仅供内部参考，请勿外传！

极低估值的修复进行时

非银行金融行业秋季策略报告

2026/ 09 / 01/

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

姓名：马以越（研究助理）
登记编号： S0880126050022

姓名：俞炳坤（研究助理）
登记编号：S0880126080024

仅供内部参考，请勿外传！

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，修复正在进行时

- ROE趋势性上移，保险ROE从2023年的8.57%提升至2026H1(预计)的26.09%，券商从5.44%提升到11%；
- 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14%、13%和17%分位数；
- 横向对比来看，相较沪深300处于3.5%、3.3%、6.9%分位数，处于历史底部，非银金融、券商及保险板块主动基金持仓处于低位且严重欠配。

02

券商盈利持续超预期，转向财富管理及国际业务主线，推荐头部券商

- 代销业务高增是新一轮财富管理转型深化的起点，规模效应推动格局向头部集中；国际业务是长端利率下行环境下头部券商扩表的主要方向；
- 财富管理与国际业务两大可持续因素均利好头部券商，推荐广发证券/招商证券/中信证券 。

03

保险资负匹配重要性抬升，市场再均衡背景下估值修复空间大

- 利率异常低位背景下，保险公司资负匹配重要性抬升，围绕偿付能力以中长期利率中枢为基础的资负经营重要性抬升；
- 当前隐含的利率预期过度悲观，低估值提供安全边际。推荐中国平安/中国太保/新华保险/中国人寿/中国人民保险集团。

04

多元金融超额回报由扩表转向定价能力，看好三类定价权龙头

- 低利率、高波动环境下，多元金融的超额回报不再来自扩表，而来自更强的定价能力；
- 租赁凭资产定价能力形成稳定利差与持续高分红，期货凭风险定价能力将品种扩容、套保渗透与企业出海转化为服务收入，AI投研凭信息定价能力将数据与专业洞见转化为付费能力。推荐江苏金租、远东宏信、瑞达期货、南华期货、同花顺、东方财富。

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；AI技术发展不及预期；监管政策存在不确定性。

仅供内部参考，请勿外传！

01 现象：修复中的盈利与估值错配

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 非银板块再平衡：盈利与估值错配在7月以来有所修正

图1：非银金融板块的估值表现7月以来有所修正

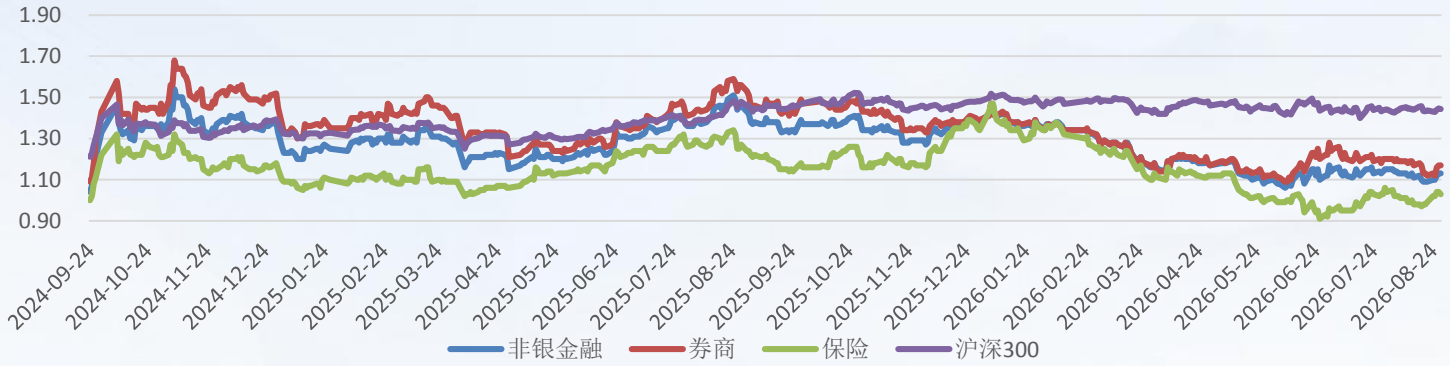


表1：各板块ROE对比

ROE对比分析	2022	2023	2024	2025	2026H(预计)
（一）非银金融板块	5.14%	4.88%	12.87%	12.38%	17.69%
其中：保险	9.36%	8.57%	17.08%	19.27%	26.09%
券商	5.73%	5.44%	6.08%	8.09%	11%
（二）沪深300	11.10%	10.36%	10.06%	9.69%	10.00%

数据来源：Wind，公司年报,注：数据截止2026年8月28日

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 目前估值仍处在历史底部分位数，估值仍在较大修复空间

- 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14%、13%和17%分位数；
- 横向对比来看，非银金融、券商及保险板块PB相较沪深300处于3.5%、3.3%、6.9%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



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



国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：数据截止2026年8月28日

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 主动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



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

02

券商：推荐财富管理及国际业务具备竞争优势的头部券商

仅供内部参考，请勿外传！

2.1

经营回顾：国际/财富/投资共振，2026上半年券商盈利高增

仅供内部参考，请勿外传！

2.1.1 2026年二季度券商基本面向上态势不改，板块盈利持续提振

- **交投活跃下上市券商业绩显著改善。**我们预计42家上市券商26H1调整后营业收入（营业收入-其他业务成本）同比+44%至3568亿元，归母净利润同比+45%至1509亿元，剔除大额非经常损益后归母净利润同比+58%。Q2单季900亿元，同比+74%、环比+48%。
- **盈利驱动看，科创投资贡献弹性，国际业务、财富管理业务共振。**我们预计26H1经纪及信用业务贡献49%营收增长，自营业务贡献43%，投行、资管业务分别贡献3%、5%；且2026年以来头部券商业绩表现更优，我们预计国际业务为重要增量。

表2：42家上市券商2026H1盈利预期

单位：亿元	25H1	26H1E	同比增速
调整后营业收入	**2,473**	**3,568**	**44.3%**
经纪业务	635	1,022	61.1%
投行业务	155	186	19.7%
资管业务	212	271	27.7%
自营业务	1,100	1,566	42.3%
信用业务	174	325	86.5%
归母净利润（剔除大额非经常性损益）	**955**	**1,509**	**58.0%**

表3：42家上市券商2026Q2单季度盈利预期

单位：亿元	25Q2	26Q2E	同比增速
调整后营业收入	**1,329**	**2,064**	**55%**
经纪业务	300	539	80%
投行业务	89	116	31%
资管业务	111	136	23%
自营业务	613	1,017	66%
信用业务	81	171	112%
归母净利润（剔除大额非经常性损益）	**518**	**900**	**73.7%**

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

注：调整后营业收入=营业收入-其他业务成本；自营业务收入=投资收益+公允价值变动损益-联营合营投资收益+汇兑净损益；
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

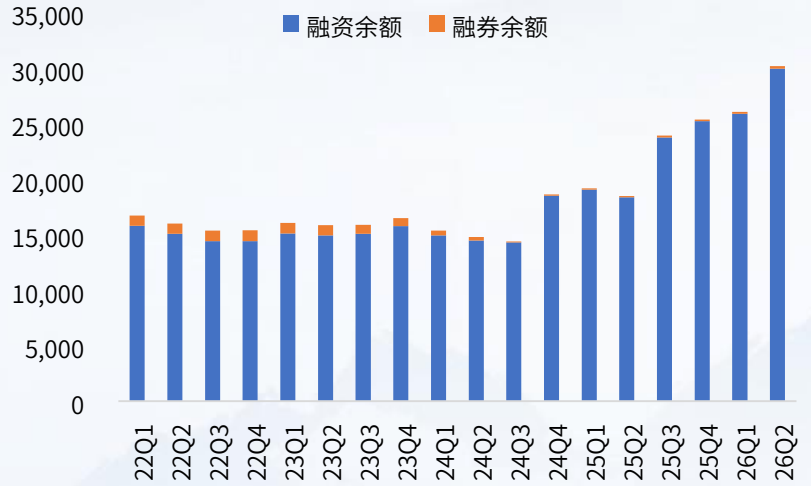
2.1.2 经纪&两融业务：高净值居民资金持续入市，零售业务延续增长

- **26年居民增量资金持续入市，我们预计26H1经纪收入同比+61%、信用业务同比+87%。**低利率环境下居民资金持续入市，26H1市场新开户2016万户/完成2025全年新开户73.5%；市场交投情绪维持高位，26Q2日均股基成交额达33718亿元/同比+127%，期末两融余额30111亿元/同比+63%，助推经纪及信用业务是券商26H1盈利增长主因。

图5：26Q2市场日均股基交易额同比显著改善（亿元）



图6：市场两融余额显著提升（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

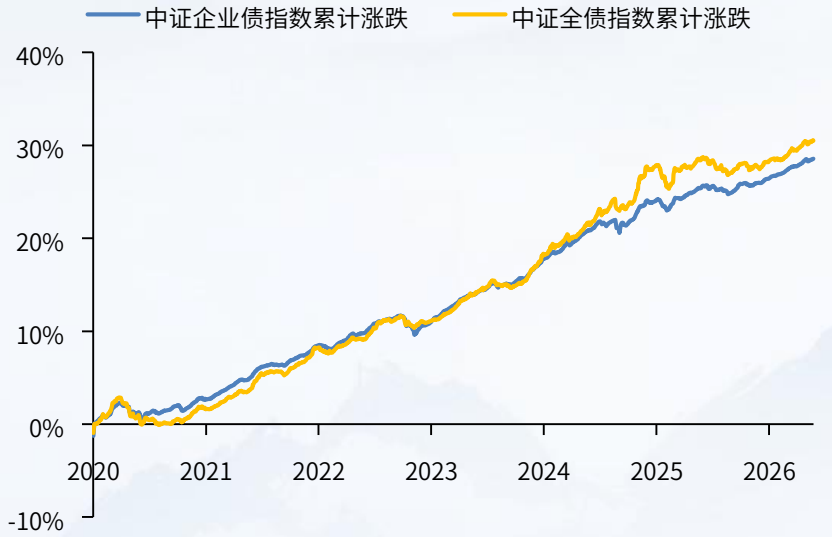
2.1.3 投资业务：股债双牛驱动投资业务高增，科创投资弹性释放

- **股债提振推升业绩，Q2科创投资贡献弹性。**同环比视角下我们预计自营业务贡献主要业绩增量，科创投资形成个股超预期。一是Q2股债双牛，单季全A、中证全债上涨13%、1.3%，股债均明显好于26Q1、股明显好于25Q2，二是科创投资放量，单季科创50上涨76%，券商一级投资&IPO跟投显著受益。

表4：Q2主要指数显著改善

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
万得全A	1.9%	3.9%	19.5%	1.0%	-1.2%	12.8%
沪深300	-1.2%	1.3%	17.9%	-0.2%	-3.9%	11.9%
中证500	2.3%	1.0%	25.3%	0.7%	2.0%	18.6%
中证1000	4.5%	2.1%	19.2%	0.3%	0.3%	15.6%
科创50	3.4%	-1.9%	49.0%	-10.1%	-6.5%	75.7%
创业板指	-1.8%	2.3%	50.4%	-1.1%	-0.6%	36.4%
恒生指数	15.3%	4.1%	11.6%	-4.6%	-3.3%	-7.7%

图7：2026年债市稳步向上



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

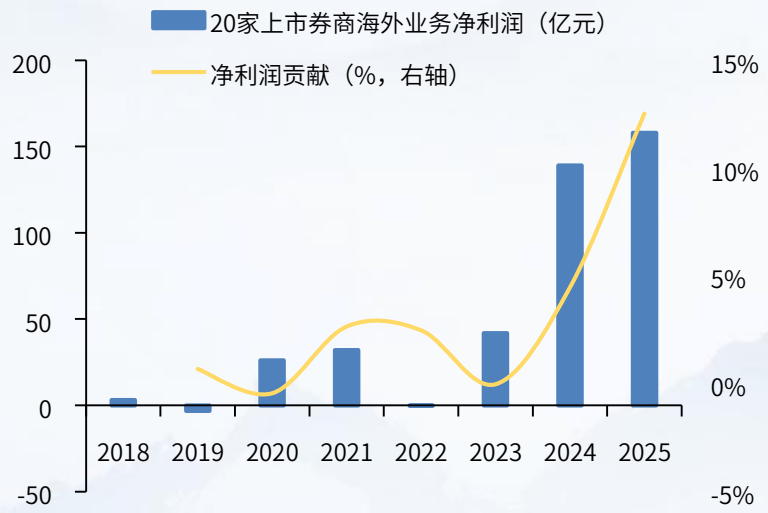
2.1.4 国际业务：业务体量快速增长，对券商利润贡献愈发突出

- **券商国际业务迎来收获期，头部券商国际业务对集团利润贡献愈发突出。**2025年20家上市券商国际子公司净利润157.9亿元/同比+14%/18-25年CAGR达75%，对券商整体利润贡献从2019年的1%快速提升至2025年的13%；头部券商看，2025年中信证券、中金公司、华泰证券国际子净利润同比增长68%、74%、-55%，对净利润贡献分别为21%、47%、18%。

表5：头部券商国际业务保持高增长

券商名称	子公司名称	国际子公司净利润			国际子公司净利润同比			利润贡献		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
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%

图8：24年以来券商海外业务净利润增长较快



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：右图选取20家上市券商分别为国泰海通、中信证券、华泰证券、中国银河、广发证券、招商证券、中信建投、申万宏源、东方证券、方正证券、长江证券、国元证券、兴业证券、国金证券、财通证券、东兴证券、山西证券、中原证券、太平洋、天风证券

仅供内部参考，请勿外传！

2.1.5 投行&资管业务：业务稳步向上

- **股权融资边际回暖，提振投行业务盈利。**上半年A股IPO规模同比+151%，债券承销规模则同比提升20%，股权融资边际回暖提振投行业绩，我们预计26H1投行业务收入同比+20%。
- **公私募规模持续增长，资管业务稳步向上。**26Q2券商资产管理规模延续小幅提升，受益净值提升、公募规模持续增长，我们预计26H1券商资管业务收入同比+28%。

图9：公募管理规模持续增长（亿元）

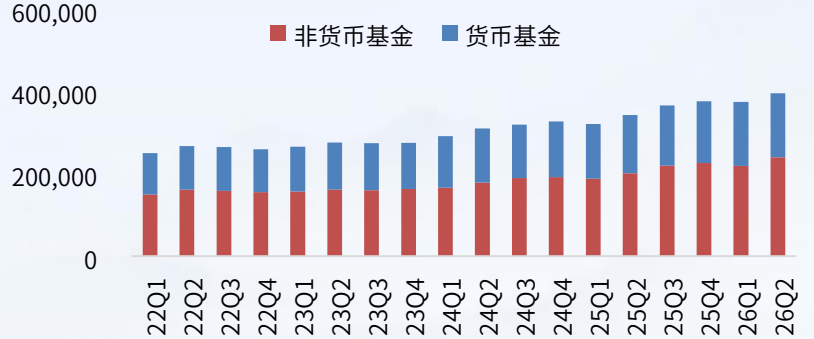


图10：26Q2 A股IPO承销规模显著提升

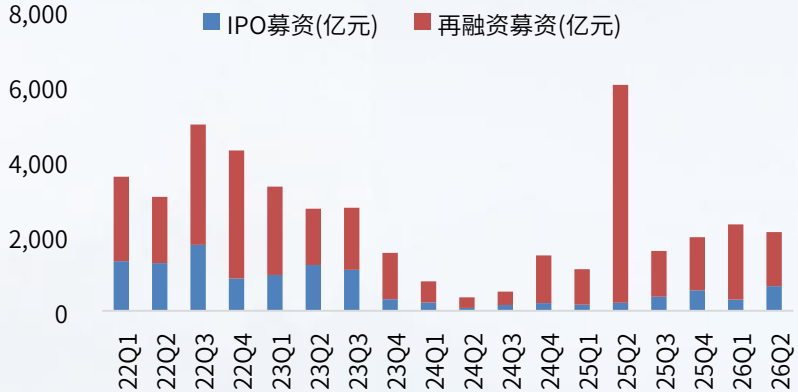
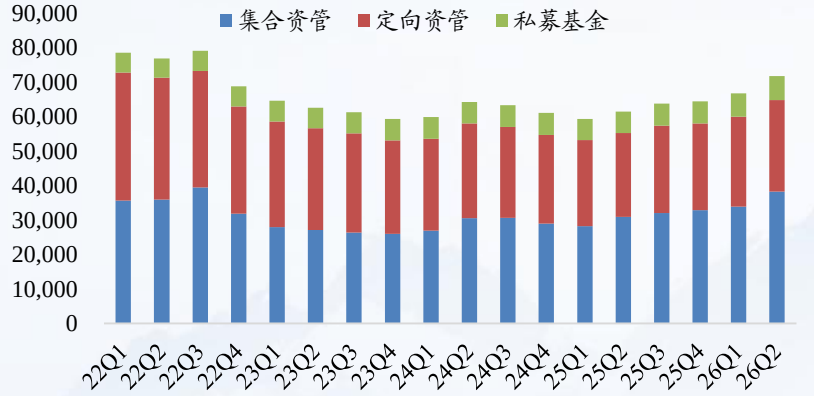


图11：私募资管业务触底回升（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 主线之一：代销业务高增，短期弹性和长期演化均有Alpha

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.1 2025年下半年开始，券商代销业务收入增速超越交易业务

- **从2025年下半年开始，我们观察到一个现象，行业代销业务收入增速持续领先于证券经纪业务收入。**从证券业协会统计数据看，25H2证券行业代销金融产品业务收入同比增长59%、环比增长45%，而同期证券经纪业务收入则分别为38%、39%。26H1这一趋势进一步延续，上半年行业代销收入同比增长79%、环比增长24%，而同期交易类业务则分别为51%、8%。
- 从上市券商看，这一现象也比较突出。拉取前20名券商分项业务表现，可以发现26H1代销业务收入增速达87%、部分券商翻倍以上增长，超越代买增速。

图12：2025及26H1代销业务收入规模高于经纪业务

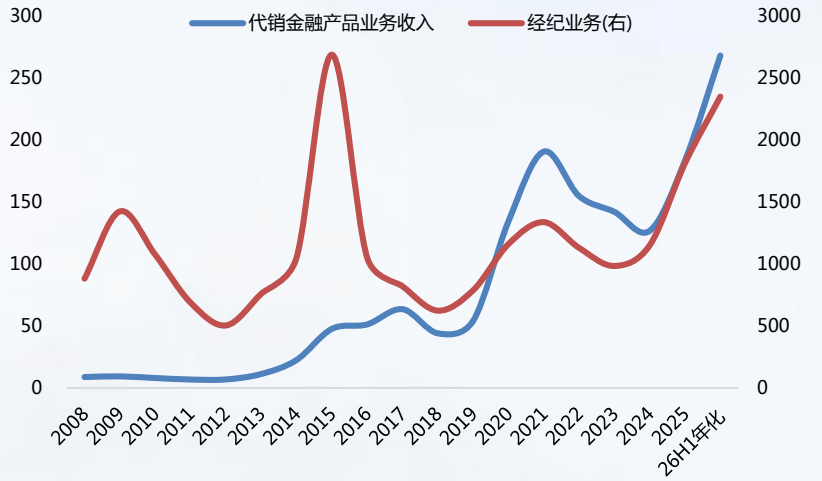


图13：2025及26H1代销业务收入增速高于经纪业务

排序	证券代码	证券简称	26H1业务收入(亿元)					同比增速				
			经纪业务	代买	代销	席位	期货	经纪业务	代买	代销	席位	期货
1	601377.SH	兴业证券	20.88	13.07	2.32	4.93	0.56	68%	58%	67%	109%	39%
2	000776.SZ	广发证券	65.55	45.46	9.18	5.66	5.24	67%	60%	128%	81%	41%
3	601688.SH	华泰证券	62.64	46.62	6.24	6.46	3.33	67%	61%	114%	84%	50%
4	002736.SZ	国信证券	56.65	46.12	6.28	2.32	1.94	61%	53%	144%	92%	52%
5	601456.SH	国联民生	14.38	8.22	0.72	4.36	1.09	59%	50%	76%	99%	11%
6	601995.SH	中金公司	40.99	25.16	10.46	4.58	0.79	55%	50%	73%	40%	62%
7	600030.SH	中信证券	98.56	64.63	16.03	10.33	7.57	54%	48%	91%	51%	51%
8	601881.SH	中国银河	55.92	46.13	4.60	1.09	4.10	53%	48%	96%	61%	75%
9	601878.SH	浙商证券	20.11	11.94	2.78	3.23	2.16	53%	55%	135%	49%	3%
10	000166.SZ	申万宏源	37.79	29.17	1.33	4.74	2.54	52%	45%	152%	119%	23%
11	000783.SZ	长江证券	24.33	15.80	1.57	6.07	0.89	52%	41%	53%	91%	45%
12	601066.SH	中信建投	50.40	32.94	6.50	4.47	6.49	51%	49%	56%	50%	55%
13	600918.SH	中泰证券	27.05	20.89	1.89	2.38	1.89	47%	43%	162%	78%	10%
14	601901.SH	方正证券	34.13	26.54	2.64	1.58	3.37	46%	40%	108%	92%	46%
15	600999.SH	招商证券	53.84	41.90	4.24	4.27	3.43	44%	38%	53%	83%	93%
16	601108.SH	财通证券	11.30	9.24	1.36	0.70		40%	34%	54%	109%	
17	601788.SH	光大证券	23.73	15.76	4.97	0.96	2.04	39%	39%	53%	16%	24%
18	000728.SZ	国元证券	8.54	6.82	0.75	0.04	0.93	32%	32%	28%	-32%	47%
19	600958.SH	东方证券	18.12	9.91	1.21	2.68	4.32	32%	51%	20%	80%	-7%
合计			724.91	516.32	85.06	70.86	52.67	53%	48%	87%	73%	38%

