



稳股市政策加码，寻找结构性机会

非银金融行业2025年度中期投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

2025年5月8日

核心观点

1. 稳股市政策加码，寻找结构性机会

面对外围环境不确定性，宏观稳增长和稳股市政策态度积极，权益市场改善利好非银金融板块机会。个人投资者活跃度提升利好券商和金融信息服务业务，年报和1季报业绩展现高景气，板块估值仍在低位，看好板块机会；保险行业负债端有望稳健增长，分红险占比持续提升，负债成本持续回落，关注权益弹性和经济复苏催化。

2. 券商及多元金融板块：经纪与投资业务支撑业绩增长，零售优势强、股息率高的头部券商性价比突出

(1) 复盘：2024年/2025Q1上市券商归母净利润1448/517亿，同比+16%/+85%，剔除国泰海通非经常性损益后，2025Q1归母净利润428亿同比+51%。经纪业务和投资业务同比增长驱动券商基本面持续向好，市场交易量维持高位且股市相对稳定，券商一季度衍生品业务同比改善。2024年上市券商代理买卖证券净收入同比+26%略高于交易量的+23%，席位净收入同比-26%拖累经纪业务整体弹性，2024年下半年机构降佣政策实行，公募机构佣金率下降47%至万3.7，其中被动指数类/增强指数类产品佣金率分别下降62%/70%至万1.4/万1.7，其他类型（主动权益为主）下降42%至万4.4%，往后看，零售优势强的券商更受益当前环境。**(2) 政策面和市场交易量向下的概率较小，个人投资者活跃度中枢提升趋势有望延续。**低基数下2025上半年券商基本面同比增速较强，零售能力强的券商更受益于当前市场环境。券商板块估值和机构持仓仍在低位，头部券商基本面向好且股息率3%以上的，作为牛市期权的配置性价比较高。选股推荐三条主线：a.高beta弹性的2C金融信息服务商，推荐指南针、东方财富，受益标的：九方智投控股、同花顺。b.零售优势突出且股息率较高的头部券商，受益标的：国信证券，招商证券，中国银河。c.受益于港股市场复苏的公司，推荐香港交易所，受益标的：中金公司。**(3) 多元金融推荐江苏金租、中粮资本。**

3. 保险板块：负债端稳健+资产端beta催化，看好权益弹性标的

(1) 复盘：资产端长端利率承压，权益市场波动加大，上市险企1季度业绩分化；负债端看个险渠道新单增速有所承压，NBV增速降档，资产和负债两端均对板块带来一定压制。**(2) 展望：**负债端看，个险推行报行合一、分红险占比提升和预定利率持续下降均有望降低利差损风险，2025年NBV有望实现稳健高质量增长。资产端看，上市险企持续增配权益资产，面对外围环境不确定性，预计国内稳增长举措仍将发力，关注板块beta催化。**(3) 看好结构性机会。**当下保险板块估值仍位于较低水位，负债端看，2025年上市险企NBV有望实现稳健增长，增速较2024年有所降档，关注分红险占比提升和负债成本回落。影响板块股价的主要催化或在资产端，关注后续国内稳增长、稳股市相关催化，上市险企持续增配权益资产，业绩beta弹性突出，看好保险板块结构性机会，看好财险盈利改善确定性。推荐低估值、负债端表现较好的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，受益标的新华保险。

4. 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目录

CONTENTS

- 1 券商及多元：受益于活跃度中枢抬升，看好三条主线机会
- 2 保险板块：负债端稳健+资产端beta催化，看好权益弹性标的
- 3 风险提示

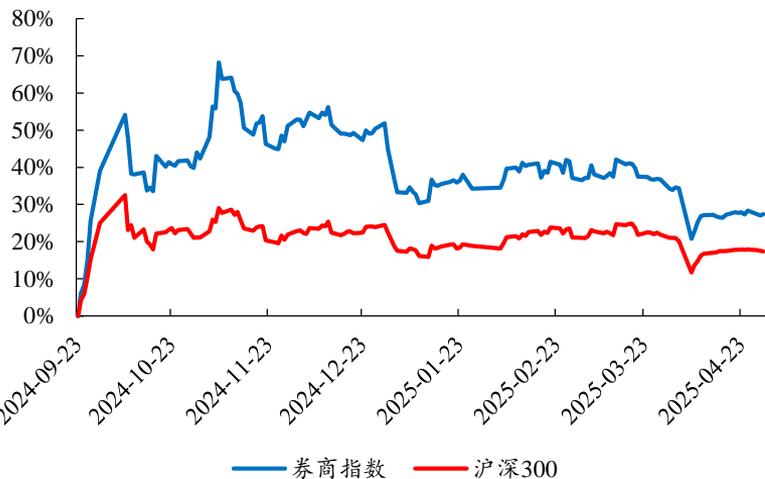
1.1 券商行情复盘：924以来券商板块跑赢沪深300，板块弹性凸显

券商板块复盘：924至今券商板块跑赢沪深300，金融信息服务商高弹性个股领涨

2025年初以来券商跑输沪深300指数：924市场反转至今券商板块上涨27%，相对沪深300实现超额收益10%。其中，上涨阶段明显跑赢沪深300，体现板块弹性；2025年初至今市场回调并呈震荡趋势，券商板块下跌12%，跑输沪深300。

金融信息服务所高弹性突出：个股来看，924至今金融信息服务商股价仍然领涨板块，不过多数在2025年市场回调阶段有所下跌，九方智投控股领涨板块，主要受益于自身业绩高弹性以及港股高景气度。

图1：2024年9月24日至今（4.30）券商板块上涨27%，相对沪深300实现超额收益10%；2025年初至今券商板块下跌12%，表现弱于沪深300（下跌4%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：个股复盘来看，九方智投控股领涨，主要受益于自身业绩向好以及港股高景气度

排序	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (2025.1.1-2025.4.30)	区间涨跌幅 (2024.9.24-2025.4.30)	排序	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (2025.1.1-2025.4.30)	区间涨跌幅 (2024.9.24-2025.4.30)
1	9636.HK	九方智投控股	36%	463%	28	000728.SZ	国元证券	-10%	16%
2	300033.SZ	同花顺	-9%	155%	29	002500.SZ	山西证券	-10%	16%
3	300803.SZ	指南针	-11%	133%	30	601995.SH	中金公司	-2%	15%
4	300059.SZ	东方财富	-20%	92%	31	600369.SH	西南证券	-12%	15%
5	601162.SH	天风证券	-13%	43%	32	002939.SZ	长城证券	-6%	14%
6	002945.SZ	华林证券	-10%	43%	33	600109.SH	国金证券	-7%	14%
7	601881.SH	中国银河	3%	39%	34	601099.SH	太平洋	-16%	12%
8	002670.SZ	国盛金控	-8%	35%	35	601108.SH	财通证券	-11%	12%
9	600030.SH	中信证券	-14%	31%	36	000166.SZ	申万宏源	-12%	12%
10	600095.SH	湘财股份	8%	29%	37	601696.SH	中银证券	-12%	11%
11	002797.SZ	第一创业	-19%	29%	38	601377.SH	兴业证券	-8%	11%
12	000783.SZ	长江证券	-6%	29%	39	600906.SH	财达证券	-10%	11%
13	000686.SZ	东北证券	-4%	28%	40	601788.SH	光大证券	-11%	10%
14	601555.SH	东吴证券	0%	28%	41	601136.SH	首创证券	-14%	10%
15	801193.SI	证券指数	-12%	27%	42	600918.SH	中泰证券	-7%	10%
16	000750.SZ	国海证券	-11%	27%	43	601375.SH	中原证券	-12%	10%
17	000776.SZ	广发证券	-4%	26%	44	601236.SH	红塔证券	-13%	10%
18	600909.SH	华安证券	-9%	26%	45	600999.SH	招商证券	-14%	9%
19	601688.SH	华泰证券	-9%	24%	46	000712.SZ	锦龙股份	-28%	9%
20	601198.SH	东兴证券	-9%	23%	47	600958.SH	东方证券	-13%	8%
21	002926.SZ	华西证券	-3%	23%	48	601901.SH	方正证券	-11%	7%
22	002736.SZ	国信证券	-3%	20%	49	600621.SH	华鑫股份	-19%	7%
23	600864.SH	哈投股份	-23%	18%	50	600155.SH	华创云信	-14%	4%
24	601211.SH	国泰君安	-8%	18%	51	601990.SH	南京证券	-11%	4%
25	601066.SH	中信建投	-10%	18%	52	601456.SH	国联证券	-28%	1%
26	002673.SZ	西部证券	-8%	18%	53	601878.SH	浙商证券	-14%	-4%
27	601059.SH	信达证券	-3%	16%					

