

业绩缩水三成基本符合预期，基金管理成唯一业绩韧性点

——招商证券 2022 年业绩点评

核心观点

- **净利润缩水三成符合预期，ROE 同比下降近 4pct。** 1) 公司 2022 年实现营业收入 192.19 亿元，同比-35%，实现归母净利润 80.72 亿元，同比-31%。2) 公司 2022 年实现 ROE7.54%，较 21 年下滑 3.98pct，仍较行业平均高 2.23pct。截至 22 年末权益乘数 4.39，较年初下降 0.03，仍明显高于行业平均的 3.29。3) 经纪、自营、直投、投行、信用、资管业务收入（剔除其他业务）贡献度分别为 43%、34%、11%、9%、9%、5%，其中经纪占比提升 8pct，自营占比下滑 8pct。
- **自营收入接近减半，资管缩水不止，基金管理仍是韧性所在。** 1) 截至 22 年末公司金融投资资产较年初微降 1.17%至 3049 亿元，其中股票、债券较年初分别增长 19%/7%至 266/2098 亿元，基金资产大幅翻倍至 501 亿元。受累于全年市场大幅波动且在去年高基数影响下，22 年公司自营收入同比下滑 46%至 51.15 亿元。2) 22 年末公司资管规模较年初下滑 34%至 3171 亿元，资管收入同比下滑 20%至 8.29 亿元。3) 公司旗下博时与招商基金 22 年合计净利润同增 5%至 35.37 亿元，波动市场环境下表现仍韧性十足，助公司实现 16.62 亿直投收入，同比+3.84%。
- **经纪市占率显著提升但佣金率下滑明显，投行业务遭遇“滑铁卢”。** 1) 22 年公司股基成交额市占率较年初提高 47pct 至 5.22%，佣金率由万分之 2.54 降至 2.10，拖累经纪业务收入同比-19%至 64.43 亿元。其中代销金融产品收入同比大幅下降 30%至 5.60 亿元。2) 22 年公司投行业务收入同比-45%至 13.93 亿元，原因在于 22 年股债承销规模同比-49%至 2666 亿元，市占率 2.21%，同比下滑 1.85pct；其中 IPO 承销规模 101 亿元，同比下降 54%，且市占率同比下降 1.70pct 至 1.94%。3) 22 年末公司两融余额较年初-17%至 800 亿元，市占率从 5.27%降至 5.20%。两融和股息利息收入下降且债券利息支出增加，22 年利息净收入仅 13.42 亿元，同比-21%。

盈利预测与投资建议

- 根据年报数据对金融投资资产规模等指标进行调整，将 23-24 年 BVPS 预测值由 13.20/14.16 元调降至 13.06/14.01 元，新增 25 年预测 14.45 元，按可比公司估值法，给予公司 2023 年 1.30xPB，对应目标价 16.97 元，维持增持评级。

风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；自营投资业绩存在不确定性；证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,429	19,219	23,256	27,649	30,696
同比增长(%)	21%	-35%	21%	19%	11%
营业利润(百万元)	13,815	8,773	11,326	13,998	15,957
同比增长(%)	22%	-37%	29%	24%	14%
归属母公司净利润(百万元)	11,645	8,072	9,521	11,815	13,481
同比增长(%)	23%	-31%	18%	24%	14%
每股收益(元)	1.34	0.93	1.09	1.36	1.55
总资产收益率(%)	2.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
净资产收益率(%)	10.7%	7.1%	7.8%	8.9%	9.7%
市盈率	10.37	14.95	12.68	10.22	8.95
市净率	1.24	1.20	1.06	0.99	0.96
经纪业务佣金率(%)	0.0301	0.0249	0.0239	0.0235	0.0237

