

2026年06月04日

南华期货 (603093.SH)

——境外业务或驱动财务数据高增长

投资评级：买入（首次）

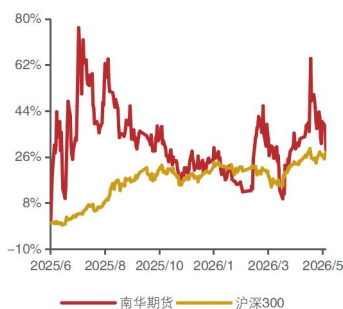
投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年06月03日

收盘价(元)	20.26
一年内最高/最低(元)	28.69/16.65
总市值(百万元)	14,541.11
流通市值(百万元)	14,541.11
总股本(百万股)	717.72
资产负债率(%)	92.62
每股净资产(元/股)	8.02

资料来源：聚源数据

➤ **以境外业务为核心的综合性期货公司。**南华期货是一家综合排名靠前的期货公司，业务范围遍及亚洲、北美及欧洲，提供全天候跨市场交易服务，以2024年境外收入计，公司在中国所有期货公司中排名第1。公司主营业务为期货经纪、风险管理、财富管理和境外金融服务四部分，近年来，境外金融业务已经成为公司主要盈利来源，2025年横华国际（公司境外经营主体）净利润在公司整体中占比约95%。2026Q1公司经营情况向好，营业收入和归母净利润分别为4.33亿元和2.05亿元，同比分别增长60.66%和138.82%，加权平均ROE同比提升1.54pct至3.61%。

➤ **我们认为，公司未来境外业务发展动力和增长空间主要在：**

实体企业出海或带来业务增量，全球牌照布局强化公司竞争优势。2020–2025年，中国对外全行业直接投资金额CAGR达6.32%，随着越来越多中国企业积极实施“走出去”战略，利用衍生品工具进行风险管理成为重要配套需求，我们认为，中资企业对资金和信息安全要求较高，南华期货作为中资期货公司有望更好承接中资企业境外衍生品交易需求。近年来，公司境外客户权益持续增长，截至2025年末达到233亿港元，2020–2025年的CAGR为34%。我们认为公司的境外业务主要有以下三方面竞争优势：1）海外覆盖的区域全，覆盖亚洲、北美、欧洲三大时区；2）拥有全球主流交易所的会员资质和清算牌照；3）客户结构较优，中资机构客户占比高。

港股IPO+海外利润留存或有助于增强境外资本实力。公司于2025年12月完成港股IPO，募集资金12亿港元将全部用于增资境外子公司横华国际，叠加后续经营利润的留存，南华期货海外资本实力有望实现较快增长，或能带动公司境外客户权益承载能力大幅提升。

美联储年内或难降息，预计公司海外资产生息率有望维稳。2022–2025年，公司净利息收入在境外金融服务中占比分别为57.6%、69.6%、75.2%和55.2%，是境外业务收入的主要来源，美联储3月FOMC会议目标利率点阵图和FOMC纪要显示美联储政策利率降息概率或有所下降，或有利于公司境外客户资金生息率进一步维稳。

境外期货手续费率较为稳定。公司近年来境外期货交易费率企稳，根据我们测算，2023–2025H1，公司境外期货交易佣金率0.00034%、0.00030%、0.00033%，我们认为，海外业务竞争格局相对更优，或有利于支撑手续费率维稳。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司2026–2028年归母净利润分别为6.89/8.99/11.10亿元，同比增速分别为41.8%/30.5%/23.4%，当前股价对应的PE分别为21.1/16.2/13.1。我们选取瑞达期货、永安期货、Stone X为可比公司，2026年瑞达期货和永安期货可比公司平均PE为17.53倍，截至2026财年年报数据，Stone X的PE(TTM)为17.6倍。我们看好公司在中资企业“走出去”的浪潮下，利用全球牌照优势实现利润兑现转化，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示。**境外期货客户权益增长不达预期，美联储货币政策风险，境内期货行业

竞争加剧风险。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1323.44	1387.51	1819.26	2142.11	2471.03
同比增长率 (%)	3.6%	4.8%	31.1%	17.7%	15.4%
归母净利润 (百万元)	457.97	486.26	689.33	899.49	1109.97
同比增长率 (%)	14.0%	6.2%	41.8%	30.5%	23.4%
每股收益 (元/股)	0.75	0.80	0.96	1.25	1.55
ROE (%)	11.7%	11.3%	12.3%	13.6%	14.8%
市盈率 (P/E)	27.0	25.3	21.1	16.2	13.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

备注：表格中的营收为净额法计算口径

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 6.89/8.99/11.10 亿元，同比增速分别为 41.8%/30.5%/23.4%，当前股价对应的 PE 分别为 21.1/16.2/13.1。我们选取瑞达期货、永安期货、Stone X 作为可比公司，2026 年瑞达期货、永安期货平均 PE 为 17.53 倍，截至 2026 财年年报数据，Stone X 的 PE (TTM) 为 17.6 倍。由于南华期货 2024 年境外业务收入行业第一，2026 年公司境外期货业务或将受益于客户权益天花板提升和美联储降息概率下降，我们看好公司在中资企业“走出去”的浪潮下，利用全球牌照优势加速向客户权益扩张和利润兑现转化，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

