

投资评级 优于大市 维持

资管主动管理占比大幅提升，公募化进展良好

股票数据

 03月31日收盘价(元) 10.07
 52周股价波动(元) 8.63-13.39

股本结构

 总股本(百万股) 3878
 流通A股(百万股) 3878
 B股/H股(百万股) 0/0

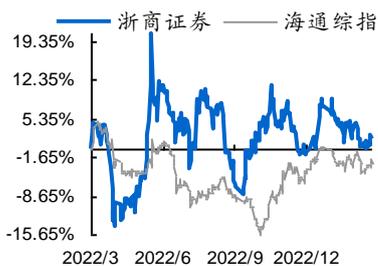
相关研究

 《资管业务收益率较高带动资管业务收入大幅提升，投行、自营表现不佳》
 2022.08.23

《财富管理转型成效初显，经纪、资管等业务表现较好》2022.04.29

 《受益于财富管理转型，经纪业务收入大增42%，归母净利润同比+34.9%》
 2022.03.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	-5.0	1.7
相对涨幅(%)	1.5	-1.0	-1.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

证书:S0850516060001

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@haitong.com

证书:S0850522030003

投资要点：总部位于浙江，深耕长三角，已形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局。公司财富管理转型持续升级，投行业务力争做大做强，资管主动管理占比大幅提升，公募化进展良好。合理价值区间 12.26-12.98 元/股，维持“优于大市”评级。

- **【事件】**浙商证券发布 2022 年度业绩：实现营业收入 168.1 亿元，同比+2.4%；归母净利润 16.5 亿元，同比-24.7%；对应 EPS 0.43 元，ROE 6.6%，同比-3.3pct。第四季度实现营业收入 52.3 亿元，同比+20.5%，环比+26.9%。归母净利润 5.0 亿元，同比-18.0%，环比+16.1%。第四季度公司营收及净利润环比改善，主要得益于投行收入的增长和管理费用率的显著下降。此外，公司自营收入大幅下滑拖累整体业绩表现。
- **财富管理特色品牌优势初步形成，业务模式从产品销售向资产配置转型。**2022 年经纪业务收入 18.7 亿元，同比-10.3%，占营业收入比重 11.1%。2022 年受市场行情影响，金融产品销售难度加大，产品销量较 2021 年有所下降，公司代销金融产品收入 3.03 亿元，同比-36.6%，占经纪业务收入 16.2%，同比下降 6.7pct。公司及时转变业务思路，从产品销售模式向资产配置模式转型，打好权益类产品、固收类产品组合拳。截至 2022 年末，公司两融余额 172 亿元，同比-10%，市场份额小幅提升至 1.1%。2022 年，全市场日均股基交易额 10030 亿元，同比-9.3%；两融余额 15404 亿元，同比-15.9%。
- **加强项目储备及综合服务能力，全力做大投行业务。**2022 年公司投行业务收入 7.8 亿元，同比-28.1%。第四季度投行收入 2.6 亿元，同比+15.2%，环比-0.1%。2022 年公司股权业务承销规模同比-22.9%，债券业务承销规模同比-35.7%。股权主承销规模 87.2 亿元，排名第 29；其中 IPO 4 家，募资规模 32 亿元；再融资 6 家，承销规模 55 亿元。债券主承销规模 811 亿元，排名第 22；其中公司债、企业债、金融债承销规模分别为 714 亿元、69 亿元、28 亿元。IPO 储备项目 8 家，排名第 24，其中两市主板 4 家，北交所 1 家，创业板 3 家。
- **主动管理占比大幅提升，公募化进展良好。**2022 年公司资管业务收入 4.3 亿元，同比+10.3%。截止 2022 年末，浙商资管规模 917 亿元，同比-14.3%，其中公募规模 280 亿元，同比+33%；主动管理规模 892 亿元，同比+3.2%，主动管理占比 97.3%，同比+16.4pct。2022 年主动管理业务在股债震荡下跌的市场环境下展现了强大的韧性，平均受托资管收益率 4.33%，同比基本持平。
- **自营收入下滑拖累整体业绩；管理费用率大幅下降。**投资收益（含公允价值）6.9 亿元，同比-62.8%；第四季度投资收益（含公允价值）0.2 亿元，同比-95.2%，环比-94.1%。我们认为主要原因为权益市场表现低迷，2022 年全年万得全 A 指数累计下跌 18.7%。此外，2022 年，公司管理费用 29.8 亿元，同比-21.3%，管理费用率同比-5.3pct 至 17.7%。
- **投资建议：**我们估算公司 2023-25E EPS 分别为 0.55、0.66、0.85 元，BVPS 分别为 7.21、7.78、8.49 元。使用可比公司估值法，我们给予其 2023 年 1.7-1.8x PB，对应合理价值区间 12.26-12.98 元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司各项业务与宏观经济环境、资本市场走势高度相关，如遇监管变化会对公司产生重大影响。

