

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

权益自营和投行承压, 核心业务排名稳定

——招商证券(600999)2022 年年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

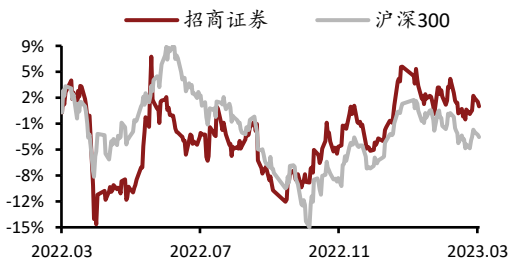
市场数据(2023-03-28)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 13.88 |
| 一年内最高/最低(元) | 15.37/12.15 |
| 沪深 300 指数 | 3,999.51 |
| 市净率(倍) | 1.21 |
| 总市值(亿元) | 1,207.08 |
| 流通市值(亿元) | 1,030.17 |

基础数据(2022-12-31)

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 11.52 |
| 总资产(亿元) | 6,116.62 |
| 所有者权益(亿元) | 1,151.59 |
| 净资产收益率(%) | 7.54 |
| 总股本(亿股) | 86.97 |
| H 股(亿股) | 12.75 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《招商证券(600999)中报点评: 核心优势得以保持, 发展韧性良好》 2022-08-30

《招商证券(600999)年报点评: 自营业务表现优异, 经纪、投行稳步增长》 2022-04-01

《招商证券(600999)中报点评: 投资收益同比大增驱动公司业绩增速优于行业》

2021-09-02

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

发布日期: 2023 年 03 月 29 日

2022 年年报概况: 招商证券 2022 年实现营业收入 192.19 亿元, 同比-34.69%; 实现归母净利润 80.72 亿元, 同比-30.68%。基本每股收益 0.86 元, 同比-31.20%; 加权平均净资产收益率 7.54%, 同比-3.98 个百分点。2022 年拟 10 派 1.85 元 (含税), 分派红利总额占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 19.93%。招商证券 2022 年经营业绩增速略低于行业均值。

点评: 1. 2022 年公司经纪、资管、利息净收入占比出现提高, 投资收益 (含公允价值变动)、投行、其他业务净收入占比出现下降。2. 经纪业务多项指标保持增长, 手续费净收入同比-18.61%。3. IPO 及债权融资规模明显减少, 投行业务手续费净收入同比-45.20%。4. 资管规模受市场波动影响出现明显下滑, 手续费净收入同比-20.21%。5. 股票方向性业务承压, 固收自营显著跑赢市场, 投资收益 (含公允价值变动) 同比-38.70%。6. 两融余额小幅回落, 质押规模保持稳定, 利息净收入同比-20.73%。

投资建议: 2022 年虽然公司受市场波动的影响, 各项业务均出现不同程度的下滑, 但核心业务的市场排名基本保持稳定, 业务转型成效显著, 中性策略收入和机构业务收入占比提升。2023 年在行业整体经营业绩重回升势的预期下, 公司投资、投行业务有望实现改善, 并推动业绩企稳回升。预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.99 元、1.06 元, BVPS 分别为 12.10 元、12.53 元, 按 3 月 28 日收盘价 13.88 元计算, 对应 P/B 分别为 1.15 倍、1.11 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. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 294.29 | 192.19 | 227.03 | 240.66 |
| 增长比率 | 21% | -35% | 18% | 6% |
| 归母净利润(亿元) | 116.45 | 80.72 | 92.39 | 98.10 |
| 增长比率 | 23% | -31% | 14% | 6% |
| EPS(元) | 1.25 | 0.86 | 0.99 | 1.06 |
| 市盈率(倍) | 14.32 | 12.27 | 14.10 | 13.17 |
| BVPS(元) | 11.21 | 11.52 | 12.10 | 12.53 |
| 市净率(倍) | 1.62 | 1.17 | 1.15 | 1.11 |

资料来源: Wind、中原证券

招商证券 2022 年报概况：

招商证券 2022 年实现营业收入 192.19 亿元，同比-34.69%；实现归母净利润 80.72 亿元，同比-30.68%。基本每股收益 0.86 元，同比-31.20%；加权平均净资产收益率 7.54%，同比-3.98 个百分点。2022 年拟 10 派 1.85 元（含税），分派红利总额占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 19.93%。

根据中国证券业协会的统计，2022 年证券行业共实现营业收入 3949.73 亿元，同比-21.38%；共实现净利润 1423.01 亿元，同比-25.54%。招商证券 2022 年经营业绩增速略低于行业均值。

