

非银金融

2025 年 10 月 30 日

招商证券 (600999)

——符合预期，经纪收入弹性强于同业，参控股公募 ETF 规模显著增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 30 日

收盘价 (元) 17.43
一年内最高/最低 (元) 22.83/16.08
市净率 1.3
股息率 (分红/股价) 2.85
流通 A 股市值 (百万元) 129,366
上证指数/深证成指 3,986.90/13,532.13

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 13.53
资产负债率% 81.93
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
金黎丹 A0230525060004
jinld@swsresearch.com

联系人

金黎丹
(8621)23297818×
jinld@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：10/30，招商证券披露 9M25 业绩，业绩符合预期。公司 9M25 实现营收 182 亿元，同比+28%，归母净利润 89 亿元，同比+24%。3Q25 实现营业收入 77.2 亿元，同比+65%，环比+33%；归母净利润 36.9 亿元，同比+53%，环比+28%。9M25 加权 ROE (未年化) 为 7.18%/yoy+1.06pct。3Q25 公司归母净利润达到历史单季次高 (仅次于 2Q15)。

- **公司经营提质增效，管理费持续压降，经营杠杆改善。**9M25 公司管理费 45%，较 9M24 的 47%、1H25 的 46%持续下行；3Q25 公司经营杠杆 4.44 倍 (剔除客户资产)，较 2024 年的 4.39 倍、2Q25 的 4.15 倍明显提升。
- **9M25 全业务线实现同比正增，经纪及信用业务收入表现亮眼。各业务收入 (同比增速) 如下：**经纪 66 亿 (+80%)、投行 5.1 亿 (+22%)、资管 6.5 亿 (+30%)；净利息 12.8 亿 (+88%)、净投资 73.1 亿 (+1%)。**收入结构如下：**经纪 37%、投行 3%、资管 4%、净利息 7%、投资 41% (剔除其他手续费收入及长股投)。**3Q25 单季业务收入 (同/环比) 如下：**经纪 28.7 亿 (+162%/+62%)、投行 1.1 亿 (-20%/-50%)、资管 2.1 亿 (+31%/-2%)；净利息 6.5 亿 (+204%/+54%)、净投资 32.0 亿 (+28%/+23%)。
- **3Q25 自营同环比双位数增长，投资收益率明显改善。**3Q25 末公司总资产 7456 亿元/较 2Q25 末 +11%。**金融投资资产方面，**期末公司金融投资资产 3848 亿元，较 2Q25 末 +6% (交易性金融资产 +7%，其他债券投资 +4%，其他权益工具投资 +3%)。3Q25 股债市场环境分化，公司单季投资收益为 32.0 亿元，实现同环比双位数正增，预计通过处置其他债权投资兑现部分业绩。测算得到公司 3Q25 年化自营投资收益率 4.7% (VS 2Q25 年化 3.9%、3Q24 3.8%)。
- **3Q25 经纪收入弹性高于同业，融资市占率稳中提升。市场表现：**3Q25 市场日均股基成交额 2.5 万亿元，同比+210%，环比+67%。**公司情况：**3Q25 经纪业务净收入 28.7 亿元，同比+162%，环比+62%，业绩弹性佳。**融资情况：**3Q25 末市场融资余额 2.38 万亿元，较 2024 年末 +28%，招商证券 3Q25 末融出资金 1293 亿元，较 2024 年末 +35%，测算得到公司期末融资市占 5.44%，较 2024 年末 +0.28pct。
- **博时基金及招商基金 ETF 规模快速增长。**根据 Wind，**博时基金：**3Q25 末博时基金非货基规模 6641 亿元 (行业第八)，较年初 +5%，其中非货 ETF 规模 2200 亿，较年初 +63%。**招商基金：**3Q25 末招商基金非货基规模 5496 亿元 (行业第十二)，较年初 -2%，非货 ETF 规模 657 亿元，较年初 +76%。**招证资管：**期末非货基规模 46.2 亿元 (VS 2024 年末仅 4 亿元)。
- **投资分析意见：上调盈利预测，维持增持评级。**基于报告期公司管理费进一步压降，自营投资收益率改善明显，我们下调 25E 管理费假设、上调 25E 自营投资收益率假设，从而上调 25E 盈利预测，我们预计公司 25-27 年的归母净利润为 120.3、131.4、149.6 亿元 (原预测为 113.0、130.6、147.6 亿元)，同比分别 +16%、+9%和 +14%，维持增持评级。
- **风险提示：**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	20,891	24,688	27,497	30,551
收入同比增长率 (%)	3.13%	5.40%	18.17%	11.38%	11.11%
归属母公司净利润	8,764	10,386	12,027	13,142	14,963
净利润同比增长率 (%)	8.57%	18.51%	15.80%	9.27%	13.86%
每股收益 (元)	0.94	1.13	1.32	1.45	1.65
ROE (%)	7.91%	8.84%	9.62%	9.80%	10.32%
P/E (倍)	18.50	15.45	13.23	12.06	10.53
P/B (倍)	1.42	1.32	1.23	1.14	1.04

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,821	20,891	24,688	27,497	30,551
手续费及佣金净收入	8,277	8,378	10,295	11,782	13,251
利息净收入	1,452	1,134	3,578	4,046	4,115
投资净收益及公允价值变动	8,265	11,010	9,815	10,670	12,185
其他业务收入	1,827	369	1,000	1,000	1,000
营业支出	10,523	9,664	11,900	13,506	14,622
营业税金及附加	113	119	141	157	174
管理费用	8,748	9,652	11,109	12,649	13,748
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	12,787	13,992	15,929
营业外收支	-3	-8	20	3	5
利润总额	9,296	11,220	12,807	13,995	15,934
所得税	527	830	768	840	956
净利润	8,769	10,390	12,039	13,155	14,978
少数股东损益	5	4	12	13	15
归属母公司净利润	8,764	10,386	12,027	13,142	14,963

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

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，任何人无权在任何情况下使用他们。