



# 景气向好，攻守兼备

## ——非银金融行业2026年度投资策略

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

2025 年 11 月 4 日

## 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

- **业绩延续高景气。**2025前3季度39家纯上市券商归母净利润同比+64%，扣非业绩同比+71%好于我们预期，单Q3归母净利润同比+117%，环比+33%，投资收益驱动业绩超预期。经纪、投行和资管三项手续净收入同比增速均走扩。在3季度债市显著承压下，券商FICC业务彰显韧性，权益投资业绩弹性突出。其中，多数头部券商加权ROE在10%以上，表现优于中小券商。
- **“十五五”顶层设计对资本市场定调积极，券商有望持续分享发展红利。**慢牛格局延续，经纪业务和投资收益表现先行，随着牛市持续，券商投行、公募基金和衍生品业务有望加速改善。我们看好本轮行情下券商海外业务新叙事，供给端看，2025中报券商国际业务收入同比高增，体量创历史新高，海外业务综合服务能力持续提升；需求端，企业出海需求旺盛，机构与居民跨境投资需求持续增长。往后看，美联储降息预期下，海外业务资金成本持续降低，券商跨境衍生品业务需求有望维持高景气度，看好头部券商海外业务持续表现。
- **内生增长导向下本轮头部券商ROE有望明显扩张，板块估值仍在低位，继续看好战略性增配机会，关注后续交易量和政策端催化。**
- **三条选股主线：**推荐海外和机构业务优势突出的华泰证券、中金公司；大财富管理优势突出的广发证券、东方证券H；零售优势突出、受益于海南跨境资管试点的国信证券。多元金融板块我们推荐高股息率、盈利稳增的江苏金租。

## 保险：业绩和负债端展望乐观，关注资产端弹性释放

- **业绩端高基数下同比扩张，权益弹性突出。**5家A股上市险企前3季度合计归母净利润同比+33.5%，较中报的+3.7%明显扩张，新华保险和中国人寿净利润增速超过50%。投资收益在高基数下实现高增长是业绩超预期主因，资产规模增长、积极增配权益和3季度科技股牛市共振。
- **人身险负债端边际改善，财险COR同比回落。**预定利率调降带来催化，3季度新单保费同比增速延续改善趋势，个险渠道企稳，银保渠道高增，3季度NBV同比增速多数呈扩张态势；财险COR同比下降，3季度环比略有提升或受赔付增加影响。
- **展望2026年：保持高ROE，负债端有望稳健增长，关注利率催化。**（1）慢牛趋势下，险企持续增配权益资产，总投资收益率有望保持高位，上市险企有望保持较高的ROE水位。（2）负债端看，个险渠道有望企稳回升，银保渠道有望延续较快增长，健康险有望迎来产品创新机遇，看好负债端在2026年实现稳健增长，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。（3）资产端长端利率底部企稳，净资产压力缓解，中长期维度看险企利差有望持续改善，驱动上市险企估值提升，推荐中国平安、中国人寿H和中国太保。

**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

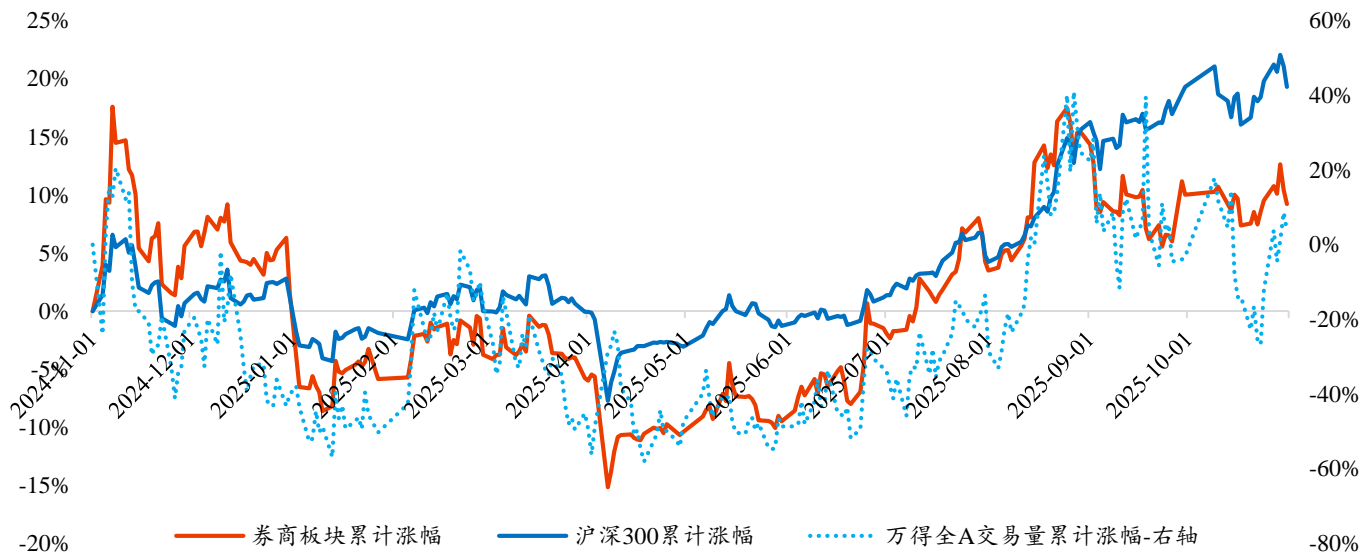
- 1 券商：景气度有望延续，看好板块战略性增配机会
- 2 保险：业绩和负债端展望乐观，关注资产端弹性释放
- 3 风险提示

# 1.1 券商板块复盘：证券IT和低估值头部券商有超额

**2024年11月-2025年10月复盘：券商板块上涨8%，跑输沪深300指数的+19%**

- **跑输原因：**资金面看，科技成长风格占优，证券IT和低估值券商H股上涨明显，对A股传统券商带来分流；中信证券A股和东方财富在2024年“924”阶段涨幅较大，估值位于高位；基本面看，公募降费、IPO修复较慢以及佣金率下降等因素带来市场对基本面弹性的担忧。
- **阶段性看：**2025年1月-4月中旬，受贸易摩擦担忧和交易量回落等因素影响，板块超额收益明显收窄；2025年4月中央政治局会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，叠加交易量持续放大，券商板块在2025年4月中旬至8月呈现阶段性超额收益。

图表1：过往一年（2024年11月-2025年10月）券商板块整体跑输沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 券商板块复盘：证券IT和低估值头部券商有超额

## 个股复盘：证券IT和头部券商H股超额明显

- 从个股复盘看，证券IT和头部券商H股两类标的超额收益比较明显，领跑指数。
- 证券IT类标的：**一方面在牛市初期更受益于交易量扩张，现金流和业绩弹性强于传统券商；另一方面，也更受益于科技成长和小盘风格。
- 头部券商H股：**广发证券、华泰证券、中金公司和东方证券H股均有明显超额。低估值、盈利增速在头部券商中领跑和港股市场行情催化，带来南向资金青睐。
- A股券商：**指数权重较大的东方财富和中信证券A股整体跑输沪深300指数，对券商板块带来一定拖累。

图表2：2024年11月至2025年10月期间，证券IT和头部券商H股超额明显

证券代码	证券简称	市场	细分板块	近1年涨幅 (2024年11月-2025年10月)	上半场涨幅 (24.11.1-25.4.8)	下半场涨幅 (25.4.9-25.10.31)
9636.HK	九方智投控股	港股	证券IT	253%	89%	87%
300803.SZ	指南针	A股	证券IT	104%	-24%	170%
002670.SZ	国盛证券	A股	券商	82%	1%	80%
300033.SZ	同花顺	A股	证券IT	79%	24%	45%
1776.HK	广发证券	H股	券商	77%	-19%	118%
600095.SH	湘财股份	A股	券商	70%	16%	46%
603093.SH	南华期货	A股	期货	66%	-11%	87%
601519.SH	大智慧	A股	证券IT	64%	-2%	66%
6886.HK	华泰证券	H股	券商	53%	-21%	95%
3908.HK	中金公司	H股	券商	52%	-13%	74%
002961.SZ	瑞达期货	A股	期货	52%	-13%	74%
3958.HK	东方证券	H股	券商	45%	-23%	88%
000776.SZ	广发证券	A股	券商	44%	-6%	54%
0388.HK	香港交易所	港美股	多元金融	40%	-3%	44%
6030.HK	中信证券	港股	券商	39%	-20%	74%
2611.HK	国泰海通	H股	券商	35%	-13%	55%
688318.SH	财富趋势	A股	证券IT	32%	-15%	55%
002939.SZ	长城证券	A股	券商	31%	-13%	51%
002945.SZ	华林证券	A股	券商	28%	7%	19%
601688.SH	华泰证券	A股	券商	25%	-15%	48%
002736.SZ	国信证券	A股	券商	25%	-18%	53%
300059.SZ	东方财富	A股	券商	10%	-15%	30%
600030.SH	中信证券	A股	券商	-12%	21%	6%

# 1.2 基本面：上市券商扣非净利润同比+71%，投资收益超预期

39家纯上市券商前3季归母净利润同比+64%，扣非业绩同比+71%好于我们预期，单Q3归母净利润同比+117%，环比+33%，投资收益驱动业绩超预期。单Q3经纪、投行和资管三项手续净收入同比增速均走扩。在3季度债市显著承压下，券商FICC业务彰显韧性，权益投资业绩弹性突出。

图表3：39家纯上市券商前3季归母净利润同比+64%，扣非净利润同比+70.5%

39家上市券商整体财务数据 (亿元)	2022年	2023年	2024年	2025H1	2025Q1-3
经纪业务	1,120	991	1,082	625	1,100
投行业务	576	450	317	152	247
资管业务	454	453	448	208	326
投资业务	873	1,404	1,766	1,159	1,937
利息净收入	575	434	381	195	336
其他业务净收入	301	282	260	89	100
调整后营业收入	3,899	4,013	4,254	2,428	4,095
管理费用	2,313	2,413	2,457	1,234	2,003
归母净利润	1,252	1,258	1,408	1,021	1,662
YOY	-33.8%	0.5%	11.9%	63.1%	63.9%
扣非归母净利润	1,252	1,202	1,328	924	1,592
YOY	-33.8%	-4.0%	10.5%	47.5%	70.5%
平均ROE	5.72%	5.35%	5.64%	7.81%	8.41%
权益乘数（扣客户保证金）	3.91	4.03	3.86	3.85	4.11
核心影响因素					
1.市场日均股基成交额	10,215	9,920	12,207	16,417	19,569
YOY	-9.9%	-2.9%	23.1%	65.9%	111.5%
2.沪深300指数收盘点位	3,872	3,431	3,935	3,936	4,641
较年初涨幅	-22%	-11.38%	14.68%	0.03%	17.94%
3.自营投资回报率（年化）	1.93%	2.99%	3.42%	4.35%	4.73%
4.投行IPO规模	5,869	3,565	674	374	773
YOY	8.2%	-39.2%	-81.1%	14.9%	61.5%
5.业务及管理费用率	59.3%	60.1%	57.8%	50.8%	48.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图表4：经纪和投资同比+68%/+43%高增驱动业绩超预期

39家上市券商整体 财务数据（亿元）	2022年	2023年	2024年	2025H1	2025Q1-3
收入同比增速					
经纪业务	-18%	-12%	9%	39%	68%
投行业务	-7%	-22%	-30%	11%	16%
资管业务	-9%	0%	-1%	-5%	0%
投资业务	-51%	61%	26%	51%	43%
利息净收入	-4%	-25%	-12%	17%	38%
调整后营业收入	-24%	3%	6%	30%	39%
占比分析					
经纪业务	29%	25%	25%	26%	27%
投行业务	15%	11%	7%	6%	6%
资管业务	12%	11%	11%	9%	8%
投资业务	22%	35%	42%	48%	47%
利息净收入	15%	11%	9%	8%	8%
其他业务净收入	8%	7%	6%	4%	2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2024Q1-3华泰证券投资收益有非经常性损益63亿抬高基数，2025Q1-3券商投资收益同比增速实际更高

1.2

基本面：上市券商扣非净利润同比+71%，投资收益超预期

2025单Q3上市券商年化平均ROE达9.6%，核心业务环比高增，经纪和投资表现亮眼，主因交易量高增以及股市大涨。

图表5：39家纯上市券商2025Q3单季度扣非净利润环比+33%，同比+117%，ROE达9.6%

39家上市券商整体财务数据（亿元）	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3环比	25Q3同比
经纪业务	225	225	203	428	323	302	476	58%	134%
投行业务	66	71	75	104	66	87	94	9%	26%
资管业务	105	115	108	120	99	109	118	9%	10%
投资业务	339	426	591	410	503	656	778	19%	32%
利息净收入	70	96	78	137	78	117	141	21%	82%
其他业务净收入	71	61	13	115	58	32	11	-65%	-14%
调整后营业收入	876	995	1,068	1,314	1,125	1,303	1,666	28%	56%
管理费用	522	570	596	770	579	655	769	17%	29%
营业支出	691	873	881	1,012	708	594	796	34%	-10%
营业利润	349	397	463	492	532	638	855	34%	85%
净利润	300	353	403	405	530	519	662	28%	64%
归母净利润	288	338	388	394	517	504	641	27%	65%
扣非归母净利润	288	338	307	394	422	502	668	33%	117%
单季度平均ROE（年化）	4.7%	5.5%	6.2%	6.2%	8.0%	7.6%	9.6%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大额非经常性损益情形包括：2024Q3为华泰证券出售AssetMark，25Q1为国泰君安收购海通证券产生负商誉，25Q3为该负商誉计提所得税。



前三季度头部券商加权ROE表现优于中小券商，多数头部券商ROE达到10%以上。

图表6：头部券商ROE稳健且优于中小券商

序号	证券代码	证券简称	年化加权 ROE (累计) 2025Q1-3	年化加权 ROE (单 季度) 25Q3	归母净利 润增速 YOY 2025Q1-3	25Q3单季 度归母净 利润 环比	25Q3单季 度归母净 利润 同比	序号	证券代码	证券简称	年化加权 ROE (累计) 2025Q1-3	年化加权 ROE (单 季度) 25Q3	归母净利 润增速 YOY 2025Q1-3	25Q3单季 度归母净 利润 环比	25Q3单季 度归母净 利润 同比
1	601211.SH	国泰海通	10.8%	7.9%	132%	81%	41%	26	002939.SZ	长城证券	8.3%	7.0%	76%	-30%	45%
2		国泰海通 (扣非)	7.9%	11.2%	80%	126%	102%	27	002673.SZ	西部证券	5.7%	6.2%	71%	-7%	510%
3	600030.SH	中信证券	10.9%	12.2%	38%	32%	52%	28	601198.SH	东兴证券	7.3%	10.6%	70%	78%	113%
4	601688.SH	华泰证券	9.6%	10.2%	2%	33%	-28%	29	601162.SH	天风证券	0.8%	1.8%	129%	1583%	157%
5	000776.SZ	广发证券	10.9%	11.7%	62%	20%	86%	30	601059.SH	信达证券	8.6%	5.2%	53%	-60%	21%
6	601881.SH	中国银河	11.7%	12.1%	58%	29%	74%	31	600369.SH	西南证券	3.6%	4.4%	46%	59%	98%
7	600999.SH	招商证券	9.6%	11.1%	24%	28%	53%	32	601236.SH	红塔证券	4.6%	3.1%	33%	-48%	-4%
8	002736.SZ	国信证券	12.1%	12.0%	87%	24%	117%	33	002926.SZ	华西证券	5.9%	9.1%	317%	159%	155%
9	601066.SH	中信建投	10.7%	9.2%	65%	-3%	79%	34	600909.SH	华安证券	10.9%	14.5%	65%	66%	98%
10	601995.SH	中金公司	8.4%	7.6%	130%	-2%	255%	35	000750.SZ	国海证券	4.2%	6.0%	283%	98%	708%
11	000166.SZ	申万宏源	9.9%	13.6%	108%	62%	117%	36	600155.SH	华创云信	1.4%	2.5%	90%	6%	109%
12	300059.SZ	东方财富	14.3%	16.2%	51%	24%	78%	37	000686.SZ	东北证券	7.3%	13.0%	125%	179%	86%
13	600958.SH	东方证券	8.5%	7.9%	55%	-19%	38%	38	601696.SH	中银证券	6.2%	6.2%	29%	2%	22%
14	601788.SH	光大证券	5.3%	5.8%	35%	15%	66%	39	002500.SZ	山西证券	5.4%	4.5%	37%	-24%	-3%
15	601377.SH	兴业证券	5.8%	7.8%	91%	46%	215%	40	601990.SH	南京证券	6.8%	6.5%	31%	-15%	95%
16	600061.SH	国投资本	7.1%	8.2%	37%	13%	39%	41	002797.SZ	第一创业	6.1%	6.7%	20%	-22%	18%
17	601456.SH	国联民生	5.0%	4.9%	345%	-15%	106%	42	601375.SH	中原证券	3.7%	3.6%	139%	-18%	439%
18	601901.SH	方正证券	10.2%	11.3%	96%	19%	130%	43	601136.SH	首创证券	7.9%	9.1%	7%	-8%	15%
19	600918.SH	中泰证券	4.1%	5.5%	159%	72%	481%	44	600864.SH	哈投股份	5.5%	5.0%	105%	-37%	8%
20	601555.SH	东吴证券	9.2%	9.4%	60%	5%	51%	45	600906.SH	财达证券	7.2%	9.5%	80%	13%	124%
21	000783.SZ	长江证券	12.3%	16.0%	135%	116%	153%	46	600095.SH	湘财股份	4.9%	9.9%	203%	225%	315%
22	000728.SZ	国元证券	7.2%	6.5%	28%	-20%	7%	47	002670.SZ	国盛证券	2.9%	1.2%	191%	-76%	-15%
23	601108.SH	财通证券	7.3%	10.3%	38%	20%	75%	48	601099.SH	太平洋	3.3%	5.1%	80%	137%	84%
24	601878.SH	浙商证券	7.0%	8.2%	50%	25%	55%	49	600621.SH	华鑫股份	7.7%	12.7%	66%	224%	84%
25	600109.SH	国金证券	6.6%	6.8%	90%	12%	34%	50	002945.SZ	华林证券	8.5%	5.8%	46%	-55%	-42%



