



# 存款迁移，非银负债和资产两端受益

——非银金融行业2026年春季投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

姓名 张恩琦（联系人）

证书编号：S0790125080012

邮箱：zhangenqi@kysec.cn

2026年3月5日

# 核心观点

## 保险：负债和资产端双轮驱动，权益弹性突出

- **负债端看：**充分受益于居民存款迁移，分红险在牛市预期加持下性价比凸显，叠加低基数，2026年开年个险渠道新单增速向好；银保渠道有望延续2025年的较高增长。分红险占比持续提升，刚性负债成本回落利好险企估值抬升。
- **资产端看：**长端利率企稳、权益市场向好利于净资产和险企盈利表现。
- 春节假期前后，保险H和A股标的调整较明显。除了2026年开年前后保险板块有所抢跑上涨带来高基数外（开门红+牛市预期），AI冲击的担忧（对保险中介等销售渠道或有替代；对白领就业和经济带来潜在冲击）也对板块带来负面压制。我们认为，AI有望提升传统金融机构运营效率，负债端和资产端向好的中期趋势并未改变，A股上市险企PEV平均估值降至0.78倍，短期调整带来较好赔率。**3-4月逐步进入保险和券商板块业绩催化窗口，看好布局机会，推荐中国太保、中国人寿H股、中国平安。**

## 券商：景气度有望延续，估值仍在低位，看好板块战略性增配机会

- **基本面景气度有望延续，2026年ROE有望持续攀升。**2026年开年市场活跃度扩张明显，公募基金新发高增，经纪和财富管理业务线有望延续高景气，头部券商海外扩表可期。我们预计上市券商2025-2026年净利润同比+52.3%/+29.6%（扣除大额非经常性损益口径），2026年加权ROE有望达到10%。
- **盈利高景气延续+低估值+长期滞涨，看好券商板块春季攻势。**2025年至今滞涨持续时间1年左右，主要受2024年“9.24”期间上涨较多、资金面压制和降费担忧等因素压制。2026年开年市场活跃度扩张，财富管理和海外业务有望成为券商盈利中枢抬升的重要驱动。板块估值逐步降至历史低位，公募基金持仓位于历史底部位置，看好券商板块春季行情。
- **推荐三条主线：**低估值且大财富管理业务利润贡献较高的华泰证券和广发证券；低估值龙头券商国泰海通、中金公司H和中信证券；零售优势突出的国信证券，受益标的同花顺。

**风险提示：**股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

# 目录

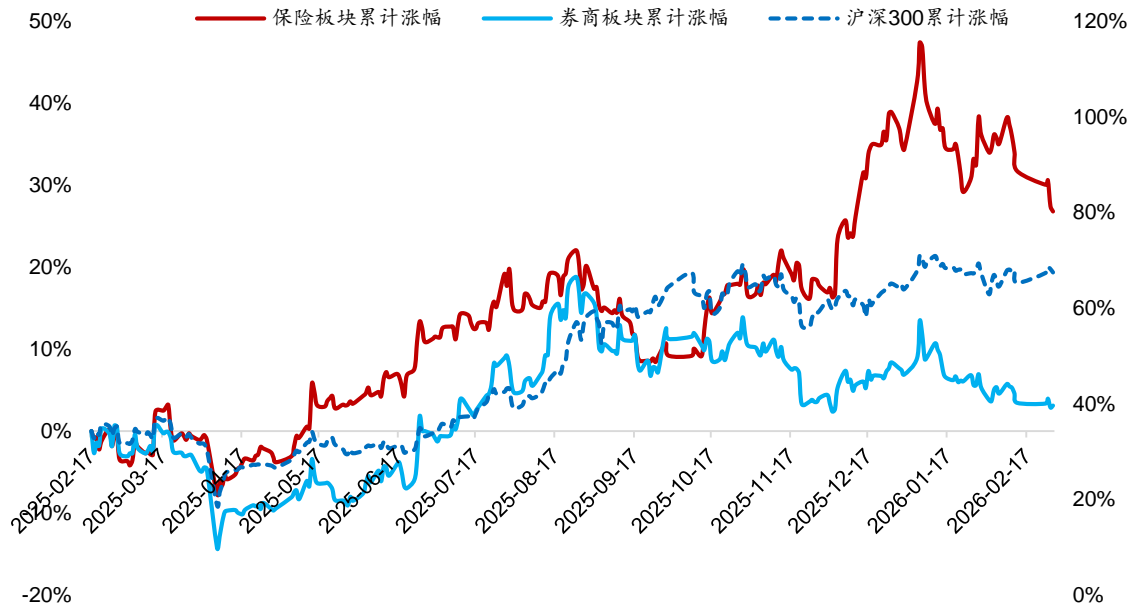
## CONTENTS

- 1 复盘：保险相对跑赢，券商滞涨明显
- 2 保险：负债和资产有望双轮驱动
- 3 券商：景气度延续，低估值高赔率
- 4 风险提示

# 复盘：保险板块跑赢，券商板块滞涨

- 2025年4月-8月：相对沪深300指数，券商板块和保险板块均体现一定超额，券商板块涨幅略强，市场交易量持续走高。
- 保险板块：2025年8月后明显跑赢。负债端看，2025年3季度个险新单增速明显改善，分红险转型持续见效，存款迁移带动银保渠道超预期，开门红高增。资产端看，利率企稳趋势确立，增配权益背景下，险企3季报净利润弹性突出，牛市预期同样带动险企2026年开年上涨。
- 券商板块2025年8月后滞涨原因：1) 资金面减持对板块交易端和基本面预期都带来压制。2) 降费降佣下，担忧牛市下的盈利空间。3) 2026年1月券商AH股增发频发，再融资担忧。

图表1：2025年8月是分水岭，之后保险板块跑赢，券商板块滞涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表2：创投、期货主题带动多元金融部分标的领涨

证券代码	证券简称	类型	涨跌幅 (%)
			2025/4/9-2026/2/27
600783.SH	鲁信创投	多元金融	123
300803.SZ	指南针	证券IT	117
000935.SZ	四川双马	多元金融	99
002961.SZ	瑞达期货	多元金融	89
000415.SZ	渤海租赁	多元金融	88
603093.SH	南华期货	多元金融	76
000987.SZ	越秀资本	多元金融	67
601336.SH	新华保险	保险	66
601696.SH	中银证券	券商	50
000617.SZ	中油资本	多元金融	50
601688.SH	华泰证券	券商	47
000776.SZ	广发证券	券商	42
601601.SH	中国太保	保险	41
601519.SH	大智慧	证券IT	41
002736.SZ	国信证券	券商	38
600901.SH	江苏金租	租赁	36
601555.SH	东吴证券	券商	36
601318.SH	中国平安	保险	34
601319.SH	中国人保	保险	32

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

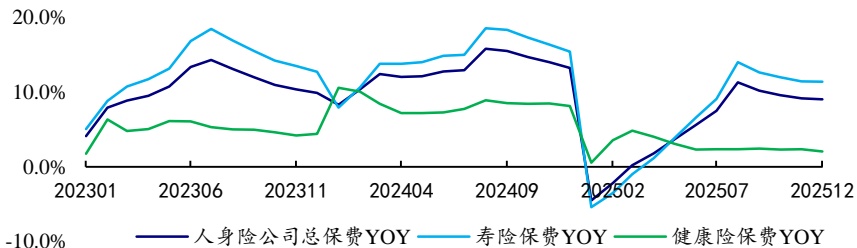
## CONTENTS

- 1 复盘：保险相对跑赢，券商滞涨明显
- 2 保险：负债和资产有望双轮驱动
- 3 券商：景气度延续，低估值高赔率
- 4 风险提示

## 2026年“开门红”新单增速较好，低基数、分红险转型见效和银保网点扩张助力

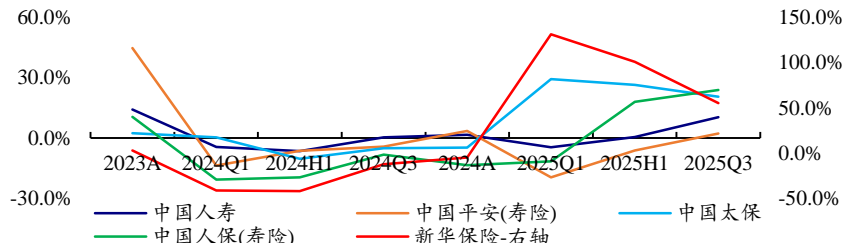
- **低基数**：2025年受报行合一、分红险转型等多因素影响，1季度中国平安、中国人寿及人保寿险新单同比负增。
- **分红险转型加速**：（1）牛市带动分红险吸引力提升，牛市预期加持分红险销售；（2）居民存款集中到期，保险产品稳定收益、养老和健康保障优势突出，成为承接存款的重要力量。
- **银保渠道网点扩容**：银保“1+3”网点放开后，头部险企加大与银行网点的合作力度，有望驱动2026年银保渠道保持较高的增长。

图表3：2025年人身险总保费同比+9.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表4：上市险企新单同比增速有分化，2025Q3新单均实现同比正增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表5：2026年“开门红”中分红险为主，演示利率在3.3%-3.9%区间

公司	产品名称	产品类型	预定利率	演示利率	回本年限
中国平安	御享金越(2026)终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第7年 不+分红：第10年
	盈尊优享(A款)终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第6年 不+分红：第8年
	御享金越年金保险(分红型)	分红年金	1.75%	3.32%	+分红：第7年 不+分红：第10年
中国人寿	鑫鸿福养老年金保险(分红型)	分红养老年金(1.75%+)	1.75%	3.36%	+分红：第8年 不+分红：第10-15年
中国太保	鑫福相伴(盛世版)终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第9年 不+分红：第10年
	鸿福添年年年金保险(分红型)	分红年金	1.75%	3.37%	+分红：第9年 不+分红：第9年
新华保险	盛世荣耀庆典版终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.90%	+分红：第4年 不+分红：第6年
太平保险	国威一号终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第7年 不+分红：第10年
	至尊鸿赢A款终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第5年 不+分红：第8年

