

## 非银金融

2026年04月18日

## 浙商证券 (601878)

——看好并表国都后 1+1 &gt; 2 的可能性

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2026年04月17日
收盘价(元)	9.66
一年内最高/最低(元)	12.68/9.26
市净率	1.2
股息率%(分红/股价)	1.76
流通A股市值(百万元)	44,183
上证指数/深证成指	4,051.43/14,885.42

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年12月31日
每股净资产(元)	8.04
资产负债率%	78.95
总股本/流通A股(百万)	4,574/4,574
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

罗钻辉 A0230523090004

luozh@swsresearch.com

金黎丹 A0230525060004

jinld@swsresearch.com

## 联系人

金黎丹 A0230525060004

jinld@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**事件：4/17，浙商证券披露 2025 年业绩，业绩与业绩预告一致，符合预期。**公司 2025 年实现营收 88.4 亿元（新增合并子公司营收 11.95 亿元），同比+36%，归母净利润 24.1 亿元，同比+25%。4Q25 实现营业收入 20.5 亿元，环比-31%；归母净利润 5.2 亿元，环比-30%。2025 年公司拟现金分红 7.7 亿元/同比+13%，对应全年分红率达到 31.96%（VS 2024 年 35.21%）。

- **25 年除资管外其余业务线均保持正增，4Q25 自营拖累单季业绩表现。**2025 年公司各项业务收入（同比增速）如下：经纪 32 亿元（+35%）、投行 8 亿元（+9%）、资管 3 亿元（-13%）、净利息收入 13 亿元（+31%）、投资收益 28 亿元（+61%）、长股投 2 亿元（主要是中欧基金）。4Q25 各业务 yoy/qqq 增速如下：经纪-4%/-15%、投行+3%/+28%、资管-3%/-12%、净利息收入+11%/+6%、投资-54%/-70%。**中欧基金报告期实现归母净利润 7.24 亿元（25 年 5 月起成为浙商证券联营企业后至 25 年末数据），对浙商证券业绩贡献达到 1.45 亿（占比 6%）。**
- **并表国都后经营杠杆显著提升，ROE 略有下滑。**2025 年，浙商证券实现并表控股国都证券，对国都证券的持股比例为 34.7692%。2025 年末，浙商证券总资产为 2,248 亿元（新增合并子公司总资产 381 亿元），较上年末提升 46%，归母净资产 368 亿元，较上年末+5%，公司的杠杆率为（剔除客户保证金）4.5 倍，较 2024 年+1.3 倍。2025 年，浙商证券 ROE 为 6.67%，同比-0.09pct。
- **经纪及两融：客户资产和代销金融产品保有量均实现双位数增长，两融市占率略有提升，关注中欧基金后续对浙商证券财富管理业务赋能。客户数量和资产：**2025 年，浙商证券经纪业务坚持“开拓增量+激活存量”齐头并进，期末客户资产规模突破万亿元，客日均资产达到 8000 亿元，同比增长 30%。**代销：**2H25，权益市场表现相对强势，量化策略产品表现较好，公司金融产品代销保有量 486 亿元，同比+25%。**两融：**2025 年末，公司两融信用账户 7.2 万户，同比+12%，客均两融余额 45.38 万元，同比+23%，公司两融市占率从 2024 年的 1.28% 提升至 1.292%。**中欧基金赋能：2025 年，浙商证券为中欧基金提供代销 406.7 亿元、为中欧基金管理的基金提供基金席位 0.5 亿元。**
- **资产管理：债市波动、债基赎回影响券商资管量缩价减。**2025 年末，浙商证券资产管理净值规模 903.07 亿元，同比-5.24%，主动管理业务方面，平均受托资金亦缩量 4.9%，平均受托资管收益率 4.48%，同比-0.25pct。
- **自营投资：股债基分配均衡，衍生品业务创新有所成效，国都证券自营表现突出。**2025 年末，浙商证券金融投资资产为 752 亿元，较上年末+48%；其中 1) 交易性金融资产 505 亿元，较上年末+40%，2) 其他债权投资 178 亿元（主要是地方债投资规模增长），较上年末+43%，25 年通过处置其他债权投资获得投资收益 1.87 亿元，同比+148%/占比公司投资收益的 7%。3) 其他权益工具投资 66 亿元，较上年末+285%（国都证券 OCI 账户于 25 年 6 月建仓）。其他权益工具投资细项：股票 65.82 亿、非上市公司股权投资 28 万元，其他 4155 万元。2025 年公司通过其他权益工具投资取得的股利收入为 2.74 亿元/占比公司投资收益的 10%。**衍生品：**我们关注到浙商证券母公司口径下 25 年末自营权益类证券及证券衍生品/净资产比例 28.42%，较 2024 年同比+14.05pct。期末浙商证券非套期工具中权益衍生工具名义本金较期初+107%。
- **投资分析意见：上调 26E 盈利预测，下调 27E 盈利预测，新增 28E 盈利预测，维持买入评级。**我们根据 26 年至今市场交投水平，通过上调 26E 日均股基成交额，从而上调 26E 盈利预测；同时，我们保守下调公司 27E 投资收益率假设，从而下调 27E 盈利预测。我们预计公司 26-28 年的归母净利润为 29.5、31.3、33.4 亿元（原 26-27E 预测为 29.2、32.9 亿元），同比分别+22%、+6%和+7%，对应 26-28EPB 分别为 1.14、1.08、1.03 倍。考虑到公司合并国都证券后有望发挥 1+1 > 2 成效，维持买入评级。
- **风险提示：26 年 3 月，浙商证券被浙江证监局采取责令改正的行政监管措施。**

## 财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,502.80	8,840.90	10,154.35	10,722.53	11,405.88
收入同比增长率(%)	-63.13	35.96	14.86	5.60	6.37
归属母公司净利润	1,931.80	2,412.50	2,947.81	3,129.16	3,336.80
净利润同比增长率(%)	10.17	24.88	22.19	6.15	6.64
每股收益(元)	0.46	0.53	0.64	0.68	0.73
ROE(%)	6.28	6.70	7.81	7.88	7.99
P/E(倍)	21.13	18.31	14.99	14.12	13.24
P/B(倍)	1.26	1.20	1.14	1.08	1.03

注：ROE=净利润/期初期末归母净资产扣除其他权益工具

**合并利润表**

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,503	8,841	10,154	10,723	11,406
手续费及佣金净收入	3,611	4,475	4,729	4,884	5,440
利息净收入	989	1,293	1,971	1,808	1,284
投资净收益及公允价值变动	1,812	3,006	3,355	3,930	4,582
其他业务收入	91	68	100	100	100
营业支出	4,072	5,382	6,314	6,647	7,059
营业税金及附加	52	66	32	34	36
管理费用	3,950	5,264	6,093	6,434	6,844
资产减值损失	0	36	90	90	90
其他业务成本	70	16	99	90	90
营业利润	2,431	3,459	3,841	4,075	4,346
营业外收支	-6	1	-3	-1	-2
利润总额	2,425	3,460	3,838	4,074	4,345
所得税	418	617	768	815	869
净利润	2,007	2,843	3,071	3,260	3,476
少数股东损益	75	430	123	130	139
归属母公司净利润	1,932	2,413	2,948	3,129	3,337

**资料来源：聚源数据，申万宏源研究**

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓芝	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。