

证券 III

长城证券 (002939.SZ)

增持-A(维持)

聚焦“产业券商+一流投行”，业绩创历史新高

2026年4月23日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年4月22日

收盘价(元/股):	9.07
年内最高/最低(元/股):	14.07/7.51
流通A股/总股本(亿股):	36.03/40.34
流通A股市值(亿元):	326.76
总市值(亿元):	365.92

基础数据：2025年12月31日

基本每股收益(元/股):	0.58
摊薄每股收益(元/股):	0.58
每股净资产(元/股):	8.02
净资产收益率(%):	7.27

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

事件描述

➢ 公司发布 2025 年年报，实现营业收入 51.96 亿元，同比增长 29.24%，归母净利润 23.52 亿元，同比增长 48.86%，加权平均 ROE7.58%，同比增加 2.20pct。

事件点评

➢ **各业务线全线增长，盈利弹性释放。**投资业务为收入基石，贡献 24.3 亿元(+13.5%)；利息净收入增幅最大，达 3.15 亿元(+264.3%)，主要因利息支出减少；财富管理、投行、资管业务收入分别增长 28.7%、25.1%、40.2%。

➢ **“产业券商”定位清晰，产融协同深化。**公司坚定走“产业券商+一流投行”的特色化发展道路，依托股东华能集团的产业背景，将产融协同升级至 2.0 版本。报告期内，成功服务华能水电定增、参与中国铝业 IPO 战略配售，并助力国家电投、中核集团等央企发行多期创新债券，在绿色金融、科技创新债券等领域实现多项“首单”突破。同时强化产业研究，打造以能源产业链为特色的研究队伍，为战略客户提供前瞻性支持。

➢ **构建全方位大财富管理生态。**通过全渠道获客、深化信用业务、构建 ETF 生态、强化产品代销及升级投顾服务等举措，全面推进转型升级。2025 年新增客户+51%，实现经纪业务手续费净收入 11.29 亿元，同比提升 28.65%。构建公司级 ETF 生态圈，实现 ETF 券结、ETF 托管等多项业务突破，ETF 首发销量同比增长 148%，ETF 投顾产品保有规模同比增长 11%。以固收、券结等产品为重点打造“安全”代销品牌，并重点布局“投顾+ETF”模式，成功培育“财富长城”投顾品牌，推动投资咨询收入实现翻倍增长。

➢ **调整资产配置结构，权益业务稳健布局。**固定收益业务主动调整持仓结构，中性策略贡献显著增加，并把握了转债与 REITs 行情，做市业务量进入行业前 1/4 梯队。量化投资与 OTC 业务围绕权益中性策略、多元资产策略、绝对收益型 FOF 策略、场外衍生品业务、基金做市业务和高股息策略六大主线开展业务，灵活捕捉市场机会。同时，加大 OCI 类资产布局力度，债权 OCI 增长 69.19%达 60.28 亿元，权益 OCI 增长 52.35%达 50.49 亿元。权益投资业务持续完善稳健投资体系，在市场回暖背景下实现超额收益。

➢ **投行评级领先，参股公募表现亮眼。**2025 年公司承销规模 22.85 亿元，并取得“非金融企业债务融资工具主承销业务”资格，进一步拓展债券业务规模，银行间产品承销规模 345.27 亿元，同比增长 246.69%，位居行业第 14 名。连续三年获评证券公司投行业务质量 A 类评价，为业内仅三家之一。资管业务方面，景顺长城基金管理规模 9,264 亿元，非货基金规模排名重回行



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

执业登记编码: S0760518030001

电话: 0351-8686900

邮箱: suntiantian@sxzq.com

业前 10。长城资管主动管理产品规模增长至 182.26 亿元。

### 投资建议

➤ 公司业绩全面改善，持续加码权益布局，差异化优势显著，随着“产业券商+一流投行”战略的持续落实，公司有望在行业格局中巩固其独特地位，实现长期稳健发展。预计公司 2026 年-2028 年分别实现营业收入 58.39 亿元、61.50 亿元、65.48 亿元。归母净利润 27.34 亿元、29.11 亿元和 31.39 亿元，增长 16.26%、6.46%和 7.84%；PB 分别为 1.08 /0.99/0.93，维持“增持-A”评级。

### 风险提示

- 金融市场大幅波动风险。金融市场波动率加大可能导致自营投资收入及持仓资产的公允价值减少，从而降低业绩表现。
- 业务推进不及预期风险。公司在财富管理转型、资产管理子公司展业过程中可能存在业务推进不达预期风险。
- 公司出现较大风险事件。“国九条”下，防风险强监管促高质量发展成为资本市场主线，券商经营过程中的合规疏漏可能导致业务开展停滞，从而影响业绩表现。

