

迎接盈利兑现驱动估值修复的奇点时刻

证券研究报告

2026 年 06 月 03 日

证券行业及金融科技 2026 年中期策略

核心结论

1、2024 年 924 以来 A/H 股券商和金融科技股价复盘：A 股和 H 股券商股走势趋同但幅度差距较大，2024/9/23-2026/5/20，证券 II（申万）上涨 28.8%，跑输沪深 300 指数 22.3 pct；[HK]中资券商指数上涨 112.8%，跑赢恒生指数 72.3 pct。个股方面，A 股券商中仅长江证券、东兴证券、广发证券、华林证券、华安证券跑赢沪深 300 指数，H 股券商招商证券、广发证券、中金公司、中信证券、中信建投证券涨幅超过 100%。金融科技方面，2024 年 924 以来 A+H 股金融科技标的均表现出较高的绝对收益，显著跑赢沪深 300 指数。

2、2024 年 924 以来上市券商和金融科技盈利表现：2024/2025 年 A 股 ADT 分别为 1.06、1.73 万亿元，2026Q1 增长至 2.58 万亿元；A 股融资融券余额从 2024 年初的 1.66 万亿元，提升至 2026/5/21 的 2.9 万亿元。2025 年 A 股 IPO 规模同比+96%，H 股 IPO 全球第一；2024/9/23-2026/5/20，沪深 300 指数累计上涨 51%，创业板指累计上涨 156.2%，为券商和金融科技提供较好环境。证券行业盈利能力明显修复，2024Q3-2026Q1 行业净利润增加 79.3%；2024Q1-2026Q1 行业 ROE 由 4.3%提升至 7.4%，增长 70%；其中行业 ROA 由 0.9%提升至 1.4%，提升 47.8%，而杠杆水平仅由 3.87 倍提升至 4.06 倍，提升 5.1%；本轮 ROE 修复更多由 ROA 改善驱动。金融科技板块 924 行情后盈利同样迎来拐点。25H2，7 家公司合计归母净利润较 2024H1 增长约 120%，且利润增速高于营收增速，经营杠杆正在加速释放。

3、2026 年证券行业盈利展望及投资策略：我们预计市场成交中枢和两融余额仍会维持较高水平，A 股 IPO 将继续修复，港股 IPO 规模维持高位，A 股资本市场和债市均维持平稳。券商 ROA 有望在上述条件下维持高位，目前头部券商国际业务成为杠杆提升的有效抓手，而持续提升需要等待政策放松催化。券商板块在过去九个月整体表现较弱，从估值绝对水平来看，截至 2026/5/29，证券 II（申万）PB/PE 分别为 1.12x/14.57x，处于 2016 年以来的 5.9%、6.7%分位数。目前资金面压力已边际明显减弱，推荐国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券、兴业证券、中金公司、中信证券、东方财富、财通证券。

4、2026 年金融科技盈利展望及投资策略：交投活跃与增量投资者下预计板块盈利将维持较好表现。杠杆资金是 2022 年后板块行情的放大器，未来板块超额收益或将更多取决于公司自身的 Alpha 加成。我们推荐流量及 AI 产品力领先的同花顺（西部银行组覆盖），互联网财富管理龙头的东方财富，以及把握新流量入口的九方智投控股；建议关注财富趋势、指南针。

风险提示：资本市场改革进度不及预期、资本市场波动风险、行业竞争加剧风险、信用风险。

行业评级

超配

前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现

1 个月

3 个月

12 个月

证券 II -4.25 -9.35 -2.38

沪深 300 2.74 6.08 28.21

分析师

孙寅 S0800524120007

18511970156

sunyin@research.xbmail.com.cn

陈静 S0800524120006

18811120850

chenjing@research.xbmail.com.cn

张佳蓉 S0800524080001

13099070455

zhangjiarong@research.xbmail.com.cn

相关研究

证券 II：券商科创属性提升，投行资本化演绎——证券行业热点速递之五 2026-05-25

证券 II：解码券商风险资本指标体系，探索杠杆提升路径——证券瞭望系列二 2026-05-10

证券 II：费类业务全线回暖，自营表现分化——

证券行业 2026 年一季报综述 2026-05-06

索引

内容目录

一、2024 年 924 以来 A/H 券商和金融科技股价复盘	4
1.1、A 股券商股价复盘：2024 年 924 以来跑输沪深 300	4
1.2、H 股券商股价复盘：绝对收益可观，显著跑赢恒生指数	6
1.3、金融科技 A+H 股价复盘：显著跑赢沪深 300 指数	7
二、2024 年 924 以来上市券商和金融科技盈利表现	8
2.1、市场数据：资本市场环境全线回暖	8
2.2、盈利表现：各业务条线全面回暖，ROA 驱动盈利能力修复明显	10
2.3、金融科技盈利表现：资本市场景气上行下明显修复	14
三、2026 年证券行业盈利展望及投资策略	18
3.1、预计成交仍维持高位，发行景气环比提升，资本市场保持稳定	18
3.2、盈利预测：预计 2026 年证券行业净利润同比增长 14%	22
3.3、投资策略：受益于资本市场的稳定和活跃	23
四、2026 年金融科技盈利展望及投资策略	25
五、风险提示	27

图表目录

图 1：2024 年 924 以来 A 股券商板块股价走势	5
图 2：2024 年 924 至今 A 股券商股价表现	5
图 3：2024 年 924 以来港股券商板块股价走势	6
图 4：2024 年 924 至今 H 股券商股价表现	7
图 5：2024 年 924 以来 A/H 券商溢价率大幅下降	7
图 6：2024 年 924 以来 A/H 股金融科技标的行情表现	8
图 7：924 以来 A 股市场 ADT 中枢维持高位	8
图 8：A 股市场两融余额提升显著	8
图 9：2025 年以来 A 股 IPO 募集资金规模明显回暖	9
图 10：2025 年以来 H 股 IPO 节奏火热	9
图 11：2026Q1 权益型新发基金同比+73.5%	10
图 12：券商资管规模保持稳定	10
图 13：2024 年以来权益市场呈上行趋势	10
图 14：2024 年债券市场持续上涨，2025 年以来有所回调	10
图 15：市场环境景气下，行业净利润稳步增长	11
图 16：行业 ROE 随市回升	11
图 17：在轻资产业务修复下 ROA 提升明显	12

图 18: 行业杠杆提升幅度有限.....	12
图 19: 经纪业务在市场以量补价下收入修复明显.....	13
图 20: 头部券商凭借经纪业务布局优势, 收入水平靠前.....	13
图 21: 股权融资回暖下, 券商投行收入改善.....	14
图 22: 市场权益发行回暖, 行业资管收入平稳增长.....	14
图 23: 投资业务成为券商业绩增长核心业务.....	14
图 24: 信用业务收入随两融规模扩张而明显增长.....	14
图 25: 7 家金融科技公司 24 年 924 后业绩迎来修复.....	15
图 26: 各公司 C 端证券交易软件及服务收入均受益于市场回暖.....	16
图 27: 同花顺广告及互联网推广服务近年来营收贡献不断提升.....	16
图 28: 三家公司证券交易系统业务毛利率情况.....	17
图 29: 证券交易系统业务竞争格局相对稳定 (单位: 亿元).....	17
图 30: 券商业务占东方财富收入比重持续提升.....	18
图 31: 券商业务占指南针收入比重持续提升.....	18
图 32: 主动偏股基金月度发行&申购份额 (亿份).....	18
图 33: 股票 ETF 月度发行&申购份额 (亿份).....	18
图 34: 2024 年以来保险资金等中长期资金持续入市.....	19
图 35: 2024 年以来上交所新开户整体维持较高水平.....	19
图 36: 2024Q3 以来证券行业保证金存款大幅提升.....	19
图 37: A 股 IPO 排队项目数量.....	20
图 38: 港股 IPO 排队项目数量.....	20
图 39: 证券 II 主动偏股型基金持仓占比及超低配情况.....	24
图 40: 东方财富两融余额占比与股价表现.....	26
图 41: 同花顺两融余额占比与股价表现.....	26
图 42: 指南针两融余额占比与股价表现.....	26
图 43: 大智慧两融余额占比与股价表现.....	26
图 44: 财富趋势两融余额占比与股价表现.....	27
表 1: 2024 年以来头部券商 ROE 均有明显正增.....	11
表 2: 头部券商 ROA 均有明显增长.....	12
表 3: 当前科创板创业板排队核心企业.....	20
表 4: 近期关于维持资本市场和债券收益率稳定的政策表述.....	21
表 5: 近年来较多券商对国际业务进行增资或拟成立香港子公司.....	22
表 6: 2026 年证券行业盈利预测 (单位: 亿元).....	23
表 7: 2026 年各项核心业务假设.....	23
表 8: 证券 II (申万) 的 PB/PE 表现.....	24
表 9: 券商板块证金&汇金持仓统计 (前十大股东).....	25

一、2024 年 924 以来 A/H 券商和金融科技股价复盘

2024 年 924 以来 A 股和 H 股券商股走势趋同，均经历“上涨→下跌→上涨→下跌”的趋势变化，但幅度差距较大，2024/9/23-2026/5/20 期间，证券 II（申万）上涨 28.8%，同期沪深 300 指数上涨 51%，证券 II（申万）跑输沪深 300 指数 22.3pct；而 [HK] 中资券商指数上涨 112.8%，同期恒生指数上涨 40.6%，[HK] 中资券商指数跑赢恒生指数 72.3pct。而金融科技方面，2024/9/23-2026/5/20 期间，炒股软件指数上涨 150.3%，同期沪深 300 指数上涨 51%，炒股软件指数跑赢沪深 300 约 99.3pct；港股金融科技标的整体跑赢 [HK] 中资券商指数 200pct 以上，反映出本轮行情中 C 端金融信息服务商的业绩和估值弹性。

1.1、A 股券商股价复盘：2024 年 924 以来跑输沪深 300

2024 年 924 以来 A 股券商股走势可以分为四个阶段，其中市场风险偏好和资金面因素成为核心矛盾。2024/9/24，随着资本市场“1+N”政策陆续出台，市场预期大幅反转，券商带领指数触底反弹，但时间较短，在 2024/11/7 到达阶段性高点；此后在资金获利了结和对中美关系的担忧下板块震荡调整，直至 2025/4/8 监管、汇金、央国企等出台一系列维稳政策，2025 年 5 月降准降息落地，市场风险偏好和流动性再次改善，直至 2025/8/25 到达第二次阶段性高点；此后在资金面压制下板块再次下跌。

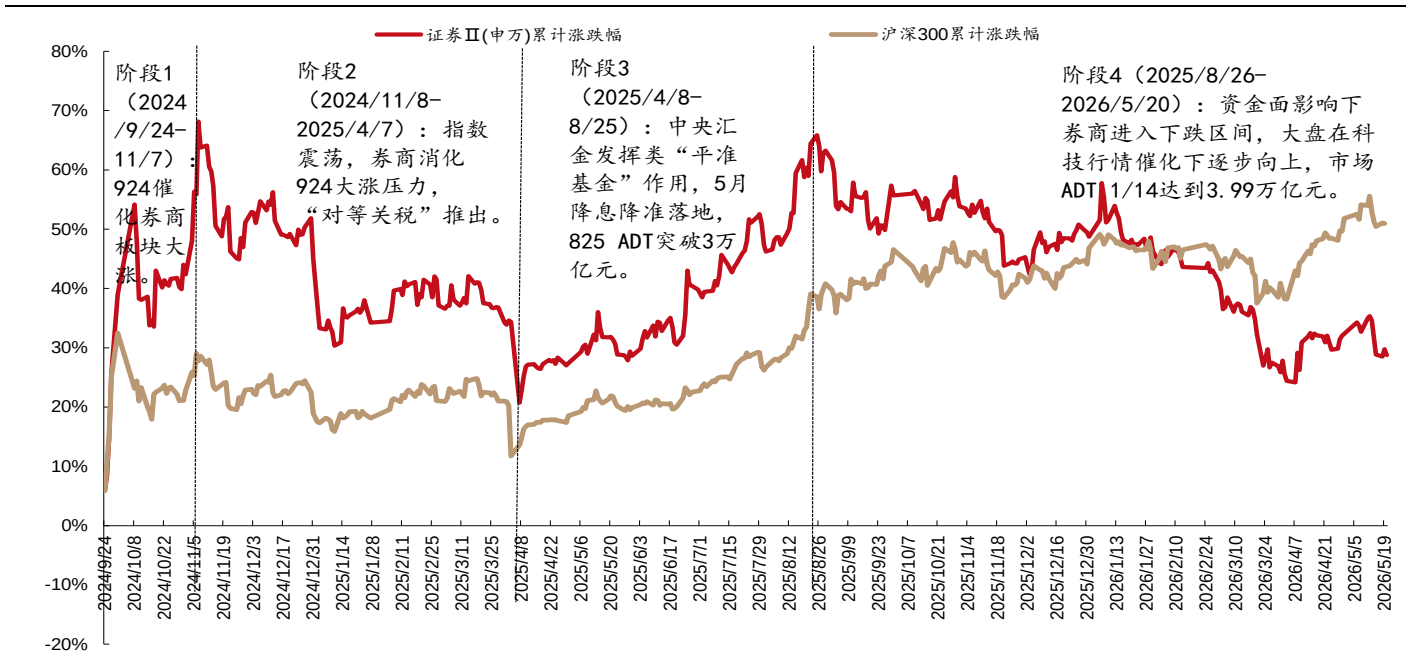
阶段一（2024/9/24-2024/11/7）：政策催化下的市场预期反转。2024/9/24 国新办举行新闻发布会，央行提出创设互换便利等创新金融工具支持股票市场发展；随后多项政策落地，市场情绪及流动性改善显著，拉动券商板块迎来超额收益。在此阶段证券 II（申万）指数上涨 68.2%，跑赢沪深 300 指数 39.1pct。

阶段二（2024/11/8-2025/4/7）：获利了结，中美关税担忧下的震荡下调。市场在 924 急涨后积累了大量获利盘，获利了结叠加市场对于可能发生的中美关税谈判担忧，使得市场在此阶段进入震荡调整；此阶段 A 股市场 ADT 均值为 1.59 万亿元，较阶段一的 1.97 万亿元的 ADT 大幅下降。在此阶段券商板块跑输大盘，证券 II（申万）指数下跌 28.2%，跑输沪深 300 指数 14.8pct。

