

压力越大，弹力越大

-如何理解非银板块的低估现象？

2026/06/03/

行业评级：增持

姓名：刘欣琦（分析师）

登记编号：S0880515050001

姓名：孙坤（分析师）

登记编号：S0880523030001

姓名：李嘉木（分析师）

登记编号：S0880524030003

姓名：吴浩东（分析师）

登记编号：S0880524070001

姓名：肖尧（分析师）

登记编号：S0880525040115

姓名：张轩铭（分析师）

登记编号：S0880526020001

姓名：唐关勇（分析师）

登记编号：S0880526030006



投资要点（行业评级：增持）

01

非银的低估现象：ROE提升，估值却接近历史底部

- ROE趋势性上移，保险ROE从2023年的8.57%提升至2025年的19.27%；券商ROE从5.44%提升到8.09%。
- 纵向对比来看，非银金融、券商及保险板块PB处于过去十年的3%、6%和6%分位数，处于历史底部。
- 横向对比来看，非银金融、券商及保险板块PB相对沪深300PB的比值均处于接近历史最底部的分位数。

02

ROE无忧，核心是交易结构问题，且目前已经大幅缓解

- 由于板块的不断下跌，市场对券商及保险的中长期基本面过分担忧，认为在降费、低利率环境下，如无大牛市，ROE面临大幅下行压力
- 我们通过拆分，认为随着资本市场改革逐见成效、券商及保险自身资产规模的增长，中性假设下头部券商和保险仍将实现10%以上的ROE。
- 我们认为板块股价的核心压力来自交易因素而非价值因素，而交易压制因素大幅缓解，尤其是券商板块。
- 建议券商增持中信证券、中金公司H、广发证券、招商证券、兴业证券、香港交易所；保险增持中国平安、中国太保、中国人保、中国人寿、新华保险

03

外部不确定性依然较大背景下，我们也看好期货和高股息标的

- 期货公司受益于大宗商品价格波动，建议增持期货行业龙头瑞达期货、南华期货
- 此外，我们也看好高股息标的投资机会，建议增持中国财险、江苏金租、复星国际、易鑫集团

04

风险提示：

资本市场大幅波动；长端利率下行；监管政策不确定性

目录 / CONTENTS

01 现象：盈利改善，估值下移

02 券商：交易压制缓解，财富、投行与投资带动盈利持续改善

03 保险：利率是关键，估值已反应悲观预期

04 不确定性抬升背景下，推荐期货和高股息标的

05 风险提示

01

现象：盈利改善，估值下移

1 非银的低估现象：ROE上行，估值下行

图 1：在非银金融板块的ROE不断提升的背景下，估值却不断下行



表 1：各板块ROE对比

ROE对比分析	2022	2023	2024	2025	2026Q1(年化)
(一) 非银金融板块	5.14%	4.88%	12.87%	12.38%	9.87%
其中：保险	9.36%	8.57%	17.08%	19.27%	11.90%
券商	5.73%	5.44%	6.08%	8.09%	8.52%
(二) 沪深300	11.10%	10.36%	10.06%	9.69%	10.09%

1 无论从纵向还是横向估值对比来看，非银都处于历史底部估值

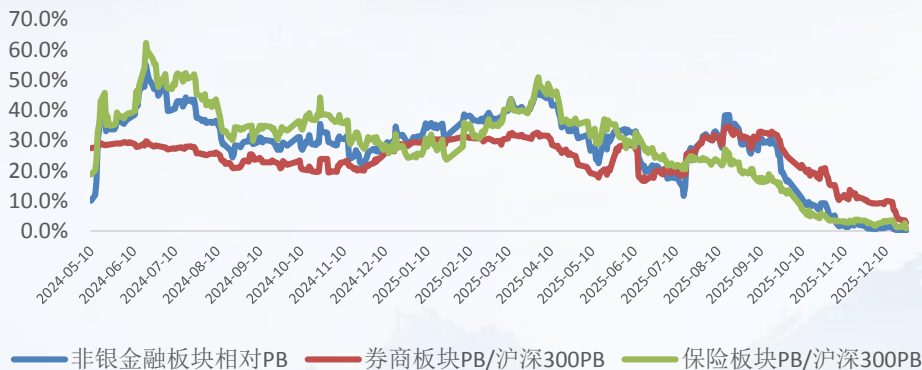
- 纵向对比来看，非银金融、券商及保险板块PB处于过去十年的3%、6%和6%分位数，处于历史底部。
- 横向对比来看，非银金融、券商及保险板块PB相对沪深300PB处于过去十年的0.1%、2.2%和0.7%分位数，处于历史底部。

图 2：非银金融及其子板块的估值分位数处于历史低位



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 3：非银金融及其子板块的相对估值分位数处于历史低位



1 主动权益基金持仓占比处于低位且严重欠配

- 从持仓行为来看，主动基金对非银板块的持仓占比也处于低位，板块严重欠配。

图 4：主动基金非银持仓在低位，且大幅欠配非银



02

券商：

交易压制缓解，财富、投行与投
资带动盈利持续改善

2.1 横向对比国际主要投行，PE-G、PB-ROE水平有一定低估

- 以彭博一致预期为基础，对比国内主要券商及国际主要投行（高盛、摩根士丹利、野村、UBS等）估值，可以看到无论是PE-G、还是PB-ROE，当前估值已较国际同业有一定低估。
- 目前市场关注度对于中长期券商ROE中枢水平关注较高。

图 5：国内外头部投行PE-G散点图

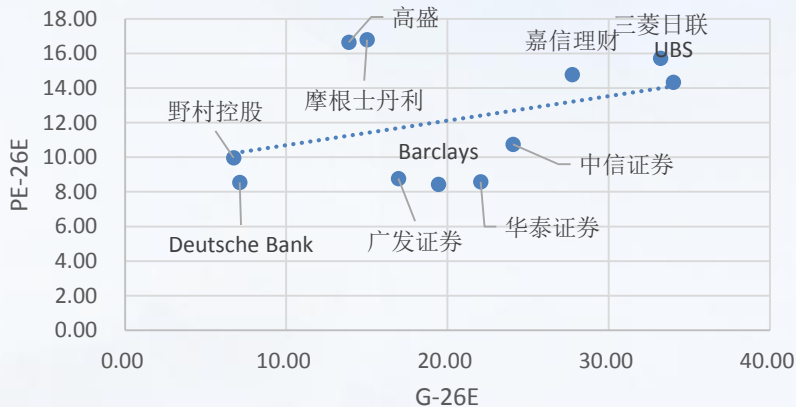
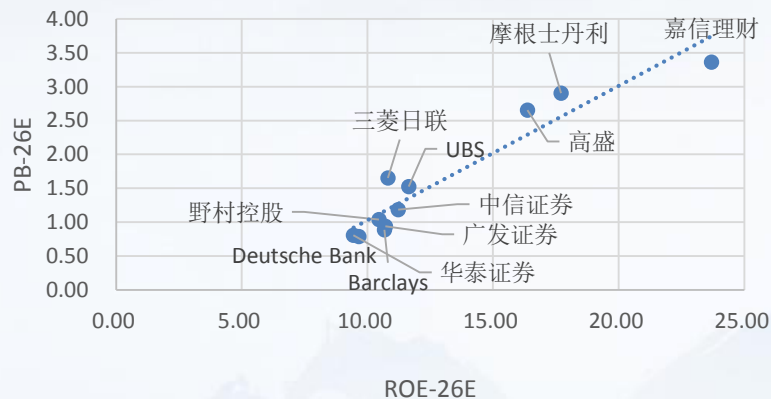



图 6：国内外头部投行PB-ROE散点图



2.2 怎么看待券商ROE中枢及趋势——引入基于轻重资本业务拆解的框架

- 从过去10年券商ROE的拆解看，轻重资本业务发展、利润率提升是主要提升项，而股权融资下净资产过快扩张形成拖累，导致ROE维持相对低位。按照ROE=（轻资产业务收入+重资产业务收入）*净利润率/归母净资产进行拆分，可以发现过去十年轻资产、重资产业务、净利润率提升分别贡献1.2、3.6、1.3pct的ROE增长，而净资产则拖累6.3pct的ROE。

图 7：券商ROE拆分思路（基于分别轻重资本业务拆解）



$$ROE = \frac{(\text{轻资产业务收入} + \text{重资产业务收入}) * \text{净利润率}}{\text{归母净资产}}$$

表 2：上市券商近10年ROE增量因子拆解

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	10年变化
净营收	2,859.2	2,849.8	2,370.7	3,217.8	4,145.2	4,876.4	3,766.8	3,927.2	4,219.3	5,471.2	91.4%
轻资本业务收入	1,700.9	1,454.3	1,202.6	1,401.8	2,009.1	2,380.4	2,073.4	1,832.0	1,807.4	2,383.8	40.2%
重资本业务收入	1,158.3	1,395.5	1,168.1	1,816.0	2,136.1	2,495.9	1,693.5	2,095.2	2,411.9	3,087.4	166.5%
净利润率	35.1%	33.7%	24.9%	31.2%	33.0%	36.7%	32.0%	32.5%	35.0%	38.8%	3.7 pct
归母净利润	1,004.7	959.4	591.2	1,004.0	1,366.5	1,790.1	1,207.0	1,275.8	1,478.4	2,124.8	111.5%
归母净资产	12,124.6	13,523.3	14,014.2	15,158.5	17,420.1	19,620.1	21,536.4	23,024.6	24,570.7	28,144.8	132.1%
ROE	8.3%	7.1%	4.2%	6.6%	7.8%	9.1%	5.6%	5.5%	6.0%	7.5%	-0.7 pct
因子拆分（多少ROE）											
ROE较上年变化		-1.2%	-2.9%	2.4%	1.2%	1.3%	-3.5%	-0.1%	0.5%	1.5%	-0.7 pct
轻资本业务收入		-0.6%	-0.4%	0.4%	1.1%	0.7%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.8%	1.2 pct
重资本业务收入		0.6%	-0.4%	1.3%	0.6%	0.7%	-1.2%	0.6%	0.5%	0.9%	3.6 pct
净利润率		-0.3%	-1.5%	1.3%	0.4%	0.9%	-0.8%	0.1%	0.4%	0.7%	1.3 pct
归母净资产		-0.8%	-0.2%	-0.5%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-1.1%	-6.3 pct

2.2 轻资产业务：费率下行是最大拖累项，财富管理发展有望以量补价

- 费率下行是最大拖累项，财富管理发展有望以量补价。1) 经纪业务是轻资产业务的核心组成，过去10年了贡献了105%的增量，但其中费率下行形成显著拖累（A股股基成交额同比+259%，但佣金费率下滑，导致经纪业务收入仅提升66%）；2) 投行业务则因股权融资放缓、承销费率下行有所下滑；3) 往后看，财富管理业务发展（含资管业务）有望降低因同质化通道竞争带来的费率压力，实现长期以量补价。

表 3：上市券商近10年轻资产业务增量因子拆解

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	10年变化
轻资本业务收入	1700.86	1454.30	1202.62	1401.77	2009.12	2380.44	2073.38	1832.02	1807.39	2383.82	40.2%
经纪	916.87	750.78	603.12	719.78	1106.42	1334.78	1091.05	967.96	1060.40	1521.12	65.9%
股基成交额(万亿)	138.91	122.61	100.57	136.62	220.45	276.30	247.67	239.99	292.87	499.08	259.3%
投行	514.00	403.99	311.61	388.96	542.04	577.67	540.66	421.58	306.08	398.09	-22.6%
资管	269.99	299.53	287.89	293.04	360.66	467.98	441.67	442.48	440.92	464.61	72.1%
因子拆分（多少收入）											
经纪		-67.4%	-58.7%	58.6%	63.7%	61.5%	-79.4%	-51.0%	375.4%	79.9%	104.8%
股基成交额(万亿)		-50.1%	-60.9%	120.7%	80.8%	85.1%	-46.4%	-14.7%	905.8%	139.4%	473.1%
投行		-44.6%	-36.7%	38.8%	25.2%	9.6%	-12.1%	-49.3%	-469.0%	16.0%	-20.1%
资管		12.0%	-4.6%	2.6%	11.1%	28.9%	-8.6%	0.3%	-6.3%	4.1%	33.8%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.2 重资产业务：杠杆率抬升但收益率边际下行，重视国际业务空间和科创投资弹性

- 杠杆率抬升但收益率边际下行，重视国际业务空间和科创投资弹性。以归母净资产*杠杆率*资产收益率拆分重资产业务收入，可以看到受益于杠杆提升及资本金增长，重资产业务规模（投资类+信用类）持续提升，但随着固收自营10年扩张的结束，当前资产收益率开始表现出一定边际下行趋势。
- 往后看，预计国际业务（更高的杠杆率和资产收益率）、科创投资弹性（更高的资产收益率）有望带动重资产业务中枢上移。

表 4：上市券商近10年重资产业务增量因子拆解

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	10年变化
重资本业务收入	1158.32	1395.55	1168.10	1816.03	2136.12	2495.93	1693.45	2095.21	2411.93	3087.40	166.5%
总资产规模	38317.55	44740.55	47113.43	53866.30	66441.67	78903.88	83815.01	92449.20	96392.39	116011.58	202.8%
杠杆率	3.16	3.31	3.36	3.55	3.81	4.02	3.89	4.02	3.92	4.12	0.96 x
归母净资产	12124.61	13523.34	14014.16	15158.47	17420.13	19620.10	21536.38	23024.60	24570.66	28144.76	132.1%
资产收益率	3.0%	3.1%	2.5%	3.4%	3.2%	3.2%	2.0%	2.3%	2.5%	2.7%	-12.0%
因子拆分（多少收入）											
总资产规模		84.5%	25.9%	35.1%	126.3%	109.6%	12.4%	48.7%	31.2%	77.3%	107.2%
杠杆率		23.6%	7.9%	14.0%	39.7%	31.8%	-6.4%	15.0%	-16.8%	19.3%	16.1%
归母净资产		60.8%	18.0%	21.2%	86.6%	77.8%	18.8%	33.7%	47.9%	58.0%	91.1%
资产收益率		18.2%	-132.5%	74.2%	-32.4%	-11.4%	-119.4%	56.6%	71.8%	27.3%	-21.7%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

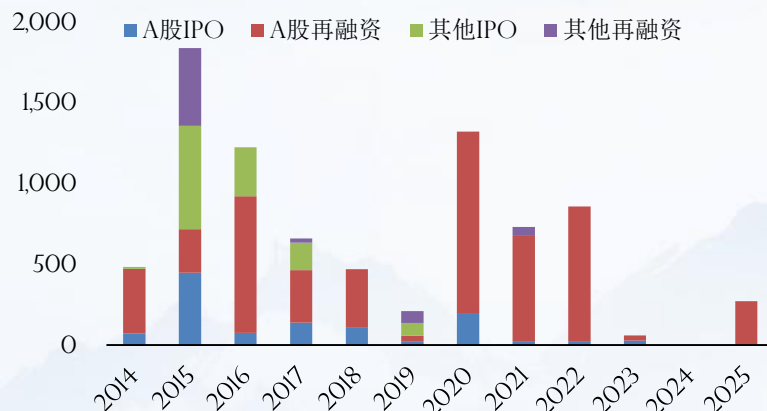
2.2 从其他因素看，管理费率压降及股权融资收紧均有利于提升ROE中枢

- 从业务及管理费看，近年行业降本增效等举措推进（25年行业继续减员0.7%），叠加一定程度的成本刚性，2025年净利率创历史新高，达到38.8%。
- 股权融资整体收紧，利于ROE中枢提升。历史看，券商行业曾经历两轮重要资本补充期，分别是14-17年、20-22年，这也带来了前述净资产过快扩张对于ROE的摊薄；25年以来行业再融资边际有所放松，但也要看到，当前行业再融资在发行规模、发行方式等方面更为稳慎，尤其是头部券商在募投方向上更重国际化，长期股东回报未必下降。

