

证券研究报告



成长逻辑延续，看好配置价值

——非银金融行业2026年度中期投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

姓名 张恩琦（联系人）

证书编号：S0790125080012

邮箱：zhangenqi@kysec.cn

2026年5月20日

核心观点

保险：负债端高质量增长，资产端全年向好

- **回顾：**2026年1季度受股市波动影响，险企净利润多数呈现同比下降趋势，保险服务业绩稳健增长，净资产环比走扩。负债端看，存款搬迁带来保费增长机遇，分红险高收益率、银保和个险渠道双向发力，带动1季度NBV实现高质量增长，期缴保费占比提升。财险方面，行业及头部险企非车险快速发展，成为保费的新增长驱动点，COR同比改善。
- **展望：**资产端看，长端利率底部企稳的趋势延续，对险企资产端配置带来支撑因素，4-5月股市明显回暖，利好险企2季度和全年的投资收益率改善，预计上市险企全年净利润有望稳健增长。负债端看，存款迁移带来的红利期仍在，险企负债端有望延续高质量增长，分红险演示利率中枢的下调利好险企降低利差损风险，负债端稳健增长趋势有望延续。
- **投资结论：**年初以来，上市险企估值显著回落至较低水位，2024年以来积累的超额收益回吐明显，行业资产和负债两端的中长期逻辑仍在，当下估值具备左侧配置价值，看好低估值、负债延续高质量增长的标的，关注资产端和负债端催化，推荐中国平安和中国太保。

券商：低估值+低仓位+全年业绩高景气，当下配置赔率极高

- **头部券商10倍PE历史底部，价值凸显，左侧超额开启。**中证金减持、再融资担忧、风格极致和美伊战争是2025Q3以来券商超额承压主因，头部券商P/E再次回到10倍历史大底，超额收益回到924之前水平。估值见底，左侧布局阶段来临，超额收益开启。
- **2025年报和2026Q1业绩符合预期，头部券商一季报超预期，预计全年盈利景气度延续。**2026年开年市场活跃度扩张明显，公募基金新发高增，经纪和财富管理业务线有望延续高景气，头部券商海外扩表可期。2025年营收、扣非净利润同比+27%/+52%，扣非ROE 7.58%，同比+2.3pct。2026Q1营收、扣非净利润同比+32%/+39%，扣非ROE8.33%，同比+1.8pct延续提升趋势，符合预期，头部券商超预期，“四头部券商”2026Q1年化加权ROE平均12.7%，同比+4.2pct，超过2021年高点水平。预计2026H1/2026年扣非归母净利同比+33%/+25%，扣非ROE 8.77/8.80%。财富管理、海外扩表、投行+投资三大叙事带来15%长期增长驱动，不确定性明显下降，ROE或创10年新高。
- **选股：**推荐主线包括低估值、H股融资落地、大财富管理利润贡献较高的华泰证券和广发证券；龙头券商中信证券、中金公司H和国泰海通；零售优势突出的国信证券以及同花顺。
- **催化剂：**交易量再次改善，业绩超预期，政策面红利，资金风格切换

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期；券商财富管理、海外业务收入增长不及预期。

目 录

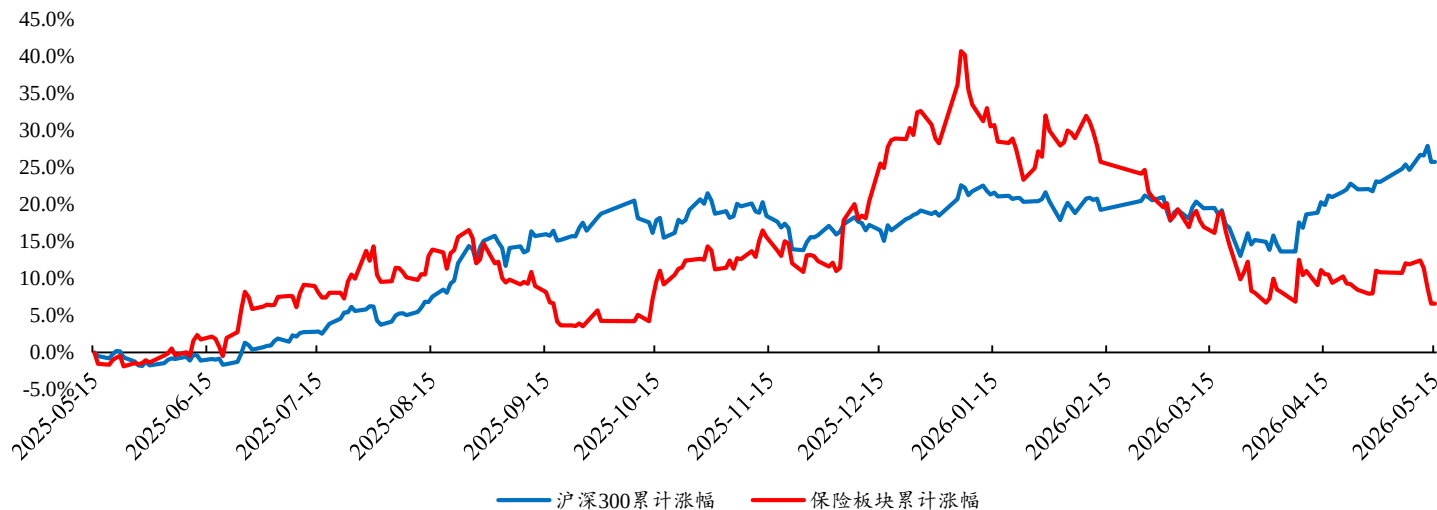
CONTENTS

- 《1》 复盘：保险板块跑输，券商滞涨明显
- 《2》 保险：负债端高质量增长，资产端全年向好
- 《3》 券商：价值启航，重点推荐券商
- 《4》 风险提示

2025年5月15日-2026年5月15日复盘：保险板块上涨6.6%，跑输沪深300指数的+26%

- **2025年10月-2026年1月：**保险板块阶段性跑赢：1) 资产端看，长端利率延续企稳回升趋势，3季度股市上涨明显，险企利差走扩逻辑延续，3季报业绩超预期；2) 负债端看，个险渠道自2025年2季度开始逐步改善，3季度分红险转型持续见效，新单和NBV增速回升。3) 低利率+分红险吸引力高+银保渠道延续高景气背景下，险企2026年开门红预期发酵。
- **2026年2月-5月：**保险板块明显跑输：1) 中证金减持对资金面和情绪面带来一定压制；2) 美伊冲突对股市和国内经济增速带来不确定性；3) 科技股风格特征鲜明，部分机构担忧AI对传统行业的替代。

图表1：过往一年（2025年5月-2026年5月）保险板块整体跑输沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股复盘：多数保险H股表现优于A股

- **个股普遍经历先涨后跌：**个股复盘看，25年11月至26年1月中旬，保险股普遍跑赢沪深300，1月后旬到5月中旬，除少数保险H股外，保险个股均跑输沪深300，A股跌幅普遍高于H股。
- **低估值H股抗跌性更强：**股市波动下1季报低预期对保险A股股价负面影响更大，整体看，2025年11月-2026年5月中旬，多数H股涨幅超过A股，半数保险H股跑赢沪深300，保险A股均跑输。保险H股整体估值更低、股息率更高，抗跌属性很强。

图表2：2025年11月-2026年5月，保险板块整体跑输沪深300指数

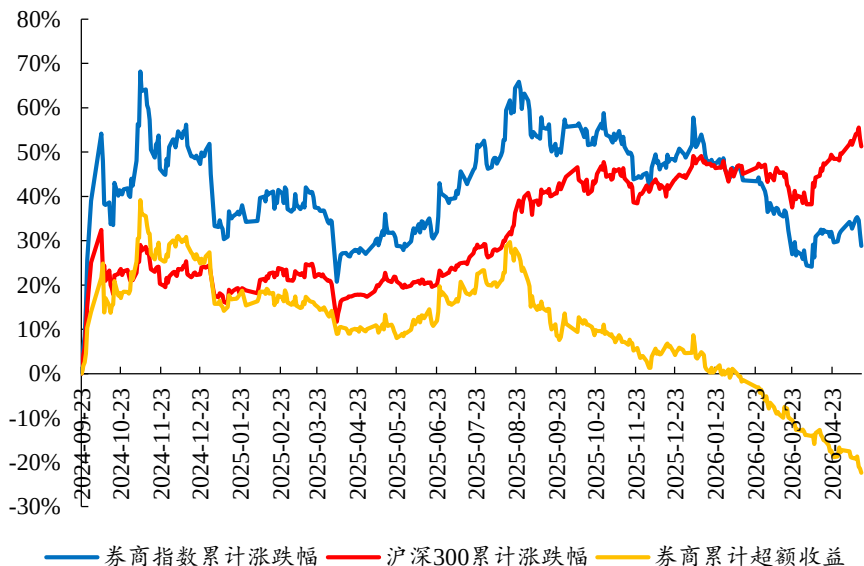
证券代码	证券简称	市场	细分板块	涨跌幅 (25.11.1-26.5.15)	涨跌幅 (25.11.1-26.1.15)	涨跌幅 (25.1.16-26.5.15)
0966.HK	中国太平	H股	保险	23%	18%	4%
2628.HK	中国人寿	H股	保险	22%	30%	-6%
1299.HK	友邦保险	H股	保险	16%	12%	3%
2318.HK	中国平安	H股	保险	11%	24%	-10%
000300.SH	沪深300	A股	市场指数	6%	2%	2%
2601.HK	中国太保	H股	保险	5%	20%	-12%
1336.HK	新华保险	H股	保险	3%	28%	-19%
601601.SH	中国太保	A股	保险	-3%	27%	-23%
601318.SH	中国平安	A股	保险	-4%	17%	-18%
CI005166.WI	保险II(中信)	A股	行业指数	-4%	18%	-20%
601336.SH	新华保险	A股	保险	-9%	24%	-27%
2328.HK	中国财险	H股	保险	-15%	-10%	-6%
601319.SH	中国人保	A股	保险	-17%	13%	-27%
601628.SH	中国人寿	A股	保险	-20%	11%	-28%
6060.HK	众安在线	H股	保险	-33%	4%	-36%

数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 924带来券商板块超额显著扩张，最大达到39%超额，后续经历三个阶段：

- 1) 2024年12月到2025年4月：持续跑输，924行情下券商板块上涨明显，估值短期透支
- 2) 2025年5月-2025年8月：稳步跑赢。4月中美贸易战后高层表态稳股市，交易量触底回升，低估值头部券商国信，华泰，广发，金融IT先后领涨。
- 3) 2025年9月-2026年1月：中证金减持从资金面和情绪面压制，2025年底券商再融资担忧再起。
- 4) 2026年2月-2026年5月：美伊战争扰动全球，券商AH股杀跌，超额持续萎缩至-22%。

