

非银金融 | 证券 II
金融 | 首次覆盖报告

2026 年 08 月 07 日

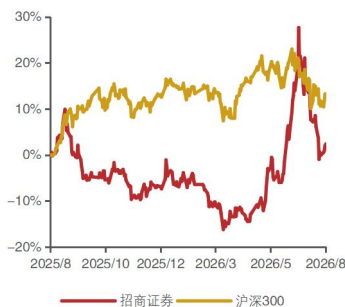
投资评级：买入（首次）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 08 月 06 日
收盘价 (元)	18.00
一年内最高/最低 (元)	23.21/14.93
总市值 (百万元)	156,537.48
流通市值 (百万元)	156,537.48
总股本 (百万股)	8,696.53
资产负债率 (%)	82.07
每股净资产 (元/股)	14.30

资料来源：聚源数据

招商证券 (600999. SH)

——财富管理夯实基本盘，股权投资收益有望释放

投资要点：

➤ **招商局集团旗下大型综合券商，盈利能力位居行业前列。**公司是招商局集团核心证券业务平台，具备证券、期货、资管、私募股权、另类投资及国际业务等全牌照布局，并参股博时基金和招商基金，截至 2025 年末，公司总资产 7535 亿元、净资产 1380 亿元，均位列上市券商第 7 位。近年来公司主要财务数据稳健增长，2022 年至 2025 年总资产和营收复合增速分别为 7.2%和 9.1%，ROE 由 2022 年的 7.5%提升至 2025 年的 9.9%；受益于较优的业务结构和较好的成本管控，2025 年公司净利润率达 49.3%，位居前十大券商首位。

➤ **2025 年公司经纪业务手续费净收入、投资收益+公允价值变动损益占比分别为 35.61%、44.74%，贡献最主要收入来源，我们认为，财富管理和投资业务为公司的差异化特色业务，并有望在后续实现较好增长。**

1、财富管理构筑稳定基本盘，买方投顾转型打开增长空间。公司代理买卖证券业务具备较强客户基础，2025 年代理买卖证券业务收入创近十年新高，代理买卖净收入位居行业前三；代销金融产品业务方面，2025 年末非货币公募、权益基金及股票型指数基金保有量同比增速分别达 49.53%、38.77%和 37.34%，在券商中均排名前六。财富管理转型措施上，公司实施高净值客户倍增计划，2025 年末财富管理 AUM 同比增长 29%。

2、依托招商局产业资源构建“三投联动”，硬科技股权投资进入收获期，有望成为公司业绩弹性来源：一方面，2026H1 大普微上市预计为公司带来较多浮盈收益，公司对大普微持股比例为 2.13%，截至 2026 年 7 月 28 日收盘价计算，大普微上市后涨幅已达 852%；另一方面，7 月长鑫科技上市、下半年宇树科技等潜在上市项目有望进一步贡献投资浮盈。

3、公司国际业务有望迎来收获期。招证国际 2025 年营收为 11.61 亿元、净利润为 5.02 亿元，在公司总营收和归母净利润中占比分别为 4.65%和 4.08%；盈利能力方面，2025 年招证国际 ROE 约 5.60%，年末杠杆倍数（权益乘数口径）为 5.64。我们认为，今年公司国际业务有望实现较快增长：1）2025 年公司同意全资子公司招商证券国际有限公司向其全资子公司分次增资不超过 90 亿港元，我们预计当前大部分资金已落地并在逐步消化；2）2025 年末招证国际杠杆倍数为 5.64，与中信证券国际 16.62 倍左右水平差距较大，若未来公司能提升用表能力，杠杆水平提升有望带动 ROE 进一步提升。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计 2026–2028 年公司实现营业收入分别为 395/335/372 亿元，同比增速分别为+58%/–15%/+11%，预计归母净利润分别为 224/187/218 亿元，同比增速分别为+81%/–16%/+16%。我们选取国泰海通、中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、中金公司为可比公司，可比公司 2026 年平均 PB 为 1.11 倍。考虑公司财富管理业务构筑稳定基本盘、今年股权投资业务有望进入集中收获期，

浮盈收益有望贡献可观收益，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

➤ **风险提示。权益市场大幅波动，资本市场改革效果不及预期，海外业务进展不及预期**

盈利预测与估值（人民币）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20891	24972	39522	33537	37233
同比增长率（%）	5.4%	19.5%	58%	-15%	11%
归母净利润（百万元）	10386	12350	22409	18749	21765
同比增长率（%）	18.5%	18.9%	81%	-16%	16%
每股收益（元/股）	1.13	1.35	2.51	2.09	2.43
ROE（%）	8.2%	9.2%	15.2%	11.5%	12.3%
市盈率（P/E）	15.9	13.3	7.2	8.6	7.4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入分别为 395/335/372 亿元，同比增速分别为+58%/-15%/+11%，预计归母净利润分别为 224/187/218 亿元，同比增速分别为+81%/-16%/+16%。我们选取国泰海通、中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、中金公司为可比公司，可比公司 2026 年平均 PB 为 1.11 倍。考虑公司财富管理业务构筑稳定基本盘、今年股权投资业务有望进入收获期，浮盈收益有望贡献可观收益，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

关键假设

经纪业务手续费净收入：代理买卖证券业务方面，我们预计 2026-2028 年 A 股日均股基成交额分别为 2.81/2.95/3.10 万亿元，假设公司代理买卖业务市占率基本稳定略有提升，2026-2028 年分别为 4.60%/4.65%/4.70%；代销金融产品业务方面，我们预计 2026-2028 年收入实现 40%/25%/15%的同比增速。

