

南华期货 (603093.SH)

跨境标兵

伴随港股上市募资到位打开境外客户权益空间，境内“十五五”规划“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”红利逐步释放，南华期货有望筑牢“境外突破、境内筑基”双轮驱动格局，盈利能力有望提升。给予公司“强烈推荐”评级。

□ **老牌劲旅，股权结构稳定。**南华期货注册成立于 1996 年，2019 年、2025 年先后登陆上交所和香港联交所，实现“A+H”双平台布局。股权结构集中且稳定，横店集团及其一致行动人对公司持股比例稳定，未见减持操作，体现股东方对于公司发展前景的坚定看好和长期战略支持。管理层长期深耕行业，平均从业年限超过 10 年，对行业发展趋势具有敏锐洞察力；同时，管理团队人员相对稳定，为公司长期战略稳定和坚定执行奠定了良好基础。

□ **稳健向上，境外金融为核心驱动。**2018-2025 年，公司归母净利润分别由 1.2 亿增至 4.9 亿，CAGR 为 22%，高于同期行业整体净利润 CAGR（8%）。ROE 稳定在 10% 以上，2025 年公司 ROE 为 10.0%，同比-1.7pct。境外金融服务业务为公司利润主要支撑，其营业利润贡献占比从 2021 年的 45% 快速上行至 2025 年的 91%，一定程度上可以认为南华期货是一家注册在境内、但展业聚焦在境外的公司。

□ **境外先发优势凸显，港股募资打开成长空间。**目前，横华国际旗下设有 10 家一级子公司和 5 家二级子公司，在境外拥有 19 家交易会员资格和 15 家清算会员资质，完成了“东西半球、昼夜衔接”的全球化网络铺设；在地缘关系日趋紧张的今天，金融机构出海在股东背景、信息安全和资金安全等方面面临着更多审核流程，出海地的选择也越发敏感和局限，公司境外牌照体系具有高度稀缺性和较宽护城河。在中国企业出海持续深化的时代背景下，公司 H 股募资有望更好匹配中资企业大规模的业务套保和对冲需求，海外业务兑现节奏值得期待。

□ **境内经纪基本盘夯实，创新业务方兴未艾。**1) 境内经纪聚焦机构化、产业化导向，2025 年市占率稳步提升至 1.4%，超过永安期货；2025 年期货经纪营业利润为 0.55 亿，同比+56%。短期看，保证金利率和交易手续费多数利空均已落地，期货“反内卷”或缓解交易手续费下滑速度；中长期看，在期货品种持续扩容、期货注册节奏较快和市场对外开放稳步推进的良好预期下，境内期货业务有望实现“以量补价”。2) 公司坚持“合规先行、聚焦主业”总基调，推动风险管理业务稳健扩张；2025 年风险管理营业利润为 0.06 亿，同比-33%。场外衍生品推进跨境收益互换业务发展，积极利用南华商品指数探索掉期交易和场外期权交易；基差贸易严控对手方信用风险，聚焦新品种落地和潜力品种培养；做市引进由 IT 及交易领域经验丰富的合格人员组成的做市团队，提升做市能力和运营效率。3) 财富管理仍处战略投入阶段。虽然 2025 年财富管理业务仍亏损 0.24 亿，但业务规模均迎来突破。资产管理

强烈推荐 (首次)

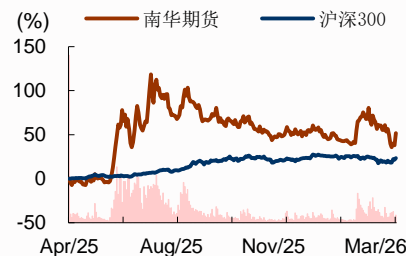
总量研究/非银行金融
目标估值: 23.70 - 26.50 元
当前股价: 19.31 元

基础数据

总股本 (百万股)	718
已上市流通股 (百万股)	610
总市值 (十亿元)	13.9
流通市值 (十亿元)	11.8
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	13.4
资产负债率	90.3%
主要股东	横店集团控股有限公司
主要股东持股比例	59.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-9	73
相对表现	-11	-9	49



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

张晓彤 S1090524120006
✉ zhangxiaotong2@cmschina.com.cn
许诗蕾 研究助理
✉ xushilei@cmschina.com.cn

聚焦商品、期货及衍生品发展 CTA 策略精准贴合市场趋势，2025 年资管规模达 11 亿，逼近 2023 年峰值；公募基金实施费用管控和精细化管理并行的经营趋势，不断完善产品结构，2025 年南华基金公募规模同比+29%；基金代销方面，公司抓住市场高景气度机遇，通过强化产品筛选和提升销售激励，2025 年代销金额实现同比回正。

- **投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**伴随港股上市募集资金全部到位打开境外客户权益空间，境内“十五五”规划“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”红利逐步释放，公司有望筑牢“境外突破、境内筑基”的双轮驱动格局，盈利规模和经营质效有望同步提升。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.8/7.8/8.7 亿，同比分别为+40%/+14%/+12%。考虑南华期货境外牌照体系的高度稀缺性和业绩兑现确定性，我们给予公司 25-28 倍 PE，对应股价为 23.7-26.5 元，较 2026 年 4 月 10 日收盘价仍有 23%-37% 涨幅空间，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：全球金融市场流动性收紧、期货和衍生品市场剧烈波动、监管政策发生变化、境内外合规风险上行。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,354	1,388	1,837	2,077	2,313
同比增长	-78.3%	2.5%	32.4%	13.1%	11.4%
营业利润(百万元)	518	550	758	863	965
同比增长	6.5%	6.1%	37.8%	13.9%	11.9%
归母净利润(百万元)	458	486	680	775	867
同比增长	14.0%	6.2%	39.9%	13.9%	11.9%
每股收益(元)	0.75	0.68	0.95	1.08	1.21
PE	25.72	28.50	20.37	17.89	15.99
PB	2.86	2.48	2.25	2.08	1.91

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司概况：老牌期货，打造“以衍生品业务为核心的金融服务公司”	6
1、 老牌劲旅，股权结构稳定	6
2、 业务协同、“以衍生品业务为核心的金融服务公司”	8
二、 业绩概览：稳健向上，境外金融为核心驱动	8
1、 规模稳步扩张，权益持续沉淀	8
2、 盈利能力稳定，ROE 相对领先	9
3、 境外金融服务业务为业绩主支撑	10
三、 境外先发优势凸显，港股募资打开成长空间	12
1、 客户权益高增和高息环境带来境外业务弹性，净利润率稳定在相对高位	12
2、 境外核心交易所牌照资质全面且具备高度稀缺性	13
3、 中资企业出海打开期货海外业务空间	14
4、 公司主动战略投入，港股募资打开境外客户权益空间，成长性可期	15
四、 境内经纪基本盘夯实，创新业务方兴未艾	17
1、 境内经纪市占率稳步向上，业务基本盘持续夯实	17
2、 合规先行，风险管理平稳向好	19
3、 财富管理仍处战略投入阶段	20
五、 盈利预测和投资建议	21
1、 盈利预测	21
2、 投资建议	22
六、 风险提示	24

图表目录

图 1：2025 年末南华期货股权结构	7
图 2：南华期货四大业务板块布局	8
图 3：2018-2025 年南华期货总资产 CAGR 为 29%	9
图 4：2018-2025 年南华期货归母净资产 CAGR 为 15%	9
图 5：2022-2025 年南华期货境内和境外客户权益分别为 27%和 25%	9
图 6：2018-2025 年南华期货营业收入（净额法）CAGR 为 12%	10
图 7：2018-2025 年南华期货归母净利润 CAGR 为 12%	10

图 8: 2023 年以来, 南华期货 ROE 稳定在 10%以上	10
图 9: 横华国际净利润率稳定在 60%以上	12
图 10: 按业务形态划分, 境外金融业务主要依赖期货服务	12
图 11: 按会计科目划分, 境外金融业务主要依靠利息净收入和手续费佣金收入	12
图 12: 中国企业对外直接投资持续增长	15
图 13: 2025H1 汇率风险为主要防范对象	15
图 14: 2025H1 有色金属、家用电器、石油石化等行业套保率较高	15
图 15: 2025H1 横华国际总资产为 162 亿, 高出新永安金控 135%	16
图 16: 2025H1 横华国际净资产为 20 亿, 高出新永安金控 67%	16
图 17: 2021 年后, 南华期货经纪市占率企稳回升	18
图 18: 2025H1 公司境内保证金利率为 0.27%, 较 24 年-0.53pct	19
图 19: 2025H1 南华期货佣金费率同比-40%, 总体高于行业水平	19
图 20: 2025 年南华期货衍生品业务新增名义本金为 749 亿, 同比+16%	20
图 21: 2025H1 南华期货做市交易额为 2006 亿, 同比+139%	20
图 22: 2025 年南华期货资产规模为 11 亿, 逼近 2023 年峰值水平	21
图 23: 2025 年南华基金公募 AUM 为 191 亿, 同比+29%	21
图 24: 2025 年南华期货证券基金代销金额为 3.37 亿, 同比转正	21
图 25: 南华期货历史 PE Band	23
图 26: 南华期货历史 PB Band	23
表 1: 南华期货历史沿革	6
表 2: 南华期货管理层主要人员及其履历	7
表 3: 2019-2025 年南华期货保证金规模 CAGR 显著高于瑞达期货和弘业期货	9
表 4: 从业务形态看, 2022 年后境外金融服务接力期货经纪, 至 2025 年成为营业利润最大来源	11
表 5: 从子公司净利润贡献来看, 2025 年横华国际对合并报表净利润贡献达 95%	11
表 6: 南华期货境外交易和清算牌照梳理	13
表 7: 南华期货 H 股募资净额资金使用规划	16
表 8: 境外主要市场对期货公司净资本要求的梳理及对应理论最大杠杆	16

