

# 招商证券 (600999.SH)

## 构建募投闭环，直投成就业绩超预期

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 孔祥  
证券分析师： 陈莉

021-60375452  
0755-81981575

### ◆ 非银金融 · 证券II

kongxiang@guosen.com.cn  
chenli@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980523060004  
执证编码：S0980522080004

## 事项：

**公司公告：**2026年7月7日，招商证券发布2026年半年度业绩预增公告，公司预计2026年上半年归母净利润区间100-110亿元，同比增加93%-112%。

**国信非银观点：对于招商证券：**1) 公司2026年上半年业绩大幅预增，预计实现归母净利润100-110亿元，同比大增93%-112%，业绩高增核心驱动力来自直投板块收益集中兑现。公司充分发挥“保荐+直投”一体化协同优势，借助旗下产业基金以低成本布局半导体、人工智能、高端精密仪器等高景气赛道；其中二季度登陆创业板的大普微上市后股价大幅上行，为当期利润贡献大额账面浮盈。同时长鑫科技等众多优质硬科技企业已进入IPO申报流程，后续将分批持续释放投资收益，有效平滑传统券商业务的周期波动。

**对于证券行业：**券商直投业务目前已形成“私募子募资+另类子跟投/直投”的多重模式。2026年成为业绩超预期体现在：第一，制度红利进入集中兑现窗口。科创板强制跟投（一般占发行规模2%-5%、锁定期24个月）叠加创业板对未盈利、特殊股权企业的跟投要求，经过2019年以来积累，头部券商另类子持仓已进入解禁释放期；第二，硬科技储备与IPO集中度双击。科创板在审项目集中在半导体、高端装备、AI链等“硬科技”项目（如长鑫、长江存储、宇树）排队，除了招商证券，“三中一华”+国君海通IPO市占率较高，项目胜率前置让跟投更接近“带上市确定性”的产业期权。三是模式进化，从单一保荐延伸至“投资+投行+投研”三投联动，盈利由手续费向全生命周期资本化收益迁移，头部券商业绩超预期，科创直投和跟投是核心弹性来源。

行业构建“募投管退”闭环，本质是券商把“投行通道”升级为“金融与产业资本共创”，每个环节各有券商优势。其中募端依托私行、家族办公室、保险/养老金、政府引导基金拓宽“耐心资本”来源，政策明确支持“投早、投小、投长期、投硬科技”，这为券商产业基金募资打开政策口；私募子作GP撬动社会和产业资本、另类子自有资金跟投，杠杆+直投双层结构放大资本；投端靠投行筛项+研究前置的产业判断，敢于布局未盈利硬科技早期项目，跟投机制倒逼保荐质量提升；管理赋能是券商区别于纯PE的核心，研究端行业覆盖+投行端再融资/并购增值+做市/交易服务，从财务投资人转为“战略共创者”，陪企业走到IPO乃至再融资。多元退出模式是2026年关键变量：IPO常态化之外，并购重组政策松绑、S基金与份额转让平台提速，叠加券商做市/机构交易能力，解决“退得好才能投得早”的循环堵点。这套闭环跑通后，券商ROE中枢有望从传统通道业务的周期波动中抬升，一级业务盈利占比在多个券商等已率先体现。除了大券商外，坐拥地方优势的中小券商可用“研究先行+投资先行”的模式锁定优质项目，利用股东资源获取业务卡位优势。

所以综上所述，经纪、投行、固收等证券传统业务稳步增长筑牢业绩基本盘，直投业务由此构建可持续的业绩增长弹性。当前券商板块整体估值仍处历史低位，公司稀缺的科创股权投资价值尚未得到充分定价，中长期具备业绩、估值双重修复空间，坚定维持“优于大市”评级。

## 评论：

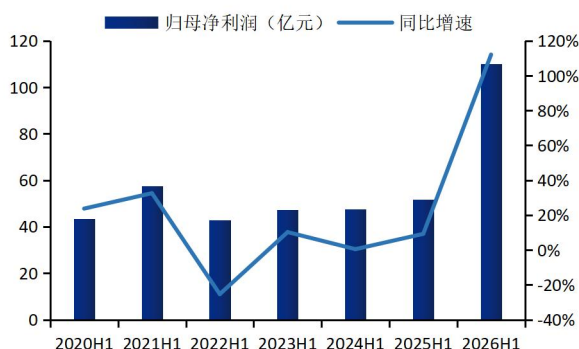
◆ 公司预计2026年上半年归母净利润区间100-110亿元，同比增加93%-112%，盈利规模创同期历史新高