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023年03月28日)	13.88 元
目标价格	16.97 元
52 周最高价/最低价	15.36/11.6 元
总股本/流通 A 股 (万股)	869,653/869,653
A 股市值 (百万元)	120,708
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 03 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.7	-0.73	5.3	-0.38
相对表现	0.27	0.99	1.99	3.21
沪深 300	0.43	-1.72	3.31	-3.59



证券分析师

孙嘉庚 021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080006
香港证监会牌照：BSW114

相关报告

自营持续承压，基金管理稳健：——招商 2022-10-30
证券 3Q2022 业绩点评
业绩降幅显著收窄，基金管理韧性凸显： 2022-08-28
——招商证券 2022 年中报点评
自营与基管业务表现靓丽，ROE 稳步提升 2022-03-30
保持行业前列：——招商证券 2021 年年报
点评

公司 2023-2025BVPS 预测值为 13.06/14.01/14.45 元（23-24 年原预测为 13.20/14.16 元，根据最新年报数据对金融投资资产规模等指标进行微调）。按可比公司估值法，给予公司 2023 年 1.30xPB，对应目标价 16.97 元，维持增持评级。

表 1：可比公司 PB 估值表（截至 2023/3/27）

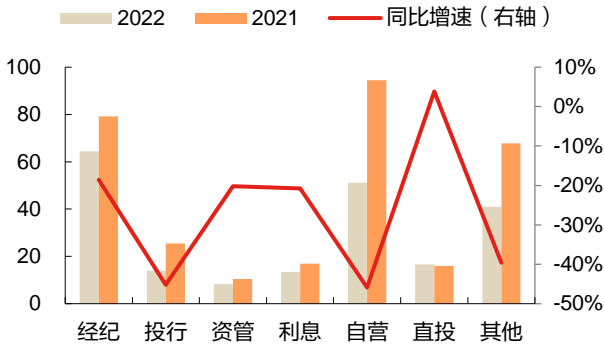
股票代码	可比公司	2021A	2022E	2023E	2024E
600030	中信证券	1.45	1.20	1.14	1.04
601688	华泰证券	0.77	0.74	0.69	0.64
601995	中金公司	2.27	2.13	1.99	1.84
601881	中国银河	1.07	1.20	1.10	1.00
000776	广发证券	1.12	1.07	1.00	0.93
601066	中信建投	3.16	2.81	2.49	2.20
	调整后平均值	1.50	1.40	1.30	1.20

数据来源：Wind、东方证券研究所 注：中信建投估值是根据我们自己的盈利预测计算的

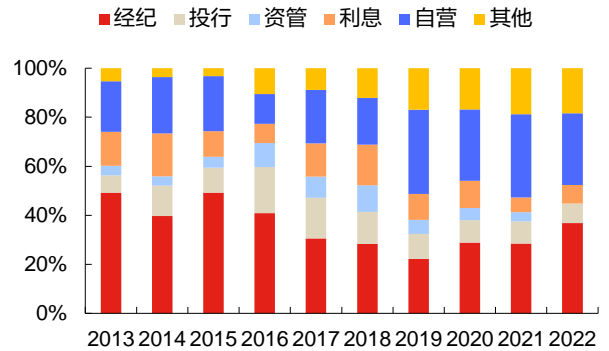
表 2：2022 年业绩摘要

单位：百万元	2021	2022	同比（%）
一、营业收入	29,429	19,219	(34.69)
手续费及佣金净收入	12,469	9,467	(24.07)
经纪业务手续费净收入	7,916	6,443	(18.60)
投资银行业务手续费净收入	2,542	1,393	(45.22)
资产管理业务手续费净收入	1,039	829	(20.20)
利息净收入	1,693	1,342	(20.73)
投资净收益	10,301	9,400	(8.75)
对联营企业和合营企业的投资收益	1,600	1,662	3.84
公允价值变动净收益	754	(2,623)	(447.83)
其他业务收入	4,108	1,482	(63.92)
二、营业支出	15,613	10,447	(33.09)
营业税金及附加	170	126	(26.03)
管理费用	11,069	8,649	(21.86)
减值损失合计	376	307	(18.31)
其他业务成本	3,998	1,364	(65.88)
三、营业利润	13,815	8,773	(36.50)
四、利润总额	13,704	8,532	(37.74)
减：所得税	2,046	452	(77.89)
五、净利润	11,658	8,079	(30.70)
归属于母公司所有者的净利润	11,645	8,072	(30.68)
总资产	597,221	611,662	2.42
归属于母公司所有者的净资产	112,503	115,159	2.36
代理买卖证券款	99,605	106,378	6.80
权益乘数	4.42	4.39	(0.80)

