

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

经纪投行同比高增, 自营业务稳定性强

——山西证券(002500)2025年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2025-09-09)

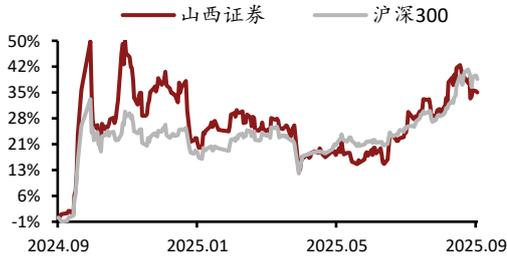
发布日期: 2025年09月10日

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 6.46      |
| 一年内最高/最低(元) | 7.27/4.85 |
| 沪深 300 指数   | 4,436.26  |
| 市净率(倍)      | 1.27      |
| 总市值(亿元)     | 231.90    |
| 流通市值(亿元)    | 231.90    |

基础数据(2025-06-30)

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 5.10   |
| 总资产(亿元)   | 781.29 |
| 所有者权益(亿元) | 182.95 |
| 净资产收益率(%) | 2.88   |
| 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)年报点评: 多项业务存在亮点, 经营业绩保持稳定》 2025-04-29

《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

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

**2025年中报概况:**山西证券2025年上半年实现营业收入16.41亿元, 同比+17.22%; 实现归母净利润5.24亿元, 同比+64.47%; 基本每股收益0.15元, 同比+66.67%; 加权平均净资产收益率2.88%, 同比+1.09个百分点。2025年半年度拟10派0.50元(含税)。

**点评:** 1.2025H公司经纪业务净收入、利息净收入占比出现提高, 投行及资管业务净收入、其他收入占比出现下降, 投资收益(含公允价值变动)占比持平。2.代买净收入增幅明显, 席位、代销净收入均有明显下滑, 合并口径经纪业务手续费净收入同比+47.04%。3.股权融资规模同比明显回升, 债权融资规模保持快速增长, 合并口径投行业务手续费净收入同比+45.69%。4.券商资管业务加快多元化布局, 管理规模稳中有升, 合并口径资管业务手续费净收入同比-29.19%。5.权益自营坚持非方向投资布局, 固收自营收益率大幅跑赢市场指数, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比+13.96%。6.两融余额随市小幅回落, 持续压降股票质押规模, 合并口径利息净收入同比由负转正。

**投资建议:**报告期内公司财富管理业务持续深化买方投顾转型, 深挖存量资产潜力; 投行业务大力拓展财务顾问、债权融资业务, 手续费净收入实现明显增长; 资管业务加快完善产品布局, 拓展销售渠道, 公募业务规模保持增长趋势; 权益自营坚持非方向投资布局, 固收自营有效应对债市波动。公司近年来业绩稳定性处于中小券商前列, 在各主营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、2026年EPS分别为0.24元、0.26元, BVPS分别为5.17元、5.36元, 按9月9日收盘价6.46元计算, 对应P/B分别为1.25倍、1.21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.股价短期波动风险; 3.资本市场改革的政策效果不及预期; 4.超预期事件导致公司的盈利预测与实际经营业绩产生明显偏差

|          | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 34.71 | 31.52 | 34.14 | 35.86 |
| 增长比率     | -17%  | -9%   | 8%    | 5%    |
| 归母净利(亿元) | 6.20  | 7.12  | 8.77  | 9.19  |
| 增长比率     | 8%    | 15%   | 23%   | 5%    |
| EPS(元)   | 0.17  | 0.20  | 0.24  | 0.26  |
| 市盈率(倍)   | 36.17 | 27.66 | 26.92 | 24.85 |
| BVPS(元)  | 4.94  | 5.01  | 5.17  | 5.36  |
| 市净率(倍)   | 1.11  | 1.26  | 1.25  | 1.21  |