图表3：2025Q3以来券商超额收益持续回落，截至2026.5.15超额收益已萎缩至-22%



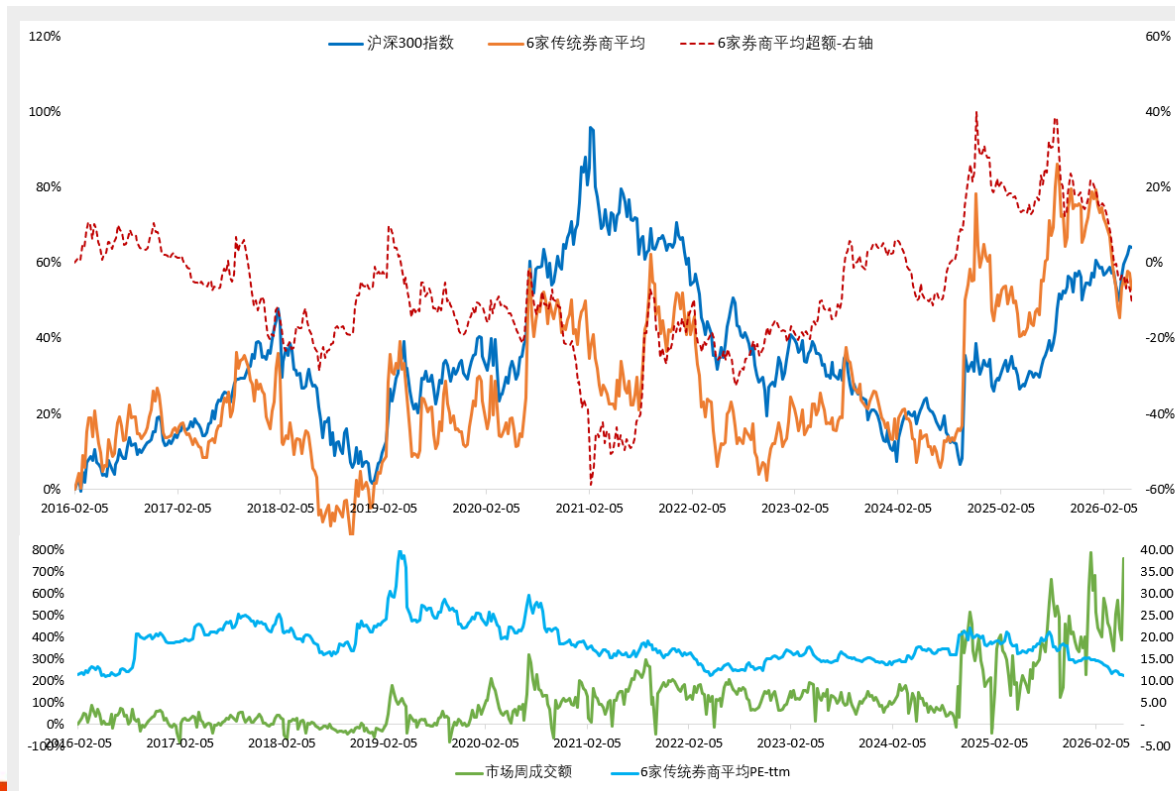
图表4：2026年初以来，第一创业、长江证券、同花顺涨幅靠前

序号	证券代码	证券简称	2026年初至今 (2026.1.1- 2026.5.15)	最近一年涨跌幅 (2025.5.15- 2026.5.15)	序号	证券代码	证券简称	2026年初至今 (2026.1.1- 2026.5.15)	最近一年涨 跌幅 (2025.5.15- 2026.5.15)
1	002797.SZ	第一创业	8.6%	6.4%	27	000750.SZ	国海证券	-10.6%	-3.6%
2	000783.SZ	长江证券	3.8%	26.5%	28	601878.SH	浙商证券	-11.0%	-12.0%
3	300033.SZ	同花顺	2.3%	19.9%	29	600958.SH	东方证券	-11.7%	1.6%
4	002945.SZ	华林证券	-1.9%	4.5%	30	002673.SZ	西部证券	-11.8%	-9.5%
5	601995.SH	中金公司	-3.9%	-2.9%	31	000686.SZ	东北证券	-11.8%	9.8%
6	600109.SH	国金证券	-4.7%	5.5%	32	601236.SH	红塔证券	-12.0%	-13.2%
7	600906.SH	招商证券	-5.1%	-3.9%	33	601099.SH	申万宏源	-12.9%	-5.5%
8	600999.SH	招商证券	-5.1%	-5.9%	34	600864.SH	哈投股份	-13.1%	-4.2%
9	601108.SH	财通证券	-5.5%	11.1%	35	601162.SH	天风证券	-13.5%	-13.7%
10	601059.SH	信达证券	-6.2%	7.1%	36	000166.SZ	申万宏源	-13.9%	-6.3%
11	600030.SH	中信证券	-7.3%	-0.8%	37	601136.SH	首创证券	-14.4%	-18.7%
12	600621.SH	华泰股份	-8.1%	-3.4%	38	300059.SZ	东方财富	-14.5%	-12.0%
13	601456.SH	国联民生	-8.3%	-8.7%	39	601788.SH	光大证券	-14.8%	-10.4%
14	601198.SH	东兴证券	-8.4%	19.0%	40	600061.SH	国投资本	-15.0%	-8.6%
15	601375.SH	中原证券	-8.4%	-0.9%	41	600909.SH	华安证券	-15.8%	1.8%
16	600155.SH	华创云信	-8.6%	-11.3%	42	000728.SZ	国元证券	-15.8%	-8.5%
17	000712.SZ	锦龙股份	-8.7%	-20.4%	43	601066.SH	中信建投	-16.7%	-7.9%
18	600369.SH	西南证券	-9.2%	-3.7%	44	601696.SH	中银证券	-20.4%	16.2%
19	000776.SZ	广发证券	-9.4%	18.4%	45	002736.SZ	国信证券	-20.5%	-4.6%
20	601555.SH	东吴证券	-9.7%	4.2%	46	600095.SH	湘财股份	-20.6%	5.1%
21	002939.SZ	长城证券	-10.0%	14.6%	47	601377.SH	兴业证券	-20.6%	0.5%
22	601901.SH	方正证券	-10.0%	-9.3%	48	601881.SH	中国银河	-21.0%	-25.0%
23	002926.SZ	华西证券	-10.0%	-2.4%	49	601688.SH	华泰证券	-21.5%	8.8%
24	600918.SH	中泰证券	-10.2%	-7.3%	50	300803.SZ	指南针	-23.9%	53.4%
25	601990.SH	南京证券	-10.2%	-10.5%	51	601211.SH	国泰君安	-24.9%	-12.7%
26	002500.SZ	山西证券	-10.5%	-7.2%	52	002670.SZ	国盛证券	-26.4%	-2.7%

头部券商十年复盘：超卖和低估值带来左侧布局机会

- 2021年4月和2022年7月是头部券商超额的起点，牛市后段的补涨和熊市初期的防御属性显现。超卖带来低估值往往是左侧布局起点。
- 当下估值和持仓均在低位，超额角度看，我们认为左侧买点时机或已到来：超额收益萎缩至924以前，PE估值第三次低于12倍达到历史低点。

图表5：头部券商十年复盘来看，超卖和低估值或是左侧布局时机



2016年-2017年上半年	证券严监管+金融去杠杆+债熊
2017年下半年	PB估值阶段性见底+慢牛行情下券商补涨（保险已大幅上涨）+券商衍生品业务高增带动扩表
2018年上半年	贸易战导致的熊市，券商跑输
2018年7月-2019年3月	- 困境反转：PB 1.1倍见底+股权质押纾困+科创板出台+稳股市政策 2019年1季度牛市+交易量改善
2019年4月-2021年5月	- 牛市跑输，至暗时刻：牛市中后段传统券商超额持续下降，东方财富受资金青睐（价格战和自营去方向性，导致传统券商ROE弹性和中枢下降，同时重资本化和大额配股压制，PE估值持续走低降轨） 2020年6-7月昙花一现：并购传闻+交易量扩大+牛市延续
2021年6-2022年1月	- 基金业务线高增，财富管理主线重估，东方财富映射标的 - 交易量走扩，投行+衍生品等机构业务向好
2022年2月-7月	熊市下跌：美联储加息+我国疫情防控
2022年8月-2024年7月	- 熊市中后段防御属性突出：券商不再下跌，指数持续回落 2020年杀过一次估值+2022年10月疫后复苏+2023年活跃资本市场+利率下行
2024年8月-11月	- 熊市末端，先于指数止跌 924稳股市组合拳，交易量高增，券商大涨
2025年-2026年	2024年12月-2025年5月：交易量回落，估值过高，贸易战冲击
	2025年6-8月：稳股市政策持续出台、交易量持续放大，券商上涨 2025年9月-2026年3月：国家队压制+再融资担忧

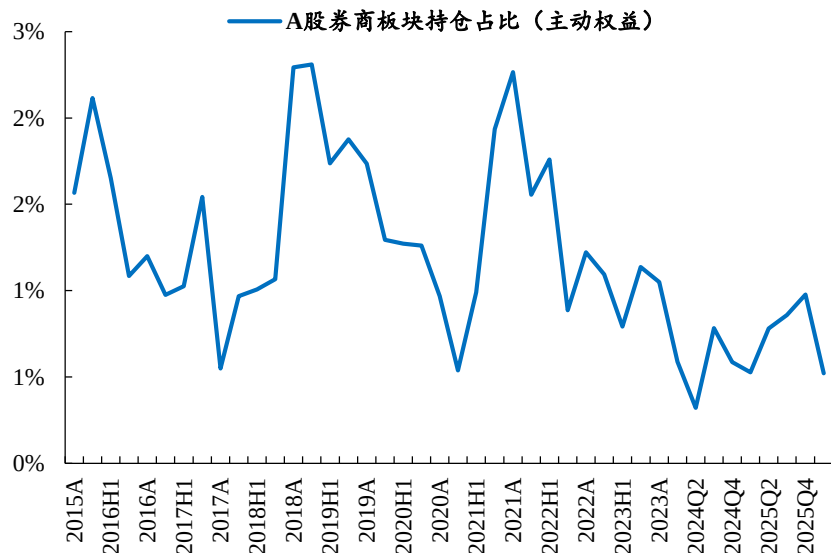
1. 熊市中后段防御+反转策略：低估值+政策催化，例如18年末，2023年
2. 牛市前段追涨策略：交易量催化，19Q1，24年924
3. 牛市中后段补涨策略：基本面和业务主线催化，例如2017年衍生品，2021年财富线

风险1：熊市初期一定跑输，2018年初，2022年初

风险2：牛市中段易跑输：交易量走弱，估值过高，2019年，2020年，2025Q1

- 板块估值位于历史底部，公募机构持仓位于5年5%分位数。中证金1季度开始通过前十大股东仓位开始减持，影响进入末端。
- 2026Q1主动含权基金重仓股中券商板块占比0.52%，环比-0.46pct，环比-47%，位于近5年5%分位数，相对A股低配2.76pct，机构持仓位于历史低位。
- 中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河和光大证券2026年1季度受到中证金（或中证金资管计划）的减持（前十大股东），预计中证金前十大以外仓位已完成减持，压力释放进入末端。

图表6：2026Q1公募基金（主动含权类）重仓券商比例处于低位



图表7：2026Q1头部券商中证金（或中证金资管计划）持股数量减少

中证金、中证金资管计划持仓	2026Q1		2025Q4	
	持股数量（亿股）	持股占比	持股数量	持股占比
中信证券	不在前十大	不在前十大	1.77	1.19%
国泰海通	3.7	2.10%	4.21	2.39%
华泰证券	1.35	1.50%	1.53	1.69%
广发证券	1.95	2.50%	2.28	3%
中国银河	0.3	0.28%	0.84	0.77%
光大证券	0.9	1.94%	1.3	2.82%

目 录

CONTENTS

- 《1》 复盘：保险板块跑输，券商滞涨明显
- 《2》 保险：负债端高质量增长，资产端全年向好
- 《3》 券商：价值启航，重点推荐券商
- 《4》 风险提示

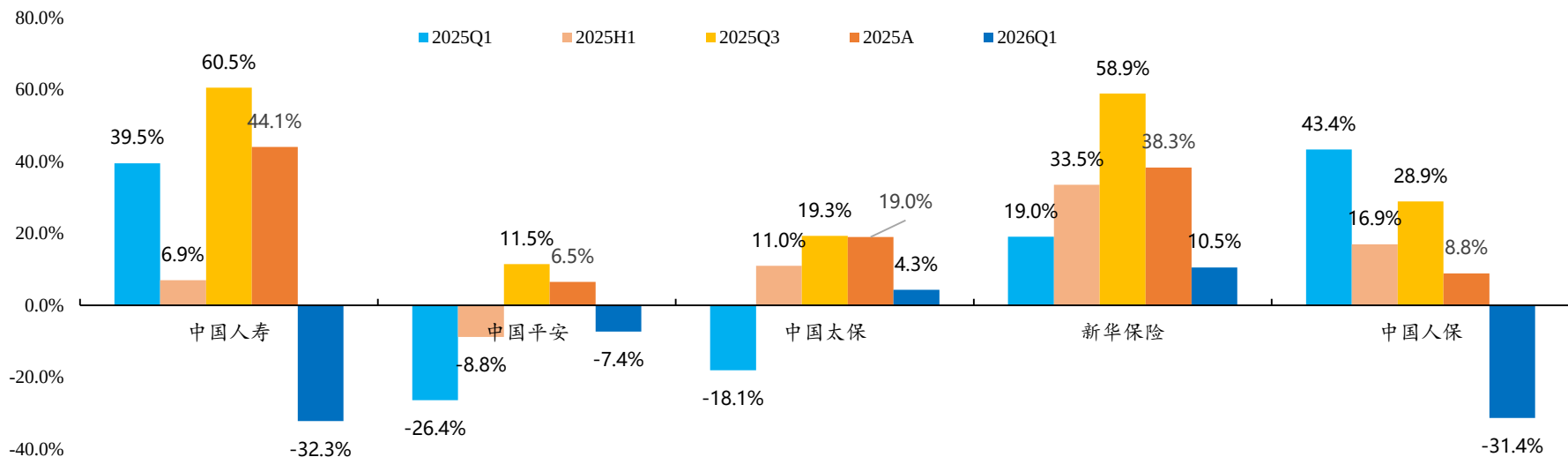
2.1 财务表现：部分险企归母净利同比负增，但整体好于预期

下载日志已记录，仅供内部参考

股市波动拖累1季报业绩承压，整体归母净利好于预期

- **增速下滑：**2026Q1保险各上市险企归母净利同比增速较2025年均明显下滑，5家上市险企26Q1归母净利平均同比-11.2%（2025：+23.3%）。
- **好于预期：**受1季度股市偏弱表现影响，市场对上市险企归母净利预期偏悲观，实际达成方面，中国太保和新华保险实现同比正增长，多数上市险企保险服务业绩保持稳健增长，加之税收等多方面因素影响，归母净利增速整体好于预期。

图表8：2026Q1上市险企归母净利同比增速整体好于预期，但均低于2025年全年同比增速



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1 财务表现：总投资收益同比承压拖累1季报业绩

下载日志已记录，仅供内部参考

保险服务业绩多数增长，总投资收益明显承压

2026年1季度5家A股上市险企总投资收益均出现同比负增长，平均同比-38.6%，多数季度负同比增长绝对值来到2025年以来最低，对投资服务业绩造成了较大负面影响，进而拖累归母净利。

图表9：受股市波动影响，2026年1季度各上市险企总投资收益同比较大幅下降，拖累投资服务业绩，进而影响归母净利

	中国人寿					中国平安					中国太保					新华保险					中国人保				
	2025				2026	2025				2026	2025				2026	2025				2026	2025				2026
	Q1	Q1-Q2	Q1-Q3	全年	Q1	Q1	Q1-Q2	Q1-Q3	全年	Q1	Q1	Q1-Q2	Q1-Q3	全年	Q1	Q1	Q1-Q2	Q1-Q3	全年	Q1	Q1	Q1-Q2	Q1-Q3	全年	Q1
保险服务业绩增速	123.9%	-17.2%	75.6%	131.8%	-6.0%	2.8%	2.0%	0.3%	2.9%	3.9%	-10.4%	1.6%	11.7%	2.7%	16.1%	5.2%	2.3%	6.2%	14.0%	31.5%	27.9%	1.8%	10.4%	-4.5%	4.7%
投资服务业绩增速	-48.6%	-4.2%	55.7%	31.6%	亏损18.4亿	-83.2%	-18.8%	23.3%	-3.3%	3.2%	-16.1%	31.6%	55.8%	34.0%	-54.3%	14.9%	71.1%	42.5%	27.1%	-5.9%	107.5%	74.0%	62.8%	27.6%	亏损1.6亿
总投资收益	-17.2%	4.0%	40.7%	26.0%	-33.7%	-27.4%	-3.9%	19.5%	1.7%	-38.6%	-15.9%	1.8%	26.8%	17.3%	-8.1%	44.3%	42.1%	40.3%	27.7%	-56.7%	67.2%	45.3%	36.6%	16.5%	-56.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所；注：总投资收益包含利息收入、投资收益/损失和公允价值变动损益。

