

分析师: 张洋
 登记编码: S0730516040002
 zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

自营表现优异为净利持稳奠定坚实基础

——招商证券(600999)2024 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2024-09-23)

收盘价(元)	15.07
一年内最高/最低(元)	15.24/12.83
沪深 300 指数	3,212.76
市净率(倍)	1.20
总市值(亿元)	1,310.57
流通市值(亿元)	1,310.57

发布日期: 2024 年 09 月 24 日

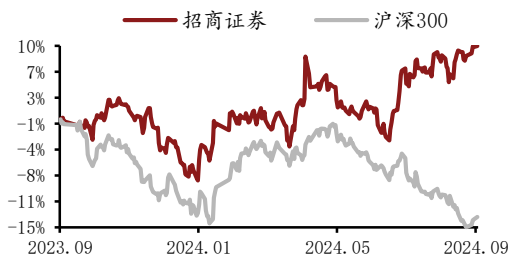
基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	12.59
总资产(亿元)	6,391.30
所有者权益(亿元)	1,244.52
净资产收益率(%)	4.08
总股本(亿股)	86.97
H 股(亿股)	12.75

2024 年中报概况:招商证券 2024 年上半年实现营业收入 95.95 亿元, 同比-11.11%; 实现归母净利润 47.48 亿元, 同比+0.44%; 基本每股收益 0.51 元, 同比持平; 加权平均净资产收益率 4.08%, 同比-0.25 个百分点。2024 年半年度拟 10 派 1.01 元(含税)。

点评: 1.2024H 公司投资收益(含公允价值变动)占比出现提高, 经纪、投行、资管、利息、其他收入占比均出现下降。2.全市场股基交易量市场份额有所下滑, 合并口径经纪业务手续费净收入同比-12.14%。3.股权融资规模下滑幅度相对偏小, 债权融资规模实现持续增长, 合并口径投行业务手续费净收入同比-36.24%。4.券商资管规模企稳回升, 公募基金规模保持增长, 合并口径资管业务手续费净收入同比-8.60%。5.权益自营踏准市场主线, 固收自营显著跑赢基准指数, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比+17.43%。6.两融余额及质押规模均出现小幅回落, 合并口径利息净收入同比-50.00%。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源、中原证券研究所

相关报告

《招商证券(600999)年报点评: 中性业务及固收投资双轮驱动, 业绩表现优于行业》

2024-04-09

《招商证券(600999)中报点评: 股基交易份额创新高, 自营业绩跑赢市场》 2023-09-07

07

《招商证券(600999)年报点评: 权益自营和投行承压, 核心业务排名稳定》 2023-03-29

29

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资建议:报告期内公司虽然全市场股基交易量市场份额有所下滑, 但合并口径经纪业务净收入下滑幅度尚在正常的范围内; 股权融资规模下滑的幅度在头部券商中相对偏小, 债权融资规模保持增长在一定程度上形成了对冲效应; 自营业务表现优异, 投资收益(含公允价值变动)同比增长为公司归母净利润持稳奠定坚实基础。作为国务院国资委体系内规模最大的券商, 公司未来有望在扶优限劣以及建设一流投资银行的政策导向中持续受益。预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.86 元、0.84 元, BVPS 分别为 12.96 元、13.70 元, 按 9 月 23 日收盘价 15.07 元计算, 对应 P/B 分别为 1.16 倍、1.10 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2.市场波动风险; 3.资本市场改革的政策效果不及预期

	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入(亿元)	192.19	198.21	164.98	168.05
增长比率	-35%	3%	-17%	2%
归母净利(亿元)	80.72	87.64	80.43	79.36
增长比率	-31%	9%	-8%	-1%
EPS(元)	0.86	0.94	0.86	0.84
市盈率(倍)	12.27	14.48	17.52	17.94
BVPS(元)	11.52	12.30	12.96	13.70
市净率(倍)	1.17	1.13	1.16	1.10

资料来源: Wind、中原证券研究所

招商证券 2024 年中报概况：

招商证券 2024 年上半年实现营业收入 95.95 亿元，同比-11.11%；实现归母净利润 47.48 亿元，同比+0.44%；基本每股收益 0.51 元，同比持平；加权平均净资产收益率 4.08%，同比-0.25 个百分点。2024 年半年度拟 10 派 1.01 元（含税），分派红利总额占上半年合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 18.50%。

