

中粮资本（002423.SZ）

依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同

2025 年 03 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2025/3/17
当前股价(元)	13.05
一年最高最低(元)	22.63/7.06
总市值(亿元)	300.69
流通市值(亿元)	300.69
总股本(亿股)	23.04
流通股本(亿股)	23.04
近 3 个月换手率(%)	120.56

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn
证书编号：S0790123070030

● 依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同

公司以中粮集团产业链为依托，保险+期货+信托”为主业的金融牌照齐全，央企股东背景有力支撑产融协同，人才激励和考核机制市场化，中长期盈利增长稳健。长远看，中英人寿在合资寿险公司中优势凸显，多元化渠道特色鲜明，负债端高质量转型下价值率大幅改善，投资业绩多年位居行业前列，中长期以“最佳合资寿险”为战略目标，中粮信托积极推进主动管理转型，中粮期货加强经纪业务境内外联动。我们测算公司 2024Q3 末权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%，其中 FVOCI/FVTPL/长股投分别 207/30/42 亿元，分别占比 17%/2.5%/3.5%，高股息资产贡献稳定股息回报，TPL 资产带来权益弹性。我们预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别为 12.7/14.0/15.2 亿元，分别同比+24%/+11%/+8%，对应 ROE 为 5.8%/5.5%/5.7%，对应 EPS 为 0.55/0.61/0.66 元，对应 PB 为 1.2/1.2/1.1，首次覆盖给予“买入”评级。

● “保险+期货+信托”为主业，构建四大金融业务矩阵版图

从 2019-2024H1 旗下三大子公司盈利平均贡献占比分别为中英人寿 47%、中粮信托 32%、中粮期货 15%，2020-2024H1 年化 ROE 分别为 13%、8%、7%。（1）中英人寿：负债端延续高质量增长态势，2024 年受益三大因素驱动 Margin 改善，NBV 实现同比高增，经代、个险、银保为三大主要保费贡献渠道，近年从传统增额终身寿向分红险产品积极转型。资产端业绩表现亮眼，近三年总投资率位居行业第二，2024 年受益股债双牛，公司总投资收益率和综合投资收益率达到 7.5%/15.6%。（2）中粮信托：2018 年以来积极拥抱主动管理转型，2024H1 达到 3895 亿元，较年初增长+29%，资产管理类标品固收产品为主要利润贡献，逐步拓展资产服务和公益慈善业务市场机遇。（3）中粮期货：加强经纪业务境内外联动，锚定优秀品种开展风险管理业务，落实产融结合，2024H1 净利润实现 1.34 亿，同比-15%，在 65%持股比例下位中粮资本贡献净利润占比 7%。

● 公司持续增配高股息资产，权益仓位高且长期盈利稳定

公司持续增配高股息资产，权益仓位较高且长期盈利稳定。2024Q3 末其他权益工具规模达到 207 亿，较年初同比+211%，占公司投资资产比重为 17%，预计交易性金融资产股票规模为 30 亿元，占比 2.5%，长期股权投资规模为 42 亿元，占比 3.5%，2024 年 Q3 末公司权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%。

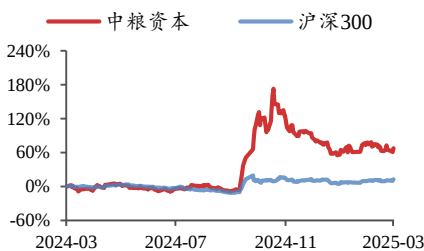
● 风险提示：资本市场波动风险；中长期利差损风险；公司战略落地不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,607	22,282	29,945	33,180	35,829
YOY(%)	-5.6	19.8	34.4	10.8	8.0
归母净利润(百万元)	597	1,021	1,268	1,405	1,517
YOY(%)	-56.5	71.0	24.2	10.8	8.0
毛利率(%)	5.4	8.4	8.4	8.4	8.4
净利率(%)	5.9	6.7	6.7	6.7	6.7
ROE(%)	3.3	5.4	5.8	5.5	5.7
EPS(摊薄/元)	0.26	0.44	0.55	0.61	0.66
P/E(倍)	50.4	29.5	23.7	21.4	19.8
P/B(倍)	1.6	1.5	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、公司概况：依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同.....	4
1.1、核心优势：产融结合、多元协同、市场化运作.....	4
1.2、战略布局：“保险+期货+信托”为主业，构建四大金融业务矩阵版图	7
2、中英人寿：多元渠道和投资能力亮眼，剑指最佳合资寿险.....	9
2.1、负债端：多元化渠道特色鲜明，产品策略向分红型转型.....	9
2.2、资产端：投资业绩位居行业前列，中长期重视久期匹配.....	13
3、中粮信托：深耕产业金融，加速主动管理和财富管理转型.....	17
3.1、信托业务：信托 AUM 稳步增长，标品固收为主要盈利贡献	18
3.2、固有业务：资产配置逐步稳健，以固收和高股息资产为主.....	21
4、中粮期货：加强经纪境内外联动，打造风险管理业务特色.....	22
4.1、行业地位：连续十年评级“AA”，盈利能力位居行业前列	22
4.2、业务版图：夯实经纪内外联动、打造特色风管、建立资管生态链	24
5、盈利预测与投资建议	26
5.1、核心假设及盈利预测	26
5.2、投资建议	28
6、风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 公司旗下持有保险、期货、信托、投资、金融科技等多元金融牌照（截至 2024H1）	5
图 2： 2024 前三季总营收同比+17%.....	8
图 3： 2024 前三季归母净利润同比+35%.....	8
图 4： 保险、信托、期货是公司主要的盈利贡献来源.....	9
图 5： 保险、信托两家公司的 ROE 表现较好.....	9
图 6： 中英人寿近 6 年净利润 CAGR 为+8%.....	9
图 7： 中英人寿近 5 年对公司利润平均贡献超 40%	9
图 8： 中英人寿近 6 年规模保费 CAGR 为+17%.....	10
图 9： 受报行合一影响下 2024H1 新单同比下滑.....	10
图 10： 中英人寿 2024 年规模保费占市场总保费规模比重为 0.5%	10
图 11： 中英人寿新业务价值呈现提升趋势.....	11
图 12： 中英人寿新业务价值率保持提升	11
图 13： 中英人寿保费渠道贡献排序为经代、个险、银保.....	11
图 14： 中英人寿近年传统险占比提升	12
图 15： 2022 年以来中英人寿保单继续率持续提升.....	12
图 16： 2024 年中英人寿趸交保费占比提升.....	12
图 17： 2024 年中英人寿总投资收益率 7.5%	14
图 18： 2024 年中英人寿综合投资收益率 15.6%	14
图 19： 近年中英人寿资产负债久期差开始扩大.....	15
图 20： 2024Q3 末中英人寿内含价值较年初+54%.....	16
图 21： 2023 年启用偿二代体系下偿付能力仍保持相对稳定.....	16
图 22： 2018 年以来中粮信托利润稳步增长.....	17

图 23: 2019-2023 年中粮信托利润贡献稳步提升	17
图 24: 2018 年以来中粮信托营收稳定增长, 手续费收入为主要收入贡献	17
图 25: 资产结构中, 信托/自营资产分别占比 97%/3%	18
图 26: 公司信托 AUM 逐年稳步提升	18
图 27: 中粮信托主动管理型信托资产规模持续提升	18
图 28: 2023 年中粮信托集合类占比提升	19
图 29: 2024H1 中粮信托资管/资服分别 1010/1990 亿元	19
图 30: 中粮信托 AUM 中交易性金融资产占比提升	19
图 31: 中粮信托 AUM 中标品投资占比提升	19
图 32: 中粮信托的已结束产品投资收益率有所下降	20
图 33: 中粮信托的已结束主动管理类产品的投资收益率有所分化	20
图 34: 中粮信托净资本/风险资本比例提升	20
图 35: 中粮信托净资本/净资产占比提升	20
图 36: 2023 年中粮信托固有资产中其他权益工具占比提升至 11%	21
图 37: 中粮信托固有资产亿金融机构和其他资产为主	21
图 38: 固有业务投资收益率波动相对较大	21
图 39: 2024H1 中粮期货净利润同比-15%	22
图 40: 中粮期货 2019-2023 利润贡献平均值约 15%	22
图 41: 2024H1 手续费收入和投资业务收入占比提升	22
图 42: 2023 年中粮期货净资产规模排名第 15	23
图 43: 2023 年中粮期货净利润规模排名第 15	23
图 44: 2023 年中粮期货 ROE 排名第 19	23
图 45: 2019 年以来中粮期货经纪业务成交量长趋势保持提升	24
图 46: 2024 年中信期货成交量占全行业市占率为 0.8%	24
图 47: 2023 以来期货资管 AUM 有所下降	25
图 48: 期货资管主动管理规模占比有所提升	25
图 49: 期货资管资产配置中固收占比提升	25
图 50: 期货资管资产配置以集合类为主	25
图 51: 公司历年牛市下涨幅较好, 2022 年以来弹性强于券商	30
表 1: 中粮资本以中粮集团农粮产品链为依托, 致力于打造“为服务民生为特色的综合金融平台”	4
表 2: 2024H1 末中粮集团为公司第一大控股股东	5
表 3: 公司管理层团队的业务经验丰富	6
表 4: 中粮资本旗下五大子公司打造四大金融业务版图	7
表 5: 中英人寿债券配置占比大幅提升, 权益仓位有所波动	13
表 6: 2024 年中英人寿总投资收益率位居行业第二	14
表 7: 2024 年中英人寿综合投资收益率位居行业第 3	14
表 8: 中粮期货连续十年评选为 AA 级期货公司	23
表 9: 期货公司风险管理业务主要在基差贸易、场外衍生品、做市业务方面	25
表 10: 中粮期货打造核心竞争力的主要方向在夯实经纪业务、打造特色风管业务、建立资管业务生态链	26
表 11: 预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别同比+34%/+11%/+8%	26
表 12: 我们采用分部估值法合计市值对应公司 2024E PB 为 1.61 倍	27
表 13: 公司 PB 估值略高于可比公司	28
表 14: 我们估计 2024Q3 末公司权益类资产规模约 279 亿元, 占总投资资产的 23%	29

1、公司概况：依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同

1.1、核心优势：产融结合、多元协同、市场化运作

背靠中粮集团的综合金融平台，“产融结合、多元协同、市场化运作”特色鲜明。二股东减持。中粮资本是中粮集团旗下金融控股公司,2019 年借壳中原特钢完成上市，以中粮集团农粮产品链为依托，致力于打造“为服务民生为特色的综合金融平台”。公司核心优势在于：（1）多元金融牌照综合协同服务能力，旗下已构建“寿险+期货+信托”为主力的金融业务牌照，以“产业基金+金融科技+境外业务”为有益补充的综合金融服务体系；（2）市场化的人才选聘和考核机制，坚持市场化的运营理念，建立完善的激励约束和考核评价机制。（3）扎根产业的产融结合能力，积极推动金融服务实体经济走深落实。

表1：中粮资本以中粮集团农粮产品链为依托，致力于打造“为服务民生为特色的综合金融平台”

发展阶段	时间	事件
早期布局阶段 (1996-2014)	1996 年	中粮资本最早的成员公司中粮期货成立，标志着中粮集团在金融领域的初步涉足。
	1997 年	中粮明诚投资咨询有限公司（中粮资本投资有限公司的前身）在深圳成立。
	2003 年	中粮资本与英国英杰华集团合资成立中英人寿，正式进军保险领域。
	2009 年	中粮资本与加拿大蒙特利尔银行、中粮财务有限公司合资设立中粮信托；同年 12 月，中粮资本参与重组龙江银行股份有限公司，持股 20%。
整合与上市阶段 (2015-2019)	2015 年	中粮集团对旗下金融业务进行内部整合，成立中粮资本投资有限公司，为独立上市奠定基础。
	2016 年	中粮集团被国资委列为国有资本投资公司试点，推动企业改革。
	2017 年 2 月	中粮资本获批成为国家发改委第二批混改试点企业。
	2017 年 8 月	中粮资本引入弘毅、温氏、首农等战略投资者，完成混合所有制改革。
	2018 年 4 月	兵装集团所持中原特钢 67.42%股份无偿划转至中粮集团。
	2019 年 1 月	中粮资本通过对中原特钢实施重大资产重组，成功获得中国证监会核准。
	2019 年 3 月	中粮资本管理层进驻中原特钢。
	2019 年 9 月	中原特钢股份有限公司更名为中粮资本控股股份有限公司。
发展与创新阶段 (2020 年至今)	2019 年 10 月	公司股票简称变更为“中粮资本”，股票代码为 002423。
	2020 年 11 月	中粮资本科技有限责任公司成立。
	2022 年 8 月	中粮资本“粮小财”会员生态平台上线。
	2024 年 8 月	中粮信托乡村振兴基金会成立，实现“慈善信托+基金会”双向赋能

资料来源：中粮资本官网、公司公告、Wind、开源证券研究所

中粮集团是第一大控股股东，近期第二大股东弘毅弘量减持后持股低于 5%。中粮集团为公司第一大控股股东,截至 2024 年中报持股 14.47 亿股,占总股本比重 62.78%。第二大股东为战略投资者弘毅弘量股权投资基金合伙企业，持股 1.47 亿股，占比 6.36%。2024 年 9 月 27 日，中粮资本披露弘毅弘量的减持计划，计划自公告披露之日起 15 个交易日后的三个月内（即 2024 年 10 月 25 日至 2025 年 1 月 22 日），通过集中竞价和大宗交易方式合计减持公司股份不超过 6912 万股，占公司总股本的 3.00%，截至 2025 年 1 月 22 日，弘毅弘量累计减持 3145 万股，减持后持有公司股份 1.15 亿股，不再是公司持股 5%以上的股东。