### 财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	40.20	51.96	58.39	61.50	65.48
YoY(%)	0.73%	29.24%	12.38%	5.32%	6.48%
归母净利润(亿元)	15.80	23.52	27.34	29.11	31.39
YoY(%)	9.82%	48.86%	16.26%	6.46%	7.84%
ROE(%)	5.18%	7.27%	7.95%	7.77%	7.83%
EPS(元)	0.39	0.58	0.68	0.72	0.78
EVPS(元)	7.44	7.90	8.38	9.13	9.76
P/E(倍)	23.16	15.56	13.38	12.57	11.66
P/B(倍)	1.22	1.15	1.08	0.99	0.93

资料来源：常闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(亿元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(亿元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	241.01	282.88	325.31	357.84	393.63	营业收入	40.20	51.96	58.39	61.50	65.48
现金及存放央行款项	-	-	-	-	-	手续费及佣金净收入	12.09	16.34	22.95	24.53	26.02
结算备付金	60.94	82.89	89.52	96.68	106.34	其中：代理买卖证券业务净收入	8.78	11.29	18.11	19.43	20.55
发放贷款和垫款	-	-	-	-	-	证券承销业务净收入	2.64	3.30	4.09	4.30	4.78
存放同业款项	-	-	-	-	-	受托客户资产管理业务净收入	0.34	0.48	0.75	0.81	0.70
融出资金	236.28	278.89	292.83	307.47	322.85	利息净收入	0.87	3.15	4.27	3.84	4.23
交易性金融资产	572.17	566.90	595.24	625.01	656.26	投资净收益	27.91	21.70	31.02	33.02	35.12
衍生金融资产	1.31	1.04	1.09	1.14	1.17	营业支出	22.20	24.61	21.92	22.56	23.58
买入返售金融资产	21.95	9.97	10.47	11.00	11.22	税金及附加	0.25	0.25	-	-	-
存出保证金	58.07	80.80	92.92	106.86	115.41	管理费用	22.17	24.18	-	-	-
长期股权投资	29.03	33.81	37.19	40.91	43.48	营业利润	18.00	27.35	36.47	38.93	41.91
固定资产	1.35	1.30	1.37	1.39	1.42	加：营业外收入	0.02	0.02	-	-	-
无形资产	1.22	1.03	1.09	1.13	1.16	减：营业外支出	0.06	0.13	-	-	-
<b>资产总计</b>	<b>1,232.56</b>	<b>1,349.90</b>	<b>1,458.02</b>	<b>1,560.79</b>	<b>1,664.60</b>	利润总额	17.96	27.24	36.47	38.93	41.91
向中央银行借款	-	-	-	-	-	减：所得税	2.03	3.72	9.12	9.73	10.48
同业及其他金融机构存放款	-	-	-	-	-	净利润	15.93	23.52	27.35	29.20	31.43
应付短期融资款	81.51	89.76	96.94	106.64	117.30	减：少数股东损益	0.14	0.01	0.01	0.09	0.04
吸收存款	-	-	-	-	-	归属于母公司所有者的净利润	15.80	23.52	27.34	29.11	31.39
拆入资金	43.75	35.06	36.82	40.13	43.34						
交易性金融负债	18.13	11.84	12.43	13.55	14.77	<b>财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
衍生金融负债	2.97	2.02	2.12	2.33	2.54	净利润率	39.64%	45.28%	46.84%	47.48%	48.00%
卖出回购金融资产款	178.75	178.66	187.59	196.97	206.82	ROA	1.28%	1.74%	1.88%	1.86%	1.89%
代理买卖证券款	310.04	385.12	423.63	465.99	512.59	ROE	5.18%	7.27%	7.95%	7.77%	7.83%
应付债券	264.07	293.73	323.10	326.33	329.59	EPS(元)	0.39	0.58	0.68	0.72	0.78
长期借款	-	-	-	-	-	BVPS(元)	7.44	7.90	8.38	9.13	9.76
<b>负债总计</b>	<b>927.66</b>	<b>1,026.22</b>	<b>1,114.02</b>	<b>1,186.13</b>	<b>1,263.96</b>	PE(X)	23.16	15.56	13.38	12.57	11.66
<b>所有者权益合计</b>	<b>304.90</b>	<b>323.68</b>	<b>344.00</b>	<b>374.67</b>	<b>400.64</b>	PB(X)	1.22	1.15	1.08	0.99	0.93
股本	40.34	40.34	40.34	40.34	40.34	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	4.93	4.91	5.98	6.35	6.88	分红比率	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合	299.97	318.76	338.02	368.32	393.76	<b>资产充足率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>资产质量</b>						风险加权资产	-	-	-	-	-
不良贷款率	-	-	-	-	-	资本充足率	-	-	-	-	-
正常类	-	-	-	-	-	一级资本充足率	-	-	-	-	-
关注类	-	-	-	-	-	核心一级资本充足率	-	-	-	-	-
次级类	-	-	-	-	-	资产负债率	-	-	-	-	-
拨备覆盖率	-	-	-	-	-	负债权益比	-	-	-	-	-
生息资产	-	-	-	-	-						
计息负债	-	-	-	-	-						
净息差	-	-	-	-	-						

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