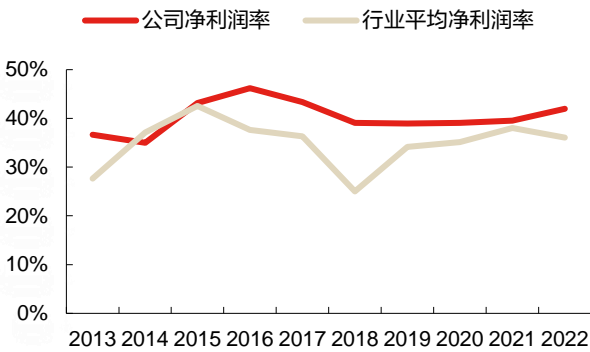
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 1：2022 年公司分业务收入（亿元）及同比增速


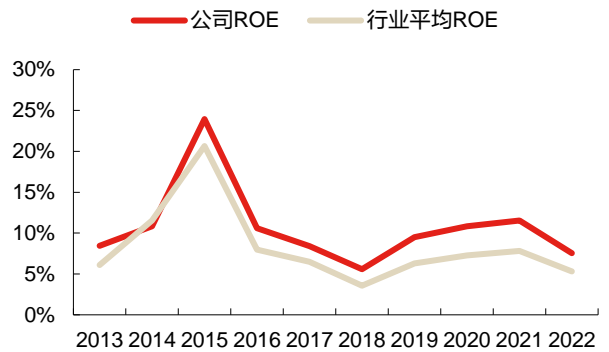
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2013-2022 年公司分业务收入结构


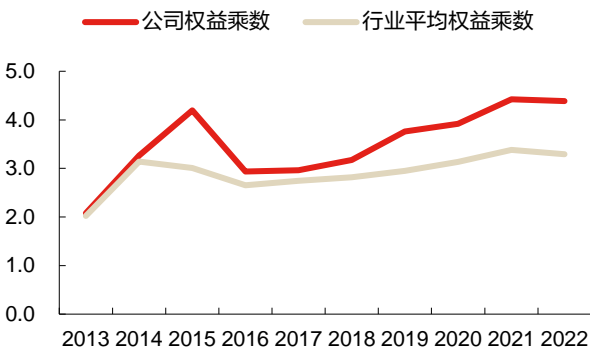
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2013-2022 年公司净利润率


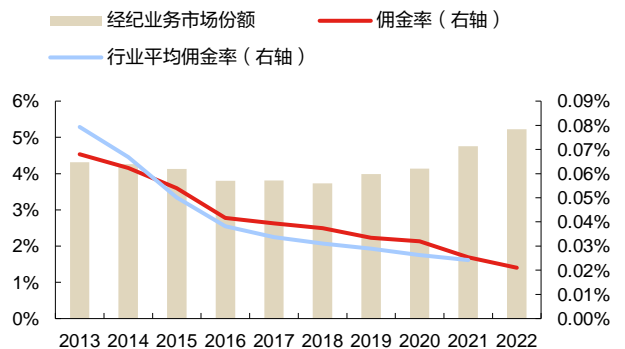
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2013-2022 年公司 ROE