境外业务方面，1) 净利息收入方面，我们假设 2026–2028 年境外客户权益分别同比增长 50%/30%/20%；2026 年美联储年内或难降息，我们假设境外资产产生息利率同比将有所企稳回升，假设 2026–2028 年公司境外生息率分别为 2.75%、2.65%、2.60%，预计 2026–2028 年对应净利息收入分别为 6.92/9.20/11.22 亿元。2) 手续费净收入方面，我们假设 2026–2028 年境外交易额分别同比增加 45%/20%/20%，预计境外费率维持稳定，预计 2026–2028 年对应佣金及手续费净收入分别为 3.00/3.53/4.20 亿元。

境内业务方面，1) 净利息收入方面，2025 年末公司境内期货经纪业务客户权益达 389.82 亿元，我们假设 2026–2028 年境内客户权益增速分别为 30%/10%/8%，境内资产产生息率分别为 0.35%/0.32%/0.30%，预计 2026–2028 年境内业务净利息收入分别达 1.58/1.69/1.75 亿元。2) 手续费净收入方面，我们假设 2026–2028 年经纪佣金费率分别为 0.11/0.09/0.08 个基点，假设 2026–2028 年境内期货业务交易额分别同比增长 40%/8%/5%，预计境内业务手续费净收入分别为 3.12/2.70/2.61 亿元。

投资逻辑要点

2025 年横华国际 (公司境外经营主体) 净利润在公司整体中占比约 95%。我们认为，公司未来境外业务发展动力和增长空间主要在：1、实体企业出海或带来业务增量，全球牌照布局强化公司竞争优势。2、港股 IPO+海外利润留存或有助于增强境外资本实力。3、美联储年内或难降息，预计公司海外资产产生息率有望维稳。4、境外期货手续费率较为稳定。

核心风险提示

境外期货客户权益增长不达预期，美联储货币政策风险，境内期货行业竞争加剧风险。

内容目录

1. 境外业务领先的综合性期货公司	6
1.1. 浙江民营期货公司，境外业务行业领先	6
1.2. 境外金融业务为主要盈利来源	7
2. 期货行业成长性良好，境外业务受益于实体企业出海需求增长	9
3. 境外业务：构筑全球清算网络，客户权益与利息收入双轮驱动	11
3.1. 境外客户权益快速增长，全球清算网络有望打开业务增量	11
3.2. H股募资成功或有助于增加公司海外资本实力	12
3.3. 境外交易净手续费率较为稳定	13
3.4. 2025 年美联储降息概率或下降，或有利于海外利息收入增长	13
4. 盈利预测与评级	14
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 2025 年头部期货公司营收和利润情况 (亿元)	6
图表 2: 2026Q1 末公司前十大股东持股比例情况	6
图表 3: 2020-2025 年公司营业收入 (净额法) 和归母净利润变化情况 (百万元)	7
图表 4: 2020-2025 年公司归母所有者权益变化情况 (百万元)	7
图表 5: 2020-2025 年公司扣非 ROE (摊薄) 变化情况 (%)	7
图表 6: 2020-2025 年公司管理费用率变化情况 (%)	7
图表 7: 2022-2025 年财报口径公司各类收入占比	8
图表 8: 2020-2025 年业务口径公司各类收入占比	8
图表 9: 2022-2025 年业务口径公司营业利润占比	9
图表 10: 2022-2025H1 境外金融服务分业务营收占比	9
图表 11: 2017-2025 年中国期货成交金额变化情况 (亿元)	10
图表 12: 2017-2025 年中国期货成交金额同比变化情况 (%)	10
图表 13: 2018-2025 年中国对外全行业直接投资金额变化情况 (亿元)	11
图表 14: 2020-2025 年公司境外客户权益变化情况 (亿港元)	12
图表 15: 2022-2025H1 公司境外业务收入分区域占比 (%)	12
图表 16: 2022-2025H1 清算交易额分布情况 (百万港元)	12
图表 17: 2022-2025H1 公司境外期货交易金额 (十亿港元)	13
图表 18: 2022-2025H1 公司境外期货交易手续费率 (%)	13
图表 19: 2026 年 3 月 FOMC 会议目标利率点阵图 (%)	14
图表 20: 可比公司估值表	15

1. 境外业务领先的综合性期货公司

1.1. 浙江民营期货公司，境外业务行业领先

南华期货是一家总部位于浙江杭州的综合性期货公司，公司业务范围遍及亚洲、北美及欧洲，提供全天候跨市场交易服务。以 2025 年营收和净利润统计，南华期货分别在中国部分头部期货公司中排名第 8、第 7 名；以 2024 年境外收入统计，公司在中国所有期货公司中排名第 1。

图表 1：2025 年头部期货公司营收和利润情况（亿元）

序号	公司名称	营业收入	净利润	净利润同比变化
1	中信期货	40.2	10.7	7.6%
2	国泰君安期货	29.9	9.4	14.6%
3	中信建投期货	14.4	6.5	44.4%
4	银河期货	18.7	6.0	20.0%
5	东证期货	19.4	5.9	17.4%
6	瑞达期货	12.3	5.5	43.0%
7	南华期货	13.9	4.9	6.2%
8	广发期货	14.7	4.5	20.3%
9	招商期货	7.8	3.6	7.1%
10	华泰期货	16.3	2.5	59.8%

资料来源：证券时报微信公众号，华源证券研究所

公司大股东为浙江大型民营集团，2026 年一季报前十大股东新进险资等机构股东。截至 2026 年 1 季报数据，公司前五大股东中横店集团控股有限公司、东阳市横华投资合伙企业（有限合伙）、横店集团东磁股份有限公司和浙江横店进出口有限公司，持股比例分别为 59.23%、3.41%、1.39%和 1.39%，除香港中央结算（代理人）有限公司外，其余前四大股东均为关联方，关联方合计持股比例为 65.42%，其余大股东持股比例均未超过 1%，民营性质和集中的持股结构有利于形成较为稳定的公司战略和较高的决策效率；另外，2026 年一季度，中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品新进入前十大股东名单。