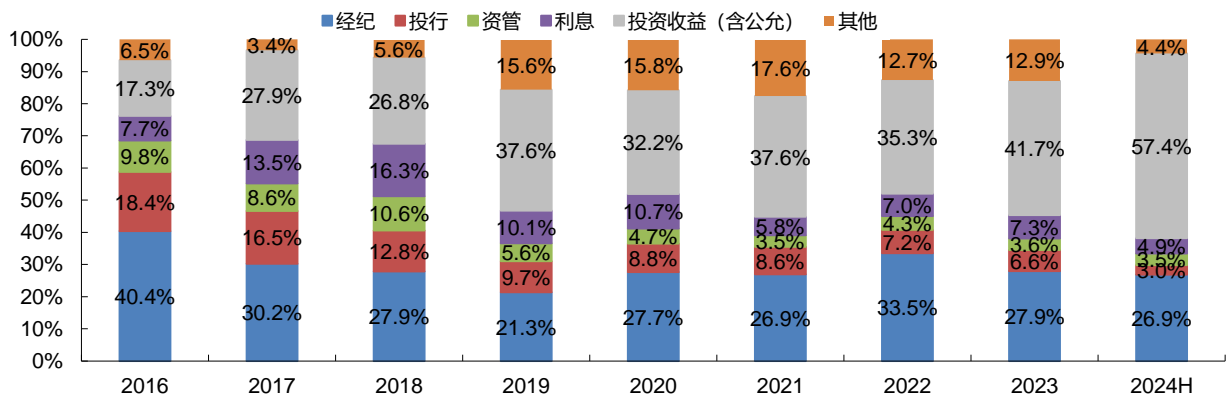
点评：

1. 投资收益（含公允价值变动）占比显著提高，其他收入占比明显下降

2024H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 26.9%、3.0%、3.5%、4.9%、57.4%、4.4%，2023 年分别为 27.9%、6.6%、3.6%、7.3%、41.7%、12.9%。

2024H 公司投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，经纪、投行、资管、利息、其他收入占比均出现下降。其中，投资收益（含公允价值变动）占比显著提高，并创近年来最高；其他收入占比明显下降。

图 1：2016-2024H 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入等

2. 全市场股基交易量市场份额有所下滑

2024H 公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 25.77 亿元，同比-12.14%。

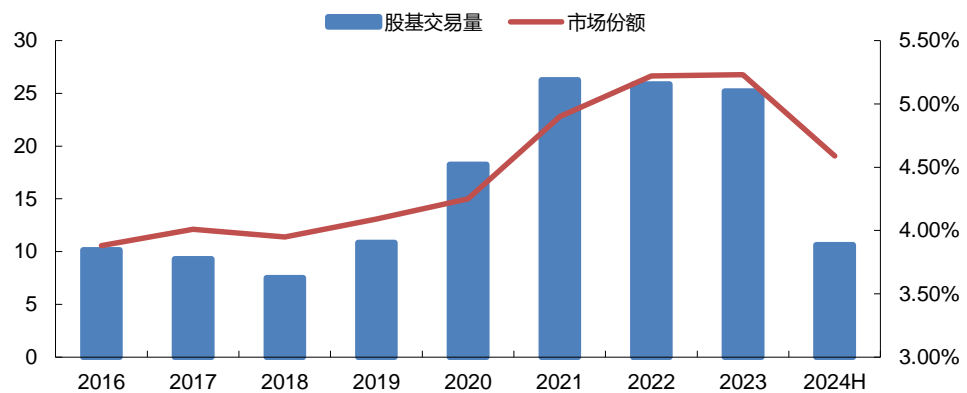
报告期内公司全市场股基交易量 (10.64) 万亿元，同比-18.59%；市场份额 4.59%，同比-0.65 个百分点。截至报告期末，公司正常交易客户数约 1843 万户，较 2023 年底+3.77%；托管客户资产 3.60 万亿元，较 2023 年底-3.23%。

代销金融产品业务方面，报告期内公司实现代销净收入 3.48 亿元，同比+0.87%。截至报告期末，公司基金投顾业务“e 招投”金融产品保有规模 63.14 亿元，较 2023 年底+35.61%；累计签约客户数较 2023 年底+20.82%。

机构经纪业务方面，截至报告期末，公司对管理规模 50 亿元以上重点私募基金管理人交易覆盖率达 80%，较 2023 年底+1 个百分点，私募客户交易资产规模较 2023 年底-7.95%；托管外包规模 3.28 万亿元，较 2023 年底-5.48%，保持行业领先。