数据来源：Wind、开源证券研究所

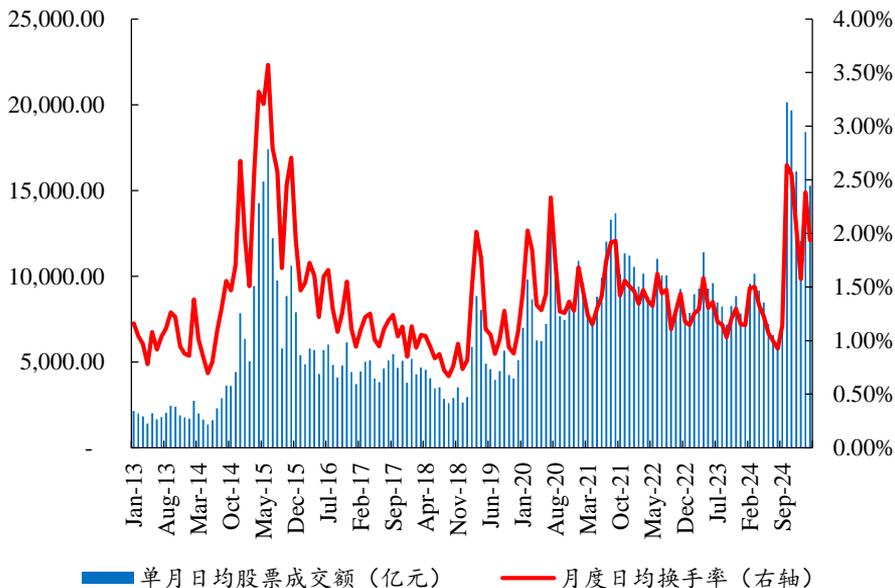
注：排序以2024年9月24日至今的涨跌幅自大对小排序

1.2 市场数据：市场换手率保持高位，个人投资者交投热情仍在

市场换手率保持高位，新开户数同比增长，个人投资者交投热情仍在

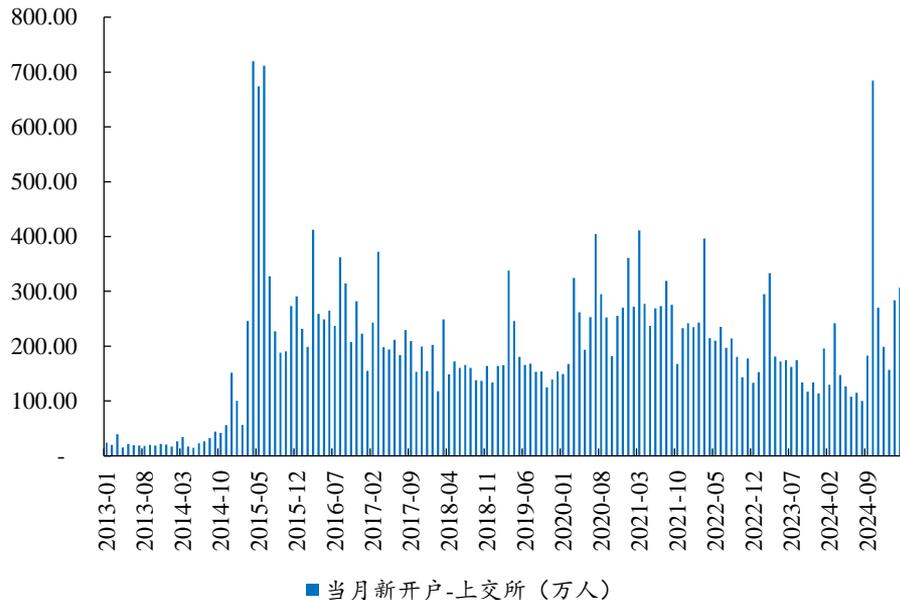
市场换手率提高：2024年12月-2025年3月，市场月度日均换手率为2.07%/1.57%/2.38%/1.94%，与2024年1-9月平均的1.20%相比，目前市场换手率保持高位。
一季度新开户数同比+32%：2025年Q1开户数达到747万户，同比增长32%，新开户数增长反映个人投资者入市热度仍在。

图2：2024.9.24以来市场换手率明显提升，2025Q1维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025Q1市场新开户数达747万，同比增加32%



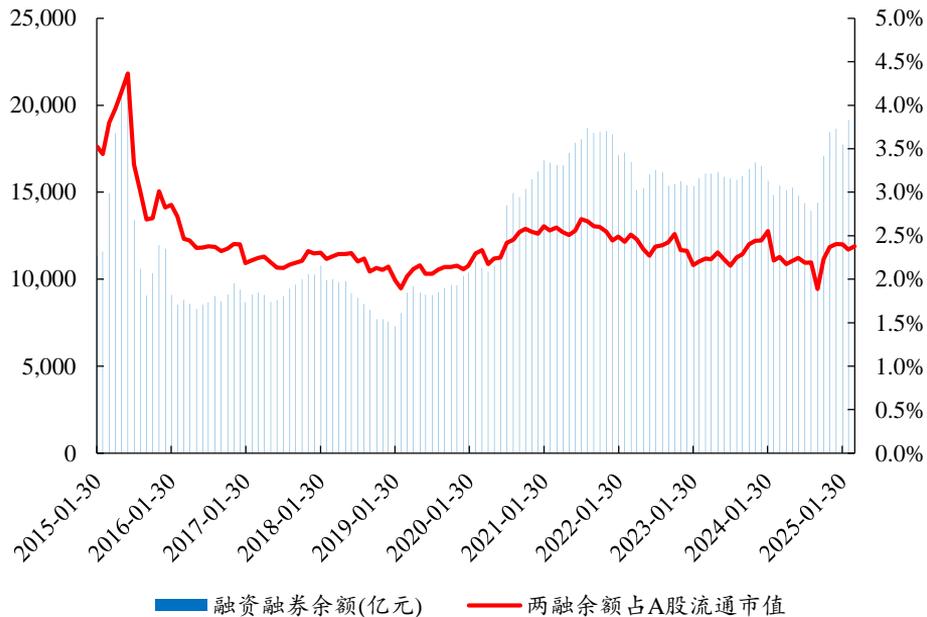
数据来源：上交所、开源证券研究所

1.2 市场数据：两融规模保持高位，整体仍处合理区间

两融规模保持高位，交易占比处合理区间

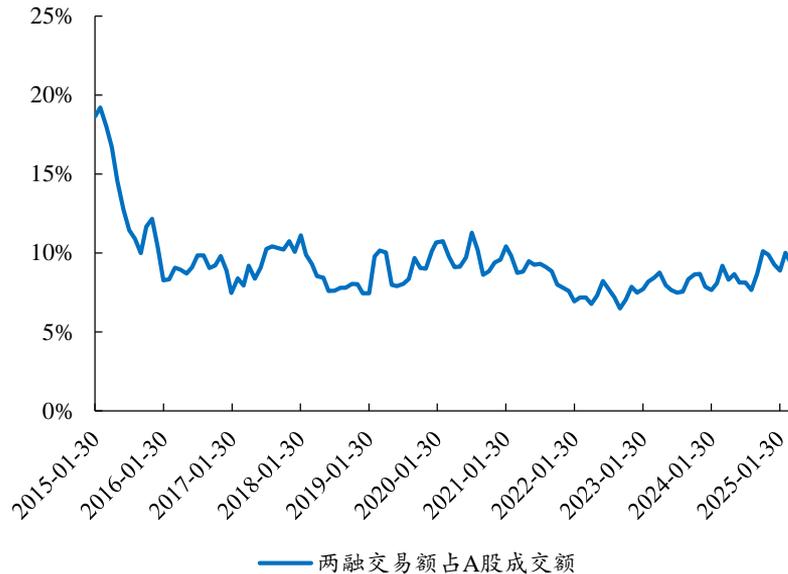
两融业务需求改善：截至2025年3月末，市场两融规模达1.91万亿，维持较高水平，期间两融交易占比在9-10%区间，水平处于合理区间。

图4：2025Q1末两融规模1.9万亿，仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024.9.24以来两融交易额占比环比提升，处于合理区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

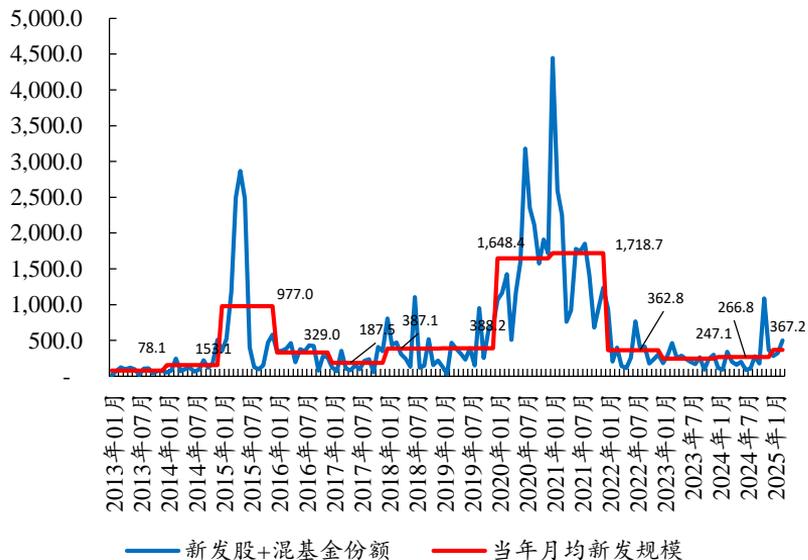
1.2 市场数据：权益基金新发同比增长，宽基ETF规模高增

权益基金新发同比增长，宽基ETF规模高增

被动产品相对景气：基金新发来看，2025Q1市场新发偏股基金1102亿，同比+102%，新发有一定改善，主因ETF产品发行高景气，剔除被动指数后为342亿，同比+42%。

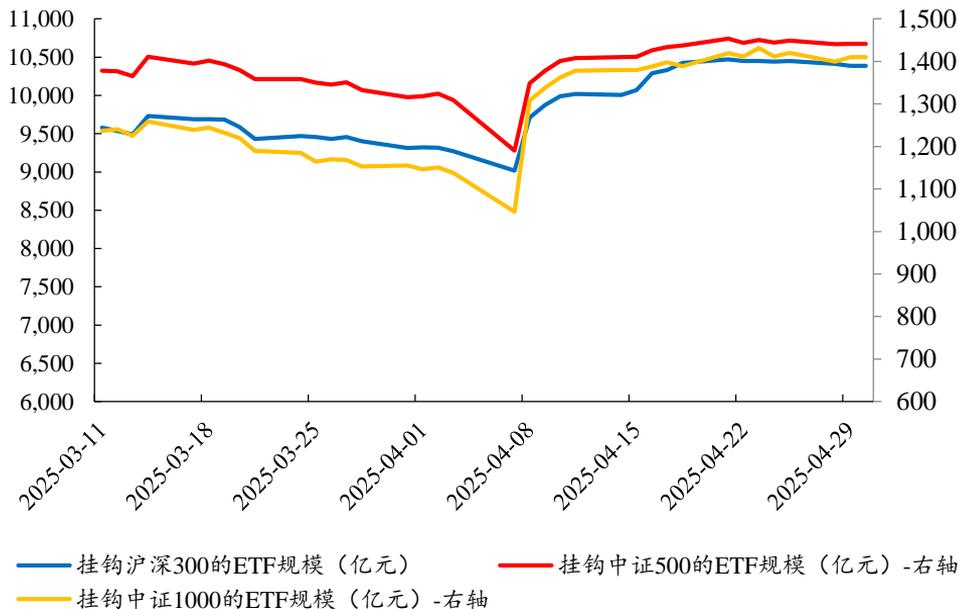
2025年4月8日宽基ETF规模明显增长：美国关税政策不确定性导致市场波动明显，中央汇金增持宽基ETF稳定市场，挂钩宽基的ETF规模增长明显。

图6：2025Q1月均新发偏股基金份额367亿，新发有一定改善，主因ETF产品发行高景气



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：4月8日以来宽基ETF规模明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