投行业务手续费净收入：我们预计 2026-2028 年分别实现 15%/10%/8%的同比增速。

资管业务手续费净收入：我们预计 2026-2028 年分别实现 5%/8%/10%的同比增速。

利息净收入：我们预计 2026-2028 年分别实现 20%/-1%/9%的同比增速。

投资收益+公允价值变动损益：我们假设 2026-2028 年公司金融资产余额分别实现 17%/7%/8%的同比增速，假设金融工具综合投资收益率分别为 7.5%/5.0%/5.0%，假设联营、合营企业贡献投资收益分别同比+5%/+5%/+5%，综合预计投资收益+公允价值变动损益于 2026-2028 年实现+111%/-29%/+9%的同比增速。

投资逻辑要点

1) 公司财富管理业务将进一步深化买方投顾转型，在市场活跃度较好行情下有望实现较好增速；2) 科创投资业务作为公司特色强势业务，有望在今年释放较高浮盈收益：一方面，2026H1 大普微上市预计为公司带来较多浮盈收益，公司对大普微持股比例为 2.13%，截至 2026 年 7 月 28 日收盘价计算，大普微上市后涨幅已达 852%；另一方面，7 月长鑫科技上市、下半年宇树科技等潜在上市项目有望进一步贡献投资浮盈；3) 国际业务营收占比相比同业较低，伴随国际子公司消化新增资本、港股 IPO 承销业务快速增长，今年有望迎来收获期。

核心风险提示

权益市场大幅波动，资本市场改革效果不及预期，海外业务进展不及预期

内容目录

1. 承接招商局产业资源，建设高水平投资银行	6
1.1. 公司概况：招商局集团旗下的大型券商	6
1.2. 财务概况：营收与利润稳健增长，净利率保持行业前列	7
2. 买方投顾驱动大财富转型，“三投联动”构筑科创服务闭环，国际化布局进一步拓展	8
2.1. 财富管理：构建多层次服务体系	9
2.2. 建设科创服务生态，贯彻“科技-产业-金融”融合	10
2.2.1. 投行业务：2026H1 港股 IPO 承销金额增长亮眼	10
2.2.2. 投资管理和股权直投业务：预计将成为今年业绩主要增长点	11
2.2.3. 投资及交易业务：2026Q1 已展现良好势头	12
2.3. 国际业务：有望逐渐迎来收获期	13
3. 盈利预测与评级	14
4. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 2026Q1 公司前十大股东持股情况	6
图表 2： 招商证券主要子公司和参股公司情况（亿元，%）	6
图表 3： 招商证券总资产和净资产行业排名	7
图表 4： 2022-2026Q1 总营收和净利润变化情况	7
图表 5： 2022-2026Q1 总资产和净资产变化情况	7
图表 6： 2021-2025 年业务口径营收占比变化情况	8
图表 7： 2021-2026Q1 财务口径营收占比变化情况	8
图表 8： 2021-2025 年公司和行业净利润率对比变化情况	8
图表 9： 2021-2026Q1 公司 ROE 变化情况	8
图表 10： 2016-2025 年代理买卖证券业务收入变化（亿元）	9
图表 11： 2016-2025 年代销金融产品业务收入变化（亿元）	9
图表 12： 2021-2025 年正常交易客户数变化（万户，%）	10
图表 13： 2021-2025 年托管客户资产规模变化情况（千亿元，%）	10
图表 14： 2021-2025 年非货币市场公募基金保有量变化情况（亿元，%）	10
图表 15： 2021-2025 年权益基金保有量变化情况（亿元，%）	10
图表 16： 公司 2026H1 参与承销 IPO 项目	11
图表 17： 公司在审 IPO 项目储备	11
图表 18： 公司投资的部分硬科技企业有望在 2026 年下半年实现上市	12
图表 19： 2021-2025 年公司金融投资规模变化情况（百万元）	13
图表 20： 2021-2025 年交易性金融资产中各类资产占比情况（%）	13
图表 21： 2022-2026Q1 金融工具综合投资收益率变化情况（%）	13
图表 22： 2021-2026Q1 投资收益+公允价值变动收益（剔除对联营企业和合营企业的投资收益）变化情况（亿元，%）	13
图表 23： 近五年招证国际营收和净利润变化情况（亿元）	14
图表 24： 近五年招证国际和中信证券国际杠杆倍数变化情况	14
图表 25： 可比公司估值表	15

1. 承接招商局产业资源，建设高水平投资银行

1.1. 公司概况：招商局集团旗下的大型券商

公司是招商局集团旗下核心证券业务平台，传承百年招商局市场化基因，经历三十余年发展已经成为全牌照一流券商。公司实际控制人为招商局集团有限公司，招商局金融控股为第一大股东，下设五大全资子公司，覆盖国际、期货、私募股权、另类投资、资管全链条，并有博时基金和招商基金两大联营公司。2026 年 5 月新任董事长朱江涛到任，朱先生此前在招商银行内部分管“大对公”板块、2025 年 6 月调任招商证券主要分管“财富管理和机构业务总部”。

图表 1：2026Q1 公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	招商局金融控股有限公司 关联方(1)	2,047,900,517	23.55
2	深圳市集盛投资发展有限公司 关联方(1)	1,703,934,870	19.59
3	① 香港中央結算(代理人)有限公司	1,274,304,883	14.65
4	中国远洋运输有限公司 关联方(2)	544,632,418	6.26
5	河北港口集团有限公司	343,282,732	3.95
6	中交资本控股有限公司	185,374,403	2.13
7	中国证券金融股份有限公司	170,789,261	1.96
8	① 香港中央結算有限公司 陆股通	126,057,173	1.45
9	中远海运(广州)有限公司 关联方(2)	109,199,899	1.26
10	② 国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证...	102,007,798	1.17
合计		6,607,483,954	75.97

