

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

多项业务存在亮点, 经营业绩保持稳定

——山西证券(002500)2024 年年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

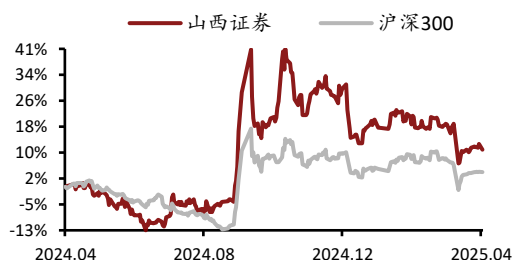
市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	5.67
一年内最高/最低(元)	7.27/4.47
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	1.12
总市值(亿元)	203.54
流通市值(亿元)	203.54

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	5.07
总资产(亿元)	736.15
所有者权益(亿元)	182.04
净资产收益率(%)	1.38
总股本(亿股)	35.90
H 股(亿股)	0.00

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

《山西证券(002500)中报点评: 经纪业务逆市增长, 资管业务快速发展》 2024-10-15

《山西证券(002500)年报点评: 发力机构经纪, 区域投行优势明显, 资管快速发展》 2024-05-06

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 29 日

2024 年年报概况:山西证券 2024 年实现营业收入 31.52 亿元, 同比-9.18%; 实现归母净利润 7.12 亿元, 同比+14.86%; 基本每股收益 0.20 元, 同比+17.65%; 加权平均净资产收益率 3.98%, 同比+0.45 个百分点。2024 年末期拟 10 派 0.50 元 (含税)。

点评: 1. 2024 年公司经纪及资管业务净收入、利息净收入、投资收益 (含公允价值变动) 占比出现提高, 投行业务净收入、其他收入占比出现下降。2. 财富管理业务持续发力买方投顾与机构业务, 经纪业务手续费净收入同比+31.86%。3. 股权融资业务随市承压, 债权融资规模再创历史新高, 合并口径投行业务手续费净收入同比-12.18%。4. 资管规模小幅回落, 但净收入连续四年实现正增长, 合并口径资管业务手续费净收入同比+6.94%。5. 权益自营全面压降方向敞口, 固收自营成为公司利润重要增长极, 合并口径投资收益 (含公允价值变动) 同比-7.49%。6. 两融余额随市小幅回升, 大幅压降股票质押规模, 合并口径利息净收入同比+59.42%。

投资建议:报告期内公司财富管理业务持续提升服务能力, 服务生态日趋完善, 机构客户规模保持快速增长; 债权融资业务规模再创历史新高, 山西省内具备明显的品牌优势; 资管业务提升“固收+”战略定位, 加快多资产、多策略、多工具布局, 连续第四年实现收入增长; FICC 业务投资收益率保持较高水平, 固收自营成为公司利润重要增长极。公司近年来在经纪、投行、资管、自营等主要业务领域已逐步探索并形成基于自身资源禀赋的差异化竞争力。预计公司 2025 年、2026 年 EPS 分别为 0.21 元、0.22 元, BVPS 分别为 5.08 元、5.15 元, 按 4 月 28 日收盘价 5.67 元计算, 对应 P/B 分别为 1.12 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

	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入(亿元)	34.71	31.52	32.37	33.90
增长比率	-17%	-9%	3%	5%
归母净利(亿元)	6.20	7.12	7.42	7.84
增长比率	8%	15%	4%	6%
EPS(元)	0.17	0.20	0.21	0.22
市盈率(倍)	36.17	27.66	27.00	25.77
BVPS(元)	4.94	5.01	5.08	5.15
市净率(倍)	1.11	1.26	1.12	1.10

资料来源: Wind、中原证券研究所

山西证券 2024 年报概况：

山西证券 2024 年实现营业收入 31.52 亿元，同比-9.18%；实现归母净利润 7.12 亿元，同比+14.86%；基本每股收益 0.20 元，同比+17.65%；加权平均净资产收益率 3.98%，同比+0.45 个百分点。2024 年末期拟 10 派 0.50 元（含税），与三季度已实施的 10 派 0.50 元（含税）合并计算，2024 年全年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 50.43%，同比-1.70 个百分点。