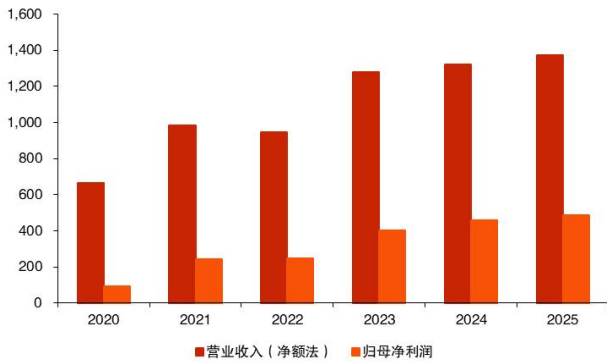
图表 2：2026Q1 末公司前十大股东持股比例情况

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	横店集团控股有限公司 关联方(1)	425,120,900	59.23
2	② 香港中央结算(代理人)有限公司	107,656,339	15.00
3	东阳市横华投资合伙企业(有限... 关联方(1)	24,480,000	3.41
4	横店集团东磁股份有限公司 关联方(1)	10,000,000	1.39
5	浙江横店进出口有限公司 关联方(1)	10,000,000	1.39
6	杨热烈	5,909,400	0.82
7	② 香港中央结算有限公司 陆股通	3,372,614	0.47
8	② 全国社保基金413组合	2,910,000	0.41
9	② 中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险...	2,551,500	0.36
10	② 易方达科汇灵活配置混合型证券投资基金	1,980,200	0.28
	合计	593,980,953	82.76

资料来源：wind, 华源证券研究所

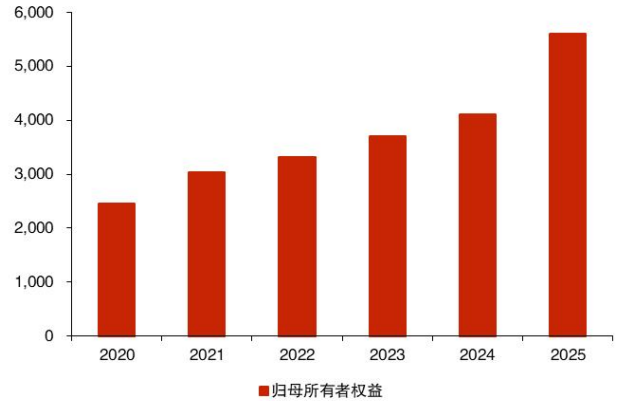
2020年–2025年公司营收、净利增速高于行业整体。2020–2025年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 15.6%和 38.9%，同期行业营收和净利润 CAGR 分别为 3.6%和 5.0%，体现出公司优于行业整体的发展势能。2026Q1，公司实现营收 4.3 亿元，同比增长 60.7%，归母净利润 2.0 亿元，同比增长 138.8%，经营形势向好。

图表 3：2020–2025 年公司营业收入（净额法）和归母净利润变化情况（百万元）



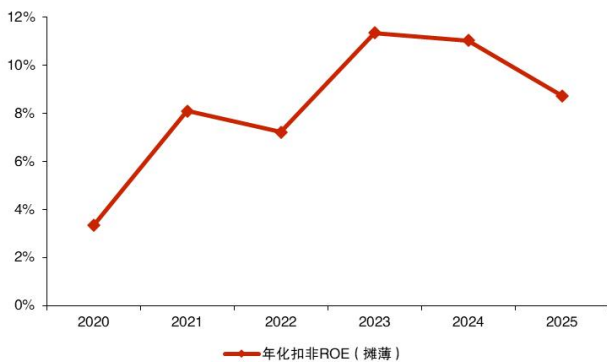
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2020–2025 年公司归母所有者权益变化情况（百万元）



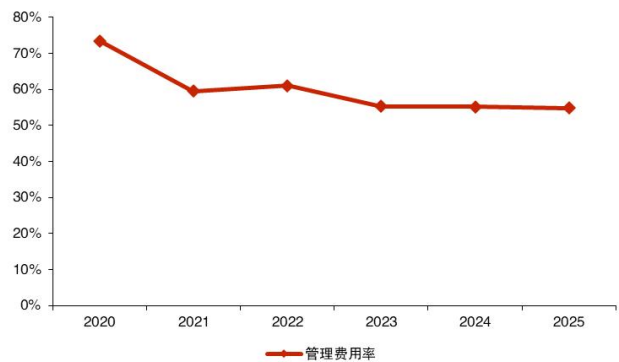
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2020–2025 公司扣非 ROE（摊薄）变化情况（%）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2020–2025 年公司管理费用率变化情况（%）



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：营业收入使用净额法口径

1.2. 境外金融业务为主要盈利来源

从财务报表看，利息净收入和手续费佣金净收入贡献约 9 成营收。2025 年，利息净收入和手续费佣金净收入营收占比分别为 41.6%、44.0%，相比 2022 年分别+7.2pct、-8.5pct，受客户权益资金规模增长和美联储 2023–2024 年加息周期影响，近年来利息净收入营收贡献有所提升。

从业务条线看，公司业务主要分为四部分：期货经纪、风险管理服务、财富管理和境外金融业务，2025 年四大业务收入占比分别为 34.2%、5.8%、4.7%、54.6%。