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

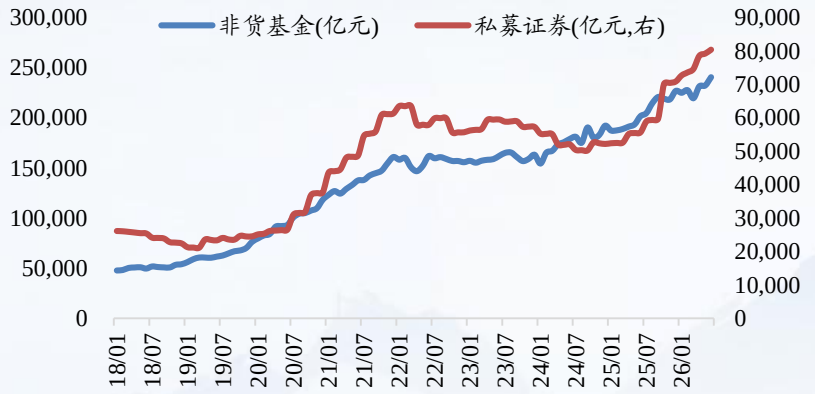
2.2.2 私募代销贡献费率弹性，是当前代销业务更快增长的主要原因

- 将交易类业务和代销业务做拆解，从头部券商可得数据看，我们发现：1）从保有规模增长看，较A股流通市值的变化并不明显。其中广发证券25年下半年的增长略快于流通市值变化，中金则略低于后者；2）代销费率则有更明显的增长。
- **因而从短期看，券商代销业务更快增速的主要原因在于费率的提升，保有量提升有增量贡献、但并非主要矛盾。我们认为背后的原因在于2025年以来私募代销的大幅增长，推动保有结构向更高费率迁移。**

表6：交易类业务及代销业务拆解对比（增速更快的标红）

单位：亿元	24H1	2024	25H1	25H2	25H1环比	25H2环比
证券经纪业务收入拆解						
金融产品销售保有规模						
广发证券	2,200	2,600	3,000	3,700	15%	23%
中金公司	3,400	3,700	4,000	4,600	8%	15%
代销金融产品业务收入						
广发证券	2.96	3.56	4.03	6.88	13%	71%
中金公司	3.81	5.09	6.03	7.81	19%	29%
按照保有量测算年化费率						
广发证券	0.55%	0.59%	0.58%	0.82%	-3%	43%
中金公司	0.44%	0.57%	0.63%	0.73%	9%	16%
证券经纪业务收入拆解						
A股流通市值	671898	708663	784042	929134	11%	19%
证券经纪业务收入	385.02	622.13	614.72	856.64	-1%	39%
年化费率	0.57%	0.88%	0.78%	0.92%	-11%	18%

图14：私募证券基金规模较非货基金录得更高增速



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

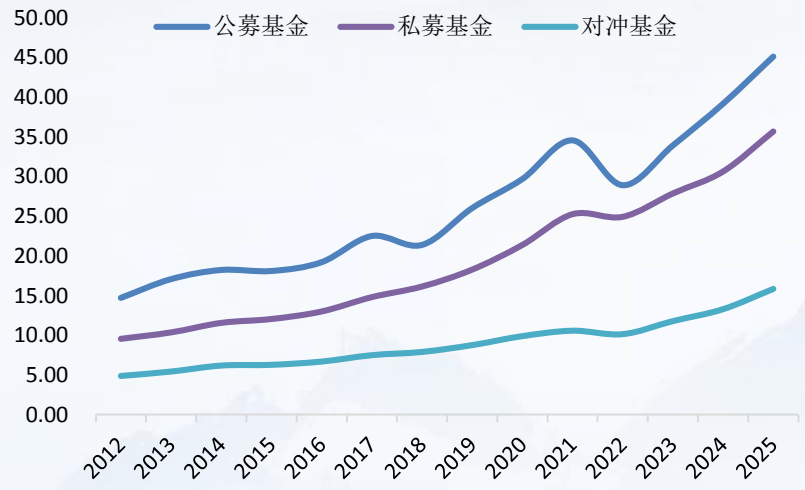
2.2.3 私募增长更快更多是阶段合力推动、长期并不必然

- **本轮私募证券基金规模增速快于公募，我们预计是“牛市净值提升+高净值投资者资金入市+量化渗透率提升”的合力。**从资金角度，私行、家办及高净值客户风险偏好提升，私募是这类资金进入权益市场的重要载体，而公募则存在“回本赎回”压力。
- **长期来看，受策略容量约束、财富管理体系完善等因素影响，我们预计私募基金相对公募的增速差收窄，这一点美国数据也能提供一定佐证。**从美国资管行业的发展看，步入成熟期后，2012-2025年美国公募基金（口径包含共同基金、ETF等）、私募基金、对冲基金（更接近国内的私募证券基金）CAGR分别为9.0%、10.7%、9.5%，长期增速差异较小。

图15：25Q2后公募股混基金份额阶段性赎回



图16：2012年以来，美国私募基金增长并未快于公募基金（万亿美元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.4 更远期变化在于居民资产配置走向产品化和投顾化，推动行业机构财富管理转型。

- **实际上，居民怎么做资产配置和券商怎么做服务是一体两面的两个命题。**从美国的历史发展看，产品化和投顾化是两大趋势，一是从入市方式上，通过公募私募等产品或者委托账户（SMA等）间接入市的方式逐步占据主导，二是渠道形式趋于投顾化，行业机构转变为基于客户视角出发的投资顾问。以美国头部经纪商/财富管理机构为例：1）近20年嘉信理财交易收入占比逐步下降（2020年并表经纪券商TD Ameritrade导致交易收入占比大幅提升，但其后再次步入占比下降通道）；2）摩根士丹利25年末，财富管理客户资产中顾问主导型资产达5.7万亿美元，占零售客户资产比重达72%，而同期自主决策型资产仅1.7万亿元，占比21%。

图17：嘉信理财交易收入占比趋于下降

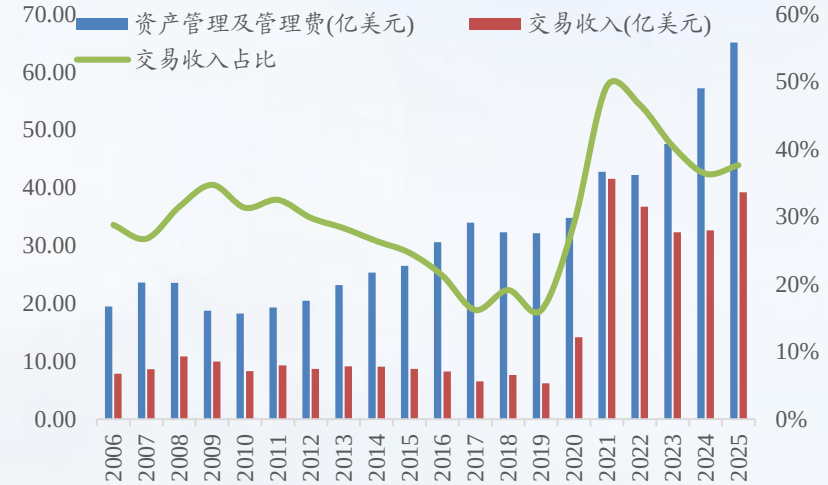
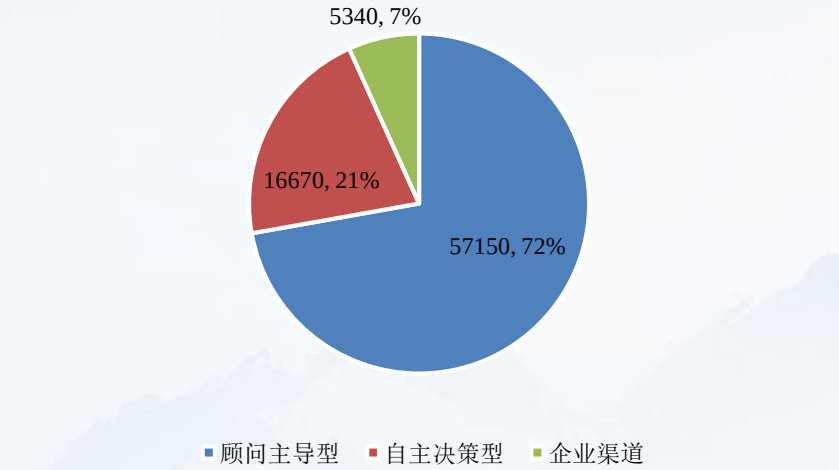


图18：摩根士丹利零售客户资产以顾问主导型为主



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.5 代销高增或是新一轮财富管理转型深化的起点，变革已然开始

- 应该理解代销业务高增是长期财富管理转型演进历程中的一个阶段现象，保有量的更快增长已然体现了向产品化转型的趋势，而私募代销带来的费率弹性在趋势上并不必然。
- 更长维度看，产品化、投顾化才是更大概率的趋势。从上市券商年报统计看，当前金融产品代销保有规模持续增长，且买方投顾规模录得更高增速。

表7：头部券商金融产品保有规模较快增长，且买方投顾规模普遍更快（不完全统计）

证券代码	公司名称	2024		2025	
		金融产品代销保有规模	买方投顾规模	金融产品代销保有规模	买方投顾规模
600030.SH	中信证券			超8000亿元	超1300亿元
601995.SH	中金公司	3700亿元	近870亿元	超4600亿元	超1300亿元
601066.SH	中信建投	近2400亿元		超4100亿元	110亿元，同比+190%
000776.SZ	广发证券			超3700亿元	
601881.SH	中国银河	2111亿元	超10亿元	2519亿元	超65亿元

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.6 头部券商正在对财富管理的供给侧深度调整

- 供给端也在迎合这一趋势做出调整，主要包括产品/服务体系完善、投顾能力强化等方面。一是产品/服务体系持续完善，具体举措包括客群体系完善、强化选品能力、塑造投顾品牌、强化跨部门协同等；二是投顾能力的强化，推动服务模式的转变和平台赋能的强化。

表8：券商推进产品/服务体系完善

证券简称	产品/服务体系完善的具体举措
中信证券	客群体系完善、强化选品能力：2023年5月，财富管理委员会新一轮架构调整，拟设“客群发展中心、产品支持中心、数字发展中心、运营管理中心”四大一级部门； 产品体系完善：2025年12月，发布"信100"财富管理品牌，下设"信聚（零钱管理）、信盈（投资增值）、信佑（保险及养老保障）、信福（财富传承）"四大子品牌，覆盖个人和家庭全生命周期需求
广发证券	客群体系完善：2024年7月，设立智汇企业家办公室，搭建跨部门协作中台，由机构客户部牵头，联动12个部门及子公司，采用“1+1+N”专属服务模式。
中国银河	客群体系&产品体系完善：2026年6月发布"STAR财富解决方案"，围绕智能化、全球化、一站式三大方向升级，覆盖证券投顾、资产配置、财富规划三大核心场景

表9：券商推进投顾能力强化

证券简称	投顾能力强化的具体举措
中信证券	构建"双分离"机制：资产端分离（买方与卖方团队独立引进资产）、市场端分离（两套独立考核体系），保障买方投顾业务独立性与客户利益优先
华泰证券	推出"投顾工作室"模式，将投顾团队MCN化、IP化，打造专业投顾IP矩阵投顾赋能平台"聊TA"为一线投顾提供客户洞察、商机发现等智能支持，显著提升服务效率
广发证券	出"星·投顾"培训体系，持续增强线下投顾队伍专业能力
中金公司	构建"投顾平台E-Space+买方投顾数字化平台RITAS+中金财富APP"铁三角架构，形成前台交互、中台赋能、后台支撑的完整体系

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

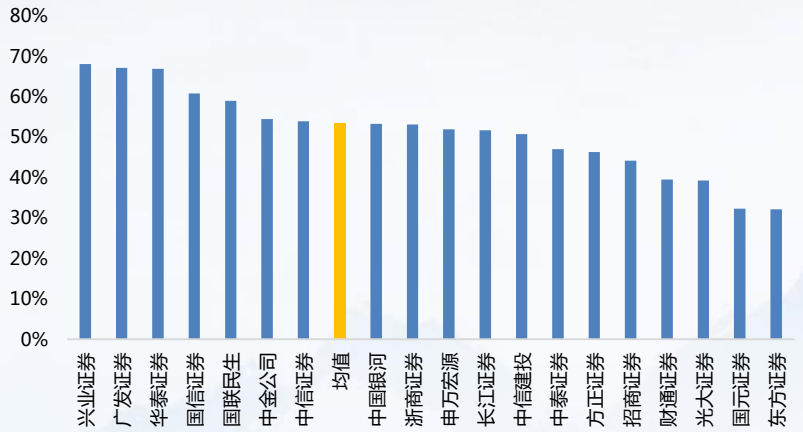
2.2.7 财富管理由远及近，推荐受益业态转变及格局演进的头部券商

- 规模效应推动市场份额集聚，更看好龙头券商成长性。1）从过去发展看，交易通道为主的商业模式下，券商经纪业务增长停滞、且格局相对固化；2）而代销业务格局呈现出较交易通道类业务更集中的格局，背后是规模效应和综合能力的体现；3）26H1行业经纪业务分化增长，优质部分头部券商增速居前。在前述以私募代销为主要现象的驱动下，头部券商在财富管理业务上的优势得以凸显，以代销金融产品业务收入的更快增长，录得经纪业务的更高增速。我们认为这一趋势未来有望延续，更看好中金公司、中信证券、广发证券、华泰证券。

图19：财富管理业务集中度更高

代理买卖证券业务集中度								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CR3	26%	25%	25%	25%	24%	24%	23%	26%
CR5	38%	37%	38%	38%	38%	37%	36%	38%
CR10	63%	62%	63%	63%	63%	62%	62%	63%
代销金融产品业务集中度								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CR3	42%	43%	33%	30%	32%	35%	34%	33%
CR5	54%	53%	45%	41%	46%	49%	48%	48%
CR10	77%	74%	68%	67%	71%	72%	72%	74%

图20：26H1行业经纪业务分化增长，部分头部券商增速居前



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 主线之二：券商国际业务星辰大海有多辽阔？

仅供内部参考，请勿外传！

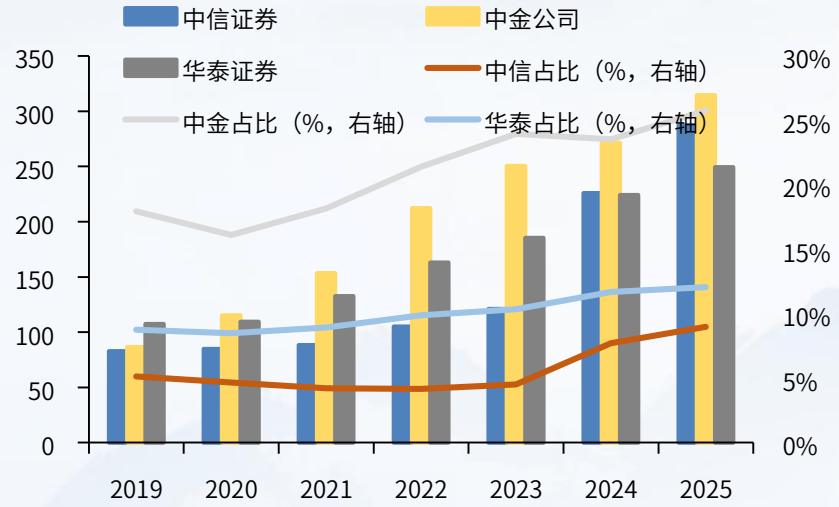
2.3.1 金融强国战略导向下，国际业务发展是建设全球一流投行的题中之义

- **自上而下看，对外开放是金融强国使命责任，建设国际一流投行需要券商国际化能力。**对外开放是中国式现代化的鲜明标识、也是金融强国的使命责任，无论是“中国投资”还是“投资中国”，都需要证券行业发挥在全球资本配置和资产定价中的话语权。
- **自下而上看，在长端利率下行空间有限的大环境下，国际业务有望成为头部券商扩表主要方向。**随着国内利率环境变化、固收自营扩表放缓，部分券商边际增配权益、以此承担盈利增长；但考虑到方向性权益自营盈利稳定性偏弱、部分券商客需权益能力偏弱，我们认为传统纯方向性权益自营难以支撑券商规模化扩表，国际业务有望成为头部券商扩表的主要方向。

图21：近年来我国非金融类FDI保持稳步增长



图22：头部券商国际业务净资产比重持续提升（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.2 经纪业务：持续受益于港股市场高景气，市占率仍有提升空间

- **经纪业务看，作为券商国际业务基础，近年来港股景气度回升带动海外经纪收入修复。**2024年以来得益于港股景气度回升、中国香港客户在全球市场成交额增长，券商海外经纪佣金收入重新进入上行周期；2025年中国香港经纪业务收入体量达到350亿港元/近十年CAGR 7%。
- **市占率看，我国券商境外子公司港股成交市占率5%-7%震荡，未来券商境外经纪业务重点受益于港股贝塔。**近年来我国券商境外子公司港股成交额市占率在5%-7%波动震荡，整体中枢未明显抬升；我们认为，随着港股资本市场改革持续推进、全球不确定性下资金加速流入，港股市场成交中枢有望稳步抬升，我国券商国际经纪业务收入稳步增长。