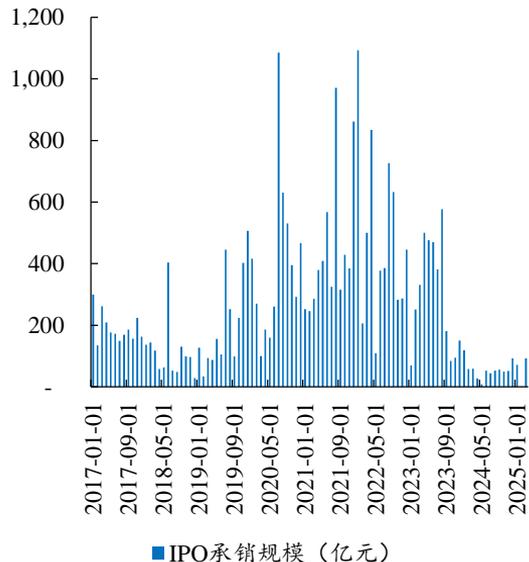
1.2 市场数据：IPO 仍然低迷，4月股债市波动或对券商自营带来一定挑战

投行：2025Q1 IPO规模165亿元，环比-15%，同比-30%，仍处于较低水平，券商投行IPO业务整体承压。

资管：2024Q4 券商资管规模合计5.5万亿，环比-4%，同比+3%。

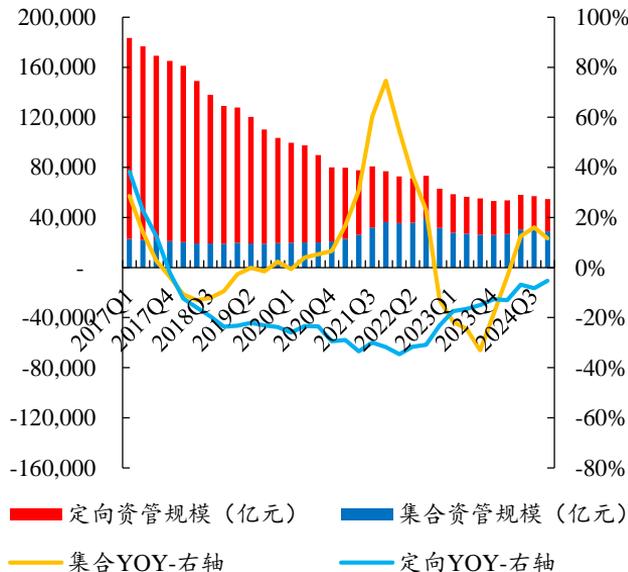
股债市涨跌幅：2025年1月以来股市回调并处于震荡阶段，4月7日美国关税政策对A股造成一定冲击，一系列稳市政策出台使得股市止跌并恢复平稳。债市经历2025年初的调整后，4月有所反弹。4月股债市波动或对券商自营带来一定挑战。

图8：2025Q1 IPO规模仍维持较低水平



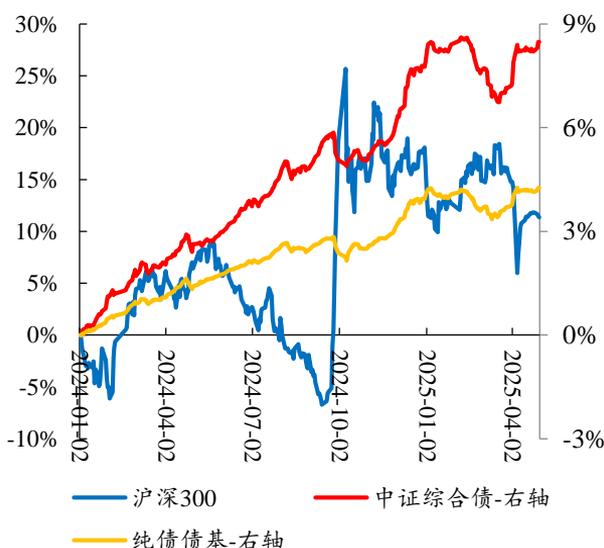
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024Q4 券商资管规模合计5.5万亿，环比-4%，同比+3%



数据来源：中基协、开源证券研究所

图10：924以来股市快速反弹，债市小幅调整后持续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 政策：政治局会议表态，持续稳定和活跃资本市场

特朗普对等关税事件造成全球股市回落，4月7日沪深300指数和恒生指数分别下跌7.05%/13.22%，为应对外部事件冲击，4月8日我国央行和中央汇金公司等多方积极表态，一系列举措稳股市，成效明显。4月27日中共中央政治局会议提出，“持续稳定和活跃资本市场”的表述为后续资本市场改革与发展奠定基调。

表2：关税事件以来，一系列举措稳股市，成效明显

4.7以来 稳股市措施	事件
救市资金	中央汇金答记者问表示,中央汇金公司一直是维护资本市场稳定的重要战略力量,发挥着类“平准基金”作用。中央汇金公司坚定看好中国资本市场发展前景,已再次增持了ETF,未来将继续增持,坚决维护资本市场平稳运行。
	中国国新旗下国新投资有限公司将以股票回购增持专项再贷款方式增持中央企业股票、科技创新类股票及ETF等,首批金额为800亿元。
	中国诚通旗下诚通金控和诚畅投资增持交易型开放式指数基金(ETF)和中央企业股票。(2)央行表态:坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金,并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持,坚决维护资本市场平稳运行。
央行	央行表态:坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金,并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持,坚决维护资本市场平稳运行。
金监总局	金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》:简化档位标准,将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%,进一步拓宽权益投资空间,同时确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例。
国务院国资委	国务院国资委表示,将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为,不断加大增持回购力度。A股上市公司积极响应,形成大规模回购潮。

资料来源：中央汇金、央行、金监总局、国务院、开源证券研究所

表3：政治局会议表态，持续稳定和活跃资本市场

时间	政策/事件	影响
2025年4月27日	中共中央政治局会议提出，“持续稳定和活跃资本市场”	近日召开的。相比之前的表述，此次会议不仅强调“稳”，更突出“活”，这释放了明确的积极信号。下一阶段，相关各方将围绕“稳”与“活”综合发力、加大用力。可以预见，在“持续稳定和活跃资本市场”指引下，资本市场将努力构建一个既稳健又有活力的市场生态，实现支持经济回升向好与推动自身发展的良性互动，为投资者创造长期价值。

资料来源：中国证券报、开源证券研究所

1.4 2024年报：市场环境改善驱动券商基本面回暖

投资与经纪业务支撑券商2024年净利润

2024年上市券商归母净利润1448亿元，同比+16%，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比+9%/-28%/-1%/+32%/-12%，管理费2352亿元，同比+2%，ROE为6.2%，同比+0.5pct，杠杆率（剔除客户保证金）为3.94倍，同比-0.09倍。

2024年9月24日一揽子政策出台后，市场转向带来交易量高增，驱动券商经纪业务明显改善，4季度经纪业务环比+111%，全年经纪业务同比增长。

2024年券商投资收益同比增长主因股市债市表现同比改善，2024年沪深300/纯债债基分别上涨14.7%/4.03%（2023年沪深300下跌11.4%，纯债债基上涨3.38%）。

表4：投资与经纪同比增长支撑2024年业绩增长

39家上市券商合计	2024A		
	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	1,042.2	9%	25%
投行业务	300.2	-28%	7%
资管业务	427.6	-1%	10%
投资收益 (含公允价值变动损益、汇兑损益)	1,756.9	32%	42%
利息净收入	345.9	-12%	8%
其他净收入	265.4	-19%	6%
调整后营业收入	4,138.2	7%	
管理费用	2,352.36	2%	57%
归母净利润	1,447.99	16%	
ROE	6.2%	+0.5pct	
杠杆率（剔除客户保证金）（倍）	3.94	-0.09倍	

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5

经纪：代理买卖收入增速略高于交易量，机构降佣拖累整体经纪业务弹性

降佣拖累经纪业务弹性，代理买卖证券净收入增速略高于交易量

- 代理买卖证券净收入同比+26%高于交易量，席位净收入同比-26%拖累经纪业务弹性。2024年上市券商证券经纪净收入同比+12%，占调整后营收23%，增速低于市场交易量增速（2024年市场日均股基成交额同比+23%），主因席位和代销金融产品净收入同比下降拖累，代理买卖证券/席位租赁/代销金融产品净收入分别同比+26%/-26%/-16%，代买收入增速略高于交易量，预计零售佣金率相对稳定。2024年下半年机构降佣落地，席位收入同比下降，拖累经纪业务整体弹性。
- 个股表现分化，代理买卖证券净收入占比高的券商更受益于924以来的个人投资者驱动的牛市行情，经纪业务弹性更大。

表5：代理买卖证券净收入增速略高于市场交易量增速

40家上市券商 (亿元)	2024年	YOY
经纪净收入	1,049.7	10%
证券经纪净收入	943.9	12%
证券代理买卖净收入	744.2	26%
席位租赁净收入	111.2	-26%
代销金融产品净收入	88.3	-16%
期货经纪净收入	107.7	-5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：个股经纪业务表现分化，代理买卖证券净收入占比高的券商更受益