阶段三（2025/4/8-2025/8/25）：政策维稳，降息降准推动市场流动性和风险偏好改善。4/7“对等关税”政策出台后沪深 300 大幅回撤，然而监管坚定维护资本市场稳定，中央汇金称将发挥类“平准基金”作用，并再次增持 ETF，多家上市公司宣布开展回购，政策支持下资本市场企稳向上；另外 2025 年 5 月降息降准落地，流动性持续处于宽松状态，市场风险偏好持续提升，市场日成交额于 8/13 超过 2 万亿元，于 8/25 超过 3 万亿元。在此阶段券商表现亮眼，上涨 37.4%，跑赢沪深 300 指数 12.9pct。期间证券 II（申万）指数估值最高修复至 1.59xPB，处于 2018 年以来 71.54%分位数。

阶段四（2025/8/26-2026/5/20）：交易因素影响下进入回调阶段。在此阶段，制约券商板块投资的核心问题由基本面层面逐步过渡到交易层面，与此同时指数在科技行情推动下不断攀升，2026/1/14 达到历史最高 3.99 万亿元；在此阶段证券 II（申万）指数下跌 22.3%，跑输沪深 300 指数 30.9pct。截至 2026/5/20，证券 II（申万）指数估值为 1.14xPB，处于 2018 年以来 9.29%分位数。

图 1：2024 年 924 以来 A 股券商板块股价走势



资料来源：Wind，券商中国，新华社，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 20 日

2024 年 924 以来 A 股券商不同个股之间收益分化显著。2024/9/24-2026/5/20 期间券商板块中仅有 5 只个股跑赢沪深 300 指数（期间上涨 51%），分别为长江证券、东兴证券、广发证券、华林证券、华安证券，分别上涨 72%、70%、61%、55%和 54%，除华林证券外主要共同点为业绩高弹性+事件催化，此外华泰证券、湘财股份、第一创业、东北证券在此期间的收益也超过 40%。在 A 股市场成交活跃+权益市场整体走牛下，我们认为具有业绩确定性和持续性的券商，以及具有事件催化如并购重组可能发生基本面变化的券商，有望实现超额收益。整体而言，券商基本面 2025 年和 2026 年一季度表现亮眼，而股价表现不如人意，板块估值与行业业绩高增的基本面形成明显错配。板块滞涨的核心是资金面压制而非基本面恶化，随着资金面压力边际递减，我们认为后续或存在补涨机会。

图 2：2024 年 924 至今 A 股券商股价表现

A股券商标的															
股票代码	公司名称	2024年924至今涨跌幅 (%)	相对证券Ⅱ (申万) 涨跌幅 (pct)	PB (Lf) (倍)	2018年以来PB分位数 (%)	PE (TTM)	2018年以来PE分位数 (%)	股票代码	公司名称	2024年924至今涨跌幅 (%)	相对证券Ⅱ (申万) 涨跌幅 (pct)	PB (Lf) (倍)	2018年以来PB分位数 (%)	PE (TTM) (倍)	2018年以来PE分位数 (%)
000783.SZ	长江证券	72.35	43.57	1.26	53.72	11.07	2.07	600999.SH	招商证券	16.40	-12.38	1.19	24.74	11.14	6.31
601198.SH	东兴证券	69.51	40.73	1.43	55.62	21.19	19.71	601377.SH	兴业证券	15.41	-13.38	0.90	7.05	16.17	21.24
000776.SZ	广发证券	61.29	32.51	1.10	30.83	9.71	0.00	601375.SH	中原证券	15.38	-13.40	1.27	13.95	35.43	1.72
002945.SZ	华林证券	54.67	25.89	5.47	18.54	80.95	29.92	600369.SH	西南证券	15.17	-13.61	1.02	13.09	23.99	4.12
600909.SH	华安证券	53.96	25.18	1.26	38.89	16.49	26.96	601066.SH	中信建投	14.61	-14.17	2.01	9.59	15.38	0.83
601688.SH	华泰证券	46.69	17.90	0.94	28.73	9.56	5.32	601881.SH	中国银河	13.29	-15.50	1.13	10.35	10.65	12.27
600095.SH	湘财股份	46.18	17.40	2.05	39.48	57.31	2.03	600906.SH	财达证券	11.46	-17.33	1.64	4.02	23.24	8.20
002797.SZ	第一创业	43.38	14.59	1.77	31.94	33.96	18.24	000728.SZ	国元证券	11.40	-17.39	0.79	3.20	13.16	3.94
000686.SZ	东北证券	41.03	12.24	0.92	23.31	11.49	1.75	601099.SH	太平洋	10.97	-17.81	2.43	60.03	144.51	52.99
600030.SH	中信证券	38.76	9.98	1.33	30.16	11.45	0.10	002673.SZ	西部证券	9.50	-19.28	1.01	5.00	17.63	0.32
601059.SH	信达证券	38.65	9.87	2.53	15.04	26.22	1.38	002500.SZ	山西证券	9.10	-19.68	1.00	3.30	20.19	0.00
601555.SH	东吴证券	38.09	9.31	0.92	19.76	11.94	1.33	601236.SH	红塔证券	8.11	-20.67	1.32	0.90	30.23	2.94
002939.SZ	长城证券	36.97	8.18	1.13	16.43	15.56	2.07	000166.SZ	申万宏源	7.42	-21.36	0.98	0.02	11.32	0.27
601696.SH	中银证券	36.22	7.44	1.73	20.71	29.74	5.07	601211.SH	国泰君安	7.23	-21.55	0.83	2.12	12.29	36.13
601162.SH	天风证券	30.04	1.25	1.31	34.89	271.14	90.17	601788.SH	光大证券	4.04	-24.74	1.11	21.54	16.97	9.22
002926.SZ	华西证券	28.43	-0.35	0.86	8.58	13.94	10.77	600918.SH	中泰证券	3.91	-24.87	1.02	0.07	29.63	32.71
601108.SH	财通证券	28.03	-0.75	1.00	7.93	12.83	1.13	601901.SH	方正证券	2.03	-26.75	1.09	0.44	13.47	0.05
000750.SZ	国海证券	27.97	-0.81	1.06	27.62	29.39	7.04	601990.SH	南京证券	-3.46	-32.25	1.32	0.00	28.43	5.67
600109.SH	国金证券	25.55	-3.23	0.91	6.53	13.76	4.16	601456.SH	国联民生	-3.73	-32.51	0.98	0.29	24.65	0.00
601995.SH	中金公司	20.70	-8.08	1.62	5.58	14.64	0.37	601136.SH	首创证券	-7.95	-36.74	3.02	2.19	38.74	0.24
600958.SH	东方证券	17.28	-11.50	1.01	15.18	14.33	3.01	601878.SH	浙商证券	-11.50	-40.28	1.16	0.00	16.75	0.39
002736.SZ	国信证券	17.18	-11.60	1.04	5.86	9.65	3.50	801193.SI	证券Ⅱ (申万)	28.78		1.14	9.27	14.81	0.39

资料来源：Wind，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 20 日

1.2、H股券商股价复盘：绝对收益可观，显著跑赢恒生指数

2024 年 924 以来 H 股券商股走势整体与 A 股券商股趋同，但区间幅度跟 A 股券商股有所分化。2024/9/24，资本市场“1+N”政策出台推动市场预期修复，叠加 A 股国庆节休市，H 股券商在此期间表现较好，后来 2025 年 2 月 DeepSeek 推动港股市场大涨，但 H 股券商由于获利了结在此期间有所调整；4/8 维稳政策出台后，市场风险偏好再次提升，保险资金、公募基金等南向资金持续流入港股市场，入场被严重低估的港股券商，直至 8 月 18 号触顶回调；2025/8/18 至今，港股券商震荡下调。

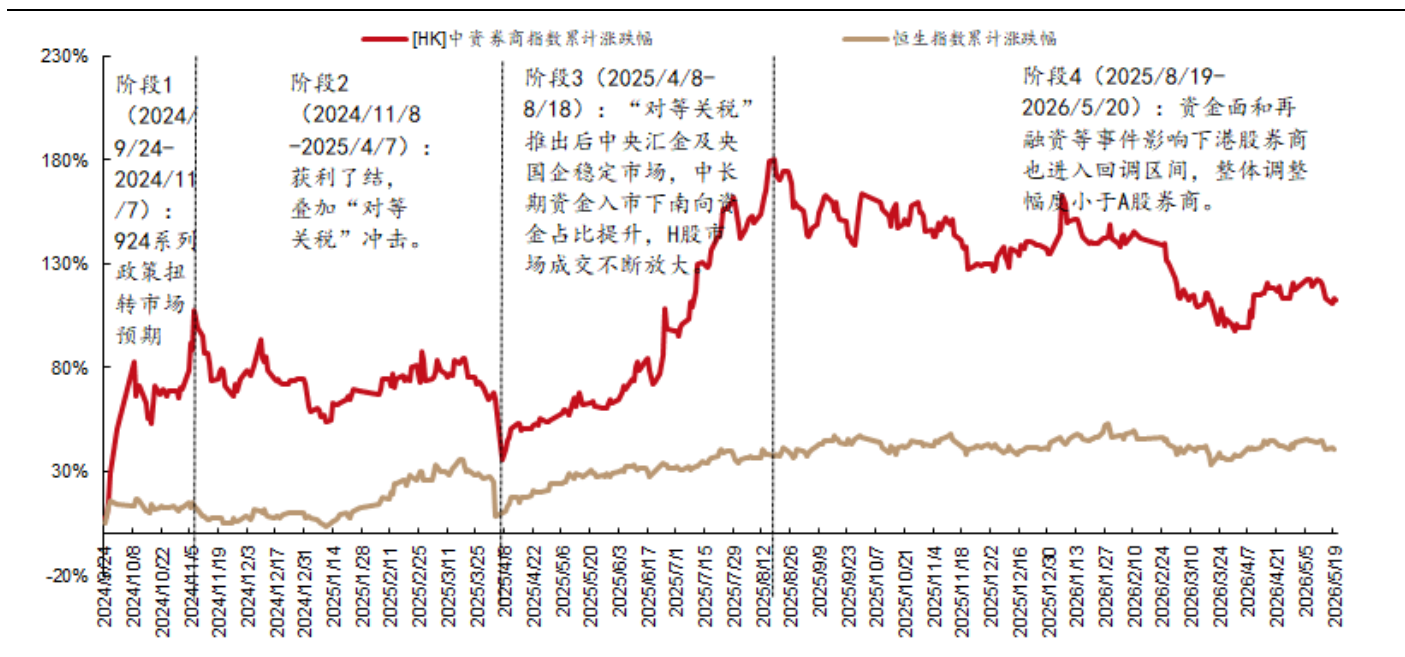
阶段一（2024/9/24-2024/11/7）：国内政策催化下 H 股券商跟随上涨。2024/9/24 国内系列政策出台催化 A 股市场预期反转，H 股券商跟随上涨；且在此区间 A 股因国庆假期休市，活跃资金交易港股券商意愿提升，[HK]中资券商指数累计上涨 107%，跑赢恒生指数 92.6pct。

阶段二（2024/11/8-2025/4/7）：超涨下的获利了结。2025 年初 DeepSeek 催化港股市场趋势性上涨，港股市场情绪和流动性大幅提升，在此期间港股市场月度 ADT 由 2024 年 11 月 1615 亿港元提升至 2025 年 4 月的 2747 亿港元，但券商由于前期涨幅过大有所调整。在此阶段[HK]中资券商指数累计下跌 34.5%，跑输恒生指数 29.1pct。

阶段三（2025/4/8-2025/8/18）：政策维稳下南向资金加速进入港股市场，港股券商大涨。“对等关税”出台后 A/H 股均大幅回撤，然而监管坚定维护资本市场稳定，保险资金、公募基金等加速南下，在此阶段港股市场南向资金占比由 2025 年 4 月的 21.9%提升至 2025 年 8 月的 27.8%，在此区间港股市场月度 ADT 也提升至 25 年 8 月的 2791 亿港元。市场风险偏好提升，和流动性充裕下，[HK]中资券商指数上涨 106.6%，跑赢恒生指数 79.7pct。

阶段四（2025/8/19-2026/5/20）：跟随 A 股券商回调。在此阶段，A 股券商板块受资金面影响大幅回调，港股券商板块也跟随下调；在此阶段[HK]中资券商指数下跌 24.2%，跑输恒生指数 26.1pct。

图 3：2024 年 924 以来港股券商板块股价走势



资料来源：Wind，券商中国，新华社，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 20 日

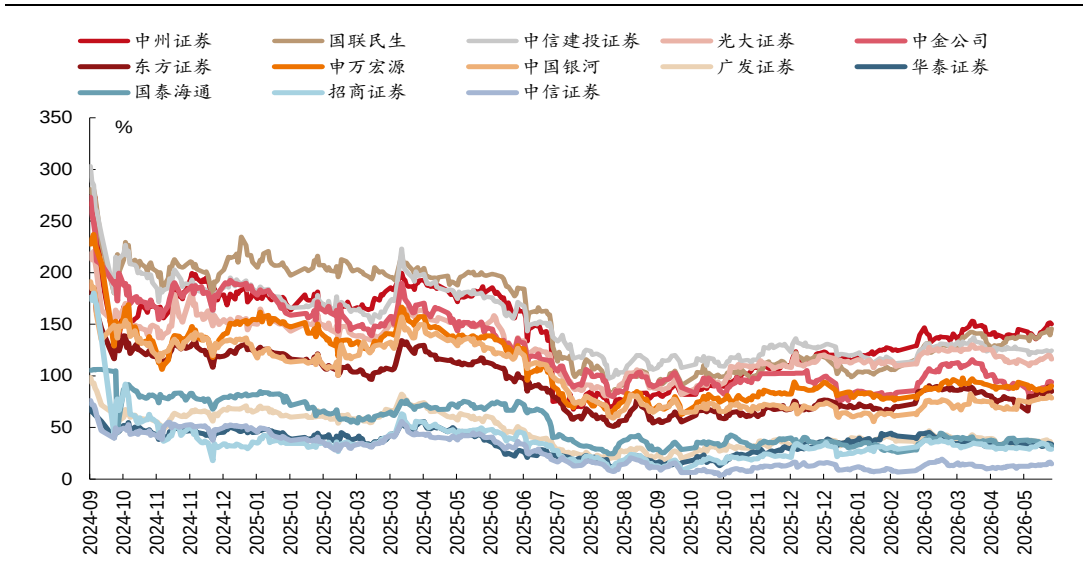
2024 年 924 以来港股券商均表现出较高的绝对收益。2024 年 924 以来 H 股券商整体跑赢恒生指数（区间上涨 40.6%），其中国泰君安国际、招商证券、广发证券、中金公司、中信证券、交银国际和中信建投证券涨幅超过 100%，其中国泰君安国际和交银国际主要受数字货币事件催化，而招商证券、广发证券、中金公司、中信证券和中信建投基金凭借稳固的经纪客户基础、不断改善的盈利和快速发展的国际业务取得超额收益。2024/9/24，13 只 A/H 共同上市的券商 A 股溢价率在 65%-288%区间，截至 2025/8/18，A 股溢价率已经下降至 7%-99%区间，随着港股券商上涨大幅收敛。截至 2026/5/20，A 股溢价率在 15%-150%区间。

