

招商证券（600999.SH）

私募供给侧改革利好托管龙头

增持

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 非银金融 · 证券 II

◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师：孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523060004
证券分析师：林珊珊	0755-81981576	linss@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070001

事项：

近期多家私募机构暴雷，券商作为托管方亦引起市场关切。自11月14日北京华软新动力私募基金管理有限公司（以下简称“华软新动力”）爆发投资风险以来，证监会组织证监局、基金业协会等开展核查，初步判断多家机构涉嫌多层嵌套投资，存在多类问题，目前已披露“踩雷”的信托产品，单笔认购规模均超1亿元。11月24日，证监会公告对杭州瑜瑶（即杭州瑜瑶私募基金管理有限公司）、深圳汇盛（即深圳汇盛私募证券投资基金管理有限公司）等私募机构立案调查，从严处理违法违规行为。

国信非银观点：判断私募行业供给侧改革加剧，大浪淘沙后，头部私募选择综合服务能力强、系统建设完善的托管券商；PB（Prime Brokerage，即主经纪商）业务占优的招商证券将受益，私募机构份额提升。我们预计2023-2025年公司净利润分别为101.3亿元、115.02亿元、135.55亿元，同比增长25.4%/13.5%/17.9%，当前股价对应的PE为12.6/11.1/9.4x，PB为1.0/1.0/0.9x，对公司维持“增持”评级。

评论：

◆ 近期私募机构风险频发，行业层面供给侧改革启动。

11月以来，多家私募出现风险暴露，涉及多层嵌套、存在虚假宣传、报送虚假信息、违规信披等问题，结合相关政策法规，券商作为产品托管人负有连带责任。目前，部分券商已针对托管业务中估值表、划款指令方面的复核责任等问题启动了风险自查工作，而多家托管机构也要求私募FOF穿透式盘查底层资产。在监管持续趋严的情况下，证券公司应继续强化风险意识，加强合规风控体系建设，防范潜在风险。

◆ 私募供给侧改革加速头部集中，机构服务优势的大券商相对受益

近年来，证券行业发力转型财富管理业务，基金产品销售与托管业务迎来积极发展态势，而各类风险也被监管重点关注，监管正在发力规范券商开展代销和托管业务，切实防范潜在风险的发生。2023年4月，中基协发布的《私募证券投资基金运作指引》已明确提及私募证券投资基金架构应当清晰、透明，禁止通道业务、禁止多层嵌套、禁止管理人参与结构化债券等。目前，证券私募基金行业已经建立了完整的托管、风控机制，但仍出现上述证券类基金业绩造假的罕见案例。因此，未来针对证券私募基金行业将迎来更加严厉的监管，综合能力较强的大型券商或将相对收益。

图1：招商证券机构托管业务新生态

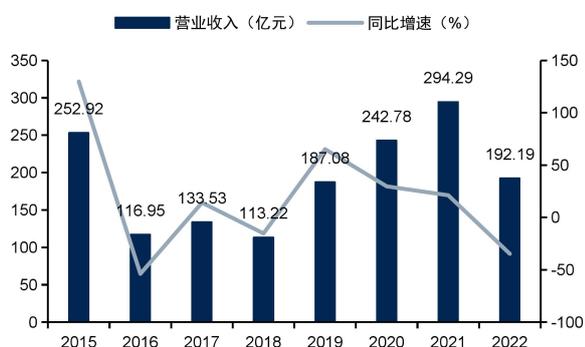


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ AI 赋能“渠道+”风险监控服务升级，构成招商证券托管业务优势。

2023 年上半年，招商证券托管部为超过 4 万只产品提供托管及运营外包服务，托管外包规模达 3.56 万亿元，较 2022 年末增长 2.77%；私募基金产品托管数量市场份额自开展业务以来持续排名行业第一。2023 年 11 月，招商证券推出行业首创的“渠道+”平台。根据公司公告，“渠道+”平台从多层次的风控体系提供风险监控服务，包括智能数据授权、估值表收发解析、多层穿透分析、舆情风险监控、定制风控报表、专业绩效评估等，协助客户及时关注私募运作情况，减少相关风险。未来，公司将持续发展科技赋能财富管理转型与机构业务发展、数字化转型，有望持续发挥核心业务优势提升公司业绩。