数据来源：Wind，东方证券研究所

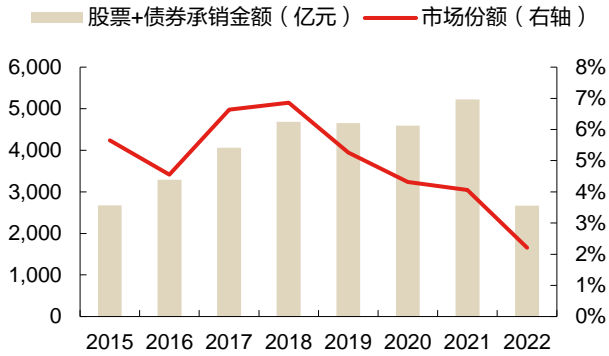
图 5：2013-2022 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）


数据来源：Wind，东方证券研究所

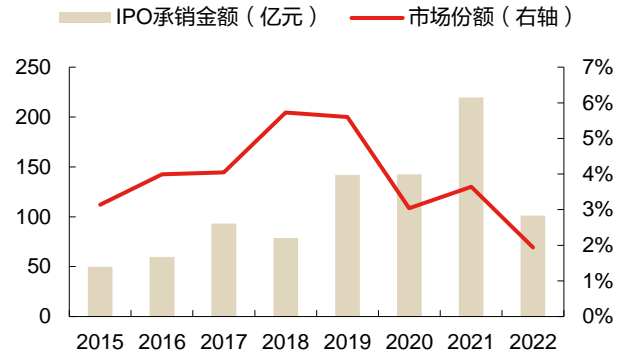
图 6：2013-2022 年公司经纪市占率及佣金率


数据来源：Wind，东方证券研究所

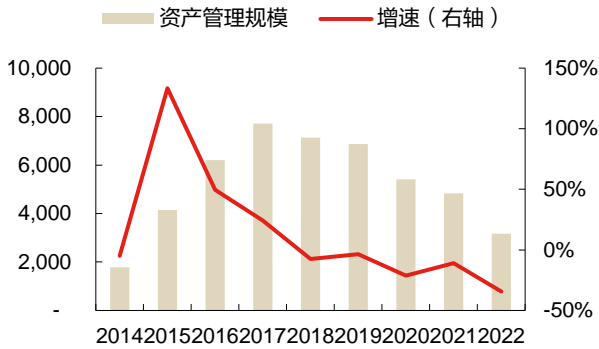
图 7：2015-2022 年公司股债承销金额及市占率
图 8：2015-2022 年公司 IPO 承销金额及市占率



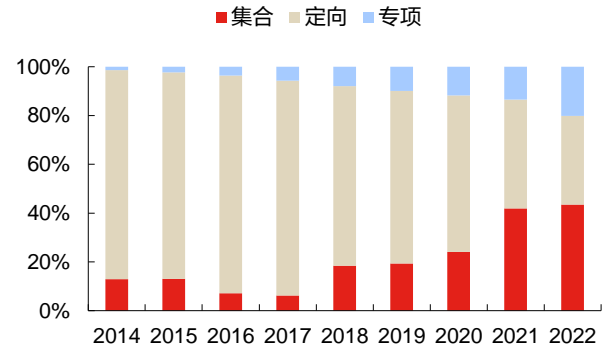
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 9: 2014-2022 年公司资产管理规模 (亿元) 及增速


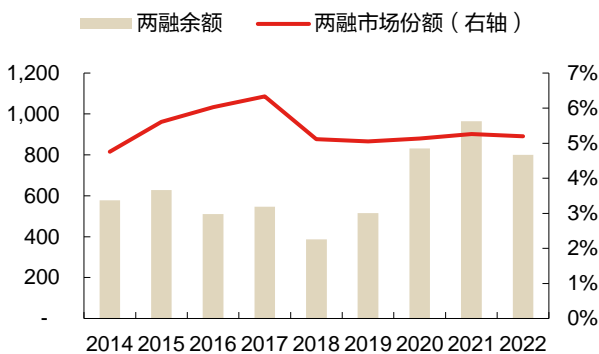
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 10: 2014-2022 年公司资产管理构成