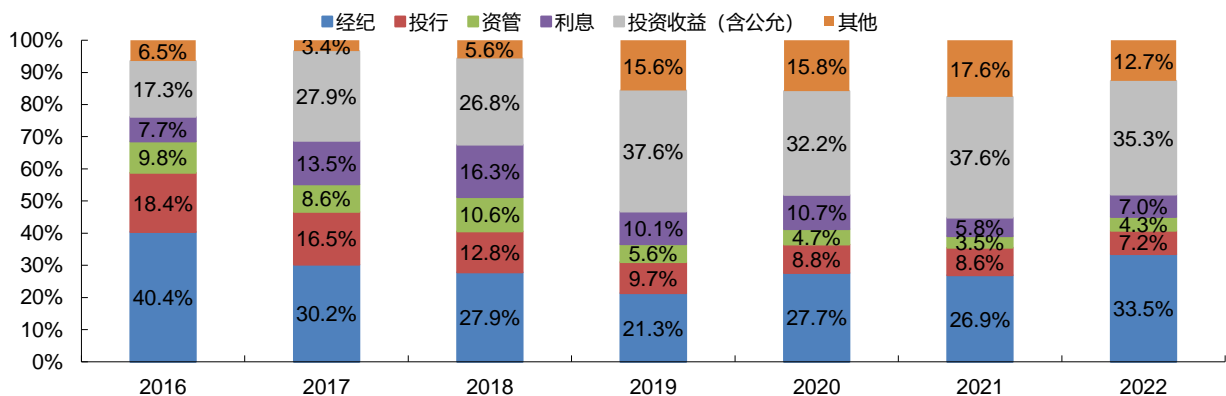
点评：

1. 经纪业务手续费净收入占比明显提高

2022 年公司经纪、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 33.5%、7.2%、4.3%、7.0%、35.3%、12.7%，2021 年分别为 26.9%、8.6%、3.5%、5.8%、37.6%、17.6%。

2022 年公司经纪、资管、利息净收入占比出现提高，投资收益（含公允价值变动）、投行、其他业务净收入占比出现下降。其中，经纪业务手续费净收入占比提高的幅度较大，且达到近六年来最高。

图 1：2016-2022 年公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

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

2. 经纪业务多项指标保持增长，手续费净收入小幅下滑

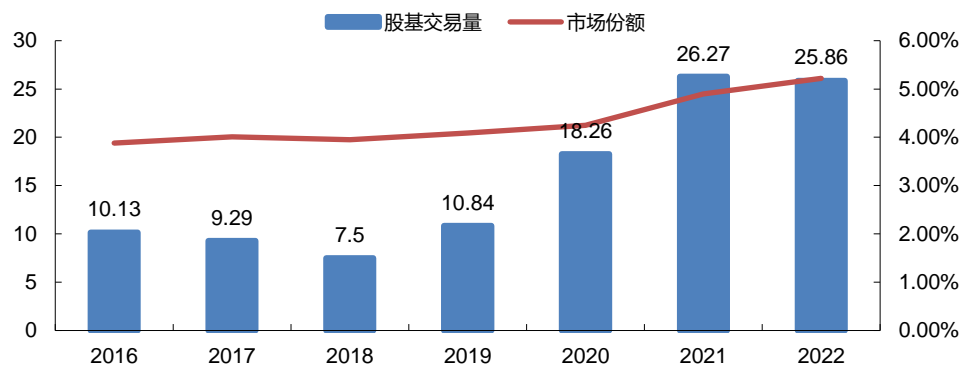
2022 年公司实现经纪业务手续费净收入 64.43 亿元，同比-18.61%。

截至 2022 年底，公司正常交易客户数约 1644 万户，同比+11.16%；托管客户资产 3.66 万亿元，同比-17.75%。报告期内公司代理股票基金交易量（双边）25.86 万亿元，同比-1.56%；股基交易量市场份额 5.22%，同比+0.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入市场份额 4.68%，同比-0.12 个百分点。

报告期内公司深入推动财富管理业务转型，通过“科技赋能、专业配置、全程陪伴”三位一体，建设具有券商特色的大财富管理服务体系。根据中国证券投资基金业协会数据，公司第四季度股票加混合公募基金和非货币市场公募基金保有规模分别为 683 亿元、736 亿元，同比分别+37.15%、+38.61%，均排名行业第 5 位，同比持平。截至报告期末，公司基金投顾品牌“e 招投”累计签约客户数 4.02 万户，累计签约资产 96.52 亿元，同比增加超 70 亿元。

