



证券行业 2026 年投资展望：政策助力叠加整合提速，行业景气度有望加速提升

2025 年 12 月 26 日

看好/维持

非银行金融

行业报告

分析师

刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

投资摘要：

全球地缘事件、中美关税问题等矛盾频出，国内资本市场受到直接冲击，证券板块亦承压。截至 2025 年 12 月 19 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 16.07%、11.90%、16.09% 和 2.39%，证券板块表现全面跑输市场核心宽基指数。板块内上涨下跌个数比为 27:23，首尾涨幅相差近 120 个百分点。

展望 2026 年，更加纷繁错杂的国内外宏观环境大概率仍将对国内资本市场产生持续性影响，其中利率、汇率、流动性的影响首当其冲。随着“9.24”一揽子政策及后续政策的影响被实体经济和资本市场逐步消化完毕，预计 2026 年政策整体将更为积极、更有力度，如果内外部环境面临逆风，则政策深度和广度有望再上一个台阶。对于证券行业自身而言，我们认为，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线。但 2026 年行业政策大概率较 2025 年更有针对性，随着资本市场表现持续向好，业务创新、提升资本利用效率有望成为行业政策发力点，证券行业有望借此实现业绩的连续改善和估值修复。

2025 年年初以来日均交易额在波动中抬升，活跃度较 2024 年显著改善。两融余额也于 2025 年内实现了快速上升，且上升趋势较交易额更为平稳。我们看到，在国内存款利率持续下行、房地产市场进入调整周期的大背景下，监管层和各类中介机构的持续性投资者教育工作成效逐步显现，配合权益市场企稳向好的示范效应，居民大类资产配置向权益市场转移或将成为中长期确定性趋势，带动券商财富管理业务按下发展加速键。

我们看到，2025 年以来监管层对科技成长企业给予更多的融资政策支持，从降低上市门槛，到设置科创成长层，再到加快审批节奏、简化上市流程，均有效活跃了一级市场，IPO、定增等业务的规模显著增加。业务规模的增加拉动了券商相关业务的收入快速增长，成长性企业上市融资已成为券商投行的兵家必争之地。同时，“9.24”以来权益市场表现企稳向好，投资者信心持续增强，企业的融资意愿显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”的正循环和正反馈正在形成，这也是一级市场日趋活跃的重要因素。我们认为，随着政策的持续支持和权益市场的继续向好，对投行业务 2026 年的规模增量仍可保持较高预期，市场对于一级市场融资的反馈也有望更加积极正面，且在资本市场相关制度不断完善、“募投管退”更加顺畅后一二级市场联动有望进一步加强。

在当前券商业务结构变化的大趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和可持续增长能力成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，投研团队和制度、机制能否承载规模增长成为关键因素。在券商加快布局自营投资业务的当下，投资收益增长的稳定性是业务能力优劣的重要考量，需要实现高 beta 和稳定性的动态平衡。2026 年，资本市场在内外部多因素共同影响下，高波动仍较难避免，自营资产配置结构更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商在大类资产配置层面有相对更大的调整空间，投资业绩仍具备较高增长确定性。

投资策略：我们认为在宏观环境的不确定性之下，2026 年或有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业绩和估值修复的高度。如果 2026 年权益市场能继续维持在上升通道，券商业务创新、杠杆提升等积极变化均有望“从期待变为现实”。从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但 2025 年全年行业估值未发生显著变化，当前估值仅 1.50 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 38.53%分位，向上弹性大于向下空间。

此外，在明确监管导向下，2024 年以来证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期亦在持续缩短，该趋势有望在 2026 年延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有国泰君安证券&海通证券、国联证券&民生证券等强强联合、优势互补的整合案例。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，2026 年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于

估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

目 录

1. 行情回顾：内外部因素影响复杂交织，证券板块全年弱势震荡	4
1.1 年内权益市场表现剧烈分化，证券板块仅收获个位数涨幅.....	4
1.2 虽然板块整体表现乏善可陈，但仍涌现出数只表现优异的个股.....	4
2. 2025 年是政策承上启下之年，2026 或可期待更多政策利好	5
2.1 推动中长期资金入市形成明确方案，资本市场喜迎持续性流动性补充.....	6
2.2 全国两会为资本市场做大做强提供政策指引，证监会作出针对性安排.....	6
2.3 优化发行承销制度，IPO 进入持续恢复阶段.....	7
2.4 优化监管标准，推动公募基金行业高质量发展.....	7
2.5 并购重组业务改革持续深化，上市公司做大做强按下加速键.....	8
2.6 科创板改革持续推进，优质科创企业直接融资便利化进程提速.....	8
2.7 明确上市公司相关行为入责任，为资本市场稳健运行夯实基础.....	9
2.8 推动公募基金降费，降低投资者参与成本.....	9
2.9 下调保险公司部分业务风险因子，助力长期价值投资资金参与资本市场.....	9
2.10 中央经济工作会议为 2026 年经济金融政策积极定调，更多利好政策或在路上.....	10
3. 大财富：资本市场活跃度提升，业务进入加速增长期	10
3.1 交易额放量显著，两融余额屡创新高.....	10
3.2 居民大类资产配置向权益市场转移，大财富管理喜迎发展机遇.....	12
3.3 和控、参股基金公司的有效协同助推券商财富管理业务加快发展.....	12
3.4 ETF 投资仍是券商发力财富管理必争之地.....	13
4. 大投行：助力科技企业融资成为券商投行业务的重中之重	13
5. 大自营：市场波动&股债分化&权益市场结构性行情或将延续，资产配置能力和风控能力成为券商自营投资“胜负手”	15
6. 投资建议：2026 年可对宏观经济复苏和政策支持有更多期待，行业业绩和景气度有望持续上升	15
7. 风险提示	16
相关报告汇总	17

