

证券行业2026年度策略

——境内韧性增强，境外布局深化

分析师：舒思勤 执业编号：S1130524040001
分析师：洪希柠 执业编号：S1130525050001
分析师：方丽 执业编号：S1130525080007

2025/12/22

- ◆ **25年回顾：**1) **行情：**年初至今（11月末）券商板块涨幅为0%，跑输上证指数、沪深300指数16、15pct。2) **业绩：**25Q1-3上市券商净利润同比增长62%，主要由经纪、投资收入大幅增长驱动，年化ROE提升至7.5%。3) **政策：**今年以来行业内的政策主要聚焦围绕服务实体经济、让利投资者，如上市公司重大资产重组管理办法、科创“1+6”改革、公募基金高质量改革方案及一系列配套方案等，引导行业从重规模向重效率、重回报转型。
- ◆ **26年展望：**1) **主题一：**居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度，利好经纪、两融业务，市场成交额、两融余额有望维持在较高水平。2) **主题二：**资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强，投资收益率有望保持稳定或小幅提升，券商积极把握权益市场的机会，或继续增配其他权益工具投资以及交易性金融资产的股票。3) **主题三：**推动直接融资、助力科创企业融资带来投行业务机会。券商作为资本中介在支持科创企业融资方面起到重要作用，无论是科创板“1+6”改革、还是支持科创债的发展，在便利科创企业融资的同时也给券商带来更多业务机会。根据证监会规划，未来还可能推出创业板改革、储架发行制度等政策，预计IPO节奏将进一步常态化。4) **主题四：**券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升。监管支持下，业内收并购有望持续。头部券商在东南亚地区布局深入，探索财富管理、投行、跨境交易等多业务领域机遇。
- ◆ **投资建议：**券商板块业绩与估值严重错配，处于攻守兼备状态，资本市场韧性增强、券商国际业务布局深化都将支撑板块估值修复。选股思路：1) 低估值、国际业务深化的优质头部券商；2) 居民资金入市的背景下，大财富管理、大资管业务具备优势的券商；3) 收并购主题券商。
- ◆ **风险提示：**资本市场改革推进不及预期；权益市场极端波动风险；宏观经济复苏不及预期。

目录

01

2025年回顾

02

2026年展望

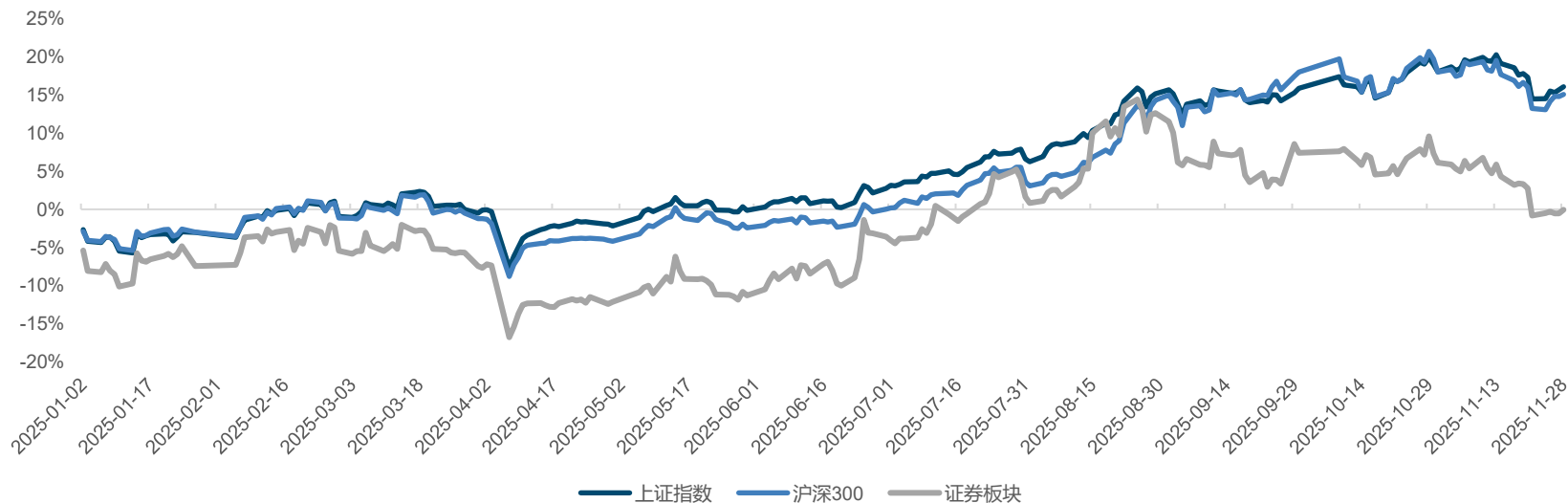
03

投资建议

1 2025年回顾

年初至今券商板块跑输主要指数。年初至今（11月末）券商板块涨幅为0%，跑输上证指数、沪深300指数16、15pct。今年券商板块的表现可以大致分为三个主要阶段，第一阶段是1-6月，第二阶段是7-8月，第三阶段是9月以来。

图表：券商板块年初至今跑输主要指数



第一阶段：今年上半年，受到924至2024年年末阶段性上涨较多、2025年4月贸易战造成负面情绪等因素影响，主要指数回调，板块跑输主要是因为924至2024年底期间，券商板块上涨幅度较大，为45%，且部分标的估值较高。

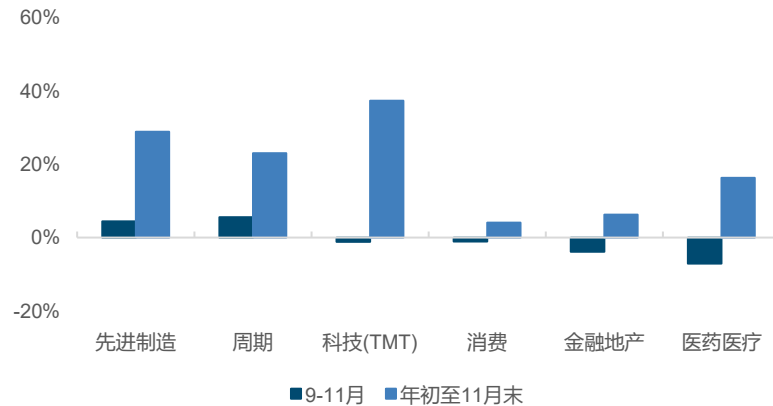
第二阶段：7月上交所A股市场新开户数同比增长70.5%，北向资金日均成交额环比增长36.3%，市场整体交投活跃度与风险偏好提升，板块展现出贝塔属性，上市券商业绩在低基数及好市场环境下延续高增速，板块跑赢指数。

第三阶段：9月以来，地缘政治影响市场情绪，制造、周期等板块抽走资金，产生“虹吸”效应，板块再次跑输。

图表：券商板块仅7-8月跑赢指数

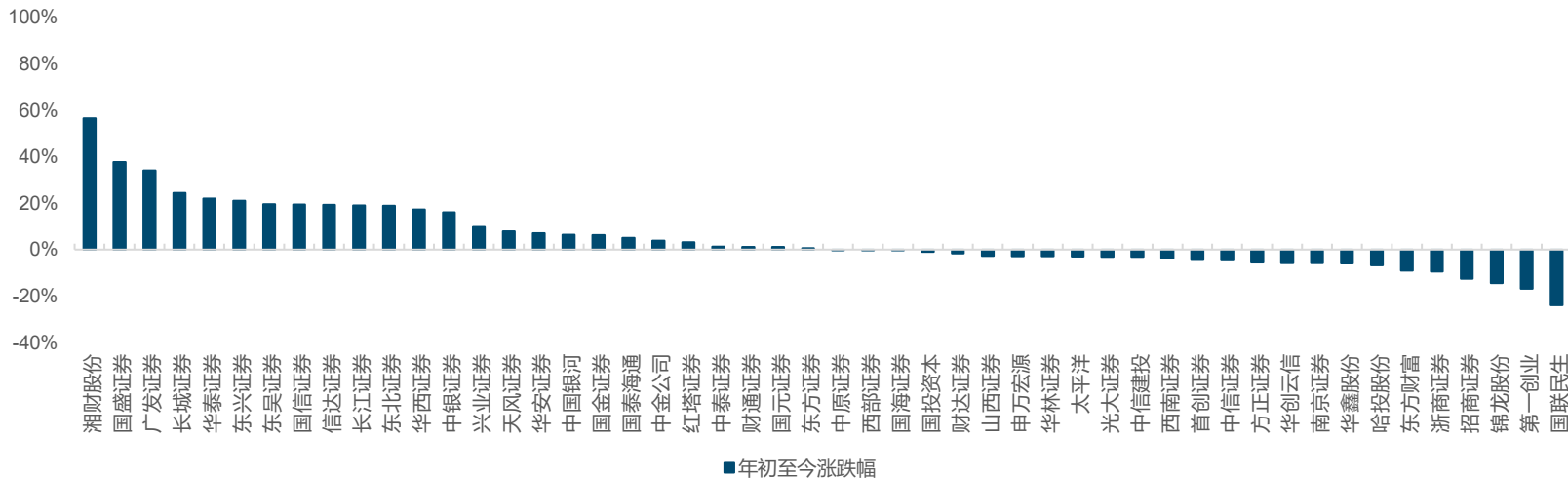
	1-6月	7-8月	9-11月
上证指数	3%	12%	1%
沪深300	0%	14%	1%
证券板块	-4%	17%	-11%

图表：制造等板块抽走资金



年初至今涨幅前三的券商分别为湘财股份、国盛金控、广发证券，涨幅分别为57%/38%/34%。湘财股份上涨主要是因为拟吸收合并大智慧，有望成为第三家互联网券商。国盛金控是因为吸收合并子公司国盛证券，属于并购重组题材标的。广发证券则是因为低估值、业绩强、增资海外子公司等因素实现估值修复。