期货经纪业务方面，截至报告期末，招商期货客户权益 272.80 亿元，较 2023 年底-45.95%。报告期内公司实现期货经纪业务净收入 1.98 亿元，同比-14.26%。

图 2：公司股基交易量（双边，万亿元）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

3. 股权融资规模下滑幅度相对偏小，债权融资规模实现持续增长

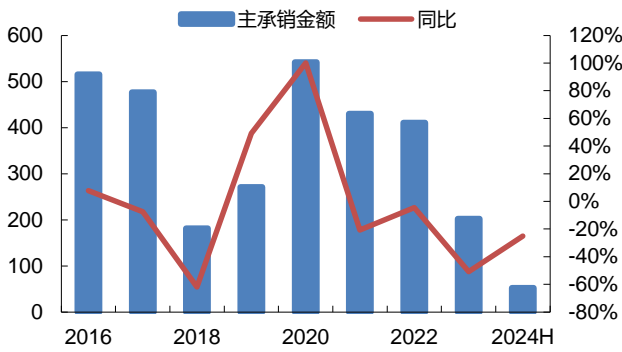
2024H 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 2.85 亿元，同比-36.24%。

股权融资业务方面，报告期内公司完成股权融资主承销金额 51.83 亿元，同比-25.19%；排名行业第 7 位，同比+2 位。其中，IPO 主承销金额 16.36 亿元，同比-25.23%，排名行业第 8 位；再融资主承销金额 35.47 亿元，同比-25.17%，排名行业第 7 位。根据 Wind 的统计，截至 2024 年 9 月 24 日，公司 IPO 项目储备 17 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 6 位。

债权融资业务方面，报告期内公司各类债券主承销金额 1714.44 亿元，同比+18.41%。其中，信用债、金融债承销金额分别排名行业第 7 位、第 8 位；ABS 业务承销金额同比+57.97%，排名行业第 3 位，同比+4 位。

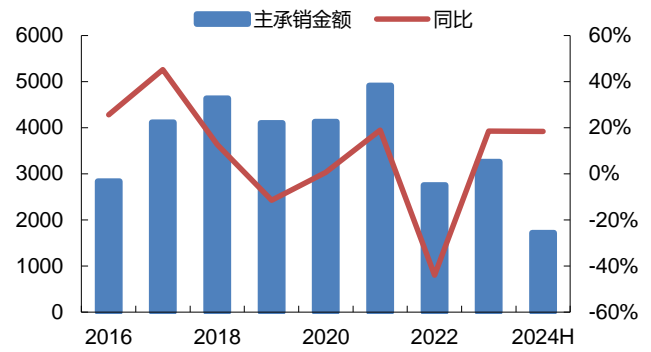
财务顾问业务方面，报告期内公司完成 2 单并购重组项目，交易金额 49 亿元，排名行业第 4 位。

图 3：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 4：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

4. 券商资管规模企稳回升，公募基金规模保持增长

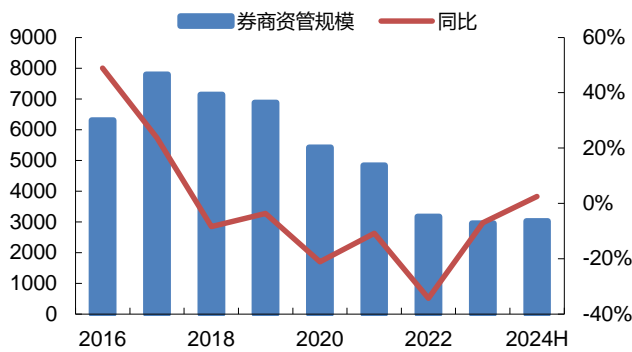
2024H 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 3.40 亿元，同比-8.60%。

券商资管业务方面，报告期内招商资管多只产品业绩稳中有升，围绕客户需求推动产品营销和发行工作，资产管理规模实现稳步增长。截至报告期末，招商资管管理总规模为 3021.59 亿元，较 2023 年底+2.48%。其中，集合、单一、专项资管规模分别为 1302 亿、1050 亿、670 亿，较 2023 年底分别+150 亿、-21 亿、-55 亿。报告期内招商资管实现资管业务净收入 3.75 亿元，同比-6.25%。

私募基金业务方面，报告期内公司全资子公司招商致远资本深耕科技创新、绿色低碳等重点赛道。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 24Q2 招商致远资本私募基金月均管理规模为 208.96 亿元，较 23Q4+2.52%；排名行业第 8 位，较 23Q4+1 位。报告期内招商致远资本实现营业收入-0.05 亿元，同比-105.26%。

