

上海东洲资产评估有限公司

关于上海证券交易所《关于东方证券股份有限公司发行股
份及支付现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函》

资产评估相关问题回复之核查意见



上海东洲资产评估有限公司

二〇二六年九月

上海证券交易所：

贵所于 2026 年 8 月 31 日出具的《关于东方证券股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函》（上证上审（并购重组）〔2026〕81 号）（以下简称“问询函”）已收悉。上海东洲资产评估有限公司（以下简称“评估师”）就审核问询函进行了认真研究和落实，并按照问询函的要求对所涉及的问题进行了回复，现提交贵所，请予审核。

除另有说明外，本回复所用简称及名词释义与《东方证券股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》（以下简称《重组报告书》）具有相同含义。

本回复若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

问题 2.关于标的公司估值

重组报告书披露：（1）本次交易分别采用市场法和资产基础法进行评估，最终选用市场法评估结果作为评估结论，标的公司市场法评估值 2,511,984.00 万元，评估增值 499,906.93 万元，增值率 24.85%；（2）市场法评估以 P/B 作为比准价值比率，并选择上市公司比较法进行评估；（3）本次选取第一创业、南京证券、财达证券和红塔证券作为可比公司；（4）市场法评估中，分别从规模、风险管理能力、运营能力、盈利能力、成长能力等角度对对比公司的 P/B 调整；（5）本次评估非流动性折扣比例选取依据 2026 年证券、期货业的平均非流动折扣比率确定为 23.04%；（6）在标的公司定价公允性分析中，仅选用 P/B 指标对标的公司与可比交易案例、可比上市公司进行对比分析。

请公司披露：（1）市场法与资产基础法估值结果差异较大的原因；结合两种方法评估特点、评估结果、标的公司特点、可比交易案例，分析选取市场法作为最终评估结果的合理性；（2）以 P/B 作为比准价值比率的原因及合理性，是否与同行业其他案例可比；如以 P/E 作为比准价值比率，说明市场法评估的公允性；（3）未以可比交易案例作为比较基础的原因及合理性，是否与同行业其他案例一致；如以可比交易案例作为比较基础，分别从 P/B、P/E 等角度，说明标的公司市场法评估的公允性；（4）可比公司筛选标准的合理性，是否符合同行业可比交易案例，分析可比公司的可比性；（5）价值比率修正指标选取和分配权重依据、各项指标因素修正数值确定的合理性，是否符合行业及可比交易惯例；（6）非流动性折扣比例选取是否符合可比交易案例，并进行敏感性分析；（7）本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比交易案例、可比上市公司的对比情况，本次交易标的公司市净率高于上市公司市净率的合理性，并进一步分析本次交易定价公允性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）市场法与资产基础法估值结果差异较大的原因；结合两种方法评估特点、评估结果、标的公司特点、可比交易案例，分析选取市场法作为最终评估结果的合理性

1、市场法与资产基础法估值结果存在差异的原因

本次评估采用市场法得出的股东全部权益价值为 2,511,984.00 万元，与资产基础法测算得出的股东全部权益价值 2,088,649.90 万元相差 423,334.10 万元，差异率为 16.85%。

市场法与资产基础法估值结果存在差异的原因主要是不同评估方法对资产价值考虑的角度不同，资产基础法是从企业各项资产现时重建的角度进行估算；市场法是从现时市场可比价格角度进行测算，反映的是企业在现有经营状况下的市场估值水平。两种评估方法的估值逻辑不同，因此评估结果存在差异。

标的公司所属行业为证券行业，其主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还应包含客户资源、业务网络、服务能力、管理优势、品牌优势等重要的无形资产的价值。由于资产基础法的特性，其评估结果仅对各单项有形资产和可确指的无形资产进行价值评估，不能完全体现各单项资产组合对整个公司的价值贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的企业整体效应价值。相对于资产基础法评估结果，市场法评估结果包含了标的企业的客户资源、业务网络、服务能力、管理优势、品牌优势等重要的无形资产价值，因此，本次评估市场法与资产基础法评估结果存在一定差异。

经查询，2023 年以来以非上市证券公司作为重组标的，且交易作价市净率公开可查的 8 个可比交易案例¹中（以下简称“近 3 年可比交易案例”），采用市场法和资产基础法进行评估且公开信息披露了评估结果的交易案例共 3 个，其两种评估方法结论的差异率情况如下：

¹ 案例范围为已实施完毕、或已公告详细交易信息的重组项目，且收购方在交易后成为标的资产第一大股东或控股股东，下同。

单位：万元

收购方	东吴证券股份有限公司	国联证券股份有限公司	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司
标的资产	东海证券 83.68%股份	民生证券 99.26%股权	东莞证券 20%股份
评估基准日	2025-12-31	2024-3-31	2023-12-31
主结论评估方法	市场法	市场法	市场法
评估方法	市场法、资产基础法	市场法、资产基础法	市场法、资产基础法
100%股权/股份 资产基础法评估 结果	1,057,245.04	1,635,874.12	950,336.24
100%股权/股份 市场法评估结果	1,376,516.64	2,988,878.57	1,138,988.63
差异率	23.19%	45.27%	16.56%

如上表所示，采用资产基础法及市场法进行评估的同行业交易案例中，两种评估方法结论的差异率范围为 16.56%-45.27%。本次交易市场法及资产基础法评估结论的差异率为 16.85%，低于可比交易案例的差异率平均水平。

2、结合两种方法评估特点、评估结果、标的公司特点、可比交易案例，分析选取市场法作为最终评估结果的合理性

（1）采用市场法评估符合本次交易目的及标的公司行业特征

本次重组完成后，上市公司将通过整合双方资源形成优势互补，扩大公司资产规模和资本实力，进一步提升综合金融服务能力和上市公司在财富管理、投资银行、机构服务等领域的竞争力，巩固综合竞争优势和行业地位，提升金融服务实体经济质效和服务经济社会发展能级。从交易目的来看，本次并购的核心目的并非单纯购买其单项资产，还在于同步获取标的公司客户资源、业务网络、服务能力等无形资源价值，采用市场法评估符合本次交易目的。

本次重组的标的公司为证券公司，属于典型的资本密集型金融机构，业务开展高度依托净资本实力，市场法评估中采用的 P/B 价值比率，更适配证券行业以净资产、净资本为核心的经营逻辑，更符合标的公司的行业特征，能更公允地反映标的公司的股权价值与持续经营能力。

（2）市场法评估结果更符合投资者视角下的公允价值判断

截至目前，我国 A 股市场上市证券公司共 50 家，在经营模式、财务披露

口径方面具有高度可比性。上市证券公司经营数据、财务数据、股价及市值信息均公开、透明、持续更新，信息披露较为充分。因此，本次交易具备采用市场法对标的公司进行评估的客观基础。

资本市场数据能够及时反映行业趋势与公司经营表现。与资产基础法相比，市场法所采用的数据主要来源于公开市场信息，在评估过程中具有更高的透明度与客观性。理性投资者通常基于企业市场表现与未来盈利能力做出投资决策，在有效的市场环境中，股票价格已综合反映了所有可得信息。因此，市场法评估结论更贴合投资者视角下的企业价值判断。

(3) 采用市场法评估结果作为最终结论符合行业惯例

经查询，近 3 年可比交易案例主要采用市场法评估结果作为最终评估结论，具体如下：

序号	收购方/合并方	标的资产/被合并方	评估基准日	主结论方法
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	市场法
2	国信证券股份有限公司	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	资产基础法
3	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	市场法
4	西部证券股份有限公司	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	市场法
5	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	市场法
6	北京市国有资产经营有限责任公司	瑞信证券 49%股权	2023-12-31	未披露
7	浙商证券股份有限公司	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	未披露
8	无锡市国联发展（集团）有限公司	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	市场法

如上表所示，近年可比交易案例大多采用市场法评估结果作为最终评估结论。除上述可比交易案例外，2025 年国泰君安吸收合并海通证券和 2026 年中金公司吸收合并东兴证券和信达证券也采用市场法作为估值方法。市场法评估结果作为最终评估结论符合行业惯例。

综上所述，本次评估标的公司资产基础法与市场法评估结论的差异率低于可比交易案例的差异率平均水平；采用市场法评估结果作为最终评估结论，更符合本次交易目的，所选价值比率契合证券行业特征，符合同行业交易案例的

评估惯例；本次选取市场法作为最终评估结果能够更为科学、合理地反映评估基准日的公司股东全部权益的市场价值，具备合理性。

（二）以 P/B 作为比准价值比率的原因及合理性，是否与同行业其他案例可比；如以 P/E 作为比准价值比率，说明市场法评估的公允性

1、以 P/B 作为比准价值比率的原因及合理性，以及与同行业其他案例的可比性

（1）以 P/B 作为比准价值比率符合评估执业准则的要求

《资产评估执业准则——企业价值》（中评协〔2018〕38 号）第三十四条规定“价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率”。P/B 为主要的资产比率之一，作为比准价值比率满足评估准则的要求。

（2）以 P/B 作为比准价值比率，契合证券行业净资产稳定、盈利周期波动的行业特征

本次交易中，被评估单位上海证券所属行业为证券行业，其业绩表现深受二级市场成交量、权益指数波动、利率中枢及收益率曲线形态等多重因素影响。鉴于证券行业具有强周期特征，证券公司在牛熊转换中往往面临较高的业绩波动，盈利及收入类指标波动相对较大；而净资产指标受行业周期及短期外部因素影响较小，整体保持相对稳定。以中国证券业协会发布的证券公司最近五年年度经营数据为例，以 2021 年为基期，2022 年至 2025 年，全行业证券公司营业收入和净利润较上年同期增长率波动相对较大，而同期净资产则实现相对稳定的持续增长，上述指标较上年同期的变动率具体如下：

项目	2025 年	2024 年	2023 年	2022 年
营业收入	19.95%	11.15%	2.77%	-21.38%
净利润	31.20%	21.35%	-3.14%	-25.54%
净资产	6.71%	6.10%	5.73%	8.56%

证券公司属于典型的资本密集型金融机构，其核心经营主要依托净资本开展，各项业务发展与净资本、净资产规模具有较强的相关性，因此以 P/B 作为比准价值比率符合证券行业的行业特点。

(3) 以 P/B 作为比准价值比率与同行业其他案例具备可比性

近 3 年可比交易案例采用的比准价值指标信息如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	比准价值比率
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	P/B
2	国信证券股份有限公司	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	未使用市场法评估
3	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	P/B
4	西部证券股份有限公司	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	未披露
5	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	P/B
6	北京市国有资产经营有限责任公司	瑞信证券 49%股权	2023-12-31	未披露
7	浙商证券股份有限公司	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	未披露
8	无锡市国联发展（集团）有限公司	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	P/B

在可公开查询相关评估信息的案例中，P/B 为普遍使用的比准价值比率。除上述可比交易案例外，2025 年国泰君安吸收合并海通证券和 2026 年中金公司吸收合并东兴证券和信达证券也采用 P/B 作为市场法估值使用的价值比率。因此，本次交易选择 P/B 作为比准价值比率符合行业惯例，与同行业其他案例具备可比性。

2、可比公司 P/E 情况及本次市场法评估的公允性分析

如以 P/E 作为比准价值比率，本次选择的 4 家可比公司截至本次评估基准日（2026 年 3 月 31 日）的 P/E 情况统计如下：

序号	证券代码	证券简称	P/E（倍） ^{注1}
1	601990.SH	南京证券	32.87
2	601236.SH	红塔证券	31.99
3	600906.SH	财达证券	30.04
4	002797.SZ	第一创业	36.21
可比公司 P/E 平均值			32.78
考虑非流动性折扣后可比公司 P/E 平均值 ^{注2}			25.23
本次交易标的公司评估值对应的 P/E ^{注3}			18.98

注 1：可比公司 P/E=自本次评估基准日前 120 个交易日（即 2025 年 9 月 25 日）至本

次评估基准日（即 2026 年 3 月 31 日）期间的市值平均值÷2025 年度归属于母公司所有者净利润，下同。

注 2：非流动性折扣使用本次交易评估采用的非流动性折扣率 23.04% 计算。

注 3：本次交易标的公司评估值对应的 P/E=标的公司评估值÷标的公司 2025 年度归属于母公司所有者净利润，下同。

截至 2026 年 3 月 31 日，标的公司 P/E 为 18.98 倍，低于可比公司平均值，本次评估结果具备公允性。

3、如以 P/E 作为比准价值比率，说明市场法评估的公允性

如以 P/E 作为比准价值比率，对标的公司评估结果进行模拟测算，上海证券 100% 股权估值的测算具体如下：

单位：万元、倍

项目	第一创业	南京证券	财达证券	红塔证券
	002797.SZ	601990.SH	600906.SH	601236.SH
价值比率 P/E	36.21	32.87	30.04	31.99
交易日期修正	100/100	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100	100/100
规模修正	100/97	100/101	100/99	100/99
风险管理能力修正	100/99	100/101	100/102	100/105
运营能力修正	100/111	100/95	100/108	100/93
盈利能力修正	100/97	100/99	100/98	100/101
成长能力修正	100/99	100/101	100/98	100/102
修正后价值比率 P/E	35.53	33.95	28.61	32.45
权重	1/4	1/4	1/4	1/4
修正后价值比率×权重	8.88	8.49	7.15	8.11
加权修正后价值比率 P/E	32.63			
标的企业归母净利润	132,349.49			
非流动性折扣	995,101.00			
股东全部权益价值评估值（取整）	3,323,914.00			

注 1：非流动性折扣使用本次交易评估采用的非流动性折扣率 23.04% 计算。

注 2：标的企业归母净利润系 2025 年度上海证券归属于母公司所有者的净利润。

采用 P/E 作为比准价值比率模拟测算得出的股东全部权益价值为 3,323,914.00 万元，较本次评估结果 2,511,984.00 万元高出 811,930.00 万元，差异率为 32.32%。

证券公司经营业绩受股票市场、债券市场行情波动等因素影响，盈利指标波动相对较大，相较而言，净资产在各年度间波动较小，估值基础更为稳定。因此，本次评估采用 P/B 作为比准价值比率进行估值，评估方法更为谨慎，评估结果具备公允性。

综上，本次交易以 P/B 作为比准价值比率主要系结合评估执业准则要求和证券行业周期性特征确定，与同行业其他案例具备可比性。本次交易标的公司 P/E 值低于可比公司 P/E 平均值，本次评估结果低于采用 P/E 作为比准价值比率模拟测算得出的股东全部权益价值，市场法评估结果具备公允性。

（三）未以可比交易案例作为比较基础的原因及合理性，是否与同行业其他案例一致；如以可比交易案例作为比较基础，分别从 P/B、P/E 等角度，说明标的公司市场法评估的公允性

1、未以可比交易案例作为比较基础的原因及合理性，是否与同行业其他案例一致

（1）未采用可比交易案例作为比较基础的原因及合理性

①近年交易案例与本次交易的可比性相对不足

近 3 年同行业交易案例标的资产与本次标的公司在资产规模、盈利能力等方面存在一定的差异。本次交易标的公司截至评估基准日的归属于母公司所有者权益为 2,012,077.07 万元，最近一个年度的归属于母公司所有者的净利润为 132,349.49 万元。同行业交易案例标的资产的资产规模和利润规模大多显著低于标的公司，可比性相对较差。同时，同行业交易案例中标的资产 P/B 倍数最小为 1.01 倍，最大为 1.95 倍，差异率为 93.07%，案例之间的 P/B 倍数离散度较大，可比性不足。近 3 年同行业交易案例主要财务数据及 P/B 倍数如下：

单位：万元

序号	标的资产/被合并方	评估基准日	P/B (倍)	评估基准日 归属于母公 司净资产	评估基准日最 近一个年度的 归母净利润
1	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	1.41	977,917.48	12,949.01
2	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	1.01	535,110.26	6,154.08
3	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	1.86	1,604,896.87	63,916.56

序号	标的资产/被合并方	评估基准日	P/B (倍)	评估基准日 归属于母公 司净资产	评估基准日最 近一个年度的 归母净利润
4	东莞证券 20%股份	2023-12-31	1.26	903,751.62	63,509.70
5	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	1.48	400,078.23	3,930.77
6	瑞信证券 49%股权	2023-12-31	1.70	106,253.85	-19,893.12
7	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	1.49	1,049,071.19	35,479.91
8	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	1.95	1,540,960.42	122,322.25
可比交易案例平均值			1.52	889,754.99	36,046.15
可比交易案例中位数			1.49	940,834.55	24,214.46
9	标的公司	2026-3-31	1.25	2,012,077.07	132,349.49