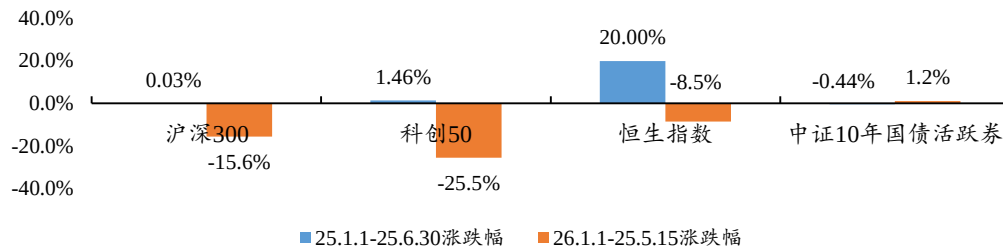
2.1 财务表现：股市回升，全年业绩展望稳健增长

下载日志已记录，仅供内部参考

4月以来股市明显上涨，利好2季度净利润改善

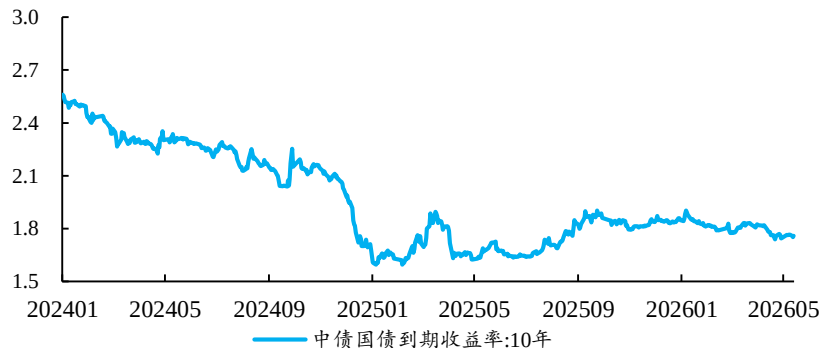
- 资产端股市回暖，利率企稳：4月至今，股市呈现明显回暖趋势，利于险企投资收益回升。
- 全年归母净利润展望稳健：考虑4月至今股市回暖，预计全年上市险企总投收益率同比保持相对稳定，资产规模增长和保险服务业绩释放有望成为全年业绩稳健增长的重要支撑。

图表10：预计2026年上半年整体较去年同期呈现股市偏弱、债市稍强态势



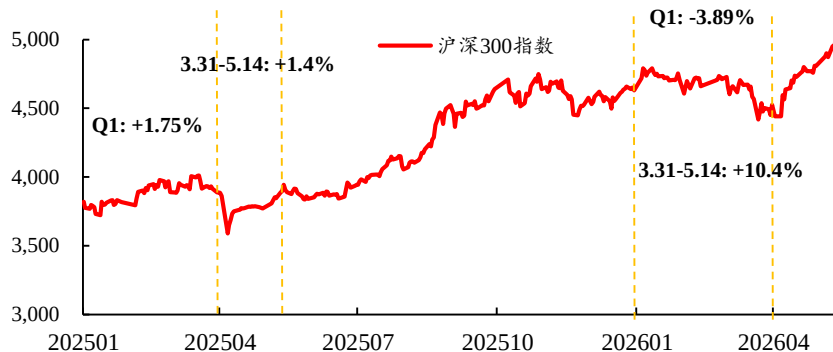
数据来源：Wind、开源证券研究所

图表11：2026年以来，利率呈区间震荡，整体企稳趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表12：2026年4月股市明显回暖且增长快于去年同期

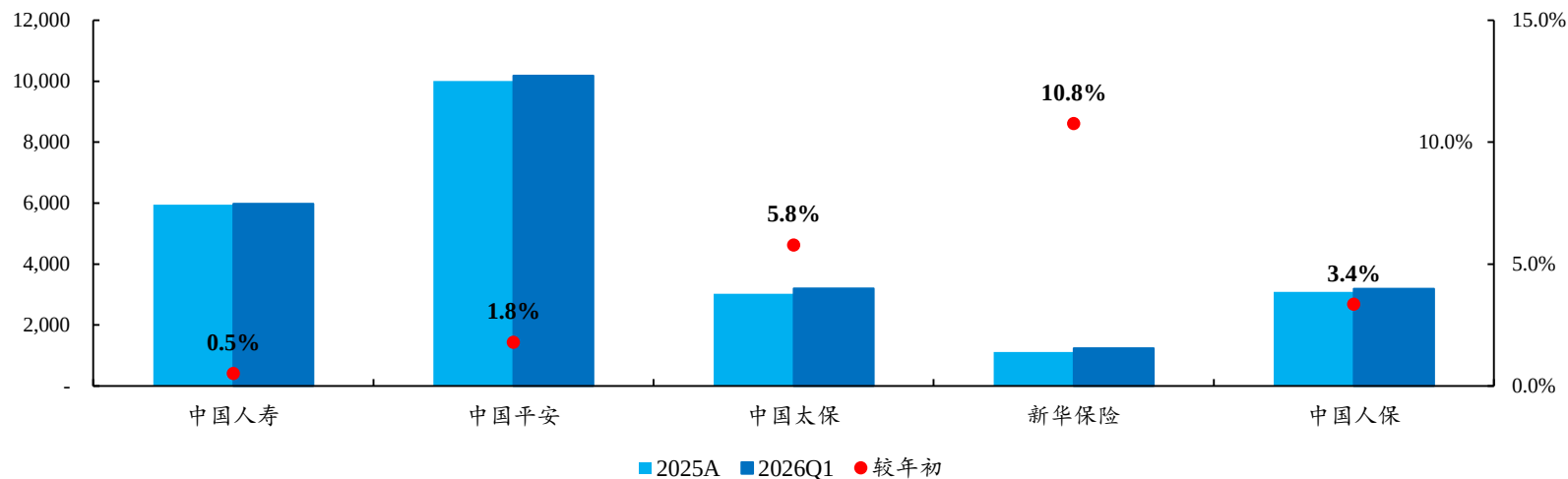


数据来源：Wind、开源证券研究所

2026Q1归母净资产较年初增长，稳步增长态势或将延续

- 利率企稳和盈利拉动净资产增长：2026年1季度，股市下跌影响权益资产进而对净资产造成冲击，但5家上市险企归母净资产均较年初增长，预计净利润释放和债券资产增长带来正向影响。
- 预计净资产有望恢复稳步增长态势：受长端利率持续下行和新会计准则下保险合同负债折现率变为即期利率影响，过去几年部分上市险企归母净资产出现同比下滑。但随着长端利率底部企稳，预计利率对净资产拖累告一段落，净资产有望重回稳步增长态势。此外，分红险占比提升，CSM起到了吸收资产波动的影响，也让净资产更加稳定。

图表13：2026年1季度，5家上市险企归母净资产均较年初实现增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 人身险负债端：新单期交快速增长，业务结构持续改善

下载日志已记录，仅供内部参考

新单期交同比增速显著高于新单增速

- **业务结构优化：**为解决价值率较低的分红险新单占比大幅提升带来的整体价值率下降的问题，上市险企普遍采取了加大期交产品销售的策略，新单期交同比增速明显高于新单，期交占比提升，为较高的价值率奠定了基础。
- **分渠道：**从公布数据看，个险新单和新单期交保费均快速增长，银保新单负增长，新单期交快速增长，或受控制趸交投放影响。

图表14：2026年1季度，上市险企普遍控制趸交投放，部分险企个险新单同比高增，银保新单同比下降

(亿元)	总新单保费		分渠道新单保费				分渠道新单期交保费								
			个险渠道		银保渠道		总新单期交保费			个险渠道		银保渠道			
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	新单中占比	达成	YOY	新单中占比	达成	YOY	新单中占比
中国人寿	1,284	19.5%	-	-	-	-	41.4%	-	-	-	-	-	-	-	-
中国平安(寿险及健康险业务)	663	45.5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国太保(寿险)	391	-8.5%	184	34.5%	123	-39.9%	182	41.0%	46.5%	114	43.0%	62.1%	68	37.8%	54.8%
新华保险	302	3.9%	149	21.2%	134	-10.9%	245	25.6%	81.0%	145	22.2%	97.3%	97	30.7%	72.3%
中国人保(寿险)	194	-13.3%	-	-	-	-	117	84.5%	60.4%	-	-	-	-	-	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安新单保费口径为用于计算新业务价值的首年保费

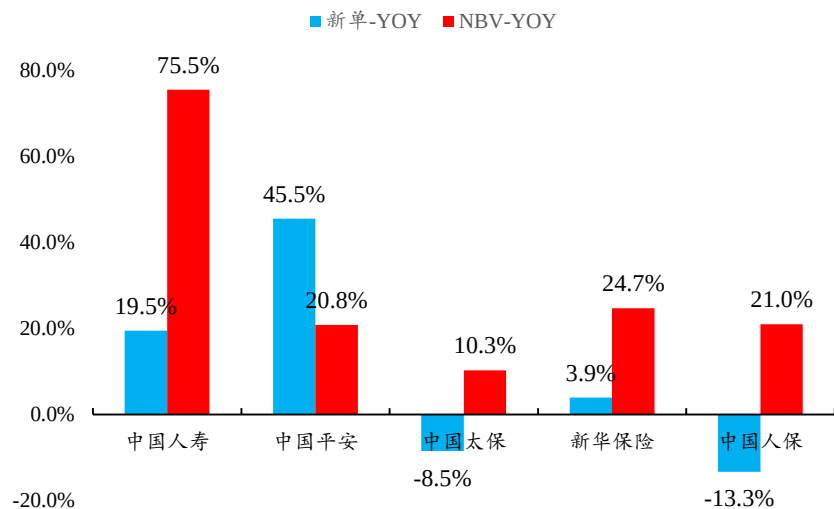
2.2 人身险负债端：NBV高增，多数险企价值率提升

下载日志已记录，仅供内部参考

预定利率调降、业务结构优化推动NBVM提升，新单、NBVM提升拉动NBV增长

- 价值率同比提升：2026年1季度，尽管价值率较低的分红险在新单中占比大幅提升，但受预定利率最高值同比下降、各上市险企积极调整业务结构，控制趸交销售影响，多数险企NBV同比增速快于新单，即NBVM同比提升
- NBV增长驱动因素：1) 分红险转型见效，销售人员专业度及客户接受度有提升，低利率、慢牛预期环境下分红险产品吸引力提升，驱动新单增长；2) 预定利率调降、期交占比提升改善价值率

图表15：多数上市险企NBV同比增速快于新单，NBVM同比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表16：动态利率调整机制下，2025年9月普通寿险预定利率由2.5%降至2.0%

情景	预定利率研究值公布时间					
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
行业研究值	2.34%	2.13%	1.99%	1.90%	1.89%	1.93%
公司最高值	2.50%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
公司最高值（调整前）	2.50%	2.50%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%
公司最高值（调整后）	2.50%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
是否调整	N	N	Y	N	N	N
Gap（最高值-研究值）	0.16%	0.37%	0.51%	0.10%	0.11%	0.07%
是否Gap>=25bp	N	Y	Y	N	N	N
是否连续两个季度Gap>=25bp	N	N	Y	N	N	N

资料来源：中国保险协会、开源证券研究所

分红险迎来发展新机遇，行业规范度持续提升

- **分红险“双降”**：2026年6月30日前分红险演示利率上限将下调至3.5%，监管严控销售误导和利差损风险，助力行业长期、规范健康发展，行业内多家险企开始备案预定利率为1.25%的分红险，预定利率进一步调降或将成为大趋势，分红险销售带来的利差损风险减弱效应或将进一步提升。
- **分红险迎来新机遇**：2025年9月发布的健康险新规提出支持分红型健康险发展，预计2026年内会将相关产品上市，带来分红险新的发展机遇，成为负债端新的增长点