图 4：2024 年 924 至今 H 股券商股价表现

股票代码	公司名称	2024 年 924 至今涨跌幅 (%)	相对 [HK] 中资券商指数涨跌幅 (pct)	PB (LYR) (倍)	2018 年以来 PB 分位数 (%)	PE (TTM) (倍)	2018 年以来 PE 分位数 (%)	H 股券商标的							
								股票代码	公司名称	2024 年 924 至今涨跌幅 (%)	相对 [HK] 中资券商指数涨跌幅 (pct)	PB (LYR) (倍)	2018 年以来 PB 分位数 (%)	PE (TTM) (倍)	2018 年以来 PE 分位数 (%)
1788.HK	国泰君安国际	262.86	150.03	1.36	83.44	16.01	52.65	6886.HK	华泰证券	96.03	-16.80	0.74	46.33	7.54	41.62
6099.HK	招商证券	160.63	47.80	0.98	82.90	9.16	47.79	6881.HK	中国银河	94.87	-17.96	0.67	74.50	6.61	47.26
1776.HK	广发证券	148.44	35.62	0.89	72.46	7.66	23.22	3958.HK	东方财富	91.38	-21.45	0.57	52.21	7.93	13.60
3908.HK	中金公司	142.32	29.49	0.88	35.11	8.14	19.69	2611.HK	国泰君安	78.36	-34.47	0.66	46.65	9.53	52.36
6030.HK	中信证券	124.15	11.32	1.22	69.35	10.27	23.94	0388.HK	香港交易所	78.15	-34.68	8.97	65.47	27.64	7.48
3329.HK	交银国际	123.00	10.17	1.38	94.56	-4.89	0.00	1375.HK	中州证券	74.07	-38.76	0.53	55.90	14.23	14.95
6066.HK	中信建投证券	120.39	7.56	0.97	57.75	7.65	30.89	1456.HK	国联民生	60.45	-52.38	0.43	8.01	10.41	13.26
6806.HK	申万宏源	97.54	-15.29	0.55	59.10	6.08	28.70	6178.HK	光大证券	59.51	-53.32	0.53	53.35	8.59	30.16
887640.WI	[HK] 中资券商指数	112.83				8.70	32.78								

资料来源：Wind，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 20 日

图 5：2024 年 924 以来 A/H 券商溢价率大幅下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.3、金融科技A+H股价复盘：显著跑赢沪深300指数

2024 年 924 以来 A+H 股金融科技标的均表现出较高的绝对收益，但超额有所分化。总体来看，A+H 股金融科技标的，全部跑赢沪深 300 指数（区间上涨 51%）。港股标的涨幅领先，其中耀才证券金融涨幅高达 484.44%、九方智投控股上涨 392.77%，大幅跑赢 [HK] 中资券商指数（相较可比指数分别+371.61pct、+279.94 pct）；A 股标的的中指南针和同花顺涨幅居前，分别上涨 296.58%和 218.19%，跑赢金融科技指数（相较可比指数分别+146.32 pct、+67.93 pct），而财富趋势（+85.52%）、东方财富（+84.77%）和大智慧（+76.71%）虽涨

幅在 70%以上，但跑输金融科技指数。总结来看，A 股标的超额分化体现为"AI+牌照"双重溢价：指南针凭借麦高证券的协同效应带来估值溢价；同花顺则受益于 AI 产品加速落地，业绩表现持续优异。港股两只标的超额收益主要受事件驱动催化：耀才证券金融受益于蚂蚁集团要约收购（2025 年 4 月公告、2026 年 3 月获批交割）叠加纳入港股通；九方智投控股则受益于市场交投放量推动业绩高增（2025 年归母净利润同比+239%至 9.2 亿元）催化，尽管 2026 年初因投顾监管整改后回调，但 924 以来累计涨幅仍超 390%。

图 6：2024 年 924 以来 A/H 股金融科技标的行情表现

A+H股金融科技标的					
股票代码	公司名称	2024年924至今涨跌幅	PE(TTM) (倍)	2018年以来PE分位	相较可比指数涨跌幅 (pct)
1428. HK	耀才证券金融	484.44	28.23	95.29	371.61
9636. HK	九方智投控股	392.77	14.89	15.88	279.94
300803. SZ	指南针	296.58	304.52	78.05	146.32
300033. SZ	同花顺	218.19	51.12	48.94	67.93
688318. SH	财富趋势	85.52	99.50	79.35	-64.73
300059. SZ	东方财富	84.77	23.72	3.84	-65.48
601519. SH	大智慧	76.71	-270.14	-	-73.54

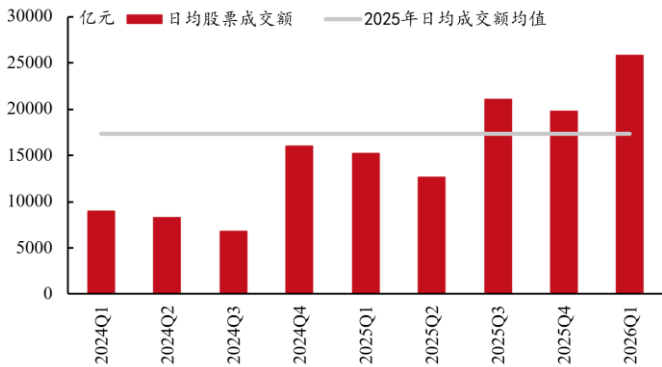
资料来源：Wind，iFind，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 20 日，H 股可比指数为 [HK] 中资券商指数涨跌幅，A 股可比为金融科技指数

二、2024 年 924 以来上市券商和金融科技盈利表现

2.1、市场数据：资本市场环境全线回暖

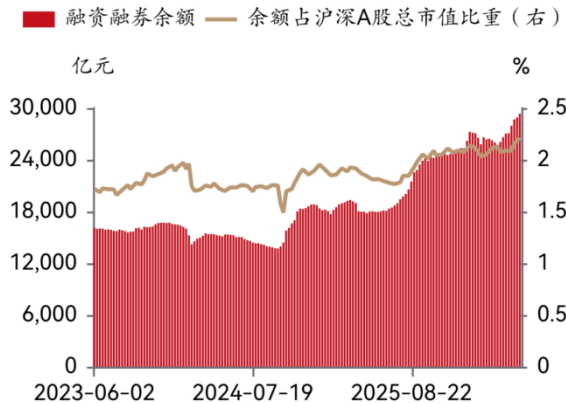
交投活跃度显著提升，市场风险偏好明显修复。2024 年“924”行情以来，A 股市场交投活跃度显著提升，市场风险偏好与流动性环境均出现明显改善。2024/2025 年 A 股市场日均股票成交额分别为 10633、17292 亿元，2026 年一季度市场成交进一步放量，日均股票成交额同比、环比分别增长 69.3%、30.8%至 25805 亿元，延续高景气趋势。与此同时，两融规模明显扩张，A 股融资融券余额中枢持续上移，从 2024 年初的 16554 亿元，提升至 2026/5/21 的 28962 亿元，市场交易活跃度与资金参与意愿均明显增强。交投活跃直接带动券商经纪、自营及信用业务景气度回升。

图 7：924 以来 A 股市场 ADT 中枢维持高位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：A 股市场两融余额提升显著

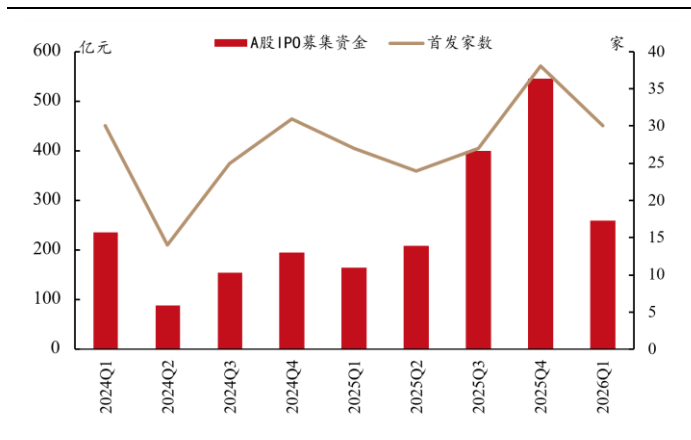


资料来源：Vsignals，西部证券研发中心

IPO 发行阶段性复苏，境内外股权融资景气度改善。2025 年 A 股 IPO 发行市场边际修复，

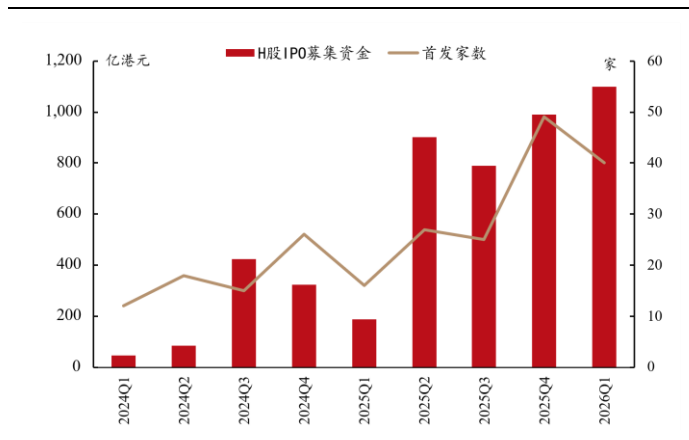
IPO 募集资金规模逐季度改善。2025 年，A 股 IPO 募集资金为 1318 亿元，同比+95.6%；2026Q1 受阶段性项目节奏影响，IPO 募集资金环比下降 52.5%至 259 亿元，但相较 2024 年的低位水平，市场已呈现明显复苏趋势。从结构上看，本轮 A 股 IPO 市场修复更多体现为优质项目供给改善与监管节奏边际稳定，在资本市场支持科技创新与新质生产力发展的背景下，摩尔线程、沐曦股份等项目在 A 股发行上市。与此同时，港股 IPO 市场自 2024Q3 以来显著回暖。在 A 股龙头企业赴港上市等因素驱动下，H 股 IPO 融资规模快速增长，宁德时代在 H 股上市，成为 2025 年内 H 股最大规模 IPO 项目。2025Q2 港股 IPO 募集资金同比、环比分别增长 970.6%、383.2%，此后 2025Q2–2026Q1 各季度 IPO 融资规模均维持在 700 亿港元以上，市场融资活跃度持续提升。

图 9：2025 年以来 A 股 IPO 募集资金规模明显回暖



资料来源：Wind，西部证券研发中心

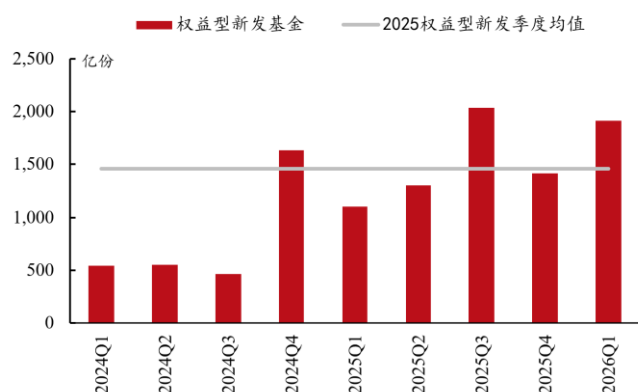
图 10：2025 年以来 H 股 IPO 节奏火热



资料来源：ifind，西部证券研发中心

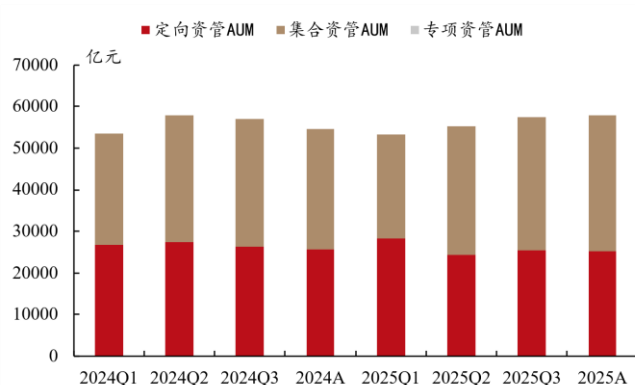
权益基金发行持续修复，券商资管规模保持稳定。“924”行情以来，权益市场风险偏好明显改善，权益类基金发行持续回暖。2024Q4 权益型新发基金份额环比增长 247.5%至 1630 亿份，市场资金风险偏好修复带动主动权益产品发行明显放量。此后权益基金发行延续较高景气度，2025 年权益型新发基金季度平均发行份额较 2024 年同比增长 82.9%至 1464 亿份，居民权益配置需求较此前明显改善。2026 年以来，主动权益基金发行随市场成交活跃度提升迎来增长。2026Q1 权益型新发基金份额同比、环比分别增长 73.5%、34.9%至 1911 亿份，市场风险偏好、权益资产赚钱效应与资金参与意愿仍处于较高水平。2024Q1–2025Q4 证券公司及其子公司资管产品规模整体较为稳定，其中定向资管 AUM、集合资管 AUM 分较 2024Q1 下降 5.7%、提升 22.1%至 25162、32808 亿元，集合资管占比持续扩大。