②上市证券公司数量较多，信息披露更为充分

截至本次交易的评估报告出具日，按照“申银万国行业类-非银金融-证券II-证券III”分类，我国A股市场上市证券公司共50家，在经营模式、财务披露口径方面具有高度可比性。上市证券公司经营数据、财务数据、股价及市值信息均公开、透明、持续更新，数据获取具备客观性、充分性和可靠性能够满足上市公司比较法的要求。

综上，鉴于可比案例与标的公司可比性不足，且我国上市证券公司数量较多，充分满足上市公司比较法的适用条件，本次评估采用上市公司比较法具备合理性。

(2) 是否与同行业其他案例一致

经查询，2020年以来披露市场法评估具体方法的可比案例中，交易案例比较法和上市公司比较法均有应用，采用上市公司比较法的案例数量相对较多，具体如下：

序号	收购方/合并方	标的资产	评估基准日	主结论方法
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	交易案例比较法
2	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	交易案例比较法
3	东莞金融控股集团有限公司、 东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20% 股份	2023-12-31	上市公司比较法
4	无锡市国联发展（集团）有限公司	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	上市公司比较法

序号	收购方/合并方	标的资产	评估基准日	主结论方法
5	北京指南针科技发展股份有限公司	网信证券 100%股权	2021-12-31	上市公司比较法
6	哈尔滨高科技(集团)股份有限公司	湘财证券 99.7273%股份	2019-10-31	上市公司比较法
7	上海置信电气股份有限公司	英大证券 96.67%股权	2019-3-31	上市公司比较法

注 1：2020 年以来的案例范围为 2020 年以来已实施完毕或已公告详细交易信息的重组项目，且收购方在交易后成为标的资产第一大股东或控股股东，下同。

注 2：上述序号 6-7 分别于 2020 年 6 月、2020 年 2 月完成工商变更。

综上，证券公司并购重组案例中，交易案例比较法和上市公司比较法均有应用。本次交易综合考虑交易案例与标的公司的可比性、上市证券公司数量及数据可得性，采用上市公司比较法具有合理性。

2、如以可比交易案例作为比较基础，分别从 P/B、P/E 等角度，说明标的公司市场法评估的公允性

经检索，近 3 年可比交易案例估值水平统计如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	交易作价 P/B (倍)	交易作价 P/E (倍)
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	1.41	106.30
2	国信证券股份有限公司	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	1.01	87.81
3	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	1.86	46.76
4	西部证券股份有限公司	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	1.48	150.63
5	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	1.26	17.89
6	北京市国有资产经营有限责任公司	瑞信证券 49%股权	2023-12-31	1.70	不适用
7	浙商证券股份有限公司	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	1.49	43.92
8	无锡市国联发展（集团）有限公司	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	1.95	24.57
市场可比案例市净率/市盈率（剔除异常值）平均值				1.52	44.19
市场可比案例市净率/市盈率（剔除异常值）中位数				1.49	43.92
标的公司评估基准日市净率/市盈率				1.25	18.98

注 1：交易作价 P/E（倍）=标的资产交易作价对应的整体权益价值÷评估基准日前最近一年归属于母公司所有者的净利润。

注 2：上述序号 6 瑞信证券项目评估基准日最近一个年度归母净利润为负数，故不适

用于市盈率指标。

注 3：序号 1 东海证券项目、序号 4 国融证券项目 P/E 指标均高于 100 倍，故本次在计算市盈率平均值及中位数时进行剔除处理。

根据上表，不同案例市净率存在一定差异，市场交易案例市净率平均值为 1.52 倍，中位数为 1.49 倍，本次交易中，标的公司市净率为 1.25 倍，处于交易案例区间范围内，略低于交易案例平均水平和中位数，不存在显著差异。本次交易定价公允。

可比交易案例市盈率（剔除异常值）平均值为 44.19 倍，中位数为 43.92 倍，本次交易中，标的公司市盈率为 18.98 倍，低于可比案例平均水平和中位数，考虑证券公司净利润受市场环境和公司本身经营策略影响，容易存在波动，净利润相较于净资产指标稳定性较差。根据上表，可比案例 P/E 倍数范围在 17.89 倍到 150.63 倍，离散程度较高，可比性较差，以 P/E 作为价值比率缺乏合理性。

综上，本次交易未以可比交易案例作为比较基础，系综合考虑交易案例和上市公司相关数据的可比性确定，具有合理性；采用上市公司比较法进行评估与同行业多数其他案例具有一致性，符合同行业评估惯例。如以可比交易案例作为比较基础，标的公司的 P/B、P/E 低于可比案例平均水平和中位数，处于交易案例区间范围内，标的公司市场法评估具有公允性。

（四）可比公司筛选标准的合理性，是否符合同行业可比交易案例，分析可比公司的可比性

1、可比公司筛选标准的合理性

（1）可比公司筛选的相关规则

《资产评估专家指引第 4 号——金融企业市场法评估模型与参数确定》（中评协〔2015〕65 号）对可比公司筛选标准规定如下：

“第五条：采用上市公司比较法选择可比上市公司时，应慎选如下上市公司：

1、近期发生有重大并购重组行为，导致公司股权结构、业务结构、未来盈利状况、行业类别等发生重大改变的公司；

2、新上市公司；

- 3、近期股价异常波动的公司；
- 4、近期发生严重亏损的公司；
- 5、近期出现有暂停交易，或因累计涨、跌幅限制而导致临时盘中终止交易。
-

第六条：选取可比公司时，应关注可比公司与评估对象的可比性。这种可比性通常体现在行业、企业规模、业务结构、经营及盈利模式、盈利状况、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、经营风险、财务风险等方面。”

(2) 本次市场法评估中可比公司的筛选标准

基于上述相关指引，本次市场法可比公司选取原则如下：

- ①所处行业相同：本次选取“申银万国行业类-非银金融-证券Ⅱ-证券Ⅲ”行业的可比上市公司共计 50 家作为样本进行筛选，与评估标的所处行业相同；
- ②可比公司营业收入规模与被评估单位尽量接近：被评估单位 2025 年度营业收入规模为 34.25 亿元，本次选取同期营业收入规模在 20-50 亿元的可比公司；
- ③总资产、净资产、净利润规模与被评估单位尽量接近：被评估单位基准日的总资产 1,032 亿元、归母净资产 201 亿元、2025 年全年归母净利润 13.23 亿元，本次选取基准日总资产规模 600-1,500 亿元、净资产规模 100-300 亿元，2025 年净利润规模 5-20 亿元的可比上市公司；
- ④近两年不存在重大并购、重组、或受到重大处罚行为；
- ⑤上市时间不低于三年；
- ⑥营业收入结构与被评估单位尽量接近：上海证券 2025 年度手续费及佣金净收入/营业收入的比例为 33.91%、投资收益/营业收入的比例为 47.92%，手续费及佣金净收入和投资收益两者合计占营业收入的比例为 81.83%。根据上海证券的营业收入结构，选择与前述收入合计占比及业务结构比率偏差最小的 4 家公司。

2、是否符合同行业可比交易案例

2020 年以来详细披露可比上市公司选取标准的交易案例共有 4 例，具体情况如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	简称 (下同)
1	东莞金融控股集团有限公司、 东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	东莞证券项目
2	北京指南针科技发展股份有限公司	网信证券 100%股权	2021-12-31	网信证券项目
3	哈尔滨高科技（集团）股份有限公司	湘财证券 99.7273% 股份	2019-10-31	湘财证券项目
4	上海置信电气股份有限公司	英大证券 96.67%股 权	2019-3-31	英大证券项目

上述 4 个案例可比上市公司选取标准与本次评估对比情况如下：

序号	标准	本次评 估	东莞证券 项目	网信证券 项目	湘财证券 项目	英大证券 项目
1	所处行业相同	选取	选取	选取	选取	选取
2	收入规模	选取	选取	选取	未选取	选取
3	资产规模	选取	选取	选取	选取	选取
4	盈利能力规模	选取	选取	未选取	选取	选取
5	近两年不存在重大 并购、重组、或重 大处罚行为	选取	选取	选取	未选取	未选取
6	上市时间	选取	选取	未选取	选取	选取
7	业务结构	选取	选取	选取	选取	未选取

根据上表，本次评估可比公司筛选标准与近年采用上市公司比较法评估的可比交易案例筛选标准基本一致，本次评估中可比公司筛选标准具有合理性。

3、分析可比公司的可比性

本次评估最终选取第一创业（002797.SZ）、南京证券（601990.SH）、财达证券（600906.SH）及红塔证券（601236.SH）四家上市证券公司作为本次市场法评估的可比公司，四家可比公司与标的公司对比指标情况如下：

单位：万元

项目	第一创业	南京证券	财达证券	红塔证券	可比公司平 均值	上海证券
2025 年营 业收入	368,598.32	280,573.36	270,010.65	243,397.25	290,644.90	342,520.47
2026 年 3 月 31 日总 资产	6,018,798.56	9,523,742.23	6,105,518.69	6,226,653.76	6,968,678.31	10,319,322.17

项目	第一创业	南京证券	财达证券	红塔证券	可比公司平均值	上海证券
2026年3月31日归母净资产	1,767,652.42	2,361,283.08	1,251,060.99	2,557,285.82	1,984,320.58	2,012,077.07
2025年归母净利润	84,140.89	107,765.35	74,708.39	121,355.35	96,992.50	132,349.49
2025年度手续费及佣金净收入及投资收益/营业收入(%)	90.74	77.76	92.37	70.43	82.83	81.83

根据上表，本次评估最终选择的 4 家可比公司与标的公司的相关指标接近，具备较强的可比性。

综上所述，本次可比公司筛选标准主要系参考《资产评估专家指引第 4 号——金融企业市场法评估模型与参数确定》（中评协〔2015〕65 号）确定，与同行业交易案例具有一致性，选取的四家可比公司与标的公司具有较强的可比性。

（五）价值比率修正指标选取和分配权重依据、各项指标因素修正数值确定的合理性，是否符合行业及可比交易惯例

1、本次评估采用的价值比率修正指标选取合理性分析

（1）价值比率修正指标筛选的相关规则

根据资产评估准则相关规定，运用市场法评估时需要对评估对象与可比对象进行比较分析，并对价值影响因素和交易条件存在的差异做出合理修正。现有资产评估准则中未明确具体需要调整的指标，一般由评估人员参照行业惯例、评估经验结合项目具体情况予以分析。

依据《资产评估专家指引第 4 号——金融企业市场法评估模型与参数确定》（中评协〔2015〕65 号）第十三条：影响不同类型金融企业价值的参数不尽相同。本专家指引建议，对证券公司所应关注的价值影响参数包括但不限于：净资产、利润、利润增长率、资本保值增值率、净资产与净资产比率、资产利润率、加权平均净资产收益率、总资产、净资产、支出利润率、净资产与风险准

备比率、收入利润率、净资产平均增长率、净资本负债率、净资产负债率、资产负债率、净利润平均增长率、营业部家数、证监会评级等。

本次评估中，针对证券行业标的公司的特征，参照行业惯例及评估执业经验，从交易日期、交易情况、资产规模、风险管理能力、运营能力、盈利能力、成长能力 7 个维度设置一级指标，并参照专家指引结合证券公司业务属性进一步细化为 23 项二级指标开展测算，指标选取既覆盖市场法评估通用的交易背景、规模差异等基础影响因素，也兼顾证券行业强监管、重风控的行业特性，完整反映影响证券公司股权价值的核心驱动要素，指标体系的设置具备合理性与针对性。

(2) 是否符合同行业可比交易案例

经查询，近 3 年可比交易案例披露价值比率修正指标的共计 3 个交易案例，具体情况如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	简称 (下同)
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	东海证券项目
2	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	民生证券项目
3	东莞金融控股集团有限公司、 东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	东莞证券项目

相关修正指标信息统计如下：

①一级修正指标

一级指标	本次评估	东海证券项目	民生证券项目	东莞证券项目
交易情况	选取	选取	选取	未选取
交易日期	选取	选取	选取	未选取
规模因素	选取	选取	选取	选取
风险指标	选取	选取	选取	选取
运营能力指标	选取	未选取	未选取	选取
盈利能力指标	选取	选取	未选取	选取
成长能力指标	选取	选取	选取	选取
业务结构	未选取	未选取	选取	未选取
企业生命周期	未选取	未选取	选取	未选取

一级指标	本次评估	东海证券项目	民生证券项目	东莞证券项目
业务创新能力	未选取	未选取	未选取	选取

对比可比交易案例，本次评估一级修正指标未采用业务结构、企业生命周期指标以及业务创新能力。原因如下：

A、业务结构：本次选取可比上市公司时，已将业务结构作为核心筛选条件。标的公司与可比公司均具备对应业务经营资质，业务结构具备相似性，因此本次评估未就此项做额外修正；

B、企业生命周期：标的公司设立于 2001 年，截至评估基准日已持续经营二十余年；各可比上市公司成立时间均超过二十年，且上市时间均不少于三年。标的公司与可比上市公司均处于成熟稳定发展阶段，企业生命周期特征一致，故本次评估未就此项做额外修正；

C、业务创新能力：标的公司及可比公司均为持牌证券经营机构，受统一监管体系约束，业务创新方向和范围差异相对较小，因此本次评估未就此项做额外修正。

除上述 3 项指标外，不存在其他可比案例中已选取但本次评估未选取的一级修正指标，本次评估的一级修正指标与同行业可比案例具有一致性，一级修正指标的选取具有合理性。

②二级修正指标

一级指标	二级指标	本次评估	东海证券项目	民生证券项目	东莞证券项目	未选取说明
交易情况	交易情况	选取	选取	选取	未选取	
交易日期	交易指数	选取	选取	选取	未选取	
规模指标	总资产	选取	选取	选取	选取	
	归母净资产	选取	未选取	未选取	未选取	
	净资本	选取	未选取	未选取	选取	
	归母净利润	选取	未选取	未选取	未选取	
	营业部数量	选取	未选取	选取	选取	

一级指标	二级指标	本次评估	东海证券项目	民生证券项目	东莞证券项目	未选取说明
	收入规模	未选取	选取	选取	未选取	本次已修正归母净利润等经营规模指标，未再对收入规模进行重复修正
	总股数（实收资本）	未选取	未选取	未选取	选取	本次已修正归母净利润等资产规模指标，未再对总股数（实收资本）重复修正
风险指标	净资产/负债率	选取	未选取	未选取	未选取	
	资本杠杆率	选取	选取	选取	未选取	
	流动性覆盖率	选取	选取	选取	未选取	
	净稳定资金率	选取	选取	选取	未选取	
	净资产/负债比率	选取	未选取	未选取	选取	
	净资产/净资产比率	选取	未选取	选取	选取	
	净资产/各项风险资本准备之和	选取	选取	选取	选取	
	资产负债率	未选取	未选取	未选取	选取	本次已修正净资产/负债比率、净资产/负债率等风险指标，未再对资产负债率指标进行重复修正
运营能力指标	总资产周转率	选取	未选取	未选取	选取	
	净资产周转率	选取	未选取	未选取	未选取	
	手续费及佣金净收入/营业收入	未选取	未选取	未选取	选取	由于选取的可比公司业务结构较为接近，未对手续费及佣金净收入/营业收入重复修正
盈利能力指标	收入利润率	选取	未选取	未选取	选取	
	支出利润率	选取	未选取	未选取	未选取	
	净资产收益率	选取	未选取	未选取	选取	
	资产利润率	选取	选取	未选取	选取	
成长能力	归母净利润增长率	选取	选取	未选取	未选取	

一级指标	二级指标	本次评估	东海证券项目	民生证券项目	东莞证券项目	未选取说明
指标	营业收入复合增长率	选取	选取	选取	选取	
	归母净利润复合增长率	选取	未选取	选取	未选取	
	总资产复合增长率	未选取	未选取	未选取	选取	本次已修正归母净利润增长率指标，未再对总资产复合增长率重复修正

2、分配权重依据的合理性分析

本次评估在二级指标设置权重，各权重数据具体如下：

一级修正指标	二级修正指标	权重
交易日期修正	交易指数	100%
交易情况修正	交易情况	100%
规模修正	总资产	20%
	归母净资产	20%
	净资本	20%
	归母净利润	20%
	营业部数量	20%
风险管理能力修正	净资本/负债率	15%
	资本杠杆率	15%
	流动性覆盖率	15%
	净稳定资金率	15%
	净资产/负债比率	15%
	净资本/净资产比率	15%
	净资本/各项风险资本准备之和	10%
运营能力修正	总资产周转率	50%
	净资产周转率	50%
盈利能力修正	收入利润率	25%
	支出利润率	25%
	净资产收益率	25%
	资产利润率	25%
成长能力修正	归母净资产增长率	35%
	营业收入复合增长率	30%
	归母净利润复合增长率	35%

