

强于大市

非银金融行业近期观点

业绩验证与政策共振，券商估值修复可期

2026年一季度券商经营数据整体向好，成交额、两融、投行 IPO 业务指标均有较大幅度增长，中信证券业绩快报印证板块增长确定性。上交所 A 股新开户维持高位，有利于财富管理转型持续推进。创业板深化改革落地，投行、做市、财富管理等业务条线面临系统性增量。截至 4 月 15 日收盘，券商板块估值处于近十年 18% 分位，与行业基本面存在错配，性价比凸显，看好基本面驱动下的估值修复；保险负债端保费增速稳健，利差损风险边际趋缓。

要点

- **券商一季报业绩增长确定性强。**2026 年一季度，A 股日均成交额 2.58 万亿元，同比增长 69%；日均融资余额 2.65 万亿元，同比提升 42%；IPO 承销金额同比增长 40%，债权承销规模亦实现双位数增长。自营方面，年初至 3 月中旬股指以波段震荡为主，3 月下旬受外部风险事件扰动出现一轮调整，但债市稳中有升提供了一定对冲。中信证券已发布一季度业绩快报，营收与归母净利润同比增幅分别为 41% 和 55%，年化 ROE 提升至 13.84%，率先兑现业绩增长。
- **开户数据趋势性走高，财富管理中长期逻辑强化。**一季度累计新开 A 股账户 1204 万户，同比增长 61%，1 月与 3 月单月开户数处于历史较高水位。自 2025 年初以来，月度开户数据整体呈抬升态势，反映出居民资产配置在低利率环境下向权益类产品迁移的结构性趋势，财富管理业务贡献占比较高的券商有望持续受益。
- **创业板深化改革落地，多业务线迎来增量空间。**4 月 10 日发布的《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》从融资端与投资端同步发力。融资端新增第四套上市标准，提升对未盈利创新企业的包容度；储架发行制度有望激活存量上市公司再融资需求，并推动投行向长期伴随式服务模式转型。投资端引入 ETF 盘后固定价格交易机制、允许基金投顾配置创业板 ETF、引入做市商制度，券商做市等非方向性业务收入有望增厚，叠加衍生品相关规章立法推进，券商杠杆运用空间和 ROE 中枢存在提升预期。此外，财富管理投顾业务策略更加丰富，有望进一步推动财富管理业务增长。

相关研究报告

《非银金融行业周报》20251222
 《公募基金销售行为规范点评》20251217
 《非银金融行业周报》20251214

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格
 非银金融

证券分析师：张天愉
 (8610)66229087
 tianyu.zhang@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

投资建议

- **券商板块：**截至 2026 年 4 月 15 日，券商板块市净率约 1.21 倍，处于近 10 年 18% 的偏低分位，估值与行业景气度之间存在错配，安全边际较为充分。一季报业绩增长确定性较强，财富管理转型稳步推进，创业板改革等政策催化有序落地，板块在当前价位具备较好的配置性价比。建议沿三条主线布局：一是资本实力和客群基础扎实的低估值龙头券商；二是大财富管理业绩贡献较高的特色券商；三是券商并购相关标的。建议关注中信证券、华泰证券、国泰海通。
- **保险板块：**估值已处于历史较低区间。保费维持较快增长，存款搬家趋势为后续新单销售提供支撑。利差损风险伴随负债端预定利率下调、分红险新单占比提升和资产端利率企稳、增配权益而边际缓释。监管规范持续推进有利于优化行业竞争秩序。建议关注经营稳健、合规管理能力较强的头部险企。

风险提示

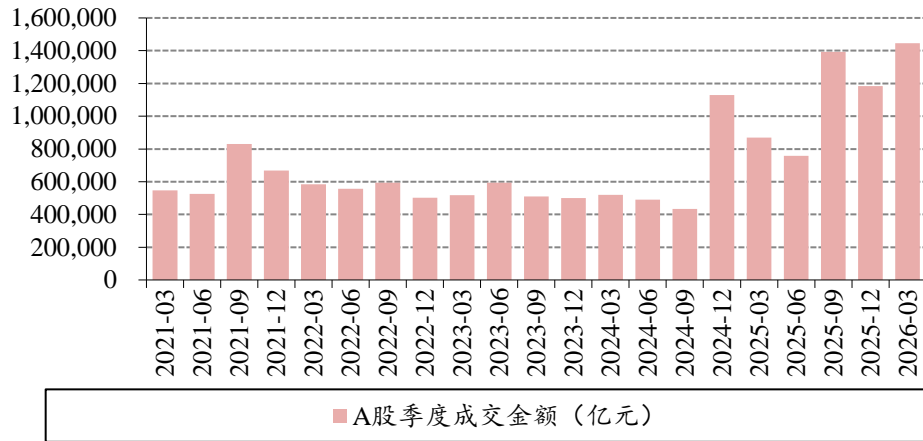
- 监管政策、宏观经济发展及市场流动性表现不及预期；海外地缘政治扰动；证券市场及利率大幅波动导致业绩波动加剧；资本市场开放加速带来海外市场风险与外资机构竞争压力；同质化竞争或引发价格战；券商并购不确定性或影响板块价格稳定。