表 5：上市券商近10年成本端拆解

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
税金及附加	75.1	21.7	20.9	22.8	29.9	33.1	28.6	27.0	27.2	37.8
业务及管理费率	1,421.9	1,490.7	1,403.8	1,684.6	2,019.8	2,432.1	2,253.2	2,345.2	2,396.2	2,732.3
减值损失	60.68	87.82	169.93	180.78	299.01	103.08	41.16	35.52	38.45	91.63
所得税	281.2	274.3	153.0	279.3	365.2	454.0	195.4	191.1	226.0	491.6
占净营收比重										
税金及附加	2.6%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%
业务及管理费率	49.7%	52.3%	59.2%	52.4%	48.7%	49.9%	59.8%	59.7%	56.8%	49.9%
减值损失	2.1%	3.1%	7.2%	5.6%	7.2%	2.1%	1.1%	0.9%	0.9%	1.7%
所得税	9.8%	9.6%	6.5%	8.7%	8.8%	9.3%	5.2%	4.9%	5.4%	9.0%
净利率	35.1%	33.7%	24.9%	31.2%	33.0%	36.7%	32.0%	32.5%	35.0%	38.8%

图 8：券商近年股权融资显著收紧（亿元）



2.3 居民资产再配置力量逐步形成，财富管理、资产管理行业景气度回升

- 在长端利率下行与房地产投资景气度偏弱的大环境下，此前居民重点配置的地产、存款等资产收益率均持续下行，居民资产再配置力量逐步形成；公募基金、银行理财等资管行业及券商财富管理业务成为承接居民存款搬家的主要方向。

图 9：我国大资管行业资金端拆解看，居民资金占比稳步提升

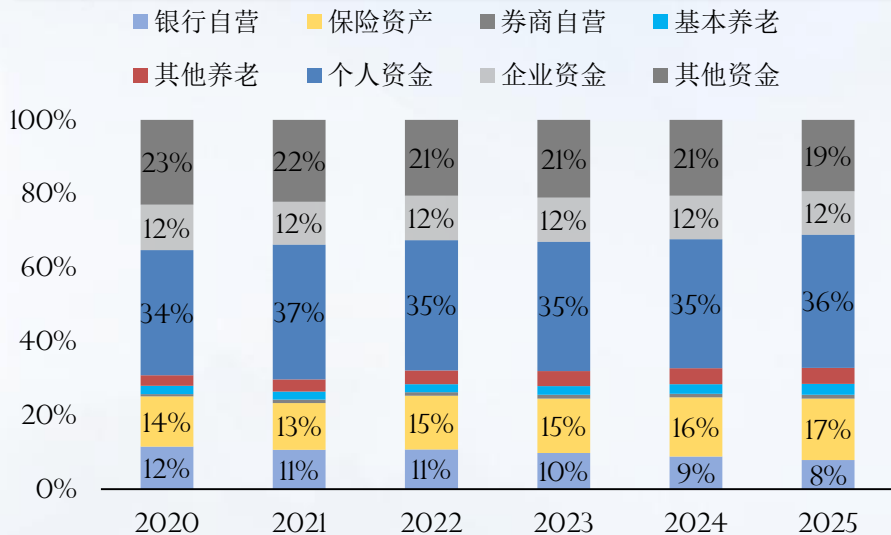
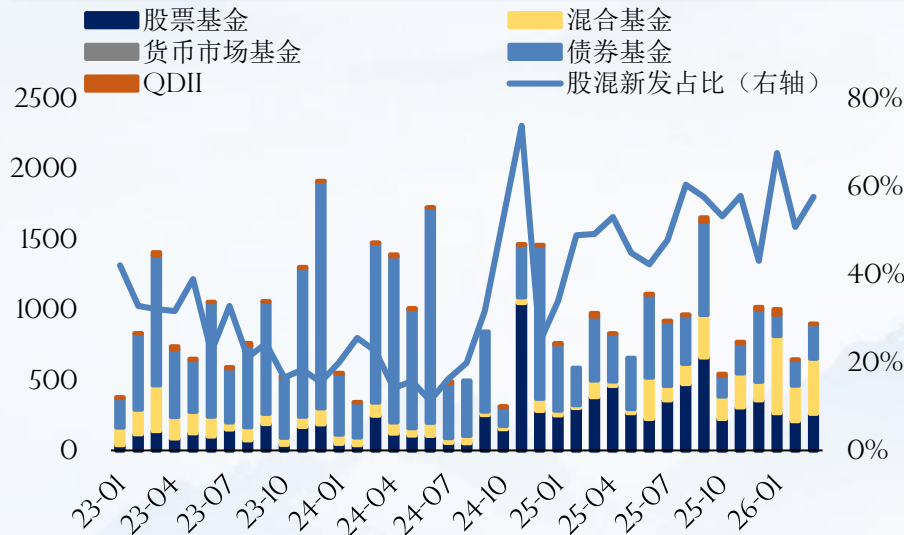


图 10：权益类基金新发逐步回暖（亿份）



2.3

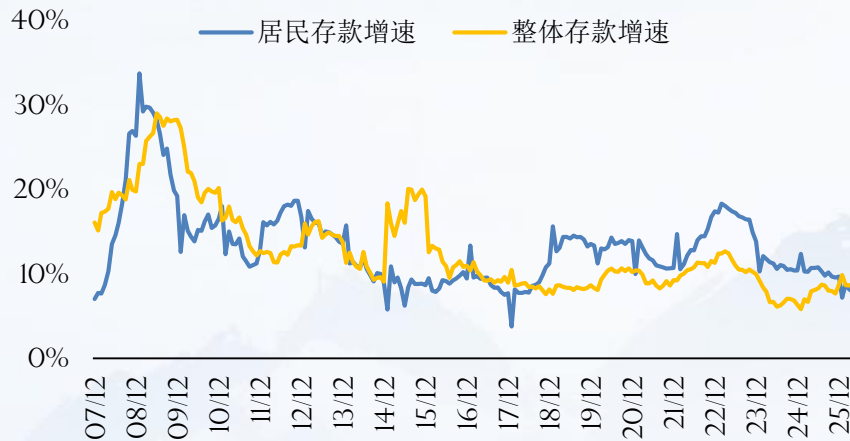
本轮居民资产再配置节奏看，固收+成为布局重点，看好权益赚钱效应强化再配置动力

- 本轮居民资产再配置尚处于前期，居民风险偏好呈现稳健修复态势。一是参考居民存款增速-整体存款增速，近年来居民存款增速放缓、于2026年1月增速慢于整体存款、但仍保持较高增速；二是从承接居民资金产品方向看，兼具稳健和弹性的固收+产品成为再配置的核心方向，纯债类资产配置边际回落，主动权益等配置边际回暖、但未形成明显趋势。
- 短期看，3月以来权益波动下各类资管产品出现缩量，但从新开户、权益产品新发等指标可以看到居民风险偏好具备韧性，看好后续权益市场赚钱效应提升下居民资产再配置节奏加速。

表 6：我国大资管行业资金端拆解看，居民资金占比稳步提升

基金分类	基金份额 (亿份)				基金规模 (亿元)			
	2024	2025	1Q26	份额变化	2024	2025	1Q26	规模变化
总计	297,299	319,652	327,236	7,583	323,565	376,336	375,264	-1,071
货币	133,313	149,776	155,834	6,058	133,319	149,779	155,839	6,061
主动权益	29,048	25,779	26,127	348	32,612	38,375	38,679	304
被动权益	29,935	36,181	36,025	-155	38,994	54,794	45,471	-9,324
固收+	8,981	15,897	19,317	3,420	11,134	20,333	25,063	4,729
主动债基	77,352	70,392	67,830	-2,562	83,961	76,187	73,870	-2,317
被动债基	10,650	9,730	8,104	-1,626	13,287	18,500	16,124	-2,376
FOF	1,296	2,233	3,026	793	1,299	2,437	3,249	811
QDII	5,861	8,195	9,306	1,111	6,091	9,731	9,639	-92
REITs	367	490	490	0	1,505	1,889	1,889	0
其他	496	979	1,176	196	1,364	4,310	5,443	1,132

图 11：我国大资管行业资金端拆解看，居民资金占比稳步提升



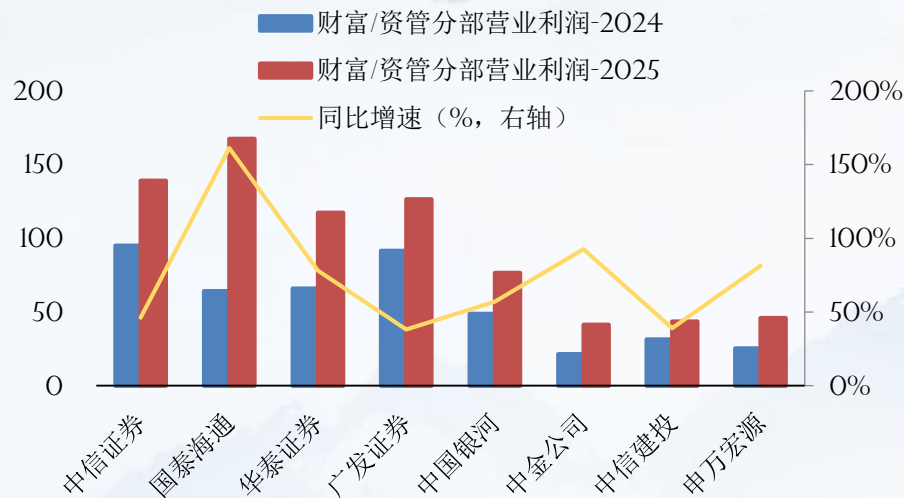
2.3 高景气环境下券商财富管理、资产管理业务进入修复通道

- 居民无论是以直接入市还是间接入市的方式增配权益，券商都将持续受益。一方面居民直接入市助推券商经纪业务、两融业务体量扩容；另一方面居民资产配置迁移下公募行业具备周期成长性，从数据也可以看出，股混基金/非货基金增长更快于指数增长。
- 从2025、26Q1上市券商财务数据印证看，2025年以来财富、资管业务成为券商业绩增长主要驱动。

表 7：零售业务成为券商2026一季度业绩驱动主要因素（亿元）

科目	25Q1	26Q1	同比增长	增量贡献	增量贡献占比
调整后营业收入	1,144.1	1,504.3	31.5%	360.2	100.00%
经纪业务净收入	327.9	472.9	44.2%	145.0	40.3%
投行业务净收入	66.7	88.5	32.7%	21.8	6.1%
资管业务净收入	101.3	135.0	33.3%	33.7	9.4%
投资业务净收入	487.4	548.4	12.5%	61.0	16.9%
信用业务净收入	78.8	148.0	87.9%	69.3	19.2%
其他业务收入	81.9	111.3	35.8%	29.4	8.2%

图 12：头部券商财富管理/资产管理分部营业利润进入修复通道（亿元）



2.3 财富管理转型尚在进程，参控股头部公募、渠道能力更具优势券商有望持续受益

- 资产管理业务看，近年来公募降费、ETF产品占比提升，费率下行导致公募行业业绩压力提升；但目前压力最大的时刻已经过去，行业进入以量补价区间，随着居民资产配置迁移逐步体现，参控股公募基金且利润贡献较高的头部券商预计将有更优表现。
- 财富管理业务看，当前券业财富管理转型尚在进程，渠道端能力预计更为重要；近年来部分券商依托渠道优势，带动零售业务份额提升。

表 8：2025年券商参控股公募基金业绩普遍改善

单位:亿元	营业收入		净利润		ROE	公募AUM	
	2025	YoY	2025↓	YoY	2025	2025	YoY
基金公司	2025	YoY	2025↓	YoY	2025	2025	YoY
易方达基金	-	-	38.06	-2%	18.8%	25,712	26%
工银瑞信基金	-	-	30.07	43%	14.8%	9,065	7%
广发基金	-	-	27.53	38%	21.2%	16,636	15%
南方基金	87.67	17%	27.05	15%	22.4%	15,127	15%
华夏基金	96.26	20%	23.96	11%	16.5%	22,801	28%
富国基金	78.82	23%	22.05	26%	22.6%	13,522	24%
兴证全球基金	39.68	21%	15.90	13%	20.6%	7,491	15%
博时基金	49.92	9%	15.31	0%	14.5%	11,575	3%
招商基金	54.70	3%	14.38	-13%	13.3%	9,773	10%
华安基金	34.93	12%	9.61	6%	16.0%	8,134	18%
建信基金	-	-	8.69	3%	8.9%	9,815	10%
交银施罗德基金	-	-	7.65	-13%	10.4%	5,029	-6%
大成基金	26.04	23%	5.33	16%	13.8%	4,648	29%
兴业基金	15.23	23%	5.12	20%	9.7%	4,626	33%
国泰海通资管	20.57	20%	4.08	21%	6.3%	1,129	43%
招商资管	9.48	9%	3.16	13%	5.7%	704	19%
国海富兰克林基金	5.40	-6%	1.48	-6%	11.2%	889	5%
国联安基金	5.14	-	0.98	-15%	12.1%	1,434	4%
国联基金	4.72	9%	0.86	39%	7.1%	1,571	1%
申万菱信基金	4.72	-4%	0.71	-8%	4.9%	1,088	28%
中信建投基金	3.73	2%	0.70	40%	7.8%	1,073	15%
兴证资管	2.74	66%	0.69	667%	4.9%	81	34%
西部利得基金	4.56	19%	0.64	26%	14.2%	1,177	5%
光大保德信基金	4.02	12%	0.57	23%	3.9%	1,192	57%

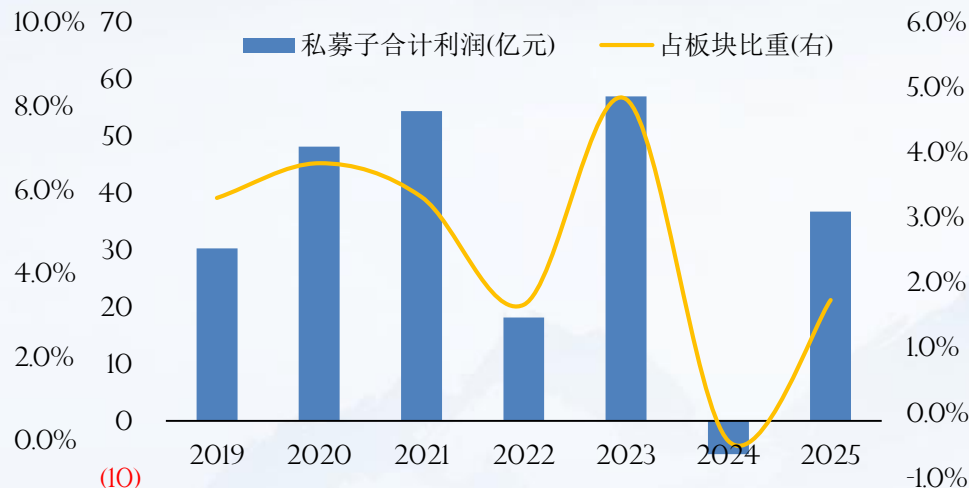
2.3 如何理解券商板块的科创属性和弹性?

