

买入

2026年5月5日

投行强势复苏，盈利能力显著提升

- 业绩表现亮眼，盈利释放超预期：**公司 2026 年首季交出超预期成绩单，期内实现营收 88.25 亿元，同比增幅达+54.26%，环比亦增长+14.3%；归母净利润录得 35.77 亿元，同比飙升+75.19%，环比增长+11.0%，整体落在业绩预告区间的中上沿。利润增速大幅领跑收入增速，反映出公司经营杠杆效应凸显，加之投行等高弹性业务板块贡献突出。受此驱动，公司年化加权平均 ROE 同比提升 5.5 个百分点至 13.4%。
- 扩表势头不减，杠杆运用领跑同业：**公司延续资产扩张步伐，一季度末总资产规模攀升至 8,698 亿元，较年初增长+11.1%，彰显资本实力与业务拓展决心。杠杆策略方面，公司维持行业顶尖水平：季度末经营杠杆为 5.37 倍，较年初小幅抬升 0.02 倍，仍稳居行业第一。资产运营效率持续优化，金融资产规模较年初增长+6.5%至 4,544 亿元，其中 OCI 资产增长+7.2%，权益类与固收类资产分别扩张+10.6%和+6.8%。
- 投行引擎轰鸣，多轮驱动复苏：**各业务线齐头并进，呈现全面复苏态势：经纪业务净收入 20.05 亿元，同比增长+54.5%，一季度 A 股日均成交额同比大增+79%，市场活跃度回暖为主要推手；投行业务净收入 15.45 亿元，同比暴涨+283%，成为最大亮点。26Q1 公司境内外 IPO 承销均占据鳌头，A 股 IPO 承销规模行业居首，港股 IPO 承销市占率 28.7%，遥遥领先。资管业务净收入 3.97 亿元，同比增长+28.9%，延续稳健态势；自营投资收入 40.16 亿元，同比增长+11.0%，作为核心收入来源，策略稳健，市场波动影响有限。利息净收入实现 1.08 亿元，成功扭亏，融资融券等信用业务利息收入增加是主因。
- 目标价 30.89 港元，买入评级：**基于各业务全面向好，尤其是投行强劲反弹与财富管理转型深化，我们上调公司盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 128.4/156.5/183.1 亿元，对应 EPS 为 2.5/3.0/3.5 元。参照同业估值，考虑到公司作为行业头部券商，同时具备卓越的盈利能力以及未来成长的确定性，给予 2026 年 1.3 倍 PB，对应目标价 30.89 元，距离当前股价具有+52.5%的潜在上涨空间，维持“买入”评级。
- 重要风险：**1) 资本市场大幅波动风险；2) 政策监管风险；3) 经营与改革风险；4) 并购整合进度不及预期。