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：招商证券主要子公司和参股公司情况（亿元，%）

子公司名称	战略定位	所属业务板块	持股比例	2025 年净利润	净利润贡献占比
招商期货有限公司	期货业务核心平台，全资子公司	财富管理和机构业务	100%	3.63	2.95%
招商证券资产管理有限公司	证券资产管理平台，全资子公司	投资管理业务	100%	3.16	2.57%
招商致远资本投资有限公司	私募股权投资基金管理平台，全资子公司	投资管理业务	100%	-0.35	-0.28%
招商证券投资有限公司	另类投资平台，全资子公司	投资及交易业务	100%	5.90	4.80%
博时基金管理有限公司	公募基金管理平台，参股公司，公司持有 49%股份	投资管理业务	49%	15.31	6.10%
招商基金管理有限公司	公募基金管理平台，参股公司，公司持有 45%股份	投资管理业务	45%	14.38	5.26%
招商证券国际有限公司	国际业务核心平台，全资子公司	-	100%	5.02	4.08%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

1.2. 财务概况：营收与利润稳健增长，净利率保持行业前列

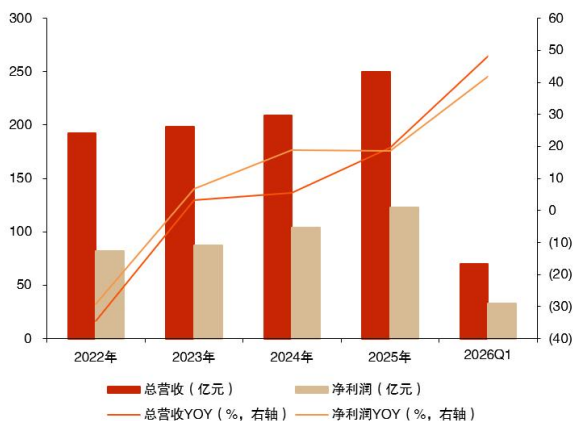
近五年公司规模稳居行业前十。截至 2025 年末，公司总资产 7535 亿元、净资产 1380 亿元，均位列上市券商第 7 位，近年来公司规模稳健增长，2022-2025 年总资产的 CAGR 达 7.20%。根据 2026H1 业绩预告披露，公司上半年归母净利润预计同比增长 93%-112%，实现亮眼增速。

图表 3：招商证券总资产和净资产行业排名

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
总资产	6	8	4	6	7
净资产	4	6	7	7	7

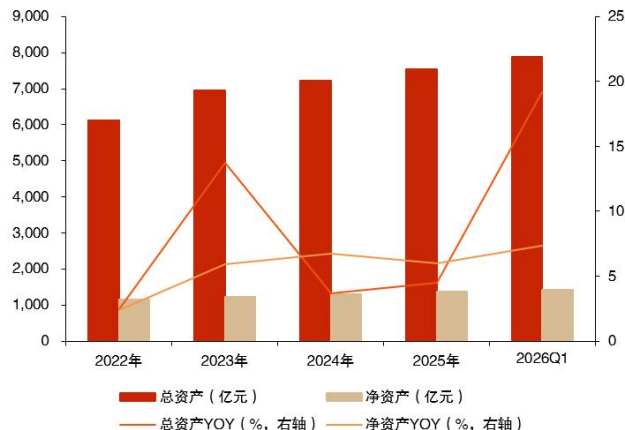
资料来源：wind，华源证券研究所
备注：排名为 42 家上市券商中排名

图表 4：2022-2026Q1 总营收和净利润变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

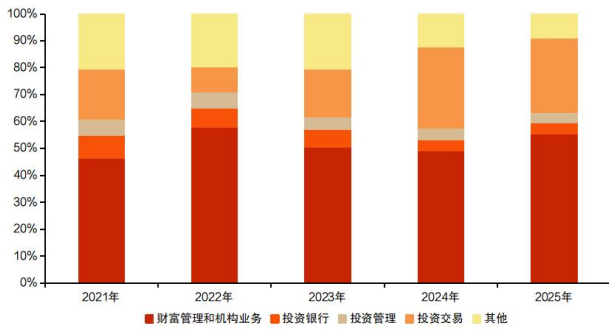
图表 5：2022-2026Q1 总资产和净资产变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

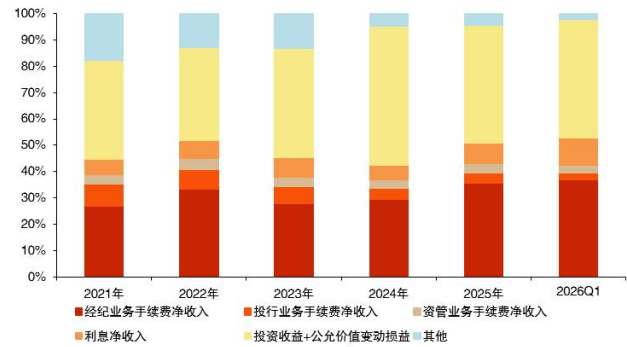
财富管理和投资交易贡献主要营收，合计占比 80%以上。从业务口径看，2025 年财富管理和机构业务、投资银行、投资管理、投资交易占比分别为 55.36%、4.13%、3.82%、27.79%；从财务口径看，2025 年公司经纪业务手续费净收入、投行业务手续费净收入、资管业务手续费净收入、利息净收入、投资收益+公允价值变动损益占比分别为 35.61%、4.12%、3.50%、7.77%、44.74%。

图表 6：2021-2025 年业务口径营收占比变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

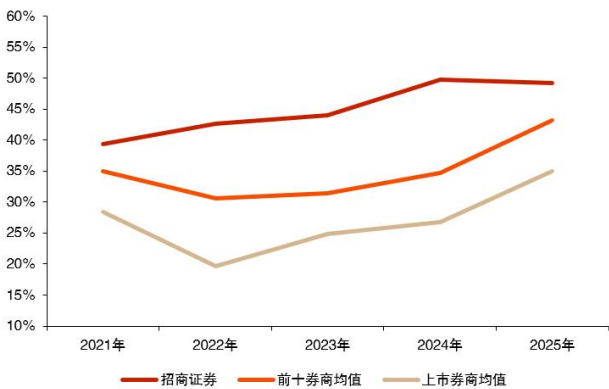
图表 7：2021-2026Q1 财务口径营收占比变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