图23：香港券商经纪业务市场体量（亿港元）

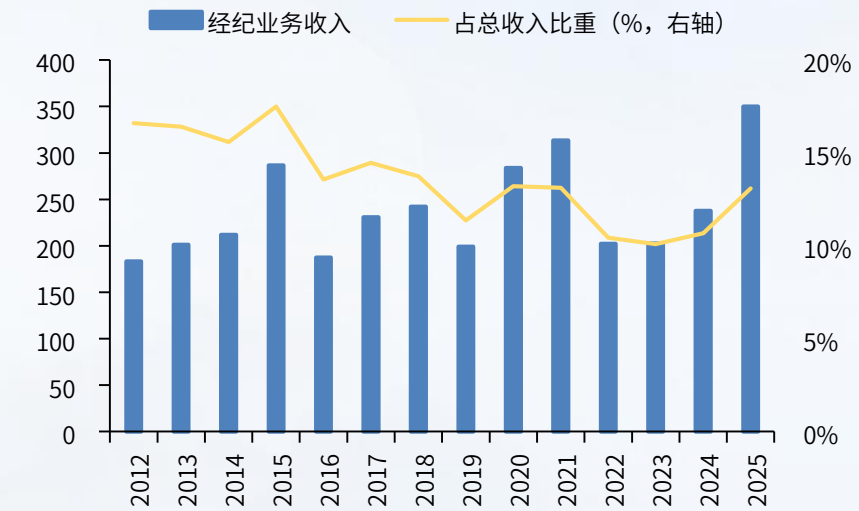
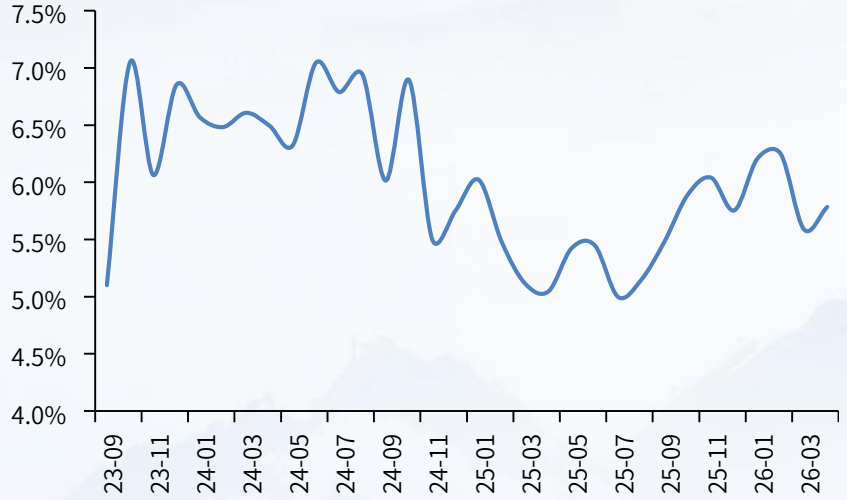


图24：我国券商境外子公司港股成交市占率情况



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.3 投行业务：港股股权投行中资主导地位稳固，债承业务稳步发展

- **中国香港股权投行市场呈现境内券商主导，近年来香港股权融资市场景气度上行，业务体量持续扩容。**香港市场是中资企业出海重要地区，香港投行业务也是我国券商国际业务拓展“桥头堡”；2025年港股股权承销市场TOP 10中有6家为中资券商，合计市占率达50%，近年来受益于港股股权融资景气度提升，业务加速扩容。债券承销方面，中资券商境外债券承销能力稳步提升，目前中信证券、中金公司在中资离岸债承销规模位居行业前十，而在非中资发行人及泛亚洲债券市场市占率仍有提升空间。

图25：港股市场IPO规模显著回暖

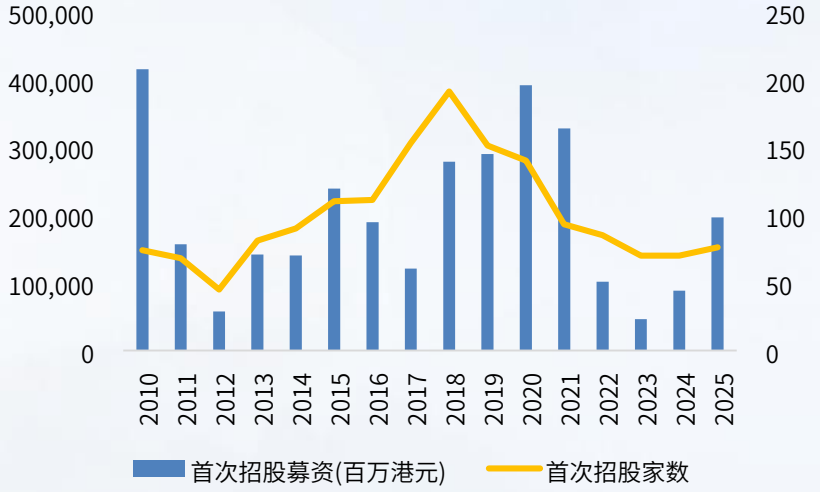
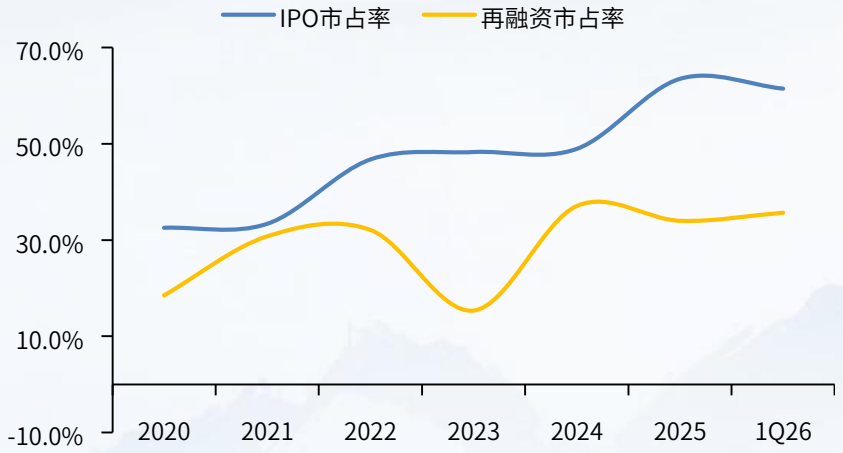


图26：我国券商境外子公司港股股权融资市占率情况



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.4 衍生品业务：产品供给与市场需求共同扩容，中资券商布局持续完善

- **跨境投资需求旺盛，看好券商跨境衍生品规模稳步成长。**2023年7月末券商跨境衍生品存量规模7543亿元/较2021年底增长70%，其中跨境收益互换、场外期权、信用衍生品规模4786、2723、34亿元。在投资者全球化资产配置需求增长、中国资产吸引力提升当下，跨境衍生品业务作为风险敞口较小、规模效应突出的业务模式，头部券商跨境衍生品业务规模有望持续受益于市场活跃而稳健扩张。
- **中国香港权益场外衍生品快速扩容，相关业务体量稳步增长。**2026年6月末以香港上市证券为标的场外权益衍生品规模达1.9万亿港元/较23年末+46%；目前我国头部券商将衍生品业务从跨境向纯境外探索，已建立境外衍生品及结构化产品平台，相关业务体量稳步增长。

图27：券商跨境业务规模稳步增长（亿元）

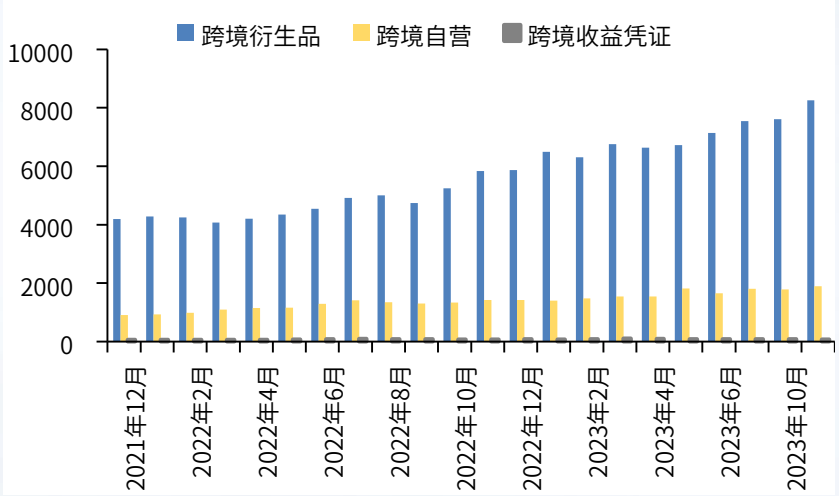
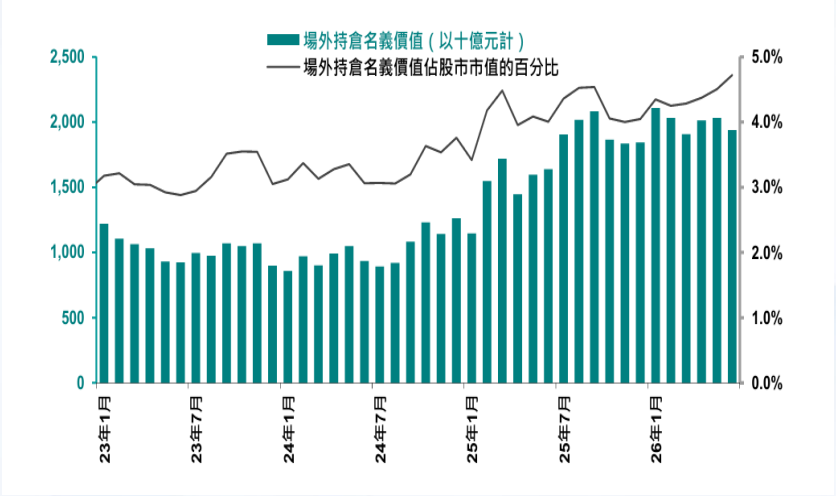


图28：香港场外权益衍生工具市场体量（十亿港元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.5 FICC业务：业务空间广阔，中资券商持续探索业务机会

- **中国香港FICC市场体量广阔，互联互通及人民币国际化持续创造业务机会。**2025年底香港债券市场总规模9.3万亿港元，其中离岸人民币债券市场存量1.8万亿港元，香港债券市场规模稳定；外汇市场方面，根据BIS调查，我们预计2025年香港外汇日均成交额达8831亿美元，位居全球第四，其中人民币外汇日均成交3151亿美元，约占香港外汇交易36%，香港持续保持全球最大离岸人民币外汇交易中心。
- **目前中资券商在香港FICC市场参与度有限，主要参与债券通、人民币外汇等业务，未来有望依托中资券商FICC交易做市能力提升，把握境内企业及机构客户出海、人民币国际化趋势，看好我国券商在香港FICC市场渗透率稳步提升。**

图29：近年来香港债券市场规模保持稳定（万亿港元）

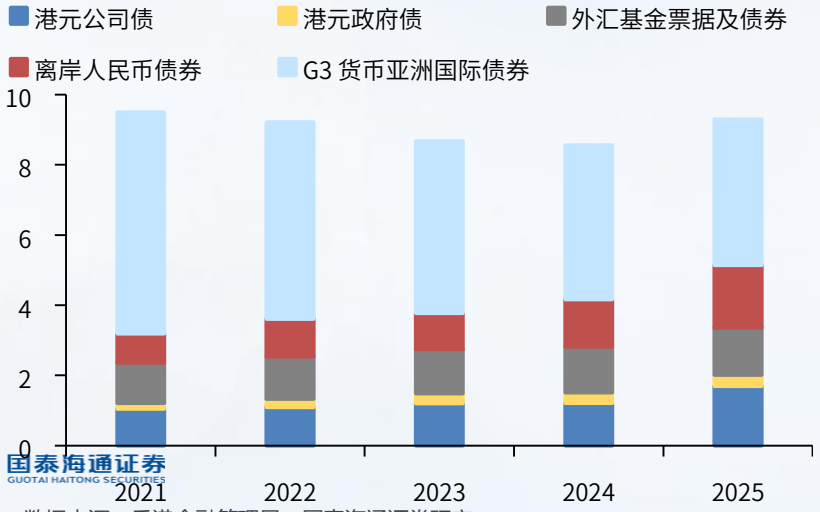
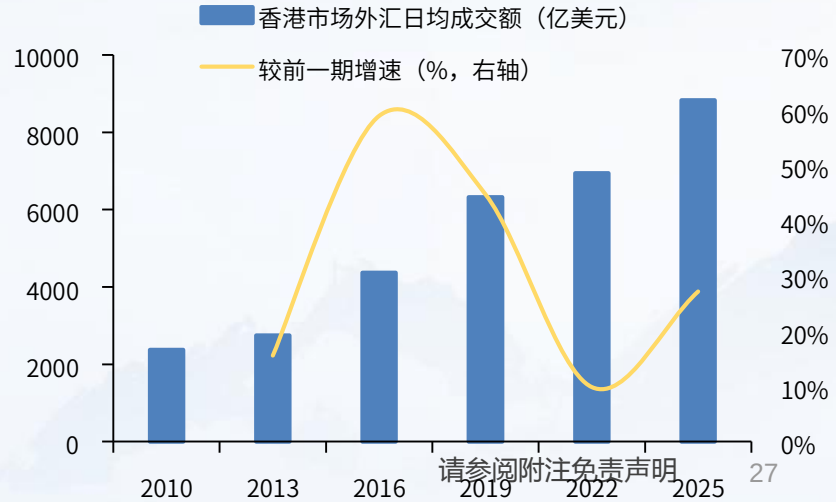


图30：香港外汇市场日均成交额稳步增长



数据来源：香港金融管理局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.6 自营投资：承载足够体量和收入的业务方向，成长性关注扩表节奏

- **跨境自营业务是券商实现全球化资产配置的主要方式，跨境自营分享境外固收市场投资机遇，是近年来部分券商自营业务重要转型方向。**相较于南向通、QDII等受制于额度限制，通过国际子公司实现跨境资产配置可行度更高。且近年来我国固收市场“资产荒”特征明显，存在显著利差的海外债券市场吸引力更高，通过跨境资产配置分享境外固收市场投资机遇是部分券商探索重要转型方向。
- **近年来头部券商境外自营规模稳步增长。**2025年末中信证券境外固收敞口规模达1226亿元/2019年至今CAGR达57%，其境外固收敞口占整体敞口比重达28%/较2019年提升22.8pct。

图31：中美10年期国债收益率及中美利差（%）

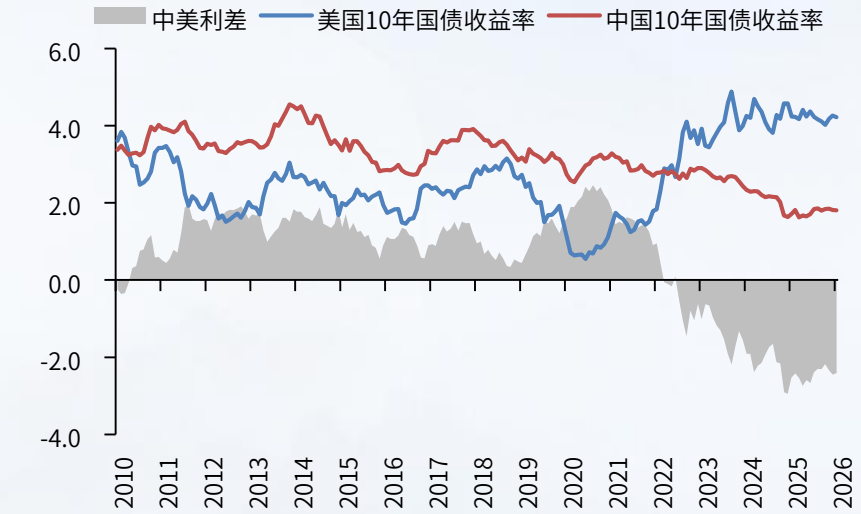
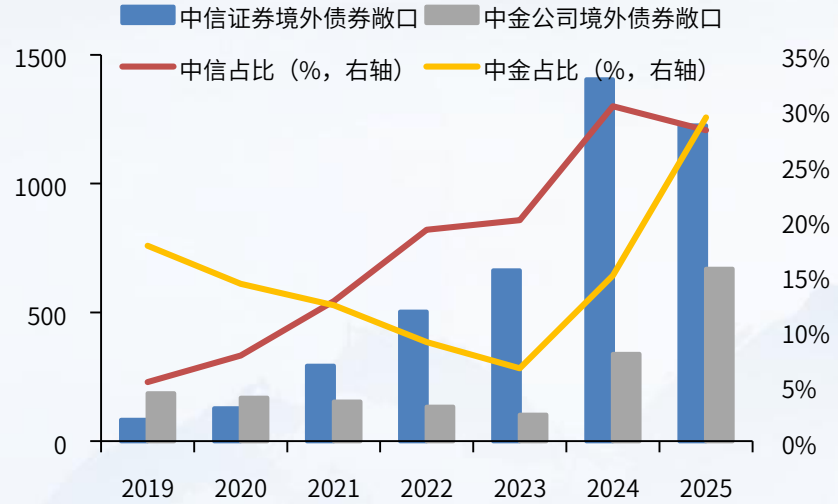


图32：中信、中金境外固收信用敞口规模及占比（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.7 券商国际业务的星辰大海有多辽阔？

- **我国券商国际业务增长空间广阔，看好2028年我国券商在中国香港业务空间超3500亿港元。**香港作为我国券商国际业务开展桥头堡，近年来券商在香港市场业务边界持续拓宽，看好后续我国券商在香港市场渗透率提升，带动国际业务加速成长；基于香港金融市场各类业务潜在市场测算，我们预计2028年香港国际业务空间达到3544亿港元/25-28年复合增长12%，若我国券商国际子公司市占率达到47%，对应国际业务收入超1650亿/25-28年复合增速31%，国际业务净利润超750亿/25-28年复合增速50%。

表10：我国券商国际业务空间估算

国际业务方向（亿港元）	2023	2024	2025	2028E	25-28CAGR
香港经纪业务	285	330	455	535	6%
香港投行业务	92	144	194	228	6%
香港资管业务	328	375	486	635	9%
香港信用业务	152	160	229	281	7%
香港场内衍生品业务	58	65	80	95	6%
香港场外衍生品业务	444	436	464	629	11%
跨境衍生品业务	161	176	184	267	13%
香港FICC业务	150	160	162	206	8%
境外投资业务	180	207	287	668	32%
券商国际业务市场空间	**1,851**	**2,052**	**2,541**	**3,544**	**12%**
券商国际子公司收入合计	**514**	**659**	**744**	**1659**	**31%**
市占率（%）	28%	32%	29%	47%	18%
券商国际子公司净利润合计	**68**	**175**	**222**	**757**	**50%**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：本次测算基于香港金融市场对券商国际业务的潜在市场空间进行测算，结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

仅供内部参考，请勿外传！

2.4 投资建议：转向财富管理及国际业务主线

仅供内部参考，请勿外传！

2.4.1 投资建议：转向财富管理及国际业务主线

- 财富管理由远及近，推荐受益业态转变及格局演进的头部券商；国际业务高速扩张，也使得头部券商深度受益，提升ROE中枢和下限。推荐中信证券/广发证券/招商证券。

表11：推荐公司估值表

EPS(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
广发证券	1.19	1.42	2.67	2.01	2.04	广发证券	15.56	13.08	6.95	9.24	9.12	增持
招商证券	1.46	2.03	2.72	3.04	3.29	招商证券	18.96	13.68	10.19	9.13	8.45	增持
中信证券	1.26	1.80	2.59	2.88	3.17	中信证券	16.75	11.76	8.18	7.35	6.69	增持
BVPS(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/B	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
广发证券	13.24	13.91	16.03	16.98	18.22	广发证券	1.40	1.34	1.16	1.09	1.02	增持
招商证券	17.70	19.01	21.12	23.21	25.44	招商证券	1.57	1.46	1.31	1.20	1.09	增持
中信证券	15.88	17.03	18.60	20.62	22.82	中信证券	1.33	1.24	1.14	1.03	0.93	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究 截至2026/8/26