黎航荣
wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2522 2101

主要数据

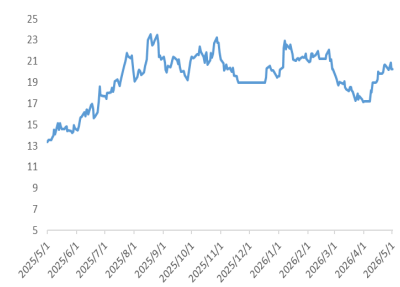
行业	券商/非银
股价	20.22 港元
目标价	30.89 港元 (+52.8%)
股票代码	3908
港股股本	19.04 亿股
港股市值	384.93 亿港元
52 周高/低	24.22/13.06 港元
每股净资产	21.27 元
主要股东	中央汇金 (40.11%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2024历史	2025历史	2026预测	2027预测	2028预测
营业收入(百万元)	21,333.4	28,481.1	35,920.9	43,278.4	50,056.1
变动(%)	-7.2%	33.5%	26.1%	20.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	5,694.3	9,790.5	12,839.7	15,650.9	18,311.5
变动(%)	-7.5%	71.9%	31.1%	21.9%	17.0%
基本每股收益(元)	1.0	1.9	2.5	3.0	3.5
市盈率@20.22港元(倍)	17.1	9.5	7.2	5.9	5.1
每股股息(元)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
股息现价比 (%)	0.5%	1.3%	1.7%	2.1%	2.4%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表					财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
营业收入	21,333	28,481	35,921	43,278	50,056	盈利能力和				
手续费及佣金净收入	10,852	15,175	21,178	27,278	32,914	营业利润率	32.1%	40.7%	42.4%	42.9%
利息净收入	(1,390)	(1,038)	(1,007)	(926)	(898)	利润率	31.9%	41.1%	42.8%	43.3%
投资净收益	13,268	13,877	14,571	15,737	16,838	净利润率	26.6%	34.4%	35.8%	36.2%
营业支出	14,481	16,876	20,696	24,718	28,339	归母净利润率	26.7%	34.4%	35.7%	36.2%
营业税金及附加	80	130	164	198	229	ROE	5%	8%	10%	12%
管理费用	14,302	16,420	20,529	24,518	28,107	ROA	1%	1%	2%	2%
营业利润	6,853	11,605	15,225	18,560	21,717	每股指标				
加: 营业外收入	2	180	227	274	316	EPS	1.0	1.9	2.5	3.0
利润总额	6,805	11,713	15,361	18,724	21,907	BPS	19.2	20.7	20.9	21.6
减: 所得税	1,131	1,912	2,508	3,057	3,577	分红统计				
净利润	5,674	9,800	12,853	15,667	18,330	每10股股息	0.9	2.3	3.0	3.7
减: 少数股东损益	(20)	10	13	16	18	财务状况				
归属于母公司所有者的净利润	5,694	9,791	12,840	15,651	18,312	资本负债率	83%	84%	86%	87%
						权益乘数	5.8	6.3	6.9	7.8
同比增速(%)										
营业收入	-7.2%	33.5%	26.1%	20.5%	15.7%					
营业利润	-3.1%	69.3%	31.2%	21.9%	17.0%					
归母净利润	-7.5%	71.9%	31.1%	21.9%	17.0%					
资产负债表					现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
货币资金	128,501	149,702	186,707	234,924	299,501	净利润	5,674	9,800	12,853	15,667
结算备付金	28,474	33,137	38,563	42,949	47,835	折旧与摊销	875	912	848	878
融出资金	43,482	65,854	99,737	149,606	224,409	财务费用	0	0	0	0
衍生金融资产	16,467	12,718	12,905	12,164	12,030	投资损失	(265)	(1,203)	(601)	(690)
买入返售金融资产	22,711	22,419	21,684	22,271	22,125	递延所得税	0	0	0	0
金融投资	371,741	426,715	450,861	477,523	492,819	经营性应收项目的减少	(13,989)	(31,898)	4,598	(1,816)
长期股权投资	1,006	983	961	950	942	经营性应付项目的增加	25,798	67,157	10,159	10,485
投资性房地产	14	11	11	12	12	经营活动产生的现金流量净额	41,874	71,076	50,863	48,889
固定资产	1,007	1,957	1,346	1,437	1,580	收回投资收到的现金	166,266	186,259	157,860	170,128
资产总计	674,716	782,826	874,363	1,005,378	1,165,840	取得投资收益收到的现金	1,969	3,049	2,308	2,442
短期借款	0	0	0	0	0	投资活动现金流入小计	168,239	189,453	160,172	172,574
交易性金融负债	27,772	38,945	38,565	42,005	42,814	投资活动现金流出小计	192,553	225,167	179,535	199,085
衍生金融负债	11,422	18,119	21,540	25,560	27,959	投资活动产生的现金流量净额	(24,313)	(35,714)	(19,363)	(26,511)
卖出回购金融资产款	94,562	112,570	130,413	141,783	150,451	筹资活动现金流入小计	91,411	84,781	46,057	46,242
代理买卖证券款	100,668	130,105	146,839	162,091	171,506	筹资活动现金流出小计	99,808	93,222	43,144	38,424
负债合计	559,094	658,438	748,545	875,788	1,033,054	筹资活动产生的现金流量净额	(8,398)	(8,441)	2,913	7,819
股本	4,827	4,827	4,827	4,827	4,827	现金及现金等价物净增加额	9,311	25,978	34,413	30,197
减: 库存股	0	0	0	0	0	期初现金及现金等价物余额	145,771	155,082	181,059	215,473
归属于母公司所有者权益合计	115,348	122,058	123,487	127,259	130,454	期末现金及现金等价物余额	155,082	181,059	215,473	245,670
少数股东权益	274	2,331	2,331	2,331	2,331					
所有者权益合计	115,622	124,388	125,818	129,590	132,785					
负债及股东权益总计	674,716	782,826	874,363	1,005,378	1,165,840					

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。