



南华期货 (603093.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

扬帆出海，境外业务领先的期货公司

投资逻辑

2025 年国内期货行业迎来全面复苏，期货市场累计成交量 91 亿手，成交额 766 万亿元，同比分别增长 17% 和 24%；行业净利润同比增长 16%，结束连续三年下滑态势。其中，跨境衍生品业务成为行业增长最快的黄金赛道，中资企业全球化布局加速带动套保需求爆发式增长，头部期货公司凭借先发牌照优势抢占了主要市场份额。南华期货作为 A 股市场稀缺的期货上市标的，是国内唯一一家从期货领域延伸至公募牌照的民营资本系期货公司。我们认为，境外业务已成为公司核心增长引擎，随着中国企业出海深化及公司 H 股上市成功，其全球化先发优势将进一步巩固。

1、境外业务构筑坚实护城河，先发优势显著。公司依托全资子公司横华国际，于 2007 年起布局全球市场，先后获取中国香港、芝加哥、新加坡及伦敦等全球主流金融中心的衍生品交易及清算牌照，实现了跨亚洲、欧洲、北美三大洲的 24 小时交易时段全覆盖。2025 年，公司境外业务收入占营收比重已达 55%；境外主体横华国际 2025 年净利润为 4.60 亿元，占公司整体净利润的比重为 95%；境外客户权益规模同比增长 68.92% 至 233.06 亿港元，境外业务已成为公司经营的主要支撑和利润核心来源。

2、资本补充打开天花板，盈利能力领跑行业。境外衍生品业务本质上是资本消耗型业务，客户保证金规模及清算能力的扩张高度依赖资本金。2025 年 12 月，公司成功在港交所主板上市，发售价为每股 12 港元，募资约 12 亿港元。此次 H 股 IPO 不仅打通了国际融资渠道，更关键的是补齐了与海外投行及清算机构合作的信用短板。此外，公司拟发行不超过 12 亿元可转债，募集资金将全面用于提升各项核心业务能力，目前处于上交所审核阶段。

3、境内业务协同发展，构建综合金融生态。公司已构建起涵盖期货经纪、风险管理（南华资本）、公募基金（南华基金）的综合金融生态。2025 年财富管理业务规模稳步提升，南华基金存续公募基金规模达 191.36 亿元，较上年末增长 29.25%。

盈利预测、估值和评级

公司期货业务牌照齐全，境外业务具备优势。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 6.96、7.55 和 8.47 亿元，分别同比+43%、+8% 和 +12%。参考可比公司，我们给予公司 2026E 25xPE 估值，对应目标价 28.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济下行导致手续费等核心收入下降风险；2、行业监管趋严；3、境外业务经营波动风险。

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）

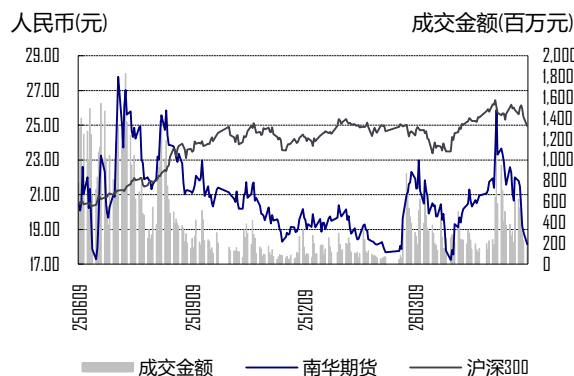
fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）

hongxingning@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.14 元

目标机（人民币）：28.53 元



公司基本情况（人民币）

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
营业收入(百万元)	5,712	1,388	1,863	2,169	2,495
营业收入增长率	-9%	-76%	34%	16%	15%
归母净利润(百万元)	458	486	696	755	847
归母净利润增长率	14%	6%	43%	8%	12%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.80	1.14	1.24	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.71%	10.01%	11.74%	11.36%	11.38%
P/E	24.2	22.8	15.9	14.7	13.1

来源：公司年报、国金证券研究所 注：2025 年营业收入下滑主要系会计政策变更，2024 年调整后收入为 13.54 亿元，调整后同比增长 2.45%



内容目录

1 行业概况：衍生品服务需求提升，行业展业边界打开有望驱动规模上行	5
1.1 市场表现活跃，期货公司经营良好	5
1.2 需求端：大宗商品价格波动加剧，企业对综合性衍生品服务的需求日益提升	6
1.3 供给端：新品种加速上市有望驱动期货行业扩容提速	7
1.4 政策端：期货公司有望扩大展业范围，业务结构趋于多元化	8
2 南华期货：综合布局，盈利能力排名市场前列	12
2.1 公司概况：A+H 上市，涵盖多元业务的综合金融服务平台	12
2.2 财务表现：归母净利润持续抬升，ROE 维持在 11%以上	12
2.3 竞争格局：ROE 稳定、利润韧性强	13
2.4 业务拆分：国际业务领先，业务趋于多元发展	14
3 核心优势：海外业务先发优势明显，港股 IPO 后资本金更好匹配出海需求	19
3.1 为什么境外业务是期货行业最值得重视的增量方向	19
3.2 境外牌照先发优势足，资本补充打开空间	21
4 投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 估值分析	25
风险提示	25

图表目录

图表 1： 2025 年国内期货市场成交量同比+17.40%	5
图表 2： 2025 年国内期货市场成交额同比+23.74%	5
图表 3： 25 年末国内期货公司客户权益规模再创新高、合计突破 2 万亿元	6
图表 4： 2026Q1 期货行业净利润同比+57.85%至 39 亿元	6
图表 5： 中国企业套保指数持续提升	7
图表 6： 26Q1 累计有 501 家实体行业 A 股上市公司发布套期保值相关公告	7
图表 7： 期货品种加速推出	7
图表 8： 我国已上市期货、期权品种达 167 个（截至 2026 年 5 月 27 日）	7
图表 9： 期货公司有望扩大业务范围	8
图表 10： 期货行业主要政策梳理	9
图表 11： 公司旗下全资子公司	12
图表 12： 公司营业收入（净额法）及其同比增速	13
图表 13： 公司归母净利润及其同比增速	13



图表 14: 公司归母净资产规模持续提升	13
图表 15: 近年来公司加权平均 ROE 在 11%以上	13
图表 16: A 股上市期货公司营业收入对比 (亿元)	14
图表 17: A 股上市期货公司归母净利润对比 (亿元)	14
图表 18: A 股上市期货公司营收同比增速情况	14
图表 19: A 股上市期货公司归母净利润同比增速情况	14
图表 20: A 股上市期货公司净利率表现对比	14
图表 21: A 股上市期货公司 ROE 表现对比	14
图表 22: 公司营业收入分业务情况 (亿元)	15
图表 23: 公司营业收入结构	15
图表 24: 2023 年以来公司境内期货经纪业务客户权益保持快速增长	15
图表 25: 公司经纪业务收入较为稳健 (亿元)	16
图表 26: 公司平均经纪佣金费率有所下降 (基点)	16
图表 27: 公司平均经纪佣金费率与同业比较	16
图表 28: 南华基金管理规模变化	17
图表 29: 公司资管业务管理规模	17
图表 30: 公司财富管理业务收入 (亿元)	17
图表 31: 公司风险管理业务收入 (净额法, 亿元)	18
图表 32: 25 年公司场外衍生品新增名义本金同比提升 16%	18
图表 33: 25H 公司场外衍生品业务市占率同比+0.17pct 至 2.32%	18
图表 34: 公司境外金融业务收入 (亿元)	19
图表 35: 2025 年中国进出口总额同比+3%至 6 万亿美元	19
图表 36: 2025 年对外直接投资流量同比+8%	19
图表 37: 2025 年 A 股上市公司境外收入合计达到 12.40 万亿元	20
图表 38: 中国、美国十年期国债利率 (%)	21
图表 39: 公司境外附属公司持有的牌照	21
图表 40: 公司服务网络广泛	22
图表 41: 境外主体横华国际利润持续提升 (百万元)	22
图表 42: 横华国际资产规模大幅扩张 (亿元)	22
图表 43: 2025 年横华国际 ROE 为 23%	23
图表 44: 按财务科目分的公司境外业务收入结构 (25H1)	23
图表 45: 按业务板块分的公司境外业务收入结构 (25H1)	23
图表 46: 公司境外资管业务规模持续攀升	24
图表 47: 公司境外金融业务客户权益规模大幅提升	24
图表 48: 25H1 末公司境外业务登记企业客户达到 2077 个	24



图表 49： 公司营业收入盈利预测（百万元）	25
图表 50： 公司营业支出盈利预测（百万元）	25
图表 51： 可比公司估值	25



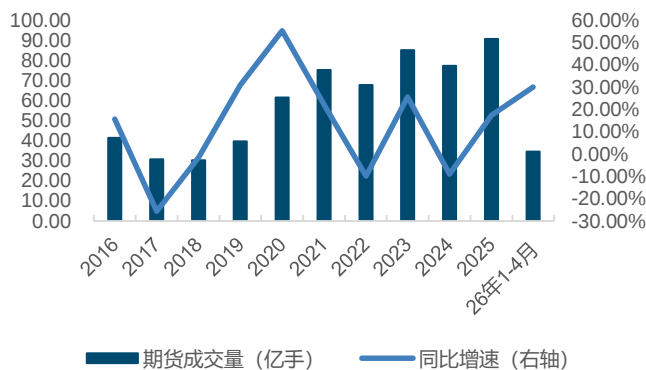
1 行业概况：衍生品服务需求提升，行业展业边界打开有望驱动规模上行

1.1 市场表现活跃，期货公司经营良好

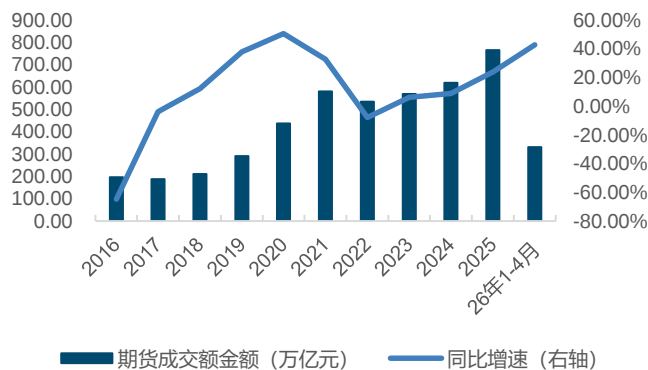
近年来，全球经济复杂多变、地缘政治冲突频发，同时受政策调整、市场波动等因素的影响，期货市场出现波动，但整体来看，期货行业发展态势良好。从成交量走势来看，2020 年受全球疫情冲击，宏观经济整体不确定性加剧，国内期货市场交易热度同步大幅攀升，全年成交规模涨幅超 50%。2021 年煤炭、黑色金属等大宗商品价格强势上行，有效拉动国内期货市场，全年交易量、交易额同比分别上涨 22.13%、32.84%，新品种陆续挂牌上市也为市场发展注入新动能。2022 年，在大宗商品基本格局、行业市场竞争及宏观政策预期等多重因素交织影响下，国内期货市场交易规模有所回落，交易量、交易额同比分别下滑 9.93% 和 7.96%。2023 年伴随国内经济稳步复苏，叠加期货品种体系持续完善扩容，新能源、有色金属品类受到市场资金重点青睐，推动行业回暖向好，全年交易量、交易额同比分别提升 25.61%、6.28%。2024 年全球经济增长动能放缓，同时美联储累计降息幅度达 100 个基点，进一步放大全球市场波动与不确定性，市场风险偏好随之走弱，整体交易活跃度有所降低，全年交易量、交易额同比分别-9.08%、+8.93%。

2025 年，全球经济复苏态势下，中国期货市场实现跨越式发展，期货市场表现活跃，全年成交额达 766.25 万亿元，同比增幅达到 23.74%，成交量为 90.74 亿手，同比增长 17.40%，均创历史新高。2026 年期货市场成交额表现更为强劲，2026 年 1-4 月全国期货市场累计成交额 331.47 万亿元，同比增长 42.75%，成交量为 34.56 亿手，同比增长 30.02%。

图表1：2025 年国内期货市场成交量同比+17.40%



图表2：2025 年国内期货市场成交额同比+23.74%



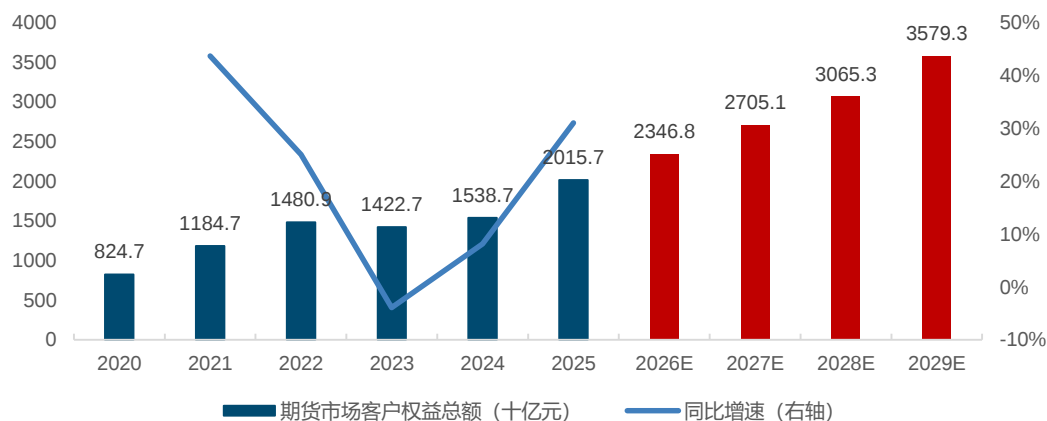
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从客户权益规模变化来看，2020 年以来，我国期货市场客户权益规模实现跨越式攀升，规模由 8247 亿元扩容至 20157 亿元，期间年均复合增速达到 19.6%。国内多项行业政策落地实施，有效提振市场参与热情，持续盘活整体交易活力。与此同时，市场交易模式持续优化，各类创新期货品种陆续推出，既为市场主体搭建起成熟的风险对冲渠道，也丰富了资产多元配置途径。据 Frost & Sullivan 测算数据，2029 年国内期货市场客户权益规模有望攀升至 35793 亿元，未来四年市场规模年均复合增速预计在 15.4%。