如上表，本次对每个一级指标项下的二级指标权重按照总体平均分配原则，与东海证券项目、民生证券项目、东莞证券项目的指标权重设置逻辑基本一致，分配的指标权重可平滑单个指标的偶然波动与极端偏差，均衡兼顾各维度影响，减少人为判断偏差。

3、各项指标因素修正数值确定的合理性

(1) 本次评估对各项指标因素修正数值确定

①交易日期修正

资产的价格会因为不同的时间而发生变化，而可比企业的成交日期与评估时点通常不同。因此需要将可比企业在其成交日期时的价格调整到在评估时点的价格。这种对可比企业成交价格进行的调整，称为“市场状况调整”，或称“交易日期修正”。经过这一调整或修正之后，可比企业在其成交日期的价格变为评估时点的价格。

本次计算可比公司市场价值时，采用评估基准日前 120 个交易日的股票平均收盘价计算，已有效平滑了短期股价波动，代表评估基准日的市场价值水平。鉴于所选价格口径与评估基准日时点具有一致性，无需进行额外的交易日期修正，标的公司及可比公司打分均为 100 分。

②交易情况修正

企业的成交价格可能是正常的、公允的市场价值，也可能是某些特定条件、交易条款下的价格（如清算价格等）。评估对象价值应是客观、公允的，如可比企业的成交价格系非正常价格，应将其修正为正常、公允的市场价格。这种对可比企业成交价格的修正，称为交易情况修正。

进行交易情况修正，应排除交易行为中的特殊因素所造成的可比企业成交价格偏差，将可比企业的成交价格调整为正常价格。

可比上市公司的交易价格均为活跃、公开交易下的正常市场交易价格，无需进行交易情况修正，标的公司及可比公司打分均为 100 分。

③规模修正

总资产规模直观反映机构整体资产体量与抗风险能力，总资产越高，通常代表业务布局更广、资源储备更充足、市场综合实力更强。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 100 亿元修正 1 分。

归母净资产体现企业真实股东权益厚度、资本实力与财务稳健性。净资产规模越大，资产质量与偿债保障能力越优。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 50 亿元修正 1 分。

净资本是金融类机构核心风控与合规指标，直接衡量实际可动用的自有资金，是开展各类业务的资本基础。净资本越充裕，机构业务拓展空间、风险抵御能力与持续经营能力越强，本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 30 亿元修正 1 分。

归母净利润是企业盈利水平、盈利能力与经营效率的核心体现。净利润越高，盈利创造能力、投资回报能力越强，未来现金流预期更优。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 3 亿元修正 1 分。

营业部是线下获客、服务落地、渠道拓展的核心载体，营业部数量越多，代表线下服务网络覆盖范围更广、触达客户能力越强、区域市场渗透率越高，能持续赋能业务规模与营收增长。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 5 个修正 1 分。

综上所述，本次对于总资产、归母净资产、净资本、归母净利润、营业部数量等指标是正向修正，即相关指标越大，则向上修正，反之则向下修正，同时考虑每个指标按照总体平均分配原则设置权重。

④风险管理能力修正

风险管理能力是企业围绕战略与经营目标，识别、评估、应对、监控各类风险，并持续优化机制、平衡风险与收益的系统性动态能力。

净资本/负债率指标体现机构自有资金对负债的覆盖水平，比值越高，说明净资本对债务的保障力度越强，整体债务风险越低、财务结构越稳健，经营安全边际更高。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 3.0% 修正 1 分。

资本杠杆率指标体现机构自有资本对总资产的支撑水平，该比率越高，说明自有资本对资产的覆盖越充分，抗风险能力越强，财务安全性越高。本次对其为正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 5.0%修正 1 分。

流动性覆盖率指标衡量机构流动性资产对短期未来 30 天净现金流出的保障能力，该比率越高，说明机构短期偿债储备越充足，抵御流动性危机和兑付风险的能力越强，资金安全边际越高。本次对其为正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 50.0%修正 1 分。

净稳定资金率指标体现机构中长期存量流动性，确保企业拥有充足、稳定的长期资金匹配长期资产，防范中长期流动性枯竭风险，该比率越高，说明机构资金来源的稳定性越强，长期资金缺口风险越低，资产与负债的期限匹配度越合理，流动性安全垫越厚。本次对其为正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 20.0%修正 1 分。

净资产/负债比率指标衡量股东权益对全部负债的兜底能力，比率越高，意味着自有资本占比越高、债务负担相对越轻，长期偿债能力与财务安全性更突出。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 10.0%修正 1 分。

净资本/净资产比率指标反映合规资本在整体归母净资产中的占比，比值越高，代表净资产中高流动性、符合监管要求的核心资本占比越大，资本质量越优，业务开展与风险管控的基础越扎实。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 3.0%修正 1 分。

净资本/各项风险资本准备之和指标是金融机构核心风控匹配指标，比值越高，说明净资本能够充分覆盖业务对应的风险资本准备，合规达标程度、风险抵御能力越强，业务开展的合规空间与可持续性更足，市场认可度更高。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 100.0%修正 1 分。

综上所述，净资本/负债率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率、净资产/负债比率、净资本/净资产比率、净资本/各项风险资本准备之和等风险管理能力指标系正向修正，同时考虑每个指标按照总体平均分配原则设置权重。

⑤运营能力修正

运营能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，即企业运用各项资产以赚取利润的能力。

总资产周转率指标反映企业全部资产的运营周转效率，数值越高代表资产利用越充分、运营流转速度越快，单位资产能够撬动更多营收，整体经营运转效率与资产管理能力更优，经营效益随之提升。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 0.002 修正 1 分。

净资产周转率指标体现股东权益对应的资产运营效率，比率越高说明自有资本的周转能力越强，股东资本被高效运用以创造营业收入，资本运营活力与业务运转效率突出，核心资本创收能力更强。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 0.005 修正 1 分。

综上所述，本次对总资产周转率、净资产周转率等运营能力指标修正是正向修正，同时考虑每个指标按照总体平均分配原则设置权重。

⑥盈利能力修正

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。

收入利润率指标反映每单位营业收入创造利润的能力，比值越高代表产品或业务盈利空间越大、营收转化为利润的效率越强，主营业务盈利质量更优，盈利稳定性与成长性更突出。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 5.0%修正 1 分。

支出利润率指标体现利润与经营支出的配比关系，数值越高说明单位成本、费用投入能够换来更多利润，成本管控能力与投入产出效率更佳，经营管理水平更具优势，提升企业内在价值。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 15.0%修正 1 分。

净资产收益率指标衡量股东自有资本的获利水平，比率越高意味着股东权益的利用效率越高，为投资者创造回报的能力越强，是衡量企业综合经营效益

的核心指标，投资价值更高。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 0.3%修正 1 分。

资产利润率指标反映整体资产的盈利效率，数值越高说明企业全部资产的运营能力、获利能力越强，资产利用充分且创收效果优异，整体经营效益突出。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 0.3%修正 1 分。

综上所述，本次对收入利润率、支出利润率、净资产收益率、资产利润率指标等盈利能力指标系正向修正，同时考虑每个指标按照总体平均分配原则设置权重。

⑦成长能力修正

成长能力指标是指衡量被评估企业经营发展的成长能力的指标，本次选取归母净资产增长率、营业收入复合增长率、归母净利润复合增长率作为衡量被评估企业经营发展的成长能力的指标。

归母净资产增长率指标体现归属于母公司股东权益的增长速度，增长率越高，说明企业资本积累能力越强、自有资本规模持续扩张，财务底盘不断夯实，长期发展底气与抗风险能力稳步提升，内在价值增长潜力突出。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 3.0%修正 1 分。

营业收入复合增长率指标反映营收长期增长态势，增长率越高，代表企业市场拓展能力、业务规模扩张效果越好，市场份额与经营体量持续提升，经营发展的成长性与市场竞争力更强，对估值形成积极支撑。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 15.0%修正 1 分。

归母净利润复合增长率指标衡量股东可分配利润的长期增长水平，增长率越高，意味着企业盈利增长动能充足、盈利模式具备可持续性，未来收益预期向好，投资回报潜力更大，显著提升企业估值。本次对其是正向修正，标的公司为 100 分，可比公司每差异 20.0%修正 1 分。

综上所述，本次对归母净资产增长率、营业收入复合增长率、归母净利润复合增长率指标等成长能力指标系正向修正，同时考虑每个指标按照总体平均分配原则设置权重。

经上述修正后，可比上市公司指标变动情况如下：

项目/可比公司	第一创业	南京证券	财达证券	红塔证券
修正前 P/B	1.72	1.50	1.79	1.52
修正后 P/B	1.69	1.55	1.71	1.54
修正幅度	-1.87%	3.27%	-4.73%	1.42%

表中数据可见，各可比上市公司修正前后 P/B 修正幅度均在 5%以内，同时修正后指标之间的离散度更小，故整体来看修正体系的设置、各项指标因素修正结果具有合理性。

（2）是否符合同行业可比交易案例

对比同行业可比交易案例，本次评估修正过程与同行业交易案例基本一致，最终修正幅度在可比交易案例的修正幅度之间，整体具有合理性。具体情况如下：

项目	具体修正过程	最终修正幅度
东海证券项目	以被评估单位为基准系数 100，修正幅度根据其与被评估单位相关参数的差额与区间间隔确定	-2.07%
民生证券项目		9.35%
东莞证券项目		8.89%
本次评估		-0.71%

综上所述，在本次交易市场法评估价值比率修正过程中，采用的各修正指标及权重主要参照行业惯例及项目特点进行选取，相关依据具备合理性，与标的公司所处行业特点匹配、与可比交易案例不存在重大差异，各项指标因素修正数值确定的修正幅度在可比案例区间内，整体修正具有合理性。

（六）非流动性折扣比例选取是否符合可比交易案例，并进行敏感性分析

1、非流动性折扣比例选取是否符合可比交易案例

经查询，2020 年以来披露非流动性折扣数据的同行业交易案例共 4 个，具体如下：

序号	收购方/合并方	标的资产	评估基准日	主结论方法	非流动性折扣
1	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20% 股份	2023-12-31	市场法-上市公司比较法	17.40%

序号	收购方/合并方	标的资产	评估基准日	主结论方法	非流动性折扣
2	北京指南针科技发展股份有限公司	网信证券 100% 股权	2021-12-31	市场法-上市公司比较法	21.32%
3	哈尔滨高科技（集团）股份有限公司	湘财证券 99.7273%股份	2019-10-31	市场法-上市公司比较法	30.00%
4	上海置信电气股份有限公司	英大证券 96.67%股权	2019-3-31	市场法-上市公司比较法	30.60%

从上表可以看出，可比案例的非流动性折扣取值范围为 17.40%-30.60%，本次非流动性折扣选取为 23.04%，处于可比案例区间范围内，具有合理性。

2、敏感性分析

假设本次评估的非流动性折扣分别取变动 1 个百分点、3 个百分点、5 个百分点，对本次评估结果的影响进行测算，具体结果如下：

单位：万元

变动项目	评估结果	评估结果变动
非流动性折扣增加 5 个百分点	2,348,783.00	-6.50%
非流动性折扣增加 3 个百分点	2,414,063.00	-3.90%
非流动性折扣增加 1 个百分点	2,479,344.00	-1.30%
非流动性折扣减少 1 个百分点	2,544,624.00	1.30%
非流动性折扣减少 3 个百分点	2,609,904.00	3.90%
非流动性折扣减少 5 个百分点	2,675,184.00	6.50%

由表中数据可见，非流动性折扣每变动 1 个百分点，对评估值的影响率为 1.3%，对评估结果的影响幅度相对较小，本次非流动性折扣的选择具备合理性。

（七）本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比交易案例、可比上市公司的对比情况，本次交易标的公司市净率高于上市公司市净率的合理性，并进一步分析本次交易定价公允性

1、本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比交易案例、可比上市公司的对比情况

（1）本次交易的 P/E、评估增值率指标与可比交易案例的对比情况

近 3 年可比交易案例估值数据统计如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	交易作价 P/E（倍）	评估增值率
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	106.30	40.76%
2	国信证券股份有限公司	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	87.81	0.98%
3	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	46.76	86.23%
4	西部证券股份有限公司	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	150.63	51.06%
5	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	17.89	26.03%
6	北京市国有资产经营有限责任公司 ^{注3}	瑞信证券 49%股权	2023-12-31	-	未披露
7	浙商证券股份有限公司	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	43.92	50.86%
8	无锡市国联发展（集团）有限公司	民生证券 30.3%股权	2022-6-30	24.57	25.85%
可比案例平均值				44.19	40.25%
可比案例中位值				43.92	40.76%
本次交易数据				18.98	24.85%

注 1：交易作价 P/E（倍）=标的资产交易作价对应的整体权益价值÷评估基准日前最近一年归属于母公司所有者的净利润。

注 2：评估增值率=（标的资产评估值-评估基准日归属于母公司的所有者权益）÷评估基准日归属于母公司的所有者权益。

注 3：序号 6 瑞信证券项目评估基准日最近一个年度归母净利润为负，不适用 P/E 指标估值，另该案例未披露具体评估信息，故本次计算可比案例平均值和中位值时，已对其予以剔除。

注 4：序号 1 东海证券项目、序号 4 国融证券项目 P/E 指标偏离度较高，本次在计算市盈率平均值及中位数的时候对其予以剔除。

由于证券公司净利润受市场环境和自身业务结构影响较大，不同公司的盈利水平存在一定的差异，可比案例的交易作价市盈率离散程度相对较高。可比案例中各标的资产的财务状况和经营情况存在差异，故不同可比案例的评估增值率也存在一定的差异。比较结果显示，可比案例 P/E 的平均值为 44.19 倍，中位值为 43.92 倍，倍数范围在 17.89 倍到 87.81 倍；评估增值率平均值为 40.25%，中位值为 40.76%，增值率范围在 0.98%至 86.23%。本次交易的 P/E 为 18.98 倍，评估增值率为 24.85%，位于可比案例的参考范围内，且均低于可比案例的平均值和中位值，本次交易定价相对谨慎，具备合理性。

（2）本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比上市公司的对比情况

本次交易的评估基准日为 2026 年 3 月 31 日，沪深两市所属行业为《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）中“J67 资本市场服务”的 50 家同行业公

司截至 2026 年 3 月 31 日的 P/E 水平具体如下：

序号	证券代码	证券简称	P/E（倍）
1	601211.SH	国泰海通	12.06
2	600030.SH	中信证券	13.48
3	601688.SH	华泰证券	12.01
4	000776.SZ	广发证券	12.35
5	601881.SH	中国银河	13.80
6	601995.SH	中金公司	17.46
7	600999.SH	招商证券	11.77
8	601066.SH	中信建投	20.55
9	000166.SZ	申万宏源	13.62
10	002736.SZ	国信证券	11.55
11	600958.SH	东方证券	15.85
12	300059.SZ	东方财富	30.48
13	600061.SH	国投资本	14.42
14	601377.SH	兴业证券	20.47
15	601788.SH	光大证券	21.55
16	601901.SH	方正证券	16.18
17	600918.SH	中泰证券	36.51
18	601878.SH	浙商证券	20.61
19	601555.SH	东吴证券	12.83
20	601456.SH	国联民生	28.90
21	000728.SZ	国元证券	14.91
22	000783.SZ	长江证券	11.75
23	601108.SH	财通证券	14.90
24	600109.SH	国金证券	15.25
25	002939.SZ	长城证券	17.45
26	002673.SZ	西部证券	20.23
27	000686.SZ	东北证券	14.30
28	601059.SH	信达证券	30.93
29	601198.SH	东兴证券	20.39
30	601696.SH	中银证券	36.93
31	002926.SZ	华西证券	16.68
32	600909.SH	华安证券	15.57