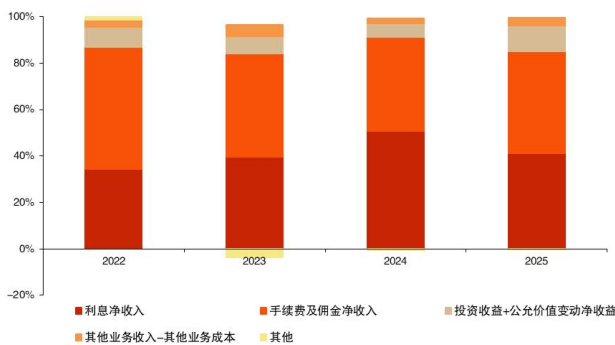
1、期货经纪业务：公司基础业务。指公司代理客户进行期货交易，客户可以通过交易期货合约进行风险对冲或获取投资收益，公司覆盖的客户包括机构客户、产业客户及零售客户。南华期货的境内期货业务主要集中在长三角、珠三角等发达地区，2022–2025H1，公司在中国境内的佣金收入分别有 78.0%、77.1%、65.5%、56.9%来自浙江省、广东省及上海市，由于长三角、珠三角地区聚集全国较多的出海贸易业务和金融机构，同时区域经济水平较高，我们认为这反映了公司较优的客户结构：即产业和金融等机构客户占比较高、高净值客户占比较高。

2、风险管理业务：包括场外衍生品、基差贸易、做市三块业务。公司通过工具创新、结构优化与系统升级，为实体企业提供全链条风险管理服务。2025 年，公司完成了系统改造与客户报告体系升级，并持续推进跨境收益互换业务（TRS），为企业提供境内外联动套保，覆盖全球价格波动风险。

3、财富管理业务：包括公募基金、资产管理、基金代销三块业务。截至 2026/5/20，公司旗下南华基金的公募股混基规模相比 2026 年初增加 7.28 亿元规模，增幅 49.7%，预计后续管理费收入将有所增加。

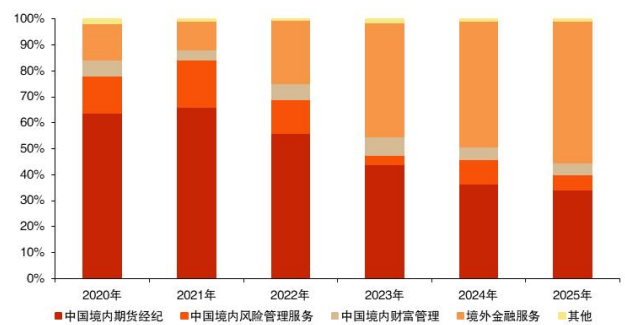
4、境外业务为核心：包括期货服务、资产管理、证券服务和其他服务。近年来境外金融业务快速发展，2020–2025 年对应收入的 CAGR 为 50.3%，2025 年境外金融服务营业利润占比已达到 91%。