2021-2025 年公司净利润率水平为前十大券商中最优（前十大券商选取截至 2026Q1 总资产前十的上市券商），带动 ROE 维持较好水平。公司净利润率从 2021 年的 39.61% 抬升至 2025 年的 49.33%，2022 年以来始终位列前十大券商中最高水平，预计或主要受益于较优的业务结构和较好的成本管控。近年来公司 ROE 保持提升态势，从 2022 年的 7.54% 提升至 2025 年的 9.94%，并在 2026Q1 实现了 10.16% 的年化 ROE 水平。

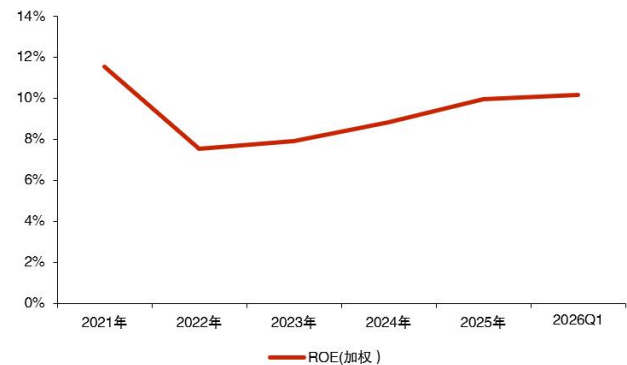
图表 8：2021-2025 年公司和行业净利润率对比变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

备注：前十券商选取截至 2026Q1 总资产前十的上市券商

图表 9：2021-2026Q1 公司 ROE 变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

备注：2026Q1 的 ROE（加权）为年化口径

2. 买方投顾驱动大财富转型，“三投联动”构筑科创服务闭环，国际化布局进一步拓展

公司“十五五”规划主要涉及三个业务方向：深化财富管理转型、建设科创服务生态与加快国际化业务发展：

1) 大财富管理以买方投顾为转型方向，推动业务从“产品销售”走向“资产配置”，通过做大客户资产规模实现高质量增长，巩固公司的业绩存量。

2) 建设科创服务生态，依托招商局集团的产业资源与金融优势，以“投行、投资、投研”“三投联动”为科创企业提供覆盖孵化培育、上市融资、并购整合的全生命周期服务，形成差异化的竞争壁垒。

3) 国际化业务立足中国香港、辐射海外，围绕融资、并购、财富管理与全球资产配置提升跨境综合能力，拓展公司中长期的业绩增量空间。

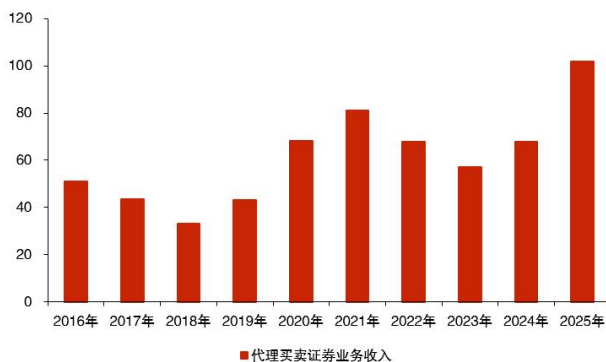
2.1. 财富管理：构建多层次服务体系

公司坚定推进财富管理转型，实施高净值客户倍增计划。公司持续深化客群分层运营，打造“招证私享会”、“走进上市公司”等品牌活动，增强财富管理及高净值客户的服务体验及客户粘性。买方投顾业务方面，公司私行定制业务和基金投顾业务持续精进资产配置、丰富策略品种，通过机构客户定制、与第三方渠道合作等方式不断拓展业务。2025 年末，财富管理 AUM 同比增长 29%、创历史新高。

2025 年代理买卖证券业务收入创近十年最高水平，代销金融产品业务收入创近十年次高水平。代理买卖证券业务方面，2025 年 A 股市场股票基金单边交易量同比增长 70.89%，公司股票+基金双边交易额同步放量至 45.35 万亿元，市占率达 4.49%，代理买卖净收入跃居行业前三。另外，公司线上渠道经营成果较好，招证 APP 的 MAU 稳居行业前五，APP 人均单日使用时长 2022-2025 年连续四年行业第一，2025 年 MAU 同比增速高达 13.44%，高于正常交易客户增速（2025 年同比+8.67%），体现存量客户活跃度有所提升。

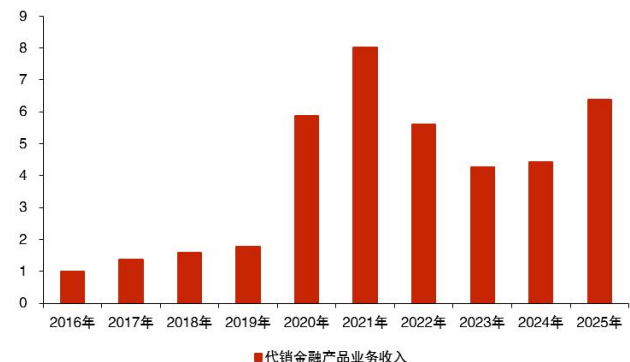
代销金融产品业务方面，公司 2025 年末非货币市场公募基金保有量 1434 亿元（行业第 6）、权益基金保有量 970 亿元（行业第 4）、股票型指数基金保有量 732 亿元（行业第 4），同比增速分别为 49.53%、38.77%和 37.34%，其中公司截至 2025 年末权益基金的保有量同比增速高于中信证券（20.3%）、华泰证券（19.1%）和国泰海通（25.7%），与头部券商的规模差距收窄。