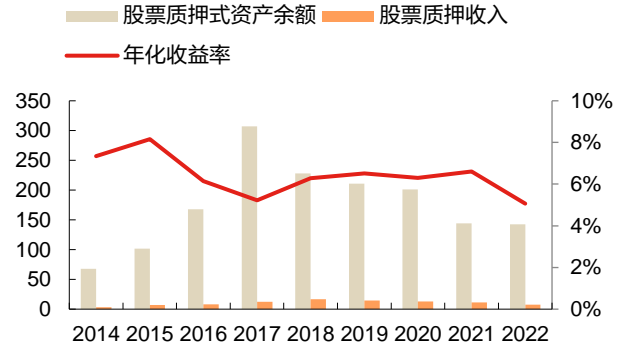
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 11: 2014-2022 年公司两融余额 (亿元) 及市场份额


数据来源: Wind, 东方证券研究所

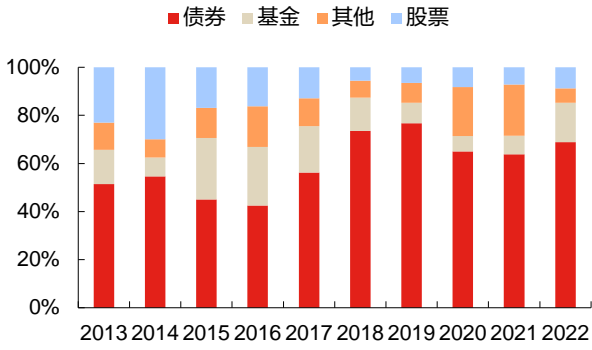
图 12: 2014-2022 年表内股票质押余额及收入 (亿元)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

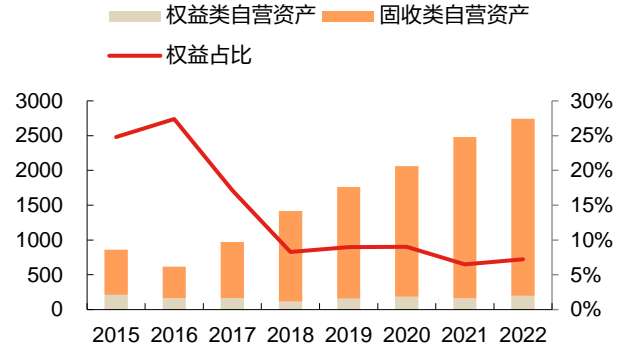
图 13: 2013-2022 年公司金融投资资产构成


数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 14: 2015-2022 年自营资产规模 (亿元) 及权益占比