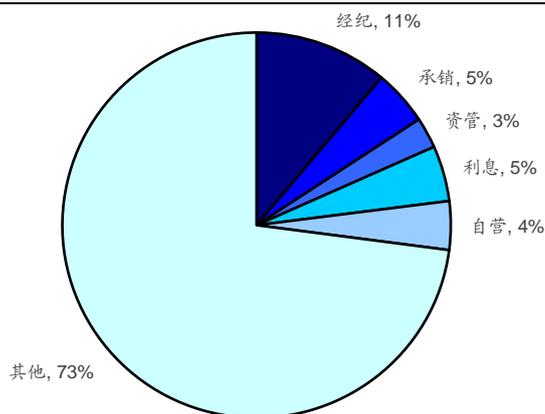
主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16418	16814	18567	19835	21293
(+/-)YoY(%)	54%	2.4%	10%	7%	7%
净利润(百万元)	2196	1654	2149	2561	3085
(+/-)YoY(%)	35%	-25%	30%	19%	20%
每股净利润(元)	0.57	0.43	0.55	0.66	0.85
每股净资产(元)	6.15	6.74	7.21	7.78	8.49

 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

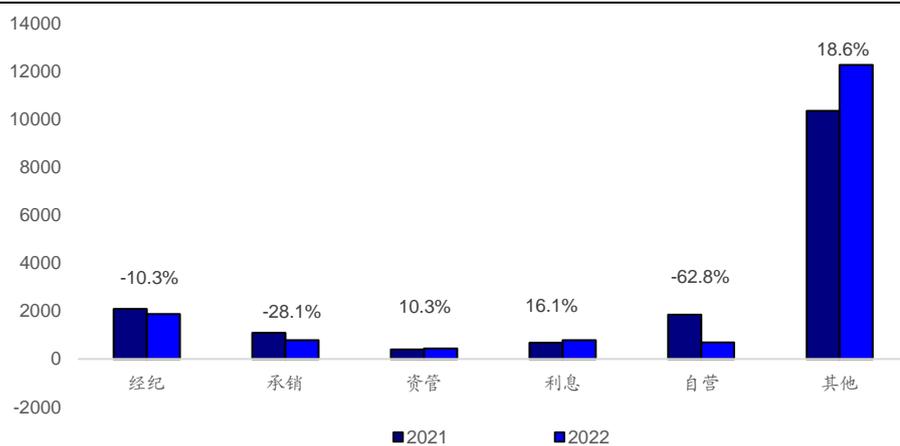
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 浙商证券 2022 年收入结构



资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所
注：其他收入主要为大宗交易收入

图2 浙商证券 2022 年各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

表 1 浙商证券盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	16418	16814	18567	19835	21293
手续费	4067	3646	4415	4898	5442
经纪净佣金	2084	1869	1914	2025	2184
投行收入	1083	779	896	1053	1245
资管收入	394	435	477	597	658
利息净收入	674	783	817	981	1182
投资净收益	1770	962	1111	1121	1192
联合营企业	15	11	12	13	14
公允价值变动净收益	86	-266	-	-	-
汇兑净收益	-1	3	-	-	-
其他收益	21	45	-	-	-
资产处置收益	-0	-0	-	-	-
其他业务收入	9800	11642	12224	12835	13477
二、营业支出	13527	14708	15856	16613	17422
营业税及附加	53	49	55	58	63
管理费用	3788	2981	3528	3669	3833
其他资产减值损失	7	7	-	-	-
信用减值损失	-65	3	50	50	50
其他业务成本	9745	11667	12224	12835	13477
三、营业利润	2891	2106	2711	3222	3871
加: 营业外收入	34	4	-	-	-
减: 营业外支出	8	13	-	-	-
四、利润总额	2916	2098	2711	3222	3871
减: 所得税	721	396	512	608	731
五、净利润	2196	1702	2199	2614	3140
减: 少数股东损益	-	47	50	53	55
归属于母公司所有者的净利润	2196	1654	2149	2561	3085
六、每股收益 (元)	0.57	0.43	0.55	0.66	0.85