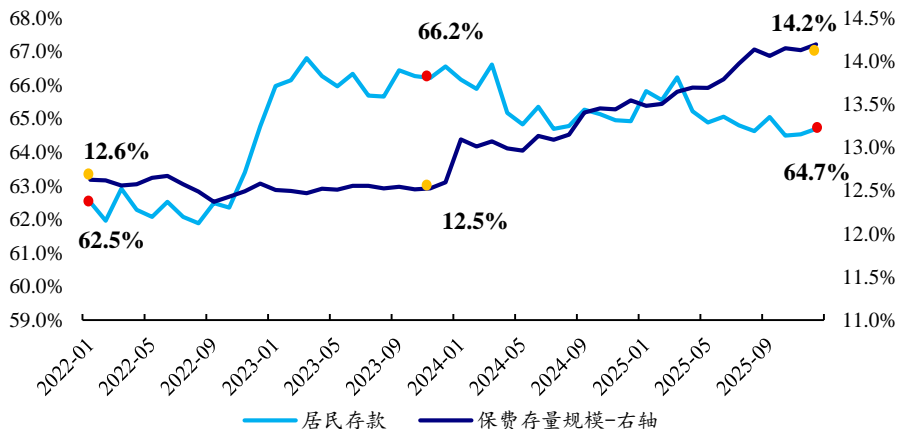
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

注：演示利率和预定利率根据产品说明书中利益演示表演示的保证和分红演示利益测算。

## 保险资产占居民存款及固收类理财资产比重呈提升趋势

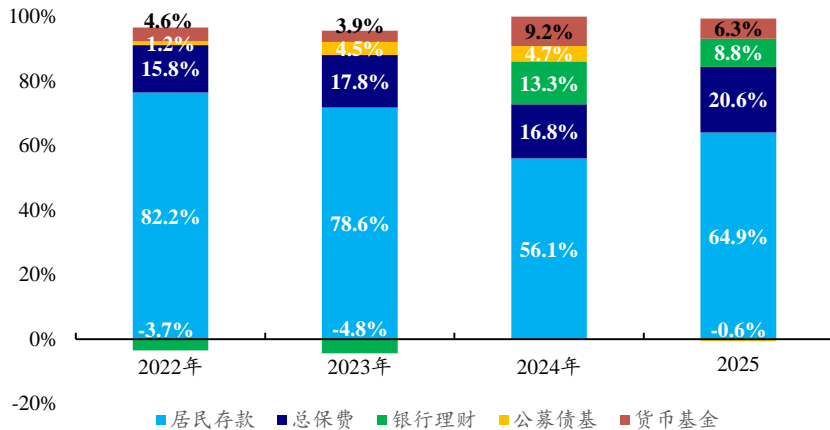
- 从存量结构看，2024年开始呈现出存款向保险存量资产迁移的趋势：2023年12月至2025年12月，居民存款占比从66.2%下降1.5个百分点至64.7%，保费存量规模占比从12.5%上升1.7个百分点至14.2%，银行理财规模占比下降0.8pct，而债基和货币基金规模占比分别提升0.5pct和0.2pct。呈现出存款向保费规模迁移的趋势。
- 从年度流量结构数据看，总保费占比持续提升，2025年提升有所加速：总保费占比从2022年的15.8%提升到2025年的20.6%，3年累计提升4.8pct，2023年提升幅度较快、2024年占比有所下降，期间波动主要受银行理财流量影响。2025年总保费占比提升有所加速，主要受2025年债市波动下债基占比明显下降。

图表6：2023年12月至2025年12月，居民存款占比下降，保费存量占比提升



数据来源：Wind、金融监管总局、开源证券研究所

图表7：自2022年至2025年，新增总保费占比提升4.8pct



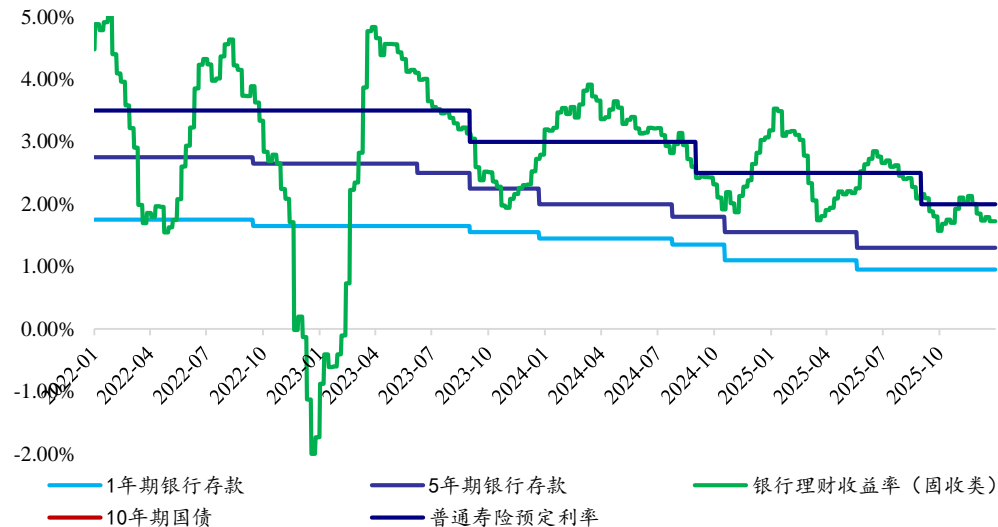
资料来源：Wind、金融监管总局、开源证券研究所

## 2.1 人身险负债端：储蓄和保障双重优势，保险占比有望持续提升

保险资产在居民理财资产的重要地位持续提升，保险在储蓄和保障两方面均有比较优势

- ▶ 短期看，大额存单供给进一步收缩，债市波动；中长期看，分红险转型增加保险产品吸引力；长期看，养老和健康保障需求持续释放，奠定保险“黄金”发展阶段的基石。
- ▶ 我们估算2026年保险资金存量规模约同比+15%，较2025年小幅扩容。

图表8：在多种居民理财收益率中，保险同时具备稳定和较高收益双重特点



数据来源：Wind、金融监管总局、开源证券研究所

图表9：头部公司纷纷布局养老、健康领域，持续推动“保险+”发展

公司	养老、健康相关战略
中国平安	2023年末，集团将战略由“持续推动‘综合金融+医疗健康’战略升级”改为“ <u>持续深化‘综合金融+医疗养老</u> （代表支付方、整合供应方、提供性价比最佳的医疗养老服务） <u>’战略</u> ”
中国人寿	2025年初，发布“333战略”，其中“ <u>积极培育三大新增长极</u> ”中聚焦的三大领域中的两项为“ <u>养老</u> ”和“ <u>健康</u> ”
中国太保	集团三大核心战略中包括“ <u>大康养</u> ”战略；太平洋健康险围绕“ <u>新产品、新渠道、新科技</u> ”战略，全面践行“产品即服务”价值主张，为客户提供有温度、更专业的健康保障和服务

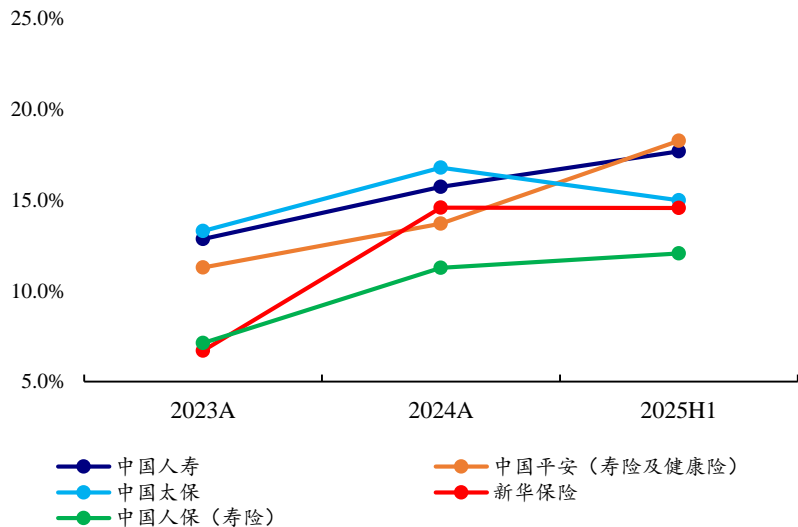
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

## 2.1 人身险负债端：价值率或保持平稳或小幅下降，NBV或将保持稳健增长

价值率受正负双向影响，2026年NBV增速有望在10%-30%之间

- **新业务价值率**：预定利率调降、个险报行合一和高价值率（长期缴和健康险等产品）产品增长利于价值率提升；分红险价值率略低于传统险，银保渠道价值率或略低于个险，今年价值率存在一定的负面压力。
- **NBV增速前瞻**：2026年全年上市险企新单有望实现较快增长，NBV增速有望在10%-30%之间，上半年低基数下NBV增速有望超过全年。

图表10：预定利率调降带来多数险企新业务价值率提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表11：2026年上市险企NBV有望延续高质量增长

公司	2025Q1		2025Q2		2025Q3	
	NBV	YOY	NBV	YOY	NBV	YOY
中国人寿	-	4.8%	285	20.3%	-	41.8%
中国平安	129	34.9%	223	39.8%	357	46.2%
中国太保	58	39.0%	95	32.3%	154	31.2%
新华保险	-	67.9%	62	58.4%	-	50.8%
中国人寿	-	31.5%	50	26.5%	-	76.6%
合计	-	-	716	30.7%	-	-