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
银行存款	87,938	113,377	107,762	129,648	146,569	成长能力					
其中: 客户存款	78,161	89,128	96,216	115,757	130,865	营业收入	21.2%	-34.7%	21.0%	18.9%	11.0%
公司存款	9,777	24,249	11,546	13,891	15,704	手续费及佣金净收入	16.6%	-24.1%	12.9%	17.2%	14.5%
结算备付金	25,873	23,805	25,698	30,917	34,952	其中: 经纪业务	17.8%	-18.6%	9.1%	18.3%	14.0%
其中: 客户备付金	18,980	15,929	17,196	20,689	23,389	投行业务	18.5%	-45.2%	42.0%	15.5%	14.0%
公司备付金	6,893	7,875	8,502	10,228	11,563	资产管理	-9.2%	-20.2%	-13.6%	8.0%	13.1%
投资资产	307,044	303,224	332,119	355,918	373,079	净利息收入	-34.9%	-20.7%	18.7%	12.5%	9.3%
其中: 交易性资产	265,344	241,776	264,815	283,792	297,475	营业收入	39.4%	-45.9%	44.3%	24.7%	4.8%
债权投资	1,118	560	613	657	688	营业支出	20.3%	-33.1%	14.2%	14.4%	8.0%
其他债权投资	40,582	60,889	66,691	71,470	74,916	管理费用	14.4%	-21.9%	12.9%	13.2%	5.5%
存出保证金	13,142	12,213	13,184	15,862	17,932	营业利润	22.2%	-36.5%	29.1%	23.6%	14.0%
买入返售资产	39,199	49,581	45,260	51,859	57,162	归属于母公司净利润	22.7%	-30.7%	17.9%	24.1%	14.1%
长期股权投资	9,649	10,746	11,968	13,328	14,843	资产分布					
固定资产(含在建工程)	1,481	1,549	1,625	1,705	1,789	自有存款/总资产	1.6%	4.0%	1.8%	1.9%	2.0%
资产总计	597,221	611,662	648,728	731,290	794,600	客户存款/总资产	13.1%	14.6%	14.8%	15.8%	16.5%
交易性金融负债	23,188	47,744	62,067	74,481	85,653	投资资产/总资产	51.4%	49.6%	51.2%	48.7%	47.0%
代买卖证券款	99,605	106,378	114,837	138,160	156,192	买入返售资产/总资产	6.6%	8.1%	7.0%	7.1%	7.2%
应付职工薪酬	8,283	6,559	7,314	8,315	9,331	投资资产/净资产	272.7%	263.1%	258.4%	260.1%	265.3%
负债总计	484,631	496,420	520,190	594,463	653,949	收入分布					
股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697	手续费收入/营业收入	42.4%	49.3%	45.9%	45.3%	46.7%
资本公积	40,361	40,347	40,347	40,347	40,347	经纪业务/营业收入	26.9%	33.5%	30.2%	30.1%	30.9%
一般风险准备	27,733	28,779	30,687	33,053	35,753	投行业务/营业收入	8.6%	7.2%	8.5%	8.3%	8.5%
交易风险准备						资管业务/营业收入	3.5%	4.3%	3.1%	2.8%	2.8%
盈余公积	5,236	5,236	6,190	7,373	8,723	自营业务/营业收入	35.0%	48.9%	42.0%	43.4%	41.4%
未分配利润	15,508	17,043	27,652	32,702	32,703	净利息收入/营业收入	5.8%	7.0%	6.8%	6.5%	6.4%
少数股东权益	87	82	78	73	69	净利润驱动指标					
股东权益合计	112,590	115,242	128,538	136,827	140,651	公司股基交易额	26270000	25856850	27913149	33581982	37964996
负债和股东权益总计	597,221	611,662	648,728	731,290	794,600	公司股基交易市占率	4.75%	5.22%	5.27%	5.32%	5.37%
						净佣金率(‰)	0.30	0.25	0.24	0.24	0.24
						IPO 市占率	3.64%	1.94%	2.44%	2.64%	2.84%
						再融资市占率	1.58%	1.93%	2.23%	2.23%	2.23%
						债券承销市占率	3.66%	3.54%	3.44%	3.39%	3.39%
						营业税金/营业收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
						成本收入比	53.1%	54.4%	51.3%	49.4%	48.0%
						有效税率	14.9%	5.3%	15.0%	15.0%	15.0%
						资本公积变化	(277)	75	(170)	(306)	(221)
						获利能力					
						净利率	39.6%	42.0%	40.9%	42.7%	43.9%
						ROA	2.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
						ROE	10.7%	7.1%	7.8%	8.9%	9.7%
						每股指标(元)					
						每股收益	1.34	0.93	1.09	1.36	1.55
						每股净资产	11.22	11.53	13.06	14.01	14.45
						每股经纪业务交易额	3,020.75	2,973.24	3,209.69	3,861.54	4,365.54
						估值比率					
						市盈率	10.4	15.0	12.7	10.2	9.0
						市净率	1.24	1.20	1.06	0.99	0.96

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。