1 市场交投维持高位，券商一季报业绩增长确定性强

2026 年一季度，券商业绩增长确定性较强。1) 经纪：股票交投维持高位，A 股成交金额 144.51 万亿元，同比增长 66.29%，日均 2.58 万亿元，同比增长 69.26%。2) 两融：日均融资余额 2.65 万亿元，同比提升 41.90%，日均融券余额 174.19 亿元，同比提升 59.85%。3) 投行：股权业务大幅回暖，IPO 承销金额 209.95 亿元，同比增加 40.34%，增发金额 2246.83 亿元，同比增加 4.20%；债权承销规模 3.63 万亿元，同比增加 12.13%。4) 自营：年初至 3 月中旬股指波段震荡，3 月中下旬外部风险压力下股指调整，季末较季初，上证指数累计下跌 3.27%，深证成指下跌 2.54%，创业板指下跌 3.33%，科创 50 指数下跌 10.48%；债券指数稳中略升，中债综合指数（总值）净价指数一季度末较年初上涨 0.17%。

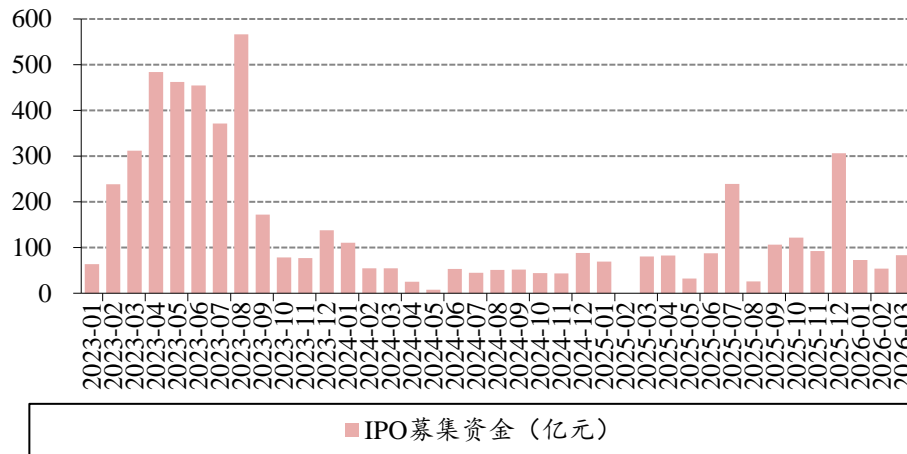
行业首份一季度业绩快报兑现增长，带动板块行情。中信证券 4 月 10 日发布业绩快报，一季度录得营收 231.55 亿元，同比增长 40.91%，归母净利润 102.16 亿元，同比增长 54.60%，加权 ROE 为 3.46%，同比提高 107bp，年化 ROE 为 13.84%，同比提高 428bp。

图表1. A 股季度成交金额



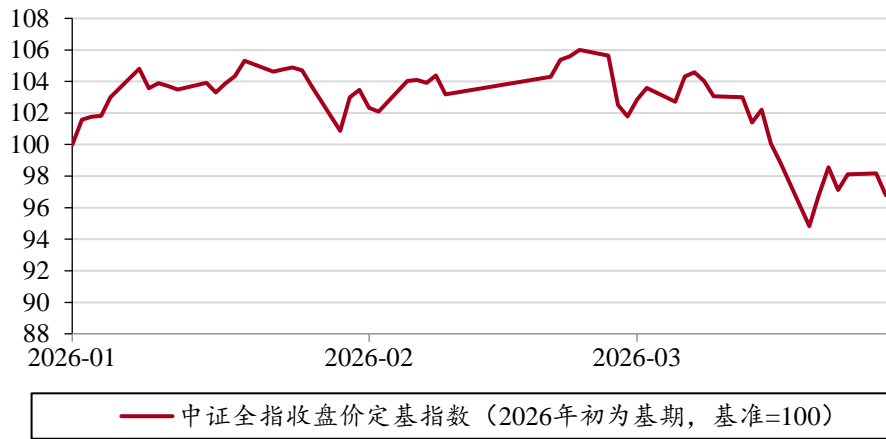
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表2. A 股 IPO 募集资金



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表3. 中证全指 2026 年一季度走势



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

2 股票开户数趋势性走高, 财富管理转型支撑中长期景气预期

增量投资者持续入场为财富管理业务扩容提供基础。2026 年一季度, 上交所 A 股累计新开账户 1204.02 万户, 同比大幅增长 61.15%。其中, 1 月开户数 491.58 万户, 3 月为 460.14 万户, 月度开户水平仅次于 2015 年牛市期间和 2024 年 10 月 (“924”后的集中入场期)。中长期视角来看, 2025 年初以来开户数据呈现趋势性走高, 既有市场回暖带来的财富效应驱动, 也反映出在存款利率持续走低以及股市慢牛预期下, 居民资产配置正逐步向基金、股票等多元方向迁移, 对财富管理收入占比较高的券商构成利好。