## 1.2 经纪：预计零售佣金率平稳，代销收入或延续改善

上市券商经纪业务净收入同比高增，其中零售能力优秀的券商经纪净收入同比增速领跑，主因本轮交易量个人投资者交易贡献提升，预计个人净佣金率表现平稳。席位佣金因2024H2降佣政策落地，席位收入占比高的券商同比增速受此项拖累。偏股基金新发规模同比实现较快增长，预计代销收入同比延续改善趋势。

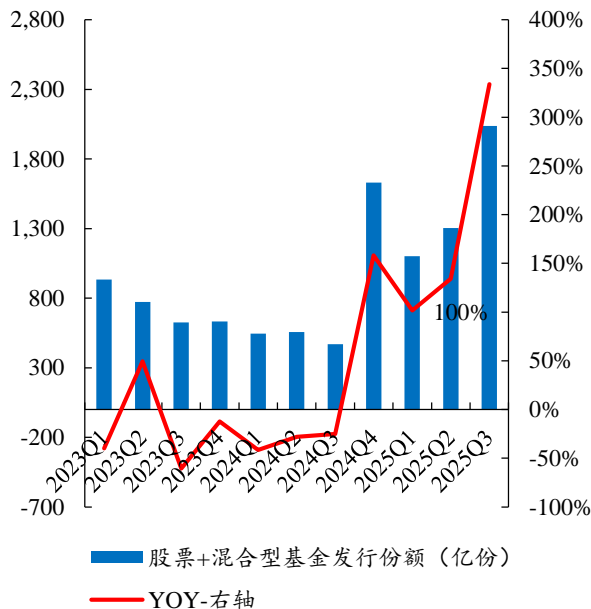
图表7：券商经纪业务收入同比高增

序号	经纪净收入 (亿元)	2025Q1-3	前三季度 同比	25Q3	单三季度 环比	单三季度 同比	序号	经纪净收入 (亿元)	2025Q1-3	前三季度 同比	25Q3	单三季度 环比	单三季度 同比
1	国泰海通	108.1	143%	50.8	65%	269%	22	国金证券	20.7	78%	8.6	44%	121%
2	中信证券	109.4	53%	45.4	47%	99%	23	长城证券	8.3	56%	3.5	51%	124%
3	华泰证券	65.9	66%	28.3	56%	128%	24	西部证券	9.8	78%	4.3	68%	152%
4	广发证券	69.8	75%	30.6	63%	149%	25	东兴证券	7.2	70%	3.0	54%	132%
5	中国银河	63.1	71%	26.6	54%	125%	26	天风证券	7.7	49%	3.5	68%	128%
6	招商证券	66.0	80%	28.7	62%	161%	27	西南证券	5.7	54%	2.4	50%	116%
7	国信证券	63.6	109%	28.4	71%	213%	28	红塔证券	2.0	70%	0.8	61%	136%
8	中信建投	57.6	54%	24.1	50%	97%	29	华西证券	16.3	78%	7.1	70%	165%
9	中金公司	45.2	76%	18.6	38%	135%	30	华安证券	11.0	77%	4.7	49%	150%
10	中万宏源	44.9	66%	20.0	71%	144%	31	国海证券	8.8	66%	3.7	50%	126%
11	东方证券	23.8	49%	10.1	51%	83%	32	东北证券	10.1	67%	4.4	61%	152%
12	光大证券	29.7	63%	12.7	60%	119%	33	中银证券	9.8	80%	4.4	71%	162%
13	兴业证券	21.6	65%	9.2	59%	138%	34	山西证券	6.3	51%	2.6	43%	58%
14	国联证券	15.7	293%	6.6	52%	456%	35	南京证券	5.2	78%	2.2	61%	138%
15	方正证券	41.7	81%	18.3	66%	161%	36	第一创业	4.1	85%	1.9	80%	170%
16	中泰证券	32.5	65%	14.1	62%	139%	37	中原证券	6.2	72%	2.7	60%	131%
17	东吴证券	17.1	49%	7.1	43%	79%	38	太平洋	3.7	77%	1.6	64%	173%
18	长江证券	28.0	59%	12.0	61%	129%	39	华林证券	5.7	80%	2.4	56%	140%
19	国元证券	11.1	71%	4.6	49%	124%	上市券商合计		1100.5	68%	475.9	58%	134%
20	财通证券	13.9	66%	5.8	48%	119%	东方财富手续费净收入（经纪为主）		66.0	87%	27.9	48%	141%
21	浙商证券	23.3	60%	10.1	63%	132%	市场日均股基成交额（万亿）		1.96	112%	2.5	66%	212%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国泰海通和国联民生因合并事项同比高增；上述按照2025Q3末归母净资产降序排列

图表8：2025Q1-3权益基金新发4440亿份，同比+183%



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.2 投行：头部券商投行收入增速领先，海外投行收入高增

(1) 2025前三季度上市券商投行净收入同比+16%，较中报的11%增速扩张，系IPO改善。2025Q1-3 A股IPO项目数78单，同比+13%，IPO金额773亿元，同比+61%，较上半年的15%增速扩张；2025Q3 IPO项目27单（Q2为24单），IPO金额399亿，环比+91%。

(2) 港股IPO同比高增，券商海外投行业务高景气，我们测算中信证券/中金公司海外投行收入为11/11亿，同比+147%/+39%。

(3) 往后看，证监会表态将启动实施深化创业板改革，设置更加契合新兴领域和未来产业创新创业企业特征的上市标准，为新产业、新业态、新技术企业提供更加精准、包容的金融服务。

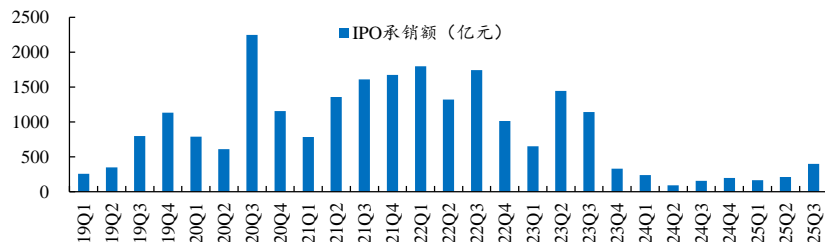
图表9：券商投行业务收入同比增长，头部券商投行增速跑赢行业

序号	投行净收入(亿元)	2025Q1-3	同比	序号	投行净收入(亿元)	2025Q1-3	同比
1	国泰海通	26.29	+16%	21	浙商证券	5.06	+13%
2	中信证券	36.89	+31%	22	国金证券	7.72	+17%
3	华泰证券	19.48	+14%	23	长城证券	2.11	+24%
4	广发证券	5.16	-3%	24	西部证券	2.83	+75%
5	中国银河	4.75	+30%	25	东兴证券	3.71	+6%
6	招商证券	5.10	+22%	26	天风证券	5.87	+19%
7	国信证券	6.08	+6%	27	西南证券	1.63	+23%
8	中信建投	18.46	+23%	28	红塔证券	0.25	+41%
9	中金公司	29.40	+43%	29	华西证券	0.56	+39%
10	申万宏源	8.51	+30%	30	华安证券	1.36	+65%
11	东方证券	11.71	+41%	31	国海证券	1.20	+69%
12	光大证券	4.87	+22%	32	东北证券	0.87	+17%
13	兴业证券	4.16	+6%	33	中银证券	1.13	+19%
14	国联民生	6.88	+61%	34	山西证券	2.49	+13%
15	方正证券	1.31	+11%	35	南京证券	1.13	+20%
16	中泰证券	4.06	+36%	36	第一创业	1.97	+15%
17	东吴证券	5.96	+16%	37	中原证券	0.13	+64%
18	长江证券	2.90	+13%	38	太平洋	0.55	+61%
19	国元证券	1.49	+55%	39	华林证券	0.12	+9%
20	财通证券	2.77	+29%		上市券商整体	246.92	+16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

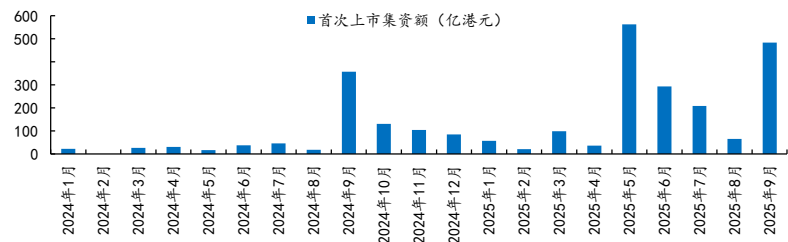
注：国泰海通和国联民生因合并事项同比高增；上述按照2025Q3末归母净资产降序排列

图表10：2025Q3 A股IPO规模环比+91%，2025Q1-3累计IPO规模同比+61%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表11：2025Q1-3 港股IPO金额1829.18亿港元，同比+229%（2025H1为1071亿港元，同比+699%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.2 资管：资管净收入同比持平，或受2025年以来债市下跌影响

前三季度上市券商资管净收入326亿，同比持平，较中报的-5%增速改善，表现相对承压或受债市下跌影响。2025年8月末券商资管AUM5.8万亿，同比+1%，固收类AUM4.8万亿，同比-1%。

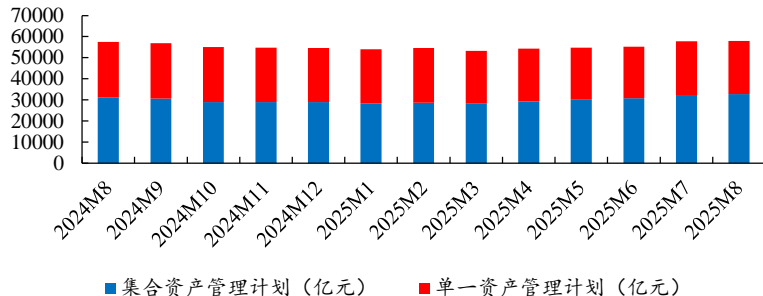
图表12：2025前三季度券商资管收入同比持平

序号	资管净收入 (亿元)	2025Q1-3	同比	序号	资管净收入 (亿元)	2025Q1-3	同比
1	国泰海通	42.73	+49%	21	浙商证券	2.56	+16%
2	中信证券	87.03	+16%	22	国金证券	1.02	+37%
3	华泰证券	13.54	-55%	23	长城证券	0.36	+66%
4	广发证券	56.61	+11%	24	西部证券	1.02	+19%
5	中国银河	3.96	+3%	25	东兴证券	1.50	+34%
6	招商证券	6.53	+30%	26	天风证券	2.20	+26%
7	国信证券	4.90	-23%	27	西南证券	0.14	+34%
8	中信建投	9.51	+3%	28	红塔证券	0.07	+50%
9	中金公司	10.62	+27%	29	华西证券	0.32	+52%
10	申万宏源	5.18	+13%	30	华安证券	3.54	+17%
11	东方证券	9.73	+4%	31	国海证券	1.39	+8%
12	光大证券	6.66	+5%	32	东北证券	2.24	+22%
13	兴业证券	1.15	+1%	33	中银证券	3.76	+2%
14	国联证券	5.27	+9%	34	山西证券	1.70	+24%
15	方正证券	1.73	+1%	35	南京证券	0.31	+52%
16	中泰证券	17.68	+7%	36	第一创业	6.54	+7%
17	东吴证券	1.59	+23%	37	中原证券	0.23	+9%
18	长江证券	2.06	+5%	38	太平洋	0.52	+30%
19	国元证券	0.63	+5%	39	华林证券	0.09	+5%
20	财通证券	9.57	+9%	上市券商整体		326.18	+0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

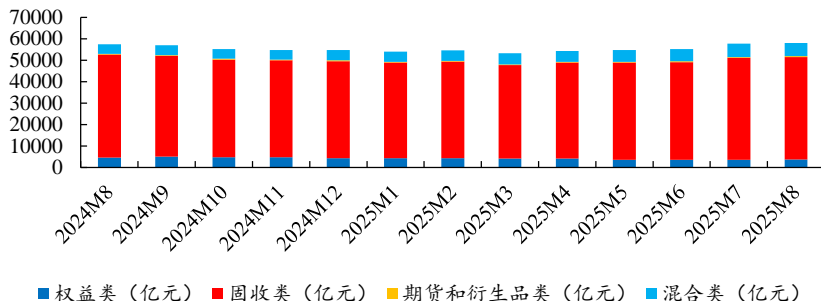
注：华泰证券资管同比大幅下降主因AssetMark高基数；国泰海通和国联民生因合并事项同比高增；上述按照2025Q3末归母净资产降序排列

图表13：2025年8月末券商资管AUM5.8万亿，同比+1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表14：2025年8月末券商资管固收类AUM4.8万亿，同比-1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2 公募基金：AUM保持增长，各家基金公司业绩表现分化

公募基金业绩2025H1样本20家基金公司收入/净利润同比+10%/+10%，具体各家表现分化。

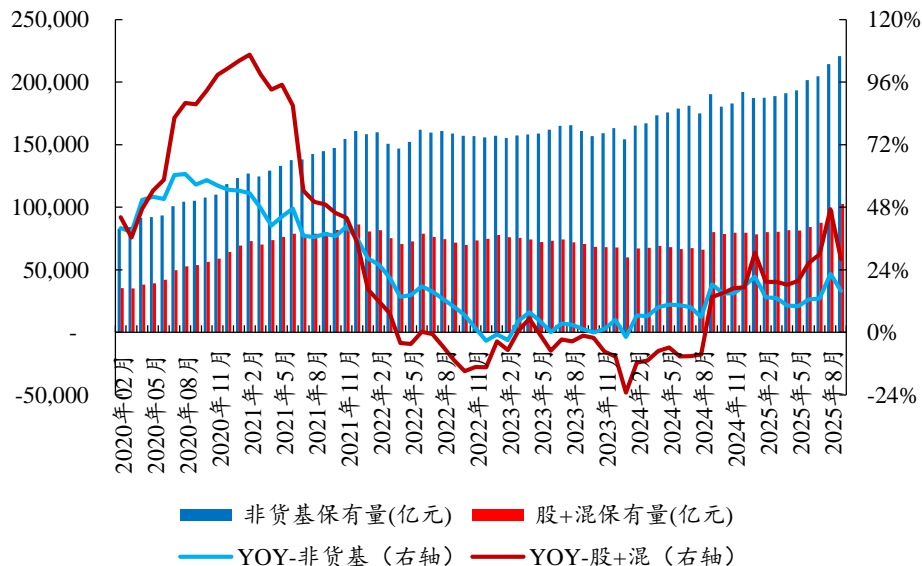
截至2025Q3末，全市场非货/偏股AUM为22.1/10.3万亿元，同比+16%/+28%，较2025Q2环比+9%/+22%。