2026年7月7日，招商证券发布2026年半年度业绩预增公告，公司预计2026年上半年归母净利润区间

100 - 110 亿元，同比增加 93% - 112%，盈利规模创同期历史新高，半年利润已逼近 2025 全年 123 亿元水平，核心驱动来自直投板块批量上市带来的大额公允价值增值，投资收益大幅超预期。

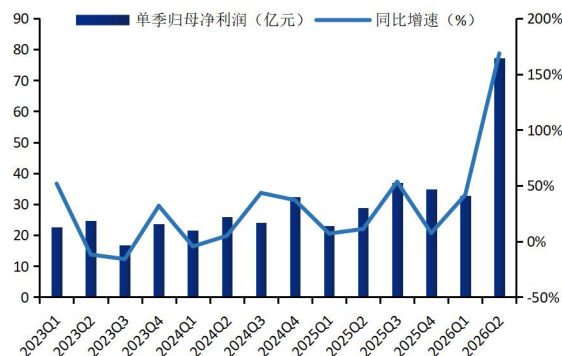
2025 年上半年公司归母净利润仅 51.86 亿元，2026 年上半年净利润同比增加 48.14 - 58.14 亿元，增量规模接近 2025 年上半年利润。从季度拆分看，2026 年一季度归母净利润为 32.71 亿元，二季度单季净利润预计 67.29 - 77.29 亿元，单季利润环比、同比实现翻倍式增长，增量集中释放于二季度科创直投项目上市窗口。

图1：公司归母净利润及增速(2026H1 为预告数据)



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季归母净利润及增速(2026Q2 为估算数据)



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

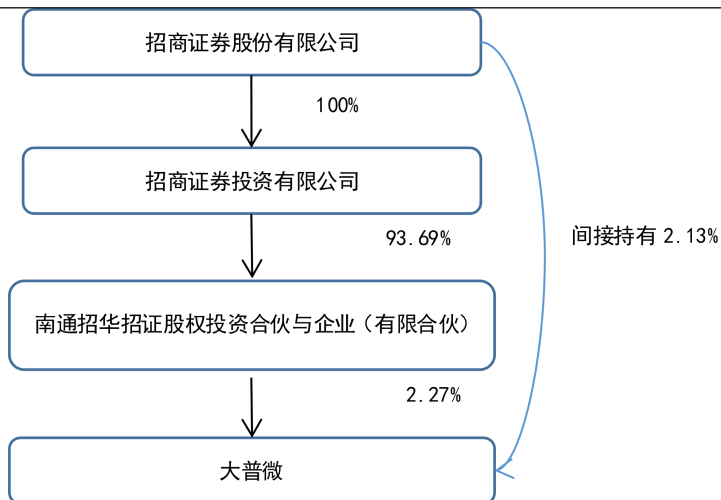
#### ◆ 业务结构拆分：传统业务稳增，直投贡献超额弹性

2026 上半年股市震荡上行、债市平稳向好，经纪、投行、两融、固收自营等传统业务实现稳健增长，构成业绩基本盘，但难以支撑近翻倍的净利润增速；预计公司超额增量全部来自另类直投、私募股权（PE）跟投项目公允价值重估收益。

**优质科创项目批量上市，大额浮盈计入当期损益。**公司依托全资另类子公司招证投资、私募股权平台招商致远资本，深度布局半导体、AI 算力、存储芯片等高景气硬科技赛道，2026 年上半年多个重仓项目登陆资本市场，按会计准则，限售股权以二级市场市价做公允价值调整，浮盈直接计入当期投资收益，无需等待减持即可增厚净利润。

**大普微为核心增量项目。**据 Wind 数据显示，招商证券通过全资直投子公司招商证券投资持有南通招华招证产业基金 93.69% 份额；该基金直接持有大普微 992.11 万股，占其总股本 2.27%。经股权穿透折算后，归属于招商证券的实际经济权益约 2.13%，招商证券对应这笔股权原始投入成本极低。