插图目录

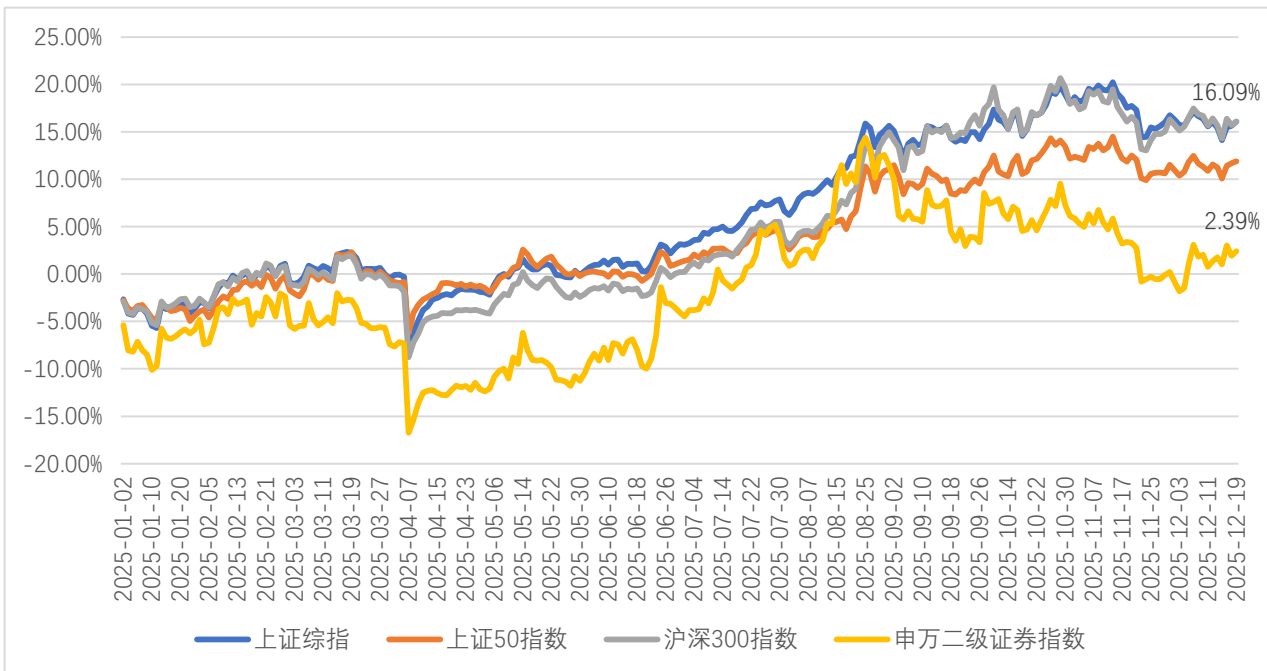
图 1：2025 年初至 12 月 19 日申万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较	4
图 2：证券板块个股截至 20251219 的涨跌幅情况 (%)	5
图 3：2023 年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）	11
图 4：2023 年以来（截至 20251219）（日度统计）沪深京三市两融余额情况（亿元）	11
图 5：2024 年初以来（截至 20251225）股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）	14
图 6：2024 年初以来（截至 20251225）IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）	14
图 7：2024 年初以来（截至 20251225）定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）	14
图 8：2015 年末以来申万二级证券板块估值趋势	16

1. 行情回顾：内外部因素影响复杂交织，证券板块全年弱势震荡

1.1 年内权益市场表现剧烈分化，证券板块仅收获个位数涨幅

全球地缘事件、中美关税问题等矛盾频出，国内资本市场受到直接冲击，证券板块亦承压。年初以来内外部环境仍较为复杂，中美关税问题对国内经济复苏进程产生一定影响，叠加全球地缘事件频繁出现，整体影响的深度和广度存在较大不确定性。在此情况下，国内投资者的投资热情受到压制，权益市场波动加剧。从政策层面看，证券行业相关政策更多集中于 2024 年“9.24”政策的延续和细化，力度整体不及 2024 年。与此同时，宏观及行业政策对硬科技等行业的利好更为直接，相关行业表现相对突出，截至 2025 年 12 月 19 日，创业板指数、科创 50 指数与沪深 300 指数的收益率差分别超过 29 和 16 个百分点，资金分流情况下证券等顺周期行业亦有所承压。整体上看，截至 2025 年 12 月 19 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 16.07%、11.90%、16.09%和 2.39%，证券板块表现全面跑输市场核心宽基指数。

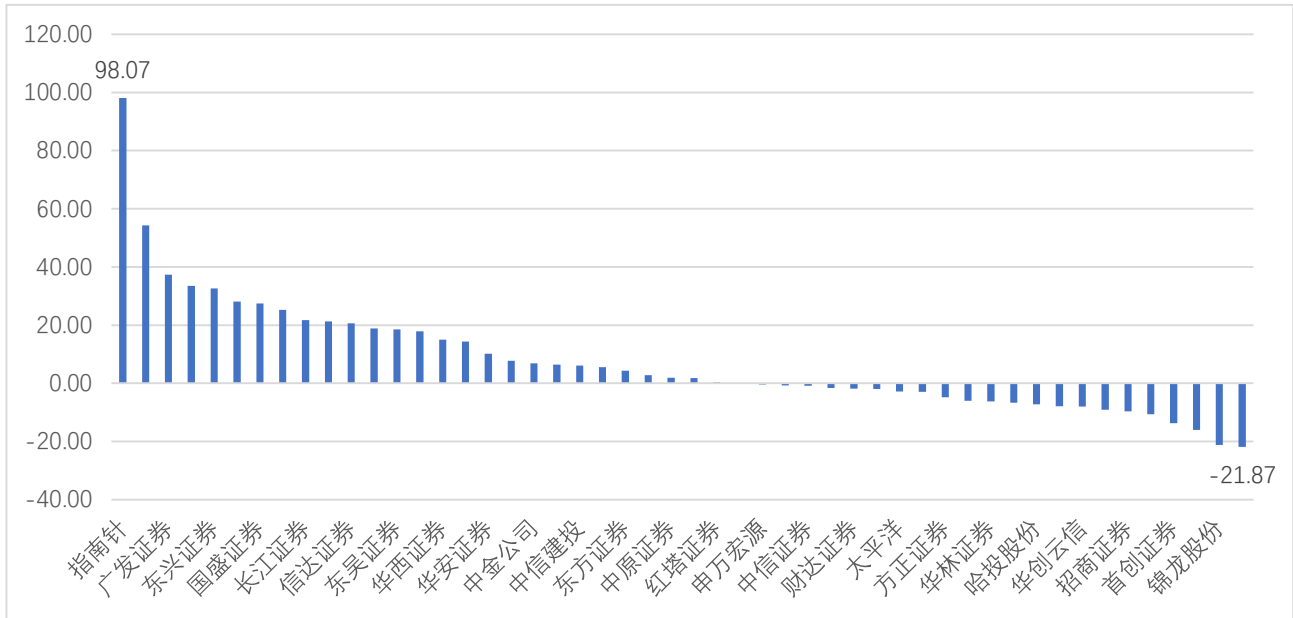
图1：2025年初至12月19日申万二级证券指数和上证综指、上证50及沪深300表现比较



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

1.2 虽然板块整体表现乏善可陈，但仍涌现出数只表现优异的个股

全年证券板块涨幅仅个位数，但个股表现分化巨大，首尾涨幅相差近 120 个百分点。截至 2025 年 12 月 19 日，证券板块年内上涨下跌个数比为 27:23，但首尾涨幅相差近 120 个百分点。涨幅前三位分别为指南针（98.07%）、湘财股份（54.31%）、广发证券（37.29%）；跌幅前三位分别为国联民生（-21.87%）、锦龙股份（-21.23%）、第一创业（-16.02%）。上涨前两位的标的均与其科技属性密不可分，同时并购重组对股价的影响亦不可忽视。整体上看，并购重组仍是当前证券行业最受市场关注的基本面催化剂，板块内涉及并购重组或存在并购重组可能性的标的股价因重组进展或舆论影响而存在高波动的可能性，但业绩高增长确定性的标的估值修复机会更加明确。