资料来源: Wind、中原证券研究所

## 山西证券 2025 年中报概况：

山西证券 2025 年上半年实现营业收入 16.41 亿元，同比+17.22%；实现归母净利润 5.24 亿元，同比+64.47%；基本每股收益 0.15 元，同比+66.67%；加权平均净资产收益率 2.88%，同比+1.09 个百分点。2025 年半年度拟 10 派 0.50 元（含税），分派红利总额占上半年合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比例为 34.25%。

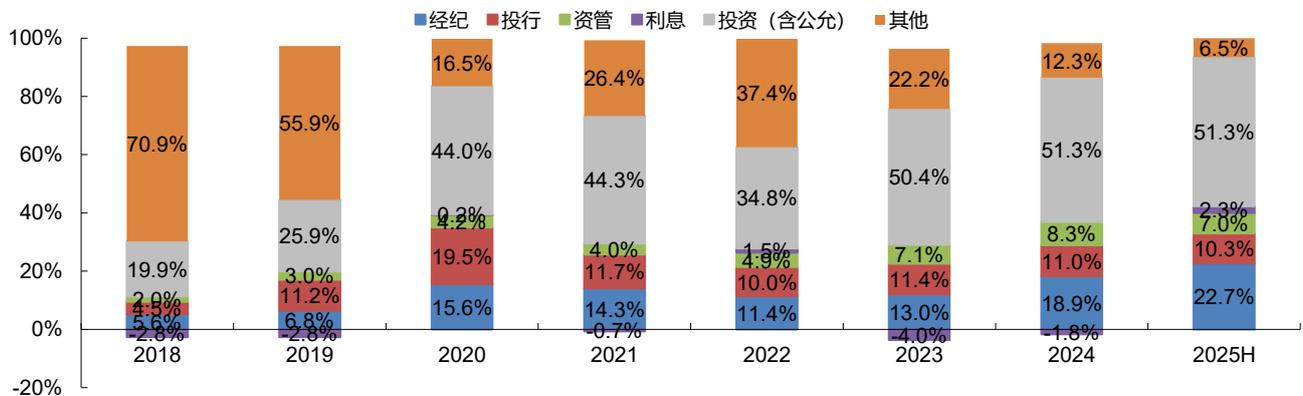
### 点评：

#### 1. 经纪业务净收入、利息净收入占比出现提高

2025H 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 22.7%、10.3%、7.0%、2.3%、51.3%、6.5%，2024 年分别为 18.9%、11.0%、8.3%、-1.8%、51.3%、12.3%。

2025H 公司经纪业务净收入、利息净收入占比出现提高，投行及资管业务净收入、其他收入占比出现下降，投资收益（含公允价值变动）占比持平。

图 1：2018-2025H 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. 代买净收入增幅明显，席位、代销净收入均有明显下滑

2025H 公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 3.72 亿元，同比+47.04%。

报告期内公司财富管理业务把握市场持续活跃时机，多渠道开发客户资源，有效客户数及新开有效户率大幅提升；着力资产配置能力与买方投顾服务能力建设，完善产品组合策略，推出“公募 100”产品池，以组合配置为抓手提升投资顾问能力，基金投顾规模较 2024 年底+48.5%。报告期内公司代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务净收入分别为 3.01 亿