表 9: 2022-2024 年, 企业及金融机构客户数复合增速快于零售客户	17
表 10: 2025H1 机构客户和零售客户权益占比分别为 74%和 26%	17
表 11: 南华期货利润表关键数据及预测值	22
附: 财务预测表	25

一、公司概况：老牌期货，打造“以衍生品业务为核心的金融服务公司”

1、老牌劲旅，股权结构稳定

老牌劲旅，成功实现 A+H 两地布局。南华期货注册成立于 1996 年，2012 年顺利改制为股份制公司；2019 年公司完成 A 股首次公开发售，成功登陆上交所，填补了中国资本市场期货股的空白；2025 年公司完成 H 股公开发行，登陆香港联交所主板，实现“A+H”双平台布局。

合规内控水平突出。公司目前为中金所首批全面结算会员，上期所、郑商所、大商所和广期所的全权会员，上交所和深交所交易参与者，以及上海国际能源交易中心会员。成立 30 年来，公司始终坚守合规经营、规范发展的基本原则，保持健康稳定的发展态势；根据中国证监会对期货公司分类评价结果看，截至 2025 年，公司连续 9 年分类评级为 A 类 AA 级，品牌形象良好。

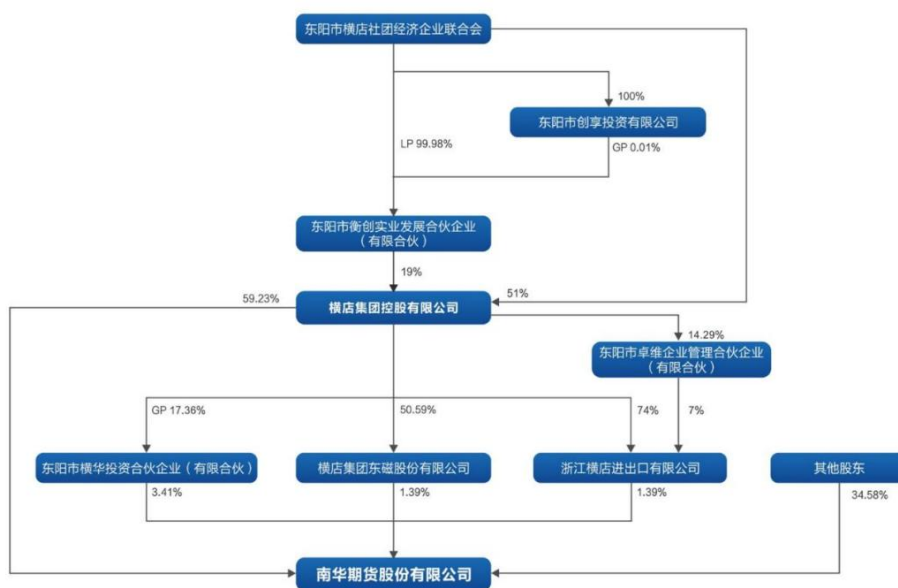
表 1：南华期货历史沿革

时间	事件
1996 年	浙江南华期货经纪有限责任公司注册成立，初始注册资本为人民币 1000 万元。
2004 年	南华期货开始发布南华商品指数。
2006 年	2006 年，南华期货（香港）设立，南华期货成为首批赴港设立子公司的期货公司之一。
2012 年	南华期货有限公司变更为南华期货股份有限公司，注册资本增至人民币 4.5 亿元。
2013 年	中期协同意，南华期货设立风险管理子公司“南华资本”且备案试点仓单服务和基差贸易等业务。
2016 年	证监会核准南华期货设立第一家期货系公募基金“南华基金”。
2019 年	南华期货完成 A 股首次公开发售、登陆上交所，募资 3.39 亿元，注册资本增至人民币 5.8 亿元。
2021 年	南华期货非公开发售股份，募资 3.65 亿元，注册资本增至人民币 6.1 亿元。
2025 年	南华期货完成 H 股公开发行、登陆香港联交所主板，总股本变更为 7.18 亿股。

资料来源：公司公告、南华期货官网/官方公众号、招商证券

南华期货股权结构集中且稳定。2025 年末，公司第一大股东横店集团直接持有公司 59.23% 股份，并通过东阳市横华投资、东磁股份和横店进出口间接持有公司 6.19% 股份；横店集团及其一致行动人合计持股比例为 65.42%，为绝对控股股东。对比 2025Q3 股东结构，横店集团及其一致行动人持股比例有所下滑，是由于公司 H 股发行上市总股本扩大导致的被动稀释。从历史上看，横店集团及其一致行动人对公司持股比例稳定，未见减持操作，一定程度体现股东方对于公司发展前景的坚定看好和长期战略支持。

图 1: 2025 年末南华期货股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

管理层长期深耕行业，对行业发展趋势具有敏锐洞察力。公司董事长罗旭峰先生拥有 30 余年的期货从业经验，其他高级管理人员期货平均从业经验 10 年以上，资深的从业经历使得公司高管团队对期货行业的发展趋势有敏锐的洞察力，对期货市场的演化和客户需求的变化具有深刻的理解和认识。同时，公司管理团队人员相对稳定，为公司长期战略稳定和坚定执行奠定了良好基础，亦是公司平稳快速成长的必要条件。

表 2: 南华期货管理层主要人员及其履历

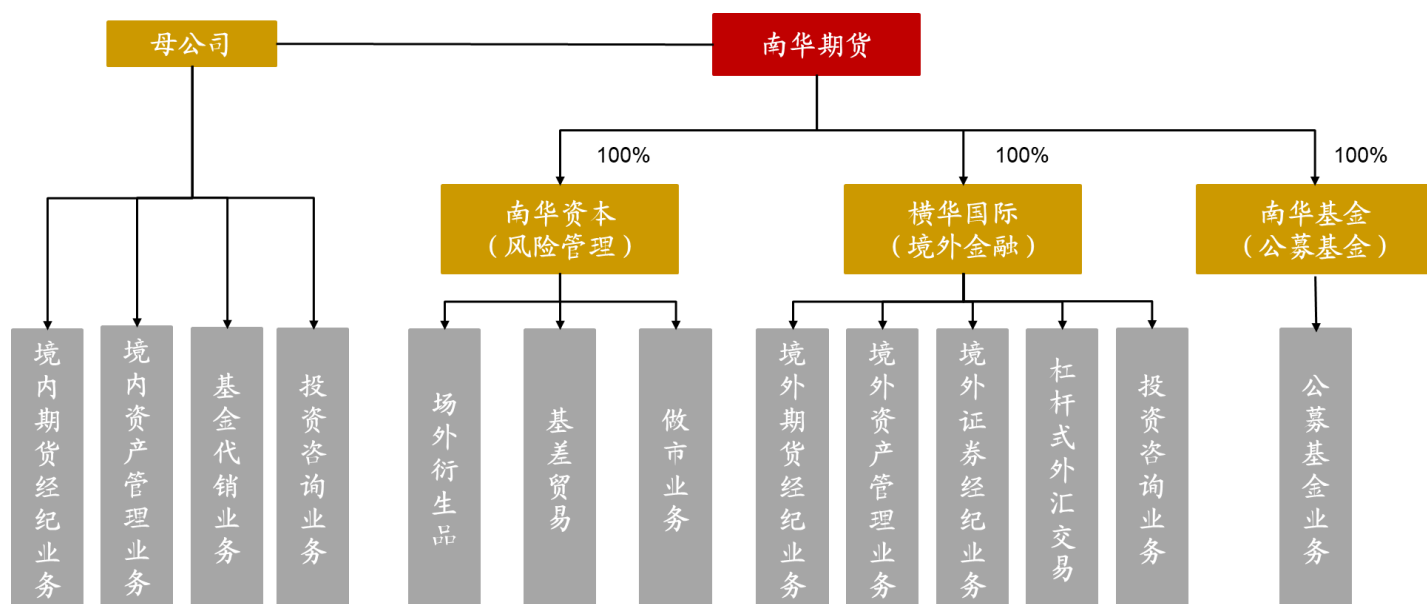
姓名	职务	履历
罗旭峰	董事长	1993 年 8 月至 1996 年 5 月，就职于浙江金马期货经纪有限公司，历任营业部市场部经理、营业部经理、公司副总经理、公司常务副总经理；1996 年 5 月加入公司，此后历任公司副总经理、总经理等职务；2019 年 11 月获委任为董事长。
贾晓龙	总经理	2005 年 3 月加入公司，历任上海分公司总经理、总经理助理、经纪业务总部副总经理、本公司副总经理等职；2022 年 2 月起，担任总经理；2023 年 1 月起，担任南华资本董事长。
顾松	副总经理	1996 年 8 月加入公司，此后担任网路工程部总经理、总经理助理。
陈冬华	副总经理	1994 年 3 月至 2003 年 10 月，历任深圳中期期货经纪有限公司交易部经理、总经理助理、副总经理。2008 年 3 月至 2021 年 1 月，历任中国国际期货公司副总经理、总经理。2021 年 6 月加入公司，2021 年 6 月至 2023 年 12 月担任首席战略官，2023 年 12 月后担任副总经理。
王正浩	副总经理	1999 年 12 月加入公司，先后担任财务总监、财务部经理、财务管理部总监及总经理助理；2025 年 6 月起担任公司副总经理。
李建萍	首席风险官	2007 年 7 月至 2017 年 4 月，先后担任浙江证监局期货监管处主任科员及党办主任科员，其中 2013 年 5 月至 2013 年 11 月在中国证监会期货二部借调工作；2017 年 4 月加入公司，先后担任总经理助理、合规审查部负责人及首席风险官。
李莉	财务负责人	2012 年 4 月加入集团，先后担任横华国际期货经理助理、横华国际财务总监助理兼财务部经理、公司财务部副总监；2024 年 5 月起，担任公司财务负责人。
马易升	董事会秘书	2010 年 10 月至 2017 年 7 月，先后担任横店控股企业运营分析部门部长；2017 年 8 月至 2025 年 10 月，担任横店资本创业（浙江）有限公司总经理；2016 年 11 月担任南华基金董事。2025 年 11 月加入公司并担任总经理助理，2026 年 3 月起担任董事会秘书。