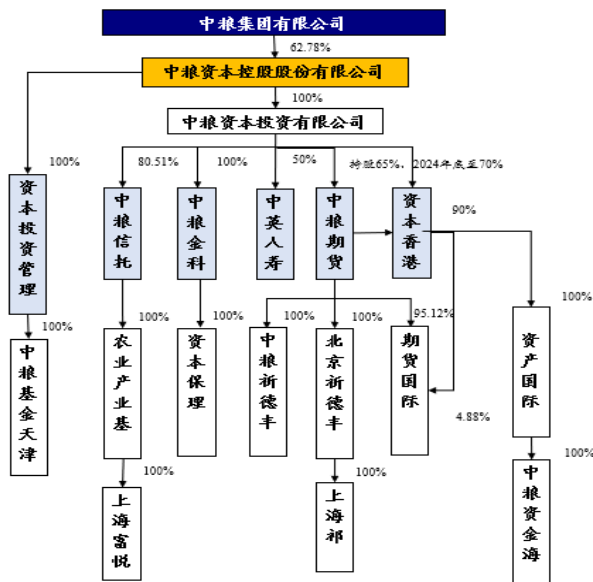
表2：2024H1 末中粮集团为公司第一大控股股东

序号	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	中粮集团有限公司	14.47	62.78
2	弘毅弘量(深圳)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.47	6.36
3	北京首农食品集团有限公司	0.90	3.93
4	上海国际集团资产管理有限公司	0.70	3.04
5	香港中央结算有限公司	0.12	0.52
6	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	0.11	0.49
7	中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	0.11	0.46
8	南方基金汇诚共赢 1 号单一资产管理计划	0.09	0.41
9	南方基金汇诚共赢 2 号单一资产管理计划	0.09	0.41
10	兴业国信资产管理有限公司-宁波梅山保税港区雾繁投资管理合伙企业(有限合伙)	0.08	0.36
	合 计	18.15	78.76

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司旗下持有保险、期货、信托、投资、金融科技等多元金融牌照。截至 2024H1 上市公司通过全资子公司“中粮资本投资有限公司”持股多家金融子公司，其中中英人寿持股 50%、中粮信托持股 80.51%、中粮期货持股 65%（2024 年底增资后为 70.4230%）、龙江银行持股 20%、资本投资管理有限公司 100%，构建了以“寿险+期货+信托”为主力的金融业务牌照，发挥公司业务协同中心的引领与纽带作用，逐步形成“财富管理+资产管理+供应链管理+风险管理”的跨牌照协作模式。

图1：公司旗下持有保险、期货、信托、投资、金融科技等多元金融牌照（截至 2024H1）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司管理层与股东关联紧密，金融行业各细分领域的管理经验丰富。孙彦敏董事长兼任公司总经理，同时也是子公司中英人寿保险公司的董事长，曾任职中粮集团有限公司财务部总监。公司多位管理层大多曾任职中粮集团旗下重点公司，与股东关

联紧密，同时对资本业务管理经验丰富。

表3：公司管理层团队的业务经验丰富

姓名	本公司职位	履历
孙彦敏	董事长、总经理	1966 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士研究生学历。曾任香港鹏利集团中国食品有限公司副总经理、中粮国际（北京）有限公司财务部总经理、中国粮油食品进出口（集团）有限公司财务公司总经理、中国粮油食品进出口（集团）有限公司财务部副总监、中粮集团有限公司财务部总监。
李德罡	公司董事、副总经理、财务负责人、CFO	1972 年出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。曾任中国粮油食品进出口（集团）有限公司财务部资金管理部助理、中粮财务有限责任公司投资部主管、总经理助理、副总经理、常务副总经理、总经理。现任本公司董事、副总经理、财务负责人等职务。
孙昌宇	公司董事	1970 年出生，中国国籍，无境外居留权，博士研究生学历。曾任中国建设银行海南省分行科技部总经理助理（期间挂职锻炼任建设银行海南省陵水县支行副行长）、北京通鉴防伪科技有限公司总经理、中国人寿保险股份有限公司投资管理部人民币投资管理处、项目管理处处长。现任本公司董事，弘毅投资管理（天津）（有限合伙）董事总经理、PE 业务指导委员会成员等职务。
葛长风	驻派董事	1979 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士研究生学历，高级会计师。曾任北京华都肉鸡公司财务管理部部长。现任本公司董事、北京首农食品集团有限公司财务管理部副部长等职务。
张新民	独立董事	1962 年出生，中国国籍，无境外居留权，博士研究生学历，国务院政府特殊津贴获得者，资深英国特许公认会计师、资深澳洲注册会计师、资深中国香港注册会计师。曾任对外经济贸易大学国际商学院院长、对外经济贸易大学党委常委、副校长。现任对外经济贸易大学教授、博士生导师，国务院学位委员会工商管理学科评议组成员，国际管理会计教育联盟理事长，中国商业会计学会副会长，中国会计学会常务理事，京东方科技集团股份有限公司、五矿发展股份有限公司独立董事等职务。
钱卫	独立董事	1963 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士研究生学历，高级经济师。曾任中国银行沈阳信托咨询公司上海证券业务部总经理、中国银行沈阳市铁西区支行行长、中国东方信托咨询公司投行部总经理、助理总经理、中国银行投资管理部副总经理、中银国际证券有限责任公司董事总经理、副执行总裁、中银国际证券有限责任公司总经理、董事长。现任本公司独立董事、绿丝路股权投资管理有限公司董事长兼总经理、上海复旦科技园创业投资有限公司董事兼总经理、上海复旦复华科技股份有限公司董事、东莞银行股份有限公司独立董事、上海华岭集成电路技术股份有限公司总经理等职务。
胡小雷	独立董事	1971 年出生，中国国籍，无境外居留权，MBA，中国注册会计师。曾任生命人寿保险股份有限公司办公室助理主任、团险本部负责人，复星保德信人寿保险有限公司助理总经理，复星集团海外保险部执行总经理，旭辉集团股份有限公司海外保险投资总裁等。现任本公司独立董事、厦门银行股份有限公司监事等职务。
姜正华	副总经理、董事会秘书	姜正华女士，1975 年出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。曾任中国水利水电二局人力资源部科员、中伦律师事务所律师、中粮集团法律部高级法律顾问、中粮集团战略部高级投资专员、中粮集团战略部并购部总经理助理、副总经理。现任本公司副总经理、董事会秘书等职务。
蹇侠	总法律顾问、副总经理	蹇侠先生，1969 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士研究生学历。曾任中粮集团法律部诉讼与知识产权部总经理、法律部合同与公司法部总经理、中粮集团酒店事

姓名	本公司职位	履历
		业部副总经理、中粮集团办公厅培训中心总经理、人力资源部培训部总经理、办公厅副主任、深圳前海发展有限公司总经理、中粮资本投资有限公司总法律顾问，并于2018年5月至2020年6月期间挂职江西省九江市委常委、副市长。现任本公司总法律顾问等职务。
田涛	总经理助理	1971年出生，中国国籍，无境外居留权，EMBA。曾任中粮金融资本公司董事、总经理、中粮财务有限责任公司副总经理、中良财务有限公司董事、总经理、中粮集团有限公司财务部资金管理部副总经理。现任本公司总经理助理、中粮资本（香港）有限公司首席执行官等职务。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、战略布局：“保险+期货+信托”为主业，构建四大金融业务矩阵版图

以“保险+期货+信托”为主业逐步形成四大金融业务矩阵版图。公司旗下中英人寿、中粮信托、中粮期货、中粮产业基金、中粮资本科技等五大子公司，依托公司业务协同中心的引领，逐步形成“财富管理+资产管理+供应链管理+风险管理”的跨牌照协作模式。

表4：中粮资本旗下五大子公司打造四大金融业务版图

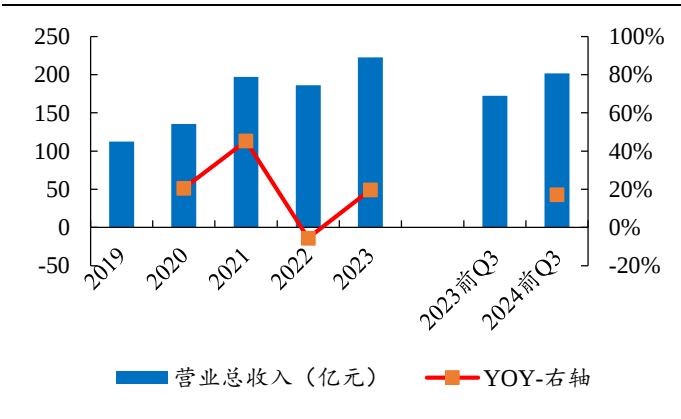
服务体系	参与公司	主要业务	协同模式
财富管理服务体系	中英人寿；中粮信托	1.财富管理顾问：定制信托特色的财富管理方案； 财富管理：中英人寿的保险保障产品；中粮信托的现金管理类、固收纯债类、“固收+”类、权益投资类、慈善信托、供应链金融类产品； 2.家族财富传承：中粮信托推出“厚德”家办品牌、“方禾”家庭服务信托品牌，打造“服务+”、“配置+”和“账户+”三大功能，从财富的“积累”、“运用”、“守护”到“传承”，全方位呵护每个家庭的财富全生命周期。	保险金信托基于家族信托的本源功能，融合了保险的稳定性与信托的独立性，为高净值客户提供了路径明确的财富传承方式
资产管理服务体系	中粮信托、中粮期货、中粮产业基金	1.信托资产管理：资产管理信托和资产服务信托两类业务 2.期货资产管理：目前中粮期货资管已成功发行粮鑫、良运、良时 FOF、良启、良辰等系列主动管理产品，已经形成了完整的“CTA、固收+（CTA、场外衍生品）、固收、FOF”产品线，打造具有中粮特色的期货资管品牌。 3.农业产业基金：中粮产业基金长期深耕农粮食品消费细分行，重点投向我国现代农粮食品各细分赛道中具备规模及前沿技术优势的优质企业。	中粮信托、中粮期货和中粮产业基金通过业务协同、客户资源共享、品牌与市场协同以及技术与数据协同，共同为客户提供全面的金融服务，推动农业产业的发展。
风险管理服务体系	中粮期货、中粮期货（国际）	1.期货经纪服务：中粮期货、中粮期货（国际）通过境内外期货市场，为产业客户、机构客户、个人客户提供交易和咨询两大类期货经纪服务。 2.大宗商品及权益风险管理：中粮资本旗下风险管理子公司，以服务产业链中小企业为核心，聚焦大宗商品现货和场外衍生品服务。	中粮期货和中粮资本旗下风险管理子公司通过协同合作，为客户提供涵盖交易、咨询、风险管理和财富管理等多方位的金融服务，助力产业链中小企业发展，推动农业现代化和乡村振兴。
供应链金融服务体系	中粮信托和中粮资本	1.信托类：中粮信托供应链金融业务历经10年的探索和积累，	中粮信托、中粮资本科技和

服务体系	参与公司	主要业务	协同模式
系	本科技	以经销商预付款融资、应收账款转让、仓单质押、种植贷为主 2.金融科技：中粮资本科技依托中粮专业化公司上下游客商交 易，自主研发升悦等系统，协同金融机构，搭建供应链金融服 务平台，解决中粮集团产业链上游供应商和下游客户经销商的 融资难题，以融促产。同时，依托中粮农粮行业经验，开发并 维护了粮食监管、智慧产业园区等系统，向外部农粮企业输出 业务管理模式和科技产品。	中粮集团通过供应链金融 业务和金融科技平台的协 同合作，为中粮集团产业 链上下游企业提供融资、风 险管理和科技支持等综合金 融服务，助力农粮食品产业 链的发展。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

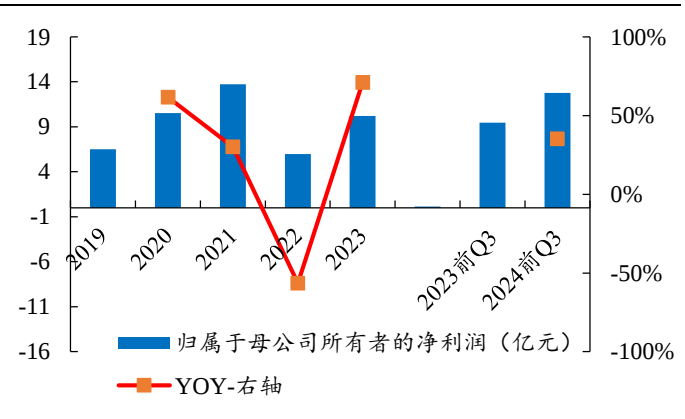
中英人寿长期盈利能力稳健，2024 前三季归母净利润同比+35%受益保险、信托、资本业务投资端大幅改善。公司 2019 年上市以来盈利能力稳健增长，2019 年至 2023 年营业收入和归母净利润 CAGR 达到+19%和+12%。2022 年主要受资本市场下跌影响，投资收益承压，同时寿险面临转型压力，信托业务部分项目计提减值造成。2024 年沪深 300 上涨 15%，股市上行带动中粮资本旗下中英人寿、中粮信托、中粮资本投资的权益类资产公允价值大幅上涨，投资收益显著增长，长端利率下行带固收资产浮盈兑现。

图2：2024 前三季总营收同比+17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

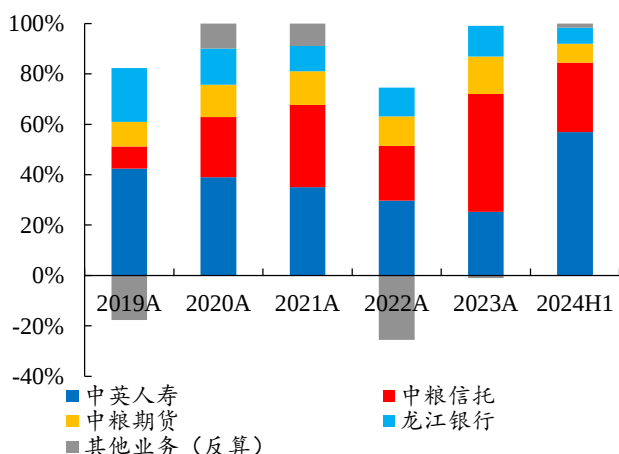
图3：2024 前三季归母净利润同比+35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