仅供内部参考，请勿外传！

03

保险：保险资负匹配重要性抬升，再均衡背景下估值修复空间大

仅供内部参考，请勿外传！

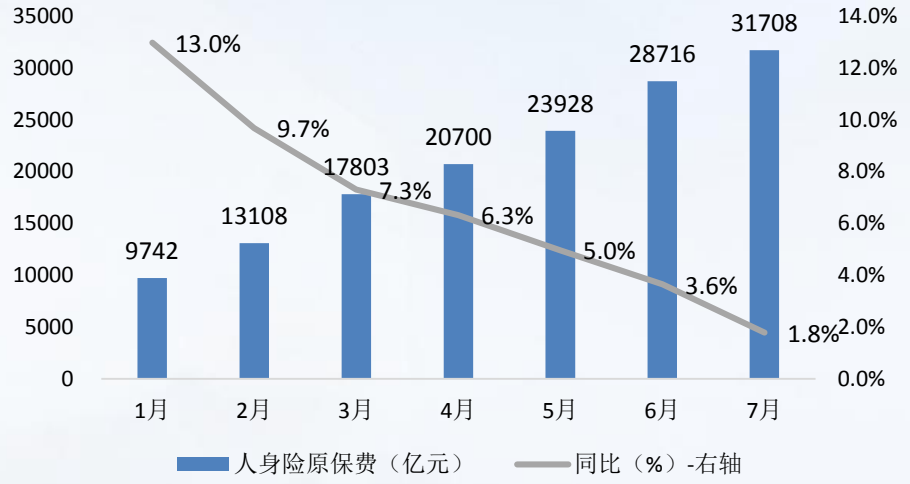
3.1 保险：新单边际降速，资产进入再平衡阶段

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.1 人身险回顾：保费及NBV增速环比放缓

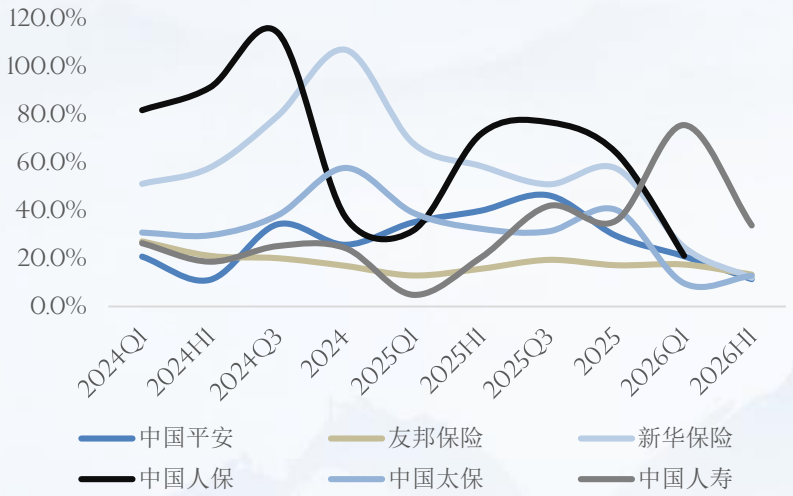
- 受银保“65号文”、分红险演示利率下调等多重因素影响，2026年人身险行业累计原保费增速逐月放缓
- 上市险企26H1新业务价值增速环比回落

图33：26年人身险保费增速放缓



数据来源：中国金融监督管理总局，国泰海通证券研究

图34：上市险企26H1新业务价值增速环比下降



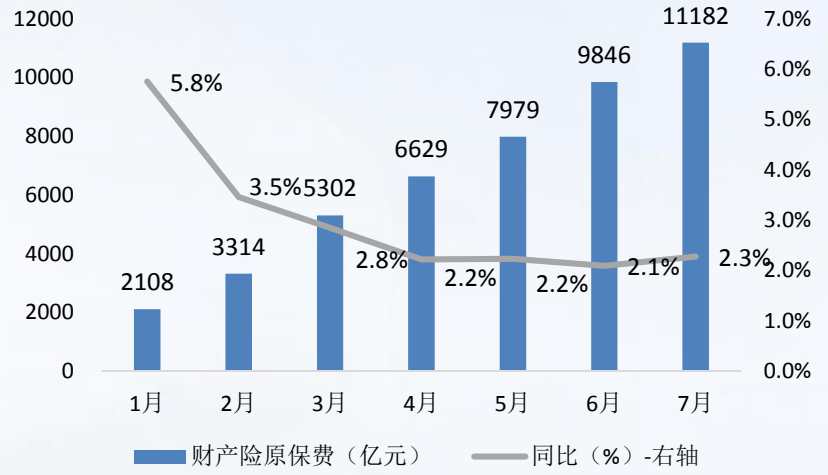
数据来源：公司半年报，季报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.2 财险回顾：26年财险保费增速放缓，头部险企COR延续改善

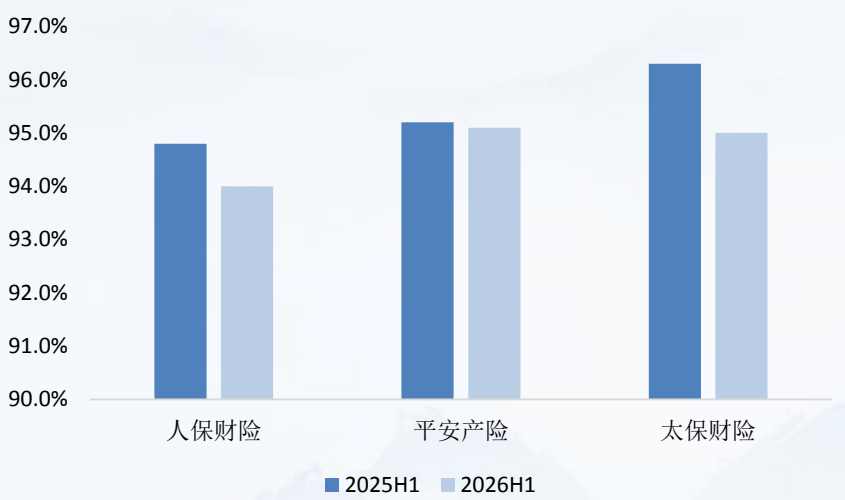
- 26年1-7月财险保费增速趋于放缓，其中车险和农险保费累计增速分别基本持平、+0.7%
- 上市险企优化经营管理，严格费用管控、改善业务结构以及提升风险管控能力，推动COR改善

图35：26年财产险保费增速放缓



数据来源：中国金融监督管理总局

图36：2026H1财险公司综合成本率延续改善



数据来源：公司季报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.3 财险回顾：厄尔尼诺风险有望抬升，关注自然灾害对财险赔付影响

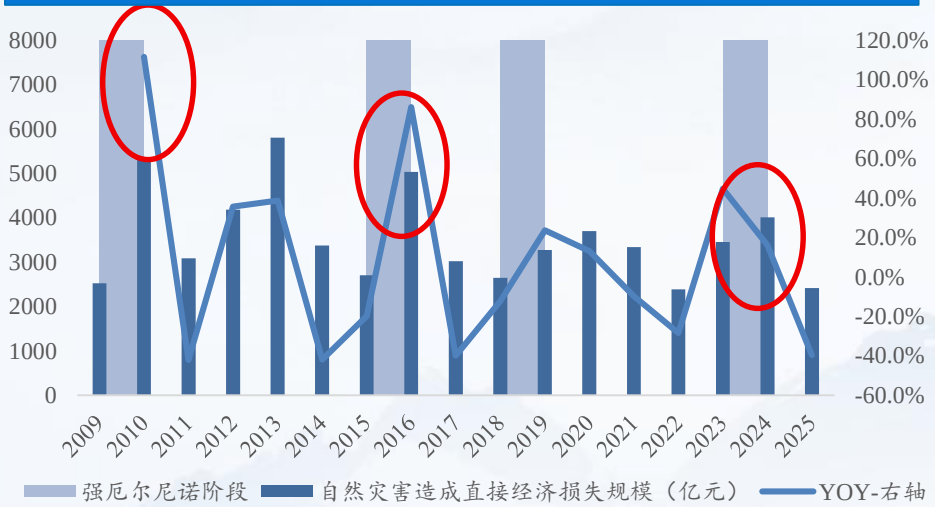
- **强厄尔尼诺阶段我国自然灾害造成损失提升，或导致财险赔付率提升。**（1）厄尔尼诺通常会通过改变西太平洋副热带高压、季风输送和降水带分布，对我国汛期降水、台风路径、洪涝及阶段性干旱产生扰动，或对农险、车险、企财险及巨灾相关赔付造成影响（NOAA/CPC 对 ONI 的定义为 Niño3.4 区域 3 个月滑动平均海温距平达到 +0.5℃及以上，并持续至少 5 个重叠季节，可识别为暖事件）。（2）2000年以来共计4次中等或强厄尔尼诺，往往在中等或强厄尔尼诺阶段，我国自然灾害损失同比提升相对明显。

表13：2000年以来厄尔尼诺发生年份以及同期自然灾害情况

厄尔尼诺/暖事件区间	涉及自然年	ONI峰值	强弱分类	同期自然灾害
2002-2003	2002、2003	1.3	中等	2003年淮河、渭河洪涝较突出；
2004-2005	2004、2005	0.7	弱	同期灾害以台风、区域暴雨为主，厄尔尼诺影响不突出。
2006-2007	2006、2007	0.9	弱	2006年川渝特大高温干旱，非直接相关
2009-2010	**2009、2010**	**1.6**	**强**	**2009-2010年西南大旱**
2014-2016	**2014、2015、2016**	**2.8**	**超强**	**2016年南方洪涝突出，直接损失670.9亿元。**
2018-2019	2018、2019	1	弱至中等	2019年台风“利奇马”，非直接相关
2019-2020	2019、2020	0.7	弱	2020年南方洪涝严重。
2023-2024	**2023、2024**	**2.1**	**超强**	**2023年“杜苏芮”及京津冀洪涝突出。**

数据来源：国家应急管理部，国泰海通证券研究

图37：2009年以来强厄尔尼诺阶段我国受自然灾害造成的直接经济损失情况



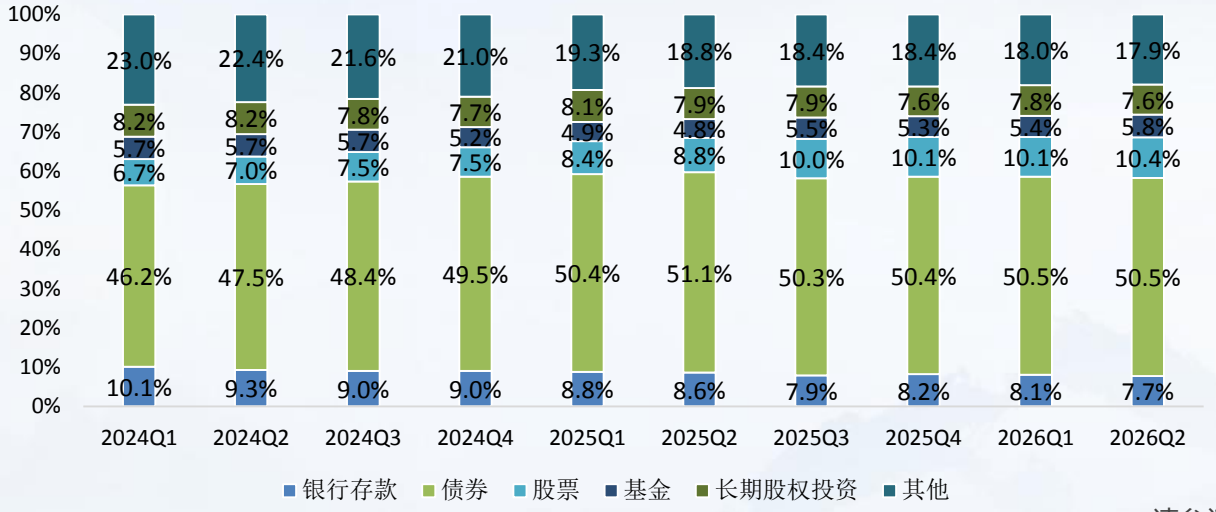
数据来源：国家应急管理部，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.4 投资端回顾：股票基金配置创新高，债券仍是压舱石

- **“中长期资金入市”叠加二季度市场行情回暖，险资顺势稳健提升权益资产配置，驱动“股票+基金”规模再创历史新高。**26Q2 权益资产规模及占比再创历史新高。截至26Q2，保险行业（“人身险+财险”口径）配置“股票+基金”资产合计6.39万亿元，占比16.2%，较年初+0.8pt。其中，股票资产4.10万亿元，占比10.4%，较年初+0.3pt；基金资产2.29万亿元，占比5.8%，较年初+0.5pt。
- **险资保持固收底仓基本稳定，落实资产负债匹配管理。债券资产配置占比50.5%，较年初+0.1pt。**

图38：26Q2保险资金运用情况



数据来源：国家金融监督管理总局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.5 投资端回顾：利率低位震荡，权益市场行情显现分化

- 2026年，10年期国债收益率维持1.70%-1.90%区间窄幅震荡。截至2026年8月13日，10年期国债收益率1.70%，10Y国债250日均线/750日均线分别为1.80%/2.03%，较年初+5bp/-18bp，250日均线企稳。
- 权益市场方面：截至2026年8月14日，上证指数较年初下跌1.05%，科创50、创业板指分别上涨27.78%、13.21%，中证红利指数下跌0.46%，指数表现显现分化；H股方面，恒生指数较年初下跌2.00%。

图39：26年以来十年期国债收益率维持窄幅震荡



数据来源：Choice，国泰海通证券研究

图40：26年以来各股票指数表现情况



数据来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

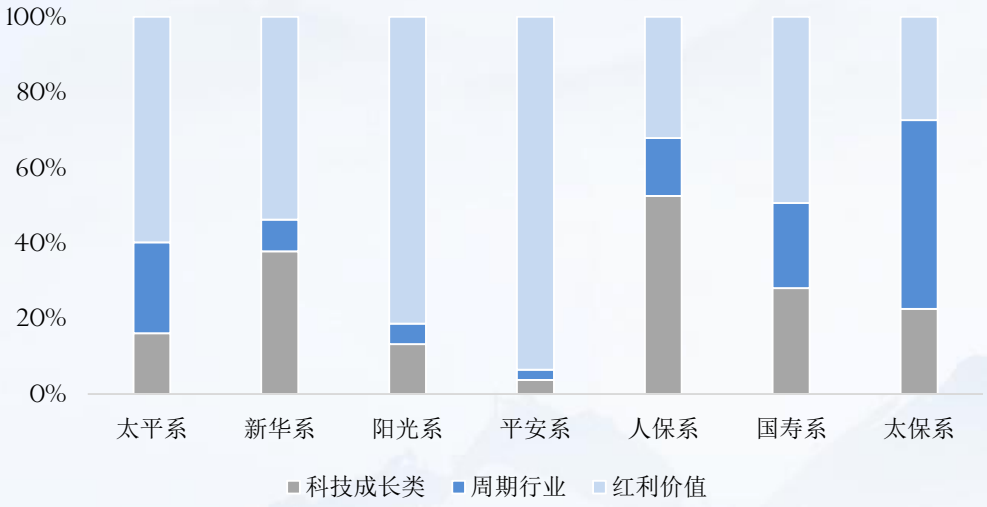
3.1.6 投资端回顾：预计26全年上市险企利润表现分化

- **我们预计权益市场回暖将驱动上市险企2026H1利润增速较一季度明显走扩，但险企权益配置结构的差异或导致利润表现分化。**2026年上市险企净利润增速分别为：中国人保（13.8%）>中国财险（8.6%）>中国平安（8.0%）>中国人寿（5.5%）>阳光保险（5.1%）>新华保险（3.8%）>中国太保（2.7%）>中国太平（-20.4%）。

表14：预计26年H1上市险企归母净利润整体高增，但增速分化

	2026年中报（百万元）	YOY
中国平安	92,585	36.1%
中国太保	30,775	10.4%
中国人寿	134,489	228.6%
新华保险	22,793	54.0%
中国人保	36,745	38.5%
中国财险	32,284	32.0%
中国太平	12,873	90.3%
阳光保险	4,694	38.5%

图41：上市险企26H1重仓股配置风格呈现分化



数据来源：公司半年报，公司一季报，国泰海通证券研究。注：中国太平为港元，其他为人民币

数据来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.7 监管定调明确保险业防风险、强保障、促改革的发展导向

- **2026年政府工作报告中对保险业的定调凸显了在当前经济由高速增长向高质量发展的背景下，保险业在金融和经济系统运行、社会治理中应当发挥的重要作用。2026陆家嘴论坛讲话对保险行业监管定调仍围绕“防风险、严监管、高质量发展”主线。**

表15：2026年政府工作报告保险相关表述梳理

涉及领域		保险相关表述
民生保障类保险	商业健康保险	25年工作回顾：健全基本医保参保长效机制，优化医药集采措施，推出商业健康保险创新药目录，长期护理保险制度覆盖3亿人。 26年政府工作任务：健全多层次医疗保障体系，稳步推动基本医疗保险省级统筹，深化医保支付方式改革，完善结余资金使用政策。加快发展商业健康保险，推动创新药和医疗器械高质量发展。推行长期护理保险制度。
	养老保险	25年工作回顾：基本养老保险全国统筹稳步实施。城乡居民基础养老金月最低标准提高20元，在全国实施个人养老金制度，开展养老服务消费补贴试点。 26年政府工作任务：加强社会保障和服务。城乡居民基础养老金月最低标准再提高20元。完善并落实基本养老保险全国统筹制度。
	职工保险	25年工作回顾：出台支持灵活就业人员、新就业形态人员参加职工保险的政策。 26年政府工作任务：扩大失业、工伤保险覆盖面，稳妥有序推进职业伤害保障试点扩围，健全社保关系转移接续政策。
	生育保险	26年政府工作任务：加强社会保障和服务。完善生育保险制度和生育休假制度。
农业保险		26年政府工作任务：制定促进农业保险发展的措施。提高农业综合防灾减灾能力。
巨灾保险		26年政府工作任务：维护国家安全和社会稳定。健全巨灾保险保障体系。
出口信用保险		26年政府工作任务：推动外贸稳规模优结构，加大信贷、信保支持，扩大人民币跨境使用。
保险资金		持续深化资本市场投融资综合改革，进一步健全中长期资金入市机制
风险处置与资本补充		26年政府工作任务：积极稳妥化解金融领域风险。充实地方中小金融机构风险处置资源和手段。坚持市场化法治化原则，有序推进高风险机构处置。多渠道加大资本补充力度，稳妥处置金融机构不良资产。加强金融监管协同，防范打击非法金融活动。强化金融风险监测预警和早期纠正，提高风险源头防控能力。
商业健康险与长护险		政策明确“加快发展”“推行”，预计下半年至2027年将出台配套细则，推动产品创新和业务扩容
中长期资金入市		从25年“大力推动”到26年“进一步健全”，制度环境持续优化，我们预计保险资金权益配置比例稳步提升，增配权益资产7000-8000亿

数据来源：国务院

表16：2026陆家嘴论坛讲话涉及保险梳理

涉及领域	具体表述
防范化解风险	有力有序处置中小金融机构风险，支持配合化解房地产、地方政府债务风险。
强化严监管导向	坚持“监管姓监”，全面强化“五大监管”，切实做到“长牙带刺”、有棱有角。
加强法治建设	以健全法制为基础，加快推动银监法、保险法修订出台，有针对性地完善监管规制，不断增强金融法制与实践的适应性。
深化改革转型	严肃市场纪律，深入整治无序竞争，严厉打击金融“黑灰产”，坚定推行保险业“报行合一”，切实维护金融市场秩序。督促金融机构牢固树立正确的经营观、业绩观、风险观，健全治理机制，强化激励约束，由追求速度和规模向以质量和效益为中心转变。
服务经济社会高质量发展	针对“两司两员”等新就业群体开发专属普惠产品；持续完善全周期科技金融服务体系，强化融资支持和保险保障；持续提升防灾减灾救灾金融服务水平，筑牢民生安全防线。
加快建设上海国际金融中心	联合出台加快上海国际再保险中心建设若干举措，大力推进国际航运保险合作。
引导中长期资金入市	中央金融办与证监会和各有关方面发布中长期资金入市指导意见及实施方案，建立健全长周期考核、保险资金长期股票投资试点等制度机制，大力推进公募基金改革。两年多来，社保、保险、年金等中长期资金持有A股流通市值增长85%，净买入A股约1.3万亿元，长期投资力量持续壮大。将会同有关方面积极拓宽资金来源，支持国资基金与社会资本优势互补，引导养老金、保险资金等加大股权投资力度，促进进一步畅通“募投管退”循环。