图表15：20家样本基金公司上半年营收/净利润同比+10%/10%

亿元	营业收入			净利润		
	2025H1	2024H1	YOY	2025H1	2024H1	YOY
1 易方达	58.96	53.74	10%	18.77	15.16	24%
2 华夏基金	42.58	36.69	16%	11.23	10.62	6%
3 广发基金	38.98	31.91	22%	11.80	8.22	44%
4 南方基金	37.97	34.01	12%	11.94	10.36	15%
5 富国基金	33.30	29.18	14%	9.24	7.74	19%
6 天弘基金	27.80	26.73	4%	9.17	9.36	-2%
7 招商基金	25.61	25.32	1%	7.89	8.47	-7%
8 博时基金	23.56	22.15	6%	7.63	7.62	0%
9 汇添富	23.41	22.22	5%	4.80	6.90	-30%
10 鹏华基金	18.63	17.89	4%	3.87	3.82	1%
11 中欧基金	18.49	15.88	16%	4.02	2.83	42%
12 兴证全球	17.85	15.02	19%	7.19	6.10	18%
13 景顺长城	17.10	16.78	2%	5.42	4.81	13%
14 华安基金	15.58	14.54	7%	5.00	5.11	-2%
15 银华基金	13.46	13.36	1%	2.84	2.54	12%
16 华泰柏瑞	9.52	10.02	-5%	2.04	3.20	-36%
17 万家基金	9.10	8.18	11%	1.61	1.56	3%
18 永赢基金	8.97	6.31	42%	1.82	1.01	80%
19 兴业基金	6.95	5.35	30%	2.40	1.67	44%
20 浦银安盛	5.99	6.24	-4%	1.23	1.33	-8%
样本20家	453.79	411.51	10%	129.92	118.41	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图表16：2025Q3末非货/偏股AUM为22.1/10.3万亿元，同比+16%/+28%

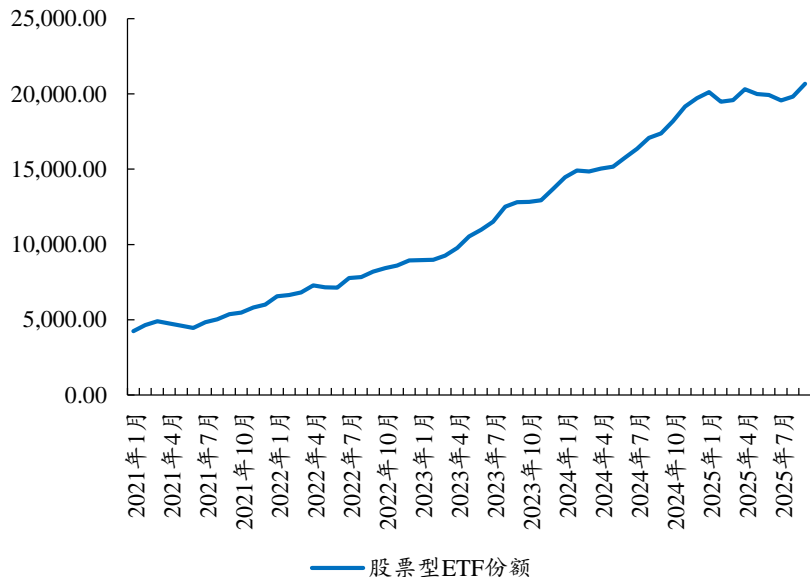


数据来源：Wind、开源证券研究所

股票型ETF份额2025年增长势头减弱，保持震荡趋势。

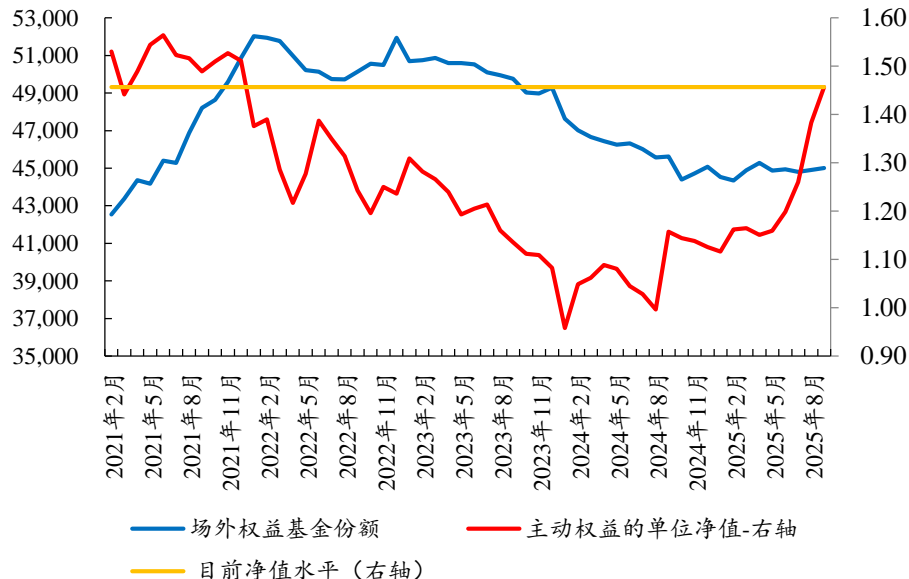
主动权益基金净值自2024年1月开始回升，净赎回趋势在2025年减弱，2025年9月末主动权益基金整体净值水平回到2022年1月。

图表17：2021-2024年ETF份额保持增长，2025年有所震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表18：主动权益净值回升，份额自2025年以来净赎回趋势减弱



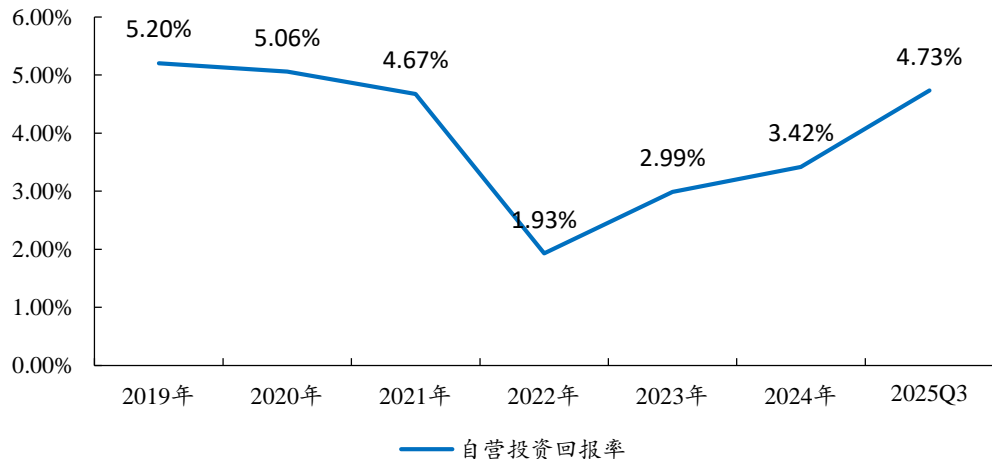
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.2 投资：股市大涨驱动自营投资收益率回升

股市大涨驱动自营超预期，权益自营弹性突出，FICC业务彰显韧性。

前三季度上市券商整体自营投资收益率4.73%。部分券商自营投资收益环比高增，体现高权益弹性。

图表19：2023年以来上市券商自营投资收益率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

图表20：各券商自营投资收益率改善

		自营投资收益（亿元）				自营投资收益率（年化）		
序号		2025Q1-3	同比	2025Q3 单季度	环比	2025Q1-3	2025H1	2024Q1-3
1	国泰海通	200.5	87%	109.6	115%	4.0%	2.8%	3.7%
2	中信证券	294.0	34%	121.7	47%	4.4%	4.1%	3.8%
3	华泰证券	100.5	-15%	40.6	19%	3.9%	3.5%	4.0%
4	广发证券	93.6	56%	41.2	40%	3.8%	3.5%	3.0%
5	中国银河	120.9	39%	46.9	11%	5.4%	5.0%	4.1%
6	招商证券	73.1	1%	32.0	23%	3.1%	2.7%	3.2%
7	国信证券	99.1	75%	40.9	24%	5.7%	5.1%	3.6%
8	中信建投	68.6	28%	22.0	-17%	3.9%	4.1%	3.1%
9	中金公司	113.0	53%	39.2	4%	4.8%	4.8%	3.3%
10	申万宏源	119.3	58%	46.6	14%	4.5%	4.2%	3.2%
11	东方证券	64.8	57%	22.3	3%	6.9%	6.6%	4.9%
12	光大证券	19.4	22%	6.9	-8%	3.6%	3.0%	2.6%
13	兴业证券	34.6	57%	16.5	37%	4.9%	4.1%	3.5%
14	国联民生	29.6	220%	8.7	-37%	6.1%	6.3%	2.6%
15	方正证券	28.9	78%	8.9	-4%	5.9%	5.5%	3.7%
16	中泰证券	19.1	81%	9.4	42%	5.9%	4.2%	3.5%
17	东吴证券	35.5	46%	13.8	32%	8.3%	8.5%	5.6%
18	长江证券	30.4	290%	15.6	157%	14.7%	10.3%	3.3%
19	国元证券	22.7	21%	5.2	-51%	7.4%	8.6%	9.2%
20	财通证券	14.9	26%	7.4	2%	4.2%	3.2%	3.1%
21	浙商证券	24.8	141%	10.6	11%	7.3%	6.0%	3.3%
22	国金证券	16.3	45%	4.4	-23%	6.9%	7.1%	4.5%
23	长城证券	21.6	29%	4.2	-59%	5.4%	6.2%	3.9%
24	西部证券	18.5	15%	5.9	-26%	4.6%	4.5%	3.8%
25	东兴证券	17.5	22%	6.7	4%	5.5%	5.0%	5.5%
26	天风证券	12.8	6%	4.9	33%	4.6%	4.2%	4.0%
27	西南证券	10.7	38%	4.5	8%	4.8%	4.1%	3.0%
28	红塔证券	12.4	31%	3.6	-21%	7.8%	8.0%	7.1%
29	华西证券	9.6	123%	3.7	33%	5.1%	4.3%	2.3%
30	华安证券	19.8	64%	9.0	73%	7.8%	6.2%	4.7%
31	国海证券	5.6	-12%	2.1	-14%	4.8%	3.8%	4.4%
32	东北证券	17.3	38%	9.4	116%	6.2%	4.1%	4.4%
33	中银证券	2.1	-8%	0.9	40%	1.8%	1.7%	1.8%
34	山西证券	11.9	3%	3.4	-28%	4.5%	4.7%	4.1%
35	南京证券	10.4	17%	2.3	-46%	8.8%	10.1%	12.3%
36	第一创业	12.6	26%	5.7	5%	7.4%	5.7%	6.2%
37	中原证券	3.3	-18%	0.8	-64%	2.4%	2.6%	2.5%
38	太平洋	3.4	51%	1.4	31%	9.5%	8.6%	6.2%
39	华林证券	2.0	-43%	(0.2)	-111%	13.4%	21.4%	17.2%
上市券商合计		1815.2	40%	738.5	24%	4.7%	4.3%	3.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

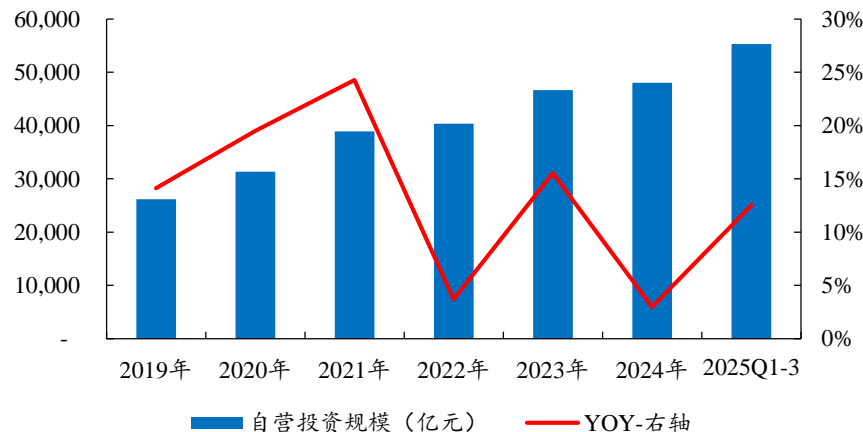


# 1.2 投资：股市大涨驱动自营投资收益率回升

上市券商金融资产体量增长，2025Q3末自营投资金融资产规模同比+13%。

金融资产结构来看，衍生金融资产和其他权益工具环比增长较多。2025Q3末交易性金融资产/其他权益工具/债权和其他债权投资/衍生金融资产分别为4.8万亿、6113亿、1.4万亿、996亿，环比+3%/+10%/+3%/+20%。关注衍生品业务复苏。

图表21：上市券商自营投资规模保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：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

图表22：各券商自营投资收益率改善

亿元	交易性金融资产			其他权益工具			债权投资和其他债权投资			衍生金融资产		
	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
国泰君安	6,716.6	86%	8%	584.7	531%	26%	1,520.4	121%	14%	119.3	14%	23%
中信证券	7,928.5	4%	7%	1,005.8	50%	18%	385.8	-42%	-32%	384.6	-11%	7%
华泰证券	3,610.4	5%	1%	105.1	6714%	42%	931.5	60%	38%	113.2	-2%	57%
广发证券	3,532.3	29%	22%	342.3	185%	-2%	945.4	-26%	4%	58.3	-47%	77%
中国银河	2,567.3	3%	1%	598.4	25%	3%	1,004.4	2%	5%	18.1	-72%	-8%
招商证券	2,824.7	8%	7%	342.8	-1%	3%	65.7	-6%	4%	25.4	-64%	60%
国信证券	2,070.9	16%	0%	368.9	49%	1%	489.4	-41%	-3%	7.5	-15%	179%
中信建投	2,052.9	-12%	4%	407.2	1097%	23%	948.1	31%	0%	28.6	-42%	31%
中金公司	3,019.1	10%	4%	113.6	538%	15%	1,030.1	36%	16%	122.3	-11%	39%
申万宏源	2,754.6	19%	6%	807.6	22%	10%	471.4	-31%	-25%	48.0	-55%	9%
东方财富	1,097.8	11%	-6%	276.2	65%	4%	878.9	4%	-8%	18.8	-20%	-47%
光大证券	603.6	-26%	-24%	34.7	278%	4%	585.0	15%	-5%	17.4	-30%	143%
兴业证券	846.2	10%	11%	151.2	346%	28%	594.2	-3%	-4%	7.0	-66%	30%
国联民生	719.4	64%	-4%	135.2	173%	3%	15.0	-68%	-67%	4.3	-79%	16%
方正证券	614.1	8%	-19%	63.1	106%	-7%	297.0	-39%	-14%	0.7	-76%	-60%
中泰证券	407.4	8%	-13%	70.8	288%	1%	288.5	-9%	3%	1.2	-86%	-46%
东吴证券	565.9	2%	34%	104.8	236%	-19%	518.5	16%	58%	0.4	-95%	-5%
长江证券	313.2	12%	-7%	0.6	9%	0%	311.0	-5%	-5%	1.3	-84%	-4%
国元证券	386.6	32%	-1%	64.9	159%	17%	548.5	-8%	-4%	1.0	26%	19%
财通证券	430.7	-10%	5%	31.0	2132%	7%	199.5	1%	4%	0.8	-95%	-53%
浙商证券	466.3	26%	-8%	52.3	307%	0%	155.1	45%	9%	6.6	-47%	68%
国金证券	379.5	31%	-9%	7.4	151%	-30%	53.1	5%	-1%	0.8	1433%	
长城证券	487.7	-12%	-9%	46.0	54%	-9%	61.4	122%	30%	1.0	-56%	75%
西部证券	556.3	3%	-9%	30.1	24137%	44%	0.1			0.0	-96%	-40%
东兴证券	317.3	-15%	-7%	102.2	75%	-2%	244.8	30%	3%	1.2	-78%	-21%
天风证券	341.2	-15%	-4%	15.5	2%	-24%	58.1	10%	-25%	0.2	-74%	-61%
西南证券	313.2	-9%	-2%	20.4	101%	1%	80.6	-13%	-4%	0.1	-91%	-56%
红塔证券	136.1	-3%	-6%	73.8	47%	-6%	180.2	-2%	-10%	0.1	43%	-46%
华西证券	254.4	-1%	-14%	2.6	25%	-4%	92.1	184%	64%	0.1	-28%	1051%
华安证券	265.8	-30%	-7%	20.0	-18%	-8%	227.7	138%	-2%	0.1	-74%	184%
国海证券	169.8	-8%	-26%	0.7	-4%	0%	119.0	150%	146%	0.7	-3%	588%
东北证券	366.2	1%	-9%	34.2	31492%	73%	1.3			5.6	72%	2%
中银证券	144.1	-1%	14%	10.4	2133%	60%	73.9	59%	376%			
山西证券	338.5	-10%	-7%	3.2	50%	58%	0.8	-8%	1%	0.7	-57%	186%
南京证券	134.4	20%	-8%	25.2	1766%	41%	282.6	76%	20%	0.3	-82%	-27%
第一创业	167.6	-6%	-12%	59.5	65%	-4%	17.0	6466%	-2%	0.1	-78%	-55%
中原证券	191.8	6%	-10%	0.0	0%	0%	1.5	-64%	59%			
太平洋	51.2	-1%	6%	0.6	-19%	3%	2.3	-13%	-1%			
华林证券	19.8	-22%	11%				56.9	20%	-41%	0.0	-83%	-94%
合计	48,163.5	9%	3%	6,112.9	79%	10%	14,325.5	3%	3%	995.8	-28%	20%