序号	证券代码	证券简称	P/E（倍）
33	600369.SH	西南证券	28.38
34	601990.SH	南京证券	32.87
35	601162.SH	天风证券	289.34
36	002500.SZ	山西证券	23.39
37	000750.SZ	国海证券	35.53
38	600621.SH	华鑫股份	26.47
39	600155.SH	华创云信	84.68
40	601236.SH	红塔证券	31.99
41	600906.SH	财达证券	30.04
42	002797.SZ	第一创业	36.21
43	601375.SH	中原证券	44.62
44	601136.SH	首创证券	49.92
45	600095.SH	湘财股份	70.04
46	002670.SZ	国盛证券	125.07
47	600864.SH	哈投股份	41.32
48	002945.SZ	华林证券	87.93
49	000712.SZ	锦龙股份	39.96
50	601099.SH	太平洋	136.64
同行业上市公司市盈率平均值 ^{注2}			26.58
同行业上市公司市盈率中位值			20.47
本次交易标的公司评估值对应的市盈率			18.98

注 1：同行业上市公司 P/E（倍）=自本次评估基准日前 120 个交易日（即 2025 年 9 月 25 日）至本次评估基准日（即 2026 年 3 月 31 日）期间的市值平均值÷评估基准日前最近一年归属于母公司所有者的净利润。

注 2：序号 35 天风证券、序号 46 国盛证券和序号 50 太平洋 3 家可比上市公司的 P/E 高于 100 倍，本次计算同行业上市公司 P/E 平均数和中位数时对其予以剔除。

根据上表数据，同行业上市公司平均市盈率为 26.58 倍，中位数为 20.47 倍，与本次交易标的公司评估值对应的市盈率 18.98 倍较为接近，标的公司市盈率略低于同行业上市公司市盈率平均水平。

截至 2026 年 3 月 31 日，同行业上市公司平均市净率为 1.57 倍，本次交易标的公司市净率为 1.25 倍，与同行业上市公司平均市净率较为接近。本次交易的 P/B 指标与可比上市公司对比情况分析详见《重组报告书》“第六节 标的资产评估情况”之“九、上市公司董事会对本次交易标的评估合理性及定价公允

性分析”之“（六）本次交易定价公允性分析”。

综上，标的公司市盈率、评估增值率等指标与可比交易案例及同行业上市公司平均值对比均无重大差异，本次交易定价具备公允性。

2、本次交易标的公司市净率高于上市公司市净率的合理性

（1）标的公司定价公允，对应 P/B、P/E 均低于同行业上市公司及可比交易案例平均水平

①标的公司交易价格以经有权国资监管机构备案的评估报告的评估结果为基础，由交易各方协商确定，交易定价依据合理、充分

本次交易中，东洲评估对标的公司采用市场法、资产基础法进行评估，采用市场法评估结果作为最终评估结论，并出具了《资产评估报告》。标的资产的交易价格以资产评估机构出具并经有权国资监管机构备案的评估报告的评估结果为基础，由交易各方协商确定，交易定价依据合理、充分。

②标的资产交易作价对应 P/B、P/E 均低于同行业上市公司及可比交易案例平均水平，交易定价公允

本次交易标的公司的 P/B、P/E 均低于同行业上市公司及同行业可比交易案例 P/B、P/E 平均水平。本次交易的评估增值率低于同行业可比交易案例评估增值率平均水平，具体分析详见本题回复之“（三）未以可比交易案例作为比较基础的原因及合理性，是否与同行业其他案例一致；如以可比交易案例作为比较基础，分别从 P/B、P/E 等角度，说明标的公司市场法评估的公允性”及“（七）本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比交易案例、可比上市公司的对比情况，本次交易标的公司市净率高于上市公司市净率的合理性，并进一步分析本次交易定价公允性”。

③标的公司作为非上市证券公司稀缺标的，具备独特竞争优势，为估值水平提供有效支撑

上海证券系成长性良好的非上市证券公司，具备一定的竞争优势。作为植根上海、深耕长三角区域的证券公司，受益于本土市场的快速增长，上海证券近年来经营规模稳步增长。根据行业统计数据，在中国未上市券商中上海证券

总资产、营业收入及净资产规模均排名前列²。经过多年发展，上海证券积累了丰富的客户资源，本次交易完成后，上市公司管理客户资金账户总数将由 329 万户增至超 500 万户，高净值客户数量较交易前增长超 50%。此外，上海证券具备较为完备的业务资质，除经营常规业务所必须的经营资质外，还系国内仅有的四家具备正式基金评价业务资格的券商之一，在公募基金行业积累了深厚的影响力和公信力。标的公司兼具规模、质量与区位优势，具备支撑估值的基础。

（2）与标的资产规模相近的同行业可比公司市净率均高于上市公司

从二级市场估值来看，不同规模的上市券商，其市净率也呈现一定差异。截至 2026 年 3 月 31 日，50 家同行业上市证券公司中，归属于母公司所有者权益排名前 10 位的证券公司市净率平均值为 1.12 倍，剩余 40 家上市证券公司的市净率平均值为 1.68 倍。净资产规模较大的上市券商市净率平均水平低于净资产规模相对更小的上市券商均值。

本次评估采用上市公司比较法，可比公司严格按照行业指引，综合考虑资产规模、经营状况、盈利能力、业务结构等多个维度筛选确定，与标的公司具备较强的可比性。截至本次评估基准日 2026 年 3 月 31 日，上市公司、同行业可比公司和标的公司的总资产、归属于母公司的所有者权益及按本次标的公司估值同口径计算的市净率指标如下：

单位：万元

公司		总资产	归属于母公司的所有者权益	市净率（倍）
东方证券		51,647,509.95	8,482,282.51	1.05
可比公司	第一创业	6,018,798.56	1,767,652.42	1.72
	南京证券	9,523,742.23	2,361,283.08	1.50
	财达证券	6,105,518.69	1,251,060.99	1.79
	红塔证券	6,226,653.76	2,557,285.82	1.52
上海证券		10,319,322.17	2,012,077.07	1.25

由上表数据比较可见，截至评估基准日，与标的资产规模相近的同行业可比公司市净率均高于上市公司。

² 根据同花顺 iFinD 统计的 2025 年券商财务数据排列，净资产为截至 2025 年 12 月 31 日数据，营业收入为 2025 年度数据，不包含上市公司之证券子公司。

(3) 标的资产市净率高于上市公司与近期同类交易案例一致

最近 3 年可比交易案例中，除去 2 个收购方为非上市公司无法获取收购方 P/B 数据的案例，剩余 6 个案例的标的公司交易 P/B 倍数均高于收购方，标的资产 P/B 倍数高于上市公司，与近期同类交易案例一致，具体情况如下：

序号	收购方	标的资产	评估基准日	标的资产 P/B (倍)	收购方 P/B (倍)
1	东吴证券股份有限公司	东海证券 83.68%股份	2025-12-31	1.41	1.04
2	国信证券股份有限公司	万和证券 96.08%股份	2024-6-30	1.01	0.78
3	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024-3-31	1.86	1.75
4	西部证券股份有限公司	国融证券 64.60%股份	2023-12-31	1.48	1.06
5	东莞金融控股集团有限公司、东莞发展控股股份有限公司	东莞证券 20%股份	2023-12-31	1.26	0.94
6	浙商证券股份有限公司	国都证券 19.1454%股份	2023-10-31	1.49	1.48

注 1：标的资产 P/B=标的资产交易作价对应的整体权益价值÷评估基准日标的资产归属于母公司的所有者权益。

注 2：收购方东吴证券和国信证券的 P/B 取自其重组报告书披露的评估基准日时点 P/B，其余收购方 P/B=评估基准日前 120 个交易日的市值平均值/评估基准日最近一期归属于母公司所有者的净资产。

综上，本次交易标的公司定价公允，与标的资产规模相近的同行业可比公司市净率均高于上市公司，标的资产市净率高于上市公司与近期同类交易案例一致。

二、中介机构核查情况

(一) 核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

1、查询并统计了证券行业重组项目市场法评估案例的具体评估方法和选用的价值比率；

2、查询并统计了证券行业全行业证券公司的收入、净利润及净资产数据，分析相关数据的变动情况；

3、查询同行业上市公司的相关财务数据，计算 P/B、P/E 等指标，对同行业上市公司的 P/B、P/E、评估增值率指标与本次交易定价进行对比分析；

4、以 P/E 作为比准价值比率，对标的公司评估结果进行模拟测算，并与本次交易定价进行对比分析；

5、查阅可比交易案例的评估报告、重组报告书，了解其评估方法、评估过程，将本次交易评估的修正体系、案例选取标准、分配权重依据等与该案例进行对比分析；

6、查询近期可比交易案例的非流动性折扣，并对非流动性折扣进行敏感性分析；

7、查询近期可比交易案例的财务数据、评估数据，计算 P/E、P/B、评估增值率等指标，与本次交易定价进行对比分析。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、上市公司披露了市场法与资产基础法估值结果差异较大的原因、本次交易选择市场法而未选取资产基础法评估结果作为评估结论的原因，与同行业可比案例不存在显著差异；

2、上市公司披露了本次交易评估以 P/B 作为价值比率的原因及合理性，以 P/B 作为价值比率符合准则要求和证券公司行业特点，具有合理性；

3、上市公司披露了未采用可比交易案例作为比较基础的原因及合理性，本次交易中标的公司市净率与可比交易案例整体平均市净率相比，不存在显著差异，与可比交易案例整体平均市盈率相比，市场法评估结果具有合理性；

4、上市公司披露了可比公司筛选标准的合理性，与可比交易案例相比不存在显著差异；

5、上市公司披露了价值比率修正指标选取和分配权重依据、各项指标因素修正数值确定的合理性，与可比交易案例相比基本一致，少量差异具有合理原因；

6、上市公司披露了非流动性折扣比例选取与可比交易案例相比不存在显著差异，并对非流动性折扣比例进行了敏感性分析，对评估结果的影响幅度均很

小，具有合理性；

7、上市公司披露了本次交易的 P/E、评估增值率等指标与可比交易案例、可比上市公司的对比情况，本次交易标的公司市净率高于上市公司市净率的合理性。本次交易的 P/E、评估增值率低于可比交易案例及可比上市公司的平均水平。与标的资产规模相近的同行业可比公司市净率均高于上市公司。标的资产市净率高于上市公司与近期同类交易案例一致，本次交易作价公允。

问题 3.关于标的公司主要资产

重组报告书披露：（1）报告期各期末，客户资金存款金额分别为 2,191,218.31 万元、2,613,770.23 万元和 3,026,951.16 万元，客户备付金金额分别为 303,536.50 万元、281,739.29 万元和 313,904.28 万元；（2）报告期各期末，标的公司融出资金账面价值分别为 987,260.86 万元、1,346,617.09 万元和 1,281,360.22 万元，占资产总额的比例分别为 11.54%、14.05%和 12.42%，减值准备计提金额分别为 2,204.68 万元、3,040.63 万元和 2,890.04 万元；（3）买入返售金融资产账面余额分别为 94,888.03 万元、74,322.32 万元和 96,470.33 万元，减值准备分别为 58,086.53 万元、54,304.33 万元和 54,304.33 万元，标的公司对股票质押式回购业务全额计提减值准备，对债券质押式回购业务未计提减值准备；（4）金融投资账面价值分别为 4,219,364.34 万元、4,156,050.59 万元和 4,366,385.48 万元，占总资产的比例分别为 49.33%、43.35%和 42.31%，其中主要为交易性金融资产、其他债权投资和其他权益投资。

请公司披露：（1）标的公司各类资产占比情况，与同行业可比公司的对比情况及差异原因，资产配置结构是否存在较高的风险；各类资产与业务的对应关系，相关金额变动与业务规模是否匹配；（2）标的公司融出资金主要对手方及其经营情况、财务状况，资金收回是否存在重大不确定性；融资融券业务的保证金、担保物等风控措施和比例，与同行业公司的对比情况，是否存在重大潜在风险项目；结合融出资金的账龄、历史上违约及损失情况，说明减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性；（3）标的公司买入返售金融资产的具体情况、变动原因及合理性，相关融资方和经营情况、担保比例和质押比率，资金收回是否存在重大不确定性，债券质押式回购

业务未计提减值的合理性，结合减值计提与同行业公司的对比情况，分析减值准备计提的充分性；（4）标的公司金融投资中各类别资产的变动原因，部分资产的公允价值低于投资成本的原因，列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性；债券投资中的违约项目情况及是否存在风险敞口和潜在风险损失，相关内控和风控措施及有效性；其他债权投资主要对手方及其经营情况、财务状况，资金回收是否存在重大不确定性，减值准备计提依据及充分性。

请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确核查意见。

回复：

一、公司披露

（一）标的公司各类资产占比情况，与同行业可比公司的对比情况及差异原因，资产配置结构是否存在较高的风险；各类资产与业务的对应关系，相关金额变动与业务规模是否匹配

1、标的公司各类资产占比情况，与同行业可比公司的对比情况及差异原因，资产配置结构是否存在较高的风险

报告期各期末，上海证券的资产主要由金融投资、货币资金、融出资金、存出保证金和结算备付金构成，合计占比分别为 97.31%、96.63%、96.63%，具体构成及占比情况如下：

资产类别	2026 年 3 月 31 日	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	平均值
金融投资	42.31%	43.35%	49.33%	45.00%
其中：交易性金融资产	20.83%	16.20%	22.61%	19.88%
其他债权投资	18.18%	23.76%	24.36%	22.10%
其他权益工具投资	3.31%	3.40%	2.36%	3.02%
货币资金	31.52%	29.61%	26.84%	29.32%
融出资金	12.42%	14.05%	11.54%	12.67%
存出保证金	6.25%	5.57%	4.79%	5.54%
结算备付金	4.13%	4.05%	4.81%	4.33%
合计	96.63%	96.63%	97.31%	96.85%

同行业可比公司上述类别资产在报告期各期末的占比均值均超过 90%，具

体情况如下：

资产类别	第一创业	南京证券	财达证券	红塔证券
金融投资	43.79%	50.44%	38.44%	70.71%
其中：交易性金融资产	32.05%	16.36%	38.22%	25.52%
其他债权投资	1.13%	30.89%	-	33.04%
其他权益工具投资	10.61%	3.19%	0.21%	12.15%
货币资金	23.24%	22.94%	33.38%	13.00%
融出资金	15.77%	14.83%	14.53%	4.40%
存出保证金	0.97%	2.82%	1.53%	1.67%
结算备付金	6.66%	5.75%	6.49%	2.58%
合计	90.43%	96.78%	94.36%	92.36%

注 1：同行业可比公司数据来源为可比公司定期报告，下同。

注 2：上表中占比数据系报告期各期末对应类别资产占资产总额比例的算术平均值。

报告期各期末，上海证券金融投资、货币资金、融出资金、存出保证金和结算备付金合计占比均在 96%以上，整体资产结构较为稳定。其中，金融投资和货币资金为占比最高的两大资产组成部分。

金融投资通常包含交易性金融资产、其他债权投资和其他权益工具投资等，为多数证券公司最重要的资产组成部分。可比公司中，金融投资均为资产占比最高的类别，占比均在 38%以上，其中，占比较高的主要系交易性金融资产和其他债权投资。上海证券各期末占比最高的资产亦为金融投资，平均占比 45.00%，其中，占比较高的亦为交易性金融资产和其他债权投资，与多数可比公司一致。

报告期各期末，上海证券交易性金融资产占资产总额的比例与可比公司中的南京证券、红塔证券较为接近，低于第一创业、财达证券。不同证券公司金融资产内部交易性金融资产、其他债权投资和其他权益工具投资的分布存在一定差异，主要系不同证券公司的资金成本和风险偏好存在差异，会形成不同的投资收益预期与交易策略，进而影响各类金融投资资产的配置与分布。此外，上海证券投资的交易性金融资产中，占比最高的系债券投资，其报告期各期末占交易性金融资产的平均比例为 52.46%；其他债权投资主要系对国债、金融债、企业债、中期票据等的投资，因此总体风险可控，不存在较高风险。

报告期各期末，上海证券货币资金占资产总额的比例分别为 26.84%、29.61% 和 31.52%，平均占比为 29.32%，与财达证券较为接近，高于第一创业、南京证券和红塔证券。上海证券货币资金总体占比在可比公司中较高，与其经纪业务规模相匹配。

报告期各期末，上海证券融出资金占资产总额的比例分别为 11.54%、14.05% 和 12.42%，平均占比为 12.67%，与第一创业、南京证券和财达证券较为接近，高于红塔证券。报告期各期末，上海证券融出资金占资产总额的比例相对稳定，表明上海证券对信用类业务风险控制较为严格，未盲目扩张两融业务规模。