亿元	YOY						结构		
	证券经纪净收入	占调整后营收	证券经纪净收入	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品	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	95.30	16%	5%	16%	-23%	-12%	73%	12%	16%
国泰君安	67.77	20%	17%	29%	-14%	-17%	80%	11%	9%
广发证券	60.04	23%	14%	30%	-19%	-18%	77%	12%	11%
华泰证券	59.70	18%	11%	19%	-4%	-24%	80%	11%	8%
招商证券	57.76	28%	15%	27%	-36%	4%	84%	9%	8%
中国银河	56.25	25%	14%	22%	-55%	-30%	92%	2%	6%
国信证券	52.92	28%	29%	38%	-20%	-9%	89%	5%	7%
中信建投	48.68	26%	4%	26%	-32%	-16%	70%	16%	14%
中金公司	41.74	20%	-6%	15%	-25%	-29%	63%	16%	21%
中万宏源	40.98	22%	12%	25%	-36%	-23%	86%	10%	4%
方正证券	34.77	45%	28%	43%	-37%	-26%	89%	5%	5%
中泰证券	29.37	31%	13%	22%	-11%	-30%	84%	10%	5%
长江证券	27.40	42%	4%	22%	-19%	-22%	67%	26%	7%
光大证券	26.12	27%	11%	24%	-43%	8%	77%	9%	14%
兴业证券	20.38	21%	-4%	19%	-31%	-23%	64%	23%	13%
浙商证券	17.97	28%	9%	22%	-14%	-4%	67%	19%	14%
国金证券	17.58	26%	16%	36%	-22%	-11%	73%	17%	10%
东方财富	16.67	14%	-6%	17%	-38%	-25%	68%	22%	10%
东吴证券	15.70	22%	8%	31%	-25%	-23%	71%	26%	3%
华西证券	15.43	40%	12%	27%	-38%	-34%	87%	9%	5%
财通证券	14.12	22%	18%	34%	-34%	0%	77%	9%	14%
东北证券	9.44	22%	8%	27%	-33%	5%	75%	18%	6%
华安证券	9.41	24%	24%	32%	-33%	-4%	89%	5%	6%
国元证券	9.30	16%	23%	30%	-57%	9%	89%	2%	9%
西部证券	8.87	21%	18%	33%	-33%	92%	81%	15%	5%
中银证券	8.41	29%	11%	26%	-43%	-21%	85%	6%	9%
天风证券	8.19	31%	-12%	15%	-25%	-33%	42%	56%	2%
国海证券	7.55	24%	19%	35%	-4%	5%	65%	30%	5%
长城证券	7.35	18%	15%	29%	-42%	3%	85%	8%	7%
财达证券	7.21	30%	35%	37%	9%	-37%	98%	1%	1%
国联证券	7.18	27%	39%	34%	63%	22%	71%	23%	6%
东兴证券	7.11	17%	17%	30%	-76%	-1%	89%	2%	9%
山西证券	5.96	20%	32%	45%	-13%	-5%	83%	7%	9%
西南证券	5.75	23%	7%	25%	-39%	-19%	82%	14%	4%
中原证券	5.72	41%	31%	32%	300%	-10%	98%	0%	2%
华林证券	5.64	39%	30%	31%	-6%	30%	95%	1%	3%
南京证券	4.73	17%	26%	31%	193%	-58%	94%	3%	3%
太平洋	3.86	29%	18%	33%	-42%	-28%	89%	6%	5%
第一创业	3.69	10%	7%	20%	-36%	-22%	85%	11%	4%
红塔证券	1.86	11%	28%	29%	-54%	-11%	99%	0%	1%
上市券商合计	943.89	23%	12%	26%	-26%	-16%	79%	12%	9%

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

个人投资者驱动的行情下，零售能力强的券商更受益，保证金高增

2024年末，上市券商客户保证金规模同比增长32%，较2024H1末增长30%，反应客户入金热情较高，方正证券、国信证券、招商证券等零售优势券商表现突出。

图12：2024下半年券商客户保证金规模高增，客户积极入金

序号	代理买卖证券款(亿元)	2023年末	2024H1末	2024年末	2024年同比↓	2024末较2024H1末	序号	代理买卖证券款(亿元)	2023年末	2024H1末	2024年末	2024年同比↓	2024末较2024H1末
1	方正证券	298	321	503	69%	57%	21	华西证券	242	237	333	38%	40%
2	国信证券	561	611	907	62%	48%	22	长江证券	409	418	561	37%	34%
3	国联证券	90	92	143	58%	55%	23	东兴证券	131	131	178	35%	36%
4	西南证券	120	132	186	55%	40%	24	东北证券	191	191	258	35%	35%
5	中银证券	181	188	280	55%	49%	25	中泰证券	586	611	785	34%	28%
6	天风证券	80	77	124	54%	61%	26	广发证券	1,320	1,365	1,753	33%	28%
7	华安证券	155	171	238	53%	39%	27	39家券商合计	19,380	19,759	25,630	32%	30%
8	国金证券	246	248	375	52%	51%	28	长城证券	237	238	310	31%	30%
9	太平洋	47	47	71	51%	51%	29	中信建投	1,009	970	1,306	29%	35%
10	红塔证券	38	45	58	50%	29%	30	国元证券	256	250	330	29%	32%
11	东吴证券	308	326	458	49%	40%	31	国海证券	150	147	193	29%	31%
12	浙商证券	203	204	300	48%	47%	32	招商证券	1,179	914	1,516	29%	66%
13	第一创业	75	72	110	47%	52%	33	中信证券	2,838	2,890	3,624	28%	25%
14	财通证券	189	183	274	45%	50%	34	光大证券	555	590	708	28%	20%
15	西部证券	128	145	187	45%	29%	35	华泰证券	1,447	1,512	1,846	28%	22%
16	华林证券	82	81	119	45%	47%	36	山西证券	146	153	185	27%	21%
17	南京证券	116	125	166	44%	33%	37	申万宏源	969	885	1,225	26%	38%
18	国泰君安	905	936	1,295	43%	38%	38	中金公司	823	820	1,007	22%	23%
19	中原证券	115	123	165	43%	34%	39	兴业证券	636	552	763	20%	38%
20	中国银河	1,203	1,804	1,656	38%	-8%	40	东方证券	1,116	956	1,136	2%	19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 经纪：下半年多数券商席位收入环比下降，公募佣金率环比下降47%

2024H2降佣政策落地，公募产品交易佣金率下降，被动产品佣金率下降明显

2024年7月1日，机构降佣政策正式实施，政策降低投资者交易成本、规范佣金分配机制，并推动券商研究业务回归本源。公募基金总佣金109.86亿元，同比下降35%，其中上半年/下半年分别为67.74/42.12亿元，下半年佣金环比下降38%。2024年下半年整体佣金率下降47%至万3.7，其中被动指数类/增强指数类产品佣金率分别下降62%/70%至万1.4/万1.7，其他类型（主动权益为主）下降42%至万4.4%。

图13：席位净收入承压，受降佣影响，多数券商下半年环比下降

席位净收入	简称	2024年(亿元) ↓	YOY	2024H1	2024H2	2024H2环比
1	中信证券	11.29	-23%	5.87	5.42	-8%
2	中信建投	7.64	-32%	4.06	3.58	-12%
3	国泰君安	7.33	-14%	3.81	3.52	-8%
4	广发证券	7.32	-19%	4.01	3.31	-18%
5	长江证券	7.22	-19%	3.94	3.28	-17%
6	华泰证券	6.79	-4%	3.59	3.20	-11%
7	中金公司	6.59	-25%	3.06	3.54	16%
8	招商证券	5.09	-36%	3.22	1.87	-42%
9	兴业证券	4.65	-31%	2.50	2.14	-14%
10	天风证券	4.60	-25%	2.22	2.38	7%
11	中万宏源	4.16	-36%	2.22	1.94	-12%
12	东吴证券	4.03	-25%	2.14	1.90	-11%
13	东方证券	3.68	-38%	2.12	1.55	-27%
14	浙商证券	3.49	-14%	1.84	1.65	-10%
15	中泰证券	3.02	-11%	1.88	1.14	-39%
16	国金证券	2.98	-22%	1.52	1.46	-4%
17	国信证券	2.43	-20%	1.40	1.02	-27%
18	光大证券	2.26	-43%	1.41	0.85	-40%
19	国海证券	2.26	-4%	1.17	1.09	-7%
20	方正证券	1.90	-37%	1.34	0.55	-59%
21	东北证券	1.72	-33%	1.12	0.60	-46%
22	国联证券	1.67	63%	0.73	0.94	28%
23	华西证券	1.36	-38%	0.80	0.55	-31%
24	西部证券	1.30	-33%	0.72	0.57	-21%
25	财通证券	1.30	-34%	0.73	0.57	-22%
26	中国银河	1.07	-55%	0.79	0.28	-64%
27	西南证券	0.78	-39%	0.44	0.34	-22%
28	长城证券	0.59	-42%	0.43	0.16	-64%
29	中银证券	0.54	-43%	0.31	0.22	-28%
30	华安证券	0.47	-33%	0.29	0.18	-40%
31	山西证券	0.44	-13%	0.33	0.11	-66%
32	第一创业	0.41	-36%	0.27	0.14	-47%
33	太平洋	0.24	-42%	0.14	0.09	-35%
34	国元证券	0.18	-57%	0.09	0.09	-2%
35	东兴证券	0.13	-76%	0.10	0.03	-71%
36	南京证券	0.13	193%	0.10	0.03	-65%
37	财达证券	0.07	9%			
38	华林证券	0.06	-6%	0.04	0.03	-34%
39	红塔证券	0.007	-54%	0.006	0.001	-86%
40	中原证券	0.0018	300%	0.0002	0.0015	515%
	上市券商	111.19	26%	60.78	50.34	-17%

表6：下半年公募机构交易佣金率下降47%，指数类下降超60%，主动权益类下降40%左右

单位：亿元	2023年	2024年	2024H1	2024H2	环比
公募交易佣金总盘子					
公募总佣金	168.35	109.86	67.74	42.12	-38%
YOY	-11%	-35%			
股票交易总金额					
YOY	-7%	-8%			
公募基金佣金率					
YOY	-4%	-29%			
股票类-被动指数型					
被动指数型佣金	10.03	7.50	4.60	2.90	-37%
占比	6%	7%	7%	7%	
被动指数型交易量					
占比	10%	16%	13%	18%	
被动股票指数型佣金率	0.045%	0.022%	0.036%	0.014%	-62%
股票类-增强指数型					
增强指数型佣金	8.13	5.17	3.83	1.34	-65%
占比	5%	5%	6%	3%	
增强指数型交易量	14,246	14,882	6,897	7,984	16%
占比	6%	7%	7%	7%	
增强指数型佣金率	0.057%	0.035%	0.056%	0.017%	-70%
其他类型（主动权益为主）					
其他类型佣金	150.20	97.19	59.32	37.88	
占比	94%	93%	93%	100%	
其他类型交易量	193,954	164,342	78,431	85,911	
占比	84%	77%	80%	75%	
其他类型佣金率	0.077%	0.059%	0.076%	0.044%	-42%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 公募：各家营收和净利润表现分化，马太效应进一步强化

公募基金营收和净利润表现分化，马太效应进一步强化

2024年样本59家基金公司收入/归母净利润同比-2%/+3%，净利润排名前30家的样本收入和归母净利润同比-1%/+3%，后29家分别-8%/-1%，马太效应进一步强化。

头部基金财务表现分化。2023年以来基金公司经历降费、降佣政策，同时主动权益产品受股市影响净值出现波动，各管理人盈利增速放缓，中小管理人财务表现承压。2024年至今债市、被动指数类景气度较高，因此产品线布局齐全、投研能力与渠道能力较强的头部基金公司财务表现相对稳健，指数类产品优势的基金公司财务表现更加受益于当下外部环境。

