证券研究报告

开源证券

红利价值凸显，估值修复可期

——非银金融行业2027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

姓名 印梓铭（联系人）
证书编号：S0790126070027
邮箱：yinziming@kysec.cn

2026年11月11日

核心观点

券商：基本面韧性显现，优选具备盈利与分红支撑的头部券商。

- **回顾：**2026年前三季度上市券商扣非归母净利润同比增长29%，Q3投资收益回落拖累单季业绩，但压力测试下中金、广发和中信ROE韧性突出。
- **展望：**2027年，中性假设下股基日均成交额同比下降15%，叠加投资回报率回落，预计39家上市券商扣非归母净利润同比下降14.2%；头部券商境外资源投入加码、财富管理收入持续性更强及优势业务份额提升，有望缓和周期影响，支撑盈利表现优于行业。
- 中长期看，海外业务较高资本回报及居民资产配置需求，有望支撑头部券商ROE中枢。当前五家头部券商平均PE-TTM约8—9倍、PB-LF约1倍，结合盈利持续性与动态股息率，配置价值逐步体现，关注稳市场政策与资金再平衡带来的估值修复机会。
- **投资结论：**首推中金公司、广发证券、中信证券，推荐国泰海通、华泰证券，关注同花顺金融信息服务及AI应用进展；多元金融推荐成长与红利兼具的江苏金租。

保险：红利价值凸显，看好估值修复

- **回顾：**保险板块过往1年小幅下跌，整体跑赢沪深300指数。长端利率超预期下行、股市收益率低于预期以及负债端后期增速乏力均对保险板块带来压制，而分红稳定预期、红利风格相对受益支撑板块小幅超额。
- **展望：**资产端看，长端利率仍在低位，权益市场回暖假设下，预计总投资收益率持平或改善。负债端看，老龄化下的居民养老和健康需求有望持续释放，存款迁移带来分红险销售机会，银保渠道有望逐步恢复，报行合一深化和产品结构优化有望带动价值率改善，我们预期上市险企NBV有望实现10%上下的高质量增长；财险角度看，COR改善有望延续，保费延续稳步增长趋势，承保盈利保持增长。基本面稳步增长下，预计上市险企分红延续稳步增长态势。
- **投资结论：上市险企当前动态**股息率仍有较高吸引力，配置价值凸显，资金面再平衡带来的驱动或强于基本面，推荐盈利稳定性较强、股息成长性较好且股息率较高的中国平安和中国太保。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；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：基础盈利稳步增长，红利价值凸显

3 风险提示

1.1 券商板块复盘：资金面+再融资担忧导致上涨阶段跑输，7月至今有正超额

2025年11月-2026年10月复盘：券商板块下跌17%，沪深300指数下跌12%，近一年券商跑输沪深300

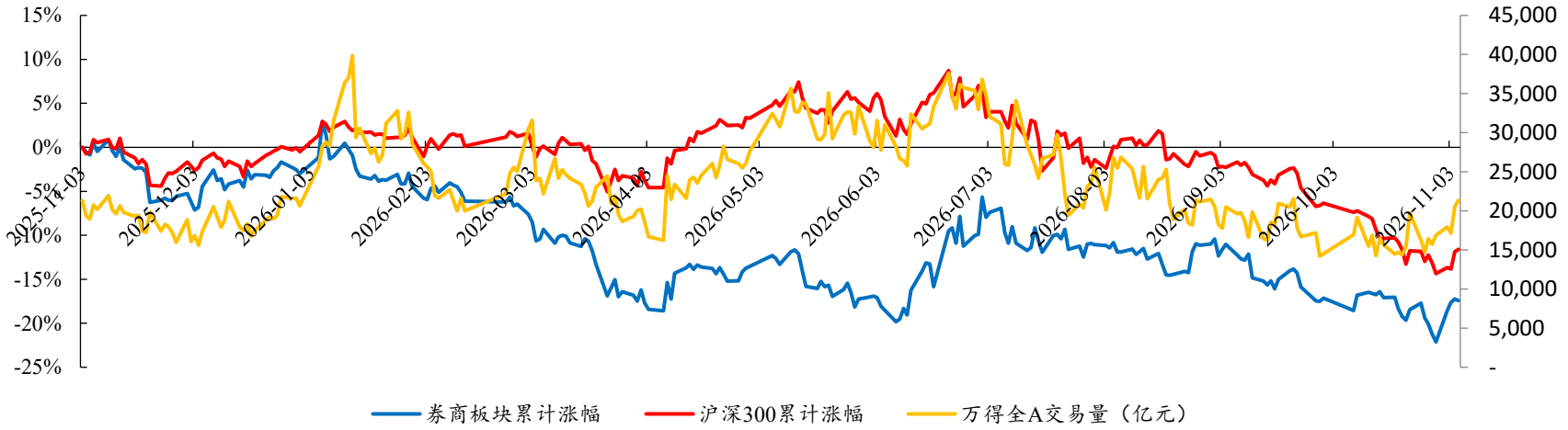
（1）2025年11月-2026年2月，资金面压力+再融资担忧压制估值。中证金2025Q4减持头部券商个股、宽基ETF持续赎回从资金面压制板块，1月融资保证金最低比例由80%上调至100%降低市场风偏，叠加头部券商H股再融资的市场担忧，券商板块表现承压。

（2）3月地缘风险扰动，板块延续调整至5月底。2月底美以伊冲突爆发，地缘不确定性上升，券商延续下跌，4月-5月保持低位震荡。

（3）6月券商获得阶段性超额。6月科技股显著上涨，市场成交放量，板块资金压制与再融资担忧落地，中报预期乐观，券商迎来估值修复。

（4）7月至今市场beta转向，券商绝对收益再度承压，有一定相对收益。7月至今股市回落与成交活跃度下降，板块绝对收益承压，超额收益（相对沪深300）有8%。

图1：过往一年（2025年11月-2026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：长鑫科技受益股+业绩稳健的综合性头部券商股价更强

券商板块下跌17%，个股表现分化

（1）华安、招商证券表现较好，两公司Q3业绩高增，充分受益于长鑫科技直投。

（2）业绩稳健的综合性头部券商中，中信证券、国泰海通、广发证券、中信建投、华泰证券跑赢板块，中金公司（合并东兴、信达带来套利盘抛压）跑输板块（中金公司港股表现相对领先）。

（3）同花顺、东方财富、指南针跑输证券板块。

表1：个股近一年涨幅分化，长鑫科技受益股+业绩稳健的综合性头部券商股价更强

序号	证券代码	证券简称	最近一年涨跌幅（2026.11.1-2026.11.6）	2026前三季度归母净利润同比	序号	证券代码	证券简称	最近一年涨跌幅（2026.11.1-2026.11.6）	2026前三季度归母净利润同比
1	**600909.SH**	**华安证券**	**6%**	**170%**	26	601878.SH	浙商证券	-22%	21%
2	002945.SZ	华林证券	-2%	-9%	27	601990.SH	南京证券	-22%	9%
3	**600999.SH**	**招商证券**	**-3%**	**95%**	28	002926.SZ	华西证券	-22%	13%
4	**600030.SH**	**中信证券**	**-10%**	**34%**	29	600918.SH	中泰证券	-23%	61%
5	**601211.SH**	**国泰海通**	**-12%**	**13%**	**30**	**601995.SH**	**中金公司**	**-23%**	**102%**
6	**000776.SZ**	**广发证券**	**-12%**	**47%**	31	601456.SH	国联民生	-24%	20%
7	**601108.SH**	**财通证券**	**-13%**	**14%**	32	000750.SZ	国海证券	-24%	-11%
8	**601066.SH**	**中信建投**	**-14%**	**45%**	33	002797.SZ	第一创业	-24%	2%
9	601901.SH	方正证券	-14%	14%	34	601788.SH	光大证券	-24%	23%
10	**601688.SH**	**华泰证券**	**-15%**	**18%**	35	601099.SH	太平洋	-25%	-36%
11	600109.SH	国金证券	-15%	18%	36	600621.SH	华鑫股份	-25%	2%
12	600369.SH	西南证券	-15%	32%	37	601696.SH	中银证券	-25%	17%
13	601375.SH	中原证券	-16%	44%	**38**	**300059.SZ**	**东方财富**	**-26%**	**31%**
14	000783.SZ	长江证券	-17%	8%	39	002673.SZ	西部证券	-26%	-6%
15	**601377.SH**	**兴业证券**	**-17%**	**11%**	40	600155.SH	华创云信	-27%	-11%
16	000728.SZ	国元证券	-18%	3%	41	002939.SZ	长城证券	-31%	-2%
17	601555.SH	东吴证券	-18%	-8%	**42**	**601881.SH**	**中国银河**	**-31%**	**1%**
18	000166.SZ	申万宏源	-18%	-11%	**43**	**002736.SZ**	**国信证券**	**-32%**	**-29%**
19	000686.SZ	东北证券	-19%	-5%	44	600864.SH	哈投股份	-32%	-70%
20	002500.SZ	山西证券	-19%	6%	45	601136.SH	首创证券	-36%	2%
21	600061.SH	国投资本	-19%	7%	46	601162.SH	天风证券	-38%	-90%
22	600906.SH	财达证券	-20%	25%	47	000712.SZ	锦龙股份	-40%	-128%
23	**300033.SZ**	**同花顺**	**-20%**	**69%**	48	600095.SH	湘财股份	-45%	-38%
24	601236.SH	红塔证券	-21%	-32%	49	002670.SZ	国盛证券	-52%	3%
25	**600958.SH**	**东方证券**	**-21%**	**5%**	**50**	**300803.SZ**	**指南针**	**-56%**	**-71%**

表2：国泰海通、广发证券、中金公司港股表现更优

序号	证券代码	证券简称	最近一年涨跌幅（2025.11.1-2026.11.6）
1	2611.HK	国泰海通	-8%
2	1776.HK	广发证券	-10%
3	3908.HK	中金公司	-11%
4	6099.HK	招商证券	-15%
5	6066.HK	中信建投证券	-20%
6	1788.HK	国泰君安国际	-22%
7	6886.HK	华泰证券	-22%
8	3958.HK	东方证券	-25%
9	6030.HK	中信证券	-26%
10	6178.HK	光大证券	-28%
11	6806.HK	申万宏源	-34%
12	6881.HK	中国银河	-35%
13	1428.HK	耀才证券金融	-39%
14	1456.HK	国联民生	-42%
15	1375.HK	中州证券	-43%
16	9636.HK	九方智投控股	-55%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 基本面复盘与展望：2026Q3业绩承压，投资收益低于我们预期

- 39家上市券商2026年前三季度营收、扣非归母净利润分别同比+19%、+29%，ROE10.3%，同比+1.46pct，Q3单季扣非净利润环比-43%，业绩低于我们预期，手续费收入符合预期，投资收益低于预期。
- Q3单季经纪、投行、资管、利息净收入、自营投资收益分别同比-6%、+29%、+19%、+16%、-56%，环比分别-11%、+17%、+3%、+9%、-69%。投行、资管和利息净收入仍有增长，盈利结构及自营权益敞口控制成为各家业绩分化主因。

表3：39家上市券商前3季扣非归母净利润同比+29%

单位：亿元	2026Q1-3	同比	收入占比
调整后营收	4,866	18.8%	
经纪	1,411	28.2%	29%
投行	313	26.8%	6%
资管	411	26.1%	8%
利息净	461	37.2%	9%
投资业务	2,145	10.7%	44%
管理费用	2,186	9.1%	
归母净利润	2,063	24.1%	
扣非归母净利润	2,048	28.7%	
年化ROE	10.29%	+1.46pct	
权益乘数（扣客户保证金）	4.15	+0.04倍	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：2026Q3投资收益环比下降明显

	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	环比
调整后营收	1,666	1,285	1,481	2,081	1,304	-37%
经纪	476	397	466	499	446	-11%
投行	94	145	87	104	122	17%
资管	118	130	133	137	141	3%
利息净	141	157	146	150	164	9%
投资业务	778	406	591	1,166	387	-67%
归母净利润	641	426	599	927	537	-42%
扣非归母净利润	668	427	586	930	533	-43%

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

1.3 基本面复盘：三季报中金业绩好于我们预期

- （1）环比看，中金Q3归母净利润+9%，受益于投行收入环比+72%、自营投资收益基本持平（跟投长鑫带来一定增量），在投资端普遍承压背景下体现较强韧性。招商环比-9%，回落幅度较小(长鑫直投受益)；国泰海通-67%、中信-42%、华泰-51%、广发-37%、建投-34%。
- （2）同比看，中金+126%、招商+81%，增长突出；建投+1%、广发-2%，基本持平；中信-19%、银河-28%、华泰-35%、国泰海通-51%(扣非)均有不同程度下滑。

表5：个股前三季度业绩表现分化（单位：亿元）

序号	归属母公司利润	累计口径		单季度口径			序号	归属母公司利润	累计口径		单季度口径		
		2026Q1-3	累计同比	2026单Q3	同比	环比			2026Q1-3	累计同比	2026单Q3	同比	环比
	上市券商整体	2062.83	24%	536.64	-16%	-42%	20	国元证券	20.82	3%	3.79	-38%	-67%
1	国泰海通	248.85	13%	46.25	-27%	-67%	21	浙商证券	22.86	21%	6.75	-9%	-22%
2	中信证券	310.22	34%	76.79	-19%	-42%	22	国金证券	20.06	18%	6.93	18%	12%
3	华泰证券	150.41	18%	33.49	-35%	-51%	23	东兴证券	16.11	1%	5.86	-25%	-13%
4	广发证券	160.27	47%	43.76	-2%	-37%	24	长城证券	18.84	-2%	4.90	-16%	-37%
5	中国银河	110.25	1%	32.28	-28%	-28%	25	西部证券	11.68	-6%	1.33	-71%	-82%
6	招商证券	172.82	95%	66.58	81%	-9%	26	华安证券	50.77	170%	29.80	251%	79%
7	中金公司	132.45	102%	50.46	126%	9%	27	天风证券	0.15	-90%	(1.89)	-255%	-193%
8	中信建投	102.57	45%	26.18	1%	-34%	28	西南证券	9.30	32%	3.26	15%	11%
9	国信证券	64.98	-29%	7.67	-86%	-79%	29	华西证券	12.01	13%	2.30	-58%	-60%
10	申万宏源	71.41	-11%	14.10	-62%	-58%	30	红塔证券	5.86	-32%	0.76	-61%	-76%
11	东方证券	53.79	5%	8.60	-48%	-71%	31	南京证券	9.97	9%	2.01	-31%	-60%
12	光大证券	33.00	23%	10.71	8%	1%	32	东北证券	10.17	-5%	2.53	-60%	-29%
13	兴业证券	27.97	11%	6.67	-44%	-50%	33	国海证券	6.25	-11%	0.74	-78%	-75%
14	方正证券	43.30	14%	13.73	-3%	-7%	34	中银证券	9.99	17%	2.53	-12%	-34%
15	国联证券	21.08	20%	6.93	9%	-25%	35	山西证券	7.79	6%	1.76	-15%	-49%
16	中泰证券	20.97	61%	3.45	-41%	-73%	36	第一创业	7.88	2%	1.00	-65%	-80%
17	东吴证券	27.08	-8%	2.88	-71%	-82%	37	中原证券	5.59	44%	1.40	8%	-44%
18	长江证券	36.55	8%	4.63	-72%	-73%	38	太平洋	1.58	-36%	0.15	-88%	-88%
19	财通证券	23.17	14%	4.17	-56%	-67%	39	华林证券	3.98	-9%	1.40	35%	-14%