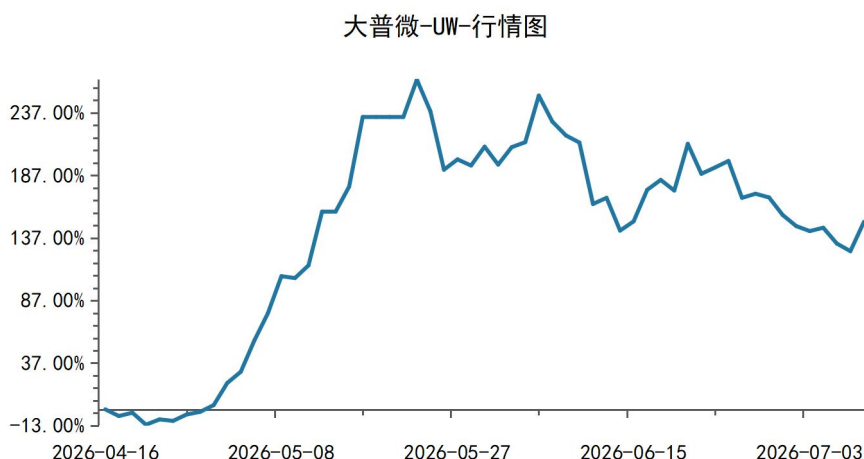
图3：招商证券间接持有大普微 2.13%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年4月大普微创业板上市后股价大幅上涨，半年末公司总市值2873亿元，公司对应股权账面市值超61亿元，公司扣除初始本金后浮盈大幅增加，是二季度利润最大增量来源，直接拉动投资收益大幅上行。

图4：大普微行情图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**多项目轮动兑现，形成持续收益来源。** 除大普微外，公司直投布局智谱 AI、长鑫科技等头部科创企业，智谱登陆港股、长鑫科技进入 IPO 申报阶段，上半年同步带来可观账面增值；后续储备硬科技项目充足，形成“分批上市、持续释放浮盈”的收益曲线，直投业务由一次性收益转为常态化弹性来源。

◆ “保荐 + 直投 + 产业基金”全链条优势放大收益空间

**投行端：**注册制下双创板 IPO 提速，招商证券在半导体、数字经济赛道保荐项目储备充足，依托保荐资质获取项目早期直投入场权，拿到一级市场低成本筹码，相比普通二级市场投资具备天然成本优势。

**直投端：**构建“自有资金直投 + 产业基金募资”双轨模式，一方面自有资金投资增厚公允价值收益，另一方面通过招商致远管理产业基金收取管理费与超额分成，同时放大资金撬动倍数。

**协同优势：**公司围绕数字金融、科技金融战略纵深布局，直投赛道与自身财富、投行、资管业务形成协同，既能锁定优质标的，又能为被投企业提供全周期资本市场服务，持续挖掘一级市场投资机会。

2026 年作为“十五五”开局之年，硬科技直接融资政策持续加码，科创板、创业板 IPO 放量，科创 50、创业板指数上半年大幅上行，上市企业估值持续抬升，全行业券商直投、跟投浮盈集中释放；头部券商直投储备差距拉开业绩分化，招商证券因提前重仓存储、AI 等高景气赛道，直投收益弹性显著领先同业。

招商证券的直投模式也在全行业内推广、加强。券商直投业务目前已形成“私募子募资+另类子跟投/直投”的多重模式。2026 年成为业绩超预期体现在：第一，制度红利进入集中兑现窗口。科创板强制跟投（一般占发行规模 2% - 5%、锁定期 24 个月）叠加创业板对未盈利、特殊股权企业的跟投要求，经过 2019 年以来积累，头部券商另类子持仓已进入解禁释放期；第二，硬科技储备与 IPO 集中度双击。科创板在审项目集中在半导体、高端装备、AI 链等“硬科技”项目（如长鑫、长江存储、宇树）排队，除了招商证券，“三中一华”+国君海通 IPO 市占率较高，项目胜率前置让跟投更接近“带上市确定性”的产业期权。三是模式进化，从单一保荐延伸至“投资+投行+投研”三投联动，盈利由手续费向全生命周期资本化收益迁移，头部券商业绩超预期，科创直投和跟投是核心弹性来源。