图2：证券板块个股截至 20251219 的涨跌幅情况（%）


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

2. 2025 年是政策承上启下之年，2026 或可期待更多政策利好

作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。2025 年年初以来，监管政策主要体现在对 2024 年“9.24”政策框架的延续和细化，各类新政策的整体力度不及 2024 年，故 2025 年可视为政策承上启下之年。

从细节看，针对性较强的行业政策主要集中于一级市场和公募基金层面。一级市场政策体现在优化承销、并购重组业务流程（更好支持科技企业做大做强&上市融资）；公募基金政策则体现在推动降费让利于投资者，以及优化基金投资行为，树立价值投资导向等。

此外，规范资本市场各类主体行为，保护投资者权益的监管导向仍贯穿全年政策始终，体现出监管层对维护中小投资者利益的高度重视。

展望 2026 年，更加纷繁错杂的国内外宏观环境大概率仍将对国内资本市场产生持续性影响，其中利率、汇率、流动性的影响首当其冲。国内利率环境在全球降息与加息共存，以及国内通胀高度不确定性的影响下存在持续波动的可能性；汇率方面，美元的弱势和国内经济持续复苏令人民币存在升值的基础和动力；流动性方面，美欧日等主要经济体在宽松和紧缩预期复杂叠加下，令全球流动性存在双向剧烈波动的可能性。

我们认为，面对不确定性，国内政策大概率仍将以稳为主，稳中有进，2025 年 12 月的中央经济工作会议上给出了稳定偏积极的定调，包括“**实施更加积极有为的宏观政策**”，“**更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**”，“**加大逆周期和跨周期调节力度**”等，为 2026 年的市场吃下一颗“定心丸”。随着“9.24”一揽子政策及后续政策的影响被实体经济和资本市场逐步消化完毕，预计 2026 年政策整体将更为积极、更有力度，如果内外部环境面临顺风，则政策深度和广度有望再上一个台阶。

对于证券行业自身而言，我们认为，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线。但 2026 年行业政策大概率较 2025 年更有针对性，随着资本市场表现持续向好，业务创新、提升资本利用效率有望成为行业政策发力点，证券行业有望借此实现业绩的连续改善和估值修复。

2.1 推动中长期资金入市形成明确方案，资本市场喜迎持续性流动性补充

2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。1 月 23 日，国新办举行新闻发布会介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况。整体上看，此次六部门共同推出的方案更为具体且可量化，可以作为未来对相关机构考核的依据。其中，《方案》中包含五大要点：1.提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性，并明确商业保险三年以上的长周期考核机制，其中净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%；2.细化明确全国社会保障基金（五年以上）、基本养老保险基金投资运营（三年以上）长周期业绩考核机制；3.提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平，加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见；逐步扩大企业年金覆盖范围；4.提高权益类基金的规模和占比，并建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制；5.优化资本市场投资生态，引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策，并优化定增、举牌等行为监管和回购增持再贷款和互换便利等工具的使用。

“123”国新办发布会上，相关部门负责人就政策细节做了进一步的解释说明。证监会吴清主席表示：1.明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%；2.力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股；3.第二批保险资金的长期股票投资试点将在 2025 年上半年落实到位，规模不低于 1000 亿元，后续还将逐步扩大（金监总局肖副局长补充：春节前批复 500 亿，马上到位）；4.提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在监管分类评价当中的权重，引导基金公司将每年利润的一定比例自购旗下的权益类基金；5.进一步降低基金销售费率，预计每年合计可以为投资者节约大概 450 亿的费用。

我们认为，持续引入长期价值投资资金，将机构投资者和中小投资者的利益适度绑定，降低投资资本市场相关费用等，《方案》和国新办发布会对上述关切均进行了直接回应。随着对相关资金、资金管理人、各类上市主体的考核机制逐步细化和完善，“资本市场—上市公司—投资者—监管政策”有望形成正循环和正反馈，国内资本市场对内外部不同配置类型资金的吸引力均有望持续提升。

2.2 全国两会为资本市场做大做强提供政策指引，证监会作出针对性安排

2025 年 3 月 11 日，中国证监会党委召开扩大会议，深入学习全国两会精神，研究部署资本市场贯彻落实具体举措。会议指出，要紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。具体举措包括：1.全力巩固市场回稳向好势头。强化上市公司增强回报投资者的意识和能力，更大力度推动中长期资金入市指导意见及实施方案落实落地，加强战略性力量储备和稳市机制建设，坚决守住风险底线；2.在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力。增强制度包容性、适应性，支持优质未盈利科技企业发行上市，稳妥恢复科创板第五套标准适用，尽快推出具有示范意义的典型案例，更好促进科技创新和产业创新融合发展；3.进一步全面深化资本市场改革。以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革，推动各项改革举措平稳落地，取得可感可及的改革成果；4.坚定扩大资本市场高水平制度型开放。研究制定资本市场对外开放总体规划，稳步拓展跨境互联互通，切实提升境外上市备案质效，进一步提高跨境投融资便利性，更好实现以开放促改革、促发展；5.着力提升监管执法效能；6.加快建设“三个过硬”的监管铁军。

我们看到，自 2024 年新“国九条”发布以来，资本市场进入政策密集期，一系列优化资本市场生态，提升投资者获得感的政策接连落地，特别是在“9.24”国新办发布会后，市场交易活跃度显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈逐步形成。2025 年科技创新成为市场主线，监管层对于科技企业的长期持续支持得到市场的积极反馈，预计伴随后续更多政策的落地实施，资本市场有望呈现更多积极迹象。对于证券行业而言，资本市场环境转暖后，大财富管理、自有资金投资、资产管理、资本中介业务条线业绩均不同程度改善，但股权投资因 IPO 融资规模受限而继续承压。我们认为，在监管层对并购重组、行业资源优化配置的支持力度不断增大的背景下，将部分核心资源向并购重组业务倾斜或将成为券商股权投资业务破局的抓手。

2.3 优化发行承销制度，IPO 进入持续恢复阶段

2025 年 3 月 28 日，中国证监会发布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》，对 IPO 发行过程中各类参与主体行为进行有针对性的调整和规范。对《证券发行与承销管理办法》的修订主要集中于四个方面。1. 增加银行理财产品、保险资产管理产品作为 IPO 优先配售对象，令其在新股申购标准上与公募基金享有同等政策待遇，同时明确由证券交易所规定优先配售的其他情形，为未来继续增加优先配售对象预留空间；2. 明确由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定，落实“科创板八条”中有关在科创板试点未盈利企业分类配售的要求；3. 禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺的限售期内出借，打击一切在限售期内直接或间接借道减持的行为；4. 根据新《公司法》做适应性调整。