图14：2024年以来债基和被动指数类产品景气度相对较高

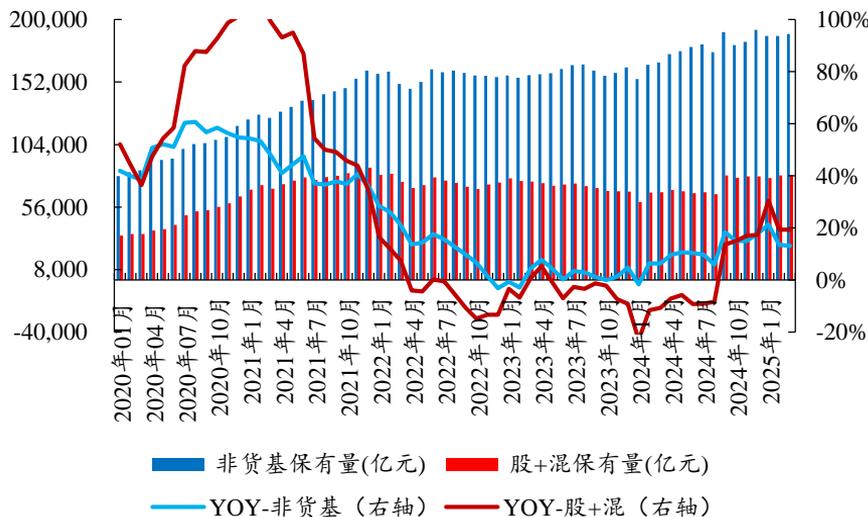


表7：基金公司营收和净利润表现分化，马太效应进一步强化

序号	基金管理人简称	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)		
		2023年	2024年	YOY	2023年	2024年	YOY
1	易方达基金	125.01	121.09	-3%	33.82	39.00	15%
2	南方基金	67.41	75.23	12%	20.11	23.52	17%
3	华夏基金	73.27	80.31	10%	20.13	21.58	7%
4	工银瑞信基金				19.42	21.10	9%
5	广发基金	76.43	72.60	-5%	19.50	20.00	3%
6	富国基金	67.15	64.05	-5%	18.14	17.51	-3%
7	招商基金	52.94	53.08	0%	17.53	16.50	-6%
8	汇添富基金	53.71	48.28	-10%	14.15	15.47	9%
9	博时基金	45.88	45.89	0%	15.11	15.28	1%
10	兴证全球基金	36.11	32.79	-9%	13.69	14.13	3%
11	景顺长城基金	38.30	33.73	-12%	11.75	9.51	-19%
12	华安基金	34.39	31.10	-10%	9.35	9.10	-3%
13	交银施罗德基金				12.01	8.79	-27%
14	建信基金				8.83	8.44	-4%
15	中银基金				7.02	7.90	13%
16	鹏华基金	39.47	35.94	-9%	8.39	7.51	-11%
17	华泰柏瑞基金	17.57	23.13	32%	5.02	7.30	46%
18	银华基金	32.07	28.57	-11%	6.36	5.58	-12%
19	大成基金	20.06	21.16	5%	4.05	4.61	14%
20	兴业基金	11.68	12.37	6%	4.01	4.26	6%
21	万家基金	17.96	17.79	-1%	3.60	3.27	-9%
22	永赢基金	10.18	13.63	34%	1.74	2.55	47%
23	浦银安盛基金	12.83	12.76	-1%	2.95	2.53	-14%
24	中加基金				2.38	2.52	6%
25	农银汇理基金				3.11	2.48	-20%
26	长城基金	11.03	10.66	-3%	2.30	2.31	1%
27	上银基金	3.88			1.47	2.02	37%
28	鑫元基金	6.15			1.60	1.90	19%
29	国海富兰克林	6.11	5.73	-6%	1.76	1.57	-11%
30	财通基金	6.93	6.16	-11%	1.72	1.49	-13%
	上述30家样本	856.50	846.07	-1%	291.04	299.73	3%
	后29家样本	90.31	82.71	-8%	10.35	10.25	-1%
	已披露数据的59家样本	946.82	928.78	-2%	301.38	309.98	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本选取已披露财务数据的59家基金公司，以2024年归母净利润自大到小排序，同比变化以可比口径计算

1.7 净利润不完全反映债券自营收益率，隐含影响可关注其他综合收益

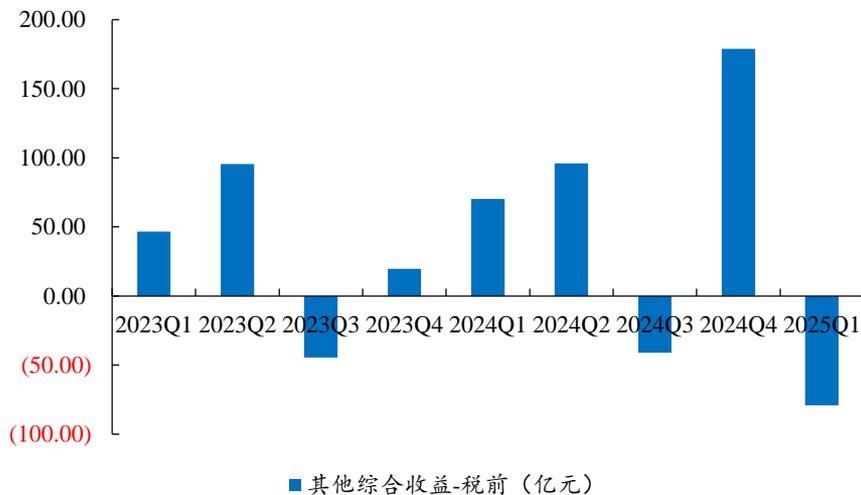
2024Q4与2025Q1债市波动较大，净利润不完全反映，隐含影响可关注其他综合收益

2024/2025Q1上市券商归母净利润1448/517亿，同比+16%/+85%，归母综合收益总额1751/438亿元，同比+28%/+25%，年报的综合收益总额增速高于净利润增速而一季报的更低，差异主因其他综合收益干扰。其他综合收益与其他权益工具投资公允价值变动、其他债权投资公允价值变动、其他债权投资信用减值准备、外币财务报表折算差额相关，2024Q4与2025Q1债市波动较大，导致券商债权投资、其他债权投资的公允价值波动幅度较大，2024Q4债市向好、2025Q1债市回调，反映在其他综合收益的季度数据分别为盈利179亿、亏损79亿。计入到债权投资、其他债权投资和其他权益工具科目可一定程度上平抑市场波动对券商利润表净利润的影响，一季报降低了债市回调对净利润的负面冲击。

表8：2024Q4债市向好驱动其他债券投资

对净利润的影响	分红	利息	公允价值变动	处置
1、债权投资	带来投资收益增加，从而提升净利润	利息净收入	不适用	处置带来浮动盈亏的兑现，带来投资收益增加，从而提升净利润
2、其他债权投资	带来投资收益增加，从而提升净利润	利息净收入	无影响 (带来其他债权投资公允价值增加，从而提升其他综合收益)	处置带来浮动盈亏的兑现，其他债权投资公允价值变动损益转投资收益，从而提升净利润
3、交易性金融资产	带来投资收益增加，从而提升净利润	带来投资收益增加，从而提升净利润	带来公允价值变动增加公允价值变动计入当期损益，从而提升净利润	处置带来浮动盈亏的兑现，带来投资收益的增加，从而提升净利润
4、其他权益工具	带来投资收益增加，从而提升净利润	带来投资收益增加，从而提升净利润	无影响 (带来其他权益工具公允价值增加，从而提升其他综合收益)	无影响
对净资产的影响	分红	利息	公允价值变动	处置
1、债权投资	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来银行存款的增加，从而提升净资产	不适用	投资收益的增加，带来净利润的增加，带来留存收益的增加从而提升净资产
2、其他债权投资	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来其他债权投资的增加，从而提升净资产	处置带来浮动盈亏的兑现，其他债权投资公允价值变动损益转投资收益，从而提升净利润带来留存收益的增加，从而提升净资产
3、交易性金融资产	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来交易性金融资产的增加，从而提升净资产	投资收益的增加，带来净利润的增加，带来留存收益的增加从而提升净资产
4、其他权益工具	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来银行存款的增加，从而提升净资产	带来其他权益工具的增加，从而提升净资产	处置带来浮动盈亏的兑现，其他权益工具公允价值变动转盈余公积，从而提升净资产

图14：2024Q4债市向好驱动其他债券投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：企业会计准则、开源证券研究所

1.7 2025一季报：经纪和投资业务驱动净利润高增

经纪和投资业务驱动2025一季报净利润高增

2025Q1上市券商归母净利润517亿元，同比+85%，剔除国泰海通非经常性损益后，归母净利润428亿同比+53%。2025Q1调整后营收同比+35%，其中经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比+49%/+5%/-2%/+46%/+28%，经纪与投资收益同比高增驱动收入增长，业务及管理费用同比+17%，年化ROE为8.2%，剔除国泰海通非经常性损益后为6.8%，杠杆率（剔除客户保证金）为3.84倍，同比-0.15倍。2025Q1市场股基成交额同比+72%，驱动券商经纪业务同比+49%。2025Q1券商投资收益同比增长预计主因股市相对稳定使得券商衍生品（雪球）业务同比改善。

表9：投资与经纪同比高增支撑2025Q1净利润高增

39家上市券商合计	2025Q1		
	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	322.1	49%	29%
投行业务	65.6	5%	6%
资管业务	98.8	-2%	9%
投资收益 (含公允价值变动损益、汇兑损益)	479.9	46%	43%
利息净收入	77.9	28%	7%
其他净收入	81.0	27%	7%
调整后营业收入	1,125.3	35%	
管理费用	578.60	17%	51%
归母净利润	517.09	85%	
ROE	8.2%	+3.3pct	
杠杆率（剔除客户保证金）（倍）	3.84	-0.15	

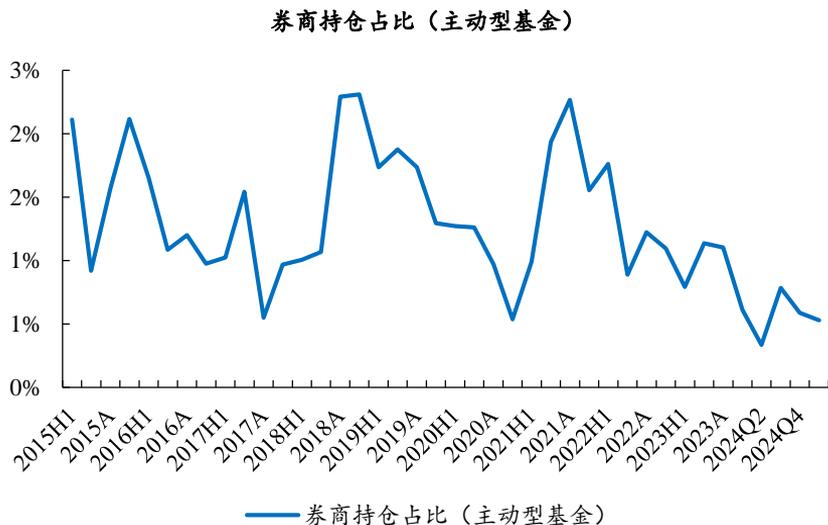
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7 券商机构持仓与板块估值处于低位