注：上述按Q3末归母净利润体量降序排序

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 基本面复盘：压力测试下ROE明显分化，中金、广发和中信韧性突出

- Q3单季年化加权ROE方面，招商19.9%、中金18.3%，保持较高水平；广发11.6%、建投10.6%，仍保持两位数；中信、银河均为9.6%，华泰7.0%、国泰海通5.4%。单季盈利回落后，各家资本回报水平差异进一步显现。压力环境下的单季ROE更能体现盈利持续性。剔除长鑫影响后，中金、广发、中信在压力测试下ROE水平仍有望在10%附近。

表6：中金、广发和中信的单季ROE韧性突出

序号	加权ROE	累计年化加权ROE		单季年化加权ROE		序号	加权ROE	累计年化加权ROE		单季年化加权ROE	
		2026Q1-3	同比变化	2026Q3	同比变化			2026Q1-3	同比变化	2026Q3	同比变化
1	国泰海通	10.0%	-0.84%	5.4%	-2.0%	21	浙商证券	8.1%	1.05%	7.1%	-1.1%
2	中信证券	13.6%	2.75%	9.6%	-3.6%	22	国金证券	7.4%	0.79%	7.6%	0.8%
3	华泰证券	10.8%	1.16%	7.0%	-4.6%	23	东兴证券	6.8%	-0.56%	6.7%	-3.9%
4	广发证券	14.6%	3.69%	11.6%	-1.8%	24	长城证券	7.7%	-0.64%	6.0%	-1.0%
5	中国银河	11.2%	-0.49%	9.6%	-4.8%	25	西部证券	5.1%	-0.55%	1.8%	-4.4%
6	招商证券	17.6%	8.01%	19.9%	7.9%	26	天风证券	0.1%	-0.72%	-2.8%	-4.6%
7	中金公司	16.2%	7.85%	18.3%	9.8%	27	华安证券	24.5%	13.61%	41.4%	26.9%
8	国信证券	7.8%	-4.29%	2.3%	-12.8%	28	西南证券	4.7%	1.05%	4.9%	0.5%
9	中信建投	14.6%	3.91%	10.6%	-0.9%	29	华西证券	6.3%	0.47%	3.7%	-5.4%
10	申万宏源	8.3%	-1.60%	4.8%	-8.8%	30	红塔证券	3.1%	-1.55%	1.2%	-4.8%
11	东方证券	8.7%	0.21%	4.0%	-3.7%	31	南京证券	5.6%	-1.15%	3.4%	-3.0%
12	光大证券	6.5%	1.13%	6.3%	0.3%	32	国海证券	3.7%	-0.56%	1.3%	-4.7%
13	兴业证券	6.3%	0.47%	4.5%	-3.8%	33	东北证券	6.5%	-0.81%	4.6%	-8.4%
14	方正证券	10.9%	0.69%	10.0%	-1.3%	34	中银证券	6.9%	0.67%	5.1%	-1.0%
15	国联民生	5.3%	0.28%	5.2%	0.3%	35	山西证券	5.5%	0.19%	3.8%	-0.8%
16	中泰证券	5.9%	1.73%	2.7%	-3.0%	36	第一创业	5.9%	-0.19%	2.3%	-4.4%
17	东吴证券	8.2%	-1.05%	2.6%	-6.8%	37	中原证券	5.1%	1.44%	3.8%	0.2%
18	长江证券	12.8%	0.47%	4.4%	-13.6%	38	太平洋	2.1%	-1.21%	0.6%	-4.5%
19	财通证券	7.9%	0.59%	4.2%	-6.1%	39	华林证券	7.2%	-1.31%	7.6%	1.8%
20	国元证券	7.1%	-0.04%	3.7%	-2.9%						

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 经纪业务：佣金率下降导致经纪增速低于交易量，部分头部体现财富管理韧性

- **佣金率下降导致经纪同比增速低于交易量，部分头部体现财富管理韧性**
- 券商经纪业务净收入前三季度同比增速（+28%）低于交易量增速（+49%），主因竞争导致的佣金率下降。
- 环比来看，头部券商中信、中金、建投的经纪净收入环比为-1%、-8%、持平，主因代销占比更高（收入持续性好于传统经纪），带来一定支撑，体现财富管理业务韧性。

表7：中金、广发和中信的单季ROE韧性突出（单位：亿元）

序号	经纪业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	序号	经纪业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比
	上市券商整体	1,410.79	28%	445.67	-11%	19	财通证券	16.67	20%	5.37	-10%
	TOP10	911.13	31%	289.37	-10%	20	国元证券	12.18	10%	3.65	-11%
	TOP10之外	499.65	23%	156.29	-12%	21	浙商证券	29.34	26%	9.23	-7%
1	国泰海通	145.18	34%	45.76	-12%	22	国金证券	29.13	41%	10.00	-1%
2	中信证券	147.30	35%	48.74	-1%	23	东兴证券	7.50	5%	2.17	-21%
3	华泰证券	91.72	39%	29.07	-13%	24	长城证券	9.38	13%	2.90	-11%
4	广发证券	96.22	38%	30.67	-10%	25	西部证券	14.22	45%	4.10	-17%
5	中国银河	80.49	28%	24.57	-15%	26	天风证券	10.22	32%	3.40	-2%
6	招商证券	77.96	18%	24.12	-14%	27	华安证券	12.90	17%	4.02	-9%
7	中金公司	60.27	33%	19.29	-8%	28	西南证券	6.11	7%	1.83	-17%
8	国信证券	81.39	28%	24.74	-15%	29	华西证券	18.75	15%	5.62	-18%
9	中信建投	77.05	34%	26.64	0%	30	红塔证券	1.97	0%	0.55	-20%
10	申万宏源	53.56	19%	15.77	-16%	31	南京证券	5.72	11%	1.69	-17%
11	东方证券	27.00	13%	8.88	-6%	32	国海证券	10.88	23%	3.28	-18%
12	光大证券	33.80	14%	10.08	-17%	33	东北证券	12.01	19%	3.62	-15%
13	兴业证券	31.05	44%	10.16	-11%	34	中银证券	12.28	26%	3.71	-15%
14	方正证券	48.81	17%	14.68	-16%	35	山西证券	7.32	16%	2.26	-13%
15	国联民生	21.18	35%	6.79	-11%	36	第一创业	5.60	35%	1.77	-17%
16	中泰证券	39.58	22%	12.54	-11%	37	中原证券	6.48	4%	1.93	-14%
17	东吴证券	23.23	35%	7.72	-5%	38	太平洋	4.35	16%	1.26	-17%
18	长江证券	35.40	26%	11.07	-13%	39	华林证券	6.57	16%	2.01	-13%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：代销收入带来更可持续的收入

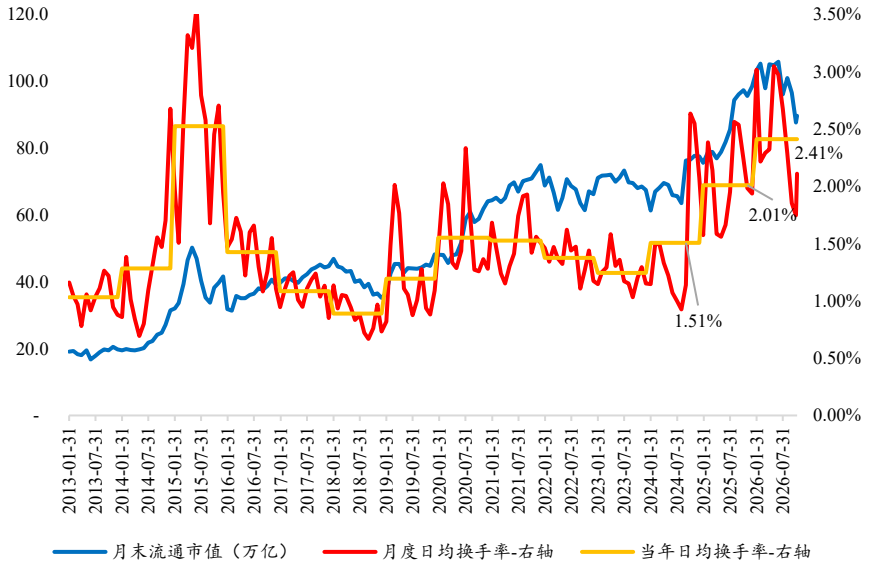
亿元	2026H1经纪收入结构（占总收入）		
	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品
中信证券	13.1%	2.1%	**3.2%**
国泰海通	15.3%	2.1%	1.7%
广发证券	16.9%	2.1%	3.4%
华泰证券	19.7%	2.7%	2.6%
国信证券	36.7%	1.8%	5.0%
中国银河	27.4%	0.6%	2.7%
招商证券	19.1%	1.9%	1.9%
中信建投	20.3%	2.8%	**4.0%**
中金公司	13.0%	2.4%	**5.4%**
申万宏源	21.1%	3.4%	1.0%
方正证券	36.2%	2.2%	3.6%
中泰证券	27.7%	3.2%	2.5%
长江证券	21.3%	8.2%	2.1%
光大证券	28.3%	1.6%	8.2%
兴业证券	19.4%	7.3%	3.4%
国金证券	26.2%	6.4%	4.5%
浙商证券	20.9%	5.7%	4.9%
东吴证券	17.8%	5.2%	1.3%
东方证券	10.4%	2.8%	1.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：按2026H1经纪收入体量降序排序

1.4 经纪业务：2027年，经纪业务增长或有放缓，财富管理转型有望增强收入韧性

- 费率竞争下，交易佣金收入或面临一定压力，核心因素仍是市场beta。在乐观、中性、悲观假设下，我们预计2027年市场股票ADT水平在2.5、1.9、1.3万亿水平，同比+6%、-18%、-45%，高基数下，2027年券商经纪业务收入承压。

图2：2026年初至今日均市场换手率2.41%，为历史高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：乐观、中性、悲观假设下，预计2027年股票成交额2.5、1.9、1.3万亿

2027年交易量预测	乐观	中性	悲观
2026E日均股票成交额（亿元）		23,300	
YOY		35%	
预计2027万得全A涨跌幅	25%	10%	-15%
预计2027年流通市值自然扩张幅度	4.00%	4.00%	4.00%
2027E日均A股流通市值（万亿）	102.76	96.03	84.81
2027E日均换手率	2.40%	2.00%	1.50%
2027E日均股票成交额（亿元）	24,662	19,206	12,721
YOY	6%	-18%	-45%

数据来源：Wind、开源证券研究所

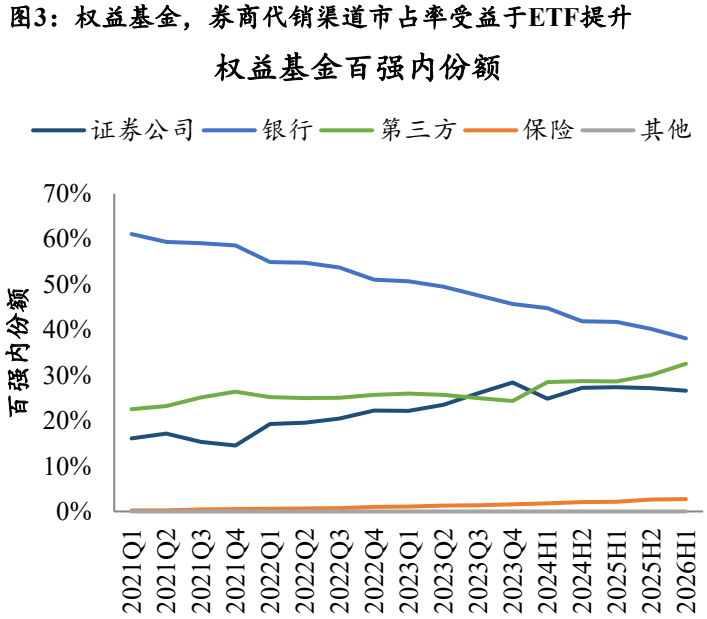
1.4 经纪业务：2027年，经纪业务增长或有放缓，财富管理转型有望增强收入韧性

- 关注代销收入的持续性，低利率环境下居民资产配置需求仍在，前期积累的产品保有规模有望持续贡献收入，缓和交易带来的佣金收入波动。头部券商，在客群体量、高净值客户占比、服务能力（含跨境）上具有优势，市占率有望稳步提升。

表10：头部券商代销保有和买方投顾规模保持增长，财富管理转型持续推进

券商	代销/产品保有规模（亿元）			买方投顾规模（亿元）		
	2025末	2026H1	较年初	2025末	2026H1	较年初
中信证券	8,000+	10,000+	约25%	1,300+	未披露具体值，规模再创新高	—
中金公司	4,600+	5,300+	约15%	1,300+	1,700+	约+31%
国泰海通	6,573	7,859（月均）	约20%	794	约1,300	63.70%
中信建投	4,100+	4,770+	16%	110.39	未披露绝对值	未披露，较2025H1同比+266.9%
广发证券	3,700+	4,500+	22%	—	—	—
中国银河	2,519	2,870+	14%	65+	120+	88%