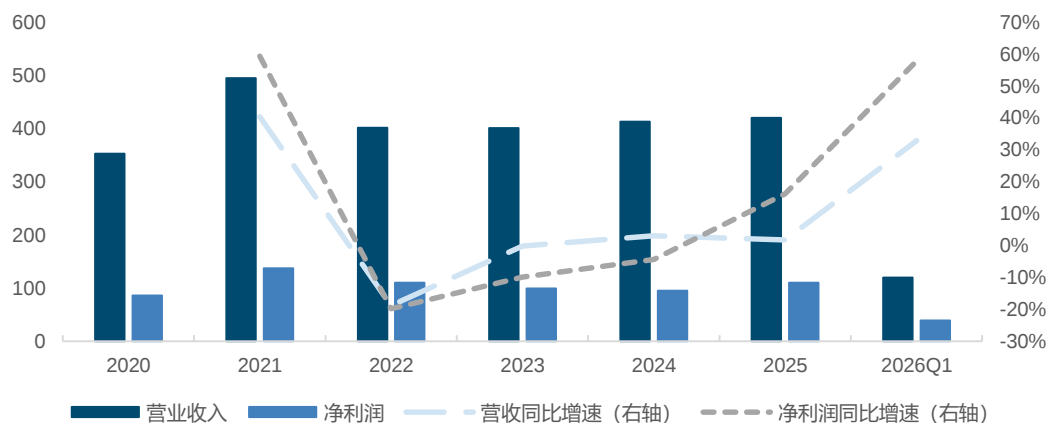
图表3：25年末国内期货公司客户权益规模再创新高，合计突破2万亿元



来源：公司H股招股说明书，中国期货市场监控中心，国金证券研究所

截至2026年3月末，全国共有150家期货公司，分布在29个辖区，期货公司家数基本维持稳定。从财务表现来看，2025年全国期货公司母公司口径实现营业收入420.15亿元，同比小幅增长1.75%，实现净利润110亿元，同比上涨16.14%。2026Q1实现营业收入119.61亿元，同比增长32.87%，实现净利润39.13亿元，同比增长57.85%。据Frost & Sullivan测算数据，2029年国内期货市场的总收入有望达到535亿元，未来四年复合年增长率预计为6.2%。

图表4：2026Q1期货行业净利润同比+57.85%至39亿元



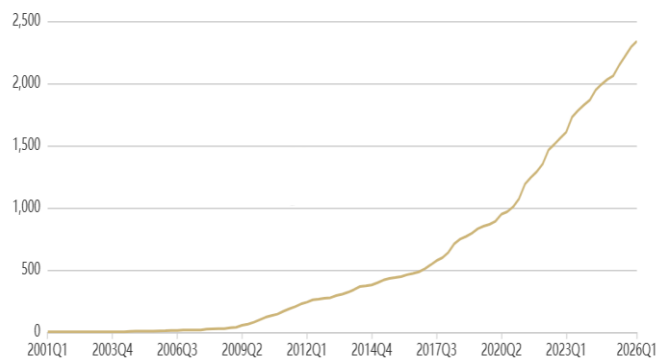
来源：中国期货业协会，国金证券研究所 注：统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司（如资产管理公司、风险管理公司、香港公司等境内外子公司）报表数据

1.2 需求端：大宗商品价格波动加剧，企业对综合性衍生品服务的需求日益提升

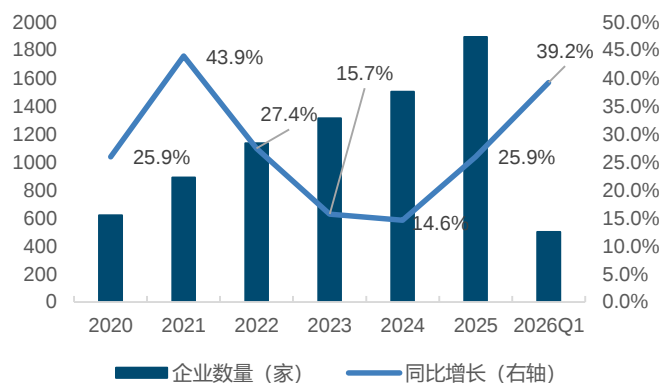
近年来，地缘政治冲突和供应链重构等因素持续发酵，特别是2025年以来贸易保护主义抬头、美联储货币政策频繁调整，导致铜、铝等大宗商品价格剧烈波动，推动我国上市公司套保参与率不断提升。据避险网统计，2025年在公告中提及套期保值的实体行业上市公司家数达到1892家，同比增长25.9%，数量创历史新高；2025年实体行业上市公司套保参与率达到35.4%，同比提升近7个百分点。2026年一季度累计共有501家实体行业A股上市公司发布了套期保值相关公告，同比增长39.2%，增速进一步提升。但与欧美市场70%-80%的套保参与率成熟水平相比，我国上市公司的套保参与率仍有提升空间。



图表5：中国企业套保指数持续提升



图表6：26Q1 累计有 501 家实体行业 A 股上市公司发布套期保值相关公告



来源：避险网，国金证券研究所 注：中国企业套保指数以参与套期保值的 A 股

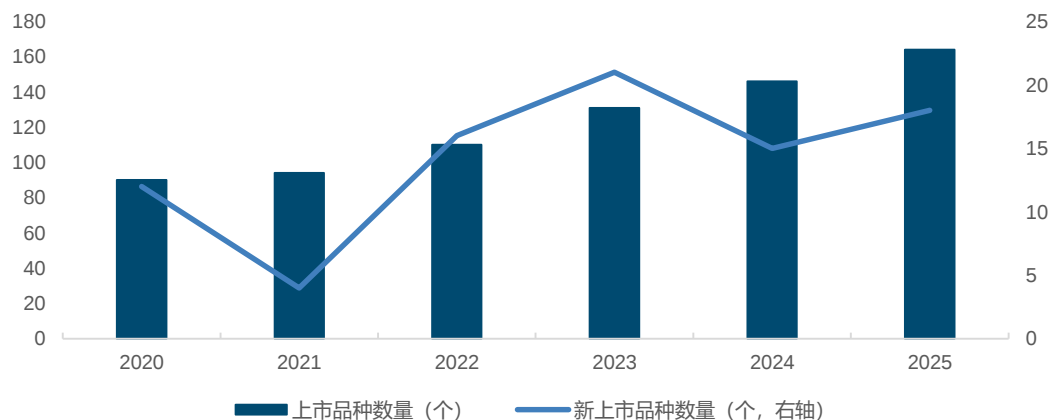
来源：避险网，国金证券研究所

上市公司的数量为基础，衡量我国企业避险意识与避险实践的发展

1.3 供给端：新品种加速上市有望驱动期货行业扩容提速

近年来，我国期货期权品种上市节奏明显提速。截至 2026 年 5 月 27 日，全市场上市品种数量突破 167 个，2025 年单年新增 18 个品种，品种覆盖范围从传统大宗商品延伸至航运、新能源、金融等多个新兴领域，服务实体经济的广度和深度显著提升。品种和工具创新呈现出体系化、板块化特征。各交易所围绕产业链上下游进行系统性产品开发，上期所形成了覆盖金属、能源、化工和航运服务的产品矩阵；郑商所围绕聚酯产业推出了瓶片、对二甲苯等全球独有品种；大商所沿着产业链持续完善工具体系，油脂油料板块已实现期货和期权工具的全覆盖；中金所进一步健全权益类和利率类衍生产品线，为市场机构配置股市和债市资产提供了丰富的工具和手段；广期所的新能源金属衍生品体系初步成形。

图表7：期货品种加速推出



来源：期货业协会，国金证券研究所

图表8：我国已上市期货、期权品种达 167 个（截至 2026 年 5 月 27 日）

交易所	品种数量	期货品种	期权品种
郑商所	47 个 (27 期货+20 期权)	普麦、强麦、白糖、棉花、菜籽油、早籼稻、晚籼稻、菜籽粕、粳稻、油菜籽、棉纱、苹果、红枣、花生、动力煤、PTA、甲醇、玻璃、硅铁、锰硅、尿素、纯碱、短纤、对二甲苯、烧碱、瓶片、丙烯	白糖期权、棉花期权、菜籽油期权、菜籽粕期权、苹果期权、红枣期权、花生期权、PTA 期权、甲醇期权、动力煤期权、对二甲苯期权、烧碱期权、纯碱期权、短纤期权、锰硅期权、硅铁期权、尿素期权、玻璃期权、瓶片期权、丙烯期权
大商所	46 个 (27 期货+19 期权)	黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆油、	黄大豆 1 号期权、黄大豆 2 号期权、豆粕期权、豆



交易所	品种数量	期货品种	期权品种
上期所	45 个 (25 期货+20 期权)	棕榈油、玉米、玉米淀粉、粳米、鸡蛋、生猪、胶合板、纤维板、原木、焦炭、焦煤、铁矿石、聚乙烯、聚乙烯月均价、聚氯乙烯、聚氯乙烯月均价、聚丙烯、聚丙烯月均价、乙二醇、苯乙烯、液化石油气、纯苯 铜、铜(BC)、铝、锌、铅、镍、锡、氧化铝、铸造铝合金、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、不锈钢、原油、低硫燃料油、燃料油、石油沥青、合成橡胶、天然橡胶、20 号胶、纸浆、胶版印刷纸、SCFIS 欧线指数 沪深 300 股指期货、中证 500 股指期货、中证 1000 股指期货、上证 50 股指期货、2 年期国债期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、30 年期国债期货	油期权、宗桐油期权、玉米期权、玉米淀粉期权、鸡蛋期权、生猪期权、原木期权、焦煤期权、铁矿石期权、聚乙烯期权、聚丙烯期权、聚氯乙烯期权、液化石油气期权、苯乙烯期权、乙二醇期权、纯苯期权 铜期权、铜(BC)期权、铝期权、锌期权、铅期权、镍期权、锡期权、氧化铝期权、铸造铝合金期权、黄金期权、白银期权、螺纹钢期权、原油期权、燃料油期权、石油沥青期权、合成橡胶期权、天然橡胶期权、20 号胶期权、纸浆期权、胶版印刷纸期权
中金所	11 个 (8 期货+3 期权)	铂、钯、工业硅、碳酸锂、多晶硅	铂期权、钯期权、工业硅期权、碳酸锂期权、多晶硅期权
广期所	10 个 (5 期货+5 期权)	原油、低硫燃料油、20 号胶、铜(BC)、SCFIS 欧线	原油期权、20 号胶期权、铜(BC)期权
上海国际能源交易中心	8 个 (5 期货+3 期权)		

来源：郑商所，大商所，上期所，中金所，广期所，上海国际能源交易中心，国金证券研究所

展望未来，各家期货交易所将紧密围绕国家战略导向与产业避险需求，稳步推进期货与期权产品的上市布局，一方面着力填补重点领域期货品种的空白，提升市场覆盖面；另一方面加快推动已上市期货品种的期权工具配套，提高期权覆盖率，以更精细化的风险管理工具矩阵适配实体经济的多样化诉求。新品种加速上市将直接引入增量产业客户与对冲资金入场，拓宽保证金沉淀来源。同时，期权工具的配套完善有助于提升存量品种的交易活性与持仓规模，进一步夯实市场流动性基础。基于此，预计期货行业客户权益规模将在供需两端的共振下步入上行通道。

1.4 政策端：期货公司有望扩大展业范围，业务结构趋于多元化

国内期货行业政策体系持续完善。2012 年《期货公司资产管理业务试点办法》落地，助力期货公司摆脱单一经纪业务模式，朝着资管等多元化经营方向转型。2014 年监管层面大力推动经营机构创新发展，行业正式迈入创新升级阶段。2022 年《期货和衍生品法》施行，成为行业法治化规范化发展的重要里程碑，搭建起期货与衍生品法律监管体系，明确多项核心交易制度，为各类市场监管工作筑牢法治根基。2024 年出台的《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，作为行业中长期发展纲领，清晰划定三阶段发展远景，明确不同时期行业建设与发展核心目标。2025 年各类细分领域监管配套规则密集出台，覆盖交易行为、经营营销、机构评级、业务监管等多个维度，行业监管细则日趋完备。

2026 年 4 月监管部门再度优化完善期货公司监管制度，发布新版《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》，将原本由风险管理子公司经营、期货业协会备案准入和自律管理的期货做市交易、衍生品交易业务，改由期货公司经营，并实施许可准入和行政监管，明确期货做市交易等业务活动的基本规则，推动期货行业朝着合规稳健、规范有序、高质量发展的方向稳步前行。展望未来，期货公司业务范围有望进一步拓宽。