- 券商依托投行+投资+PE深度绑定科技产业，科创投资是除了国际业务和财富管理外的第三条成长主线。我们近期看到了长鑫科技IPO预期对部分券商股价的显著提振，类似有着显著弹性的案例相对有限，盈利贡献判断上应结合重点项目和常态化弹性预期。
- 从另类子和私募子利润贡献上，行业整体不高，2019-2025年平均合计占比7%；但弹性明显，2025年上市券商另类+私募子利润贡献达136亿元（2024年仅14亿）。

图 13: 2025年另类子利润贡献显著提升



图 14: 2025年私募子利润扭亏为盈



2.3 头部综合券商及有地域优势的券商更具特色和弹性

- 梳理近年另类子和私募子占券商利润比重，部分券商受益战略布局、地域优势，占比靠前，中大型券商靠前的有中金公司、财通证券、长江证券、国元证券、中信证券、华安证券2019-2025年平均占比21%、18%、13%、13%、12%、12%。
- 除了两家头部券商外，占比靠前的券商均在浙江、湖北、安徽等科创布局领先的省份，地域优势明显。

表 9：上市券商另类子+私募子利润贡献测算（亿元，占比前20名）

证券代码	公司简称	私募子名称	另类子名称	2019-2025年利润及占集团比重				20+21+25年利润及占集团比重			
				私募子	另类子	合计	合计占比↓	私募子	另类子	合计	合计占比
601162.SH	天风证券	天风天睿	天风创新	3.39	3.20	6.60	241.5%	1.52	1.76	3.28	27.4%
600918.SH	中泰证券	中泰资本	中泰证券	1.90	26.22	28.12	22.1%	1.59	8.61	10.20	14.2%
601995.SH	中金公司	中金资本、 中金私募股权	中金财富、 中金浦成	54.51	52.32	106.84	20.8%	22.94	31.01	53.95	19.4%
002500.SZ	山西证券	山证投资	山证创新	1.66	8.02	9.68	19.8%	0.45	3.98	4.43	17.9%
600369.SH	西南证券	西证股权	西证创新	1.90	9.22	11.12	19.0%	0.34	5.14	5.48	17.2%
601108.SH	财通证券	财通资本	财通创新	3.45	24.59	28.04	18.1%	0.75	8.80	9.56	12.8%
000783.SZ	长江证券	长江资本	长江创新	5.62	13.59	19.21	13.0%	3.69	7.03	10.72	13.1%
000728.SZ	国元证券	国元股权	国元创新	4.71	10.98	15.69	12.6%	2.47	4.88	7.35	12.9%
600030.SH	中信证券	中信金石	中信证券投资	59.10	109.97	169.07	11.8%	26.73	61.57	88.30	13.0%
600909.SH	华安证券	华安嘉业	华富瑞兴	7.31	4.31	11.62	11.8%	2.43	1.26	3.69	7.7%
601375.SH	中原证券	中鼎开源	中州蓝海	0.97	0.96	1.93	11.4%	0.69	0.60	1.29	12.0%
600958.SH	东方证券	东证资本	东证创新	3.82	21.98	25.80	10.2%	7.15	10.36	17.51	12.8%
601211.SH	国泰海通	国泰君安创投、 海通开元	国泰君安证裕、 海通创新	7.36	20.92	28.28	10.2%	7.36	20.92	28.28	10.2%
601555.SH	东吴证券	东吴创投	东吴创新资本	2.18	12.24	14.43	9.8%	1.35	9.07	10.42	13.6%
000686.SZ	东北证券	东证融通	东证融达	4.32	1.65	5.98	8.3%	2.79	0.68	3.47	7.9%
000776.SZ	广发证券	广发信德	广发乾和	23.53	24.30	47.83	7.2%	19.55	24.43	43.98	12.7%
002926.SZ	华西证券	华西金智	华西银峰	2.24	3.45	5.69	7.1%	2.06	3.28	5.34	10.7%
601688.SH	华泰证券	华泰紫金投资	华泰创新投资	45.17	15.31	60.48	6.8%	37.81	15.47	53.27	13.1%
601377.SH	兴业证券	兴证资本	兴证投资	3.21	10.07	13.28	6.6%	1.62	7.82	9.44	8.1%
601990.SH	南京证券	巨石创投	蓝天投资	1.41	2.25	3.67	6.2%	0.67	1.72	2.39	8.3%

数据来源：公司年报，Wind，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

2.3 双创跟投建立“荐投一体”机制，也提供了分享市场红利的确定性

- 双创跟投方面，2025年科创板IPO上市T日、T+10日、T+180日较发行价平均涨幅在200-260%之间。中性测算，假设2026E科创板IPO规模600亿、平均跟投比例3%，则潜在跟投规模18亿、预期浮盈45亿。我们也测算了26Q2跟投浮盈情况，考虑历史累计项目（锁定期2年），头部券商单季跟投浮盈有望达70+亿。

表 10：25年以来科创板新股收益率分布测算

项目	收益率-首日最高价	收益率-首日收盘价	收益率-T+10	收益率-T+30	收益率-T+180
0-50%			1	1	
50-100%	1	3	5	3	2
100-150%	3	4	5	3	2
150-200%	4	7	2	6	2
200-250%	7	4	4	3	2
250-300%	3	2	5	6	1
300-350%	2	3	1		1
350-400%	1	1		1	1
400-450%	1	1	1	1	1
450-500%	1		1	1	
>500%	5	3	3	1	
合计家数	28	28	28	26	12
收益率均值	324%	261%	256%	221%	219%
正收益比率	100%	100%	100%	100%	100%

2.3 部分重点项目盈利贡献较高，如长鑫科技等

- 梳理目前科创板IPO排队项目中模拟市值100亿以上的公司情况。发现类似长鑫科技&华安证券/招商证券，有显著业绩弹性的案例并不多，后续可以重点关注蓝箭航天&广发证券（穿透持股0.48%）、燧原科技&广发证券（0.67%）、宇树科技&中信证券（0.77%）、大普微&招商证券（已上市，2.13%）等。

表 11：科创板IPO排队项目中券商参股情况梳理

发行代码	证券简称	拟上市板	模拟市值(亿元)↓	保荐券商	参股券商	直接持股主体	持股数	持股比例	参股券商对直接股东持股	穿透后持股比例	穿透后持股比例(上市后)	潜在收益测算(假设市值4倍)	
A25101.SH	长鑫科技	科创板	2950	中金公司,中信建投	招商证券	中安招商基金	46799	0.70%	26.3%	0.18%			
						招证投资	32371	0.48%	100.0%	0.48%	0.75%	199.62	
						安徽交控	29109	0.44%	19.3%	0.08%			
						安华创新五期大基金二期	45066	0.67%	50.0%	0.34%	0.39%	104.78	
A25105.SH	蓝箭航天	科创板	748	中金公司	广发证券	国泰海通	28563	0.43%	20.0%	0.09%	0.09%	22.68	
						信德箭成	454	1.14%	42.3%	0.48%	0.48%	10.79	
						中金战新	151	0.38%	1.7%	0.01%	0.01%	0.19	
						中金传合	91	0.23%	0.9%	0.00%			
A26001.SH	燧原科技	科创板	600	中信证券	广发证券	中金共赢	359	0.83%	1.8%	0.02%	0.02%	0.29	
						启鹭厦门	359	0.83%	0.1%	0.00%			
						广发乾和	288	0.67%	100.0%	0.67%	0.67%	12.06	
						证裕投资	97	0.22%	100.0%	0.22%	0.22%	4.05	
A26003.SH	宇树科技	科创板	420	中信证券	中信证券	金石成长	1511	3.74%	12.4%	0.46%	0.77%	9.67	
						中信证券投资	123	0.30%	100.0%	0.30%			
						银河国科	459	0.92%	20.0%	0.18%	0.18%	2.30	
						天元润信	300	0.60%	10.0%	0.06%	0.06%	0.75	
A26005.SH	中科创航	科创板	418	国泰海通	国泰海通	空天创新	197	0.39%	23.1%	0.09%	0.09%	1.14	
						西部创新	137	0.27%	20.0%	0.05%	0.05%	0.69	
						广发乾和	1075	0.34%	100.0%	0.34%			
						信德致远	833	0.26%	20.0%	0.05%	0.43%	3.85	
A25078.SZ	粤芯半导体	创业板	300	广发证券	广发证券	信德二期	538	0.17%	20.0%	0.03%			
						青岛新兴一号	8954	4.21%	47.9%	2.02%	3.01%	20.89	
						海通创新	2111	0.99%	100.0%	0.99%			
						广发乾和	339	0.78%	100.0%	0.78%	0.78%	4.58	
A25079.SH	信诺维	科创板	196	国泰海通	广发证券	中金启德	406	0.93%	1.1%	0.01%	0.01%	0.06	
						中信证券	1846	4.18%	6.0%	0.25%	0.25%	1.24	
						招商铜冠	295	0.67%	26.9%	0.18%	0.18%	0.89	
						临港国泰	172	0.39%	24.9%	0.10%	0.10%	0.48	
A25091.SH	深之蓝	科创板	150	中金公司	中金公司	中金浦成	86	0.20%	100.0%	0.20%	0.20%	0.91	
						茅台金石	196	0.46%	9.1%	0.04%	0.04%	0.16	
						海通创新	1316	1.34%	100.0%	1.34%			
						海通新动能	1184	1.20%	20.0%	0.24%	1.81%	6.34	
A25040.SH	未来材料	科创板	122	中信证券	中信证券	海螺金石	277	0.50%	10.0%	0.05%	0.05%	0.18	
						海通新能源	460	0.47%	49.9%	0.23%			
A22021.SH	北京通美	科创板	117	国泰海通	国泰海通	海通新能源	460	0.47%	49.9%	0.23%			
A25059.SH	泰诺麦博	科创板	100	华泰证券	申万宏源	申宏格金	357	0.78%	20.0%	0.16%	0.16%	0.47	

数据来源：Wind，企查查，国泰海通证券研究

2.3 国际业务已经成为头部券商近年来盈利增长主要抓手

- 头部券商国际业务增长强劲，对集团利润增长贡献愈发突出。2025年中信证券、中金公司、广发证券国际子公司净利润达64.2、45.9、11.3亿元，净利润占比达21%、47%、8%，对集团净利润增长贡献分别为31%、48%、10%。
- 国际业务在券商发展中战略地位进一步提升，2025年以来券商对国际业务频繁注资。

表 12：2025年以来头部券商国际子公司利润贡献持续提升

券商名称	子公司名称	国际子公司净利润（亿元）			国际子公司净利润同比			利润贡献		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
国泰海通	国泰海通金控	6.0	13.2	23.8	176%	119%	80%	6%	10%	9%
中信证券	中信证券国际	17.4	38.1	64.2	100%	119%	68%	9%	18%	21%
华泰证券	华泰国际	18.1	66.4	29.7	3%	266%	-55%	14%	43%	18%
中国银河	银河国际金控	2.5	3.3	5.3	1278%	32%	62%	3%	3%	4%
广发证券	广发控股香港	-1.6	7.4	11.3	-16%	562%	54%	-2%	8%	8%
国信证券	国信香港	0.4	0.3	1.0	242%	-4%	183%	1%	0%	1%
招商证券	招证国际	2.0	4.2	5.0	174%	111%	19%	2%	4%	4%
中信建投	中信建投国际	1.9	3.2	8.9	286%	71%	178%	3%	4%	9%
中金公司	中金国际	32.8	26.5	45.9	19%	-19%	74%	53%	46%	47%
申万宏源	申万宏源国际	-1.2	0.1	2.5	85%	105%	4539%	-3%	0%	3%

2.3 券商国际子杠杆&ROE突出，构筑头部券商ROE提升新引擎

- 从ROE角度看，头部券商海外业务ROE普遍高于公司整体。2025年中信证券、华泰证券、广发证券、中金公司国际子公司平均ROE达25.0%、12.5%、12.1%、15.7%，而中信证券、华泰证券、广发证券、中金公司合并口径ROE 9.8%、8.2%、9.0%、8.2%。
- 券商国际子公司较高的经营杠杆是其ROE突出的主要原因。

图 15：头部券商国际子公司ROE突出（2025年数据）

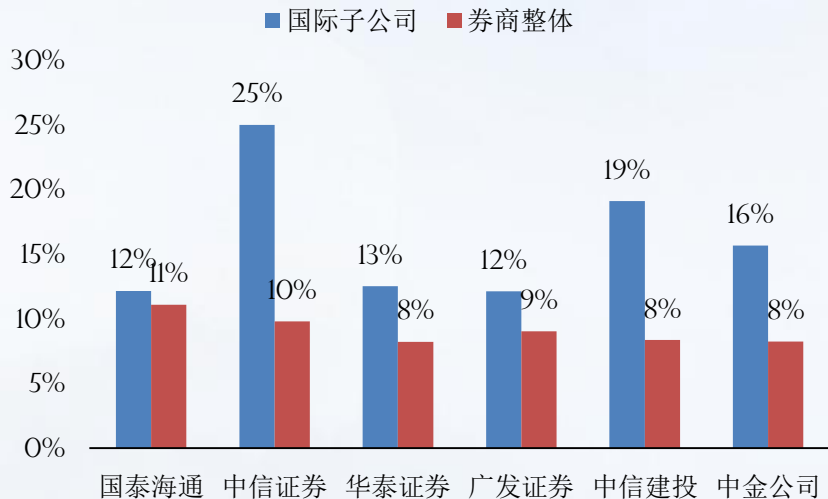
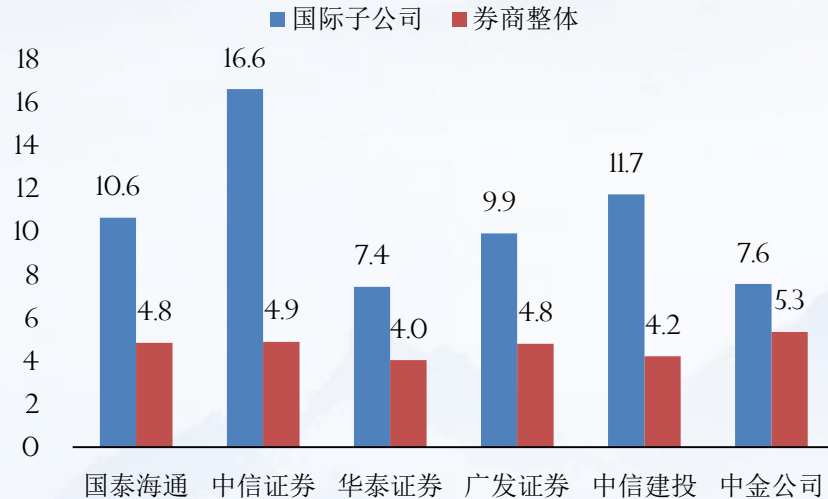


图 16：券商国际子公司经营杠杆普遍更高（2025年数据）



2.3 境外自营和衍生品业务成为当前券商国际化主要抓手，更看好头部券商成长空间

- 目前头部券商海外业务以境外自营和衍生品业务为主，轻资产业务占比较低。梳理有国际业务分部披露的几家券商，25年华泰、银河、兴业、东方重资产业务占比分别93%、61%、92%、79%，预计以客需衍生品、跨境FICC等重资本业务为主。
- 在长端利率下行有限大环境下，境外自营、跨境衍生品有望成为券商扩表主要方向，更看好优质头部券商成长空间。随着国内利率环境变化、固收自营扩表放缓，而权益自营尚未大规模扩表、国际业务有望成为头部券商扩表主要方向；考虑到头部券商国际布局领先、客需业务优势突出，更看好优质头部券商长期潜在发展空间。

图 17：华泰证券等券商国际业务分部结构

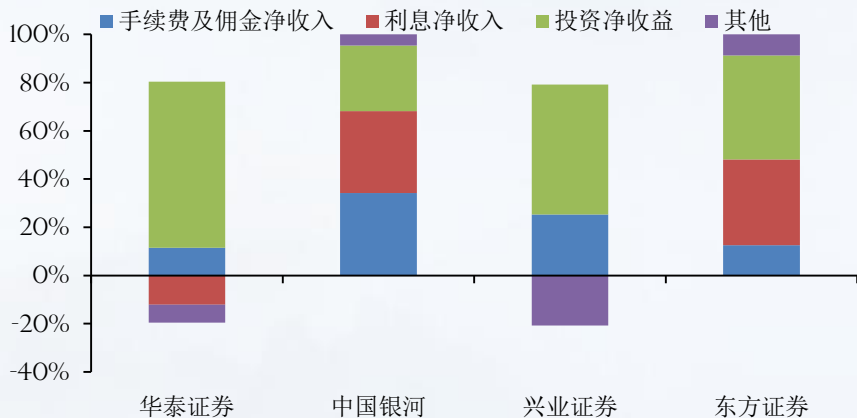
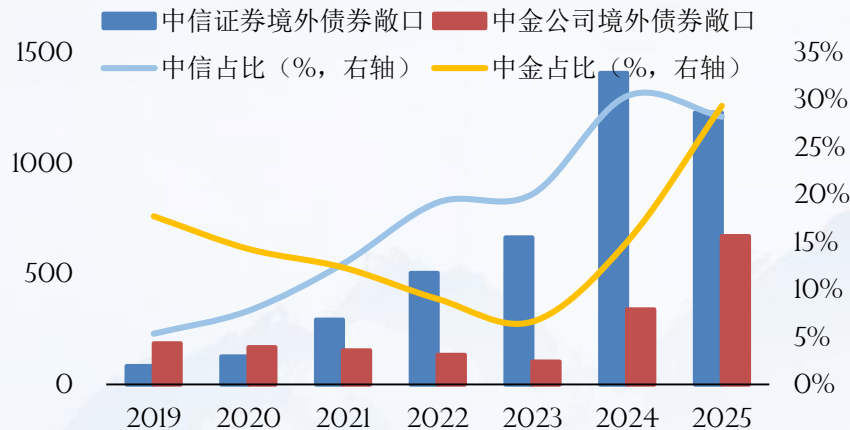