图表4. 上交所 A 股新增户数



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

3 创业板深化改革落地, 券商多业务线迎来增量

2026 年 4 月 10 日, 证监会发布《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》(以下简称《创业板意见》), 从突出板块功能定位、优化发行上市标准、完善融资并购制度、深化投资端改革等八方面提出具体举措, 深交所同步就四项配套业务规则公开征求意见。我们认为, 本轮创业板改革从融资端和投资端同步发力, 投行、做市、财富管理均有望迎来增量空间, 行业景气度持续抬升。

融资端: 一是《创业板意见》新增第四套上市标准, 上市规则更具包容性。第四套上市标准共有两项指标: 一是“预计市值不低于 30 亿元, 最近一年营业收入不低于 2 亿元, 最近三年营收复合增长率不低于 30%”, 主要适用于新兴产业领域企业; 二是“预计市值不低于 40 亿元, 最近一年营业收入不低于 2 亿元, 最近三年累计研发投入不低于 1 亿元且占营收比例不低于 15%”, 主要适用于未来产业领域企业。通过引入营收增速和研发投入强度等成长性、创新性指标, 提高对高成长未盈利创新企业包容性, 预计创业板 IPO 规模及占比有望进一步提升。

二是再融资端同步推出储架发行制度，一次注册后可以分阶段择机发行，提高上市公司融资灵活性、便利性，存量上市公司的持续融资需求有望进一步激活，形成投行“长期跟随”的业务模式，也将推动投行业务向提供企业全周期陪伴式服务模式的转型。

三是支持创业板公司吸收合并境内上市不满三年的公司，或将提升同行业及产业链并购活跃度。

投资端：一是引入ETF盘后固定价格交易机制，有助于提升创业板市场流动性，降低交易成本，减少市场波动。盘后固定价格交易有利于降低保险、社保、个人养老金等长线资金的参与门槛，有助于引导中长期机构资金入市。

二是允许基金投顾配置创业板ETF，推出更多创业板相关ETF和期权品种，创业板ETF的纳入，为投顾机构提供了更丰富、更灵活的工具选择，可围绕成长风格、细分行业主题等维度开发更多差异化投顾策略。

三是做市商制度引入创业板。对券商而言，做市业务以赚取买卖价差为主要收入来源，不依赖单边行情，相比传统自营方向性投资业绩更稳健，是自营去方向化的重要路径，有望为券商增加非方向性投资收益。此前监管表示“对优质机构进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制”，结合证监会于2026年1月发布了《衍生品交易监督管理办法（试行）》征求意见稿，并将制定该办法列为“力争年内出台”的重点项目，券商有望在客需业务驱动下打开杠杆空间，进而提升ROE水平和长期估值中枢。

4 投资建议

券商板块方面，当前估值水平具备充足安全边际和高性价比。截至2026年4月15日，券商板块（申万二级指数）市净率1.21倍，处于近十年18%分位点位置，估值与行业基本面、景气度之间存在错配。鉴于一季报业绩增长的确定性、财富管理转型的持续推进以及创业板改革等政策红利的逐步释放，板块在当前价位具备较好的配置性价比。券商关注三条主线：1) 在资本实力和客群基础方面优势明显的低估值龙头券商；2) 低估值且大财富贡献较高的券商；3) 存在潜在并购主题催化的相关标的。建议关注：中信证券、国泰海通、华泰证券。

保险板块方面，估值具备安全边际，利差损风险边际缓解。负债端，保费收入同比改善，保持较高增速。2026年1-2月，保险行业原保险保费收入1.64万亿元，同比增长8.36%，其中人身险保费收入1.40万亿元，同比增长10.23%。人身险中，寿险、健康险保费收入分别同比增长10.90%、8.12%。我们预计，低利率环境的持续有望推动存款进一步向证券、基金、保险等产品迁移，叠加新单预定利率下调和分红险在新单中占比的提升，以及资产端长端利率企稳，险资增配权益，保险行业利差损风险有望边际缓解。“报行合一”、2026版人身险产品“负面清单”等严监管持续推进，建议关注经营稳健、合规能力较强的头部险企。

风险提示

- 1) 政策催化、宏观经济和市场流动性表现不及预期，或导致增量资金和存量资金交易疲弱，不利于财富管理相关业务增长；
- 2) 海外地缘政治不确定性或扰动国内证券市场，对券商自营业务、保险资产端收益造成冲击，券商自营业务收益占总营收比重较高，业务收益若大幅缩水将拖累整体业绩表现；
- 3) 利率市场大幅波动，或影响行业资金成本和融资规模；
- 4) 随着资本市场双向开放加速，证券公司海外布局有望迎来加速，承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险，并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额；
- 5) 目前同质化竞争较为激烈，或引发价格战蚕食券商盈利；
- 6) 券商行业并购进展超预期或不及预期都可能造成板块价格波动。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371