图表 7：2022–2025 年财报口径公司各类收入占比

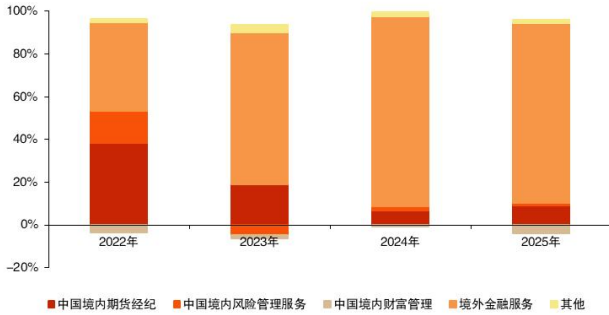


资料来源：wind，华源证券研究所
 备注：使用净额法营业收入计算

图表 8：2020–2025 年业务口径公司各类收入占比



资料来源：wind，华源证券研究所
 备注：使用净额法营业收入计算

图表 9：2022-2025 年业务口径公司营业利润占比


资料来源：H 股招股说明书，公司公告，华源证券研究所

图表 10：2022-2025H1 境外金融服务分业务营收占比


资料来源：H 股招股说明书，华源证券研究所

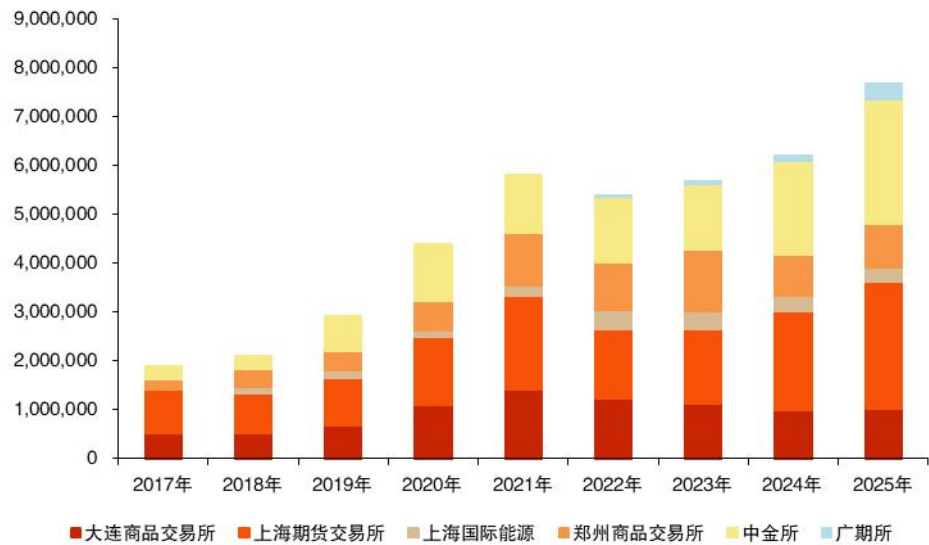
2. 期货行业成长性良好，境外业务受益于实体企业出海需求增长

国内期货行业成长性较好。除个别年份受宏观或政策扰动外，近年来期货行业大部分年份的成交金额均实现同比正增长，2017-2025 年中国期货成交金额 CAGR 达 19.2%。2025 年，中国期货市场整体实现约 766 万亿元的成交金额，其中大商所、上期所、上海国际能源、郑商所、中金所、广期所的期货成交金额分别为 103、259、29、89、255、31 万亿元。

从交易所结构看，我国期货市场已形成“传统商品期货+金融期货+国际化及新能源品种”的多层次格局。1) 大商所、上期所和郑商所是国内商品期货市场的核心交易平台，分别覆盖农产品及黑色化工、有色金属及能源化工、粮棉油糖及特色农产品等领域；2) 中金所则主要覆盖股指、国债等金融期货和期权品种，服务机构投资者的权益、利率和资产配置风险管理需求；3) 上海国际能源交易中心承担期货市场国际化功能，聚焦原油、低硫燃料油、20 号胶、国际铜等对外开放品种；4) 广期所定位于绿色低碳和新兴产业链，已围绕工业硅、碳酸锂、多晶硅等新能源材料品种形成特色布局。整体来看，六大交易所覆盖的资产类别和产业链环节不断丰富，为期货公司经纪、风险管理、机构服务和境外业务拓展提供了持续扩容的产品基础。

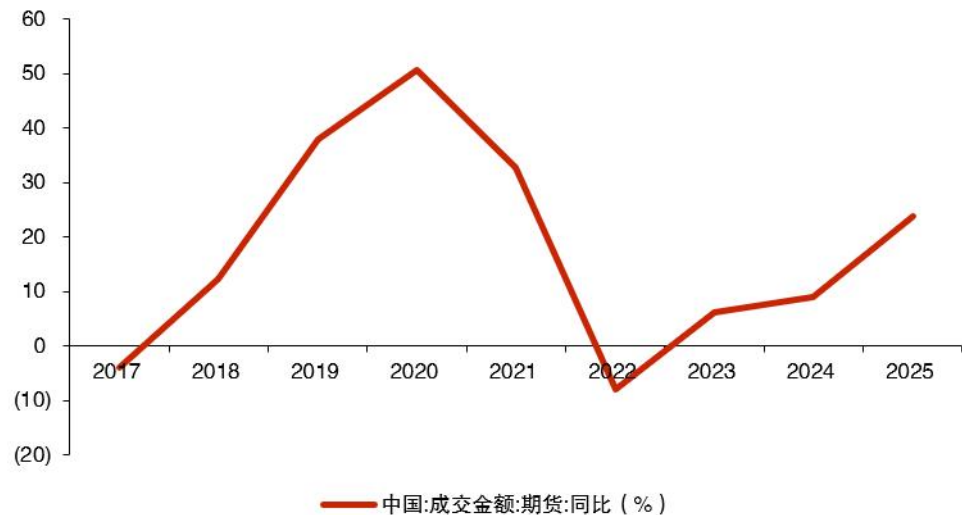
我们认为，随着期货产品扩容、实体企业套期保值需求增加等驱动力，中国期货行业有望维持较快增长。弗若斯特沙利文预计，2024-2029 年中国期货交易金额将实现 9.8% 的复合年均增长率，客户权益总额预计将于 2029 年增至人民币 3.58 万亿元，预计 2024-2029 年复合年增长率达 18.4%。

图表 11：2017-2025 年中国期货成交金额变化情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：2017-2025 年中国期货成交金额同比变化情况（%）