图表 9：期货公司有望扩大业务范围

时间	政策名称	核准可以从事的业务
2007 年	《期货交易管理条例》	期货经纪业务（境内期货经纪、境外期货经纪） 期货投资咨询 其他期货业务
2014 年	《期货公司监督管理办法》	期货经纪业务（商品期货经纪、金融期货经纪） 期货投资咨询 资产管理 其他期货业务



时间	政策名称	核准可以从事的业务			
		纪、金融期货经纪、境外期货 经纪)			期货业务
2022 年	《期货和衍生品法》	期货经纪业务	期货交易咨询	资产管理 期货做市交易	其他期 货业务
2026 年	《期货公司监督管理办法 (征求意见稿)》	期货经纪业务(境内期货经 纪、境外期货经纪)	期货交易咨询	资产管理 期货做市交易 衍生品交易	其他期 货业务

来源：证监会，国金证券研究所

过去受限于净资本规模及分类评级结果，子公司开展做市和场外衍生品业务时面临一定的展业瓶颈与融资障碍。此次修订将相关业务回归母公司主体，有助于利用母公司更强的资本实力与信用资质，突破子公司的融资壁垒。

图表10：期货行业主要政策梳理

实施/最新 修订时间	颁发机构	政策&法律文件名称	主要内容
2012/7/31	证监会	《期货公司资产管理 业务试点办法》	申请资管业务试点的期货公司应当符合净资本要达到5亿元以上、最近两次期货公司分类监管评级均不低于B类B级等5项条件；期货公司资管业务可以投资于期货、期权及其他金融衍生品，股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券等，以及证监会认可的其他投资品种。
2014/9/16	证监会	《关于进一步推进期 货经营机构创新发展 的意见》	以增强竞争能力、服务实体经济为主线，对期货经营机构创新发展重点提出了多项举措：一是大力提升服务实体经济能力；二是努力增强期货经营机构竞争力；三是适时放宽行业准入；四是探索交易商制度，培育专业交易商队伍；五是逐步推进期货经营机构对外开放；六是稳步发展场外衍生品业务等内容。
2018/8/24	证监会	《外商投资期货公司 管理办法》	为适应期货市场对外开放需要，加强和完善对外商投资期货公司的监督管理，根据《中华人民共和国公司法》、《期货交易管理条例》有关规定，证监会制定《外商投资期货公司管理办法》，对适用范围、境外股东条件、持股方式及高管管理等作出了明确规定。
2020/9/25	证监会、 人民银 行、外 汇局	《合格境外机构投资 者和人民币合格境外 机构投资者境内证券 期货投资管理办法》	主要涉及以下方面：一是降低准入门槛，便利投资运作。将QFII、RQFII资格和制度规则合二为一，放宽准入条件，简化申请文件，缩短审批时限，实施行政许可简易程序；取消委托中介机构数量限制，优化备案事项管理，减少数据报送要求。二是稳步有序扩大投资范围。新增允许QFII、RQFII投资金融期货、商品期货、期权等。QFII、RQFII可参与金融衍生品等的具体交易品种和交易方式，将本着稳妥有序的原则逐步开放，由中国证监会商中国人民银行、国家外汇管理局同意后公布。
2021/10/13	证监会	《关于合格境外机构 投资者和人民币合格 境外机构投资者参与 金融衍生品交易的公 告》	新增允许合格境外投资者交易国务院或中国证监会批准设立的期货交易所上市交易的商品期货、商品期权、股指期货合约。参与股指期货的交易目的限于套期保值交易。自2021年11月1日起施行。
2022/4/20	全国人大 常委会	《中华人民共和国期 货和衍生品法》	我国期货和衍生品领域的首部基本法律，该法系统规范了期货交易与衍生品交易行为，从国家战略层面明确期货市场具有发现价格、管理风险、配置资源三大功能；确立了期货交易、结算与交割、交易者保护、期货经营机构及服务机构监管等基础制度；在衍生品领域引入了单一主协议、终止净额结算、交易报告库等国际通行制度；建立了以市场为导向的品种上市机制，扩展了期货公司业务范围，鼓励实体企业利用期货市场从事套期保值等风险管理活动；构建了持仓限额、当日无负债结算、强行平仓等风险防控体系，并加大了违法违规惩处力度；同时填补了涉外期货交易法律制度的空白，确立了域外适用效力，为期货市场对外开放提供了法律依据。
2023/1/12	证监会	修订《证券期货经营 机构私募资产管理业	一是将证券期货经营机构自有资金参与自身集合资产管理计划的比例上限由原来的20%大幅提升至50%，有效缓解了期货公司资管募资难的问题，有助于扩大管理规模；二是



实施/最新 修订时间	颁发机构	政策&法律文件名称	主要内容
		务管理办法》及其配套规范性文件《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	允许最近两期分类评价均为 A 类 AA 级的期货公司及其子公司投资场外衍生品等非标资产，打破了此前期货公司资管业务不得投资非标资产的限制，扩大了投资范围，实现投资多元化。
2024/9/30	证监会、发改委、工信部、农业农村部、商务部、央行、金管局	《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》	提出期货市场发展目标：到 2029 年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务高效的中介机构队伍。到 2035 年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系，主要品种吸引全球交易者充分参与，大宗商品价格影响力和市场竞争力显著增强，中介机构综合实力和国际竞争力进一步提高。到本世纪中叶，建成产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所，大幅提升期货市场服务国民经济、配置全球资源能力，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。
2025/1/17	中国期货业协会	修订《期货公司资产管理业务备案管理规则》	一是提高了撤销业务资质的条件，从“连续 24 个月未成功备案新增产品且规模连续低于 1 亿元”调整为“连续 6 个月未成功备案新增产品且月末规模连续低于 1 亿元”；二是新增了撤销业务资质的情形，即无正常运作的资产管理计划等未实质展业的；三是删除了暂停新增业务的情形以及恢复业务的情形，改为直接撤销业务资质；四是删除了“存续资管计划全部终止后，正式撤销登记备案”的条款，满足撤销条件即撤销。同时，为落实《期货和衍生品法》的要求，协会删除了关于资产管理子公司备案及管理的相关条款，并在附则中对现有子公司及其人员的要求进行了明确。
2025/2/21	中国期货业协会	《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》及配套文件《衍生品交易业务风险揭示书（参考范本）》	强调对参与衍生品交易的客户进行风险承受能力评估的重要性，确保客户适合参与相应的交易活动。从合约设计、集中度管理、估值机制、询价管理等多个方面，对衍生品交易进行了全流程规范。规定可交易的衍生品标的范围及要求，涉及保证金和担保物的要求，以确保合同义务得到履行。要求公司定期向监管机构报送相关交易数据。
2025/5/9	证监会	《期货公司居间人管理办法》	一是进一步完善期货公司开展居间合作要求，二是完善居间人名下客户交易和操作监测要求，三是强化期货公司对居间人的全流程管理，四是加强对期货公司开展居间合作的自律管理，五是完善居间人退出机制。此外，《办法》还结合市场实践对期货公司居间人管理制度内容、尽职调查、投诉纠纷处理、回访要求、居间报酬等进行了进一步规范。
2025/5/13	中国期货业协会	修订《期货风险管理公司大宗商品风险管理业务管理规则》	主要内容包括：明确业务类型，区分贸易类业务和资金类业务；规范业务行为，强调业务形式和实质的统一；规范财务处理，明确业务收入确认方式；梳理业务风险，引导公司提升风险管控水平；压实主体责任，强化自律管理效能。
2025/5/13	中国期货业协会	修订《期货公司“保险+期货”业务规则（试行）》	明确了期货公司“保险+期货”业务的基本原则、定义、目标和要求，并从业务承揽、期货服务、自律管理等方面提出规范性要求，旨在引导推动“保险+期货”业务良性有序开展，更好助力农业强国建设。
2025/5/13	中国期货业协会	修订《期货公司风险管理公司业务试点指引》	对风险管理公司可以从事的业务类型进行了重新梳理和归类，明确基差贸易、仓单服务、合作套保、场外衍生品业务、做市业务等作为试点业务，并实施分类管理。提高对期货公司及风险管理公司的资质要求，针对不同类型业务的风险程度及外溢性影响，规定了差异化的资质要求。细化风险管理公司在业务发展中的负面清单，明确了合规边界。强调期货公司应当加强对所设风险管理公司的管理，确保其依法合规经营，加强内部管理和风险控制。修订信息披露的时限要求，明确了披露质量的要求，提高了信息报送的操作性。
2025/5/13	中国期货业协会	修订《期货风险管理	明确净资本、风险覆盖率、净资本与净资产的比例、流动性覆盖率等具体指标及其计算



实施/最新 修订时间	颁发机构	政策&法律文件名称	主要内容
	业协会	公司风险控制指标管理办法（试行）》	方法。规定期货风险管理公司需定期向中国期货业协会（以下简称协会）提交月度和平年度的风险控制指标报表，并在特定情况下提交临时报告。协会负责对期货风险管理公司的风险控制指标进行自律检查，并有权要求未达标的公司限期整改或采取其他监管措施。
2025/6/13	证监会	《期货市场程序化交易管理规定（试行）》	为加强期货市场程序化交易监管，维护期货交易秩序和市场公平，证监会全面总结期货市场程序化交易监管实践经验，制定了《期货市场程序化交易管理规定（试行）》，自2025年10月9日起实施。一是明确程序化交易和高频交易的定义，并要求从事程序化交易不得影响期货交易所系统安全和正常交易秩序。二是明确程序化交易报告要求，交易者从事程序化交易前，应当报告有关信息，收到确认后后方可从事程序化交易；期货公司、期货交易所应当定期或者不定期对报告信息进行核查。三是加强系统接入管理，要求期货公司、交易者的技术系统应具备相关功能并进行测试，明确接入管理中的禁止性行为。四是加强主机托管与席位管理，建立主机托管信息报告制度和交易席位管理制度，明确期货交易所和期货公司应当公平分配相关技术资源。
2025/8/22	证监会	《期货公司互联网营销管理暂行规定》	为加强期货公司互联网营销活动监管，指导期货公司合规有序展业，保护期货交易者合法权益，证监会针对期货公司互联网营销活动出现的问题和风险隐患，制定了《期货公司互联网营销管理暂行规定》，自2025年10月9日起实施。《暂行规定》共十八条，加强对期货公司互联网营销活动的全过程监管。包括界定互联网营销活动范围、强化营销内容审核、明确营销制度与部门、加强营销人员与账号管理、加强对第三方机构的管理、加大客户保护力度、明确开展互联网营销活动过程中的禁止性行为等。
2025/9/12	证监会	《期货公司分类评价规定》	将标题由《期货公司分类监管规定》调整为《期货公司分类评价规定》。主要修订内容包括：一是完善扣分机制。明确原则上以生效监管措施为依据实施扣分，消除重复扣分情形，合理设置扣分梯度，促进发挥多种监管手段的综合惩治效果。二是优化加分体系。完善服务实体经济能力指标，将市场竞争力指标调整为三大类9项指标，全面评价期货公司各项业务开展情况、整体盈利水平和资本实力。三是删除部分指标。删除“加权调整后日均机构客户权益总额”“成本管理能力”“净资产收益率”等指标，适应行业发展现状。四是调整专项评价。将专项评价整合和优化为3项，分别为服务国家战略、党建与文化建设、信息技术建设。五是调整特殊激励。对配合监管部门开展风险处置、连续3个评价期内持续合规状况和风险管理能力无扣分、与其他期货公司合并等情形予以加分激励。
2025/10/31	中国期货业协会	《期货做市交易业务管理规则》	我国期货行业首个针对做市交易业务的专项管理制度，标志着期货市场在机制建设、风险防控与自律管理方面迈出关键一步。《规则》的出台将有助于进一步规范期货做市业务，完善市场流动性机制，促进期货市场功能的稳健发挥与高质量发展。
2026/4/17	证监会	《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》、《关于实施〈期货公司监督管理办法〉有关事项的公告（征求意见稿）》	在2023年3月公开征求意见的基础上，证监会结合期货行业监管实践中面临的新情况、新问题，对《期货公司监督管理办法》的相关制度安排做了进一步研究论证，形成了新的《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》，同步起草了《关于实施〈期货公司监督管理办法〉有关事项的公告（征求意见稿）》作为配套实施规定。新的《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》将原本由风险管理子公司经营、期货业协会备案准入和自律管理的期货做市交易、衍生品交易业务，改由期货公司经营，并实施许可准入和行政监管，强化了期货公司子公司和分支机构的监管等。《关于实施〈期货公司监督管理办法〉有关事项的公告（征求意见稿）》对子公司的相关业务活动以及新旧规则衔接做了安排。
2026/5/15	证监会	《衍生品交易监督管理办法（试行）》	衍生品行业首部部门规章，进一步明确了衍生品市场的主要制度规则，对于规范衍生品交易行为，防范衍生品市场风险，促进衍生品市场稳步健康有序发展，保护交易者合法权益具有重要意义，有利于进一步发挥衍生品交易在管理风险、配置资源、服务实体经济等方面的积极作用。《办法》明确期货公司申请开展衍生品交易业务，应满足“最近六