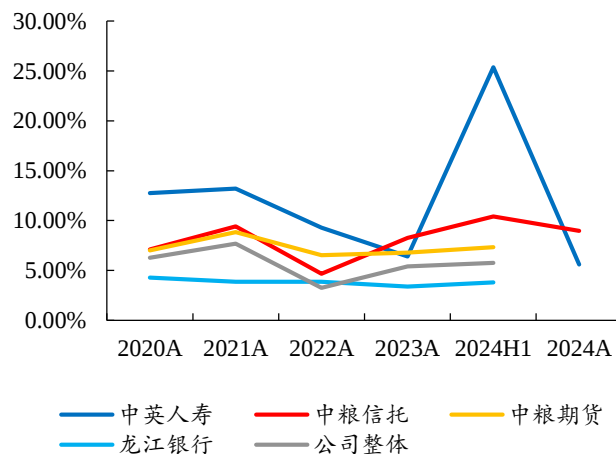
近 6 年保险、信托、期货为三大板块贡献利润超 90%。我们测算从 2019-2024H1 旗下三大子公司盈利平均贡献占比分别为中英人寿 47%、中粮信托 32%、中粮期货 15%，2020 年-2024H1 年化 ROE 分别为 13.4%、8.0%、7.3%，公司整体 ROE 平均值为 5.7%，寿险和信托业务 ROE 较公司整体明显较高。中英人寿和中粮信托利润体量相对较大，但是持股比例分别为 50%/80.51%，近年两家公司的经营情况差异下利润贡献排序也有差别。

图4：保险、信托、期货是公司主要的盈利贡献来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：保险、信托两家公司的 ROE 表现较好



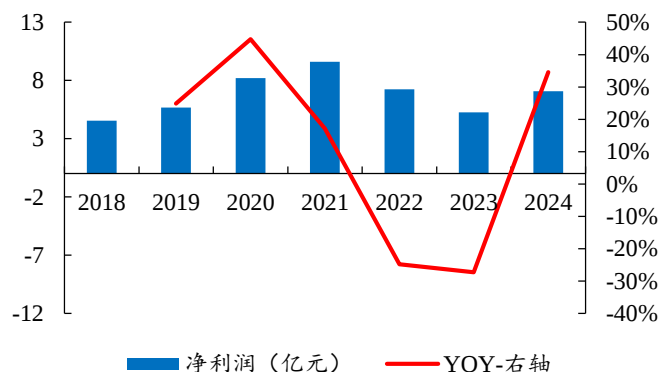
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中英人寿与中粮信托 2024 年 ROE 取自己披露的未经审计财务报告

2、中英人寿：多元渠道和投资能力亮眼，剑指最佳合资寿险

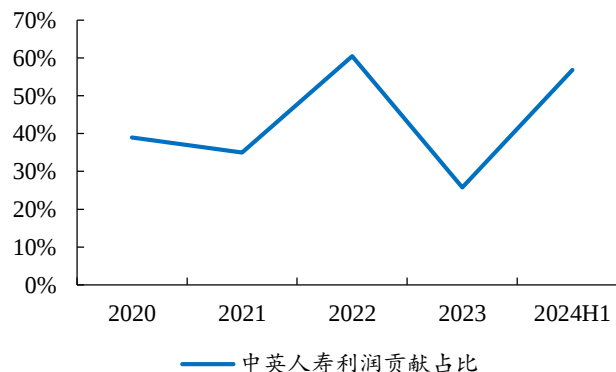
中英人寿致力于成为最佳合资寿险公司，平均利润贡献超 40%。中英人寿为中粮资本与英国英杰华集团分别持股 50%建立的中外合资寿险公司，主要利润贡献子公司，公司董事长及总经理孙彦敏先生兼任中英人寿董事长凸显重要战略地位，其核心优势在于个险、银保、经代渠道的多元化布局，以及总部赋能的优质投资能力，多年投资业绩位居行业前列，保费规模在中外合资寿险公司中位居前列。

图6：中英人寿近 6 年净利润 CAGR 为+8%



数据来源：Wind、中英人寿公告、开源证券研究所

图7：中英人寿近 5 年对公司利润平均贡献超 40%



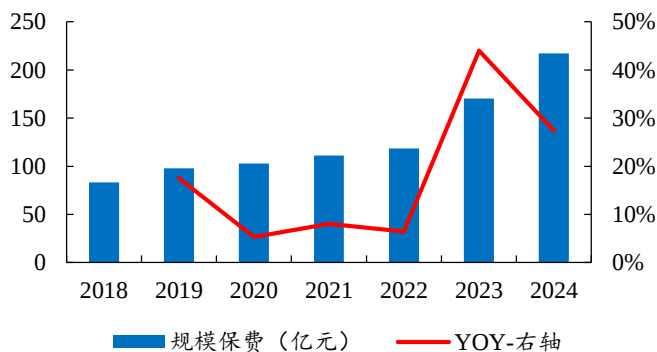
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、负债端：多元化渠道特色鲜明，产品策略向分红型转型

保费：负债端持续推进高质量转型，新单保费保持长期稳健增长。（1）规模保费：保持稳健增长，6 年复合增速达+17%，2024 年规模保费 217 亿，同比+27%，在合资寿险公司中表现亮眼；（2）新单保费：2021 年代理人持续深化改革，2021-2023 年

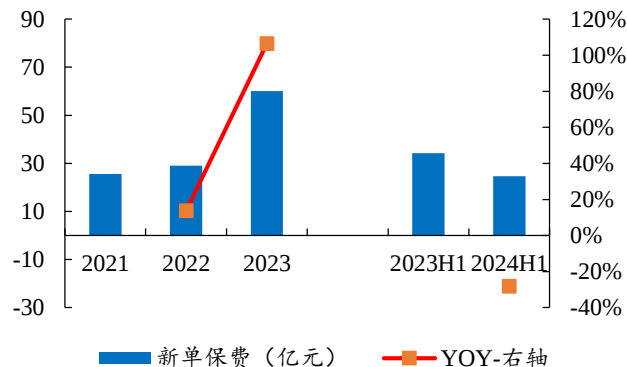
CAGR 达到+53%, 2023 年新单保费同比+106%, 主要受益低基数下储蓄型需求旺盛, 个险、银保、经代渠道发力带动新单增长, 2024H1 实现 24.6 亿元, 同比-28%主因银保和经代渠道“报行合一”下趸交业务收窄, 但价值率大幅提升。

图8: 中英人寿近 6 年规模保费 CAGR 为+17%



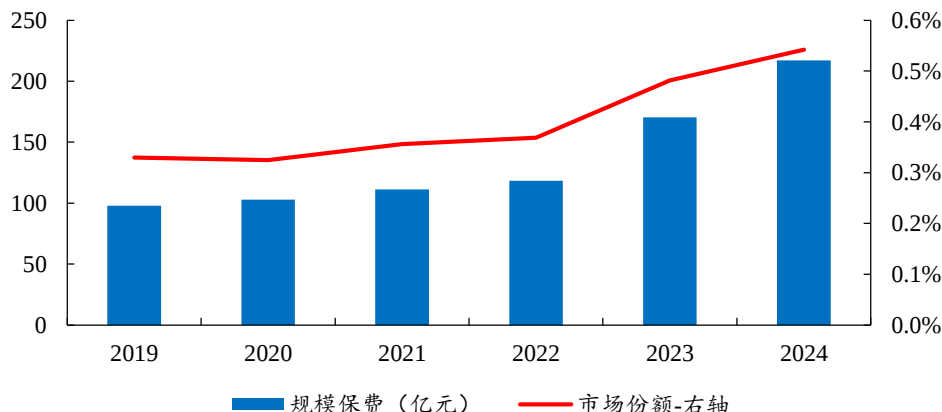
数据来源: 中英人寿公告、开源证券研究所

图9: 受报行合一影响下 2024H1 新单同比下滑



数据来源: 中英人寿公告、开源证券研究所

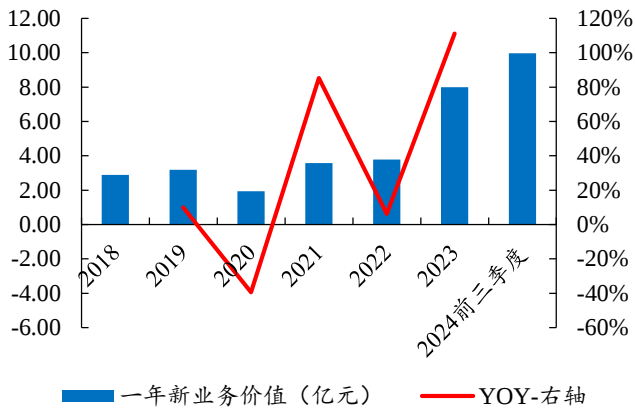
图10: 中英人寿 2024 年规模保费占市场总保费规模比重为 0.5%



数据来源: 中英人寿公告、开源证券研究所

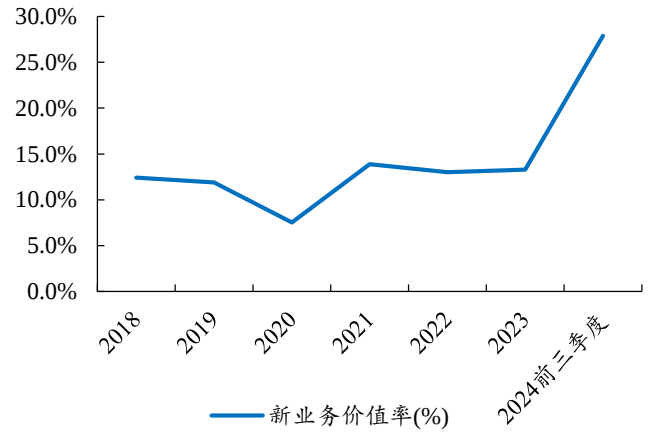
价值: 中英人寿 NBV 保持稳增增长, 2024 年受益三大因素催化价值率大幅提升。 2018-2023 年NBV CAGR 达到+23%, 多元渠道的持续发力下带动新单业务稳健增长, 2024 年受益“报行合一”改善费差益、预定利率下调优化负债成本、优化期缴结构三大因素下, 新业务价值率大幅提升, 驱动 2024 年 NBV 预计大幅提升。

图11：中英人寿新业务价值呈现提升趋势



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

图12：中英人寿新业务价值率保持提升



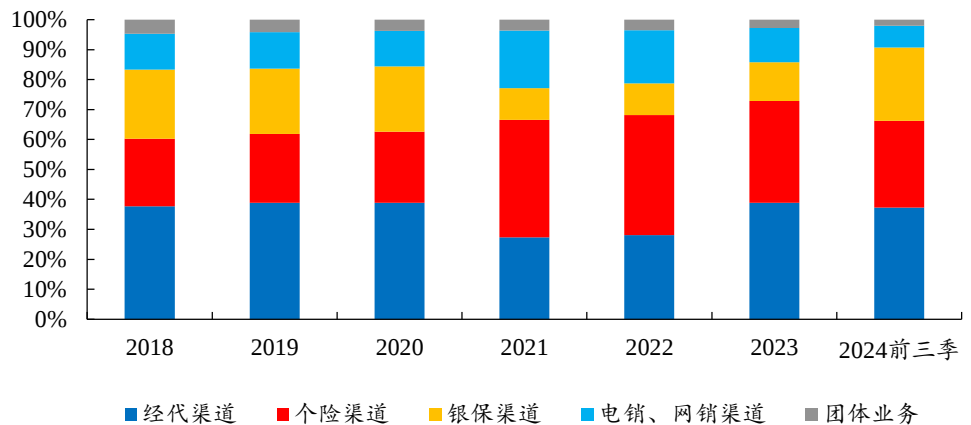
数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

注：新业务价值率口径为信用评级报告披露，一年新业务价值/首年新单保费*100%

渠道结构：经代、个险、银保、共同发力，2024 前三季保费占比 37%/29%/24%。

(1) 个险渠道：聚焦绩优队伍和产能提升，截至 2023 年末，代理人数为 7719 人，同比+9.6%。个险渠道月人均首年保费同比增长+35%至 17,738 元；**(2) 银保渠道：**依托集团资源，与中信银行和兴业银行建立紧密联系，截至 2023 年末合作签约网点 822 个，月均活动网点 248 个，报行合一之下 Margin 大幅改善，银行 1+3 合作放开后利于网点持续拓展；**(3) 经代渠道：**持续加强与明亚等头部经代公司合作力度，定制渠道专属产品，2025 年重点发力产品转型分红险。

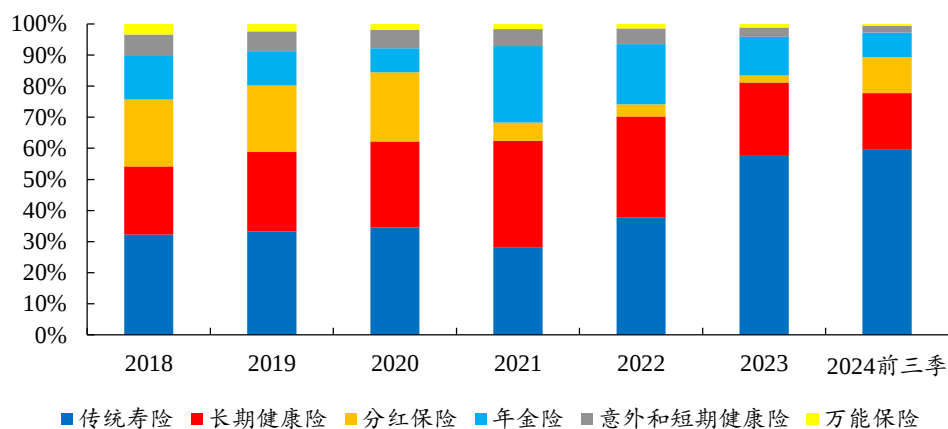
图13：中英人寿保费渠道贡献排序为经代、个险、银保



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

险种结构：2023 年加大增额终身寿销售力度，2024 年以来产品策略积极转型分红险。从产品结构来看，2023 年推动价值转型，加大增额终身寿险等产品的销售力度，推动传统寿险保费贡献度快速提升，传统寿险为中英人寿第一大险种。此外，中英人寿适度发展分红险和万能险业务但总体规模仍较小。2024 年 1-9 月，加速推进业务结构升级，夯实复杂产品销售能力，分红产品年化新单保费占比迅速提升，前三季度传统寿险和分红险保费贡献度均有所上升。