图 11：2026Q1 权益型新发基金同比+73.5%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

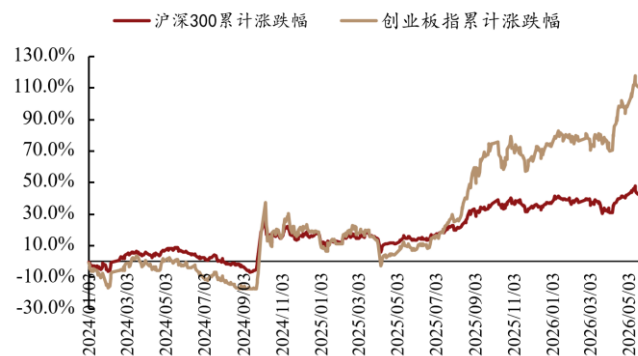
图 12：券商资管规模保持稳定



资料来源：中国证券投资基金业协会，西部证券研发中心

权益市场持续上行，资本市场整体景气度明显改善。2024 年“924”行情以来，资本市场景气度进入持续修复阶段，2024/10/8 沪深 300 指数较年初上涨 25.7%，此后市场延续上涨趋势，截至 2026/5/20，沪深 300 指数较 2024/9/23 累计上涨 51%，整体维持较强上行态势；创业板指较 2024/9/23 累计上涨 156.2%，涨幅更加明显。与此同时，债券市场在 2024 年同样表现较强，中债总净价指数截至 2024 年末较年初增长 4.6%。2025 年初债券市场阶段性见顶后，整体呈现小幅回调趋势，但截至 2026/5/20，中债总净价指数相较 2025 年初下降 1.6%。

图 13：2024 年以来权益市场呈上行趋势



资料来源：ifind，西部证券研发中心，截至 2026/5/20

图 14：2024 年债券市场持续上涨，2025 年以来有所回调

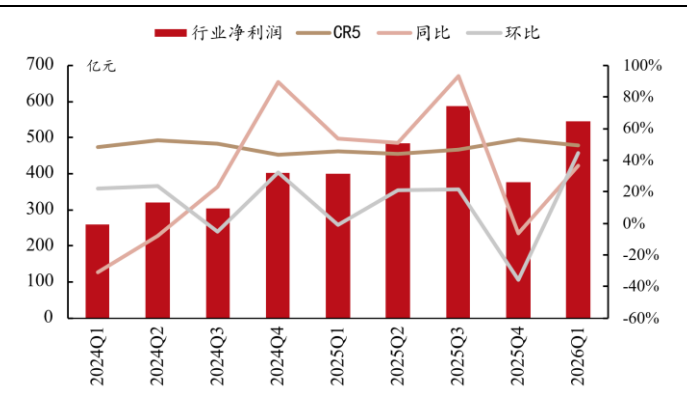


资料来源：ifind，西部证券研发中心，截至 2026/5/20

2.2、盈利表现：各业务条线全面回暖，ROA 驱动盈利能力修复明显

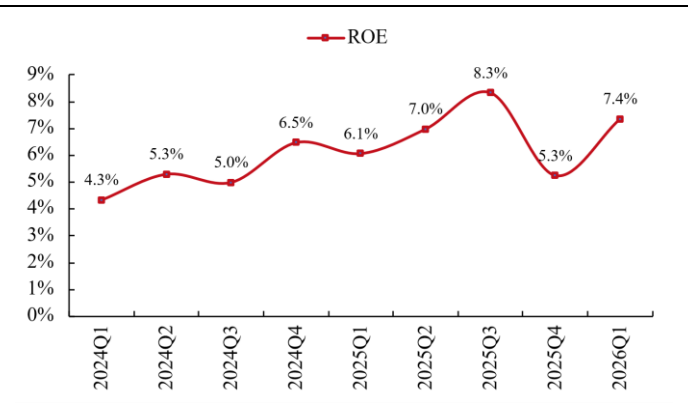
行业盈利能力明显修复，头部券商 ROE 弹性持续释放。2024Q3 以来，在市场交投活跃、权益市场修复带动下，上市券商盈利能力明显改善。42 家上市券商季度净利润持续回升，2025 年前三季度行业净利润每季度均有正增，2024Q3-2026Q1 行业净利润增加 79.3%；ROE 随行业盈利增加而明显改善，2024Q1-2026Q1 期间，行业 ROE 由 4.3% 提升至 7.4%，增长 70%，盈利修复趋势较为明显。

图 15：市场环境景气下，行业净利润稳步增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

图 16：行业 ROE 随市回升



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

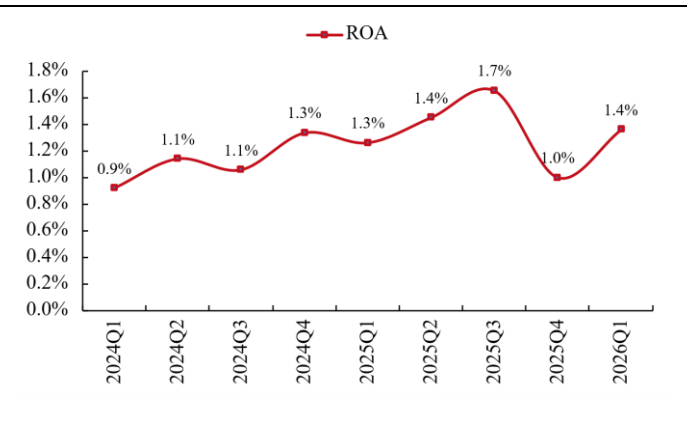
表 1：2024 年以来头部券商 ROE 均有明显正增

ROE	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	变化
中信证券	7.1%	7.9%	8.6%	6.6%	8.6%	9.3%	12.0%	8.6%	12.3%	73.2%
中信建投	4.9%	6.3%	5.6%	11.3%	7.0%	9.9%	9.1%	8.0%	11.9%	143.6%
广发证券	4.3%	7.8%	6.5%	7.6%	7.1%	9.5%	11.3%	6.9%	11.1%	156.7%
中金公司	4.7%	3.7%	2.3%	10.1%	7.0%	7.7%	7.6%	10.6%	10.9%	132.5%
招商证券	7.0%	8.3%	7.7%	10.1%	7.0%	8.8%	11.1%	10.2%	9.4%	33.7%
华泰证券	5.0%	6.6%	2.1%	6.0%	7.5%	7.9%	10.2%	7.1%	9.2%	83.7%
中国银河	5.0%	8.3%	7.6%	8.9%	8.5%	9.7%	12.1%	4.1%	8.7%	76.5%
国泰海通	5.7%	5.8%	10.4%	8.0%	5.7%	4.2%	10.7%	6.7%	7.3%	28.5%
申万宏源	4.3%	2.3%	5.3%	4.1%	5.9%	6.8%	10.8%	4.3%	6.6%	55.5%
国信证券	4.4%	6.8%	6.1%	11.5%	7.8%	9.9%	12.0%	6.0%	6.2%	40.7%

资料来源：Wind，西部证券研发中心，变化为 2024Q1-2026Q1

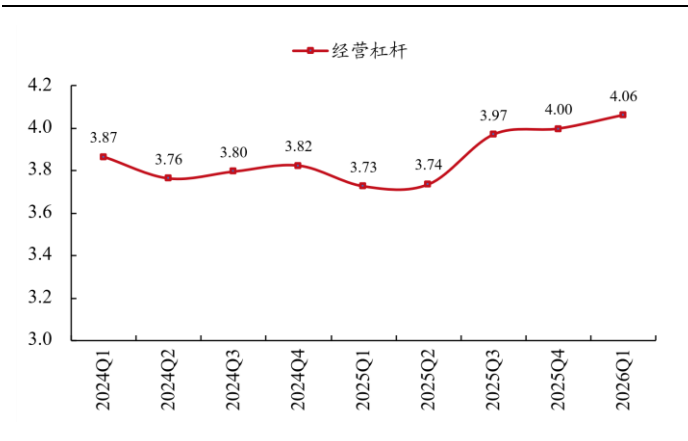
ROA 改善为本轮 ROE 修复核心驱动力。从杜邦模型拆分来看： $ROE=ROA \times \text{杠杆}$ 。2024Q1-2026Q1 期间，行业 ROA 由 0.9% 提升至 1.4%，提升 47.8%，而杠杆水平仅由 3.87 倍提升至 4.06 倍，提升 5.1%，杠杆水平整体扩张较为平缓，本轮 ROE 修复更多由 ROA 改善驱动。而市场普遍认为，依赖于成交活跃、发行节奏及大盘表现的 ROA 修复，或具有不可持续性，例如认为目前成交高位或为短期脉冲，持续性仍待验证，因此定价意愿较弱；另外杠杆水平提升并不明显，一方面受监管政策对衍生品业务总量控制的影响，另一方面受券商风险资本指标体系的约束，而后续的杠杆提升仍需要政策给予空间。

图 17：在轻资产业务修复下 ROA 提升明显



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

图 18：行业杠杆提升幅度有限



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商，经营杠杆=(总资产-代理买卖证券款)/净资产

表 2：头部券商 ROA 均有明显增长

roa	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	变化
中信证券	1.3%	1.5%	1.5%	1.1%	1.5%	1.6%	2.0%	1.3%	1.9%	43.8%
中信建投	0.9%	1.2%	1.1%	2.1%	1.3%	1.8%	1.6%	1.4%	2.0%	116.4%
广发证券	0.9%	1.6%	1.3%	1.5%	1.4%	1.8%	2.0%	1.1%	1.8%	110.3%
中金公司	0.8%	0.7%	0.4%	1.7%	1.2%	1.3%	1.2%	1.7%	1.7%	116.4%
招商证券	1.3%	1.6%	1.5%	1.9%	1.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.7%	31.6%
华泰证券	1.0%	1.4%	0.5%	1.4%	1.8%	1.8%	2.2%	1.4%	1.7%	60.9%
中国银河	0.9%	1.4%	1.4%	1.7%	1.6%	1.8%	2.2%	0.7%	1.4%	58.7%
国泰海通	1.1%	1.1%	2.0%	1.4%	1.1%	0.8%	1.9%	1.1%	1.2%	7.7%
申万宏源	0.9%	0.5%	1.1%	0.8%	1.2%	1.4%	2.1%	0.8%	1.3%	42.5%
国信证券	1.0%	1.6%	1.5%	2.7%	1.8%	2.4%	2.8%	1.4%	1.4%	37.4%

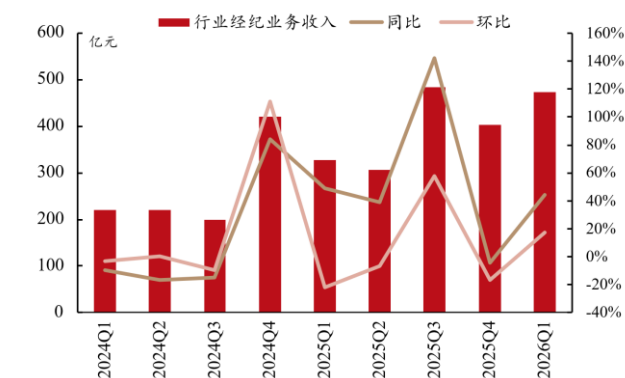
杠杆	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	变化
中信证券	4.44	4.24	4.64	4.51	4.55	4.42	4.74	4.80	4.77	7.5%
中信建投	4.15	4.17	4.27	4.09	4.34	4.21	4.34	4.20	4.38	5.3%
广发证券	4.34	3.80	4.06	3.81	4.15	3.98	4.58	4.60	4.70	8.3%
中金公司	4.96	4.88	5.06	4.96	4.82	4.85	5.31	5.25	5.16	3.9%
招商证券	4.41	4.40	4.18	4.37	4.12	4.11	4.40	4.34	4.28	-3.1%
华泰证券	3.89	3.73	3.58	3.28	3.27	3.48	3.86	4.04	4.39	12.9%
中国银河	4.50	4.37	4.22	4.07	4.09	4.14	4.23	4.28	4.37	-2.8%
国泰海通	4.63	4.60	4.70	5.17	3.85	4.11	4.49	4.62	4.67	1.0%
申万宏源	4.09	3.99	3.94	4.31	4.08	4.10	4.19	4.28	4.17	2.0%
国信证券	3.65	3.59	3.43	3.46	3.45	3.33	3.48	3.45	3.30	-9.5%

资料来源：Wind，西部证券研发中心，变化为 2024Q1-2026Q1

经纪业务，市场交投活跃驱动收入修复，以量补价逻辑持续兑现。“924”行情以来，市场成交额与换手率持续维持高位，经纪条线成为本轮行业盈利修复的重要支撑，42 家上市券商经纪净收入与市场成交额走势高度一致。中信证券、国泰海通凭借较强的客户基础、网点布局及财富管理渠道优势，2026 年一季度经纪净收入位居行业前列，分别达到 49.2 亿

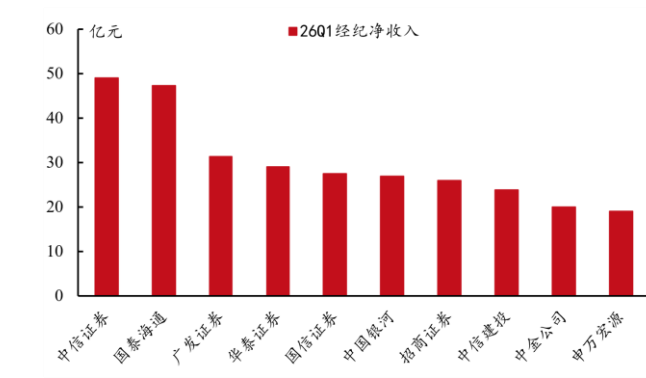
元、47.3 亿元。作为券商最基础的轻资产业务，本轮市场交投回暖背景下，经纪业务收入改善具有较强全行业普适性，市场成交额扩张对行业盈利形成直接支撑。尽管行业净佣金率持续下行，截至 2026Q1 行业股基净佣金率已降至 0.014%，但在市场成交额大幅放量背景下，交易规模增长有效对冲佣金率下降压力，经纪业务仍是当前券商业绩增长的重要来源之一。