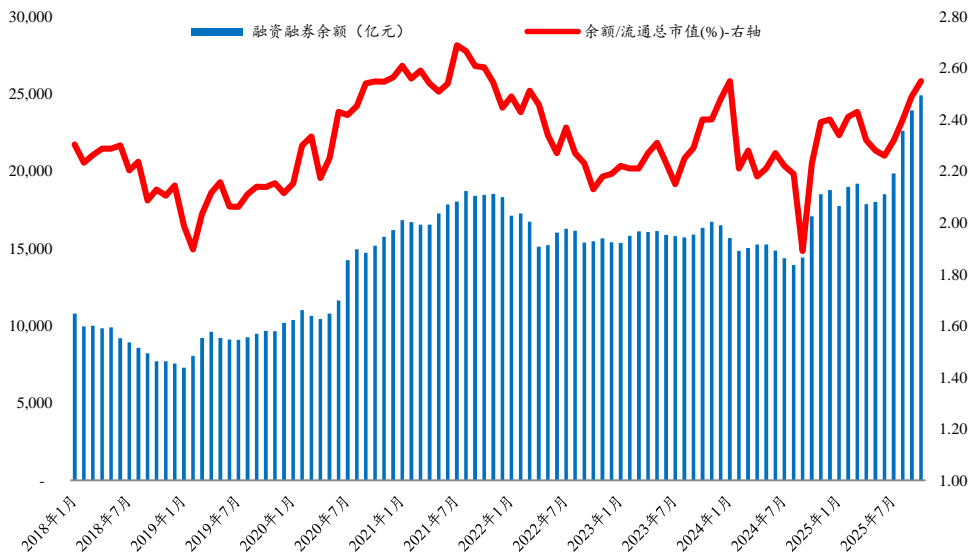
数据来源：Wind、开源证券研究所



## 1.2 利息净收入：两融扩张，预计两融利率和券商负债成本均有下降

2025Q1-3利息净收入336亿，同比+38%，利息收入/利息支出1427/1091亿，同比-3%/-11%。两融规模增长，预计两融利率下降是利息收入下降主要原因。券商负债资金成本预计下降，期末付息债务规模同比+22%，而利息支出同比-11%。预计美联储降息带动头部券商负债成本持续下降。

图表23：2024年924以来市场两融规模快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表24：上市券商两融规模环比高增

亿元	融出资金		两融市占率	
	2025Q3	环比	2025Q3	环比变化
国泰海通	2,386	27%	10.0%	-0.2%
中信证券	1,917	34%	8.1%	0.3%
华泰证券	1,698	30%	7.1%	0.0%
广发证券	1,365	26%	5.7%	-0.2%
中国银河	1,325	31%	5.6%	0.1%
招商证券	1,293	36%	5.4%	0.3%
国信证券	886	30%	3.7%	0.0%
中信建投	787	28%	3.3%	0.0%
中金公司	622	37%	2.6%	0.1%
中万宏源	904	22%	3.8%	-0.2%
东方证券	356	28%	1.5%	0.0%
光大证券	528	24%	2.2%	-0.1%
兴业证券	417	27%	1.8%	0.0%
国联证券	223	28%	0.9%	0.0%
方正证券	510	23%	2.1%	-0.1%
中泰证券	429	19%	1.8%	-0.2%
东吴证券	274	36%	1.2%	0.1%
长江证券	441	32%	1.9%	0.0%
国元证券	268	28%	1.1%	0.0%
财通证券	254	25%	1.1%	0.0%
浙商证券	385	32%	1.6%	0.0%
国金证券	337	12%	1.4%	-0.2%
长城证券	257	20%	1.1%	-0.1%
西部证券	115	20%	0.5%	0.0%
东兴证券	202	31%	0.9%	0.0%
天风证券	53	37%	0.2%	0.0%
西南证券	190	38%	0.8%	0.0%
红塔证券	29	14%	0.1%	0.0%
华西证券	235	22%	1.0%	-0.1%
华安证券	135	27%	0.6%	0.0%
国海证券	114	20%	0.5%	0.0%
东北证券	185	32%	0.8%	0.0%
中银证券	164	26%	0.7%	0.0%
山西证券	82	17%	0.3%	0.0%
南京证券	131	26%	0.6%	0.0%
第一创业	91	18%	0.4%	0.0%
中原证券	104	21%	0.4%	0.0%
太平洋	29	24%	0.1%	0.0%
华林证券	60	28%	0.3%	0.0%
上市券商合计	19,784	28%	83.2%	-0.7%
两融融资规模	23,784	29%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

“十五五”对资本市场发展定调积极，券商持续分享发展红利：“十五五”规划提出“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”。我们认为券商将持续受益于资本市场发展红利。

图表25：“十五五”顶层设计对资本市场定调积极

领域	“十四五”表述	“十五五”表述
服务实体	“构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性”	“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”
资本市场	“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”	“ <b>提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能</b> ”；“ <b>积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化</b> ”
货币政策	“建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制”；“健全市场化利率形成和传导机制”	“完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制”
金融机构	“深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，改革优化政策性金融”	“ <b>优化金融机构体系，推动各类金融机构<b>专注主业、完善治理、错位发展</b></b> ”
金融监管	“完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍”	“全面加强金融监管，强化央地监管协同，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行”
对外开放	“推进金融双向开放”；“稳健推进人民币国际化”	“推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系，推进全球经济金融治理改革”；“巩固提升香港国际金融、航运、贸易中心地位”

资料来源：“十四五”规划、“十五五”规划、开源证券研究所

图表26：提高资本市场制度包容性、适应性的重点任务举措

序号	重点任务举措
1	积极发展股权、债券等直接融资。
2	推动培育更多体现高质量发展要求的上市公司。
3	营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境。
4	着力提升资本市场监管的科学性、有效性。
5	稳步扩大资本市场高水平制度型开放。
6	共同营造规范、包容、有活力的资本市场生态。

资料来源：证监会、开源证券研究所

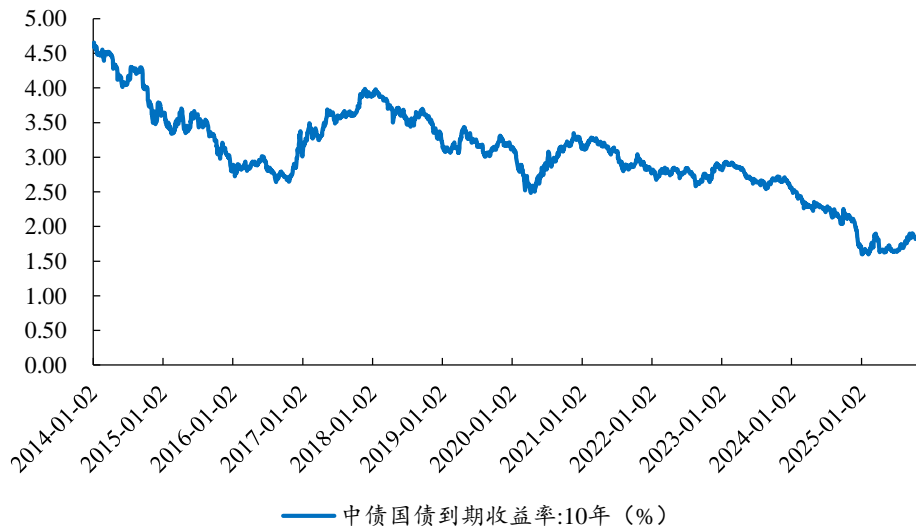
(1) 资金端来看，低利率时代下，居民和机构均有增配权益资产的趋势，直接间接参与资本市场，股市有望走出慢牛趋势。

(2) 慢牛格局延续，经纪业务和投资收益表现先行，随着牛市持续，券商投行、公募基金和衍生品业务有望加速改善。

本轮券商新业务叙事：伴随港股持续高景气以及券商自身境外业务服务能力提升，头部券商2025年中报海外收入同比高增，未来有望延续高景气。往后看，美联储降息预期下，海外业务资金成本持续降低，券商跨境衍生品业务需求旺盛，港股有望维持高景气度(截止11.3，港股IPO仍有300家公司排队)，看好头部券商海外业务高增。

(3) 当前监管导向下，券商再融资预计减少，行业向资本集约化发展，分红提升，叠加降本增效，本轮牛市券商ROE可期。

图表27：2025年持续低利率，十年期国债收益率保持在2%以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表28：头部券商海外业务同比高增

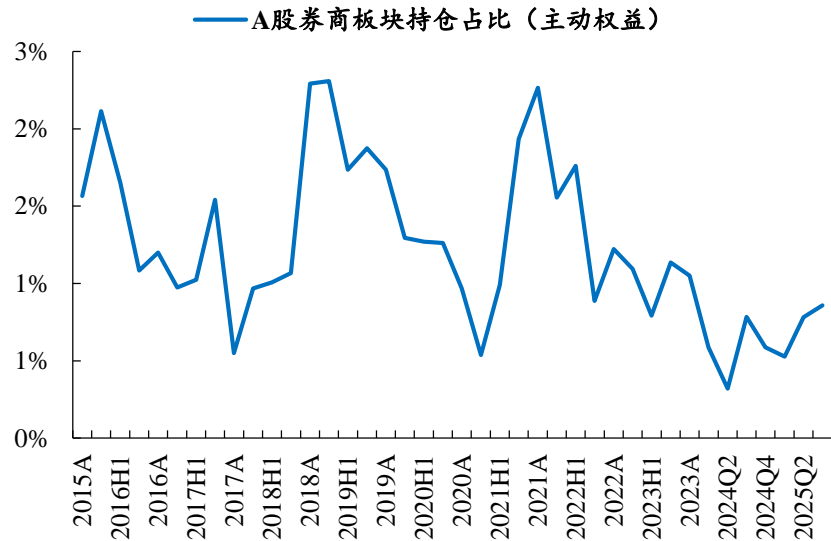
序号	代码	简称	境外业务收入 (亿元, 人民币) 2025H1	境外业务 收入YOY 2025H1	境外业务 收入占比 2025H1
1	600030.SH	中信证券	69.12	14%	21.0%
2	601995.SH	中金公司	40.24	76%	31.4%
3	601211.SH	国泰海通	24.59	76%	10.4%
4	601688.SH	华泰证券 【剔除AS】	23.08	93%	14.5%
5	000776.SZ	广发证券	11.40	75%	7.4%
6	601881.SH	中国银河	10.99	5%	8.0%
7	601066.SH	中信建投	7.07	108%	6.8%
8	600999.SH	招商证券	4.77	-10%	4.5%
9	000166.SZ	申万宏源	3.79	42%	3.2%
10	601377.SH	兴业证券	2.61	18%	4.8%
11	600958.SH	东方证券	2.12	60%	2.6%
12	000728.SZ	国元证券	1.78	65%	5.3%
13	002736.SZ	国信证券	1.26	53%	1.1%
14	601108.SH	财通证券	0.44	898%	1.5%
15	601456.SH	国联民生	0.27	17%	0.7%
16	000783.SZ	长江证券	0.26	79%	0.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 A股券商板块仍然低配，2025Q3机构持仓占比环比有一定提升

2025Q3主动型基金重仓股中，券商板块持仓占比环比提升，保险板块占比环比下降。25Q3主动型基金重仓股中券商板块占比0.86%，环比+0.08pct，位于近5年42%分位数，相对A股低配3.21pct，机构持仓位于历史低位；主动型基金重仓股中保险板块占比0.84%，环比-0.30pct，位于近5年74%分位数，相对A股低配0.71pct。

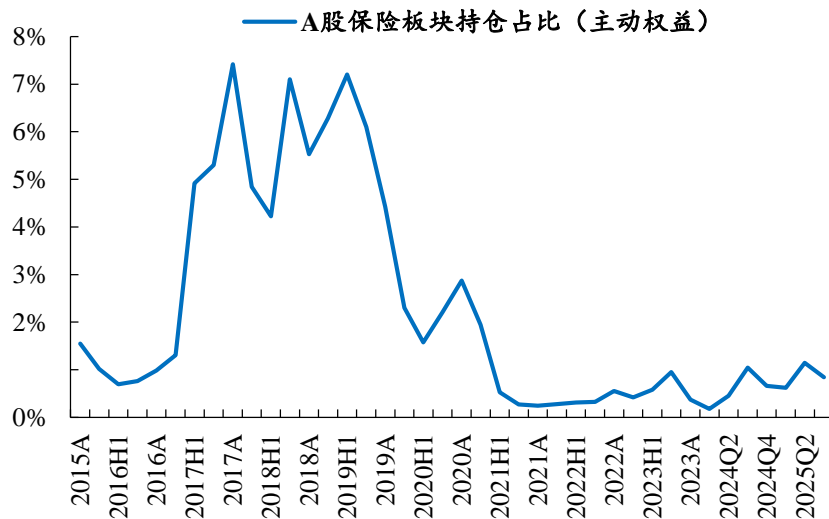
图表29：2025Q3末主动重仓股中券商板块占比0.86%，环比+0.08pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：主动权益基金指剔除被动指数、指数增强、纯债类以及REITs型基金之外的基金，下同。

图表30：2025Q3末主动型基金重仓股中保险板块占比0.84%，环比-0.30pct



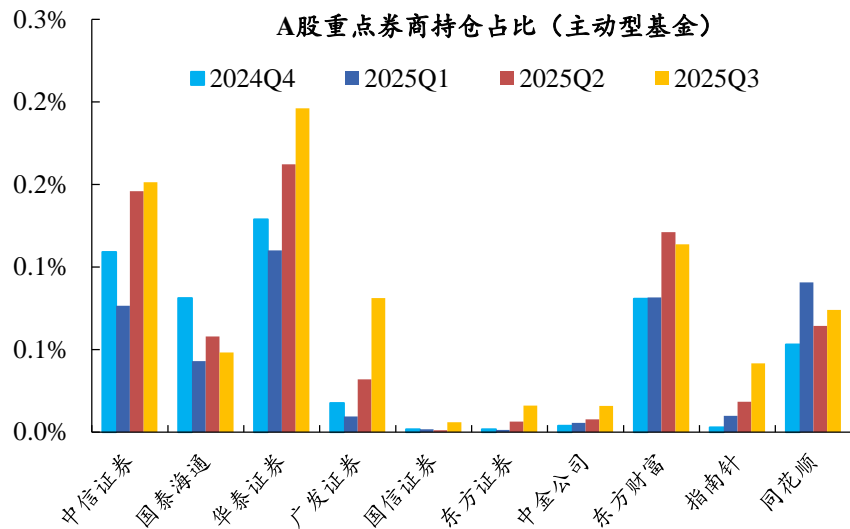
数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 中信证券、华泰证券、东方财富机构持仓较高。环比来看，截至2025Q3末国泰海通、招商证券、东方财富、中国银河受机构减仓，其余多数券商获加仓，广发证券、华泰证券、国信证券、东方证券和指南针加仓明显。