实施/最新
修订时间

颁发机构 政策&法律文件名称

主要内容

个月净资本持续不低于人民币五亿元”等条件，同时公司治理、内控制度、专业人员配备、合规记录等均需达标。

来源：证监会，政府网，中国期货业协会，国金证券研究所

2 南华期货：综合布局，盈利能力排名市场前列

2.1 公司概况：A+H 上市，涵盖多元业务的综合金融服务平台

南华期货成立于 1996 年，是中国金融期货交易所首批全面结算会员单位，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、广州期货交易所的全权会员单位，是上海证券交易所、深圳证券交易所交易参与者，上海国际能源交易中心会员单位。2019 年 8 月及 2025 年 12 月，南华期货先后在上交所和港交所上市。

公司经过多年来的发展，形成了涵盖多元业务的综合金融服务平台，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务、证券投资基金代销业务，为全球化金融衍生品服务平台。目前拥有 11 家分公司、3 家全资子公司、28 家营业部、员工约千人。其中，由母公司开展期货经纪、资产管理等业务，通过南华资本及其子公司开展基差贸易、场外衍生品、做市业务等风险管理业务，通过横华国际及其子公司（覆盖中国香港、美国芝加哥、新加坡、英国伦敦等地区）开展境外金融服务业务，通过南华基金开展公募基金业务，实现现货期货、场内场外、公募私募、境内境外、线上线下业务的协同发展。

图表11：公司旗下全资子公司

子公司名称	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	主营业务	简介
横华国际金融股份有限公司	762.08	460.39	208.81	21.84	公司通过横华国际及其子公司开展境外金融服务。	自 2006 年 3 月经中国证监会批准于香港设立首家境外子公司起，经过多年发展，已经形成以横华国际金融股份有限公司核心，覆盖中国香港、新加坡、英国及美国的国际金融服务公司，可向客户提供期货期权经纪、期货交易所清算、证券经纪、证券融资融券、资产管理、杠杆式即期外汇交易、大宗商品场外衍生品交易、财富管理顾问、大宗商品贸易、金融培训等金融及金融周边服务。
浙江南华资本管理有限公司	32.38	1.23	21.02	6.26	公司通过南华资本及其子公司提供的场外衍生品业务、基差贸易、做市业务等风险管理服务以及其他与风险管理相关的服务。	南华资本以国内外现货市场为基点，依托丰富的研究资源和畅通的现货渠道，综合利用期货及其他金融衍生品等交易工具，帮助企业在采购、销售、库存、资金等整个经营过程中的风险管控，为企业提供全方位的风险管理服务。
南华基金管理有限公司	55.36	-17.30	2.38	2.21	公司通过南华基金开展公募基金募集、销售、资产管理、特定客户资产管理以及中国证监会许可的其他业务。	南华基金于 2016 年 10 月 18 日由中国证监会核准设立，于 2016 年 11 月 17 日经工商注册登记成立。作为中国证监会批准的国内首家期货系公募基金管理公司，南华基金将按照“稳健经营控风险、差异定位求发展”的经营理念，树立“常规产品打好基础、聚焦大宗做出特色”的发展规划，为广大投资者多元化资产配置提供专业化服务。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所 注：营收及净利润为 2025 年数据，资产规模为截至 2025 年末数据

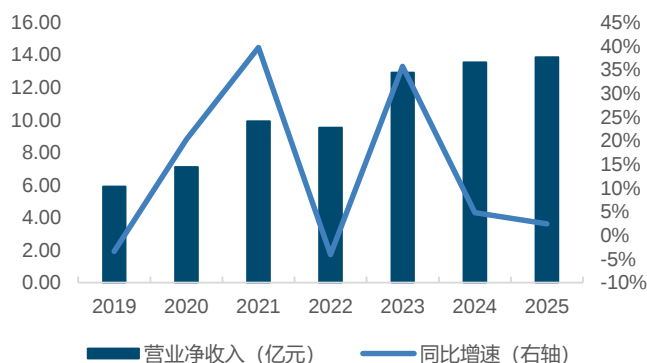
2.2 财务表现：归母净利润持续抬升，ROE 维持在 11%以上

2019 年以来，公司营业收入（净额法）呈稳健增长趋势，从 2019 年的 5.91 亿元提升至

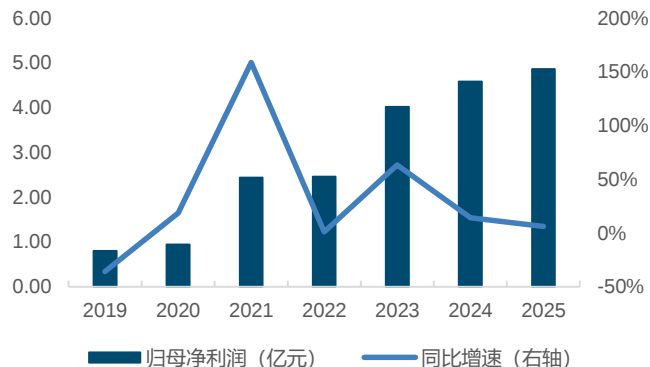


2025 年的 13.86 亿元，CAGR 达 15%；归母净利润持续抬升，从 2019 年的 0.79 亿元持续增长至 2025 年的 4.86 亿元，CAGR 高达 35%。2025 年公司实现营业收入（总额法）为 13.88 亿元，同比增长 2.45%；归母净利润为 4.86 亿元，同比增长 6.18%。2026 年以来，受益于期货市场投资活跃，客户权益增加，公司客户交易规模增长，业绩表现亮眼。2026Q1 公司实现营业收入（总额法）为 4.33 亿元，同比增长 60.66%；归母净利润为 2.05 亿元，同比大幅增长 138.82%。从规模来看，归母净资产从 2019 年末的 24.27 亿元稳步扩张至 2025 年末的 55.96 亿元，CAGR 达 15%，26Q1 末进一步扩张至 57.57 亿元。对应加权 ROE 从 2019 年的 3.63% 则大幅提升至 2025 年的 11.30%，2023 年以来 ROE 维持在 11% 以上。26Q1 加权平均 ROE 为 3.61%（未年化），同比提升 1.54pct。

图表12：公司营业收入（净额法）及其同比增速



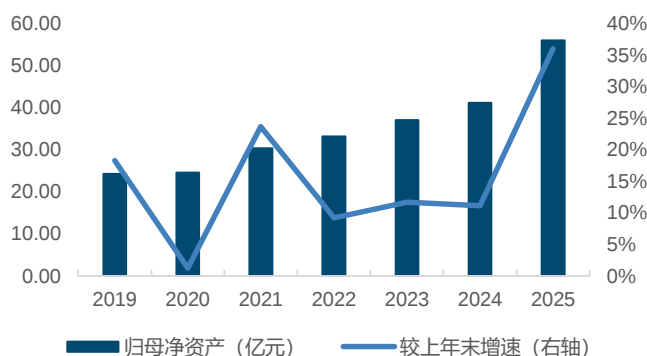
图表13：公司归母净利润及其同比增速



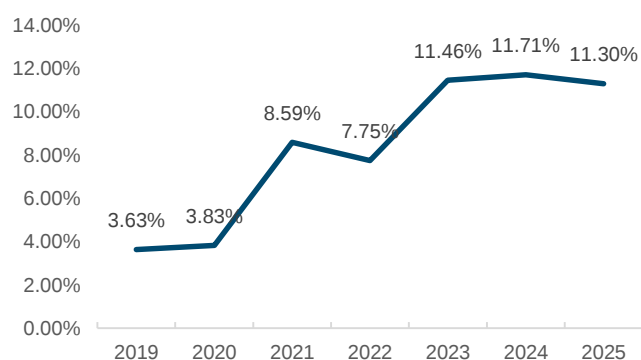
来源：iFinD，国金证券研究所 注：营业收入（净额法）为营业收入-贸易成本

来源：iFinD，国金证券研究所

图表14：公司归母净资产规模持续提升



图表15：近年来公司加权平均 ROE 在 11% 以上



来源：iFinD，国金证券研究所

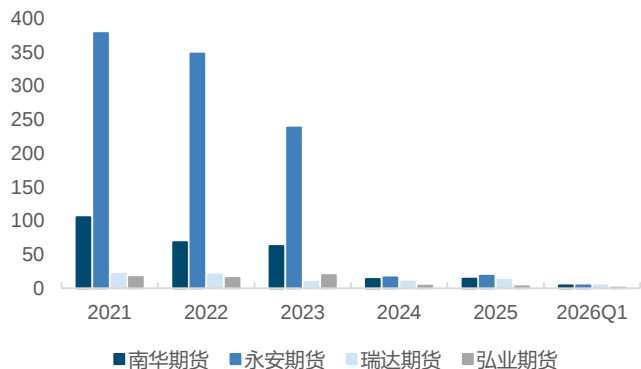
来源：iFinD，国金证券研究所

2.3 竞争格局：ROE 稳定、利润韧性强

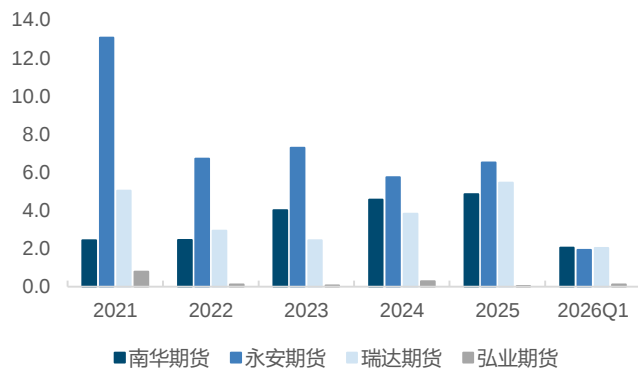
从营收规模看，南华期货营业收入在 4 家 A 股上市期货公司中排名第二，仅次于永安期货。永安由于期货经纪、风险管理、基金销售、境外业务都具备体量优势，收入基盘最大；南华和瑞达收入体量接近，但结构差异明显，南华的增长核心在境外金融服务业务。从收入增速来看，瑞达最强，永安次之，南华稳健。净利润方面，南华 2025 年归母净利润创出历史新高，在上市期货公司中排名第三，仅次于永安和瑞达；26Q1 归母净利润在 4 家上市期货公司排名第一。盈利能力方面，南华 2025 年销售净利率达 35.05%，与永安的 35.22% 基本持平。资本利用效率突出，南华 2025 年加权平均 ROE 达 8.67%，显著高于永安的 4.99%，仅次于瑞达的 17.70%。



图表16: A股上市期货公司营业收入对比 (亿元)



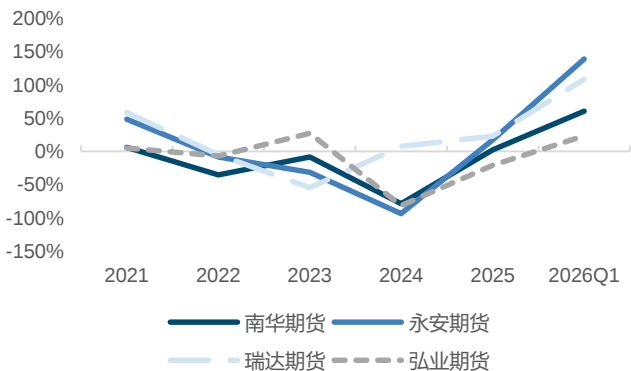
图表17: A股上市期货公司归母净利润对比 (亿元)



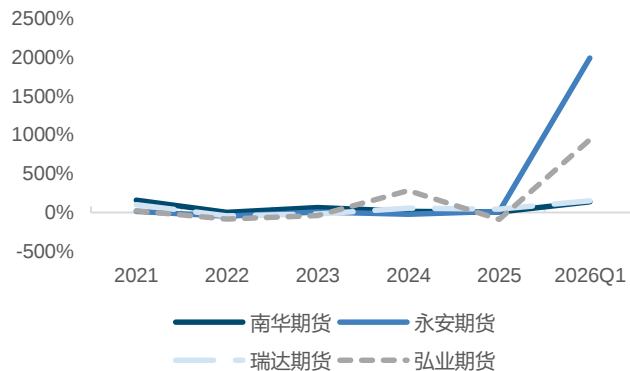
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 1) 收入大幅下降主要系 2025 年 1 月 1 日起会计政策变更, 各公司收入由总额法变为净额法; 2) 历年营业收入均为调整后营业收入

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表18: A股上市期货公司营收同比增速情况



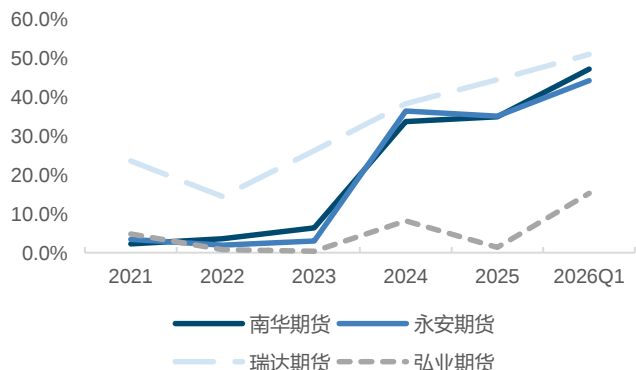
图表19: A股上市期货公司归母净利润同比增速情况



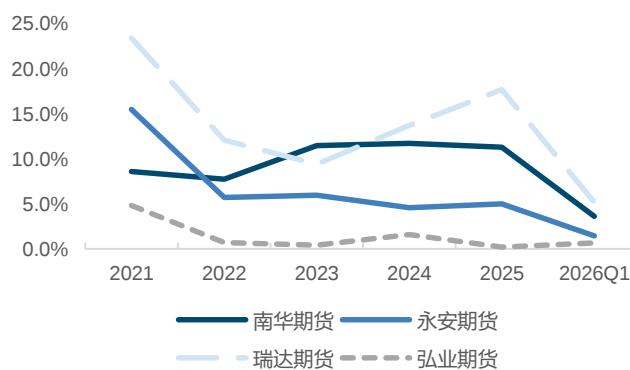
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 1) 用以计算的历年营业收入均为调整后营业收入; 2) 2024 年增速为负主要系 2025 年 1 月 1 日起会计政策变更, 各公司收入由总额法变为净额法, 调整后的 2024 年营收与上年不可比