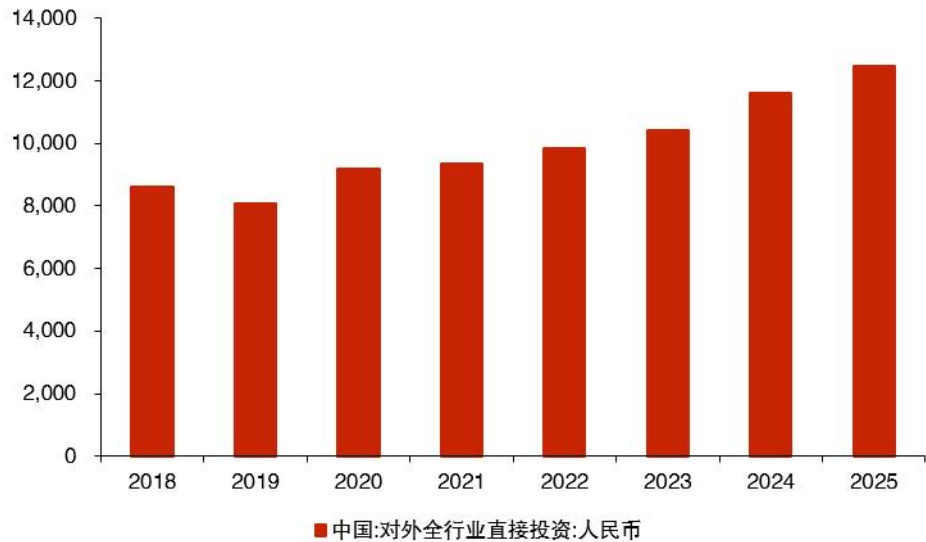


资料来源：wind，华源证券研究所

实体企业出海需求或打开行业境外业务增长空间。近年来越来越多的中国企业积极实施“走出去”战略，2020-2025年，中国对外全行业直接投资金额 CAGR 达 6.32%，体现出中国企业“走出去”的快速步伐。随着实体企业经营区域、采购来源、销售市场等逐步向海外延伸，其面临的大宗商品价格风险、汇率风险、利率风险及跨境资金管理风险也同步上升，利用全球期货及期权等衍生品工具进行风险管理，逐渐成为企业出海过程中的重要配套需求。在此背景下，中国企业参与全球金融及其衍生品市场（包括期货及期权市场）的需求亦不断增长。例如，宁德时代等新能源公司通过伦敦金属交易所镍期货对冲原材料价格波动，跨境电商巨头 SHEIN 利用芝加哥商业交易所的外汇期货管理汇率风险，中粮集团等国有企业已将其在芝加哥期货交易所大豆交易的份额提升至 12%，重塑全球农产品定价格局。

中资期货公司有望更好承接中资企业境外衍生品交易需求。境外期货业务涉及保证金存放、跨境资金划转和头寸管理，企业对资金安全、服务稳定性及信息安全要求较高；中资期货公司凭借客户信任、沟通协同和本土服务优势，有望受益于中资企业出海带来的跨境风险管理需求扩容。

图表 13：2018-2025 年中国对外全行业直接投资金额变化情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

3. 境外业务：构筑全球清算网络，客户权益与利息收入双轮驱动

3.1. 境外客户权益快速增长，全球清算网络有望打开业务增量

境外业务行业第 1，客户权益持续增长。以 2024 年境外收入统计，公司在中国所有期货公司中排名第 1。近年来，公司境外客户权益持续增长，截至 2025 年末达到 233 亿港元，2020-2025 年的 CAGR 为 34%。

我们认为公司的境外业务主要有以下三方面竞争优势：

1、海外覆盖的区域全。公司围绕全球化战略导向，形成了以会员资质和清算牌照为核心的境外布局。横华国际形成了在中国香港、芝加哥、新加坡、伦敦四大国际化金融中心布局，覆盖亚洲、北美、欧洲三大时区。

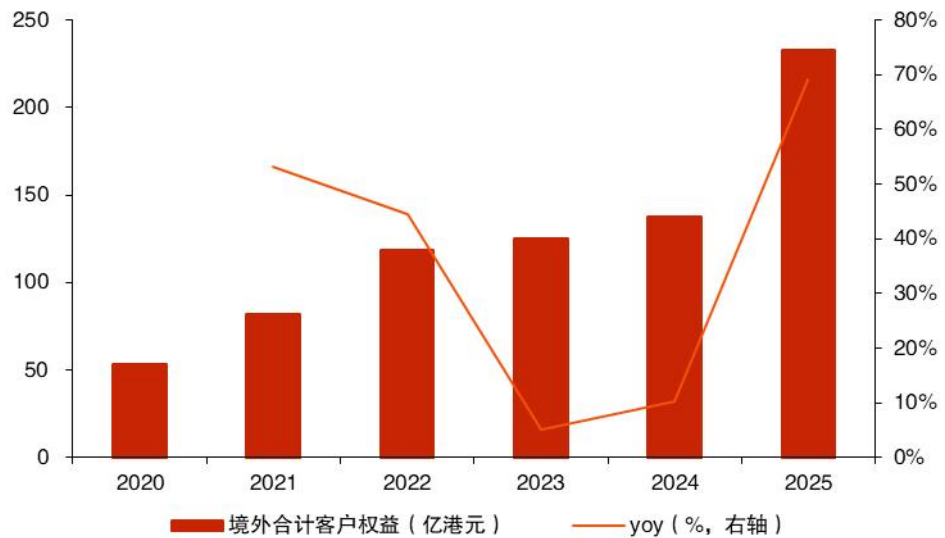
2、拥有全球主流交易所的会员资质和清算牌照。截至 2025 年末，公司已累计取得包括 CME 集团、LME、港交所、新交所、欧洲洲际交易所等在内的 18 个会员资质和 15 个清算会员席位。2025 年，公司收获了多个交易所清算会员资格，包括芝加哥期权交易所清算所（CBOE Clear）、欧洲洲际交易所（ICEU）、Nodal Clear、ICE Clear Singapore(ICS)清算会员资格。

其中，欧洲洲际交易所（ICEU）是布伦特原油期货等国际能源衍生品的重要交易平台。ICEU 的布伦特原油体系是约 80%全球原油的价格风向标，相关期货合约交易活跃、产业客户基础广泛。南华期货获得 ICEU 交易及清算会员资质后，有助于公司完善对布伦特原油等核心能源品种的服务能力，进一步打开中资能源化工企业跨境套保需求带来的增量空间。

我们认为，清算牌照的获得对于期货公司来说较为关键，因为一方面可沉淀客户保证金从而产生利息收入，另一方面牌照或有助于公司减少对第三方清算通道的依赖，优化中间环节成本并提升跨境交易与清算服务能力。