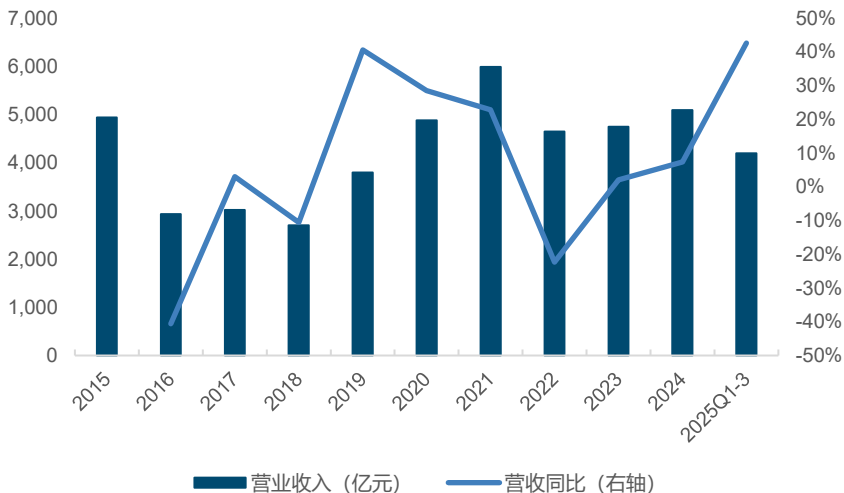
图表：券商板块个股年初至今涨跌幅



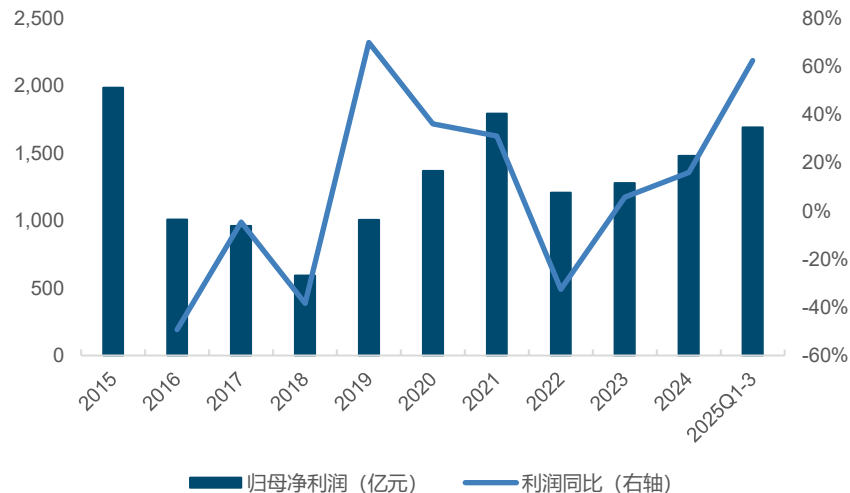
资料来源：Wind，国金证券研究所注：截至2025年11月末。

上市券商业绩增长强劲。 2025年前三季度，42家上市券商实现营业收入4196亿元，同比增长43%；实现归母净利润1690亿元，同比增长62%。单季度来看，2025Q3上市券商实现归母净利润650亿元，同比增长58%，环比增长25%，在高基数下实现强劲增长。

图表：上市券商25Q1-3营业收入同比增长43%

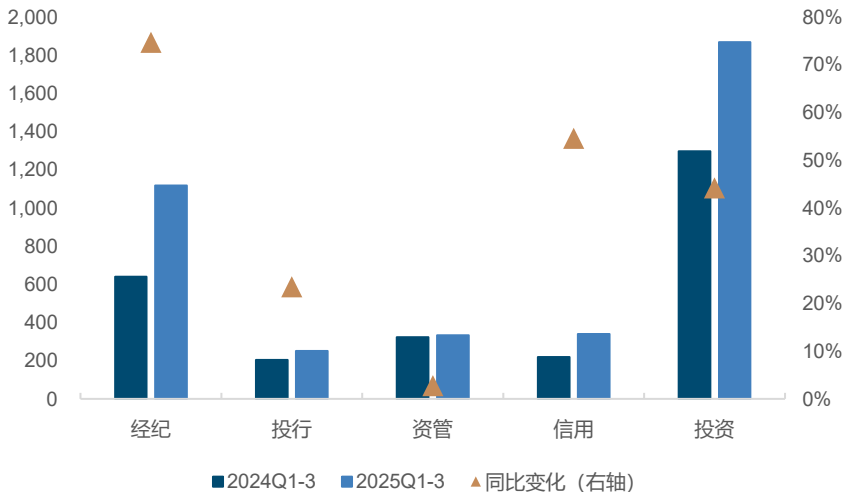


图表：上市券商25Q1-3归母净利润同比增长62%

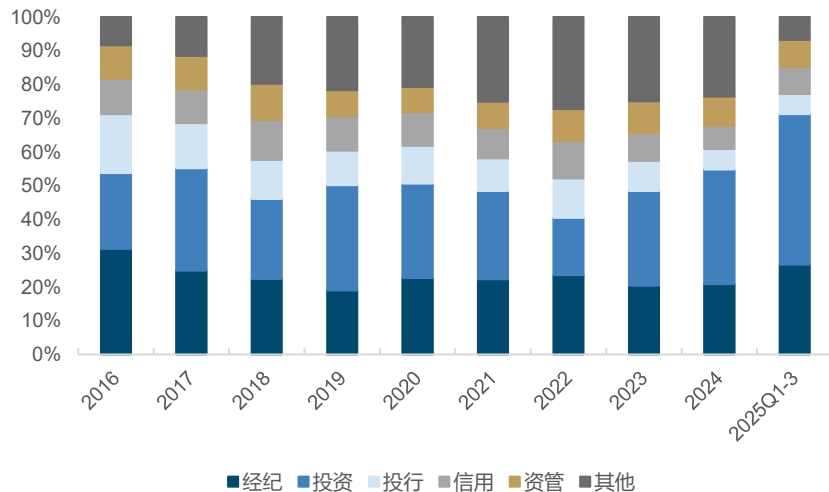


经纪、投资业务是强驱动因素。分业务条线来看，在市场交投活跃、两融规模高增以及核心指数上涨的背景下，经纪、自营投资收入提升是今年以来券商业绩改善的核心原因，利息净收入同比实现大幅提升，投行业务有所回暖。2025Q1-3上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+75%/+23%/+3%/+55%/+44%。

图表：上市券商25Q1-3各业务收入均实现正增长

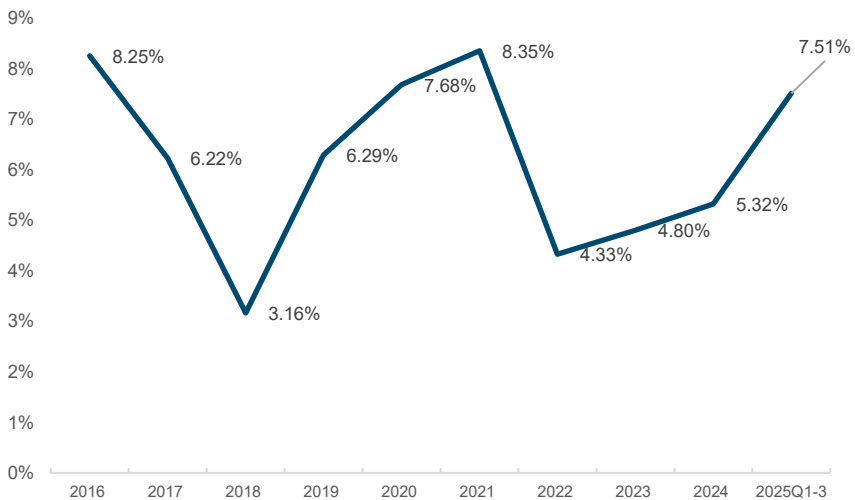


图表：上市券商经纪、投资收入占比提升

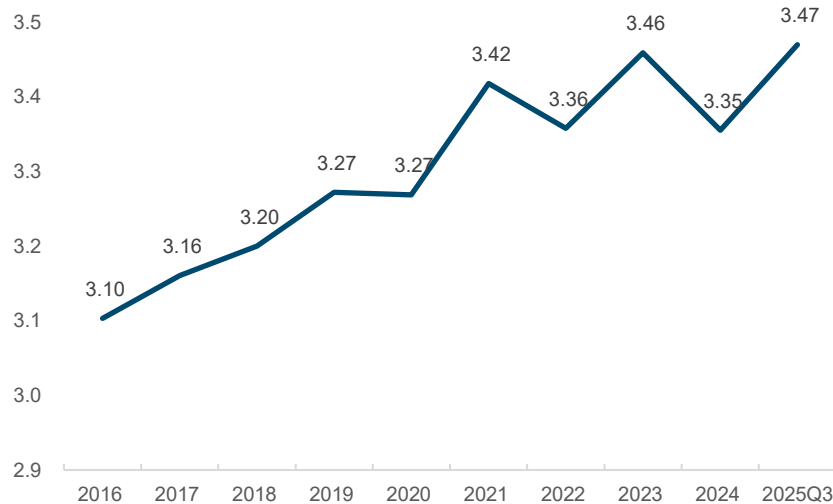


重启扩表，盈利能力提升。 盈利能力方面，2025Q1-3上市券商加权平均ROE（年化）为7.5%，同比提高2.67pct，盈利能力大幅提升。杠杆水平方面，截至2025Q3末，上市券商平均杠杆倍数为3.47倍（剔除客户资金口径），较上年末提升0.11倍，环比25Q2末提升0.13倍，主要受益于两融、自营规模扩张。

图表：上市券商25Q1-3ROE提升至7.5%



图表：上市券商25Q3末杠杆规模提升至3.5倍



资料来源：Wind，国金证券研究所注：杠杆倍数为剔除客户资金口径。

中小业绩弹性大，大券商盈利能力强。 净利润增速方面，国联民生、华西证券、国海证券等中小券商领先；盈利能力方面，除长江证券因投资收益好拉高ROE外，ROE领先的均为大券商。

图表：上市券商业绩概览，中小券商弹性大，头部券商盈利能力强

公司名称	归母净利润					加权平均ROE (未年化)	
	25Q1-3	同比	25Q3	25Q3环比	25Q3同比	25Q1-3	同比(pct)
中信证券	232	38%	94	32%	52%	8.15%	1.85
国泰君安	221	132%	63	81%	41%	8.10%	2.13
华泰证券	127	2%	52	33%	-28%	7.21%	-0.38
中国银河	110	58%	45	29%	74%	8.77%	2.97
广发证券	109	62%	45	20%	86%	8.18%	2.92
国信证券	91	87%	38	24%	117%	9.05%	4.31
招商证券	89	24%	37	28%	53%	7.18%	1.06
申万宏源	80	108%	37	62%	117%	7.41%	3.63
中信建投	71	65%	26	-3%	79%	7.99%	3.28
中金公司	66	130%	22	-2%	255%	6.29%	3.65
东方证券	51	55%	16	-19%	38%	6.35%	2.19
方正证券	38	93%	14	19%	130%	7.67%	3.43
长江证券	34	135%	16	116%	153%	9.23%	5.21
东吴证券	29	60%	10	5%	51%	6.93%	2.38
光大证券	27	35%	10	15%	66%	4.00%	1.07
兴业证券	25	91%	12	46%	215%	4.37%	2.06
财通证券	20	38%	10	20%	75%	5.51%	1.32
国元证券	20	28%	6	-20%	7%	5.37%	0.89
长城证券	19	76%	5	-30%	45%	6.26%	2.49
浙商证券	19	50%	7	25%	55%	5.26%	0.67
华安证券	19	65%	8	66%	98%	8.16%	2.86
国联民生	18	345%	6	-15%	106%	3.74%	1.56
国金证券	17	90%	6	12%	34%	4.94%	2.22
东兴证券	16	70%	8	78%	113%	5.49%	2.05
信达证券	14	53%	3	-60%	21%	6.44%	1.59
中泰证券	13	159%	6	72%	481%	3.11%	2.02
西部证券	12	71%	5	-7%	510%	4.25%	1.66
东北证券	11	125%	6	179%	86%	5.47%	2.93
华西证券	11	317%	5	159%	155%	4.41%	3.30
南京证券	9	31%	2	-15%	95%	5.07%	1.06
红塔证券	9	33%	3	-48%	-4%	3.45%	0.66
中银证券	9	29%	3	2%	22%	4.64%	0.87
首创证券	8	7%	3	-8%	15%	5.94%	0.03
第一创业	8	20%	3	-22%	18%	4.60%	0.40
山西证券	7	37%	2	-24%	-3%	4.02%	1.04
西南证券	7	46%	3	59%	98%	2.72%	0.83
国海证券	7	283%	3	98%	708%	3.16%	2.32
财达证券	7	80%	3	13%	124%	5.41%	2.24
华林证券	4	46%	1	-55%	-42%	6.35%	1.69
中原证券	4	139%	1	-18%	-49%	2.74%	1.57
太平洋	2	80%	1	137%	84%	2.50%	1.07
天风证券	2	-129%	1	1583%	-157%	0.59%	2.89