券商板块机构配置位于历史底部：2025Q1末主动型基金重仓股中券商板块占比0.53%，环比-0.06pct，相对A股低配3.32pct，位于近5年季度数据5%分位数，机构持仓位于底部位置。多数传统券商受减仓，金融科技获加仓。

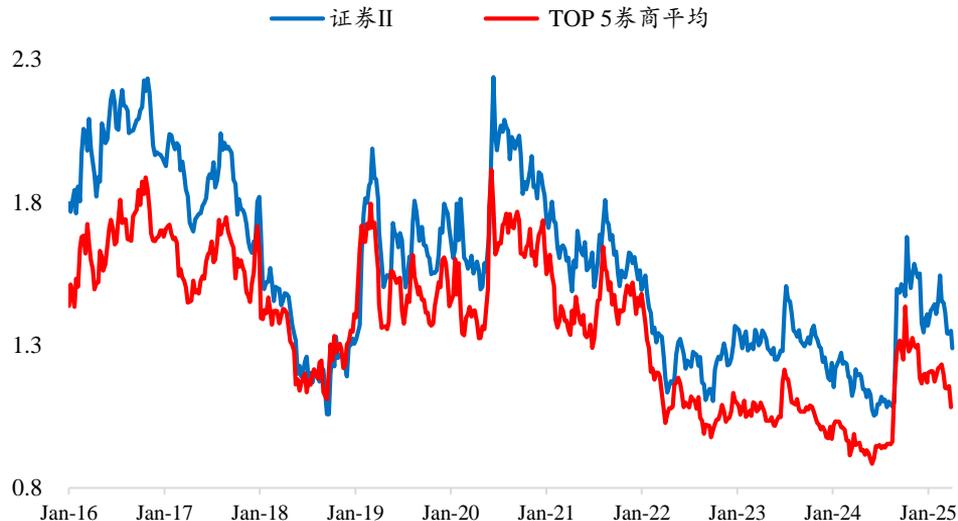
券商板块估值处于历史低位：截至4.30，证券板块PB（LF）为1.29倍，位于历史5年32%分位，PE-TTM为18.6倍，位于历史5年25%分位，估值处于相对低位，尚未充分反映一季度盈利改善。

图15：2025Q1主动型基金券商重仓股持仓环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：券商PB估值呈下降趋势，当前处于历史5年32%分位



数据来源：Wind、开源证券研究所
TOP5券商包括中信证券、华泰证券、国泰海通、广发证券、招商证券

年报、一季报业绩高beta弹性持续验证

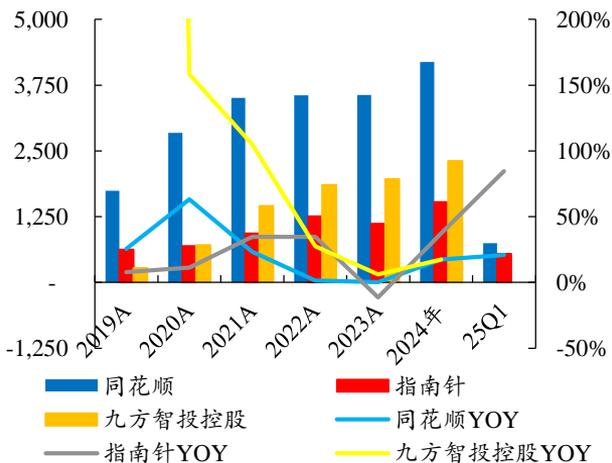
2024年报与2025一季报表现优异，高弹性验证。2024年同花顺、指南针、九方智投控股营收42/15/23亿元，同比+17%/+37%/+17%，销售现金流49/15/35亿，同比+25%/+38%/+49%，现金流高增，业务充分受益于个人投资者驱动的行，归母净利润为18/1.0/2.7亿元，同比+30%/+44%/+43%，净利润高弹性。2025Q1同花顺/指南针现金流同比+80%/+93%，业务高beta特征突出。往后看关注市场交易量持续性、流量平台提价影响、服务2C的金融AI应用落地。

同花顺：公司自有的垂类客户流量池价值持续凸显，研发投入行业领先。关注2C金融AI应用落地带来的行业革新。

指南针：看好公司软件与证券业务协同效应。年报与一季报证券业务持续验证成长性，业绩高beta弹性特征凸显。关注定增进展。

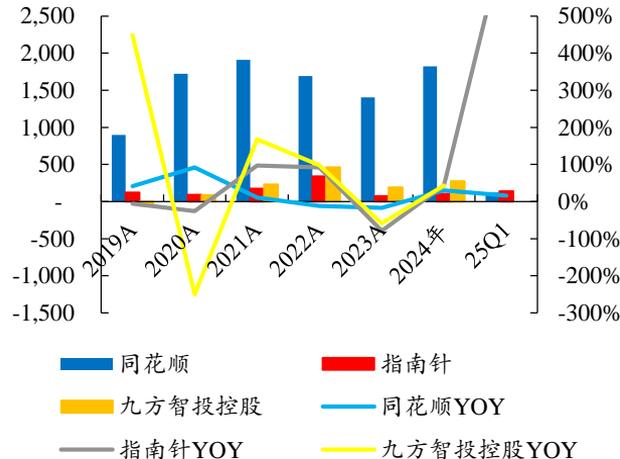
九方智投控股：公司面向大众富裕人群提供高端投教和金融信息软件服务，具有强内容支撑的产品体系，深耕MCN精细化流量运营，先发优势明显。关注小单战略将流量公域转私域进展，以及AI赋能效果。

图17：2024年与2025Q1三家公司营业收入同比高增（亿元）



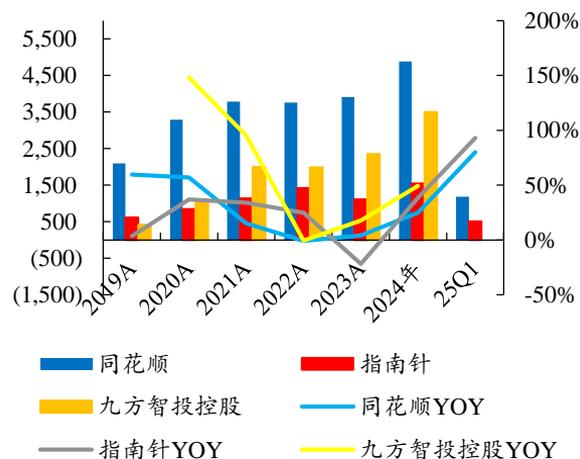
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图18：指南针与九方智投控股净利润高弹性突出（亿元）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：2024年与2025Q1现金流表现向好（亿元）

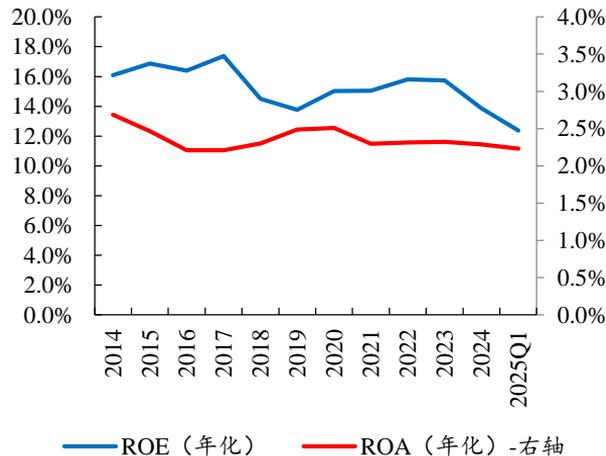


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

江苏金租：净利差保持高位，穿越周期的稳健标的。公司是A股唯一上市的金租公司，业务模式符合监管导向，业绩稳健且资产质量良好，高股息、高ROE、低不良；聚焦零售真租赁，厂商模式优势领先，具有竞争壁垒。

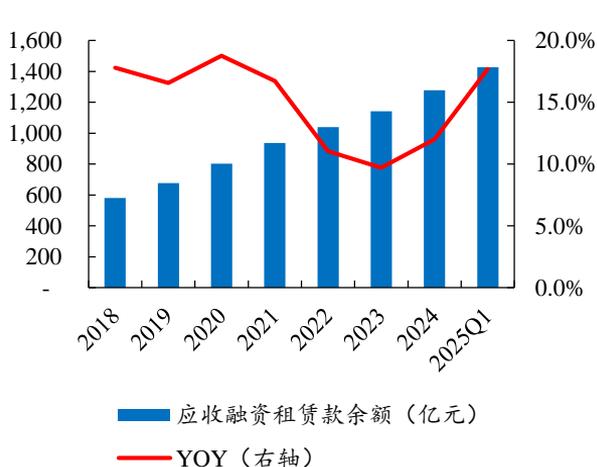
一季报营收超预期，利差和规模投放亮眼：2025Q1度营收15.4亿，同比+20%，拨备前利润+20%，营收和拨备前利润增速超预期。开门红投放亮眼，1季度末租赁余额同比+18%，同时1季度净利差扩张明显，驱动营收高增，投放高增为全年业绩稳健增长奠定基础。公司业务受益于设备更新政策等稳增长政策以及低利率环境，当前（4.30）股息率-TTM为5.07%，持续推荐。

图20：长周期ROE保持较高水平，盈利能力优秀



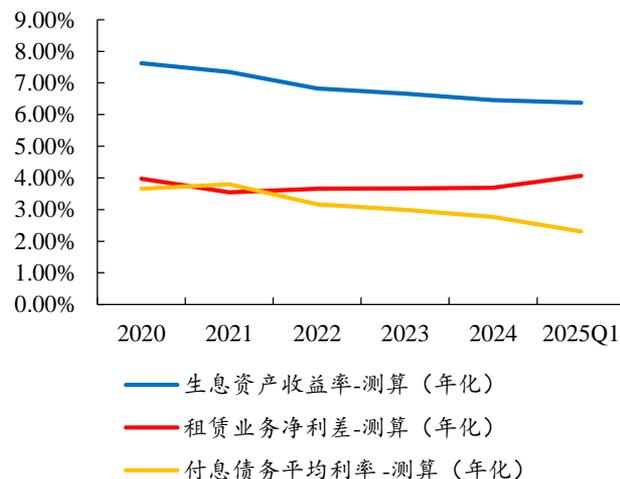
数据来源：江苏金租公司公告、开源证券研究所
注：2024年完成转债转股，摊薄净资产导致ROE下降。