图3：权益基金，券商代销渠道市占率受益于ETF提升

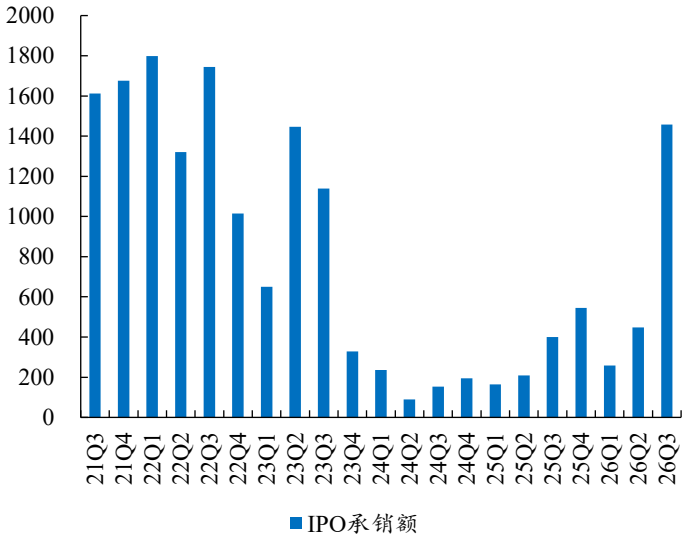


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 投行业务：境内外IPO储备充足，头部集中与境外投行有望为2027年提供支撑

- 2026Q3 A股IPO延续复苏态势。2026三季度A股IPO规模/单数分别为1457亿/52单，同比+226%/+93%，环比+73%/+27%。前三季度IPO累计同比+180%。截至11月6日，A股IPO储备量（不含北交所）达189单（2026年初为145单），储备项目充足。头部券商投行收入环比增长，中小券商环比下降，反映投行业务进一步向头部集中。
- 港股2026年1-10月IPO金额为4039亿港元，同比+84%。截至10月末，排队数量（港股IPO正在处理中）599家，仍有较多储备项目，为头部券商境外投行收入提供支撑。
- **展望2027年，境内外项目储备为投行业务提供支撑，高基数下增速或有所放缓。** 境内IPO储备项目增加，叠加企业跨境融资需求，有望支持承销业务延续景气，头部券商有望保持相对较强的收入表现，增速或因高基数放缓。

图4：2026Q3 IPO承销额同比+226%，环比+73%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：2026Q3头部券商投行收入环比增长，集中度提升（单位：亿元）

序号	投行业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	序号	投行业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比
	合计	313.02	27%	122.04	17%	19	财通证券	4.47	62%	1.03	-58%
	TOP10	227.37	42%	93.86	26%	20	国元证券	1.28	-14%	0.54	43%
	TOP10之外	85.65	-1%	28.18	-5%	21	浙商证券	6.73	33%	2.28	27%
1	国泰海通	37.39	42%	15.14	3%	22	国金证券	9.56	24%	3.16	7%
2	中信证券	51.24	39%	21.02	16%	23	东兴证券	2.22	-40%	0.43	-58%
3	华泰证券	26.32	35%	10.91	61%	24	长城证券	2.04	-3%	0.93	66%
4	广发证券	7.74	50%	2.82	-14%	25	西部证券	2.55	-10%	1.00	13%
5	中国银河	5.44	14%	2.06	-11%	26	天风证券	4.06	-31%	1.15	-27%
6	招商证券	7.29	43%	1.25	-70%	27	华安证券	0.39	-72%	0.10	-44%
7	中金公司	53.14	81%	23.83	72%	28	西南证券	1.82	12%	0.76	-3%
8	国信证券	8.08	33%	3.41	10%	29	华西证券	0.56	0%	0.14	-54%
9	中信建投	22.45	22%	11.32	126%	30	红塔证券	0.17	-29%	0.12	182%
10	申万宏源	8.29	-3%	2.10	-24%	31	南京证券	1.00	-11%	0.26	-32%
11	东方证券	9.18	-22%	3.19	28%	32	国海证券	0.35	-71%	0.13	23%
12	光大证券	3.65	-25%	0.91	-33%	33	东北证券	0.85	-2%	0.26	-42%
13	兴业证券	3.91	-6%	1.77	24%	34	中银证券	0.88	-22%	0.21	-28%
14	方正证券	0.88	-33%	0.22	-17%	35	山西证券	2.40	-4%	0.73	-18%
15	国联民生	6.83	-1%	2.32	-10%	36	第一创业	1.67	-15%	0.78	80%
16	中泰证券	5.61	38%	1.70	-34%	37	中原证券	0.25	96%	0.08	-47%
17	东吴证券	8.17	37%	2.41	21%	38	太平洋	0.49	-10%	0.18	-2%
18	长江证券	3.20	10%	1.22	17%	39	华林证券	0.47	298%	0.18	21%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 资管业务：存量规模支撑收入持续性，预计2027年资管收入同比小幅回落

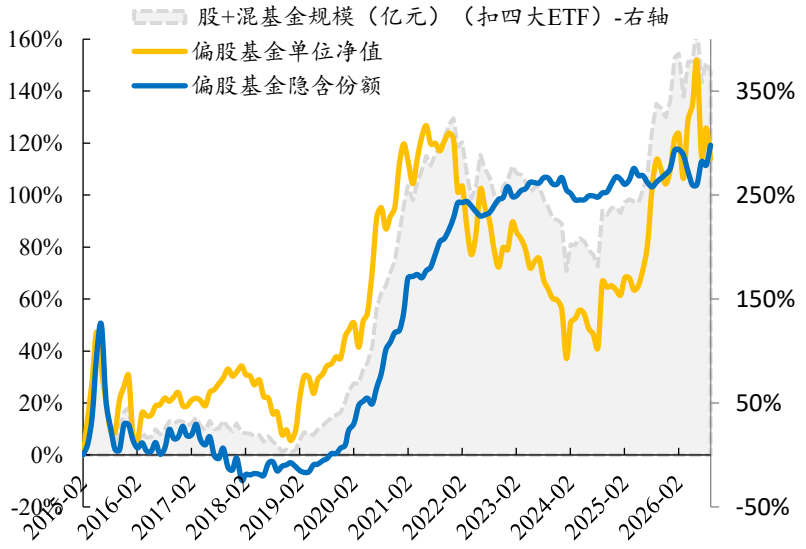
- 券商资管业务环比增加，受益于上半年的公募和资管AUM增长，资管收入持续性更长。
- 公募基金偏股扣减ETF份额2026年9月末为5.7万亿份，较年初+1.0%，温和净申购。股票型ETF份额为2.3万亿份，较年初+4%。AUM来看，截至2026年9月末，公募非货AUM为23.5万亿元，较年初+4%，偏股类基金（扣减货币、债券型基金）规模为10.9万亿元，较年初-7%。非货AUM表现相对稳健，偏股AUM经历净值驱动的增长后回落，预计2027年资管收入同比微降。

表12：2026Q3券商资管收入环比微增，具有一定持续性（单位：亿元）

序号	资管业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	序号	资管业务净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比
	合计	411.24	26%	141.03	3%	19	财通证券	10.37	8%	3.69	0%
	TOP10	**297.04**	**23%**	102.73	4%	20	国元证券	0.75	20%	0.40	180%
	TOP10之外	**114.19**	**33%**	38.30	-1%	21	浙商证券	2.47	-3%	0.85	1%
1	国泰海通	58.30	36%	21.20	9%	22	国金证券	2.11	106%	0.72	-12%
2	中信证券	108.67	25%	36.84	0%	23	东兴证券	1.71	14%	0.67	26%
3	华泰证券	15.24	12%	5.98	34%	24	长城证券	0.42	19%	0.15	14%
4	广发证券	72.66	28%	24.25	2%	25	西部证券	1.51	49%	0.45	-25%
5	中国银河	2.27	-43%	0.54	-6%	26	天风证券	2.44	11%	0.92	6%
6	招商证券	6.15	-6%	2.10	-1%	27	华安证券	4.28	21%	1.87	157%
7	中金公司	12.94	22%	4.58	4%	28	西南证券	0.31	123%	0.07	-15%
8	国信证券	3.60	-27%	1.26	2%	29	华西证券	0.38	19%	0.13	-18%
9	中信建投	11.22	18%	3.55	-12%	30	红塔证券	0.06	-23%	0.02	-19%
10	申万宏源	6.01	16%	2.43	23%	31	南京证券	0.32	5%	0.10	-21%
11	东方证券	12.14	25%	3.66	-13%	32	国海证券	1.94	39%	0.58	-4%
12	光大证券	6.52	-2%	2.01	-12%	33	东北证券	2.73	22%	0.86	-19%
13	兴业证券	19.47	22%	6.39	-3%	34	中银证券	3.33	-12%	0.87	-27%
14	方正证券	1.26	-27%	0.41	-9%	35	山西证券	2.09	23%	0.74	3%
15	国联民生	6.11	16%	1.99	-15%	36	第一创业	7.39	13%	2.33	5%
16	中泰证券	19.22	9%	6.65	3%	37	中原证券	0.01	-95%	0.01	143%
17	东吴证券	1.69	6%	0.61	-13%	38	太平洋	0.57	10%	0.13	-46%
18	长江证券	2.51	22%	1.04	19%	39	华林证券	0.07	-19%	0.02	44%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：偏股基金份额整体呈抬升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中基协自2025年11月起调整公募基金统计分类，我们按照新口径下的同比增速对历史数据回溯衔接。

1.4 投资：市场波动放大收益分化，2027年关注客需韧性与直投项目增量

- **Q3投资收益普遍回落，权益敞口与业务结构决定盈利分化。**中金环比基本持平，招商环比-21%，其余头部券商普遍明显回落，其中中信-73%、华泰-87%、广发-69%、国泰海通单季亏损，主因权益弹性较大，盈亏同源。Q3长鑫显著浮盈，华安、招商充分受益于直投收益，中金、建投受益于跟投收益。带来投资收增量，环比表现好于其他券商。重点关注直投明星项目，相对跟投收益而言，是稳定增量贡献（一级到二级的估值跃迁）。Q3的投资收益反映各家权益、FICC、权益衍生品业务条线的综合韧性，FICC占比提高的韧性更强，客需占比高的韧性更强，可持续性更优。
- **展望2027年，股市仍是投资收益的重要变量，关注明星科技项目直投增量以及扩表驱动。** 上半年股市上涨+直投稳定增量，预计上市券商2026全年投资收益（含公允价值变动损益）同比持平或微增，展望2027年，关注明星项目（如长江存储）上市带来的直投收益，预计客需占比较高、业务结构更均衡的券商表现相对稳健，收入增量更多来自扩表。

表13：直投跟投放大投资收益波动

直投+跟投区间浮盈-不考虑折扣				
亿元	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026年10月
国泰海通	0.1	97.7	-7.3	-29.9
中信建投	3.8	9.1	48.1	-20.1
中信证券	0.5	38.5	-7.2	-3.0
中金公司	0.7	8.6	51.1	-18.5
广发证券	0.0	0.0	34.9	-9.8
招商证券	0.0	64.4	173.5	-66.1
华泰证券	0.4	4.1	-4.6	-1.8
财通证券	0.0	1.9	-1.1	-0.3
华安证券	0.0	0.0	108.0	-35.6

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：上述我们统计近2年跟投项目，以及2026年至今明星直投项目的浮盈浮亏

表14：Q3自营投资收益环比普遍大幅下降，是业绩分化核心因素（单位：亿元）

序号	自营投资净收益	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	同比	序号	自营投资净收益	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	同比
	合计	1,918.48	6%	326.73	-69%	-56%	19	财通证券	10.89	-27%	-0.99	-111%	-113%
	TOP10	1,438.50	12%	238.97	-69%	-56%	20	国元证券	14.78	-35%	-2.40	-117%	-146%
	TOP10之外	479.99	-10%	87.76	-68%	-56%	21	浙商证券	24.51	-1%	3.99	-74%	-63%
1	国泰海通	225.10	12%	-0.57	-100%	-101%	22	国金证券	13.94	-15%	5.04	28%	14%
2	中信证券	295.33	0%	39.00	-73%	-68%	23	东兴证券	16.44	-6%	3.56	-64%	-47%
3	华泰证券	107.34	7%	7.48	-87%	-82%	24	长城证券	16.02	-26%	3.71	-49%	-12%
4	广发证券	147.20	57%	23.60	-69%	-43%	25	西部证券	17.05	-8%	1.31	-89%	-78%
5	中国银河	91.50	-24%	14.55	-69%	-69%	26	天风证券	5.05	-61%	-2.53	-136%	-152%
6	招商证券	203.63	179%	78.75	-21%	146%	27	华安证券	60.01	203%	39.09	98%	336%
7	中金公司	152.81	35%	56.23	-1%	43%	28	西南证券	10.24	-4%	0.30	-96%	-93%
8	国信证券	31.84	-68%	-12.51	-136%	-131%	29	华西证券	6.43	-33%	0.08	-98%	-98%
9	中信建投	101.35	48%	19.79	-57%	-10%	30	红塔证券	8.40	-32%	1.46	-65%	-60%
10	申万宏源	82.39	-31%	12.66	-70%	-73%	31	南京证券	10.56	2%	2.01	-66%	-13%
11	东方证券	48.04	-26%	3.38	-89%	-85%	32	国海证券	4.11	-27%	-1.44	-139%	-170%
12	光大证券	22.93	18%	9.27	37%	34%	33	东北证券	12.38	-28%	3.97	23%	-58%
13	兴业证券	23.12	-33%	2.83	-82%	-83%	34	中银证券	1.29	-38%	0.02	-96%	-98%
14	方正证券	35.21	22%	13.41	4%	51%	35	山西证券	11.77	-1%	3.39	-37%	0%
15	国联民生	29.39	-1%	9.21	-31%	6%	36	第一创业	9.60	-24%	0.24	-97%	-96%
16	中泰证券	16.53	-14%	-1.99	-113%	-121%	37	中原证券	3.84	17%	0.07	-97%	-91%
17	东吴证券	19.70	-44%	-4.26	-121%	-131%	38	太平洋	1.63	-52%	0.17	-89%	-88%
18	长江证券	24.45	-20%	-6.19	-134%	-140%	39	华林证券	1.69	-17%	1.05	80%	-603%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 投资：OCI资产继续扩张，关注海外扩表方向

- **Q3 OCI股债扩张、交易性金融资产回落。** 头部券商交易性金融资产环比下降4%，其他权益工具投资、其他债权投资分别增长9%、6%。市场波动下，各家扩表节奏和配置方向有所分化。中信、华泰和中金OCI增配明显，广发交易性金融资产保持扩张。 中信其他权益工具投资、其他债权投资环比分别增长21%、69%；华泰、中金两类资产也均有增加。广发交易性金融资产同比增长37%、环比增长5%，扩表相对突出。