资料来源：Wind，国金证券研究所

今年以来行业内的政策主要聚焦围绕服务实体经济、让利投资者，如上市公司重大资产重组管理办法、科创“1+6”改革、公募基金高质量改革方案及一系列配套方案等，引导行业从重规模向重效率、重回报转型。证券公司分类评价规定取消了营收规模加分、提高了ROE指标的重要性，也给行业发展指引了新方向。

图表：2025年以来证券基金行业多项重要政策出台

时间	政策或会议名称	核心内容
2025年1月22日	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	要求公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%，大型国有保险公司每年新增保费的30%用于投资A股，实施三年以上长周期考核。
2025年1月23日	国务院新闻办发布会	六部委联合解读《推动中长期资金入市工作的实施方案》，明确公募基金、保险资金等具体投资比例及考核要求。
2025年2月7日	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	提出18条措施，支持科技型企业全链条融资，优化并购重组、股权激励制度，发展绿色金融产品，提升普惠金融效能。
2025年3月6日	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	央行行长潘功胜提出创新推出债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业发行科创债。
2025年4月8日	《国家金融监督管理总局关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（金规〔2025〕12号）	提高保险资金权益投资比例上限至50%（偿付能力充足率超350%），支持保险资金加大对科技创新、绿色低碳领域的投资。
2025年5月7日	《推动公募基金高质量发展行动方案》（证监发〔2025〕21号）	建立浮动管理费机制，要求新设立主动管理权益类基金60%采用业绩挂钩费率，强化长周期考核，降低行业综合费率。
2025年5月16日	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（证监会令〔第230号〕）	建立股份对价分期支付，设简易审核，完善吸并锁定期，鼓励私募参与，适配新公司法，优化监管与信息披露。
2025年6月18日	《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》	一方面，设置科创板科创成长层，在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面，围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性，推出6项改革举措。
2025年7月13日	《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第5号——科创成长层》（上证发〔2025〕86号）	上市时未盈利的科创板公司，自上市之日起纳入科创成长层；本指引发布前已上市且上市时尚未首次实现盈利的科创板公司，自本指引发布之日起纳入科创成长层。
2025年8月22日	《证券公司分类评价规定》（证监会公告〔2025〕14号）	旨在通过分类评价制度实施证券公司审慎监管，合理配置监管资源，引导证券公司提升风险管理能力、合规水平和专业服务能力，促进高质量发展。该规定采用分类评价体系，取消了“营业收入”的加分项，提升ROE加分力度，引导券商向“重经营效率”转型，突出扶优限劣和支持中小券商差异化发展特色化经营的监管导向。
2025年9月5日	《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》	本次销售费率改革规定共六章28条，针对公募基金销售领域存在的一些突出问题，立足维护投资者合法权益，合理调降公募基金认购费、申购费销售服务费率水平，降低投资者成本。引导基金销售机构切实端正经营理念，把维护投资者利益放在首要位置，专注提升客户服务能力，切实降低投资者成本，促进形成良好的行业发展新生态。
2025年10月28日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	明确“十五五”时期提高资本市场制度包容性，健全投融资协调功能，发展股权、债券直接融资，支持科技创新和新质生产力。
2025年10月31日	《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》	规范业绩比较基准设定、修改及披露机制，强化对基金投资行为的约束。

2026年展望

“十五五”规划给出顶层架构，加快建设金融强国。“十五五”提及“金融”的次数较“十四五”变化不大，提及“科技”、“创新”的次数显著提高，但“金融强国”首次被写入五年规划。资本市场相关的重点表述是提高资本市场包容性、适应性，积极发展直接融资以及全面加强金融监管等事项。

图表：“十四五”与“十五五”对于金融领域的表述

领域	“十四五”表述	“十五五”表述
服务实体	“构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性”；“完善金融支持创新体系，促进新技术产业化规模化应用。”；“健全农村金融服务体系，发展农业保险”	“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”；“营造具有全球竞争力的开放创新生态”
资本市场	“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”；“增强多层次资本市场融资功能”；“畅通科技企业国内上市融资渠道，增强科创板‘硬科技’特色，提升创业板服务成长型创新创业企业功能”	“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”；“积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化”
货币政策	“建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制”；“健全市场化利率形成和传导机制”；“健全政府债务管理制度”	“完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制”；“稳步发展数字人民币”；“编制宏观资产负债表，全面摸清存量资源资产底数，优化资产负债结构”
金融机构	“深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，改革优化政策性金融”	“优化金融机构体系，推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展”；“推动大型银行更加聚焦国家战略和重点领域，提升服务科技创新、先进制造业、绿色低碳转型与现代基础设施建设的能力”；“支持中小银行深耕区域经济与小微企业”
金融风险	“维护金融安全，守住不发生系统性风险底线”	“构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行”；“统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解，严防系统性风险”
金融监管	“完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍”	“全面加强金融监管，强化央地监管协同，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行”
对外开放	“推进金融双向开放”；“稳健推进人民币国际化”	“推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系，推进全球经济金融治理改革”；“巩固提升香港国际金融、航运、贸易中心地位”；“支持香港建设国际创新科技中心”；“营造透明稳定可预期的制度环境”

图表：“十四五”与“十五五”词频变化

关键词	“十四五”规划词频	“十五五”规划词频
发展	196次	189次
经济	81次	76次
创新	47次	61次
科技	36次	46次
金融	16次	17次
投资	17次	29次
贸易	14次	22次
消费	21次	23次
区域	23次	25次
需求	7次	10次
安全	66次	57次
风险	10次	16次
产业	52次	56次
科技创新	2次	12次

“十五五”规划引导下，证监会明确未来工作重点。在9月22日的高质量完成“十四五”系列主题新闻发布会上，吴清主席介绍了“十四五”的发展成就，对于科创企业支持已有初步成效，直接融资占比较“十三五”提升2.8pct至31.6%，资本市场抗风险能力明显增强，上证综指年化波动率下降2.8pct，长钱长投改革效果加快。展望未来，证监会将在“十五五”的引导下继续支持科创、提高直接融资占比、增强资本市场韧性、加快推动长钱长投。

图表：提高资本市场制度包容性、适应性的六大重点任务

序号	重点举措	具体内容
1	积极发展股权、债券等直接融资	要以深化科创板、创业板改革为抓手，积极发展多元股权融资，提升对实体经济的全链条、全生命周期服务能力。进一步健全科技创新企业识别筛选、价格形成等制度机制，更加精准有效地支持优质企业发行上市。持续提升中介机构高标准专业化服务能力。积极发展私募股权和创投基金。健全多层次债券市场体系，大力发展科创债券、绿色债券等，稳步发展不动产投资信托基金和资产证券化。完善期货品种布局和产业服务功能。
2	推动培育更多体现高质量发展要求的上市公司	要更大力度推动优化上市公司结构、提升投资价值。持续深化并购重组市场改革，提升再融资机制灵活性、便利度，支持上市公司转型升级、做优做强，发展新质生产力助力培育更多世界一流企业。研究完善上市公司激励约束机制，激发企业家精神和人才创新创造活力。督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展现金分红、回购注销等。巩固深化常态化退市机制，畅通多元退出渠道，进一步健全进退有序、优胜劣汰的市场生态。
3	营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境	要继续积极创造条件构建中长期资金“愿意来、留得住、发展得好”的市场环境，推动建立健全对各类中长期资金的长周期考核机制，提高投资A股规模和比例。扎实推进公募基金改革，推动与投资者利益绑定的考核评价和激励约束机制落实落地，大力发展权益类公募基金，推动指数化投资高质量发展。促进私募股权和创投基金“募投管退”循环畅通，加力培育壮大耐心资本、长期资本和战略资本。
4	着力提升资本市场监管的科学性、有效性	要适应市场的快速发展变化，加快构建全方位、立体化的证券期货监管体系，完善对金融创新活动的监测监管和风险应对机制。加强战略性力量储备和稳市机制建设，强化重点领域风险和跨市场跨行业跨境风险防范化解，持续提升资本市场内在稳定性。运用好大数据、人工智能等现代信息技术手段，高效识别违法违规线索和风险隐患。坚持依法监管、分类监管，严厉打击财务造假、欺诈发行、市场操纵和内幕交易等恶性违法行为，维护公开公平公正的市场秩序。
5	稳步扩大资本市场高水平制度型开放	要坚持以我为主、循序渐进，推动在岸与离岸市场协同发展，促进资本高效流动、要素合理配置和制度互学共鉴，提高我国资本市场国际竞争力。支持企业用好国内国际两个市场、两种资源。完善合格境外投资者制度，稳健拓展互联互通，进一步提升外资和外资机构参与我国资本市场的便利度。加快建设世界一流交易所，培育一流投资银行和投资机构。加快推进上海国际金融中心建设和巩固提升香港国际金融中心地位。
6	共同营造规范、包容、有活力的资本市场生态	加强资本市场法治建设，推动修订证券法、证券投资基金法，制定修订上市公司监督管理条例、证券公司监督管理条例等行政法规，积极创造公开公平公正的市场环境。推动健全特别代表人诉讼等投资者保护机制，强化投资者教育宣传，倡导理性投资、价值投资、长期投资。加强资本市场高端智库平台和人才队伍建设，强化对资本市场战略性基础性前瞻性问题的研究。健全预期管理机制，加强宣传引导，推动全社会形成鼓励创新、包容失败的良好舆论氛围。