元、0.12 亿元、0.18 亿元，同比分别+60.43%、-64.52%、-44.90%。

期货经纪业务方面，报告期内公司实现期货经纪业务净收入 0.41 亿元，同比+5.34%。

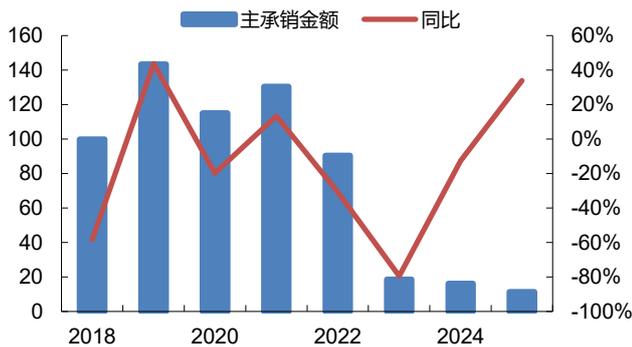
### 3. 股权融资规模同比明显回升，债权融资规模保持快速增长

2025H 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 1.69 亿元，同比+45.69%。

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，按上市日）11.38 亿元，同比+33.88%；排名行业第 23 位，同比+5 位。根据 Wind 的统计，截至 2025 年 9 月 9 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 16 位。

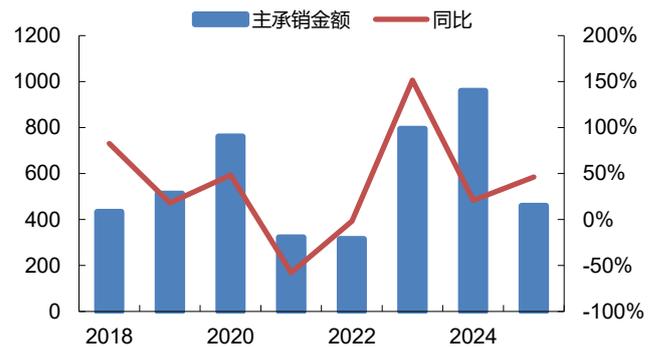
债权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内中德证券合计承销各类债券 460.28 亿元（按发行日），同比+46.16%；排名行业第 26 位，同比+3 位。

图 2：公司股权融资规模（亿元）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（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

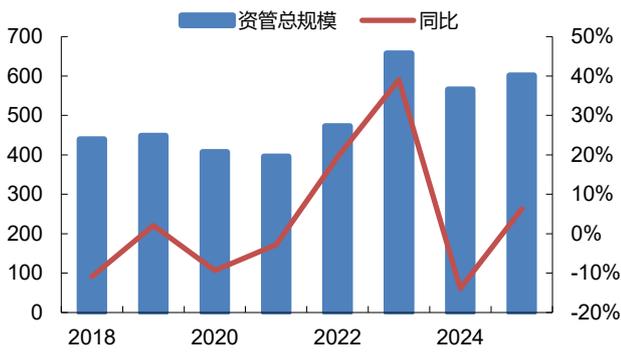
### 4. 券商资管业务加快多元化布局，管理规模稳中有升

2025H 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 1.14 亿元，同比-29.19%。

券商资管业务方面，报告期内山证资管加快多资产、多策略、多工具布局，持续构建覆盖固定收益、绝对收益、多资产多策略、权益及国际的立体化资管服务体系。截至报告期末，山证资管受托管理总规模 601.99 亿元，较 2024 年底+6.34%。其中，集合、单一、专项、公募规模分别为 186 亿元、83 亿元、59 亿元、275 亿元。报告期内山证资管实现营业收入 1.12 亿元，同比+13.42%。

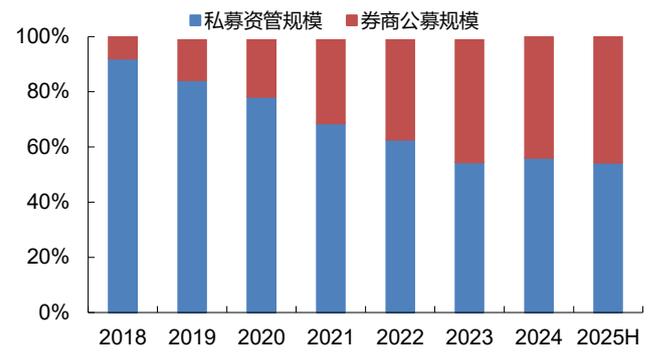
私募基金业务方面，报告期内山证投资聚焦山西省新能源、新材料、新一代信息技术、装备制造等战略新兴领域，大力扶持种子期、初创期科技创新型企业；实现营业收入 0.19 亿元，同比+577.82%。