数据来源：国务院

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.8 资负展望：金监总局明确监管指标与监测指标，全面强化资负管理要求

- **26年8月21日，国家金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》，设立保险公司资产负债管理的监管指标（设定最低监管标准，加强指标限额管理）和监测指标（用于资产负债错配风险的识别与预警，提高风险管理水平）**

表17：《保险公司资产负债管理办法》设立监管指标

保险公司	指标
财险公司	沉淀资金覆盖率（最低监管标准不低于100%）
	收入覆盖率（最低监管标准不低于100%）
	流动性覆盖率（最低监管标准不低于100%）
人身险公司	利率风险对冲率（最低监管标准为50%-150%；对于利率风险对冲率低于50%的人身保险公司，现金流流入利率敏感度不低于5%。）
	综合投资收益覆盖率（最低监管标准不低于100%）
	净投资收益覆盖率（最低监管标准不低于100%）
	流动性覆盖率

数据来源：金融监管总局，国泰海通证券研究

表18：《保险公司资产负债管理办法》设立监测指标

保险公司	指标
财险公司	利差一（综合投资收益率与负债资金成本率差额）
	利差二（净投资收益率与负债资金成本率差额）
	压力情景下的利差
人身险公司	有效久期缺口
	基点价值变动率
	利差三（新增固定收益类资产到期收益率与新业务负债最低要求回报率差额）
	利差四（会计投资收益率与负债保证成本率差额）
	压力情景下的利差
	流动性匹配率
	分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标

数据来源：国家金融监管总局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.9 资产负债管理展望：当前头部险企投资收益覆盖率满足监管要求

- 我们测算，根据《新规》要求，上市险企剔除长股投后的净投资收益率/总投资收益率/综合投资收益率分别3.14%/5.05%/5.36%，对应保证负债成本率和资金成本率分别为2.6%/3.1%，头部保险公司目前的投资收益率覆盖率满足监管要求，再配置压力相对较小。

表19：上市险企当前投资收益率能够匹配负债成本

资产端	2025年平均值		负债端	2025年平均值
实际净投资收益率	3.30%			
剔除长股投后净投资收益率	3.14%		保证负债成本率	2.6%
实际总投资收益率	5.24%			
剔除长股投后总投资收益率	5.05%			
实际综合投资收益率（不含OCI债）	5.55%			
剔除长股投后综合投资收益率（不含OCI债）	5.36%		资金成本率	3.1%

数据来源：公司财报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.10 人身险展望：预计Q3人身险保费增速放缓，全年NBV仍将延续增长

- 银保报行合一强化，分红险演示利率下降叠加Q3高基数影响，我们预计新单增速有所放缓。
- 价值率方面，我们预计预定利率调降，渠道费用管控以及险企优化期限结构三大因素利好推动价值率进一步改善。我们预计全年NBV延续增长。

表20：预计26年上市险企NBV延续增长

公司	2026H1	2026同比增速预测
中国平安	11.2%	5.1%
中国太保	12.7%	6.2%
中国人寿	33.7%	14.2%
新华保险	11.9%	5.0%
中国人保	5.2%	1.8%
中国太平	6.5%	5.4%
阳光保险	16.4%	6.5%

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.11 财险展望：预计2026年车险与非车险共振推动财产险COR稳健

- 厄尔尼诺风险抬升带来巨灾赔付担忧，但我们预计头部财险公司通过持续改善承保质量，优化业务结构，叠加非车险业务综合治理持续深化，承保盈利能力保持稳健。我们预测26年上市险企COR分别为：中国财险（97.4%，同比-0.1pct）、平安财险（96.7%，同比-0.1pct）、太保财险（97.3%，同比-0.2pct）。

表21：预计2026年上市险企财险综合成本率保持稳定

公司	2025年综合成本率	2026年综合成本率预测	同比
中国财险	97.5%	97.4%	-0.1 pct
平安财险	96.8%	96.7%	-0.1 pct
太保财险	97.5%	97.3%	-0.2 pct

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.12 资产端展望：预计净投资收益仍阶段性下滑但将逐步企稳

- 经济企稳预期叠加稳健的货币政策，我们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”测算保险公司获取超额收益的能力，叠加利率企稳预期，预测保险公司净投资收益率下滑速度将显著减缓。

表22：保险公司净投资收益率仍呈现趋势性下行，预计投资端不确定性加大

	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
	①	②	③=④-②	④=②+③
2021	3.03%	3.28%	1.18%	4.30%
2022	2.77%	3.16%	1.24%	4.24%
2023	2.72%	3.05%	0.86%	3.75%
2024	2.22%	2.87%	0.82%	3.53%
2025	1.75%	2.64%	0.66%	3.30%
2026E	1.80%	2.44%	0.66%	3.10%
2027E	1.80%	2.27%	0.66%	2.93%
2028E	1.80%	2.13%	0.66%	2.79%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.13 资产端展望：即使低利率，保险公司也可通过优化资产稳定收益率

- **我们认为上市险企通过积极稳健的配置/交易策略，整体可实现穿越周期的稳健投资收益。**复盘上市险企近十年总投资收益表现，我们认为上市险企通过积极配置优质权益资产，以及把握市场交易机会实现投资浮盈，总投资收益率较净投资收益率的超额收益率整体稳定在0.4%以上；即使在当前利率水平，我们预计上市险企也可通过优化资产端，实现投资收益率的稳定。

表23：预计上市险企净投资收益率逐步企稳，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%	0.66%	3.10%	0.43%	3.53%
2027E	1.80%	2.27%	0.66%	2.93%	0.43%	3.36%
2028E	1.80%	2.13%	0.66%	2.79%	0.43%	3.22%
2029E	1.80%	2.02%	0.66%	2.68%	0.43%	3.11%
2030E	1.80%	1.93%	0.66%	2.59%	0.43%	3.02%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

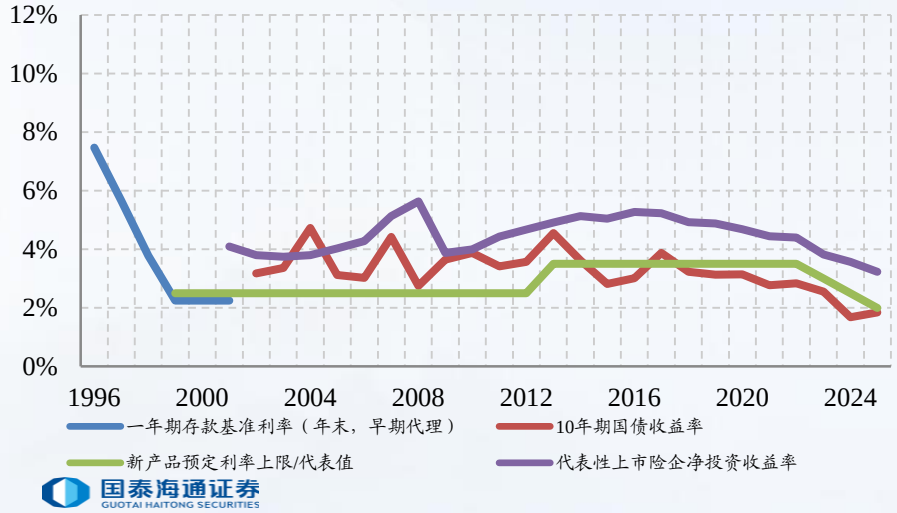
3.2 资负经营：利率异常低位，资负进入蜕变期

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.1 当前利率异常低位，资负经营进入蜕变期

- **资产负债萌芽期：中国寿险业复业到1999年，**中国寿险业逐步“去财政金融化”，市场化经营的推动，行业逐步建立长期负债的经营理念.；
- **资产负债初始期： 2000年到2017年，**利率处于高位稳定阶段，行业以负债端为驱动，资产端注重收益率匹配，行业进入传统静态资负匹配初期；
- **资负经营成熟期：2018年到2023年，**长端利率中枢下行，偿付能力监管体系逐步完善，资产端开始注重拉长久期和提升权益。
- **资负经营蜕变期： 2025年以来，**利率进入异常低位，传统静态匹配模式失效，偿付能力管理难度提升。行业需要建立以资本为依据，基于长期利率预期的动态资产负债管理体系。负债端亟应以中长期利率中枢为基础构建相对均衡的分红险和传统险组合，资产端需增加带动中长期利率回升的新兴经济进行多元化权益资产权重的组合。

图42：我国寿险业资负经营模式受利率影响转变



数据来源：金管局，国泰海通证券研究

表25：我国寿险业资负经营四个阶段

阶段	萌芽期	传统资负初期	传统资负成熟期	动态资负管理期
时间区间	1999年前	1999—2017年	2018—2024年	2025年以来
核心特征	逐步形成科学负债经营概念	负债驱动，逐步建立静态资负匹配体系	利率中枢下行，静态资负难度有所提升	以资本为依据，构建基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系
利率环境	高利率阶段	利率高位稳定	利率中枢下行	长端利率异常低位
监管与偿付能力	以 1999 年 90 号文为标志，准备金评估和负债识别逐步规范	2016年偿二代体系实施，资本监管体系逐步成熟	2018年资负旧规出台，2022年偿二代二期出台	低利率环境下偿付能力管理要求提升
负债端特征	负债经营初期，逐步建立科学负债经营理念	负债端快速增长，规模导向为主	保障型需求放缓，储蓄险增长推高负债成本	需要基于中长期利率预期的构建动态产品管理体系
资产端特征	以存款、债券等低风险资产为主	以固收资产为底仓，进行收益匹配	增配长债开始注重久期匹配，提升权益。	基于中长期增长潜力布局多元化权益资产

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.2 自保险复业至1999年，是资负经营的萌芽期

- **资负经营萌芽期的核心：保险公司的商业化程度提升，逐步搭建科学的长期负债经营理念。**
- 随着中国寿险行业逐步去“金融财政化”，保险公司商业化程度提升，为了保证对客户的支付能力，逐步搭建起科学的长期负债经营理念。1999年原保监会下发《关于下发有关精算规定的通知》（保监发〔1999〕90号）是个标志性事件。

图43：中国寿险业逐渐去“金融财政化”



国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

数据来源：原保监会，国泰海通证券研究

图44：99年原保监会下发90号文标志科学负债经营理念的搭建

文件	主要内容
《关于下发有关精算规定的通知》（保监发〔1999〕90号）	为加强人身保险监管、规范精算工作，统一下发五项精算规定。**该文件标志着监管开始系统重视责任准备金评估，将保险负债的计量基础、评估方法和最低计提标准纳入统一监管，可视为我国保险资产负债管理1.0时代的重要起点。**这一阶段主要从负债端入手，首先解决“保险责任如何计量、准备金是否充足”的问题。
《人寿保险预定附加费用率规定》	适用于非利差返还型、非分红的长期人寿保险。明确毛保费由纯保费和附加费用构成，附加费用包括管理费用、佣金或手续费；根据个人与团体业务、缴费方式及产品类型，对各保单年度和平均附加费用率设置上限，规范产品定价中的费用假设，防止费用和佣金过度前置。
《人寿保险精算规定》	90号文中与准备金评估最直接、最核心的文件。统一规范传统寿险的保费厘定、最低现金价值和法定责任准备金：保费依据预定利率、预定死亡率和预定附加费用率计算；规定保单最低现金价值：要求长期寿险原则上采用“未来法”逐单评估准备金，评估利率不得高于监管公布利率与产品预定利率二者中的较低者；分别规定死亡率、修正准备金和保费不足准备金的计算方法，并明确实际计提的准备金不得低于法定责任准备金和保单现金价值。
《利差返还型人寿保险精算规定》	对利差返还型长期寿险的定价、利差返还和准备金计提作出专门规定。利差返还利率与居民二年期定期存款利率挂钩，按年度计算利差返还金额；现金价值和法定责任准备金原则上按照《人寿保险精算规定》执行，同时要求对下一年度应支付的利差返还金额以及累积生息、抵缴保费的返还金额计提相应准备金。
《意外伤害保险精算规定》	适用于保险期限一年及以内的意外伤害保险。规范预定损失率和附加费用率，个人及团体业务附加费用率分别设置上限；规定年末未到期责任准备金原则上不得低于当年自留毛保费的50%，并分别规范已发生已报案和已发生未报案未决赔款准备金的计提。
《健康保险精算规定》	将健康保险划分为医疗保险、疾病保险和收入保障保险，并按期限区分短期和长期健康险。短期健康险的损失率、费用率及准备金评估参照《意外伤害保险精算规定》；长期健康险的发生率假设、定价及责任准备金评估参照《人寿保险精算规定》，初步建立健康险分类评估和准备金计提框架。

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.3 2000年至2017年，传统资负经营的初期

- **资负经营初始期的核心：高利率环境下，以负债主要驱动，资产端注重收益匹配，逐步建立传统的静态资产负债匹配。**
- 负债端看，2000年-2017年，寿险行业以规模增长为导向，传统险和重疾险等需求旺盛，负债端实现较快增长。
- 资产端看，2.0时代的核心是以负债端为驱动的静态资产配置，资产端以固收为主进行收益匹配和流动性管理。
- 监管与资本约束层面，2016年偿二代一期正式实施，偿付能力监管体系进一步完善。

图45：总投资收益率基本匹配EV投资收益率假设

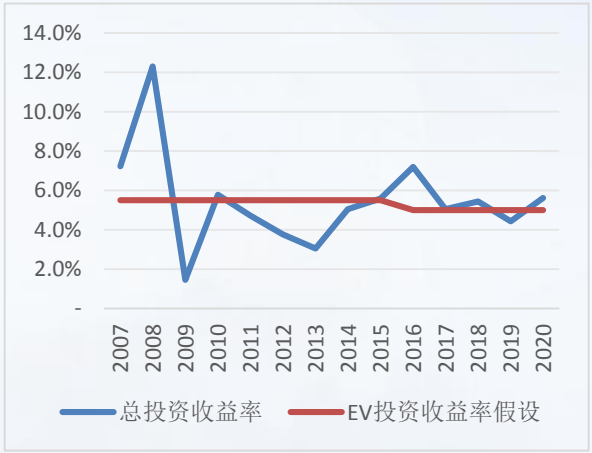


图46：上市险企NBV增速加快

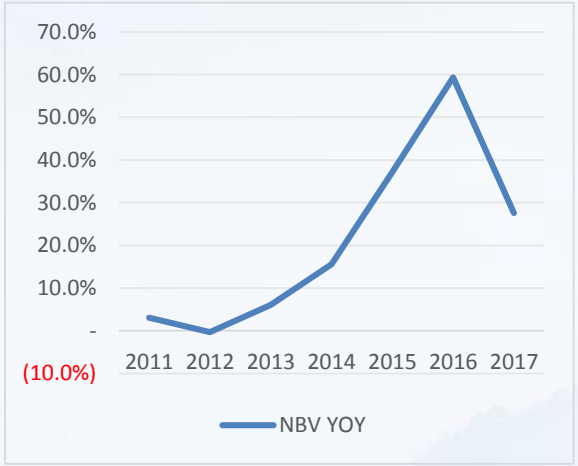
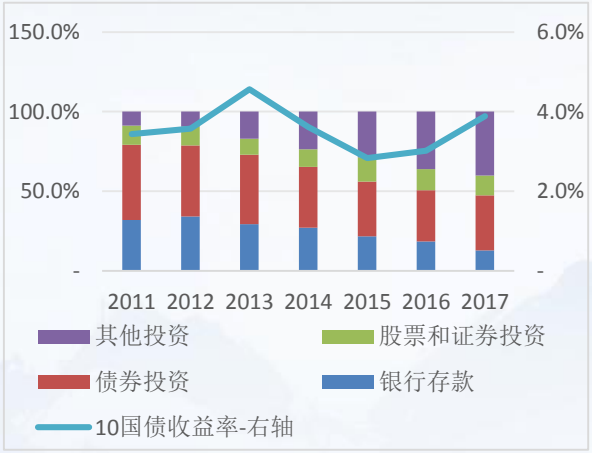


图46：资产端匹配负债，以收益和流动性匹配为主



数据来源：金管局，公司财报、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.4 2018年至2024年，传统资负经营的成熟期

- **资负经营成熟期的核心：2018年来长端利率中枢有所下行，资产端注重拉久期和开始逐步提升权益比例，传统资负经营进入成熟期。**
- 负债端看，重疾险需求增长放缓，产品向储蓄险为主导转型，负债成本有所推高。
- 资产端看，利率中枢下行，资产端开始加大长债配置注重久期匹配，2024年开始提升逐步权益比例，通过市场风险增厚回报。

图47：长端利率中枢下行，静态资负匹配要求提升

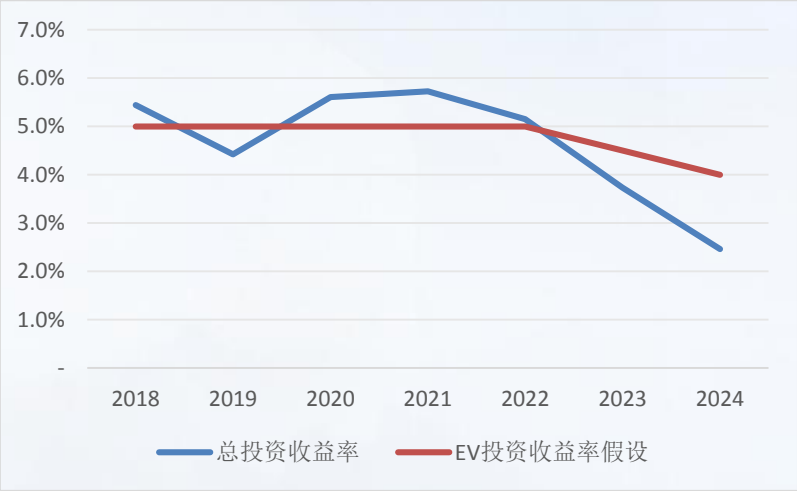
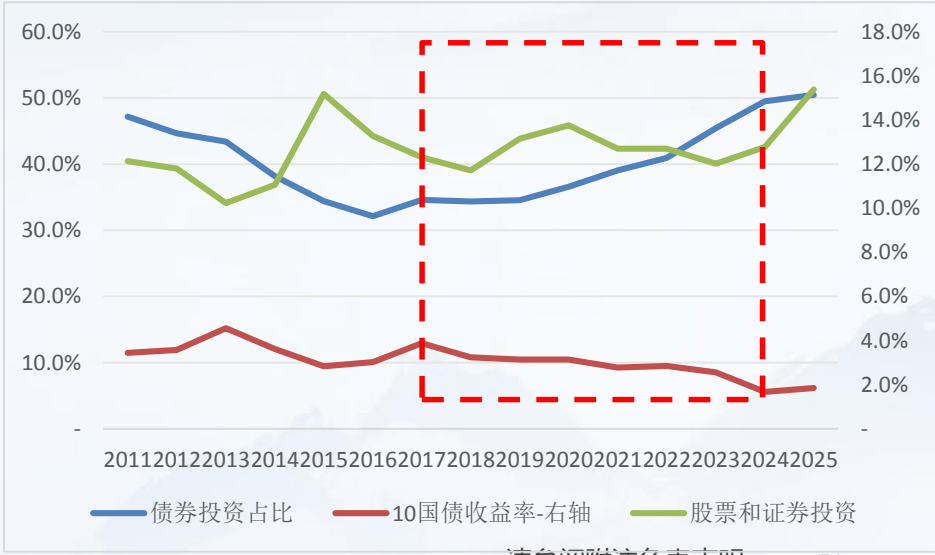


