

首席畅谈

申万宏源研究非银金融首席分析师罗钻辉：
券商板块或在下半年迎来业绩、估值双升

本报记者 周尚昆

今年以来，券商板块业绩稳步增长，估值却持续走低，二者呈现背离现象。近期，券商板块异动频频，叠加并购重组提速、国际化布局加速，行业正迎来关键发展节点。在2026年申万宏源夏季策略会上，上海申银万国证券研究所有限公司(简称“申万宏源研究”)非银金融首席分析师罗钻辉接受《证券日报》记者专访时，结合行业经营数据、政策导向与发展趋势，深度剖析了券商板块现状、行业格局演变以及下半年投资机遇。

多重因素压制

当前证券行业经营基本面保持高景气，但板块估值却长期处于历史低位，业绩与估值形成明显“剪刀差”。在罗钻辉看来，市场担忧盈利持续性、行业盈利弹性回落，叠加资金面扰动，是压制券商板块估值修复的主要因素。

从盈利特征来看，罗钻辉表示，对比2015年、2021年两轮市场行情，当前券商整体盈利弹性有所弱化。2018年以来，行业持续补充资本，重资业务占比提升，自营业务逐步降低方向性交易敞口，权益投资布局更趋审慎，行情波动带来的业绩波动随之收窄。同时，行业经济业务费率下行趋势延续，传统经纪业务佣金费率不断走低，公募基金费率改革持续推进，进一步压缩券商轻资业务盈利空间。

此外，资金层面的制约因素同样不容忽视。罗钻辉进一步表示，今年年初以来，部分券商启动再融资计划，市场担忧持续融资会摊薄净资产收益率(ROE)等核心盈利指标。受预期影响，市场资金参与意愿偏弱，进一步拖累券商板块的估值修复节奏。

行业整合持续深化

在打造一流投资银行的政策导向下，证券行业并购整合案例接连落地，行业生态迎来深刻重塑。罗钻辉表示，本轮整合由政策引导与企业内生需求共同驱动，不同类型券商有着清晰的差异化发展路径，行业分层态势愈发明朗。罗钻辉认为，当前券商并购主要分为三大方向：头部券商依托资本与品牌优势开展同业整合，补齐区域、业务短板，向综合型一流投资银行迈进；同一实际控制人旗下券商以及区域性券商，通过整合做大资产规模，提升区域竞争力；国资平台入局整合民营券商，进一步优化行业发展秩序。

经过多轮整合，行业规模梯队已基本成型。罗钻辉补充说，目前已有两家券商净资产突破3000亿元，8家券商净资产站稳千亿元关口。客群、资金、人才等优质资源持续向头部券商聚集，其凭借规模效应、杠杆运用能力与全业务布局优势，竞争优势持续提升；中型券商立足区域与特色业务寻求差异化发展，行业分层格局愈发稳固。

三大主线驱动成长

综合政策环境、基本面走势以及资金流向来看，罗钻辉对2026年下半年券商板块走势持乐观态度。他认为，随着前期压制板块的资金因素逐步消退，市场关注重心将回归券商业绩基本面，叠加科创板股权投资业务、财富管理、国际化三大核心业务发力，券商板块下半年有望迎来估值与业绩同步提升。

在罗钻辉看来，科创板股权投资业务将成为券商板块今年重要的业绩弹性来源。随着创业板改革落地，科创企业成为上市主力，直接带动投行业务稳步修复。同时，券商另类投资、直投子公司深度布局科创板赛道，“投行+投研+投资”的三投联动模式日趋成熟。以中信证券为例，其旗下股权投资子公司2025年利润贡献接近30亿元，占集团利润总额比重近10%。伴随热门科创板企业持续受到市场关注，券商科创板股权投资业务价值逐步显现，有望持续贡献增量收益。

“财富管理是券商业绩的基本盘，具备稳健增长属性。”罗钻辉表示，今年资本市场交投热度居高不下，有效带动经纪、融资融券等传统业务收入增长。同时，券商资管、公募基金构成的“大资管”板块发展成熟，公募基金长期保持高ROE水平，为券商带来稳定收益。头部券商依托庞大的客户基数，持续推进买方投顾、客户分层经营与数字化转型，财富管理业务的价值不断深挖，业绩增长确定性较强。

国际业务则是头部券商全新的增长曲线。罗钻辉称，近年来，国内头部券商密集向国际子公司增资，例如中信证券推出160亿元H股增发方案，资金全部用于国际化布局。券商国际子公司杠杆运用更充分，ROE水平普遍高于母公司，盈利能力突出，是行业重要的扩表方向。当前国内居民跨境资产配置需求稳步增长，叠加港股IPO持续放量、跨境监管体系不断完善，券商国际业务空间持续打开，将不断为头部券商贡献增量利润。