图表 10：2016-2025 年代理买卖证券业务收入变化（亿元）



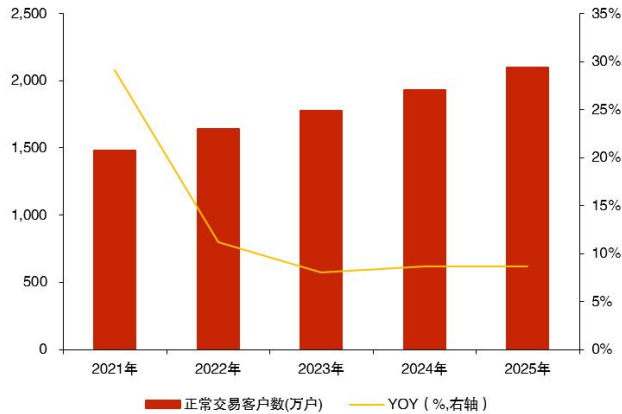
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：2016-2025 年代销金融产品业务收入变化(亿元)



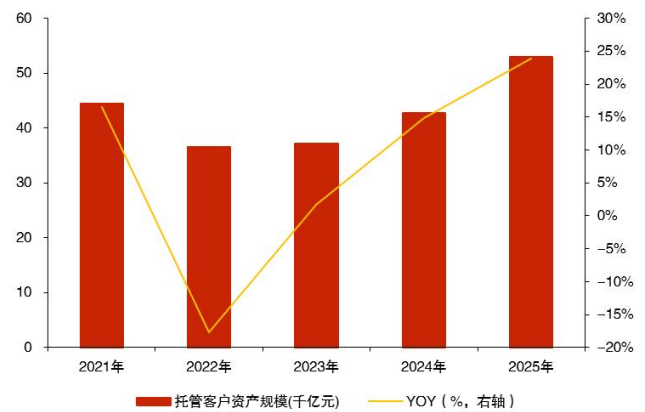
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：2021-2025 年正常交易客户数变化（万户，%）



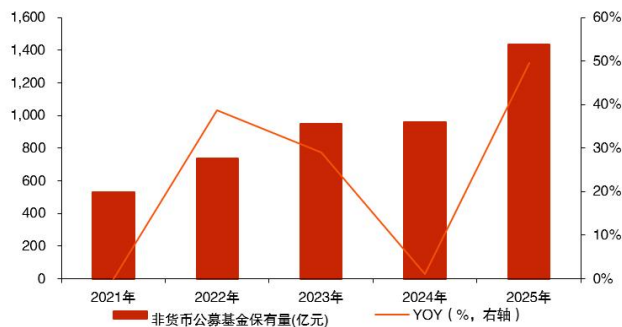
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2021-2025 年托管客户资产规模变化情况（千亿元，%）



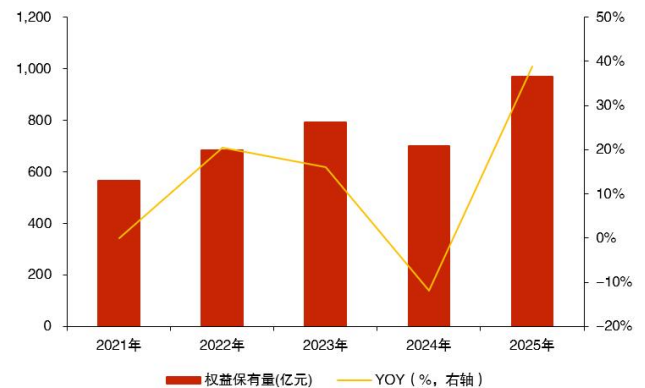
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2021-2025 年非货币市场公募基金保有量变化情况（亿元，%）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：2021-2025 年权益基金保有量变化情况(亿元，%)



资料来源：wind，华源证券研究所

2.2. 建设科创服务生态，贯彻“科技-产业-金融”融合

公司深刻理解推动“科技—产业—金融”良性循环的内在逻辑，聚焦数智科技、绿色科技、生命科技三大赛道，以“投行+投研+投资”三投联动模式为引擎，构建起覆盖企业发展全周期的资本服务体系。

从 2019 年起公司前瞻性实施“羚跃计划”，旨在为早期优质企业提供全生命周期、全方位的综合金融服务和产业赋能，助力快速成长，为企业对接上下游资源、提供供应链合作机会。截至 2025 年末，“羚跃计划”聚焦人工智能、医药制造和高端制造，“羚跃计划”企业达到 665 家，超 80 家实现投行转化，例如国内 EDA 领域第一股的概伦电子、国产数据库领域第一股的达梦数据、国产 GPU 第一股摩尔线程等都是在“羚跃计划”的帮助下成功上市。

2.2.1. 投行业务：2026H1 港股 IPO 承销金额增长亮眼

2025 年起投行业务恢复增长，2026H1 港股 IPO 承销额增长亮眼。2025 年公司投行手续费净收入为 10.28 亿元，同比增长 20.1%；2026 年以来，投行保持增长态势，2026H1 公司 A 股 IPO 项目承销额 30.79 亿元，同比+160%，行业排名第 6，同比提升 3 个位次；2026H1 公司 H 股 IPO 项目承销额 63.43 亿港元，同比增长 90514%，行业排名第 10，同比提升 80 个位次。

往后看，投行储备项目方面，截至 8 月 6 日，公司 IPO 报审家数（剔除不予注册、终止注册、终止审查、中止审查项目）为 15 家，行业排名第 11，其中“双创板”项目 6 家。