图表17：监管持续规范分红险市场，助力分红险高质量健康发展

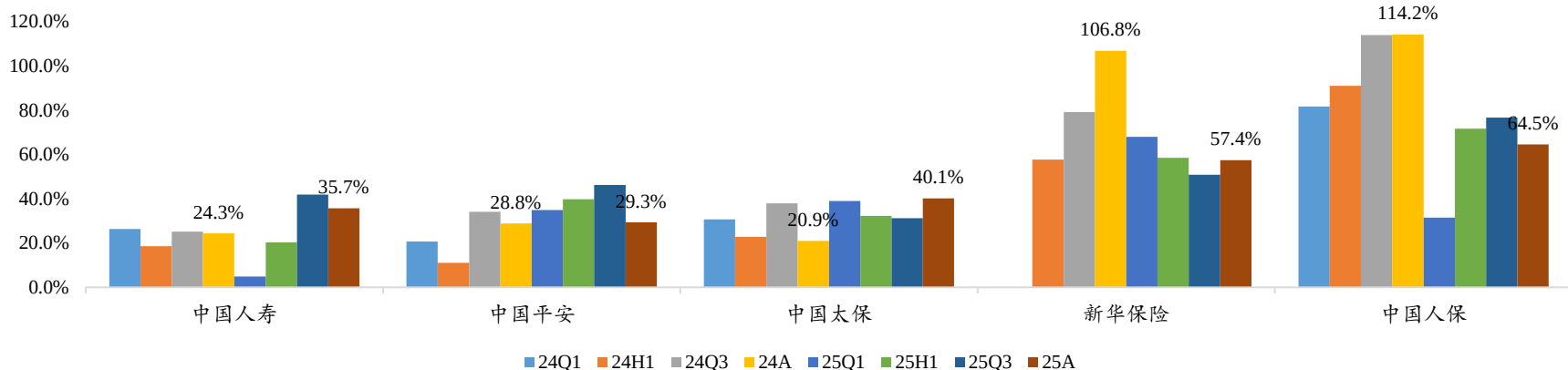
时间	关键词	主要内容	简析
2026年3月	行业共识	- 分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，各公司高于3.5%演示利率的产品需要在6月30日前完成变更备案，或者报送停售。 - 多家险企完成预定利率为1.25%分红险储备	- 分红险演示利率上限为3.5% - 预定利率预计降普遍降至1.25%
2025年9月	金融监管总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》	主要包括： (1)总体要求：到2030年，健康保险在国家健康保障体系中的重要作用进一步发挥。团、个险协同发展，满足全人群和全生命周期多样化需求的多层次健康保险市场格局基本形成。 (2)深化健康保险改革：对主要四大类险种商业医疗险、长期护理险、失能收入损失保险和疾病险的发展重点进行规划，同时规范各类经办承办服务。提出了积极将医疗新技术、药品及器械纳入保险保障范围、支持开展个人账户式长期医疗保险业务、提供现金给付与护理服务相结合的保险服务、支持评级良好保司开展分红型长期健康保险业务、推动健康保险+健康管理发展和推进大健康产业协同发展等指导意见。 (3)增强可持续发展能力：在健康险相关人才专业能力建设、保司数智化水平、核心能力建设等方面提出要求。 (4)加强监管、优化发展环境：优化健康保险产品结构和成本结构，推进降本增效；监管部门、保险行业组织和信息共享平台推进跨行业、跨部门信息互通和联动赋能。	年内有望出现分红型重疾产品

数据来源：财联社公众号、金融监管总局、开源证券研究所

新单和价值率有望共同驱动NBV延续较好增长趋势

- **宏观环境看：**存款搬家趋势延续，加之居民对健康、养老的需求保持旺盛，“保险+”产品和分红险具备市场竞争力，需求有望持续驱动负债端增长。
- **分渠道看：**个险渠道去年受分红险转型初期、炒停售提前释放需求和报行合一初执行等多方面因素影响基数较低，今年分红险转型已见成效，客户接受度和代理人相关能力均有提升，个险全年有望实现较快增长；银保渠道报行合一进一步收紧，业务结构持续优化，高质量增长或将延续。
- **产品侧看：**分红险进一步降低演示利率和预定利率，将对其价值率起到提升作用，同时，分红型重疾有望年内上市，或成为负债端新的重要增长点。

图表18：过往两年新业务价值实现较快增长，对于2026年而言，新业务价值增长基数较高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新华保险为不回溯口径，中国人寿、中国平安、中国太保和中国人保为回溯口径

2.3 财险负债端：非车险快速发展，占比行业总保费收入过半

下载日志已记录，仅供内部参考

财险行业保费增速由非车险拉动

- 非车险成为保费新增长点：2026年1季度，财险行业和3家头部财险车险保费同比微降或微增，或受新车销售下滑影响；行业整体、中国平安及中国人保财险总保费同比增速均依托非车险拉动。
- 行业非车险保费收入过半：行业、中国太保和中国人保的财险原保费中，非车险占比已在60%左右，2026Q1中国平安的非车险原保费收入虽未过半，但同比增速达19.5%。

图表19：行业整体和多数上市险企非车险保费增速快于车险

	财险总原保费收入			车险原保费收入				非车险原保费收入			
	25Q1	26Q1	YOY	25Q1	26Q1	YOY	26Q1占比	25Q1	26Q1	YOY	26Q1占比
中国平安	852	910	6.8%	538	534	-0.6%	59%	314	375	19.5%	41.2%
中国太保	632	630	-0.3%	269	269	0.1%	43%	364	362	-0.5%	57.4%
中国人保	1,804	1,830	1.4%	717	717	-0.01%	39%	1,087	1,113	2.4%	60.8%
行业	5,155	5,302	2.8%	2,234	2,226	-0.4%	42%	2,921	3,075	5.3%	58.0%
Top3占比	63.8%	63.6%		68.2%	68.3%			60.4%	60.1%		

数据来源：各公司公告、金融监管总局、开源证券研究所

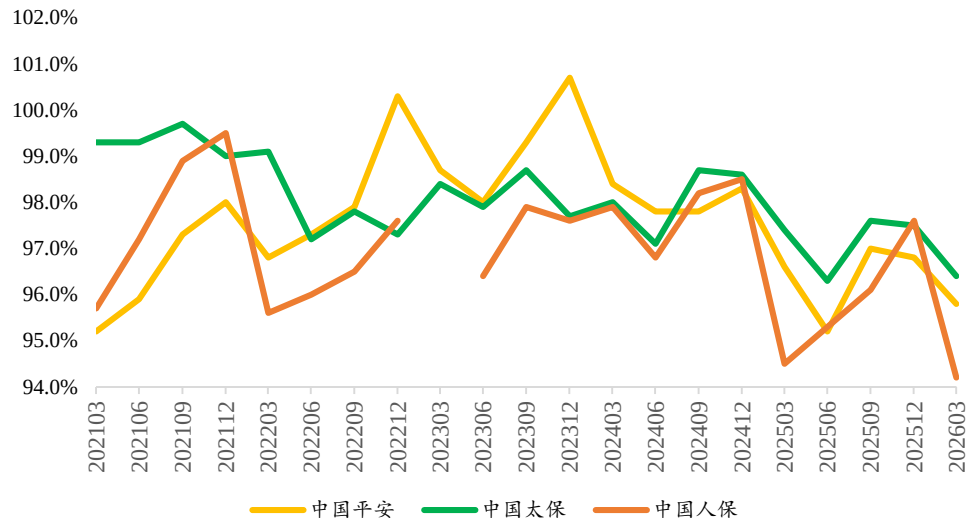
2.3 财险负债端：COR同比改善，未来或进一步优化

下载日志已记录，仅供内部参考

头部财险COR同比改善

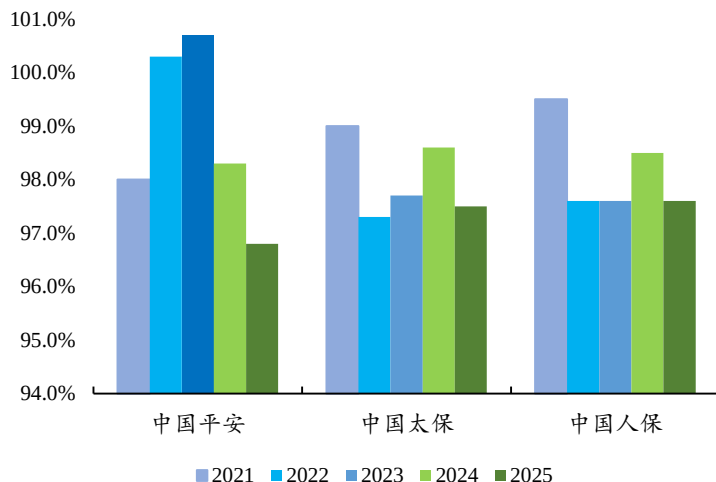
- **COR呈波动下降趋势**：3家头部险企持续落实降本增效举措，在赔付率和成本率方面不断精进，COR呈波动下降趋势
- **展望**：随着非车险报行合一的进一步执行，加之各险企积极采取包括调整业务结构、提升运营能力、落实防控减灾等举措，财险COR具备进一步改善空间。

图表20：季度累计COR受大灾等不可控因素影响，波动较大



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表21：年度COR整体呈改善趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

股市拖累总投资收益率，净投资收益率延续下降趋势

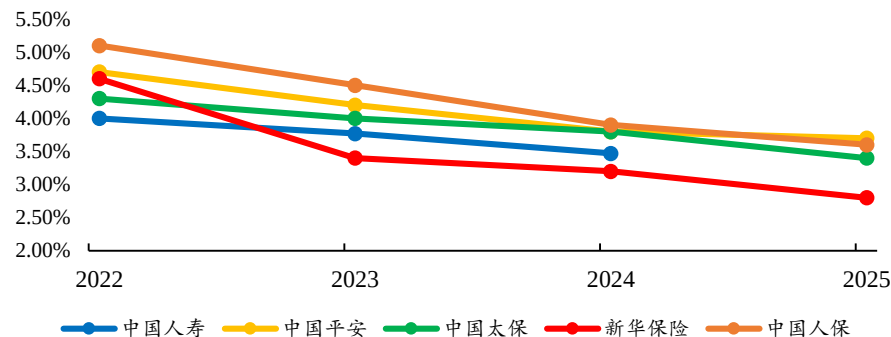
- **总投资资产**：多数险企投资资产较年初增加，新华投资资产下降或受股市波动和权益资产占比较高影响。
- **投资收益率**：股市拖累总投资收益率和综合投资收益率，净投资收益率仍呈下滑趋势
- **展望**：股市回暖、利率企稳利好投资收益

图表22：2026年1季度总投资收益率和综合投资收益率均同比下降

	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	25Q1	26Q1	YOY	25Q1	26Q1	YOY	25Q1	26Q1	YOY
中国人寿 (部分年化)	2.6%			2.8%	2.2%	-0.5pct			
中国平安 (非年化)	0.9%	0.8%	-0.1pct	0.7%	0.4%	-0.3pct	1.3%	0.2%	-1.1pct
中国太保 (非年化)	0.8%	0.7%	-0.1pct	1.0%	0.8%	-0.2pct			
新华保险 (年化)				5.7%	2.1%	-3.6pct	2.8%	1.8%	-1.0pct
中国人保 (非年化)		0.5%			0.5%				

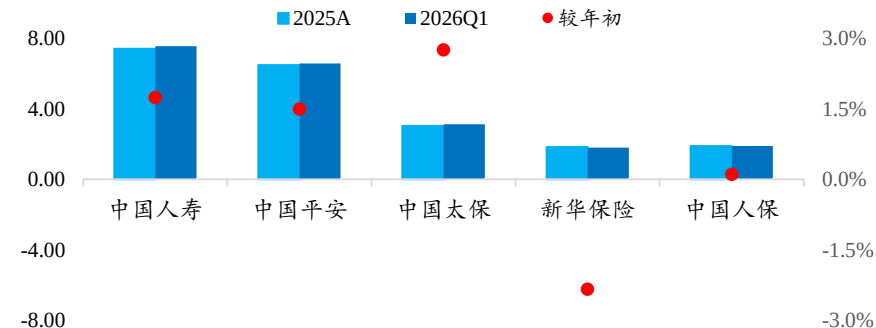
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表23：上市险企净投资收益率持续下滑



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表24：除新华保险外，各上市险企总投资资产均较年初增长

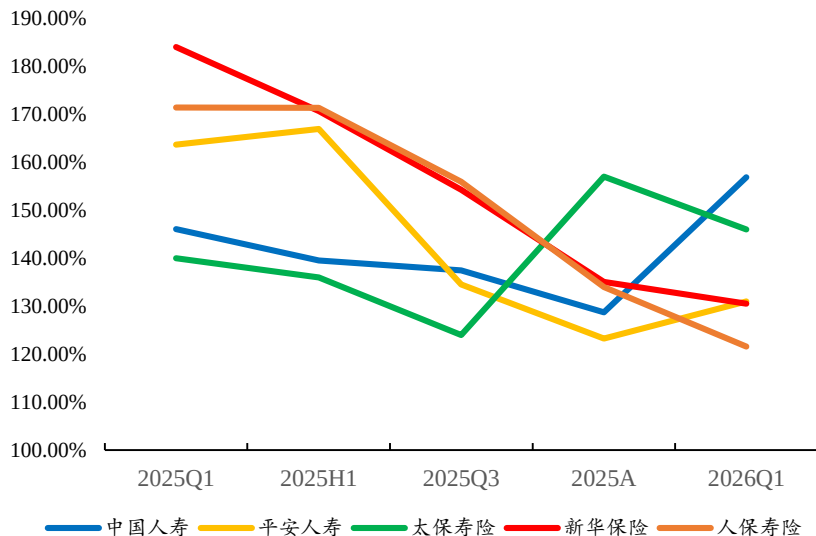


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

多数1季度上市险企偿付能力明显下滑

预计受偿二代二期过渡期结束、750天利率均线下移因素影响，多数上市险企偿付能力指标1季度呈现下降趋势。部分险企因债券资产会计科目重分类等原因，实现偿付能力环比提升。