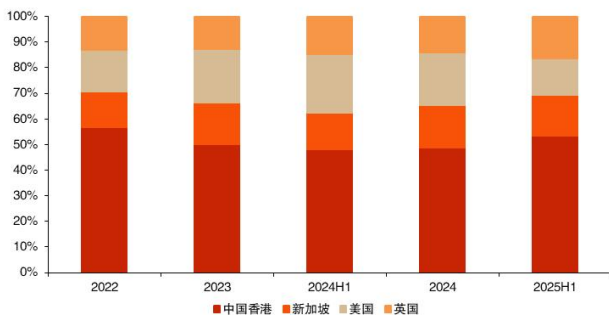
3、客户结构较优。公司登记企业客户中，中资客户数量占比在 75%左右，或能使得公司境外业务充分受益于中资制造业出海趋势。

图表 14：2020-2025 年公司境外客户权益变化情况（亿港元）



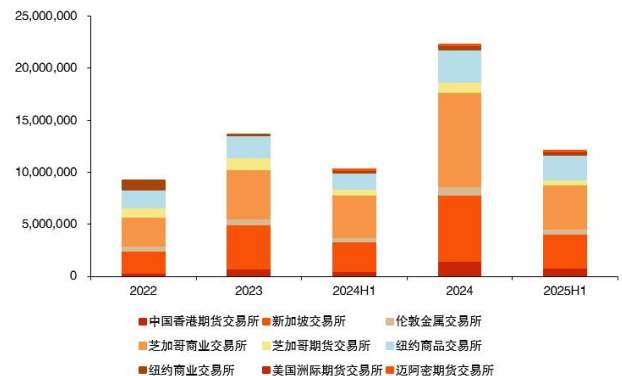
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：2022-2025H1 公司境外业务收入分区域占比 (%)



资料来源：H 股招股说明书，华源证券研究所

图表 16：2022-2025H1 清算交易额分布情况（百万港元）



资料来源：H 股招股说明书，华源证券研究所

3.2. H 股募资成功或有助于增加公司海外资本实力

H股募资完成，或有助于增加公司海外资本实力。公司于2025年12月22日完成H股IPO，募集资金净额约为12.03亿港元，公司计划将上市所得款项净额全部分配予横华国际，以增强于中国香港、英国、美国及新加坡境外附属公司的资本基础。

公司境外客户权益有望持续增加。横华国际2025年末的净资产为22亿元，若后续12亿港元资金注资到位，再考虑2026年境外净利润留存，预计横华国际2026年末净资产将有较大增幅，对应或可带来更高的客户权益承载能力。

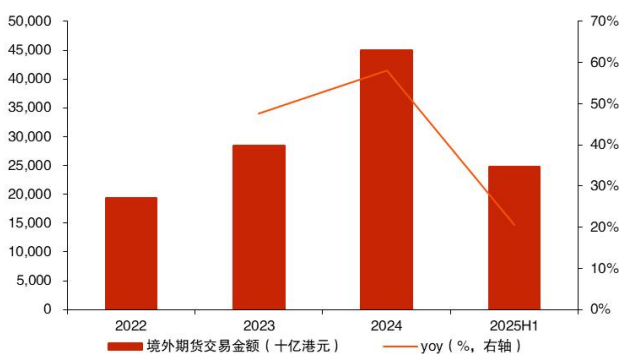
3.3. 境外交易净手续费率较为稳定

受益于全球商品价格波动和中资企业出海趋势，近年来公司境外期货交易金额增长较快。2023-2025H1，公司境外期货交易金额分别为28.5、45.1、24.7万亿港元，同比分别+47.7%、58.0%、20.5%。我们认为，伴随新增牌照逐步贡献增量、中资客户出海进度加快，公司2026年境外期货交易金额有望继续提升。

境外期货手续费率较为稳定。2023年以来，佣金及手续费净收入在境外期货业务收入整体中的占比在20%-30%之间。我们测算，2023-2025H1，公司境外期货交易佣金率0.00034%、0.00030%、0.00033%，或显示公司近年来境外期货交易费率企稳。

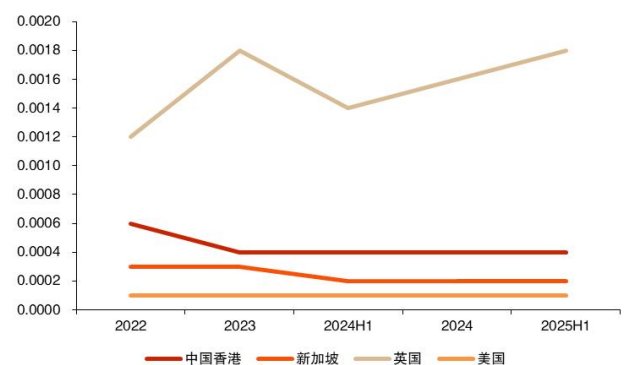
我们认为，公司境外费率较为稳定主要得益于海外业务竞争格局相对更优，相比境内期货经纪业务，境外期货业务对交易所会员资质、清算牌照、资本实力、跨境合规和全球服务网络要求更高，具备较强准入门槛。随着中资企业出海及跨境风险管理需求提升，公司凭借较完善的境外牌照和清算网络，有望增强客户粘性，支撑手续费率维持稳定。

图表 17：2022-2025H1 公司境外期货交易金额（十亿港元）



资料来源：H股招股说明书，华源证券研究所

图表 18：2022-2025H1 公司境外期货交易手续费率 (%)



资料来源：H股招股说明书，华源证券研究所

3.4. 2025 年美联储降息概率或下降，或有利于海外利息收入增长

利息净收入为境外金融服务收入核心来源。2022-2024年，公司净利息收入在境外金融服务中占比分别为57.6%、69.6%、75.2%，是境外业务收入的主要来源。2025H1，利息净