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

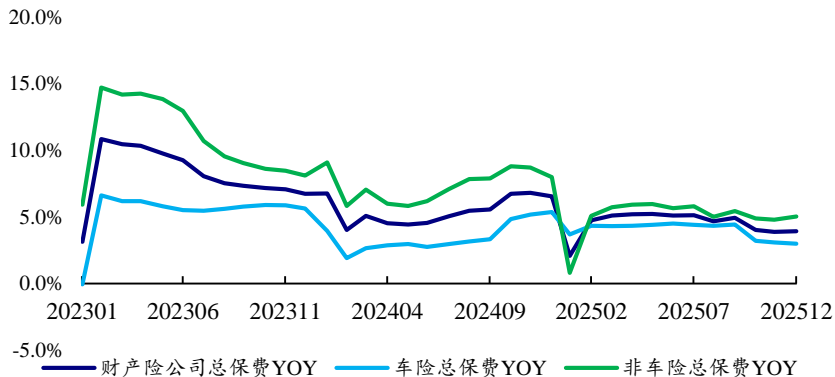
注：除新华外均为可比口径增速，中国平安数据包含寿险及健康险，中国人寿数据仅包含寿险；部分上市险企不公布季度NBV数据；上述NBV数据单位为亿元。

## 2.2 财险负债端：财险保费有望稳步增长

新车销量增加或拉动车险新单提升，非车险增速高于车险

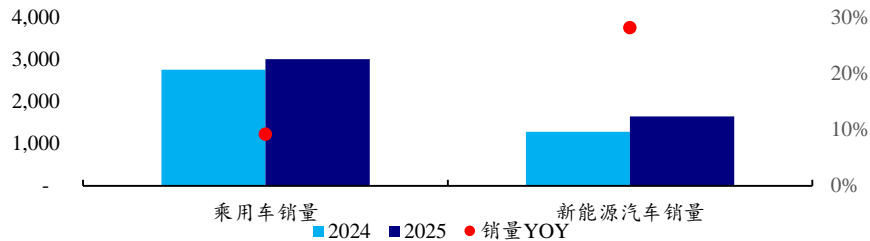
- ▶ **新车销量增加或拉动车险需求：**2025年，乘用车销量同比增加9.2%，新能源汽车销量同比增加28.2%，若趋势延续，预计新一年汽车销量增长有望支撑车险需求。
- ▶ **非车险保费增速超过车险：**2023年至2025年，多数月份财险公司总保费增速靠非车险拉动；平安财险2025年保持较高增速主要靠车险驱动。

图表12：2023年至2025年，财险保费保持正增，非车险增速高于车险



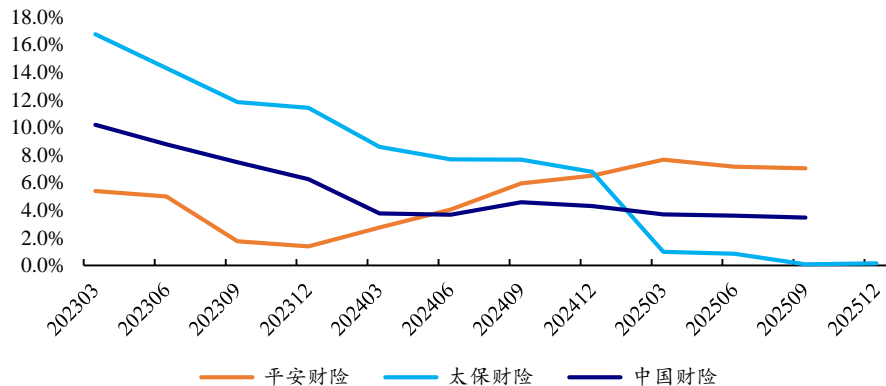
数据来源：金融监管总局、开源证券研究所

图表13：2025年，乘用车、新能源车销量均同比增长



数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

图表14：2024年起，各上市财险保费增速出现分化

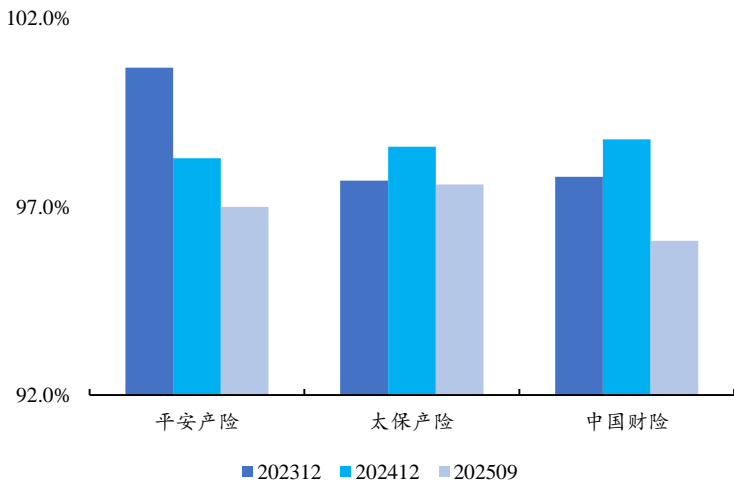


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所  
注：中国财险25Q4数据来自官网月度保费公告

### 展望2026年，非车险报行合一落地或将进一步利好COR

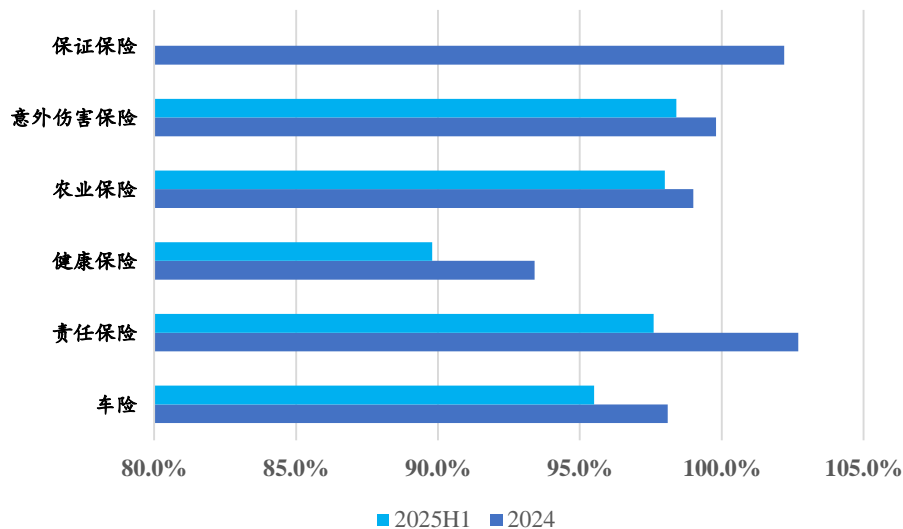
2025年10月，国家金融监督管理总局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，规定非车险“报行合一”于2025年11月1日正式执行，随着非车险报行合一的持续深化推进，非车险COR将有所改善，进一步利好整体COR。

图表15：上市财险公司25Q3综合成本率较2023年有所改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表16：以平安产险为例，多数非车险COR高于车险COR

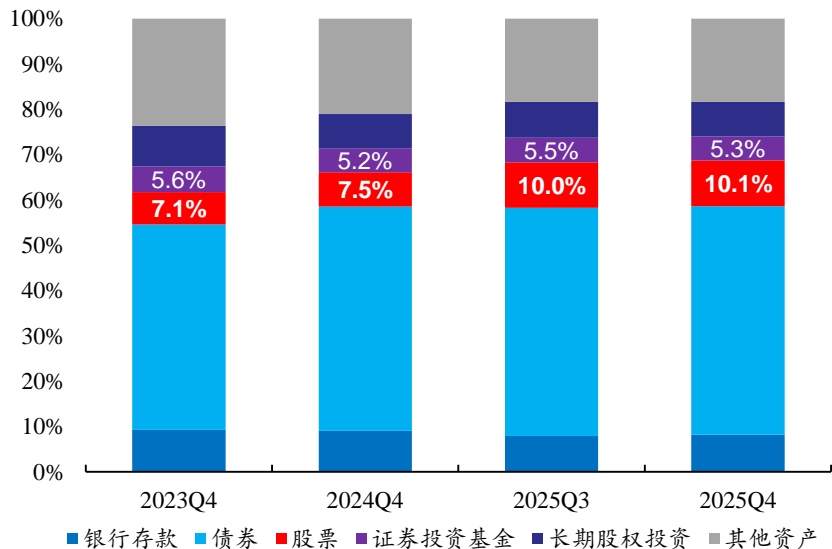


数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

展望2026年，保险资金运用余额有望双位数增长，权益占比或将进一步提升

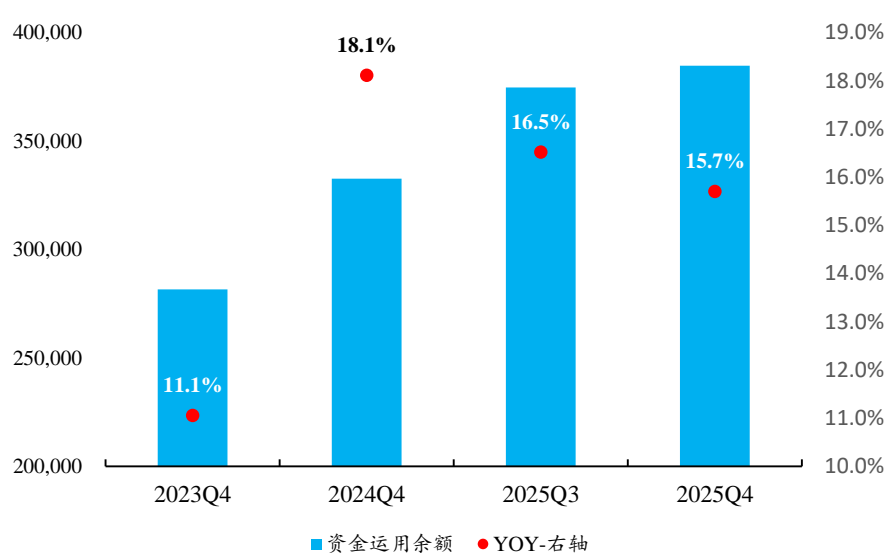
- 2025Q4较2023Q4，保险资金运用余额中股票占比提升2.9pct
- 权益资产增配趋势或将进一步延续，主要受政策引导、牛市预期和分红险转型等多方面因素影响