整体而言，罗钻辉认为，当前券商板块经营景气度持续向好，行业二季度业绩预期高增，政策催化落地，资金因素趋于消退。板块在科创、财富、国际等多业务条线潜在催化，或在下半年迎来业绩、估值双升。结合当前市场环境及行业趋势，建议重点关注两条投资主线：一是估值偏低、受益于行业竞争格局优化、综合实力强的头部机构；二是估值性价比高、ROE改善逻辑明确的特色券商。

金融深一度

衍生品工具助养殖企业应对猪周期

本报记者 王宁

农业农村部最新数据显示，今年4月份全国生猪平均价格为10.07元/公斤，相较2024年同期的15.35元/公斤下降了34.40%。同时，大连商品交易所生猪期货主力合约LH2609当前价格为1.2万元/吨左右，相较2024年同期的1.8万元/吨下跌33.33%。

价格下行成为生猪企业当前最现实的风险。近期，《证券日报》记者实地走访武汉生猪企业发现，面对行业加速转型、需求结构变化、天气因素等多重挑战，生猪企业通过提升育种技术、加大智能化设备投入等方式，推动生产效率跃升。然而，技术升级带来的供给增加，进一步加剧了价格下行压力。不过，生猪企业历经多年实践，已经将期货、期权等衍生品作为应对价格波动、抵御风险的有效法宝。

猪周期悄然生变

在湖北金龙食品股份有限公司(简称“湖北金龙”)的智能化养殖场，《证券日报》记者发现，生猪养殖已彻底颠覆过去“脏、乱、臭”的传统刻板印象。

在这里，生猪住上了“智能公寓”，室内温度受控、可有效避免闷热等天气变化带来的应激影响。“智能公寓”还配备了专用电梯，生猪从配种、保育到育肥的全流程均可在此完成。整个系统实现了智能化、封闭式管理，几乎不用人为干预。而且，生猪的吃喝拉撒都被精准监控。“目前生猪投喂已实现电脑操作，每头猪每天的进水量、食量、体温等数据均可实时监控，一旦出现异常，系统会自动发出警报。”湖北金龙总经理雷晨对记者表示。

记者在现场看到，控制室的一面电子大屏幕上，实时滚动播放着智能化养殖场的画面。该安防系统可实现无死角监控，若有野兔、流浪狗等动物或未许可的人员闯入智能化养殖场，智能监控设备会立即发出警报。

这种数字化、智能化技术的渗透，不仅体现在安防环节，更延伸至育种、屠宰等产业链深处。其中，育种被视为突破产业瓶颈的“核心战场”。

此前，我国生猪产业部分高代

次种猪依赖进口，一定程度上推高养殖成本，也带来供应稳定性方面的挑战。为破解这一难题，湖北金龙等企业持续投入大量资源进行自主育种攻关，着力突破传统育种瓶颈。

“种猪是生猪产业的‘芯片’。”雷晨表示，经过持续技术攻关，公司培育的母猪每年可提供断奶仔猪数已超过30头，远超传统水平(24头至26头)。目前，湖北乃至全国范围内的生猪企业，正加速推进自主育种，从源头提升产业核心竞争力，打造具有自主知识产权的生猪“中国芯”。

湖北农发牧业科技有限公司(简称“湖北农发”)总经理丁维国对《证券日报》记者表示，当前，我国生猪产业正处于变革“深水区”，逐步进入“微利时代”。随着育种技术、智能化设备、防控技术等快速发展，生猪养殖的生产效率显著提升。

生产效率的提升，也在改变以往“两年涨、一年跌”的传统猪周期。记者了解到，过去生猪价格周期一般为3年至4年，高价位可持续一年多；而现阶段，生猪价格上行周期缩短、下行周期延长、波动幅度收窄。对此，业内已逐步形成共识：传统生猪价格周期正在被改变，单纯依靠价格反弹盈利的时代正在远去。

衍生品多维度发力

《证券日报》记者走访北京市海淀区部分生猪销售场所发现，当前生猪价格普遍在8元/斤左右，相较2024年同期的10元/斤下降了不少。一位生猪销售摊主告诉记者：“去年至今生猪价格算是比较便宜的，但销售量并没有多少起色，几乎不怎么赚钱。”