(2) 中国平安和中国太保机构持仓较高。环比来看，截至2025Q3末中国人保和中国太保减仓幅度相对明显，中国平安、新华保险减仓相对较少。

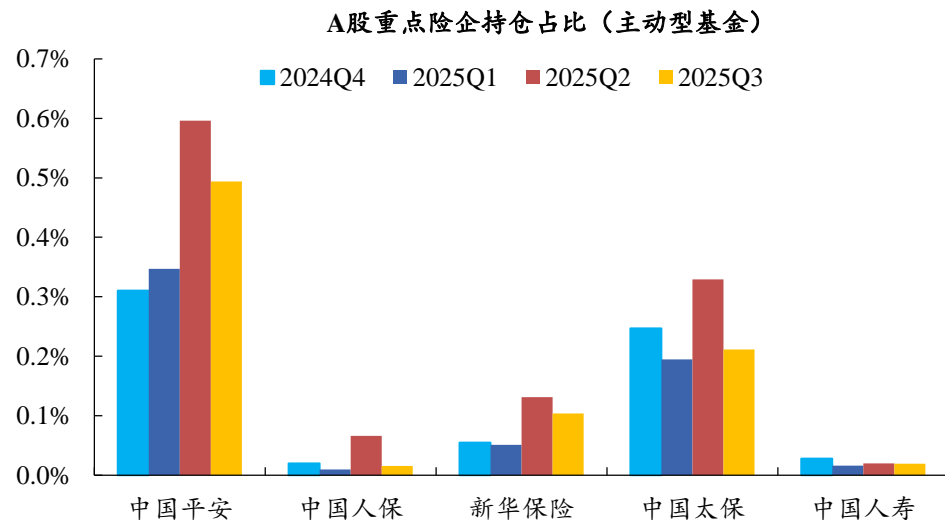
(3) 江苏金租2025Q3末持仓市值占比0.03%，环比-0.041pct，在2季度持仓比例达到0.075%历史高点后，环比减仓较明显。

图表31：A股中信证券、华泰证券、东方财富机构持仓较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表32：A股中国平安、中国太保机构持仓较高



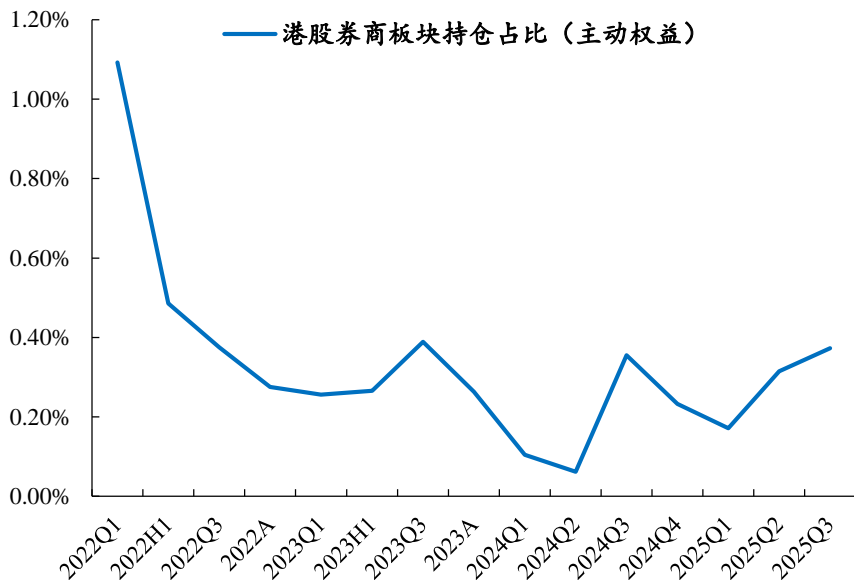
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 H股券商延续增配，险企受小幅减仓

券商板块延续增配，保险板块在2季度快速增仓后呈现小幅减仓。比例上看，3季度末，重仓股中港股险企占比明显超过券商，重仓股中持有险企市值占比2.13%（重仓港股险企市值/全部港股重仓股市值，下同），持有券商板块0.37%。

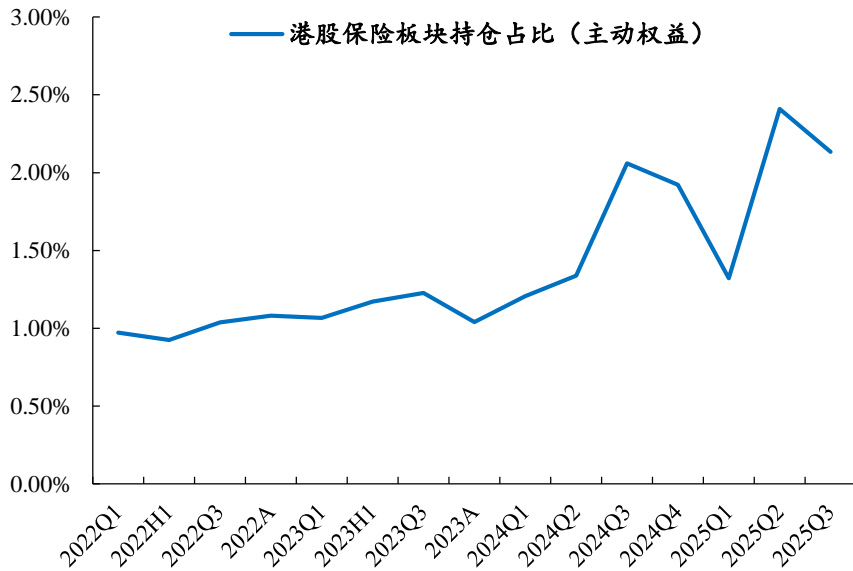
券商H股持仓中，机构持仓华泰证券、中信证券和中金公司较多；保险港股持仓中，中国人寿、中国太保和新华保险较高。

图表33：2025Q3末主动重仓股中港股券商板块占比0.37%，环比+0.06pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表34：2025Q3末主动型基金重仓股中保险板块占比2.13%，环比-0.28pct

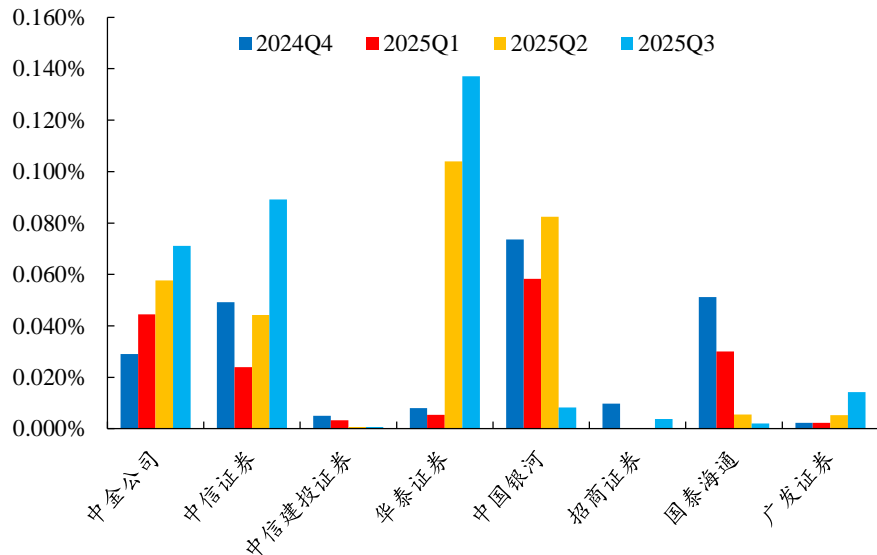


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 H股券商延续增配，险企受小幅减仓

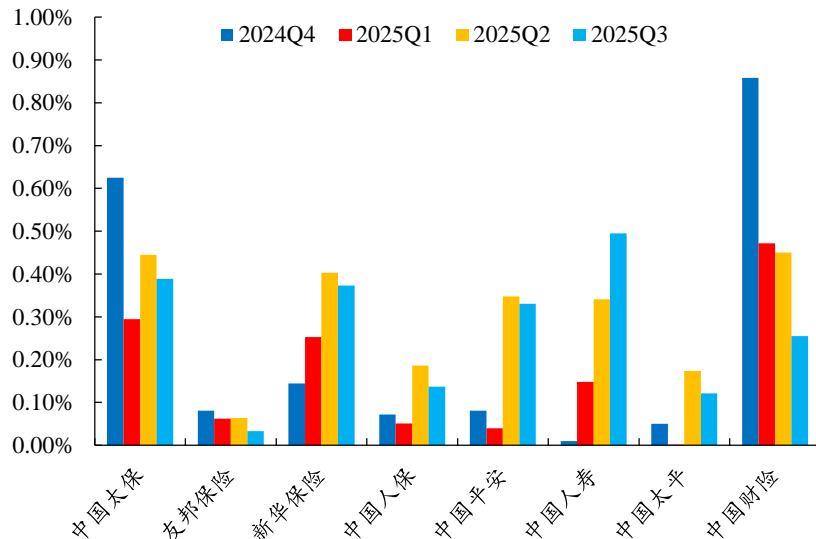
港股券商持仓中，机构持仓华泰证券、中信证券和中金公司较高，2025Q3华泰证券获机构加仓明显，中国银河受机构减仓较多。港股险企持仓中，中国人寿、中国太保和新华保险较高，2025Q3中国财险受机构减仓明显。

图表35：港股华泰证券、中信证券、中金公司机构持仓较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图表36：港股中国人寿、中国太保机构持仓较高



数据来源：Wind、开源证券研究所



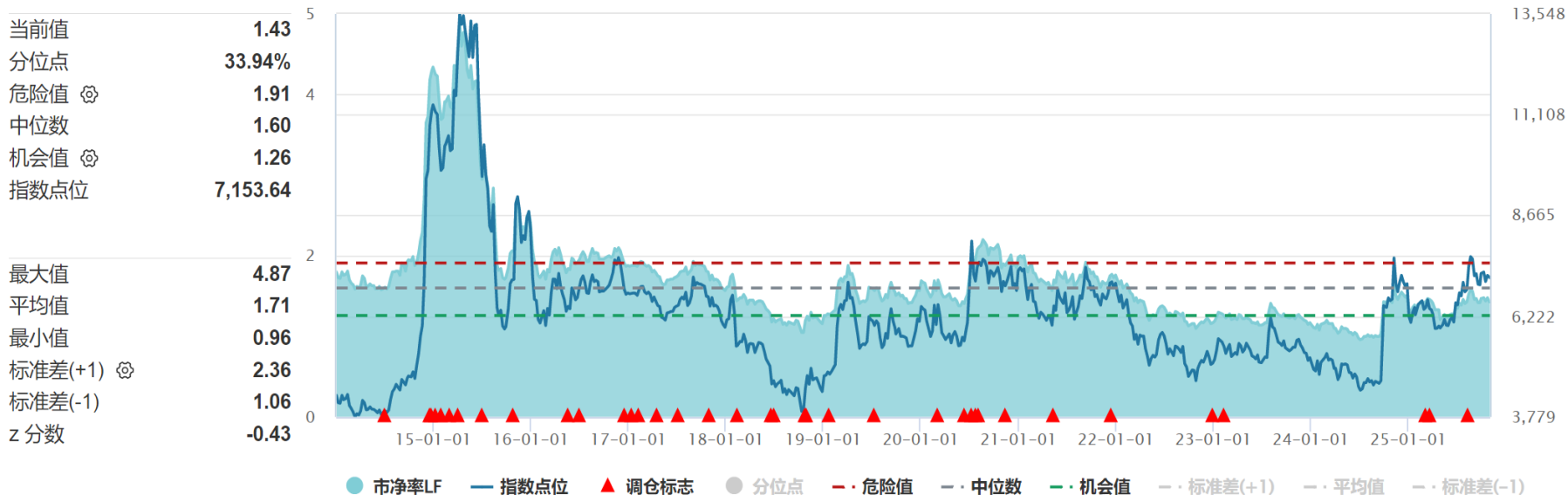
## 1.4 券商板块估值仍然较低

券商板块估值处于低位，截止2025.11.3，板块PB（LF）1.43，为2014年以来34%分位数，区间中位数1.60倍。

图表37：券商板块PB仍处低位

市净率LF

市净率LF 分位点 标准差



数据来源：Wind

# 1.4 券商板块投资建议

公募基金、海外、投行和衍生品等核心业务有望接棒经纪和自营，持续驱动券商盈利改善，内生增长导向下本轮头部券商ROE有望明显扩张，板块估值仍在低位，继续看好战略性增配机会。

三条主线：推荐海外和机构业务优势突出的华泰证券、中金公司；大财富管理优势突出的广发证券、东方证券H；零售优势突出、受益于海南跨境资管试点的国信证券。

多元金融板块我们推荐高股息率、盈利稳增的江苏金租。

图表38：核心券商和多元金融标的盈利预测

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	净利润（亿元）			净利润YOY			净利润环比	PB-LF	市盈率P/E	
			2025/11/4	25Q1-3	2025E	2026E	25Q1-3	2025E	2026E	25Q3E	2025/11/4	2025E	2026E
601995.SH	中金公司	买入	1,755	65.7	104.1	141.0	130%	83%	35%	-2%	1.80	16.8	12.4
000776.SZ	广发证券	买入	1,691	109.3	143.4	187.4	62%	49%	31%	20%	1.34	11.8	9.0
601688.SH	华泰证券	买入	1,934	127.3	167.5	215.8	+2%/扣非同比+100%	+9%/扣非同比+85%	29%	33%	1.12	11.5	9.0
600030.SH	中信证券	买入	4,310	231.6	306.0	395.7	38%	41%	29%	32%	1.54	14.1	10.9
600958.SH	东方证券	买入	915	51.1	69.5	84.2	55%	108%	21%	-19%	1.17	13.2	10.9
002736.SZ	国信证券	买入	1,413	91.4	118.1	145.4	87%	44%	23%	24%	1.45	12.0	9.7
300059.SZ	东方财富	买入	3,992	91.0	128.2	156.2	51%	33%	22%	24%	4.49	31.2	25.6
601211.SH	国泰海通	买入	3,473	220.7	275.9	265.3	132%	112%	-4%	81%	1.11	12.6	13.1
600901.SH	江苏金租	买入	330	24.5	32.8	36.3	10%	11%	11%	11%	1.42	10.1	9.1

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

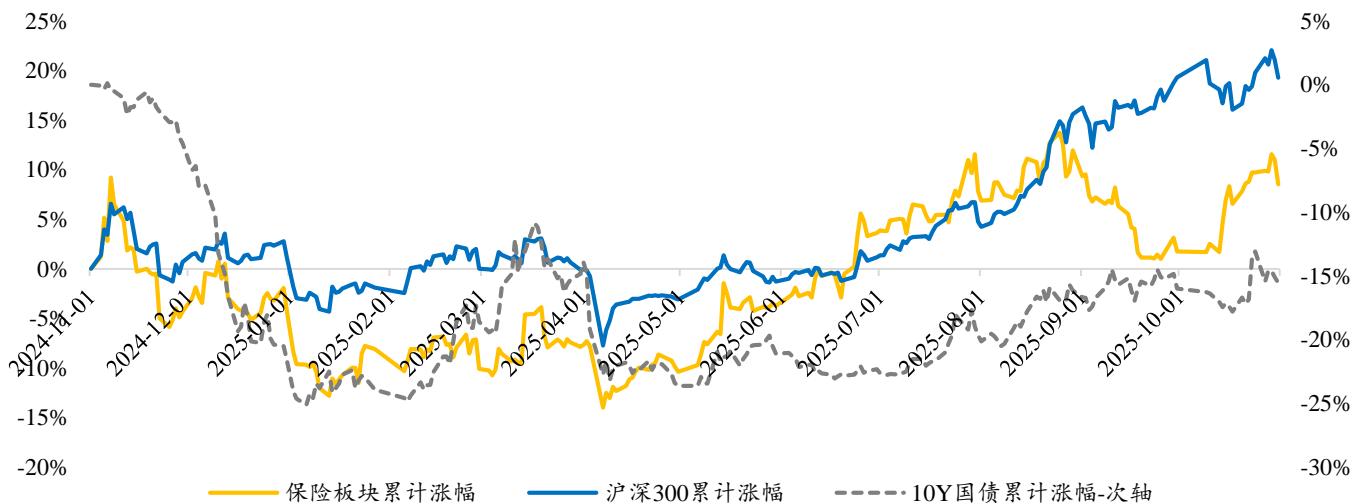
## CONTENTS

- 1 券商：景气度有望延续，看好板块战略性增配机会
- 2 保险：业绩和负债端展望乐观，关注资产端弹性释放
- 3 风险提示

**2024年11月-2025年10月复盘：保险板块上涨9%，跑输沪深300指数的+19%**

- **基本面看：**高基数下，净利润增长有所分化，负债端看个险渠道承压，不回溯口径下NBV增速有所放缓；长端利率底部企稳，经济复苏动能仍偏弱。
- **估值面看：**2024年保险板块超额上涨明显，A股上市险企估值回到较高分位，一定程度上抑制了2025年的超额，保险H股上涨明显。
- **阶段性看：**2025年5月-8月，在负债端边际改善、利率底部企稳(反内卷)和红利资产上涨的带动下，保险板块呈现阶段性超额。2025年9月上市险企股价有所调整，或受中报低于预期、红利资产整体回调影响。