报告期内公司 APP 月均活跃用户数（MAU）同比+7.33%，排名前十大券商第 5，同比持平。

图 2：公司股基交易量（万亿元）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

3.IPO 及债权融资规模明显减少，投行业务手续费净收入出现较大幅度下滑

2022 年公司实现投行业务手续费净收入 13.93 亿元，同比-45.20%。

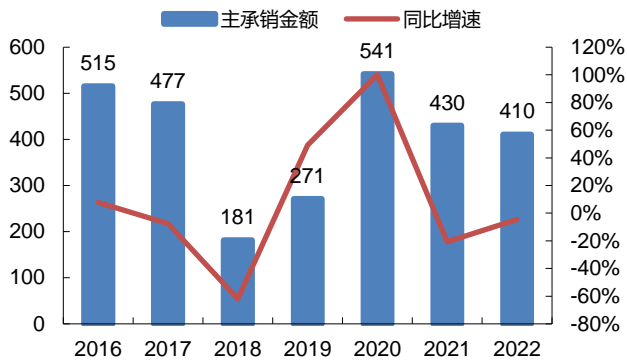
股权融资业务方面，受 IPO 项目储备下降的影响，公司 A 股股票主承销家数和金额出现一定幅度的下滑。报告期内公司共完成 21 个 IPO 及再融资发行项目，主承销金额 410.26 亿元，同比-4.50%，主承销金额排名行业第 7 位，同比持平。其中，IPO 主承销金额 101.32 亿元，同比-53.86%，排名行业第 13 位，同比-6 位；再融资主承销金额 308.94 亿元，同比+47.09%，排名行业第 6 位，同比+3 位。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 3 月 28 日，公司 IPO 项目储备 32 个（不包括辅导备案登记项目）。

债权融资业务方面，报告期内公司承销各类债券合计 832 只，主承销金额 2749.76 亿元，同比-43.97%；排名行业第 10 位，同比-3 位。

财务顾问业务方面，报告期内公司完成 7 单并购重组项目，排名行业第 8 位，交易金额为

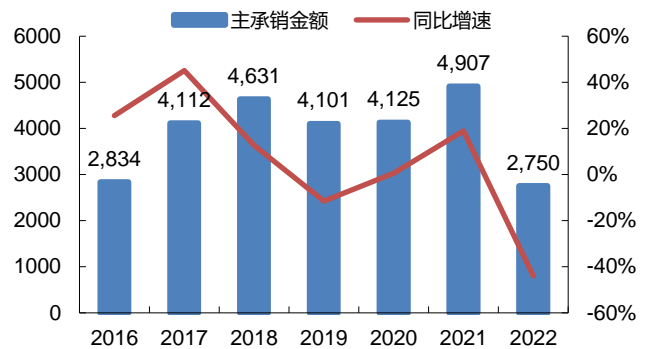
100.33 亿元，同比-55.62%。

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

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

4. 资管规模受市场波动影响出现明显下滑，手续费净收入同比下降

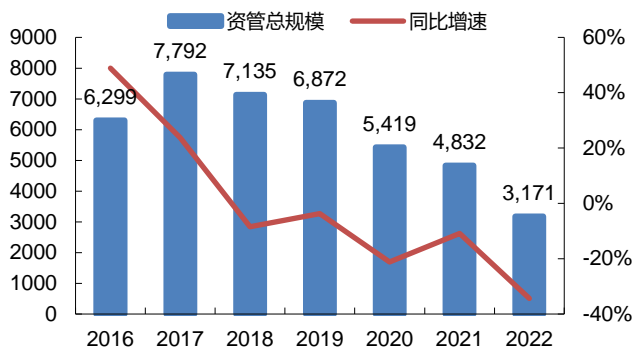
2022 年公司实现资管业务手续费净收入 8.29 亿元，同比-20.21%。

资产管理业务方面，报告期内招商资管加速推动主动管理转型，一是持续推进大集合产品公募化改造工作；二是不断优化投研架构、大力引进投研人才，打造投资交易数字化平台赋能业务发展；三是围绕客户需求，多措并举优化产品布局，完善固收、权益、多策略及 FOF 四类产品线。截至报告期末，公司资管总规模为 3171.34 亿元，同比-34.36%，排名行业第 9 位，同比-4 位。其中，集合、单一、专项资管规模分别为 1380.08 亿、1153.57 亿、637.69 亿，同比分别-648.01 亿、-998.37 亿、-13.81 亿。