图 4：公司券商资管规模（亿元）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（亿元）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

## 5. 权益自营坚持非方向投资布局，固收自营收益率大幅跑赢市场指数

2025H 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）8.41 亿元，同比+13.96%。

权益类自营业务方面，报告期内公司紧抓股票市场机遇，坚持非方向投资布局。

固收类自营业务方面，报告期内公司 FICC 业务及时调整投资结构、拓展投资渠道，积极应对债券市场波动，有效控制了业绩回撤，收益率大幅跑赢市场指数。

另类投资业务方面，报告期内山证创新聚焦硬科技类战略性新兴产业赛道，加大股权投资存量项目退出力度；实现营业收入 1.45 亿元，同比-27.68%。

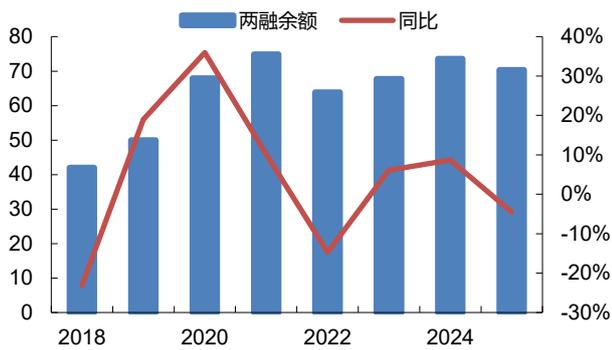
## 6. 两融余额随市小幅回落，持续压降股票质押规模

2025H 公司实现合并口径利息净收入 0.38 亿元，同比+0.98 亿元。

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 70.29 亿元，较 2024 年底-4.51%。报告期内公司实现两融利息收入 2.20 亿元，同比+5.51%。

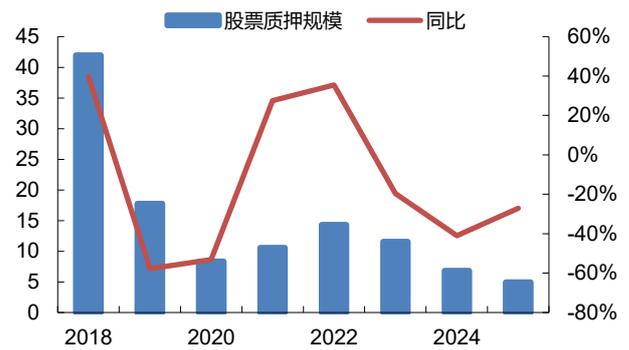
股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押业务规模为 4.95 亿元，较 2024 年底-27.19%。报告期内公司实现股票质押式回购利息收入 0.14 亿元，同比-50.20%。

图 6：公司两融余额（亿元）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（亿元）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深化买方投顾转型，深挖存量资产潜力；投行业务大力拓展财务顾问、债权融资业务，手续费净收入实现明显增长；资管业务加快完善产品布局，拓展销售渠道，公募业务规模保持增长趋势；权益自营坚持非方向投资布局，固收自营有效应对债市波动。公司近年来业绩稳定性处于中小券商前列，在各主营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、2026 年 EPS 分别为 0.24 元、0.26 元，BVPS 分别为 5.17 元、5.36 元，按 9 月 9 日收盘价 6.46 元计算，对应 P/B 分别为 1.25 倍、1.21 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.股价短期波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期；4.超预期事件导致公司的盈利预测与实际经营业绩产生明显偏差**