图表17：2023年至2025年，保险资金运用总额中，权益资产增配明显



数据来源：金融监管总局、开源证券研究所

图表18：保险资金运用余额自2023年至2025年逐年递增



资料来源：金融监管总局、开源证券研究所

展望2026年，保险资金运用余额有望双位数增长，权益占比或将进一步提升

我们估算，假设2025年险企权益类资产价格上涨15%，则当年险企增配股票+基金规模0.98万亿。展望2026年，预计保险资金运用余额同比提升约15%，全年增配股票和基金规模有望超7000亿。

图表19：预计权益资产将进一步增配，保险资金运用余额保持双位数增

保险行业资产端-亿元	2023Q4	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q4
资金运用余额	281,574	332,580	349,312	362,343	374,631	384,799	441,953
保险资金运用余额- YOY	11.1%	18.1%	16.7%	17.4%	16.5%	15.7%	14.9%
保险资金运用余额（人身险） YOY	11.5%	18.9%	16.8%	17.7%			
股票+基金（人身+财险）	34,760	41,067	44,672	47,290	55,931	57,032	69,829
YOY	7%	18%	24%	25%	36%	39%	22%
占比	12.8%	12.8%	13.3%	13.5%	15.5%	15.4%	15.8%
权益资产（股+基+长股投）占比	21.7%	20.4%	21.4%	21.4%	23.4%	23.0%	
				全年增配股基		9,805	7,093
				假设底层资产+15%		47,227	62,735
保费净流入-累计	32,364	33,958	13,471	23,892	33,439	36,762	39,837
YOY	2.8%	4.9%	-5.1%	3.1%	9.2%	8.3%	8.4%
保费净流入-单季度	3,629	3,323	13,471	10,420	9,547	3,323	39,837
资产增值和利润留存-累计	-4,335	17,049	3,261	5,871	8,611	15,457	17,316
比例	-1.7%	6.1%	1.0%	1.8%	2.6%	4.6%	4.5%
全行业总保费规模-亿元	51,247	56,963	21,745	37,350	52,146	61,194	66,396
YOY	9.1%	11.2%	0.9%	5.3%	8.8%	7.4%	8.5%
赔付支出金额-亿元	18,883	23,005	8,274	13,458	18,707	24,432	26,558
YOY	21.9%	21.8%	12.5%	9.4%	8.1%	6.2%	8.7%
赔付支出占比	36.8%	40.4%	38.0%	36.0%	35.9%	39.9%	40.0%

数据来源：金融监管总局、开源证券研究所

## 2.3 资产端：长端利率企稳，股市慢牛预期

长端利率底部企稳，进入横向窄幅震荡阶段，股市有望延续慢牛

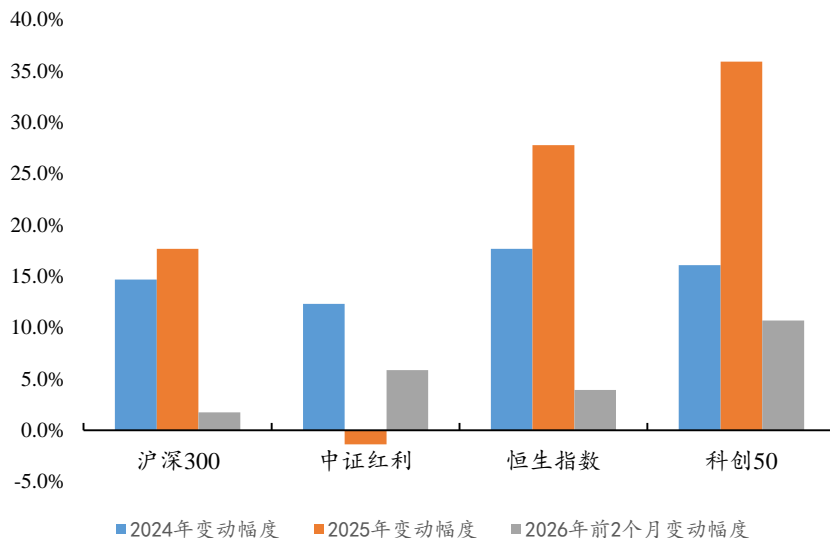
- 利率：2025年初10年期国债下滑趋势明显缓解，随后在1.6%-1.9%区间震荡
- 股市：整体向好，低利率+资本市场资金端资产端机制重塑下，股市有望进入慢牛格局

图表20：2025年初至2026年2月底，利率下滑趋势企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表21：股市呈现慢牛趋势



资料来源：Wind、开源证券研究所

## 利率下行、权益增配等因素影响险企投资收益率

- **净投资收益**：主要受利率低位且中长期仍处于下滑趋势、高固收资产到期再投资等因素的影响，2026年或延续小幅下滑趋势。
- **总投资收益**：在净投资收益的基础上，增配权益等举措或将对冲净投资收益率下滑趋势，高基数下预计总投资收益率2026年同比持平或微幅缩窄。

图表：多数上市险企净投资收益率有小幅下滑趋势

净投资收益率	2023A	2024A	2025H1	2025Q3年化
中国人寿	3.77%	3.47%	2.78%	
中国平安	4.20%	3.80%	3.60%	3.73%
中国太保	4.00%	3.80%	3.40%	3.47%
新华保险	3.40%	3.20%	3.00%	
中国人保	4.50%	3.90%	3.70%	

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表：多数上市险企总投资收益率有波动上升趋势

总投资收益率	2023A	2024A	2025H1	2025Q3年化
中国人寿	2.68%	5.50%	3.29%	6.42%
中国平安	3.60%	5.80%	6.20%	7.20%
中国太保	2.60%	5.60%	4.60%	6.93%
新华保险	1.80%	5.80%	5.90%	8.60%
中国人保	3.30%	5.60%	5.10%	

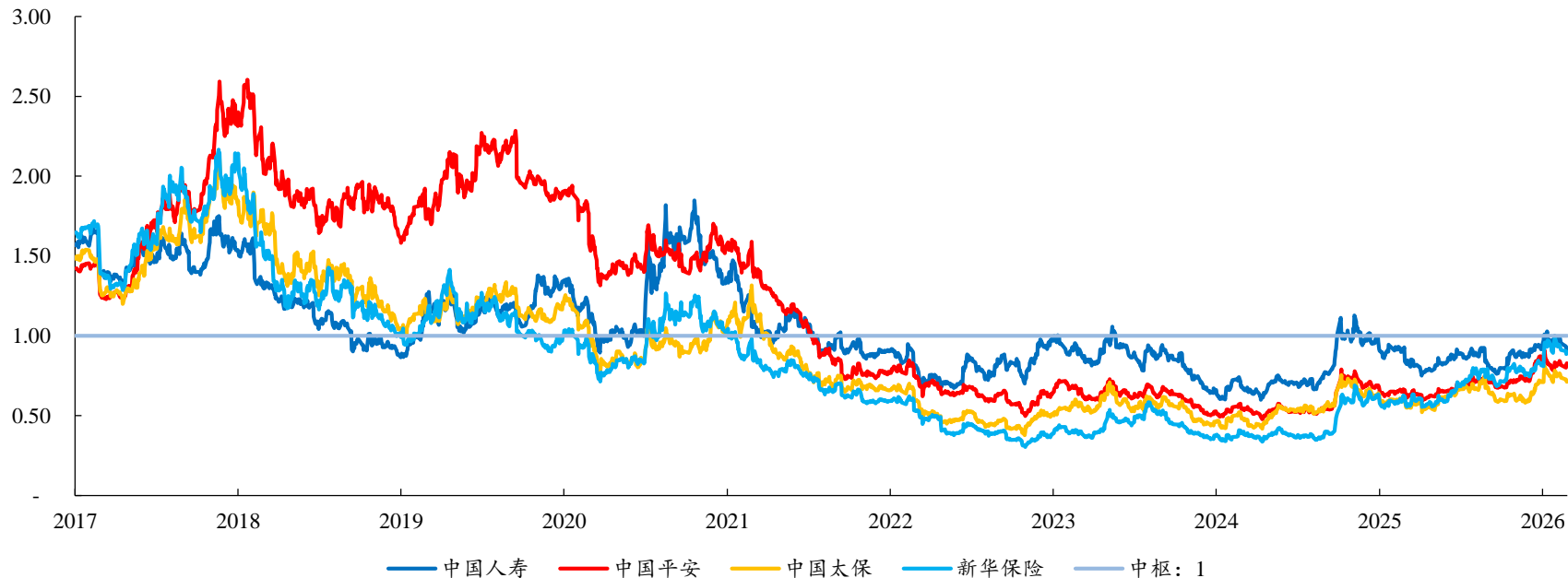
资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：受披露口径影响，中国平安为综合投资收益率口径

## 2.4 估值与投资结论：PEV估值处于较低水位

上市险企静态PEV估值处于1倍以下，估值仍位于历史较低水位

图表22：上市险企静态PEV估值位于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 当下上市险企PEV估值处于历史较低水平

中长期看，长端利率企稳、权益市场向好利于净资产和险企盈利表现，叠加负债成本边际改善，中长期看险企利差有望逐步向好，带动估值回升，随着长端利率企稳回升，险企估值有望向1倍PEV靠拢，推荐中国太保、中国人寿H股、中国平安。

图表23：2023年至2025年，多数月份累计人身险总保费实现同比正增

受益标的估值表		归母净利润 (亿元)			YOY			PE			股息率-TTM	PEV	PEV分位数 (2017-2026Q2)	评级
证券简称	股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E				
中国人寿	44.12	1,069	1,787	1,516	108.9%	67.1%	-15.2%	11.7	7.0	8.2	1.56%	0.84	32%	买入
中国平安	62.57	1,266	1,389	1,512	47.8%	9.7%	8.8%	8.9	8.2	7.5	4.12%	0.75	45%	买入
中国太保	39.95	450	525	604	64.9%	16.7%	15.2%	8.5	7.3	6.4	2.70%	0.65	42%	买入