在监管层持续优化资本市场运行环境的大背景下，本次《办法》修订是对发行层面和上市流通层面监管的有效补充。将银行理财产品、保险资产管理产品与公募基金同时列为 IPO 优先配售对象，有利于银行理财资金、险资等中长期价值投资资金更有效的参与 IPO 融资，进一步改善上市企业的投资者结构，或将有效延长投资者整体投资周期，降低纯交易型资金占比及其对市场波动性的潜在影响。同时，禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺的限售期内出借，亦是对市场关切的直接回应，通过更严格的限售期减持监管降低融券资金和量化交易资金对市场的扰动，持续规范 IPO 投资行为，提升 IPO 相关投资方的潜在回报，不断增强国内 IPO 投资的竞争优势。我们认为，不断夯实一级市场融资的监管“地基”，为 IPO 逐步放开，特别是开辟科技中小企业直接融资快车道提供了便利条件，后续 IPO 年度新发规模有望稳步增加。

2.4 优化监管标准，推动公募基金行业高质量发展

为落实 2024 年 9 月 26 日中央政治局会议“稳步推进公募基金改革”决策部署，证监会公开印发《推动公募基金高质量发展行动方案》。《方案》共 25 条举措，涉及基金运营、评价考核、风险管理等多方面，是近年来涉及面最广的公募基金监管政策。政策重点主要包含以下几个方面：

1. **推动浮动管理费收取机制的落地实施。**将管理费率与业绩比较基准挂钩，未来一年内行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行规模的 20%；2. **加强基金信息披露透明度。**综合展示产品中长期业绩、业绩比较基准对比、投资者盈亏情况、换手率、产品综合费率水平、管理人实际收取管理费等信息；3. **稳步降低投资者成本。**合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率；4. **改革基金公司绩效考核机制。**适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。同时，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，该指标将在基金公司高管和基金经理考核中占据较高比例，同时加大三年以上中长期收益考核；5. **督促行业加大薪酬管理力度。**完善证券投资基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金

经理，可以合理适度提高其绩效薪酬；**6.强化核心投研能力建设。**鼓励基金公司加大对人工智能、大数据等新兴技术的研究应用，支持符合条件的基金公司设立科技及运营服务子公司。支持基金公司依法实施员工持股等长效激励措施，提升核心团队稳定性；**7.强化对基金长期投资行为的引导。**建立常态化逆周期调节机制，根据市场情况动态调整产品注册节奏与进度。

公募基金监管方案的落地为公募基金进一步向中长期价值投资风格靠拢提供了政策指导，降低基金产品综合费率、将公募基金回报水平和考核机制挂钩亦有助于从收益、成本两端提升各类投资者的获得感，在稳定场内存量资金的同时持续吸引增量资金进场，进而改善资本市场流动性水平。此外，公募基金作为资本市场高效运行的重要一环，在市场定价方面的作用至关重要，是上市公司价值的“称重器”，随着公募基金自身经营及投资模式的持续优化提质，各类证券的价格有望更加趋近其自身合理价值，助力投资者改进投资框架，提升投资回报。我们认为，发挥资本市场资金融通和价值发现功能，推动财政和货币政策顺利落地实施需要公募基金行业全方位的参与和支持。随着政策的持续推动和公募基金行业功能的有效发挥，“监管政策—资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈亦有望较快实现，共同推动资本市场生态的持续优化，提振投资者信心，亦将有力提升公募基金行业自身经营业绩和管理规模。

2.5 并购重组业务改革持续深化，上市公司做大做强按下加速键

继发行承销制度改革有序推进后，并购重组业务也得到政策层面的有力支持。2025 年 5 月证监会发布了《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。修改主要包括以下五个方面：1.建立重组股份对价分期支付机制，将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月；2.提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度；3.新设重组简易审核程序；4.明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求，对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求，对被吸并方其他股东不设锁定期；5.鼓励私募基金参与上市公司并购重组，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。

我们看到，《办法》从并购重组主体、投资方、交易对价、审核程序、锁定期等业务核心层面适度降低并购重组门槛，提升交易效率和便利性，减少资金占用，有助于并购重组业务的顺利高效开展。但与此同时，对于项目资质的审核不宜放松，防止低质项目以更低的成本进入市场，进而有效降低道德风险，保护原有中小股东和后续参与二级市场投资的中小投资者权益。且并购重组对市场流动性冲击相对较小，且受到政策的持续倾斜，有望成为券商投行业务的关键增量，对上市公司做大做强的支持亦将持续提升国内资本市场整体投资价值。

2.6 科创板改革持续推进，优质科创企业直接融资便利化进程提速

增强科创板制度包容性、适应性，更好服务科技创新和新质生产力发展，中国证监会制定了《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》。《科创板意见》明确设置科创成长层，并推出 6 项改革举措：1.对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度；2.面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效；3.扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用；4.支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动；5.健全支持科创板上市公司发展的制度机制；6.健全科创板投资和融资相协调的市场功能。

我们认为，《科创板意见》的推出、科创成长层的设立，标志着科创板发展进入崭新阶段，后续更多政策举措有望相继落地。科创板经过六年发展，已经成为国内新质生产力直接融资的主战场，推动大量科技创新企业上市融资。但 23 年下半年以来，科创板 IPO 进度也渐与主板趋同，上市节奏不断放缓，这种趋势和上市

规则未有效放开存在一定正相关性，部分优质企业因无法匹配原规则而无法上市融资，既影响自身发展节奏，又间接放慢科创板扩展体量的进程。随着科创成长层的设立，科创板第五套规则的执行，有望加快推动优质未盈利科创企业上市融资；更多相关创新产品的落地和外资的广泛参与均有望加快新资金的进场，改善科创板流动性；而推动社保资金、保险资金等长期价值投资资金持续进场有望进一步改善科创板市场生态，确立板块良性发展趋势。

2.7 明确上市公司相关行为人责任，为资本市场稳健运行夯实基础

2025 年 7 月，证监会对《上市公司治理准则》进行修订，进一步规范上市公司董事、高级管理人员和控股股东、实际控制人行为，推动提升上市公司治理水平。修订重点包括以下四个方面：1.完善董事、高级管理人员监管制度，从任职、履职、离职等方面进行全面规范，督促董事高管忠实、勤勉地履行职责；2.健全董事、高级管理人员激励约束机制，要求上市公司建立薪酬管理制度，规定董事高管薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配，促进董事高管和公司更好实现利益绑定；3.规范控股股东、实际控制人行为。严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争，进一步完善关联交易审议责任、决策要求；4.做好与其他规则的衔接。

我们认为，上市公司是资本市场的核心参与者，也是唯一被投资对象。明确上市公司实控人和管理层的治理和管理责任，对相关上市公司的经营质量起到关键作用，是降低上市公司逆向选择和道德风险的基础，亦是保护投资者权益，令各类投资者公平高效参与资本市场投资的核心所在。故为了持续优化资本市场环境，推动资本市场健康稳健运行，引导中长期价值投资资金持续进场，需要持续提升上市主体的综合质量，监管层此时进行《准则》修订恰逢其时，有望推动“监管—上市公司—投资者—资本市场”的良性闭环加快形成。