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表20: A股上市期货公司净利率表现对比



图表21: A股上市期货公司 ROE 表现对比



来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 2024 年起净利率大幅提升主要系会计政策变更, 各公司收入由总额法变为净额法

来源: iFinD, 国金证券研究所

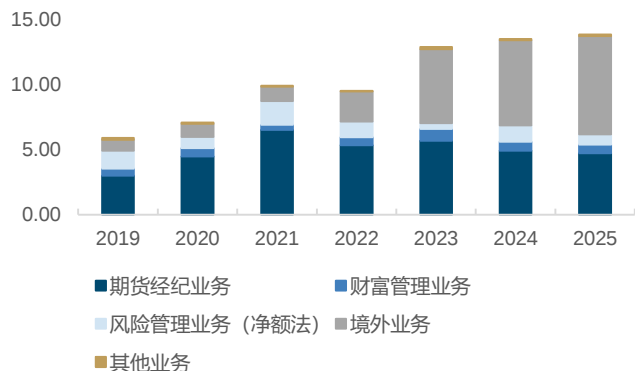
2.4 业务拆分: 国际业务领先, 业务趋于多元发展

目前公司已形成(境内)期货经纪、风险管理、财富管理、境外金融服务四大核心业务板块。2025 年, 公司四大板块在营业总收入中的占比分别约为期货经纪 34.23%、风险管理

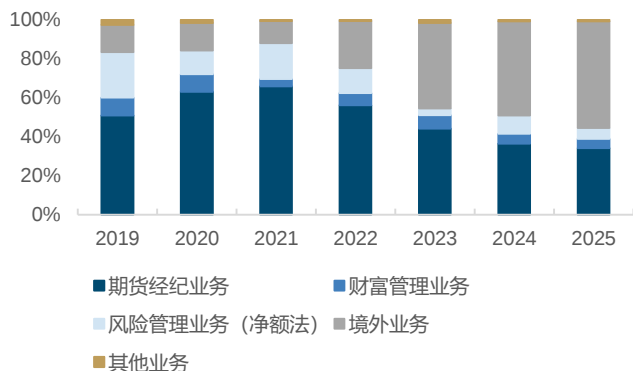


5.72%、财富管理 4.68%、境外金融服务 54.61%。

图表22：公司营业收入分业务情况（亿元）



图表23：公司营业收入结构



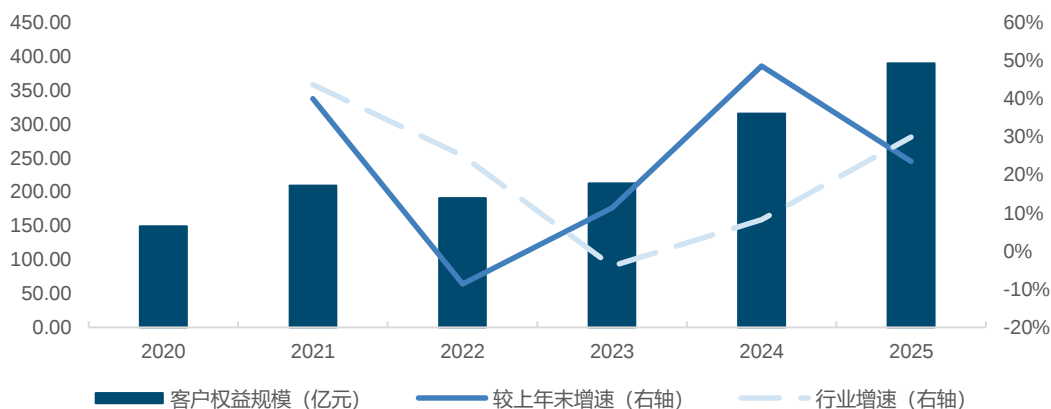
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1) 期货经纪

期货经纪业务是指公司接受客户委托，以自己的名义为客户进行期货交易，交易结果由客户承担的业务，包括商品期货经纪业务及金融期货经纪业务。截至 25H1 末，公司境内期货经纪业务共有 126,949 个登记客户，其中包括 119,798 个个人投资者、5,279 家企业及 1,872 家金融机构，其中有 173 家上市公司和 601 家国有企业。2023 年以来，公司境内期货经纪业务客户权益规模保持高速增长。截至 2025 年 12 月 31 日，公司境内期货经纪业务客户权益规模为 389.82 亿元，同比增长 23.5%。

图表24：2023 年以来公司境内期货经纪业务客户权益保持快速增长

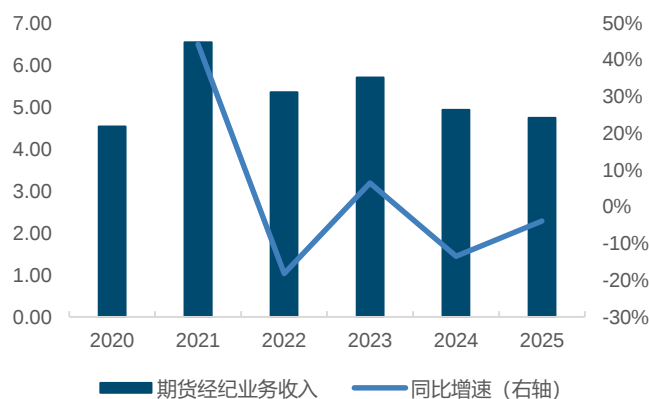


来源：中国期货市场监控中心，期货业协会，公司公告，国金证券研究所

2021 年，公司境内期货经纪业务收入录得显著增长，同比增幅达 40.0%。进入 2022 年，该项收入转为收缩，同比下降 18.2%，主要由于《期货和衍生品法》的正式落地。该法首次从法律层面对期货市场运行进行系统性规范，短期内对市场交易活跃度形成一定抑制。2024 年与 2025 年经纪业务收入延续下行趋势，同比分别回落 13.5%及 3.8%，但 2025 年下行趋势有所放缓。此阶段的下滑主要归因于两方面因素：一是境内期货经纪赛道竞争趋于白热化；二是部分期货交易所推出手续费减收安排，致使行业平均佣金费率走低，对公司收入形成结构性拖累。

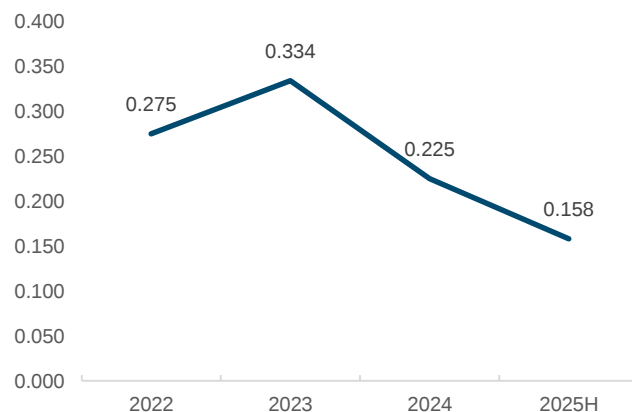


图表25：公司经纪业务收入较为稳健（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表26：公司平均经纪佣金费率有所下降（基点）



来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所

2025年上半年，公司平均经纪佣金费率为万分之0.158，同比下滑0.107个基点。主要原因在于客户交易的产品组合发生变化，客户的交易活动转向佣金费率较低的产品，同时以交易量收费为基础的佣金模式的产品交易比例增加，而以交易金额为基础的佣金模式的产品交易比例减少。总体而言，公司经纪佣金率整体走势与行业趋势一致，与同业的差异主要是由于客户交易的产品、客户群以及不同公司的定价策略不同所致。

图表27：公司平均经纪佣金费率与同业比较

	2022年	2023年	2024年	2025年上半年
南华期货	0.275	0.334	0.225	0.158
行业水平	0.231	0.206	0.192	0.153
港股上市期货公司A	0.300	0.324	0.211	未披露
港股上市期货公司B	0.206	未披露	未披露	0.086

来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所 注：佣金费率按期期货经纪佣金收入除以期货经纪交易额计算

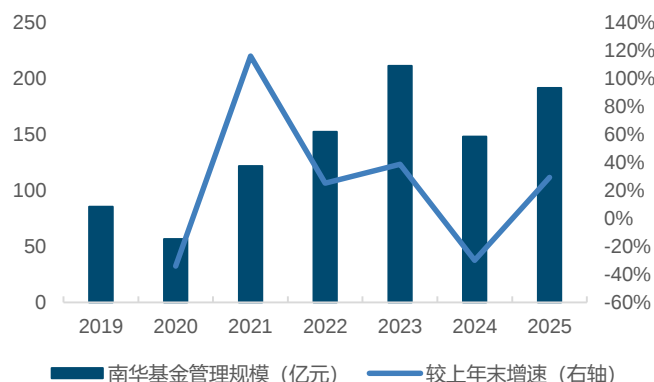
2) 财富管理

公司财富管理业务主要分为资产管理业务、公募基金业务及证券投资基金代销业务三部分。公募基金板块，公司通过南华基金开展公募基金业务，提供具有不同收费结构的公募基金及专户产品，形成了从固定收益类到权益类、从量化类到ETF指数类的全产品线布局。截至2025年12月底，南华基金存续公募基金规模为191.36亿元，较上年末增长29.25%。对于公募基金，公司一般收取0.15%至1.2%的管理费。对于专户产品，公司的费用一般包括固定管理费和绩效费，固收类产品的专户产品管理费一般为0.01%至0.08%，权益类产品的专户产品管理费一般为0.05%至1.7%，期货及衍生产品管理费一般为0.05%；专户产品的绩效费通常设定为收益超过约定收益部分的20%至50%。

资管产品业务板块，公司持续完善风控体系建设，积极强化主动管理能力。2024年资管业务规模明显缩减，主因公司主动对产品线进行清理与结构优化。出于审慎经营考量，公司自2024年起逐步压降资产管理业务中的债券相关产品规模，导致管理计划数量及受托资产总量相应减少。在处置存量债券资产时，公司未选择将其切换至其他投资策略，核心考量在于：债券类产品的投资者风险偏好普遍较低，将资金转投至商品、衍生品等波动较高的资产类别，与客户的风险承受意愿并不匹配。因此，公司选择将相关资金直接返还投资者，以充分保障客户利益。经过此轮主动出清，公司集合资管计划的资产配置重心已重新锚定于商品、期货及衍生品领域，与公司在衍生品交易与风险管理方面的核心竞争优势形成更强协同。这一调整虽对短期规模形成扰动，但标志着资管业务正从粗放扩张转向精耕细作，为中长期合规、高效及可持续发展夯实基础。截至2025年12月底，公司资产管理业务规模为10.81亿元，较上年末大幅增长9.22亿元。资产管理业务收取的费用主要包括管理费及绩效费，管理费率一般在0.2%至2.0%之间，绩效费通常设定为超出协议回报的回报部分的20%至50%。