图表39：过往一年（2024年11月-2025年10月）保险板块整体跑输沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1 保险板块复盘：低估值H股和基本面强劲标的领涨

### 个股复盘：上市险企H股涨幅显著优于A股

- **低估值H股受大资金青睐：**从个股复盘看，上市险企H股估值更低，股息率具有较强吸引力，在险资举牌、南下资金带动下，上市险企H股涨幅明显优于A股。中国人寿H股和A股折价明显收敛。
- **业绩和负债端增速领跑标的超额明显：**新华保险、中国财险以及中国人寿H股涨幅领跑。权益弹性突出的新华保险、中国人寿和COR改善明显的中国财险，前3季度净利润增速领先，同时新华保险、中国人寿和中国人保NBV增速行业领先。
- **租赁板块：**远东宏信、江苏金租和中银航空租赁全年实现较好上涨，高股息率、盈利稳健是主要驱动。

图表40：2024年11月至2025年10月期间，低估值H股和基本面强劲标的领涨

证券代码	证券简称	市场	细分板块	近1年涨幅 (2024年11月-2025年10月)	上半场涨幅 (24.11.1-25.4.8)	下半场涨幅 (25.4.9-25.10.31)
1336.HK	新华保险	H股	保险	101%	1%	100%
2328.HK	中国财险	港股	保险	59%	13%	41%
2628.HK	中国人寿	H股	保险	57%	-21%	98%
1606.HK	国银金租	港股	租赁	51%	-8%	65%
601336.SH	新华保险	A股	保险	47%	0%	47%
3360.HK	远东宏信	港股	租赁	39%	10%	26%
0966.HK	中国太平	港股	保险	35%	-25%	81%
1299.HK	友邦保险	港股	保险	26%	-14%	46%
600901.SH	江苏金租	A股	租赁	24%	-2%	26%
2318.HK	中国平安	H股	保险	23%	-15%	44%
601319.SH	中国人保	A股	保险	22%	-6%	29%
2601.HK	中国太保	H股	保险	22%	-23%	59%
000300.SH	沪深300	A股	市场指数	19%	-6%	27%
6060.HK	众安在线	港股	保险	19%	-28%	65%
2588.HK	中银航空租赁	港股	租赁	19%	-8%	29%
CI005166.WI	保险II(中信)	A股	行业指数	9%	-12%	24%
601318.SH	中国平安	A股	保险	8%	-12%	23%
601628.SH	中国人寿	A股	保险	7%	-14%	25%
601601.SH	中国太保	A股	保险	-1%	-19%	22%

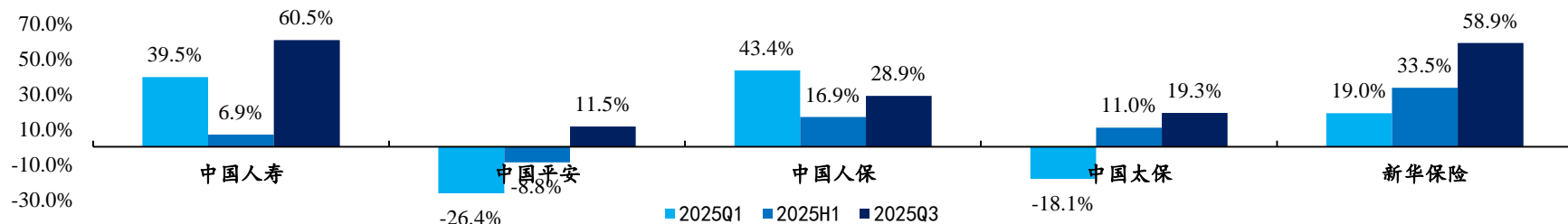
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 财务表现：投资收益拉动业绩，净利润增速逐季改善

多数上市险企归母净利润2025年以来逐季改善，投资服务业绩成主要驱动因素

中国平安、中国太保及新华保险2025年前3个季度每季度累计归母净利润同比增速逐季改善，中国人寿、中国人保3季度归母净利润增速较中报也明显改善。从利源拆分看，投资服务业绩是主要利润增长驱动，中国人寿保险服务业绩受利率提升影响增长明显。股市上涨明显、险企积极增配权益和资产规模增长共振，驱动投资收益高基数下实现高增。

图表41：上市公司2025年1-3季度累计归母净利润逐季改善



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表42：上市险企2025年1-3季度投资服务业绩表现亮眼，成为拉动归母净利润增长主因

	中国人寿			中国平安			中国人保			中国太保			新华保险		
	25Q1	25Q1-Q2	25Q1-Q3	25Q1	25Q1-Q2	25Q1-Q3	25Q1	25Q1-Q2	25Q1-Q3	25Q1	25Q1-Q2	25Q1-Q3	25Q1	25Q1-Q2	25Q1-Q3
保险服务业绩增速	123.9%	-17.2%	75.6%	2.8%	2.0%	0.3%	27.9%	1.8%	10.4%	-10.8%	0.9%	11.5%	5.2%	2.3%	6.2%
投资服务业绩增速	-48.6%	-4.2%	55.7%	-83.2%	-18.8%	23.3%	107.5%	74.0%	62.8%	-16.1%	31.6%	55.8%	14.9%	71.1%	42.5%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.2 财务表现：平安、太保营运利润同比正增，平安财险、资管分部亮眼

2025Q3中国平安营运利润同比+7.2%，太保营运利润同比+7.4%

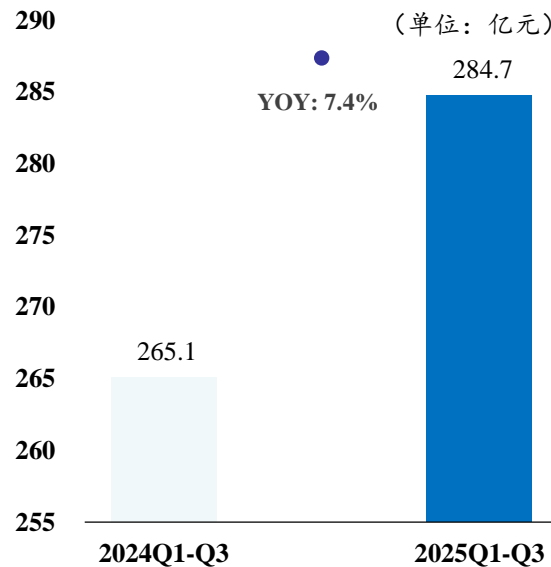
中国平安2025年前3季度寿险及健康险业务、财产保险业务营运利润占比分别排名第1和第3，其中，财产险业务同比增速超过寿险及健康险业务和集团，成为业绩增长主要拉动因素，资产管理业务营运收入与2024年同期相比由负转正，实现较大幅改善。

图表43：中国平安资管分部盈利改善明显，财险增长受益于COR下降

归母营运利 润(亿元)	寿险及健 康险业务	财产保险 业务	银行业务	资产管理 业务	金融赋能 业务	其他业务及 合并抵销	集团合并
达成	788	151	222	27	11	-36	1,163
占比	67.7%	13.0%	19.1%	2.3%	1.0%	-3.1%	100.0%
YOY	1.9%	8.3%	-3.5%	114.6%	202.4%	-8.1%	7.2%

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图表44：中国太保营运利润同比+7.4%



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

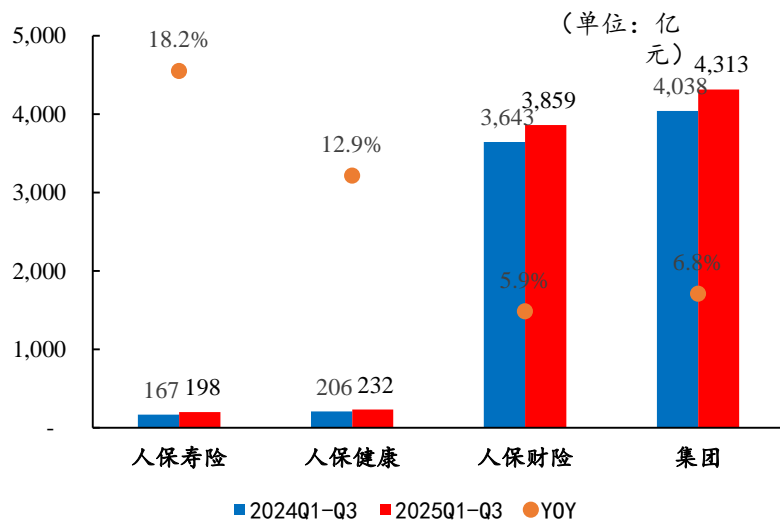


## 2.2 财务表现：财险驱动人保集团利润增长

### 中国人保：财险和健康险子公司净利润同比高增

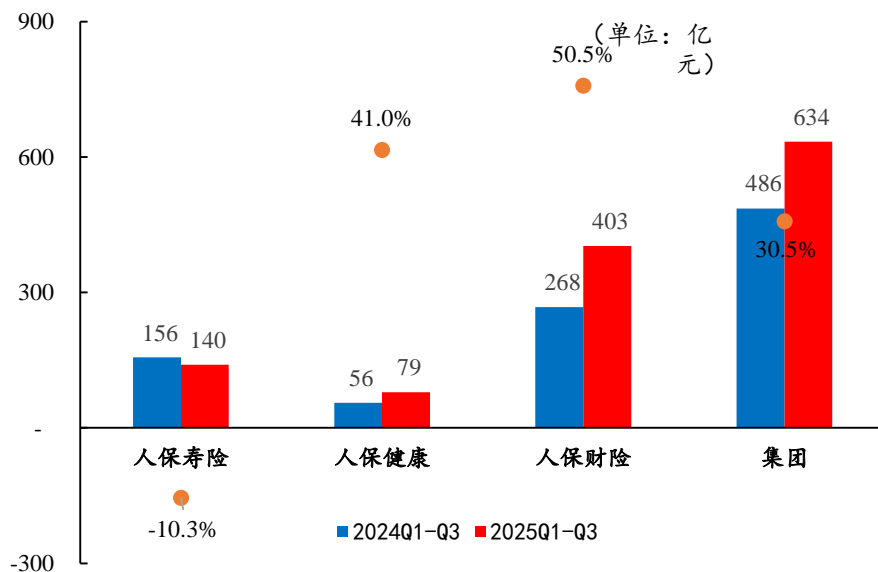
从中国人保2025年前3季度盈利拆分看，财险净利润同比+50.5%，贡献较大，是业绩增长主要拉动因素；人保健康净利润同比实现较快增长，人保寿险受保险服务业绩高基数影响，同比有所下降。

图表45：中国人保2025年前3季度寿险、健康险及财险均实现同比正增



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表46：中国人保2025年前3季度财险净利润增速明显高于集团及其他分部



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.2 财务表现：调整后净资产较年初小幅下降

5家上市险企合计净资产较年初+10.3%，合计调整后净资产较年初-7.0%

截至2025Q3末，多数上市险企净利润较年初增长，主要受长端利率上行、股市上涨和净利润释放等因素影响；多数上市险企加回分红、扣除归母净利润后归母净资产较年初下降，或受资产和负债折现率期限差异影响。

图表47：2025Q3末，各上市险企归母净资产除中国太保外均较年初上升，调整后净资产除中国人保外，均较年初下降

(亿元)	2025Q3末归母净资产	较年初	加回分红、扣除归母净利润后归母净资产	
			余额	较年初
中国人寿	6,258.3	22.8%	4,707.4	-7.6%
中国平安	9,864.1	6.2%	8,828.8	-4.9%
中国人保	3,140.7	16.9%	2,724.2	1.4%
中国太保	2,841.9	-2.5%	2,488.7	-14.6%
新华保险	1,005.1	4.4%	738.6	-23.2%
合计	23,110.0	10.3%	19,487.8	-7.0%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 人身险业务：新单保费稳健增长，NBV同比高增

### 5家上市险企新单保费均实现同比正增，NBV同比大幅增长

2025年前3季度，各上市险企寿险业务（或寿险及健康险业务）用于计算NBV的首年保费，即新单保费均实现同比增长，但增速有一定分化；各险企NBV同比增幅（新华为不回溯口径，其他为回溯口径）明显，主要受新单同比增速扩张带动。3季度预定利率调降，带动各类产品涨价预期，个险渠道边际改善。

图表48：各上市险企2025Q3累计新单保费均实现同比正增，带动NBV同比正增

NBV (百万元)	截至2025H1			截至2025Q3			2025Q3累计新单保费 (百万元)	
	达成	YOY (回溯)	YOY (不回溯)	达成	YOY (回溯)	YOY (不回溯)	达成	YOY
中国平安 (寿险及健康险业务)	22,335	39.8%	0.1%	35,724	46.2%		141,769	2.3%
中国人寿	28,546	20.3%	-11.5%		41.8%		218,034	10.4%
中国太保(寿险)	9,544	32.3%	5.6%	15,351	31.2%		90,075	24.5%
中国人保	人保寿险	4,978	71.7%	26.5%	76.6%		54,756	23.8%
	人保健康	3,837	51.0%	26.8%			37,524	16.1%
新华保险	6,182		58.4%			50.80%	58,085	55.2%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 人身险业务：银保渠道发力，新单同比高增

### 银保渠道新单高增，贡献度明显提升

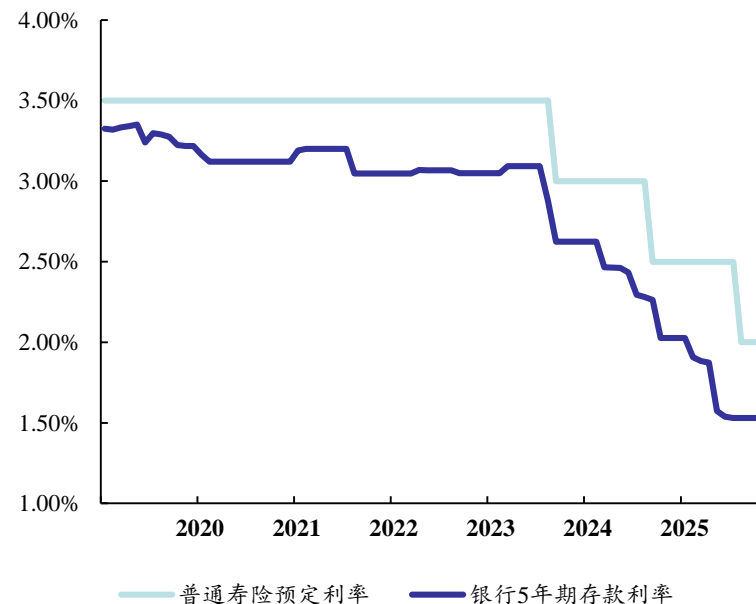
2025年前3季度，银保新单高增原因：1) 监管放开银行对保险公司“1+3”限制，头部合作银行网点明显增加。2) 2024年银保“报行合一”实施带来新单低基数；3) 银行存款利率持续下降，储蓄型保单收益率性价比提升。

图表49：2025年前2季度，银保新单高增，前3季度银保业绩保持增长

公司	25年前2季度银保新单保费（亿元）		25Q3业绩情况
	达成	YOY	
中国平安 (寿险及健康险)	229	74.7%	• 新业务价值同比增长170.9%
中国人寿	359	111.1%	
中国太保(寿险)	290	95.6%	• 新保期缴规模保费达成159.91亿元，同比+43.6%
中国人保(寿险)	297	32.5%	
新华保险	249	150.2%	• 实现长期险首年保费收入359亿元，同比+66.7%，其中长期险首年期交保费收入168亿元，同比+32.9%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表50：普通寿险预定利率高于中长期银行储蓄