资料来源：公司公告、招商证券

2、业务协同、“以衍生品业务为核心的金融服务公司”

公司坚守“以衍生品业务为核心的金融服务公司”的发展定位，依托母公司、南华资本、横华国际、南华基金四大核心主体，构建起期货现货、场内场外、公募私募、境内境外、线上线下深度协同的综合金融服务平台。其中，母公司聚焦期货经纪、资产管理、基金代销等核心主业，夯实业务基础；南华资本及其子公司深耕风险管理领域，契合实体经济精细化风险管理需求；横华国际及其子公司发力境外金融服务，抢抓市场双向开放机遇，拓展实体经济服务边界；南华基金发挥期货系公募特色，完善财富管理布局，提升公司整体竞争能力和抗风险能力。

图 2：南华期货四大业务板块布局



资料来源：公司公告、招商证券

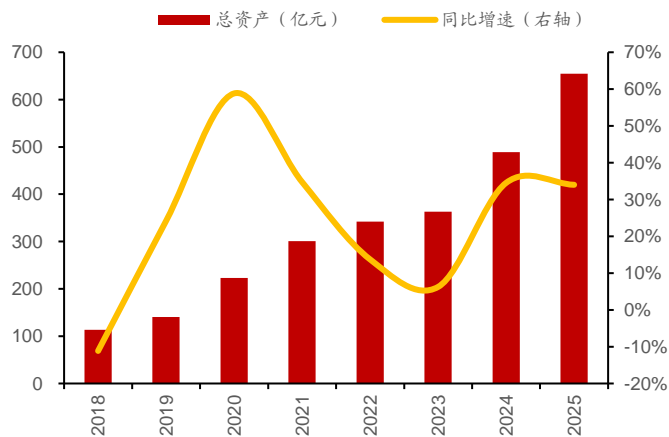
二、业绩概览：稳健向上，境外金融为核心驱动

1、规模稳步扩张，权益持续沉淀

资产规模稳步提升。2018-2025 年，公司总资产从 113 亿增至 655 亿，CAGR 为 29%；同时期，净资产从 20 亿提升至 56 亿，CAGR 为 15%。

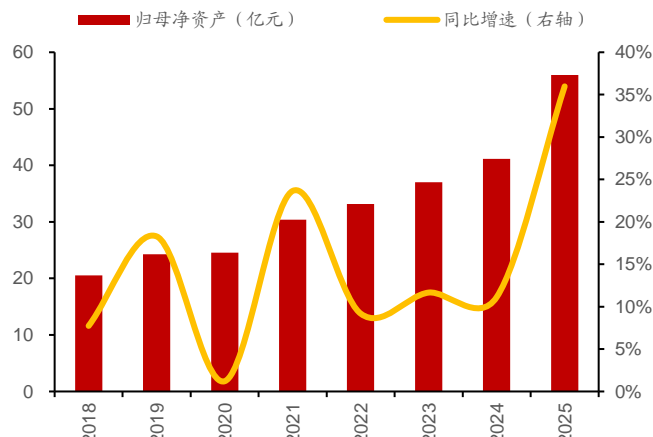
客户权益持续沉淀，业务基本盘持续夯实。截至 2025 年末，公司境内期货经纪客户权益为 390 亿人民币，2022-2025 年间 CAGR 为 27%；境外客户权益为 233 亿港元，2022-2025 年间 CAGR 为 25%。对比上市同业，公司客户基础稳固，客户权益增速相对领先，2019-2025 年间公司保证金规模 CAGR 为 33%，高于同期瑞达期货（28%）和弘业期货（21%）。

图 3: 2018-2025 年南华期货总资产 CAGR 为 29%



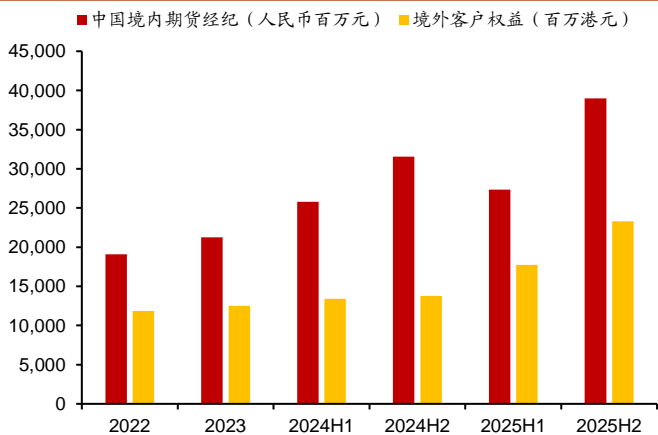
资料来源: iFinD、招商证券

图 4: 2018-2025 年南华期货归母净资产 CAGR 为 15%



资料来源: iFinD、招商证券

图 5: 2022-2025 年南华期货境内和境外客户权益分别为 27%和 25%



资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 2019-2025 年南华期货保证金规模 CAGR 显著高于瑞达期货和弘业期货

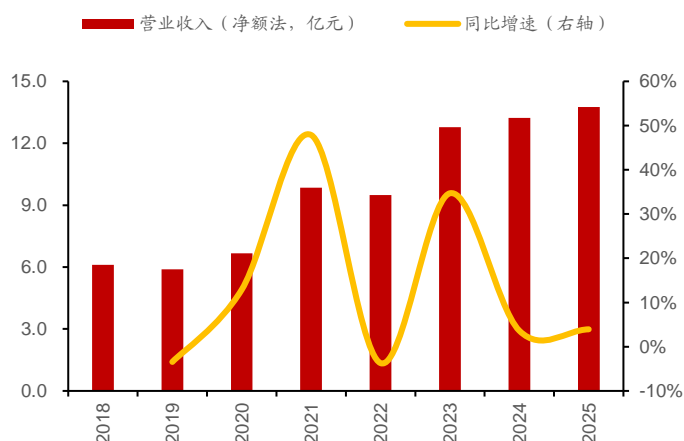
保证金规模 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2019-2025 年 CAGR
永安期货	281.6	345.2	505.2	496.8	495.8	513.7	/	/
南华期货	102.8	177.4	252.4	280.7	294.5	428.1	565.0	32.84%
瑞达期货	49.2	92.9	149.9	137.2	116.9	140.7	213.0	27.68%
弘业期货	33.6	48.6	66.5	90.6	78.6	99.1	107.5	21.39%

资料来源: 公司公告、招商证券; 注: 表内期货保证金规模=期货保证金存款+应收货币保证金+应收质押保证金; 截至 2026 年 4 月 10 日, 永安期货尚未披露 2025 年年报。

2、盈利能力稳定, ROE 相对领先

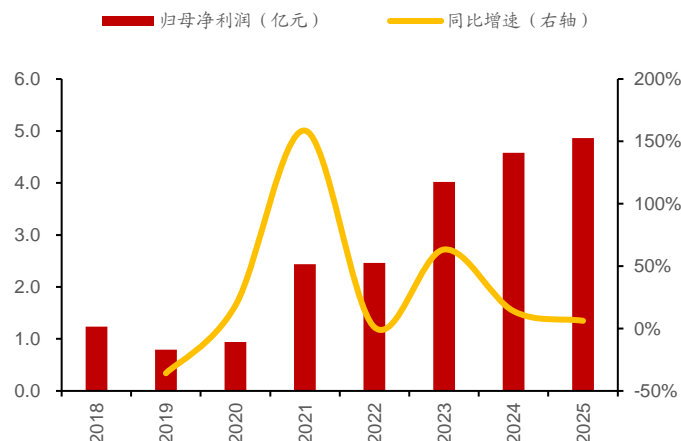
经营保持平稳, 营收净利稳中向好。2018-2025 年, 公司营业收入 (净额法, 剔除其他业务成本) / 归母净利润分别由 6.1 亿/1.2 亿增至 13.8 亿/4.9 亿, CAGR 分别为 12%/22%; 对比同期行业整体营业收入/净利润 CAGR 为 7%/8%, 公司营业净利增速显著好于行业整体水平, 经营有序之余成长动能充足。

图 6: 2018-2025 年南华期货营业收入 (净额法) CAGR 为 12%



资料来源: iFinD、招商证券; 注: 营业收入 (净额法) = 营业收入 - 其他业务成本

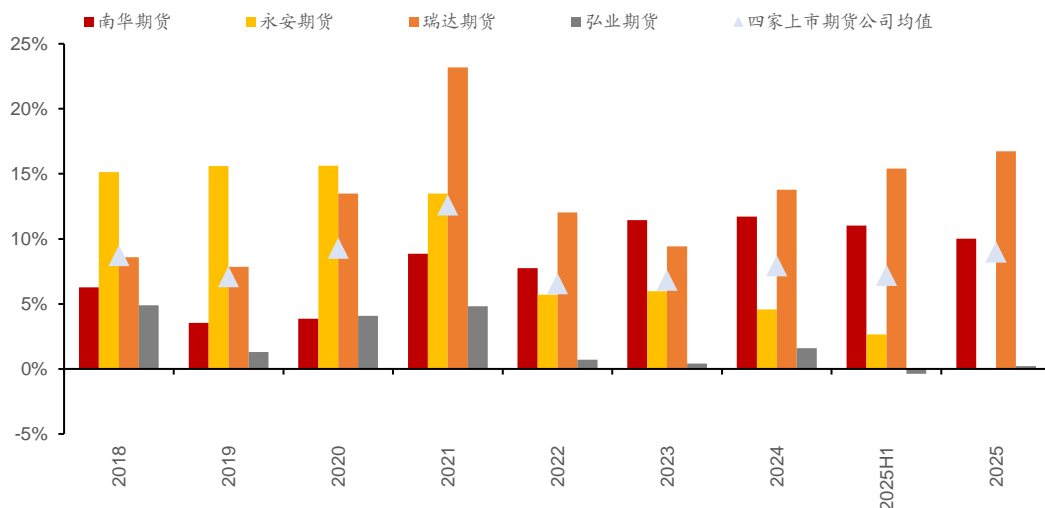
图 7: 2018-2025 年南华期货归母净利润 CAGR 为 12%



资料来源: iFinD、招商证券

受益于国际化布局, ROE 稳定在 10% 以上。2021 年公司海外业务主体横华国际成功迈过盈亏平衡点; 2022 年后得益于美联储持续性加息、企业出海套保意识强化, 横华国际业绩进入释放阶段, 2022 年公司 ROE 超过永安期货, 达到 7.7%; 此外, 国际化布局优势一定程度对冲了境内单一市场波动对公司盈利能力的干扰, 2023 年当上市同业 ROE 均显著下滑时, 公司 ROE 逆势上行, 达到 11.5%。2025 年, 公司 ROE 为 10.0%, 同比-1.7pct。