- **展望2027年，国际业务资本补充及机构业务拓展有望支持扩表。**海外资本投放与客需业务增长，有望带动头部券商资产规模扩张，是驱动投资收益稳健增长的来源；OCI股债降低当期利润表波动。

表15：头部券商投资配置分化，OCI股和债环比扩张（单位：亿元）

2026Q3	交易性金融资产	环比	同比	其他债权投资	环比	同比	其他权益工具投资	环比	同比	债权投资	环比	同比
中信证券	8197	-6%	3%	941	69%	144%	1239	21%	23%	0		
国泰海通	7826	-2%	17%	1577	-3%	10%	844	0%	44%	100	4%	11%
广发证券	4826	5%	37%	511	-17%	-46%	447	3%	30%	0	14%	-31%
华泰证券	4290	-9%	19%	555	28%	16%	321	63%	205%	482	8%	6%
中金公司	3131	-17%	4%	1357	12%	32%	219	41%	92%	0		
申万宏源	2926	-6%	6%	449	-6%	3%	779	-2%	-4%	28	-2%	-21%
中国银河	2836	1%	10%	1055	-1%	6%	563	1%	-6%	15	116%	106%
招商证券	2801	-2%	-1%	696	8%	6%	451	3%	32%	1	0%	
中信建投	2305	-4%	12%	791	2%	-17%	736	6%	81%	0		
国信证券	2059	4%	-1%	506	14%	5%	349	4%	-5%	2	-68%	-66%
东方证券	1154	-8%	5%	911	-4%	6%	340	5%	23%	5	-56%	-71%
头部券商合计	42351	-4%	11%	9349	6%	8%	6288	9%	27%	632	6%	4%
上市券商整体	53934	-3%	12%	13564	3%	1%	8136	8%	33%	856	3%	0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 投资：直投利润贡献提升，关注优质项目储备兑现

- **科创项目上市与重估放大投资收益，直投跟投成为盈利弹性的重要来源。**2026H1招商证券、国泰海通PE及另类子公司测算利润贡献占比分别升至55.1%、37.4%，同比分别提升53.6、27.5个百分点；中信建投相应占比升至18.9%，同比提升12.3个百分点。头部券商通过投行、投资与基金管理业务协同，积累科创项目资源，能够参与企业成长及资本市场价值发现过程，但相关收益受项目上市、退出节奏和估值变化影响较大。

表16：直投子和另类子利润弹性较大

券商（亿元）	PE子公司净利润	同比	另类子公司净利润	同比	PE+另类子净利润	同比	PE+另类子利润贡献		同比变化
	2026H1		2026H1		2026H1		2025H1	2026H1	
招商证券	6.32	4113%	52.2	8319%	58.52	7500%	1.50%	55.10%	+53.6pct
国泰海通	7.99	249%	65.07	1223%	73.06	913%	9.90%	37.40%	+27.5pct
长江证券	2.38	93%	9.01	364%	11.39	259%	18.20%	35.60%	+17.4pct
中信建投	1.26	500%	13.17	375%	14.43	384%	6.60%	18.90%	+12.3pct
财通证券	1.32	915%	1.79	15%	3.11	85%	15.50%	16.40%	+0.9pct
国元证券	0.39	550%	2.02	66%	2.41	88%	9.10%	14.10%	+5.0pct
东方证券	0.57	73%	5.52	148%	6.09	138%	7.40%	13.50%	+6.1pct
申万宏源	3.25	171%	3.62	-26%	6.87	12%	12.70%	11.00%	-1.7pct
方正证券	1.84	扭亏	1.35	88%	3.19	356%	3.10%	10.70%	+7.7pct
东吴证券	0.07	-59%	2.39	28%	2.46	21%	10.50%	10.10%	-0.4pct
中信证券	1.15	扭亏	19.75	767%	20.9	1267%	1.10%	8.70%	+7.7pct
华泰证券	5.14	66%	3.72	43%	8.86	56%	7.50%	7.60%	+0.0pct
中泰证券	0	-100%	1.25	112%	1.25	95%	8.00%	6.50%	-1.5pct
兴业证券	0.44	389%	0.87	28%	1.31	70%	4.50%	4.90%	+0.4pct
中国银河	3.08	311%	0.33	450%	3.41	321%	1.20%	4.40%	+3.1pct
广发证券	2.08	890%	2.64	28%	4.72	107%	3.30%	3.70%	+0.4pct
中金公司	2.07	264%	0.99	-7%	3.06	86%	3.80%	3.70%	-0.1pct

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 利息净收入：利息净收入同环比增长，融资类收入具有一定持续性

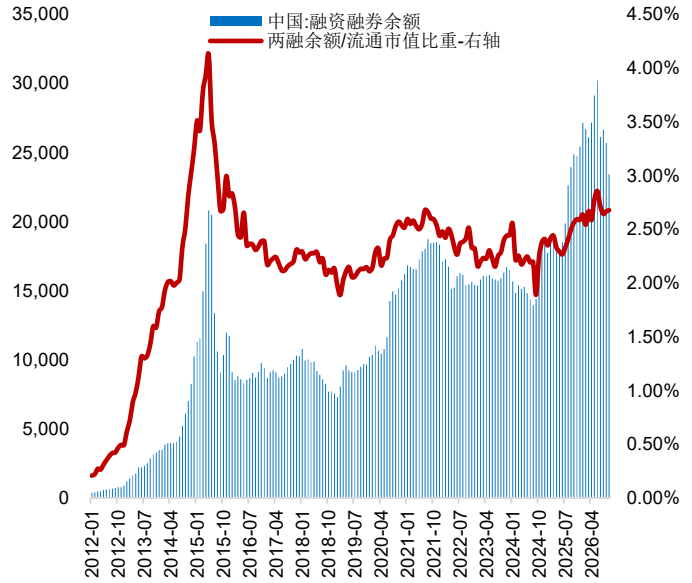
- 利息净收入前三季度同比增长，主因两融规模增长，带来的持续利息收入，单Q3环比保持增长。

表17：上市券商2026Q3利息净收入同环比增长（单位：亿元）

序号	利息净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比	序号	利息净收入	2026Q1-3	同比	单Q3	环比
	合计	460.75	37%	164.17	9%	19	财通证券	6.93	39%	2.23	-12%
	TOP10	**250.75**	**50%**	93.29	17%	20	国元证券	12.01	7%	3.92	-7%
	TOP10之外	**210.00**	**24%**	70.88	0%	21	浙商证券	11.85	31%	4.14	2%
1	国泰海通	60.83	17%	20.94	-6%	22	国金证券	12.46	16%	4.09	-4%
2	中信证券	32.23	322%	14.67	109%	23	东兴证券	6.54	21%	2.68	77%
3	华泰证券	35.58	9%	12.75	5%	24	长城证券	3.44	75%	1.07	-15%
4	广发证券	13.87	-18%	4.08	-23%	25	西部证券	1.94	677%	0.66	7%
5	中国银河	40.67	27%	13.38	-8%	26	天风证券	-6.43	-33%	-2.04	-6%
6	招商证券	24.16	89%	8.77	7%	27	华安证券	4.82	87%	1.61	-8%
7	中金公司	4.35	-143%	2.28	129%	28	西南证券	3.93	4%	1.32	-11%
8	国信证券	18.81	61%	6.98	39%	29	华西证券	9.54	27%	3.30	7%
9	中信建投	10.31	53%	6.25	1366%	30	红塔证券	2.39	-15%	0.70	-17%
10	申万宏源	9.93	115%	3.20	-15%	31	南京证券	5.83	16%	1.79	-13%
11	东方证券	12.58	62%	4.22	-3%	32	国海证券	6.11	43%	1.94	-15%
12	光大证券	19.24	11%	6.55	5%	33	东北证券	2.20	33%	0.71	-27%
13	兴业证券	10.41	-16%	3.58	-3%	34	中银证券	8.21	19%	2.75	-7%
14	方正证券	16.40	36%	5.92	9%	35	山西证券	0.37	-59%	-0.01	-80%
15	国联民生	1.95	88%	0.75	5%	36	第一创业	1.54	50%	0.44	-20%
16	中泰证券	15.07	16%	4.93	-3%	37	中原证券	4.28	52%	1.33	-14%
17	东吴证券	12.60	31%	4.09	-5%	38	太平洋	2.17	12%	0.73	-1%
18	长江证券	18.16	6%	6.31	18%	39	华林证券	3.47	13%	1.15	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：市场两融规模保持增长

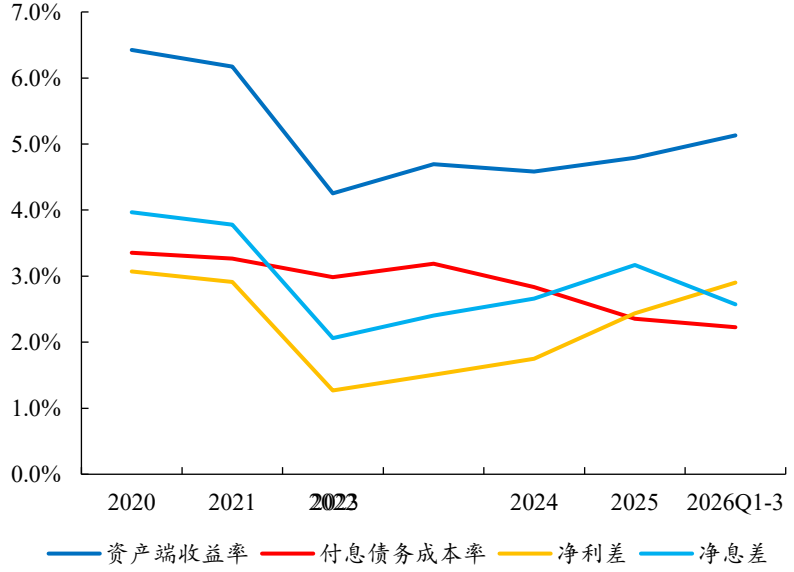


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 利息净收入：负债成本下降支撑利差改善，关注2027年降本空间

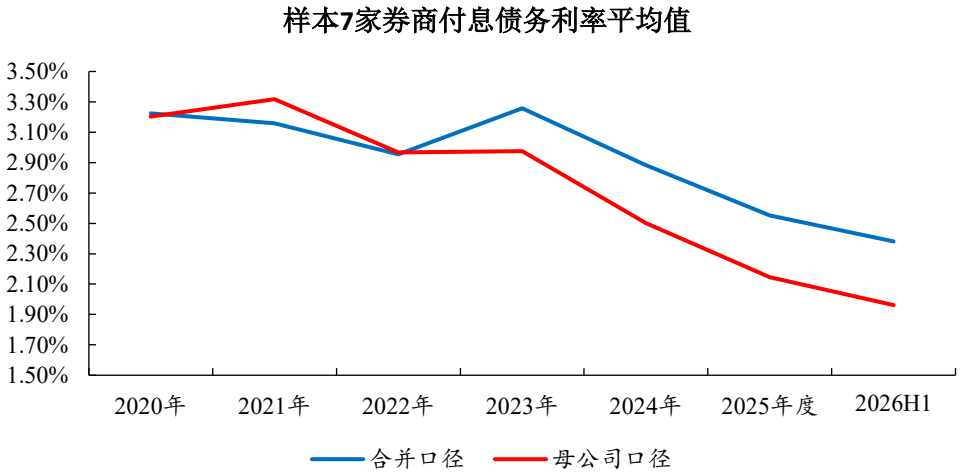
- 融资成本下降支撑利差改善，是券商盈利修复的重要因素。2023年以来，付息债务成本率持续下降，叠加资产端收益率回升，净利差明显扩大。其中，母公司口径融资成本下降较快。展望2027年，关注境内债务置换的降本贡献及境外融资成本变化。

图7：融资成本下降与资产收益率回升共同推动净利差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：资产端收益率=（利息收入+投资收益+公允价值变动损益）/平均核心资产
核心资产=自营投资金融资产+长股投+融出资金+买入返售金融资产

图8：2024年以来母公司负债成本下降是核心驱动，未来关注降本空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）样本7家券商包括中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河、中信建投。（2）付息债务利率=付息债务利息支出/平均付息债务规模；付息债务规模=卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+短期借款+长期借款+应付债券；付息债务利息支出=利息支出-代理买卖证券款利息支出。上图计算各样本合并口径和母公司口径付息债务利率，并算术平均得到。（3）2026H1数据已年化处理。

1.5 盈利预测：预计2027年上市券商扣非净利润同比-14%，头部或好于行业

- 结合前述各业务条线展望，我们认为中性假设下，交易量回落、投资回报率下降，预计2027年行业盈利有所承压，扣非归母净利润1,948亿元，同比下降14.2%，加权平均ROE为6.94%。行业盈利回落背景下，海外、财富管理及优势业务份额提升，有望支撑头部券商盈利表现优于行业。

表18：中性情景核心假设：2027年交易量同比下降15%，投资回报率回落

39家上市券商整体财务数据（亿元）	2025年	2026年E	2027年E
核心假设			
1.市场日均股基成交额	20,771	28,040	23,834
YOY	70.34%	35.0%	-15.0%
2.权益资产投资回报率	7.93%	4.80%	4.10%
2.沪深300指数收盘点位	4,630	4,200	4,400
沪深300指数涨幅-较年初	17.66%	-9.29%	4.76%
万得全A指数收盘点位	6,410	5,800	6,000
万得全A指数涨跌幅	27.65%	-9.52%	3.45%
3.非权益资产投资回报率	3.00%	3.40%	3.20%
3.管理费	2,686	2,853	2,948
费率	49.9%	48.5%	53%
管理费YOY	9.3%	6.2%	3.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：前述中性假设股票成交额同比-18%，考虑ETF好于纯股票交易，故股基ADT中性假设同比-15%

表19：预计2027年上市券商扣非归母净利润同比下降14.2%

39家上市券商整体财务数据（亿元）	2025年	2026年E	2027年E
经纪业务	1,498	1,705	1,384
投行业务	392	434	475
资管业务	457	539	528
投资业务	2,343	2,426	2,379
利息净收入	493	601	591
其他业务净收入	197	177	169
调整后营业收入	5,379	5,883	5,525
扣非归母净利润	**2,019**	**2,271**	**1,948**
YOY	**52.1%**	**12.5%**	**-14.2%**
加权平均ROE	**8.34%**	**8.63%**	**6.94%**
年化ROA	2.03%	1.93%	1.59%
权益乘数-扣除保证金	4.14	4.08	3.93
同比增速分析：			
经纪业务	38.4%	13.8%	-18.8%
投行业务	23.6%	10.7%	9.6%
资管业务	2.0%	18.1%	-2.0%
投资业务	32.7%	3.5%	-2.0%
利息净收入	29.3%	22.1%	-1.7%
调整后营业收入	26.5%	9.4%	-6.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 国际业务：海外平台高ROE，是拉动集团ROE中枢抬升的重要来源