数据来源：Wind、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

## 2.3 人身险业务：个险新单承压，代理人产能提升

### 个险渠道发展承压，代理人队伍稳定，产能逐步提升

受分红险转型、渠道“报行合一”新推进以及近年预定利率多次下调对消费者“停售”前购买力有一定透支影响，个险渠道2025年前3季度业绩存在压力，但各上市公司代理人数量维稳，产能不同程度实现同比提升。

图表51：2025年前2季度，除新华外，各上市公司个险渠道新单同比下降，前3季度渠道持续高质量发展，代理人队伍稳定、价值率提升

公司	25年前2季度个险新单保费 (亿元)		25年前3季度业绩情况		25Q3代理人发展情况
	达成	YOY			
中国平安 (寿险及健康险)	756	-20.1%	• 渠道新业务价值同比增长23.3%		• 代理人人均新业务价值同比增长29.9%
中国人寿	739	-21.6%			• 个险销售人力60.7万人，队伍规模继续稳居行业首位 • 队伍质态不断改善，优增优育取得实效，优增人力、留存率同比提升明显
中国太保(寿险)	226	-7.7%	• 前3季度，渠道新单规模保费332亿元，同比-1.9%；实现中高客层上移，中高客及以上客户数占比同比+4.8pct		• 队伍规模保持稳定，月均保险营销员18.1万人，同比基本持平； • 队伍产能持续提升，核心人力月人均首年规模保费7.1万元，同比增长16.6%。
中国人保(寿险)	100	-9.8%			
新华保险	151	65.2%	• 前3季度，个险渠道实现长期险首年保费收入184.36亿元，同比+48.5%，其中长期险首年期交保费收入178.74亿元，同比+49.2%		• 前3季度，累计新增人力超过3万人，同比增长超过140%，月均绩优人力同比提升； • 在推动规模人力企稳回升的同时，人均产能同比增长达到50%，带动队伍收入显著增长

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 人身险业务：质效持续优化、产品转型持续深化

各上市险企13期、25期继续率呈上升趋势，分红险转型力度持续加深

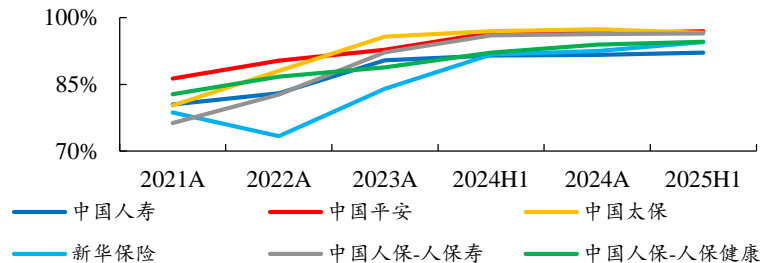
行业整体持续迈向高质量发展方向，低利率时代，各上市险企高度重视浮动收益型产品转型，积极采取多项举措推动分红险发展；保单持续率稳步上升，业务品质持续提高。

图表52：2025年前3季度，个险渠道大力发展分红险转型

分红险发展情况	
中国平安	<ul style="list-style-type: none"><li>进一步丰富分红产品体系并加强分红产品推动，同时上新了具有双被保险人特色功能的“安颐尊享”分红年金产品</li></ul>
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"><li>大力发展浮动收益型业务，浮动收益型业务在首年期交保费中的占比较上年同期提升超45个百分点，占比大幅提升</li></ul>
中国太保	<ul style="list-style-type: none"><li>代理人渠道新保期缴中分红险占比进一步提升，达58.6%</li></ul>
新华保险	<ul style="list-style-type: none"><li>自2季度起推动分红险转型，全力聚焦分红险业务发展</li></ul>

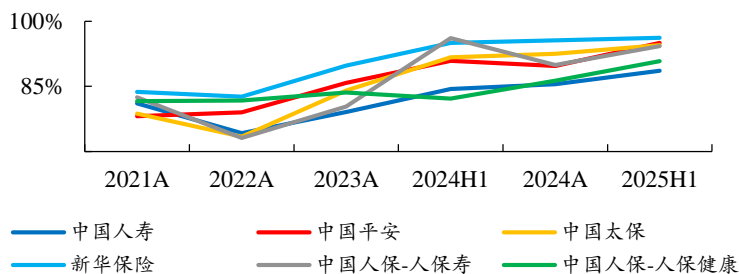
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图表53：各上市险企13期继续率（中国人寿为14期）波动上升



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表54：各上市险企25期继续率（中国人寿为26期）波动上升



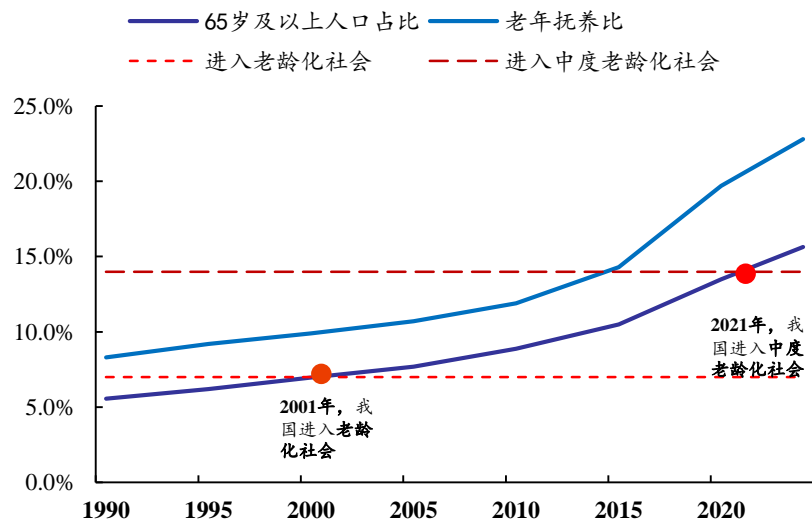
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 展望：老龄化带来养老和健康需求持续释放

### 老龄化社会保险需求稳定，保险行业渗透率有望持续提升

- (1) 短期看，预定利率调降、股市上涨或对储蓄型保险产品需求带来一定的替代。而供给侧渠道和产品转型有望带来正向支撑。
- (2) 中长期看，社会老龄化持续加深，保险需求有望持续提升。

图表55：老龄人口占比、老年抚养比逐年提升



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图表56：预定利率研究值持续下降，预定利率最高值调降

日期	预定利率研究值	根据研究值调整后预定利率最高值
2025年4月21日	2.13%	2.5%
2025年7月25日	1.99%	2.5%
2025年10月29日	1.90%	2.0%

数据来源：Wind、中国保险行业协会、开源证券研究所



2.3

展望：分红险转型见成效，个险渠道或回暖

新产品分红实现率提高，个险业绩有望回升

各上市公司新产品分红实现率表现较好，随着行业逐步达成分红险转型共识，推进分红险转型相关举措逐步完善，分红险的代理人及客户接受度均在进一步提升，未来转型效果或将进一步深化；与此同时，个险渠道也逐渐适应“报行合一”，预计2026年个险渠道业绩有望一定程度回暖

图表57：上市险企个险渠道战略清晰，分红险新品分红实现率表现较好

个险渠道发展策略		现金分红产品实现率	
中国平安	<ul style="list-style-type: none"><li>坚定以高质量发展为工作主线，落实“做优、增优、育优”的“三优”平台建设，匹配新基本法提升队伍内驱力，发布“享平安”客户权益助力客户经营，牵引队伍结构优化、规模稳定</li></ul>	•	官方披露了2014年至2025年的分红实现率，2024年9月后的新产品分红实现率均达到100%及以上
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"><li>公司以高质量发展为导向，稳步推进营销体系改革，持续推进销售队伍向专业化、职业化转型</li></ul>	•	2013年至2025年，红利实现率总体平均值54%，产品合计119款，2024年新增了13款；老产品实现率低于50%的占绝大多数，新产品大部分达到或超过100%
中国太保	<ul style="list-style-type: none"><li>坚持以客户为中心，深入推动客户分层经营，提升分红险销售能力；</li><li>强化高质量队伍建设，打造“Cπ康养财富规划师”等品牌队伍，招募优质新人，体系化赋能绩优个人与绩优组织；</li><li>通过常态化队伍经营管理，落实基本法、基础管理“双基”经营，夯实队伍能力</li></ul>	•	2025年，现金分红类产品近7年平均分红实现率90%，2025年新产品现金分红市现率多超过100%
中国人保	<ul style="list-style-type: none"><li>人保寿：新军渠道、综金渠道均努力发展期交长期险，综金渠道坚持“独立渠道+全渠道赋能平台”发展目标</li><li>人保健康：扎实推进精兵化发展路线，深化智慧营销创新模式探索推广，聚焦销售精英培育，推动个险业务平稳发展</li></ul>	•	保额分红产品近7年平均分红实现率84%
新华保险	<ul style="list-style-type: none"><li>深度践行现代营销新理念，持续强化制度经营，不断推动渠道做优做强；</li><li>业务策略方面，自2季度起全力聚焦分红险业务发展；</li><li>队伍建设方面，持续深化制度经营，推进“XIN一代”计划的战略性落地，强力推动营销队伍向专业化、职业化方向深化转型。</li></ul>	•	2024年，现金分红类产品近7年平均分红实现率99%
		•	2024年分红实现率受限于分红险限高政策，大部分产品低于50%
		•	2024年，现金分红类产品近5年平均分红实现率91%，2024年新产品现金分红市现率全部超过100%
		•	保额分红产品2024年近5年累计增额分利平均实现率170.25%，累计终了红利平均实现率79.44%

数据来源：Wind、各公司公告、光子保公众号等、开源证券研究所

## 2.3 展望：银保渠道有望延续高增长，头部险企市占率或进一步提升

上市险企发力银保，渠道保费延续高增，市场集中度或进一步提升

各上市险企在银保渠道开拓网点、队伍优化、提升产品竞争力及降本增效等多方面持续发力，利用自身资源大量投入银保渠道建设，加之市场仍有较大空间，需求仍较为旺盛，未来有望延续业绩高增态势，头部险企具备发展优势，市占率或进一步提升

图表58：2025年前3季度，各上市险企银保渠道依托各自战略持续高速高质发展

### 2025年前3季度银保渠道关键举措及业绩达成

中国平安	<ul style="list-style-type: none"><li>践行高质量发展策略，主要通过开拓优质渠道、扩充高质量队伍、提升产品竞争力推动价值成长；</li><li>重点布局国有行及优质股份行，筛选扩充优质网点，并标准化经营深耕提产；</li><li>快速提升优质人力规模，加强绩优队伍培育，提升专业水平；围绕客户需求，深化“产品+服务”运营推动体系提升竞争力。</li></ul>	
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"><li>积极推动渠道转型，通过落实“报行合一”降本增效；</li><li>持续拓宽银行合作，网点经营扩面提质；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>聚焦专业化建设，推动队伍提质增效；</li><li>丰富银保产品体系，满足客户多元化需求</li></ul>
中国太保	<ul style="list-style-type: none"><li>坚持以价值为核心，积极探索渠道融合模式，立足合作渠道与银行客户对于财富管理、养老健康等保险需求，持续优化产品服务供给，细化客户经营，提升队伍能力，深化数智化工具赋能</li></ul>	
中国人保	<ul style="list-style-type: none"><li>坚持以“客户为中心”的经营核心，坚定“四个回归”的战略目标，通过完善制度和优化系统，强化刚性管控，严格落实监管“报行合一”要求，推动渠道高质量发展</li></ul>	
新华保险	<p>深入贯彻高质量发展理念，持续优化业务结构与经营模式：</p> <ul style="list-style-type: none"><li>业务发展方面，坚持规模与价值并重，在实现业务稳步增长的同时，着力提升业务品质与价值贡献；</li><li>产品策略方面，坚持优化产品结构，稳步推进分红险业务转型，积极构建覆盖多元需求、层次清晰的产品体系；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>渠道建设方面，持续优化渠道布局，实施差异化经营策略，深化网点深耕与产能提升，不断增强渠道合作效能；</li><li>队伍建设方面，聚焦人才招聘与体系化培育，持续强化绩优团队核心能力，并积极推进客户经营模式升级，为业务可持续发展夯实基础。</li></ul>

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 展望：健康险迎来增长新机遇，新生命表影响未来产品定价

### 健康险新规释放新成长机遇，新生命表促行业高质发展

(1) 健康险新规核心举措将明显丰富产品供给、提升“产品+服务”的吸引力，有望带动各类健康险种新一轮发展机遇，降低险企利差损风险，提升盈利能力；新生命表延长预期寿命，降低死亡率，年金产品或涨价，进一步规范保司精算假设，助力行业推进高质量发展。

(2) 我们预计，2026年行业新单和价值率均有望保持小幅提升态势，从而带动NBV高质量增长。

图表59：国家金融监督管理总局出台多项推进保险业高质量发展政策

时间	关键词	主要内容
2025年9月30日	国家金融监督管理总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》	<p><b>主要内容包括：</b></p> <p>1、总体要求：到2030年，健康保险在国家健康保障体系中的重要作用进一步发挥。团、个险协同发展，满足全人群和全生命周期多样化需求的多层次健康保险市场格局基本形成；</p> <p>2、深化健康保险改革：对主要四大类险种商业医疗险、长期护理险、失能收入损失保险和疾病险的发展重点进行规划，同时规范各类经办承办服务。提出了积极将医疗新技术、药品及器械纳入保险保障范围、支持开展个人账户式长期医疗保险业务、提供现金给付与护理服务相结合的保险服务、支持评级良好保司开展分红型长期健康保险业务、推动健康保险+健康管理发展和推进大健康产业协同发展等指导意见；</p> <p>4、增强可持续发展能力：在健康险相关人才专业能力建设、保司数智化水平、核心能力建设等方面提出要求</p> <p>5、加强监管、优化发展环境：优化健康保险产品结构和成本结构，推进降本增效；监管部门、保险行业组织和信息共享平台推进跨行业、跨部门信息互通和联动赋能</p>
2025年10月29日	在国家金融监管总局指导下，精算师协会正式发布《中国人身保险业经验生命表（2025）》	<p><b>主要内容包括：</b></p> <p>1、规范人身保险产品费率厘定对生命表的使用。</p> <p>2、规范法定责任准备金评估对生命表的使用。</p> <p>3、规范分红保险红利分配对生命表的使用。</p> <p>4、强化保险公司精算工作的主体责任。</p> <p>5、积极发挥精算师协会的行业自律作用。</p> <p><b>变化趋势：</b></p> <p>1、保险人群预期寿命持续提升，第四套生命表的预期寿命较第一套生命表增长了约10岁</p> <p>2、保险人群中少儿死亡率显著改善</p> <p>3、经济欠发达地区的保险人群死亡率明显降低</p>

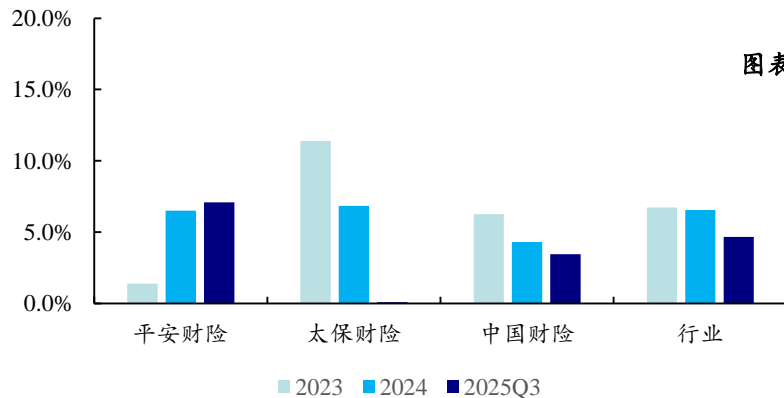
数据来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

**财险行业保费增速整体放缓，平安财险增速加快，主要靠非车险拉动**

(1) 财险行业保费收入增速呈下滑趋势，2023年前8个月，财险行业保费收入同比+4.7%，其中车险保费收入同比+4.3%，非车险保费收入同比+5.0%，由非车险拉动整体增速

