

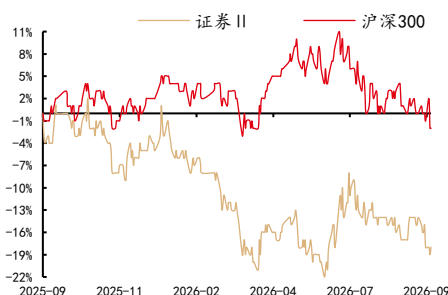
行业投资评级

中性 | 维持

行业基本情况

收盘点位	5955.82
52周最高	7402.89
52周最低	5708.83

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 王泽军
SAC 登记编号: S1340525110003
Email: wangzejun@cnpsec.com

近期研究报告

《20260914-政策打开成长空间，量能
仍需跟踪验证》 - 2026.09.14

中证协并表管理调研发布，头部券商管控优势凸显

● 事件回顾

9月15日中国证券业协会发布《证券公司并表管理调研报告》，这是2025年4月《证券公司并表管理指引（试行）》落地满一周年的标志性行业事件，也是全行业首次系统性披露并表管理从试点转向常规落地的实操全景。可能标志着中国证券行业集团化风控体系，正从过去“自上而下搭制度、补框架”的合规建设期，逐步迈入“自下而上强化穿透能力、探索释放协同价值”的落地攻坚阶段。

● 投资要点

不同梯队机构在并表管理落地能力上的分化正逐步显现。在最核心的“对参股公司形成重大影响时是否纳入合并报表范围”的判定环节，24家下设子公司券商中，仅12家券商完成了内部制度层面定量标尺与定性规则的双重明确，剩余半数机构仍停留在“业务条线人工研判+管理层逐案专项审议”的传统模式，这直接导致属性完全一致的参股标的，在不同券商集团体系内可能得到截然不同的并表认定结果，全行业风控底线的统一度仍有可观的优化空间。在集团层级管控模式上，全部20家开设孙公司的券商均已落地基础的逐级传导管理机制，但仅7家头部机构能针对期货风险管理公司这类高风险业务主体，在授信审批、量化模型迭代、风险限额动态校准等核心节点实现跨级穿透。从当前行业调研结果看，真正覆盖全风险链路的垂直化管控，目前仍是少数头部券商独有的稀缺竞争壁垒。

当前行业推进并表管理，组织协同机制不畅、技术数据基建薄弱可能正成为核心堵点。内部交易管理领域，近半数机构尚未明确集团层面的统一牵头管理部门，重大内部交易的界定口径、分级审批流程仍分散在各个独立业务条线，覆盖事前预警、事中管控、事后回溯的全流程闭环管控体系尚未完全成型；数据治理领域，当前全行业暂无一家券商实现集团内全部风险数据的标准化统一归集，大量子公司的业务系统化建设成熟度偏低，多源异构系统的打通整合难度，整体高于行业此前的普遍预期，直接抬升了并表数据的人工归集成本和统计偏差风险；资本管理领域，多数机构对子公司的资本约束仍停留在被动满足监管指标的合规层面，尚未搭建起集团层面的前瞻性资本统筹调配体系，不少证券类子公司的资本消耗型业务，仍受限于单体风控指标，整个集团的资本集约化优势完全没有得到释放。

并表管理的全面落地，或在一定程度上重塑券商行业的长期竞争力评估框架。过去市场长期依赖经纪业务市占率、投行项目榜单、自营投资收益率这类单体业务指标为券商估值定价，但未来“集团级并表管理能力”，有望成为市场尚未充分定价的重要差异化Alpha因子之一：风控体系完备的头部券商，可依托集团统一的风险限额动态管控，系统性降低整体风险拨备的无效占用；数字化布局超前的机构，

能通过全集团统一标准的数据治理，大幅削减跨子公司的重复合规支出；治理架构清晰的行业龙头，可将分散在各子公司的闲置资本统一协同调度，在不额外提升集团整体风险的前提下，显著提升全集团的资本使用效率。

● **投资建议**

当前全行业仍处于 1-3 年的差异化过渡窗口，监管大概率将保持梯度推进的节奏，行业整体面临的合规压力将是逐步释放的，市场对这一长期变量的定价可能仍处于早期，尚未充分反映其价值影响。我们建议重点关注并表管理推进节奏大幅领先行业的头部券商，这类机构有望率先完成从合规投入到能力释放的转换，率先收获集团风控能力升级带来的红利；适当关注数字化基础扎实的机构，数据治理的先发优势将在整个并表管理推进周期中持续放大，可能构建起短期难以追赶的竞争壁垒。

● **风险提示：**

后续成交无法持续维持高位，市场回调超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048