头部券商海外平台规模领先，核心海外子公司回报普遍高于集团。2026H1，中信、中金、国泰海通及华泰核心海外平台的资产和净资产规模相对领先。其中，中信、中金、华泰核心海外子公司年化ROE分别达37.1%、23.2%、20.7%，高于集团整体的15.6%、15.2%、12.6%，海外业务已成为支撑集团盈利与资本回报的重要来源，核心海外平台权益乘数普遍高于集团。

表20：头部券商海外平台规模领先，多数核心海外子公司ROE高于集团

券商		中信证券	中金公司	国泰海通	华泰证券	中国银河	广发证券	中信建投
核心海外子公司		中信证券国际	中金国际	国泰君安金控	华泰国际金控	中国银河国际控股	广发控股香港	中信建投国际金控
注册资本（亿港元）		231亿港元及2.8亿美元	60.00	65.12	102.00	86.00	103.37	55
2026中报海外子公司的财务数据（亿元，RMB）	总资产	**6227.0**	**3896.0**	**3756.6**	**3101.0**	925.8	1236.3	857.8
	排名	第1	第2	第3	第4	第6	第5	第7
	净资产	329.6	**337.8**	229.2	268.0	94.2	112.5	66.4
	排名	第2	第1	第4	第3	第6	第5	第7
	营业收入	**160.1**	**90.9**	62.0	**63.4**	16.9	16.0	8.7
	排名	第1	第2	第4	第3	第5	第6	第7
	净利润	**57.2**	**37.8**	15.5	**26.8**	4.5	9.1	5.5
	排名	第1	第2	第4	第3	第7	第5	第6
	年化ROE-海外	**37.06%**	**23.15%**	**13.54%**	**20.71%**	**9.53%**	**16.53%**	**18.55%**
	年化ROE-合并	**15.62%**	**15.20%**	**12.24%**	**12.60%**	**12.00%**	**16.16%**	**16.54%**
	权益乘数-海外	**18.89x**	**11.53x**	**16.39x**	**11.57x**	**9.83x**	**10.99x**	**12.92x**
	权益乘数-合并	**5.06x**	**5.99x**	**4.87x**	**4.70x**	**4.66x**	**4.95x**	**4.75x**
布局区域	亚洲	中国香港、日本、韩国、新加坡、马来西亚、印尼、菲律宾、泰国、印度等	中国香港、新加坡、日本、越南、沙特等	中国香港、中国澳门、日本、新加坡、越南等	中国香港、新加坡、日本、越南等	中国香港、马来西亚、新加坡、印尼、越南、泰国、韩国等	中国香港、新加坡	中国香港、韩国、日本、菲律宾、印尼、泰国、新加坡、马来西亚等
	欧美	英国、荷兰、美国、澳大利亚等	美国、英国、法国等	美国、英国、澳大利亚、葡萄牙、巴西等	美国、英国等	英国、澳大利亚、加拿大、美国等	加拿大、英国等	澳大利亚、英国等

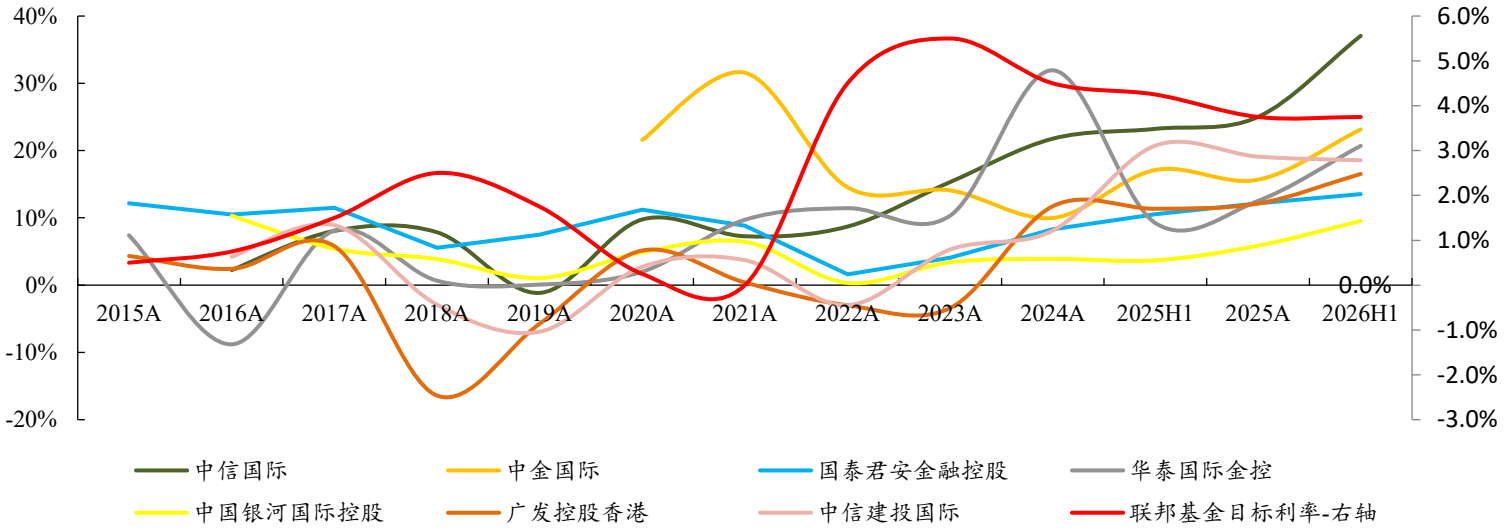
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 国际业务：短期经营面临扰动，关注高ROE的持续性

展望2027年，衍生品业务监管变化、境外融资成本及投行高基数，是海外盈利的重要影响因素。

我们认为，各头部券商增资国际子公司带来的资源投入加大，叠加跨境客户需求与综合业务拓展，有望对冲部分压力，海外高ROE仍具有支撑。未来重点关注：（1）2026年6月监管禁止南向股票TRS业务新增，需关注监管变化对新增业务及存量续作的影响，预计规模保持平稳。（2）美联储加息周期下，关注融资成本抬升、利差变化趋势及FICC业务承压程度。（3）港股经历投行高景气阶段，未来需关注项目审批进度和优质项目储备情况。

图9：南向TRS受限，存量规模平稳，预计2027年券商国际子公司ROE仍保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 国际业务：境外增资持续推进，有望提升集团ROE

头部券商持续补充境外资本，支持国际业务扩张。增资提升海外平台资本实力及业务承载能力，为融资、交易及综合客户服务等全业务提供支持。
增资海外有望贡献增量ROE。假设2027年中信证券、广发证券集团的基准ROE为10%、新增海外资本回报率为15%—20%，中信160亿元境外增资对应全年额外净利润8—16亿元，为集团ROE贡献0.22—0.44pct增量；广发61.01亿港元增资对应额外净利润约2.61—5.23亿元，为集团ROE贡献0.15—0.29pct增量。

表21：头部券商增资国际子公司

公告时间	券商	增资对象	增资金额	内容
2026/1/24	华泰证券	华泰国际金融控股	不超过90亿港元	支持境外业务发展，根据资金安排及业务需求一次或分批实施
2026/3/13	广发证券	广发控股香港	不超过61.01亿港元	资金来自H股配售、H股可转债募集资金及自有资金，可一次或分批增资
2026/5/29	中信证券	中信证券国际	不超过160亿元人民币	使用H股定增募集资金支持国际业务，资本及业务情况一次或分批增资
2026/6/5	国泰海通	国泰海通金融控股	90亿元人民币或等值货币	推动国际化业务发展，培育跨境金融优势，一次或分次实施
2026/8/18	招商证券	招商证券国际	不超过76亿港元或等值货币	根据实际情况一次或分批增资，最终金额以监管审批为准
2026/8/29	中金公司	中金国际	42亿元人民币或等值货币	使用自有货币资金一次性增资，授权落实具体方案及相关手续
2026/10/31	中信建投	中信建投国际金融控股	60亿港元或等值人民币	向境外平台补充资本，支持国际业务发展

数据来源：Wind、开源证券研究所

表22：中信、广发境外增资对海外利润及集团ROE的影响测算

公司	中信证券		广发证券	
增资额（亿元人民币）	160		52.29	
海外ROE	15%	20%	15%	20%
增资对应海外净利润（亿元）	24	32	7.84	10.46
相对10%基准的额外利润（亿元）	8	16	2.61	5.23
集团ROE增益	+0.22pct	+0.44pct	+0.15pct	+0.29pct

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：上述按增资方案全额投放并经营完整一年测算，额外利润为海外回报高于10%集团基准的部分；集团ROE增益以2026Q3末归母净资产为分母，汇率按1元人民币兑1.1667港元折算。以上为静态情景测算

1.6 财富管理：AUM支撑收入，预计2027年回落幅度有限，低利率下需求延续

代销及基金公司业绩较快增长，大财富管理已形成一定收入基础。2026H1上市券商代销金融产品收入同比增长85%，头部券商同比增长90%；多数主要基金公司收入和净利润保持较快增长，财富管理及资产管理业务对券商盈利形成支撑。

展望2027年，存量AUM有望支撑持续收费，收入预计回落幅度有限。2026年AUM相对稳定，支撑2027年券商财富管理、资管和基金公司收入中枢相对稳定。

低利率环境下，居民资产配置需求仍为财富管理提供中长期增量。存款及低风险产品收益率下降，有望推动部分居民重新配置金融资产，为券商产品代销、投顾及资产管理业务带来机会。

表23：2026H1券商代销收入同比高增

亿元	2026H1代销金融产品收入	同比	占经纪业务比重	占总收入比重
国泰海通	7.94	77%	8%	1.7%
中信证券	16.03	91%	16%	3.2%
华泰证券	6.24	114%	10%	2.6%
广发证券	9.18	128%	14%	3.4%
中国银河	4.60	96%	8%	2.7%
招商证券	4.24	53%	8%	1.9%
中金公司	10.46	73%	26%	5.4%
国信证券	6.28	144%	11%	5.0%
中信建投	6.50	56%	13%	4.0%
申万宏源	1.33	152%	4%	1.0%
东方证券	1.21	20%	7%	1.3%
光大证券	4.97	53%	21%	8.2%
兴业证券	2.32	67%	11%	3.4%
方正证券	2.64	108%	8%	3.6%
国联民生	0.72	76%	5%	1.6%
中泰证券	1.89	162%	7%	2.5%
东吴证券	0.75	210%	5%	1.3%
长江证券	1.57	53%	6%	2.1%
上市券商整体	102.47	85%	11%	2.9%
TOP10	72.79	90%	12%	2.9%
TOP10之外	29.68	73%	9%	2.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表23：基金公司收入和净利润普遍保持较好增长

公司名称	2026H1营收	营收同比增幅	2026H1净利润	净利润同比增幅
广发基金	67.51	73.19%	24.59	108.38%
易方达基金	77.36	31.22%	23.33	24.30%
工银瑞信基金			22.18	27.11%
南方基金	50.14	32.05%	15.03	25.86%
华夏基金	57.08	34.05%	14.13	25.82%
富国基金	43.49	30.63%	11.43	23.74%
兴证全球基金	22.91	28.35%	10.12	40.75%
汇添富基金	34.72	48.32%	9.13	90.26%
天弘基金	27.98	0.63%	8.96	-2.32%
景顺长城基金	24.18	41.41%	8.07	48.89%
博时基金	26.59	12.86%	8.04	5.30%
招商基金	29.19	13.97%	8.02	1.65%
中欧基金	26.78	44.88%	6	49.35%
华安基金	19.16	22.98%	5.65	13.00%
鹏华基金	24.66	32.37%	5.34	38.07%
永赢基金	19.96	122.52%	5.22	186.81%
建信基金			5.17	26.41%
华泰资管	10.22	-15.53%	4.79	-32.78%
中银基金			4.79	14.05%
银华基金	19.16	42.29%	4.32	52.36%
交银施罗德基金			4.19	2.44%
东方证券资管	9.8	46.93%	3.69	85.43%
兴业基金	9.65	38.85%	3.59	49.58%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 财富管理空间估算-A：全口径CAGR约13%，券商相关空间CAGR有望15%

假设居民可支配收入年均增长5%，居民财富增长与收入增长大体同步，则居民资产规模增速为5%：

- **全口径市场空间：假设渗透率提升4到5个百分点，则2030年市场空间有望达到150万亿级别，对应2025—2030年复合增速约13%。**我们将居民委托机构管理的各类金融资产规模作为财富管理整体市场空间的代理指标，即未来财富管理可承接资产池的规模。
- **券商相关市场空间：**2025年末中国居民持有的非货公募及私募基金占居民资产比重约1.62%，显著低于德国、日本。**假设未来10年，我国该比重分别向德国、日本当前水平逐步收敛，叠加5%的居民资产规模增速，与券商相关的财富管理市场空间10年CAGR分别约为18.91%和15.00%。**
- 为防止各类资产重复计算，测算未考虑穿透，如果考虑德、日居民通过养老金、保险账户间接配置的资产，则实际的渗透率可能更高，同时我国个人养老金及保险等长期资金体系仍有发展空间。
- 头部券商在客户群体、跨境资产配置等方面具备优势，如果考虑头部券商市占率提升，则头部券商增速有望更快。

表25：财富管理空间广阔

单位：万亿元	2025	2030E	5年CAGR
居民资产总规模	805.7	1028.3	
资产增速假设		每年5%	
居民委托机构管理规模	83.6	154.3	13%
居民委托机构管理渗透率	10.4%	15.0%	
平均管理费率假设		0.2%-0.5%/年	
收费空间		每年约4000-8000亿	

注：居民委托机构管理规模=基金+保险+理财+养老金+信托+资管，居民资产相关数据来自我们测算结果

表26：我国财富管理渗透率仍有提升空间

指标		数值	
中国当前渗透率		1.62%	
德国当前渗透率		5.64%	
日本当前渗透率		4.03%	
居民资产增速假设		每年5.00%	
【券商财富管理CAGR估算】		目标德国	目标日本
10年收敛	渗透率CAGR	13.25%	9.52%
	券商财富管理规模CAGR	18.91%	15.00%