图48：2018年以来保险公司加大长债配置，2024年开始提升权益



数据来源：金管局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

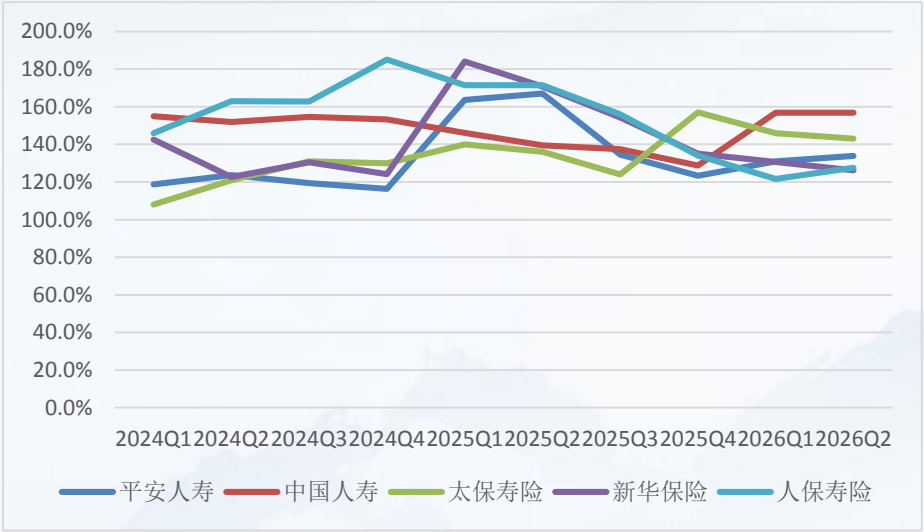
3.2.5 2025年以来，利率异常低位，资负经营进入蜕变期

- **资负经营蜕变期的核心：2025年来利率进入异常低位，传统静态资负匹配模式失效，偿付能力管理要求提升，寿险公司需要以资本为依据，建立基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系。**
- 当前偿付能力监管体系以旧准则为基础，10Y国债的750日均线下行与即期利率双向波动提升资本管理难度，权益占比提升增加资本占用，寿险公司的偿付能力管理要求进一步提升。

图47：当前长端利率进入异常低位



图48：寿险公司的核心偿付能力趋势



数据来源：金管局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.5 2025年以来，利率异常低位，资负经营进入蜕变期

- **资负经营蜕变期的核心：2025年来利率进入异常低位，传统静态资负匹配模式失效，偿付能力管理要求提升，寿险公司需要以资本为依据，建立基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系。**
- 负债端看，新单负债成本下行但存量负债成本仍保持平稳，应以中长期利率中枢为基础构建相对均衡的分红险和传统险组合。以欧洲经验为鉴，不应以绝对低利率视角过度发展利变型产品。

图48：2023年以来新单负债成本下降，但存量负债成本仍然平稳

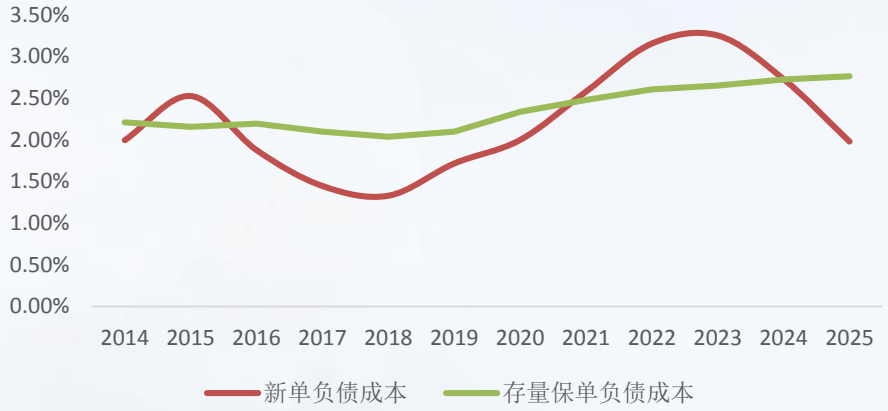
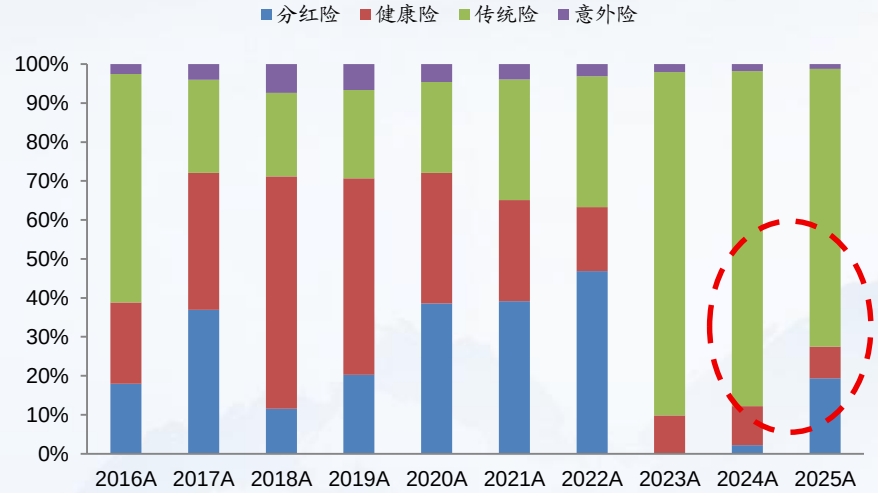


图48：2024年以来行业加大分红险转型



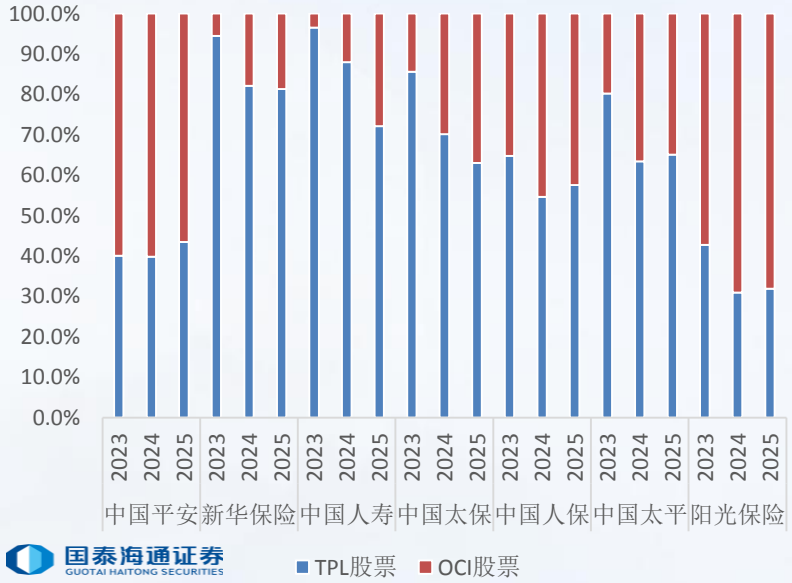
数据来源：金管局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.5 2025年以来，利率异常低位，资负经营进入蜕变期

- **资负经营蜕变期的核心：2025年来利率进入异常低位，传统静态资负匹配模式失效，偿付能力管理要求提升，寿险公司需要以资本为依据，建立基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系。**
- 寿险公司坚持加大OCI权益配置夯实长期收益底仓。作为中长期资金的寿险公司，以中长期利率风险和经济增长的角度来看，应更多布局增长潜力巨大的新兴成长类资产而非仅在二级市场获取权益收益。

图49：坚持以OCI为主的权益配置策略



国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

数据来源：金管局，公司财报、国泰海通证券研究

表26：上市险企积极布局新质生产力股权投资

保险公司	代表项目	产业周期方向	投资特征
中国平安	燧原科技、璧仞科技、摩尔线程、沐曦股份、中科曙光、中际旭创、新易盛、天孚通信、源杰科技、光库科技	AI算力、GPU、CPO/光模块、数据中心链	一级股权与二级持仓并行，更突出对AI硬件景气链的跟踪
中国人寿	长鑫科技、沐曦股份、摩尔线程、燧原科技、MiniMax、阶跃星辰、宇树科技、剂泰医药	国产存储/AI芯片、大模型、机器人、AI医药	国寿投资、国寿资本、国寿养老、科创基金多主体联动，覆盖早期股权、基金间接持股和IPO配售
中国太保	澜起科技、汇川技术、宇树科技、云深处科技、Momenta、英矽智能、摩尔线程、沐曦股份	半导体、工业自动化、机器人、智能驾驶、AI医药	兼具产业股权和港股基石投资，布局更分散，体现“硬科技+智能制造”组合
新华保险	宇树科技、兆易创新	机器人、半导体/存储	方向集中在当前高景气赛道
中国人保	长鑫科技、沐曦股份、超聚变、宇树科技、云深处科技、澜起科技、寒武纪、海光信息、中际旭创、新易盛	半导体、AI服务器、机器人、光通信	人保资本、人保科创、人保资产基金共同参与，项目覆盖“芯片-服务器-光模块-机器人”链条
阳光保险	长鑫科技、沐曦股份、摩尔线程、胜宏科技、群核科技	半导体、PCB、AI应用	既参与未上市硬科技股权，也通过港股IPO基石进入AI应用和硬件链公司
中国太平	燧原科技、摩尔线程、沐曦股份、剂泰医药	AI芯片、AI医药	通过太平科创基金、养老/资管网下配售、香港保险科创基金参与

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.6 欧洲经验看，利率风险失控是寿险业没落主因

- **近年来，欧洲寿险业保费和资产全球份额均持续下滑，行业发展明显落后于全球保险市场。**
- 欧洲寿险行业竞争力减弱，欧洲寿险公司进入《财富》全球500强的寿险公司数量明显减少。
- 与此同时，欧洲市场多家公司出现保证利率压力、负利差、Run-off、破产或强制清算等情况，也从个案层面印证了低利率环境下传统寿险商业模式承压。

图50：欧洲寿险业资产占四大市场份额下滑

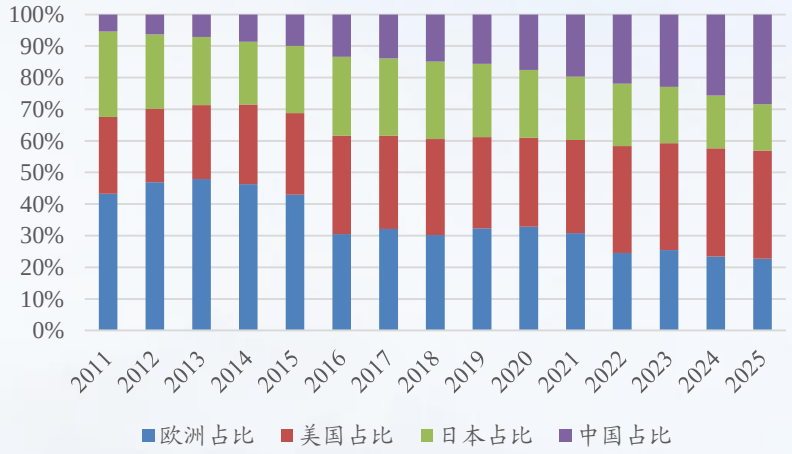


表27：欧洲寿险业破产案例

序号	公司	案例情况概述
1	Equitable Life Assurance Society（英国）	2000年出现利差损。长期承诺保证年金利率（GAR），但市场利率下降、资产收益不足以覆盖保证负债；法院判决后形成约15亿英镑负债，公司停止新业务。
2	Mannheimer Lebensversicherung AG（德国）	2003年陷入财务危机。股价大幅下跌、权益投资损失及风险管理不足导致隐性负债扩大，无法充分覆盖保险责任，保险组合最终转移至Protektor。主要并非低利率因素。
3	Generali Leben AG（德国）	2018—2019年转入外部Run-off。长期低利率环境下，传统高保证寿险存量资本占用和利率风险较高，Generali将89.9%股权出售给Viridium，以降低利率风险、改善资本回报；不是破产。
4	Conservatrix N.V.（荷兰）	2019—2020年恶化并破产。历史高保证终值和分红承诺造成较重负债，叠加再保险安排失效、股东未补充资本，导致偿付能力和最低资本要求不达标，2020年12月8日被宣告破产。
5	Eurovita S.p.A.（意大利）	2023年进入特别管理并最终清算。加息导致债券资产价值下降，同时保单退保增加，偿付能力跌破监管要求；公司暂停退保，随后进入强制清算，保单资产转移至Cronos Vita。
6	FWU Life Insurance Lux S.A.（卢森堡）	2024—2025年进入清算程序。公司不再满足最低资本、偿付能力资本及保险负债资产覆盖要求，恢复计划失败后被请求解散清算。

数据来源：OECD，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.6 欧洲经验看，利率风险失控是寿险业没落主因

- **资负管理中利率风险管理的失控，是欧洲寿险业相对萧条的主因：负债和资产都基于当期利率做过度敏感性调整，缺乏中长期利率风险管理。**
- **以欧洲寿险市场看，**高利率阶段销售过多高保证传统险，低利率阶段又过度转向投连险，削弱行业在利率回暖期的增长潜力。

图51：德国寿险业早期大量销售两全险

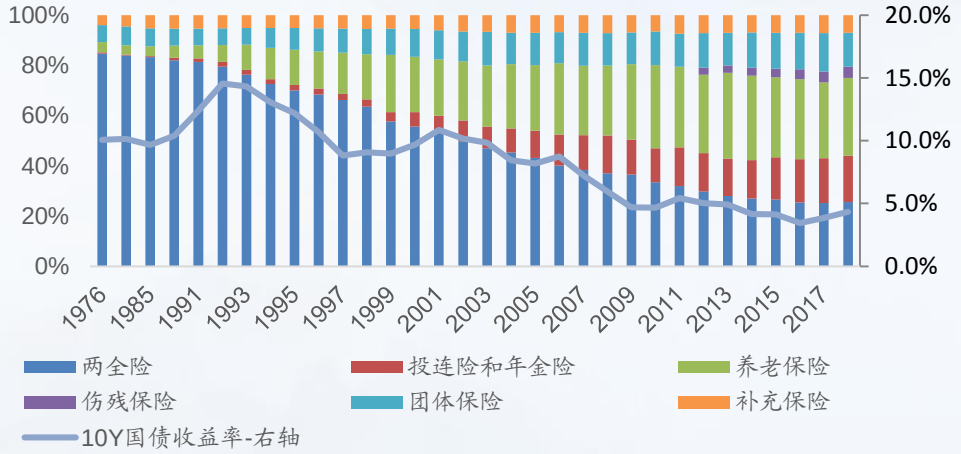
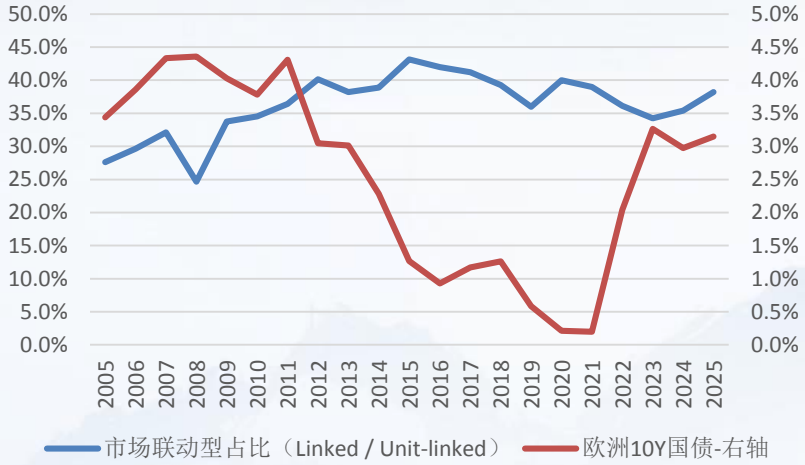


图52：低利率环境下欧洲加大投连险占比



国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

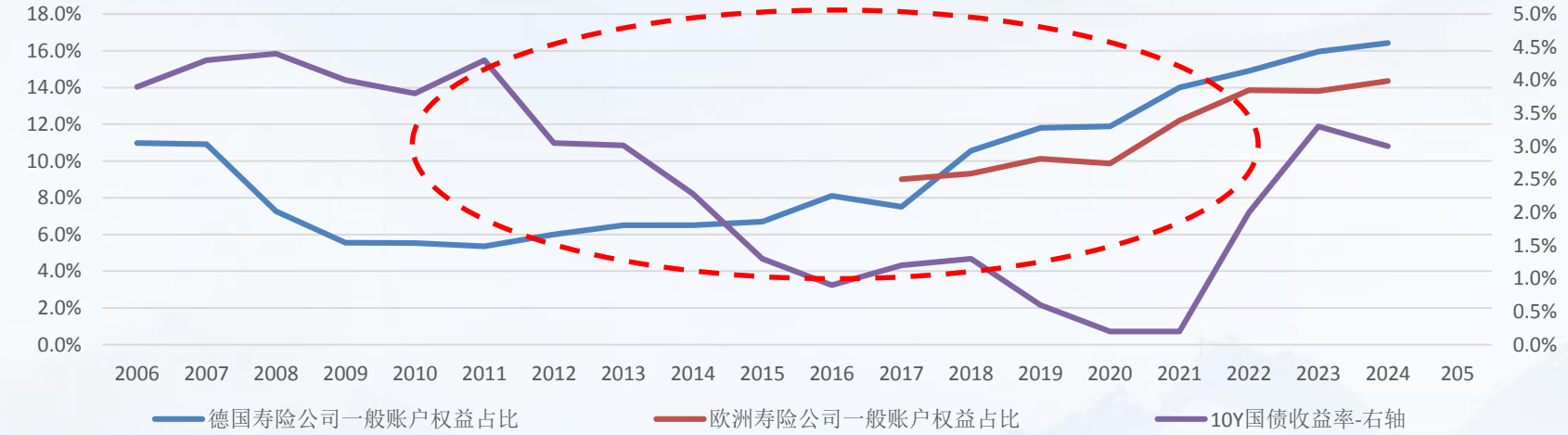
数据来源：GDV，EIOPA，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.6 欧洲经验看，利率风险失控是寿险业没落主因

- **资负管理中利率风险管理的失控，是欧洲寿险业相对萧条的主因：负债和资产都基于当期利率做过度敏感性调整，缺乏中长期利率风险管理。**
- **以欧洲市场看，**欧洲寿险公司一般账户权益配置更明显体现出对当期利率环境的被动调整。

图54：欧洲寿险一般账户权益占比与10Y国债趋势



数据来源：EIOPA，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.7 新准则财报指标更多反映外部环境，而非内部经营结果

- **中国推出 IFRS 9和 IFRS 17的主要目的是为了优化金融工具和保险合同会计处理的客观性、谨慎性和可比性原则，保持与国际财务报告准则趋同。**
- **新准则切换后，净利润和净资产等指标更多反映外部环境变化，而非保险公司内部经营成效。**净利润反映权益市场对投资服务业绩的影响，净资产反映利率变化下的资产和负债重估以及权益市场变化下利润波动，新业务CSM增长受利率环境影响而波动。

表29：净资产受到外部市场环境影响波动

	项目	2023	2024	2025
①=②+③+④	归母净资产YOY	3.4%	15.5%	10.0%
②	1.归母净利润	11.3%	19.3%	20.7%
③	2.其他综合收益	-1.0%	-0.7%	-5.6%
	2.1 OCI债券公允价值	14.1%	37.2%	-17.6%
	2.2 OCI股票公允价值	1.3%	3.7%	4.3%
	2.3 BBA保单合同金融变动额	-17.8%	-47.3%	9.9%
	2.4 其他影响综合收益项目	1.3%	5.7%	-2.2%
④	3.其他项	-6.9%	-3.2%	-5.1%

数据来源：公司财报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.8 净资产+CSM不适宜作为寿险公司估值定价锚

- **市场上有观点认为，可以将“净资产+CSM”作为寿险公司估值锚，但我们认为这一方式并不合理。**
- 从计量逻辑看，保险合同负债由履约现金流和合同服务边际共同构成，履约现金流反映未来保费、赔付、费用等现金流现值以及风险调整，CSM则是在保单初始确认时尚未随保险服务提供而确认的边际，并在后续保险服务期间逐步释放。
- **CSM反映公司履行未来保险责任形成的负债计量结果，而不是可直接资本化的股东价值。**CSM承担平滑保险合同负债波动的作用，并非代表股东利益。