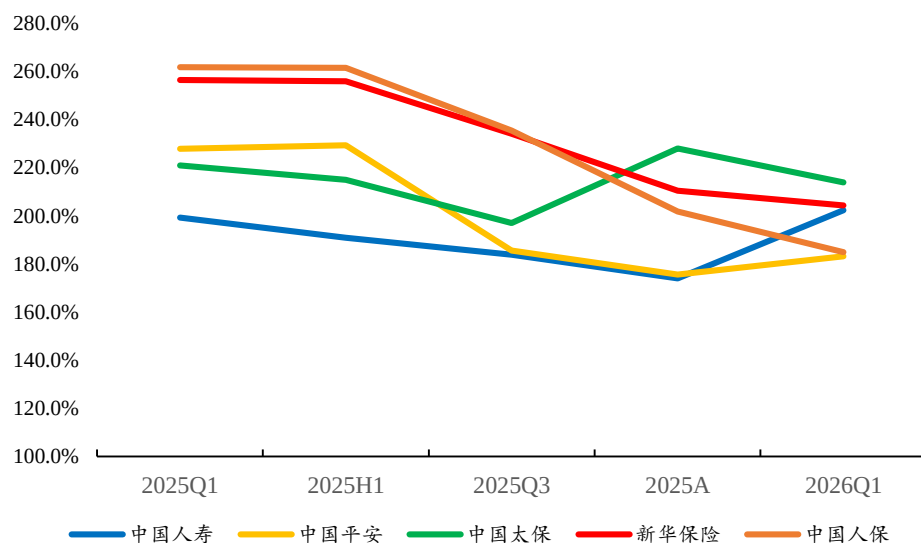
图表25：多数上市险企1季度核心偿付能力充足率呈下降趋势



数据来源：各公司偿付能力报告、开源证券研究所

注：除中国人寿和新华保险外，其余3家集团保险公司偿付能力数据为集团下人寿保险公司偿付能力报告数据

图表26：多数上市险企1季度综合偿付能力充足率呈下降趋势

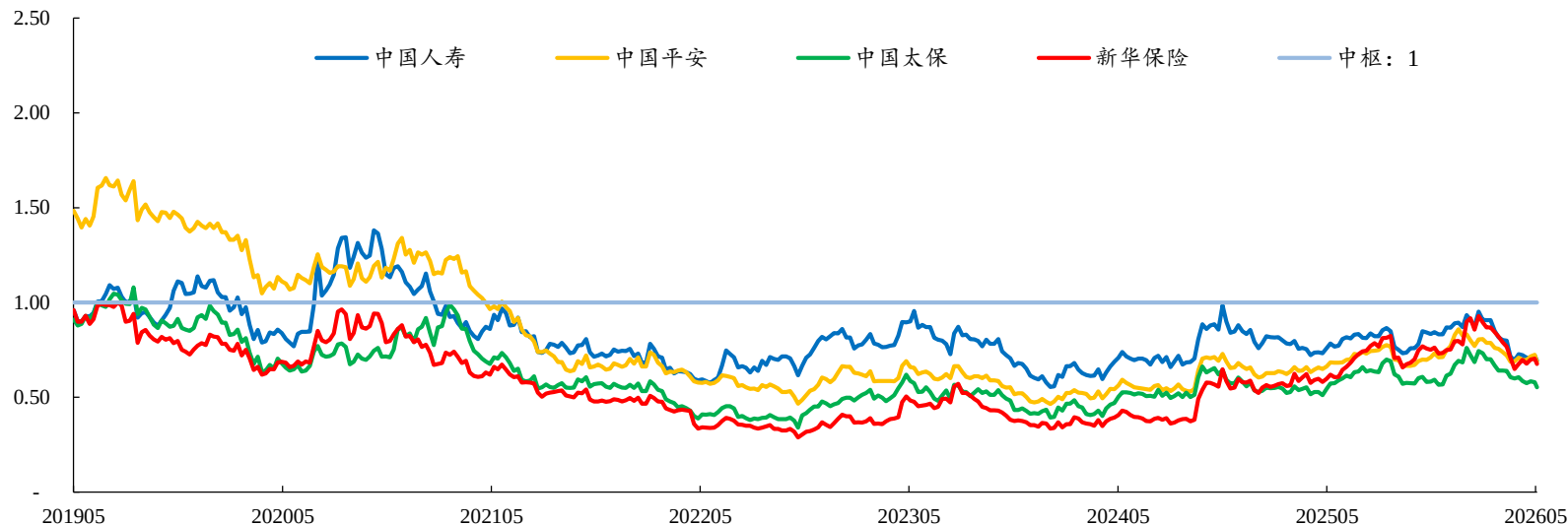


数据来源：各公司偿付能力报告、开源证券研究所

上市险企静态PEV估值仍处于1倍以下，属于历史低位

截至5月18日，4家上市险企平均P/EV估值为0.63倍，3年分位数为47.7%，5年分位数为58.6%。

图表27：上市险企静态PEV估值位于7年内低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据范围自2019年5月19日至2026年5月18日

低估值带来价值板块投资机会

年初以来，上市险企估值显著回落至较低水位，2024年以来积累的超额收益回吐明显，行业资产和负债两端的中长期逻辑仍在，当下估值具备左侧配置价值，看好低估值、负债延续高质量增长的标的，关注资产端和负债端催化，推荐中国平安和中国太保。

图表28：受益标的估值表

受益标的估值表		归母净利润（亿元）			YOY			PE			PB （静态）	PEV （静态）	评级
证券简称	26/5/18股价	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
中国人寿	34.71	1,541	1,680	1,776	44.1%	9.0%	5.8%	5.5	5.9	6.3	1.6	0.67	买入
中国平安	54.48	1,348	1,481	1,614	6.5%	9.9%	9.0%	7.4	8.2	8.9	1.0	0.66	买入
中国太保	33.71	535	591	647	19.0%	10.4%	9.6%	5.6	6.1	6.7	1.0	0.53	买入
新华保险	60.43	363	369	401	38.3%	1.8%	8.7%	11.6	11.8	12.9	1.5	0.65	未评级

注：以上估值使用2026年5月19日收盘价计算，EV使用截至2025年6月末数据；已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的来源于Wind一致性预测

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 1 复盘：保险板块跑输，券商滞涨明显
- 2 保险：负债端高质量增长，资产端全年向好
- 3 券商：价值启航，重点推荐券商
- 4 风险提示

- 上市券商整体净利润符合预期：2025年营收、扣非净利润同比+27%/+52%，扣非ROE 7.58%，同比+2.3pct。2026Q1营收、扣非净利润同比+32%/+39%，扣非ROE8.33%，同比+1.8pct延续提升趋势，符合预期。
- Q1手续费收入全面向好，是ROE提升的重要支撑。股市交易活跃叠加A股港股IPO景气，券商手续费业务全面向好，经纪、投行、资管同比+45%/+33%/+34%，受益于股民入金和两融规模增加，利息净收入同比+88%。
- Q1投资收益是头部券商业绩超预期首要因素。一季度股市波动下，投资收益同比增长好于预期，主因头部券商衍生品、做市等境内境外客需型业务带动头部券商持续扩表，叠加稳健的收益率，驱动投资收益保持增长，市场波动对盈利影响明显减弱。

图表29：2025年上市券商扣非净利润同比+52%，扣非ROE7.6%，同比+2.3pct

单位：亿元	2025年	同比	收入占比
调整后营收	5,379	26.5%	
经纪业务	1,498	38.4%	28%
投行业务	392	23.6%	7%
资管业务	457	2.0%	8%
投资业务	2,343	32.7%	44%
利息净收入	493	29.3%	9%
管理费用	2,686	9.3%	
归母净利润	2,088	48.3%	
扣非归母净利润	2,019	52.1%	
扣非ROE	7.58%	+2.3pct	
权益乘数 (扣客户保证金)	4.11	+0.25倍	

图表30：2026Q1上市券商扣非净利润同比+39%，扣非ROE8.3%，同比+1.8pct

单位：亿元	2026Q1	同比	收入占比
调整后营收	1,481	31.6%	
经纪业务	466	44.5%	31%
投行业务	87	32.7%	6%
资管业务	133	34.3%	9%
投资业务	591	17.6%	40%
利息净收入	146	87.5%	10%
管理费用	694	20.0%	
归母净利润	599	15.9%	
扣非归母净利润	586	38.6%	
扣非ROE	8.33%	+1.81pct	
权益乘数 (扣客户保证金)	4.16	+0.32倍	

3.1 头部券商ROE延续高增

下载日志已记录，仅供内部参考

头部券商超预期：中信/华泰/广发/中金(四头部券商)营收同比+48% VS 其他34家(扣受并表影响的国泰海通)同比+18%，扣非净利同比+57%VS 其他34家同比+22%。“四头部券商”2026Q1年化加权ROE平均12.7%，同比+4.2pct，超过2021年高点水平。

图表31：2026Q1头部券商年化加权ROE提升至13%的水平

证券简称	2025扣非净利润（亿元）	同比	2026Q1扣非净利润（亿元）	同比	加权ROE-2025年	同比（pct）	加权ROE-2026Q1↓	同比（pct）
中信建投	94.7	31%	36.2	97%	10.54	2.30	16.08	7.92
东方财富	116.5	26%	37.0	37%	13.53	1.36	15.96	2.72
长江证券	37.8	109%	14.7	52%	10.26	5.25	15.76	4.96
中信证券	303.0	41%	102.0	59%	10.67	2.64	13.84	4.36
中金公司	96.6	71%	35.4	76%	9.25	3.78	13.40	5.48
广发证券	142.6	60%	47.1	72%	10.60	3.78	13.28	5.04
方正证券	36.1	29%	14.6	23%	7.27	1.30	11.52	1.64
华泰证券	162.7	80%	48.0	33%	9.13	3.88	10.44	2.04
招商证券	123.0	19%	32.7	42%	9.89	1.07	10.16	2.68
中国银河	125.2	25%	33.2	10%	9.84	1.57	10.12	0.36
申万宏源	94.3	86%	23.3	19%	8.70	3.76	8.32	0.84
财达证券	7.5	9%	2.5	116%	6.16	0.35	8.20	4.28
浙商证券	23.9	25%	7.5	36%	6.610.08	-	8.08	1.80
东北证券	14.3	66%	4.1	106%	7.292.70		8.04	3.80
国泰海通（扣非）	213.9	72%	57.1	73%	7.49	-0.26	6.96	0.20
东方证券	55.1	70%	14.9	6%	6.83	2.83	7.76	0.60
国金证券	21.9	36%	6.7	15%	6.32	1.48	7.72	0.88
长城证券	23.5	49%	6.2	3%	7.59	2.21	7.68	-0.32
中银证券	10.0	19%	3.5	28%	5.44	0.66	7.56	1.36
东吴证券	35.6	51%	8.0	-18%	8.37	2.57	7.36	-1.96
国信证券	110.5	35%	21.0	-10%	10.67	2.48	7.32	-1.72

3.1 市场环境持续向好，支撑2季度业绩延续高增

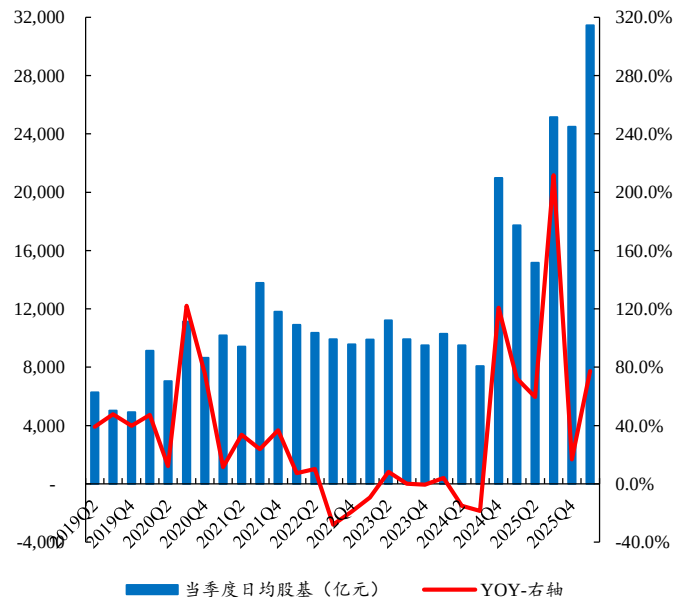
下载日志已记录，仅供内部参考

(1) **交易量持续向好**：日均股票成交额来看，2026年1月3万亿，2-4月平均在2.3万亿左右震荡，5月日均达3.2万亿，交易量环比提升明显。同时4月开户数同比依然保持30%左右的增长。

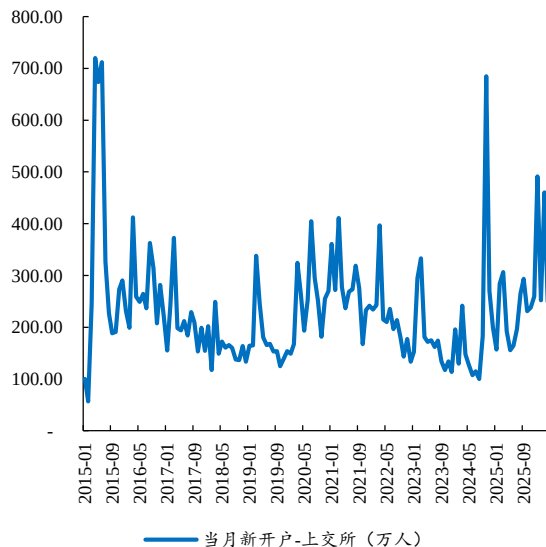
(2) **两融新高**：截至5月14日，两市两融融资规模达到2.9万亿，创历史新高，较2025年4月末的1.78万亿同比+61%，较年初的2.52万亿增长13%。