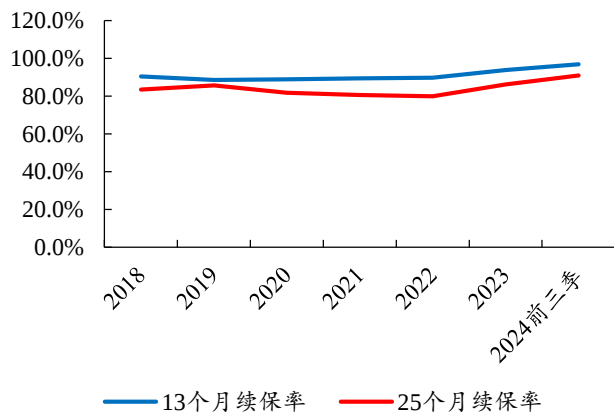
图14：中英人寿近年传统险占比提升



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

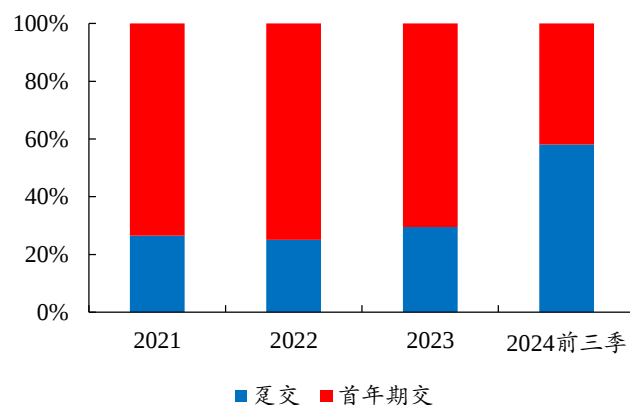
保单质量：保单继续率持续提升，期缴结构不断优化。近年来以长期期交业务为重点，期交保费占比保持较高水平，同时为了维系渠道关系适度增加趸交产品供给。2024年1-9月，受客户需求变化影响，趸交业务占比快速上升，首年期交业务占比有所下降。

图15：2022年以来中英人寿保单继续率持续提升



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

图16：2024年中英人寿趸交保费占比提升



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

2.2、资产端：投资业绩位居行业前列，中长期重视久期匹配

优化赋能型投资策略，投资收益率长期表现较优。投资资产规模持续增长，2023 年末达到 764 亿元。资产配置风格相对稳健，固定收益类投资资产为主要配置对象，加大长久期债券配置力度，优化资产负债久期匹配，并结合市场研判适度调整权益类投资资产配置仓位。建立了“投资红绿灯风险指标管理体系”，覆盖各大类投资风险监测指标和预警阈值，确保投资风险始终处于可控水平范围之内。优化赋能型投资策略，满足负债驱动型投资的绝对收益要求下，逐步构建保险大资管能力。2023 年公司加大长久期利率债等固收类资产的配置力度，权益类资产受股票市场下行影响适度减少仓位，同时优化调整权益资产内部结构，增加了分红策略的股票占比。预计 2024 年资本市场上行背景下，公司持续提升权益配置比例，增加分红高股息资产，提升 OCI 科目占比。

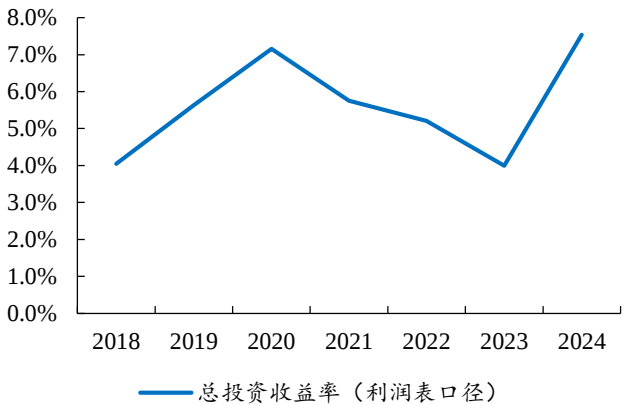
表5：中英人寿债券配置占比大幅提升，权益仓位有所波动

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
固定收益类	74.0%	66.4%	65.3%	64.2%	66.2%	71.7%
债券投资	35.7%	32.6%	38.7%	42.3%	46.4%	59.4%
定期存款	4.6%	1.6%	1.2%	0.4%	0.4%	0.0%
债权计划	25.2%	23.3%	16.9%	12.3%	6.9%	4.5%
债券型基金	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	4.5%	0.7%
其他固定收益投资	8.5%	8.9%	8.4%	8.3%	8.1%	7.1%
权益投资类	11.1%	16.3%	16.0%	23.8%	25.9%	17.2%
股票型基金及混合型基金	2.9%	4.8%	4.0%	3.3%	4.7%	1.3%
股票投资	1.8%	1.4%	3.6%	4.7%	7.0%	5.2%
股权型私募基金及股权计划	5.3%	6.5%	5.5%	5.0%	3.9%	3.8%
长期股权投资	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他权益类投资	0.7%	3.2%	2.5%	10.4%	9.9%	6.5%
其他金融资产投资	12.3%	15.5%	18.1%	10.9%	7.3%	9.7%
信托计划	7.1%	11.5%	11.1%	8.2%	5.2%	5.2%
资产管理产品	3.0%	2.1%	6.4%	2.6%	2.0%	4.4%
其他	2.1%	1.9%	0.7%	0.0%	0.1%	0.0%
衍生金融工具	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资性房地产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金、现金等价物及其他	2.6%	1.9%	0.7%	1.1%	0.7%	1.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

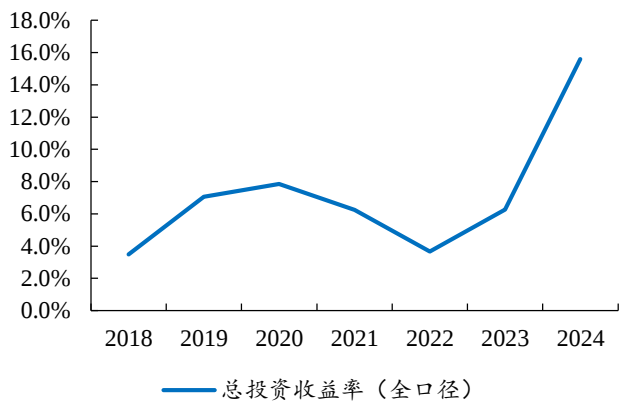
投资能力表现亮眼，近三年总投资收益率位居行业第二。2018-2024 年平均总投资收益率/综合投资收益率达到 5.6%/7.2%，投资业绩较同业明显较高，2024 年受益股债双牛，公司把握配置机会，总投资收益率和综合投资收益率大幅提升。

图17：2024 年中英人寿总投资收益率 7.5%



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

图18：2024 年中英人寿综合投资收益率 15.6%



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

注：总投资收益（利润表）+以后将重分类进损益的其他综合收益（税前）

表6：2024 年中英人寿总投资收益率位居行业第二

排序	公司	2022	2023	2024	三年平均值
1	小康人寿	4.94%	3.28%	8.86%	5.69%
2	中英人寿	5.36%	3.79%	7.54%	5.56%
3	复星联合	5.40%	3.68%	6.54%	5.21%
4	长生人寿	4.35%	4.51%	6.27%	5.04%
5	恒安标准	4.31%	5.43%	6.14%	5.29%
6	中荷人寿	5.02%	4.76%	5.72%	5.17%
7	幸福人寿	4.63%	4.20%	5.49%	4.77%
8	招商仁和	2.14%	4.63%	5.47%	4.08%
9	陆家嘴国泰	4.77%	5.01%	5.32%	5.03%
10	中银三星	5.07%	3.26%	5.27%	4.53%
11	国富人寿	5.34%	5.16%	5.23%	5.24%
12	中韩人寿	2.05%	0.03%	5.23%	2.44%
13	北京人寿	3.80%	4.01%	5.16%	4.32%
14	利安人寿	1.49%	4.93%	5.10%	3.84%
15	东吴人寿	6.44%	0.57%	5.05%	4.02%

数据来源：裕保云服公众号、开源证券研究所

表7：2024 年中英人寿综合投资收益率位居行业第 3

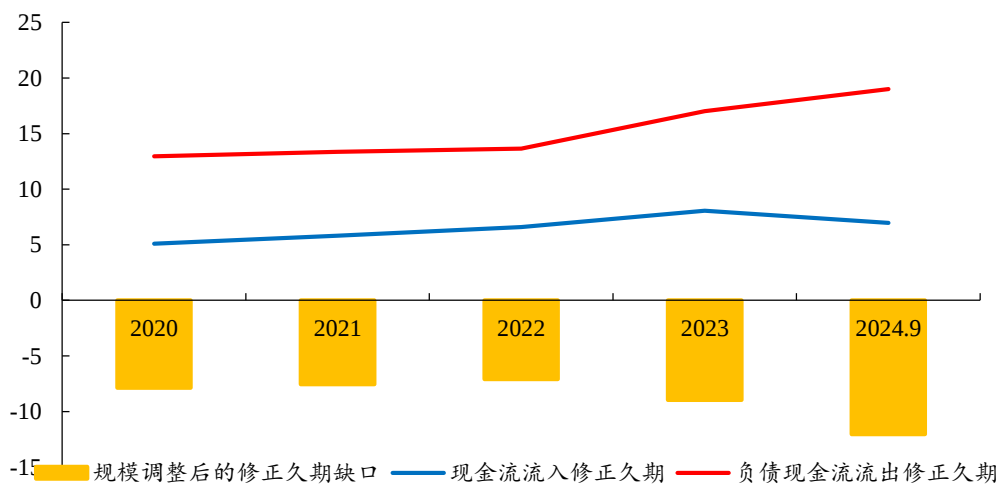
排序	公司	2022	2023	2024	三年平均值
1	同方全球	4.30%	5.71%	17.93%	9.31%
2	复星联合	4.42%	3.40%	16.18%	8.00%
3	中英人寿	3.50%	6.42%	15.59%	8.50%
4	恒安标准	1.38%	3.34%	15.57%	6.76%
5	中荷人寿	2.32%	5.83%	14.42%	7.52%
6	招商仁和	2.75%	3.79%	14.26%	6.93%

排序	公司	2022	2023	2024	三年平均值
7	陆家嘴国泰	4.11%	6.02%	13.46%	7.86%
8	华泰人寿	1.67%	2.75%	12.73%	5.72%
9	德华安顾	3.27%	3.93%	12.27%	6.49%
10	交银人寿	3.84%	4.67%	11.92%	6.81%
11	中意人寿	1.04%	6.16%	11.82%	6.34%
12	瑞泰人寿	2.19%	4.74%	11.52%	6.15%
13	小康人寿	0.09%	3.81%	11.50%	5.13%
14	泰康人寿	0.56%	6.68%	11.31%	6.18%
15	中邮人寿	-0.01%	3.01%	11.04%	4.68%

数据来源：裕保云服公众号、开源证券研究所

近年增额终身寿销售是资产负债久期差扩大的主要原因。近年储蓄型产品需求旺盛，中英人寿增额终身寿险销售规模高增，负债久期扩张至2024年9月末19年。资产久期长趋势稳定提升，2024年公司兑现长债债券市值浮盈后，资产久期有所下降至6.97年。未来将持续优化负债端期限结构，把握利率债配置机会，优化资产负债久期匹配。