点评：

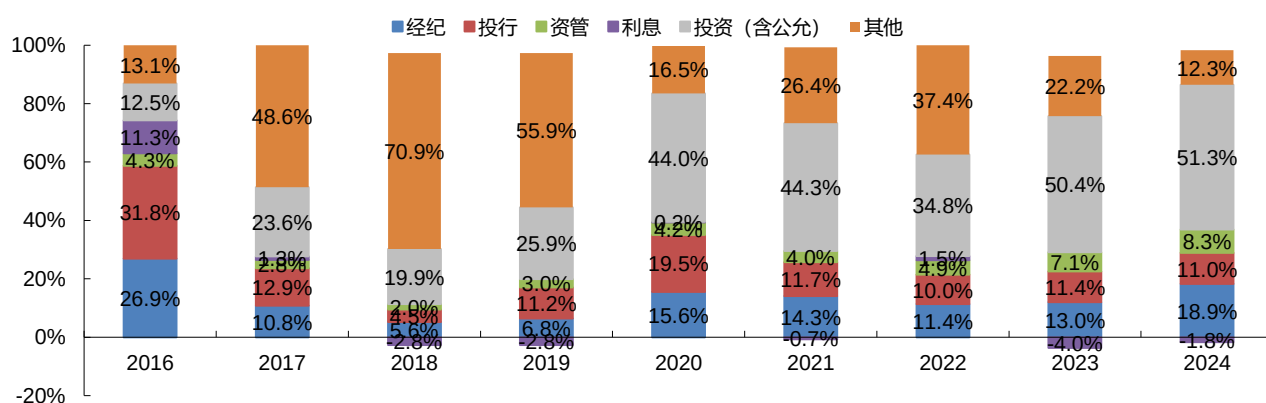
1. 经纪、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）占比出现提高

2024 年公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他收入占比分别为 18.9%、11.0%、8.3%、-1.8%、51.3%、12.3%，2023 年分别为 13.0%、11.4%、7.1%、-4.0%、50.4%、22.2%。

2024 年公司经纪及资管业务净收入、利息净收入、投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，投行业务净收入、其他收入占比出现下降。其中，经纪业务净收入占比提高的幅度较为明显，其他收入占比下降的幅度较为明显。

根据公司 2024 年年报披露的相关信息，报告期内公司其他收入主要为仓单业务收入、固定资产出租收入及其他，本期合计为 2.21 亿元，同比-63.1%。

图 1：2016-2024 年公司收入结构



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. 财富管理业务持续发力买方投顾与机构业务

2024 年公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 5.96 亿元，同比+31.86%。

报告期内公司财富管理业务以产品化、机构化、数字化“三个转型”为抓手，持续发力买方投顾与机构业务。截至报告期末，公司客户总数 297 万户，同比+11%；客户总资产 6989 亿元，同比+13%，其中专业机构客户资产 2432 亿元，同比+22%。机构经纪业务方面，报告期内公司债券经纪规模 2275 亿元，同比+27%；量化经纪业务规模达 146.8 亿元，落地 11 只券结产品。报告期内公司实现代理买卖证券业务净收入、交易单元席位租赁净收入分别为 4.96 亿元、0.44 亿元，同比分别+44.9%、-12.9%。

代销金融产品业务方面，报告期内公司产品 AUM 资产达 445 亿，同比+14%；实现代销金融产品业务净收入 0.57 亿元，同比-4.8%。

期货经纪业务方面，报告期内公司全资子公司格林大华期货日均权益 49.11 亿元；实现期货经纪业务净收入 0.90 亿元，同比-31.5%。

3. 股权融资业务随市承压，债权融资规模再创历史新高

2024 年公司实现合并口径投行业务手续费净收入 3.46 亿元，同比-12.18%。

股权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内公司投行子公司中德证券（持股 66.7%）股权融资承销金额（包括首发、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）15.34 亿元，同比-36.8%。根据 Wind 的统计，截至 2025 年 4 月 28 日，中德证券 IPO 项目储备 1 个（不包括辅导备案登记项目），并列排名行业第 32 位。