私募基金业务方面，招商致远资本私募基金月均管理规模（2022 年第四季度）为 186.33 亿元，同比+7.38%，排名行业第 8 位，同比持平。

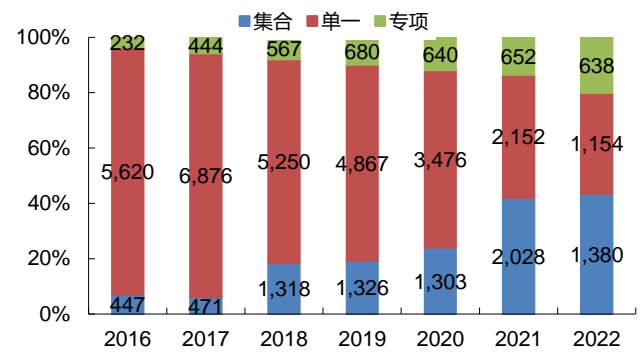
基金管理业务方面，截至报告期末，公司持有 49% 股权的博时基金公募基金管理规模为 9537 亿元，同比-3.59%，管理非货币公募基金规模为 5097 亿元，同比-2.58%，排名行业第 8 位，同比持平。公司持有 45% 股权的招商基金公募基金管理规模为 7705 亿元，同比+3.98%，管理非货币公募基金规模为 5609 亿元，同比+2.29%，排名行业第 5 位，同比+2 位；股票型、债券型公募基金规模分别排名行业第 2 位、第 3 位。

图 5：公司资管总规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 6：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

5. 股票方向性业务承压，固收自营显著跑赢市场

2022 年公司实现投资收益（含公允价值变动）67.77 亿元，同比-38.70%。

报告期内公司优化资产配置、控制风险敞口、积极做大中性策略业务，着力优化收入结构。截至报告期末，公司金融资产规模为 3085.17 亿元，同比-1.01%。

权益类自营业务方面，报告期内公司股票方向性投资业务减少投资规模，严格控制风险和回撤，坚守产业发展的长期趋势并精选行业龙头，持续优化投研团队建设。

权益类衍生投资业务方面，公司大力发展场内衍生品做市、基金做市、科创板股票做市、场外衍生品等资本中介型交易业务和量化策略等中性投资业务。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司境内固定收益投资收益率显著跑赢市场基准。

另类投资业务方面，报告期内招商投资围绕国家战略重点行业布局，坚持“精投、优投”，新增投资规模 9 亿元，同比-65.10%。

6. 两融余额小幅回落，质押规模保持稳定

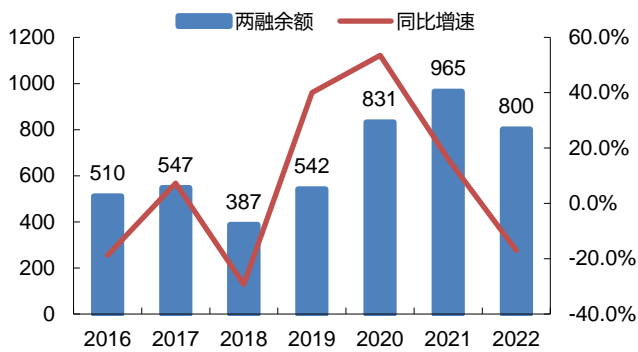
2022 年公司实现利息净收入 13.42 亿元，同比-20.73%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 800.34 亿元，同比-17.04%。

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 200.95 亿元，同比-9.93%，整体履约保障比例为 234.08%；其中以自有资金出资余额为 140.76 亿元，同比-1.03%，履约保障比例为 279.74%。

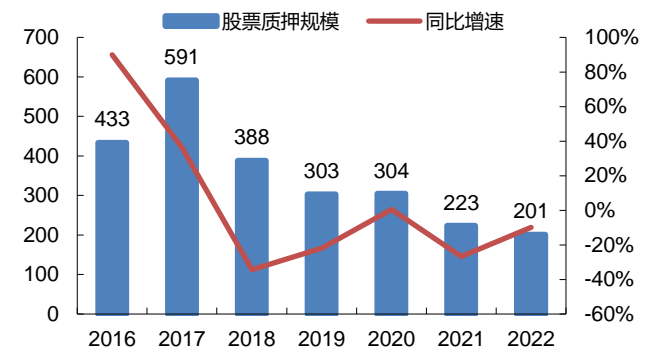
2022 年公司共计提信用减值损失 3.01 亿元，同比-0.72 亿元。

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

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

投资建议

2022 年虽然公司受市场波动的影响，各项业务均出现不同程度的下滑，但核心业务的市场排名基本保持稳定，业务转型成效显著，中性策略收入和机构业务收入占比提升。2023 年在行业整体经营业绩重回升势的预期下，公司投资、投行业务有望实现改善，并推动业绩企稳回升。