图 19：经纪业务在市场以量补价下收入修复明显



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

图 20：头部券商凭借经纪业务布局优势，收入水平靠前

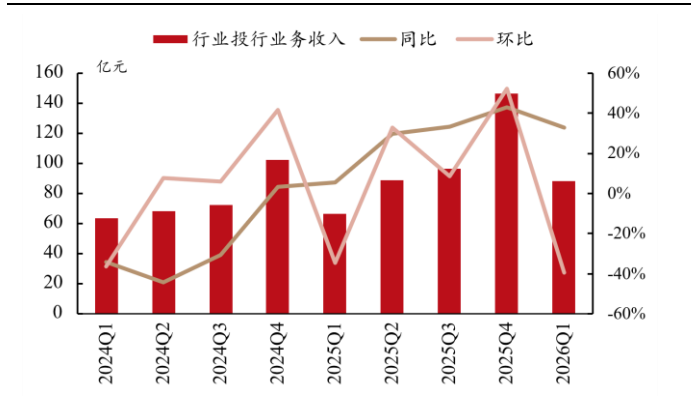


资料来源：Wind，西部证券研发中心

投行业务，股权融资市场回暖，头部券商投行优势进一步强化。2025 年以来，伴随 A 股、H 股股权融资市场边际修复，券商投行业务收入呈现明显改善。2025Q4 行业投行净收入同比、环比分别增长 43.2%、52.4%至 147 亿元，修复趋势较为明显。从结构上看，港股大型 IPO 项目放量对头部券商形成明显增益。2025 年 H 股 IPO 承销排名中，中信证券、中金公司、华泰证券位居行业前三，市占率分别达到 9.08%、8.13%、6.33%，体现头部券商在大型项目获取、国际化布局及机构客户资源方面的领先优势。相比之下，中小券商在本轮港股 IPO 修复中的受益程度相对有限。

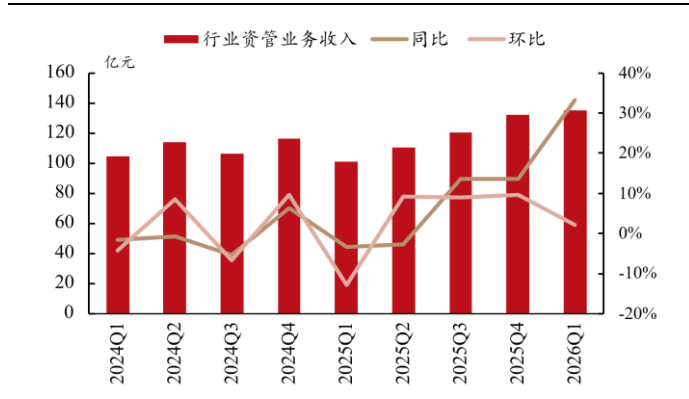
资管业务，权益发行回暖带动收入修复，公募基金平台优势显现。相较于经纪与投行业务，行业资管业务收入整体表现相对平稳，但 2025 年以来已呈现持续修复趋势。受益于权益基金发行回暖、ETF 规模扩张及市场风险偏好改善，行业资管业务收入连续多个季度实现正增长。截至 2026Q1，行业资管净收入同比、环比分别增长 33.3%、2.2%至 135 亿元，整体保持稳健增长态势。从行业层面来看，资管业务盈利弹性相对弱于经纪与投行业务，但具备参控股公募平台的券商，在本轮权益市场修复中受益更加明显。具体来看，第一创业、兴业证券、广发证券 2026Q1 资管业务收入占比分别达到 33.6%、24.4%、21.1%，资管业务已成为部分券商的重要收入来源。

图 21：股权融资回暖下，券商投行收入改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

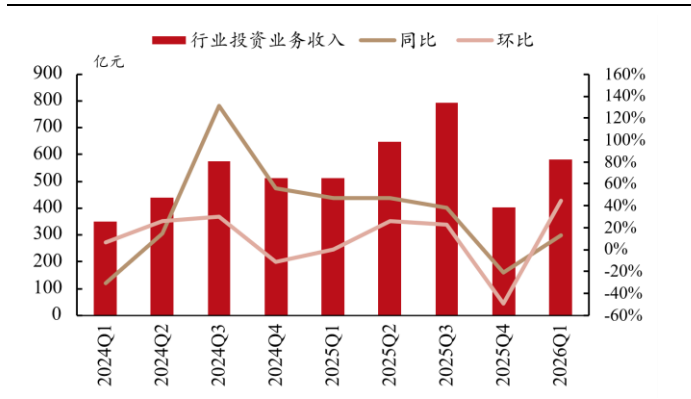
图 22：市场权益发行回暖，行业资管收入平稳增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

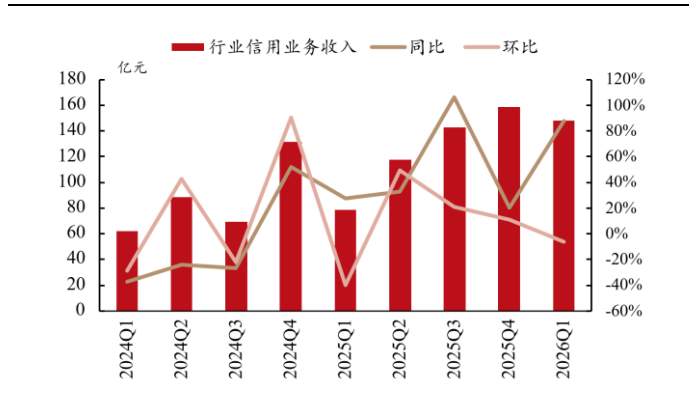
资金类业务，权益市场回暖驱动盈利弹性释放。投资业务，自营投资业务收入在 2024Q4 以来增势明显，尽管 2025Q4 有所回调，但 2026Q1 环比明显修复，2025 年以来在权益市场景气度持续上升背景下，自营投资业务成为券商业绩增长的核心来源。信用业务，行业信用业务收入自 2025 年以来明显回升，与市场两融余额上升趋势基本相符。

图 23：投资业务成为券商业绩增长核心业务



资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商，投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益+汇兑收益

图 24：信用业务收入随两融规模扩张而明显增长

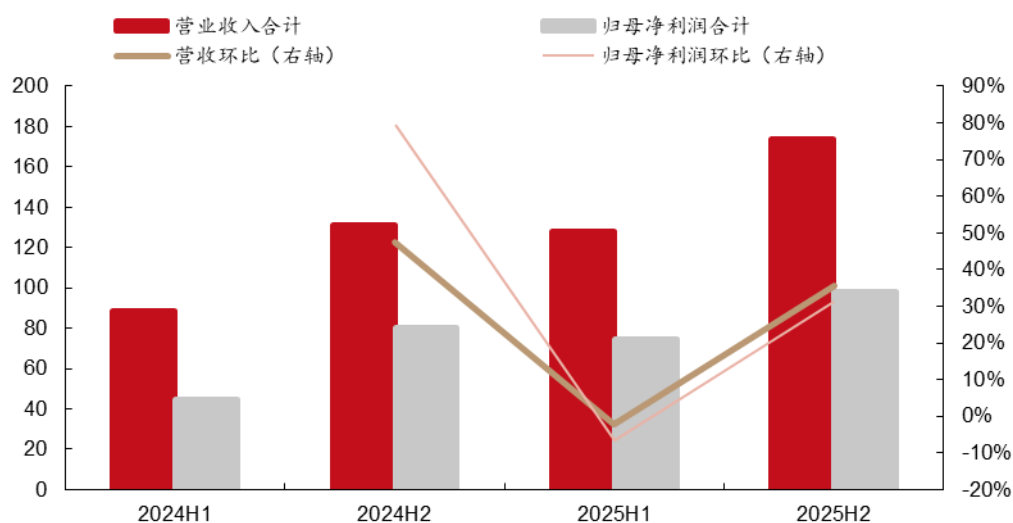


资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 42 家上市券商

2.3、金融科技盈利表现：资本市场景气上行下明显修复

2024 年 924 行情后，金融科技板块盈利迎来拐点。七家代表性公司（同花顺、东方财富、指南针、财富趋势、大智慧、九方智投控股、耀才证券金融）合计归母净利润从 2024H1 的 44.6 亿元跃升至 2024H2 的 80.1 亿元（环比+80%），924 行情后迎来显著修复；2025H1 受春节效应及高基数影响小幅回落至 74.9 亿元（环比-6%）；2025H2 伴随成交额再度放量，合计归母净利润回升至 98.4 亿元（环比+31%），较 2024H1 增长约 120%。营收端呈现同步节奏，2025H2 合计营收 174.0 亿元，较 2024H1 近乎翻倍（+96%）。归母净利润增速持续高于营收增速，板块经营杠杆正在加速释放。

图 25：7 家金融科技公司 24 年 Q2 后业绩迎来修复

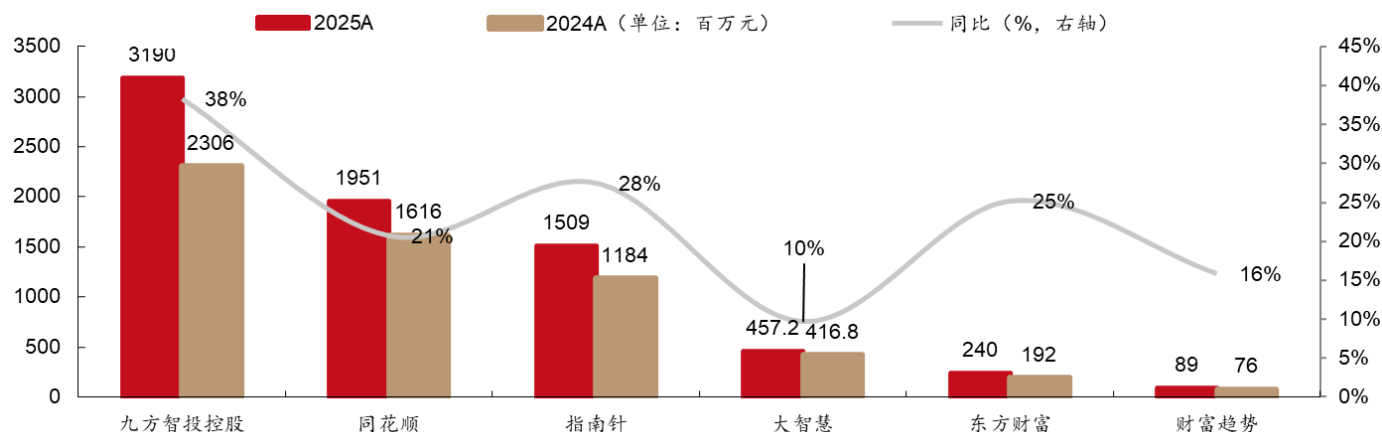


资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们对 7 家公司 2025 年年报业绩表现进行进一步拆分：

1) C 端证券交易软件及服务：市场回暖下全面修复，AI 进展持续加速。 2025A，九方智投控股、同花顺、指南针、大智慧、东方财富、财富趋势该业务收入分别为 31.9、19.5、15.1、4.6、2.4 及 0.89 亿元，分别同比+38%、+21%、+28%、+10%、+25%及+16%。C 端收入分化主要取决于流量禀赋与基础客单价，九方智投控股与指南针凭借较高的客单价，在市场回暖周期中展现出更强的收入弹性。2026 年以来，AI 大模型深度赋能正成为提升产品力的核心竞争变量，同花顺“问财 SkillHub”及 iFinD MCP、东方财富“妙想”大模型、九方灵犀 V3.0 等产品持续迭代，AI 能力有望进一步拉开各家产品体验与用户粘性的差距。以同花顺为例，2026 年第一季度，同花顺归母净利润同比增长 112.6%，合同负债达 26.56 亿元（同比+42.2%，环比+50.1%），创历史新高；经营现金流 8.39 亿元（同比+167.8%），一定程度上验证了 AI 对用户活跃度、付费转化率及客单价的实质性拉动。

图 26：各公司 C 端证券交易软件及服务收入均受益于市场回暖

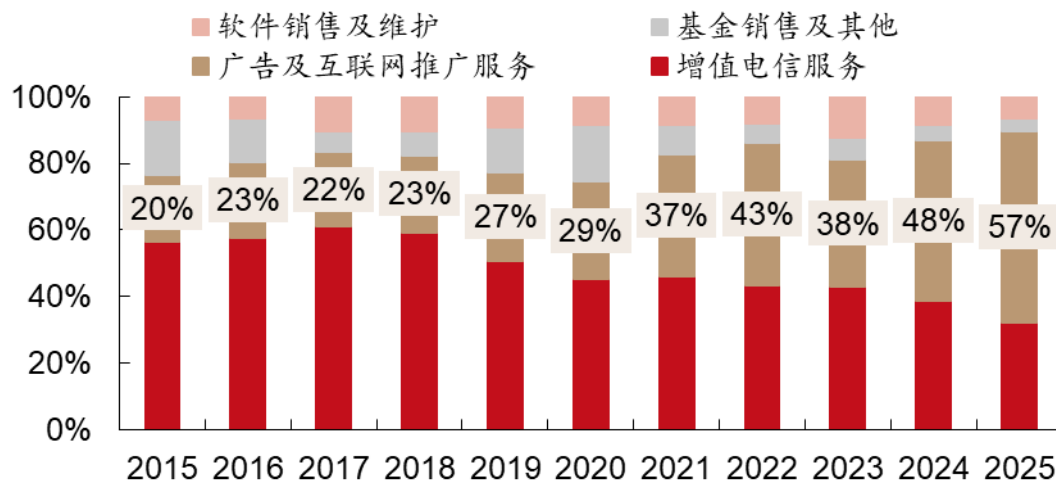


资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：九方智投控股为主营业务收入，同花顺为增值电信业务收入，指南针为金融信息服务收入，大智慧为金融资讯及数据 PC 终端服务系统+金融资讯及数据移动终端服务系统收入，东方财富为金融数据服务收入，财富趋势为金融终端及证券信息服务收入