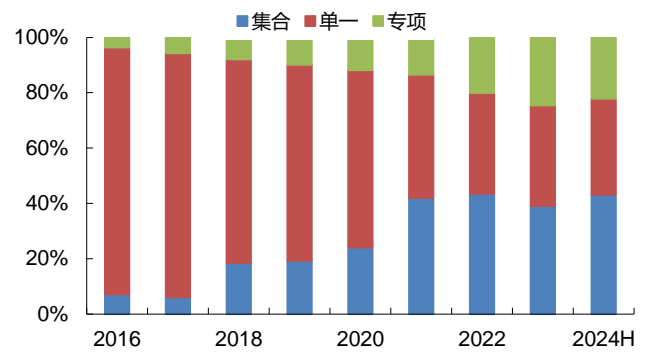
基金管理业务方面，截至报告期末，公司持有 49% 股权的博时基金资产管理规模 16987 亿元，较 2023 年底+8.55%；其中，公募基金、非货币公募基金管理规模分别为 10773 亿元、5713 亿元，较 2023 年底分别+13.44%、+7.46%；非货公募规模排名第 6 位，较 2023 年底+1 位。公司持有 45% 股权的招商基金资产管理规模 16086 亿元，较 2023 年底+3.75%；其中，公募基金、非货币公募基金管理规模分别为 8882 亿元、5665 亿元，较 2023 年底分别+3.20%、-1.57%；非货公募规模排名第 7 位，较 2023 年底-3 位。报告期内博时基金实现营业收入 22.15 亿元，同比-5.58%；招商基金实现营业收入 25.32 亿元，同比-8.69%。

图 5：公司券商资管规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 6：公司券商资管业务结构（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

5. 权益自营踏准市场主线，固收自营显著跑赢基准指数

2024H 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）55.05 亿元，同比+17.43%。

报告期内公司继续贯彻“大而稳”的投资策略，截至报告期末，公司金融资产规模为 3695.11 亿元，较 2023 年底-1.36%。

权益类自营业务方面，报告期内公司大力推进以央国企为主导的高分红投资策略，积极拓展多元化投资策略，同时紧密关注宏观环境与国家政策，坚守产业发展的长期趋势并精选行业龙头。权益类衍生品投资业务方面，公司积极发展客需驱动业务，持续做大场内衍生品做市、证券做市等资本中介型交易业务，同时持续加强量化策略等中性投资业务。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司方向性策略准确把握国内债券市场配置及波段交易机会，投资收益率显著跑赢中债综合财富指数；中性策略较好地捕捉了债券市场不同品种利差、收益率曲线形态变化等机会，获取稳健收益。

另类投资业务方面，报告期内公司全资子公司招证投资继续围绕绿色双碳、芯片半导体、医疗健康等重点赛道进行深度研究，报告期内新增项目投资 1.00 亿元；高度重视投后管理，切实做好风险项目处置工作，退出金额约 3.70 亿元。报告期内招证投资实现营业收入 0.34 亿元，同比-94.88%。

6. 两融余额及质押规模均出现小幅回落

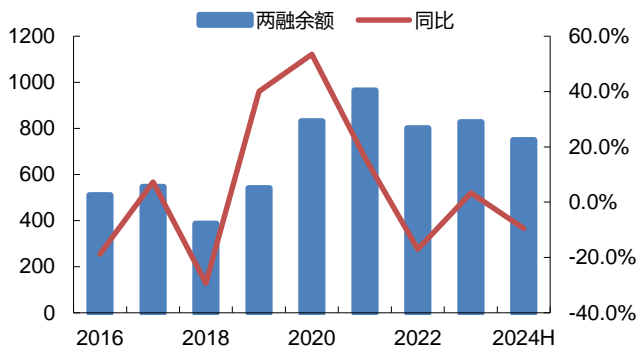
2024H 公司实现利息净收入 4.67 亿元，同比-50.00%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 749.23 亿元，较 2023 年底-9.47%；市场份额 5.06%，较 2023 年底-0.05 个百分点。