结合十五五规划、《人民日报》刊发的吴清主席的署名文章以及吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上发表的讲话内容来看，我们认为未来证券行业将有四大主题。

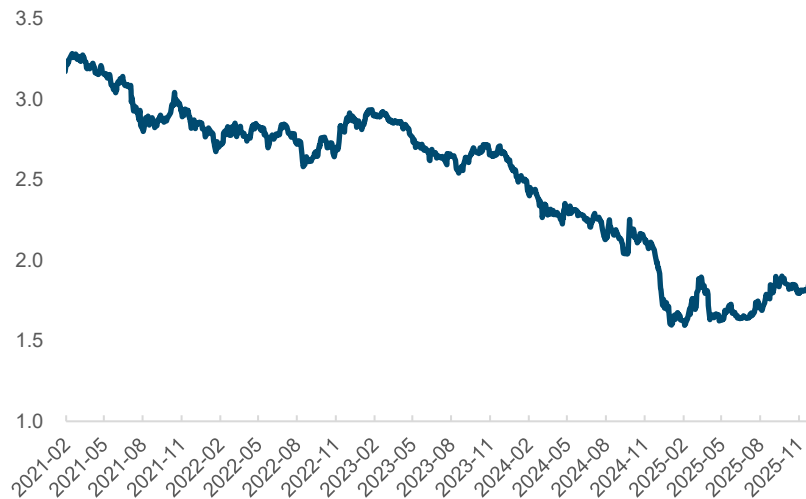
图表：证券行业未来的四大主题及受益业务条线

主题一	居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度	对应到经纪、两融等业务
主题二	资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强	对应到资管、投资等业务
主题三	推动直接融资、助力科创企业融资带来投行业务机会	对应到投行业务
主题四	券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化加升	对应到国际业务

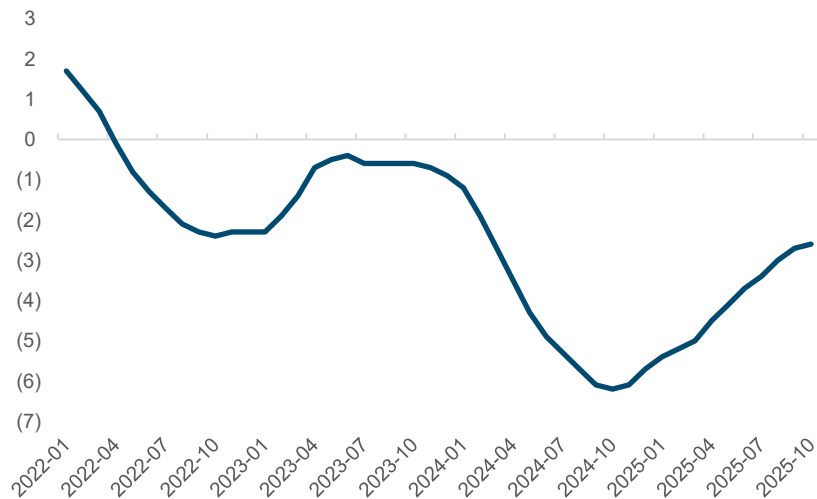
主题一：居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度

居民资金及机构资金入市，助推慢牛形成，市场有望维持高活跃度。十年期国债收益率呈下行趋势，2025年11月末为1.8412%，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速持续为负值，更多居民资金有望从存款、房市流入股市。

图表：十年期国债收益率呈下行趋势（%）



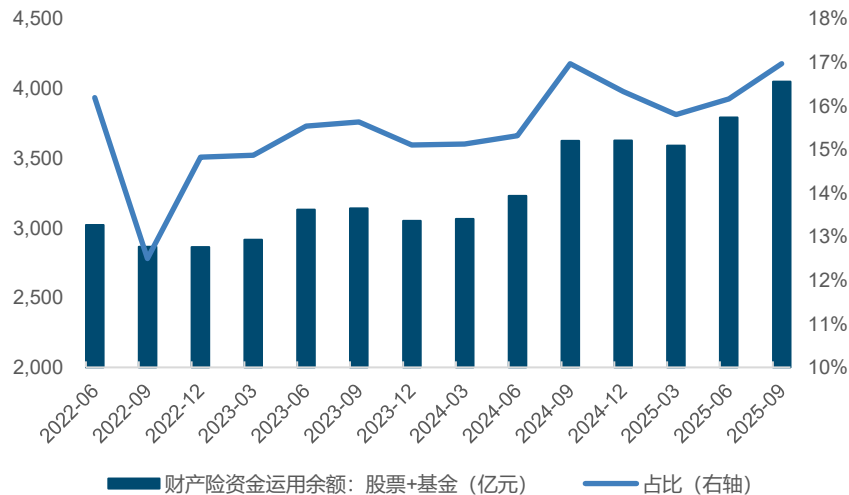
图表：70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速为负



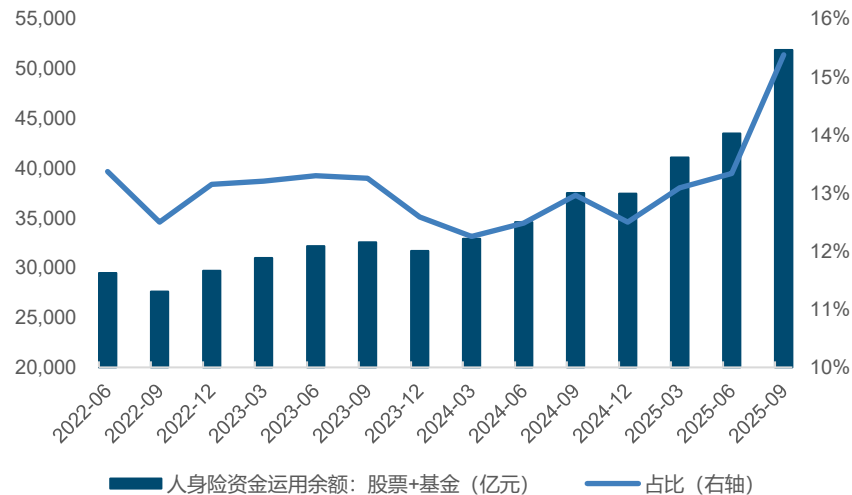
主题一：居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度

险资作为重要的长期资金，增配股票及证券投资基金已成趋势。监管持续鼓励、引导长期资金入市，今年起每年新增保费的30%用于投资A股，截至2025年三季度末，财产险资金运用余额中股票+基金的规模为4,050亿元，占比提升至17%；人身险资金运用余额中股票+基金的规模为5.2万亿元，占比提升至15%。

图表：财产险资金运用余额投向股票+基金的规模及占比提升



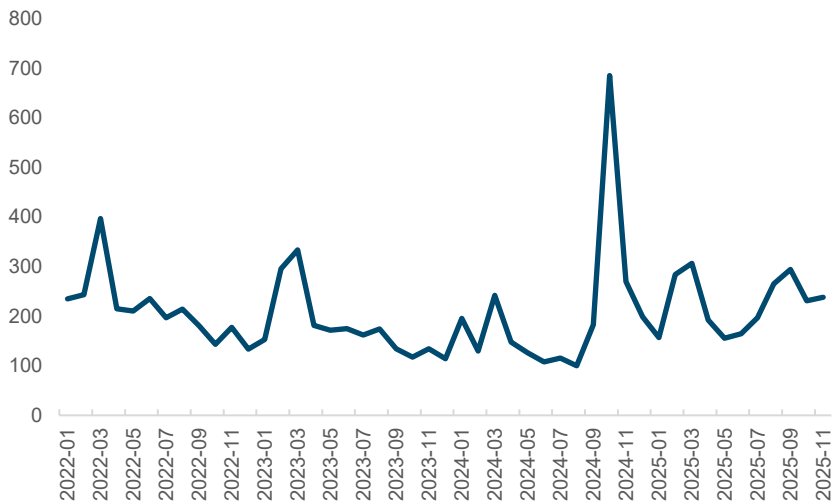
图表：人身险资金运用余额投向股票+基金的规模及占比提升



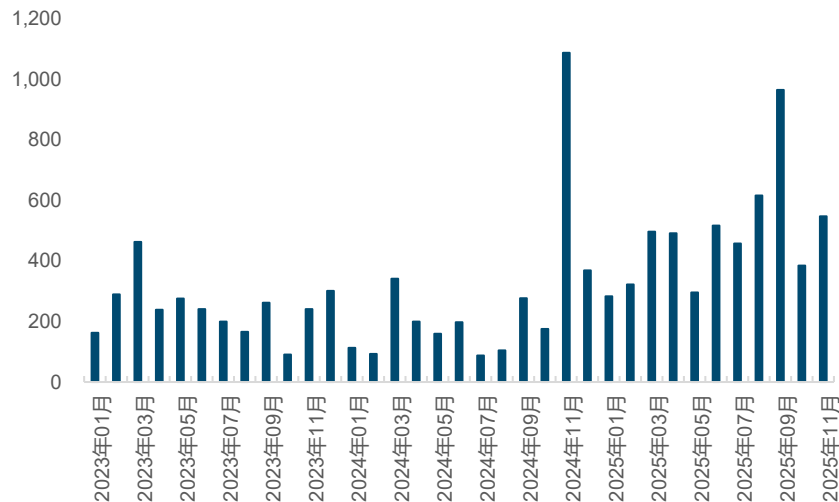
主题一：居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度

经纪业务：2025年6-9月，上交所新增开户数连续四个月环比提升，“924”以来新发权益、混合基金规模扩张。慢牛的市场环境下，市场开户数、成交额有望维持在较高水平，而非大起大落，降至冰点的概率较低。股票市场活跃度传导至基金市场，监管鼓励大力发展权益基金，新发权益、混合基金规模亦有望稳步增长。券商对于存量客户盘活与增量客户开发两手抓，经纪业务收入有望保持在较高水平。

图表：上交所新增开户数自24年冰点后提升较大



图表：行业新发股票、混合基金份额扩张



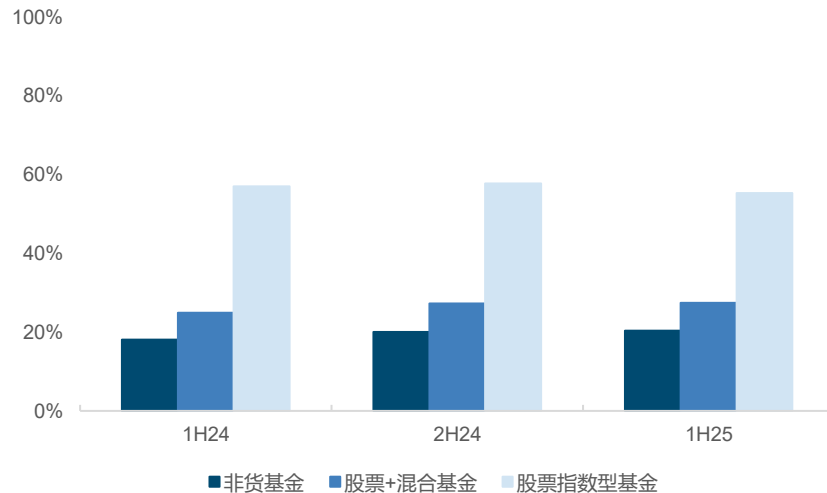
主题一：居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度