注：（1）中国渗透率=（非货公募基金+私募基金）/总资产，德国渗透率=非货投资基金/总资产，日本渗透率=（投资信托基金-MRF）/总资产

KYSEC

数据来源：德国联邦统计局、德国央行、日本银行、日本国土交通省、日本投资信托协会、Wind、开源证券研究所

1.6 财富管理空间估算-B：根据过往10年复盘，偏股、私募CAGR有望达15%

- **偏股公募规模CAGR有望达到15%。复盘过往十年偏股基金规模CAGR约13.5%，其中净值、份额CAGR分别为5.9%、7.2%。未来，我们认为净值、份额两端均具备边际改善基础：**

  1、资本市场基础制度完善、长期资金入市，A股市场韧性及风险收益特征有望改善；2、上市公司质量提升、新兴产业优质标的丰富、企业盈利能力改善；3、低利率环境下居民资产再配置趋势延续，买方财富管理转型持续深化，改善产品持有体验、拉长持有期限，推动资金净流入。

- **私募证券基金规模预计仍可维持约15%的长期增长。**过往十年，私募证券基金规模累计增长277%，对应CAGR约14.2%，经历多轮牛熊仍保持较快增速。向后看，资本市场基础制度改善、高净值客户权益配置需求提升有望支撑行业进一步扩容，我们在历史增长中枢基础上给予15%的增速假设。

图10：私募证券投资基金规模快速增长

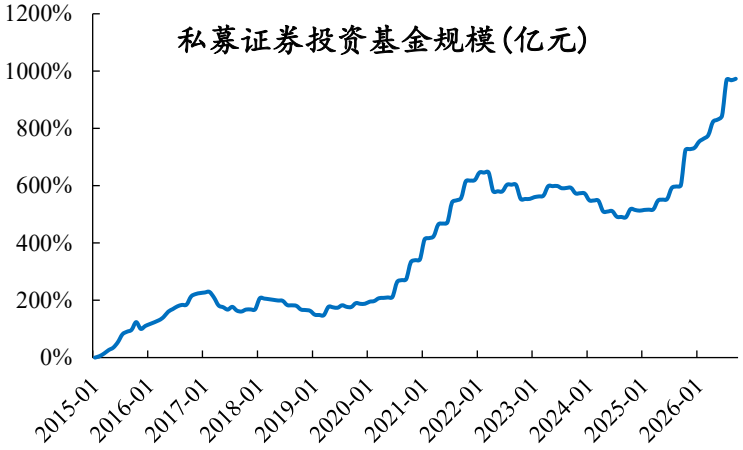


表27：公募和私募基金有望保持较快增速

2016年9月-2026年9月	偏股公募基金（股+混）	CAGR	增速展望
规模变动	254%	13.47%	**15.02%**
净值变动	77%	5.89%	6.50%
份额变动	100%	7.16%	8.00%
2016年9月-2026年9月	**私募证券基金**	**CAGR**	**增速展望**
规模变动	277%	14.18%	15.00%

注：规模增速=1*（1+净值增速）*（1+份额增速）-1

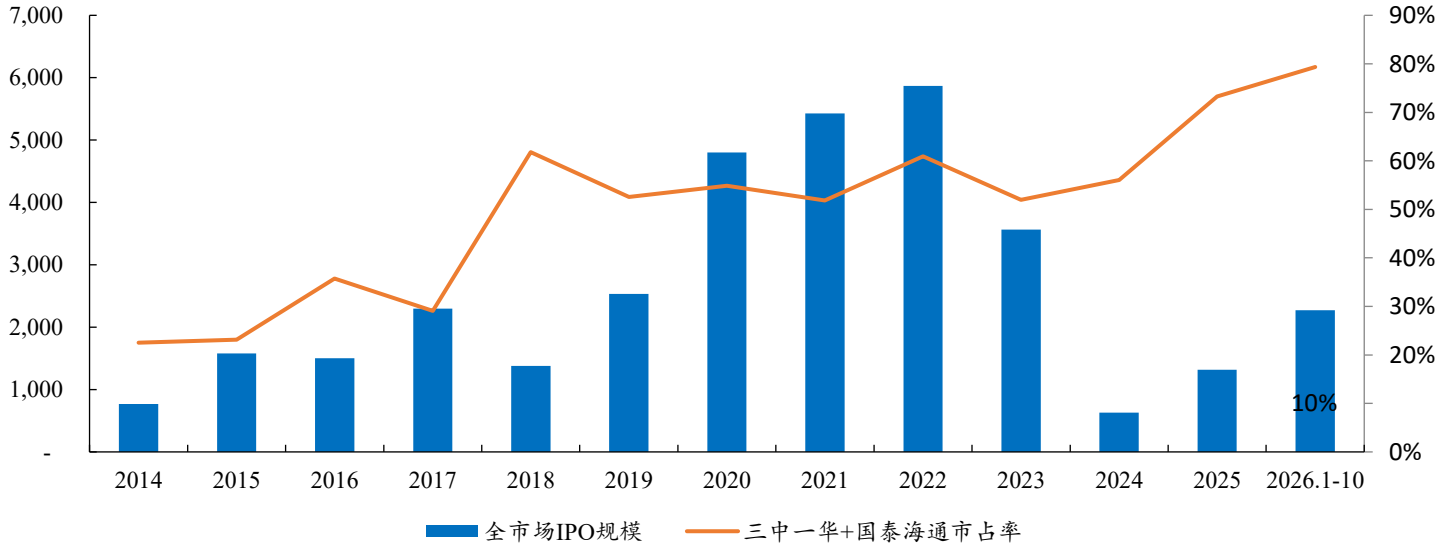
KYSEC

数据来源：中基协、Wind、开源证券研究所

1.7 市占率：资源向优势券商集中，份额提升有望支撑盈利韧性

展望2027年，市占率提升有望支撑头部券商韧性。2026年1—10月，“三中一华”及国泰海通IPO承销规模合计市占率接近80%，项目资源进一步向头部集中。头部券商在客户积累、行业研究及综合服务方面优势较强，有望同时受益于发行规模回升与承销份额提升，带动投行收入增长。财富管理、机构及资本类业务亦有望向优势券商集中，支撑盈利韧性。头部券商依托客户基础、产品供给、资本实力及跨境服务能力，有望持续提升客户资产和业务份额。在行业部分业务增速放缓的背景下，份额提升及客户综合价值挖掘，有望成为头部券商获取收入增量、增强盈利韧性的重要来源。

图11：IPO承销规模向头部集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8 回报股东：分红率表现分化，绝对分红金额呈抬升趋势

复盘来看，头部券商2019年以来分红金额整体呈抬升趋势，分红率存在公司差异及年度波动，非单边趋势，券商需兼顾资本需求与股东回报。往后看，随着提质增效以及扩表方向主要在国际业务，预计分红+回购合计占比将保持合理区间，有望小幅上行。

表28：现金分红绝对金额呈震荡上行趋势，股东回报力度持续加大

年度累计分红金额	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年中期
国泰海通	34.4	49.8	60.6	47.2	35.6	62.4	87.6	52.5
中信证券	64.6	51.7	80.0	72.6	70.4	77.1	103.7	66.7
华泰证券	27.0	36.1	40.6	40.6	38.8	46.9	49.6	16.2
广发证券	41.9	34.3	38.0	26.6	22.8	38.0	46.7	19.6
中国银河	16.2	22.3	31.4	23.3	24.1	30.6	38.3	16.4
招商证券	-	67.1	47.0	16.1	21.9	41.6	49.4	14.5
中金公司	-	8.7	14.5	8.7	8.7	8.7	15.4	20.6
国信证券	16.4	22.1	48.1	26.0	26.0	33.6	46.1	10.2
中信建投	18.0	29.1	30.6	20.9	19.4	19.8	26.4	22.5
申万宏源	20.0	25.0	25.0	7.5	14.0	15.8	27.5	12.5
东方证券	10.5	17.5	21.2	12.7	12.7	14.8	27.0	-

表29：回购比例集中于部分券商和特定年份

回购金额//扣非净利和归母净利润的孰低值	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年中期
国泰海通	0%	14%	0%	0%	0%	0%	6%	0%
中信证券	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
华泰证券	0%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
广发证券	0%	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%
中国银河	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
招商证券	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
中金公司	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
国信证券	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
中信建投	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
申万宏源	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
东方证券	0%	0%	0%	0%	11%	1%	5%	0%

表30：调整后分红率保持合理区间

分红金额/扣非净利和归母净利润的孰低值	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年中期
国泰海通	42%	46%	45%	50%	41%	50%	41%	27%
中信证券	53%	35%	35%	35%	36%	36%	34%	29%
华泰证券	31%	34%	31%	38%	30%	52%	31%	14%
广发证券	59%	37%	38%	37%	35%	43%	34%	17%
中国银河	31%	31%	30%	30%	31%	31%	31%	21%
招商证券	0%	71%	41%	20%	25%	40%	40%	14%
中金公司	0%	13%	14%	12%	14%	15%	16%	26%
国信证券	33%	33%	49%	44%	41%	41%	42%	18%
中信建投	33%	31%	30%	28%	28%	27%	28%	29%
申万宏源	36%	33%	27%	29%	32%	31%	29%	22%
东方证券	44%	66%	40%	45%	48%	46%	49%	

表31：分红与回购合计占比保持合理区间

（分红金额+回购金额）/扣非净利和归母净利润的孰低值	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年中期
国泰海通	42%	61%	45%	50%	41%	50%	47%	27%
中信证券	53%	35%	35%	35%	36%	36%	34%	29%
华泰证券	31%	49%	31%	38%	31%	52%	31%	14%
广发证券	59%	37%	38%	41%	35%	43%	34%	17%
中国银河	31%	31%	30%	30%	31%	31%	31%	21%
招商证券	9%	71%	41%	20%	25%	40%	40%	14%
中金公司	0%	13%	14%	12%	14%	15%	16%	26%
国信证券	33%	33%	49%	44%	41%	41%	42%	18%
中信建投	33%	31%	30%	28%	28%	27%	28%	29%
申万宏源	36%	33%	27%	29%	32%	31%	29%	22%
东方证券	44%	66%	40%	45%	59%	47%	54%	

注：招商证券因配股安排未实施2019年度分红，2020年中期分红金额相当于2019年归母净利润的40.01%，2020年全年累计分红率达71%。华泰证券2024年处置AssetMark带来非经常性损益，扣非净利润低于我们预期，分红率（分母为扣非净利润）明显抬升。

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8 PE与PB估值来看，头部券商处于历史极低水平

头部券商PE估值降至2019年以来低位，五家头部券商平均PE-TTM约8—9倍、PB-LF约1倍，而头部券商2026H1的年化ROE创新高，估值和基本面不匹配。

图12：头部券商PE为历史低位

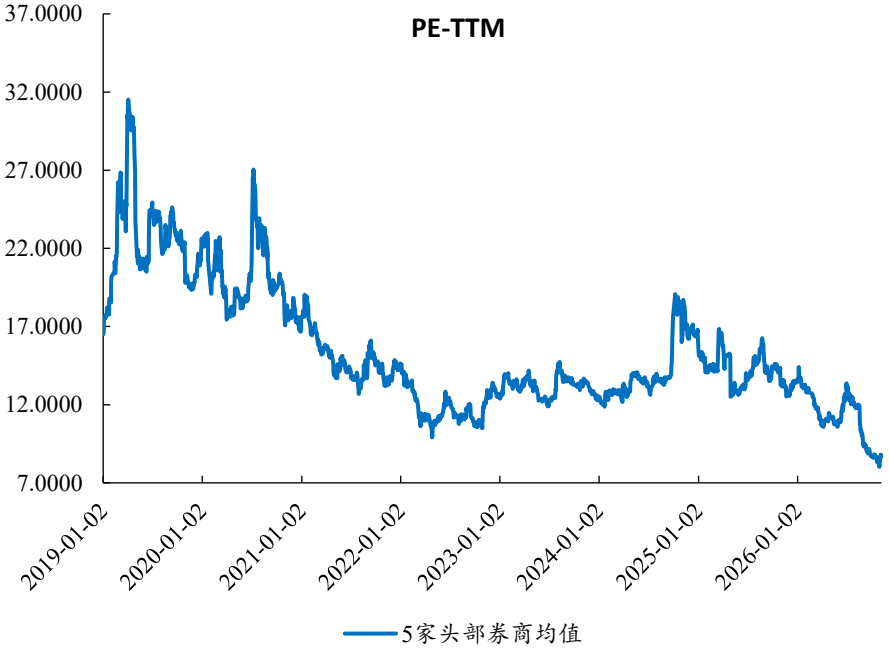
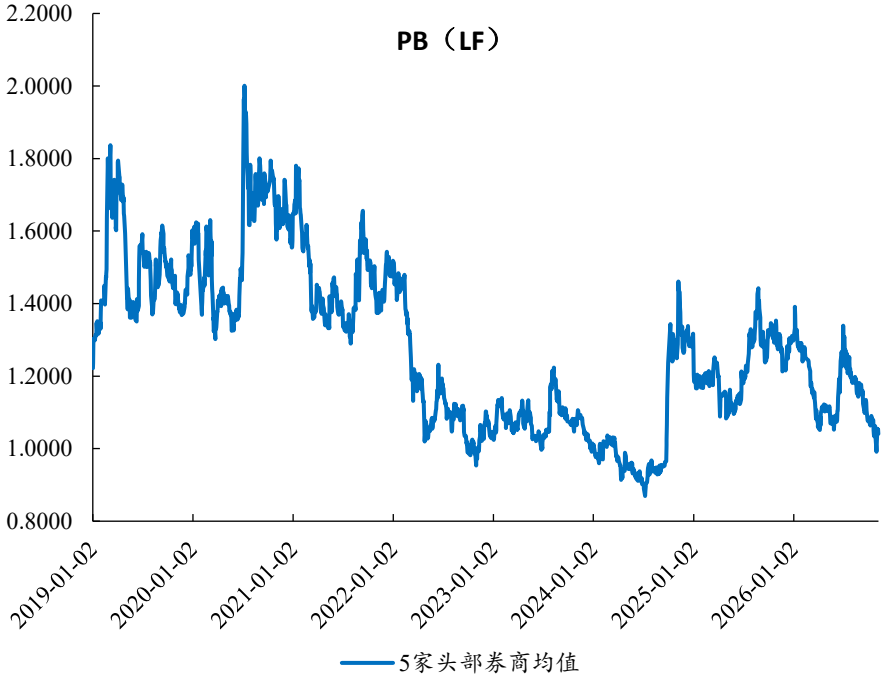


