

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

浙商证券(601878)

投资评级 买入

上次评级 买入

王筋朝 非银&中小盘首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: 010-83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

融资融券市占率上行, 资管业务表现亮眼

2023年03月31日

事件: 浙商证券公布 2022 年年报, 公司实现营收 168.14 亿元, 同比+2.41%, 实现归母净利润 16.54 亿元, 同比-24.66%, 平均加权 ROE6.58%, 同比减少 3.32 个百分点, 基本每股收益 0.43 元, 同比-25.86%。

点评:

- **投资业务承压,拖累全年业绩。**公司归母净利润下滑源于受资本市场行情影响, 自营业务收入 6.85 亿元, 较上年同期 18.41 亿元同比减少 62.79%。自营规模 458.2 亿元, 同比减少 1.3%, 其中交易性金融资产 439.98 亿元, 同比减少 3.95%, 债券/公募基金/股票/券商资管产品期末余额分别为 330.62/43.71/20.43/16.68 亿元, 同比 -5.9%/+51.3%/-40.6%/+24.5%。
- **投行业务受行情拖累, 下半年现复苏趋势。**投行收入实现 7.79 亿元, 同比下降 28%。IPO 承销金额 31.96 亿元, 同比+5.0%。再融资承销金额 55.23 亿元, 较上年-33.0%, 债券承销金额 811.45 亿元, 较上年减少 35.7%。相比 22H1, H2 公司投行业绩明显回暖, 下半年公司完成全年全部四单 IPO 主承销, 实现投行收入 5.16 亿元, 环比上半年+96.2%。公司将继续贯彻“深耕+聚焦”的发展战略, 继续以浙江省凤凰计划为契机, 提升投行业务规模, 向第一梯队投行迈进。
- **经纪业务市占率持平, 两融业务市占率上行。**公司实现经纪业务手续费收入 18.69 亿元, 同比-10.34%, 公司全年股基交易额 46495.05 亿元, 同比-10.47%, 市占率较上年基本持平。同时公司两融余额截至 2022 年 12 月底为 171.71 亿元, 较 2021 年末下降 10.03%, 两融份额提升至 1.075%。
- **基金代销受市场冲击, 私募代销高占比为发展赋能。**2022 年, 公司经纪业务收入中代销金融产品业务收入为 3.03 亿元, 同比-36.47%, 我们预计系代销金融产品费率由 0.55%下降至 0.36%所致。22 年末金融产品保有量 412 亿元, 相较 2021 年底 445 亿元-7.4%。考虑到协会披露非货基公募保有量为 130 亿元, 我们估计公司重点发力的私募代销保有量为 282 亿元, 占比 68.4%。公司面对市场调整, 及时转变业务思路, 从产品销售模式向资产配置模式转型, 向以客户需求为中心、注重产品组合配置的财富管理新模式迈进。由于公司持续搭建高素质投顾团队, 对客户资产把控能力强, 同时具备专业的金融产品选品体系, 客户投资体验与管理客户资产规模增长实现良性循环。浙江省高净值人群聚集, 公司在私募基金代销领域具备地域及专业性优势, 公司盈利能力有望随私募基金保有量增长而持续提升。
- **资管规模继续压缩, 主动管理规模占比持续提升。**作为 2022“头号工程”, 资管业务全年实现收入 4.35 亿元, 同比+10.3%, 资管规模继续压

降至 917.17 亿元，其中主动管理 892.26 亿元，占比 97.28%，较 2021 年底继续上升 16.44pct。资产管理业务积极挖掘市场机会，强化主动管理能力。公司坚持以投研建设为核心，树品牌、强服务、做规模，积极打造具备市场竞争力的明星产品，坚定“打造权益特色的行业一流资产管理公司”发展定位，力争成为产品线齐全、具备特色竞争优势的行业财富产品提供商。

- **期货业务稳定发展。**截至 2022 年 12 月底，客户权益 319.89 亿元，同比增长 58.02%，成交金额 12.39 万亿元，同比减少 8.6%，成交金额市占率 1.16%，较上年底下降 0.01pct。
- **盈利预测与投资评级：**浙江经济发达，上市公司和高净值人群资源丰富，公司投行、财富管理业务有良好区位支撑，私募特色的财富管理优势有望进一步凸显，公司盈利能力有望随财富管理业务收入贡献提升实现质的飞跃。此外，市场经济复苏有望大幅改善公司自营投资收入，公司业绩有望从 23 年开始实现强劲复苏。我们预计 2023-2025E 归母净利润分别为 25.62/27.26/29.16 亿元，对应 2023-2025EPE 为 15.39x/14.47x/13.52x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**证券市场波动导致自营业务盈利波动；市场复苏不及预期；财富管理模式转型效果不及预期。