2.8 推动公募基金降费，降低投资者参与成本

2025 年 9 月，为落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，进一步降低基金投资者成本，规范公募基金销售市场秩序，保护基金投资者合法权益，推动公募基金行业高质量发展，证监会对《开放式证券投资基金销售费用管理规定》进行修订。修订主要内容包括六个方面：1.合理调降公募基金认购费、申购费、销售费率水平，降低投资者成本；2.优化赎回安排，明确公募基金赎回费全额计入基金财产；3.鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不再计提销售服务费；4.坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限；5.强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题；6.建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。

我们认为，公募基金全流程降费是提升投资者获得感和参与热情的重要方式。近年来国内权益市场表现呈现较高的波动性，投资者买入并持有策略的收益水平和获得感有待提升。监管层通过降费方式为投资者降低投资成本，有望有效提升投资者的潜在收益水平，并有望丰富公募基金投资组合策略。通过“积跬步以至千里，集小流以成沧海”的累积效应，从量变到质变，预计投资者参与公募基金投资的热情将持续提升，公募基金作为国内资本市场的重要投资载体，有望持续吸引各类投资资金参与，令资本市场流动性得到持续有效的补充。

2.9 下调保险公司部分业务风险因子，助力长期价值投资资金参与资本市场

2025 年 12 月，金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，引导保险公司提高长期投资管理能力，强化资产负债匹配管理，更好发挥保险资金耐心资本作用，有效服务实体经济。调整主要包括两方面：一是针对保险公司投资的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股以及科创板股票

的风险因子，根据持仓时间进行了差异化设置，以培育壮大耐心资本、支持科技创新；二是调整保险公司出口信用保险业务和中国出口信用保险公司海外投资保险业务的保费风险因子、准备金风险因子，引导保险公司加大对外贸企业支持力度、有效服务国家战略。

我们认为，年初以来逆全球化进程和中美贸易风波给国内经济复苏节奏带来较大不可预测性，资本市场波动亦保持在较高水平。在此关键时点，险资这类长期资本和耐心资本成为稳定资本市场信心，持续补充资本市场流动性的关键因子，需要在政策的支持下不断释放活力。本次金融监管总局降低险资投资沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股以及科创板股票的风险因子，将有效推动险资加快入市进程，平抑市场波动。涉及指数包括沪深 300 和红利低波 100、科创板指数，基本涵盖主要宽基和主流投资风格，支持范围广、力度大，无论是大盘蓝筹、高股息红利还是科技成长都有望迎来活水，有利于权益市场均衡健康发展。

2.10 中央经济工作会议为 2026 年经济金融政策积极定调，更多利好政策或在路上

2025 年 12 月的中央经济工作会议上给出了稳定偏积极的定调，包括“实施更加积极有为的宏观政策”，“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，“加大逆周期和跨周期调节力度”等，为 2026 年的市场吃下一颗“定心丸”。之后证监会将会议精神进行政策细化，要点主要包含五个方面：1. 坚持战略引领，认真做好“十五五”规划编制和实施；2. 坚持固本强基，持续增强市场内在稳定性。积极培育高质量上市公司群体，开展新一轮公司治理专项行动，引导优质公司持续加大分红回购力度。全面推动落实中长期资金长周期考核机制，大力发展权益类公募基金，推动指数化投资高质量发展。加强跨市场跨行业跨境风险监测监控，强化逆周期跨周期调节，健全长效化稳市机制；3. 坚持改革攻坚，不断提高资本市场制度包容性吸引力。启动实施深化创业板改革，加快科创板“1+6”改革举措落地。推动私募基金行业高质量发展，尽快落地商业不动产 REITs 试点，研究推出新的重点期货品种。坚持扶优限劣，加快打造一流投资银行和投资机构。稳步扩大制度型开放，优化合格境外投资者制度和互联互通机制，提高境外上市备案质效；4. 坚持严监严管，切实提升监管执法效能。强化科技赋能监管，继续重拳惩治财务造假、内幕交易、市场操纵、挪用侵占私募基金财产等证券期货违法违规违法行为；5. 坚持全面从严，纵深推进证监会系统党风廉政建设。

我们认为，随着“9.24”一揽子政策及后续政策的影响被实体经济和资本市场逐步消化完毕，预计 2026 年政策整体将更为积极、更有力度，如果内外部环境面临逆风，则政策深度和广度有望再上一个台阶。

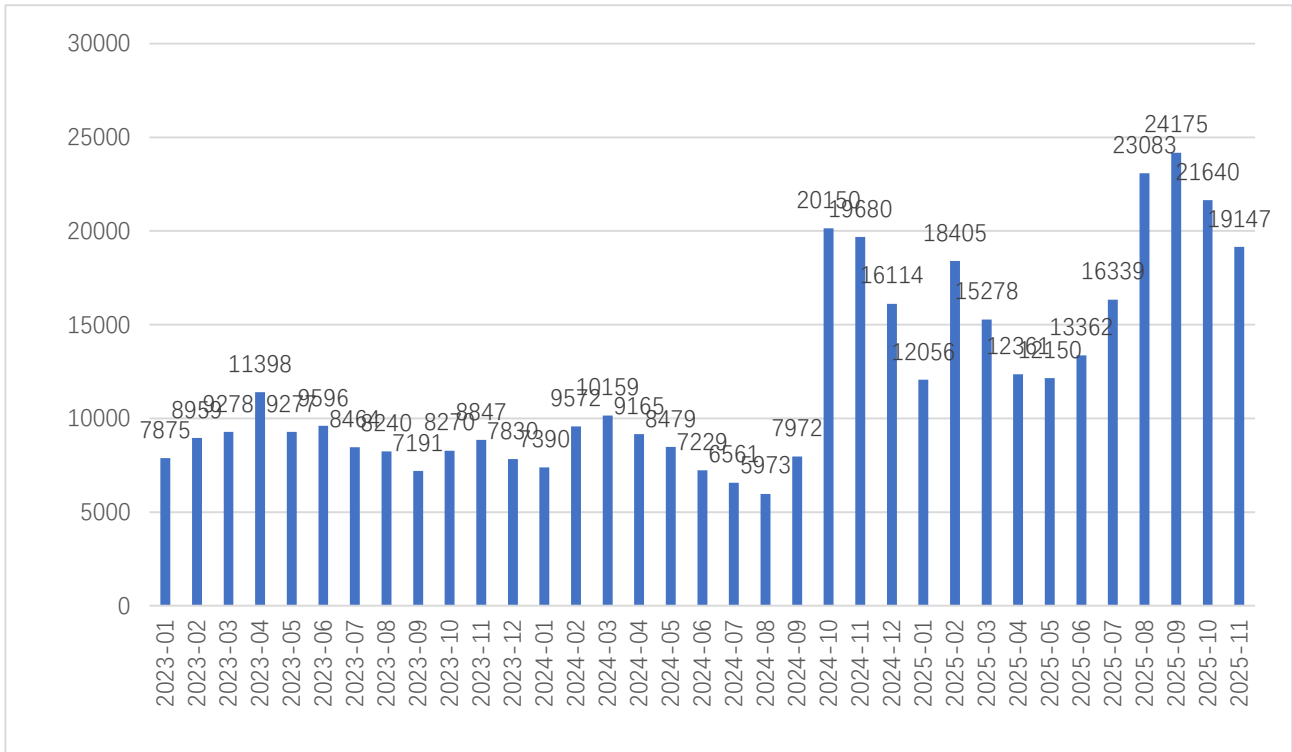
对于证券行业自身而言，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线。但 2026 年行业政策大概率较 2025 年更有针对性，随着资本市场表现持续向好，行业业务创新、提升资本利用效率有望成为行业政策发力点，证券行业有望借此实现业绩的连续性改善和估值修复。