注：以上估值使用2026年3月3日收盘价计算，EV使用截至2025年6月末数据；2、已评级标的盈利预测来自开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

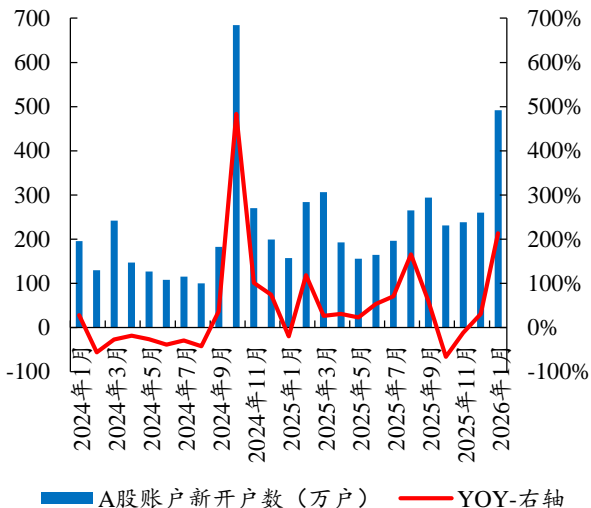
- 1 复盘：保险相对跑赢，券商滞涨明显
- 2 保险：负债和资产有望双轮驱动
- 3 券商：景气度延续，低估值高赔率
- 4 风险提示

# 3.1 零售经纪：股基成交额创阶段新高，经纪和两融业务受益

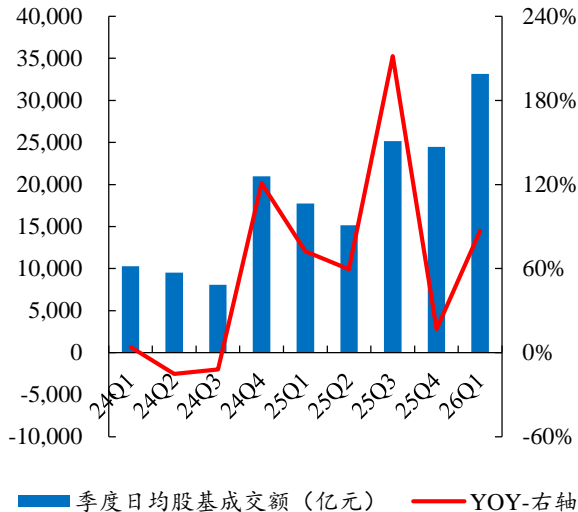
2026年开年以来，市场成交活跃，零售经纪业务有望延续高景气

- 1月市场日均股基成交额达3.7万亿元，创“924”行情以来单月日均成交额新高。新增投资者入市节奏加快，新开户数491.6万户，同比+213%，1月新开户数为“924”以来第二高；截至2月26日，2026Q1日均股基成交额3.3万亿，同比+87%，环比+35%。
- 1月末两融规模2.7万亿，同比+53%，环比+7%，两融规模持续扩张。
- 展望全年，在宏观流动性维持宽松背景下，居民存款向权益资产再配置趋势有望延续。预计个人净佣金率整体保持平稳，经纪业务收入充分受益于交易活跃度提升。

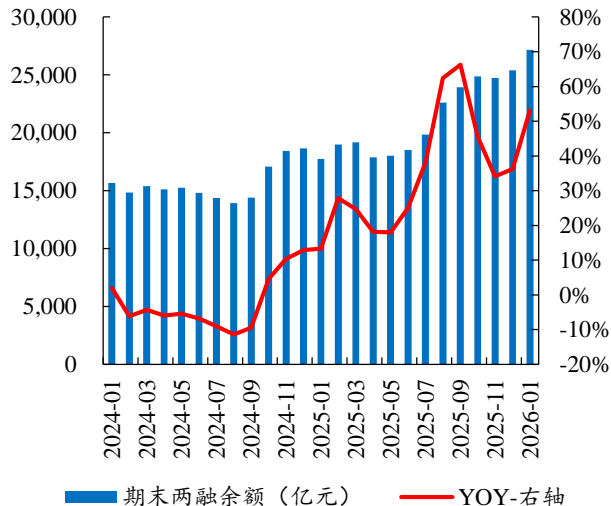
图表24：1月新开户数为“924”以来第二高



图表25：26Q1日均股基成交额同比+87%



图表26：“924”以来两融规模迅速扩张

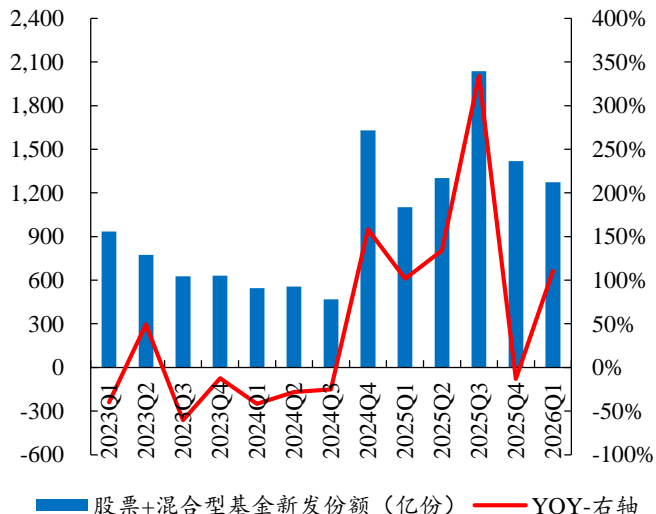


注：26Q1数据截至2026年2月26日

# 3.1 大财富管理：偏股基金新发高增，主动偏股基金迎来净申购

- 大财富管理条线受益于资本市场景气度提升与低利率环境下的存款搬家。偏股基金新发规模同比实现较快增长，2025年股+混基金新发5859亿，同比+83%。2026年1-2月股+混基金新发规模达到1273亿，同比+110%，其中偏股混合和混合型FOF产品占比较高。
- 主动偏股基金迎来净申购。2025年10月末，股票基金/股型票ETF/主动偏股基金分别较年初+11%/+7%/0%。2025年11月至2026年1月主动偏股基金份额实现明显净增长，股票型ETF呈现一定的小幅净赎回。

图表27：2026年1-2月股+混基金新发1273亿，同比+110%



注：2026Q1基金新发份额使用2026年1-2月数据

图表28：2025年11月至2026年1月主动偏股基金份额实现净增长

单位：亿份	2024/12/31	2025/10/31	份额变化	变化幅度
开放式基金-股票基金	33,658	37,404	3,746	+11%
开放式基金-混合基金	31,144	28,808	-2,336	-8%
股票型ETF	19,717	21,195	1,478	+7%
主动偏股基金	45,085	45,017	-68	0%

	2025/10/31	2026/1/31	份额变化	变化幅度
股票基金	37,428	39,195	1,767	+5%
混合基金	25,724	26,006	283	+1%
股票型ETF	21,195	21,067	-128	-1%
主动偏股基金	41,957	44,134	2,177	+5%

注：自2025年11月起，中基协不再列示封闭、开放分类下的公募基金数据；主动偏股基金=股票基金+混合基金-股票型ETF

# 3.1 大财富管理：降费进入末端，规模增长驱动盈利改善

- **降费进入末端**：2024年11月宽基指数基金管理费率调降，对2025年公募基金业务收入带来负向影响，2026年主动权益基金逐步转向净申购，费率端有望企稳；渠道降费2026年1月开始实施，对券商代销收入有一定影响，预计代销规模增长有望对冲费率影响。
- **券商旗下公募基金牌照利润贡献较高，是大财富管理主线的重要收入**。头部券商中，华泰证券、广发证券和招商证券公募牌照利润贡献超过15%。

图表29：公募资管牌照对券商利润贡献较高

单位：	25H1归母 净利润(亿元)	旗下公募基金 金利润贡献	持股公募基金1				持股公募基金2				持股公募基金3			
			基金公司	持股比例	净利润 (25H1)	贡献	基金公司	持股比例	净利润 (25H1)	贡献	基金公司	持股比例	净利润 (25H1)	贡献
兴业证券	13.30	37.21%	兴证全球基金	51.0%	7.19	3.67	南方基金	9.15%	11.94	1.09	兴证资管	100%	0.19	0.19
西南证券	4.23	29.55%	银华基金	44.1%	2.84	1.25								
财通证券	10.83	25.29%	财通基金	40%	0.92	0.37					财通资管	100%	2.37	2.37
长城证券	13.85	23.80%	景顺长城基金	49.0%	5.42	2.66	长城基金	47.06%	1.36	0.64				
中泰证券	7.11	18.61%	万家基金	60%	1.61	0.96					中泰资管	100%	0.36	0.36
东北证券	4.31	17.91%	东方基金	57.60%	0.41	0.24	银华基金	18.90%	2.84	0.54				
华泰证券	75.49	17.28%	华泰柏瑞基金	49%	2.04	1.00	南方基金	41.16%	11.94	4.92	华泰资管	100%	7.13	7.13
招商证券	51.86	17.03%	博时基金	49%	7.63	3.74	招商基金	45.00%	7.89	3.55	招商资管	100%	1.54	1.54
广发证券	64.70	16.52%	广发基金	55%	11.80	6.43	易方达基金	22.65%	18.77	4.25	广发资管	100%	-4.86	-4.86
东方证券	34.63	11.35%	汇添富基金	35.4%	4.80	1.70	长城基金	17.65%	1.36	0.24	东证资管	100%	1.99	1.99
国泰海通	73.00	10.77%	华安基金	51%	5.00	2.55	富国基金	28%	6.39	1.78	海富通基金	51.00%	1.06	0.54
中信证券	137.19	7.61%	华夏基金	62%	11.23	6.99					中信资管	100%	3.45	3.45