构建“募投管退”闭环，本质是券商把“投行通道”升级为“金融与产业资本共创”，每个环节各有券商独特的优势。其中募端依托私行、家族办公室、保险/养老金、政府引导基金拓宽“耐心资本”来源，政策明确支持“投早、投小、投长期、投硬科技”，这为券商产业基金募资打开政策口；私募子作 GP 撬动社会和产业资本、另类子自有资金跟投，杠杆+直投双层结构放大资本；投端靠投行筛项+研究前置的产业判断，敢于布局未盈利硬科技早期项目，跟投机制倒逼保荐质量提升；管理赋能是券商区别于纯 PE 的核心，研究端行业覆盖+投行端再融资/并购增值+做市/交易服务，从财务投资人转为“战略共创者”，陪企业走到 IPO 乃至再融资。多元退出模式是 2026 年关键变量：IPO 常态化之外，并购重组政策松绑、S 基金与份额转让平台提速，叠加券商做市/机构交易能力，解决“退得好才能投得早”的循环堵点。这套闭环跑通后，券商 ROE 中枢有望从传统通道业务的周期波动中抬升，一级业务盈利占比在多个券商等已率先体现。除了大券商外，坐拥地方优势的中小券商可用“研究先行+投资先行”的模式锁定优质项目，利用股东资源获取业务卡位优势。

#### ◆ 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。

#### 相关研究报告：

- 《招商证券（600999.SH）-财富销售强劲，自营业务高增》——2026-04-30
- 《招商证券（600999.SH）-财富与机构基础夯实，四季度业绩显韧性》——2026-03-28
- 《招商证券（600999.SH）-全线回暖，稳中求进》——2025-10-31
- 《招商证券（600999.SH）-业务全面好转，私募服务生态完善》——2025-08-29
- 《招商证券（600999.SH）-业绩稳步回暖》——2025-04-29

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>资产总计</b>	<b>721,160</b>	<b>753,477</b>	<b>874,944</b>	<b>968,927</b>	<b>1,073,386</b>	<b>营业收入</b>	<b>20,891</b>	<b>24,972</b>	<b>27,362</b>	<b>29,328</b>	<b>30,910</b>
货币资金	144,322	132,789	152,708	175,614	201,956	手续费及佣金净收入	8,378	11,478	12,973	14,087	14,903
融出资金	95,573	133,353	144,021	158,424	174,266	经纪业务净收入	6,183	8,893	9,584	10,274	10,776
交易性金融资产	265,464	270,666	297,733	327,506	360,256	投行业务净收入	856	1,028	1,427	1,712	1,940
买入返售金融资产	31,845	27,035	28,658	30,377	32,200	资管业务净收入	717	873	891	938	957
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	1,134	1,940	2,117	2,451	2,909
<b>负债合计</b>	<b>590,908</b>	<b>615,430</b>	<b>702,775</b>	<b>784,774</b>	<b>878,816</b>	投资收益	11,010	11,173	10,351	10,661	10,707
卖出回购金融资产款	150,931	152,378	167,616	184,377	202,815	其他收入	670	287	1,922	2,129	2,391
代理买卖证券款	151,611	155,016	178,268	196,095	215,705	营业支出	9,664	10,931	12,997	14,078	14,078
应付债券	114,971	140,297	154,327	169,760	186,736	营业外收支	(8)	36	(200)	(200)	(100)
<b>所有者权益合计</b>	<b>130,252</b>	<b>138,047</b>	<b>146,464</b>	<b>155,242</b>	<b>165,290</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,219</b>	<b>14,076</b>	<b>14,165</b>	<b>15,051</b>	<b>16,732</b>
其他综合收益	1,892	593	623	654	687	所得税费用	830	1,758	850	978	1,088
少数股东权益	74	42	45	47	50	少数股东损益	4	(31)	5	6	6
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>130,179</b>	<b>138,005</b>	<b>146,419</b>	<b>155,194</b>	<b>165,240</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,386</b>	<b>12,350</b>	<b>13,310</b>	<b>14,067</b>	<b>15,638</b>
每股净资产(元)	13	14	17	18	19						
总股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697						

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.13	1.35	1.53	1.62	1.80
每股红利					
每股净资产	13.24	13.91	16.84	17.85	19.00
ROIC					
ROE	8.8%	9.2%	9.4%	9.3%	9.8%
收入增长	5.4%	19.5%	9.6%	7.2%	5.4%
净利润增长率	18.5%	18.9%	7.8%	5.7%	11.2%
资产负债率	81.9%	81.7%	80.3%	81.0%	81.9%
P/E	15.8	13.2	11.7	11.0	9.9
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 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提及的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