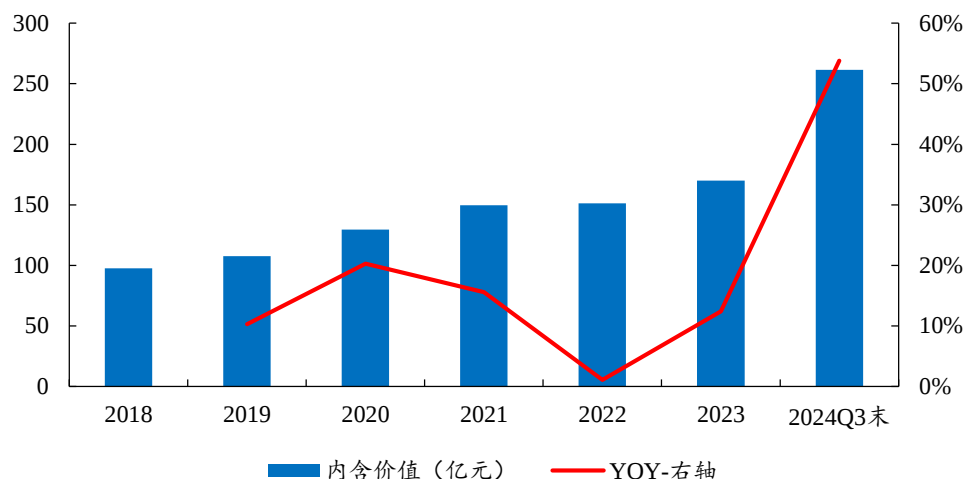
图19：近年中英人寿资产负债久期差开始扩大



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

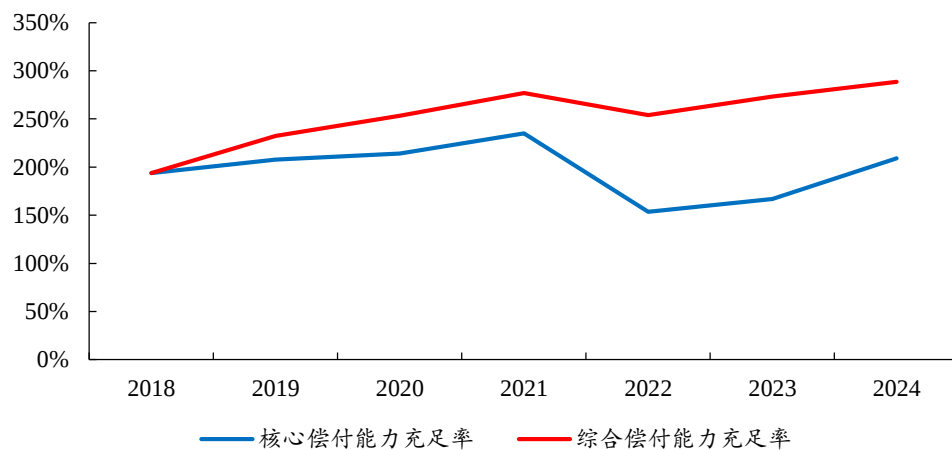
内含价值稳健增长，偿付能力充足率保持稳定。内含价值2018-2024年9月末，内含价值CAGR达到+18%，截至2024Q3为261.5亿元，2024年Q3末较年初+54%预计主要受益投资收益偏差以及NBV大幅增长。2022年偿二代二期风险管理能力和风险水平稳居行业第一梯队，风险综合评级连续多年保持“AAA”级别，偿付能力充足率保持稳定。

图20：2024Q3 末中英人寿内含价值较年初+54%



数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

图21：2023 年启用偿二代体系下偿付能力仍保持相对稳定

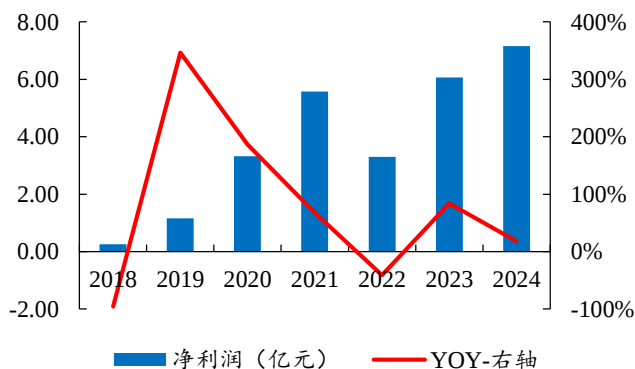


数据来源：中英人寿公告、开源证券研究所

3、中粮信托：深耕产业金融，加速主动管理和财富管理转型

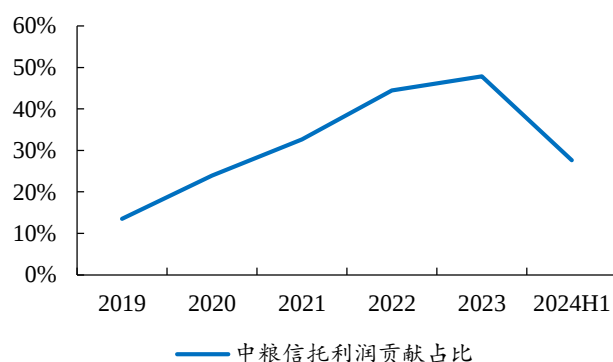
加速信托业务转型，利润贡献逐年提升。中粮信托成立于2009年，是由全资子公司中粮资本投资有限公司持股80.51%，加拿大蒙特利尔银行持股比例16.24%，中粮财务有限责任公司持股比例为3.25%，中粮资本为中信信托第一大股东。2018年资管新规以来，中信信托加速业务转型，积极响应信托新分类政策导向，深耕产业金融背景，加速信托业务转型，主动管理能力持续提升，2023年对公司的盈利贡献达到48%。

图22：2018年以来中粮信托利润稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

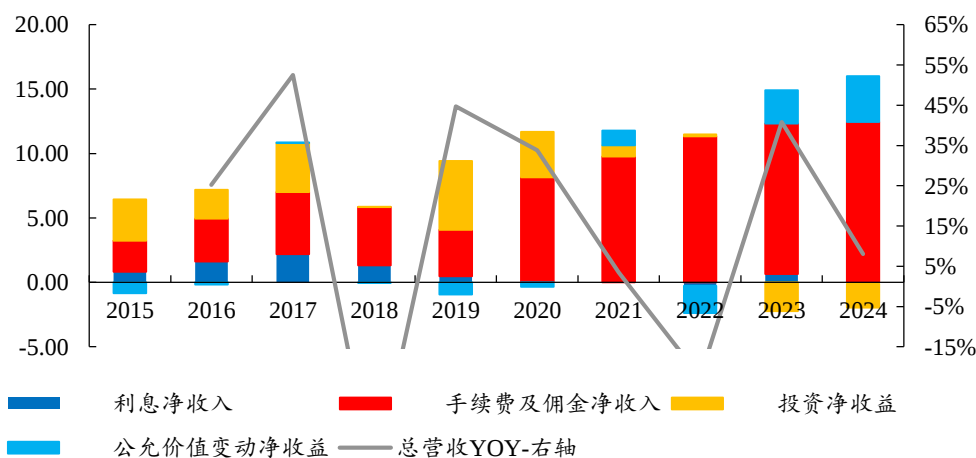
图23：2019-2023年中粮信托利润贡献稳步提升



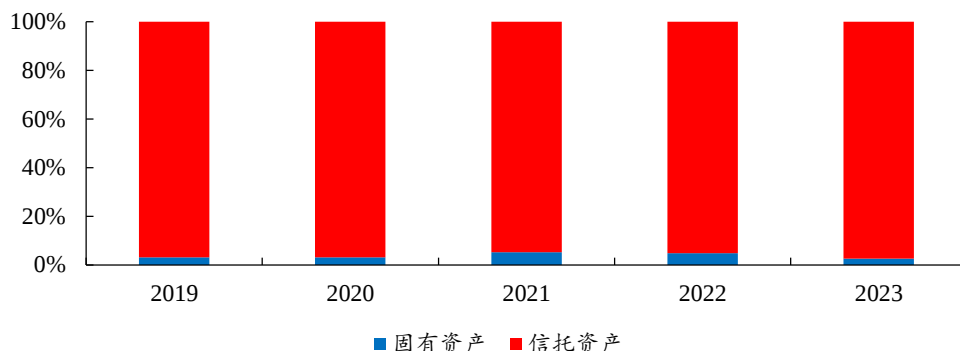
数据来源：Wind、开源证券研究所

信托业务加速主动管理转型，手续费收入为主要盈利贡献。2018年资管新规以来，加快信托业务转型，营业收入复合增长达到+15%，2024年同比+8%至13.8亿元，手续费收入占比逐年提升至2024年占比90%。资产结构中，信托/自营资产分别占比97%/3%，信托AUM逐年增长。

图24：2018年以来中粮信托营收稳定增长，手续费收入为主要收入贡献



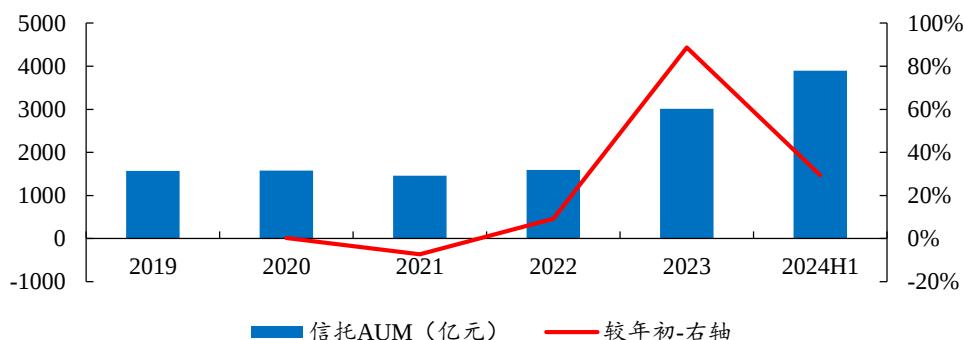
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：资产结构中，信托/自营资产分别占比 97%/3%


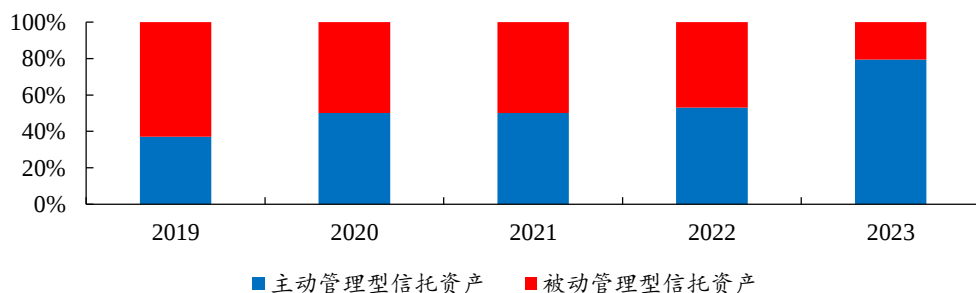
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、信托业务：信托 AUM 稳步增长，标品固收为主要盈利贡献

信托 AUM 稳定增长，持续推进主动管理转型。中粮信托 AUM 稳步增长，2024H1 达到 3895 亿元，较年初增长+29%。加速主动管理转型，2023 年主动管理 AUM 占比提升至 79%，

图26：公司信托 AUM 逐年稳步提升


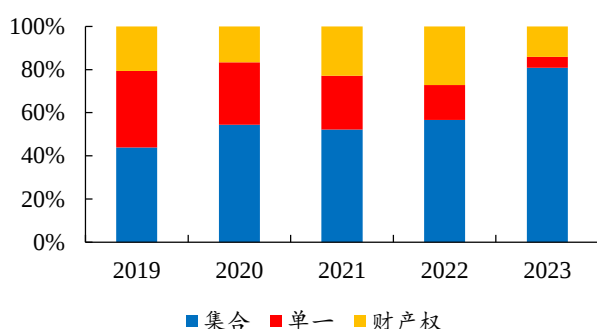
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：中粮信托主动管理型信托资产规模持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

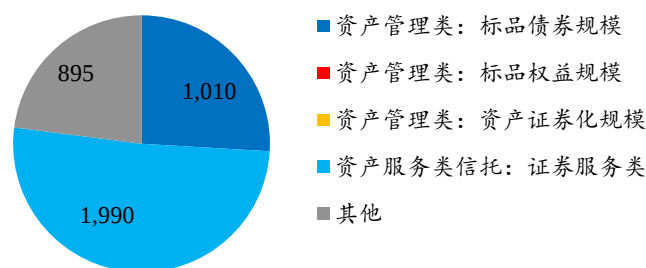
资产管理信托的固收标品业务贡献主要利润，逐步拓展资产服务和公益慈善业务机会。新分类口径下，资产管理信托标品固收资管业务模式加速迭代，2024年6月达到1010亿元，较年初+28%，占总体信托AUM规模26%。目前已形成现金管理类、纯债类、增厚收益类等全品种、多资产、收益稳健的产品体系。权益标品形成股票、公募基金、私募基金、股权项目、创新产品五大投研品类，截至2023年达到25亿。资产证券化业务方面，中粮信托积极布局ABS、ABN等多个业务品种，全年新发行规模位居行业前列，2023年末规模达到342亿元。资产服务信托方面快速起量，2024年6月达到1990亿元，逐步创造利润来源。在家族信托方面持续发力，培育出“厚德”家族信托品牌、“方禾”家庭服务信托品牌，为中国家庭财富管理综合需求提供解决方案。加速财富管理转型，2024 H1 末中粮信托财富中心全口径销售规模850亿元，同比+25%。

图28：2023年中粮信托集合类占比提升



数据来源：中粮信托公司公告、开源证券研究所

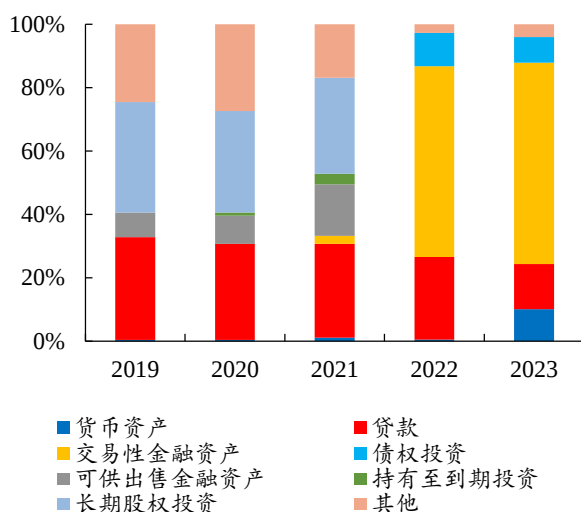
图29：2024H1 中粮信托资管/资服分别 1010/1990 亿元



数据来源：中粮信托公司公告、开源证券研究所

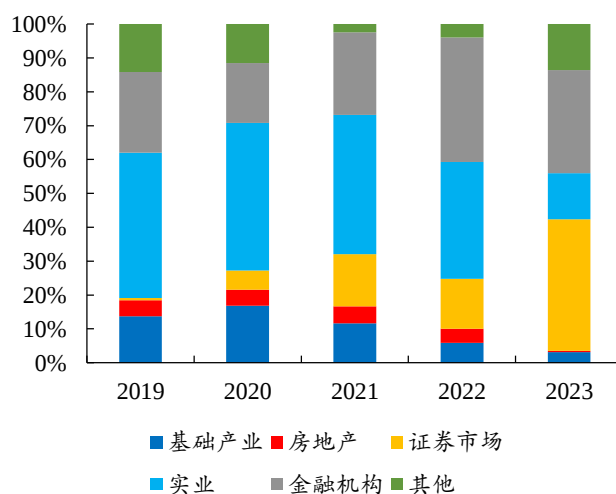
信托 AUM 主要投向标品和金融机构，预计以优质标品信用债券为主。中粮信托产品体系以标品固收为主，预计主要投向为优质标品信用债券，分类科目为 FVTPL。