预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.99 元、1.06 元，BVPS 分别为 12.10 元、12.53 元，按 3 月 28 日收盘价 13.88 元计算，对应 P/B 分别为 1.15 倍、1.11 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. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总
表 1: 资产负债表预测 (亿元)

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 资产: | 5972.21 | 6116.62 | 6490.68 | 6801.63 |
| 货币资金 | 879.38 | 1133.77 | 1190.46 | 1249.98 |
| 融出资金 | 986.87 | 815.41 | 880.64 | 924.67 |
| 金融投资 | 3084.53 | 3048.52 | 3255.12 | 3417.88 |
| 买入返售金融资产 | 391.99 | 495.81 | 485.89 | 476.17 |
| 应收利息及款项 | 10.56 | 9.59 | 10.07 | 10.57 |
| 长期股权投资 | 94.49 | 107.46 | 112.83 | 118.47 |
| 固定及无形资产 | 18.84 | 19.46 | 20.43 | 21.45 |
| 商誉 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 其他资产合计 | 505.45 | 486.49 | 535.14 | 582.34 |
| 负债: | 4846.31 | 4964.20 | 4703.78 | 5560.62 |
| 流动负债 | 389.28 | 465.59 | 512.15 | 537.76 |
| 交易性金融负债 | 231.88 | 477.44 | 501.31 | 526.38 |
| 卖出回购金融资产款 | 1274.18 | 1208.05 | 1268.45 | 1306.50 |
| 代理买卖证券款 | 996.05 | 1063.78 | 1148.88 | 1240.79 |
| 应付费用 | 384.29 | 323.76 | 356.14 | 373.95 |
| 长期借款 | 9.80 | 11.63 | 12.21 | 12.82 |
| 应付债券 | 1463.14 | 1346.28 | 1413.59 | 1484.27 |
| 其他负债 | 97.68 | 67.66 | 74.43 | 78.15 |
| 所有者权益: | 1125.90 | 1152.42 | 1203.52 | 1241.01 |
| 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 | 403.61 | 403.47 | 403.47 | 403.47 |
| 存留收益 | 329.38 | 340.72 | 374.79 | 393.53 |
| 一般风险准备 | 155.08 | 170.43 | 187.47 | 206.22 |
| 少数股东权益 | 0.87 | 0.82 | 0.82 | 0.82 |

资料来源: Wind、中原证券

表 2：利润表预测（亿元）

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入： | 294.29 | 192.19 | 227.03 | 240.66 |
| 手续费及佣金净收入 | 124.69 | 94.67 | 104.16 | 133.31 |
| 其中：经纪业务 | 79.16 | 64.43 | 67.65 | 71.03 |
| 投行业务 | 25.42 | 13.93 | 18.11 | 19.92 |
| 资管业务 | 10.39 | 8.29 | 9.53 | 10.48 |
| 利息净收入 | 16.93 | 13.42 | 14.76 | 15.50 |
| 投资收益（含公允） | 110.55 | 67.77 | 81.32 | 85.39 |
| 其他收入 | 42.12 | 24.35 | 26.79 | 29.47 |
| 营业支出： | 156.13 | 104.47 | 118.34 | 125.25 |
| 管理费用 | 110.69 | 86.49 | 99.46 | 105.43 |
| 其他成本 | 45.44 | 17.98 | 18.88 | 19.82 |
| 营业外收入： | (1.12) | (2.41) | 0 | 0 |
| 利润总额： | 137.04 | 85.32 | 108.69 | 115.41 |
| 所得税 | 20.46 | 4.52 | 16.30 | 17.31 |
| 净利润： | 116.58 | 80.79 | 92.39 | 98.10 |
| 少数股东损益 | (0.13) | (0.07) | (0.00) | (0.00) |
| 归母净利： | 116.45 | 80.72 | 92.39 | 98.10 |

资料来源：Wind、中原证券

表 3：每股指标与估值

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.25 | 0.86 | 0.99 | 1.06 |
| ROE（加权） | 11.52% | 7.54% | 8.37% | 8.53% |
| BVPS | 11.21 | 11.52 | 12.10 | 12.53 |
| P/E | 14.32 | 12.27 | 14.10 | 13.17 |
| P/B | 1.62 | 1.17 | 1.15 | 1.11 |

资料来源：Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 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。