图表28：南华基金管理规模变化



图表29：公司资管业务管理规模

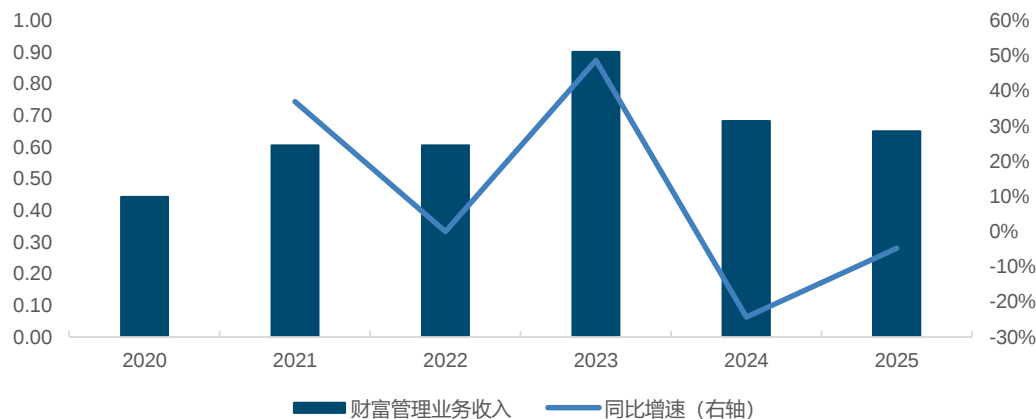


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

近年来，公司财富管理业务收入规模在 0.6 亿元以上，整体来看相对稳定。2025 年公司财富管理业务收入同比-4.8%至 0.65 亿元。

图表30：公司财富管理业务收入 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

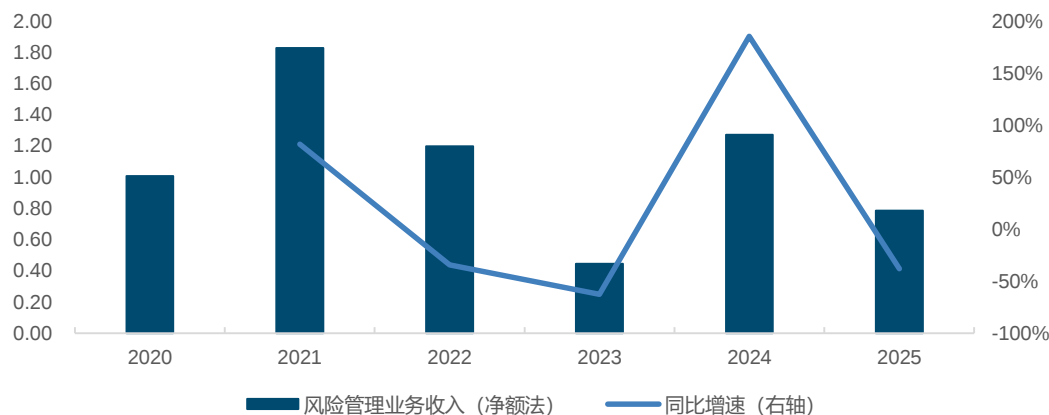
3) 风险管理

风险管理业务指公司通过南华资本及其子公司提供的场外衍生品业务、基差贸易、做市业务等风险管理服务以及其他与风险管理相关的服务。公司开展场外衍生品业务是指与客户进行场外期权、互换等场外衍生品交易的同时，在场内期货、期权市场进行对冲，并获得相应投资收益的业务；基差贸易是指南华资本在购入或者销售现货的同时，在期货、场外衍生品市场进行方向相反的操作以对冲风险，从而获取风险较低的期现结合收益的业务；做市业务是指南华资本按照交易所相关规则，为特定的期货、期权等衍生品合约提供连续报价或者回应报价等服务。公司根据做市业务模型，在场内市场向市场提供连续报价，在做市合约成交的同时在其他合约上进行对冲，并获得交易所补贴等收入，通过不同的交易实现一定的投资收益。

风险管理业务收入呈现周期波动特征，业务结构的重心正从做市交易向场外衍生品迁移。2020 年至 2022 年期间，风险管理业务收入规模在 1 亿元以上。而 2023 年收入增速骤降至 0.45 亿元，主要拖累因素为市场波动加剧、做市业务竞争白热化以及团队交易策略阶段性表现欠佳，导致做市业务收入收缩。2025 年，公司风险管理业务收入 0.79 亿元，同比-38.2%，预计主要系口径调整的影响。公司场外衍生品业务规模保持稳健增长，2025 年累计新增名义本金 749 亿元，较上年末+16.32%。展望未来，随着实体企业风险管理需求提升，场外衍生品业务有望成为境内新增长点。

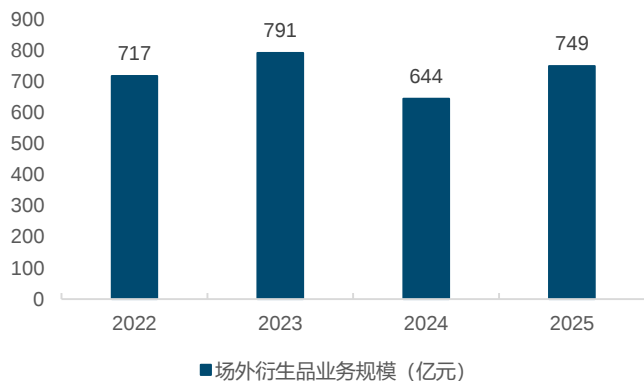


图表31：公司风险管理业务收入（净额法，亿元）



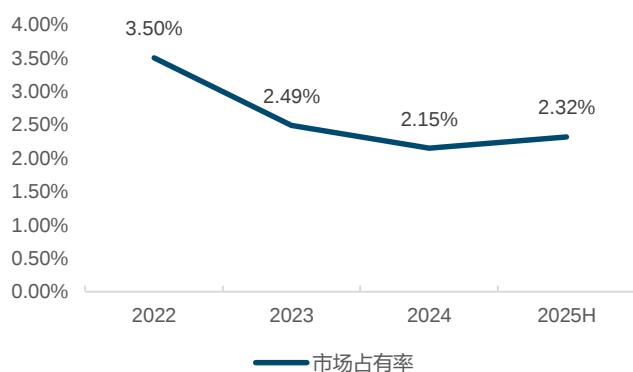
来源：公司公告，国金证券研究所

图表32：25年公司场外衍生品新增名义本金同比提升16%



来源：公司H股招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表33：25H公司场外衍生品业务市占率同比+0.17pct至2.32%



来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所

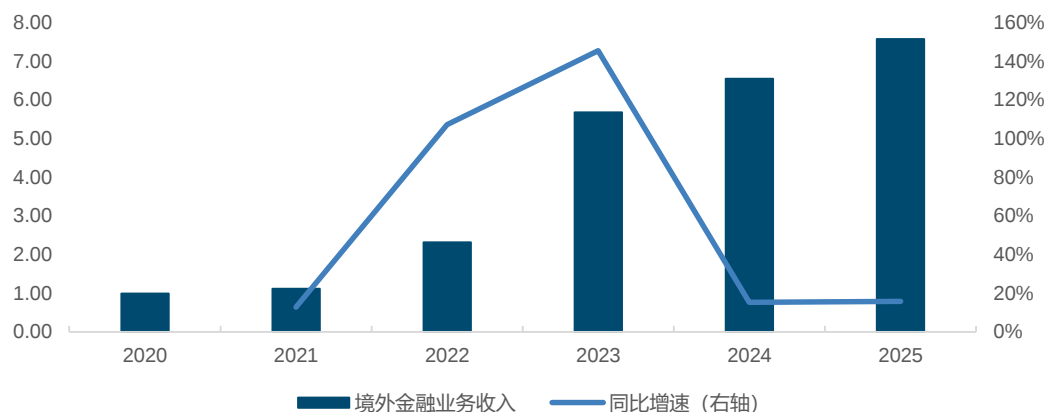
4) 境外金融

境外金融服务业务指公司通过横华国际及其子公司开展境外金融服务，涵盖期货经纪业务、资产管理业务、证券经纪、杠杆式外汇交易、期货投资咨询业务、金融培训、证券投资咨询业务等多个领域。公司为在境外多家交易所的期货产品交易提供服务，同时具备协助境外投资者在国内三家期货交易所进行期货产品交易的资质。通过公司的平台，境外投资者可以买卖在国内上市的国际化期货合约。此外，公司是少数具备境外实物商品交割能力的中国期货公司之一，能够为拓展国际市场的中国企业的境外实体提供端对端的风险管理服务。

境外金融服务收入由2022年的2.31亿元显著攀升至2023年的5.67亿元，增幅超一倍。增长主要受益于两方面驱动：一是境外利率环境上行直接增厚利息及投资收益；二是境外经纪业务客户权益规模扩大，叠加期货经纪交易量同步走高，共同推升手续费及佣金收入。2025年，经营利润进一步增至7.58亿元，延续增势同比+15.8%，核心支撑仍为境外经纪客户权益的稳步积累及交易活跃度的持续提升；境外收入占比领先同业，其占公司总营收（净额法）的比例达55%，远高于同行业公司永安期货与瑞达期货。



图表34：公司境外金融业务收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

3 核心优势：海外业务先发优势明显，港股 IPO 后资本金更好匹配出海需求

3.1 为什么境外业务是期货行业最值得重视的增量方向

我国期货行业传统盈利模式高度依赖经纪业务，而经纪业务收入主要由市场成交量、交易手续费率、交易所返还比例及市场利率环境等因素决定。其中，行业竞争持续加剧导致手续费率长期承压下行，已成为制约传统境内经纪业务内生增长的核心瓶颈，传统经纪框架下的成长天花板被费率下行趋势约束。

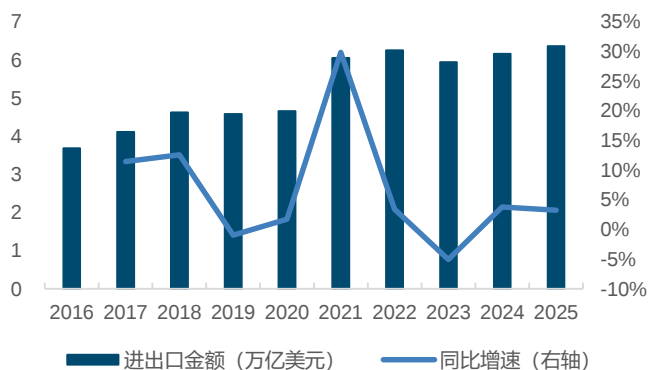
在此背景下，境外业务有望成为期货行业核心增量赛道，其战略价值主要源于：第一，需求端具备长期扩容逻辑。中资企业全球化布局加速带来的跨境风险管理需求、外资持续增配中国资产的交易需求，以及我国期货市场双向开放的政策红利，共同构成了境外业务持续增长的三重驱动力。第二，供给端呈现高壁垒寡头竞争格局。跨境清算牌照资质、雄厚的资本金实力、全球化合规风控体系与跨时区运营能力，构筑了极高的行业进入门槛，市场竞争格局远优于境内经纪业务。第三，在全球高利率环境下，境外业务利润弹性显著强于境内同质化通道业务。

3.1.1 需求端：中资企业出海促进跨境套保需求提升，对外开放品种持续扩容

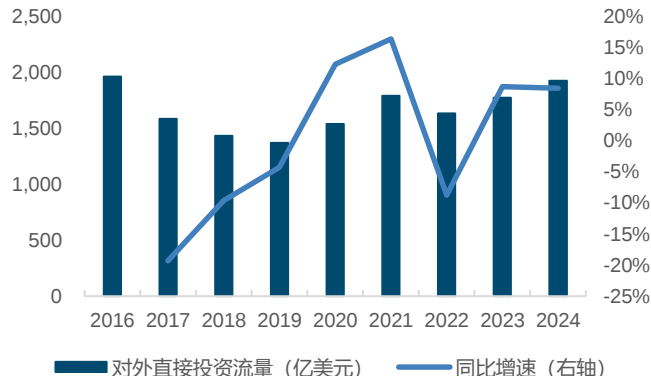
1) 中资企业出海，带来跨境套保需求

境外期货与衍生品需求本质来自真实贸易、投资和生产活动。随着中国企业海外贸易、投资、生产规模扩大，企业暴露的风险从单一商品价格，扩展到汇率、利率、能源、金属、航运等多维风险。这意味着风险管理需求不再停留于境内品种，而必须连接境外交易所和清算网络。商务部数据显示，2024 年中国对外直接投资流量为 1922 亿美元，同比增长 8%；2025 年进出口金额达到 6.36 万亿美元，同比增长 3%；同时，2025 年 A 股上市公司中出海公司数量占比近七成，全年境外收入首次突破 12 万亿元，创历史新高。

图表35：2025 年中国进出口总额同比+3%至 6 万亿美元



图表36：2025 年对外直接投资流量同比+8%

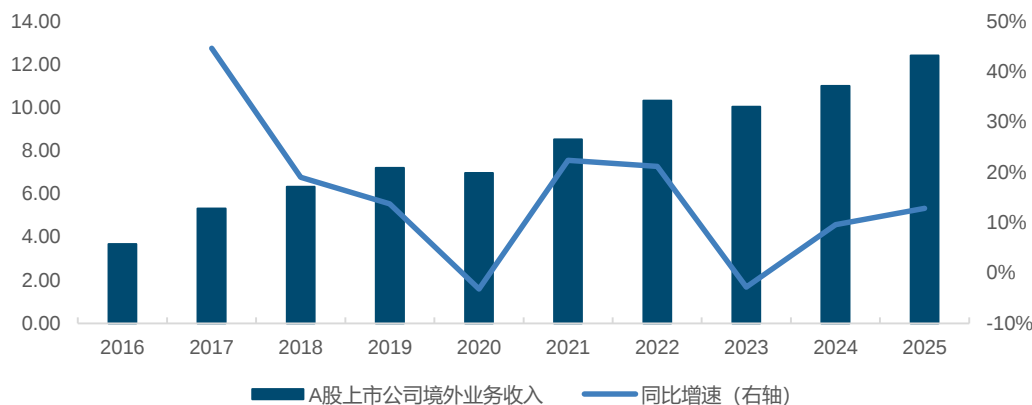


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表37：2025年A股上市公司境外收入合计达到12.40万亿元



来源：Wind，国金证券研究所

2) 中国期货市场国际化进程稳步推进，对外开放品种持续扩容

2025年我国期货市场对外开放品种数量创新高，合格境外投资者(QFII和RQFII)可交易品种共新增61个。截至2025年末，QFII、RQFII可交易期货期权总数拓展至107个。2025年日均境外参与客户数同比增长14%，境外客户持仓量较2024年末增加了69%。境外投资者的参与将进一步提高期货和衍生品市场的价格发现能力和价格影响力，有助于期货和衍生品市场避险功能的有效发挥。