3. 大财富：资本市场活跃度提升，业务进入加速增长长期

3.1 交易额放量显著，两融余额屡创新高

年初以来日均交易额在波动中抬升，活跃度较 2024 年显著改善。2025 年年初以来，市场交易额出现较大波动，但日均数据呈现波动抬升态势。1 月受节日效应影响，沪深京三市日均交易额快速回落至年内低点（1.21 万亿），并在 2 月快速回升至 1.84 万亿。此后受美国关税政策等因素影响再度回落，5 月降至 1.22 万亿后逐步回升，至 9 月达到年内高点（2.42 万亿），此后于逐月回落至 11 月的 1.91 万亿。1-11 月，沪深京三市日均交易额达到 1.71 万亿，较 2024 年（1.06 万亿）增长超过 60%（61.11%）。市场交易额实现快速上升且稳定在 1.5 万亿上方的新平台，为财富管理业务拓展和客户需求开发创造了有利条件。

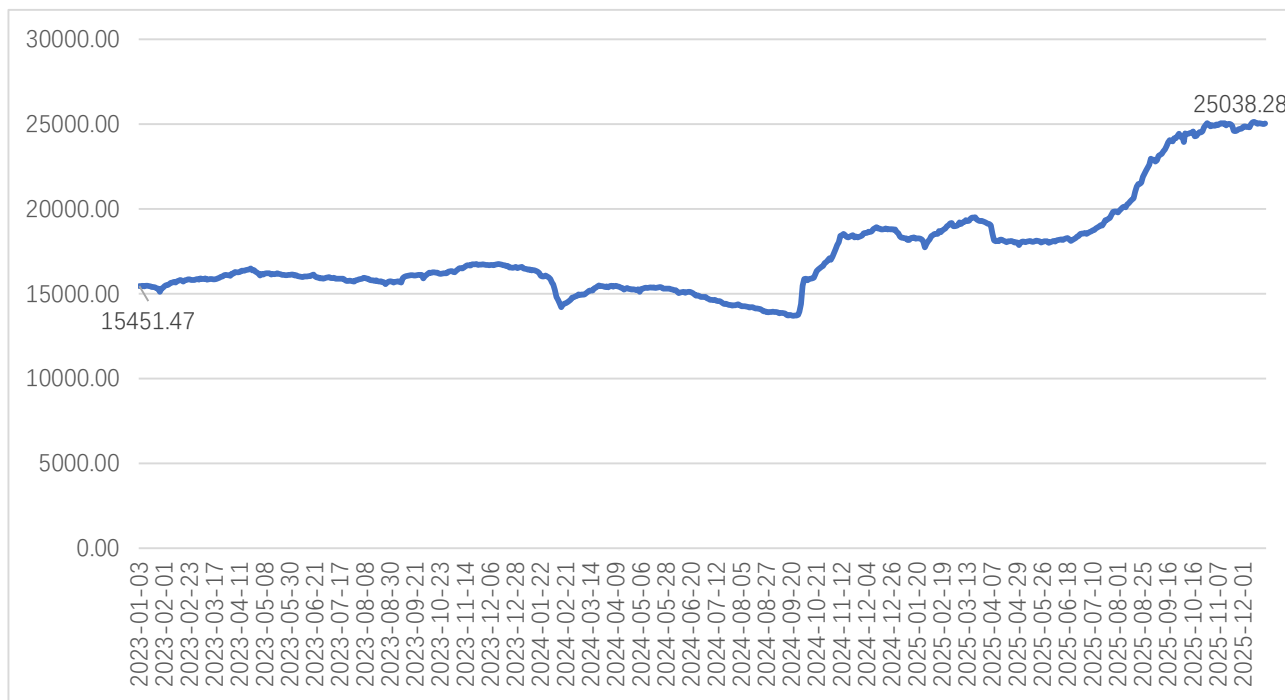
图3：2023 年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

市场交易活跃度的另一项核心指标—两融余额也于 2025 年内实现了快速上升，且上升趋势较交易额更为平稳。随着各类利好政策的持续释放和国内经济的稳步复苏，投资者在杠杆的使用上也更加积极。年内，沪深京三市两融余额仅在美国关税政策出台前后有所回落，之后呈现逐级抬升趋势并屡创新高，12 月升至 2.5 万亿上方，截至 2025 年 12 月 19 日，沪深京三市两融余额达到 2.5038 万亿，较 2024 年 12 月 31 日的 1.86 万亿增加 0.64 万亿，较 2023 年 10 月 3 日的 1.55 万亿增加近 1 万亿。杠杆资金由于自身高成本属性，其日趋活跃较常规资金更能体现出投资者对资本市场的正面评价和乐观预期，余额增加对场内投资者信心的提振作用更强，有助于推动场内“乐观循环”的形成，进而带动大财富管理业务规模的持续提升。

图4：2023 年以来（截至 20251219）（日度统计）沪深京三市两融余额情况（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3.2 居民大类资产配置向权益市场转移，大财富管理喜迎发展机遇

佣金市场化导致业务高度竞争，经纪业务综合佣金率持续保持低位，财富管理转型仍是当前经纪业务的核心突破口和重要发力点。2024年“9.24”以来，监管层在激发资本市场活力，优化资本市场环境方面给予保护投资者权益、让利投资者等方面很高的政策权重，通过公募基金降费等方式直接或间接推动券商经纪业务总体费用下降。与此同时，佣金市场化趋势持续，证券行业内部高度竞争，传统经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，虽然近年降幅有所放缓，但佣金率下降态势未改，短期内难以看到拐点出现的必然性。在此背景下，券商加快发展高附加值财富管理业务的重要性得到进一步提升。我们认为，当前财富管理转型仍是券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。