图 18：中信、中金境外固收信用敞口规模及占比（亿元）



2.3 国外经验看，国际化是国际一流投行发展的必由之路

- 从全球龙头券商的发展经验来看，高盛、摩根士丹利为代表的国际一流投行，其崛起与全球化布局深度绑定。高盛、摩根士丹利早年依托美国资本市场繁荣夯实客户基础与业务禀赋，并以美国本土能力为根基向全球延伸，通过多元化并购实现全球化布局。特别是1970年后美国去工业化加速、亚洲等新兴市场崛起，高盛、摩根士丹利精准抓住本土企业跨境经营与海外扩张的金融需求，成功实现从本土龙头到国际化一流投行的跃升。

图 19：盛集团分地区净利润情况（百万美元）

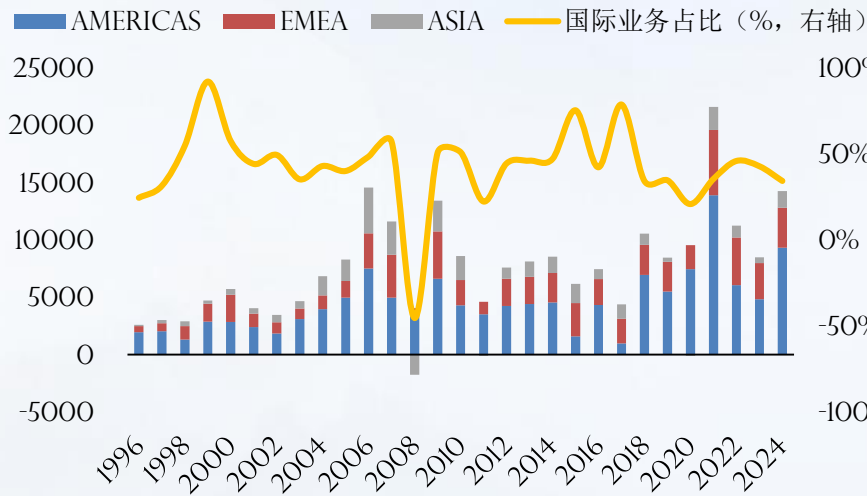
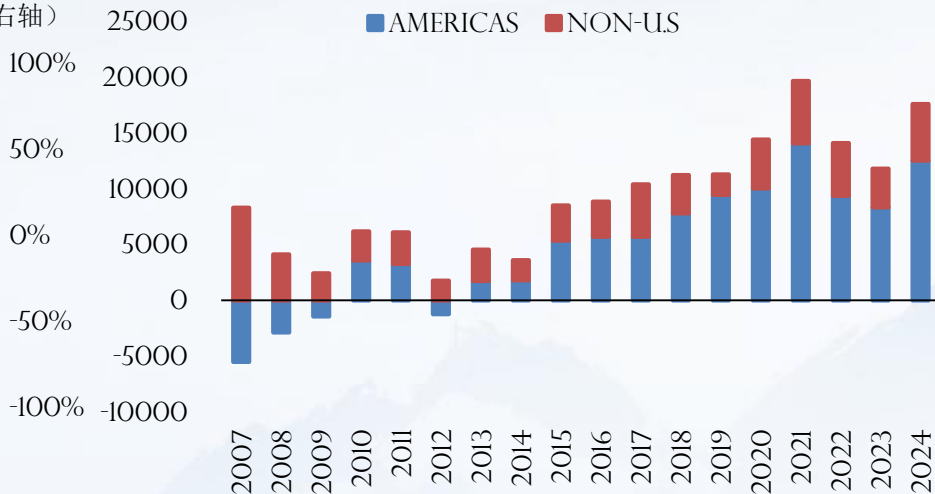


图 20：摩根士丹利分地区税前利润情况（百万美元）



2.4 板块ROE中枢有望超7%，更看好优质头部券商成长空间

- 预计中期维度，板块ROE有望超7%，头部将超10%。慢牛假设下，我们对核心变量做如下假设：1) 股票基金成交额换手率回归中枢、佣金费率仍有一定下行；2) 杠杆率受益国际业务发展等因素有所抬升、资产收益率维持平稳水平；3) 业务及管理费率有所下滑。

表 13：券商板块中期维度ROE中枢有望超7%

单位：亿元	2023	2024	2025	中期ROE	备注
净营收	17.1%	17.2%	19.4%	18.1%	(1)=(1.1)+(1.2)
轻资本业务收入	8.0%	7.4%	8.5%	7.4%	(1.1)=a+b+c
经纪	4.2%	4.3%	5.4%	4.1%	a=a1*0.95 (降费)
股基成交额(万亿)	1.0%	1.2%	1.8%	1.3%	a1
投行	1.8%	1.2%	1.4%	1.5%	b
资管	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	c
重资本业务收入	9.1%	9.8%	11.0%	10.7%	(1.2)=d*e
总资产规模	401.5%	392.3%	412.2%	430.2%	d=d1*d2
杠杆率	4.02 x	3.92 x	4.12 x	4.30 x	d1
归母净资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	d2
资产收益率	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	e
净利润率 (蓝色部分/净营收)	32.5%	35.0%	38.8%	40.4%	(2)=1-f-g-h-i-j
成本端	67.5%	65.0%	61.2%	59.6%	
税金及附加	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	f
业务及管理费率	59.7%	56.8%	49.9%	48.0%	g
减值损失	0.9%	0.9%	1.7%	1.2%	h
所得税	4.9%	5.4%	9.0%	9.0%	i
其他	1.3%	1.3%	-0.1%	0.8%	j
归母净利润	5.5%	6.0%	7.5%	7.3%	(3)=(1)*(2)
归母净资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	(4)
ROE	5.5%	6.0%	7.5%	7.3%	(5)=(3)/(4)

表 14：券商板块分梯队基本面及估值对比 (基于26Q1)

分组	平均年化ROE	平均业绩增速	平均PB
行业1-10	11.1%	47%	1.21
行业11-20	7.4%	24%	1.00
行业21-30	5.4%	10%	1.31
行业31名之后	5.5%	34%	1.86

2.5 当前交易压制见底，看好券商盈利改善驱动下的投资机会！

- 从交易因素看，影响在逐步减少。

表 15：券商板块Q1受到证金减持等交易因素影响

序号	证券代码	证券简称	机构名称	首次披露时间	25Q4情况(亿元)		26Q1情况(亿元)	
					持股比例	持股市值	持股比例	持股市值↓
1	601211.SH	国泰海通	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30 2016/3/31	2.39%	86.43	2.10%	61.46
2	600030.SH	中信证券	中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	1.38%	109.65	1.38%	49.32
			大成中证金融资产管理计划	2015/9/30	1.19%		不在前十	
3	000776.SZ	广发证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	2.91%	50.18	2.50%	35.08
4	300059.SZ	东方财富	中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	0.96%	35.18	0.96%	28.67
5	000166.SZ	申万宏源	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	2.54%	33.48	2.54%	29.73
6	600999.SH	招商证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	1.96%	28.42	1.96%	26.37
7	601688.SH	华泰证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	1.69%	36.07	1.50%	24.04
8	601788.SH	光大证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	2.82%	27.12	1.94%	13.64
			工银瑞信中证金融资产管理计划	2015/9/30	0.53%		不在前十	
9	601901.SH	方正证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	1.69%	21.47	不在前十	9.22
			中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	1.65%		1.65%	
10	601377.SH	兴业证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	2.48%	15.88	不在前十	-
11	000728.SZ	国元证券	中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	1.56%	5.68	1.56%	5.21
12	601881.SH	中国银河	中国证券金融股份有限公司	2017/12/31	0.77%	13.22	0.28%	3.88
13	000686.SZ	东北证券	中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	1.71%	3.74	1.71%	3.23
14	002500.SZ	山西证券	中央汇金资产管理有限责任公司	2015/9/30	1.44%	3.10	1.44%	2.89
15	600958.SH	东方证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	2.68%	24.84	不在前十	-
16	002736.SZ	国信证券	中国证券金融股份有限公司	2015/9/30	0.73%	9.85	不在前十	-
合计						527.07		292.74

2.6 港股交投维持高位、IPO延续火热，看好港交所估值修复

- 25年10月以来港交所表现跑输大盘，主因中国香港投行监管收紧下市场对于未来港股IPO高增持续的不确定性提升，叠加降息周期下对于港交所26年投资收益过于悲观预期。
- 我们认为26年以来港交所新股市场持续活跃，现货/衍生品市场稳步向上、保证金规模增长部分抵消收益率压力，叠加海外不确定大环境下资金持续流入港股市场，助推港交所估值中枢稳步提升。

图 21：2026年以来港股IPO市场延续火热（亿港元）

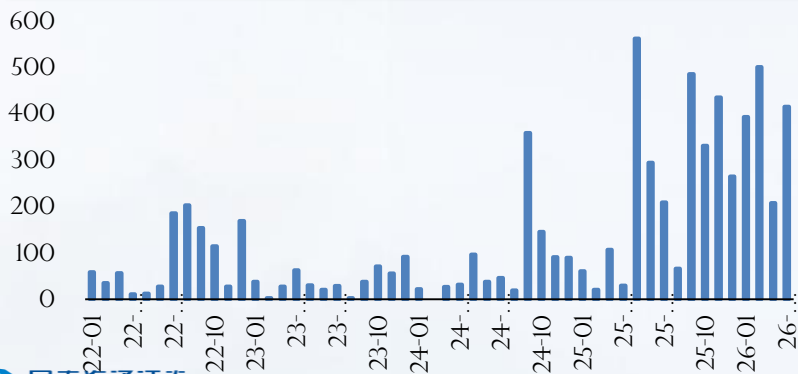
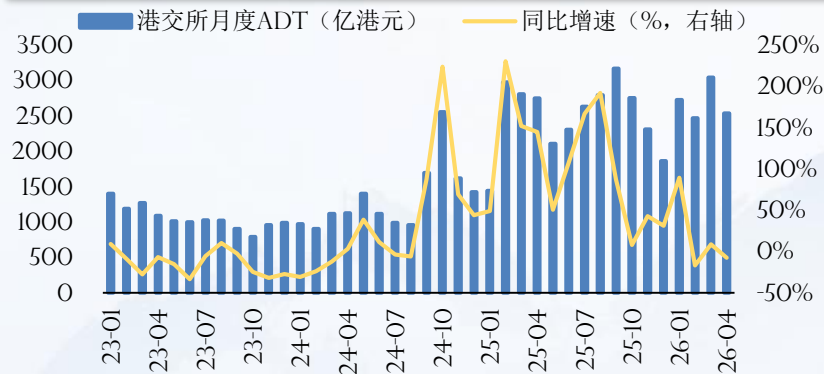


图 22：港交所保证金规模增长部分抵消收益率下行压力



图 23：港交所月度 ADT 维持高位（亿港元）



2.6

投资建议：看好估值提升空间，沿财富管理及国际业务布局，关注科创弹性

- 国际业务逐渐成为头部券商业绩增长的新引擎，建议关注国际业务领先的头部券商，如：中信证券、中金公司H
- 随着居民重配资产负债表的逐步进行，居民增加权益资产配置的确信性在提升，推荐零售业务份额有望提升，或参控股头部公募股，且利润贡献比例居前的特色券商，如广发证券、招商证券、兴业证券。
- 受益港股交投活跃度提升的香港交易所。

表 16：推荐公司估值表

EPS(元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	评级
广发证券	1.26	1.8	2.15	2.4	2.63	广发证券	14.99	10.49	8.79	7.87	7.18	增持
招商证券	1.19	1.42	1.62	1.81	1.99	招商证券	14.28	11.96	10.49	9.39	8.54	增持
中金公司H	1.18	1.66	1.88	2.09		中金公司H	16.63	11.82	10.44	9.39		增持
兴业证券	0.25	0.33	0.38	0.42	0.47	兴业证券	23.00	17.42	15.13	13.69	12.23	增持
中信证券	1.46	2.03	2.42	2.6	2.8	中信证券	17.84	12.83	10.76	10.02	9.30	增持
香港交易所	9.36	10.29	14	15.27	16.22	香港交易所	42.71	38.85	28.56	26.18	24.65	增持
BVPS(元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	P/B	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	评级
广发证券	15.88	17.03	18.17	19.85	21.69	广发证券	1.19	1.11	1.04	0.95	0.87	增持
招商证券	13.24	13.91	14.98	16.15	17.42	招商证券	1.28	1.22	1.13	1.05	0.98	增持
中信证券	17.7	19.01	20.73	22.49	24.4	中信证券	1.47	1.37	1.26	1.16	1.07	增持
中金公司H	19.15	20.67	22.35	24.22		中金公司H	1.02	0.95	0.88	0.81		增持
兴业证券	6.35	6.48	6.71	6.98	7.26	兴业证券	0.91	0.89	0.86	0.82	0.79	增持
香港交易所	40.5	42.48	45.86	41.46	43.62	香港交易所	9.87	9.41	8.72	9.64	9.17	增持

03

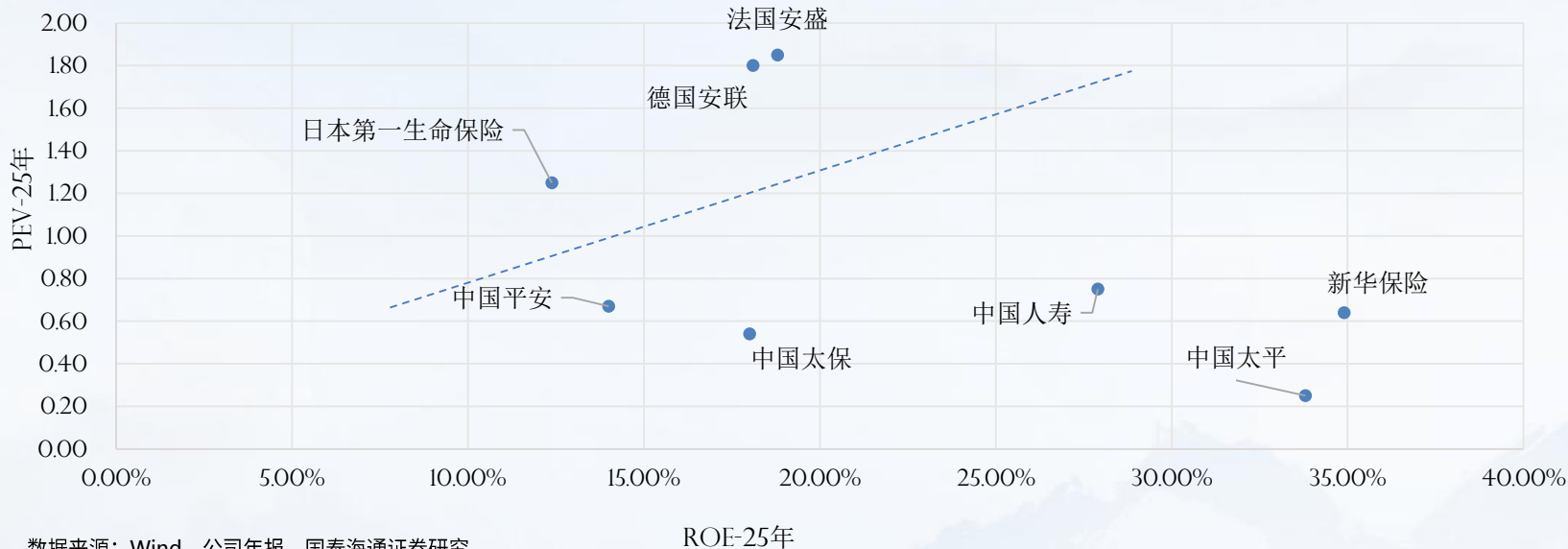
保险：

利率是关键，估值已充分反应悲观预期

3.1 横向对比国外头部保险公司，我国PEV-ROE水平明显低估

- 对比国内外主要保险公司估值，我国保险公司估值较国际同业存在明显低估，我们认为资本市场对ROE的稳定性预期是影响PEV的关键

图 24：国内外头部保险公司PEV-ROE散点图



数据来源：Wind，公司年报，国泰海通证券研究

3.2 ROE拆解：由承保、投资、非保险业务及税收四部分影响

- 我们将保险公司ROE拆分为承保ROE、投资ROE、非保险业务ROE、税率及其他等四个部分，并从盈利能力、资金效率和杠杆水平三个维度拆解承保ROE与投资ROE的驱动因素。
- 近三年7家上市险企合计 ROE大幅提升，从2023年的8.6%提升到2025年的19.5%，主要得益于投资ROE提升。
- (1) 承保ROE贡献保持稳定。7家险企合计承保ROE三年平均值为11.8%保持稳定，得益于CSM稳定摊销。
- (2) 投资ROE改善驱动整体ROE高增。投资服务业绩/净资产是驱动ROE提升主要因素，从2023年的1.6%提升至2025年的13.6%。
- (3) 非保险ROE保持稳定。三年均值保持为-0.7%；
- (4) 税率及其他部分为-4.9%，主要为税率及少数股东权益影响。