图 8: 2023 年以来, 南华期货 ROE 稳定在 10% 以上



资料来源: iFinD、招商证券

3、境外金融服务业务为业绩主支撑

境外业务为公司利润主要支撑。从业务形态看, 受交易所手续费减收政策和交易手续费率竞争激烈的影响, 期货经纪利润承压较为显著, 营业利润贡献从 2021 年的峰值 75% 下滑至 2025 年的 10%; 2022 年以后, 境外金融业务接力、成为营业利润主要支柱, 贡献占比从 2021 年的 45% 快速上行至 2025 年的 91%, 一定程度上可以认为南华期货是一家注册在境内、但展业聚焦在境外的公司。财富管理业务和风险管理业务营业利润表现波动相对剧烈且发展进入平台期, 2025

年两者营业利润贡献分别为-4.4%和 1.2%。从子公司经营表现看，2022-2025 年，公司境外主体横华国际净利润从 1.2 亿增长至 4.6 亿，CAGR 为 55%，领先于其他子公司；同期净利润贡献从 50%提升至 95%，增长 44pct。

表 4: 从业务形态看，2022 年后境外金融服务接力期货经纪，至 2025 年成为营业利润最大来源

营业利润 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
期货经纪	0.01	1.21	2.53	1.22	1.06	0.35	0.55
财富管理	-0.11	0.05	-0.26	-0.12	-0.09	-0.03	-0.24
风险管理	0.84	-0.13	0.98	0.48	-0.26	0.10	0.06
境外金融服务	-0.03	-0.06	0.08	1.32	3.97	4.66	5.02
其他	0.45	0.14	0.06	0.05	0.19	0.10	0.10
合计	1.16	1.21	3.39	2.96	4.87	5.18	5.50
营业利润结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
期货经纪	1.2%	100.2%	74.6%	41.4%	21.7%	6.8%	10.0%
财富管理	-9.7%	4.0%	-7.6%	-3.9%	-1.9%	-0.6%	-4.4%
风险管理	72.2%	-10.7%	28.8%	16.1%	-5.4%	1.9%	1.2%
境外金融服务	-2.9%	-4.8%	2.3%	44.8%	81.6%	90.0%	91.3%
其他	39.2%	11.3%	1.9%	1.6%	3.9%	2.0%	1.9%

资料来源：公司公告、招商证券；注：2019-2020 年财富管理营业利润为资产管理业务和公募基金业务加总结果，其他营业利润为期货投资咨询和其他业务加总结果。

表 5: 从子公司净利润贡献来看，2025 年横华国际对合并报表净利润贡献达 95%

净利润 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
横华国际	-0.04	-0.08	0.06	1.24	3.59	4.17	4.60
南华资本	0.30	0.07	0.72	0.43	-0.43	0.15	0.01
南华基金	-0.04	-0.12	-0.28	-0.11	0.01	-0.10	-0.17
合并报表净利润	0.80	0.93	2.43	2.46	4.03	4.58	4.87
净利润结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
横华国际	-4.70%	-8.17%	2.64%	50.28%	89.06%	91.14%	94.60%
南华资本	38.16%	7.80%	29.70%	17.38%	-10.77%	3.34%	0.25%
南华基金	-5.50%	-12.62%	-11.73%	-4.38%	0.30%	-2.29%	-3.56%

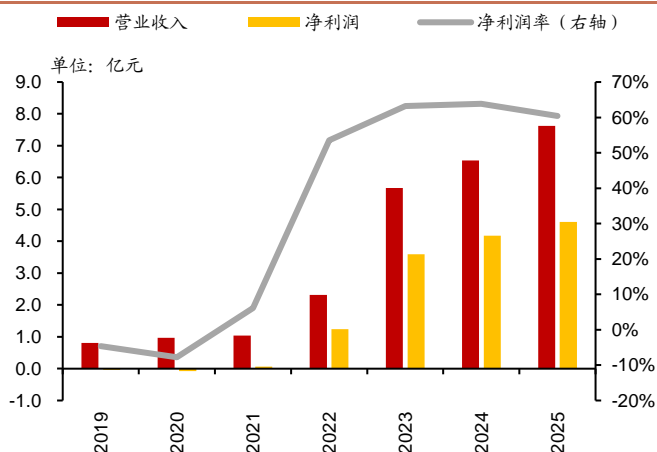
资料来源：公司公告、招商证券

三、境外先发优势凸显，港股募资打开成长空间

1、客户权益高增和高息环境带来境外业务弹性，净利润率稳定在相对高位

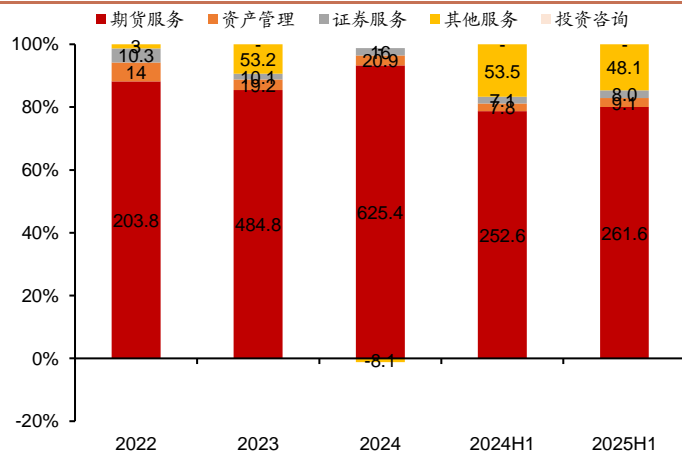
客户权益高增和高息环境带来境外业务弹性。2025 年，公司境外主体横华国际营业收入和净利润分别为 7.6 亿和 4.6 亿，同比分别为+17%和+10%，增速显著高于公司整体营收和净利润增速。归因来看，一方面公司海外业务进入规模扩张阶段，期货服务业务放量；另一方面境外高息环境下，期货服务带来的客户资金沉淀显著增厚利息收入。从业务形态看，2025H1 境外期货服务占境外金融收入比重达 80%，其他服务受益于美国国库债券和货币基金投资收益良好，收入占比达到 15%；从会计科目看，利息净收入和佣金手续费收入为主要支撑，2025H1 两者合计贡献为 86%。此外，目前公司境外业务初具规模效应，且公司自身未主动参与或展开价格竞争，整体净利润率有望保持在相对高位。截至 2025 年，横华国际净利润率为 60%。

图 9：横华国际净利润率稳定在 60%以上



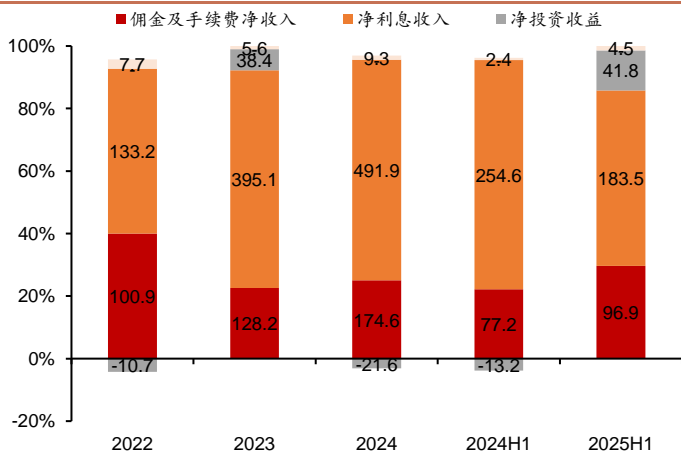
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：按业务形态划分，境外金融业务主要依赖期货服务



资料来源：公司公告、招商证券

图 11：按会计科目划分，境外金融业务主要依靠利息净收入和手续费佣金收入



资料来源：公司公告、招商证券

2、境外核心交易所牌照资质全面且具备高度稀缺性

牌照自主，网络协同效应显著。目前，横华国际旗下设有 10 家一级子公司和 5 家二级子公司，在境外拥有 19 家交易会员资格和 15 家清算会员资质，完成了“东西半球、昼夜衔接”的全球化网络铺设，为中资企业走出去提供了坚实的风险管理基础设施。同时，主流结算会员资格对应的交易所核心资源对接能力，让公司在跨境期货业务的专业度和服务深度上形成优势，不仅提升了公司在国际衍生品市场的参与度，也为后续境外业务的持续拓展和创新注入发展动能。此外，Coinbase Derivatives 交易资格的获取为公司创新业务发展打开提供了良好开局。