图2: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季营业收入及同比增速



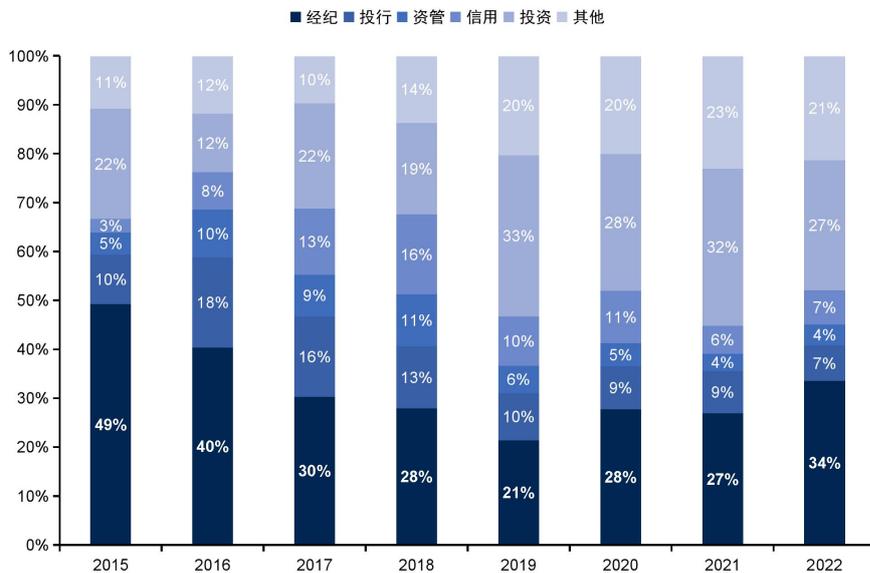
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季归母净利润及同比增速



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图6: 公司主营业务结构



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

市场波动风险、业务创新风险、监管政策变动风险、市场竞争加剧的风险。

相关研究报告:

- 《招商证券 (600999. SH) -业绩符合预期, 双轮驱动见成效》 ——2023-08-31
- 《招商证券 (600999. SH) -协同机制打造机构服务生态》 ——2023-08-08
- 《招商证券 (600999. SH) 一季报点评-净利增 52%, 投资亮眼, 投行承压》 ——2023-05-04
- 《招商证券 (600999. SH) -投资收益拖累业绩, 零售保持竞争优势》 ——2022-08-28
- 《招商证券 (600999. SH) -营收利润双下滑, 投资业务承压》 ——2022-04-26

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	597,221	611,662	703,411	808,923	970,707	营业收入	29,429	19,219	23,825	27,059	31,904
货币资金	87,938	113,377	130,384	149,941	172,433	手续费及佣金净收入	12,469	9,467	9,805	11,329	13,029
融出资金	98,687	81,541	89,695	98,665	113,464	经纪业务净收入	7,916	6,443	7,088	8,151	9,373
交易性金融资产	265,344	241,776	265,954	292,549	321,804	投行业务净收入	2,542	1,393	975	1,170	1,345
买入返售金融资产	39,199	49,581	52,556	55,709	59,051	资管业务净收入	1,039	829	912	1,048	1,206
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	1,693	1,342	1,610	1,932	2,319
负债合计	484,631	496,420	581,265	679,321	832,144	投资收益	9,455	5,115	9,719	11,662	13,995
卖出回购金融资产款	127,418	120,805	132,886	146,175	160,792	其他收入	4,108	1,482	1,779	2,135	2,562
代理买卖证券款	99,605	106,378	132,972	166,215	207,769	营业支出	15,613	10,447	13,175	14,963	17,643
应付债券	146,314	134,628	168,285	201,942	232,233	营业外收支	-112	-241	48	51	53
所有者权益合计	112,590	115,242	122,146	129,602	138,563	利润总额	13,704	8,532	10,698	12,146	14,314
其他综合收益	-31	57	63	69	76	所得税费用	2,046	452	567	644	759
少数股东权益	87	82	98	104	111	少数股东损益	13	7	9	10	12
归属于母公司所有者权益合计	112,503	115,159	122,048	129,498	138,452	归属于母公司净利润	11,645	8,072	10,122	11,492	13,543
每股净资产(元)	11	12	14	15	16						
总股本	8,697	8,697	8,697	8,697	8,697						

关键财务与估值指标					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.25	0.86	1.16	1.32	1.56
每股红利					
每股净资产	11.21	11.52	14.03	14.89	15.92
ROIC					
ROE	10.7%	7.1%	8.5%	9.1%	10.1%
收入增长	21.2%	-34.7%	24.0%	13.6%	17.9%
净利润增长率	22.7%	-30.7%	25.4%	13.5%	17.9%
资产负债率	81.1%	81.2%	82.6%	84.0%	85.7%
P/E	11.7	17.0	12.6	11.1	9.4
P/B	1.3	1.3	1.0	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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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