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表30：样本券商25H1平均代销收入占比2.34%

亿元	简称	代销金融产品业务 净收入25H1	代销收入YOY	25H1代销收入/调整 后营收
1	国泰海通	4.48	60%	1.89%
2	中信证券	8.38	18%	2.55%
3	华泰证券	2.91	17%	1.83%
4	广发证券	4.03	36%	2.62%
5	中国银河	2.35	53%	1.72%
6	招商证券	2.77	22%	2.63%
7	国信证券	2.57	55%	2.32%
8	中信建投	4.17	20%	3.98%
9	中金公司	6.03	58%	4.70%
10	申万宏源	0.53	-8%	0.45%
11	东方证券	1.01	22%	1.26%
12	光大证券	3.25	37%	6.37%
13	兴业证券	1.39	8%	2.57%
14	国投资本	1.17	5%	1.72%
15	国联民生	0.41	135%	1.01%
16	方正证券	1.27	35%	2.24%
17	中泰证券	0.72	-12%	1.40%
18	东吴证券	0.24	-5%	0.54%
19	长江证券	1.03	31%	2.19%
20	国元证券	0.59	35%	1.75%
样本平均		2.46	31%	2.34%

注：选取净资产排名前20上市券商作为样本，上表按25H1末归母净资产降序排列

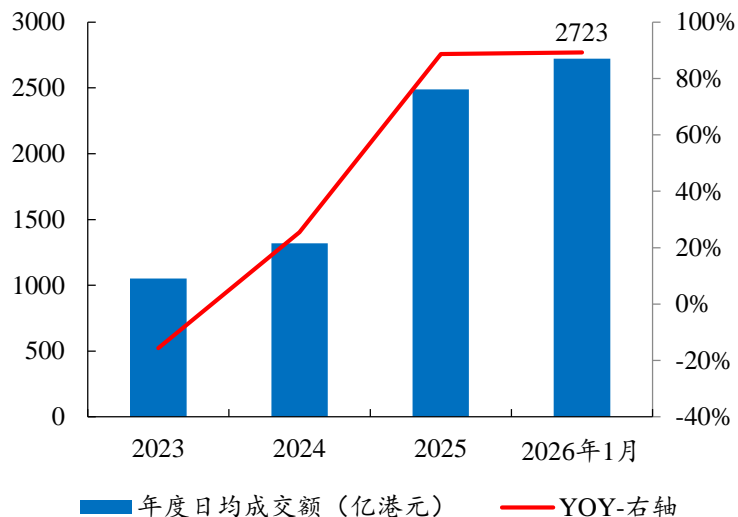
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 海外业务：港股市场活跃度延续，利好券商海外业务增长

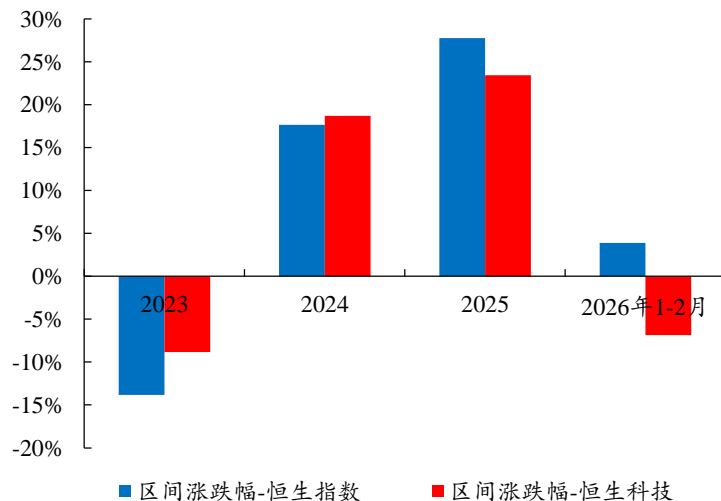
### 港股市场高景气驱动券商海外业务增长

2025年，恒生指数/恒生科技指数分别累计上涨28%/23%，港交所年度日均成交额2489亿港元，同比+89%，市场赚钱效应显著，利好券商海外业务增长。2026年1月，年度日均成交额2723亿港元，同比+89%，美联储降息周期下全球流动性预期改善，港股市场的活跃态势有望延续，头部券商海外业务优势和业绩表现凸显。

图表31：2026年1月，港股市场持续活跃



图表32：2025年恒生指数/恒生科技指数分别累计上涨28%/23%

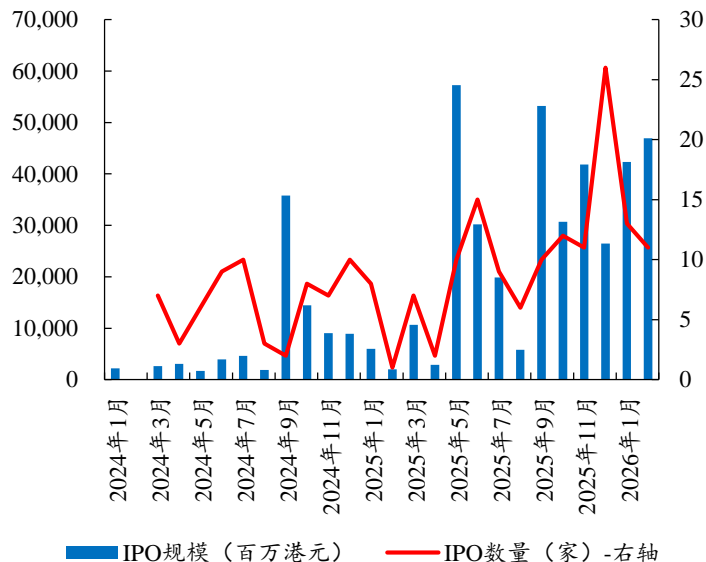


## 3.2 海外业务：港股市场IPO扩容延续，利好券商海外业务增长

### 2025年港股IPO市场全面复苏，利好券商海外投行、机构业务

据Wind统计，2025年港股累计IPO 117单，募资2869亿港元，同比+225%，位列全球榜首。2026年开年热度不减，1-2月募资892亿港元，同比+1014%，市场扩容动力强劲。海外业务能力突出的头部券商充分受益，中金公司、中信证券、华泰证券在港股IPO市场份额领先。2025年，中金公司首发募资648亿港元，中信证券首发募资490亿港元，华泰证券首发募资238亿港元。

图表33：2025年港股IPO 2869亿港元，同比+225%



图表34：2025年头部券商海外机构业务受益于港股IPO扩容

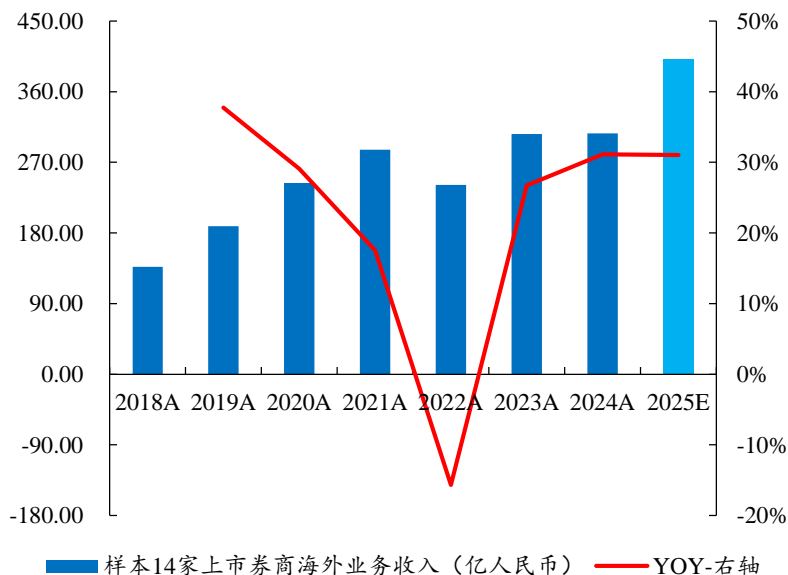
序号	机构名称	IPO规模(亿港元)	市场份额	承销家数(家)
1	中国国际金融（国际）有限公司	648	23%	52
2	中信里昂证券有限公司	490	17%	50
3	摩根士丹利	257	9%	14
4	华泰金融控股（香港）有限公司	238	8%	33
5	摩根大通	128	4%	4
6	美林证券（亚太）有限公司	114	4%	5
7	高盛（亚洲）证券有限公司	109	4%	9
8	中信建投（国际）融资有限公司	102	4%	12
9	国泰君安证券（香港）有限公司	93	3%	8
10	广发证券（香港）经纪有限公司	69	2%	22
11	招银国际金融有限公司	53	2%	54
12	农银国际证券有限公司	50	2%	53
13	瑞银香港有限公司	39	1%	7
14	花旗环球金融有限公司	36	1%	3
15	中银国际证券有限公司	32	1%	49
16	建银国际金融有限公司	29	1%	44
17	中国银河国际证券（香港）有限公司	29	1%	24
18	瑞士联合银行（集团）香港分行	29	1%	8
19	富途控股有限公司	27	1%	56
20	工银国际证券有限公司	27	1%	39

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 海外业务：券商海外业务成为重要增长极

- 券商海外业务营收持续增长：预计7年CAGR 17% VS 上市券商整体 12%，2025H1同比+42%。
- 头部券商海外营收占比持续提升：4家头部机构海外营收占比接近20%，华泰证券、中金公司上半年实现高增长，国泰海通高增有合并因素影响。
- 港股市场景气度延续利好券商海外业务高增长延续。