中资同业短期内无法后来居上，南华境外牌照资质高度稀缺。公司境外牌照多点开花实则是天时地利人和的结果。**从全球地缘关系看**，公司于 2013 年在美国成立南华美国，后于 2015 年获得 CME Group 清算会员资格；而这一阶段正值中美新型大国关系构建时期，“不冲突不对抗、相互尊重、合作共赢”为中美关系的原则，可以说中美关系的新进展为公司美国业务的推进提供了良好的政治环境，而 CME Group 清算会员资格的获取也为公司叩开北美地区其他主要交易所交易及清算会员资格的大门奠定了基础。同样的，2018 年南华英国正式成立，并于 2019 年正式获取英国金融行为监管局（FCA）注册批准提供期货、外汇等受规管产品及服务且成为伦敦金融交易所（LME）二类会员；背后也离不开 2016 年英国公投脱欧后，英国政府迫切寻求贸易伙伴和投资来源、对外资来英保持欢迎态度，这为公司在英国顺利启航展业提供了良好机遇。**从股东背景看**，民营背景使得公司在战略决策上更为市场化也更为谨慎，但同时战略视角上相对长远，对于长期亏损的容忍度更高。**而在地缘关系日趋紧张的今天**，历史上大国之间的蜜月期不再，金融机构出海在股东背景、信息安全和资金安全等方面面临着更多审核流程，出海地的选择也越发敏感和局限，中资期货同业迅速拉齐与公司牌照布局之间差距的可能性极小，亦侧面印证了公司境外牌照护城河的稳固。

表 6：南华期货境外交易和清算牌照梳理

地区	获牌主体	获取时间	业务资质
美国	NANHUA USA	2014 年 7 月 16 日	注册为 NFA 会员，获得期货佣金商（FCM）业务资格
		2015 年 2 月 13 日	CME Group 旗下 CME、CBOT、NYMEX、COMEX 的清算会员资格
		2015 年 7 月 6 日	DME 清算会员资格（24 年 9 月改名为 GME）
		2016 年 6 月 8 日	成为 NFA 会员，商品交易顾问和商品基金经理资格
		2023 年 10 月 30 日	明尼阿波利斯谷物交易所（MGEX）会员资格（24 年 10 月更名为迈阿密期货交易所）
		2024 年 3 月 28 日	美国洲际交易所（ICE-US）清算会员资格
		2025 年 7 月 7 日	芝加哥期权交易所清算所（CBOE Clear）清算会员资格
		2025 年 8 月 1 日	Cboe Futures Exchange, LLC（CFE）的交易会员资格
		2026 年 12 月 8 日	Coinbase Derivatives, LLC 交易会员资格
		2026 年 1 月 26 日	Nodal Exchange, LLC 交易及 Nodal Exchange 清算会员资格

	NANHUA UK	2025年10月9日	符合 CFTC Rule 30.10 要求的非美国经纪商，可代理美国投资者交易除美国期货市场外的新加坡、香港、欧洲等国家及地区受监管期货市场的期货产品。
	NANHUA SINGAPORE	2025年2月25日	符合 CFTC Rule 30.10 要求的非美国经纪商，可代理美国投资者交易除美国期货市场外的新加坡、香港、欧洲等国家及地区受监管期货市场的期货产品。
	横华国际期货	2022年9月30日	NFA 豁免外国公司注册完成，可代理美国投资者交易除美国期货市场外的其他香港证监会认可交易市场的期货产品
欧洲	NANHUA UK	2019年5月17日	英国金融行为管理局期货牌照
		2025年9月10日	国际期货业协会（FIA）主要会员
		2019年10月25日	伦敦金属交易所（LME）二类会员资格
		2025年8月18日	欧洲洲际交易所（ICEU）交易及清算会员资格
	横华国际期货	2011年3月21日	欧洲期货交易所（EUREX）交易会员资格
新加坡	NANHUA SINGAPORE	2017年12月14日	新加坡金融管理局（MAS）资本市场服务牌照，从事期货合约交易和杠杆式外汇交易
		2018年12月6日	新加坡交易所（SGX）衍生品交易及清算会员资格
		2020年2月11日	新加坡金融管理局（MAS）的基金管理牌照
		2025年12月22日	ICE Singapore 交易及 ICE Clear Singapore 清算会员资格
香港	横华国际期货	2007年6月26日	第2类：期货合约交易
		2009年7月8日	香港期货交易所和期货结算所参与者资格、期货交易所交易权注册持有人资格
		2010年11月1日	第5类：就期货合约提供意见
	横华国际资产	2011年10月24日	第9类：提供资产管理
		2017年1月26日	第4类：就证券提供意见；第9类：提供资产管理
	横华国际证券	2014年1月8日	第1类：证券交易
		2014年3月25日	香港中央结算所直接参与者资格
		2014年4月1日	香港联合交易所参与者资格
		2014年11月10日	沪港通参与者资格
		2016年12月5日	深港通参与者资格
		2017年4月18日	第1类：证券交易；第4类：就证券提供意见。

资料来源：公司公告、招商证券

3、中资企业出海打开期货海外业务空间

中国企业出海持续深化，催生大规模业务套保和对冲需求。商务部数据显示，2024年中国对外直接投资流量为1922亿美元，对外投资的扩张或来源于转口贸易催生的产业链重构、或来源于国内内卷倒逼企业出海扩张，但总体衍生出大规模的跨境资金汇率管理、资源要素流动的价格管理等套保和对冲需求。避险网数据显示，2025H1 分别有1097、412、384家实体上市公司发布汇率、利率和商

品套保公告；有色、家用电器、电力设备、基础化工、轻工制造、电子、钢铁和汽车行业的企业套保参与率较高，均超过 30%，而这些行业均为出口主导型且受关税摩擦影响较大的行业。往后看，伴随地缘政治问题复杂化，中资企业出海所需要的套保服务、对冲需求或进一步上行。而出于资金安全和信息安全的考虑，中资企业将更倾向于选择具有文化共识、跨境资质更优的中资期货企业来承接相关业务需求，南华期货有望优先受益。

图 12: 中国企业对外直接投资持续增长



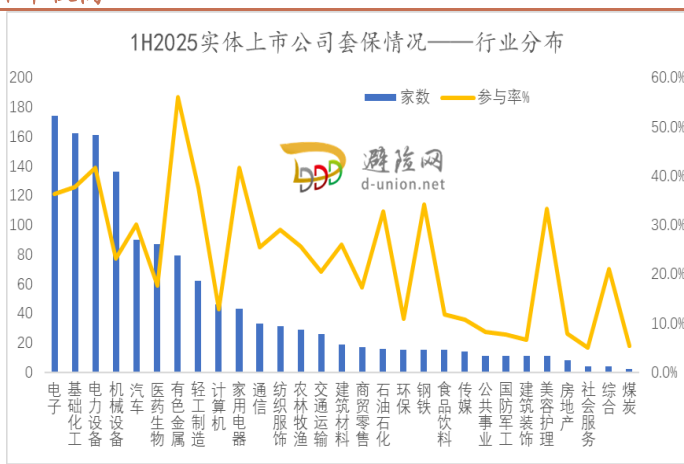
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 2025H1 汇率风险为主要防范对象



资料来源: 避险网、招商证券

图 14: 2025H1 有色金属、家用电器、石油石化等行业套保率较高



资料来源: 避险网、招商证券

4、公司主动战略投入，港股募资打开境外客户权益空间，成长性可期

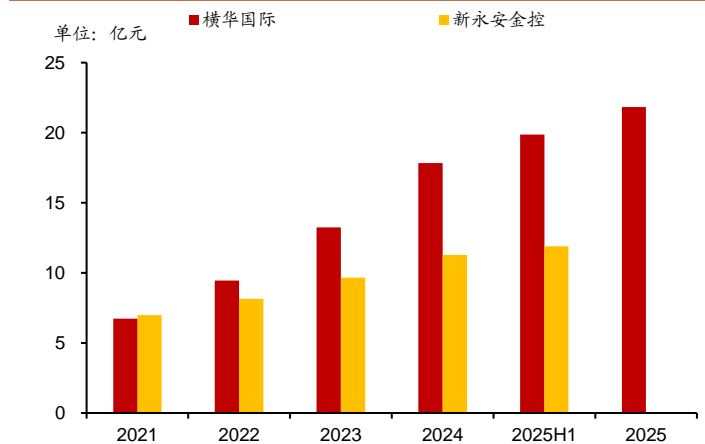
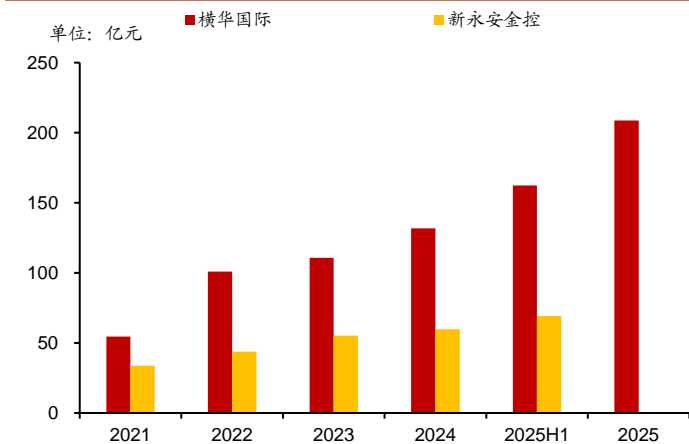
公司主动战略投入境外业务，境外资本实力持续增强。2006 年证监会开始允许境内期货公司赴香港设立子公司，南华期货成为首批赴港设立子公司的期货公司之一、迈出了国际化的第一步。2019 年 10 月和 2022 年 9 月，公司两度出手、对横华国际先后两次增资 1 亿元，真金白银战略投入，提升境外实体资本实力。截至 2025H1，横华国际总资产和净资产分别为 162 亿和 20 亿，分别高出新永安金控（永安期货境外主体）135%和 67%，资产体量显著领先于同业。而 2025 年公司完成 H 股公开发行，扣除发行费用后募资净额为 12.03 亿港元，伴随该笔资金完全增资到位，横华国际实收资本预计从 2025 年末的 7.05 亿跃升至 18 亿，