债权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内中德证券合计承销各类债券 926.76 亿元，同比+14.1%，再创历史新高。

图 2：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 3：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. 资管规模小幅回落，但净收入连续四年实现正增长

2024 年公司实现合并口径资管业务手续费净收入 2.62 亿元，同比+6.94%。

券商资管业务方面，报告期内山证资管整体提升“固收+”战略定位，持续强化稳定固收和“固收+”模式；重点推进机构和三方销售业务，提升管理和销售规模。截至报告期末，山证资管受托管理规模 566.12 亿元，同比-13.9%。其中，资管规模、公募规模分别为 317 亿元、249 亿元，同比分别-41 亿元、-51 亿元。报告期内公司实现资产管理业务净收入、基金管理业务净收入分别为 1.50 亿元、1.11 亿元，同比分别+1.6%、+14.5%。

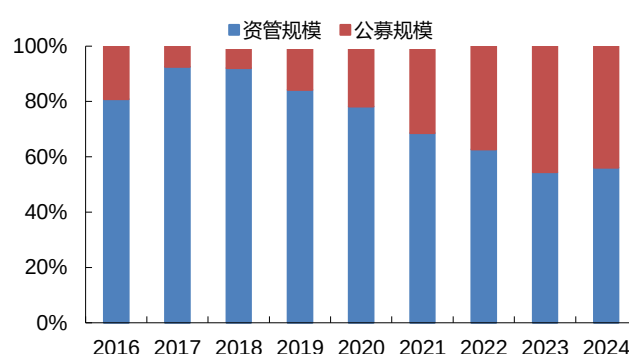
私募基金业务方面，报告期内山证投资聚焦无机非金属材料、人工智能、电子材料、半导体等四个行业进行投资，积极参与山西省内优质项目挖掘和政府引导基金的设立筹备。报告期内山证投资实现营业收入 0.26 亿元，同比-57.6%。

图 4：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 5：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. 权益自营全面压降方向敞口，固收自营成为公司利润重要增长极

2024 年公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）16.17 亿元，同比-7.49%。

权益类自营业务方面，报告期内公司坚定执行非方向性投资策略，全面压降方向性风险敞口。

固收类自营业务方面，报告期内公司在持续强化风险管控能力基础上，加快多领域、多策略、多资产布局，较好把握债券市场收益率下行的机遇，取得了良好的收益，成为公司利润重要增长极。

另类投资业务方面，报告期内山证创新围绕 AI 算力芯片、第三代半导体、低轨卫星通信三大重点领域持续挖掘优质项目，完成 3 个项目投资。报告期内山证创新实现营业收入 1.85 亿元，同比-9.7%。

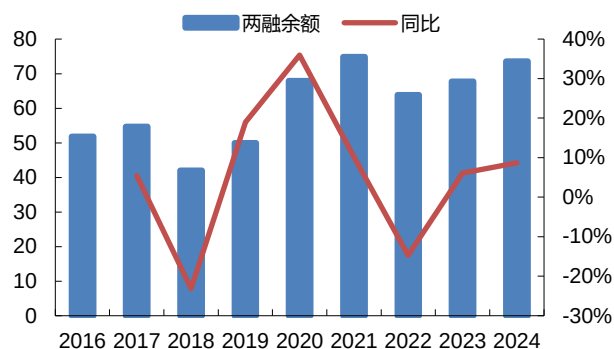
6. 两融余额随市小幅回升，大幅压降股票质押规模

2024 年公司实现合并口径利息净收入-0.56 亿元，同比+59.42%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融业务融出资金为 73.61 亿元，同比+8.7%。报告期内公司实现两融利息收入 4.16 亿元，同比-7.3%。