3.1.2 供给端：监管合规框架日趋严苛，先发优势极难复制

境外期货业务监管合规框架日趋严苛，持牌经营是进入境外期货业务的硬性前提。在国内，中国证监会发布的新版《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》已明确，最近六个月内净资本低于10亿元的期货公司不得设立境外子公司，直接以净资本设定了业务扩展的硬约束。与此同时，证监会联合工信部、公安部等八部门于2026年5月印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，对非法跨境展业行为进行全链条打击，合规展业与非法展业间的边界正在被急剧压缩，合法持牌的稀缺性进一步凸显。此外，以香港市场为例，根据香港证监会《证券及期货条例》，从事期货合约交易的机构须持有第2类受规管活动牌照，最低实缴资本为300万至500万港元（视是否持有客户资金而定），持续运营则需满足更高资本充足率。在美国市场，从事期货经纪业务的机构须向美国商品期货交易委员会(CFTC)注册为期货佣金商(FCM)，须维持最低经调整净资本，以100万美元、客户风险保证金总额的8%二者中取高者为底线；若涉及零售外汇业务，净资本门槛更高。牌照获批周期长、维持成本高。

此外，持续资本消耗规模庞大，构成供给端的刚性约束。除初始实缴资本要求外，期货公司在境外展业还需持续维持巨额的沉淀性资金投入：在交易所层面，成为CME、LME等全球主流交易所的清算会员须缴纳高额清算保证金与违约基金；在公司运营层面，全球网络运维、交易及风控系统部署、跨时区高端人才储备等均需持续资金支撑。

截至2025年6月，中国内地期货公司共设立境外一级子公司22家、二级子公司39家、三级子公司6家，相较于国内近150家期货公司总量，具备境外业务资质的机构仍属少数。随着新版《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》将境外子公司设立资格与净资本直接挂钩，叠加境外牌照获取的持续高投入，这一壁垒未来或将进一步抬高，有望推动行业资源向具备先发优势和资本实力的头部机构加速集中。

3.1.3 盈利模式：海外具备高利率利差收益，全球衍生品交易活跃度持续提升

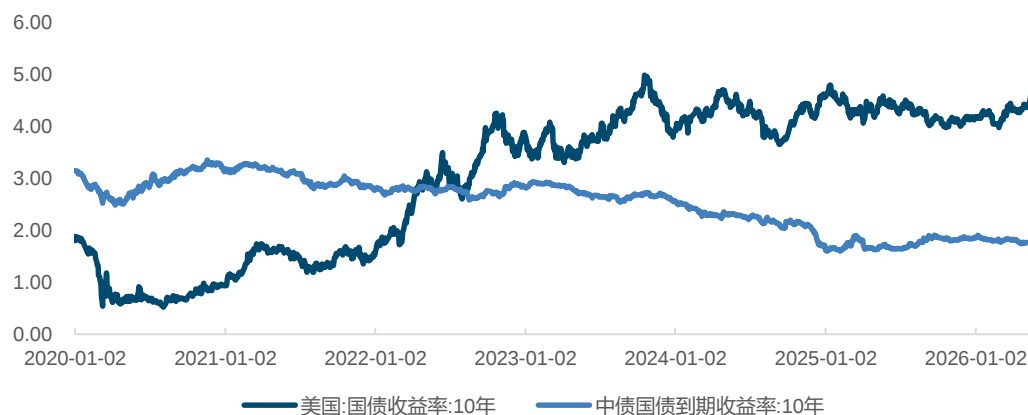
境内期货业务受制于低利率环境与行业费率竞争的双重压力，盈利空间持续收窄；而境外期货业务在海外高利率利差收益与全球衍生品交易活跃度提升的双重驱动下，展现出了更优越的量价增长弹性和更广阔的成长空间，有望成为期货公司价值增长的核心引擎。

从宏观利率环境看，境内外利差持续拉大，导致两类业务在利息收入端面临截然不同的发展格局。国内方面，7天期逆回购利率自2025年5月下调后已连续12个月保持在1.40%不变，1年期LPR为3.0%、5年期以上LPR为3.6%，整体处于低利率区间。在此低息环境下，期货公司境内客户保证金的利息收入空间被大幅压缩。而境外方面，美联储有效联邦基金利率维持在3.6%，10年期美国国债收益率维持在4.00%-4.20%的较高水平，远高于国内利率中枢。尽管境外高利率环境也面临美联储政策调整的不确定性，但当前利差水平



仍为期货公司境外客户保证金沉淀带来的利息收入提供了远优于境内的基础条件。

图表38：中国、美国十年期国债利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

从行业竞争格局看，境内期货经纪业务面临费率持续压缩的困境，而境外业务在量价两端均展现出更强的增长韧性。境内方面，期货经纪业务长期面临机构数量众多、市场高度饱和的格局，同质化竞争叠加恶性“价格战”，使行业深陷“内卷式”发展困境。境外期货业务受益于全球衍生品市场交易活跃度的持续攀升。

3.2 境外牌照先发优势足，资本补充打开空间

境外金融服务业务方面，公司提供期货服务、证券服务、资产管理及杠杆式外汇交易，通过横华国际及其附属公司积极拓展全球市场业务。公司是中国首批通过设立横华国际在香港布局的期货公司之一。自 2006 年以来，横华国际及其附属公司已在香港、芝加哥、新加坡及伦敦等主要战略金融中心开展业务，成为首批在香港设立分支机构的中资期货公司之一，业务范围覆盖亚洲、北美及欧洲时区，提供 24 小时跨市场交易服务，奠定了国际化发展的先发优势。根据弗若斯特沙利文报告，就交易所会员资格数量而言，公司是中国期货公司中拥有最广泛清算网络的企业之一。截至 25 年末，公司持有 18 个境外交易所会员资格及 15 个境外清算席位，业务版图覆盖全球主要金融市场。凭借这一网络，公司能够为客户提供涵盖期货、证券、杠杆式外汇交易及清算在内的综合金融服务，构建起一站式的跨境业务平台。截至 2025 年 6 月 30 日，公司境外金融服务业务登记客户总数为 32,345 户，其中企业客户数量持续增长，达到 2,077 户。

图表39：公司境外附属公司持有的牌照

地点	实体	持有牌照
中国香港	横华国际证券	证券及期货条例项下第 1 类（证券交易） 证券及期货条例项下第 4 类（就证券提供意见） 证券及期货条例项下第 2 类（期货合约交易）
	横华国际期货	证券及期货条例项下第 5 类（就期货合约提供意见） 向国家期货协会注册为获豁免外国公司
	横华国际资产管理	证券及期货条例项下第 4 类（就证券提供意见）牌照，其发牌条件规定仅可向专业投资者提供服务
		证券及期货条例项下第 9 类（提供资产管理）（仅为专业投资者提供服务的持牌条件）
新加坡	南华新加坡	新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照（期货合约交易及杠杆式外汇交易） 向国家期货协会注册为获豁免外国公司
	Nanhua SG	新加坡金融管理局资本市场服务牌照（基金管理）
英国	南华英国	经英国金融行为监管局批准，可从事商品期货、期权及其他衍生金融工具的交易，并安排投资交易（包括若干与伦敦金属交易所相关的掉期指令独立报价服务） 向国家期货协会注册为获豁免外国公司
美国	南华美国	期货佣金商

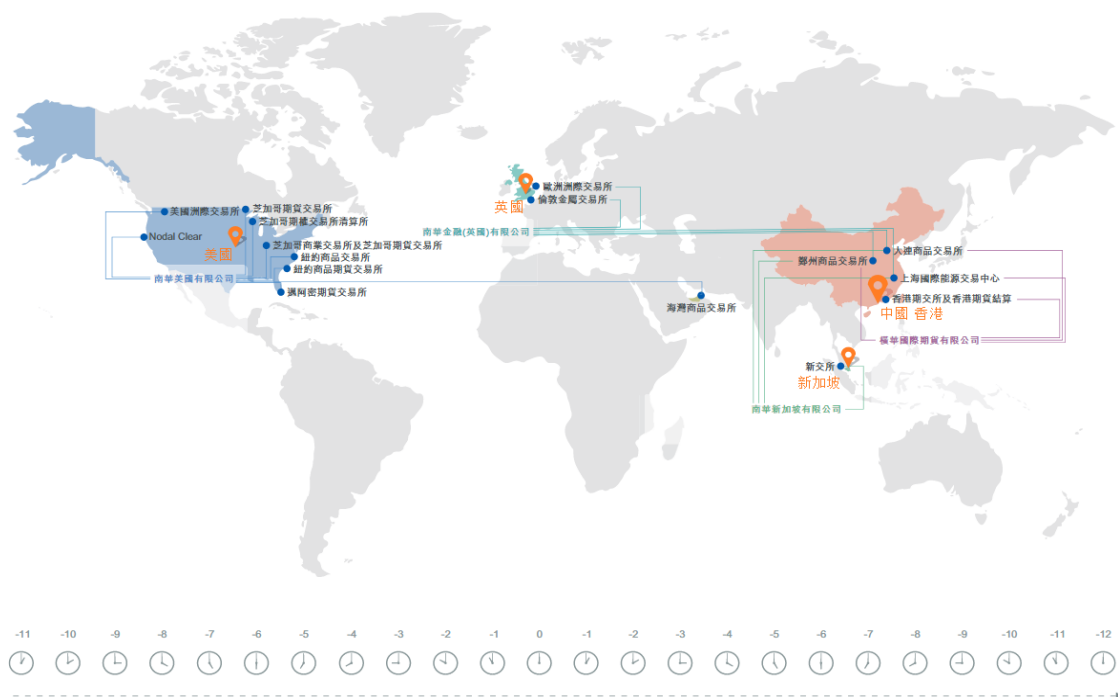
南华美国投资

商品交易顾问

商品基金经理

来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所

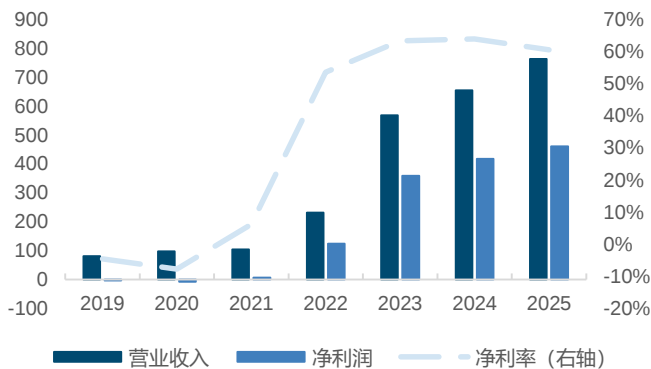
图表40：公司服务网络广泛



来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所

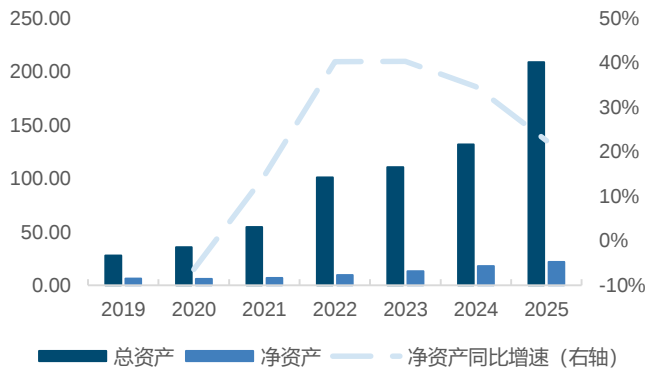
从境外主体横华国际的财务表现来看,2023-2025年横华国际营收从5.67亿元增长至7.62亿元,三年复合增速16.0%,增长韧性突出。2023/2024/2025年横华国际净利润依次3.59/4.17/4.60亿元,同比增速分别190%、16%、10%。2023年利润高增源于前期境外客户权益基数偏低、高利率红利集中释放;2024-2025年增速小幅回落,但利润绝对值稳步抬升,主因客户规模从高速扩张转向稳健扩容,收入增长从爆发切换至常态化。从利润贡献看,2025年横华净利占南华期货整体净利95%。2023-2025年横华国际销售净利率依次63.24%、63.85%、60.41%,连续三年稳定在60%以上,远高于境内业务。2023/2024年横华加权ROE分别31.6%、26.9%,2025年受大额增资一次性增厚净资产影响,ROE回落至23.2%。

图表41：境外主体横华国际利润持续提升（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

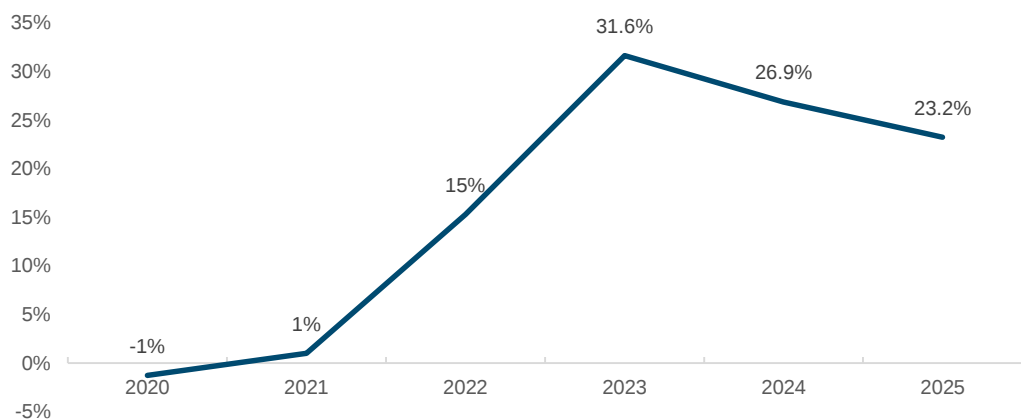
图表42: 横华国际资产规模大幅扩张 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所