表 17：7家上市险企ROE拆解表

ROE拆解（7家险企合计）	2023	2024	2025	平均值	备注
保险服务业绩/净资产	12.2%	11.2%	12.1%	11.8%	(1) = (1.1) × (1.2) × (1.3)
保险服务业绩/CSM	10.4%	10.2%	11.7%	10.8%	(1.1)
CSM/保险合同负债	16.3%	13.6%	12.8%	14.2%	(1.2)
保险合同负债/净资产	7.13	8.05	8.08	7.76	(1.3)
投资服务业绩/净资产	1.6%	11.1%	13.6%	8.8%	(2) = (2.1) + (2.2)
总投资收益/净资产	20.7%	40.8%	44.8%	35.4%	(2.1) = (2.1.1) × (2.2.2) × (2.2.3)
总投资收益/总投资资产	2.6%	4.7%	4.8%	4.0%	(2.1.1)
总投资资产/总资产	0.68	0.71	0.73	0.71	(2.1.2)
总资产/净资产	11.75	12.30	12.66	12.24	(2.1.3)
承保财务损益/净资产	-19.3%	-30.0%	-31.4%	-26.9%	(2.2) = (2.2.1) × (2.2.2)
承保财务损益/保险合同负债	-2.7%	-3.7%	-3.9%	-3.4%	(2.2.1)
保险合同负债/净资产	7.13	8.05	8.08	7.76	(2.2.2)
非保险业务/净资产	-1.0%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	(3)
税率及其他	-4.2%	-5.0%	-5.5%	-4.9%	(4)
税后ROE	8.6%	16.8%	19.5%	15.0%	(5) = (1) + (2) + (3) + (4)

3.2.1 承保ROE：承保利润释放*存量盈利*承保杠杆

- 承保ROE体现为保险业务利润释放对ROE的贡献，分别拆分为承保利润释放（保险服务业绩/CSM）、存量盈利（CSM占保险合同负债）、承保杠杆（保险合同负债/净资产）三部分。
- 保险业务ROE在存量经营时代下整体保持稳定。三年均值为11.8%基本稳定，主因行业进入存量经营时代CSM增速有所放缓。
 - （1）保险服务业绩/CSM：CSM摊销+营运偏差，平均值为10.8%，人保因财险期限短而占比较高，国寿因亏损保单导致波动。
 - （2）CSM/保险合同负债：体现为未赚利润厚度，占比逐年下滑主因存量经营时代下新业务占比较低导致CSM增长有所乏力。
 - （3）保险合同负债/净资产：为各险企的负债杠杆，其中太平、新华、国寿杠杆较高，太保、平安、人保等集团公司杠杆较低。

表 18：7家上市险企的保险业务ROE情况

承保ROE	2023	2024	2025	平均值
中国平安	10.5%	10.8%	10.5%	10.6%
中国太保	14.1%	12.9%	12.0%	13.0%
中国人寿	13.8%	5.8%	11.7%	10.4%
新华保险	13.5%	15.8%	17.5%	15.6%
中国人保	10.6%	14.6%	12.9%	12.7%
中国太平	23.8%	32.2%	30.0%	28.6%
阳光保险	5.8%	8.8%	7.2%	7.3%
7家合计	12.2%	11.2%	12.1%	11.8%

表 19：7家上市险企保险ROE因素拆解

保险服务业绩/CSM	2023	2024	2025	平均值
中国平安	12.0%	13.5%	14.0%	13.2%
中国太保	10.3%	10.1%	10.0%	10.1%
中国人寿	8.0%	3.8%	8.4%	6.8%
新华保险	8.3%	9.0%	10.0%	9.1%
中国人保	26.5%	32.9%	28.9%	29.4%
中国太平	8.8%	10.6%	11.1%	10.1%
阳光保险	7.6%	10.6%	7.5%	8.6%
7家合计	10.4%	10.2%	11.7%	10.8%
CSM/保险合同负债	2023	2024	2025	平均值
中国平安	18.5%	14.7%	13.5%	15.6%
中国太保	17.4%	15.5%	14.5%	15.8%
中国人寿	15.8%	12.7%	12.1%	13.5%
新华保险	14.7%	12.9%	11.9%	13.2%
中国人保	9.4%	10.1%	10.4%	10.0%
中国太平	17.7%	14.7%	13.9%	15.4%
阳光保险	11.7%	11.1%	10.7%	11.2%
7家合计	16.3%	13.6%	12.8%	14.2%
保险合同负债/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	4.73	5.45	5.56	5.25
中国太保	7.83	8.24	8.31	8.13
中国人寿	10.84	12.01	11.54	11.47
新华保险	11.03	13.57	14.75	13.12
中国人保	4.23	4.39	4.29	4.30
中国太平	15.34	20.64	19.44	18.47
阳光保险	6.50	7.46	8.93	7.63
7家合计	7.13	8.05	8.08	7.76

3.2.1 承保ROE：保险服务业绩/CSM稳定，短期VFA保单是扰动因素

- 保险服务业绩/CSM体现为承保端的盈利能力，主要为CSM+RA的稳定释放、营运偏差贡献以及其他部分，3年均值为10.8%。
 - (1) CSM与非金融风险调整的稳定释放，7家险企合计3年均值为9.8%保持稳定。
 - (2) 营运偏差/CSM，即（预期保险服务费用-实际保险服务费用）/CSM，主要来自营运偏差，3年均值为0.3%
 - (3) 其他部分/CSM，主要为VFA保单亏损与转回影响，因而VFA保单采用即期利率的国寿波动较大；

注：该框架更适用于寿险业务，人保的财险承保利润归属其他部分

表 20：7家上市险企的保险服务业绩/CSM相对稳定

保险服务业绩/CSM	2023	2024	2025	平均值
中国平安	12.0%	13.5%	14.0%	13.2%
中国太保	10.3%	10.1%	10.0%	10.1%
中国人寿	8.0%	3.8%	8.4%	6.8%
新华保险	8.3%	9.0%	10.0%	9.1%
中国人保	26.5%	32.9%	28.9%	29.4%
中国太平	8.8%	10.6%	11.1%	10.1%
阳光保险	7.6%	10.6%	7.5%	8.6%
7家合计	10.4%	10.2%	11.7%	10.8%

表 21：7家上市险企保险服务业绩/CSM因素拆解

(CSM+RA摊销) /CSM	2023	2024	2025	平均值
中国平安	11.0%	10.8%	10.4%	10.7%
中国太保	8.4%	8.1%	7.9%	8.1%
中国人寿	8.8%	8.9%	9.2%	9.0%
新华保险	9.4%	9.4%	9.5%	9.4%
中国人保	12.9%	14.8%	15.5%	14.4%
中国太平	9.9%	10.1%	9.8%	9.9%
阳光保险	9.7%	9.2%	9.3%	9.4%
7家合计	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
营运偏差/CSM	2023	2024	2025	平均值
中国平安	-1.1%	0.3%	0.8%	0.0%
中国太保	1.1%	0.3%	0.0%	0.5%
中国人寿	0.9%	0.2%	0.0%	0.4%
新华保险	1.4%	0.5%	1.3%	1.1%
中国人保	-0.8%	-1.0%	-2.3%	-1.4%
中国太平	0.5%	1.4%	1.0%	1.0%
阳光保险	2.0%	2.1%	2.7%	2.3%
7家合计	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
其他/CSM	2023	2024	2025	平均值
中国平安	2.1%	2.3%	2.8%	2.4%
中国太保	0.8%	1.8%	2.1%	1.6%
中国人寿	-1.6%	-5.4%	-0.8%	-2.6%
新华保险	-2.6%	-0.8%	-0.9%	-1.4%
中国人保	14.4%	19.1%	15.6%	16.4%
中国太平	-1.6%	-0.9%	0.3%	-0.7%
阳光保险	-4.1%	-0.7%	-4.4%	-3.1%
7家合计	0.4%	0.0%	1.6%	0.7%

3.2.1 承保ROE：CSM/保险合同负债趋势下移，产品结构转型是主因

- CSM占保险合同负债比重体现为险企积累的存量未赚利润的厚度，7家险企合计占比从2023年的16.3%下降至2025年的12.8%。
- (1) 产品结构转型是主因，近年储蓄型产品需求旺盛，新业务CSM利润率有所下降，新业务CSM的增长难以完全对冲CSM摊销。
- (2) 其次是利率下行导致保险合同负债的履约现金流增加，叠加VFA保单采用即期利率的险企（国寿），在利率下行阶段CSM减少，甚至击穿确认为保险服务费用。

表 22：7家上市险企CSM/保险合同负债缓慢下移

CSM/保险合同负债	2023	2024	2025	平均值
中国平安	18.5%	14.7%	13.5%	15.6%
中国太保	17.4%	15.5%	14.5%	15.8%
中国人寿	15.8%	12.7%	12.1%	13.5%
新华保险	14.7%	12.9%	11.9%	13.2%
中国人保	9.4%	10.1%	10.4%	10.0%
中国太平	17.7%	14.7%	13.9%	15.4%
阳光保险	11.7%	11.1%	10.7%	11.2%
7家合计	16.3%	13.6%	12.8%	14.2%

图 25：低利率与产品结构影响新业务利润率（百万元，以平安为例）

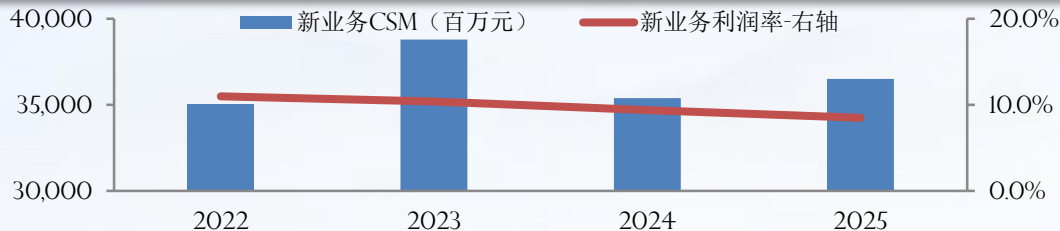
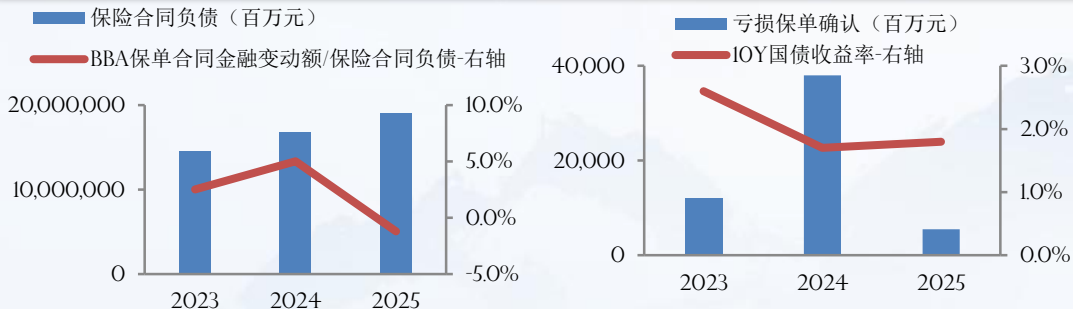


图 26：利率波动导致保险合同负债增加 图 27：利率下行冲击VFA保单CSM（以国寿为例）



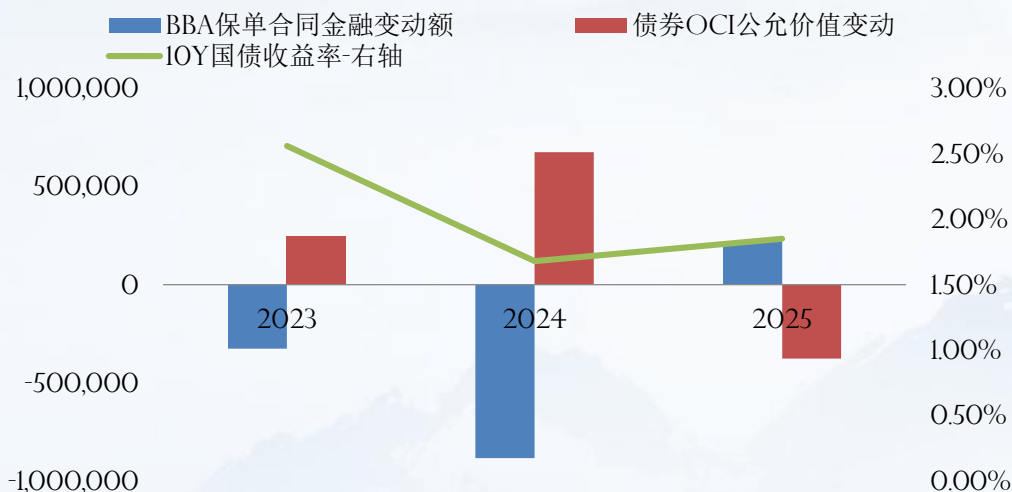
3.2.1 承保ROE：保险负债/净资产提升，低利率下负债增速快于资产

- 保险合同负债/净资产为保险公司的保险负债与其他负债相对净资产的杠杆，7家合计从2023年的7.13提升至2025年的8.08。
- 低利率环境下负债增速快于资产是核心原因。由于保险资金负债久期天然大于资产久期，受利率变动的敏感性更强，由此2023-2025年在长端利率整体下降阶段，BBA保单合同金融变动额带来的保险合同负债的增长大于债券OCI公允价值变动的增长。
- 注：中国平安集团的保险合同负债杠杆低于同业主要受平安银行的存款占比较高影响。

表 23：7家上市险企保险合同负债/净资产趋势提升

保险合同负债/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	4.73	5.45	5.56	5.25
中国太保	7.83	8.24	8.31	8.13
中国人寿	10.84	12.01	11.54	11.47
新华保险	11.03	13.57	14.75	13.12
中国人保	4.23	4.39	4.29	4.30
中国太平	15.34	20.64	19.44	18.47
阳光保险	6.50	7.46	8.93	7.63
7家合计	7.13	8.05	8.08	7.76

图 28：上市险企三年保险合同负债增加大于OCI债券公允价值提升（百万元）



3.2.1 承保ROE预测：长期保持稳定，中期承保ROE为11.9%

- 我们判断保险服务业绩/CSM中长期保持稳定，一是得益于稳定释放的CSM摊销，二是CSM/保险合同负债在新业务增长下降幅相对趋缓，三是假设保险合同负债杠杆微幅提升。
 - 承保盈利预测：根据前述分析，险企的保险服务业绩释放稳定，3年平均均值约10.8%；
 - CSM占比预测：预计5年CSM的复合增速为4.5%（新业务CSM的CAGR15%，会计估计变更为1%，利息增值率从3.0%缓慢降至2.8%，CSM摊销比例9.6%）；假设5年负债合计CAGR为5.4%，2030年CSM/保险合同负债微幅下降至11.9%。
 - 负债杠杆预测：考虑长端利率企稳下，2026-2030年7家险企负债/净资产的CAGR分别为5.4%/3.5%，测算负债杠杆约9.13；
 - 测算结果：中期承保ROE为11.9%，得益于盈利能力稳健、CSM占比降幅放缓、负债杠杆的提升。