居民大类资产配置结构调整，放大券商财富管理业务空间。在我国整体规划中，推动经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶是事关民生福祉的重点任务。随着我国经济进入高质量发展阶段，可以预见，未来一段时期居民可支配收入仍将平稳较快增长，居民可投资资产的持续积累、投资结构的加速迭代和投资理念的不断变化将进一步打开国内财富管理业务空间。此外，我国居民的证券市场参与度逐渐提升，不断增强的投资意识和持续革新的投资理念有望进一步提升其对券商财富管理和资产管理的认可度。我们看到，在国内存款利率持续下行、房地产市场进入调整周期的大背景下，监管层和各类中介机构的持续性投资者教育工作成效逐步显现，配合权益市场企稳向好的示范效应，居民大类资产配置向权益市场转移或将成为中长期确定性趋势，带动券商财富管理业务按下发展加速键。

3.3 和控、参股基金公司的有效协同助推券商财富管理业务加快发展

控、参股公募基金为券商财富管理转型提供有力抓手、贡献可观业绩。在资管新规要求下，市场各类资管机构实现同台竞技，这要求券商资管持续快速提升主动管理能力。扩大募集资金范围、大力发展集合类产品、顺应监管趋势推动大集合产品公募化改造、深度参与公募市场是应对业务转型的必要举措，也是证券公司财富管理转型产品线建设的重要抓手。控股公募基金公司为券商大财富管理条线提供丰富产品支持，是券商综

合竞争实力的体现。其中，头部券商如中信证券、广发证券、国泰海通证券等，在控股优质公募基金管理平台收获投资收益的同时，极大丰富了自身财富管理业务的产品供给，不断与先进投资理念接轨，提升投资能力，业务综合实力获得市场认可。同时，控参股公募平台也有望在公募基金成为行业风口、流量入口之际，充分发挥其品牌力和市场影响力，提升相关券商的市场认可度和客户美誉度，同时为券商提供重要的客户导流渠道。

3.4 ETF 投资仍是券商发力财富管理必争之地

近年来中央汇金等国资机构在稳定资本市场时大多采用买入宽基 ETF 的方式进行操作，特别是沪深 300、A500 等 ETF 成为重点投资对象，直接或间接推动宽基 ETF 投资关注度的提升。而随着“00 后”甚至“05 后”新基民的持续入场，大量缺乏经验的投资者将投资宽基 ETF 作为投资入门的重要途径，这样就进一步推升了 ETF 的需求。相较之下，ETF 投资对大类资产配置能力有一定要求，但对筛选个股的要求相对有限，这样就降低了券商权益投顾的门槛；同时，券商在 ETF 结算方面有其独特优势，有能力推动券结基金规模的快速提升，公募基金与券商在 ETF 设立及结算方面有较强的合作意愿。我们认为，随着各类 ETF 的市场关注度持续提升，配合一定的投资收益比较优势，叠加政策和相关中介机构的有效引导，有望带动 ETF 增量规模保持在较高水平。这样券商在财富管理和买方投顾方面将把 ETF 作为重点发力点，而 ETF 也将成为权益及固收投资拼图的重要组成部分，为券商在券结基金领域实现规模的快速提升打下坚实基础，手续费收入也有望实现较快增长。

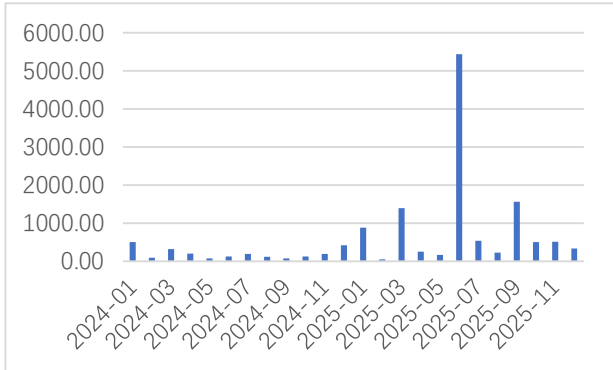
综上，从券商业务发展角度来看，财富管理转型的力度和广度仍是证券行业的核心关注点之一，其在未来一段时期仍将是兼具发展确定性和弹性的成长性券商业务板块。同时我们认为，未来财富管理板块亦将是券商重要的业务创新方向之一，需要政策层面的进一步支持和放开。站在当前时点，在推进财富管理转型过程中，券商的代销金融产品体系建设不断完善，同时业务重心正努力迈向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类、固定收益类产品投顾能力优势的方向迈进，转型正在逐步走向深化。预计随着业务重心的不断转移，财富管理大逻辑将向中长期演进，面对行业内日趋激烈的竞争态势，拥有丰富机构客户资源和较强产品投顾和配置能力的券商头部财富管理平台有望继续发挥投顾能力整体优势，实现财富管理业务收入和业绩占比的进一步提升。

4. 大投行：助力科技企业融资成为券商投行业务的重中之重

2024 年“9.24”以来，监管层对科技创新企业的融资支持大幅增加，在承销、并购重组等业务领域为相关企业提供政策和制度便利。我们看到，近期监管层对科技成长企业给予更多的融资政策支持，从降低上市门槛，到设置科创成长层，再到加快审批节奏、简化上市流程，均有效活跃了一级市场，IPO、定增等业务的规模显著增加。业务规模的增加拉动了券商相关业务的收入快速增长，成长性企业上市融资已成为券商投行的兵家必争之地。同时，“9.24”以来权益市场表现企稳向好，投资者信心持续增强，企业的融资意愿显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”的正循环和正反馈正在形成，这也是一级市场日趋活跃的重要因素。

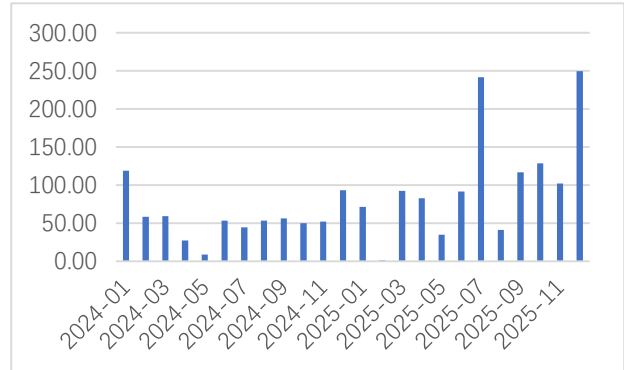
根据同花顺统计，以首发上市日为标准，2025 年 1-12 月（截至 1225）一级市场股权融资合计 1.18 万亿元，同比大增 392.63%，其中 IPO 1253 亿元，同比增长 86.04%；定增 10595.08 亿元，同比大增 512.25%。接近翻倍的 IPO 规模和超过 500% 的定增增速成为一级市场快速复苏的重要标志，我们认为，随着政策的持续支持和权益市场的继续向好，相关业务 2026 年的规模增量仍可保持较高预期，市场对于一级市场融资的反馈也有望更加积极正面，且在资本市场相关制度不断完善、“募投管退”更加顺畅后一二级市场联动有望进一步加强。