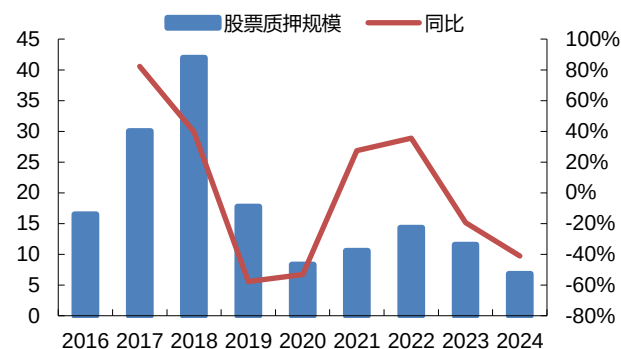
股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押业务规模为 6.79 亿元，同比-41.0%。报告期内公司实现股票质押式回购利息收入 0.52 亿元，同比-28.9%。

图 6：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 7：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

报告期内公司财富管理业务持续提升服务能力，服务生态日趋完善，机构客户规模保持快速增长；债权融资业务规模再创历史新高，山西省内具备明显的品牌优势；资管业务提升“固收+”战略定位，加快多资产、多策略、多工具布局，连续第四年实现收入增长；FICC 业务投资收益率保持较高水平，固收自营成为公司利润重要增长极。公司近年来在经纪、投行、资管、自营等主要业务领域已逐步探索并形成基于自身资源禀赋的差异化竞争力。

预计公司 2025 年、2026 年 EPS 分别为 0.21 元、0.22 元，BVPS 分别为 5.08 元、5.15 元，按 4 月 28 日收盘价 5.67 元计算，对应 P/B 分别为 1.12 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）

	2023A	2024A	2025E	2026E
资产：	775.90	806.61	869.57	906.38
货币资金	222.20	254.01	279.41	293.38
融出资金	67.64	73.29	87.95	92.35
金融投资	372.76	363.07	381.22	394.81
买入返售金融资产	19.16	19.78	20.18	20.58
应收利息及款项	1.20	1.41	1.55	1.63
长期股权投资	3.24	3.89	3.97	4.01
固定及无形资产	6.11	6.36	6.49	6.62
商誉	4.77	4.77	4.77	4.77
其他资产合计	78.81	80.03	84.03	88.23
负债：	594.37	623.68	683.74	717.92
流动负债	138.04	104.99	110.24	115.75
交易性金融负债	15.12	33.69	37.06	38.91
卖出回购金融资产款	102.78	127.30	133.10	139.76
代理买卖证券款	145.87	185.05	222.06	233.16
应付款项	5.44	3.26	3.42	3.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	158.09	151.70	159.29	167.25
其他负债	29.05	17.69	18.57	19.50
所有者权益：	181.53	182.93	185.83	188.46
股本	35.90	35.90	35.90	35.90
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金	97.23	97.23	97.23	97.23
库存股	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
存留收益	26.51	27.45	28.82	30.26
一般风险准备	17.82	19.11	20.49	21.51
少数股东权益	4.06	3.23	3.39	3.56

资料来源：Wind、中原证券研究所

表 2：利润表预测（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入：	34.71	31.52	32.37	33.90
手续费及佣金净收入	12.51	13.64	14.94	15.60
其中：经纪业务	4.52	5.96	7.45	7.82
投行业务	3.94	3.46	3.63	3.81
资管业务	2.45	2.62	2.10	2.21
利息净收入	-1.38	-0.56	0.38	0.39
投资收益（含公允）	17.48	16.17	14.55	15.28
其他收入	6.10	2.27	2.50	2.63
营业支出：	27.02	23.24	23.70	24.68
管理费用	20.49	20.79	21.00	21.84
其他成本	6.53	2.45	2.70	2.84
营业外收入：	(0.01)	(0.03)	(0.00)	(0.00)
利润总额：	7.68	8.25	8.67	9.22
所得税	1.76	1.34	1.41	1.50
净利润：	5.92	6.91	7.26	7.72
少数股东损益	(-0.28)	(-0.21)	(-0.16)	(-0.12)
归母净利：	6.20	7.12	7.42	7.84

资料来源：Wind、中原证券研究所

表 3：每股指标与估值

	2023A	2024A	2025E	2026E
EPS（元）	0.17	0.20	0.21	0.22
ROE（加权）	3.53%	3.98%	4.09%	4.26%
BVPS（元）	4.94	5.01	5.08	5.15
P/E（倍）	36.17	27.66	27.00	25.77
P/B（倍）	1.11	1.26	1.12	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。