图表35：海外营收持续增长，25H1同比+42%(回溯口径)，预计7年CAGR 17%



图表36：头部券商境外业务收入占比超过10%

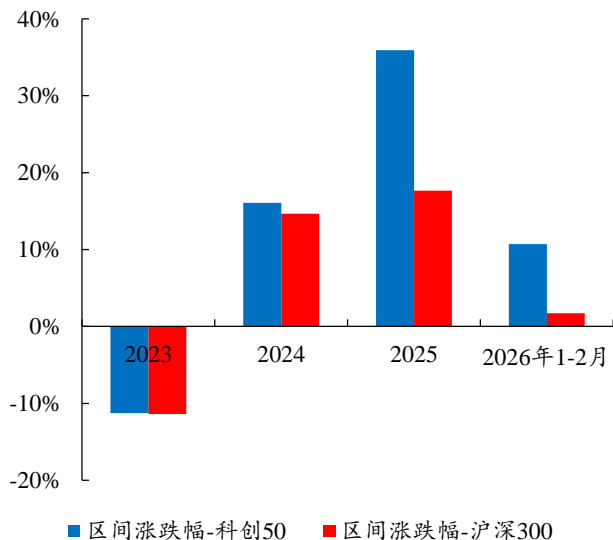
简称	境外业务收入			境外业务收入YOY			境外业务收入占比		
	2023年	2024年	2025H1	2023年	2024年	2025H1	2023年	2024年	2025H1
中信证券	94.04	109.48	69.12	15%	16%	14%	17.1%	18.9%	21.0%
中金公司	60.75	53.08	40.24	17%	-13%	76%	26.4%	24.9%	31.4%
国泰海通	21.63	29.09	24.59	55%	34%	76%	7.6%	8.7%	10.4%
华泰证券-剔AS	41.35	48.97	23.08	16%	18%	93%	13.1%	20.4%	14.5%
华泰证券	79.26	143.40	23.08	19%	81%	-64%	25.1%	42.9%	14.5%
广发证券	6.65	13.50	11.40	68%	103%	75%	2.9%	5.1%	7.4%
中国银河	20.06	21.73	10.99	11%	8%	5%	10.7%	9.6%	8.0%
中信建投	5.39	7.36	7.07	104%	37%	108%	2.6%	3.9%	6.8%
招商证券	9.01	10.94	4.77	246%	21%	-10%	4.9%	5.2%	4.5%
申万宏源	5.37	4.46	3.79	150%	-17%	42%	3.1%	2.4%	3.2%
兴业证券	3.82	4.82	2.61		26%	18%	4.3%	4.9%	4.8%
东方证券	-0.81	2.98	2.12	亏损	扭亏	60%	-0.7%	2.5%	2.6%
国元证券	1.71	2.37	1.78	17%	39%	65%	3.7%	4.1%	5.3%
国信证券	2.01	1.94	1.26	27%	-3%	53%	1.4%	1.0%	1.1%
财通证券	0.59	0.52	0.44	18%	-13%	898%	0.9%	0.8%	1.5%
国联民生	0.28	0.43	0.27	2435%	54%	17%	0.9%	1.6%	0.7%
长江证券	0.25	0.28	0.26	2056%	9%	79%	0.4%	0.4%	0.6%

### 3.3 机构业务：市场结构性机会显现，自营投资收益率稳步提升

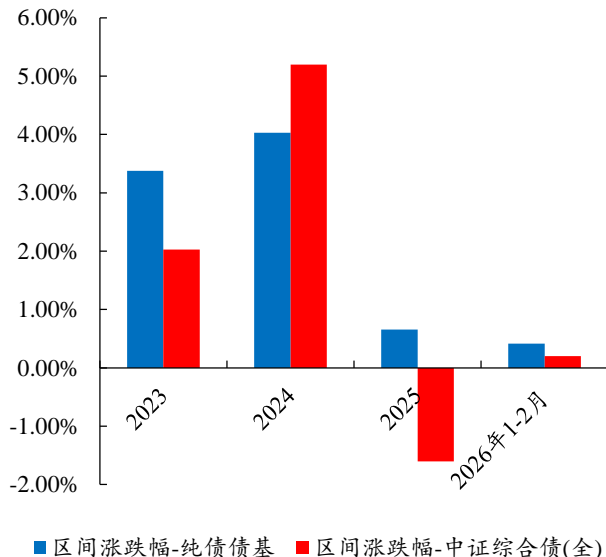
股市上涨驱动自营投资收益率提升，FICC业务彰显韧性

- 2025年权益市场表现亮眼，预计权益自营收益增长明显。2025年科创50指数上涨36%，沪深300累计上涨18%，成长风格引领牛市，为自营权益投资提供市场β。
- 债市震荡环境中FICC韧性彰显。2025年债市结束单边牛市，震荡环境中主动管理创造超额收益。纯债债基2025年上涨0.66%，中证综合债全价指数下跌1.60%。
- 前三季度上市券商整体自营投资收益率4.69%。部分券商自营投资收益环比高增，体现高权益弹性。

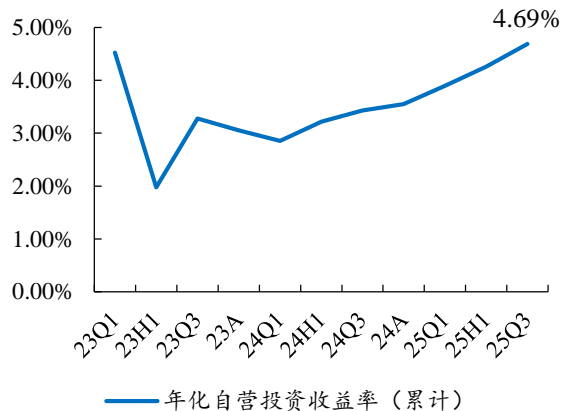
图表37：2025年市场表现亮眼，科创50跑赢沪深300



图表38：2025年纯债债基与市场指数表现有所分化



图表39：2023年以来上市券商自营投资收益率提升

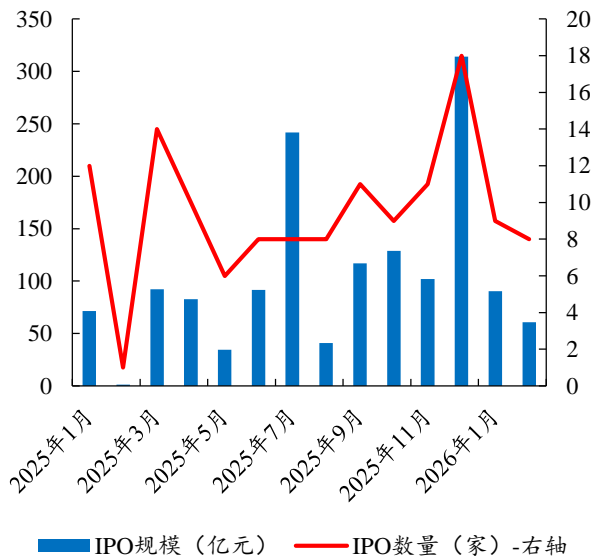


注：自营投资收益=投资净收益-对联营、合营企业的投资收益+公允价值变动损益+汇兑净收益；自营投资收益率=自营投资收益/(期初自营投资资产规模+期末自营投资资产规模)\*2；自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产  
注：上述国泰海通自营金融资产数据2024年末为备考合并财报口径，考虑了合并海通证券影响

### 3.3 机构业务：投行业务有望复苏，衍生品监管政策有所松动

- **IPO储备充足，投行业务有望复苏。** 投行IPO储备项目总数来看，中信证券、国泰海通、中信建投、中金公司的储备项目数量领先。以非北交所项目数量来看，中信证券、国泰海通、中金公司的储备项目数量靠前。科创板储备项目数量来看，中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券、中信建投的储备项目数量较多。
- **衍生品监管透明化，规模限制有望放松利好头部券商。** 1月16日，证监会就《衍生品交易监督管理办法（试行）（征求意见稿）》公开征求意见。《办法》加强衍生品市场的规范化管理，对衍生品功能定位正向，可逆周期调节管理，衍生品有助于平抑市场波动，资本市场稳中向好，利好券商衍生品业务长期发展，具有一级交易商资质的头部券商更受益。

图表40：2025年A股IPO共116单，承销规模1318亿



图表41：样本12家券商IPO项目储备充足

序号	保荐机构	储备量合计	报审家数(按上市板)			全部储备项目拟募资金额(亿元)	非北交所储备项目拟募资金额(亿元)	科创板储备项目拟募资金额(亿元)	科创板储备项目跟投金额预测(亿元)
			非北交所合计↓	北交所	科创板				
1	中信证券	40	28	12	11	638	575	199	5.51
2	国泰海通	44	20	24	10	412	295	158	5.51
3	中金公司	26	19	7	6	787	762	323	7.29
4	华泰证券	15	14	1	6	167	162	82	3.10
5	中信建投	29	10	19	5	328	258	180	4.31
6	广发证券	13	5	8	2	139	113	22	0.96
7	国联民生	12	4	8	1	85	56	20	0.60
8	东方证券	11	4	7	1	73	44	21	0.63
9	申万宏源	11	4	7	0	69	47		
10	中泰证券	10	4	6	1	59	39	7	0.35
11	招商证券	8	4	4	1	71	42	6	0.30
12	国金证券	11	3	8	2	86	49	18	0.79

注：数据来源Wind，数据截至2026.1.25；科创板跟投金额预测按照拟募资金额\*跟投比例，涉及项目有多个保荐人的，拟募资金额按保荐人数量做算术平均分配。

## 3.4 盈利展望：开局良好，景气度延续

► 头部券商2025年业绩预告符合我们预期。已披露预告、快报的22家上市券商2025年年报归母净利润（剔除国泰海通非经常性影响，预告取区间中值）合计为1180.5亿，同比+53%，单4季度环比-20%，头部券商盈利表现符合我们预期。