敬请阅读末页的重要说明

我们预计中长期内公司境外主体资本体量将领跑行业。

图 15: 2025H1 横华国际总资产为 162 亿, 高出新永安金控 135%

图 16: 2025H1 横华国际净资产为 20 亿, 高出新永安金控 67%



资料来源: 公司公告、招商证券; 截至 2026 年 4 月 10 日, 永安期货尚未披露 2025 年年报。

资料来源: 公司公告、招商证券; 截至 2026 年 4 月 10 日, 永安期货尚未披露 2025 年年报。

募资后境外客户权益空间打开, 业绩成长性值得期待。美国、香港和新加坡三地监管对期货公司严格采取净资本监管, 净资本主要关联客户保证金规模, 理论上三地期货公司最大杠杆倍数为 12.5 倍、20 倍和 30 倍。根据公司用资规划, 90% 的募资所得款项净额将用于增加香港、英国、美国和新加坡四地经营业务资本基础, 并计划于马来西亚成立一家新附属公司, 资本金的补充有望进一步撬动公司相关附属公司的客户权益, 更好满足境内外客户风险管理、交易投资等需求, 推动公司海外业绩持续增长、打开中长期成长空间。

表 7: 南华期货 H 股募资净额资金使用规划

使用方向	投入金额 (亿港元)	占所得款项净额比重	预计使用完毕时间
增加香港经营业务的资本基础, 以及于马来西亚成立一家附属公司	3.61	30%	截至 2029 年底
增加于英国经营业务的资本基础	3.61	30%	截至 2026 年底
增加于美国经营业务的资本基础	2.41	20%	截至 2026 年底
增加于新加坡经营业务的资本基础	1.20	10%	截至 2026 年底
一般企业用于及补充境外经营业务的营运资金	1.20	10%	截至 2029 年底

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 境外主要市场对期货公司净资本要求的梳理及对应理论最大杠杆

	净资本要求	理论最大杠杆
美国	CFTC Regulation 1.17 规定, 期货佣金商的调整净资本必须保持或超过以下规定的最大金额: 1) 100 万美元, 如果期货佣金商为掉期交易商, 最低金额为 2000 万美元。 2) 期货佣金商的风险基础资本要求为: 对于期货佣金商在客户账户和非客户账户中所有初始保证金, 应满足总风险保证金要求的 8%; 如果期货佣金商为掉期交易商, 应满足未清算掉期保证金总额的 2%。	~12.5 倍
香港	Securities and Futures (Financial Resources) Rules 规定流动资本需维持以下两者中较高者:	~20 倍

	<p>1) 期货交易商最低流动资本要求为 300 万港元; 经批准从事介绍代理的非清算交易商最低资本要求为 50 万港元。</p> <p>2) 可变要求流动资本 (VRLC) =5%*(调整后负债+客户未平仓期货/期权头寸的初始保证金要求)。</p>	
新加坡	<p>MAS Securities and Futures Act 规定, 对于期货经纪商 (非纯渠道商) 而言, 经调整后合格资本净额或净调整总行净资产 >=总风险要求*100%, 预警线为 120%。总风险要求为操作风险要求、交易对手风险要求、头寸风险要求和大额风险暴露要求加总:</p> <p>1) 操作风险要求: Max (5%*近 3 年平均收入, 10 万新元)。</p> <p>2) 交易对手风险要求: 针对场内期货/清算保证金正常账户, 敞口=3%*交易对手未平仓合约的维持保证金; 针对逾期追保, 敞口=6%*交易对手未平仓合约的维持保证金+100%*保证金缺口; 针对未缴追加保证金账户净值为负, 敞口=100*负资产金额。交易对手风险要求为前述敞口要求之和。</p> <p>3) 头寸风险要求 (以商品为例): 如果采用商品标准法, 风险要求=15%*净头寸+3%*总头寸; 针对场内交易品种, 可采用商品保证金法, 风险要求=2*经认可交易所保证金要求 (如果为其他交易所, 系数为 3)。此外, 存在商品对冲法、商品期限阶梯法等多种计算方法。</p> <p>4) 大额风险暴露要求: 当单一交易对手敞口 >=经调整后合格资本净额*20%时, 需额外计提大额暴露风险。</p>	~30 倍

资料来源: SEC、SFC、MAS、招商证券

四、境内经纪基本盘夯实, 创新业务方兴未艾

1、境内经纪市占率稳步向上, 业务基本盘持续夯实

机构客户打底, 境内经纪市占率稳步上行。面对期货经纪同质化竞争加剧的市场环境, 公司主动求变, 以打造高质量流量入口为目标, 聚焦机构化、产业化导向, 通过策略优化, 激励赋能与品牌矩阵构建, 持续筑牢发展根基。从客户结构看, 2022-2024 年公司企业及金融机构登记数 CAGR 为 13%, 显著快于零售客户登记数 CAGR (7%); 从客户权益组成看, 截至 2025H1, 公司企业及金融机构客户权益合计 203 亿, 占比达 74%, 较之 2022 年+8.4pct。公司期货经纪市占率于 2021 年触底后逐年抬升, 2025 年市占率为 1.4%, 超过永安期货。

表 9: 2022-2024 年, 企业及金融机构客户数复合增速快于零售客户

境内期货经纪登记客户数	2022	2023	2024	2025H1	2022-2024 年 CAGR
零售客户	102,391	111,665	117,184	119,798	7%
企业及金融机构	5,406	6,160	6,859	7,151	13%
其中:					
企业登记客户数	4,266	4,672	5,089	5,279	9%
金融机构客户数	1,140	1,488	1,770	1,872	25%
合计	107,797	117,825	124,043	126,949	7%

资料来源: 公司公告、招商证券

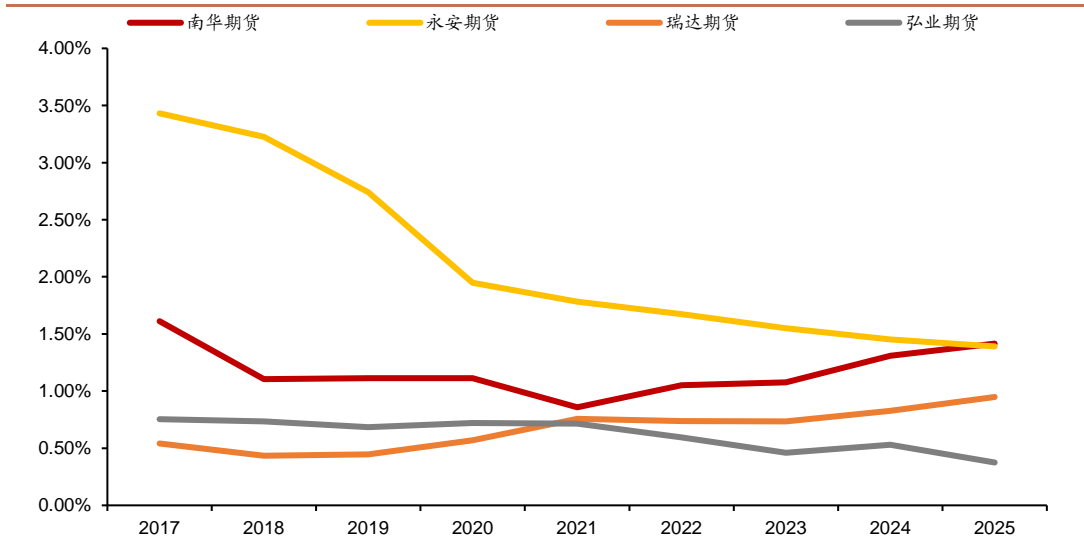
表 10: 2025H1 机构客户和零售客户权益占比分别为 74%和 26%

客户权益 (单位: 亿元)	2022	2023	2024H1	2024H2	2025H1
境内经纪客户权益金额	191	212	258	316	273

其中:					
零售客户	65	71	68	67	71
占比	34.03%	33.49%	26.36%	21.20%	26.01%
企业及金融机构	126	141	190	249	203
占比	65.97%	66.51%	73.64%	78.80%	74.36%

资料来源：公司公告、招商证券

图 17：2021 年后，南华期货经纪市占率企稳回升

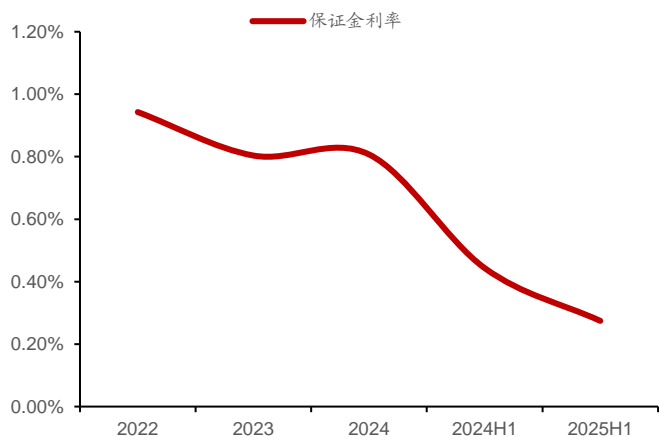


资料来源：Wind、招商证券

短期视角下，保证金利率和交易手续费多数利空均已落地，期货“反内卷”或缓解交易手续费下滑速度。保证金利率方面，2024 年底《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》公布，明确金融基础设施机构活期存款参考 0.35% 的超额存款准备金利率定价，其他非银活期存款参考 1.4% 的 7 天 OMO 逆回购利率确定，期货公司客户保证金利率明显下滑，2025H1 公司境内保证金利率为 0.27%，较 24 年-0.53pct；但伴随境内利率已经行至低位，自律管理机制已经落地，我们认为，短期内客户保证金利率不会再现此前过快下行的情况，低位波动为大概率事件。交易手续费方面，受市场费率竞争、交易所手续费减收政策调整和客户交易组合变化等影响，公司佣金费率从 2024H1 的万分之 0.265 下滑至 2025H1 的万分之 0.158，同比-40%。2024 年 10 月《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》（后称期货“国十条”）提出“取消对高频交易的手续费减收”，2025 年 1 月五大期货交易所公告修订期货结算相关规定和违规处理办法，明确“不得对交易所认定的高频交易者进行手续费减收”，相关利空政策正式落地；往后看，《期货公司经纪业务不正当竞争行为管理规则（征求意见稿）》出台或引导期货公司公平有序竞争，缓解交易手续费“内卷式”恶性竞争，交易手续费下滑趋势或有所趋缓。