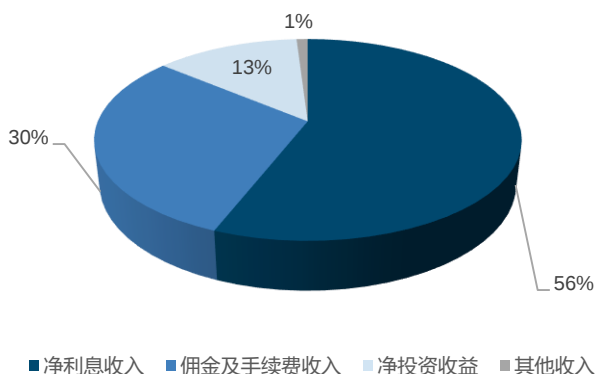
图表43：2025 年横华国际 ROE 为 23%



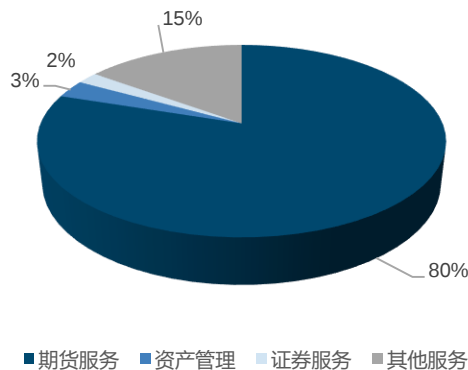
来源：公司公告，国金证券研究所 注：ROE=净利润/净资产期初期末平均值

拆分来看，按财务科目划分，公司境外业务收入中，2025 年上半年净利息收入/佣金及手续费净收入/净投资收益分别占 56%/30%/13%；按业务划分，公司境外业务收入中，2025 年上半年期货服务收入占比最大，达 80%，其他服务(主要包括杠杆式外汇交易)/资产管理/证券服务收入占比分别为 15%/3%/2%。

图表44：按财务科目分的公司境外业务收入结构 (25H1)



图表45：按业务板块分的公司境外业务收入结构 (25H1)



来源：公司 H 股招股说明书，国金证券研究所

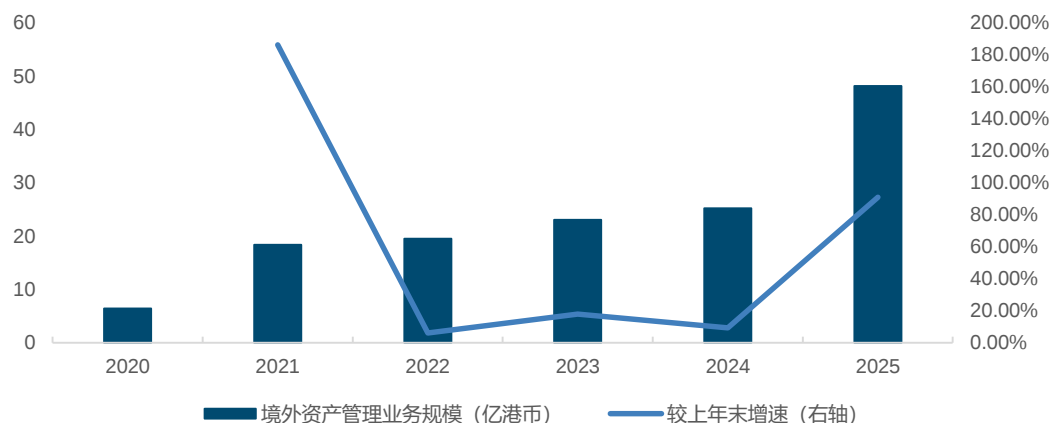
来源：公司 H 股招股说明书，国金证券研究所

境外期货业务方面，公司持续完善清算资质布局，在现有国际业务清算体系下，公司境外子公司南华美国被正式批准成为芝加哥期权交易所清算所(Cboe Clear U.S. LLC.)的清算会员，为拓展北美市场及服务国际客户提供了更坚实的支持；公司持续做好服务实体企业相关工作，在中国香港设立 LME 交割仓库时，横华国际成为中国香港首批 LME 仓单持有机构之一，为公司在亚洲金属市场的深耕带来新机遇和业务增量的同时，也为推动国际大宗商品生态系统建设贡献重要力量。2025 年上半年，公司境外期货业务收入 2.62 亿元，同比+3.6%。截至 25H1 末，公司境外金融服务业务有合共 32,345 个登记客户，其中有 2,077 个登记客户为企业客户。截至 2025 年 12 月底，公司境外期货经纪业务的客户权益为 233.06 亿港元，同比+68.92%。

境外资产管理业务方面侧重 CTA 策略和跨市场业务，继续扩大 CTA 产品数量和规模，并在机构合作方面持续发力，加强与券商、私募等金融机构的合作。截至 2025 年 12 月底，公司境外资产管理业务总规模 48.12 亿港元，同比+90.95%。2025 年上半年，公司境外资管业务收入 0.09 亿元，同比+16.7%。



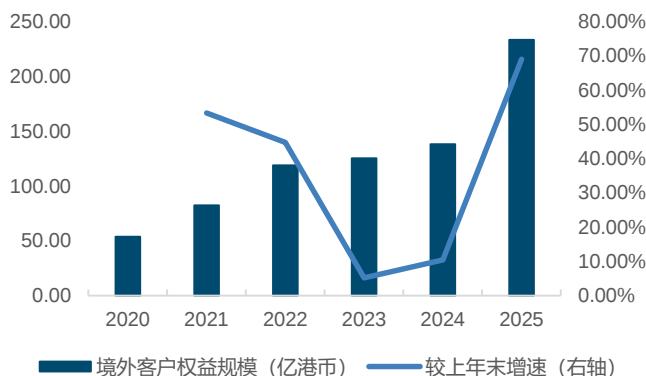
图表46：公司境外资管业务规模持续攀升



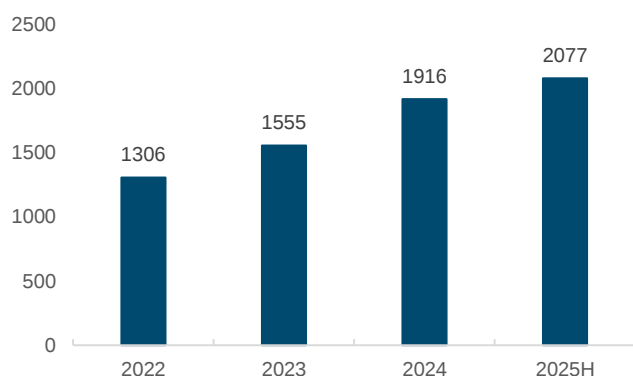
来源：公司H股招股说明书，公司公告，国金证券研究所

境外证券业务方面，公司持续深化与金融同业合作，推进货币基金、结构化等产品的代销业务，持续探索新的业务增长点，不断推动业务稳健发展。2025年上半年，公司境外证券业务收入0.08亿元，同比+12.7%。

图表47：公司境外金融业务客户权益规模大幅提升



图表48：25H1末公司境外业务登记企业客户达到2077个



来源：公司H股招股说明书，公司公告，国金证券研究所 注：包括境外期货、证券及杠杆式外汇经纪服务

来源：公司H股招股说明书，国金证券研究所

4 投资建议

4.1 盈利预测

2025年横华国际实现营业收入7.62亿元、净利润4.60亿元，对应南华期货合并归母净利润的95%。2026年即便由于境内业务回暖而略有摊薄，预计仍是利润核心。结合公司业务禀赋、行业发展趋势及宏观环境走势，我们对公司2026-2028年业绩表现进行分层拆解，核心假设与预测结果具体如下：

1) 手续费及佣金净收入：我们预计2026-2028年公司境内期货经纪业务市场份额将持续稳步提升，从1.4%逐步抬升至1.5%；公司客户权益规模将从696亿元扩容至982亿元。境外客户权益从2025年末的233.06亿港元，预计增长至2026年末的256亿港元、2027年末的308亿港元、2028年末的378亿港元，带动基础经纪佣金稳步增长。我们预计2026-2028年公司手续费及佣金净收入分别为8.15/8.95/9.98亿，同比分别为+35%/+10%/+12%。

2) 利息净收入：境内客户存款收益率对标市场非银金融机构同业存款利率水平，预计2026-2028年从0.4%缓慢下行至0.3%；境外客户存款收益率锚定美国联邦基准利率走势，预测期内利率水平由3.0%回落至2.7%。我们预计2026-2028年公司利息净收入分别为7.71/9.14/10.29亿，同比分别为+35%/+17%/+13%。



综上所述，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 18.63、21.69 和 24.95 亿元，分别同比+34%、+16%和+15%；预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 6.96、7.55 和 8.47 亿元，分别同比+43%、+8%和+12%。

图表49：公司营业收入盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,712	1,388	1,863	2,169	2,495
同比	-8.6%	-75.7%	34.3%	16.4%	15.0%
利息净收入	682	572	771	914	1,029
同比	25.0%	-16.1%	34.7%	18.6%	12.5%
手续费及佣金净收入	542	606	815	895	998
同比	-11.3%	11.6%	34.6%	9.8%	11.5%
投资净收益	62	116	199	258	336
同比	-64.4%	85.8%	71.2%	30.0%	30.0%
其他业务收入	4,458	60	78	102	132
同比	-11.5%	-98.6%	30.0%	30.0%	30.0%

来源：iFinD，国金证券研究所

图表50：公司营业支出盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业支出	5,194	838	1,072	1,311	1,532
同比	-9.8%	-83.9%	27.9%	22.4%	16.8%
业务及管理费	730	755	1,034	1,268	1,481
同比	3.2%	3.4%	37.1%	22.6%	16.8%
其他业务成本	4,388	12	16	20	26
同比	-11.7%	-99.7%	29.4%	29.4%	29.4%

来源：iFinD，国金证券研究所

4.2 估值分析

南华期货在期货行业处在排名靠前，是比较稀缺的 A 股期货标的。参考可比公司，我们给予南华期货 2026E 25xPE 估值，对应目标价 28.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表51：可比公司估值

股票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）	PE（TTM）
600927.SH	永安期货	12.39	180.34	0.13	22.2
002961.SZ	瑞达期货	18.98	90.52	0.43	13.5
3678.HK	弘业期货	1.95	61.75	0.01	130.5
	平均	11.11	110.87	0.19	55.4
603093.SH	南华期货	18.14	118.80	0.29	21.5

来源：iFinD，国金证券研究所 注：时间截至 2026 年 6 月 8 日

风险提示

- 1、宏观经济下行导致手续费等核心收入下降：宏观环境波动使得公司可能面临客户流失、代理成交规模萎缩及客户保证金减少，进而造成整体收入利润出现下滑。
- 2、行业监管趋严：监管政策收紧或将对公司业务经营环境造成影响，进而导致公司业务面临业绩波动风险。
- 3、境外业务经营波动风险：公司境外业务为重要的收入利润来源，国际金融市场变化可能导致公司境外业务面临业绩波动风险。


附录：报表预测摘要
资产负债表 (人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	20,496	33,825	40,340	48,408	58,090	69,708
金融投资	3,860	2,429	4,346	4,997	5,747	6,609
固定资产	243	224	222	222	222	222
无形资产	162	156	153	153	153	153
资产总计	36,326	48,863	65,473	73,329	82,129	91,984
应付债券	511	512	508	569	637	713
交易性金融负债	65	113	96	108	121	135
应付职工薪酬	133	138	142	159	179	200
应交税费	25	19	19	21	24	27
其他负债	32	18	18	20	23	26
负债合计	32,613	44,739	59,867	67,051	75,097	84,109
股本	610	610	718	718	718	718
资本公积金	1,191	1,191	2,183	2,445	2,739	3,067
盈余公积金	139	142	147	165	184	206
未分配利润	1,542	1,947	2,372	2,657	2,976	3,333
一般风险准备	176	186	196	219	246	275
所有者权益	3,713	4,125	5,606	6,279	7,032	7,876
负债及所有者权益	36,326	48,863	65,473	73,329	82,129	91,984

损益表 (人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,247	5,712	1,388	1,863	2,169	2,495
利息净收入	545	682	572	771	914	1,029
手续费及佣金净收入	612	542	606	815	895	998
投资净收益	175	62	116	199	258	336
其他业务收入	5,037	4,458	60	78	102	132
营业支出	5,760	5,194	838	1,072	1,311	1,532
管理费用	707	730	755	1,034	1,268	1,481
其他业务成本	4,969	4,388	12	16	20	26
营业利润	487	518	550	791	858	962
利润总额	448	522	545	791	858	962
所得税	46	64	59	95	103	115
净利润	403	458	487	696	755	847
归母净利润	402	458	486	696	755	847
主要财务比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.66	0.75	0.80	1.14	1.24	1.39
ROE	11.47%	11.71%	10.01%	11.74%	11.36%	11.38%
PE	27.5	24.2	22.8	15.9	14.7	13.1

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	5	5	6
增持	1	1	9	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.64	1.72	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究