经纪业务：从协会披露的代销公募基金保有数据来看，券商在非货、股票+混合基金代销方面市占率边际小幅提升，25H1末分别为20.4%/27.4%，较2024年末提高0.46/0.15pct。在股票指数型基金代销方面，券商一直享有半壁江山，被动化产品的大发展对券商财富管理业务深化以及开拓机构客户起到促进作用。中信、华泰、国泰海通代销公募保有规模稳居前三。

图表：中信、华泰代销权益基金保有规模超千亿元（25H1末）

机构名称	权益基金保有规模	非货币市场基金保有规模	股票型指数基金保有规模
中信证券	1421	2397	1223
华泰证券	1266	1752	1150
国泰海通	978	1605	757
招商证券	838	1148	659
广发证券	809	1397	509
中信建投	773	1134	455
中国银河	742	878	563
国信证券	671	800	457
平安证券	532	796	432
东方财富证券	511	794	474
中金财富	383	747	285
申万宏源	375	512	293
东方证券	369	463	210
兴业证券	367	558	140
方正证券	296	356	223

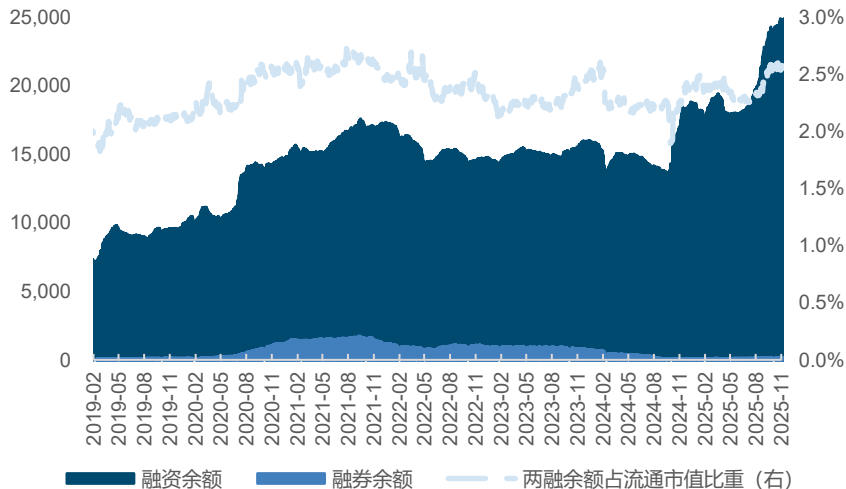
图表：券商代销股票型指数基金具备优势（券商代销保有规模市占率）



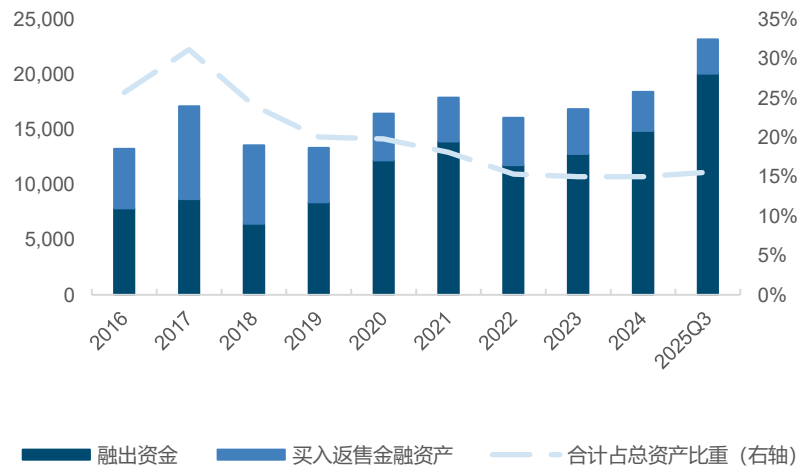
主题一：居民存款搬家以及长钱长投带来高市场活跃度

信用业务：两融余额伴随着成交额高企而持续提升，且突破历史新高，截至11月末，两融余额达2.5万亿元，较“924”前的1.4万亿元大幅提升。当前两融余额占流通市值比重为2.6%，较2015年的高点4.7%仍有提升空间，预计在市场慢牛形成、交投活跃的情况下，两融余额占流通市值比例将继续提高。截至25Q3末国泰海通、中信、华泰等券商两融市占率领先，分别为10%/8%/7%。

图表：市场两融余额持续提升



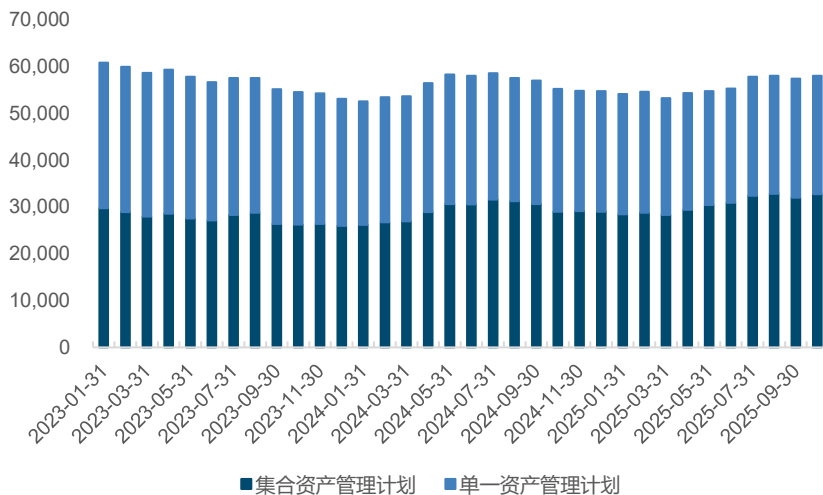
图表：券商信用资产占总资产比重小幅提高



主题二：资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强

资管业务：券商资管方面，预计规模保持平稳但集合资管占比提升，25年10月末集合及单一资管规模合计为5.8万亿元，集合规模占比提升至56.4%。公募基金方面，5月公募基金高质量改革方案发布后，销售新规、业绩比较基准的征求意见稿已出炉，且有更多配套政策在路上，一系列改革将重塑公募生态，引导公募基金从“重规模”向“重回报”转变，遏制主动权益基金的风格漂移现象，未来基金行业马太效应会进一步加剧，主动管理能力强以及被动产品形成品牌效应的基金公司更有望胜出，参控股优质基金公司的券商将受益。

图表：券商资管规模整体保持平稳



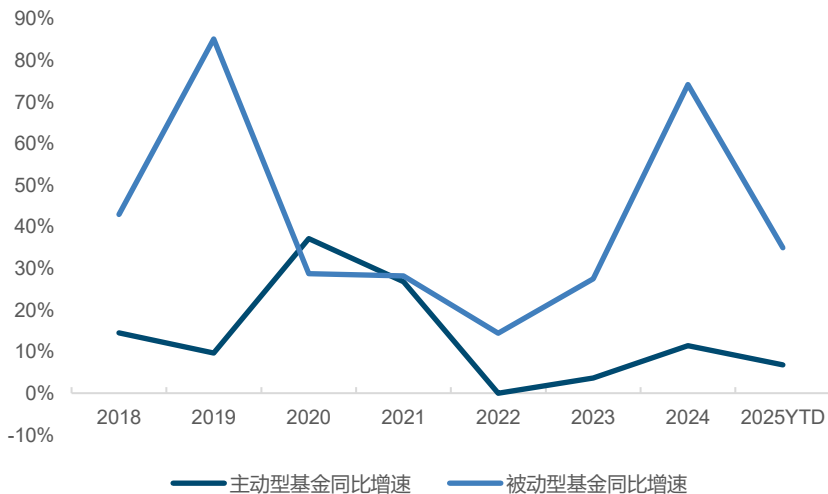
图表：公募基金对券商利润贡献较大

股票代码	券商名称	公募基金名称	参持股比例	25H1基金净利润 (亿元)	券商归母净利润 (亿元)	对25H1净利润贡献	对25H1净利润贡献合计
601377.SH	兴业证券	兴证全球基金	51.00%	7.19	13	28%	36%
601377.SH		南方基金	9.15%	11.94	13	8%	
600369.SH	西南证券	银华基金	44.10%	2.84	4	30%	30%
002797.SZ		银华基金	26.10%	2.84	5	15%	
002797.SZ	第一创业	创金合信基金	51.07%	0.95	5	10%	25%
002939.SZ		景顺长城基金	49.00%	5.42	14	19%	
002939.SZ	长城证券	长城基金	47.06%	1.36	14	5%	24%
000686.SZ		银华基金	18.90%	2.84	4	12%	
000686.SZ	东北证券	东方基金	57.60%	0.41	4	5%	18%
000776.SZ		广发基金	54.53%	11.80	65	10%	
000776.SZ	广发证券	易方达基金	22.65%	18.77	65	7%	17%
600999.SH		博时基金	49.00%	7.63	52	7%	
600999.SH	招商证券	招商基金	45.00%	7.89	52	7%	14%
600918.SH	中泰证券	万家基金	60.00%	1.61	7	14%	14%
600958.SH		东方红	100.00%	1.99	35	6%	
600958.SH	东方证券	汇添富基金	35.41%	4.80	35	5%	11%
600958.SH		长城基金	17.65%	1.36	35	1%	

主题二：资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强

资管业务：ETF市场持续高增，头部基金公司市占率高。截至2025年11月末，ETF规模达到5.7万亿元，较2024年末的3.73万亿元大幅增长53%。从竞争格局看，头部几家公司具备先发优势、已有品牌效应，华夏基金、易方达基金、华泰柏瑞基金市占率超10%，稳居第一梯队，前十大基金公司的ETF管理规模合计占全市场ETF规模的比重为75%，集中度有望保持高位。