图表42：头部券商符合预期，22家上市券商2025年年报归母净利润同比+53%

序号	证券简称	预告归母净利润 (亿元)	预告归母净利润 YOY	预告扣非归母净利润 (亿元)	预告扣非归母净利润 YOY
1	国泰海通	275~280	111%~115%	211~215	69%~73%
2	中信证券	301	38%	303	40%
3	招商证券	123	18%	122	18%
4	中金公司	85~105	50%~85%	84~104	49%~83%
5	申万宏源	91~101	75%~94%	90~100	78%~98%
6	东方证券	56	68%	55	70%
7	光大证券	37	22%	36	18%
8	国联民生	20	406%	19	410%
9	方正证券	39~41	75%~85%	35~38	25%~35%
10	中泰证券	13~15	40%~60%	13~15	44%~66%
11	东吴证券	34~37	45%~55%	34~37	45%~55%
12	长江证券	37	101%	38~38	109%
13	长城证券	23~24	45%~55%	23~25	45%~55%
14	天风证券	1~2	521%~723%	1~2	905%~1341%
15	西南证券	10~11	47%~57%	10~11	47%~57%
16	红塔证券	12	59%	12	57%
17	华西证券	13~17	74%~127%	13~17	81%~134%
18	华安证券	21	42%	21	41%
19	国海证券	8	79%	9	80%
20	东北证券	15	69%	15	69%
21	中原证券	4~5	63%~95%	4~5	100%~138%
22	国盛证券	2~3	25%~67%	2~3	34%~79%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 3.4 盈利展望：开局良好，景气度延续

- 基本面景气度有望延续，2026年ROE有望持续攀升。2026年开年市场活跃度扩张明显，公募基金新发高增，经纪和财富管理业务线有望延续高景气，头部券商海外扩表可期。我们预计上市券商2025-2026年净利润同比+52.3%/+29.3%（扣除大额非经常性损益口径），2026年加权ROE有望达到10%。

图表43：我们预计上市券商2025-2026年净利润同比+52.3%/+29.3%（扣除大额非经常性损益口径）

39家上市券商整体财务数据（亿元）	2021年	2022年	2023年	2024年	25Q1	2025H1	2025Q3	2025年E	2026年E
归母净利润	1,891	1,252	1,258	1,408	517	1,021	1,662	2,093	2,644
YOY	29.9%	-33.8%	0.5%	11.9%	79.3%	63.1%	63.9%	48.6%	26.4%
扣非归母净利润	1,891	1,252	1,202	1,328	422	924	1,592	2,022	2,614
YOY	29.9%	-33.8%	-4.0%	10.5%	46.5%	47.5%	70.5%	52.3%	29.3%
加权平均ROE(扣永续债，普通股股东)	9.83%	5.86%	5.51%	5.87%	2.11%	7.88%	8.83%	8.37%	9.93%
<b>核心假设</b>									
1.市场日均股基成交额	11343	10,215	9,920	12,207	17,733	16,417	19,569	20,771	27,417
YOY	25.4%	-9.9%	-2.9%	23.1%	72.3%	65.9%	111.5%	70.15%	32.0%
2.自营投资回报率	4.67%	1.93%	2.99%	3.42%	3.88%	4.35%	4.73%	4.30%	4.27%
3.管理费	2,530	2,313	2,413	2,457	579	1,234	2,003	2,891	3,270
管理费YOY	20.3%	-8.6%	4.3%	1.8%	10.9%	13.0%	18.7%	17.6%	13.1%
<b>同比增速分析：</b>									
经纪业务	20.4%	-18.4%	-11.6%	9.2%	43.5%	38.7%	68.3%	42.5%	31.1%
投行业务	6.5%	-6.8%	-21.9%	-29.6%	-1.2%	10.8%	16.2%	24.5%	27.4%
资管业务	28.1%	-8.9%	-0.3%	-1.2%	-5.6%	-5.3%	-0.4%	2.1%	17.3%
投资业务	13.9%	-51.4%	60.8%	25.8%	48.1%	51.5%	42.8%	35.4%	15.4%
利息净收入	12.3%	-4.2%	-24.5%	-12.1%	11.6%	17.3%	37.9%	33.1%	22.1%
调整后营业收入	17.2%	-24.5%	2.9%	6.0%	28.5%	29.8%	39.3%	29.5%	21.2%

## 3.5 监管表态积极，行业有望进入“政策宽松期”

- **证监会表态积极，行业有望进入“政策宽松期”**。12月6日证监会主席吴清在中证协第八次会员大会上致辞，证监会表态积极具有明确信号意义，后续杠杆上限提高有望直接助力行业ROE实现新突破，利好券商板块，继续看好战略性布局机会。
- **再融资和外延收购频繁落地**。中金公司整合东兴证券、信达证券属于汇金系同一股东下的券商牌照整合，直接提升中金公司净资产560亿，资本金实力得到显著补强，国际品牌影响力有望持续提升。东吴证券、东海证券同属江苏本土券商，本次交易东吴证券将扩充资本、补齐网点，提高综合实力。

图表44：证监会表态积极，优质机构有望实现松绑

表态	内容
杠杆放松	对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制
鼓励创新	在风险可控基础上，不断创新金融产品、服务和组织架构，积极研究、稳步推进人工智能等金融科技应用，畅通证券业创新试点工作机制
支持并购	支持头部机构用好并购重组工具，实现优势互补，力争在“十五五”时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构
强调中小机构打造差异化优势	一流投行不是头部机构的“专属”、“专利”，中小机构要把握优势、错位发展，在细分领域、特色客群、重点区域等方面集中资源、深耕细作，努力打造“小而美”的精品投行、特色投行和特色服务商

图表45：行业并购频发

收购方	标的方	首次公告日期	交易方式	最新进展
中金公司	信达证券 东兴证券	2025年12月18日	中金公司向东兴证券、信达证券全体换股股东发行中金公司A股股票	公司2026年2月14日发布公告，本次交易正在积极推进，相关审计等工作尚未完成
东吴证券	东海证券	2026年3月2日	东吴证券拟通过发行股份的方式购买常投集团所持有东海证券26.68%股权，以获得标的公司的控制权	公司2026年3月2日发布停牌公告，双方达成初步意向，交易方案尚未最终确定

券商再融资边际放松，小额定增+H股再融资是主要方式。2025年以来，券商再融资案例明显增加，多家券商完成发行，反映监管政策边际放松和行业资本补充需求同步释放。大股东较大比例参与定增，小额定增对ROE稀释有限。

图表46：2025年以来券商再融资案例增多

序号	公司简称	再融资类型	融资净额	预案公告日期	最新进展
1	天风证券	向特定对象发行A股	39.8亿	2023年4月28日	2025年6月24日公告，新增股份于2025年6月20日上市
2	南京证券	向特定对象发行A股	49.0亿	2023年4月29日	2025年12月30日公告完成发行，新增股份将于限售期届满后的次一交易日起在上交所上市流通
3	中泰证券	向特定对象发行A股	59.2亿	2023年7月1日	2025年12月2日公告，新增股份于2025年12月1日上市
4	国联民生	发行股份购买资产并募集配套资金	19.7亿	2024年5月15日	2025年9月5日公告，新增股份于2025年9月10日上市。
5	国泰海通	换股吸收合并并募集配套资金	99.8亿	2024年10月10日	2025年3月14日公告，新增股份于2025年3月17日上市。
6	东吴证券	向特定对象发行A股	不超60亿	2025年7月19日	正在审批中
7	广发证券	配售新增H股及发行H股可转换债券	配售39.6亿港元+可转债21.5亿港元	2026年1月7日	2026年1月14日完成发行
8	华泰证券	发行H股可转换债券	99.2亿港元	2026年2月3日	2026年2月10日完成发行
9	西南证券	向特定对象发行A股	不超60亿	2026年2月14日	正在审批中

## 3.5 投资结论：景气延续+低估值，看好券商板块春季攻势

- **盈利高景气延续+低估值+长期滞涨，看好券商板块春季攻势。**2025年至今滞涨持续时间1年左右，主要受2024年“9.24”期间上涨较多、资金面压制和降费担忧等因素压制。2026年开年市场活跃度扩张，财富管理和海外业务有望成为券商盈利中枢抬升的重要驱动。板块估值逐步降至历史低位，公募基金持仓位于历史底部位置，看好券商板块春季行情。
- **推荐三条主线：**低估值且大财富管理业务利润贡献较高的华泰证券和广发证券；低估值龙头券商国泰海通、中金公司H和中信证券；零售优势突出的国信证券，受益标的同花顺。

图表47：推荐标的估值表

代码	简称	总市值(亿)	净利润(亿元)		年化平均ROE		净利润YOY		PB-LF	市盈率P/E		股息率
		2026/3/4	2025E	2026E	2025年E	2026年E	2025E	2026E	2026/3/4	2025E	2026E	TTM
601995.SH	中金公司	1,645	95.4	125.0	8.2%	10.1%	68%	31%	1.69	17.2	13.2	0.5%
000776.SZ	广发证券	1,563	143.4	187.4	9.4%	11.4%	49%	31%	1.20	10.9	8.3	2.5%
600030.SH	中信证券	3,874	300.5	395.7	9.8%	11.8%	38%	32%	1.40	12.9	9.8	2.2%
601688.SH	华泰证券	1,836	167.5	216.8	8.4%	10.0%	+9%/扣非同比+85%	29%	1.08	11.0	8.5	2.6%
002736.SZ	国信证券	1,228	118.1	145.4	9.5%	10.8%	44%	23%	1.28	10.4	8.4	3.6%
600958.SH	东方证券	826	56.2	84.2	6.9%	9.8%	68%	50%	1.06	14.7	9.8	2.2%
300059.SZ	东方财富	3,322	128.2	156.2	14.8%	15.7%	33%	22%	3.74	25.9	21.3	0.3%
601377.SH	兴业证券	554	30.0	39.9	5.0%	6.2%	39%	33%	0.99	18.5	13.9	2.3%
601211.SH	国泰海通	3,217	277.7	265.3	6.5%	7.8%	113%/扣非+71%	+10%/扣非同比+45%	1.03	11.6	12.1	2.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述盈利预测为开源证券研究所预测数据。

# 目录

## CONTENTS

- 1 复盘：保险相对跑赢，券商滞涨明显
- 2 保险：负债和资产有望双轮驱动
- 3 券商：景气度延续，低估值高赔率
- 4 风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：股市波动对券商自营业务和保险公司权益投资收益和公允价值变动带来不确定性。
- 保险负债端增长不及预期：价值率表现不及预期，分红型产品转型不及预期。
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期：居民收入下滑影响财富管理业务发展。

## 分析师声明

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

## 特别声明

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

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn



**KYSEC**