图30：中粮信托 AUM 中交易性金融资产占比提升



数据来源：中粮信托公司公告、开源证券研究所

图31：中粮信托 AUM 中标品投资占比提升

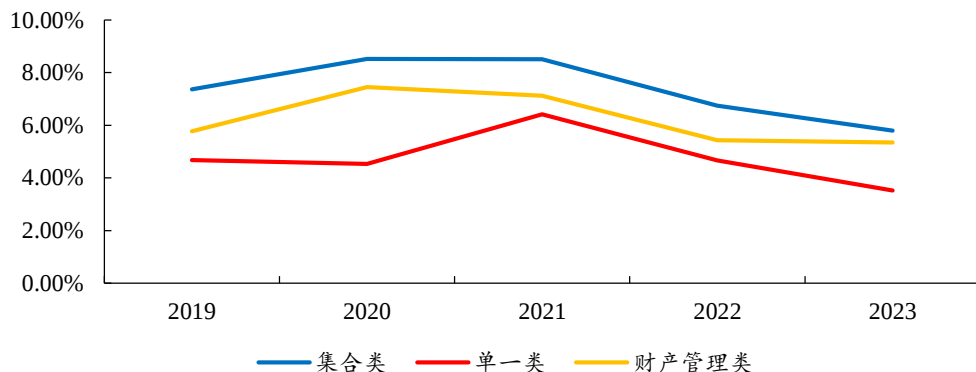


数据来源：中粮信托公司公告、开源证券研究所

中长期收益率有所下降，但对比竞品收益率仍有优势。中粮信托集合类、单一类、

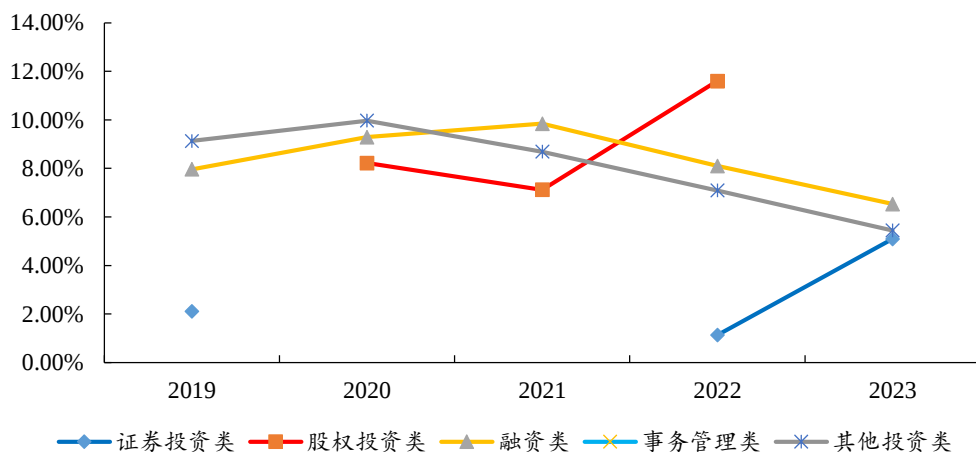
财产管理类信托投资收益率长趋势有所下降，但截至 2023 年集合类达到 5.8%，较一般理财产品收益率较高。

图32：中粮信托的已结束产品投资收益率有所下降



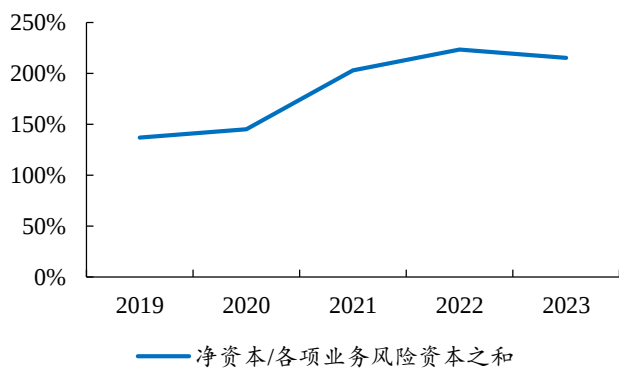
数据来源：中粮信托公司公告、开源证券研究所

图33：中粮信托的已结束主动管理类产品的投资收益率有所分化



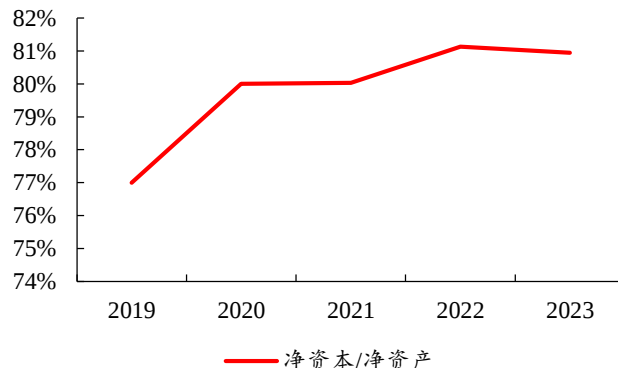
数据来源：中粮信托、开源证券研究所

图34：中粮信托净资本/风险资本比例提升



数据来源：中粮信托、开源证券研究所

图35：中粮信托净资本/净资产占比提升

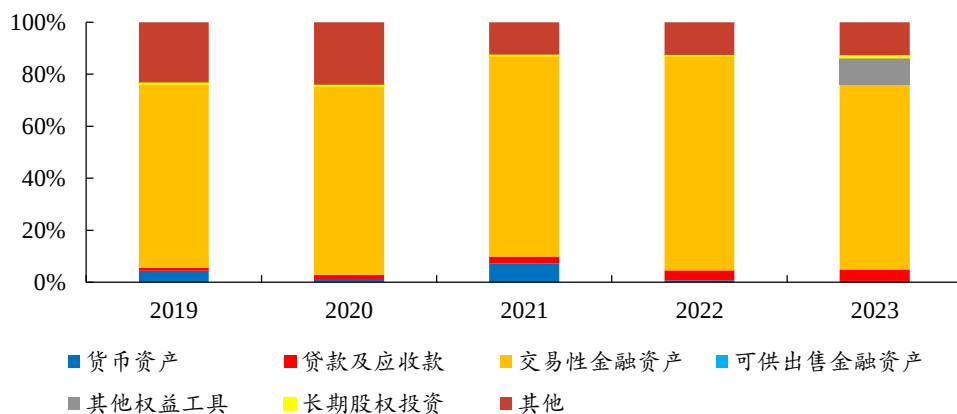


数据来源：中粮信托、开源证券研究所

3.2、固有业务：资产配置逐步稳健，以固收和高股息资产为主

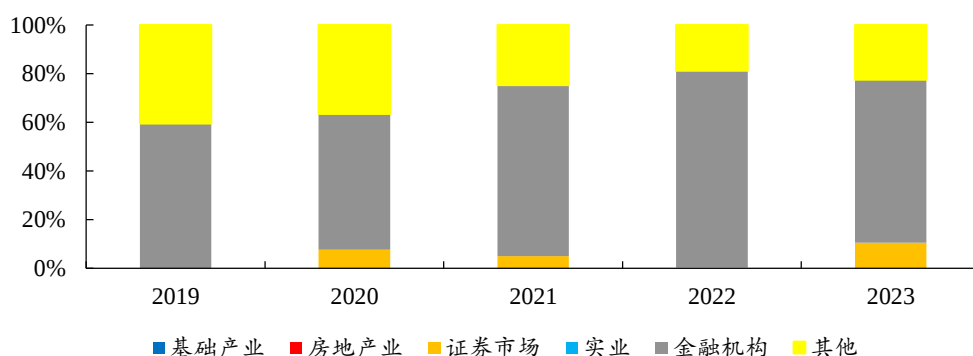
固有业务主要配置固收资产和高股息股票，营收贡献逐步稳定。2023 年中粮信托固有资产 AUM 为 79 亿，其他权益工具投资占比提升至 11%，预计主要配置方向为固收 TPL 资产和高股息股票归类 OCI，营收贡献逐步趋稳。

图36：2023 年中粮信托固有资产中其他权益工具占比提升至 11%



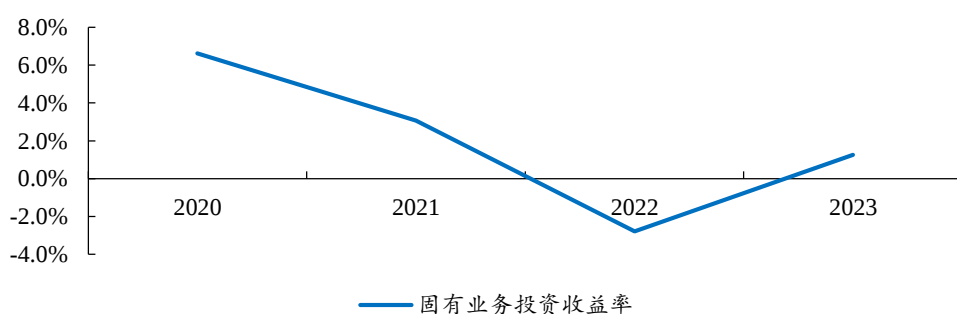
数据来源：中粮信托、开源证券研究所

图37：中粮信托固有资产亿金融机构和其他资产为主



数据来源：中粮信托、开源证券研究所

图38：固有业务投资收益率波动相对较大



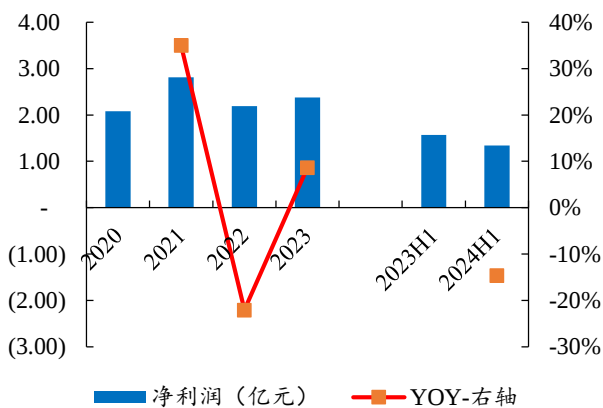
数据来源：中粮信托、开源证券研究所

4、中粮期货：加强经纪境内外联动，打造风险管理业务特色

4.1、行业地位：连续十年评级“AA”，盈利能力位居行业前列

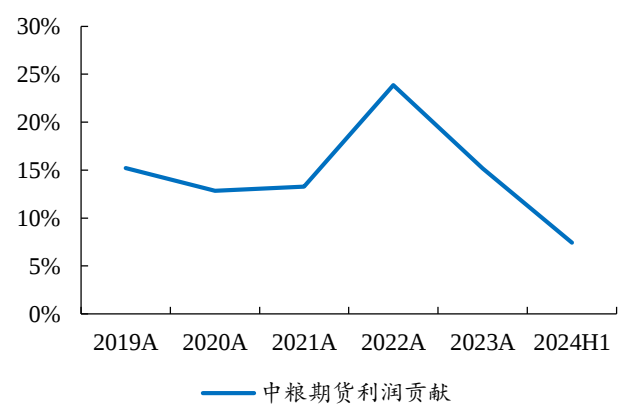
落实产融结合，加强境内外联动和特色业务发展。中粮期货为中粮资本投资持股 65% 全资子公司，成立于 1996 年，2024 年末公司增资后持股比例达到 70.423%，是国内领先的产业特色衍生品金融服务公司。近年面临入市资金增速放缓、利率下调、手续费减收等不利因素影响，但中粮期货积极应对调整，加强经纪业务境内外联动，铆钉优秀品种开展风险管理业务，落实产融结合，2024H1 净利润实现 1.34 亿，同比 -15%，在 65% 持股比例下位中粮资本贡献 7% 净利润。

图39：2024H1 中粮期货净利润同比-15%



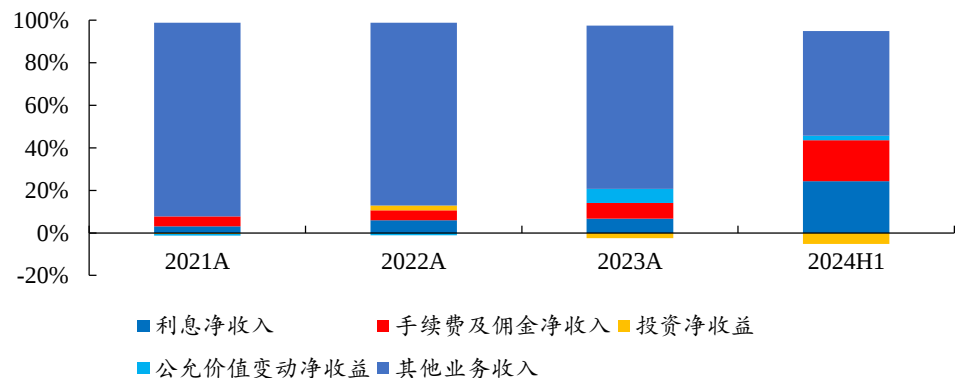
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：中粮期货 2019-2023 利润贡献平均值约 15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2024H1 手续费收入和投资业务收入占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