资料来源: 公司 2021 年、2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 浙商证券资产负债表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产：					
货币资金	34267	42981	44512	46565	47680
其中：客户资金存款	26951	33871	35077	36695	37573
结算备付金	5782	6230	6452	6750	6911
其中：客户备付金	3861	3745	3878	4057	4154
融出资金	19394	17557	18130	21559	25457
交易性金融资产	45809	44819	43432	45435	48431
衍生金融资产	614	1001	1101	1211	1332
买入返售金融资产	7088	6275	7120	9683	3615
应收款项	319	305	335	369	406
存出保证金	8155	11756	12175	12737	13042
长期股权投资	127	116	127	140	154
固定资产	913	905	1353	1421	1492
无形资产	222	240	196	216	237
商誉	20	20	31	35	38
递延所得税资产	502	561	805	886	974
其他资产	1575	3759	5470	6017	6619
资产总计	125251	136961	142701	149666	157000
负债：					
短期借款	72	353	406	467	537
应付短期融资券	7941	3567	3567	3567	3567
拆入资金	500	700	770	847	932
交易性金融负债	2925	1058	1216	1399	1609
衍生金融负债	451	554	565	577	588
卖出回购金融资产款	25250	23825	26208	28829	31711
代理买卖证券款	20014	20818	21234	21659	22092
应付职工薪酬	1191	1275	1301	1327	1353
应交税费	1232	510	520	530	541
应付款项	372	190	194	198	202
应付债券	18631	21570	21570	22070	22070
递延所得税负债	226	214	236	259	285
合同负债	204	161	186	213	245
其他负债	22045	34532	35222	35927	36645
负债合计	101414	109653	113569	118298	122872
所有者权益(或股东权益)：					
股本	3878	3878	3878	3878	3878
其他权益工具	-	684	684	684	684
资本公积金	9874	10471	10471	10471	10471
其他综合收益	-4	9	9	9	9
盈余公积金	867	1030	1030	1030	1030
一般风险准备	1719	2914	2588	3173	3878
未分配利润	7502	7140	9290	10940	12995
归属于母公司所有者权益合计	23837	26125	27949	30185	32945
所有者权益合计	23837	27309	29133	31369	34128
负债及股东权益总计	125251	136961	142701	149666	157000

资料来源：公司 2021 年、2022 年年报，海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 31 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
财通证券	7.51	349	13.6	19.7	14.6	1.4	1.1	1.0
中银证券	10.74	298	31.0	27.3	23.1	1.9	1.8	1.7
方正证券	6.97	574	31.5	26.7	22.9	1.4	1.3	1.2
国投资本	6.94	446	9.3	15.2	10.1	1.0	0.9	0.8
红塔证券	8.63	407	25.8		27.6	1.7	1.8	1.6
长城证券	8.29	334	18.9			1.7		
华林证券	14.67	396	81.9	85.2	63.3	6.3	6.2	5.6
天风证券	2.91	252	43.0			1.0		
兴业证券	6.12	529	11.1	17.6	12.6	1.3	1.0	0.9
长江证券	5.57	308	12.8	15.8	11.5	1.0		
西部证券	6.37	285	20.2	34.5	19.9	1.1	1.0	1.0
国元证券	6.76	295	15.5	17.0	14.1	0.9	0.9	0.8
东吴证券	6.91	346	14.5	19.3	15.0	0.9	0.9	0.8
国金证券	8.96	334	14.4	24.6	17.3	1.4	1.1	1.0
西南证券	3.89	258	24.9	46.3	27.1	1.0	1.0	1.0
华西证券	8.23	216	13.2			1.0		
南京证券	8.77	323	33.1	44.0	35.0	2.0	1.9	1.9
太平洋	2.62	179	147.2			1.8	1.8	1.8
华安证券	4.82	226	15.9	19.2	13.5	1.2	1.1	1.1
华创阳安	6.84	155	16.0			1.0		
第一创业	5.97	251	33.7	52.7	35.8	1.7	1.7	1.7
山西证券	5.81	209	26.0	39.9	37.2	1.2	1.2	1.2
国海证券	3.40	185	24.2			1.0		
中原证券	3.72	173	33.7	162.1		1.3	1.3	
平均			28.8	39.2	23.6	1.5	1.6	1.5

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业
何婷 非银行金融行业
任广博 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行,中信银行,浙商银行,第一创业,江苏银行,沪农商行,,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中信证券,中国人寿,国泰君安,华兴资本控股,苏州银行,江苏金租,瑞达期货,上海银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,东亚银行,渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。