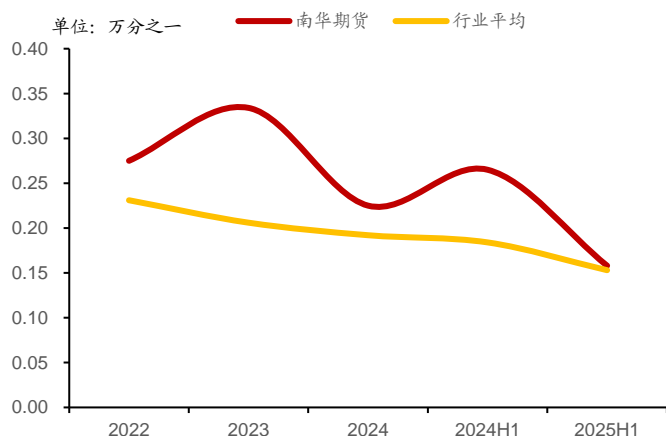
中长期视角下，“十五五”规划明确“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”，加之证监会主席吴清在 2025 年陆家嘴论坛上表示“将更多产品纳入外资交易范围”，期货市场将迎来政策支持红利期。在期货品种持续扩容、期货注册节奏较快和市场对外开放稳步推进的良好预期下，期货市场资金供给和交易活跃度有望“更上一层楼”，境内期货业务有望实现“以量补价”。

图 18: 2025H1 公司境内保证金利率为 0.27%，较 24 年 -0.53pct



资料来源：公司公告、招商证券

图 19: 2025H1 南华期货佣金费率同比-40%，总体高于行业水平



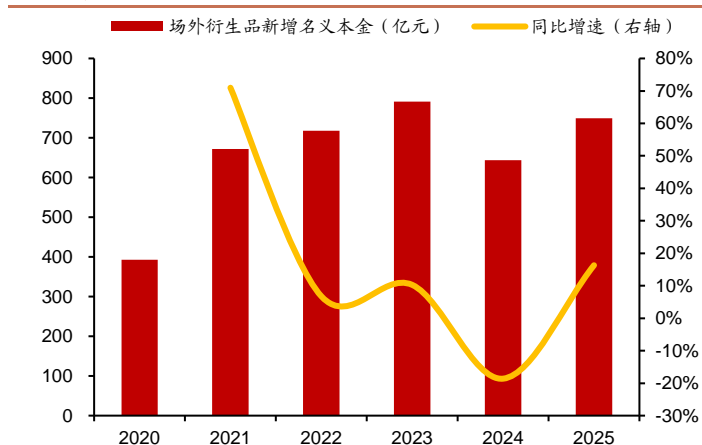
资料来源：公司公告、招商证券

2、合规先行，风险管理平稳向好

公司坚持“合规先行、聚焦主业”总基调，推动风险管理业务稳健扩张。在场外衍生品方面，2025 年公司推进跨境收益互换业务发展为企业境内外联动套保，利用南华商品指数探索掉期交易和场外期权交易，“保险+期货”业务有序推进；2025 年公司场外衍生品累计新增名义本金达 749 亿。在基差贸易方面，公司聚焦结构优化和风险控制，面对传统客户信用风险上升态势，公司主动压缩现货交易规模，转向聚焦新品种落地和潜力品种培养；同时公司通过升级风控系统和 EPR 系统，严控对手方信用风险，2025 年未发生重大风险事件。在做市方面，面对行业政策调整和市场竞争加剧等挑战，公司引进由 IT 及交易领域经验丰富的合资格人员组成的做市团队，持续优化策略、制度和人员等措施，提升做市能力和运营效率；2025H1 公司做市交易额为 2006 亿，同比+139%。

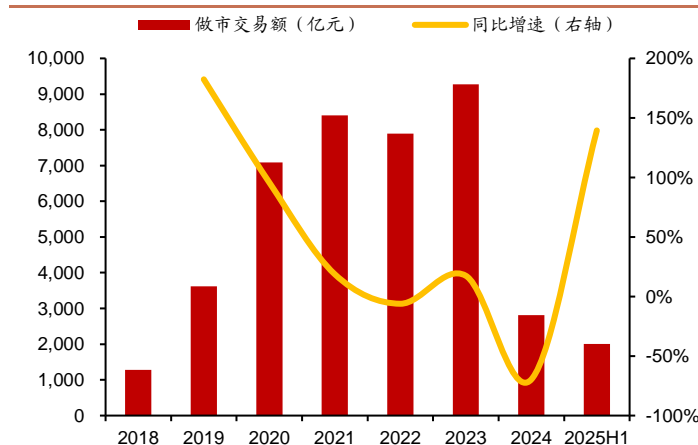
我们认为，长期以来，南华期货始终立足风险管理、深度服务产业客户，形成了“经纪业务引流-研究所提供定制化的套期保值交易风控和决策体系服务-南华资本设计开发针对产业链的风险对冲工具满足客户套保需求”的业务闭环，积累了批量高忠诚度的产业客户。而期货“国十条”从提升企业套期保值交易制度环境、降低企业套期保值成本、鼓励期货公司更好服务实体经济提供优质衍生品综合服务等多方面入手，以期打通实体企业参与期货市场的堵点、提升产业客户参与度。南华期货有望优先受益于企业客户渗透率的提升、推动风险管理业务盈利能力稳中向好。

图 20: 2025 年南华期货衍生品业务新增名义本金为 749 亿, 同比+16%



资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: 2025H1 南华期货做市交易额为 2006 亿, 同比+139%



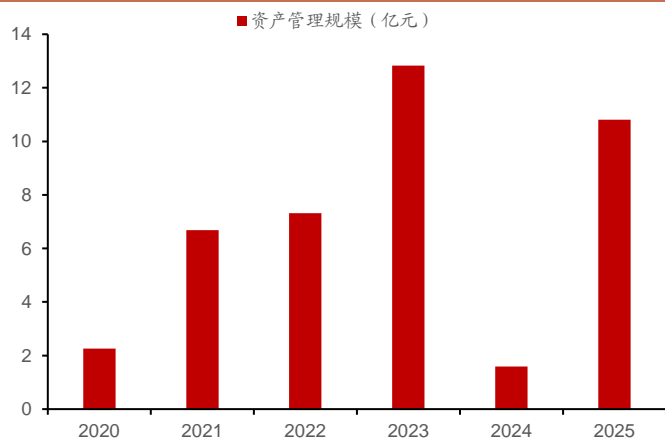
资料来源: 公司公告、招商证券

3、财富管理仍处战略投入阶段

财富管理是公司重点发展业务，2025 年板块营业利润虽仍未转正，但业务规模均迎来突破。在资产管理方面，2024 年公司着手清退债券相关业务并聚焦商品、期货及衍生品，导致 2024 年资产管理规模下滑至 1.6 亿；进入 2025 年，公司充分利用南华商品指数这张特色名片，持续强化主动管理能力，发展 CTA 策略精准贴合市场趋势，并拓展与银行理财子和信托等机构客户的合作，实现资管规模的高速增长，2025 年末公司资管规模为 11 亿，逼近 2023 年峰值水平。在公募基金方面，公司实施费用管控和精细化管理并行的经营趋势，不断完善产品结构，实现业务有序发展和规模稳步提升，2025 年末南华基金公募 AUM 为 191 亿，同比+29%。在基金代销方面，公司完善白名单制度，优化第三方产品筛选机制，强化自有产品推广，并提升销售激励机制，以提升客户粘性、品牌认可度和代销规模稳步增长。2025 年，在市场景气度加持和公司努力奋进之下，公司实现代销金额 3.4 亿，同比回正。

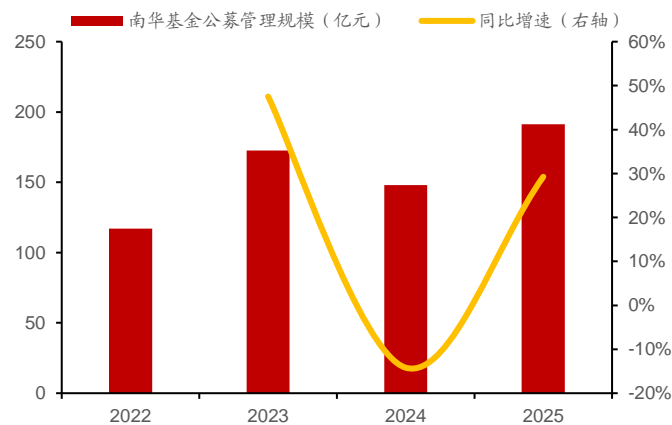
往后看，在居民财富配置结构重塑的时代背景下，公司依托公募基金、资产管理和基金代销三块牌照，发挥期货及衍生品的专业优势，财富管理各板块规模有望持续性增长，实现规模效应覆盖许可、合规及 IT 基础设施等固定成本，为公司培育新的利润增长点。

图 22: 2025 年南华期货资产规模为 11 亿, 逼近 2023 年峰值水平



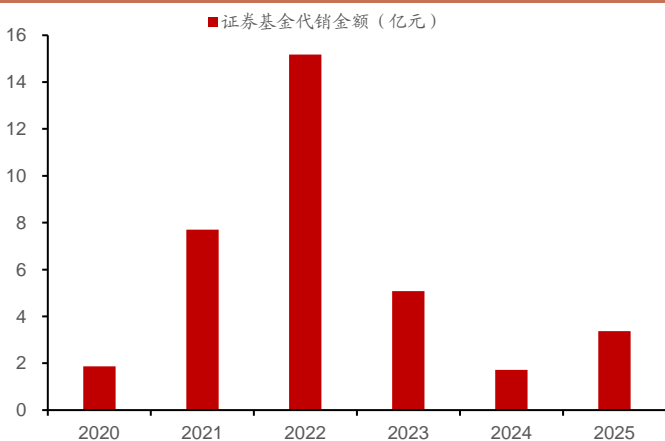
资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 2025 年南华基金公募 AUM 为 191 亿, 同比+29%