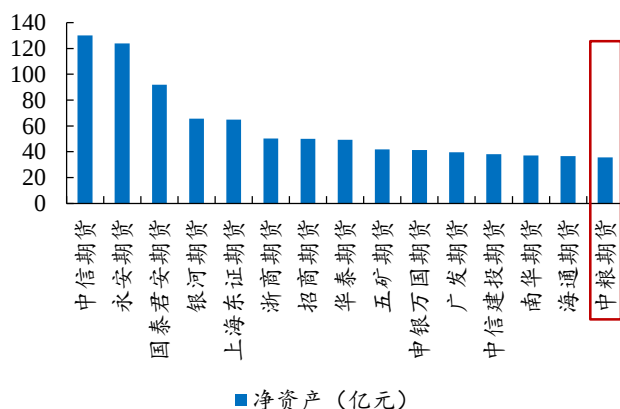
连续十年评选为 AA 级期货公司，成为国内领先的衍生品交易服务商。2023 年在 150 家期货公司中，AA 级期货公司仅 22 家，中粮期货专注风险管理和资产管理，以农产品为核心，不断强化研究能力及 IT 系统建设，形成以期货经纪业务为基础，重点推进场外、资管等业务的发展模式，成为国内领先的衍生品交易服务商。

表8：中粮期货连续十年评选为 AA 级期货公司

年份	期货公司评级
2011	AA
2012	AA
2013	A
2014	AA
2015	AA
2016	AA
2017	AA
2018	AA
2019	AA
2020	AA
2021	AA
2022	AA
2023	AA

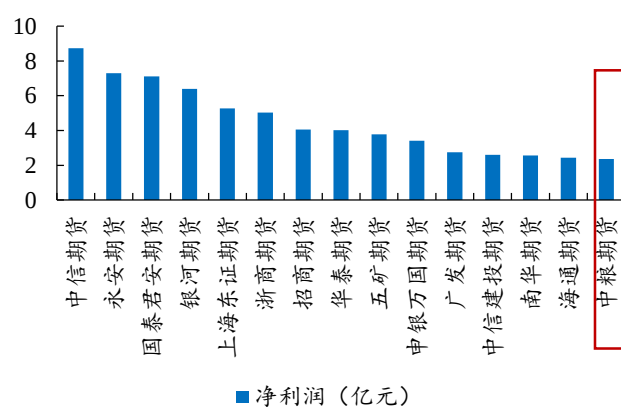
资料来源：Wind、开源证券研究所

图42：2023 年中粮期货净资产规模排名第 15



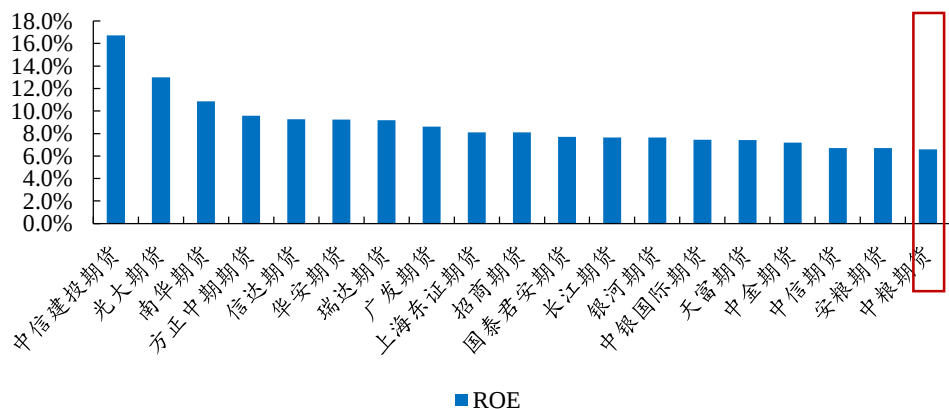
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2023 年中粮期货净利润规模排名第 15



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2023 年中粮期货 ROE 排名第 19

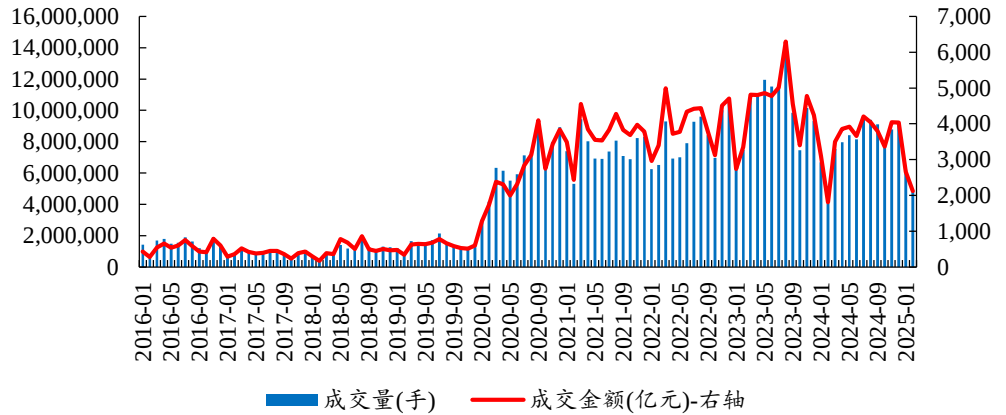


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、业务版图：夯实经纪内外联动、打造特色风管、建立资管生态链

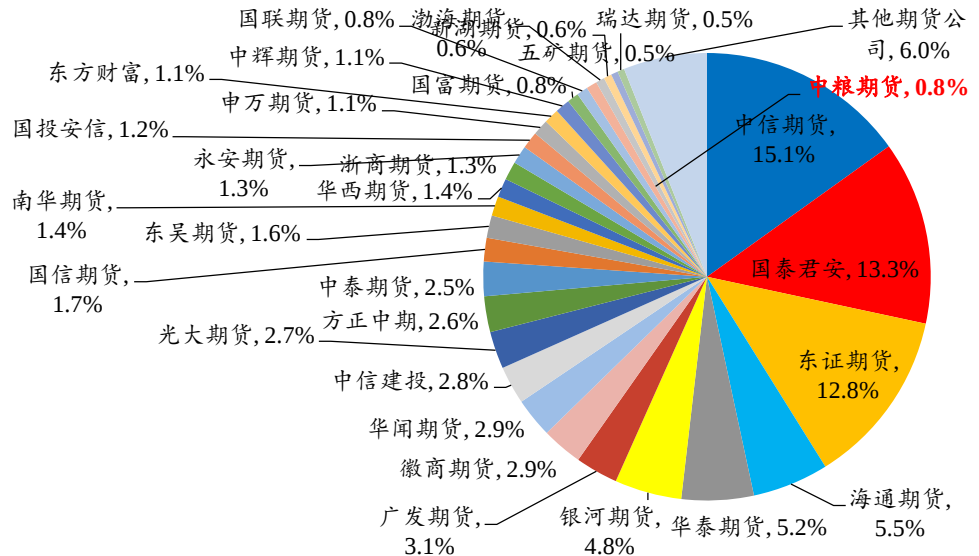
经纪业务：夯实业务本源，加强国内外业务联动。2023 年境内期货代理交易成交手数 14647 万手，成交金额 77290 亿元，2024H1 客户成交额同比+13%。国际经纪业务助力内外联动模式加速形成,2023 年末国际业务客户权益 30.33 亿元,同比+2.3%，国际业务收入同比+114%，探索证券经纪、资产管理等新业务发展方向，境外业务牌照持续完善。

图45：2019 年以来中粮期货经纪业务成交量长趋势保持提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2024 年中信期货成交量占全行业市占率为 0.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

风险管理业务：强化风险管控，锚定优势品种。（1）加强产融结合，基差贸易合作品种已全面覆盖玉米、大豆等主力品种。场外衍生品业务实现新突破，新增香草期权与结构化期权产品，2023 年场外衍生品累计成交名义本金达到 641 亿元，同比增长近三倍。（2）场外衍生品业务服务上市公司 2023 年度累计新增名义本金及服务中小微年度累计新增名义本金，分别居行业第 1、2 位。

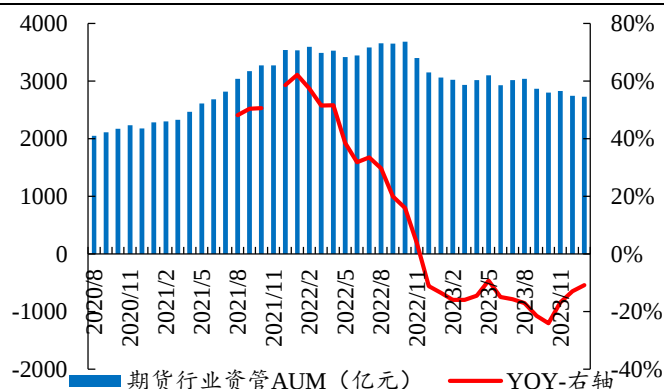
表9：期货公司风险管理业务主要在基差贸易、场外衍生品、做市业务方面

类型	业务备案(家)	占设立公司比例	业务开展(家)	占业务备案公司比例
做市业务	53	54%	48	91%
基差贸易	94	95%	85	90%
合作套保	53	54%		0%
场外衍生品业务	73	74%	68	93%
仓单服务	85	86%	22	26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

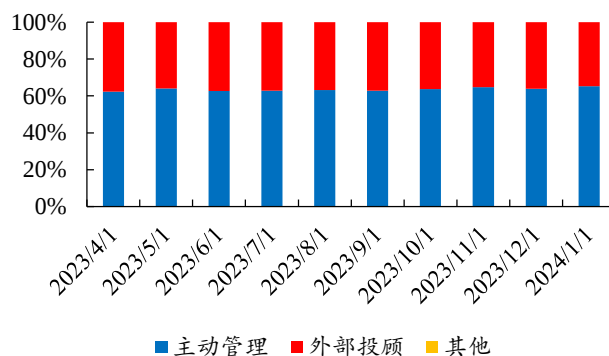
资管业务：深耕特色投研产品，资管规模行业排名创新高。近年期货资管业务向主动管理转型，资管 AUM 从 2023 年开始有所下降，截至 2024 年 1 月末达到 2731 亿元，同比-10.8%，资产配置以固收为主，产品类型以集合类为主。中粮期货已形成完整的“固收、CTA、FOF”产品线，打造“中粮”特色资产管理品牌产品系列，2023 年 AUM 达到 80 亿，峰值达到 87 亿，同比+66%，行业内资管排名第 8，2024H1 达到 77 亿。

图47：2023 以来期货资管 AUM 有所下降



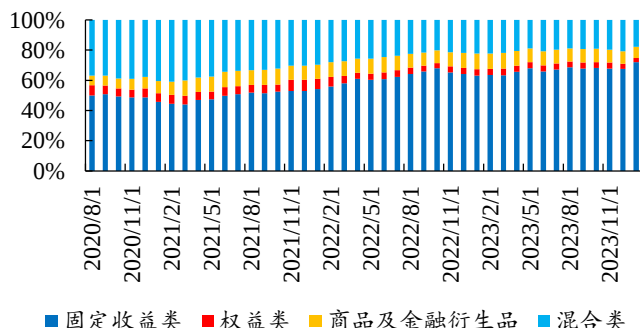
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：期货资管主动管理规模占比有所提升



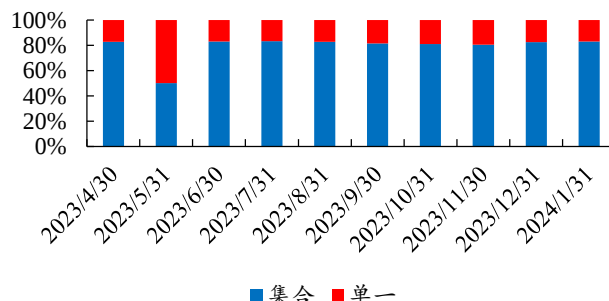
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：期货资管资产配置中固收占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：期货资管资产配置以集合类为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

中粮期货打造核心竞争力的主要方向在夯实经纪业务、打造特色风控业务、建立资管业务生态链。在经纪业务方面聚焦业务协同，构架业务加快牌照完善，联动境内外的优势资源；风险管理业务方面，拓展基差贸易合作品种，充分利用场外衍生品

提高风险管理能力，同时发挥“保险+期货”的金融业务模式，助力稳产增收；资管业务方面，打造固收+场外期权等多只特色旗舰产品，强化机构合作，提高代销规模。

表10：中粮期货打造核心竞争力的主要方向在夯实经纪业务、打造特色风管业务、建立资管业务生态链

战略方向	主要内容
夯实经纪业务	境内经纪业务方面，聚焦业务协同发展，强化区域团队建设，推进标签标识管理，建立客户分级分类管理体系，着力深耕产业客户服务，继续发挥“稳定器”和“压舱石”作用。
	国际业务方面，境外业务牌照持续完善，联动境内外优势资源，发挥“期现货结合、场内外协同、境内外联通”的协同效用，为客户参与双向开放型世界经济保驾护航。
打造特色风险管理业务	坚守服务实体经济导向，拓展基差贸易合作品种，加强期现与场外联动，充分利用场外衍生工具，提升帮助企业应对风险能力，增强抵御价格波动信心。
	同时积极推广“金融服务三农”经验做法，以“保险+期货”等金融业务模式，助力帮扶县稳产增收，铸造服务产业的风险管理服务专家角色。
建立资管业务生态	扩充资管产品线，保持存续产品稳健运作，打造固收+场外期权等多只特色旗舰产品。
	强化机构合作，打造金融机构全方位合作生态圈，提升代销规模，扩展与上市公司等实体企业合作方式。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设及盈利预测