重要财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	164.18	168.14	203.93	226.92	252.78
增长率 YoY %	54.35%	2.41%	21.29%	11.27%	11.40%
归属母公司净利润(亿元)	21.96	16.54	25.62	27.26	29.16
增长率 YoY%	34.97%	-24.68%	54.90%	6.39%	6.99%
营业利润率%	17.61%	12.53%	15.49%	15.45%	14.66%
净资产收益率 ROE%	10.17%	6.62%	9.20%	8.77%	8.51%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.43	0.66	0.70	0.75
市盈率 P/E(倍)	17.96	23.84	15.39	14.47	13.52
市净率 P/B(倍)	1.65	1.51	1.33	1.21	1.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价

合并损益表

亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	164.18	168.14	203.93	226.92	252.78
手续费净收入	40.67	36.46	46.69	53.86	62.43
代理买卖证券业务净收入	20.84	18.69	23.59	25.33	26.88
证券承销业务净收入	10.83	7.79	11.44	14.59	18.63
资产管理业务净收入	3.94	4.35	5.79	7.49	9.81
利息净收入	6.74	7.83	6.88	7.97	9.25
投资收益及公允价值变动	17.70	9.62	22.00	23.92	25.84
其他业务收入	98.00	116.42	128.05	140.86	154.94
营业支出	135.27	147.08	172.35	191.86	215.72
营业税金及附加	0.53	0.49	0.59	0.75	0.74
业务及管理费	37.88	29.81	36.16	40.23	46.89
营业利润	28.91	21.06	31.58	35.06	37.07
营业外收入	0.34	0.04	0.04	0.04	0.05
营业外支出	0.34	0.04	0.04	0.04	0.05
利润总额	28.91	21.06	31.58	35.06	37.07
所得税	29.16	20.98	5.96	7.80	7.90
净利润	21.96	17.02	25.62	27.26	29.16
归属母公司所有者净利润	21.96	16.54	25.62	27.26	29.16
少数股东损益	0.00	-0.51	0.00	0.00	0.00
基本 EPS (元, RMB)	0.57	0.43	0.66	0.70	0.75

年成长率(%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	54.35%	2.41%	21.29%	11.27%	11.40%
净利润	34.97%	-24.68%	54.90%	6.39%	6.99%
基本 EPS	0.57	0.43	0.66	0.70	0.75
盈利能力(%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润率	17.61%	12.53%	15.49%	15.45%	14.66%
净利润率	13.38%	9.84%	12.56%	12.01%	11.54%

资产负债表

亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	342.7	429.8	381.2	411.3	440.3
结算备付与保证金	139.4	179.9	194.6	212.5	230.4
交易性金融资产	458.1	440.0	550.0	597.9	645.9
买入返售金融资产	70.9	62.8	59.2	64.4	69.6
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他资产	241.5	257.2	283.4	308.3	334.5
资产总计	1,252.5	1,369.6	1,468.5	1,594.4	1,720.7
短期借款	0.7	3.5	3.6	3.7	3.7
交易性金融负债	29.3	10.6	11.1	11.7	12.2
衍生金融负债	4.5	5.5	5.8	6.1	6.4
卖出回购金融资产款	252.5	238.3	250.2	262.7	275.8
代理买卖证券款	200.1	208.2	295.9	310.7	326.2
其他负债	527.0	630.4	606.1	673.5	736.6
负债合计	1,014.1	1,096.5	1,172.7	1,268.3	1,361.0
股本	38.8	38.8	38.8	38.8	38.8
归属母公司所有者权益	238.4	261.3	295.9	326.1	359.7
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
所有者权益合计	238.4	273.1	295.9	326.1	359.7
负债和股东权益合计	1,252.5	1,369.6	1,468.5	1,594.4	1,720.7

经营指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产收益率(%)	2.03%	1.26%	1.81%	1.78%	1.76%
净资产收益率(%)	10.17%	6.62%	9.20%	8.77%	8.51%
管理费用率(%)	30.00%	17.73%	17.73%	18.55%	17.73%
营业收入/总资产(%)	15.18%	12.82%	14.37%	14.82%	15.25%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
基本 EPS (RMB)	0.57	0.43	0.66	0.70	0.75
BVPS	6.15	6.74	7.63	8.41	9.27

估值分析	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率(x)	17.96	23.84	15.39	14.47	13.52
市净率(x)	1.65	1.51	1.33	1.21	1.10
净资产收益率(%)	10.17%	6.62%	9.20%	8.77%	8.51%

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。