图56：合同服务边际是保险合同负债的组成部分

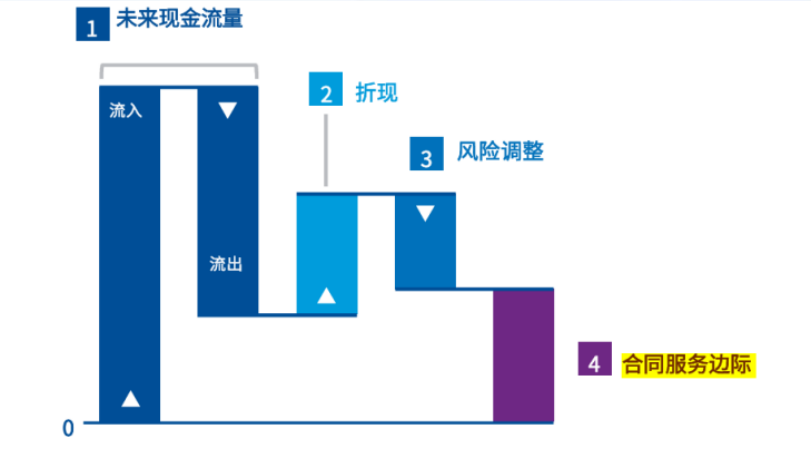


表30：合同服务边际用于平滑履约现金流波动对合同负债的影响（百万元）

期末值	保险合同负债	合同服务边际（CSM）	履约现金流
2022	10,202,570	2,105,135	8,097,435
2023	11,595,134	2,032,307	9,562,827
2024	13,987,308	1,995,033	11,992,275
2025	15,279,591	2,032,053	13,247,538
变动值/期初	保险合同负债	合同服务边际（CSM）	履约现金流
2023	13.6%	-3.5%	18.1%
2024	20.6%	-1.8%	25.4%
2025	9.2%	1.9%	10.5%

数据来源：公司财报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.9 资负经营新时代，应当建立基于中长期利率预期的动态EV评价框架

- **当前10Y国债收益率已降至近十年异常低位，与仍保持正增长的经济基本面出现阶段性背离，市场利率呈现非常态化特征。**
- 应当建立基于中长期利率预期的动态EV框架体系。寿险公司具有长期负债、长期现金流和跨周期经营特征，EV评估不宜被单一时点的市场利率或短期市场情绪主导。应建立基于中长期利率预期的动态EV框架，以合理利率中枢为锚，结合不同利率情景动态调整投资收益率假设和调整路径，从而更加客观、审慎地评估寿险公司的长期价值。

图57：当前我国长端利率处于异常低位

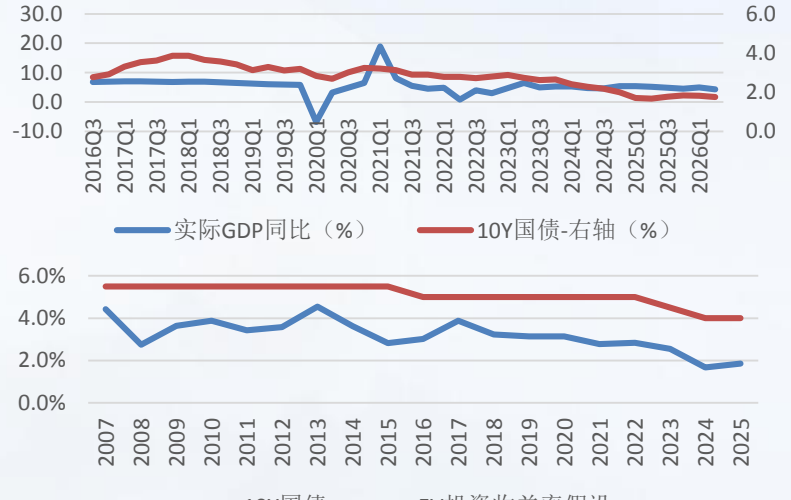


表31：EV依然是评价保险公司经营和估值的有效工具

科目	年份	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
预期回报	2023	4.8%	6.8%	6.3%	7.6%
	2024	4.1%	7.9%	5.4%	6.6%
	2025	3.6%	5.4%	4.8%	6.0%
NBV	2023	2.5%	3.0%	2.5%	1.2%
	2024	2.3%	2.7%	2.9%	2.5%
	2025	3.0%	3.3%	3.7%	3.8%
经济偏差	2023	-0.4%	-0.1%	0.5%	1.2%
	2024	-1.0%	0.1%	1.0%	1.0%
	2025	0.1%	0.1%	0.3%	1.0%
投资偏差	**2023**	**-1.4%**	**-3.0%**	**-3.2%**	**-5.6%**
	2024	**1.6%**	**13.5%**	**7.9%**	**8.1%**
	2025	**1.4%**	**-2.1%**	**-1.3%**	**2.5%**
经济假设调整	**2023**	**-5.4%**	**-3.3%**	**-4.2%**	**-5.2%**
	2024	**-6.0%**	**-11.6%**	**-12.1%**	**-14.2%**
	2025	**0.0%**	**-0.5%**	**1.3%**	**0.0%**
分红及其他	2023	-2.5%	-1.0%	-0.1%	-1.1%
	2024	1.3%	-1.4%	0.9%	-0.8%
	2025	-1.4%	-1.4%	-1.2%	-3.2%
EV增速	**2023**	**-2.4%**	**2.4%**	**1.9%**	**-2.0%**
	2024	**2.3%**	**11.2%**	**6.2%**	**3.2%**
	2025	**5.7%**	**4.8%**	**9.1%**	**11.4%**

数据来源：公司财报，国泰海通证券研究

其中①=（4%-[(市值-anw)/50bps对vif影响]*50bps)，②为近五年保险公司总投资收益率较当年10年期国债收益率均值的超额收益率（中国平安2023、2024年为综合投资收益率口径测算的超额收益率），④=当前保险股市值/26年预期EV。

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 投资建议

仅供内部参考，请勿外传！

3.3.1 投资建议：市场再平衡中，保险公司估值修复空间巨大

- 当前股价所隐含的十年期国债收益率显著低于实际国债收益率水平，估值仍有修复空间，维持行业“增持”评级。个股方面，推荐中国平安/中国太保/新华保险/中国人寿/中国人民保险集团

表32：当前股价所隐含的十年期国债收益率显著低于实际国债收益率水平

	当前市值隐含投资收益率	2021-2025平均	隐含10年期国债收益率
中国平安（A）	1.4%	1.8%	-0.4%
中国太保（A）	1.1%	2.3%	-1.2%
中国人寿（A）	1.9%	2.1%	-0.2%
新华保险（A）	2.3%	2.4%	-0.1%
中国平安（H）	1.1%	1.8%	-0.7%
中国太保（H）	0.7%	2.3%	-1.5%
中国人寿（H）	1.4%	2.1%	-0.7%
新华保险（H）	1.5%	2.4%	-0.9%
阳光保险（H）	1.1%	2.1%	-1.0%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究，数据截至2026年8月21日
其中①=（4%-[(市值-anw)/50bps对vif影响]*50bps），④=（2%+②）的投资收益率假设下EV/市值-1

仅供内部参考，请勿外传！

3.3.2 投资建议：看好估值低位修复，维持行业“增持”评级

表33：推荐公司估值表

EVPS	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/EV	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
中国平安	78.10	82.60	87.30	92.80	98.70	中国平安	0.72	0.68	0.64	0.60	0.57	增持
新华保险	82.80	92.30	100.00	109.30	120.20	新华保险	0.72	0.65	0.60	0.55	0.50	增持
中国太保	58.40	63.70	69.40	75.80	82.90	中国太保	0.54	0.50	0.46	0.42	0.38	增持
中国人寿	49.60	51.90	57.30	63.00	69.30	中国人寿	0.77	0.74	0.67	0.61	0.55	增持
中国人保H	3.39	3.61	3.90	4.49	5.33	中国人保H	1.41	1.32	1.23	1.06	0.90	增持
中国太平H	48.58	58.16	67.58	77.86	83.59	中国太平H	0.43	0.36	0.31	0.27	0.25	增持
阳光保险H	10.06	10.50	11.31	12.03	12.68	阳光保险H	0.30	0.29	0.27	0.25	0.24	增持
友邦保险H	6.37	7.31	8.08	8.79	9.59	友邦保险H	1.54	1.34	1.21	1.12	1.02	增持
保诚H	16.64	14.84	16.88	17.82	18.86	保诚H	0.84	0.94	0.83	0.79	0.74	增持
EPS	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**P/E**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**评级**
中国平安	6.95	7.44	8.04	8.64	9.27	中国平安	8.04	7.51	6.95	6.46	6.02	增持
新华保险	8.41	11.63	12.07	12.96	14.32	新华保险	7.11	5.14	4.95	4.61	4.18	增持
中国太保	4.67	5.56	5.71	6.18	6.77	中国太保	6.80	5.71	5.56	5.14	4.69	增持
中国人寿	3.78	5.45	5.75	6.31	6.91	中国人寿	10.12	7.02	6.66	6.06	5.54	增持
中国人保H	0.95	1.04	1.06	1.08	1.10	中国人保H	5.03	4.59	4.51	4.42	4.34	增持
中国太平H	2.35	7.53	5.99	6.39	6.66	中国太平H	7.78	2.43	3.05	2.86	2.75	增持
阳光保险H	0.47	0.55	0.58	0.66	0.72	阳光保险H	6.50	5.55	5.26	4.63	4.24	增持
友邦保险H	0.63	0.59	0.87	0.99	1.15	友邦保险H	15.58	16.64	11.28	9.91	8.53	增持
中国财险H	1.45	1.82	1.85	1.87	1.88	中国财险H	9.75	7.77	7.64	7.56	7.52	增持
众安在线H	0.41	0.65	0.97	1.01	1.06	众安在线H	25.34	15.98	10.71	10.29	9.80	增持
保诚H	0.86	1.56	1.36	1.39	1.46	保诚H	16.30	8.98	10.30	10.08	9.60	增持
BPS	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**P/B**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**评级**
中国平安	50.99	55.25	58.83	62.41	66.05	中国平安	1.10	1.01	0.95	0.89	0.85	增持
新华保险	30.85	35.75	39.64	44.44	48.57	新华保险	1.94	1.67	1.51	1.35	1.23	增持
中国太保	30.29	31.41	33.35	34.89	36.51	中国太保	1.05	1.01	0.95	0.91	0.87	增持
中国人寿	18.03	21.06	23.51	25.64	28.10	中国人寿	2.12	1.82	1.63	1.49	1.36	增持
中国人保H	6.08	6.99	7.20	7.37	7.53	中国人保H	0.79	0.68	0.66	0.65	0.63	增持
中国太平H	24.23	30.92	33.41	35.72	37.66	中国太平H	0.85	0.67	0.62	0.58	0.55	增持
阳光保险H	5.40	5.06	5.35	5.71	6.08	阳光保险H	0.57	0.60	0.57	0.53	0.50	增持
友邦保险H	3.74	4.12	4.47	4.78	5.14	友邦保险H	2.62	2.38	2.20	2.05	1.91	增持
中国财险H	11.60	12.86	13.80	14.74	15.69	中国财险H	1.22	1.10	1.02	0.96	0.90	增持
众安在线H	14.24	15.11	16.17	17.28	18.45	众安在线H	0.73	0.69	0.64	0.60	0.56	增持
保诚H	6.58	7.89	8.30	8.52	8.94	保诚H	2.13	1.78	1.69	1.64	1.57	增持

数据来源：iFind，公司公告，国泰海通证券研究 注：数据截止日期：2026年8月28日。中国太平单位为港元；友邦保险单位为美元；保诚单位为美元；其他公司EVPS、EPS、BPS单位为人民币元。港元兑人民币汇率采用0.88，港元兑美元汇率采用0.13

仅供内部参考，请勿外传！

04

多元金融：多元金融超额回报由扩表转向定价能力，看好三类定价权龙头

仅供内部参考，请勿外传！

04 看好具备定价能力的公司

在低利率、高波动、信息爆炸的环境下，多元金融的超额回报不再主要来自扩表，而来自更强的定价能力。

- 具备更强风险定价能力的期货公司，能够为产业客户提供套保、场外衍生品及跨境风险管理服务，将品种扩容、套保渗透和企业出海需求转化为客户权益、风险管理及境外金融服务收入。
- 具备更强资产定价能力的租赁公司，能够依托渠道、标准化产品与全周期风控提升优质资产获取、收益水平与风险管理效率，进而形成稳定利差、较低信用成本和持续分红。
- 具备更强信息定价能力的AI投研公司，能够以金融数据、场景化Skill与Harness打造投研及金融Agent服务，进而通过B/C端收费和MCP/API调用扩大金融信息服务收入。

推荐三类定价权：资产定价（租赁）—风险定价（期货）—信息定价（AI 投研）。



资产定价

租赁

渠道、定价、资金与租后管理
形成可持续现金回报

ROE 与分红





风险定价

期货

品种、流动性与产业服务
把市场波动转化为服务收入

客户权益与服务收入





信息定价

AI投研

Data、Skill 与 Harness
把专业知识转化为决策服务

订阅、API 与 Agent

资料来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.1 资产定价：租赁把资本转化为可持续现金回报

仅供内部参考，请勿外传！

4.1.1 利率企稳后，资产端能力主导租赁公司回报分化

- **利率企稳后，融资与期限管理继续提供经营底盘，回报分化更多来自资产获取、风险定价和租后处置：三者分别决定可投放规模、利差对预期损失的覆盖，以及信用成本与资金回收效率。**
- 2022年以来监管持续明确租赁物边界、直租导向、资本治理、评级准入和全流程管理要求，专业资产组织能力由竞争优势上升为稳健扩表门槛。

时间	文件	发布机构	核心内容	经营影响
2022-02	加强融资租赁业务合规监管通知 银保监办发〔2022〕12号	原银保监会	限制构筑物租赁，纠治类信贷和新增地方隐性债务，安排存量压降	启动租赁物合规清理，推动资产转向真实设备
2023-10	规范经营与合规管理通知 金规〔2023〕8号	金融监管总局	压降售后回租，强化新增直租导向，并允许差异化过渡安排	厂商合作、设备估值和直租组织能力重要性上升
2024-08	鼓励、负面及项目公司清单 金办发〔2024〕91号	总局办公厅	明确27类鼓励方向、租赁物负面清单和项目公司业务正面清单	设备更新、新质生产力与可运营大设备边界更清晰
2024-09	《金融租赁公司管理办法》 总局令2024年第6号	金融监管总局	最低注册资本10亿元，完善治理、业务分类、资本监管和租赁物范围	资本、治理和专业经营能力共同约束稳健扩表
2025-01	《金融租赁公司监管评级办法》 金规〔2025〕3号	金融监管总局	治理20%、资本15%、风险30%、专业25%、信息科技10%，评级联动准入	专业与科技能力加速转化为专项业务和创新空间
2025-12	《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》 金规〔2025〕25号	金融监管总局	覆盖尽调、审批、合同、租后、风险控制与取回处置；2026-01-01施行	权属、估值、残值和处置能力成为全流程硬约束

资料来源：国家金融监督管理总局、原银保监会；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.1.2 厂商生态支撑可复制资产供给，稳定利差验证江苏金租经营质量

- **江苏金租将租赁嵌入设备销售场景，厂商及经销商提供客户触达、设备信息与售后协同，公司用标准产品、评分卡和租后数据完成批量定价与风控；**2017年-2024年，合作伙伴从227家增至5,847家，验证模式可复制。
- 2018年以来租赁业务净利差维持2.9%—3.9%，2026Q1不良率0.88%、拨备覆盖率超过400%；总资本/核心一级资本充足率15.98%/14.76%，稳定风险调整后收益支撑扩表与分红。

图58：厂商及经销商持续扩张（家）

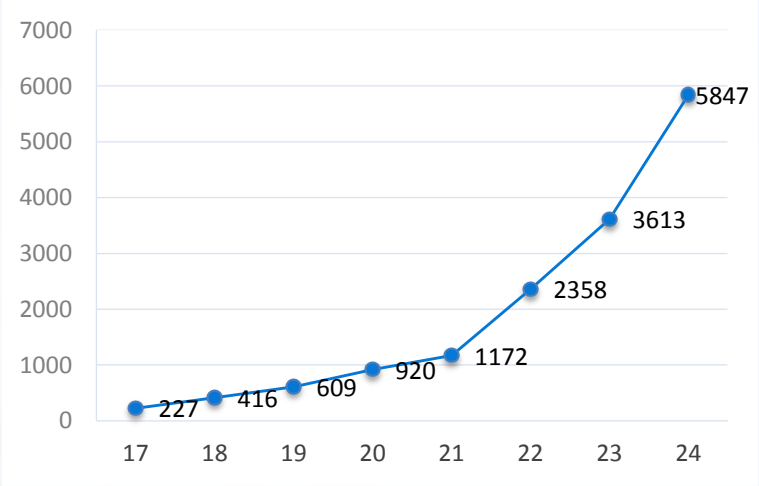


图59：标准化租赁形成获客与风控闭环



资料来源：江苏金租ESG报告、年报、季报；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.1.3 行业化经营支撑远东宏信利差，普惠风控效率决定利润转化

- **远东宏信金融服务依托行业团队和属地网络组织资产：传统业务服务头部及名单制客户，以定制方案和专业评审稳定回报；普惠业务下沉区域中小企业，以标准产品和数字化审批扩大覆盖。**
- 2025年净利差4.39%，整体不良率1.03%、信用成本0.31%；普惠以10.4%的生息资产贡献15.6%的利息收入，净信用成本5.19%，催收、核销与标准化风控效率决定利润转化。宏信建发与金融服务独立并行。

图60：远东宏信金融服务的双路径资产组织

	传统金融业务	普惠金融业务
客户入口	产业行业团队｜头部及名单制客户	城市作业小组｜区域中小企业
产品与审批	定制综合方案｜专业评审与项目评议	标准产品｜数字化审批与全周期催收
收益与风险	净利差4.39%｜整体信用成本0.31%	资产占10.4%｜收入占15.6%｜信用成本5.19%
经营定位	稳定利差与利润底盘	形成收入增量｜风控效率决定利润转化

资料来源：远东宏信年报、业绩材料；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.1.4 资产端经营持续兑现分红，高股息强化租赁板块配置价值

- **租赁高股息的基础来自风险调整后资产回报与资本约束的匹配：净利差和信用成本决定利润与现金回收，资本余量决定扩表和分红的平衡。江苏金租以标准化设备资产兼顾成长与分红，远东宏信金融服务提供稳定现金流底盘。**
- 以所属财年DPS除以该财年末收盘价回溯，2018—2025年江苏金租、远东宏信平均现金股息率分别为5.32%和6.47%；稳定盈利、资本余量与分红政策共同提升现金回报的持续性。

图61：连续现金分红验证资产回报兑现

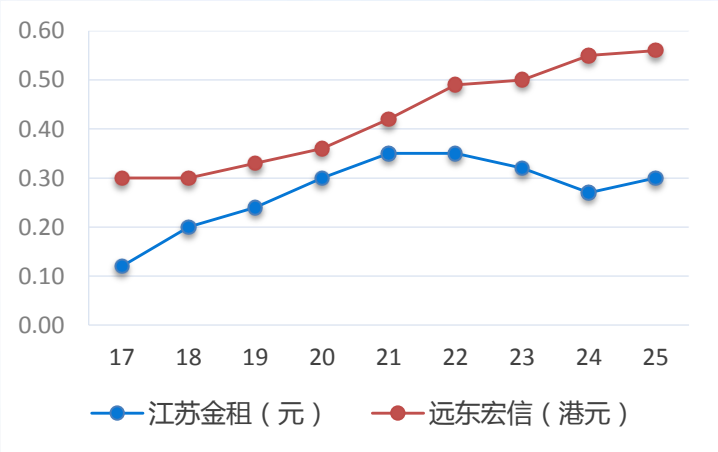
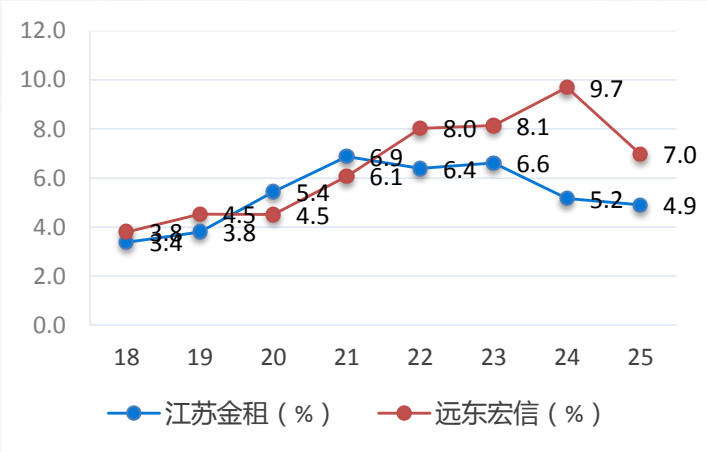