表 24：7家上市险企的承保ROE贡献预计保持稳定

	2023	2024	2025	中期	测算逻辑
保险服务业绩/净资产	12.2%	11.2%	12.1%	11.9%	
保险服务业绩/CSM	10.4%	10.2%	11.7%	11.0%	CSM+RA摊销约10%
CSM/保险合同负债	16.3%	13.6%	12.8%	11.9%	CSM增长放缓与合同负债增厚而占比下降
保险合同负债/净资产	7.13	8.05	8.08	9.13	负债杠杆提升1倍

表 25：7家上市险企的承保ROE贡献预计保持稳定

	2023-2025复合增速	未来5年复合增速
资产总计	11.4%	5.2%
总投资资产	15.2%	6.5%
其他资产	2.8%	1.5%
负债合计	11.8%	5.4%
保险合同负债	14.2%	6.0%
其中：CSM余额	1.1%	4.5%
其他负债	6.3%	4.0%
净资产总计	8.6%	3.5%
少数股东权益	14.1%	3.5%
归母净资产	7.3%	3.5%

3.2.2 投资ROE：ROE弹性主要来源，主因投资收益率与投资杠杆提升

- 投资ROE体现为投资服务业绩对ROE的贡献度，拆分为总投资收益/净资产-承保财务损益/净资产，即（总投资收益率*投资资产占比*总资产/净资产）-（负债成本率*负债杠杆）。
- 投资ROE提升是近年驱动整体ROE提升的主要因素，投资ROE得益于总投资收益率的提升与投资杠杆的提升。7家险企投资ROE从2023年的1.6%提升至2025年的13.6%，得益于总投资收益率从2.6%至4.8%，同时权益乘数从11.75至12.66。

表 26：7家上市险企投资ROE提升

投资服务业绩/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	0.1%	3.8%	5.8%	3.2%
中国太保	3.4%	11.2%	14.4%	9.6%
中国人寿	0.7%	20.8%	22.4%	14.6%
新华保险	-3.8%	19.1%	26.0%	13.8%
中国人保	8.6%	15.3%	16.6%	13.5%
中国太平	-2.4%	8.5%	18.3%	8.2%
阳光保险	12.6%	14.7%	13.6%	13.6%
7家合计	1.6%	11.1%	13.6%	8.8%

表 27：7家上市险企的总投资收益/净资产拆解

总投资收益/总投资资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	2.7%	3.9%	3.8%	3.5%
中国太保	2.5%	4.8%	4.9%	4.1%
中国人寿	2.4%	5.0%	5.5%	4.3%
新华保险	1.8%	5.4%	6.0%	4.4%
中国人保	3.3%	5.2%	5.2%	4.6%
中国太平	2.6%	4.6%	4.0%	3.7%
阳光保险	3.6%	4.0%	4.3%	4.0%
7家合计	2.6%	4.7%	4.8%	4.0%
总投资资产/总资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	0.40	0.43	0.46	0.43
中国太保	0.95	0.96	0.97	0.96
中国人寿	0.96	0.97	0.98	0.97
新华保险	0.96	0.96	0.97	0.96
中国人保	0.89	0.93	0.93	0.92
中国太平	0.88	0.90	0.89	0.89
阳光保险	0.91	0.94	0.95	0.93
7家合计	0.68	0.71	0.73	0.71
总资产/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	12.93	13.43	13.92	13.43
中国太保	9.46	9.57	10.07	9.70
中国人寿	12.43	13.05	13.00	12.83
新华保险	12.78	15.38	17.29	15.15
中国人保	6.61	6.50	6.57	6.56
中国太平	18.71	23.69	23.25	21.88
阳光保险	8.43	8.94	10.43	9.27
7家合计	11.75	12.30	12.66	12.24

表 28：上市险企的承保财务损益/净资产拆解

承保财务损益/保险合同负债	2023	2024	2025	平均值
中国平安	-3.0%	-3.4%	-3.3%	-3.2%
中国太保	-2.4%	-4.1%	-4.0%	-3.5%
中国人寿	-2.6%	-3.6%	-4.1%	-3.4%
新华保险	-2.3%	-4.4%	-5.0%	-3.9%
中国人保	-2.6%	-3.6%	-3.6%	-3.3%
中国太平	-3.0%	-4.3%	-3.4%	-3.5%
阳光保险	-2.3%	-2.6%	-3.2%	-2.7%
7家合计	-2.7%	-3.7%	-3.9%	-3.4%
保险合同负债/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	4.73	5.45	5.56	5.25
中国太保	7.83	8.24	8.31	8.13
中国人寿	10.84	12.01	11.54	11.47
新华保险	11.03	13.57	14.75	13.12
中国人保	4.23	4.39	4.29	4.30
中国太平	15.34	20.64	19.44	18.47
阳光保险	6.50	7.46	8.93	7.63
7家合计	7.13	8.05	8.08	7.76

3.2.2 投资ROE：总投资收益率提升带来弹性，主因权益占比提升

- 上市险企总投资收益率是投资ROE提升的主要原因，投资收益率的改善主要得益于近年权益市场上涨叠加保险公司权益配置比例的提升，近三年7家合计从2023年的2.6%提升至2025年的4.8%。

表 29：7家投资服务业绩/总投资资产大幅波动

总投资收益/ 总投资资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	2.7%	3.9%	3.8%	3.5%
中国太保	2.5%	4.8%	4.9%	4.1%
中国人寿	2.4%	5.0%	5.5%	4.3%
新华保险	1.8%	5.4%	6.0%	4.4%
中国人保	3.3%	5.2%	5.2%	4.6%
中国太平	2.6%	4.6%	4.0%	3.7%
阳光保险	3.6%	4.0%	4.3%	4.0%
7家合计	2.6%	4.7%	4.8%	4.0%

表 30：上市险企权益资产占比提升

	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国人保		中国太平	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
TPL 股票	6.7%	8.1%	3.0%	6.4%	6.5%	7.0%	8.6%	9.1%	3.7%	8.7%	5.3%	7.9%
OCI 股票	0.9%	3.1%	4.6%	8.3%	2.8%	4.1%	1.9%	2.1%	1.7%	3.7%	3.0%	4.3%
TPL 基金	4.6%	5.7%	2.3%	4.4%	2.6%	2.8%	8.6%	10.1%	5.3%	4.6%	0.5%	0.6%
长股投	4.6%	4.2%	3.5%	2.7%	0.8%	0.5%	1.9%	3.6%	10.2%	9.3%	1.9%	0.7%
合计	16.8%	21.1%	13.4%	21.8%	12.7%	14.4%	21.0%	25.0%	20.9%	26.3%	10.7%	13.5%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

注：上述为平安、国寿、太保、新华、人保、太平、阳光等7家公司合计的ROE拆解表

3.2.2 投资ROE：低利率环境下，预计保险投资端受固收与风险资产收益率共同影响

- 低利率环境下，预计保险公司投资端受固收资产与风险资产共同影响。一方面，当前长端利率仍处在1.7%-1.8%附近，叠加存量资产逐步到期而新增资产收益率相对较低，预计保险公司净投资收益率仍阶段性承压；另一方面，预计保险公司在较高的投资收益率目标诉求下，被动向风险资产寻求超额收益，资产端不确定性仍然较高。

表 31：保险公司净投资收益率仍呈现趋势性下行，超额收益主要来自权益贡献的市场风险

	十年国债收益率	超额收益-来源于信用风险	超额收益-来源于市场风险	净投资收益率	总投资收益率
	①	②	③	④=①+②	⑤=③+④
2016	2.86%	2.08%	0.22%	4.93%	5.16%
2017	3.58%	1.75%	0.05%	5.33%	5.38%
2018	3.62%	1.32%	-0.79%	4.94%	4.16%
2019	3.18%	1.71%	0.51%	4.89%	5.41%
2020	2.94%	1.88%	0.88%	4.82%	5.71%
2021	3.03%	1.43%	0.84%	4.46%	5.30%
2022	2.77%	1.64%	-0.42%	4.40%	3.98%
2023	2.72%	1.19%	-1.16%	3.92%	2.76%
2024	2.22%	1.47%	1.54%	3.69%	5.23%
2025	1.75%	1.64%	2.09%	3.39%	5.47%

3.2.2 投资ROE：主因股市回暖叠加权益配置比例提升

- 25年上市险企显著提升权益配置，叠加股市表现回暖，共同推动投资ROE明显改善

图 29：25年上市险企显著提升核心权益配置

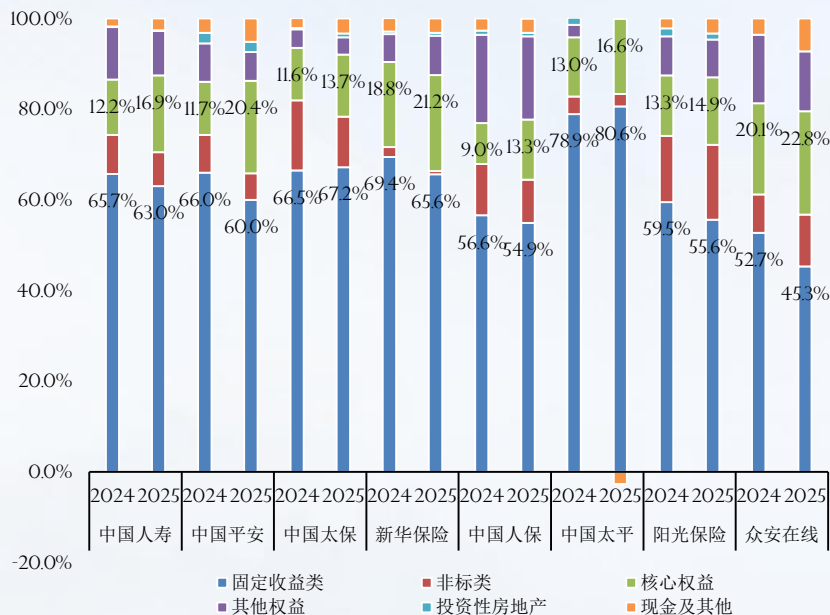
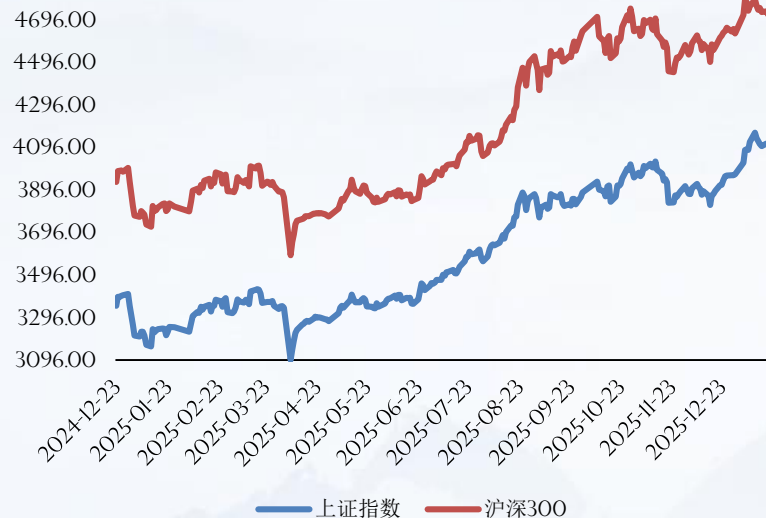


图 30：25年资本市场表现显著回暖



3.2.2 预计净投资收益仍阶段性下滑但逐步企稳，2030E总投资收益率约为3.5%

- 经济企稳预期叠加稳健的货币政策，预计十年期国债收益率阶段性企稳回升；另一方面，保险公司通过增配高股息股票所获得的分红收益，来弥补债券等固收资产利息下降带来的投资收益缺口，以稳定净投资收益率。
- 我们通过“净投资收益率-十年期滚动国债收益率”测算保险公司获取信用及期限利差的能力，考虑险企未来通过Reits等创新固收资产提升信用利差，预计净投资收益率逐步企稳，叠加权益资产带来市场风险回报，我们测算2030年险企总投资收益率为3.5%。

表 33：保险公司净投资收益率预计逐步企稳，资产价格波动带来总投资收益率弹性

	十年期国债收益率	十年期滚动国债收益率	7家险企平均值			
			信用利差及期限利差	净投资收益率	资产价格波动贡献	总投资收益率
	①	②	③=④-②	④=②+③	⑤	⑥=④+⑤
2021	3.03%	3.28%	1.18%	4.46%	0.81%	5.27%
2022	2.77%	3.16%	1.24%	4.40%	-0.67%	3.73%
2023	2.72%	3.05%	0.86%	3.92%	-1.08%	2.84%
2024	2.22%	2.87%	0.82%	3.69%	1.30%	4.99%
2025	1.75%	2.64%	0.66%	3.30%	1.78%	5.08%
2026E	1.80%	2.44%	0.80%	3.24%	0.43%	3.67%
2027E	1.80%	2.27%	0.95%	3.22%	0.44%	3.66%
2028E	1.80%	2.13%	1.00%	3.13%	0.45%	3.58%
2029E	1.80%	2.02%	1.05%	3.07%	0.46%	3.53%
2030E	1.80%	1.93%	1.10%	3.03%	0.47%	3.50%

3.2.2 中长期资金入市指引是保险公司稳健提升权益配置的外部因素

- 中长期资金入市政策引导下，预计保险公司26年仍将稳步增配权益资产。

表 34：大型国有保险公司可投资的保费及对应增量资金预测(亿元)

可用于投资的保费	五大公司新增保费	五大国有保险公司合计	非五大国有保险公司合计	全行业合计
2022	10,742			
2023	11,082			
2024	11,513			
2025	12,508	3,752	4,586	8,339
2026E	13,603	4,081	4,988	9,069
2027E	14,717	4,415	5,396	9,811

数据来源：国家金融监管总局，国泰海通证券研究

表 35：保险行业25年显著提升股票资产

保险行业投资资产(亿元)	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	截至25Q4较年初增加
银行存款	29,082	29,741	30,194	28,607	30,361	1,280
债券	159,243	169,710	178,672	181,775	186,997	27,754
股票	24,280	28,173	30,686	36,210	37,345	13,066
基金	16,788	16,498	16,604	19,720	19,687	2,899
长期股权投资	24,649	27,384	27,524	28,443	28,338	3,689
其他	67,690	65,033	65,820	66,412	68,072	382
合计	321,731	336,539	349,500	361,167	370,801	49,070

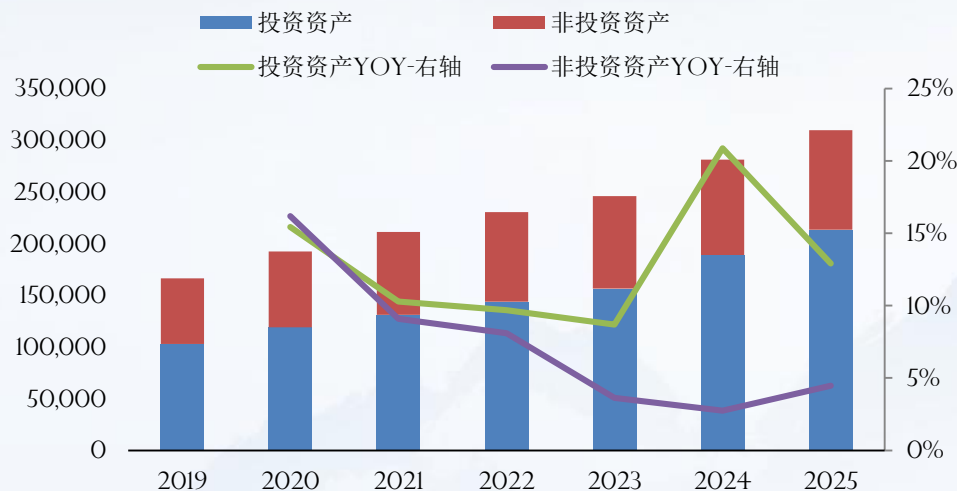
3.2.2 投资ROE：总投资资产/总资产提升，主因险企资金运用效率提升

- 总投资资产/总资产即为投资资产占比，反映保险公司的资金使用效率。投资资产占比从2023年为68%稳步提升到2025年的73%。
- 投资杠杆稳步提升主因：一是险企的资产运用效率提升，非投资资产（无形资产、固定资产、使用权资产、在建工程等）的占比持续下降；二是存量投资资产公允价值的被动性提升。
- 中国平安总投资资产为保险资金投资资产，总资产为中国平安集团口径，因此占比同业也偏低。