2) C 端开户导流及广告业务：交投活跃下收入空间有望进一步打开。广告引流业务收入通常由一次性新增开户费用与存量客户交易佣金分成两部分构成，因此在市场上行、投资者交投活跃及入市情绪高涨时往往迎来更大的业绩弹性。东方财富、指南针已具备券商牌照，开户导流并非其业务重点；大智慧及财富趋势在流量体量与产品运营上仍有差距；同花顺凭借流量规模优势成为开户导流的行业主导。2025 年，同花顺实现广告及互联网业务推广服务收入 34.62 亿元，同比+70.98%，占总营收比重升至 57.4% (+9.1pct)，成为第一大收入来源。2026Q1 A 股日均成交额升至 2.58 万亿元（同比+69%），新增开户 1204 万户（同比+61%），市场交投延续高位的背景下，具备高流量基础的 C 端金融信息服务商已成为新增投资者入市的重要流量入口，C 端金融信息服务商的议价能力有望进一步增强，互联网理财与导流广告的收入空间或将进一步打开。

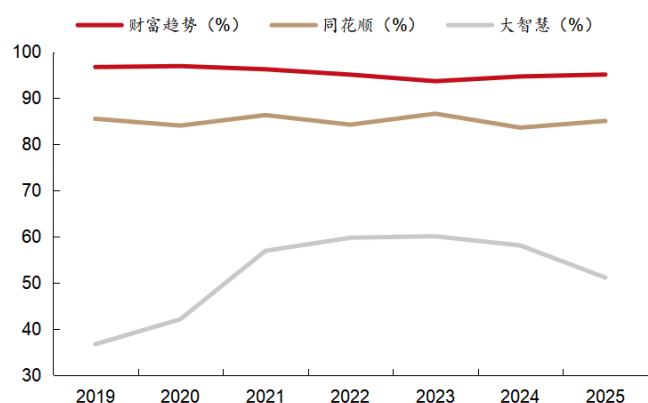
图 27：同花顺广告及互联网推广服务近年来营收贡献不断提升



资料来源：同花顺 2015-2025 年财报，西部证券研发中心

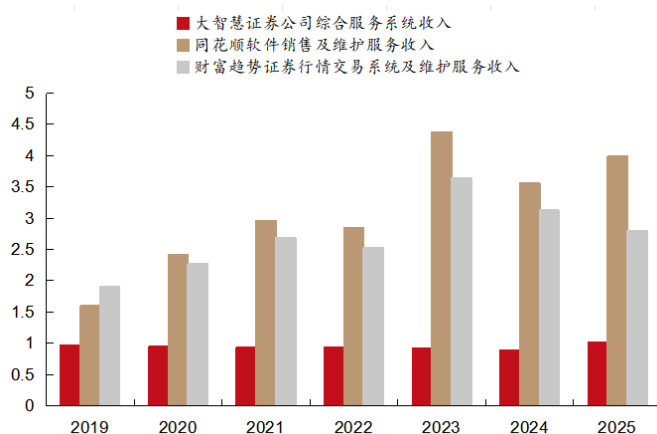
3) B 端证券交易系统业务：客户粘性较强，竞争格局较为稳定。交易所行情系统对高并发、低延迟的严苛要求，叠加券商端较高的系统替换成本，使得同花顺、财富趋势、大智慧等头部供应商的竞争壁垒持续稳固。2025A 同花顺、财富趋势、大智慧行情交易系统收入分别为 3.99、2.79、1.01 亿元，分别同比+12.12%、-10.56%、+13.1%，财富趋势收入下滑主要受机构客户业务需求下降影响。在市场竞争格局相对稳定的情况下，未来 B 端增长逻辑正从“系统铺设”转向“模块加装”：一方面金融信创改造时点临近，头部金融机构国产化适配需求加速释放；另一方面券商 IT 预算加速向 AI 模块倾斜，具备 AI 底层输出能力的 IT 厂商有望在存量客户中挖掘可观的增量 ARPU。

图 28：三家公司证券交易系统业务毛利率情况



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 29：证券交易系统业务竞争格局相对稳定（单位：亿元）

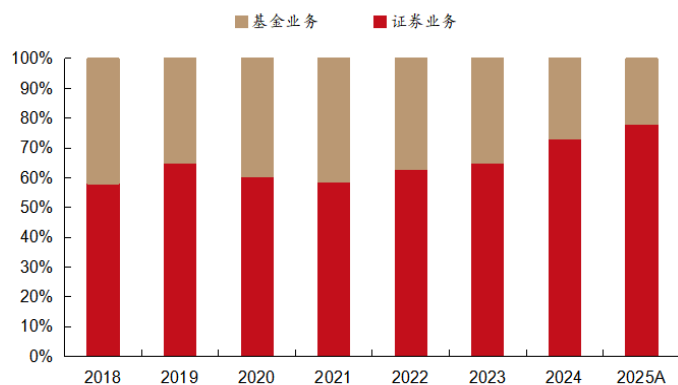


资料来源：Wind，西部证券研发中心

4) 证券业务：牌照稀缺性凸显，“流量+牌照”模式加速扩散。金融科技公司正从纯信息服务向持牌金融服务延伸，证券牌照已成为打通“流量获客—交易变现—财富管理”闭环的关键一环。

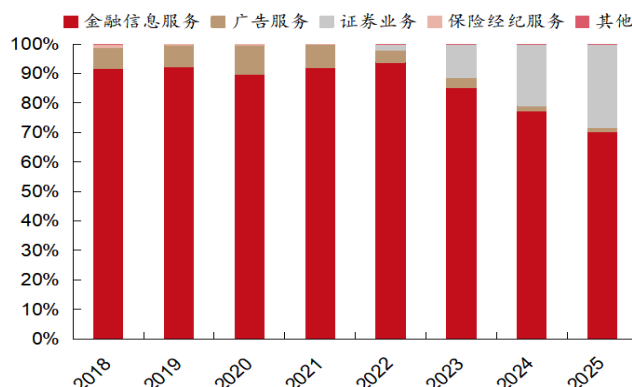
- **东方财富作为“流量+牌照”模式的先行验证者，证券业务已成为业绩基本盘。**截至 2025 年年报，东方财富证券业务（手续费及佣金净收入+利息净收入）合计实现收入 125.35 亿元，占营业总收入比重达 78%，较 2021 年末提升 19.3pct；2025 年公司自营投资收益 23.7 亿元，自营投资收益/（自营收益+营业总收入）的比重达 12.85%，较 2021 年末提升 6pct，持牌业务对公司整体盈利的支撑作用持续强化。
- **指南针证券业务保持高速增长，协同效应初步显现。**截至 2025 年年报，指南针证券业务实现收入 6.07 亿元，同比+91%，证券业务收入占比较 24 年年末提升 7.53pct 至 28.3%。公司金融信息服务与证券业务间的流量协同持续深化。截至 2025 年年底，麦高证券代理买卖证券款达 101.15 亿元，较上年同期末增长 52.7%，金融信息服务与证券业务的导流闭环正在加速兑现。
- **新进入者持续涌入，牌照布局向跨境延伸。**九方智投控股于 2026 年 1 月完成香港方德证券收购，获取香港证监会 1/2/4/5/9 类牌照，计划将“AI+投研”获客模式复制至港股市场；蚂蚁集团收购耀才证券 50.55% 股权，耀才拥有香港全牌照，叠加 Alipay HK 超 450 万活跃用户，有望重塑香港互联网券商格局。境内方面，湘财股份拟换股吸收合并大智慧，旨在将大智慧流量与湘财证券牌照深度融合，若落地将成为“流量+牌照”模式的又一典型案例。

图 30：券商业务占东方财富收入比重持续提升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 31：券商业务占指南针收入比重持续提升



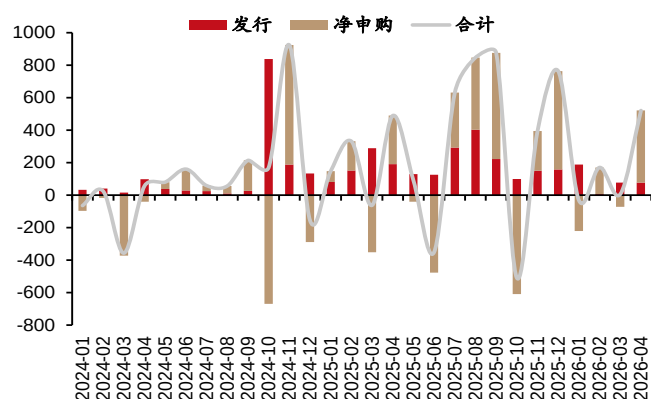
资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、2026 年证券行业盈利展望及投资策略

3.1、预计成交仍维持高位，发行景气环比提升，资本市场保持稳定

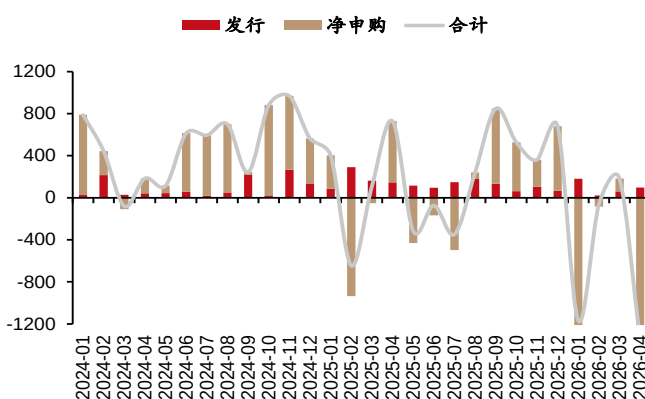
散户资金和中长期资金持续入市，我们认为市场交投活跃度有望延续。我们从三个角度进行观察：1) 公募基金方面，主动偏股型基金发行和申购均相对活跃，股票 ETF 发行较为积极。2024 年 9 月至 2026 年 4 月，主动偏股型基金发行 3835.85 亿份，净申购 1639.7 亿份，合计 5475.56 亿份；股票 ETF 发行 2589.63 亿份，净申购 169.51 亿份，合计 2759.14 亿份，其中 2026 年 1/4 月份净赎回明显，分别为 1169.47/1366.63 亿份。2) 中长期资金方面，保险资金入市比例维持高位。2024Q2 保险资金股票投资规模仅为 2.1 万亿元，投资比例为 6.7%；截至 2026Q1 末，保险资金股票投资规模提升至 3.8 万亿元，投资比例为 9.7%。低利率环境下居民出现一定的“存款搬家”现象，险企凭借相对收益优势，保费规模不断提升；监管推动中长期资金加快入市下不断增配权益资产。3) 个人投资者新开户方面，个人投资者在加快入市。2024 年 9 月至 2026 年 4 月，上交所新开户总数达到 6059.54 万户，月均开户数达到 302.98 万户；2026 年 1-4 月，上交所累计新开户数达到 1591.45 万户，同比增长 51.1%，表明在权益市场赚钱效应下，个人投资者仍在加快入市。在各类资金入市下，2024 年 6 月末，证券行业保证金存款合计 1.83 万亿元，2026 年 3 月末已提升至 3.9 万亿元。我们预计中长期资金仍将继续入市，市场成交中枢和两融余额仍会维持较高水平。

图 32：主动偏股基金月度发行&申购份额（亿份）



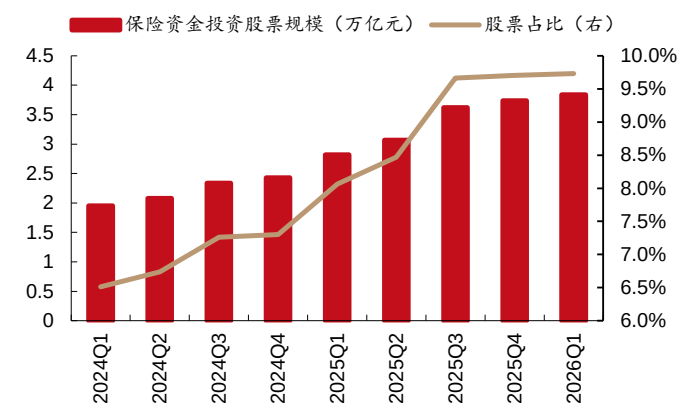
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 33：股票 ETF 月度发行&申购份额（亿份）



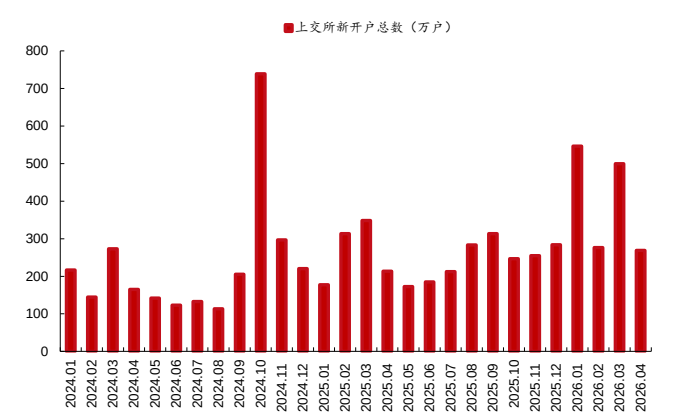
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 34：2024 年以来保险资金等中长期资金持续入市



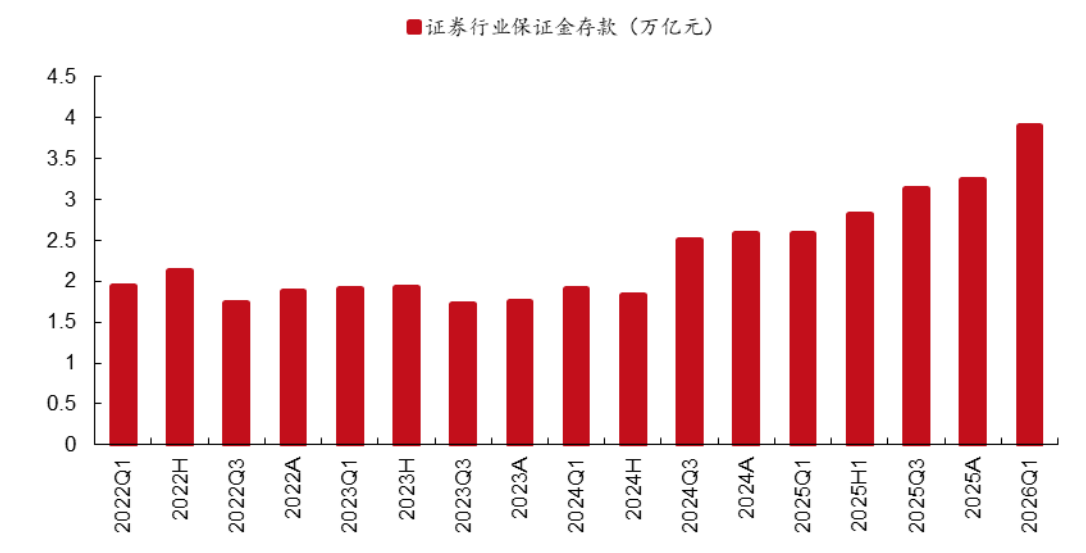
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 35：2024 年以来上交所新开户整体维持较高水平