图表 16：公司 2026H1 参与承销 IPO 项目

证券简称	上市日期	券商承销金额(万元)	上市板
红板科技	2026-04-08	8,800.00	主板
中科仪	2026-04-29	84,292.00	北证
天海电子	2026-05-18	214,801.00	主板
智谱	2026-01-08	9,995.52	香港联交所
国恩科技	2026-02-04	86,400.00	香港联交所
牧原股份	2026-02-06	17,283.86	香港联交所
沃尔核材	2026-02-13	112,496.00	香港联交所
兆威机电	2026-03-09	50,843.20	香港联交所
飞速创新	2026-03-23	26,981.55	香港联交所
大金重工	2026-06-05	271,805.74	香港联交所
麦科医药-B	2026-06-24	42,264.00	香港联交所
江西生物	2026-06-30	16,233.20	香港联交所

资料来源：wind，华源证券研究所

备注：港交所的 IPO 项目承销金额单位为亿港元

图表 17：公司在审 IPO 项目储备

代码	最新公告日	企业名称	拟募集资金(亿元)	审核状态	拟上市板
A26062.SZ	2026-07-17	延长中科(大连)能源科技股份有限公司	12	已问询	创业板
874453.BJ	2026-07-16	珠海展辰新材料股份有限公司	2	已问询	北交所
874726.BJ	2026-07-15	安徽国电电缆股份有限公司	2	已问询	北交所
874736.BJ	2026-07-15	深圳市裕富照明股份有限公司	4	已问询	北交所
A26111.SH	2026-07-12	北京华卓精科科技股份有限公司	35	已问询	科创板
874543.BJ	2026-07-10	广东百利食品股份有限公司	12	报送证监会	北交所
A24008.SZ	2026-06-30	江西力源海纳科技股份有限公司	12	已回复(第二次)	创业板
874723.BJ	2026-06-29	信联电子材料科技股份有限公司	6	已受理	北交所
A18140.SZ	2026-06-26	东莞银行股份有限公司	-	已受理	深证主板
A26029.SZ	2026-06-23	深圳市维度科技股份有限公司	14	已问询	创业板
A26026.SH	2026-06-18	广东龙行天下科技股份有限公司	14	已问询	上证主板
A26002.SH	2026-05-15	江苏鑫华半导体科技股份有限公司	13	已回复	科创板
874417.BJ	2026-05-11	山东泰鹏环保材料股份有限公司	2	已回复(第二次)	北交所
A25074.SH	2026-03-25	江苏中科科化新材料股份有限公司	6	已回复	科创板
874175.BJ	2025-11-27	中环洁集团股份有限公司	6	已回复(第三次)	北交所

资料来源：wind，华源证券研究所

备注：数据截至 2026 年 8 月 6 日

2.2.2. 投资管理和股权直投业务：预计将成为今年业绩主要增长点

2025 年招商资管、招商基金+博时基金、招证投资+招商致远占公司整体归母净利润比例为 2.6%、11.4%、4.5%。往后看，我们认为公司今年投资业务的主要增长点在于招证投资和招商致远的股权投资业务迎来估值抬升收获期。

1) 2025 年公司股权投资业务已展现增长趋势。截至 2026 年 6 月，招商致远资本管理规模已超 520 亿元、2025 年新设、扩募基金 10 只、募集 60 亿元，规模稳健增长；招证投资 2025 年实现净利润 5.90 亿元，同比增长超 9 倍，我们预计主要系权益市场行情较好，前期投资的项目带来可观的退出收益及估值提升浮盈。

2) 预计 2026H1 大普微为公司带来较多浮盈收益。公司对大普微持股比例为 2.13%，截至 2026 年 7 月 28 日收盘价计算，大普微上市后涨幅已达 852%。

3) 展望下半年，我们预计 7 月长鑫科技上市以及宇树科技等潜在 IPO 有望为公司贡献高额投资浮盈收益。公司投资的股权项目覆盖半导体芯片、人形机器人、商业航天等多类硬科技赛道，其中长鑫科技（上市前持股 0.88%）已于 2026 年 7 月 27 日上市、宇树科技（上市前持股 0.13%）IPO 已注册生效，均有望给公司带来丰厚投资收益。

图表 18：公司投资的部分硬科技企业有望在 2026 年下半年实现上市

项目	赛道	持股	最新上市进度	实际/预计募集金额（亿元）
长鑫科技	存储芯片	0.881%	2026年7月27日科创板上市	666
蓝箭航天	商业航天	0.360%	科创板IPO已问询	75
宇树科技	人形机器人	0.132%	科创板IPO注册生效	44
超聚变	AI服务器	0.051%	创业板IPO审核已回复	80
中科宇航	商业航天	0.032%	科创板IPO已问询	42
云深处	具身智能	0.042%	科创板IPO获受理	25
燧原科技	GPU	0.011%	科创板IPO注册生效	60
粤芯半导体	芯片制造	0.006%	创业板IPO提交注册	75

资料来源：wind，企查查，上交所官网，深交所官网，华源证券研究所

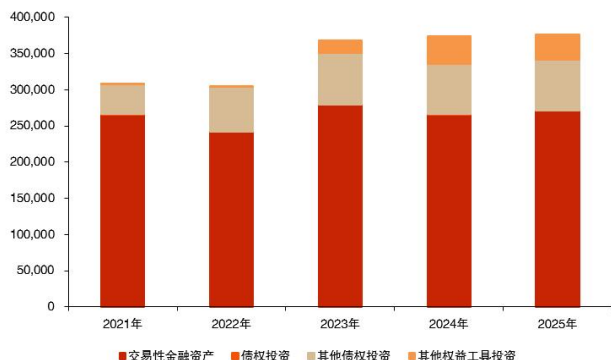
备注：持股比例为 2026 年 7 月查询数据

2.2.3. 投资及交易业务：2026Q1 已展现良好势头

近年来公司金融投资总额稳健增长，2025 年末为 3762 亿元，2020–2025 年 CAGR 为 10.60%。具体资产构成方面，2025 年末交易性金融资产占比 72%，其中债券资产在交易性金融资产中占比 61%，形成稳健底仓；2025 年末其他权益工具投资占比 9%，相比 2021 年末增加约 340 亿元，或为高股息资产增配影响。