收入在境外金融服务收入中的占比下降至 56.2%，我们预计主要系美联储 2024–2025 年降息影响。

2026 年美联储降息概率或下降。2026 年 3 月 FOMC 会议目标利率点阵图显示，2026–2028 年的美联储政策利率维持不变；5 月 21 日，美联储公布今年 4 月联邦公开市场委员会（FOMC）政策会议纪要，纪要显示，美联储官员对伊朗战争加剧通胀的担忧持续升温，若中东冲突持续发酵、致使通胀持续高于 2% 目标，美联储降息概率或会下降；据芝加哥商品交易所（CME）美联储利率观察工具统计，美联储在 6 月中旬的会议上将维持基准利率在 3.50% - 3.75% 区间的概率接近 99%。同时，美联储在 12 月 9 日的议息会议上加息至少 25 个基点的概率接近 50%。我们预计，当前宏观环境或有利于公司境外客户资金生息率进一步维稳，带动公司境外业务收入整体扩张。

图表 19：2026 年 3 月 FOMC 会议目标利率点阵图（%）



资料来源：wind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

境外业务方面，1) 净利息收入方面，我们假设 2026–2028 年境外客户权益分别同比增长 50%/30%/20%；2026 年美联储年内或难降息，我们假设境外资产产生息利率同比将有所企稳回升，假设 2026–2028 年公司境外生息率分别为 2.75%、2.65%、2.60%，预计 2026–2028 年对应净利息收入分别为 6.92/9.20/11.22 亿元。2) 手续费净收入方面，我们假设 2026–2028 年境外交易额分别同比增加 45%/20%/20%，预计境外费率维持稳定，预计 2026–2028 年对应佣金及手续费净收入分别为 3.00/3.53/4.20 亿元。

境内业务方面，1) 净利息收入方面，2025 年末公司境内期货经纪业务客户权益达 389.82 亿元，我们假设 2026–2028 年境内客户权益增速分别为 30%/10%/8%，境内资产产生息率分别为 0.35%/0.32%/0.30%，预计 2026–2028 年境内业务净利息收入分别达 1.58/1.69/1.75 亿元。2) 手续费净收入方面，我们假设 2026–2028 年经纪佣金费率分别为 0.11/0.09/0.08

个基点，假设 2026–2028 年境内期货业务交易额分别同比增长 40%/8%/5%，预计境内业务手续费净收入分别为 3.13/2.70/2.61 亿元。

我们选取瑞达期货、永安期货、Stone X 作为可比公司。2026 年瑞达期货和永安期货的平均 PE 为 17.53 倍。Stone X 是美国上市的全球化金融服务平台，其业务包含期货清算、商品风险管理和跨境金融服务方面，可作为南华期货境外业务拓展的海外可比公司之一。截至 2026 财年半年报数据，Stone X 的 PE (TTM) 为 17.6 倍。我们看好南华期货在中资企业“走出去”的浪潮下，利用全球牌照优势加速向客户权益扩张和利润兑现转化，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 20：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元/股)			PE		
		2026/6/3	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
002961.SZ	瑞达期货	20.75	1.64	1.92	2.19	12.65	10.82	9.49	
600927.SH	永安期货	13.40	0.60	0.68	0.70	22.42	19.61	19.23	
	平均					17.53	15.22	14.36	
603093.SH	南华期货	20.26	0.96	1.25	1.55	21.09	16.17	13.10	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，南华期货的盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

境外期货客户权益增长不达预期：由于公司约 9 成的利润来自境外金融服务，若境外客户权益沉淀较慢，将影响公司盈利状况。

美联储货币政策风险：公司境外金融服务收入主要由利息净收入贡献，若美联储后续继续降息，将影响公司境外资产产生息率，进而影响公司盈利情况。

境内期货行业竞争加剧风险：若境内期货行业竞争进一步加剧，公司期货净手续费率有进一步下行风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	40340	57834	69401	76341
应收货币保证金	18073	28917	34700	38170
交易性金融资产	4302	4732	5111	5519
其他资产	2757	4412	4853	5096
资产总计	65473	95895	114065	125126
短期借款	626	814	895	985
应付货币保证金	55575	82251	94589	103102
应付质押保证金	1475	2655	3186	3505
代理买卖证券款	141	224	246	258
应付债券	508	609	670	737
其他负债	1542	3116	7443	8505
负债合计	59867	89669	107030	117092
股本	718	718	718	718
其他所有者权益	4888	5508	6317	7316
股东权益合计(不含少数股东权益)	5596	6214	7023	8020
少数股东权益	10	11	13	14
股东权益合计(含少数股东权益)	5606	6226	7035	8034
负债及股东权益总计	65473	95895	114065	125126

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1388	1856	2170	2503
利息净收入	572	850	1089	1297
手续费及佣金净收入	606	673	693	766
投资收益+公允价值变动净收益	154	203	221	239
净敞口套期收益	(5)	(3)	(3)	(5)
汇兑净收益	(1)	(10)	(10)	(10)
其他收益	1	1	1	1
其他业务收入	60	80	100	125
资产处置收益	0	0	0	0
营业支出	838	1063	1141	1241
税金及附加	7	9	11	12
管理费用	755	965	1063	1152
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
信用减值损失	28	37	22	25
其他业务成本	12	15	18	20
其他营业支出	36	37	28	32
营业利润	550	793	1029	1262
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	5	0	0	0
利润总额	545	793	1029	1262
减：所得税	59	103	129	151
净利润	487	690	900	1111
减：少数股东损益	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	486	689	899	1110

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。