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 2025 年南华期货证券基金代销金额为 3.37 亿, 同比转正



资料来源: 公司公告、招商证券

五、盈利预测和投资建议

1、盈利预测

我们给定以下关键假设:

1、手续费及佣金收入: 基于公司期货交易市占率、客户权益增速和客户权益转换率进行预测。我们假设, 2026-2028 年公司境内经纪市占率由 1.46% 稳步提升至 1.50%, 客户权益从 730 亿增长至 929 亿、CAGR 为 13%, 境内客户权益转换率受期货交易佣金费率压力影响由 0.70% 下滑至 0.65%, 境外客户权益转换率受利率环境影响保守估计从 2.0% 下滑至 1.8%。综合看, 2026-2028 年公司手续费及佣金净收入分别为 7.1/7.8/9.0 亿, 同比分别为 +18%/+9%/+15%。

2、利息净收入: 基于客户权益存款利率和利息支出占比进行预测。境内客户存款利率参考非银同业存款利率, 2026-2028 年预计从 0.44% 缓慢下滑至 0.41% (存在拟合系数, 故与公司披露数据存在差异); 境外客户存款利率参照美国联邦政策利率, 2026-2028 年预计从 3.22% 下滑至 2.99% (存在拟合系数, 故与实际联邦政策利率存在差异); 对应 2026-2028 年公司利息收入为 8.5/9.9/10.9 亿,

同比分别为+38%/+18%/+10%。参考历史利息支出占比，我们预计 2026-2028 年利息支出占比稳定在 6%，对应公司利息净收入分别为 7.9/9.3/10.3 亿，同比分别为+39%/+18%/+10%。

3、投资收益：基于公司交易性金融资产和投资收益率进行预测。预计 2026-2028 年公司交易性金融资产同比分别为 +15%/+5%/+5%；投资收益率分别为 4.5%/4.6%/4.7%；对应投资收益（投资净收益+公允价值变动损益）分别为 2.1/2.3/2.5 亿，同比分别为+35%/+12%/+7%。

4、管理费率及所得税率：预计 2026-2028 年公司管理费率维持在 54%，所得税率维持在 10.2%。

综合看，预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 18/21/23 亿，同比分别为 +32%/+13%/+11%；归母净利润分别为 6.8/7.8/8.7 亿，同比分别为 +40%/+14%/+12%。

表 11：南华期货利润表关键数据及预测值

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,247	1,354	1,388	1,837	2,077	2,313
同比	-8.45%	-78.32%	2.45%	32.39%	13.07%	11.37%
手续费及佣金净收入	612	542	606	714	779	895
同比	22.81%	-11.32%	11.65%	17.96%	9.11%	14.87%
利息净收入	545	682	572	794	934	1,027
同比	67.02%	25.01%	-16.05%	38.71%	17.65%	9.93%
投资收益	102	80	154	208	233	250
同比	23.78%	-21.07%	91.84%	34.91%	12.09%	7.28%
营业利润	487	518	550	758	863	965
同比	64.63%	6.46%	6.15%	37.81%	13.87%	11.89%
归母净利润	402	458	486	680	775	867
同比	63.32%	13.96%	6.18%	39.93%	13.87%	11.89%

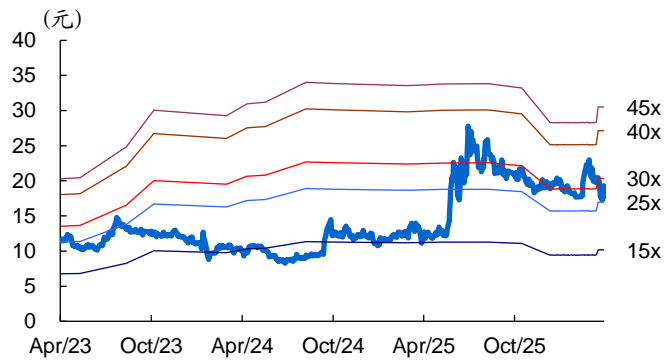
资料来源：公司公告、招商证券

2、投资建议

首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。作为期货行业老牌劲旅，南华期货长期走在行业前沿，创下多个“第一”：推出中国第一个商品指数“南华商品指数”、第一批出海的中资券商、第一个开展公募基金服务的期货公司。多个“第一”的背后离不开长期稳定的股权结构和股东战略支持，也离不开高管团队的长期稳定及其深刻的行业洞察力。业务层面，境外结算会员和交易会员资质的系统性布局筑牢了公司境外业务的先发优势；境内期货经纪聚焦产业化和机构化发展，市占率稳步提升；风险管理业务坚持“合规先行、聚焦主业”总基调，推动风险管理业

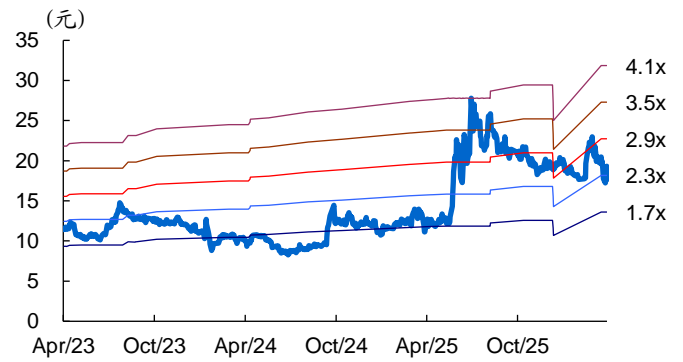
务稳健扩张；财富管理业务聚焦发挥期货及衍生品的专业优势，资产管理、公募基金和代销规模实现一定突破。往后看，伴随港股上市募集资金全部到位打开境外客户权益空间，境内“十五五”规划“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”红利逐步释放，公司有望筑牢“境外突破、境内筑基”的双轮驱动格局，盈利规模和经营质效有望同步提升。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.8/7.8/8.7 亿，同比分别为+40%/+14%/+12%。参考永安期货和瑞达期货两家可比公司估值，考虑南华期货境外牌照体系的高度稀缺性和业绩兑现确定性，我们给予公司 25-28 倍 PE，对应股价为 23.7-26.5 元，较 2026 年 4 月 10 日收盘价仍有 23%-37%涨幅空间，给予“强烈推荐”评级。

图 25: 南华期货历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 26: 南华期货历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

六、风险提示

- 1、全球金融市场流动性收紧：**伊朗局势推高油价或引发美国输入性通胀，预计美联储降息节奏放缓，甚至不排除重启加息的可能。美国经济滞胀乃至衰退的风险或导致全球流动性收紧，导致金融市场剧烈去杠杆，进而影响南华期货海外客户权益增长节奏和业绩兑现速度。
- 2、期货和衍生品市场剧烈波动：**期货和衍生品市场剧烈波动，会增加交易对手或客户穿仓风险和违约风险，降低交易对手方或客户的履约能力，可能对公司经营业绩和资金流动性产生不利影响。
- 3、监管政策发生变化：**期货及衍生品种注册节奏放缓、创新不及预期和手续费减收政策调整，均会冲击期货市场交易活跃度，影响公司盈利能力。
- 4、境内外合规风险上行：**政策法规调整，或造成公司业务面临调查、处罚或受限；同时，极端情况下，境外子公司面临政治审查或制裁风险。

附：财务预测表

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,354	1,388	1,837	2,077	2,313
手续费及佣金净收入	542	606	714	779	895
利息净收入	682	572	794	934	1,027
利息收入	726	611	845	994	1,092
减：利息支出	44	38	51	60	66
投资净收益	104	116	156	175	188
公允价值变动净收益	-24	38	52	58	62
其他业务收入	59	60	121	130	141
营业支出	836	838	1,079	1,214	1,348
管理费用	730	755	980	1,109	1,235
其他业务成本	31	12	77	82	87
营业利润	518	550	758	863	965
利润总额	522	545	758	863	965
减：所得税	64	59	77	88	98
净利润	458	487	680	775	867
归属于母公司所有者的净利润	458	486	680	775	867
EPS (元)	0.75	0.68	0.95	1.08	1.21

资料来源：公司数据、招商证券

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	33,825	40,340	50,069	56,598	63,656
其中：期货保证金存款	31,311	36,947	47,768	53,997	60,730
结算备付金	29	24	29	33	37
应收货币保证金	10,596	18,073	23,366	26,413	29,707
应收质押保证金	900	1,475	1,907	2,156	2,425
交易性金融资产	2,378	4,302	4,947	5,194	5,454
其他资产	1,135	1,259	2,543	2,720	2,925
资产合计	48,863	65,473	82,861	93,116	104,203
应付货币保证金	41,468	55,575	71,852	81,222	91,350
应付质押保证金	900	1,475	1,907	2,156	2,425
交易性金融负债	113	96	111	116	122
代理买卖证券款	229	141	175	197	222
其他负债	2,029	2,580	2,657	2,737	2,819
负债合计	44,739	59,867	76,701	86,428	96,937
股本	610	718	718	718	718
资本公积	1,191	2,183	2,183	2,183	2,183
减：库存股	50	50	50	50	50
其他综合收益	90	30	30	30	30
盈余公积	142	147	205	234	262
一般风险准备	186	196	274	312	349
未分配利润	1,947	2,372	2,790	3,251	3,765
归属于母公司所有者权益	4,115	5,596	6,150	6,677	7,256
少数股东权益	10	10	10	10	10
所有者权益	4,125	5,606	6,160	6,687	7,266
负债及股东权益合计	48,863	65,473	82,861	93,116	104,203

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。