表 36：7家险企的总投资资产/总资产占比提升

总投资资产/总资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	0.40	0.43	0.46	0.43
中国太保	0.95	0.96	0.97	0.96
中国人寿	0.96	0.97	0.98	0.97
新华保险	0.96	0.96	0.97	0.96
中国人保	0.89	0.93	0.93	0.92
中国太平	0.88	0.90	0.89	0.89
阳光保险	0.91	0.94	0.95	0.93
7家合计	0.68	0.71	0.73	0.71

图 31：险企资产运用效率提升，非投资资产占比下降（亿元）



3.2.2

投资ROE：总资产/净资产提升，主因保险合同负债杠杆提升

- 总资产/净资产即为险企的权益乘数，反映公司通过保险负债和其他负债撬动的杠杆。从2023年为11.75提升到2025年的12.66。
- 权益杠杆提升主因：一是负债增速快于资产增速，保险合同负债/净资产杠杆提升，二是近年来各险企通过发行资本补充债券夯实资本，补充偿付能力，因此其他负债/净资产指标，除国寿下降外，其他险企整体趋势提升。

表 37：7家险企的总资产/净资产占比提升

总资产/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	12.93	13.43	13.92	13.43
中国太保	9.46	9.57	10.07	9.70
中国人寿	12.43	13.05	13.00	12.83
新华保险	12.78	15.38	17.29	15.15
中国人保	6.61	6.50	6.57	6.56
中国太平	18.71	23.69	23.25	21.88
阳光保险	8.43	8.94	10.43	9.27
7家合计	11.75	12.30	12.66	12.24

表 38：除合同负债杠杆提升外，险企通过发债补充资本亦带来杠杆提升

保险合同负债/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	4.46	5.00	5.36	4.94
中国太保	7.75	7.58	7.91	7.75
中国人寿	10.18	11.02	11.04	10.75
新华保险	10.39	12.48	13.95	12.27
中国人保	4.02	4.12	4.09	4.07
中国太平	14.35	19.06	18.55	17.32
阳光保险	6.18	6.88	8.27	7.11
7家合计	6.75	7.40	7.74	7.30
其他负债/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	7.10	7.04	7.15	7.10
中国太保	0.65	0.91	1.06	0.87
中国人寿	1.23	1.01	0.93	1.06
新华保险	1.40	1.90	2.34	1.88
中国人保	1.23	1.02	1.12	1.12
中国太平	2.89	2.78	2.90	2.86
阳光保险	1.20	1.04	1.10	1.12
7家合计	3.77	3.66	3.66	3.70
少数股东权益/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	0.37	0.39	0.41	0.39
中国太保	0.05	0.08	0.10	0.08
中国人寿	0.02	0.02	0.02	0.02
新华保险	0.00	0.00	0.00	0.00
中国人保	0.36	0.37	0.36	0.36
中国太平	0.47	0.85	0.79	0.70
阳光保险	0.04	0.02	0.07	0.04
7家合计	0.23	0.25	0.26	0.25

3.2.2 投资ROE：负债成本率提升，BBA成本稳定而VFA成本与投资端挂钩

- 投资ROE为（总投资收益-承保财务损失）/总投资资产，即总投资收益率扣减负债成本率，反映保险公司的投资端盈利能力。
- 近三年7家合计从2023年的0.2%提升至2025年的1.5%，主要得益于权益市场回暖下总投资收益率提升。
- 从当前承保财务损失的核算方式来看，对于BBA保单而言相对稳定，对VFA保单由投资收益率决定，因此投资服务业绩的波动主要由投资收益率决定。

表 39：7家险企负债成本率有所提升

承保财务损失/保险合同负债	2023	2024	2025	平均值
中国平安	-3.0%	-3.4%	-3.3%	-3.2%
中国太保	-2.4%	-4.1%	-4.0%	-3.5%
中国人寿	-2.6%	-3.6%	-4.1%	-3.4%
新华保险	-2.3%	-4.4%	-5.0%	-3.9%
中国人保	-2.6%	-3.6%	-3.6%	-3.3%
中国太平	-3.0%	-4.3%	-3.4%	-3.5%
阳光保险	-2.3%	-2.6%	-3.2%	-2.7%
7家合计	-2.7%	-3.7%	-3.9%	-3.4%

图 32：新华保险的BBA计息成本率相对稳定（BBA计息成本/BBA合同负债）

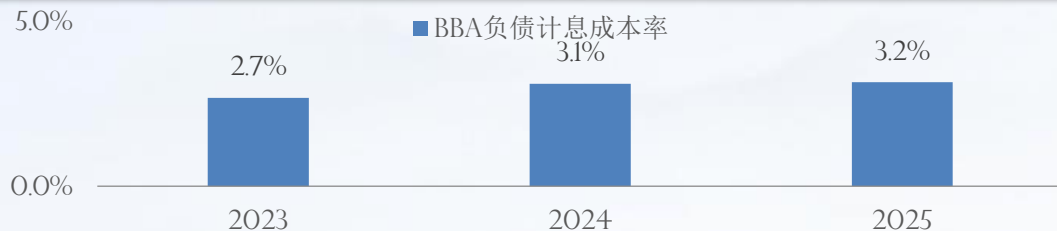
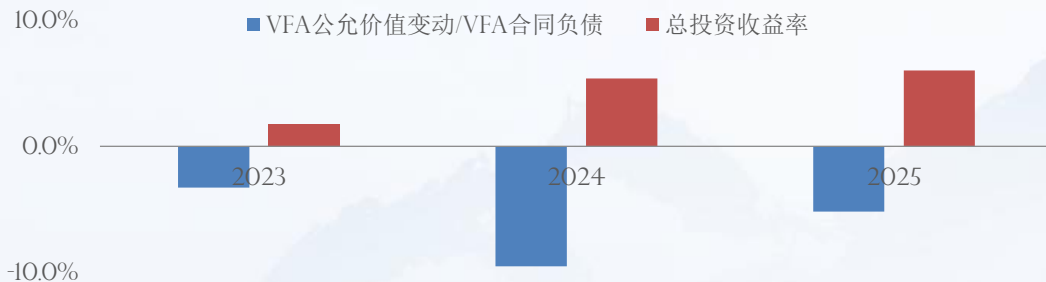


图 33：新华保险的VFA成本跟随投资波动（VFA公允价值变动/VFA合同负债）



3.2.2 投资ROE预测：总投资收益率3.5%对应投资ROE中枢为7.3%

- 我们认为随着市场企稳，投资端仍然是保险公司ROE的重要贡献。
 - (1) 盈利能力预测：假设7家险企未来5年平均总投资收益率为3.5%，假设负债成本为3.3%（BBA为3%，VFA与投资收益率挂钩）。
 - (2) 资金使用效率：假设2026-2030年险企的投资资产CAGR为6.5%，其他资产为1.5%，2030E险企的投资资产占比提升至77%；
 - (3) 权益乘数：假设5年负债复合增速（5.4%）快于资产增速（5.2%），2030E权益乘数稳步提升至13.8倍。
 - (4) 测算结果：我们测算2030E保险公司的中期投资ROE为7.3%。

表 40：7家险企未来5年投资ROE测算

	2023-2025均值	中期	假设逻辑	计算逻辑
投资服务业绩/净资产	8.8%	7.3%		(2) = (2.1) + (2.2)
总投资收益/净资产	35.4%	37.4%		(2.1) = (2.1.1) × (2.2.2) × (2.2.3)
总投资收益/总投资资产	4.0%	3.5%	未来5年7家险企平均总投资收益率	(2.1.1)
总投资资产/总资产	0.71	0.77	资金使用效率提升，投资资产占比提升	(2.1.2)
总资产/净资产	12.24	13.80	负债杠杆扩大，权益乘数提升	(2.1.3)
承保财务损益/净资产	-26.9%	-30.1%		(2.2) = (2.2.1) × (2.2.2)
承保财务损益/保险合同负债	-3.4%	-3.3%	负债成本微幅改善	(2.2.1) = (①*③+②*④)
保险合同负债/净资产	7.76	9.13	负债杠杆扩大	(2.2.2)
BBA负债成本/保险合同负债	-	-3.0%	假设BBA保单成本为3%	①
VFA负债成本/保险合同负债	-	-3.6%	VFA负债成本挂钩投资端	②
BBA及其他	55.0%	50%		③
VFA保单占比	45.0%	50%	分红险准备金占比提升	④

3.2.3

非保险业务ROE：微幅负向贡献，对整体ROE影响较小

- 非保险业务ROE整体保持稳定，2023-2025年的平均值为-0.7%，主要为保险集团旗下非保险板块（中国平安旗下的平安银行等，三年均值带来3.4%正向ROE贡献），或无法归属于承保和投资业务的其他业务收入及成本，以及业务管理费等。

表 41：7家上市险企非保险业务ROE保持稳定

非保险业务/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	3.1%	4.1%	3.0%	3.4%
中国太保	-4.1%	-3.5%	-4.2%	-3.9%
中国人寿	-2.8%	-2.8%	-1.3%	-2.3%
新华保险	-4.4%	-6.9%	-4.4%	-5.2%
中国人保	-4.3%	-2.3%	-3.7%	-3.4%
中国太平	-6.5%	-8.4%	-6.5%	-7.1%
阳光保险	-8.6%	-10.3%	-9.0%	-9.3%
7家合计	-1.0%	-0.5%	-0.7%	-0.7%

3.2.4 其他因素：三年平均ROE贡献为-4.9%，整体保持稳定

- 其他因素对ROE贡献主要包括所得税及少数股东权益影响，7家合计分别为-4.2%、-5.0%、-5.5%，三年平均为-4.9%。
- 其中太平波动较大，主要由于24年计提税项亏损、2025年转回，人保和太平拖累较高与少数股东权益占比较高有关。

表 42：7家上市险企其他影响ROE影响

其他因素/净资产	2023	2024	2025	平均值
中国平安	-3.9%	-4.8%	-5.3%	-4.7%
中国太保	-2.0%	-3.9%	-4.2%	-3.4%
中国人寿	-6.9%	-1.7%	-5.0%	-4.5%
新华保险	3.1%	-1.9%	-4.1%	-1.0%
中国人保	-5.0%	-10.9%	-9.6%	-8.5%
中国太平	-7.0%	-20.0%	-8.0%	-11.7%
阳光保险	-3.2%	-4.3%	-1.3%	-3.0%
7家合计	-4.2%	-5.0%	-5.5%	-4.9%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究注：上述为平安、国寿、太保、新华、人保、太平、阳光等7家公司合计的ROE拆解表

3.3 中期ROE测算：险企ROE中枢为13.6%，承保ROE贡献稳定

- 我们测算2030E承保ROE为11.9%，CSM占比虽有下降但利润的稳定释放与负债杠杆的提升使得承保ROE稳定。
- 我们测算2030E投资ROE为7.3%，总投资收益率假设为3.5%（7家险企未来5年总投资收益率均值），投资收益率中枢随有所下降，但得益于投资杠杆的提升与负债成本的下降，投资端预计仍为ROE重要贡献。
- 考虑非保险ROE、税率及其他部分保持稳定，我们测算中期上市险企的ROE中枢达到13.6%。

表 43：7家上市险企合计远期ROE预测

ROE拆解（7家险企合计）	2023-2025平均值	中期	备注
保险服务业绩/净资产	11.8%	11.9%	(1) = (1.1) × (1.2) × (1.3)
保险服务业绩/CSM	10.8%	11.0%	(1.1)
CSM/保险合同负债	14.2%	11.9%	(1.2)
保险合同负债/净资产	7.76	9.13	(1.3)
投资服务业绩/净资产	8.8%	7.3%	(2) = (2.1) + (2.2)
总投资收益/净资产	35.4%	37.4%	(2.1) = (2.1.1) × (2.2.2) × (2.2.3)
总投资收益/总投资资产	4.0%	3.5%	(2.1.1)
总投资资产/总资产	0.71	0.77	(2.1.2)
总资产/净资产	12.24	13.80	(2.1.3)
承保财务损益/净资产	-26.9%	-30.1%	(2.2) = (2.2.1) × (2.2.2)
承保财务损益/保险合同负债	-3.4%	-3.3%	(2.2.1)
保险合同负债/净资产	7.76	9.13	(2.2.2)
非保险业务/净资产	-0.7%	-0.7%	(3)
税率及其他	-4.9%	-4.9%	(4)
税后ROE	15.0%	13.6%	(5) = (1) + (2) + (3) + (4)

3.4 当前来自交易层面的因素预计也对保险股估值形成压制

表 44：中央汇金、中证金等机构对保险股持仓情况

序号	证券代码	证券简称	机构名称	25Q4情况（亿元）		26Q1情况（亿元）	
				持股比例	持股市值	持股比例	持股市值
1	601318.SH	中国平安	中央汇金资产管理有限责任公司	2.60%	322	2.60%	267
			工银瑞信中证金融资产管理计划	2.24%	278	2.08%	214
			嘉实中证金融资产管理计划	2.17%	269	2.05%	211
2	601628.SH	中国人寿	中国证券金融股份有限公司	2.51%	322	2.48%	255
			中央汇金资产管理有限责任公司	0.41%	53	0.41%	43
3	601601.SH	中国太保	中国证券金融股份有限公司	2.82%	114	2.76%	98
4	601336.SH	新华保险	中央汇金资产管理有限责任公司	0.91%	20	0.91%	17
			嘉实中证金融资产管理计划	1.64%	36	1.51%	29
			工银瑞信中证金融资产管理计划	1.64%	36	1.41%	27
			合计		1448		1162

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3.4 当前保险股隐含的投资收益率预期极度悲观，推荐保险的估值修复机会

- 当前保险公司来自资负两端的企业盈利改善预期与估值体现的投资端极度悲观预期严重错配，利率企稳回升预期下预计PEV将迎修复

表 45：保险股隐含的国债收益率水平显著低于当前利率水平，PEV估值修复可期

	当前市值隐含投资收益率	2021-2025年平均	隐含10年期国债收益率	当前PEV	1.8%国债收益率假设下的PEV
	①	②	③=①-②	④	⑤
中国平安 (A)	1.4%	1.8%	-0.4%	0.57	0.91
中国人寿 (A)	1.2%	2.3%	-1.1%	0.45	1.00
中国太保 (A)	1.7%	2.1%	-0.5%	0.57	0.97
新华保险 (A)	2.3%	2.4%	-0.1%	0.60	1.08
中国平安 (H)	1.4%	1.8%	-0.5%	0.56	0.91
中国人寿 (H)	0.9%	2.3%	-1.4%	0.38	1.00
中国太保 (H)	1.5%	2.1%	-0.7%	0.42	0.97
新华保险 (H)	1.6%	2.4%	-0.8%	0.42	1.08
阳光保险 (H)	1.1%	2.1%	-0.9%	0.26	0.93