图5：2024 年初以来（截至 20251225）股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）



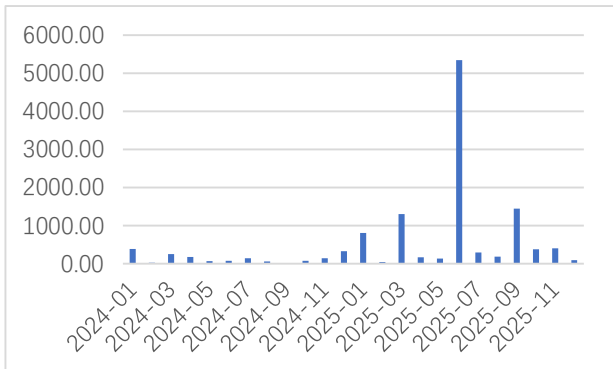
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图6：2024 年初以来（截至 20251225）IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图7：2024 年初以来（截至 20251225）定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

上市公司结构更加均衡，A 股市场格局不断优化。全面注册制落地后，A 股各板块定位更加突出，其中主板主要服务于成熟期大中型企业；科创板突出“硬科技”特色，大力支持国内高新技术企业发展，同时发挥资本市场改革“试验田”作用；创业板则主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。主板、科创板、创业板、北交所，不同板块错位发展、相互补充、凝聚合力，为符合板块定位的企业畅通直接融资渠道。一二级市场的高效联动，“募投管退”的顺畅运行也为投行、直投业务的快速发展提供了新的机遇。随着流动性提升和投资者信心增强，叠加资本市场的各项制度更加完善，中长期来看，在提升直接融资占比的政策主基调下，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济的高质量发展新格局充分发挥资本市场的媒介功能。

总的来看，无论政策环境、二级市场表现和投行自身发展路径为何，不断提升资质和承揽承销承做能力仍为投行业务发展核心要义。作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，全面注册制落地将持续为服务实体经济、支持企业直接融资拓宽新渠道，打开了证券公司投行业务增量空间；与此同时，投行业务需要更多的自我提升以承载更大的时代使命。**从核心的上市定价层面而言，注册制下新股的定价权更多的交**

给市场，这对当前主承销商的发行定价、承销能力提出了更高要求；不同板块的携手前行也将共同推动传统经济和新经济的复苏与发展，从这个角度看，打造优质投行将成为券商发展的“必选”路径。

5. 大自营：市场波动&股债分化&权益市场结构性行情或将延续，资产配置能力和风控能力成为券商自营投资“胜负手”

当前券商自营业务收入仍主要取决于股债市场表现，股债表现大幅分化令大类资产配置难度加大，近期权益市场的结构性行情进一步增加获取投资收益的难度。从近年业绩情况分析，中小券商自营投资收益受市场波动影响更大，而头部券商盈利确定性相对较强，这是由于头部券商资产配置更加均衡，部分券商执行“非方向性投资”态度坚决且已经积累了较为丰富的实战经验。同时，头部券商有能力深耕场外衍生品市场和海外市场、拥有较多的风险分散和对冲手段，一定程度上对冲了国内权益市场的冲击。但如果能更好的预判各类资产的表现，更为高效地在权益资产、固定收益类资产和大宗商品类资产中做出合理选择，或是自营投资业绩甚至券商业绩弯道超车的“妙手”。

除主动配置的权益及固定收益资产外，直投业务是当前券商获取长久期、较高 IRR 的重要来源。证券公司主要通过直投、创投及另类投资子公司进行股权投资、投行项目跟投及金融产品投资。在全面注册制下，“募投管退”渠道有望更为通畅，股权投资的退出途径进一步拓宽，有利于投资收益的实现；且证券公司积极参与股权投资有望实现对企业不同生命周期的全流程覆盖，通过各部门协同合力挖掘客户价值。

综上，在当前券商业务结构变化的大趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和可持续增长能力成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，投研团队和制度、机制能否承载规模增长成为关键因素。在券商加快布局自营投资业务的当下，投资收益增长的稳定性是业务能力优劣的重要考量，需要实现高 beta 和稳定性的动态平衡。目前自营资产配置结构更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商业绩确定性更强，已具备一定的抗周期属性。

6. 投资建议：2026 年可对宏观经济复苏和政策支持有更多期待，行业业绩和景气度有望持续上升

在行业中长期角度看，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好，景气度有望持续上升。但受制于业务结构和经营属性，行业的“市场 beta”特征并未出现显著变化，权益市场表现对行业业绩和估值产生较大影响，从一定程度上决定了券商的业绩变化方向和弹性。

从当前内外部宏观环境看，国内经济继续稳步复苏，政策支持也在有序推进；但关税问题、贸易摩擦、逆全球化进程、频繁出现的地缘事件也带来诸多不确定性。

从国内资本市场监管角度看，当前行业严监管环境仍未发生变化，但证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策的出台。故我们认为在宏观环境的不确定性之下，2026 年或有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业绩和估

值修复的高度。如果 2026 年权益市场能继续维持在上升通道，券商业务创新、杠杆提升等积极变化均有望“从期待变为现实”。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理业务线、大投行业务线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性、股债的跷跷板效应、权益市场结构性行情成为主流和较为有限的同资产类别内部&跨资产类别的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。

从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但 2025 年全年行业估值未发生显著变化，当前估值仅 1.50 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 38.53%分位，向上弹性大于向下空间。

图8：2015 年末以来申万二级证券板块估值趋势



此外，在明确监管导向下，2024 年以来证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期亦在持续缩短，该趋势有望在 2026 年延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有国泰君安证券&海通证券、国联证券&民生证券等强强联合、优势互补的整合案例。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，2026 年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融：降低险企部分投资业务风险因子，进一步释放险资活力	2025-12-08
行业普通报告	非银行金融：稳步推进多层次资本市场体系改革，行业有望持续受益	2025-11-06
行业普通报告	证券行业：科创板改革持续推进，优质科创企业直接融资便利化进程提速	2025-06-20
行业普通报告	证券行业：深化并购重组市场改革，投行业务迎业绩增长点	2025-05-22
行业普通报告	非银行金融行业：优化监管标准，推动公募基金行业高质量发展	2025-05-13
行业普通报告	非银行金融行业：持续稳定和活跃资本市场，行业估值修复可期	2025-04-26
行业普通报告	保险行业：推动代理人体系改革，夯实险企基本盘	2025-04-23
行业普通报告	保险行业：调整保险资产监管比例，资本市场流动性有望改善	2025-04-15
行业普通报告	保险行业：保险资金深度参与，支持科技金融高质量发展	2025-04-15
行业普通报告	证券行业：优化发行承销制度，提升国内 IPO 投资的竞争优势	2025-04-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526