图13：头部券商PB为较低水平，均值在1.0附近



注：五家头部券商分别为，中信、国泰、华泰、广发、招商

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.9 投资结论：盈利韧性支撑配置价值，关注政策与资金再平衡带来的估值修复

展望2027年，头部券商盈利韧性与ROE中枢改善，为低估值下的配置价值提供支撑。市场成交及投资收益仍面临波动，但海外业务拓展、财富管理存量收入及市占率提升，有望缓和周期影响。当前头部券商估值处于历史低位，从动态股息率来看，部分标的已具备较好的风险收益比。

稳市场政策与资金再平衡，是估值修复的重要潜在催化。关注资本市场支持政策的力度与落地，以及资金向低估值、具备盈利与分红支撑资产的配置变化。券商板块机构持仓较低，若政策预期改善、市场风格再平衡，头部券商有望迎来重新定价；修复时点与幅度仍需持续跟踪。

优选估值、股息回报与公司自身增长逻辑兼具的标的：中金、广发和中信，推荐国泰海通、华泰。同时关注同花顺的金融信息服务及AI应用进展。

表32：券商受益标的估值表

单位：亿元		市值	归母净利润		归母净利润同比	PE	PB-LF	A股股息率	H股股息率	股利支付率（分红金额/归母净利润）		评级
证券代码	公司	2026/11/6	2025A	2026E	2026E	2026E		2026E	2026E	2025A	2026E	
600030.SH	中信证券	4,019	300.76	390.12	30%	10.30	1.26	3.3%	4.7%	34%	34%	买入
601211.SH	国泰海通	2,894	278.09	300.38	8%	9.63	0.90	4.2%	6.2%	31%	40%	买入
601688.SH	华泰证券	1,610	163.84	174.64	7%	9.22	0.90	3.3%	4.7%	30%	30%	买入
601995.SH	中金公司	2,221	97.91	154.74	58%	14.35	1.37	2.1%	3.7%	16%	30%	买入
000776.SZ	广发证券	1,495	137.02	186.60	36%	8.01	1.07	4.3%	5.9%	34%	34%	买入
002736.SZ	国信证券	925	110.73	78.67	-29%	11.76	0.95	3.5%		42%	42%	买入
600958.SH	东方证券	712	56.34	60.13	7%	11.84	0.85	4.0%	7.5%	48%	48%	买入
601377.SH	兴业证券	475	28.70	32.00	11%	14.84	0.85	3.0%		45%	45%	买入
600999.SH	招商证券	1,410	123.50	209.31	69%	6.73	1.07	5.2%	7.7%	40%	35%	未评级
300059.SZ	东方财富	2,971	120.85	148.79	23%	19.97	2.90	0.7%		13%	13%	买入
300033.SZ	同花顺	1,526	32.05	41.71	30%	36.58	17.75	2.4%		87%	87%	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：招商证券2026、2027年盈利预测来自Wind一致预期，其余公司来自开源证券研究所

1.10 江苏金租：基本面穿越周期的成长+红利标的

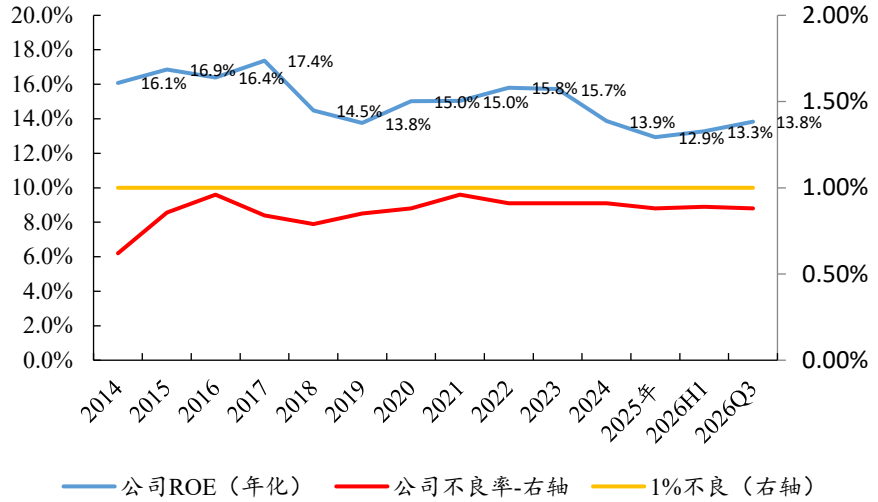
Q3资产规模保持较快增长，利差小幅收窄

2026Q1-3营收/归母净利润为53.4/27.0亿元，同比+15.2%/+10.2%，符合我们预期；2026Q3营收/归母净利润为18.3/9.9亿元，同比+12.0%/+11.9%，环比+6.5%/+11.2%。2026Q1-3年化加权ROE为13.84%，同比+0.61pct；权益乘数为7.12倍，较2026H1小幅提升0.05倍。

规模稳健增长，利差小幅收窄。（1）2026Q3末融资租赁资产余额1804亿元，同比+18.4%，环比+2.4%，较年初+20.2%，同比增速保持较快水平，环比保持稳健增长。从现金流量表看，前三季度支付租赁资产款965亿元，同比+18.9%，单Q3投放258亿，同比+13%，单季投放同比保持较快增长。（2）公司披露前三季度净利差3.70%，同比-0.05pct，较2026H1下降0.03pct，利差同环比小幅收窄。

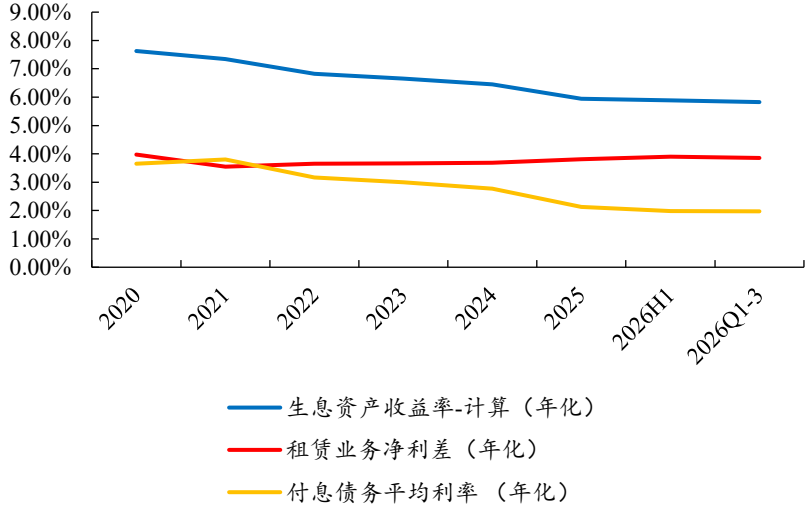
股权结构多元、市场化机制、商业模式壁垒、业务高专业性等优势有望驱动公司长期资产规模稳健增长。预计2026—2028年归母净利润35.7/39.3/43.3亿元，同比+10.1%/+10.1%/+10.1%，EPS为0.62/0.68/0.75元。假设分红率维持53.62%（2025年水平），当前股价对应2026-2028年股息率为4.5%、4.9%、5.5%，低利率下，稳健的高股息标的更加稀缺。看好江苏金租成长与红利兼具的投资逻辑，继续重点推荐。

图14：ROE保持高位，不良保持1%以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：负债端下降驱动净利差保持高位



数据来源：Wind、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：基础盈利稳步增长，红利价值凸显

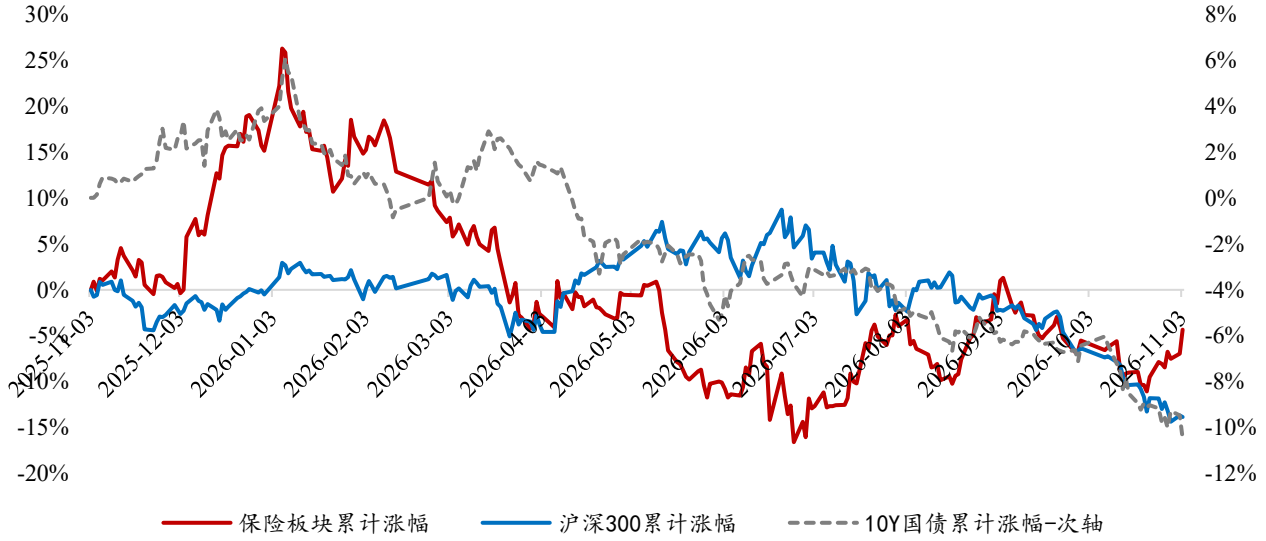
3 风险提示

2.1 保险板块复盘：保险板块跑赢，红利属性带来超额

一年复盘：保险板块下跌5%，较沪深300指数相对抗跌，红利属性带来超额

- **2025年11月1日-2026年11月6日：**保险板块-5%，比沪深300的-13%小幅跑赢。长端利率超预期下行、股市收益率低于预期以及负债端后期增速乏力均对保险板块带来压制，而分红稳定预期、红利风格相对受益支撑板块小幅超额。
- **2026年1月-6月：**保险板块受资金面、风格等因素影响，超额收益明显承压，7月以来受益于资金面对红利资产的增持，板块展现出较明显超额收益。

图16：过往一年（2025年11月1日-2026年11月6日）保险板块整体小幅跑赢沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 保险板块复盘：保险板块跑赢，红利属性带来超额

个股复盘：多数保险H股表现优于A股，高股息率标的超额更加明显

- H股表现明显优于A股，预计H股受资金面抛压的负向影响以及高股息率的正向影响都更强于A股，H股具有更强的韧性。
- 从A股表现看，中国平安、中国太保超额相对明显，体现高股息率对估值的支撑作用，财险盈利稳健增长也对公司整体业绩和分红带来支撑。中国人寿和新华保险受股市波动影响较大，表现弱于板块整体。

表33：2025年11月1日-2026年11月6日，保险H股表现优于A股

证券代码	证券简称	类型	分类	近1年涨跌幅(2025年11月1日-2026年11月6日)	近1年相对沪深300指数超额(2025年11月1日-2026年11月6日)
0966.HK	中国太平	港股	保险	9.0%	21.6%
2628.HK	中国人寿	H股	保险	7.0%	19.7%
1299.HK	友邦保险	港股	保险	6.5%	19.2%
2328.HK	中国财险	港股	保险	1.3%	13.9%
2318.HK	中国平安	H股	保险	0.0%	12.6%
601318.SH	中国平安	A股	保险	-0.9%	11.8%
CI005166.WI	保险II(中信)	A股	行业指数	-4.6%	8.1%
601601.SH	中国太保	A股	保险	-5.4%	7.2%
2601.HK	中国太保	H股	保险	-6.3%	6.4%
601319.SH	中国人保	A股	保险	-10.3%	2.3%
1336.HK	新华保险	H股	保险	-11.5%	1.1%
000300.SH	沪深300	A股	市场指数	-12.6%	0.0%
601628.SH	中国人寿	A股	保险	-17.0%	-4.4%
601336.SH	新华保险	A股	保险	-19.3%	-6.7%
6060.HK	众安在线	港股	保险	-40.9%	-28.2%

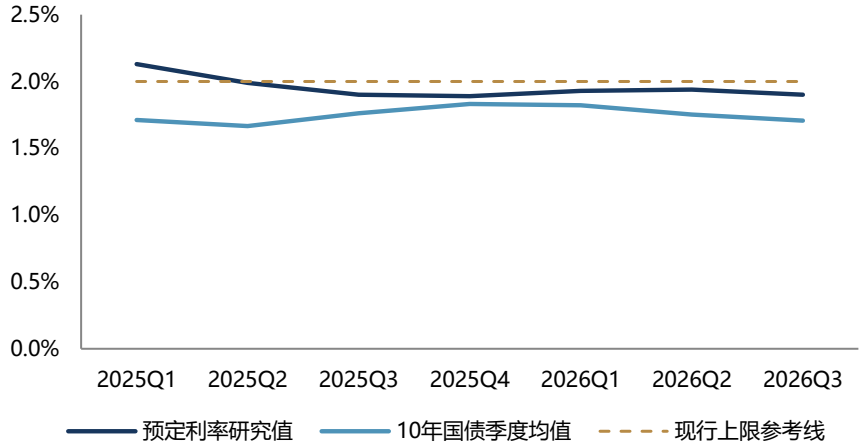
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 负债端展望：银保渠道有望修复，看好NBV高质量增长

负债成本有望稳步下降，对后续价值率和营运利润增长带来重要支撑

- **新增业务负债成本保持低位：**中保协披露2026年3季度传统险预定利率研究值为1.90%，考虑到当下预定利率和利率趋势，预计2027年上半年难以看到预定利率的调降。
- **存量负债成本有望稳步下降：**新业务成本（刚性成本）较低，2026年中报数据显示，NBV受利率波动的敏感性明显降低。随着新增业务逐步替换存量业务，有望带动整体负债成本回落。从中报内含价值利率敏感性看，中国人寿利率敏感性小幅下降。

图17：预定利率研究值小幅下降，与2%差距小于25bp



数据来源：Wind、中保协官网、开源证券研究所

表34：NBV新业务价值受利率调降影响的敏感度明显回落

公司	利率调整幅度	2025H1存量EV影响	2026H1存量EV影响	2025H1新业务影响	2026H1新业务影响
中国平安	-0.50%	-15.4%	-15.5%	-22.0%	-16.8%
中国太保	-0.50%	-14.2%	-14.3%	-22.4%	-16.6%
中国人寿	-0.40%	-9.1%	-8.7%	-16.0%	-11.3%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 负债端展望：银保渠道有望修复，看好NBV高质量增长