图表：2021年以来被动基金规模增速远超主动基金



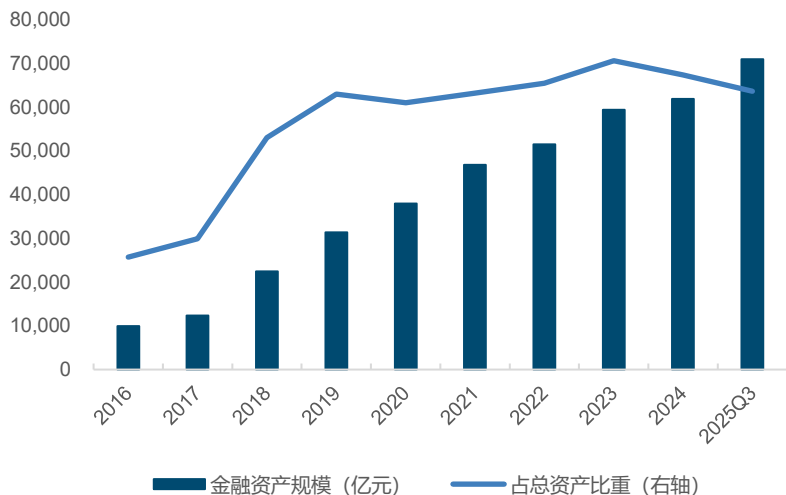
图表：三家ETF管理人市占率超10%

序号	基金公司	ETF规模(亿元)	规模占比
1	华夏基金	9,092.13	16.0%
2	易方达基金	8,401.39	14.8%
3	华泰柏瑞基金	5,934.09	10.4%
4	南方基金	3,574.12	6.3%
5	嘉实基金	3,375.01	5.9%
6	广发基金	2,769.35	4.9%
7	国泰基金	2,660.70	4.7%
8	富国基金	2,489.39	4.4%
9	博时基金	2,216.20	3.9%
10	华宝基金	2,142.08	3.8%
11	华安基金	1,850.41	3.3%
12	银华基金	1,490.93	2.6%
13	汇添富基金	1,384.05	2.4%
14	海富通基金	1,350.59	2.4%
15	鹏华基金	1,175.09	2.1%
16	天弘基金	1,079.48	1.9%
17	工银瑞信基金	942.92	1.7%
18	景顺长城基金	731.60	1.3%
19	招商基金	727.58	1.3%
20	大成基金	543.59	1.0%

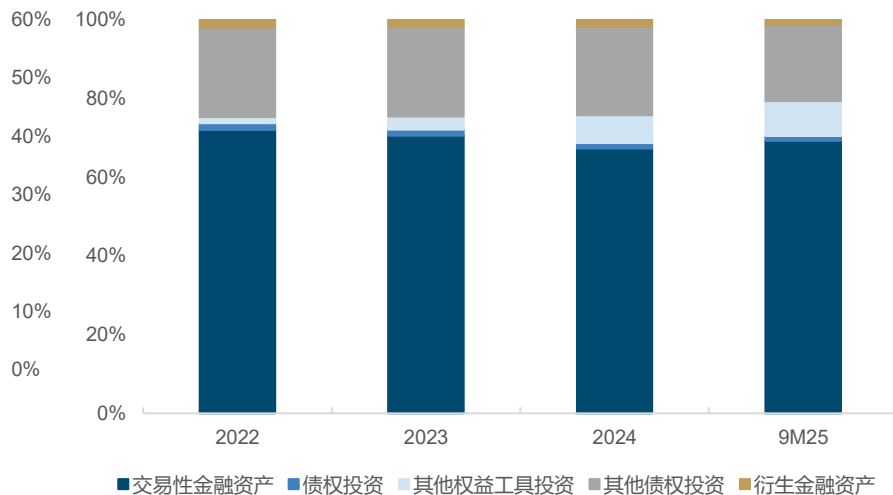
主题二：资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强

投资业务：上市券商金融资产规模持续扩张，截至25Q3末券商金融投资资产规模达到7万亿元，较上年末增长15%，是券商杠杆提升的因素之一。其中，交易性金融资产及其他权益工具投资增速最高，较上年末分别增长18%/43%。

图表：上市券商金融资产规模扩张



图表：交易性金融资产、其他权益工具投资是主要增配项



主题二：资本市场韧性增强、波动性下降带来的赚钱效应加强

投资业务：在资本市场韧性增强、市场呈现慢牛状态的情况下，权益资产配置的重要性将提升，预计券商在规划金融资产配置时会重视交易性金融资产中的股票以及OCI，在保留向上投资弹性的同时可以获得确定性较强的股息收入。此外，去方向化仍是券商坚持转型的方向，股票衍生品等客需业务规模也有望扩大。

图表：上市券商权益OCI规模显著增长

公司名称	25Q3末权益OCI (亿元)	2024末权益OCI (亿元)	增速	公司名称	25Q3末权益OCI (亿元)	2024末权益OCI (亿元)	增速
东北证券	34	0	36784%	广发证券	342	223	53%
西部证券	30	0	15531%	山西证券	3	2	51%
华泰证券	105	1	8250%	第一创业	60	41	45%
南京证券	25	7	268%	中金公司	114	79	44%
信达证券	79	22	263%	东方证券	276	196	41%
光大证券	35	10	249%	长城证券	46	33	39%
浙商证券	52	17	206%	红塔证券	74	55	35%
中信建投	407	148	175%	天风证券	15	12	30%
国泰海通	585	220	165%	申万宏源	808	695	16%
财通证券	31	12	165%	国信证券	369	328	12%
中银证券	10	4	160%	中信证券	1,006	907	11%
国联民生	135	52	160%	中国银河	598	557	7%
国元证券	65	26	150%	长江证券	1	1	3%
首创证券	58	23	147%	太平洋	1	1	3%
中泰证券	71	29	145%	中原证券	0	0	0%
国金证券	7	3	132%	国海证券	1	1	-1%
兴业证券	151	67	127%	财达证券	1	1	-2%
西南证券	20	10	110%	华西证券	3	3	-8%
方正证券	63	36	74%	招商证券	343	390	-12%
东吴证券	105	64	64%	华安证券	20	27	-25%
东兴证券	102	65	57%	华林证券	-	4	-100%

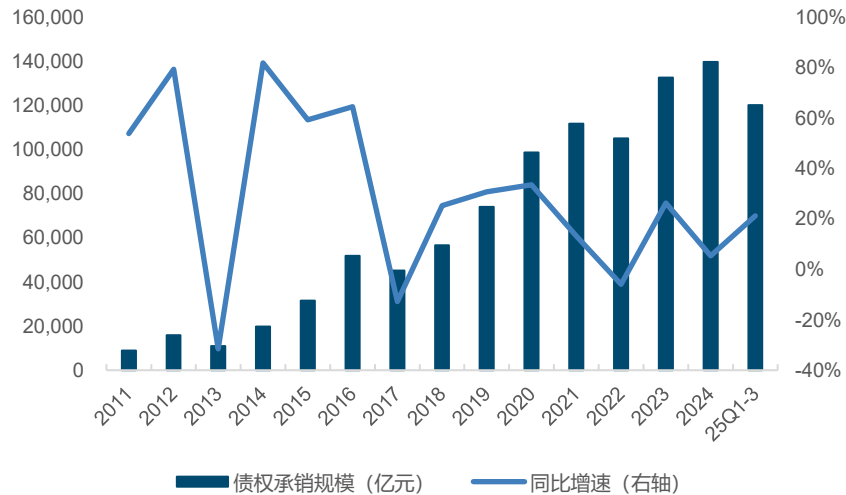
主题三：推动直接融资、助力科创企业融资带来投行业务机会

投行业务：2024年股权承销规模筑底，2025年一级市场复苏，25Q1-3股权承销规模同比增长339%，债权承销规模稳健增长21%。截至11月末，今年全市场IPO数量为98家，和以前常态化时期相比数量较少。科技创新是当前政策支持的重点，券商作为资本中介在支持科创企业融资方面起到重要作用，无论是科创板“1+6”改革、还是支持科创债的发展，在便利科创企业融资的同时也给券商带来更多业务机会。根据证监会规划，未来还可能推出创业板改革、储架发行制度等政策，预计IPO节奏将进一步常态化。

图表：25Q1-3行业股权承销规模同比增长339%



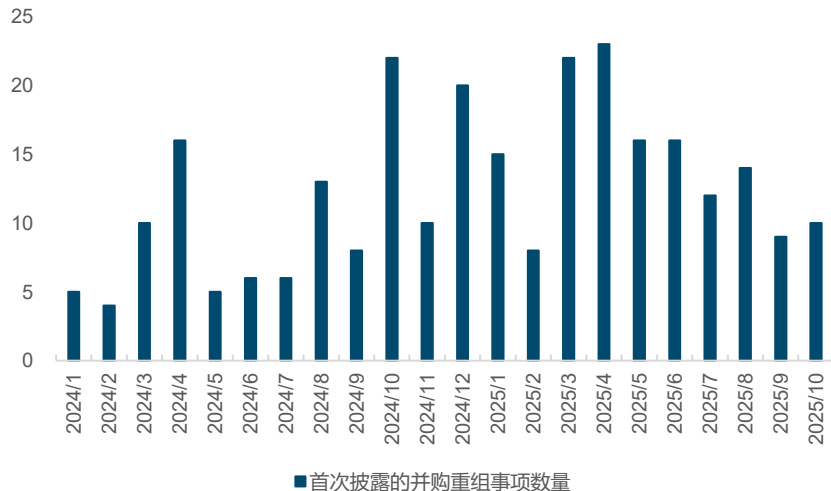
图表：25Q1-3行业债权承销规模同比增长21%



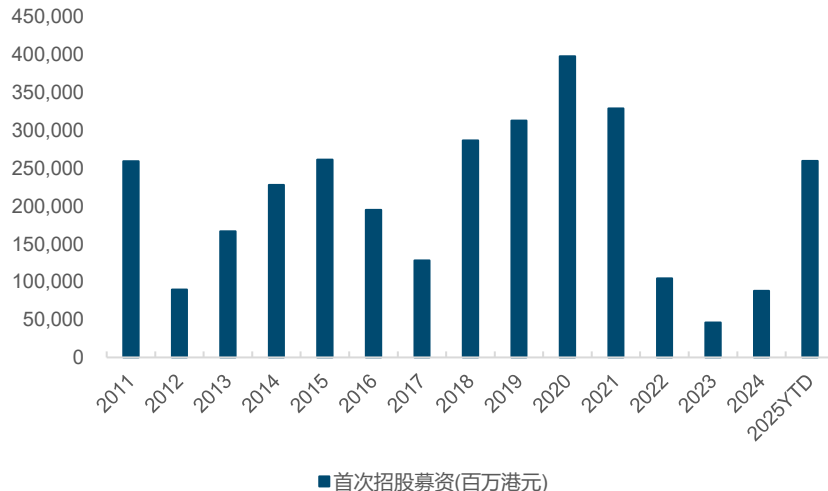
主题三：推动直接融资、助力科创企业融资带来投行业务机会

投行业务：港交所优化上市制度、港股市场活跃度复苏、证监会支持A股企业赴港上市，多重因素叠加，今年港股IPO规模显著提高，截至11月末已是2024年募资规模的两倍多，预计明年仍有望延续，境外IPO收入贡献提高。此外，监管还积极深化上市公司并购重组改革，并购重组业务亦有增长潜力。