(3) **IPO保持高景气**：4月份IPO规模212亿，单月已经接近1季度整体的259亿，4月IPO单数19单，也是达到1季度30单的63%。

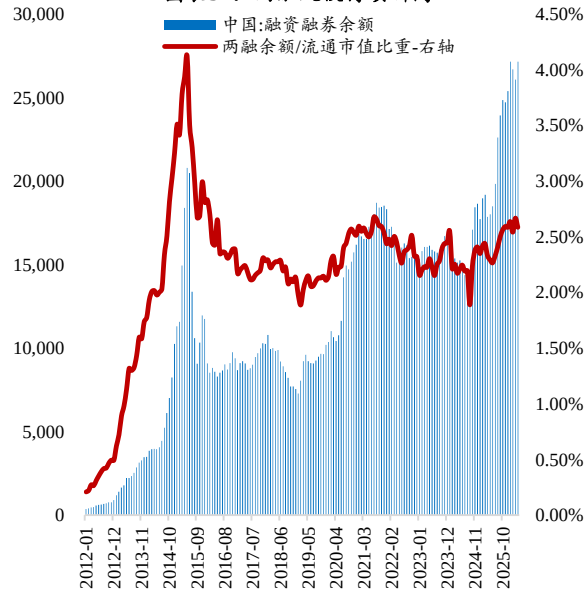
图表32：2025年交易量同比+70%；2026Q1同比+77%



图表33：2026年1-4月市场新开户1453万户，
同比+55%



图表34：两融规模持续新高



3.1 预计2026H1/2026年扣非归母净利润同比+33%/+25%，扣非ROE 8.77/8.80%

Q2以来交易量保持活跃状态，科技股迭创新高，一级市场保持高景气度，驱动券商手续费收入延续增长。我们预计2026H1、2026全年扣非归母净利润同比+33%/+25%，扣非ROE达8.77%/8.80%，同比+1.7/+1.2pct，ROE延续提升趋势。预计头部券商更优。

图表35：我们预计2026H1/2026年扣非归母净利润同比+33%/+25%，扣非ROE 8.77/8.80%

39家上市券商整体 (亿元)	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025年	2026Q1	2026H1E	2026Q1-3E	2026年E
核心假设：								
1. A股日均股基成交额	17,733	16,417	19,569	20,785	31,449	30,371	29,354	29,494
YOY	72.30%	65.90%	111.50%	70.27%	77.34%	85.0%	50.0%	42.0%
2、IPO规模	165	374	773	1,318	259	551	900	1,550
YOY	-30.20%	14.90%	61.50%	95.70%	57.1%	47.4%	16.4%	17.6%
3、日均两融规模	18,809	18,666	19,946	21,005	25,573	26,668	27,434	28,005
YOY	22.30%	23.80%	34.00%	34%	36%	43%	38%	33%
4、自营投资回报率	3.88%	4.40%	4.73%	4.27%	3.87%	4.12%	4.26%	4.17%
沪深300涨幅	-1.20%	0.03%	17.94%	17.66%	-3.89%	7.99%	11.23%	14.47%
中证综合债涨幅	-0.70%	1.08%	0.16%	0.70%	0.82%	1.50%	2.20%	3.00%
5、管理费	579	1,234	2,003	2,777	680	1,413	2,161	2,941
管理费YOY	10.90%	13.00%	18.70%	13.00%	17.60%	14.5%	7.9%	9.5%
净利润预测：								
净利润	517	1,021	1,662	2,088	599	1,251	1,967	2,563
YOY	79.30%	63.10%	63.90%	48.3%	15.9%	22.5%	18.3%	22.7%
扣非归母净利润	422	924	1,592	2,019	586	1,231	1,942	2,533
YOY	46.50%	47.50%	70.50%	52.1%	38.6%	33.2%	22.0%	25.4%
扣非ROE	6.51%	7.07%	8.05%	7.58%	8.33%	8.77%	9.11%	8.80%

图表36：我们预计全业务延续增长趋势

39家上市券商 (亿元)	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025年	2026Q1	2026H1E	2026Q1-3E	2026年E
【同比】增速分析								
经纪业务	43.5%	38.7%	68.3%	38.4%	44.5%	48.1%	24.6%	20.6%
投行业务	-1.2%	10.8%	16.2%	23.6%	32.7%	22.4%	27.0%	14.3%
资管业务	-5.6%	-5.3%	-0.4%	2.0%	34.3%	29.2%	24.9%	20.5%
投资业务	48.1%	51.5%	42.8%	32.7%	17.6%	10.2%	3.1%	11.8%
利息净收入	11.6%	17.3%	37.9%	29.3%	87.5%	55.3%	48.3%	40.1%
调整后营业收入	28.5%	29.8%	39.3%	26.5%	31.6%	26.0%	16.0%	17.6%
收入【结构】分析								
经纪业务	29%	26%	27%	28%	31%	30%	29%	29%
投行业务	6%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	7%
资管业务	9%	9%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
投资业务	45%	48%	47%	44%	40%	42%	42%	41%
利息净收入	7%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	11%
其他业务净收入	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%

3.2 行业成长逻辑被忽视：三大叙事

下载日志已记录，仅供内部参考

财富管理、海外扩表和科创企业的投行和投资三大长逻辑下，复合增速有望15%，2026年头部券商ROE有望创10年新高。
盈利波动性明显下降，盈利确定性明显提升：券商手续费业务收入、资产结构更加多元化，使得收入波动率下降，盈利稳定性提升。

图表37：三大叙事为券商带来成长性

居民存款搬家驱动财富管理逻辑

低利率+房地产新周期+非标萎缩+高层长效稳市机制下，权益资产波动率下降，股市承接居民财富的功能持续体现，年初以来公募股+混主动产品爆款活出，股市交易量、新开户高增，券商财富管理、资管、经纪和两融的大零售业务空间广阔。

海外业务新叙事

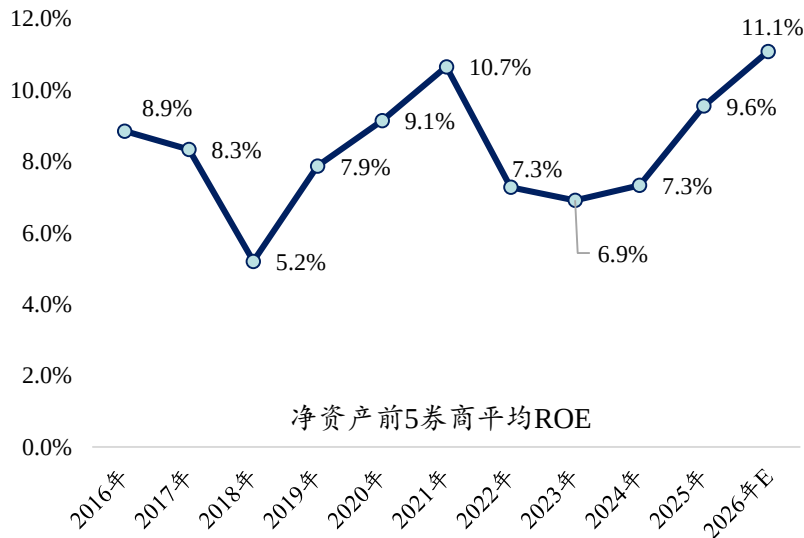
中国企业出海、机构与居民跨境资产配置需求旺盛，港股IPO景气，驱动头部券商海外业务高增，成为未来重要扩表方向。

投行+投资赋能新质生产力

创业板科创板改革，券商能够更好地服务科创企业直接融资，大投行业务（投行 + 投资）增长可期。

资料来源：开源证券研究所

图表38：预计2026年头部券商ROE前高



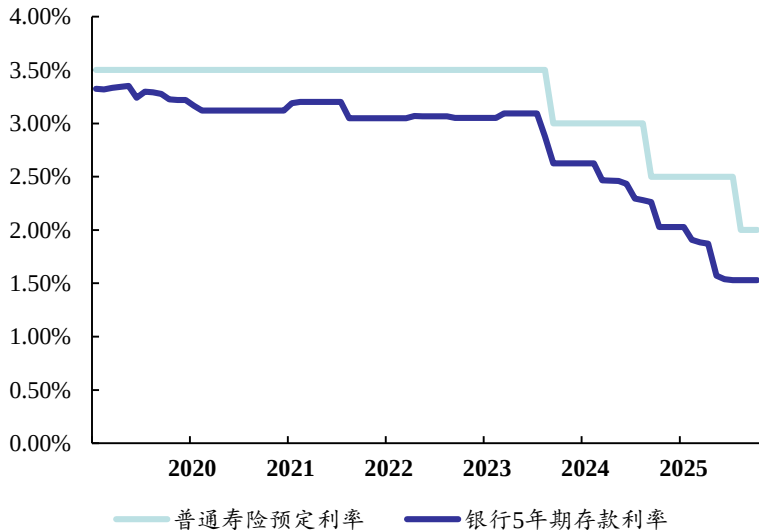
数据来源：Wind、开源证券研究所

财富管理：三个增量逻辑，一个减量逻辑

- 需求侧资产荒：比上一轮牛市利率水平更低，存款、理财、地产资产的吸引力进一步下降
- 供给侧土壤更优：资本市场资产端、资金端和制度三方面优化，股票和基金市场更加重视投资者获得感（新国九条+公募基金高质量发展），带来更大的居民财富迁移机会和空间。
- 供给侧头部转型：头部券商重视财富管理转型，买方服务模式持续见效（中金、中信、华泰针对高净值客户的买方服务+基金投顾），从资产管理端口看，头部公募基金的马太效应更加凸显。（降本增效，超额收益考核）

降费影响逐步出清：和上一轮比，费率有所降低（管理费率 and 渠道费率），但换回更大的规模，仍是主要增长驱动（预计不会影响主线弹性）。

图表39：低利率带来居民财富搬家

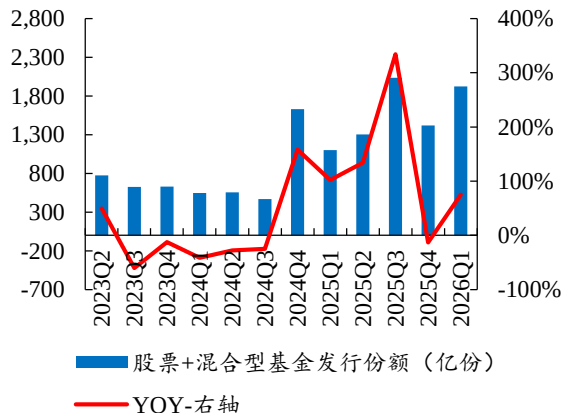


图表40：偏股规模5000亿以上的7家增幅90% VS 整体增幅31%，7家主动权益基金规模降幅与行业接近

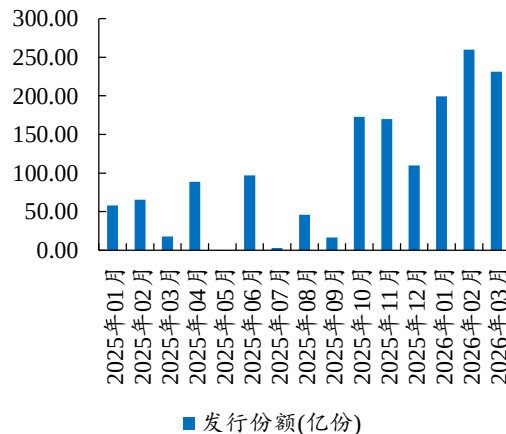
2025A VS 2021A (亿元)	偏股基金-2025A (股票+偏股+商品+QDII+FOF)	非货增幅	偏股增幅	主动偏股增幅	被动偏股增幅	指数基金占比
易方达	13,721.32	40%	80%	-37%	469%	73%
华夏	12,319.81	108%	104%	-39%	256%	85%
华泰柏瑞	7,045.20	332%	377%	47%	497%	92%
广发	6,168.49	41%	25%	-35%	362%	55%
南方	5,859.83	38%	55%	-44%	265%	75%
嘉实	5,383.96	76%	69%	-36%	561%	69%
富国	4,801.95	36%	24%	-28%	888%	45%
权益头部7家	55,300.56	65%	79%	-35%	378%	74%
总体	111,510.67	37%	25%	-33%	325%	54%

- 长期低利率+股市机制重建+房地产新周期+非标资产萎缩，居民理财有望加速从存款和地产向金融资产迁移，保险、股票基金机遇期。
- 2026Q1新发权益基金1925亿份，同比+75%，环比+36%。2026Q1 FOF新发份额690亿，同比+388%。
- 存量偏股基金份额：2025年11月-2026年3月主动偏股基金从申赎相等转向净申购。
- 私募产品、量化私募的规模大幅增长：据21世纪经济报，QIML的最新统计显示，截至2026年一季度末，量化“四大天王”幻方量化、九坤投资、明法投资和衍复投资规模集体突破800亿元，迈入800亿元至900亿元区间，较2025年底700亿元至800亿元区间显著抬升，距离千亿关口仅一步之遥。

图表41:2026Q1新发权益基金1925亿份，同比+75%，环比+36%



图表42:2026Q1FOF新发份额690亿份，同比+388%



图表43：2026年以来主动权益基金呈净申购

	AUM（亿元）			份额（亿份）		
旧口径	2024年12月	2025年10月	AUM变化	2024年12月	2025年10月	份额变化
偏股AUM	79,623	101,829	28%	64,802	66,212	2%
股票型ETF	28,877	37,245	29%	19,717	21,195	7%
主动权益基金	50,746	64,584	27%	45,085	45,017	0%
新口径	2025年10月	2026年3月	AUM变化	2025年10月	2026年3月	份额变化
偏股AUM	95,991	88,839	-7%	63,152	65,617	4%
股票型ETF	37,245	28,504	-23%	21,195	21,133	0%
主动权益基金	58,746	60,335	3%	41,957	44,484	6%