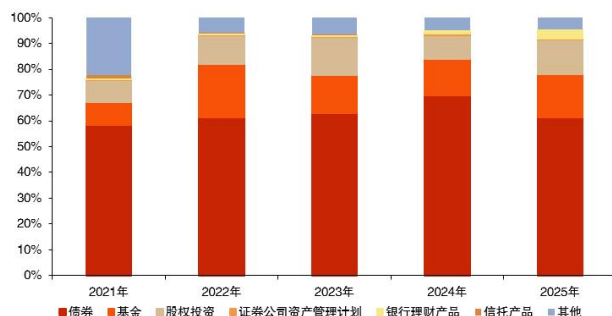
2026 年以来公司投资交易业务表现良好。2026Q1 公司投资收益+公允价值变动损益（剔除对联营企业和合营企业的投资收益）同比+85.4%，对应年化投资收益率同比提升 1.90pct 至 4.16%。

图表 19：2021-2025 年公司金融投资规模变化情况（百万元）



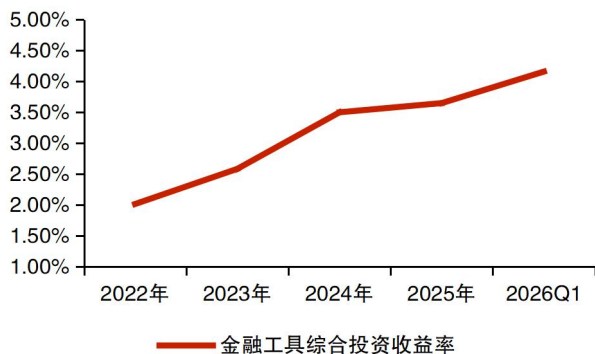
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：2021-2025 年交易性金融资产中各类资产占比情况（%）



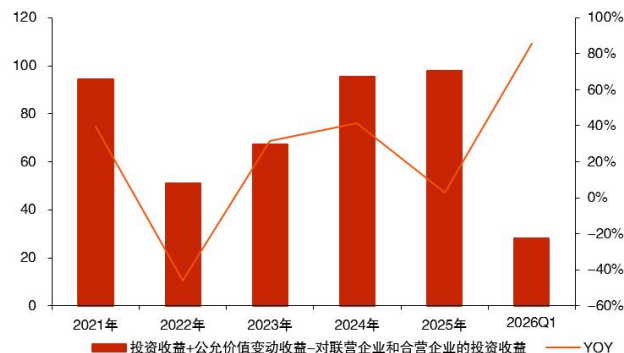
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：2022-2026Q1 金融工具综合投资收益率变化情况（%）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 22：2021-2026Q1 投资收益+公允价值变动收益（剔除对联营企业和合营企业的投资收益）变化情况（亿元，%）



资料来源：wind，华源证券研究所

2.3. 国际业务：有望逐渐迎来收获期

我们认为，招商证券国际当前处于“低基数、有改善、待突破”的爬坡阶段。招商证券国际于 1999 年设立，持有香港证监会第 1、2、4、5、6、9 号受规管活动的牌照，在中国香港、日本、韩国、新加坡均有布局。

国际业务体量方面，招商证券国际 2025 年营收 11.61 亿元、净利润 5.02 亿元，同比分别增长 7.59%、22.05%，在公司总营收和归母净利润中占比分别为 4.65%和 4.08%，公司国际业务营收占比与头部券商（如中信证券、广发证券、华泰证券）相比提升空间较大。盈利能力方面，2025 年招证国际 ROE 约 5.60%（2024 年净资产数据按照 1 港元=0.86 元人民币的汇率计算），杠杆倍数（权益乘数口径）为 5.64。

我们认为，今年公司国际业务有望迎来收获期：

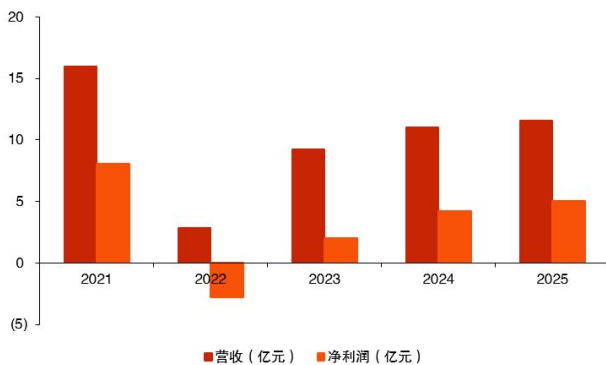
1) 2025 年公司同意全资子公司招商证券国际有限公司向其全资子公司分次增资不超过 90 亿港元，我们预计当前大部分资金已落地并在逐步消化，2025 年末招证国际净资产为 94.2

亿元，此次注资金额预计将大幅增强其资本实力，有利于境外客需衍生品、FICC 等重资本业务发展；

2) 2025 年末招证国际杠杆倍数为 5.64，与中信证券国际 16.62 倍的水平差距较大，若未来公司能提升用表能力，杠杆水平提升有望带动 ROE 进一步提升；