报告期各期末，上海证券存出保证金占资产总额的比例分别为 4.79%、5.57% 和 6.25%，平均占比为 5.54%，高于同行业可比公司，主要原因是上海证券存出保证金以期货保证金为主，报告期内期货业务规模较大，导致期货保证金较高，进而拉高了存出保证金占资产总额的比例。

报告期各期末，上海证券结算备付金占资产总额的比例分别为 4.81%、4.05% 和 4.13%，平均占比为 4.33%，略低于第一创业、南京证券和财达证券，略高于红塔证券，整体与同行业可比公司不存在较大差异。上海证券结算备付金主要由客户备付金构成，期末余额受客户资产规模、客户交易结算安排等因素影响，具有合理性。

综上，报告期各期末，上海证券资产结构稳定，以金融投资和货币资金为主的资产结构与同行业可比公司不存在重大差异。受各证券公司交易策略、投资收益预期等因素影响，金融投资资产的分布存在一定差异，交易性金融资产和其他债权投资作为主要的金融投资资产，总体风险可控，上海证券资产配置结构不存在较高的风险。

2、各类资产与业务的对应关系，相关金额变动与业务规模是否匹配

报告期各期末，标的公司各类主要资产与业务的对应关系、相关变动情况具体如下：

(1) 金融投资

单位：万元

项目	2026年3月31日	变动率	2025年12月31日	变动率	2024年12月31日
交易性金融资产	2,149,182.04	38.42%	1,552,678.54	-19.71%	1,933,776.46
股票/股权	201,623.71	-17.33%	243,885.82	22.14%	199,670.67
债券	1,083,899.94	43.91%	753,199.16	-33.36%	1,130,266.21
公募基金	439,864.51	74.15%	252,573.54	-25.03%	336,882.00
券商资管产品	36,474.54	-25.07%	48,679.74	3.45%	47,058.26
银行理财产品	144,319.83	81.00%	79,735.29	34.05%	59,481.65
其他投资	242,999.51	39.17%	174,604.99	8.84%	160,417.66
其他债权投资	1,876,145.12	-17.62%	2,277,542.54	9.30%	2,083,804.41
国债	263,782.95	0.53%	262,398.95	-65.11%	752,101.51
金融债	238,907.25	79.03%	133,445.38	321.54%	31,656.83
企业债	393,564.28	-0.11%	393,999.85	-19.87%	491,672.59
中期票据	829,050.66	0.10%	828,233.33	40.51%	589,441.31
其他	150,839.97	-77.13%	659,465.04	201.22%	218,932.17
其他权益工具投资	341,058.31	4.67%	325,829.51	61.47%	201,783.47
股票/股权	328,465.95	4.58%	314,086.35	63.19%	192,464.39
REITs	12,452.36	7.32%	11,603.16	26.41%	9,179.08
期货会员资格投资	140.00	0.00%	140.00	0.00%	140.00
合计	4,366,385.48	5.06%	4,156,050.59	-1.50%	4,219,364.34

上海证券金融投资金额变动主要系其基于市场环境变化主动优化自有资金配置所致，具体金额变动与业务规模的匹配性分析详见本题回复之“（四）标的公司金融投资中各类别资产的变动原因，部分资产的公允价值低于投资成本的原因，列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性；债券投资中的违约项目情况及是否存在风险敞口和潜在风险损失，相关内控和风控措施及有效性；其他债权投资主要对手方及其经营情况、财务状况，资金回收是否存在重大不确定性，减值准备计提依据及充分性”之“1、标的公司金融投资中各类别资产的变动原因，部分资产的公允价值低于投资成本的原因，列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性”。

（2）货币资金

单位：万元

项目	2026年3月31日	变动率	2025年12月31日	变动率	2024年12月31日
----	------------	-----	-------------	-----	-------------

项目	2026年3月 31日	变动率	2025年12月 31日	变动率	2024年12月 31日
库存现金	0.72	-2.70%	0.74	-2.63%	0.76
银行存款	3,248,948.88	14.61%	2,834,892.66	23.81%	2,289,733.15
其中：客 户存款	3,026,951.16	15.81%	2,613,770.23	19.28%	2,191,218.31
公 司存款	221,997.72	0.40%	221,122.43	124.46%	98,514.84
其他货币资 金	3,686.82	0.06%	3,684.79	-38.19%	5,961.20
合计	3,252,636.43	14.59%	2,838,578.18	23.65%	2,295,695.11

报告期各期末，上海证券的货币资金余额分别为 2,295,695.11 万元、2,838,578.18 万元和 3,252,636.43 万元，占资产总额的比例分别为 26.84%、29.61%和 31.52%，主要由客户存款和公司存款构成。

上海证券 2025 年末货币资金较 2024 年末增加 542,883.07 万元，增幅 23.65%，2026 年 3 月末货币资金较 2025 年末增加 414,058.25 万元，增幅 14.59%，主要系客户存款分别增加 422,551.92 万元和 413,180.93 万元。从业务规模来看，上海证券 2025 年代理买卖证券交易额³为 41,165.51 亿元，相较 2024 年交易额 25,020.20 亿元增长 64.53%。2026 年 1-3 月代理买卖证券交易额为 13,156.65 亿元，年化后较上年增长 27.84%，与货币资金变动趋势一致。

(3) 融出资金

单位：万元

项目	2026年3月 31日	变动率	2025年12月 31日	变动率	2024年12月 31日
融资融券业务融 出资金	1,284,250.26	-4.85%	1,349,657.73	36.40%	989,465.53
其中：个人	1,212,897.24	-2.67%	1,246,204.85	31.52%	947,513.68
机构	71,353.02	-31.03%	103,452.88	146.60%	41,951.85
减：减值准备	2,890.04	-4.95%	3,040.63	37.92%	2,204.68
融出资金账面价 值	1,281,360.22	-4.85%	1,346,617.09	36.40%	987,260.86

融出资金系上海证券融资融券业务向客户出借的资金。报告期各期末，上海证券融出资金账面价值分别为 987,260.86 万元、1,346,617.09 万元和 1,281,360.22 万元，占资产总额的比例分别为 11.54%、14.05%和 12.42%。融资

³ 股票、基金、债券代理买卖证券交易额，如无特殊说明，下同。

融券业务以个人客户为主，个人客户融出资金占比分别为 95.76%、92.33%和 94.44%。

上海证券 2025 年末融出资金账面价值较 2024 年末增加 359,356.23 万元，增幅 36.40%，2026 年 3 月末融出资金账面价值较 2025 年末减少 65,256.87 万元，降幅 4.85%，主要系个人客户融出资金余额分别增加 298,691.17 万元、减少 33,307.61 万元。融出资金是融资融券业务的核心规模指标，其余额变化受市场交易活跃度、客户风险偏好、上海证券信用业务展业策略等因素影响，进而影响融资融券业务利息收入水平。从业务利息收入来看，上海证券 2025 年融资融券业务利息收入为 54,478.91 万元，相较 2024 年利息收入 45,197.59 万元增长 20.54%，与融出资金变动趋势基本一致。

（4）存出保证金

单位：万元

项目	2026 年 3 月 31 日	变动率	2025 年 12 月 31 日	变动率	2024 年 12 月 31 日
交易保证金	13,539.24	20.22%	11,262.35	26.35%	8,913.51
信用保证金	10,058.00	12.73%	8,922.18	311.77%	2,166.78
期货保证金	576,774.01	20.21%	479,802.18	34.25%	357,403.65
履约保证金	1,481.95	41.55%	1,046.93	2.32%	1,023.16
其他	43,385.12	31.57%	32,975.51	-17.35%	39,897.88
合计	645,238.32	20.83%	534,009.15	30.44%	409,404.97

报告期内，上海证券存出保证金包括证券交易保证金、信用保证金、期货保证金、履约保证金及其他。报告期各期末，存出保证金分别为 409,404.97 万元、534,009.15 万元和 645,238.32 万元，占资产的比重分别为 4.79%、5.57%和 6.25%，存出保证金的期末余额受证券经纪业务、融资融券业务、期货业务的规模变动影响，报告期内，证券、期货等市场总体交易量保持增长态势，因此各期末上海证券用于清算交收的保证金也随之增加。

2025 年末及 2026 年 3 月末，上海证券存出保证金分别较上一期末增长 124,604.18 万元、111,229.17 万元，增幅分别为 30.44%、20.83%，主要系期货业务交易活跃，相应的期货业务保证金增长明显。2025 年末，期货保证金余额较 2024 年末增长 34.25%，2026 年 3 月末期货保证金余额相较 2025 年末增长

20.21%。从业务规模来看，上海证券 2025 年度期货经纪业务成交额为 73,941.60 亿元，相较 2024 年度成交额 68,309.80 亿元增长 8.24%。2026 年 1-3 月期货经纪业务成交额为 27,359.84 亿元，同比增长 63.54%，与期货保证金变动趋势一致。

(5) 结算备付金

单位：万元

项目	2026 年 3 月 31 日	变动率	2025 年 12 月 31 日	变动率	2024 年 12 月 31 日
客户备付金	313,904.28	11.42%	281,739.29	-7.18%	303,536.50
公司备付金	111,966.04	5.40%	106,230.09	-1.66%	108,024.26
合计	425,870.31	9.77%	387,969.38	-5.73%	411,560.75

结算备付金是上海证券或上海证券代理客户进行证券或期货交易而存入相关清算代理机构以满足资金清算交收所需的款项，由客户备付金和公司备付金构成。报告期各期末，上海证券的结算备付金分别为 411,560.75 万元、387,969.38 万元和 425,870.31 万元，占资产总额的比例分别为 4.81%、4.05%和 4.13%，总体相对稳定。其中，客户备付金分别为 303,536.50 万元、281,739.29 万元和 313,904.28 万元，占结算备付金比例分别为 73.75%、72.62%和 73.71%，为结算备付金的主要构成。

2025 年末，上海证券结算备付金较 2024 年末减少 23,591.37 万元，降幅为 5.73%，2026 年 3 月末，结算备付金较 2025 年末增加 37,900.93 万元，增幅为 9.77%。上述变动受到报告期内客户资金结算安排、客户资产配置结构等因素的影响，导致期末客户备付金余额有所变动。由于结算备付金余额受期末客户资金留存、交易清算时点、客户资金在客户存款、客户备付金及现金管理类产品之间配置结构等因素影响，具有一定时点性，因此期末余额变动并不完全等同于证券经纪业务交易规模变动。

综上，标的公司各类主要资产与业务存在对应关系，变动具有合理性，相关金额变动与业务规模基本一致。

（二）标的公司融出资金主要对手方及其经营情况、财务状况，资金收回是否存在重大不确定性；融资融券业务的保证金、担保物等风控措施和比例，与同行业公司的对比情况，是否存在重大潜在风险项目；结合融出资金的账龄、历史上违约及损失情况，说明减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性

1、标的公司融出资金主要对手方及其经营情况、财务状况，资金收回是否存在重大不确定性

融出资金系上海证券融资融券业务向客户出借的资金。报告期各期末，上海证券融出资金构成情况如下：

单位：万元

项目	2026年3月31日	2025年12月31日	2024年12月31日
融资融券业务融出资金	1,284,250.26	1,349,657.73	989,465.53
其中：个人	1,212,897.24	1,246,204.85	947,513.68
机构	71,353.02	103,452.88	41,951.85
减：减值准备	2,890.04	3,040.63	2,204.68
融出资金账面价值	1,281,360.22	1,346,617.09	987,260.86

由上表可知，上海证券融出资金的主要对手方为个人客户。开展融出资金业务时，上海证券需要客户提供担保物，该业务的资金回收保障主要取决于客户的担保物价值及维持担保比例。报告期各期，上海证券融资融券业务担保物主要为股票、资金、基金、债券，担保物流动性较好；报告期各期末，融资融券业务维持担保比例分别为 257.14%、271.36%、264.39%，相对较高，融出资金的安全性较好，可回收性强，资金收回不存在重大不确定性。

2、融资融券业务的保证金、担保物等风控措施和比例，与同行业公司的对比情况，是否存在重大潜在风险项目

（1）融资融券业务的保证金、担保物等风控措施和比例

针对融资融券业务，上海证券持续做好融资融券业务风险控制，制定了《上海证券有限责任公司融资融券业务管理办法》《上海证券有限责任公司融资融券业务风险管理办法》《上海证券有限责任公司融资融券逐日盯市与强制平仓管理办法》《上海证券有限责任公司融资融券业务操作规程》等制度，明

确了融资融券业务相关的风控措施。

上海证券严格遵循相关业务风险管理原则，构建了覆盖全流程、全环节的风险防范体系，全面贯穿融资融券业务的决策、执行、监督和反馈等各个业务环节。在对风险因素充分识别、风险程度充分估计的基础上，对业务的规模和范围保持谨慎，并采取严格的措施进行控制和管理，综合运用包括制定标准作业流程、分级授权、书面审核、风险监控、运用信息系统进行风险计量与评估、压力测试等在内的多种方法，确保融资融券业务所产生的风险始终处于可控制的范围内。

上海证券通过事前、事中和事后三个阶段的风险管理过程，对融资融券业务风险进行识别、评估、计量和控制。事前阶段的风险管理主要是根据风险识别、评估和计量的结果，制定风险管理方法与措施，制定和调整各项业务参数和监控指标；事中阶段的风险管理主要是执行各项风险管理方法与措施，根据业务开展情况进行动态监控并报告；事后阶段的风险管理主要是针对风险事项进行检查和处置，将风险损失降低到最低。

后续，上海证券将根据监管政策导向与资本市场变化，加强融资融券业务的管理，努力实现业务发展与风险控制的动态平衡。

在具体风控比例方面，上海证券融资融券业务的维持担保比例设置具体如下：

项目	比例
平仓线（即平仓维持担保比例）	130%
追加保证金后的维持担保比例最低标准	140%
警戒线（即补仓维持担保比例）	140%
提取担保物维持担保比例	300%

注：维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和）。

报告期各期末，融出资金担保物公允价值分别为 250.24 亿元、366.28 亿元和 330.73 亿元，担保物较为充足；融资融券业务维持担保比例分别为 257.14%、271.36%、264.39%，业务风险整体可控。

（2）与同行业公司的对比情况

同行业可比公司的风险控制指标设置情况如下：

第一创业		南京证券		财达证券		红塔证券	
项目	比例	项目	比例	项目	比例	项目	比例
紧急平仓线	120%	最低维持担保比例（T+1 日平仓）	115%	即时平仓线	120%	次日平仓线	115%
平仓线	130%	最低维持担保比例（T+2 日平仓）	130%	平仓线	130%	追保线	130%
警戒线	140%	追加保证金后维持担保比例最低标准	140%	追保到位线	130%	关注线	140%
提取线	300%	可提取保证金维持担保比例最低标准	300%	警戒线	150%	取保线	300%
-	-	-	-	提取线	300%	-	-

注：数据来源于可比公司官网。

根据上表，上海证券融资融券业务最低维持担保比例的风控指标设置与同行业可比公司相比不存在明显差异。

（3）是否存在重大潜在风险项目

报告期内，上海证券融资融券业务运行平稳，除本题回复之“（二）标的公司融出资金主要对手方及其经营情况、财务状况，资金收回是否存在重大不确定性；融资融券业务的保证金、担保物等风控措施和比例，与同行业公司的对比情况，是否存在重大潜在风险项目；结合融出资金的账龄、历史上违约及损失情况，说明减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性”之“3、结合融出资金的账龄、历史上违约及损失情况，说明减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性”之“（2）历史上违约及损失情况”所涉及违约事项外，不存在其他重大潜在风险项目。

3、结合融出资金的账龄、历史上违约及损失情况，说明减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性

（1）账龄情况

报告期各期末，上海证券融出资金的账龄情况具体如下：

单位：万元

账龄	2026年3月31日	2025年12月31日	2024年12月31日
1个月以内	490,248.30	576,194.30	417,063.39
1至3个月	367,232.49	298,793.20	303,596.85
3至6个月	115,229.60	242,730.23	20,156.23
6个月以上	311,539.87	231,940.00	248,649.06
合计	1,284,250.26	1,349,657.73	989,465.53

报告期各期末，上海证券融出资金账龄以6个月以内为主，同时存在部分6个月以上账龄的融出资金，主要系融资融券客户持仓周期、展期安排及市场交易策略等因素形成，符合融资融券业务可展期的业务规则。上海证券已按照内部制度对客户信用状况、负债情况、担保物价值及维持担保比例进行持续监控，并对逾期融出资金进行单独识别。