图21：租赁资产规模稳健增长，一季报增速超预期



数据来源：江苏金租公司公告、开源证券研究所

图22：净利差维持高位，一季报净利差扩张



数据来源：江苏金租公司公告、开源证券研究所

1.10 零售优势强、股息率高的头部券商性价比突出

券商板块观点：政策面和市场交易量向下的概率较小，个人投资者活跃度中枢提升趋势有望延续。低基数下2025上半年券商基本面同比增速较强，零售能力强的券商更受益于当前市场环境。券商板块估值和机构持仓仍在低位，头部券商基本面向好且股息率3%以上的，作为牛市期权的配置性价比比较高。选股推荐三条主线：

- a. 高beta弹性的2C金融信息服务商，推荐指南针、东方财富，受益标的：九方智投控股、同花顺。
- b. 零售优势突出且股息率较高的头部券商，受益标的：国信证券，招商证券，中国银河。
- c. 受益于港股市场复苏的公司，推荐香港交易所，受益标的：中金公司。

表10：受益标的估值表-券商与多元金融

证券代码	证券简称	股票价格	EPS (元)		P/E		评级
		2025/5/6	2024A	2025E	2024A	2025E	
300059.SZ	东方财富	20.99	0.61	0.76	34.48	27.78	买入
300803.SZ	指南针	61.16	0.25	0.61	242.12	100.54	买入
300033.SZ	同花顺	265.95	3.39	3.98	78.42	66.77	买入
0388.HK	香港交易所	359.20	10.29	13.27	32.43	25.15	买入
600901.SH	江苏金租	5.39	0.51	0.57	10.61	9.47	买入
9636.HK	九方智投控股	38.90	0.61	1.70	59.24	21.26	未评级
002736.SZ	国信证券	10.78	0.72	0.93	14.97	11.56	未评级
600999.SH	招商证券	16.58	1.13	1.34	14.67	12.39	未评级
601881.SH	中国银河	15.81	0.81	1.04	19.52	15.19	未评级
601995.SH	中金公司	33.36	1.04	1.43	32.08	23.25	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：江苏金租、东方财富、同花顺、指南针、香港交易所盈利预测和估值来自开源证券研究所，其余标的预测来自Wind一致预期；香港交易所与九方智投控股数据单位为港元，其余为人民币。

图23：建议配置零售优势强、高股息率的传统券商

单位：亿元	券商简称	代理买卖证券净收入占比		代理买卖证券存款增速		年化ROE		股息率-TTM		PB
		2024年	2024H2环比	2024A	2025Q1	2025/4/30	2025/4/30			
601901.SH	方正证券	40%	57%	4.7%	9.9%	1.4%	1.26			
601375.SH	中原证券	40%	34%	1.8%	2.9%	0.6%	1.25			
002945.SZ	华林证券	38%	47%	5.4%	6.0%	0.3%	5.35			
002926.SZ	华西证券	34%	40%	3.1%	5.1%	1.1%	0.89			
600906.SH	财达证券	29%	56%	5.8%	3.9%	1.6%	1.72			
000783.SZ	长江证券	28%	34%	5.0%	9.9%	2.3%	1.04			
601099.SH	太平洋	26%	51%	2.3%	2.8%	0.0%	2.50			
600918.SH	中泰证券	26%	28%	2.3%	3.5%	0.6%	1.12			
002736.SZ	国信证券	25%	48%	7.2%	7.8%	3.2%	1.16			
601696.SH	中银证券	25%	49%	5.1%	6.2%	0.4%	1.50			
600999.SH	招商证券	23%	66%	8.3%	7.1%	2.9%	1.23			
601881.SH	中国银河	23%	-8%	7.4%	8.5%	1.8%	1.52			
600909.SH	华安证券	22%	39%	6.8%	9.3%	1.8%	1.15			
601788.SH	光大证券	21%	20%	4.5%	4.8%	1.2%	1.25			
600109.SH	国金证券	19%	51%	5.0%	6.9%	1.5%	0.88			
601456.SH	国联证券	19%	55%	2.2%	4.4%	0.6%	1.09			
000166.SZ	中万宏源	19%	38%	5.1%	7.5%	1.3%	1.11			
600369.SH	西南证券	19%	40%	2.7%	3.8%	2.1%	1.05			
601878.SH	浙商证券	19%	47%	6.2%	6.3%	1.4%	1.35			
601066.SH	中信建投	18%	35%	7.1%	7.0%	1.1%	2.30			
40家上市券商		18%	30%	6.2%	6.8%					
000776.SZ	广发证券	17%	28%	6.8%	7.4%	3.2%	0.96			
601108.SH	财通证券	17%	50%	6.6%	3.2%	2.2%	0.94			
002500.SZ	山西证券	17%	21%	4.0%	5.5%	1.8%	1.11			
002673.SZ	西部证券	17%	29%	4.9%	4.0%	1.3%	1.16			
000686.SZ	东北证券	16%	35%	4.0%	4.2%	1.6%	0.92			
601990.SH	南京证券	16%	33%	5.7%	6.2%	1.7%	1.59			
601211.SH	国泰君安	16%	38%	7.7%	6.8%	2.1%	0.97			
601555.SH	东吴证券	16%	40%	5.8%	9.3%	4.0%	0.92			
002939.SZ	长城证券	15%	30%	5.4%	8.0%	1.7%	1.02			
000750.SZ	国海证券	15%	31%	1.9%	3.6%	0.9%	1.09			
601198.SH	东兴证券	15%	36%	5.6%	5.3%	1.4%	1.14			
601688.SH	华泰证券	14%	22%	8.3%	7.5%	3.2%	0.87			
000728.SZ	国元证券	14%	32%	6.3%	6.9%	2.1%	0.88			
601377.SH	兴业证券	13%	38%	3.8%	3.6%	2.2%	0.91			
601162.SH	天风证券	13%	61%	-0.1%	0.4%	0.0%	1.45			
601995.SH	中金公司	12%	23%	5.2%	7.0%	0.5%	1.68			
600030.SH	中信证券	12%	25%	7.7%	8.8%	2.1%	1.38			
601236.SH	红塔证券	10%	29%	3.2%	4.8%	2.0%	1.41			
600958.SH	东方证券	9%	19%	4.2%	7.0%	1.9%	1.00			
002797.SZ	第一创业	9%	52%	5.8%	2.9%	1.1%	1.71			

目录

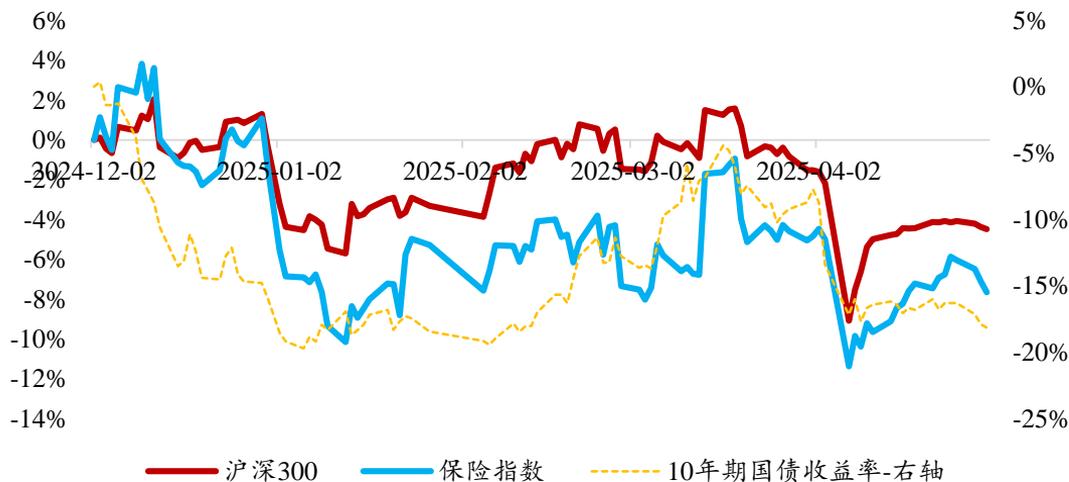
CONTENTS

- 1 券商及多元：受益于活跃度中枢抬升，看好三条主线机会
- 2 保险板块：负债端稳健+资产端beta催化，看好权益弹性标的
- 3 风险提示

保险板块复盘：投资和负债端均有所承压，2024年12月以来小幅跑输沪深300

- 2024年12月至2025年4月：保险板块下跌7.7%，较沪深300指数超跌3.2%，小幅跑输，资产端长端利率承压和负债端增速降轨均有所压制。
- **投资端**：长端利率波动下行，从2024年12月初的1.98%下降至2025年4月末的1.62%，降幅达到36bps。权益市场表现分化，A股市场表现有所承压，港股市场表现较好。2024年年报上市险企统一下调投资收益率和贴现率假设，对NBV和EV带来一定负向影响。
- **负债端**：与2024年高增长相比，2025年1季度NBV增速有所下降，个险新单有所承压。

图24：投资和负债端均有所承压，2024年12月以来小幅跑输沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 保险板块复盘：资产和负债两端有所承压，小幅跑输沪深300指数

保险个股复盘：中国财险和新华保险涨幅较好

- 中国财险：公司作为高股息率港股标的涨幅领先，COR改善和投资端业绩较好驱动公司2025年1季报业绩高增。
- 新华保险：2024年年度业绩和分红同比高增，同时2025年1季度负债端和投资端增速均处于同业领先优势，驱动股价超额较强。