股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额为 213.52 亿元，较

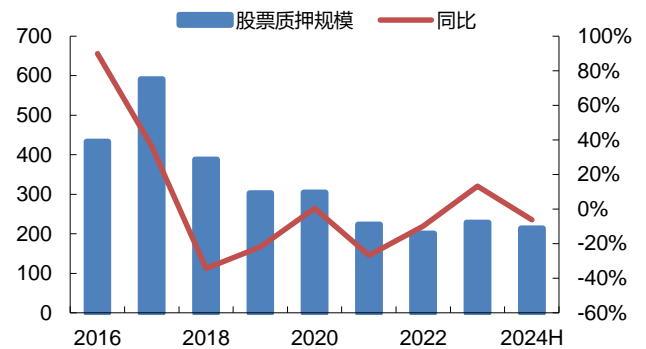
2023 年底-6.25%。其中，自有资金出资余额 169.42 亿元，较 2023 年底-8.56%。

图 7：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 8：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

投资建议

报告期内公司虽然全市场股基交易量市场份额有所下滑，但合并口径经纪业务净收入下滑幅度尚在正常的范围内；股权融资规模下滑的幅度在头部券商中相对偏小，债权融资规模保持增长在一定程度上形成了对冲效应；自营业务表现优异，投资收益（含公允价值变动）同比实现增长为公司归母净利持稳奠定坚实基础。作为国务院国资委体系内规模最大的券商，公司未来有望在扶优限劣以及建设一流投资银行的政策导向中持续受益。

预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.86 元、0.84 元，BVPS 分别为 12.96 元、13.70 元，按 9 月 23 日收盘价 15.07 元计算，对应 P/B 分别为 1.16 倍、1.10 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期

财务报表预测和估值数据汇总
表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2022A	2023A	2024E	2025E
资产:	6116.62	6958.53	6447.20	6723.45
货币资金	1133.77	1100.23	935.20	981.96
融出资金	815.41	836.66	752.99	828.29
金融投资	3048.52	3679.25	3669.42	3825.06
买入返售金融资产	495.81	497.76	348.43	313.59
应收利息及款项	9.59	6.64	5.98	6.28
长期股权投资	107.46	117.52	119.87	122.63
固定及无形资产	19.46	22.10	21.66	22.31
商誉	0.10	0.10	0.10	0.10
其他资产合计	486.49	698.30	593.55	623.23
负债:	4964.20	5738.16	5168.86	5381.33
流动负债	465.59	902.70	631.89	663.48
交易性金融负债	477.44	445.36	578.97	607.92
卖出回购金融资产款	1208.05	1426.85	1455.39	1484.50
代理买卖证券款	1063.78	1178.52	932.06	978.66
应付款项	323.76	440.40	396.35	416.17
长期借款	11.63	19.08	21.38	22.45
应付债券	1346.28	1219.92	1036.93	1088.78
其他负债	67.66	105.40	115.89	119.37
所有者权益:	1152.42	1220.37	1278.34	1342.12
股本	86.97	86.97	86.97	86.97
其他权益工具	150.00	150.00	150.00	150.00
资本公积金	403.47	403.63	403.63	403.63
存留收益	340.72	392.35	431.59	474.75
一般风险准备	170.43	186.68	205.35	225.89
少数股东权益	0.82	0.76	0.80	0.88

资料来源: Wind、中原证券研究所

表 2：利润表预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入：	192.19	198.21	164.98	168.05
手续费及佣金净收入	94.67	82.77	64.95	70.99
其中：经纪业务	64.43	55.31	44.25	48.68
投行业务	13.93	13.02	7.81	8.20
资管业务	8.29	7.13	6.77	7.11
利息净收入	13.42	14.52	6.53	7.84
投资收益（含公允）	67.77	82.64	90.90	86.36
其他收入	16.33	18.28	2.60	2.86
营业支出：	104.47	105.23	79.72	83.92
管理费用	86.49	87.48	78.73	82.67
其他成本	17.98	17.75	0.99	1.25
营业外收入：	(2.41)	(0.02)	0	0
利润总额：	85.32	92.96	85.26	84.13
所得税	4.52	5.27	4.83	4.77
净利润：	80.79	87.69	80.43	79.36
少数股东损益	(0.07)	(0.05)	(0.00)	(0.00)
归母净利：	80.72	87.64	80.43	79.36

资料来源：Wind、中原证券研究所

表 3：每股指标与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E
EPS	0.86	0.94	0.86	0.84
ROE（加权）	7.54%	7.91%	6.77%	6.29%
BVPS	11.52	12.30	12.96	13.70
P/E	12.27	14.48	17.52	17.94
P/B	1.17	1.13	1.16	1.10

资料来源：Wind、中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。