（2）历史上违约及损失情况

上海证券高度重视风险控制，自2012年取得融资融券业务资格以来，历史上仅存在少数客户发生实质违约的情形，总体穿仓金额较小。截至2026年3月31日，上海证券发生实质违约且平仓后仍有负债的融资融券项目共8笔，具体情况如下：

单位：万元

项目	2026年3月31日	
	账面余额	坏账准备
张**	12.97	12.97
董**	6.96	6.96
何**	11.89	11.89
郑**	6.08	6.08
陈**	38.92	38.92
林**	3.37	3.37
欧**	3.96	3.96
熊*	90.22	90.22
合计	174.37	174.37

上述项目构成实质违约，主要系客户信用账户维持担保比例跌破强制平仓线后，未按合同约定在规定期限内足额追加担保，上海证券依约启动强制平仓

或客户自行平仓，处置后账户形成穿仓缺口，穿仓金额较小。上海证券已将上述违约项目分类至预期信用损失模型的第三阶段，并对未按期补足担保品而被强制平仓后剩余尚需向客户收取的款项全额计提减值准备。

上海证券将发生实质违约且强制平仓后仍存在未清偿负债的融资融券项目分类至预期信用损失模型的第三阶段，报告期各期末，属于该阶段的预期信用损失占比情况具体如下：

单位：万元

项目	整个存续期预期信用损失 (第三阶段：已发生信用减值)	第三阶段预期信用损失金额占 融出资金余额的比例
2026年3月31日	174.37	0.01%
2025年12月31日	186.61	0.01%
2024年12月31日	223.22	0.02%

由上表，上海证券分类至第三阶段的预期信用损失金额占融出资金余额的比例很小。在开展融资融券业务时，若触发融出资金违约情形，上海证券将及时采取通知补仓、强制平仓、协商还款等方式化解风险、收回款项，报告期总体违约损失金额较小，风险相对可控。

(3) 减值准备计提的充分性，计提比例与同行业可比公司的差异及合理性

①减值准备计提情况

上海证券以预期信用损失为基础，采用三阶段模型计量融出资金的预期信用损失。报告期各期末，上海证券融出资金减值准备情况如下：

单位：万元

项目	未来12个月预期信用损失 (第一阶段)	整个存续期预期信用损失 (第二阶段：未发生信用减值)	整个存续期预期信用损失 (第三阶段：已发生信用减值)	合计
2026年3月31日	2,715.50	0.17	174.37	2,890.04
2025年12月31日	2,853.79	0.23	186.61	3,040.63
2024年12月31日	1,981.45	-	223.22	2,204.68

②减值准备计提政策

对于融出资金，上海证券根据违约风险敞口，结合违约损失率方法计量预

期信用损失。具体而言，上海证券将融出资金划分为三个阶段，在三阶段基础上基于预期信用损失率计算减值准备，具体情况如下：

第一阶段：较低信用风险的标准为客户维持担保比例 $\geq$ 平仓线，且通过连续跌停测试；

第二阶段：信用风险显著增加的标准为客户维持担保比例 $\geq$ 平仓线，但未通过连续跌停测试；或平仓线 $\leq$ 维持担保比例 $<$ 平仓线；

第三阶段：维持担保比例 $<$ 平仓线；或已发生信用减值；或其他可视情况认定为违约的情况。

其中，通过连续跌停测试，是指假设客户账户中“高风险资产”（ST 股票或其他人为判定风险较高或风险显著上升的资产）连续跌停 7 日（ST 股票为 14 日）后，该客户的维持担保比例仍大于等于 100%。

③减值准备计提的充分性，与同行业可比公司的对比情况

报告期各期末，上海证券融出资金的减值准备计提比例与同行业可比公司的比较情况如下：

名称	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日
第一创业	0.04%	0.05%
南京证券	0.99%	1.44%
财达证券	0.03%	0.18%
红塔证券	0.05%	0.07%
平均值	0.28%	0.44%
上海证券	0.23%	0.22%

注：因可比公司未披露 2026 年一季度/一季度末相关明细数据，因此，除特别说明之外，仅比较 2024、2025 年度/年度末数据，下同。

由上表可见，可比公司南京证券的融出资金减值准备计提比例明显高于上海证券，主要系 2024 年末、2025 年末，南京证券存在大额融出资金处于第三阶段并已单项计提大额减值准备，但上海证券报告期各期末融出资金处于第三阶段的比例较低。除南京证券外，上海证券融出资金减值准备计提比例略高于其他可比公司，主要系上海证券基于审慎性原则，对融资融券客户类别、信用状况、担保物价值波动及市场环境变化进行持续评估，整体减值计提水平较为

谨慎，减值准备计提充分，具备合理性。

综上，报告期内，上海证券计提融出资金减值准备已充分考虑账龄结构、历史违约及损失情况等因素，其根据预期信用损失模型对融出资金计提减值准备，计提比例与同行业可比公司不存在重大差异，减值准备计提充分。

（三）标的公司买入返售金融资产的具体情况、变动原因及合理性，相关融资方和经营情况、担保比例和质押比率，资金收回是否存在重大不确定性，债券质押式回购业务未计提减值的合理性，结合减值计提与同行业公司的对比情况，分析减值准备计提的充分性

1、标的公司买入返售金融资产的具体情况、变动原因及合理性

报告期各期末，上海证券买入返售金融资产构成及占比情况如下：

单位：万元

项目	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票质押式回购	54,304.33	56.29%	54,304.33	73.07%	58,086.53	61.22%
债券质押式回购	42,166.00	43.71%	20,017.99	26.93%	36,801.50	38.78%
小计	96,470.33	100.00%	74,322.32	100.00%	94,888.03	100.00%
减：减值准备	54,304.33	-	54,304.33	-	58,086.53	-
合计	42,166.00	-	20,017.99	-	36,801.50	-

上海证券买入返售业务包括债券质押式回购和股票质押式回购。其中，债券质押式回购属于上海证券开展的债券市场逆回购交易，全部为通过交易所系统操作的逆回购交易业务；股票质押式回购则属于上海证券开展的融资类信用业务。

报告期各期末，上海证券买入返售金融资产的账面价值分别为 36,801.50 万元、20,017.99 万元和 42,166.00 万元，均由债券质押式回购业务形成。上海证券买入返售金融资产 2025 年末账面价值较 2024 年末减少 16,783.51 万元，降幅 45.61%，2026 年 3 月末账面价值较 2025 年末增加 22,148.01 万元，增幅 110.64%，主要系受到债券市场资金价格波动、流动性管理需求等因素的影响，上海证券适时调整债券质押式回购业务交易规模所致，相关变动具有合理性。

上海证券基于谨慎的业务政策调整，报告期内未开展新的股票质押式回购业务，账面仅为历史年度遗留尚未处置完毕项目。报告期各期末，上海证券因股票质押式回购形成的买入返售金融资产均已全额计提减值。

2、相关融资方和经营情况、担保比例和质押比率，资金收回是否存在重大不确定性

（1）债券质押式回购

报告期各期末，标的公司债券质押式回购业务形成的买入返售金融资产均为证券交易所债券质押式回购，主要通过交易所交易系统自动撮合完成。该类业务交易期限较短，交易机制标准化，交易所及登记结算机构通过质押库管理等安排保障担保物足额。此类通过交易所操作的债券逆回购交易为交易所自动撮合并保证担保物足额，无法获知对手方名称及质押库信息，故该类买入返售金融资产未披露相关融资方、经营情况、担保比例和质押比率等信息。

由于期限短且担保物充足，债券质押式回购形成的买入返售金融资产的资金收回不存在重大不确定性，报告期各期末，债券质押式回购业务形成的买入返售金融资产均在一个月內到期收回。

（2）股票质押式回购

报告期各期末，上海证券股票质押式回购业务账面价值均为 0.00 万元，涉及客户 3 名，交易对手方均为自然人。截至 2026 年 3 月 31 日，上海证券的股票质押式回购项目均已违约并进入司法处置阶段，股票质押融出资金剩余本金为 54,304.33 万元，已全额计提减值。

3、债券质押式回购业务未计提减值的合理性

报告期各期末，上海证券债券质押式回购业务均为交易所质押式回购，对手方将质押券在登记公司进行质押登记以保证担保物足值，且持有期限短，相关资产减值风险较小，上海证券依据减值政策未对上述资产计提减值准备。

此外，根据近期国联证券（601456）收购民生证券、国信证券（002736）收购万和证券及东吴证券（601555）收购东海证券案例中相关披露文件，民生证券、万和证券及东海证券对于债券质押式回购业务均未计提减值。

4、结合减值计提与同行业公司的对比情况，分析减值准备计提的充分性

(1) 减值计提政策比较

报告期内，上海证券根据融入方的信用状况和履约能力、质押股票市值变动、质押股票集中度以及重大风险事件等因素，审慎评估待购回交易的风险程度，合理划分风险等级，并相应计提买入返售金融资产预期信用损失。

上海证券关于买入返售金融资产减值计提的三阶段划分标准与同行业可比公司对比如下：

可比公司	第一阶段	第二阶段	第三阶段
第一创业	如果该金融工具在资产负债表日信用风险较低，或信用风险自初始确认后并未显著增加，公司按照相当于该金融工具未来 12 个月内预期信用损失的金额计量其损失准备	如果该金融工具的信用风险自初始确认后已显著增加，但未发生信用减值，公司按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备	初始确认后已发生信用减值的金融工具，公司按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备
南京证券	报告时点未发生本金或利息逾期且报告时点履约保障比率大于平仓线，或报告时点连续不超过 5 个交易日履约保障比小于平仓线的客户属于第一阶段	报告时点本金或利息发生逾期但未超过 30 天，或报告时点连续 5 个交易日以上履约保障比小于平仓线且大于 100%，或报告时点连续不超过 10 个交易日履约保障比小于 100% 的客户属于第二阶段	报告时点本金或利息出现逾期超过 30 天，或报告时点连续 10 个交易日以上履约保障比小于 100%，或公司认定的已发生信用损失的客户属于第三阶段
财达证券	如果该金融工具的信用风险自初始确认后并未显著增加，按照相当于该金融工具未来 12 个月内预期信用损失的金额计量其损失准备	如果该金融工具的信用风险自初始确认后已显著增加，但并未将其视为已发生信用减值，按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备	对于已发生信用减值的金融工具，按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备
红塔证券	信用风险较低的金融工具，或初始确认后信用风险未显著增加的金融工具，应当评估金融工具未来 12 个月内（若预期存续期少于 12 个月，则为预期存续期内）预期信用损失	自初始确认后信用风险已显著增加的金融工具，但未发生信用减值，应当评估该金融工具整个存续期内预期信用损失	当对金融资产预期未来现金流量具有不利影响的一项或多项事件发生时，表明已发生信用减值，应评估整个存续期内的预期信用损失

可比公司	第一阶段	第二阶段	第三阶段
上海证券	在资产负债表日信用风险较低的金融工具，或初始确认后信用风险未显著增加的金融工具，应当按照相当于该金融工具未来 12 个月内（若预期存续期少于 12 个月，则为预期存续期内）预期信用损失的金额计量其损失准备	自初始确认后信用风险已显著增加的金融工具，但未发生信用减值，即不存在表明金融工具发生信用损失事件的客观证据，应当按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备	初始确认后已发生信用减值的金融工具，应当按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备

由上表可知，从减值计提政策角度分析，上海证券对买入返售金融资产采取预期信用损失模型计量减值，减值准备计提方法与同行业可比公司不存在明显差异。

（2）减值计提比例比较

报告期内，上海证券同行业可比公司买入返售金融资产减值计提比例情况如下：

单位：万元

公司名称	2025 年 12 月 31 日		
	账面金额	减值准备	计提比例
第一创业	101,576.42	22,031.92	21.69%
南京证券	55,480.21	55.95	0.10%
财达证券	179,978.63	82,689.43	45.94%
红塔证券	345,217.49	7,198.03	2.09%
平均值	170,563.19	27,993.83	16.41%
上海证券	74,322.32	54,304.33	73.07%
公司名称	2024 年 12 月 31 日		
	账面金额	减值准备	计提比例
第一创业	79,217.33	22,024.13	27.80%
南京证券	87,830.24	169.56	0.19%
财达证券	124,991.85	82,689.43	66.16%
红塔证券	452,869.11	10,056.96	2.22%
平均值	186,227.13	28,735.02	15.43%
上海证券	94,888.03	58,086.53	61.22%

由上表可知，2025 年末上海证券买入返售金融资产减值计提比例与同行业可比公司存在一定差异，主要系买入返售金融资产的业务结构不同所致。买入返售金融资产项下包括债券质押式回购、股票质押式回购、约定购回式证券、债券买断式回购等不同业务，底层资产、交易期限、担保物波动性、交易对手风险、违约处置难度均存在差异。从减值计提比例角度分析，财达证券因涉及风险较高且减值准备处于第三阶段的股票质押式回购产品，计提减值准备比例较高，与上海证券产品结构相似。

剔除股票质押式回购业务，报告期各期末，上海证券同行业可比公司债券质押式回购业务减值计提情况如下：

单位：万元

公司名称	2025 年 12 月 31 日		2024 年 12 月 31 日	
	账面金额	减值准备	账面金额	减值准备
第一创业	67,269.32	未披露	43,057.82	未披露
南京证券	23,242.70	-	59,459.10	-
财达证券	97,289.20	-	40,297.65	-
红塔证券	58,539.34	-	117,389.65	-
平均值	61,585.14	-	65,051.06	-
上海证券	20,017.99	-	36,801.50	-

报告期内，除股票质押式回购业务以外，上海证券其余产品均为风险较低的交易所债券质押式回购，未计提减值。由上表可知，上海证券债券质押式回购减值计提情况与同行业可比公司一致。

综上，上海证券买入返售金融资产的减值准备计提政策符合行业惯例，减值准备计提充分，剔除已全额计提减值的股票质押式回购业务后，相关减值准备计提比例与同行业可比公司不存在明显差异。

（四）标的公司金融投资中各类别资产的变动原因，部分资产的公允价值低于投资成本的原因，列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性；债券投资中的违约项目情况及是否存在风险敞口和潜在风险损失，相关内控和风控措施及有效性；其他债权投资主要对手方及其经营情况、财务状况，资金回收是否存在重大不确定性，减值准备计提依据及充分性

1、标的公司金融投资中各类别资产的变动原因，部分资产的公允价值低于投资成本的原因，列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性

（1）金融投资中各类别资产的变动原因

报告期各期末，上海证券金融投资各类别资产构成及变动情况如下：

单位：万元

项目	2026年 3月31日	占金融 投资比 例	2025年 12月31日	占金融 投资比 例	2024年 12月31日	占金融 投资比 例
交易性金融资产	2,149,182.04	49.22%	1,552,678.54	37.36%	1,933,776.46	45.83%
其他债权投资	1,876,145.12	42.97%	2,277,542.54	54.80%	2,083,804.41	49.39%
其他权益工具投资	341,058.31	7.81%	325,829.51	7.84%	201,783.47	4.78%
合计	4,366,385.48	100.00%	4,156,050.59	100.00%	4,219,364.34	100.00%

报告期各期末，上海证券金融投资账面价值分别为 4,219,364.34 万元、4,156,050.59 万元和 4,366,385.48 万元，占资产总额的比例分别为 49.33%、43.35%和 42.31%，2025 年末较 2024 年末减少 63,313.75 万元，降幅 1.50%，2026 年 3 月末较 2025 年末增加 210,334.89 万元，增幅 5.06%，主要系交易性金融资产、其他债权投资和其他权益工具投资规模变动所致，整体变动幅度较小。

①交易性金融资产的构成及变动原因

报告期各期末，交易性金融资产的具体构成及变动情况如下：

单位：万元

类别	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	期末账面价值	占比	期末账面价值	占比	期末账面价值	占比
股票/股权	201,623.71	9.38%	243,885.82	15.71%	199,670.67	10.33%
债券	1,083,899.94	50.43%	753,199.16	48.51%	1,130,266.21	58.45%
公募基金	439,864.51	20.47%	252,573.54	16.27%	336,882.00	17.42%

类别	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	期末账面价值	占比	期末账面价值	占比	期末账面价值	占比
券商资管产品	36,474.54	1.70%	48,679.74	3.14%	47,058.26	2.43%
银行理财产品	144,319.83	6.72%	79,735.29	5.14%	59,481.65	3.08%
其他投资	242,999.51	11.31%	174,604.99	11.25%	160,417.66	8.30%
合计	2,149,182.04	100.00%	1,552,678.54	100.00%	1,933,776.46	100.00%