图表：首次披露并购重组的公司数量增长



图表：港股IPO市场显著回暖



主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

自2023年以来，监管多次提到打造一流投行、鼓励头部券商收并购、支持中小券商差异化发展等内容，未来行业内将出现“大而全”券商与“小而美”券商并存的情况。12月6日，吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上的发言提到“力争在‘十五五’时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构”，打造有国际竞争力的投行是重中之重。

图表：监管多次提及打造一流投行、鼓励并购重组

时间	主要内容
2023.10.30-31	中央金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”、“支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。”
2023.11.3	证监会表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展。
2024.3.15	证监会集中发布四项政策文件，提及“力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势”、“到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构”。
2024.4.12	国务院发布新“国九条”，提及“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力”。
2024.4.26	国务院日前发布关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告，提及“推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，突出主业、做精专业，不断提升竞争力和国际影响力”。
2025.1.13	中国证监会召开2025年系统工作会议，提出提升证券行业机构服务新质生产力和居民财富管理的综合能力，建设一流投行和投资机构。
2025.8.22	证监会发布新版《证券公司分类评价规定》，减少规模类指标重复加分、提升净资产收益率加分力度，引导头部券商走集约型发展道路，并为中小券商在细分领域加分创造机会，助力中小券商差异化、特色化发展。
2025.12.6	吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上的发言提到“力争在‘十五五’时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构。中小机构也要把握优势、错位发展，在细分领域、特色客群、重点区域等方面集中资源、深耕细作，努力打造‘小而美’的精品投行、特色投行和特色服务商。”

主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

行业内收并购持续推进。自国泰君安吸收合并海通证券落地后，中金公司成为第二家宣告吸收合并小公司、向国际投行进军的大券商，顺应监管提出的打造2-3家有国际竞争力的投行的目标，预计业内收并购事件将持续发生，行业集中度有望提高。

图表：证券行业并购重组进展

相关方	公告时间	进展情况
方正证券/平安证券	2022/12	公司控股股东拟变更为新设立的新方正集团。由于中国平安拟通过其控股子公司中国平安人寿保险股份有限公司设立的SPV持股平台，持有新方正集团股权并间接控制公司，因此方正证券的实际控制人也将变更为中国平安。
华创证券/太平洋	2023/12	华创证券母公司华创云信发布公告称，公司董事会审议通过了《关于公司子公司华创证券拟控股太平洋证券的议案》。公告显示，华创证券作为太平洋证券股东资格如获核准，将到法院领取执行裁定书，办理股权过户手续，并拟在太平洋证券董事会换届时取得相应董事席位，成为其控股股东。
浙商证券/国都证券	2024/12	浙商证券公告，重庆国际信托等8家公司持有的国都证券19.97亿股股份已完成过户登记，全部划转至浙商证券。本次股份变动完成后，浙商证券合计持有国都证券34.25%的股权。
国泰君安/海通证券	2025/04	2025年3月13日，公司收到中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券变更登记证明》，本次换股吸收合并及募集配套资金发行的A股股份登记已完成。2025年3月14日，本次换股吸收合并的H股换股实施亦已完成。2025年4月11日，A股证券简称由“国泰君安”变更为“国泰海通”。
国信证券/万和证券	2025/08	国信证券公告，收到中国证券监督管理委员会《关于同意国信证券股份有限公司发行股份购买资产注册、核准万和证券股份有限公司变更主要股东及实际控制人的批复》，合计持有万和证券股份有限公司96.08%股份。
西部证券/国融证券	2025/09	西部证券公告，北京长安投资集团有限公司等8家公司合计持有的国融证券11.51亿股股份已完成过户登记，全部划转至西部证券。本次股份变动完成后，西部证券合计持有国融证券64.5961%的股权。
国盛金控/国盛证券	2025/10	2025年2月19日，公司收到了中国证监会出具的《关于核准国盛金融控股集团股份有限公司吸收合并国盛证券有限责任公司的批复》。2025年10月24日，公司完成名称、经营范围等工商变更登记，名称变更为“国盛证券股份有限公司”，证券简称同步变更为“国盛证券”。
国联证券/民生证券	2025/11	国联民生证券公告，公司通过司法拍卖竞得泛海控股股份有限公司持有的民生证券0.72%股份，并已收到《成交确认书》。本次交易尚需办理股份交割等手续。本次交易完成后，公司持有民生证券的股份比例将由99.26%上升至99.98%。
中金公司/东兴证券/信达证券	2025/11	中金公司、东兴证券和信达证券发布了《关于筹划重大资产重组的停牌公告》。正在筹划由中金公司通过向东兴证券全体A股换股股东发行A股股票、向信达证券全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并东兴证券、信达证券。

主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

打造国际一流券商目标明确。截至2025H1末，内地证券公司共设立36家境外子公司，其中35家落户香港，境外子公司总资产达1.64万亿港元，同比增幅20.45%。25H1，中金公司、中信证券国际业务收入占比超20%。当前我国券商国际业务布局还是先立足香港、辐射亚太，再向全球拓展。未来除了巩固香港地区业务以外，券商会以东南亚区域为重点，并且挖掘一带一路合作国家的潜在业务机会。2024年中国银河全资控股在东南亚有超过40年经营历史的银河联昌，2025年中金公司迪拜国际金融中心分公司正式开业，国泰海通拟收购印尼证券公司，均体现了对东南亚地区、一带一路合作国家的重视。

图表：部分券商国际业务收入及占比

股票代码	券商简称	25H1国际业务收入(亿元)	国际业务收入同比增速	国际业务收入占比
600030.SH	中信证券	69.12	14%	21%
601995.SH	中金公司	40.24	76%	31%
601211.SH	国泰海通	24.59	76%	10%
601688.SH	华泰证券	23.08	-29%	14%
000776.SZ	广发证券	11.40	75%	7%
601881.SH	中国银河	10.99	5%	8%
601066.SH	中信建投	7.07	108%	7%

图表：头部公司近两年境外业务进展

公司名称	2024-2025年国际业务拓展情况
中信证券	1、2025年4月25日，中信证券国际在马来西亚大马交易所成功发行了首批场内窝轮，成为当地首家中资背景的国际窝轮发行人。目前大马交易所共有8家窝轮发行人，继2014年麦格里资本获得马来西亚证券监督委员会批准后，中信证券国际成为11年以来获准的第二家国际发行人。 2、2025年5月29日，中信证券国际的子公司中信里昂（新加坡）成为新交所衍生品市场的清算会员，证券交易与清算全牌照落地。
中金公司	1、2024年，中金香港证券获得港交所SPAC交易所参与资格；中金香港期货获得东京商品交易所远程会员资格。 2、2024年，中金日本株式会社获得日本第二类金融工具业务牌照。 3、2024年6月，越南胡志明代表处正式营业，辐射东南亚机构与企业融资、财富管理。 4、2024年9月，阿联酋分公司于2024年9月在迪拜国际金融中心完成注册。 5、2025年5月，迪拜国际金融中心（DIFC）分公司正式开业，获DFSA第四类金融牌照，成为中资券商在海湾地区的首家持牌机构。
华泰证券	1、2024年，华泰金控（香港）登记为东京PRO-BOND市场主承销商，强化日元债与跨境联动。 2、2024年，华泰证券（美国）获得纳斯达克证券交易所有限承销会员。 3、2024年9月，获批越南证券交易代码，取得直接交易资格。 4、2025上半年，华泰证券（美国）获得非美国主权债经纪经销商资格。 5、2025上半年，华泰证券（新加坡）获得新加坡交易所主板保荐人资质。 6、2025年7月，新加坡子公司获印度证券交易委员会FPI注册证书，可投资印度资本市场。
国泰海通	1、2024年，海通国际（英国）获得E-FICC大类资产全覆盖。 2、2025年6月24日，国泰君安证券（香港）获得香港证监会第1类牌照升级（含虚拟资产交易服务）。 3、2025年11月17日，通过境外子公司收购印尼证券公司，待交割与监管获批。
中国银河	1、2024年1月12日，中国银河证券通过境外子公司银河国际完成对联昌集团私人有限公司持有的银河-联昌证券国际私人有限公司25.01%股权和银河-联昌控股私人有限公司25%股权的收购，实现对东南亚子公司银河-联昌100%持股。

主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

国际业务机遇：券商国际化业务的范围包括传统经纪、财富管理、投资银行、资产管理、投资交易（如跨境收益互换）等。当前最显著的机遇仍是香港地区的投行业务，保荐数量排名前三的机构均为中资券商。在政策鼓励下，A股企业积极赴港上市，港交所不断改革的上市制度也在吸引中概股回流，中资券商有望抢夺更多市场份额。

图表：中资券商IPO保荐家数及市占率排名领先

序号	机构名称	总家数	市场份额(%)	IPO家数	市场份额(%)
1	中国国际金融(国际)有限公司	35	20.23	35	20.23
2	中信里昂证券有限公司	26	15.03	26	15.03
3	华泰金融控股(香港)有限公司	18	10.40	18	10.40
4	招银国际金融有限公司	12	6.94	12	6.94
5	Morgan Stanley	11	6.36	11	6.36
6	高盛(亚洲)证券有限公司	7	4.05	7	4.05
7	UBS HONG KONG LIMITED	5	2.89	5	2.89
8	建银国际金融有限公司	5	2.89	5	2.89
9	海通国际证券有限公司	4	2.31	4	2.31
10	中信建投(国际)融资有限公司	4	2.31	4	2.31