注：2025年10月中基协更换口径，封闭式取消并拆分到各类基金，混合型基金原同业存单基金划分出去至其他类

- 代销同比高增。2025年上市券商整体代销收入136亿，同比+52%，全行业代销金融产品保有规模4.69万亿元，同比增长35%，增长势头强劲。
- 券商积极转型财富管理，买方投顾规模快速增长。
- 券商系公募基金公司收入、净利润同比增长。2025年前5公募营收+16%，前15家+14%，指数基金降费对收入有一次性影响。

图表44：券商代销收入同比高增

	2025年代销金融产品净收入（亿元）	同比↓	代销收入占比
国信证券	7.2	101%	3.0%
国泰海通	11.4	91%	1.8%
方正证券	3.4	83%	3.2%
中国银河	5.9	77%	2.1%
广发证券	10.9	67%	3.1%
中金公司	13.8	56%	4.9%
华泰证券	7.6	54%	2.1%
中泰证券	2.4	49%	2.1%
招商证券	6.4	44%	2.6%
中信建投	9.8	43%	4.2%
光大证券	7.5	41%	6.9%
中信证券	20.3	37%	2.7%
东方证券	2.1	25%	1.4%
兴业证券	3.2	19%	2.7%
上市券商合计	136	52%	2.5%

图表45：公募管理人业绩分化

基金管理人简称	2025年营收（百万）	同比	2025年净利润（百万）	同比
易方达基金	12,996	7%	3,806	-2%
华夏基金	9,626	20%	2,396	11%
南方基金	8,767	17%	2,705	15%
广发基金	8,541	18%	2,753	38%
富国基金	7,882	23%	2,205	26%
汇添富基金	5,658	17%	1,421	-8%
招商基金	5,470	3%	1,438	13%
博时基金	4,992	9%	1,531	0%
兴证全球基金	3,968	21%	1,590	13%
华安基金	3,493	12%	961	6%
银华基金	3,044	7%	605	8%
大成基金	2,604	23%	533	16%
华泰柏瑞基金	2,152	7%	455	38%
万家基金	2,075	17%	375	15%
兴业基金	1,523	23%	512	20%
海富通基金	1,333		485	
浦银安盛基金	1,215	5%	240	-5%
安信基金	661	2%	131	0%
信达澳亚基金	616	4%	66	34%
中金基金	608	33%	134	23%
民生加银基金	567			
国海富兰克林基金	540	6%	148	6%
国联安基金	514		98	15%

3.2 大财富管理：头部券商公募利润贡献7-17%

下载日志已记录，仅供内部参考

- 占比较高且相对较强，10亿量级：兴业，东方
- 综合优势突出、盈利体量20亿量级、占比较高：广发、华泰、招商
- 综合优势突出、盈利体量20亿量级：中信，国泰

图表46：头部券商公募利润贡献在7-17%区间

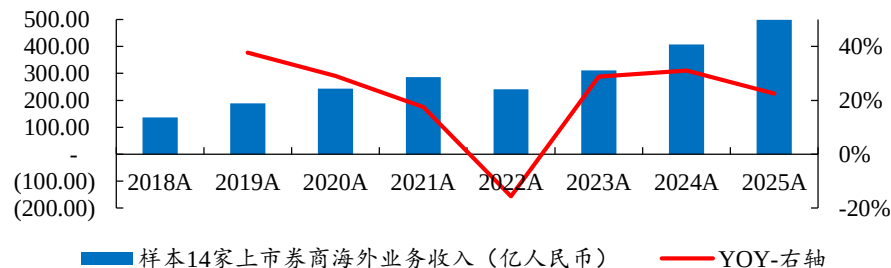
单位： 亿元	25A归母 净利润 (亿元)	旗下公募 牌照利润 贡献比例	旗下公募牌 照利润贡献 (亿元)	持股公募基金1			持股公募基金2			持股公募基金3		
				基金公司	持股比 例	净利润 (25A)	基金公司	持股比 例	净利润 (25A)	基金公司	持股比 例	净利润 (25A)
兴业证券	28.7	39.3%	11.3	兴证全球基金	51.0%	15.90	南方基金	9.15%	27.05	兴证资管	100%	0.69
中泰证券	14.3	25.7%	3.7	万家基金	60%	3.75				中泰资管	100%	1.44
西南证券	10.6	25.1%	2.7	银华基金	44.1%	6.05						
广发证券	137.0	17.3%	23.6	广发基金	55%	27.53	易方达基金	22.65%	38.06	广发资管	100%	-6.70
华泰证券	163.8	15.1%	24.8	华泰柏瑞基金	49%	4.55	南方基金	41.16%	27.05	华泰资管	100%	11.42
招商证券	123.5	13.9%	17.1	博时基金	49%	15.31	招商基金	45.00%	14.38	招证资管	100%	3.16
东方证券	56.3	16.5%	9.3	汇添富基金	35.4%	14.21	长城基金	17.65%	-	东证资管	100%	4.28
国泰海通	213.9	8.5%	18.2	华安基金	51%	9.61	富国基金	28%	22.05	海富通基金	51.00%	4.85
中信证券	300.8	6.6%	20.0	华夏基金	62%	23.96				中信资管	100%	5.08

3.2 海外业务：券商海外业务成为重要增长极

下载日志已记录，仅供内部参考

- 券商海外业务营收持续增长：7年CAGR 20% VS 上市券商整体 11%，2025年头部海外收入均同比高增。
- 头部券商海外营收占比持续提升：4家头部机构海外营收占比接近20%。
- 海外是重要扩表方向：中信证券、中金公司、华泰证券、国泰海通、广发证券境外资产增速为+31%、+32%、+38%、+139%（收购因素）、+78%。
- 海外ROE更高：中金国际ROE 16%，中信证券国际ROE为25%，华泰国际金控ROE 13%。国泰海通金控ROE 12%，广发控股香港ROE为12%。

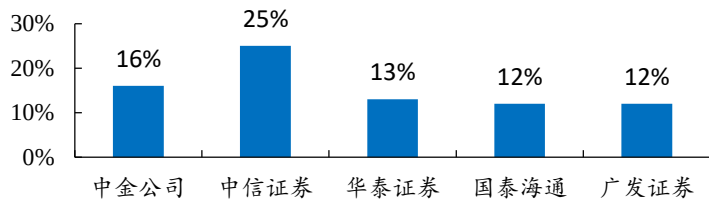
图表47:券商海外营收持续增长，2025年同比+23%(回溯口径)，7年CAGR 20%



图表49: 头部券商境外业务收入高增，境外资产占比提升

证券名称	境外业务收入 (亿元人民币)				境外资产规模 (亿元人民币)			
	2024年	2025年	同比	境外业务收入占比	2025年	境外资产增速	境外资产占比	占比变化
中信证券	109.48	155.19	42%	21%	4,907	31%	24%	1.7%
国泰海通	29.09	95.86	229%	15%	4,128	139%	20%	3.0%
中金公司	53.08	83.93	58%	29%	2,383	32%	30%	3.8%
华泰证券	143.40	59.18	57% (扣非)	17%	1,932	38%	18%	0.7%
广发证券	13.50	26.99	100%	8%	1,171	78%	12%	3.3%
中国银河	21.73	25.69	18%	9%	616	54%	7%	1.8%
中信建投	7.36	14.92	103%	6%	602	53%	9%	1.9%
招商证券	10.94	11.61	6%	5%	531	13%	7%	0.5%
申万宏源	4.46	7.38	65%	3%	277	33%	4%	0.7%
东方证券	2.98	4.37	47%	3%	153	20%	3%	0.1%
国联民生	0.43	0.54	26%	1%	6	-4%	0%	-0.3%

图表48: 海外子公司ROE高于合并整体ROE



➤ 中大型券商扩表的共识与差异：

共识：海外业务扩表，OCI股票扩表（政策引导+股息策略）

差异：头部券商金融资产+20%，中小券商+3%，在TPL的股票和债券上扩表更强，资本中介客需类业务需求驱动。

图表50：头部券商金融资产增速更快，OCI和海外资产是新方向

亿元	证券简称	金融资产			其他权益工具投资		TPL-股票/股权		TPL-债券		海外资产	
		2024A	2025A	同比	2025A	同比	2025A	同比	2025A	同比	2025A	同比
1	中信证券	8,305	9,407	13%	1,237	36%	2,563	28%	3,164	-7%	4,907	31%
2	国泰海通	4,395	7,671	75%	655	198%	994	63%	4,115	79%	4,128	139%
3	华泰证券	3,119	4,053	30%	146	11511%	1,114	82%	1,699	-1%	1,932	38%
4	广发证券	2,690	3,986	48%	305	37%	629	63%	1,859	68%	1,171	78%
5	中金公司	3,033	3,201	6%	120	53%	1,252	25%	1,229	-13%	2,383	32%
6	招商证券	3,091	3,090	0%	354	-9%	364	45%	1,661	-10%	531	13%
7	申万宏源	3,479	3,604	4%	880	27%	363	26%	1,281	-27%	277	33%
8	中国银河	2,806	2,962	6%	615	11%	252	22%	1,315	-5%	616	54%
9	国信证券	2,162	2,350	9%	354	8%	130	7%	1,049	-2%	-	-
10	中信建投	2,202	2,412	10%	522	252%	138	-28%	634	-35%	602	53%
11	东方证券	1,118	1,506	35%	326	66%	96	13%	454	16%	153	20%
12	兴业证券	884	1,121	27%	224	236%	47	-46%	403	9%	231	57%
13	国投资本	954	877	-8%	64	86%	-	-	-	-	118	59%
14	国联民生	440	912	107%	129	148%	26	33%	569	145%	6	-4%
上市券商合计（剔国泰海通和国联民生）		57,083	62,950	10%	6,459	50%	7,718	30%	19,834	-4%	13,464	36%
头部4家券商合计 （中信，中金，华泰，广发）		19,150	23,070	20%	1,809	50%	5,559	39%	7,951	4%	10,392	37%

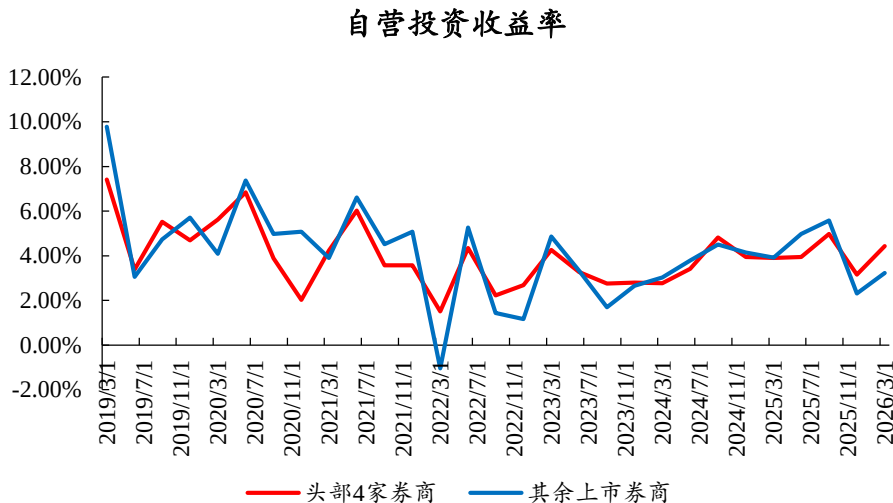
海外和OCI成为扩表共识，头部券商扩表速度更快

- 头部自营投资收益率更稳健，因此扩表会带来确定性的收入增长。
- 1季度的扩表仍在延续，4家头部券商金融资产的规模同比+20%，环比年初+8%，而且投资收益在A股和美债波动较大的背景下，依然保持了稳健。我们认为客需业务的规模扩容也是伴随资本市场扩容、机构风险管理需求提升。

图表51：2026Q1头部券商金融资产延续增长

证券简称	26Q1归母净资产（亿元）	26Q1金融资产环比增速	26Q1代买证券款环比增速
39家样本合计/平均		30.2%	20.1%
中信，华泰，广发，中金合计/平均		31.7%	21.9%
中信证券	3,346	1.7%	20.0%
国泰海通	3,364	2.3%	20.1%
华泰证券	2,114	11.7%	22.9%
广发证券	1,715	16.3%	25.4%
中信建投	1,268	9.8%	27.6%
中金公司	1,325	6.5%	21.6%
中国银河	1,561	5.8%	34.1%
招商证券	1,413	-0.6%	18.7%
申万宏源	1,146	-2.6%	17.3%
国信证券	1,403	-0.2%	5.8%
东方证券	848	-4.5%	20.7%
长江证券	428	-28.9%	16.6%
方正证券	524	21.0%	7.4%
光大证券	752	-4.7%	12.6%
东吴证券	437	14.6%	8.9%
浙商证券	377	0.6%	29.7%
兴业证券	623	0.9%	18.4%
国金证券	361	4.4%	39.3%
长城证券	326	8.5%	16.1%
财通证券	386	3.1%	31.0%

图表52：头部券商自营投资收益率更稳健，受市场波动影响更小



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：年化季度频率自营投资收益率=4*自营投资收益/期初期末平均自营投资金融资产

自营投资收益=（投资收益+公允价值变动损益-联营合营投资收益+汇兑净收益）

自营投资金融资产=交易性金融资产+其他权益工具+衍生金融工具

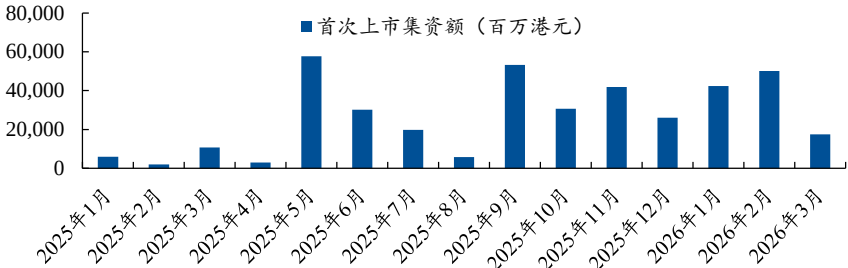
2025年港股IPO市场全面复苏，利好券商海外投行、机构业务，2026Q1港股IPO延续高景气