报告期各期末，上海证券交易所金融资产账面价值分别为 1,933,776.46 万元、1,552,678.54 万元和 2,149,182.04 万元，主要由债券、公募基金和股票构成。2025 年末，交易性金融资产较 2024 年末减少 381,097.92 万元，降幅 19.71%，主要系 2025 年度债券市场利率环境发生变化，上海证券结合债市波动情况调整自营交易盘持仓结构，适度压降交易盘债券及公募基金规模，同时增配权益类产品种，整体交易性金融资产规模有所下降。其中，股票/股权较 2024 年末增加 44,215.15 万元，增幅 22.14%，债券较 2024 年末减少 377,067.05 万元，降幅 33.36%，公募基金较 2024 年末减少 84,308.46 万元，降幅 25.03%；2026 年 3 月末，交易性金融资产较 2025 年末增加 596,503.50 万元，增幅 38.42%，主要系受 A 股市场阶段性调整及债券市场震荡运行的双重影响，上海证券适时调整对债券、公募基金、股票/股权的投资规模，其中债券较 2025 年末增加 330,700.78 万元，增幅 43.91%，公募基金较 2025 年末增加 187,290.97 万元，增幅 74.15%，股票/股权较 2025 年末减少 42,262.11 万元，降幅 17.33%。

②其他债权投资的构成及变动原因

报告期各期末，其他债权投资的具体构成及变动情况如下：

单位：万元

类别	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比
国债	263,782.95	14.06%	262,398.95	11.52%	752,101.51	36.09%
金融债	238,907.25	12.73%	133,445.38	5.86%	31,656.83	1.52%
企业债	393,564.28	20.98%	393,999.85	17.30%	491,672.59	23.59%
中期票据	829,050.66	44.19%	828,233.33	36.37%	589,441.31	28.29%
地方政府债	150,839.97	8.04%	149,737.60	6.57%	218,932.17	10.51%

类别	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比
同业存单	-	-	509,727.44	22.38%	-	-
合计	1,876,145.12	100.00%	2,277,542.54	100.00%	2,083,804.41	100.00%

报告期各期末，上海证券其他债权投资账面价值分别为 2,083,804.41 万元、2,277,542.54 万元和 1,876,145.12 万元。2025 年末，其他债权投资较 2024 年末增加 193,738.13 万元，增幅 9.30%，主要系受 2025 年债券市场波动的影响，上海证券结合各类债券品种的市场变化，动态调整债券投资持仓结构，加大同业存单、中期票据等信用品种配置力度，降低利率敏感性较高的国债配置，其中，同业存单较 2024 年增加 509,727.44 万元，中期票据较 2024 年末增加 238,792.02 万元，国债较 2024 年末减少 489,702.56 万元；2026 年 3 月末，其他债权投资较 2025 年末减少 401,397.42 万元，降幅 17.62%，主要系 2026 年一季度债市有所分化，长端资产收益率波动加大，短端资产收益率震荡下行，上海证券减少同业存单的投资，同时适度增配金融债以优化投资结构，其中同业存单较 2025 年末减少了 509,727.44 万元，金融债较 2025 年末增加了 105,461.87 万元。

③其他权益工具投资的构成及变动原因

报告期各期末，其他权益工具投资的具体构成及变动情况如下：

单位：万元

类别	2026年3月31日		2025年12月31日		2024年12月31日	
	期末公允价值	占比	年末公允价值	占比	年末公允价值	占比
股票/股权	328,465.95	96.31%	314,086.35	96.40%	192,464.39	95.38%
REITs	12,452.36	3.65%	11,603.16	3.56%	9,179.08	4.55%
期货会员资格投资	140.00	0.04%	140.00	0.04%	140.00	0.07%
合计	341,058.31	100.00%	325,829.51	100.00%	201,783.47	100.00%

报告期各期末，上海证券其他权益工具投资账面价值分别为 201,783.47 万元、325,829.51 万元和 341,058.31 万元，2025 年末其他权益工具投资账面价值较 2024 年末增加 124,046.04 万元，增幅为 61.47%，其中，股票较 2024 年末增加 121,621.96 万元，增幅 63.19%，变动原因主要为 2024 至 2025 年高分红、低波动板块配置价值凸显，上海证券适当加大了高分红权益的配置比例；2026 年

3月末其他权益工具投资账面价值较2025年末增加15,228.80万元，增幅4.67%，主要系上海证券延续相关高分红权益投资策略所致。

(2) 部分资产的公允价值低于投资成本的原因

报告期各期末，金融资产中公允价值低于投资成本的资产主要体现在交易性金融资产，具体情况如下：

单位：万元

项目		2026年3月31日	2025年12月31日	2024年12月31日
股票/股权	账面价值	201,623.71	243,885.82	199,670.67
	投资成本	223,825.03	252,868.53	206,920.64
	盈亏率	-9.92%	-3.55%	-3.50%
债券	账面价值	1,083,899.94	753,199.16	1,130,266.21
	投资成本	1,083,546.76	755,128.67	1,110,374.10
	盈亏率	0.03%	-0.26%	1.79%
公募基金	账面价值	439,864.51	252,573.54	336,882.00
	投资成本	438,726.73	250,704.66	341,645.97
	盈亏率	0.26%	0.75%	-1.39%
券商资管产品	账面价值	36,474.54	48,679.74	47,058.26
	投资成本	35,498.72	47,632.01	45,972.64
	盈亏率	2.75%	2.20%	2.36%
银行理财产品	账面价值	144,319.83	79,735.29	59,481.65
	投资成本	144,319.83	79,735.29	59,370.33
	盈亏率	0.00%	0.00%	0.19%
其他投资	账面价值	242,999.51	174,604.99	160,417.66
	投资成本	212,156.83	144,186.21	145,478.85
	盈亏率	14.54%	21.10%	10.27%

报告期内，上海证券部分交易性金融资产账面价值低于投资成本，主要涉及股票、债券及公募基金，具体原因如下：

股票方面，2024年末、2025年末浮亏主要来源于新三板股票投资。新三板股票市场交易活跃度偏弱，叠加部分新三板投资标的经营业绩欠佳，导致期末公允价值低于投资成本。2026年3月末，受A股市场冲高回落影响，上海证券权益投资板块整体承压，持仓股票价格跟随市场行情波动，部分股票投资期末

公允价值低于投资成本。该类浮亏为股票公允价值的阶段性波动所致，上海证券结合市场走势动态管理相关权益投资敞口。

债券方面，2025 年度，债券市场环境发生变化，10 年期国债收益率由 2024 年末的 1.68%上行至 2025 年末的 1.85%，中债总全价指数全年下跌 2.32%，债券市场整体收益空间较 2024 年度明显收窄，部分债券投资 2025 年末公允价值低于投资成本，2026 年以来随着债券市场波动相关估值进一步提升，2026 年 3 月末债券组合整体实现浮盈；公募基金方面，2024 年末因上海证券所持仓部分 ETF 基金投资估值尚未完全修复，因此其公允价值低于投资成本。随着市场的修复，2025 年末及 2026 年 3 月末，上海证券持有的公募基金组合整体已实现小幅正收益。

（3）列入相关科目的合理性，初始和后续计量的准确性

①金融资产列入相关科目的合理性

上海证券通常根据管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征，在初始确认时将金融资产分为不同类别：以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

除非上海证券改变管理金融资产的业务模式，在此情形下，所有受影响的相关金融资产在业务模式发生变更后的首个报告期间的第一天进行重分类，否则金融资产在初始确认后不得进行重分类。

上海证券将同时符合下列条件且未被指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，分类为以摊余成本计量的金融资产：

A、上海证券管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标；

B、该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

上海证券将同时符合下列条件且未被指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产：

A、上海证券管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；

B、该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

对于非交易性权益工具投资，上海证券可在初始确认时将其不可撤销地指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。该指定在单项投资的基础上作出，且相关投资从发行者的角度符合权益工具的定义。

除上述以摊余成本计量和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产外，上海证券将其余所有的金融资产分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。在初始确认时，如果能够消除或显著减少会计错配，上海证券可以将本应以摊余成本计量或以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产不可撤销地指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

②金融资产的初始确认

金融资产在上海证券成为相关金融工具合同条款的一方时，于资产负债表内确认。

在初始确认时，金融资产以公允价值计量。对于以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，相关交易费用直接计入当期损益；对于其他类别的金融资产，相关交易费用计入初始确认金额。对于未包含重大融资成分或不考虑不超过一年的合同中的融资成分的应收账款，上海证券根据确定的交易价格进行初始计量。

③金融资产计量的后续计量及准确性

上海证券对以公允价值计量的金融资产进行后续计量的制度依据主要包括《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》《证券公司金融工具估值指引》和《上海证券有限责任公司金融工具分类、估值及减值管理办法》等。上述规定明确了公允价值的计量目

标、主要市场或最有利市场的确定、公允价值层次划分、估值技术选择以及可观察输入值优先使用等原则。

上海证券在每个资产负债表日持续和非持续以公允价值计量的资产和负债于本报告期末的公允价值信息及其公允价值计量的层次。公允价值计量结果所属层次取决于对公允价值计量整体而言具有重要意义的最低层次的输入值。三个层次输入值的定义如下：

第一层次输入值：在计量日能够取得的相同资产或负债在活跃市场上未经调整的报价；

第二层次输入值：除第一层次输入值外相关资产或负债直接或间接可观察的输入值；

第三层次输入值：相关资产或负债的不可观察输入值。

报告期各期末，上海证券按照公允价值计量的金融资产按照所属层次划分情况如下：

单位：万元

2026年3月31日				
项目	第一层次	第二层次	第三层次	合计
交易性金融资产	764,542.62	1,358,886.78	25,752.64	2,149,182.04
其他债权投资	-	1,876,145.12	-	1,876,145.12
其他权益工具投资	339,735.16	-	1,323.15	341,058.31
合计	1,104,277.78	3,235,031.90	27,075.79	4,366,385.48
占比	25.29%	74.09%	0.62%	100.00%
2025年12月31日				
项目	第一层次	第二层次	第三层次	合计
交易性金融资产	556,018.66	968,026.25	28,633.63	1,552,678.54
其他债权投资	-	2,277,542.54	-	2,277,542.54
其他权益工具投资	324,197.62	-	1,631.89	325,829.51
合计	880,216.28	3,245,568.79	30,265.52	4,156,050.59
占比	21.18%	78.09%	0.73%	100.00%
2024年12月31日				
项目	第一层次	第二层次	第三层次	合计

交易性金融资产	613,362.36	1,291,173.26	29,240.84	1,933,776.46
其他债权投资	-	2,083,804.41	-	2,083,804.41
其他权益工具投资	198,393.28	17.56	3,372.63	201,783.47
合计	811,755.64	3,374,995.23	32,613.47	4,219,364.34
占比	19.24%	79.99%	0.77%	100.00%

报告期各期末，上海证券按照公允价值计量的金融资产主要集中于第二层次公允价值计量。2024年末、2025年末、2026年3月末，第一层次公允价值计量的金融资产合计占比分别为19.24%、21.18%和25.29%，第二层次公允价值计量的金融资产合计占比分别为79.99%、78.09%和74.09%，第三层次公允价值计量的金融资产占比分别为0.77%、0.73%和0.62%，占比较低且报告期内逐期下降。

A、划分为第一层次公允价值计量的金融资产情况

单位：万元

项目		2026年3月 31日	2025年12月 31日	2024年12月 31日	主要类型	主要估值方法
交易性金融资产	股票/股权	155,261.69	205,686.25	159,473.46	交易所流通的上市公司股票	按照估值日交易所收盘价确定公允价值
	公募基金及券商资管计划	439,864.51	228,619.38	336,882.00	交易所上市交易的基金、公募基金	按照估值日交易所收盘价或基金单位净值确定公允价值
	债券	25,096.59	41,977.74	57,525.25	交易所可转债、可交换债	按照估值日交易所收盘价确定公允价值
	其他投资	144,319.83	79,735.29	59,481.65	集合资管产品	按照估值日产品单位净值确定公允价值
	小计	764,542.62	556,018.66	613,362.36		
其他权益工具投资	股票/股权投资	327,282.80	312,594.46	189,214.20	交易所上市股票	按照估值日交易所收盘价确定公允价值
	基金	12,452.36	11,603.16	9,179.08	交易所上市交易基金	按照估值日交易所收盘价确定公允价值
	小计	339,735.16	324,197.62	198,393.28		
合计		1,104,277.78	880,216.28	811,755.64		

第一层次公允价值计量的金融资产主要为交易所上市股票、交易所上市基金、交易所可转债、交易所可交换债及银行理财产品等。该类金融资产的公允价值是按资产负债表日的市场报价确定的，此市场报价取自活跃市场中交易价、与经销商及交易对手以公平磋商为基础的市场交易结果，包括交易所收盘价、基金单位净值、银行理财产品单位净值等，估值依据具有较强的可观察性。

B、划分为第二层次公允价值计量的金融资产情况

单位：万元

项目		2026年3月 31日	2025年12月 31日	2024年12月 31日	主要类型	主要估值方法
交易性金融资产	股票/股权	20,609.37	9,565.95	10,956.37	新三板股票	按照成交均价、回购价估值确定公允价值
	公募基金及券商资管计划	36,474.54	72,633.90	47,058.26	券商资管计划	按照管理人提供的期末单位净值确定公允价值
	债券	1,058,803.35	711,221.43	1,072,740.97	银行间及交易所流通的债券（不含按收盘价估值的可转债和可交换债）	按照中债估值或中证全价确定公允价值
	其他投资	242,999.52	174,604.97	160,417.66	私募基金	按照管理人提供的期末单位净值确定公允价值
	小计	1,358,886.78	968,026.25	1,291,173.26		
其他债权投资	国债	263,782.95	262,398.95	752,101.51	银行间及交易所流通的债券	按照中债估值确定公允价值
	金融债	238,907.25	133,445.38	31,656.83		
	企业债	393,564.28	393,999.85	491,672.59		
	其他	979,890.64	1,487,698.36	808,373.48		
	小计	1,876,145.12	2,277,542.54	2,083,804.41		
其他权益工具投资	股票/股权投资	-	-	17.56	新三板股票	按照成交均价、定增价格估值确定公允价值
合计		3,235,031.90	3,245,568.79	3,374,995.23		

第二层次公允价值计量的金融资产主要为债券类资产及可取得管理人净值或第三方估值结果的金融产品。该类资产的公允价值采用的主要输入值为除第一层次输入值外相关资产或负债直接或间接可观察的输入值，包括成交均价、

回购价、中债估值、中证全价估值、管理人估值结果等。该等输入值属于市场中直接或间接可观察的输入值，估值依据具有可验证性。

C、划分为第三层次公允价值计量的金融资产情况

单位：万元

项目	2026年3月 31日	2025年12月 31日	2024年12月 31日	主要类型	主要估值方法
股票/股权	27,075.79	30,265.52	32,613.47	新三板股票 /非上市股 权投资	采用市场法确 定公允价值

第三层次公允价值计量的金融资产主要包括非活跃市场股票和非上市股权等。报告期各期末，上海证券第三层次公允价值计量的金融资产占比较低。上海证券已根据相应估值技术、重大不可观察输入值对该类金融资产公允价值进行审慎计量，相关金融资产的违约风险、流动性风险及估值不确定性已在公允价值计量中予以反映。

综上，上海证券以公允价值计量的金融资产初始及后续计量遵循企业会计准则及证券行业估值规范，所采用的估值方法、数据来源和输入值与各类金融资产的资产特征、市场活跃程度及风险状况相匹配，公允价值层次划分合理，相关计量结果能够合理反映计量日金融资产的公允价值，公允价值初始及后续计量具有合理性和准确性。

2、债券投资中的违约项目情况及是否存在风险敞口和潜在风险损失，相关内控和风控措施及有效性

(1) 债券投资中的违约项目情况及是否存在风险敞口和潜在风险损失

截至 2026 年 3 月 31 日，上海证券合并口径债券投资中存在部分发行人未能按照约定偿付本息、已进入债务重组或破产处置程序等情形的历史风险项目，分别核算于交易性金融资产和其他债权投资，相关项目主要形成于报告期以前。

截至 2026 年 3 月 31 日，相关违约债券按会计科目汇总如下：

单位：万元

会计科目	持有主体	违约债券数量 (只)	期末账面成本	期末账面价值
交易性金融资产	上海证券母公司	2	1,291.03	862.09
其他债权投资	上海证券母公司	1	9,765.58	1,001.19