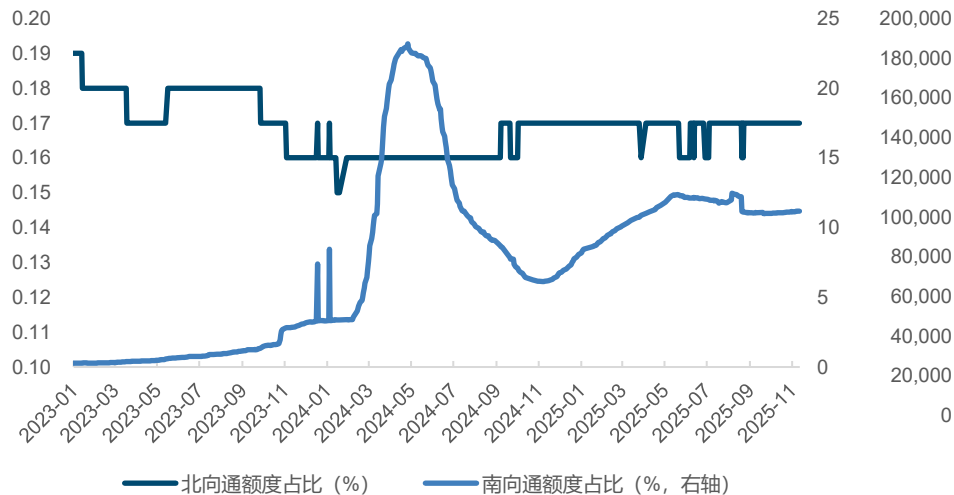
图表：港股IPO市场显著回暖



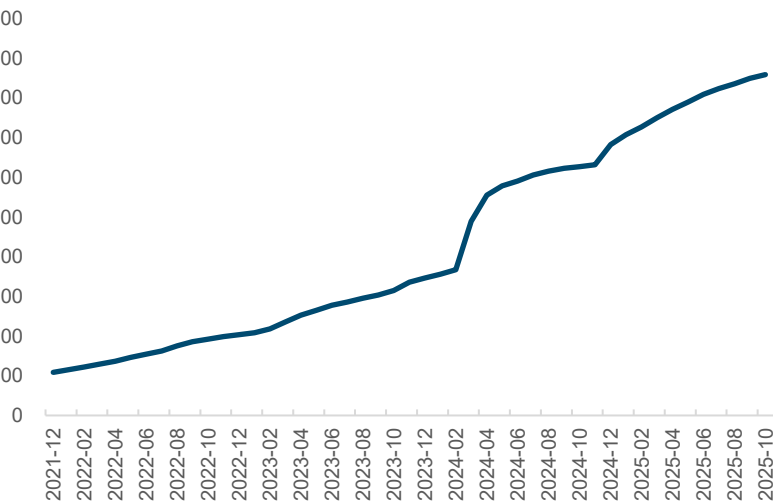
主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

国际业务机遇：跨境理财通方面，2024年获得首批试点资格的机构中有14家券商，以头部券商为主。参与跨境理财通的投资者数量累计值保持增长，截至10月末已有17.17万人。已用额度占比较低，截至11月末，北向通已用额度占比0.17%，南向通已经额度占比11.18%，且当前跨境理财通资金划转仍以银行为主，10月券商的资金划转占比仅14%，券商的跨境理财通业务还有较大发展空间。根据财联社报道，2025年9月11日，香港财政司司长陈茂波透露，在中央部委支持下，将适时适度扩大“跨境理财通”的地域范围、产品种类和参与群体，以增强市场活力，跨境理财通有望迎来3.0版本。

图表：跨境理财通已用额度占比较低



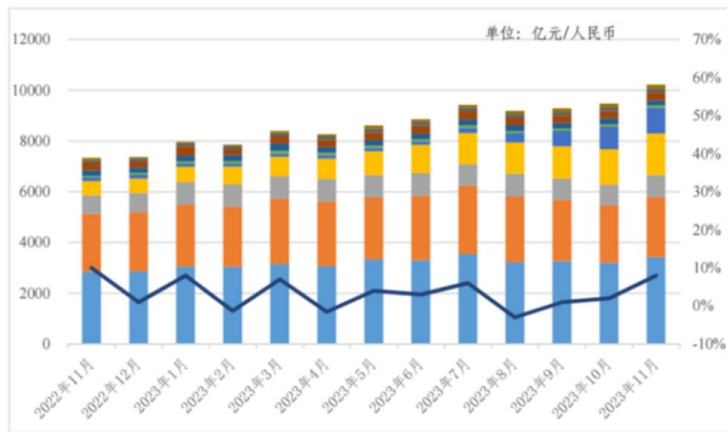
图表：跨境理财通投资者数量持续增长



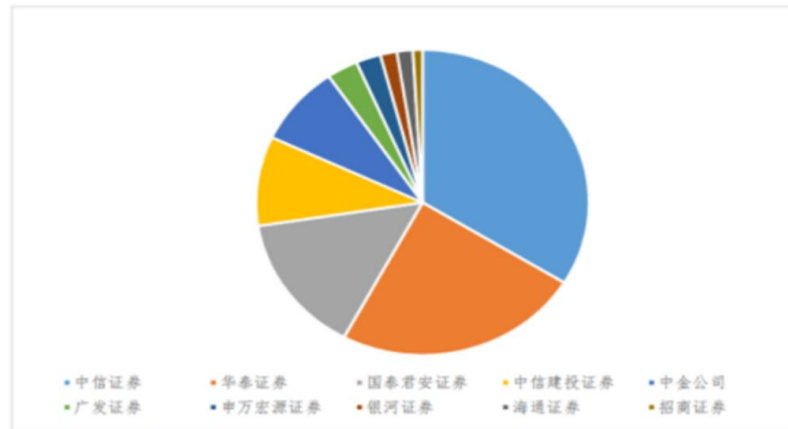
主题四：券商合并、打造一流投行带来格局优化与国际化提升

国际业务机遇：跨境自营、跨境场外衍生品、跨境收益凭证等重资产业务方面，根据协会披露，截至2023年11月末，获得跨境业务试点资格并实际展业的券商共有10家（国泰君安与海通证券分开计算），均为头部券商。通报显示，截至2023年11月末，券商跨境业务存续规模已突破1万亿元大关，达10,214亿元。证券公司跨境业务规模排名前三名的试点券商合计规模占比72.67%。规模排名前五的券商分别是中信证券、华泰证券、国泰君安、中信建投证券、中金公司（以上数据2023年11月之后未见披露或报道）。

图表：截至23年11月末，券商跨境业务规模呈增长态势



图表：券商跨境业务规模集中度较高



3 投资建议

四大主题下券商各业务条线均有望实现稳健增长，我们结合几大主题的利好，基于以下假设进行盈利预测，预计2025年、2026年上市券商净利润同比增速分别为45%/13%。

26E假设：1) 经纪：预计市场活跃度延续，日均股基成交额+5%)。2) 投行：预计股权承销额+16%，债券承销额+20%。3) 资管：预计券商资管规模企稳回升、公募基金规模受益于被动产品扩容及投资环境改善带来的主动产品吸引力提升而稳步增长，资管规模+5%。4) 利息：预计日均两融余额+9%。5) 投资：随着券商继续扩表，金融资产规模+12%。

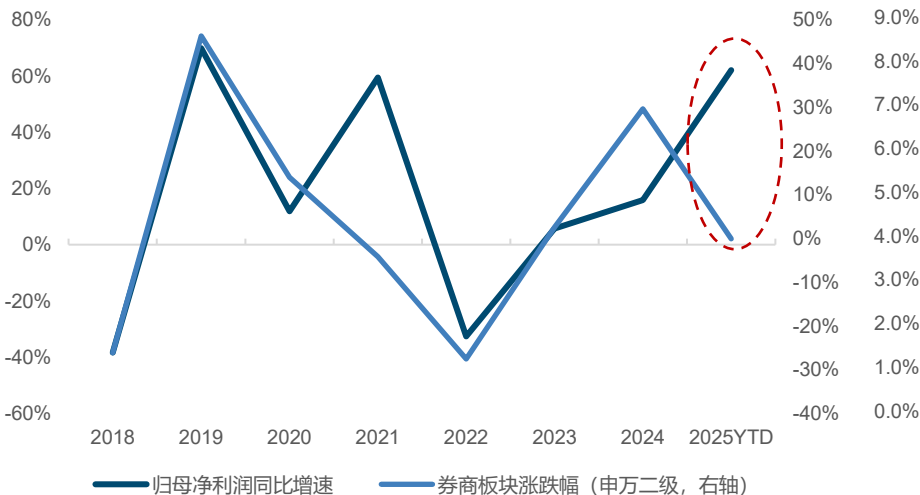
图表：券商板块盈利预测（亿元）

累计	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	5256	6417	4905	4971	5088	5424	6134
yoy		22%	-24%	1%	7%	7%	13%
归母净利润	1475	1918	1273	1286	1478	2148	2429
yoy		30%	-34%	1%	16%	45%	13%
经纪	1158	1395	1143	1006	1060	1588	1803
yoy		20%	-18%	-12%	10%	50%	14%
投行	591	627	582	456	306	360	464
yoy		6%	-7%	-22%	5%	18%	29%
资管	399	505	469	462	440	459	483
yoy		26%	-7%	-2%	-3%	4%	5%
信用	541	606	579	437	351	2036	2208
yoy		26%	-7%	-25%	27%	47%	19%
自营	1473	1669	778	1333	1728	2140	2271
yoy		13%	-53%	71%	51%	24%	6%

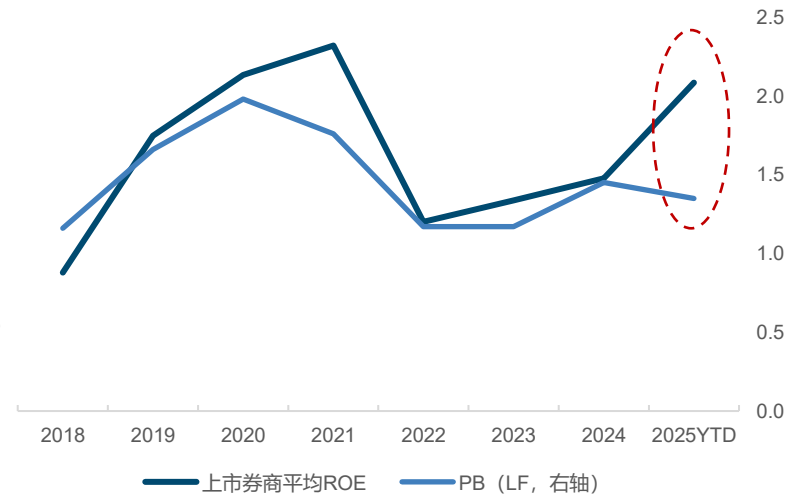
板块观点：2025年前三季度上市券商归母净利润同比增长62%，年化ROE提升至7.5%，但11月末板块PB估值为1.35倍，板块未上涨。根据历史利润增速及板块涨跌幅、ROE水平及对应PB倍数来看，板块股价、估值表现仍显著落后于业绩表现、盈利水平，板块当前处于攻守兼备状态，资本市场韧性增强、券商国际业务布局深化都将支撑板块估值修复。

选股思路：1) 低估值、国际业务深化的优质头部券商；2) 居民资金入市的背景下，大财富管理、大资管业务具备优势的券商；3) 收并购主题券商。

图表：券商板块涨幅显著滞后于业绩增速



图表：券商板块PB估值与盈利能力显著错配



- **资本市场改革推进不及预期：**政策红利释放存在时滞可能，若配套细则落地延迟或试点推进受阻，将直接影响券商业务开展；
- **权益市场极端波动风险：**极端波动下券商各业务线将产生共振效应，权益市场极端波动可能引起市场交投活跃度下降，经纪业务收入下滑将带动资管产品申赎压力增加，进一步加剧自营盘流动性风险；
- **宏观经济复苏不及预期：**若稳增长政策力度不及预期，券商传统业务模式弊端可能放大。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题