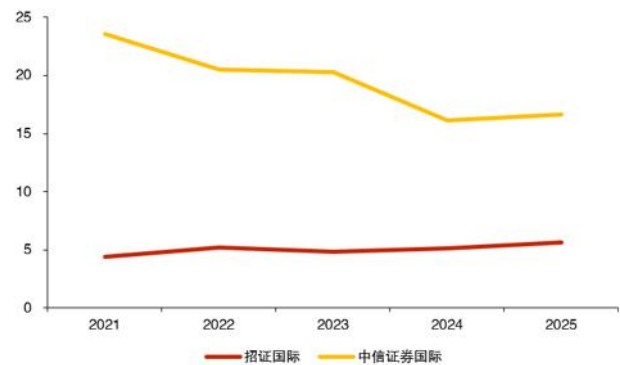
3) 2026H1，招商证券港股 IPO 承销规模为 63.43 亿港元，同比+90514%，行业排名第 10，同比提升 80 名，我们认为港股 IPO 业务的快速提升体现出当前国际业务发展的良好势头和较高的战略地位。

图表 23：近五年招证国际营收和净利润变化情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 24：近五年招证国际和中信证券国际杠杆倍数变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

备注：杠杆倍数使用权益乘数口径

3. 盈利预测与评级

经纪业务手续费净收入：代理买卖证券业务方面，我们预计 2026–2028 年 A 股日均股基成交额分别为 2.81/2.95/3.10 万亿元，假设公司代理买卖业务市占率基本稳定略有提升，2026–2028 年分别为 4.60%/4.65%/4.70%；代销金融产品业务方面，我们预计 2026–2028 年收入实现 40%/25%/15%的同比增速。

投行业务手续费净收入：我们预计 2026–2028 年分别实现 15%/10%/8%的同比增速。

资管业务手续费净收入：我们预计 2026–2028 年分别实现 5%/8%/10%的同比增速。

利息净收入：我们预计 2026–2028 年分别实现 20%/–1%/9%的同比增速。

投资收益+公允价值变动损益：我们假设 2026–2028 年公司金融资产余额分别实现 17%/7%/8%的同比增速，假设金融工具综合投资收益率分别为 7.5%/5.0%/5.0%，假设联营、合营企业贡献投资收益分别同比+5%/+5%/+5%，综合预计投资收益+公允价值变动损益于 2026–2028 年实现+111%/–29%/+9%的同比增速。

综上，我们预计 2026–2028 年公司实现营业收入分别为 395/335/372 亿元，同比增速分别为 +58%/–15%/+11%，预计归母净利润分别为 224/187/218 亿元，同比增速分别为 +81%/–16%/+16%。

我们选取国泰海通、中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、中金公司为可比公司，可比公司 2026 年平均 PB 为 1.11 倍。考虑公司财富管理业务构筑稳定基本盘、今年股权投资业务有望进入收获期，浮盈收益有望贡献可观收益，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

图表 25：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	BPS（元/股）				PB	
		2026-08-06	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601211.SH	国泰海通	17.86	19.67	20.94	22.30	0.91	0.85	0.80
600030.SH	中信证券	27.92	19.46	21.09	22.77	1.43	1.32	1.23
601688.SH	华泰证券	19.49	21.71	23.39	25.27	0.90	0.83	0.77
000776.SZ	广发证券	21.20	20.27	22.06	23.76	1.05	0.96	0.89
601881.SH	中国银河	12.44	11.71	12.79	13.95	1.06	0.97	0.89
601995.SH	中金公司	34.91	26.31	28.29	30.35	1.33	1.23	1.15
	平均					1.11	1.03	0.96
600999.SH	招商证券	18.00	16.05	17.41	19.24	1.12	1.03	0.94

资料来源：wind，华源证券研究所。注：BPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，招商证券盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

权益市场大幅波动：若权益市场出现持续性大幅调整，将直接冲击公司的各项业务条线。

资本市场改革效果不及预期：若资本市场改革推进节奏放缓或政策效果不及预期，将影响公司各项业务的拓展空间和盈利增长。

海外业务进展不及预期：若海外业务进展不及预期，可能影响公司后续战略推进。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	132789	174187	184137	194287
结算备付金	40026	43547	46034	41485
融出资金	133353	144082	149791	158737
金融资产：	376205	441824	470555	508094
其中：交易性金融资产	270666	319386	338549	365633
其中：其他债权投资	69934	73430	77102	80957
其中：其他权益工具	35426	48888	54754	61325
其中：债权投资	180	120	150	180
买入返售金融资产	27035	27958	30485	32009
其他资产合计	44068	52593	76466	102239
总负债	615430	727502	789011	852450
卖出回购金融资产款	152378	159997	175996	193596
代理买卖证券款	155016	214636	225181	236222
应付债券	140297	168357	188560	207416
其他负债合计	167739	184513	199274	215216
所有者权益	138047	156688	168457	184403
股本	8697	8697	8697	8697
其他权益工具	17000	17000	17000	17000
资本公积	40361	40361	40361	40361
其他综合收益	593	693	793	893
盈余公积	5236	5236	5236	5236
一般风险准备	23157	25398	27273	29450
未分配利润	42961	59225	69013	82673
归母公司净资产	138005	156609	168373	184310
少数股东权益	42	78	84	92
所有者权益和负债总和	753477	884190	957468	1036852

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24972	39522	33537	37233
手续费及佣金净收入	11478	14144	14878	16728
其中：经纪业务手续费净收入	8893	11189	11560	11975
投资银行业务手续费净收入	1028	1182	1300	1404
资产管理业务手续费净收入	873	917	990	1089
其他手续费及佣金净收入	685	856	1027	2260
利息净收入	1940	2324	2302	2506
投资收益	12400	18052	11882	12243
公允价值变动损益	-1227	5532	4935	6162
汇兑收益	32	-1000	-1000	-1000
其他业务收入	348	470	541	595
营业支出	10931	11506	11475	11623
税金及附加	148	237	201	223
业务及管理费	10518	11066	11067	11170
信用减值准备	260	198	201	223
其他业务成本	5	5	5	6
营业利润	14040	28017	22062	25611
利润总额	14076	28017	22062	25611
减：所得税费用	1758	5603	3309	3842
净利润	12318	22413	18753	21769
归母公司净利润	12350	22409	18749	21765

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。