会计科目	持有主体	违约债券数量 (只)	期末账面成本	期末账面价值
合计	-	3	11,056.61	1,863.28

截至 2026 年 3 月 31 日，上述违约债券共 3 只，期末账面价值合计为 1,863.28 万元，占上海证券金融投资账面价值的比例约为 0.04%，占比较低。

鉴于上述债券已经发生违约或存在明显信用风险，其未来实际回收金额仍受债务人经营状况、债务重组或破产处置进度、担保物处置结果等因素影响，回收存在不确定性。在不存在追加投资、担保或其他兜底义务的情况下，相关违约债券的剩余风险敞口以期末账面价值为限。

截至 2026 年 3 月 31 日，上海证券已根据相关项目的实际风险状况，对上述违约债券剩余风险敞口通过公允价值计量或计提减值准备的方式在财务报表中反映相关损失，下调公允价值和计提减值准备金额合计 9,193.33 万元。结合相关项目截至报告期末的风险处置进展、预计可收回金额及会计处理情况，上海证券不存在尚未识别或未充分反映的重大风险敞口和潜在风险损失。

综上，上海证券债券投资中存在部分历史违约项目，相关项目的剩余风险敞口以期末账面价值 1,863.28 万元为限，占上海证券金融投资账面价值的比例较低。相关信用风险、回收风险及估值不确定性已通过公允价值变动或减值准备在财务报表中反映，不存在尚未识别或未充分反映的重大风险敞口和潜在风险损失。

（2）相关内控和风控措施及有效性

上海证券制定了《上海证券有限责任公司资产管理总部固定收益证券投资管理实施细则》《固定收益总部投资交易业务实施细则》《上海证券有限责任公司资产管理总部固定收益证券投资备选池和交易对手管理操作规程》等制度，涉及证券交易投资业务及交易对手管理等方面，对债券准入要求、投资决策机制和投后管理等环节进行管理。

①债券准入要求

上海证券债券准入建立在风险偏好体系的要求之上，风险偏好根据市场情况的变化以及自身的业务发展实际进行调整。风险偏好针对投资信用债、可转

债等债券的外部、内部评级、发行人所在区域、发行人性质提出要求和限制，并根据风险的大小对投资额度、集中度进行限制。上海证券在自营债券投资方面和资产管理业务方面均设立风险偏好，对于不同评级债券设立不同债券投资业务准入要求。

在内部评级的基础上开发有专门的授信体系对投前可投额度进行评估和限制，授信模型针对一般企业、金融机构与地方融资平台三大类进行分别计算，根据主体的资产负债情况、企业性质以及模型调整系数等进行额度的匡算，进行风险额度的控制，目前授信模型运行良好。

②投资决策机制

自营债券投资方面，固定收益总部设立办公会作为日常投资决策机构，在上海证券证券投资委员会授权范围内运作并接受其监督。办公会由总部负责人、各业务部门负责人、合规风控人员及相关议题涉及人员组成，以集体决策形式进行。

资管债券投资方面，资产管理总部实行“投资决策委员会-部门负责人-投资经理”三级分级决策机制，重大合规风控事项须经合规风控部门审核后报分管领导审批。委员会负责制定大类资产配置策略、审议重大投资政策调整、核心备选池调整及委员提出的议题等。

③投后管理

目前上海证券对相关违约债定期进行跟踪，并推进各项法律程序，定期形成重大风险事项进展报告。在日常的投后管理方面，上海证券建立有舆情监控系统，并定期对持有的债券进行风险排摸并形成报告，确保投后风险的可控。

综上，对于债券投资中的违约项目，上海证券已根据项目实际风险状况确认公允价值变动或计提减值准备，相关信用风险和预计损失已在财务报表中反映。上海证券已建立覆盖债券准入要求、投资决策机制和投后管理等环节的内控和风险管理制度，相关制度在报告期内得到执行，能够对债券投资风险进行识别、监测、计量和处置，现行内控和风控措施总体有效，未发现债券投资业务存在重大内部控制缺陷或系统性风险。

3、其他债权投资主要对手方及其经营情况、财务状况，资金回收是否存在重大不确定性，减值准备计提依据及充分性

（1）其他债权投资主要对手方及其经营情况、财务状况，资金回收是否存在重大不确定性

报告期内，上海证券其他债权投资主要包括中期票据、企业债、国债及其他固定收益类产品。对于上述标准化债券投资，二级市场交易对手主要为银行、证券公司、基金、资管产品等银行间或交易所市场合格参与主体，其作为债券转让方并非债券本息的最终偿付义务人。相关债券本息回收主要取决于发行人、偿债主体、底层资产或增信安排的信用状况，因此上海证券重点从债券品种、发行主体信用资质、外部评级/隐含评级、公开财务信息、历史付息兑付情况、是否存在逾期或展期及减值阶段划分等方面评估资金回收风险。

报告期各期末，上海证券其他债权投资账面价值分别为 2,083,804.41 万元、2,277,542.54 万元、1,876,145.12 万元，其中中期票据、企业债和国债合计占比较高。国债以国家信用为基础，中期票据和企业债发行主体整体具备持续经营能力和公开信息披露机制。截至 2026 年 3 月末，上海证券持有一只违约企业债，期末账面成本为 9,765.58 万元，账面价值为 1,001.19 万元，其估值方式为中债特殊行情估值，上海证券全额计提利息减值并将本金减值至中债特殊行情估值金额，信用减值准备金额计入其他综合收益。相关风险资产期末账面价值占其他债权投资总额比例较低，不会对其他债权投资整体资金回收造成重大不利影响。除上述违约企业债之外，其余相关债券截至报告期末未发生逾期或实质性违约情形。

综上，上海证券其他债权投资主要为中期票据、企业债和国债等标准化固定收益类资产，主要偿债主体信用风险整体可控；上海证券已对存在信用风险的个别债券进行单独识别并审慎计提减值。报告期末，上海证券其他债权投资资金回收整体不存在重大不确定性。

（2）减值准备计提依据及充分性

①减值阶段的划分

上海证券基于单项金融工具或金融工具组合，进行减值阶段划分，有效监控资产信用风险的情况，并定期进行调整：

第一阶段：在资产负债表日信用风险较低的金融工具，或初始确认后信用风险未显著增加的金融工具，应当按照相当于该金融工具未来 12 个月内（若预期存续期少于 12 个月，则为预期存续期内）预期信用损失的金额计量其损失准备；

第二阶段：自初始确认后信用风险已显著增加的金融工具，但未发生信用减值，即不存在表明金融工具发生信用损失事件的客观证据，应当按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备；

第三阶段：初始确认后已发生信用减值的金融工具，应当按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备。

对于购买或源生的已发生信用减值的金融资产，应当仅将自初始确认后整个存续期内预期信用损失的累计变动确认为损失准备。

②预期信用损失计量方法

上海证券根据资产的风险特征和数据情况，采用违约概率/违约损失率方法、损失率方法等计量预期信用损失。

违约概率/违约损失率方法是指通过估计单笔资产或资产组合的违约风险暴露（EAD）、违约概率（PD）、违约损失率（LGD）等参数计量预期信用损失的方法。上海证券对债券投资业务采用违约概率/违约损失率方法计量预期信用损失。相关参数说明如下：

A、违约风险暴露：违约风险暴露等于违约时点后合同应收的全部现金流按实际利率折现到违约时点的现值。

B、违约概率估计：上海证券对于债券投资建立内部评级模型，通过违约概率校准、内部评级迁移矩阵、映射外部评级主标尺（或历史违约率）等方法来估计违约概率。

C、违约损失率估计：上海证券对于债券投资基于历史数据，根据债项的风险特征进行分类，将历史违约损失率的加权平均值作为违约损失率的参考。

D、损失率：上海证券基于历史数据、专家判断等方式，对损失率直接进行合理估计。

E、期限：在一般情况下债券的期限为债券的剩余期限，对于公司有权提前回售的情况，剩余期限考虑提前回售权的影响。

F、折现率：计算预期信用损失的折现率应采用实际利率。对于上海证券购买或源生的已发生信用减值的金融资产，应按照该金融资产经信用调整的实际利率折现。

G、前瞻性调整：上海证券计算预期信用损失时，应当考虑无须付出不必要的额外成本或努力即可获取的前瞻性信息，包括但不限于宏观经济因素、行业政策和行业环境等，设置前瞻性调整因子直接调整预期信用损失的计量结果。

报告期各期末，上海证券其他债权投资各阶段划分和减值准备情况具体如下：

单位：万元

信用减值阶段	账面价值	减值准备
2026年3月31日		
第一阶段	1,875,143.93	1,949.30
第二阶段	-	-
第三阶段	1,001.19	8,764.39
合计	1,876,145.12	10,713.69
2025年12月31日		
第一阶段	2,276,541.35	2,152.71
第二阶段	-	-
第三阶段	1,001.19	8,764.39
合计	2,277,542.54	10,917.10
2024年12月31日		
第一阶段	2,082,136.98	1,789.40
第二阶段	-	-
第三阶段	1,667.43	8,171.68

信用减值阶段	账面价值	减值准备
合计	2,083,804.41	9,961.07

报告期各期末，上海证券其他债权投资第三阶段减值准备分别为 8,171.68 万元、8,764.39 万元和 8,764.39 万元，主要涉及违约债券。上海证券按照《上海证券有限责任公司金融工具分类、估值及减值管理办法》等相关规定，使用中债特殊行情进行估值，信用减值准备金额计入其他综合收益，相关计量方法能够反映第三阶段债券的具体信用风险和预计回收情况，减值准备计提具有充分性。

综上所述，报告期各期末，上海证券其他债权投资减值准备计提充分，符合企业会计准则要求。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

- 1、获取同行业可比公司的定期报告，查阅其披露的资产结构并与标的公司进行对比，向标的公司财务负责人了解标的公司资金成本、资产结构合理性等；
- 2、获取标的公司报告期股债基成交额、期货业务成交额、融资融券期末余额等数据，结合标的公司业务规模情况，分析各类资产的变动原因及合理性；
- 3、查阅标的公司融资融券业务相关规章制度，了解各类最低维持担保比例的设置，与同行业可比公司公告的最低维持担保比例进行对比分析；
- 4、对于融出资金、买入返售金融资产等主要减值项目情况进行复核；
- 5、核查标的公司对于融出资金、买入返售金融资产和其他债权投资减值准备计提政策是否符合《企业会计准则》的规定；查阅了同行业可比证券公司的相关政策、三阶段模型的分类并与标的公司进行对比；
- 6、核查标的公司融资融券业务账龄情况，了解标的公司融资融券业务出现违约的情况，核查减值准备是否计提充分；核查标的公司融资融券业务风险管理制度建设及风险控制措施执行情况；

7、获取买入返售金融资产客户明细表，核查了客户用于质押或担保的相关证券的减值风险，对股票质押式回购业务形成的买入返售金融资产减值计提是否充分进行了核查；

8、了解上海证券各类交易性金融资产公允价值的计量方法、依据并分析其准确性，与同行业可比公司对比判断是否存在差异；对报告期各期末的金融资产估值进行复核；

9、了解证券市场行情信息，分析部分资产公允价值低于投资成本的原因；审阅债券投资中的违约项目情况及其风险敞口和潜在风险损失；查阅上海证券内控制度、风控制度，了解相关制度及风险应对措施是否有效执行。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、报告期各期末，标的公司资产结构稳定，与同行业可比公司资产结构不存在重大差异，资产配置结构不存在较高风险；标的公司各类主要资产与业务存在对应关系，变动具有合理性，相关金额变动与业务规模基本一致；

2、报告期内，标的公司通过各类最低维持担保比例的设置控制融资融券业务的风险，与同行业可比公司相应指标的设置相比不存在显著差异，不存在其他重大潜在风险项目；标的公司计提融出资金减值准备已充分考虑账龄结构、历史违约及损失情况等因素，其根据预期信用损失模型对融出资金计提减值准备，计提比例与同行业可比公司不存在重大差异，减值准备计提充分；

3、报告期内，标的公司买入返售金融资产主要由股票质押式回购、债券质押式回购业务形成，其期末余额变动主要受到市场波动、上海证券流动性管理需求等影响，变化具有合理性；相关融资方的经营情况、担保比例和质押比率不存在异常情况，资金回收不存在重大不确定性；标的公司债券质押式回购业务未计提减值具有合理性，买入返售金融资产的减值计提政策符合行业惯例，减值准备计提充分；剔除已全额计提减值的股票质押式回购业务后，相关减值准备计提比例与同行业可比公司不存在明显差异；

4、报告期各期末，标的公司金融投资中各类别资产的变动合理，部分资产

的公允价值低于投资成本具备合理原因，列入相关科目符合企业会计准则的规定，列示合理，相关金融资产的初始和后续计量具备准确性；标的公司违约债券不存在尚未识别或未充分反映的重大风险敞口和潜在风险损失，相关内控和风控措施总体有效；其他债权投资的资金回收情况不存在重大不确定性，减值准备根据预期信用损失模型计提，计提充分。

问题 9.关于标的公司不动产

根据重组报告书，（1）标的公司合计拥有与主营业务相关的自有房产共计 48 处，有 1 项房产的不动产权证记载，其对应的土地未申请土地登记，未缴纳土地出让金，另有 2 项房产未办理产权证变更至标的公司名下的手续，且所处土地为划拨土地使用权；（2）报告期各期，标的公司的其他业务收入分别为 2,043.04 万元、1,808.84 万元和 496.07 万元，占营业收入的比例分别为 0.71%、0.53%和 0.96%，其他业务收入主要系标的公司对外出租房屋建筑物取得的租金。

请公司披露：（1）标的公司相关不动产瑕疵事项发生的具体原因及最新进展，是否存在解决计划；相关不动产在标的公司生产经营中发挥的作用及重要性，如瑕疵事项无法解决、导致标的公司相关资产无法正常使用，对标的公司生产经营可能产生的影响，潜在损失的负担安排；（2）标的公司不动产相关瑕疵是否已在评估中予以考虑，并说明具体处理及合理性；（3）标的公司对外出租房产的具体情况，未自用的原因与合理性，是否符合标的公司业务经营范围和相关监管要求。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请律师对问题（1）（3）核查并发表明确意见，请评估师对问题（2）核查并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

(一) 标的公司不动产相关瑕疵是否已在评估中予以考虑，并说明具体处理及合理性

经核查，标的公司合计拥有与主营业务相关的自有房产瑕疵情况如下：

序号	证载地址	建筑面积 (m ²)	账面价值 (万元)	资产基础 法评估值 (万元)	瑕疵说明
1	临平北路 3 号	5,617.00	622.75	4,820.68	1、所处土地为划拨土地使用权； 2、证载权利人为上海财政证券公司，未进行权利人变更。
2	延长西路 80 号	1,538.62	182.11	2,799.14	1、所处土地为划拨土地使用权； 2、证载权利人为上海财政证券公司，未进行权利人变更。
3	北京海淀区翠微中里 14 号楼一、二层西北部	2,291.29	600.64	7,164.76	未缴纳土地出让金。
合计		9,446.91	1,405.50	14,784.58	

上述物业分别位于上海、北京两地。本次评估中评估机构在资产基础法评估过程中，对上述划拨用地及未缴纳土地出让金的瑕疵物业，已根据《上海市产业用地综合价值评估技术指引（试行）》及《北京市人民政府关于更新出让国有建设用地使用权基准地价的通知》（京政发[2022]12 号）规定的方式，考虑了缴纳土地出让金对评估结论的影响。

本次未考虑上述物业权利人未变更事宜对评估结论的影响，主要考虑标的公司已实际占有和使用相关物业，相关事项不影响标的公司对房产的拥有和控制，对标的公司生产经营不构成重大不利影响，该事项对评估结论无实质性影响。

二、中介机构核查情况

(一) 核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

- 1、核查了相关房产权属证书、协议；
- 2、检索了《上海市产业用地综合价值评估技术指引（试行）》、《北京市

人民政府关于更新出让国有建设用地使用权基准地价的通知》（京政发[2022]12号）全文内容；

3、查阅房产对应所在区域的土地市场基准价格、土地市场价格；

4、调取相关房产的权属证书、不动产登记档案、房产占有使用证明等资料，实地核查房产实际使用情况。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

标的公司不动产存在的相关瑕疵已在评估过程中予以充分考量，评估对该等事项的处理具备合理依据，评估结论公允。

(本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于东方证券股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函>资产评估相关问题回复之核查意见》之签章页)

签字资产评估师：