图62：历史回溯现金股息率维持较高水平（%）



资料来源：公司公告、wind；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.2 风险定价：期货把市场波动转化为服务收入

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.1 制度与产品持续扩容，期货行业由周期波动走向结构成长

- **成交活跃度仍随行情波动，行业容量中枢由制度、品种和客户覆盖持续抬升。**2022年《期货和衍生品法》奠定场内外与跨境业务基础，2024年高质量发展意见部署品种、产业客户、金融期货和开放，2026年国债期货与场外衍生品规则继续落地。上市期货及期权品种由2015年的52个增至2026年6月的167个，增长驱动逐步延伸至客户渗透与综合服务深度。

时间	文件	发布机构	核心内容	行业含义
2014-05	资本市场“国九条” 国发〔2014〕17号	国务院	发展商品期货、期权和金融衍生品，支持机构套保与期货机构创新开放	确立品种扩容、机构创新和国际化的长期方向
2022-04	《期货和衍生品法》 2022-08-01施行	全国人大常委会	建立场内外衍生品法律框架，规范交易结算、经营机构和跨境监管	产品创新、场外服务和国际参与获得稳定法律基础
2024-10	期货市场高质量发展意见 国办发〔2024〕47号	国务院办公厅	提出2029、2035目标，部署品种、产业客户、金融期货和对外开放	行业扩容由交易规模延伸至客户、工具和服务边界
2025-06	程序化交易管理规定（试行） 2025-10-09施行	中国证监会	建立事前报告、系统接入、托管席位和交易监测制度	市场容量提升与技术治理同步推进，强化系统风控门槛
2026-04	QFI/RQFII参与国债期货公告 证监会公告〔2026〕7号	中国证监会	允许QFI/RQFII参与全部上市国债期货，交易用途限于套期保值	人民币债券配置新增境内对冲工具和机构服务场景
2026-05	衍生品交易监督管理办法（试行） 2026-11-16施行	中国证监会	统一规范互换、远期和非标期权；相关业务要求净资本持续不低于5亿元	场外业务获得制度承载，资本和合规能力决定增量分配

资料来源：全国人大常委会、国务院、证监会、中期协；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.2 套保渗透与客户资产沉淀，构成期货行业长周期增量

- **2014—2025年发布套保公告的非金融A股公司由187家增至1,892家、参与率由7.4%升至35.4%；期货公司年末客户权益由0.27万亿元升至2万亿元以上，实体需求已沉淀为经纪、保证金利息与机构服务的资金基础。**
- 同期风险管理子公司总资产由2013年的25亿元增至2023年的1,893亿元，服务链延伸至方案设计、基差贸易和场外衍生品。成交量与成交额增速错位主要反映价格、合约乘数和品种结构变化，客户参与率、客户权益与服务存量更能验证成长中枢。

图63：非金融A股公司套保参与持续提升（家）

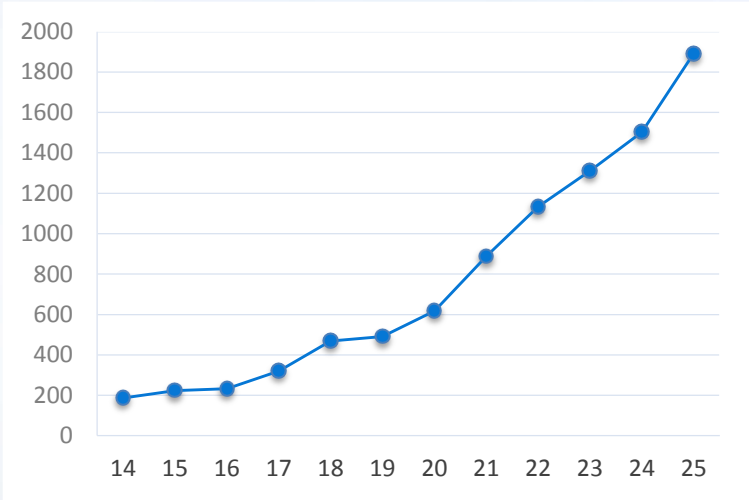
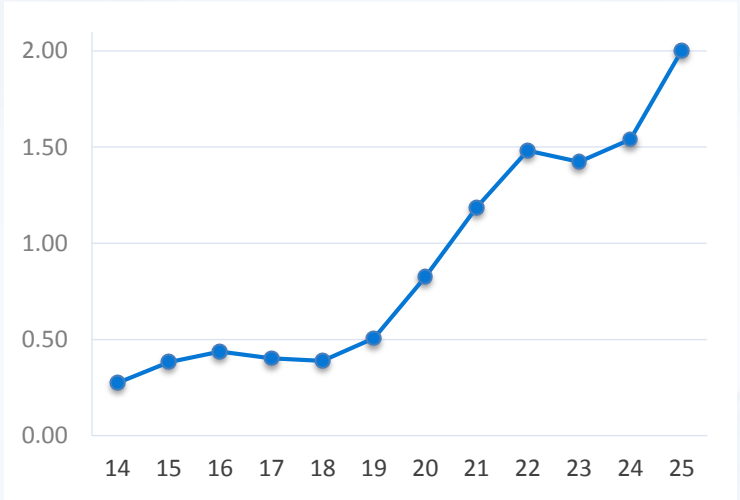


图64：期货公司客户权益中枢持续抬升（万亿元）



资料来源：中期协、上期所、中国资本市场学会；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.3 企业出海与国债期货开放，共同打开跨境衍生品需求

- 中国对外直接投资流量由2014年的1,231亿美元升至2024年的1,922亿美元，2025年企业外汇衍生品规模超过1.9万亿美元、套保率升至30%，境外采购、生产、销售和融资持续增加商品、汇率与利率敞口。
- 境外主体人民币债券持仓由2018年的1.79万亿元增至2025H1的4.28万亿元；2026年4月起QFI/RQFII可为套期保值参与全部上市国债期货，客户接入、方案设计、交易执行、结算和保证金管理形成完整服务链。

图65：境外人民币债券持仓形成利率对冲需求（万亿元）

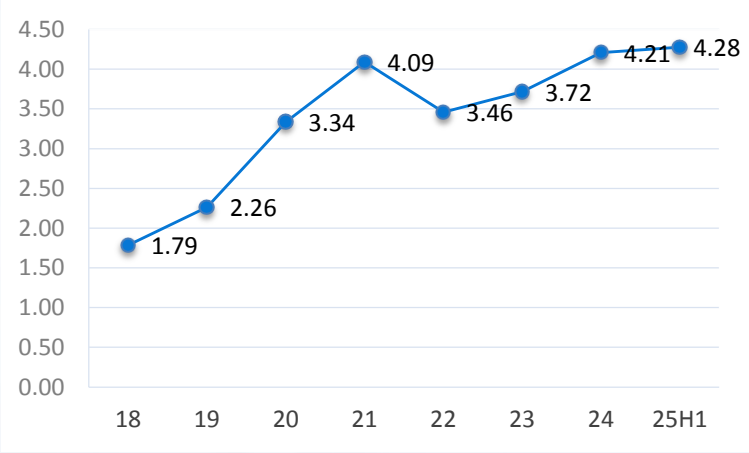
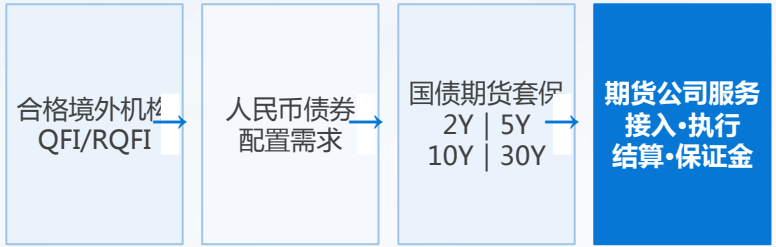


图66：QFI/RQFII国债期货套保服务链



企业出海扩大跨市场敞口，海外牌照、会员清算与本地服务网络决定需求向客户资产和收入转化的效率

资料来源：商务部、国家统计局、外汇局、中国人民银行、证监会；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.4 南华期货：海外客户资产与利润同步增长，先发网络加速兑现

- **南华海外平台已进入客户资产兑现阶段。**2020—2025年境外经纪客户权益由53.6亿港元增至233.1亿港元，资管规模由6.4亿港元增至48.1亿港元，境外金融服务收入与营业利润同步提升。
- **18个交易所会员资格和15个清算席位构成跨市场承接基础。**企业出海扩大风险管理需求，国债期货等品种开放新增机构服务场景，海外客户净流入、活跃度、资管净申购与分部利润率决定后续贡献。

图67：境外客户权益与资管规模加速增长（亿港元）

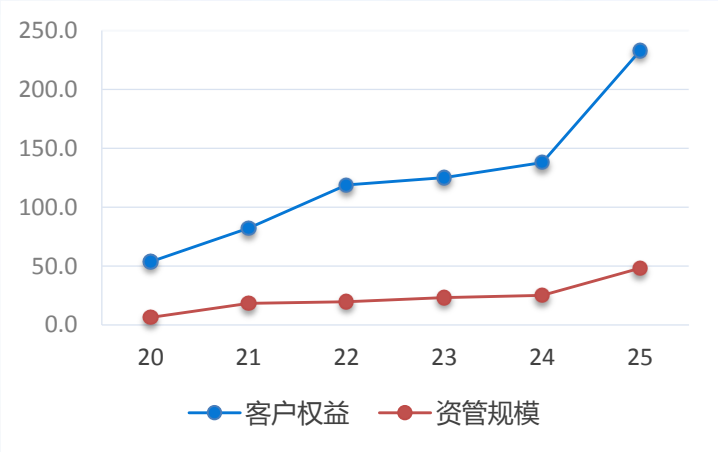
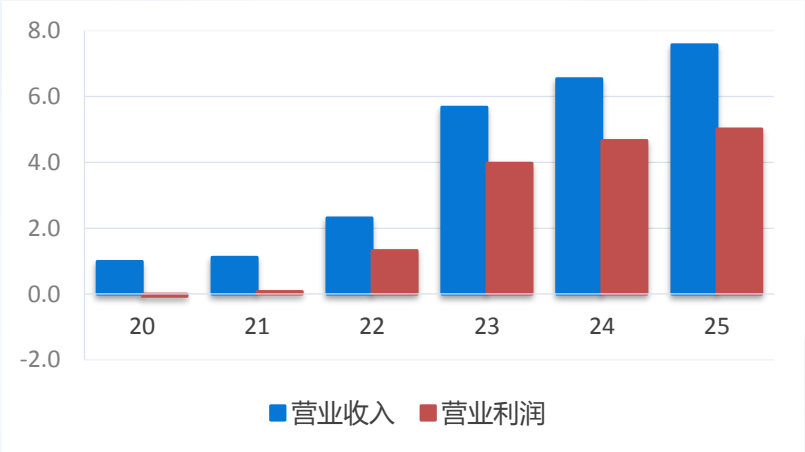


图68：境外金融服务收入与营业利润同步提升（亿元）



资料来源：南华期货公告、发行审核材料；国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.3 信息定价：AI投研把数据与知识转化为决策支持

仅供内部参考，请勿外传！

4.3.1 AI主要在重复性工作与信息发现方面提供辅助

- AI的主要优势在于更低的时间处理海量的信息，并在标准化任务中保持较强的一致性和纪律性。借助AI，分析师和基金经理能够减少重复性工作并更好的进行信息发现；在数据和逻辑方面，AI均可以提供一定辅助。

图69：AI能够在数据和逻辑两个方面提供帮助

数据需求
AI 价值：信息发现

- 四类信息源：公司、专家、新闻媒体、其他分析师
- 自动采集公告、纪要、研报并结构化解析
- 实时监控一手数据，交叉验证信息真实与时效
- 从海量信息中挖掘非共识信号，扩大发现半径

逻辑需求
AI 价值：重复性工作自动化

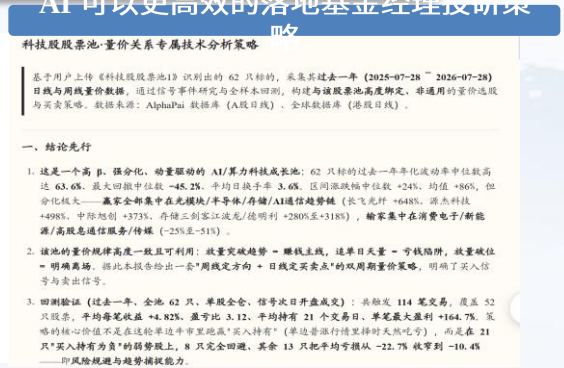
- 事实层：信息筛选、归类与真实性校验
- 归因层：事实拆解、原因定位与因素梳理
- 推演层：财务测算、估值与风险检查自动化
- 决策层：图表、模型与研报初稿由 AI 生成

AI 做可标准化、可复用的环节；分析师专注假设、判断与决策

AI 主要在重复性工作与信息发现方面为分析师和基金经理提供辅助
把数据收集、整理与初稿生成交给 AI，让分析师和基金经理专注于判断与决策







数据来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4.3.2 金融信息服务商开始针对Agent场景进行付费，按次数付费打开公司收入增量空间

- **Agent具备行动的能力，能够将想法真正落地，为了保证功能的灵活畅通，需要大脑指挥，指令串联，生产工具支持。Model：**Agent 的大脑，负责理解、推理和做决策。代表厂商有OpenAI、Deepseek、智谱、Minimax；**Data：**Agent知识库。提供上下文、历史和私有资料，减少数据幻觉。代表厂商有Wind、同花顺、东方财富、讯兔科技；**Skill：**Agent的生产工具。提供可调用的工具与执行能力；**Harness：**Agent的骨架。串联全部组件，增强执行任务的完成与质量。代表产品：Cowork、Codex、Workbuddy、AlphaPai。
- **传统金融信息服务商主要针对B端进行收费，基于调用次数收费能够降低一次性订阅系统的高额费用，进而能够打开C端投顾收费空间，从而捕捉增量市场。如同花顺的数据调用针对企业和个人提供了两种模式以满足不同群体的需要。**

图70：Agent从产品维度可拆分为四个组件



图71：同花顺的收费模式



数据来源：Wind

表34：不同厂商数据调用的费用

能力类型	定价	单问题消耗积分
Wind	10000积分/百元	消耗0.51积分（约0.005元））（折扣前消耗0.85积分）
同花顺	5000积分/40元	消耗3积分（约0.024元）
东方财富	10000积分/百元	消耗1.04积分（约0.01元）

数据来源：国泰海通证券研究。注：提问问题为：帮我查询过去一年里，非银板块（按照申万行业分类）日均成交量最高的股票。采用混元大模型，workbuddy环境进行测试。

仅供内部参考，请勿外传！

4.3.3 在未来，我们认为优质的Skill也需要付费

- **Skill是完成任务的攻略，需要对一个领域的深刻洞见，丰富的经验和理解，才能产生一个优质的Skill，进而沉淀为一项优质资产。**优质的Skill能够较好满足用户需求。我们认为优质的Skill在未来需要通过付费的方式才可解锁使用，本质是对于某个领域的深刻洞见而付费。

- **Agent提供商，外部MCP提供商和行业资深人员，更可能产生优质Skill。**前者可以凭借用户的使用反馈持续迭代进而形成优质Skill，后两者凭借自身在特定领域的专业知识，深刻洞察而形成优质Skill。特别是前两者，更易产生收费。Agent提供商较为清楚自身的内部架构，写出的Skill更匹配自身架构风格；MCP提供商清楚自身的数据结构，其推出的Skill与公司数据库结构更为契合，更便于找到对应的数据。

图72：各家金融信息服务公司提供的Skill



数据来源：Wind，通达信，同花顺，国泰海通证券研究。图从左至右依次为Wind、通达信、同花顺

请参阅附注免责声明

仅供内部参考，请勿外传！

4.3.4 MCP接口模式有望为金融信息服务公司打开50亿增量市场空间

MCP接口极大降低使用专业金融数据库门槛，普通C端用户能够用金融数据为自身需要赋能。

表35：借用Agent调用专业金融信息数据在C端市场我们预计规模在50亿元

		计算逻辑	分析
个人投资者（单位：亿）	2.51	1)	
付费渗透率（单位：%）	5%	2)	当前渗透率接近3%，MCP接口极大降低投顾门槛，假设渗透率来到5%
付费用户数（单位：亿）	0.1255	3)=1)*2)	
年费（单位：元）	400	4)	采用同花顺年费数据
规模（单位：亿元）	50.2	5)=3)*4)	

数据来源：中国结算，同花顺，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

4.4 投资建议：沿资产、风险与信息定价能力配置多元金融

仅供内部参考，请勿外传！

4.4.1 投资建议

当前期货与多元金融正处于制度供给、产业需求与经营能力共同支撑的阶段，三类主体的核心壁垒可分别归入三种定价能力：

- 风险定价维度，期货公司受益于品种与制度供给扩容带来的产业链套保和风险管理需求，以及企业出海打开的跨境衍生品服务空间，有望将产业服务能力持续转化为客户权益沉淀与风险管理业务收入；
- 资产定价维度，租赁公司凭借渠道、标准化产品、信用模型与租后处置体系，提升优质资产获取效率和风险调整后收益，以稳定利差、低信用成本与资本效率夯实盈利和连续分红基础；
- 信息定价维度，金融信息服务进入商业化加速落地期，数据层以高质量金融数据集通过API实现商业化收费，Skill层凭业务沉淀与终端需求理解产出适配场景的高质量技能。

建议关注风险定价能力突出、产业服务与境外业务共振的期货公司，推荐瑞达期货、南华期货；资产定价能力强、分红韧性突出的租赁公司，推荐江苏金租、远东宏信；以及手握高质量金融数据资产、深耕业务场景并具备Skill开发迭代的信息定价型公司，推荐同花顺，东方财富。

表36：多元金融推荐公司估值表

股票简称	股票代码	收盘价（人民币元）2026/8/25	BPS（元）			PB			
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	评级
江苏金租	600901.SH	6.59	4.33	4.65	5.01	1.52	1.42	1.32	增持
远东宏信	3360.HK	6.09	10.82	11.69	12.66	0.56	0.52	0.48	增持
			EPS（元）			PE			
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	评级
瑞达期货	002961.SZ	18.79	1.15	1.79	2.06	16.34	10.50	9.12	增持
南华期货	603093.SH	11.55	0.63	0.95	1.12	18.33	12.16	10.31	增持
同花顺	300033.SZ	215.48	4.26	6.18	6.86	50.58	34.87	31.41	增持
东方财富	300059.SZ	18.93	0.76	0.97	1.13	24.91	19.52	16.75	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：1港元=0.87人民币

仅供内部参考，请勿外传！

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

5.1 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；

AI技术发展不及预期

监管政策存在不确定性。



仅供内部参考，请勿外传！

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，本报告清晰准确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

投资建议的比较标准
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。

	评级	说明
股票投资评级	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
	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

仅供内部参考，请勿外传！

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所非银金融团队