资料来源：上交所，西部证券研发中心

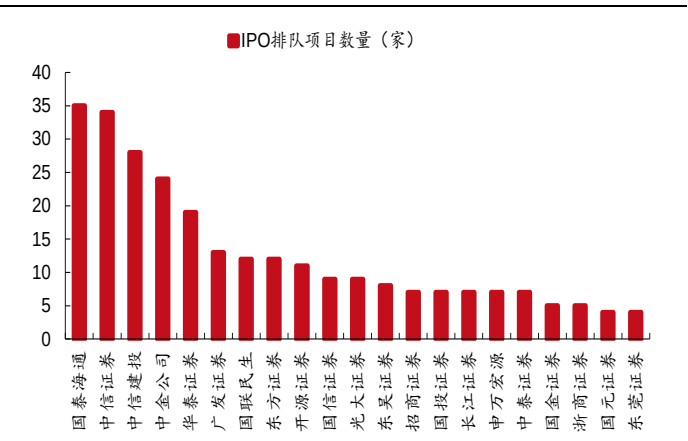
图 36：2024Q3 以来证券行业保证金存款大幅提升



资料来源：中证协，西部证券研发中心

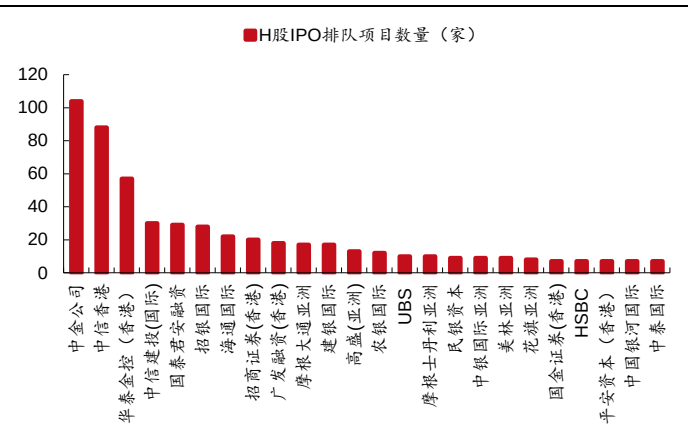
预计 A 股 IPO 将继续修复，港股 IPO 规模维持高位。截至 2026/5/22，A 股排队 IPO 项目有 309 家，港股排队 IPO 项目有 407 家。其中 A 股储备项目数位于前 5 名券商分别为国泰海通、中信证券、中信建投、中金公司和华泰证券，合计储备项目有 140 家，占比超过 45%；并且头部券商拥有不少将在创业板科创板上市的代表型企业项目，如中金公司、中信建投联合保荐的长鑫科技已过会，中金公司保荐了蓝箭航天、中信证券保荐了宇树科技、国泰海通保荐了中科宇航等，这些代表型企业拟募资规模相对较高。随着 A to H 公司数量的增加，中资券商在港股市场的储备项目数量也位于行业前列，截至 5/22，中金国际、中信香港、华泰金控储备项目数量分别为 104、88、57 家，整体来看，储备项目支撑下 A/H 发行市场景气将逐步修复。

图 37：A 股 IPO 排队项目数量



资料来源：Wind，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 22 日

图 38：港股 IPO 排队项目数量



资料来源：iFind，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 22 日，如为联合保荐则两边计入

表 3：当前科创板创业板排队核心企业

公司名称	拟上市板	拟募集资金 (亿元)	保荐机构	审核状态
长鑫科技	科创板	295.00	中金公司, 中信建投	已过会
粤芯半导体	创业板	75.00	广发证券	已回复
蓝箭航天	科创板	75.00	中金公司	中止审查
燧原科技	科创板	60.00	中信证券	已回复
海康机器人	创业板	60.00	中信证券	已回复(第二次)
超硅半导体	科创板	49.65	长江证券	中止审查
宇树科技	科创板	42.02	中信证券	已受理
中科宇航	科创板	41.80	国泰海通	已问询
兆芯股份	科创板	41.69	国泰海通, 东方证券	已回复(第二次)
信诺维	科创板	29.40	国泰海通	已回复
华太电子	科创板	27.81	华泰证券	已受理
乐聚智能	创业板	26.00	东方证券	已受理
恒润达生	科创板	25.39	中金公司	已回复(第二次)
云深处科技	科创板	25.03	中信建投	已受理

资料来源：Wind，西部证券研究发展中心，截至 2026 年 5 月 30 日，整理科创板创业板拟募资额在 25 亿元以上的企业

我们预计未来资本市场和债券市场仍将维持相对平稳，为券商业务开展提供良好环境。资本市场方面，吴主席在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上表示“完善中国特色稳市机制建设，进一步增强市场内在稳定性”，《金融法（草案）》也将“增强资本市场内在稳定性”纳入立法，我们认为在中央汇金类“平准基金”作用的发挥下，未来资本市场长牛慢牛、稳定性和韧性将进一步提升。债券市场方面，十四届全国人大四次会议经济主题记者会上潘行长表示“债券收益率在合理区间波动，10 年期国债收益率稳定在 1.8%附近”，我们认为未来债券市场流动性将保持相对充裕，收益率将维持窄幅震荡。

我们认为虽然目前券商方向性权益配置比例不高，但主动投资+量化做市+衍生品+私募另类相关的泛权益资产仍明显受益于权益市场的改善。我们认为 2026 年行业对权益投资的重视程度或将继续增加，投资收入仍是影响业绩的关键因素。2025 年来看，各券商投资收益率出现一定分化；1) 固收投资方面，货币政策仍然维持相对宽松，券商债券投资未见明显扩张，有部分券商兑现其他债权投资中债券资产浮盈。2) 权益投资方面，权益资产在 TPL 和 OCI 两个科目的摆布决定了正向盈利，目前券商对 OCI 的增配仍在持续。未来权益市场的持续表现和 IPO 逐步实现常态化发行有望推进直投业绩修复。

表 4：近期关于维持资本市场和债券收益率稳定的政策表述

	时间	政策/会议	相关内容
关于资本市场稳定	2026/3/6	十四届全国人大四次会议经济主题记者会	吴主席：健全“长钱长投”的市场机制和生态，完善中国特色稳市机制建设，丰富跨周期逆周期调节的手段和机制，进一步增强市场内在稳定性。
	2026/3/20	《金融法（草案）》	建设完善安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，推动投资和融资协调发展，支持中长期资金入市，增强资本市场内在稳定性。
	2026/4/28	中共中央政治局会议	推动中小金融机构改革，稳定和增强资本市场信心。
关于债券收益率稳定	2025/10/26	国务院关于金融工作情况的报告	10 年期国债收益率保持在 1.75%—1.85% 左右，扭转了 2024 年单边较快下行的趋势。
	2026/3/6	十四届全国人大四次会议经济主题记者会	潘行长：债券收益率在合理区间波动，10 年期国债收益率稳定在 1.8% 附近。

资料来源：中国人大网、新华网、证监会，西部证券研究发展中心

国际业务仍为券商发展和盈利贡献的中期线索。从业务布局来看，中资券商大多以中国香港为出发点，持续加速在新加坡、中东等市场的布局，近年来券商持续向香港子补充资本，支撑境外业务扩表与杠杆提升，如广发证券 2025 年向广发控股香港增资 21.37 亿港元，2026 年 1 月港股新募资资金 61 亿港元也将用于增资国际子公司；华泰证券 2026 年发布公告计划拟增资 90 亿港元支持境外业务发展。2025-2026 年部分中小券商如西部证券、第一创业也申请成立香港子公司，另外 4 月 21 号东北证券全资子公司东证国际完成注册，长城证券 5 月 9 日发布公告称全资子公司长证国际获得香港证监会办法的 1、4、9 号牌。随着中资券商国际业务布局的不断拓展及资本实力的不断充实，国际业务有望成为未来券商发展的另一重要引擎。

表 5：近年来较多券商对国际业务进行增资或拟成立香港子公司

增资对象	公告时间	增资方式	增资金额
中信证券国际	2024 年	现金增资	完成实际增资 9.16 亿美元
中信建投国际	2025/8/28	现金增资	拟增资 15 亿港元
国泰海通金控 (香港)	2018/4/27	现金增资	同意公司向国泰君安安全控增资 65 亿港元，第二笔 39 亿港元已于 2025 年完成增资。
	2024/12/23	定增资金用途	募资 100 亿元，拟增资 30 亿元用于国际业务
	2025/11/17	境外收购	通过国泰海通金控收购印尼证券公司
华泰金控	2024/9/6	出售 Assetmark	出售 Assetmark 的 17.9 亿美元留在华泰金控
	2026/2/3	发行 H 股可转债	发行 100 亿港元 H 股零息可转债，其中拟向华泰国际金控增资不超过 90 亿港元
招商国际	2025/12/8	现金增资	同意由招证国际向其全资子公司分次增资不超过 90 亿港元。首次增资对象为招商证券（香港），增资规模不超过 40 亿港元。
广发控股香港	2025/1/8	现金增资	已增资 21.37 亿港元
	2026/1/7	配售 H 股+发行 H 股可转债	港股配售和发行 H 股可转债募资 61.01 亿港元，拟向广发控股（香港）增资
银河国际控股	2023/12/30	现金增资	完成实际增资 16 亿港元（用于收购银河-联昌）
山证国际	2025/10/29	现金增资	拟向山证国际增资 10 亿港元
东吴（香港）	2026/2/12	现金增资	证监会同意公司向东吴（香港）增资不超过 20 亿港元
华安证券（香港）	2026/2/11	现金增资	证监会同意公司向华安证券（香港）增资 5 亿港元
西部证券	2025/6/12	拟设立香港子公司	拟出资等值 10 亿元人民币用于设立全资香港子公司
第一创业	2025/8/27	拟设立香港子公司	同意出资不超过 5 亿港元设立香港子公司“第一创业国际金融控股有限公司”
东北证券	2026/4/21	香港子公司完成注册	公司全资子公司东证国际完成注册，以自有资金出资 5 亿港元。
长城证券	2026/5/9	长证国际获得香港证监会颁发业务牌照	全资子公司长证国际获得香港证监会办法的 1、4、9 号牌。

资料来源：《中信证券 2024 年度股东大会会议文件》、《中信建投第三届董事会第十七次会议决议公告》、《国泰君安第五届董事会第八次会议决议公告》、《国泰君安换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书》、《国泰海通第七届董事会第八次会议（临时会议）决议公告》、《华泰证券关于出售所持美国控股子公司 Assetmark 全部股权完成的公告》、《华泰证券关于根据一般性授权发行 H 股可转换债券的公告》、《招商证券第八届董事会第二十五次会议决议公告》、《关于广发控股香港实缴资本增加至 103.37 亿港元的公告》、《广发证券关于根据一般性授权配售新增 H 股及发行 H 股可转换债券的公告》、《中国银河关于完成向中国银河国际控股有限公司增资的公告》、《山西证券关于向子公司山证国际金融控股有限公司增资的公告》、《东吴证券关于向香港子公司增资事项获得中国证监会复函的公告》、《华安证券关于向香港全资子公司增资事项取得中国证监会复函的公告》、《西部证券关于设立香港子公司的公告》、《东北证券股份有限公司关于香港子公司完成注册的公告》、《第一创业 2025 半年报董事会决议公告》、《长城证券股份有限公司关于香港子公司获得香港证监会办法业务牌照的公告》，西部证券研发中心，截至 2026 年 5 月 22 日

综上所述，我们认为券商 ROA 的提升在成交维持相对活跃，发行逐步修复以及资本市场保持平稳的预期下有望维持高位，当然这需要观察券商各季度盈利表现逐步验证以加强信心。在杠杆提升方面，我们认为目前头部券商国际业务的快速发展成为杠杆提升的有效抓手，而继续提升的前提需要等待政策放松催化，ROA 的高位稳定或是行业 ROE 的重要支撑。

3.2、盈利预测：预计2026年证券行业净利润同比增长14%

基于中性假设，预测 2026 全年证券行业分别实现营业收入和净利润 6,119、2,509 亿元，同比分别+13.3%、+14.0%。预计 2026 年市场交投仍然维持较高中枢，因此经纪两融收入是 2026 年券商业绩的核心增量贡献，资管业务收入预计维持稳中有升，投行收入在低基数下迎来边际改善，高基数下预计券商自营投资收益同比仍有所增长，另类子+直投子所投项目在科技牛行情中有望明显受益，为业绩贡献弹性。

表 6：2026 年证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2025A	2026Q1	2026E（谨慎）	2026E（中性）	2026E（乐观）
经纪	1,814	561	1,831	2,269	2,697
投行	393	83	330	370	420
资管	239	57	274	274	274
利息	643	200	507	852	1,155
自营	1,857	393	1,310	1,900	2,490
其他	454	122	454	454	454
营业收入	5,400	1,416	4,707	6,119	7,491
营业收入增速	19.7%	21.9%	-12.8%	13.3%	38.7%
净利润	2,200	572	1,883	2,509	3,146
净利润增速	31.5%	0.3%	-14.4%	14.0%	43.0%
ROE	6.8%	6.7%	5.6%	7.3%	9.0%

