

非银金融

2025年08月31日

招商证券 (600999)

——费类业务均呈同比正增，股债再平衡有望催化后续业绩表现

报告原因：有业绩公布需要点评

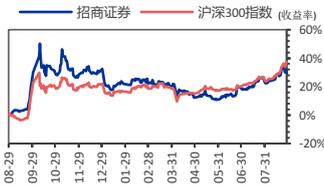
增持 (维持)

市场数据： 2025年08月29日
收盘价(元) 18.98
一年内最高/最低(元) 23.52/14.29
市净率 1.4
股息率(分红/股价) 2.52
流通A股市值(百万元) 140,870
上证指数/深证成指 3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日
每股净资产(元) 13.28
资产负债率% 80.46
总股本/流通A股(百万) 8,697/7,422
流通B股/H股(百万) -/1,275

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
冉兆邦 A0230524090003
ranzb@swsresearch.com

联系人

冉兆邦
(8621)23297818×
ranzb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：8月28日，招商证券披露2025年半年报，业绩符合预期。1H25公司实现营收105.2亿元，同比+9.6%；归母净利润51.9亿元，同比+9.2%。2Q25公司营收58.1亿元，同比/环比+9.6%/+23.2%；归母净利润28.8亿元，同比/环比+11.1%/+24.7%。1H25公司的加权平均ROE为4.18%，较去年同期+0.10pct。

- **费类业务同比均呈明显正增，高基数下净投资收益同比小幅下滑。**1H25招商证券实现证券主营业务收入57.6亿元，同比/环比+9.6%/+25.1%。各条线业务收入(同比/环比增速)如下：经纪17.7亿(+40.5%/-10.1%)、投行2.2亿(+9.7%/+15.5%)、资管2.2亿(+17.8%/+1.6%)、净利息4.2亿(+21.2%/+102.4%)、净投资收益26.1亿(-3.4%/+73.1%)。1H25，公司收入结构如下：经纪36.0%、投行3.9%、资管4.2%、净利息6.1%、净投资(剔除其他手续费及长股投)39.7%、长股投(主要由博时基金和招商基金贡献)7.0%。
- **财富管理客户规模稳定增长，机构服务效能持续提升。**1H25，招商证券继续深化财富管理业务转型，围绕“以客户为中心”的核心战略，充分发挥证券研究专业优势，锚定客户资产增值目标，构建数字化驱动的线上线下一体化的财富管理业务新生态。截至1H25末，公司正常交易客户数约2,006.15万户，同比增长8.9%；托管客户资产4.56万亿元，较2024年末增长6.8%。客户规模稳步提升的同时，客群结构亦有持续优化。1H25，公司的财富管理客户数、高净值客户数分别同比增长45.5%、24.0%。
- **再融资规模增长亮眼，项目储备充足有望兑现后续业绩。**1H25，公司持续推进现代化投行转型建设，加强并购重组业务布局，整合内部资源，围绕科技创新、新质生产力等主线加强标的交易撮合。1H25，公司IPO/再融资/债券承销规模分别为11.9/223.4/2,023.7亿元，同比-27.5%/+207.7%/+5.5%，市占率分别为3.1%/3.5%/2.7%，行业排名第9/7/11名。公司上半年再融资规模大幅增长主要受邮储银行增发项目影响，公司分摊承销额约186亿元。当前公司项目储备较为充裕，预计后续投行业绩将保持总体平稳。截至1H25末，公司报审项目数14家，位居行业第7。
- **旗下基金公司规模领先，博时基金ETF规模增长亮眼。**1H25末，博时基金非货/权益/债券基金规模分别为6,267/1,234/4,197亿元，较年初-0.6%/+1.3%/-6.5%，行业排名分别为第7/17/2名。招商基金非货/权益/债券基金规模分别为5,227/1,665/3,388亿元，较年初-6.9%/-9.6%/-7.0%，行业排名分别为10/13/5名。1H25末，博时基金ETF规模1,627亿元，较年初增长21.0%，增速好于行业(15.4%)，位列行业第10名。
- **自营资产规模与年初基本持平，股债再平衡或催化后续业绩表现。**1H25末，公司金融投资资产/交易性金融资产规模分别3,602/2,636亿元，较年初-3.7%/-0.7%；公司投资杠杆率2.74倍，较年初-0.13倍。我们测算公司1H25投资收益率为3.1%，较1Q25提升0.9pct。1H25末，公司交易性金融资产中，债券/股票/基金规模分别为1,709/307/445亿元，较年初-7.8%/+22.5%/+19.4%，我们预计公司股债配置结构优化有望催化后续业绩水平提升。
- **投资分析意见：**公司经纪基本盘稳健且业务收入占比较高，自营业务上半年实现股债配置结构优化，后续业绩有望充分受益于股票市场改善。我们小幅下调公司2025-2027年盈利预测，我们预计公司2025-2027E归母净利润为113、131、148亿元(原预测117、134、152亿元)，同比+9%/+16%/+13%，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**股票市场交投活跃度下滑、市场竞争加剧、投行股权承销规模修复缓慢等。2025年1月10日，深交所对公司出具《关于对招商证券股份有限公司、杨猛、刘兴德的监管函》。2024年12月20日，深圳证监局对公司出具《深圳证监局关于对招商证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,821.21	20,891.40	24,617.18	28,396.45	31,356.42
收入同比增长率	3.13	5.40	17.83	15.35	10.42
归属母公司净利润	8,763.94	10,385.88	11,297.47	13,059.82	14,785.62
净利润同比增长率	8.57	18.51	8.78	15.60	13.21
每股收益					
ROE	7.91	8.84	9.03	9.79	10.25
P/E	20.15	16.82	15.39	13.22	11.61
P/B	1.54	1.43	1.35	1.24	1.14

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,821	20,891	24,617	28,396	31,356
手续费及佣金净收入	8,277	8,378	10,295	12,089	13,608
利息净收入	1,452	1,134	3,507	5,425	5,816
投资净收益及公允价值变动	8,265	11,010	9,815	9,883	10,933
其他业务收入	1,827	369	1,000	1,000	1,000
营业支出	10,523	9,664	12,607	14,492	15,616
营业税金及附加	113	119	140	162	179
管理费用	8,748	9,652	11,816	13,630	14,738
资产减值损失	188	-113	-50	0	0
其他业务成本	1,475	6	700	700	700
营业利润	9,298	11,228	12,011	13,904	15,740
营业外收支	-3	-8	20	3	5
利润总额	9,296	11,220	12,031	13,907	15,745
所得税	527	830	722	834	945
净利润	8,769	10,390	11,309	13,073	14,800
少数股东损益	5	4	11	13	15
归属母公司净利润	8,764	10,386	11,297	13,060	14,786

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。