

公司点评

浙商证券(601878.SH)

非银金融 | 证券 II

自营业务增速亮眼，财富管理转型加快

2025 年 05 月 06 日

评级

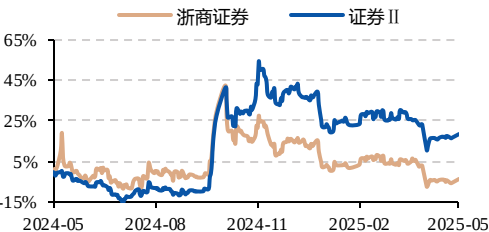
增持

评级变动

维持

交易数据	
当前价格(元)	10.69
52 周价格区间(元)	10.27-15.85
总市值(百万)	48893.89
流通市值(百万)	48893.89
总股本(万股)	457379.66
流通股(万股)	457379.66

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
浙商证券	-6.31	-6.64	-3.78
证券 II	-3.77	-3.85	19.37

周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001

zhouce67@hncasing.com

刘照芊

研究助理

liuzhaoqian@hncasing.com

相关报告

- 浙商证券(601878) 2024 年三季报点评: 自营业务驱动业绩改善, 经纪业务具有韧性 2024-11-05
- 浙商证券(601878) 2024 年半年报点评: 财富管理转型持续推进, 外延并购进程加速 2024-08-28
- 浙商证券(601878) 2023 年年报点评: 2023 年业绩稳健增长, 期待与国都证券的整合成效 2024-04-18

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	176.38	158.16	167.73	181.97	197.54
归母净利润(亿元)	17.54	19.32	23.72	26.14	28.84
每股收益(元)	0.46	0.49	0.52	0.57	0.63
每股净资产(元)	6.97	7.69	8.18	8.62	9.10
P/E	29.70	27.88	26.34	23.90	21.66
P/B	1.56	1.46	1.35	1.27	1.21

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:**浙商证券发布 2025 年一季报,公司实现营业收入 29.94 亿元,同比/环比增幅分别为-22.89%/-23.62%;归母净利润为 5.56 亿元,同比/环比增幅分别为 24.17%/-16.70%;实现基本每股收益 0.12 元,同比持平;加权平均净资产收益率为 1.57%,同比-0.07pct。一季度末公司总资产/净资产分别为 1714.17 亿元/369.88 亿元,同比增幅分别为 19.85%/28.54%,杠杆倍数较 2024 年一季度末下降 0.53x 至 3.92x。
- **财富管理转型成效明显,经纪与资本中介业务持续增长。**2025 年一季度,公司自营、经纪、投行、资本中介、资管业务收入及增速分别为 4.57 亿元 (-1.49%)、6.91 亿元 (+29.96%)、1.25 亿元 (-17.14%)、2.47 亿元 (+63.12%)、0.69 亿元 (-37.30%)。公司其他业务收入为 13.34 亿元,同比-45.32%。自营业务受证券市场波动影响,公允价值变动收益在 2024 年的高基数下同比下滑 93.42%。从收入结构看,公司其他业务收入占比较高,2025 年一季度占比达 44.56%。从调整后营收看,自营业务营收占比由去年一季度的 11.95%提升至 27.29%,经纪业务营收占比由 13.70%提升至 41.28%,投行/资管/资本中介业务占比分别为 7.45%/4.10%/14.76%。
- **大经纪业务效益显著增长,自营业务收益率稍有回落。**公司大经纪业务效益显著增长,财富管理加快转型升级。公司一季度末货币资金规模达 526.97 亿元,较年初增长 25.88%,其中客户资金存款较年初增长 33.78%。融出资金规模较年初增长 2.55%至 248.41 亿元,经测算两融市占率较年初基本持平,为 1.29%。自营业务方面,期末公司金融投资规模为 549.91 亿元,较年初增长 9.61%,其中交易性金融资产规模为 400.25 亿元,较年初增长 11.11%,其他权益投资工具规模有所提升,由 17.12 亿元提升至 30.08 亿元。测算公司单一季度年化投资收益率 3.45%,较去年同期下降 0.20pct。
- **投行业务受市场环境略承压,股权融资业务边际向好。**股权融资方面,2025 年一季度股权承销金额为 6.00 亿元,同比提升 29.31%,市占率提升 0.09pct 至 0.72%。债券融资方面,2025 年一季度债券承销金额为 266.68 亿元,同比下滑 12.18%,市占率下降 0.27pct 至 0.82%。
- **国都证券股权占比进一步提升,向中大型券商加速转型。**截至目前,浙商证券通过多轮股权受让及竞拍,累计持有国都证券 34.76%股份,较 2024 年 12 月的 34.25%进一步提升。若整合顺利推进,浙商证券可

以通过国都证券间接获取中欧基金的股权,从而弥补其在公募基金业务上的短板,与公司的财富管理、研究业务等形成协同效应,在大力发展权益类公募基金的背景下进一步提升整体竞争力。