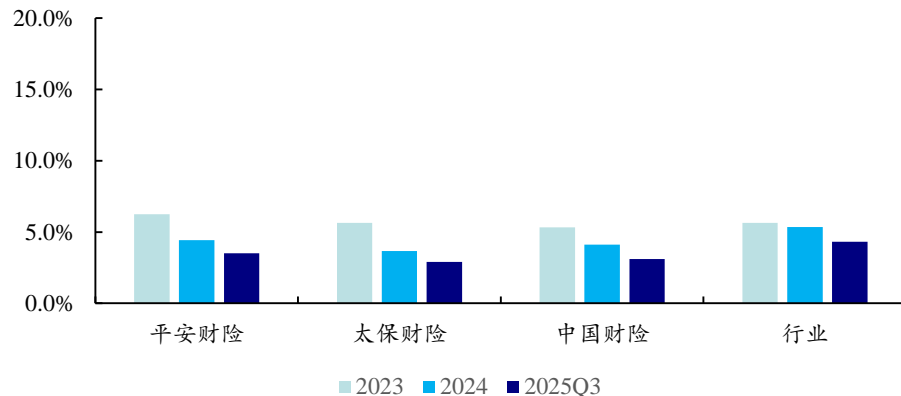
(2) 太保财险及中国财险与行业趋势一致，平安财险保费增速逆势增长，主要靠非车险增速拉动。

**图表60：除平安财险外，行业及其他上市险企财险总保费同比增速下降**

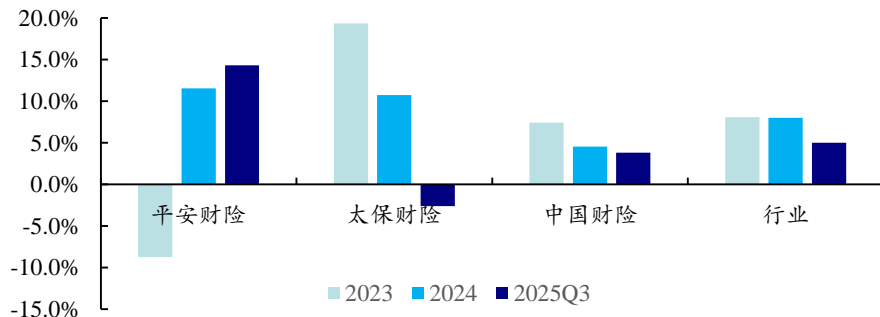


数据来源：Wind、各公司公告、国家金融监管总局、开源证券研究所

**图表61：行业及各上市险企车险保费收入同比增速逐季下滑**



**图表62：除平安财险外，行业及其他上市险企非车险保费收入同比增速主机下滑**



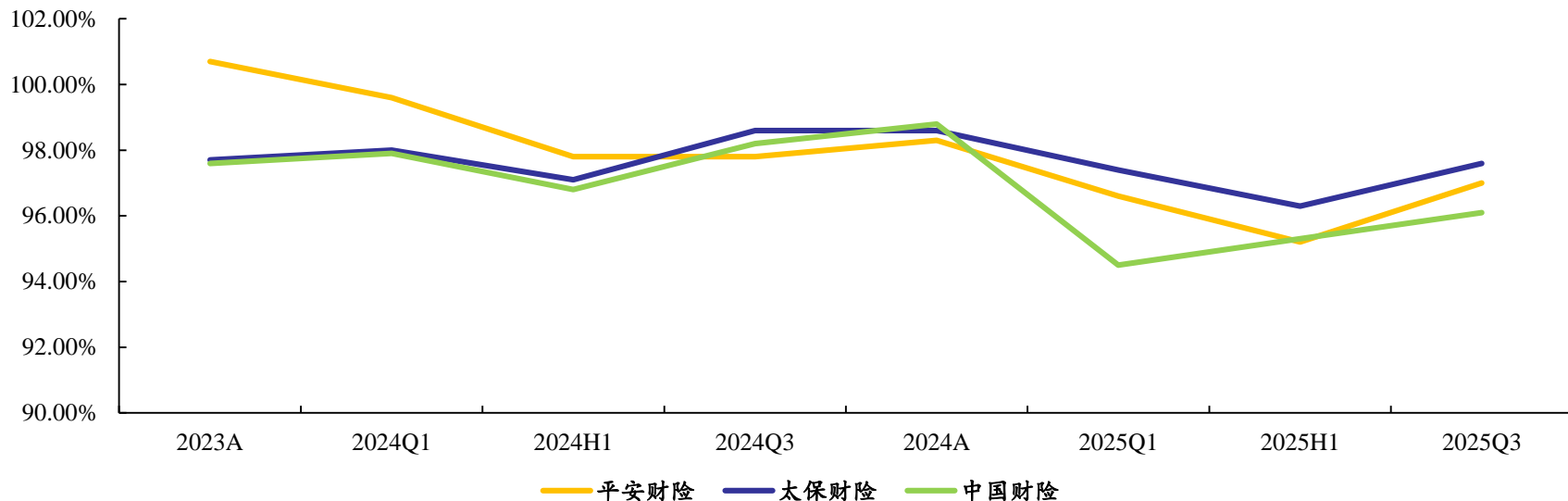
注：为方便对标，行业2025年保费数据截止至8月

## 2.4 财险：COR同比改善，险企持续推动降本增效

### 3家财险公司COR同比改善，环比微增

整体而言，自2023年末至今，降本增效带动下，各财产险保司COR呈波动下降趋势。2025年前3季度COR较中报略有提升，主要由于3季度部分地区出现台风、暴雨导致赔付率提升。

图表63：3家财险公司2025年累计COR同比改善，环比微增



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

## 2.4 展望：COR有望持续改善，财险保费预计继续稳步增长

非车险报行合一落地，有望推动COR进一步回落

2025年11月1日，非车险报行合一正式执行，或将推动财险COR进一步改善，承保利润有望持续改善，进而推动财产险保费稳步增长

图表64：非车险“报行合一”正式执行

时间	关键词	主要内容	执行日
2025年10月10日	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》	<p>聚焦非车险领域经营不规范、非理性竞争等问题，重点在六方面强化要求：</p> <p>1、优化考核机制，推动财产保险公司非车险业务经营理念，由追求规模、速度向追求质量、效益转变。</p> <p>2、规范产品开发使用，强化保险费率管理，严格执行经备案的保险产品，推动非车险产品的使用符合备案内容。</p> <p>3、规范保费收入管理，要求财产保险公司完善信息系统、健全内控制度，从源头严格财务管理。</p> <p>4、强化市场行为监管，对未按照规定使用经备案条款费率，编制或提供虚假报告、报表、文件、资料等行为，依法采取监管措施或实施行政处罚。</p> <p>5、推动改进非车险承保理赔服务，提升服务便捷性，增强保险消费者获得感。</p> <p>6、发挥行业组织支撑服务作用，有序推动非车险标准化建设，为提升非车险经营质量和监管实效提供有力支撑。</p>	2025年11月1日正式执行

数据来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

## 2.5 投资端：股市带动总投资收益率扩张，权益资产增配明显

- **总资产规模延续较快增长趋势**。总保费流入带来上市险企总资产规模延续较快增长，4家上市险企2025年3季度末总投资资产规模同比增长15%，中国平安投资资产规模同比增速达到20%。
- **净投资收益率随长端利率下行收窄，总投资收益率高基数下同比继续扩张**。受再配置和低利率环境影响，上市险企净投资收益率同比延续收窄趋势，中国平安依靠OCI增配高股息资产，净投资收益率同比收窄幅度明显放缓；总投资收益率方面，权益市场显著上涨，带动总投资收益率高基数下仍实现同比扩张，新华保险前3季度年化总投资收益率同比扩张1.8pct，行业领先。

图表65：2025年3季度末上市险企总投资规模同比增长15%

证券简称	总投资规模（亿元）					
	2023年末	YOY	2024年末	YOY	2025年3季度末	YOY
中国人寿	56,734	12%	66,111	17%	72,800	12%
中国平安	47,222	8%	57,314	21%	64,100	20%
中国太保	22,501	11%	27,345	22%	29,748	15%
新华保险	13,361	11%	16,294	22%	17,702	10%
4家合计	139,818	10%	167,063	19%	184,350	15%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图表66：净投资收益率同比有所收窄，总投资收益率同比扩张

净投资收益率（%）	2023A	2024A	2025前3季度	2024年同比变化	2025年前3季度同比变化
中国人寿	3.77	3.50		(0.27)	
中国平安	4.20	3.80	3.73	(0.40)	(0.07)
中国太保	4.00	3.80	3.47	(0.20)	(0.40)
新华保险	3.40	3.20		(0.20)	
总投资收益率（%）	2023A	2024A	2025前3季度	2024年同比变化	2025年前3季度同比变化
中国人寿	2.68	5.50	6.42	2.82	1.04
中国平安	3.00				
中国太保	2.60	5.60	6.93	3.00	0.67
新华保险	1.80	5.80	8.60	4.00	1.80

注：上述收益率均为年化收益率。

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所



## 2.5 投资端：股市带动总投资收益率扩张，权益资产增配明显

➤ **多因素驱动，上市险企持续增配权益资产。**以2025年中报数据看，上市险企明显增配权益类资产（股票和基金）。（1）稳股市系列举措发布，政策导向鼓励中长期资金入市；（2）资本市场在政策支持与科技产业趋势双重驱动下，进入量价齐升新阶段，通过增配权益资产，尤其是高股息红利资产，利于支持公司投资收益率；（3）上市险企分红险转型持续见效，分红险账户配置权益资产更加灵活。

图表67：上市险企明显增配权益类资产

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初
FVTPL资产	23.6%	-1.6pct	27.3%	-1.5pct	23.1%	-1.3pct	28.0%	-1.8pct	20.3%	+1.0pct
固收类	15.2%	-1.6pct	15.7%	-1.9pct	10.9%	-0.7pct	8.8%	-0.5pct	8.6%	-0.2pct
股票	3.6%	+0.6pct	6.7%	+0.1pct	6.4%	-0.1pct	8.9%	+0.2pct	2.9%	+0.9pct
基金	2.1%	-0.2pct	4.9%	+0.3pct	2.4%	-0.2pct	7.0%	-0.7pct	5.3%	+0.0pct
其他股权型资产	2.6%	-0.3pct	0.0%	-0.0pct	3.4%	-0.3pct	3.3%	-0.8pct	3.6%	+0.2pct
FVOCI资产	58.0%	+1.1pct	57.0%	+2.1pct	65.0%	+1.0pct	31.9%	+1.1pct	40.6%	+1.6pct
固收类	51.1%	-1.1pct	53.5%	+1.2pct	59.7%	+0.9pct	29.7%	+0.8pct	32.6%	+0.7pct
股票	6.8%	+2.2pct	2.0%	+1.1pct	3.3%	+0.5pct	2.2%	+0.3pct	2.5%	+0.8pct
其他股权型资产	0.0%	+0.0pct	1.6%	-0.1pct	2.0%	-0.4pct	0.0%	-0.0pct	5.4%	+0.0pct
AC资产	13.1%	+1.0pct	2.8%	-0.1pct	1.9%	-0.5pct	37.1%	+0.1pct	18.3%	-1.0pct
其他	5.3%	-0.5pct	12.9%	-0.5pct	10.1%	+0.8pct	3.0%	+0.5pct	20.8%	-1.6pct
合计	100.0%		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%	

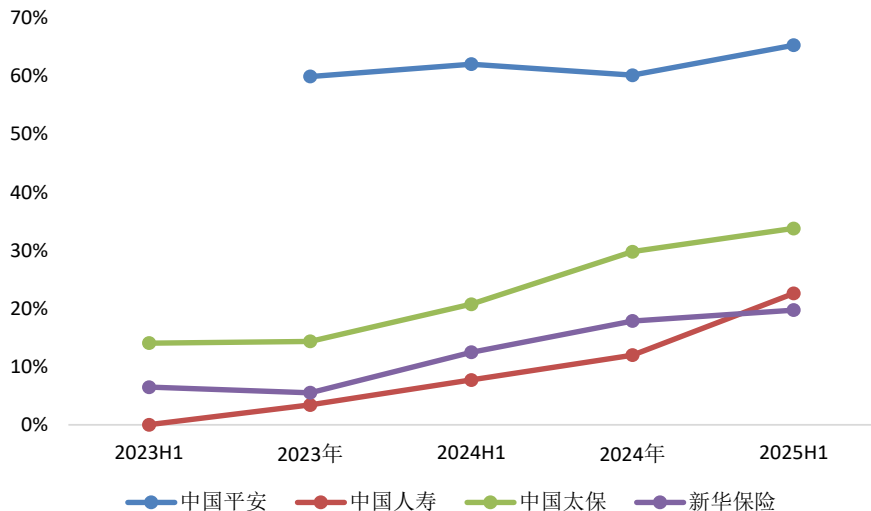
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所



## 2.5 投资端：股市带动总投资收益率扩张，权益资产增配明显

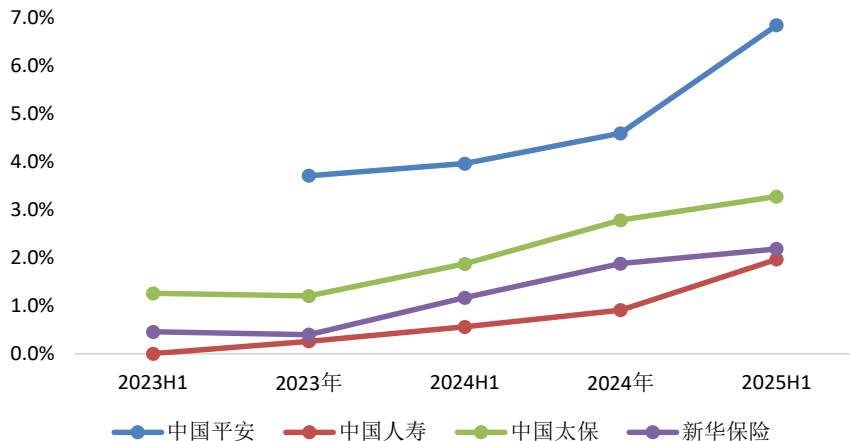
- **权益资产中，OCI账户比例持续提升。**上市险企股票头寸中通过OCI账户投资的比例逐步增加，OCI账户资产以高股息股票资产为主。同时，OCI股票投资占总投资资产比重也在快速提升，显示险资对红利资产增配的动力。
- **未来股票配置中，OCI账户比例仍有较大提升空间。**OCI账户配置高股息资产，可以降低权益资产波动对利润表带来的影响，同时可以通过增加股息收益支撑以现金流形式入账的净投资收益，在满足利差收益的同时保证了流动性。目前OCI账户占险企股票头寸比例仍偏低，展望未来仍有较大提升空间。

图表68：股票资产中OCI科目的占比持续提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图表69：险企总投资资产中OCI股票资产的占比快速提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.6 投资观点：保险股估值普遍较低，具备投资价值

推荐标的PEV及PCSE估值均低于1倍，估值仍有提升空间

长端利率底部企稳，净资产压力缓解，权益资产提振投资收益率，负债成本压降迎来拐点，中长期维度看险企利差有望持续改善，带动ROE中枢和估值回升，关注负债端开门红，H股配置价值相对较高，推荐中国平安、中国人寿H和中国太保。

图表70：推荐标的估值：上市险企PEV低于1倍

受益标的估值表		EVPS				PEV				BVPS				PB				评级
证券简称	股价 (元)	2024A	2025H1	2025E	2026E	2024A	2025H1	2025E	2026E	2024A	2025Q3	2025E	2026E	2024A	2025Q3	2025E	2026E	
中国人寿	43.43	49.57	52.29	53.79	58.96	0.88	0.83	0.81	0.74	18.03	22.14	23.20	27.59	2.41	1.96	1.87	1.57	买入
中国平安	58.94	78.56	82.91	84.06	90.79	0.75	0.71	0.70	0.65	51.28	54.47	56.21	62.31	1.15	1.08	1.05	0.95	买入
中国太保	35.43	58.42	61.22	62.57	68.62	0.61	0.58	0.57	0.52	30.29	29.54	34.23	38.86	1.17	1.20	1.03	0.91	买入

注：1. 以上估值使用2025年11月4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：Wind、各公司公告、开源证券研究所

# 目 录

## CONTENTS

- 1 券商：景气度有望延续，看好板块战略性增配机会
- 2 保险：业绩和负债端展望乐观，关注资产端弹性释放
- 3 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：开门红不及预期，分红型产品策略切换不顺畅。
- 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	<b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

# THANKS

感 谢 聆 听



开源证券