“在生猪价格下行过程中，生猪产业各环节普遍处于亏损状态，头部和中小型猪企都面临较大的经营压力。”中粮期货资深研究员关壹麟对《证券日报》记者表示。

面对这种局面，生猪企业经过多年实践，积极利用期货、期权等衍生品工具，对冲风险、稳定经营。

据介绍，湖北农发早在2024年便开始探索并运用期货、期权等衍生品工具，初期与永安期货旗下的永安资本合作，采用“远期一口价”模式锁定生猪销售价格。2024



图①湖北金龙的生猪产房
图②湖北农发工作人员在给仔猪打针治疗
图③湖北金龙旗下的智能化养殖场

年底，双方约定2025年以6.7元/斤的固定价格出售生猪，而当时的现货价仅为5.5元/斤。2025年全年，湖北农发通过该模式锁定了约30万头猪(总量约60万头)的售价，整体养殖板块盈利约6000万元，平均盈利约100元/头。“如果没有期货工具，仅下半年就可能亏损4000万元以上。”丁维国说。

浙江永安资本管理有限公司总经理孙佳表示，该公司与湖北农发深度合作，灵活运用期货与期权组合工具，为湖北农发量身定制单月一口价、跨期一口价及含权贸易等多元化方案，帮助企业前瞻性地锁定远期销售定价，精准锚定养殖利润。

湖北金龙自生猪期货上市之初便积极参与，并成为首批交割企业之一。不过，其运用衍生品工具的策略有所不同。“公司参与期货的动机除单纯套期保值外，也是希望通过期货市场验证自身对猪价走势的判断，提升中长期决策能力。”湖北金龙投融资总监袁中原告诉《证券日报》记者，公司每年仅进行几次期货操作，操作频率低、仓位控制严格。

“2024年9月份至2025年3月份，公司阶段性地对相关期货合约进行了做空操作，在期货市场获得了一定收益，对冲了现货价格下跌

风险。单次套期保值规模严格与现货规模匹配，单次投入金额控制在公司可承受范围内，确保不影响生产经营。”雷晨说。

对于资金实力有限的中小型养殖户而言，“保险+期货”模式是更优选择。雷晨告诉记者，“保险+期货”模式具有“本金小、风险低”的特点，湖北地方政府最高补贴保费80%，农户仅需承担20%左右的保费，公司曾连续两年参与“保险+期货”模式。雷晨认为，“保险+期货”是帮助中小型养殖户规避猪价下行风险的理想工具，应简化术语、降低理解门槛，让农户像买普通保险一样易懂易用。

自2021年生猪期货上市至今，历经多年发展，产业链各方对衍生品工具的认知与实操能力已实现质的飞跃。数据显示，目前国内出栏量达百万头的32家生猪养殖企业中，有24家参与过期货交易，交割或成为交割商；全市场已有3000余家产业客户参与生猪期货交易。

企业练就避险术

生猪企业运用衍生品工具的理念正在转变，并逐步将其纳入风险管理体系，推动内部决策机制和生产协同不断完善。

据了解，湖北农发已组建4人至5人的期货专项团队，明确将期货工具定位为“对冲风险的工具”。丁维国表示，公司计划将期货工具的应用范围扩展至供应链平台上的中小型养殖户，通过“公司+农户+金融工具”的组合模式，帮助中小型养殖户锁定利润、穿越周期。

银河期货生猪期货研究员陈界正对《证券日报》记者表示，近几年生猪企业在使用衍生品工具过程中，整体参与积极性大幅提高，很多企业在使用过程中逐步认识到期货工具在风险管理方面的价值，不再单纯追求期货头寸的收益。

“与过去相比，生猪企业在运用衍生品工具方面已经发生很多变化。”关壹麟表示，一是风险管理意识逐步提升，企业通过锁定合理的养殖和生产利润来转移下行周期的亏损；二是套期保值的理念逐步深入，企业从原来的预测涨跌投机心态，逐步向“看见+抓住”的理念转变，心态逐步走向成熟。

面对价格波动，衍生品工具的深度运用，使企业能够将不确定的价格风险转化为可管理的成本变量，从被动承受转向主动驾驭——这正是生猪企业穿越周期的“金钥匙”。

A股五大险企2025年拟现金分红合计约1024亿元

本报记者 杨笑寒

近日，中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险等A股五大上市险企的2025年中期派息陆续启动。据《证券日报》记者统计，五大险企2025年全年拟派发现金红利合计约1024亿元，同比增长约13%。

受访专家表示，上市险企分红水平提高，主要与资本市场收益回暖、企业盈利水平改善，以及预定利率下调、“报行合一”等因素推动负债成本下降有关。

具体来看，中国平安公告显示，每股派发现金红利1.75元(含税)，共计派发现金红利约316.88亿元。

叠加此前中国平安派发的172.02亿元中期股息，中国平安2025年全年累计分红达488.91亿元，较2024年增加27.17亿元。

中国太保公告显示，拟按每股1.15元(含税)进行2025年度现金股利分配，共计分配约110.63亿元，较2024年增加6.73亿元。

中国人寿公告显示，拟向全体股东派发2025年中期股息，每股股息0.618元(含税)，总计派发现金174.68亿元。叠加此前中国人寿派发的67.27亿元中期股息，中国人寿2025年全年累计分红达241.95亿元，较2024年增加58.23亿元。