资料来源：证券业协会，西部证券研发中心

表 7：2026 年各项核心业务假设

	2025A	2026Q1	2026E（谨慎）	2026E（中性）	2026E（乐观）
A 股日均成交额（亿元）	19,722	25,805	20,000	25,000	30,000
净佣金率（万分之）	1.94	1.72	1.72	1.72	1.72
IPO 规模（亿元）	1,318	259	1,200	1,500	1,800
IPO 家数（家）	116	30	120	150	180
增发规模（亿元）	3,677	2,089	6,000	8,750	10,500
增发家数（家）	172	61	200	250	300
债券融资规模（亿元）	156,749	45,028	163,803	172,424	189,667
IPO 费率	4.81%	6.96%	6.00%	6.00%	6.00%
增发费率	0.22%	0.14%	0.20%	0.20%	0.20%
债券费率	0.17%	0.11%	0.12%	0.12%	0.12%
定向 AUM（亿元）	25,162	—	25,162	25,162	25,162
集合 AUM（亿元）	32,808	—	36,089	36,089	36,089
股票收益率	—	—	8.0%	10.0%	12.0%
基金收益率	—	—	5.0%	6.0%	7.0%
债券收益率	—	—	1.0%	2.0%	3.0%
日均两融规模（亿元）	20,793	26,626	25,000	26,000	28,000
两融利率	—	—	4.5%	4.8%	5.0%
股票质押（亿元）	—	—	2,200	2,500	2,800
股质利率	—	—	3.8%	3.8%	3.8%

资料来源：Wind，证券业协会，西部证券研发中心

3.3、投资策略：受益于资本市场的稳定和活跃

券商板块在过去九个月受到资金面压制、再融资落地、美伊冲突等各方面影响，整体表现

较弱。从估值绝对水平来看，截至 2026/5/29，证券 II（申万）PB 为 1.12x，行业估值处于 2016、2021、2023 年以来的 5.9%、10.9%、16.5%分位数；证券 II（申万）PE 为 14.57x，行业估值处于 2016、2021、2023 年以来的 6.7%、0.4%、0.2%分位数。

首先，极低的 PE 表明券商的盈利确已提升至历史较高水平，五大业务线均明显增长，基本面已经兑现，但市场并未予以定价。相对较低的 PB 表明市场不愿意给予券商重资产部分估值溢价，而随着时间区间的缩短，券商 PB 区间最大值、平均值、中位数均明显下移，从而使得区间分位数逐步提升。而 PB 分位数高于 PE 分位数表明市场认为券商的重资产部分具有清算价值，但盈利持续性和稳定性仍待验证。**我们通过 3.1 的分析，认为券商板块盈利具有可持续性，目前盈利和估值已经出现明显错配。**

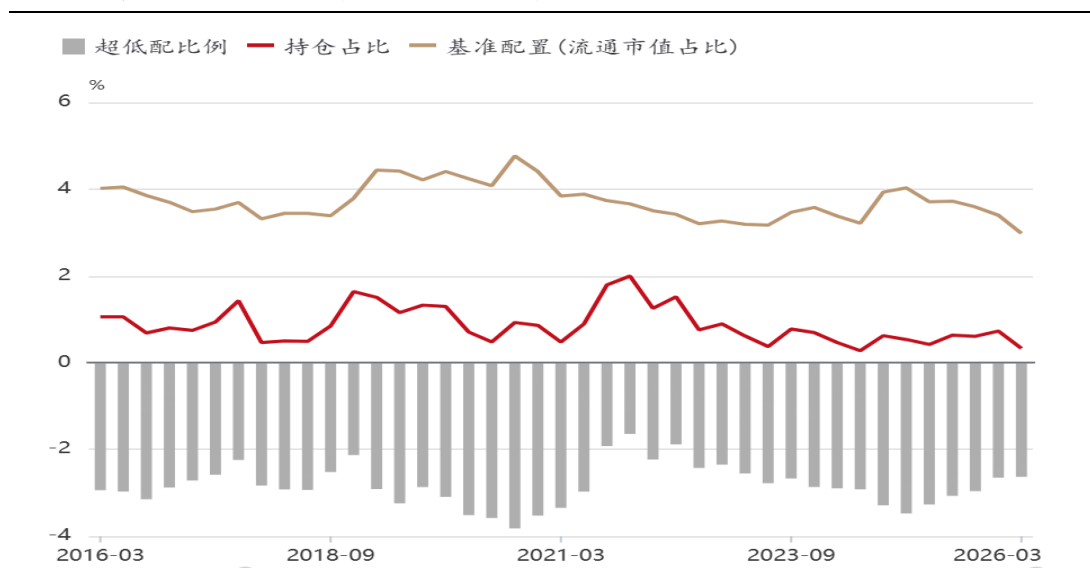
表 8：证券 II（申万）的 PB/PE 表现

PB (LF)	2016 年以来	2021 年以来	2023 年以来	PE (TTM)	2016 年以来	2021 年以来	2023 年以来
最大值	2.25	2.09	1.68	最大值	45.80	33.54	33.54
最小值	0.94	0.94	0.94	最小值	10.31	14.15	14.40
平均值	1.52	1.37	1.27	平均值	22.04	20.50	21.04
中位数	1.47	1.31	1.26	中位数	21.14	20.42	20.57
2026/5/29	1.12	1.12	1.12	2026/5/29	14.57	14.57	14.57
分位数	5.9%	10.9%	16.5%	分位数	6.7%	0.4%	0.2%
2024/9/23	1.03	1.03	1.03	2024/9/23	21.76	21.76	21.76

资料来源：Wind，西部证券研发中心，截至 2026/5/29

资金面来看，目前主动基金持仓处于历史低位，证金减持影响将边际减弱。截至 2026Q1 券商板块主动偏股持仓比例环比下降 0.4pct 至 0.33%，较基准低配 2.65pct，处于历史底部区间。另一方面，2025 年下半年以来的证金减持对券商板块造成一定的资金面压制，截至 2026 年一季度末，方正、兴业、东方的证金持仓已退出前十大，光大的工银瑞信中证金融资产管理计划、中信证券的大成中证金融资产管理计划已退出前十大，国泰海通、广发证券、华泰证券、中国银河、光大证券的证金持股比例均有所下降，对板块压制力量正逐步减弱。

图 39：证券 II 主动偏股型基金持仓占比及超低配情况



资料来源：恒生聚源，vsignals.cn，西部证券研发中心

表 9：券商板块证金&汇金持仓统计(前十大股东)

证券代码	证券简称	机构名称	25Q4 持股 比例	25Q4 持股市 值（亿元）	26Q1 持股 比例	26Q1 持股市 值（亿元）	持股比例 环比	持股市值 变化（亿 元）
601211.SH	国泰海通	中国证券金融股份有限公司	2.39%	86.43	2.10%	61.46	-0.29%	-24.97
601211.SH	中信证券	中央汇金资产管理有限责任公司	1.38%	58.9	1.38%	49.32	0.00%	-9.58
		大成中证金融资产管理计划	1.19%	50.76	不在前十	-	-	-
000776.SZ	广发证券	中国证券金融股份有限公司	3.00%	50.18	2.50%	35.08	-0.50%	-15.10
300059.SZ	东方财富	中央汇金资产管理有限责任公司	0.96%	35.18	0.96%	28.67	0.00%	-6.51
601995.SH	中金公司	中央汇金资产管理有限责任公司	40.11%	677.65	40.11%	627.12	0.00%	-50.53
601066.SH	中信建投	中央汇金资产管理有限责任公司	30.76%	638.75	30.76%	511.81	0.00%	-126.94
000166.SZ	申万宏源	中国证券金融股份有限公司	2.54%	33.48	2.54%	29.73	0.00%	-3.75
600999.SH	招商证券	中国证券金融股份有限公司	1.96%	28.42	1.96%	26.37	0.00%	-2.05
601688.SH	华泰证券	中国证券金融股份有限公司	1.69%	36.07	1.50%	26.04	-0.19%	-10.03
601881.SH	中国银河	中国证券金融股份有限公司	0.77%	13.22	0.28%	3.88	-0.49%	-9.34
601788.SH	光大证券	中国证券金融股份有限公司	2.82%	22.83	1.94%	13.64	-0.88%	-9.19
		工银瑞信中证金融资产管理计划	0.53%	4.29	不在前十	-	-	-
601901.SH	方正证券	中国证券金融股份有限公司	1.69%	10.88	不在前十	-	-	-
		中央汇金资产管理有限责任公司	1.65%	10.59	1.65%	9.22	0.00%	-1.37
601377.SH	兴业证券	中国证券金融股份有限公司	2.48%	15.88	不在前十	-	-	-
000728.SZ	国元证券	中央汇金资产管理有限责任公司	1.56%	5.68	1.56%	5.21	0.00%	-0.47
000686.SZ	东北证券	中央汇金资产管理有限责任公司	1.71%	3.74	1.71%	3.23	0.00%	-0.51
002500.SZ	山西证券	中央汇金资产管理有限责任公司	1.44%	3.1	1.44%	2.89	0.00%	-0.21
600958.SH	东方证券	中国证券金融股份有限公司	2.68%	24.84	不在前十	-	-	-
券商证金合计			23.7%	377.28	-	196.20	-	-74.43
券商汇金合计			79.6%	1433.59	79.6%	1237.47	0.00%	-196.12

资料来源：Wind，西部证券研发中心，券商证金合计变化仅统计 26Q1 仍在前十大股东情况

观察券商板块 2025 年及 2026 年一季度业绩表现，可以发现证券行业盈利能力明显增强，尤其头部券商表现出优异的业绩。政策端目前虽然衍生品额度管控一定程度上限制业务开展从而对杠杆提升，但成交放量带来大财富管理利润增长、科创板/创业板改革带来投行资本化、企业资金出海带来国际子公司快速突围，均为头部券商成长性的核心来源，也是其业绩持续创历史新高的核心动力；若未来相关政策进一步放松，杠杆的提升将推动行业迈向发展的新阶段。我们认为监管引导下头部券商和中小券商将在未来演绎出不同的发展路径，我们看好头部券商在当下市场和政策环境下的发展机遇，推荐两条主线，一是综合实力较强、估值较低的中大型券商，推荐有望实现“1+1>2”协同效应的【国泰海通】、机构财富双轮驱动的低估值龙头【华泰证券】、资管业务突出的【广发证券】、持有长鑫科技股权的【招商证券】、治理优化有望驱动盈利回升的【兴业证券】、以及两大权重股【中信证券】、【东方财富】；二是推荐正在推进并购的券商，推荐【中金公司】、【东方证券】、【湘财股份】，以及可转债有转股预期的【财通证券】。

四、2026年金融科技盈利展望及投资策略

T0 C 金融科技行业盈利弹性本质来自强经营杠杆，预计 2026 年板块盈利维持较好表现。

T0 C 金融科技公司固定成本以研发、服务器、销售体系和内容生产为主，在成交上行阶段，新增流量和新增交易需求可被快速转化为广告、增值服务、开户导流、投顾与交易佣金收入，而成本端相对刚性，由此带来利润增速显著优于收入增速的放大效应。2026 年以来 A 股日均成交额维持高位，1-4 月 ADT 为 25199.3 亿元，同比+74.17%，1-4 月 A 股累计新开户 1453 万户、同比+54.7%。交投活跃与增量投资者入场仍在持续，预计板块盈利将维持较好表现。

复盘来看，杠杆资金是 2022 年后板块行情弹性的核心放大器。我们曾在《数掘金系列报告一：T0 C 金融科技板块行情复盘与未来展望》中对 2013 年以来金融科技板块行情进行系统复盘，发现 2022 年后金融科技板块各公司的两融余额占全市场两融余额比重出现明显抬升，且占比高点逐步上移，杠杆资金活跃度的提升有效延长了行情的持续性与弹性空间。2024 年 924 行情以来，两融余额从约 1.5 万亿攀升至 2.8 万亿以上，两融占流通市值比从不到 2% 升至约 2.6%，板块股价随之迎来较强弹性。进入 2026 年，杠杆的边际催化正在放缓：截至 2026/5/27，当前两融余额占比约 2.7%，较 2025 年下半年高点+0.15pct，增量斜率相对有所趋缓。

图 40：东方财富两融余额占比与股价表现



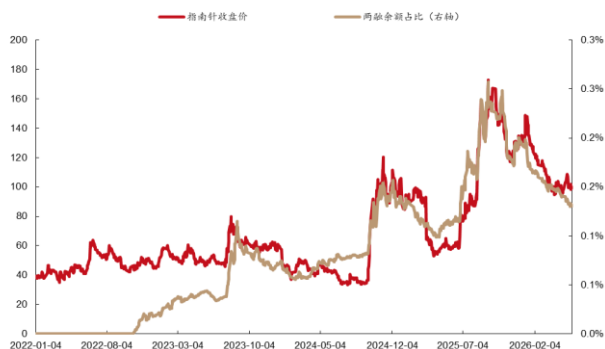
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 41：同花顺两融余额占比与股价表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 42：指南针两融余额占比与股价表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 43：大智慧两融余额占比与股价表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 44：财富趋势两融余额占比与股价表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

因此，未来板块超额收益或将更多取决于公司自身的 Alpha 加成。一是 AI 产品力，通过大模型深度赋能提升单位流量价值与服务效率，拉开 C 端产品体验与 ARPU 的竞争差距；二是牌照延伸，决定流量能否从“看行情”延伸至“开户—交易—配置—投顾”的更长变现链条，打开流量价值的天花板。成交额决定行业盈利中枢，AI 与牌照决定谁能跑赢。综上所述，我们推荐流量及 AI 产品力领先的同花顺（西部银行组覆盖），互联网财富管理龙头的东方财富，以及把握新流量入口的九方智投控股；建议关注财富趋势、指南针。

五、风险提示

资本市场改革进度不及预期：为推动多层次资本市场改革和加大对外开放，监管部门不断出台或修订完善行业监管政策，可能会对证券公司某项业务的开展、面临的竞争格局及行业前景产生影响。

资本市场波动风险：券商的经营业绩与资本市场的走势有较强的相关性，低迷的资本市场行情会对经纪业务佣金收入、投资银行业务承销和保荐收入造成不利影响，也会导致资本类业务的收益下降、各类金融产品违约风险上升，从而进一步放大证券公司的经营风险。

行业竞争加剧风险：证券公司面临来自外资金融机构和其他类型金融机构的竞争，未来可能会面临客户流失和市场份额下降的风险。此外，证券公司近年来不断通过股权、债权等方式补充资本金，也会加剧行业竞争，中小券商不进则退。

信用风险：证券公司在资产负债表相关信用业务开展过程中可能出现维持担保比例或履约保障比例低于警戒线且未能追加担保物、不能按期支付利息等情形导致信用交易客户未能履行合同义务从而致使证券公司出现资金损失的风险。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。