- **投资建议:**公司根据市场情况,迎难而上,抢抓机遇,积极通过外延扩张方式进一步提升综合竞争力。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 23.72/26.14/28.84 亿元,对应增速分别为 22.78%/10.20%/10.34%,预计未来随着成功对国都证券业务进行整合,以及财富管理等业务板块核心竞争力逐渐凸显,我们认为给予公司 2025 年 1.6-1.7 倍 PB 较为合理,维持公司“增持”评级。
- **风险提示:**市场交投活跃度下降拖累经纪业务;市场波动加剧拖累资管、自营投资业务;金融监管趋严;并购整合效果不及预期。

盈利预测表

单位：人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						基本比率和每股指标					
营业收入	176.38	158.16	167.73	181.97	197.54	每股收益 (元)	0.46	0.49	0.52	0.57	0.63
手续费及佣金净收入	38.50	36.11	39.08	41.22	42.73	每股净资产 (元)	6.97	7.69	8.18	8.62	9.10
-代理买卖证券业务	24.72	23.50	27.88	29.59	30.65	P/E	29.70	27.88	26.34	23.90	21.66
-证券承销业务	8.77	7.20	6.37	6.56	6.83	P/B	1.56	1.46	1.35	1.27	1.21
-资产管理业务	4.20	3.94	4.06	4.27	4.41	同比增长					
利息净收入	7.54	9.89	11.33	12.91	15.48	营业收入	4.90%	-10.33%	6.05%	8.49%	8.56%
投资净收益	10.96	15.01	15.97	16.56	17.16	营业利润	4.99%	9.95%	21.61%	9.83%	10.04%
公允价值变动净收益	-0.59	2.47	2.00	2.04	2.08	归母净利润	6.05%	10.15%	22.78%	10.20%	10.34%
其他收入	119.96	94.68	99.36	109.25	120.10	总资产	6.26%	5.88%	3.44%	3.09%	2.98%
营业支出	154.27	133.85	138.17	149.50	161.81	净资产	3.52%	29.19%	6.33%	5.35%	5.55%
营业税金及附加	0.55	0.51	0.52	0.56	0.61	证券经纪	21.12%	8.89%	10.59%	8.63%	4.89%
管理费用	35.38	39.50	40.26	41.85	43.46	资本中介	-3.67%	31.11%	14.52%	13.99%	19.87%
资产减值损失	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	投行	12.58%	-17.90%	-11.47%	2.87%	4.19%
信用减值损失	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	资管	-3.45%	-6.19%	3.11%	5.00%	3.46%
营业利润	22.11	24.31	29.56	32.47	35.73	自营	49.62%	69.29%	2.91%	3.48%	3.46%
利润总额	22.02	24.25	29.48	32.40	35.66	收入结构					
所得税	3.78	4.18	5.01	5.51	6.06	经纪	28%	28%	28%	29%	28%
净利润	18.24	20.07	24.47	26.89	29.59	资本中介	13%	15%	16%	17%	19%
归母净利润	17.54	19.32	23.72	26.14	28.84	投行	15%	11%	9%	9%	9%
资产负债表						资管	7%	6%	6%	6%	5%
货币资金	394	419	391	420	440	自营	18%	27%	25%	25%	24%
结算备付金	78	96	123	141	156	其他	19%	12%	16%	15%	15%
其中：客户备付金	54	63	85	93	97	长期股权投资	0%	0%	0%	0%	0%
融出资金	199	242	245	247	250	财务分析指标					
金融投资	501	502	507	512	517	净利润 / 营业收入	9.94%	12.22%	14.14%	14.37%	14.60%
衍生金融资产	13	6	6	7	8	-营业利润 / 营收	12.54%	15.37%	17.63%	17.84%	18.09%
买入返售金融资产	77	55	58	61	64	-管理费用 / 营收	20.06%	24.97%	24.00%	23.00%	22.00%
资产总计	1455	1541	1594	1643	1692	-信用减值 / 营收	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
代理买卖证券款	203	300	243	265	278	资产周转率	12.12%	10.26%	10.52%	11.08%	11.67%
负债合计	1173	1176	1205	1234	1260	权益乘数	5.15	4.22	4.10	4.02	3.92
归母所有者权益合计	270	352	374	394	416	ROA	1.24%	1.29%	1.51%	1.62%	1.73%
少数股东权益	13	13	14	15	16	杠杆 (剔客户资产)	4.64	3.53	3.61	3.49	3.40
所有者权益合计	283	365	388	409	432	ROE	6.60%	6.21%	6.53%	6.80%	7.12%

资料来源：wind、公司公告、财信证券

注：ROE 计算采用归母净利润/（年初净资产+年末净资产）*2，与年报计算方式存在一定差异。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438