中国人保公告显示，建议2025年末期每10股派发现金股利1.45

元(含税)，共计分配64.12亿元。加上已派发的中期股息每10股0.75元(含税)，中国人寿2025年全年股息为每10股2.20元(含税)，全年分配现金股利97.29亿元，较2024年股息增长22.2%，增加17.69亿元。

新华保险公告显示，拟向全体股东派发2025年末期现金红利每股2.06元(含税)，合计拟派发现金红利64.26亿元(含税)。2025年度现金分红(包括中期已分配的现金红利)总计85.16亿元(含税)，较2024年增加6.23亿元。

合计来看，A股五大上市险企2025年合计拟派发现金红利1023.94亿元，同比增长12.8%。从

进程来看，截至目前，中国平安已落地派息，中国太保分红方案已获股东大会通过，中国人寿、中国人保和新华保险的分红方案待股东大会审批。

对此，中国精算师协会创会会员徐彦琛对《证券日报》记者表示，上市险企2025年分红水平整体有所增长，主要得益于资本市场收益回暖以及监管机构对险企负债成本的持续调降，使得险企获得较高水平利润。对投资者来说，上市险企分红水平增长可以更好地回馈投资者；对上市险企来说，分红后的偿付能力仍能满足监管要求和未来发展需要，说明其资本较为充足。

年内216只公募基金宣布提前结束募集

本报记者 方凌晨

近日，多只基金宣布提前结束募集(简称“结募”)。

具体来看，交银盈享多资产6个月持有期混合(FOF)于今年6月1日开始募集，募集截止日由原定的6月23日提前至6月12日；新华中证科创创业50指数募集截止日由原定的6月18日提前至6月12日；渤海汇金鑫享债券发起、永赢润泽增强债券募集截止日由原定的8月14日和6月25日，均提前至6月12日。

Wind数据显示，截至6月14日(按公告日期计)，今年以来宣布提

前结募的公募基金已达216只，同比增长约29%。其中，被动指数型基金和偏股混合型基金数量居前，分别为71只、41只，在年内宣布提前结募的基金中占比分别为32.87%、18.98%。此外，宣布提前结募的公募FOF和二级债基数量也较多，分别为35只和32只。

前海开源基金首席经济学家、基金经理杨德龙对《证券日报》记者表示：“今年权益市场整体行情向好，带动投资者申购权益类基金积极性提高，被动指数型基金和偏股混合型基金作为配置股票较多的基金品类，是布局权益市场的重要配置工具，因此

提前结募的产品数量走高。”

“A股市场结构性行情走强，科技、高端制造等赛道受到关注，部分产品精准贴合热点，资金认购热情高涨。同时，部分基金经理人希望快速建仓以更好捕捉投资机会。”深圳市排排网基金销售有限公司公募产品经理朱润康对记者表示。

随着行业“重首发、轻持营”的观念逐渐改变，公募基金管理人不再片面追逐首发规模，相较于此前，目前新产品募集规模普遍较小。不过，偏股混合型基金今年平均募集规模有明显提升。Wind数据显示，今年偏股混合型基金平均募集

规模为9.22亿元，2022年至2025年的平均募集规模分别为6.17亿元、4.71亿元、2.73亿元、5.46亿元。

杨德龙分析称：“今年以来，权益市场呈现显著的结构性分化行情，偏股混合型基金作为主动权益类基金核心品类，依托基金经理灵活调仓、行业配置和个股选择的操作，能够较好捕捉细分赛道投资机会，整体业绩表现亮眼，带动相关产品募集规模提升。”

朱润康认为：“随着行情从普涨转向结构性机会，偏股混合型基金灵活调仓的优势凸显，能够更好地挖掘个股，获取超额收益，契合当下投资需

求；叠加部分绩优产品口碑发酵，投资者对基金管理人主动管理能力认可度提升，推动募资规模上行。”

数据显示，截至6月14日，年内已出现8只“翻倍基”，均为主动权益类基金，包括5只偏股混合型基金、2只灵活配置型基金和1只普通股股票型基金。

“新基金提前结募，从侧面反映出部分投资者认购意愿较强。但投资者在申购基金产品前仍需审慎评估，不应盲目跟风，应参照基金投资运作策略，结合自身风险承受能力、资金闲置期限等因素挑选适配产品，理性布局。”朱润康提示。