核心假设：

- (1) **中英人寿**:2025年开始启用新准则,预计净利润受国债750日均线影响减弱,承保端盈利能力稳健,投资能力保持行业前列,预计净利润分别同比+34.6%/+9.1%/+7.8%;
- (2) **中粮信托**:公司信托业务积极转型,资产管理信托中固收标品稳定盈利,其他信托业务逐渐增加盈利贡献,预计净利润分别同比+18.0%/+11.3%/+8.6%;
- (3) **中粮期货**:经纪业务加强境内外联动,持续提升风险管理能力和资产管理能力,预计净利润分别同比+7.7%/+10.8%/+10.0%。

盈利预测：我们预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别为 12.7/14.0/15.2 亿元，分别同比+24%/+11%/+8%，对应 ROE 为 5.8%/5.5%/5.7%，对应 EPS 为 0.55/0.61/0.66，对应 PB 为 1.2/1.2/1.1。

表11：预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别同比+34%/+11%/+8%

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
上市公司净利润	1099.14	1483.59	1993.79	2209.14	2385.56
YOY	-47%	35%	34%	11%	8%
上市公司归母净利润	596.99	1020.58	1267.96	1404.92	1517.11
YOY	-56%	71%	24%	11%	8%
净资产	18320	19442	24420	26411	27285
YOY	-0.2%	6.1%	25.6%	8.2%	3.3%
ROE	3.26%	5.41%	5.78%	5.53%	5.65%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中英人寿					
利润贡献	361.33	262.67	353.50	385.52	415.66
YOY	-24.8%	-27.3%	34.6%	9.1%	7.8%
持股比例	50%	50%	50%	50%	50%
净利润	722.66	525.34	707.00	771.04	831.32
YOY	-24.8%	-27.3%	34.6%	9.1%	7.8%
ROE	9.28%	6.40%	5.62%	4.40%	4.42%
中粮信托					
利润贡献	265.31	487.87	575.65	640.52	695.66
YOY	-40.8%	83.9%	18.0%	11.3%	8.6%
持股比例	80.51%	80.51%	80.51%	80.51%	80.51%
净利润	329.54	605.97	715	795.58	864.07
YOY	-40.8%	83.9%	18.0%	11.3%	8.6%
ROE	4.67%	8.26%	8.99%	9.24%	9.45%
中粮期货					
利润贡献	142.50	154.82	166.80	200.26	220.24
YOY	-21.9%	8.6%	7.7%	20.1%	10.0%
持股比例	65%	65%	65%	70%	70%
净利润	219.23	238.18	256.6155388	284.37	312.74
YOY	-21.9%	8.6%	7.7%	10.8%	10.0%
ROE	6.54%	6.80%	7.01%	7.36%	7.88%
龙江银行					
利润贡献	138.51	125.73	132.01	138.62	145.55
YOY	0.4%	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
持股比例	20%	20%	20%	20%	20%
净利润	692.53	628.64	660.072	693.08	727.73
YOY	0.4%	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
ROE	3.87%	3.38%	3.39%	3.39%	3.39%
其他净利润					
	-310.66	-10.50	40.00	40.00	40.00
YOY	-52%	-1%	3%	3%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

可比公司分部估值法：考虑金融控股公司旗下业务板块差异较大，我们采用分部估值法，分别按照子公司对应行业可比公司估值的平均值作为参考。我们分别给予中英人寿、中粮期货、龙江银行 PB 估值分别为 1.29、2.70、0.6 倍，给予中粮信托的 P/AUM 为 5%，对应合计计算公司市值为 393 亿元，对应公司 2024E PB 估值为 1.61 倍。

表12：我们采用分部估值法合计市值对应公司 2024E PB 为 1.61 倍

	2024E 净资产 (亿元)	ROE	持股比例	PB 估值	对应市值
中英人寿	165.4	5.62%	50.0%	1.29	106.69
中粮期货	37.3	7.01%	70.4%	2.70	70.98
龙江银行	199.7	3.39%	20.0%	0.60	23.97
其他	30.0		100.0%	1.00	30.00

	2024E 信托 AUM (亿元)	ROE	持股比例	P/AUM 估值	对应市值
中粮信托	4000.0	8.99%	80.51%	5.00%	161.02

	2024E 净资产 (亿元)	ROE	2024E PB	合计市值
中粮资本	244.2	5.78%	1.61	392.66

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：（1）4 家子公司估值水平参考已上市同行业可比公司；（2）中英人寿主要参考 6 家上市 A 股保险公司：中国人寿、中国人保、新华保险、中国太保、中国人寿、天茂集团；（2）中粮期货参考 4 家期货上市公司：弘业期货、瑞达期货、永安期货、南华期货；（3）中粮信托主要参考 4 家信托上市公司：陕国投 A、国网英大、建元信托、爱建集团。（4）龙江银行参考 A 股上市 15 家城商行。注：测算截至 2025 年 3 月 6 日

表13：公司 PB 估值略高于可比公司

2025/3/5 证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		BVPS		ROE		PB (LF)	PE (TTM)
				2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1		
000617.SZ	中油资本	6.380	807	0.39	0.24	7.92	8.11	5.03%	5.98%	0.80	20.2
600061.SH	国投资本	7.110	455	0.36	0.19	7.76	7.90	4.67%	4.76%	0.90	22.6
600120.SH	浙江东方	6.940	237	0.14	0.04	4.60	4.34	3.11%	1.66%	1.52	48.6
000987.SZ	越秀资本	6.390	321	0.48	0.20	5.71	5.72	8.66%	7.00%	1.09	15.5
600390.SH	五矿资本	5.830	262	0.38	0.15	9.52	9.50	4.10%	3.18%	0.62	17.2
600705.SH	中航产融	3.580	316	0.03	0.03	4.13	4.16	0.74%	1.24%	0.84	158.9
600318.SH	新力金融	8.390	43	0.06	0.04	2.03	2.06	2.78%	3.46%	4.01	180.5
			中位数	0.36	0.15	5.71	5.72	4.10%	3.46%	0.90	22.62
002423.SZ	中粮资本	12.670	292	0.44	0.51	8.44	8.44	5.41%	11.46%	0.96	21.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、投资建议

展望看，公司将依托三大主业推进四大业务版图协调，持续巩固多元牌照协调、市场化运营、扎根产融结合的核心优势。公司作为中粮集团旗下的综合金融平台，将继续发挥多元牌照综合协同优势，巩固“寿险+期货+信托”为主业，“产业基金+金融科技+境外业务”为补充的综合金融服务体系，同时保持市场化的运营机制和扎根产业的产融结合能力。（1）中英人寿将以最佳合资寿险公司为目标，继续推进多元渠道高质量转型、产品策略向分红险发力、构建保险大资管能力；（2）中粮信托积极推进主动管理转型，资管信托领域加速固收业务模式迭代，完善权益业务产品体系，探索资产服务信托和公益慈善信托模式，提升财富管理建设；（3）中粮期货：持续完善境外业务牌照，提升经纪业务境内外联动能力，打造特色风险管理业务和扩充资管业务生态，首次覆盖给予“买入”评级。

公司持续增配高股息资产，权益仓位较高且长期盈利稳定。截至 2024 年以来公司持续增配高股息资产，2024Q3 末其他权益工具规模达到 207 亿，较年初同比+211%，占公司投资资产比重为 17%，预计交易性金融资产股票规模为 30 亿元，长期股权投资规模为 42 亿元，占比 3.5%，合计 2024 年 Q3 末公司权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%。

表14：我们估计 2024Q3 末公司权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%

单位：亿元	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q3
交易性金融资产	187.84	209.44	271.41	312.82	282.48	247.16
权益占比	13%	12%	17%	16%	9%	12%
FVTPL-权益	24.19	25.35	44.83	50.25	24.72	29.66
占比	2.5%	2.6%	4.6%	5.2%	2.2%	2.5%
FVOCI	19.16	74.09	76.41	66.68	201.91	207.23
占比	2.0%	7.5%	7.9%	6.9%	17.9%	17.1%
长期股权投资	37.08	36.91	38.16	39.93	41.28	41.80
占比	3.8%	3.7%	3.9%	4.1%	3.7%	3.5%
整体权益类资产	80	136	159	157	268	279
总投资资产	964	993	969	968	1,129	1,210
权益类资产占比	8.3%	13.7%	16.5%	16.2%	23.7%	23.0%

中英人寿	2020	2021	2022	2023
权益类资产规模	73.01	133.61	170.50	131.50
总投资资产	457.33	562.51	659.26	764.64
权益类资产占比	16.0%	23.8%	25.9%	17.2%
占整体投资资产比重	47%	57%	68%	79%

中粮信托	2023
其他权益工具	8.35
交易性金融资产	56.24
权益资产占比	15%
FVTPL-权益	8.4
长期股权投资	0.68
权益类资产规模	17.5
自有资产投资规模	79.21
自有资产权益配置占比	22%
自有资产占总投资资产比重	8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：公司历年牛市下涨幅较好，2022 年以来弹性强于券商

关键词	启动日	顶峰	中粮资本	沪深300	券商指数	多元金融指数
经济高增、资本市场大发展	2006/1/9	2007/10/16		506%	1632%	874%
四万亿计划的板块跟涨	2008/11/5	2009/8/3		133%	161%	111%
业务创新预期板块抬升	2012/1/6	2012/6/1	15%	16%	49%	30%
创新业务业绩兑现	2012/12/4	2013/2/7	100%	31%	58%	37%
杠杆牛行情、互联网券商	2014/3/21	2015/4/22	114%	127%	284%	149%
流动性宽松驱动估值修复	2018/10/19	2019/4/4	68%	33%	85%	63%
经济复苏、银行合并、财富管理	2020/6/18	2020/7/9	21%	20%	45%	23%
疫后复苏强预期	2022/10/1	2023/8/4	45%	6%	30%	26%
9.24稳增长发力	2024/9/10	2024/10/31	194%	22%	45%	60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

- 资本市场波动造成投资端承压：公司旗下中英人寿、中粮信托、中粮期货均有投资业务，权益持仓受股市波动影响较大。
- 中长期利差损风险：长端利率趋势下行，中英人寿可能面临中长期利差损风险。
- 公司战略落地不及预期：公司推动大三主业和四大金融版图协同的战略不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	63444	58179	73076	79033	81649
现金	14210	12218	15347	16598	17147
应收票据及应收账款	277	335	421	455	470
其他应收款	2570	2644	3321	3591	3710
预付账款	162	99	124	134	139
存货	87	100	126	136	141
其他流动资产	46138	42783	53737	58118	60041
非流动资产	53855	66622	83680	90502	93497
长期投资	3816	3993	5016	5425	5604
固定资产	86	1246	1565	1693	1749
无形资产	1541	1512	1899	2054	2122
其他非流动资产	48412	59870	75200	81331	84022
资产总计	117299	124801	156756	169536	175146
流动负债	41857	36347	45653	49375	51009
短期借款	502	609	765	827	855
应付票据及应付账款	421	468	587	635	656
其他流动负债	40934	35270	44300	47912	49497
非流动负债	50613	61968	77835	84180	86966
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50613	61968	77835	84180	86966
负债合计	92470	98315	123487	133555	137974
少数股东权益	6509	7045	8848	9570	9886
股本	2304	2304	2304	2304	2304
资本公积	9564	9569	12020	12999	13430
留存收益	140	176	221	239	247
归属母公司股东权益	18321	19442	24420	26411	27285
负债和股东权益	24829	26487	33269	195947	202431

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8039	6763	12202	12417	12594
净利润	1099	1484	1994	2209	2386
折旧摊销	79	97	97	97	97
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-2034	-1094	-1094	-1094	-1094
营运资金变动	1630	-2752	-2752	-2752	-2752
其他经营现金流	7266	9028	13957	13957	13957
投资活动现金流	-8228	-4748	-14965	-14815	-14815
资本支出	308	288	75	75	75
长期投资	88126	115824	104367	104367	104367
其他投资现金流	-96047	-120284	-119257	-119257	-119257
筹资活动现金流	2036	-3851	3444	3444	3444
短期借款	554	617	181	181	181
长期借款	3248	0	2897	2897	2897
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1765	-4468	366	366	366
现金净增加额	1990	-1805	657	1077	1254

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18607	22282	29945	33180	35829
营业成本	4685	3150	4233	4691	5065
营业税金及附加	18	16	21	24	26
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	2218	2699	3627	4019	4340
研发费用	24	37	49	55	59
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-29	-39	-43	-47
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1277	1144	1537	1703	1839
投资净收益	2034	1094	1470	1628	1758
资产处置收益	-1	2	2	2	3
营业利润	1011	1870	2514	2785	3008
营业外收入	6	3	3	4	4
营业外支出	13	14	19	21	22
利润总额	1004	1859	2498	2768	2989
所得税	-95	375	505	559	604
净利润	1099	1484	1994	2209	2386
少数股东损益	502	463	726	804	868
归属母公司净利润	597	1021	1268	1405	1517
EBITDA	692	645	763	846	913
EPS(元)	0.26	0.44	0.55	0.61	0.66

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-5.6	19.8	34.4	10.8	8.0
营业利润(%)	-58.8	85.0	34.4	10.8	8.0
归属于母公司净利润(%)	-56.5	71.0	24.2	10.8	8.0
获利能力					
毛利率(%)	5.4	8.4	8.4	8.4	8.4
净利率(%)	5.9	6.7	6.7	6.7	6.7
ROE(%)	3.3	5.4	5.8	5.5	5.7
ROIC(%)	1.7	2.8	3.0	2.9	2.9
偿债能力					
资产负债率(%)	78.8	78.8	78.8	78.8	78.8
净负债比率(%)	201.4	259.0	259.0	259.0	259.0
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	76.3	72.8	79.2	75.7	77.4
应付账款周转率	16.1	10.5	6.0	6.9	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.44	0.55	0.61	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	3.49	2.94	5.30	5.39	5.47
每股净资产(最新摊薄)	7.95	8.44	10.60	11.46	11.84
估值比率					
P/E	50.4	29.5	23.7	21.4	19.8
P/B	1.6	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	26.5	29.3	28.7	30.0	29.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

分析师承诺

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。

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，已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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn