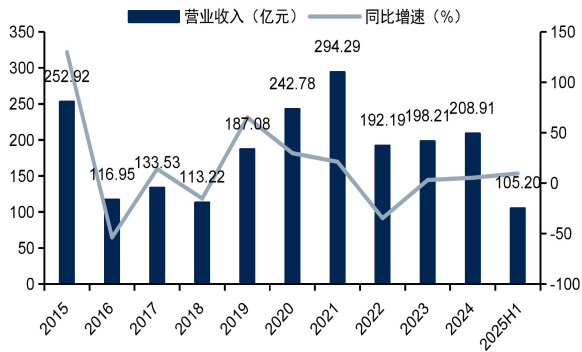


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

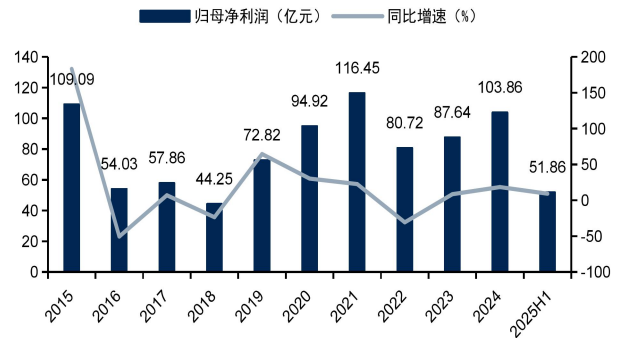
- 《招商证券（600999.SH）-业绩稳步回暖》——2025-04-29
- 《招商证券（600999.SH）-业绩稳健增长，机构业务优势构建》——2025-03-28
- 《招商证券（600999.SH）-开户导流显弹性，受益市场回暖》——2024-10-30
- 《招商证券（600999.SH）-业绩转正，深化转型》——2024-08-31
- 《招商证券（600999.SH）-机构生态初具，业绩优于同业》——2024-03-29

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



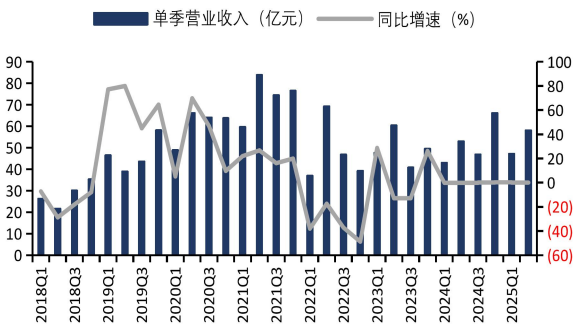
资料来源：公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



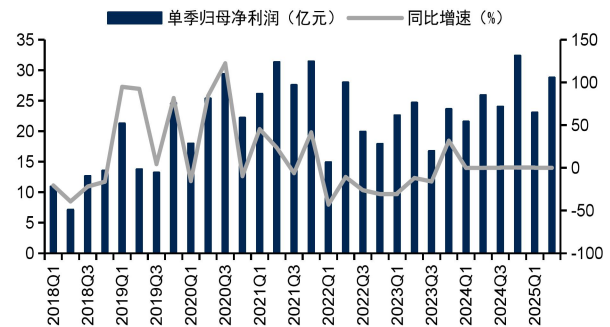
资料来源：公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



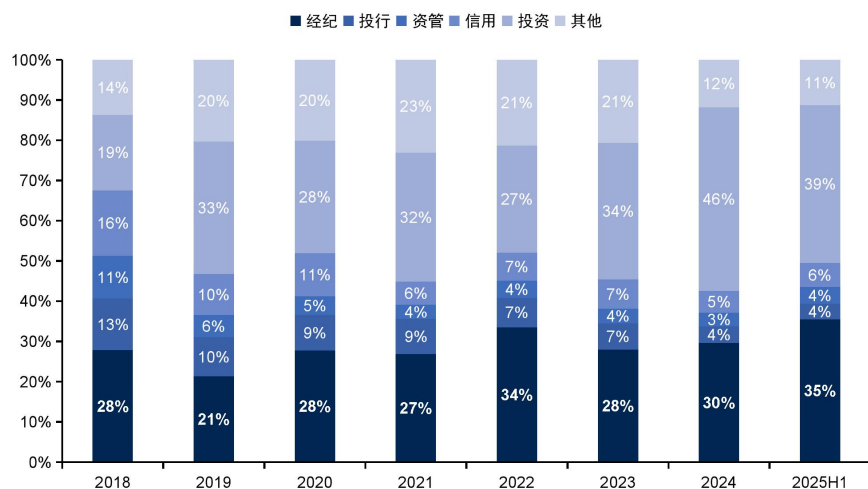
资料来源：公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

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：公司公告、Choice、国信证券经济研究所整理

投资建议：根据公司上半年数据及市场表现，我们对公司 2025-2027 年的盈利预测分别上调 6.4%、6.4%、13.3%，预测 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 115.12 亿元、123.81 亿元、136.39 亿元，同比增长 10.8%/7.6%/10.2%，当前股价对应的 PE 为 14.9/13.7/12.4x，PB 为 1.4/1.3/1.2x。在市场活跃度持续提升的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
					1,006,730
资产总计	695,853	721,160	822,117	908,212	0
货币资金	110,023	144,322	158,754	182,567	209,952
融出资金	83,666	95,573	100,352	108,380	119,218
交易性金融资产	278,738	265,464	292,010	321,211	353,333
买入返售金融资产	49,776	31,845	33,756	35,781	37,928
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
负债合计	573,816	590,908	681,174	767,018	858,006
卖出回购金融资产款	142,685	150,931	166,024	182,627	200,889
代理买卖证券款	117,852	151,611	181,933	209,223	230,145
应付债券	121,992	114,971	126,468	139,115	153,026
所有者权益合计	122,037	130,252	137,801	145,789	154,708
其他综合收益	505	1,892	2,081	2,289	2,518
少数股东权益	76	74	78	83	88
归属于母公司所有者权益合计	121,961	130,179	137,723	145,706	154,620
每股净资产(元)	14	15	16	17	18
总股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.94	1.13	1.32	1.42	1.57
每股红利					
每股净资产	14.02	14.97	15.84	16.75	17.78
ROIC					
ROE	7.9%	8.8%	8.6%	8.7%	9.1%
收入增长	3.1%	5.4%	11.2%	10.8%	12.8%
净利润增长率	8.6%	18.5%	10.8%	7.6%	10.2%
资产负债率	82.5%	81.9%	82.9%	84.5%	85.2%
P/E	20.4	17.0	14.9	13.7	12.4
P/B	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,821	20,891	23,223	25,724	29,006
手续费及佣金净收入	8,277	8,378	9,340	11,665	14,261
经纪业务净收入	5,531	6,183	6,267	7,008	7,735
投行业务净收入	1,302	856	1,520	2,841	4,452
资管业务净收入	713	717	782	854	897
利息净收入	1,452	1,134	1,649	1,718	2,048
投资收益	6,730	9,527	10,284	10,310	10,582
其他收入	3,361	1,852	1,950	2,030	2,115
营业支出	10,523	9,664	10,915	12,347	14,213
营业外收支	(2)	(8)	(100)	(200)	(200)
利润总额	9,296	11,219	12,208	13,176	14,593
所得税费用	527	830	692	791	949
少数股东损益	5	4	4	5	5
归属于母公司净利润	8,764	10,386	11,512	12,381	13,639

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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