**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         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>资产:</b>    | <b>775.90</b> | <b>806.61</b> | <b>830.48</b> | <b>864.22</b> |
| 货币资金          | 222.20        | 254.01        | 261.27        | 274.33        |
| 融出资金          | 67.64         | 73.29         | 87.95         | 92.35         |
| 金融投资          | 372.76        | 363.07        | 373.46        | 384.66        |
| 买入返售金融资产      | 19.16         | 19.78         | 5.60          | 6.16          |
| 应收利息及款项       | 1.20          | 1.41          | 1.51          | 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          | 5.97          | 6.03          |
| 商誉            | 4.77          | 4.77          | 4.77          | 4.77          |
| 其他资产合计        | 78.81         | 80.03         | 85.98         | 90.28         |
| <b>负债:</b>    | <b>594.37</b> | <b>623.68</b> | <b>641.54</b> | <b>668.36</b> |
| 流动负债          | 138.04        | 104.99        | 95.17         | 99.93         |
| 交易性金融负债       | 15.12         | 33.69         | 4.54          | 4.77          |
| 卖出回购金融资产款     | 102.78        | 127.30        | 127.28        | 129.83        |
| 代理买卖证券款       | 145.87        | 185.05        | 236.56        | 248.39        |
| 应付款项          | 5.44          | 3.26          | 4.50          | 4.55          |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券          | 158.09        | 151.70        | 153.47        | 160.47        |
| 其他负债          | 29.05         | 17.69         | 20.02         | 20.42         |
| <b>所有者权益:</b> | <b>181.53</b> | <b>182.93</b> | <b>188.94</b> | <b>195.86</b> |
| 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         | 31.57         | 36.31         |
| 一般风险准备        | 17.82         | 19.11         | 21.02         | 23.12         |
| 少数股东权益        | 4.06          | 3.23          | 3.22          | 3.30          |

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         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入：</b>  | <b>34.71</b>  | <b>31.52</b>  | <b>34.14</b>  | <b>35.86</b>  |
| 手续费及佣金净收入     | 12.51         | 13.64         | 15.26         | 15.98         |
| 其中：经纪业务       | 4.52          | 5.96          | 8.18          | 8.59          |
| 投行业务          | 3.94          | 3.46          | 3.98          | 4.18          |
| 资管业务          | 2.45          | 2.62          | 2.10          | 2.21          |
| 利息净收入         | -1.38         | -0.56         | 0.86          | 0.90          |
| 投资收益（含公允）     | 17.48         | 16.17         | 16.82         | 17.66         |
| 其他收入          | 6.10          | 2.27          | 1.20          | 1.32          |
| <b>营业支出：</b>  | <b>27.02</b>  | <b>23.24</b>  | <b>23.85</b>  | <b>25.06</b>  |
| 管理费用          | 20.49         | 20.79         | 23.55         | 24.74         |
| 其他成本          | 6.53          | 2.45          | 0.30          | 0.32          |
| <b>营业外收入：</b> | <b>(0.01)</b> | <b>(0.03)</b> | <b>(0.00)</b> | <b>(0.00)</b> |
| <b>利润总额：</b>  | <b>7.68</b>   | <b>8.25</b>   | <b>10.29</b>  | <b>10.80</b>  |
| 所得税           | 1.76          | 1.34          | 1.72          | 1.81          |
| <b>净利润：</b>   | <b>5.92</b>   | <b>6.91</b>   | <b>8.57</b>   | <b>8.99</b>   |
| 少数股东损益        | (-0.28)       | (-0.21)       | (-0.20)       | (-0.20)       |
| <b>归母净利：</b>  | <b>6.20</b>   | <b>7.12</b>   | <b>8.77</b>   | <b>9.19</b>   |

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  | 0.24  | 0.26  |
| ROE（加权） | 3.53% | 3.98% | 4.80% | 4.86% |
| BVPS（元） | 4.94  | 5.01  | 5.17  | 5.36  |
| P/E（倍）  | 36.17 | 27.66 | 26.92 | 24.85 |
| P/B（倍）  | 1.11  | 1.26  | 1.25  | 1.21  |

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。