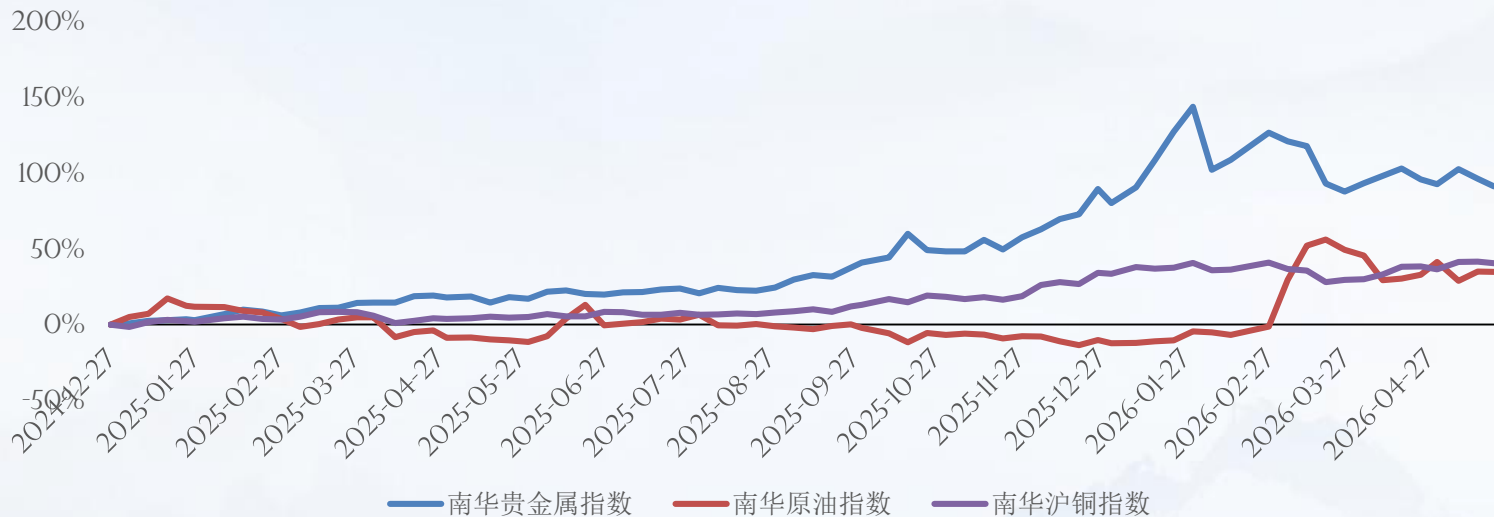
04

不确定性抬升背景下，推荐期货
和高股息标的

4.1 不确定性抬升：大宗商品价格波动加大

- 2026年以来，大宗商品价格波动明显加大。原油价格受地缘扰动、供需预期和库存变化影响，阶段性波动较大；贵金属价格反映避险情绪、美元预期和实际利率变化的共同影响；有色金属则在全球制造业预期、补库节奏和供给约束之间反复定价。

图 34：大宗商品价格波动加大

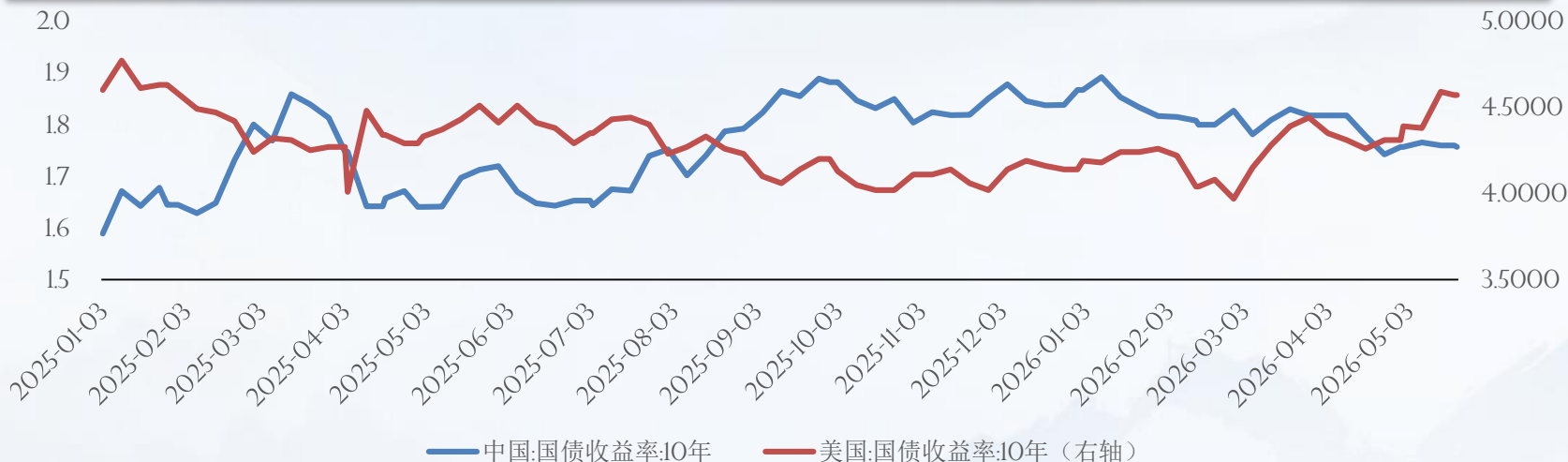


数据来源：wind，国泰海通证券研究

4.1 不确定性抬升：利率预期反复，中美利率走势较难判断

- 2026年以来，中美利率环境仍然存在较强不确定性。美国10年期国债收益率仍处于相对高位，并围绕通胀数据、就业数据和美联储降息预期反复波动；中国10年期国债收益率则整体处于低位震荡区间，受到国内稳增长政策、资金面变化、债券供需结构和经济修复预期等因素影响反复波动。

图 35：利率环境仍面临较强不确定性 (%)



数据来源：wind，国泰海通证券研究

4.1 不确定性抬升带动期货成交活跃

- 大宗商品及利率不确定性抬升背景下，套保需求增加，期货市场交投活跃度维持高位。中期协数据显示，2026年1-4月全国期货市场累计成交量34.56亿手、成交额331.47万亿元，同比分别增长30.02%、42.75%，成交额增速高于成交量增速，反映期货市场资金参与度和交易活跃度同步提升。

图 36：大宗商品价格波动下成交显著提升



数据来源：中期协，国泰海通证券研究

图 37：行业客户持仓量维持高位（万手）



4.1 期货行业景气已从交易端传导至利润端

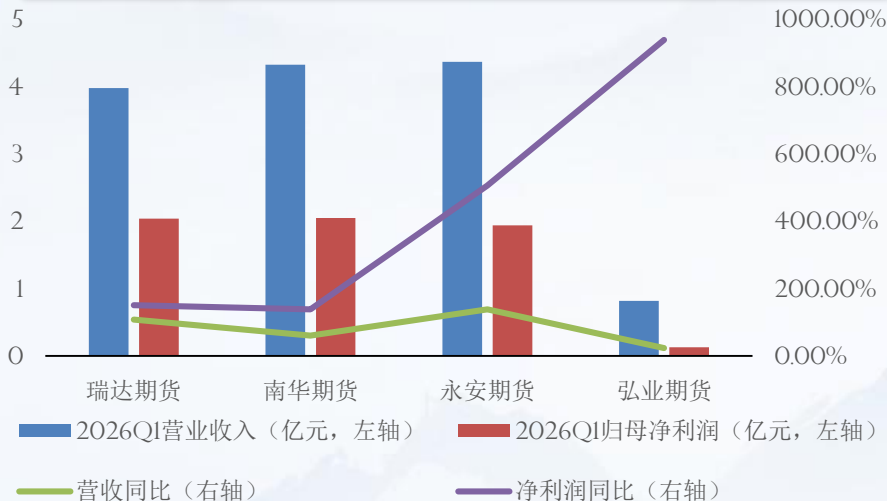
- 期货公司经营端也同步改善，市场成交放量首先带动经纪业务收入修复，客户权益规模提升则进一步支撑利息收益表现。2026年1-3月，期货公司母公司口径累计实现营业收入119.61亿元、净利润39.13亿元，同比+32.9%、+57.7%，行业盈利弹性明显释放。

图 38：期货公司业绩随市场活跃度提升改善（亿元）



数据来源：中期协，wind，国泰海通证券研究

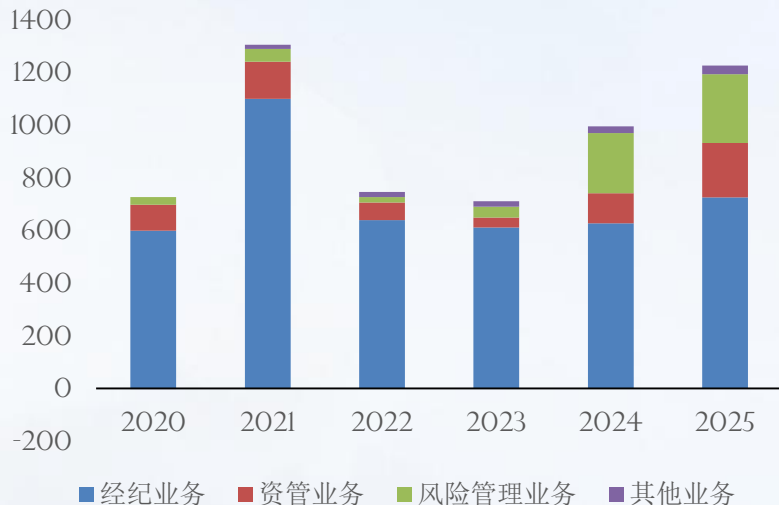
图 39：上市期货公司业绩弹性大于行业



4.1 基本盘稳健向上，特色业务驱动期货公司分化

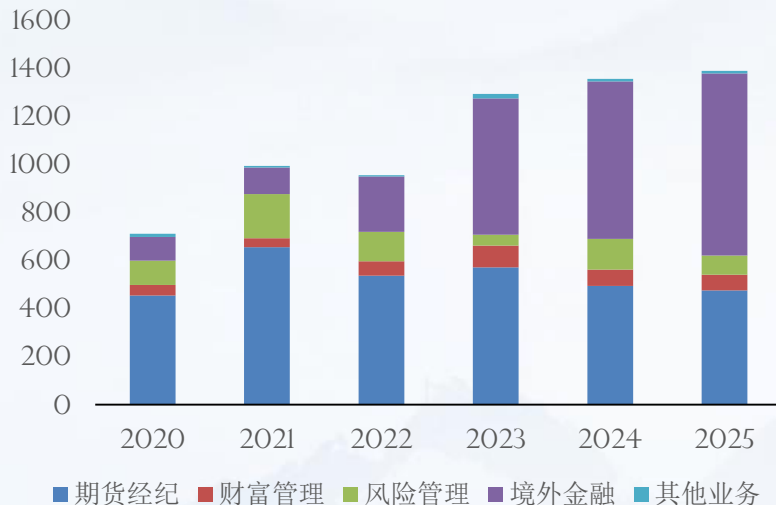
- 展望下半年，成交量放量带动经纪手续费增长，客户权益扩张支撑利息收益，共同构成期货公司的业绩基本盘；
- 资管、海外等特色业务则有望成为优质公司脱颖而出的第二增长曲线。

图 40：资管业务是瑞达期货重要弹性来源（百万元）



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

图 41：南华期货海外业务占比不断提升（百万元）



4.1 大宗商品波动环境利好CTA取得较好业绩

- 大宗商品价格波动加剧通常有利于趋势跟踪类CTA策略捕捉跨品种、跨周期的交易机会，CTA产品有望取得较好业绩表现。瑞达期货资管业务以CTA策略为特色，产品净值提升不仅有助于带动管理规模增长，也将通过业绩报酬以及跟投机制放大资管收入弹性。

表 46：瑞达期货资管收入与其资管产品净值表现强相关

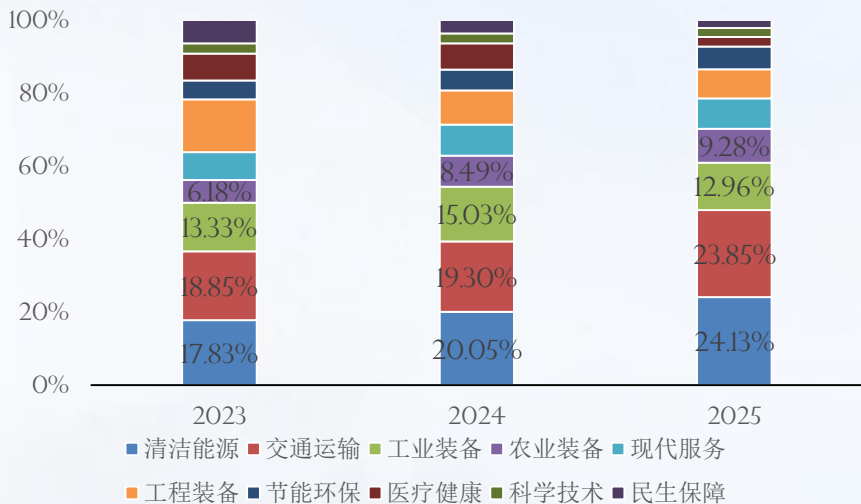
年末AUM (亿元)	年均AUM (亿元)	外部资金年均 (亿元)	固定管理费收入 (亿元)	业绩报酬产品净值每+1pct (万元)	跟投收益产品净值每+1pct (万元)	合计产品净值每+1pct (万元)
64.00	61.75	55.58	1.11	1,667	618	2,285
67.00	62.88	56.59	1.13	1,698	629	2,326
70.00	64.00	57.60	1.15	1,728	640	2,368

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

4.2 资产端：不确定环境下，租赁公司资产投放更加聚焦

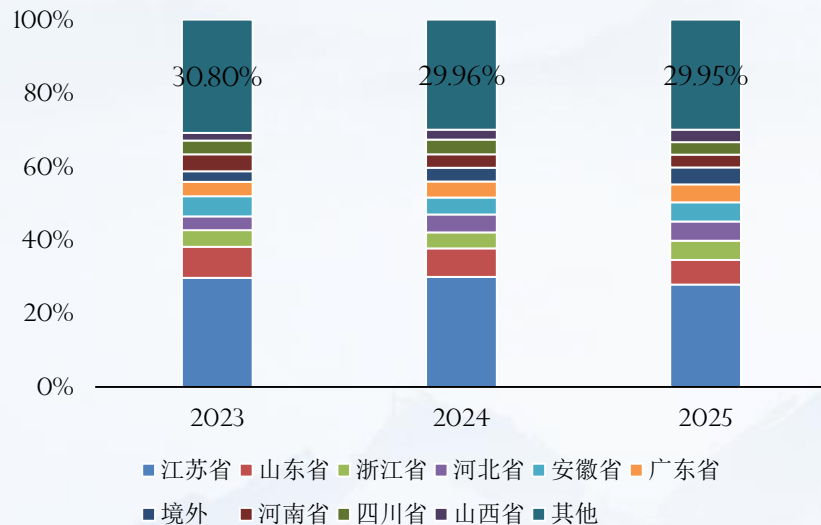
- 宏观环境不确定性抬升背景下，租赁公司资产投放更强调行业景气度、区域经济基础和客户还款能力。以江苏金租为代表，资产端持续围绕清洁能源、交通运输、工业装备等优势领域布局，地域上也逐渐向发达地区聚焦(重点聚焦江苏、广东、浙江、山东等)

图 42：江苏金租投放行业逐步集中到优势行业



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

图 43：江苏金租逐步增加发达地区投放



4.2 负债端：利率不确定环境下，租赁公司通过拉长久期锁定利率

- 利率路径反复背景下，租赁公司负债端管理适当拉长负债久期、锁定固定融资利率。以江苏金租为代表，公司一方面维持同业拆入等短端资金的可得性，以把握阶段性低成本融资窗口；另一方面通过长期借款、应付债券等中长期资金补充负债稳定性，且长期资金占比在25年明显提升。

表 47：江苏金租负债结构体现动态匹配特征（亿元）

时间	拆入资金	长期借款+应付债券	付息债务合计	长期负债占比
2022年	641.8	182.1	854.4	21.3%
2023年	747.0	172.4	945.7	18.2%
2024年	873.9	177.2	1,065.9	16.6%
2025年	1,028.1	233.3	1,280.6	18.2%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

4.3 财险、租赁等高股息品种在当前宏观环境下更具有投资机会

- 在利率预期反复、风险偏好波动的环境下，资产估值锚和市场交易主线均存在较强不确定性。稳定高分红的标的能够提供相对确定的现金回报，成为波动市场中的重要现金流锚。

表 48：重视业绩稳定，分红较高的非银标的

股票代码	股票名称	分红率 (%)	股息率 (%)	ROE (%)	PB
2328.HK	中国财险	37.46	5.23	14.84	1.02
600901.SH	江苏金租	53.62	4.80	13.18	1.43
2858.HK	易鑫集团	49.48	8.97	7.17	0.56

数据来源：wind，国泰海通证券研究

05 / 风险提示

05 风险提示

- 资本市场大幅波动导致权益投资公允价值下跌；
- 长端利率趋势下行导致保险中长期固收配置收益率下行；
- 监管政策存在不确定性；

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所非银金融团队



免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明	
投资建议的比较标准	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上	
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~10%之间	
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%	
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上	
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点	
	行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
		中性	基本与沪深300指数持平
		减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号

邮编：200011

电话：(021) 38676666

E-mail: research@gtht.com