个险渠道整体平稳，银保渠道新单同比承压，造成前3季度新单保费增速下降

- 与中报相比，2026年前3季度新单保费同比增速转负，中国人寿和新华保险期交新单同比维持正增长。
- **新单承压原因：**2025年预定利率调降带来新单销售高基数，同时银保65号文以及业务结构变化（长期交产品占比提升）。
- 分渠道看，个险渠道期交保费占比较高，前3季度整体实现正增长。银保渠道受高基数和65号文影响，新单保费同比有所承压，而银保期交增速明显优于整体新单增速，反应内部结构优化。

表35：前3季度银保渠道新单增速承压，期交新单增速优于整体

单位：亿元	2026年前3季度				2026年上半年			
	新单保费	同比	期交新单保费	同比	新单保费	同比	期交新单保费	同比
中国人寿	2,166.7	(0.6%)	1,167.5	6.2%	1,800.4	11.6%	1,012.9	24.7%
中国平安	1,288.6	(9.1%)			1,018.3	19.0%		
中国太保	840.8	(1.3%)	377.1	(3.8%)	613.8	(2.6%)	299.6	27.3%
新华保险	460.2	(15.7%)	376.7	7.9%	382.7	(3.4%)	326.1	27.7%
中国人保	434.1	(16.1%)	211.0	(35.2%)	298.3	(24.5%)	173.9	(23.3%)
2026年前3季度	个险渠道				银保渠道			
	新单保费	同比	期交新单	同比	新单保费	同比	期交新单	同比
中国人寿	890.3	4.0%	875.3	3.9%	498.1	(8.1%)	288.2	13.9%
中国太保	381.3	14.9%	221.6	(0.2%)	320.5	(15.7%)	144.1	(9.9%)
新华保险	210.3	14.0%	203.7	14.0%	247.4	(31.2%)	170.5	1.3%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 负债端展望：银保渠道有望修复，看好NBV高质量增长

2027年展望：NBV有望实现小两位数增长

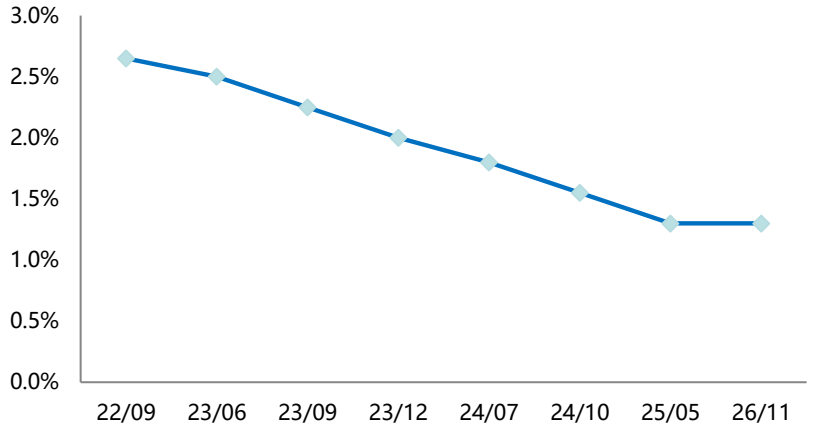
- 低利率和股市波动下，预计分红型产品需求仍较高，存款迁移、养老和健康保障驱动的保险需求旺盛，银保渠道修复可期。全年看，新单保费有望保持稳定增长，1季度基数压力较大，后续季度有望持续改善。
- 新业务价值率有望同比实现小幅提升：产品结构优化、报行合一进一步压缩费用，有望带来价值率的改善。

表36：前3季度NBV增速有所分化，预计全年同比相对平稳

公司	2026H1 NBV同比	2026Q1–Q3 NBV同比
中国人寿	33.7%	13.1%
中国平安	11.2%	(13.3%)
中国太保	12.7%	(6.5%)
新华保险	11.9%	正增长

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图18：中国银行5年期整存整取挂牌利率逐步下降



数据来源：Wind 、开源证券研究所

2.3 资产端展望：权益市场向好利于总投资收益率改善

2027年展望：总投资收益率有望保持平稳或改善

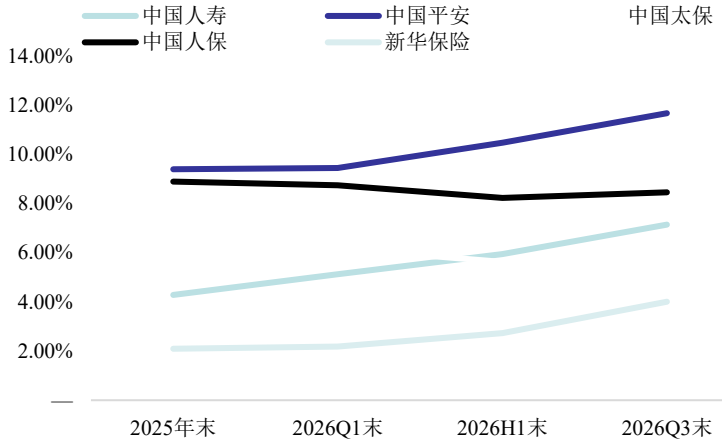
- 长端利率整体呈现下降趋势，再配置带来净投资收益率呈现下降趋势，预计此趋势在2027年仍将持续。
- 上市险企2026年进一步增配OCI权益资产，其中高股息股票资产为主，此举有望在保持利润稳定的同时支撑净投资收益率水平。

表37：2026年前3季度净投资和总投资收益率同比有所承压

公司	净投资收益率（未年化）			总投资收益率（未年化）		
	2025年前3季	2026年前3季	同比变化	2025年前3季	2026年前3季	同比变化
中国人寿				6.42%	3.23%	(3.19pct)
中国平安	2.80%	2.50%	(0.30pct)			
中国太保	2.60%	2.40%	(0.20pct)	5.20%	2.50%	(2.70pct)
中国人保				5.40%	3.50%	(1.90pct)
新华保险				8.60%	3.50%	(5.10pct)

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：上市险企OCI权益工具占投资资产规模比重持续提升



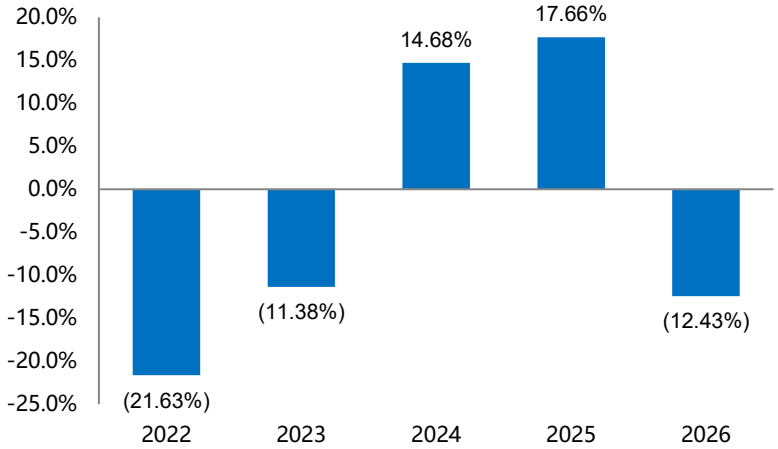
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 资产端展望：权益市场向好利于总投资收益率改善

2027年展望：总投资收益率有望保持平稳或改善

- 截至2026年11月6日，2026年权益市场呈现下跌趋势，沪深300指数下跌12%。在2027年权益市场边际改善的假设下，预计上市险企总投资收益率有望同比持平或改善。
- 总资产规模增长，利于投资业绩保持增长态势。

图20：截至11月6日，2026年沪深300指数收益率承压



资料来源：Wind、开源证券研究所

表38：上市险企2026年总资产规模整体保持较好增长

上市险企总资产规模同比增速	2023同比	2024同比	2025同比	2026Q3同比
中国人寿	12.8%	19.7%	12.1%	9.9%
中国平安	4.0%	11.9%	7.3%	5.9%
中国太保	7.7%	20.9%	10.9%	8.7%
中国人保	9.9%	13.4%	14.8%	11.9%
新华保险	11.8%	20.6%	12.2%	10.0%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.4 财险展望：保费和COR均有望向好，驱动承保业绩增长

财险业务展望：保费稳步增长，COR有望延续改善趋势，承保业绩向好

- 车险保费增速仍在低位，预计2027年仍保持小幅增长态势，非车险保费有望成为重要增长驱动。预计财险保费延续增长趋势。
- 2026年三季度灾害赔付对部分业务形成扰动，费用管控、风险筛选和非车险综合治理发挥支撑作用，带动2026年上市险企COR整体呈现改善趋势。预计此趋势2027年有望延续，非车险综合治理有望持续见效。

表39：上市险企2026年财险保费延续低速增长

公司	险种	2025年前3季度		2026年前3季度		
		原保险保费（亿元）	同比	原保险保费（亿元）	同比	保费结构
中国财险	财险整体	4,431.8	3.5%	4,505.0	1.7%	100.0%
	车险	2,201.2	3.1%	2,203.6	0.1%	48.9%
	非车险	2,230.6	3.8%	2,301.5	3.2%	51.1%
平安产险	财险整体	2,562.5	7.1%	2,652.2	3.5%	100.0%
	车险	1,661.2	3.5%	1,660.6	(0.0%)	62.6%
	非车险	901.3	14.3%	991.5	10.0%	37.4%
太保产险	财险整体	1,602.1	0.1%	1,632.5	1.9%	100.0%
	车险	804.6	2.9%	805.3	0.1%	49.3%
	非车险	797.5	(2.6%)	827.1	3.7%	50.7%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表40：上市险企2026年前3季度COR同比改善

公司	2025年前3季度COR	2026年前3季度COR	同比变化 pct
中国财险	96.1%	95.8%	-0.30
平安产险	97.0%	95.6%	-1.40
太保产险	97.6%	96.2%	-1.40

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.5 利润展望：营运利润有望继续稳步增长

营运利润：负债成本改善，财险向好，营运利润有望稳步增长

- 相较于归母净利润，我们更应该关注与分红挂钩的可持续盈利部分的表现，保险服务业绩核心来自CSM的摊销，CSM稳健增长是险企营运利润稳步增长的重要支撑。存量负债成本和报行合一的持续推动，有望驱动上市险企营运利润持续改善。
- 中国平安和中国太保前3季度营运利润均实现稳健增长，中国人寿剔除短期公开市场波动后的归母净利润也实现快速增长。股市波动不改可持续业绩的稳健增长。
- 归母净利润角度看，在股市边际改善的假设下，预计2027年归母净利润有望实现稳步增长。投资端扰动或带来净利润增速波动。

表41：上市险企CSM合同服务边际2026年稳步增长

公司	2024CSM同比增速	2025CSM同比增速	2026H1CSM同比增速	2026H1末CSM余额亿元
中国人寿	(3.5%)	3.5%	7.8%	8,132.5
中国平安	(5.0%)	(0.8%)	0.6%	7,395.0
中国太保	6.0%	3.3%	5.3%	3,687.8
新华保险	4.1%	3.3%	9.4%	1,938.6

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表42：上市险企可持续盈利稳健增长，不受净利润波动

单位：亿元	2026前3季度金额	可持续盈利同比	归母净利同比
中国平安集团归母营运利润	1259	8.3%	-27.3%
中国太保集团归母营运利润	301	5.6%	-20.3%
中国人寿剔除短期波动后归母净利	942	15.8%	-46.7%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

分红：分红有望跟随营运利润稳步增长

- 新会计准则下，上市险企归母净利润波动较大，在现金分红保持稳定增长的情况下，股利支付率波动较大。
- 中国平安和中国太保基于营运利润的股利支付率相对平稳，我们预计，上市险企后续分红有望跟随营运利润，或者说跟随可持续盈利趋势变化。

表43：上市险企股利支付率受股市影响波动幅度较大，基于营运利润口径下的分红率相对稳定

年度现金股利支付率	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
中国平安	32.7%	25.0%	28.0%	42.4%	52.3%	51.4%	36.5%	36.3%
中国人保	15.0%	22.9%	34.4%	33.5%	30.1%	30.3%	18.6%	20.9%
新华保险	30.3%	30.2%	30.3%	30.1%	34.3%	30.4%	30.1%	23.5%
中国太保	50.3%	39.2%	50.9%	35.9%	39.9%	36.0%	23.1%	20.7%
中国人寿	39.7%	35.4%	36.0%	36.1%	43.2%	57.6%	17.2%	15.7%
基于营运利润的股利支付率								
中国平安	31.2%	28.1%	28.7%	29.2%	29.5%	37.3%	37.9%	36.4%
中国太保	36.8%	39.0%	40.2%	27.2%	24.5%	27.6%	30.2%	30.3%

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2.6 投资观点：红利价值凸显，估值修复可期

股息率具有吸引力，资金端或是核心催化，关注基本面拐点

- 考虑到上市险企2026年营运利润或可持续性业绩保持稳健增长，预计分红整体保持同比稳定，基于此，我们测算上市险企2026年动态股息率，H股整体股息率高于A股，中国平安、新华保险股息率整体较高。
- 2027年我们预计上市险企净利润有望实现修复式增长，净资产和偿付能力保持稳定，负债端NBV有望实现10%上下的高质量增长，分红有望保持小幅增长，股息率仍有较高的配置价值。推荐盈利稳定性较强、股息成长性较好且股息率较高的中国平安和中国太保。

表44：上市险企股息率较高，配置价值突出

公司	2025年每股分红（元,RMB)	2026E 每股分红（元,RMB)	2026DPS增速假设	2026年11月6日A股收盘价（元）	2026年11月6日H股收盘价（港元）	2026E A股息率	2026E H股息率
中国平安	2.70	2.86	6.0%	54.50	53.15	5.3%	6.3%
中国人寿	0.86	0.94	10.0%	35.51	25.18	2.7%	4.4%
中国太保	1.15	1.21	5.0%	31.86	27.86	3.8%	5.1%
新华保险	2.73	2.87	-5.0%	52.37	39.86	5.0%	7.6%
中国人保	0.22	0.23	5.0%	7.26	5.37	3.2%	5.0%

资料来源：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：负债端高质量增长，资产端全年向好

3 风险提示

3 风险提示

- 资本市场波动对投资收益带来波动风险：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
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。

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。

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