2026Q1港股IPO规模/单数1099亿港元/40单，同比增长+489%/+135%，AtoH趋势利好中资投行IPO业务份额提升。头部券商港股IPO业务同比显著增长，目前有500家排队上市，项目储备充足。

图表54：2026年1-4月头部券商港股IPO市占率领先，较2025年1-4月大幅增长

序号	机构名称	2026年1-4月			
		募集资金(亿港元)	市场份额(%)	承销家数(家)	市场份额(%)
1	中国国际金融(国际)有限公司	364.91	23.59	21	4.96
2	华泰金融控股(香港)有限公司	146.35	9.46	13	3.07
3	中信里昂证券有限公司	143.97	9.31	21	4.96
4	JPMorgan Chase & Co.	102.43	6.62	3	0.71
5	Morgan Stanley	96.82	6.26	5	1.18
6	廣發証券(香港)經紀有限公司	91.34	5.90	5	1.18
7	瑞士联合银行(集团)香港分行	89.30	5.77	4	0.95
8	高盛(亚洲)证券有限公司	57.59	3.72	5	1.18
9	中信建投(国际)融资有限公司	55.12	3.56	4	0.95
10	農銀國際證券有限公司	41.74	2.70	20	4.73
11	招商证券(香港)有限公司	32.77	2.12	6	1.42
12	UBS HONG KONG LIMITED	30.13	1.95	2	0.47
13	海通国际证券有限公司	27.59	1.78	7	1.65
14	國泰君安證券(香港)有限公司	26.11	1.69	6	1.42
15	法國巴黎證券(亞洲)有限公司	22.32	1.44	3	0.71

图表53：2026年1-3月港股IPO同比高增



图表55：头部券商2025年1-4月市占率领先

序号	机构名称	2025年1-4月			
		募集资金(亿港元)	市场份额(%)	承销家数(家)	市场份额(%)
1	中信里昂证券有限公司	33.89	14.50	8	3.62
2	華泰金融控股(香港)有限公司	30.90	13.22	5	2.26
3	高盛(亚洲)证券有限公司	23.71	10.14	3	1.36
4	UBS HONG KONG LIMITED	16.04	6.86	3	1.36
5	鼎佩証券有限公司	14.92	6.38	1	0.45
6	Merrill Lynch(Asia Pacific)Limited	10.59	4.53	1	0.45
7	工銀國際證券有限公司	10.39	4.45	9	4.07
8	中国国际金融(国际)有限公司	9.47	4.05	7	3.17
9	Morgan Stanley	8.16	3.49	2	0.91
10	富瑞金融集團香港有限公司	8.16	3.49	2	0.91
11	建银国际金融有限公司	7.99	3.42	8	3.62
12	招银国际金融有限公司	7.02	3.00	10	4.52
13	瑞士联合银行(集团)香港分行	6.75	2.89	3	1.36
14	Futu Holdings Limited	6.09	2.61	9	4.07
15	光银国际资本有限公司	3.67	1.57	3	1.36

- 2025年投行业务高增长，马太效应突出。全行业投行收入（专项口径）同比+14%，上市券商增速24%。直投和跟投，在扩大规模，未来上市可以兑现盈利增量。
- 2026Q1 A股IPO延续复苏态势。2026一季度A股IPO规模/单数分别为259亿/30单，同比+57%/+11%，环比-53%/-20%。头部券商IPO储备领先。

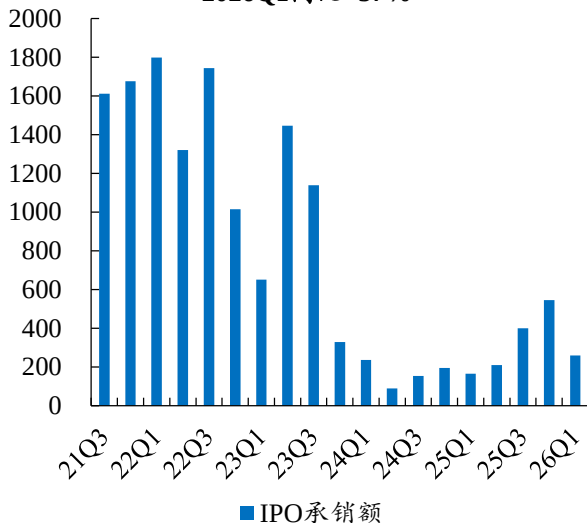
图表57：头部券商投行项目储备丰富

序号	保荐机构	储备量合计	报审家数(按上市板)			全部储备项目拟募资金额(亿元)	非北交所储备项目拟募资金额(亿元)	科创板储备项目拟募资金额(亿元)	科创板储备项目跟投金额预测(亿元)
			非北交所合计↓	北交所	科创板				
1	中信证券	35	25	10	10	618	567	212	6.17
2	中金公司	25	18	7	5	739	714	275	6.29
3	国泰海通	40	17	23	10	388	280	179	5.90
4	华泰证券	15	14	1	6	161	156	82	3.10
5	中信建投	28	10	18	4	333	258	170	6.86
6	招商证券	8	5	3	2	76	56	19	0.83
7	广发证券	13	5	8	2	139	113	22	0.96
8	国信证券	9	3	6	0	38	19		
9	申万宏源	9	3	6	0	47	27		
10	中泰证券	8	3	5	1	47	31	7	0.35
11	光大证券	8	3	5	1	41	18	6	0.32
12	东方证券	10	3	7	1	58	29	21	0.63

注：数据来源Wind，数据截至2026.4.10；科创板跟投金额预测按照拟募资金额*跟投比例，涉及项目有多个保荐人的，拟募资金额按保荐人数量做算术平均分配。

图表58：2025年跟投直投子公司业绩改善

公司	百万元	子公司	25年收入	24年收入	25年净利润	24年净利润	25年利润贡献	24年利润贡献
中信证券	PE子	中信金石	1,719.4	899.9	1,002.1	420.4	3%	2%
	另类子	中信证券投资	2,080.6	1,113.0	1,986.0	1,211.1	7%	6%
	合计	小计	3,799.9	2,012.8	2,988.1	1,631.4	10%	8%
中金公司	PE子	中金资本	895.1	1,061.5	256.8	395.3	3%	7%
	另类子	中金浦成	230.8	55.6	170.6	38.1	2%	1%
		小计	1,125.9	1,117.1	427.4	433.3	4%	8%
华泰证券	PE子	华泰紫金	1,149.0	-620.7	797.7	-587.3	5%	-4%
	另类子	华泰创新投	723.3	2.1	465.0	-125.5	3%	-1%
		小计	1,872.4	-618.6	1,262.7	-712.8	8%	-5%

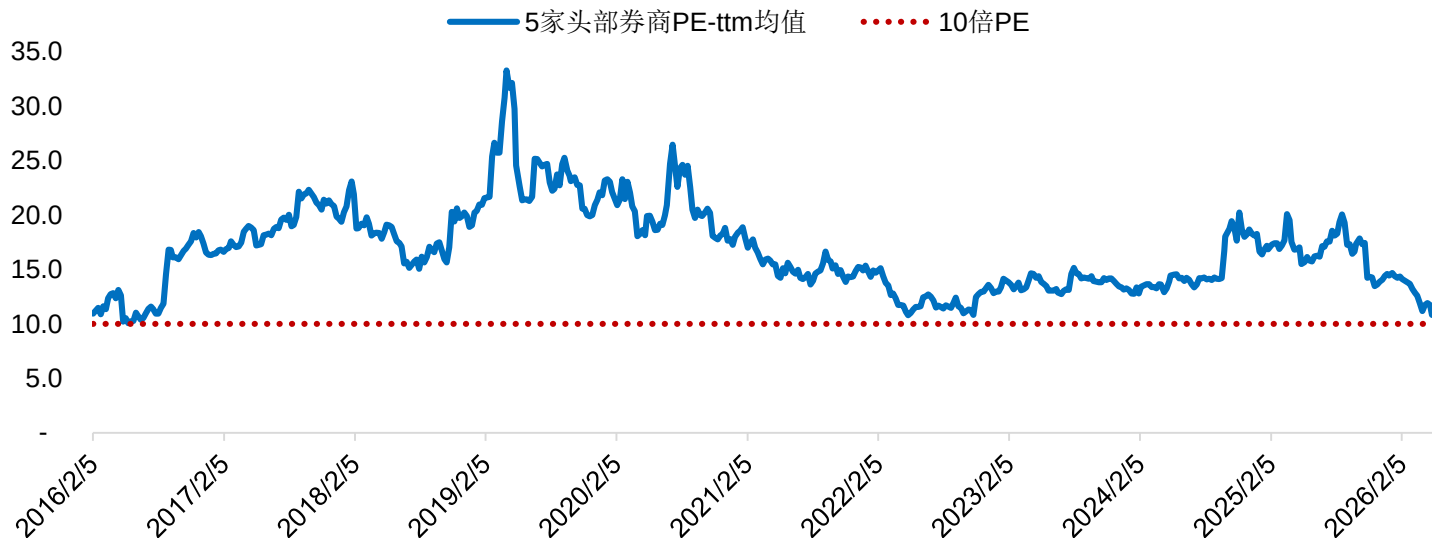
图表56：2025年市场IPO规模同比+96%
2026Q1同比+57%

3.3 估值：头部券商PE估值位于相对底部

下载日志已记录，仅供内部参考

- 2021-2022年6月头部券商经历较明显的杀估值，从15倍跌到2022年的11倍，估值见底。
- 2023年-2025年PE估值缓步抬升，至20倍顶部位置。2022年4月至2026年5月平均估值14.4倍。
- 2026年5月PE估值再次接近10倍PE，考虑到分红率小幅提升、重资本化改善、头部券商业务和政策端均进入机遇期，估值见底。

图表59：头部券商估值处于底部



核心标的盈利预测和估值表

低估值+低配置+1季报超预期+成长性提升是我们当下推荐头部券商的核心逻辑，市场交易活跃度持续提升有望带来催化，推荐主线：低估值、H股融资落地、大财富管理利润贡献较高的华泰证券和广发证券；龙头券商中信证券、中金公司H和国泰海通；零售优势突出的国信证券。推荐受益于交易量高增的同花顺。

图表60：推荐及受益标的估值表

代码	简称	总市值（亿）	净利润（亿元）			净利润YOY			PB-LF	市盈率P/E		评级
		2026/5/19	2025A	2026E	2026Q1	2025E	2026E	2026Q1		2026/5/19	2025E	2026E
601211.SH	国泰海通	2,727	278.1	263.3	63.9	+114%/扣非 同比+72%	-5%/扣非同比 +23%	-48%/扣非同比 +73%	0.84	9.8	10.4	买入
600030.SH	中信证券	3,893	300.8	346.8	102.2	39%	15%	56%	1.34	12.9	11.2	买入
601377.SH	兴业证券	513	28.7	33.5	7.9	33%	17%	52%	0.91	17.9	15.3	买入
002736.SZ	国信证券	1,058	110.7	120.7	21.0	35%	9%	-10%	1.05	9.6	8.8	买入
000776.SZ	广发证券	1,527	137.0	171.8	47.1	42%	25%	71%	1.11	11.1	8.9	买入
601688.SH	华泰证券	1,688	163.8	199.4	48.0	+7%/扣非同比 +80%	22%	32%	0.95	10.3	8.5	买入
300059.SZ	东方财富	3,145	120.8	154.5	37.4	26%	28%	38%	3.34	26.0	20.4	买入
600958.SH	东方证券	841	56.3	64.0	15.9	68%	14%	11%	1.03	14.9	13.1	买入
000166.SZ	申万宏源	1,132	95.1	105.5	23.6	82%	11%	19%	0.99	11.9	10.7	未评级
601881.SH	中国银河	1,371	125.2	143.6	33.2	25%	15%	10%	1.13	11.0	9.6	未评级
601066.SH	中信建投	1,728	94.4	114.8	36.7	31%	22%	99%	2.00	18.3	15.1	未评级
600999.SH	招商证券	1,454	123.5	141.0	32.7	19%	14%	42%	1.17	11.8	10.3	未评级
3908.HK	中金公司H	855	97.9	122.7	35.8	72%	25%	75%	0.83	8.7	7.0	买入
300033.SZ	同花顺	1,717	32.05	44.9	2.6	76%	40%	113%	40.41	53.6	38.2	买入
300803.SZ	指南针	615	2.28	3.6	1.1	119%	+67%/扣非同比 +101%	-20%/扣非同比 +52%	21.47	269.9	169.3	买入
9636.HK	九方智投控股	132	9.20	9.6		238%	4%		4.43	14.4	13.7	买入
0388.HK	香港交易所	5,198	177.54	191.9	51.9	36%	8%	27%	9.43	29.3	27.1	买入
600901.SH	江苏金租	351	32.41	35.9	8.2	10%	11%	6%	1.46	10.8	9.8	买入

目 录

CONTENTS

- 1 复盘：保险板块跑输，券商滞涨明显
- 2 保险：负债端高质量增长，资产端全年向好
- 3 券商：价值启航，重点推荐券商
- 4 风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：股市波动对券商自营业务和保险公司权益投资收益和公允价值变动带来不确定性。
- 保险负债端增长不及预期：价值率表现不及预期，分红型产品转型不及预期。
- 券商财富管理、海外业务收入增长不及预期：居民收入下滑影响财富管理业务发展；跨境投资需求下降影响海外业务收入增长。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券