图25：中国财险和新华保险涨幅较好

证券代码	证券简称	市场	细分行业	期间涨跌幅（%）		期间超额收益（%）VS沪深300	
				2024.12.1-2025.4.30	2025年以来	2024.12.1-2025.4.30	2025年以来
2328.HK	中国财险	港美股	保险	21.4	16.6	26.2	20.9
1336.HK	新华保险	港美股	保险	19.1	20.1	23.9	24.4
2318.HK	中国平安	港美股	保险	4.0	1.2	8.8	5.5
601336.SH	新华保险	A股	保险	1.6	-3.2	6.4	1.1
1299.HK	友邦保险	港美股	保险	-0.1	3.2	4.7	7.5
601319.SH	中国人保	A股	保险	-1.6	-6.5	3.2	-2.2
2628.HK	中国人寿	港美股	保险	-3.5	-3.3	1.3	1.0
000300.SH	沪深300	A股	市场指数	-3.7	-4.2	1.1	0.1
601318.SH	中国平安	A股	保险	-4.8	-3.7	0.0	0.6
CI005166.WI	保险II(中信)	A股	行业指数	-6.4	-6.4	-1.6	-2.1
6060.HK	众安在线	港美股	保险	-11.0	-4.8	-6.2	-0.5
601601.SH	中国太保	A股	保险	-11.9	-12.4	-7.1	-8.1
0966.HK	中国太平	港美股	保险	-12.4	-7.4	-7.6	-3.1
2601.HK	中国太保	港美股	保险	-13.7	-16.3	-8.9	-12.0
601628.SH	中国人寿	A股	保险	-13.8	-13.4	-9.0	-9.1
CI005165.WI	证券II(中信)	A股	行业指数	-15.2	-11.8	-10.4	-7.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 基本面：投资端分化带来业绩增速差异，负债端增速降轨

净利润：投资服务业绩是分化主因，债市下跌有所拖累

- 5家上市险企2025Q1归母净利润同比增速分别为：中国人保+43%/中国人寿+40%/新华保险+19%/中国太保-18%/中国平安-26%，5家合计842亿，同比+1.4%。
- 利源分解看，多数上市险企保险服务业绩同比稳健增长，投资服务业绩波动是整体业绩分化主因。1季度债市下跌和股市波动，对投资服务业绩带来一定挑战，拖累多数险企投资服务业绩。2025年1季度10Y国债收益率上行14bp，沪深300指数和红利指数分别下跌1.2%/4.4%(2024Q1分别上涨3.1%/10.1%)，恒生指数上涨15.3%(2024Q1下跌3.0%)。
- 新华保险和中国人保投资端1季度表现较好，带动业绩增速优于同业；我们预计中国人寿受益于利率上行带动保险服务业绩改善（VFA方法下亏损转回）；此外，平安好医生并表带来的一次性负向影响也对中国平安1季报业绩带来拖累，中国平安2025Q1归母营运利润同比+2.4%。

图26：投资服务业绩是主要差异

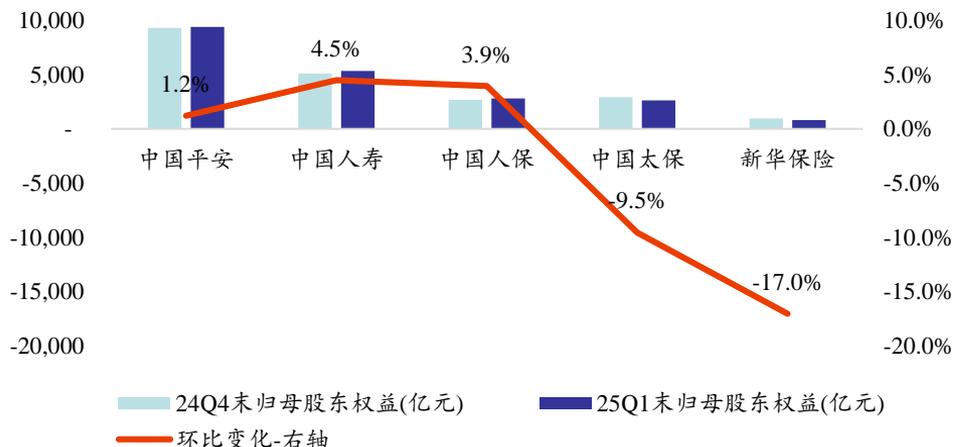
利源分析	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	25Q1	YOY	25Q1	YOY	25Q1	YOY	25Q1	YOY	25Q1	YOY
保险服务收入	1,377	0.6%	542	0.8%	696	3.9%	123	5.0%	1,361	7.9%
保险服务费用	-1,100	0.0%	-276	-32.8%	-603	5.6%	-82	4.3%	-1,183	6.2%
分出保费的分摊	-33		-15		-36		-5		-78	
减：摊回保险服务费用	22		8		32		4		48	
提取保费准备金	-1				-2					
保险服务业绩（上方加总）	265	2.8%	259	123.9%	86	-10.8%	41	5.2%	149	26.1%
利息收入	333		309		144		81		79	
投资收益	296		252		71		98		122	
公允价值变动损益	-218		-24		17		30		-5	
A.投资收益合计	411	-27.4%	536	-17.2%	232	-15.9%	209	44.3%	197	67.2%
B.承保财务损益	-381	-2.8%	-447	-5.4%	-185	-16.6%	-181	50.5%	-115	43.4%
C.减：分出再保险财务损益	-0		2		4		1		3	
投资服务业绩（A+B+C）	30	-83.2%	91	-48.6%	50	-16.1%	29	14.9%	85	107.5%
其他（税前利润）	61	-33.5%	-24	-2.4%	-21	29.8%	-10	-20.3%	-28	35.3%
利润总额	355	-32.5%	326	21.7%	116	-17.7%	60	16.2%	206	48.8%
所得税	4	-95.1%	33	-42.4%	15	-21.1%	1	-54.3%	31	76.3%
归母净利润	270	-26.4%	288	39.5%	96	-18.1%	59	19.0%	128	43.4%

2.2 基本面：投资端分化带来业绩增速差异，负债端增速降轨

净资产：表现分化，净资产环比下降主要受利率短期波动影响

- 2025Q1末中国人寿、中国平安和中国人保归母股东权益较年初小幅增长，体现资产和负债匹配较好。
- 2025Q1末中国太保、新华保险归母股东权益较年初分别-9.5%/-17.0%，预计主要原因：1季度长端利率明显上行导致资产端债券类资产承压，同时两家上市险企保险合同负债采用相对平滑的评估利率曲线，负债端评估利率下降造成保险合同负债增加，资产负债两端错位带来净资产承压，预计4月利率下降过程中，净资产负向影响明显改善。

图27：上市险企期末净资产环比增速表现有所差异



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 基本面：投资端分化带来业绩增速差异，负债端增速降轨

NBV：不回溯口径下同比增速降档，预计受个险拖累，分红险转型效果明显

- 不回溯口径下(更能体现预定利率和投资收益率假设同步下调的影响)，新华保险、中国太保、中国平安2025Q1 NBV同比增速分别为68%、11%和同比持平。**NBV同比增速降档，预计主要受新单保费尤其是个险新单同比增速承压影响**，炒停透支需求、预定利率调降和分红险转型等因素造成个险新单承压，预计低基数下银保新单同比增长较好。各家开门红策略差异带来新单和NBV增速差异。
- 可比口径下(回溯经济假设调整影响)，中国太保、中国平安、人保寿险、中国人寿2025Q1 NBV分别同比增长39.0%/34.9%/31.5%/4.8%。**可比口径下NBV同比保持较快增长，预计主要受预定利率调降影响**，产品结构优化和报行合一成本的节约也一定程度上利好价值率提升。
- **分红险转型效果显著**：中国人寿2025Q1新单期交保费中浮动收益型占比达到52%，中国太保2025Q1新单保费中分红险占比18%，同比+16.1pct。
- **个险人力略有下降**。中国人寿、中国平安和中国太保2025年Q1末代理人规模分别为59.6万人、33.8万人、18.8万人，分别较年初-3.1%、-6.9%和持平。

图28：不回溯口径下，NBV增速稳健增长

NBV (亿元)	回溯前： 4.5%投资收益 率假设	回溯后： 4.0%投资收益 率假设	2025Q1	同比增速 (不回溯)	同比增速 (回溯)
	2024Q1	2024Q1			
中国平安	128.9	95.55	128.9	0.0%	34.9%
中国人寿					4.8%
中国太保	51.91		57.78	11.3%	39.0%
新华保险				67.9%	
人保寿险					31.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图29：新单保费同比增速有所承压

新单保费(亿元)	2024Q1	2025Q1	YOY
中国人寿	1,124	1,074	-4.5%
中国平安	566	456	-19.5%
中国太保	328	424	29.2%
新华保险	126	291	130.8%
人保寿险	253	224	-11.6%
个险期缴(亿元)	2024Q1	2025Q1	YOY
中国太保	161	137	-15.2%
新华保险	51	119	133.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 基本面：投资端分化带来业绩增速差异，负债端增速降轨

产险基本面：保费稳健增长，大灾同比减少带动COR改善明显

- 2025年1季度上市险企车险保费小幅增长，产险原保险保费收入同比稳步增长。
- 综合成本率同比明显优化，带动财险承保业绩同比改善明显。2025Q1大灾赔付减少和持续降本增效带动COR改善（2024Q1冻雨等灾害造成COR基数较高），预计中国平安还受到存量信保业务风险出清带来的COR改善影响。

图30：不回溯口径下，NBV增速稳健增长

	产险原保险保费收入（亿元）		
	2024Q1	2025Q1	YOY
人保财险	1,740	1,804	3.7%
平安财险	791	851	7.7%
太保财险	625	631	1.0%

	车险原保险保费收入（亿元）		
	2024Q1	2025Q1	YOY
人保财险	692	717	3.5%
平安财险	518	537	3.7%
太保财险	265	268	1.3%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：不回溯口径下，NBV增速稳健增长

	综合成本率COR		
	2024Q1	2025Q1	变动（%）
人保财险	97.9%	94.5%	-3.4%
平安财险	99.6%	96.6%	-3.0%
太保财险	98.0%	97.4%	-0.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 基本面：投资端分化带来业绩增速差异，负债端增速降轨

投资端：规模稳健增长，总投资收益率有所分化

- 从净投资收益率角度看，1季度上市险企同比略有回落，预计主要受债券票息下降影响，高股息资产配置利于支撑净投资收益率。
- 从总投资收益率角度看，各家有所分化。中国人寿和中国太保1季度同比有所回落，预计主要受债市下跌拖累；新华保险和中国财险总投资收益率逆势提升，表现亮眼。

图32：债市对1季度总投资收益率有所拖累

	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率			口径
	2024Q1	2025Q1	同比变动	2024Q1	2025Q1	同比变动	2024Q1	2025Q1	同比变动	
中国人寿	2.82%	2.60%	-0.22%	3.23%	2.75%	-0.48%				简单年化
中国平安	0.90%	0.90%	0.00%				1.10%	1.30%	0.20%	未年化
中国太保	0.80%	0.80%	0.00%	1.30%	1.00%	-0.30%				未年化
新华保险				4.60%	5.70%	1.10%	6.70%	2.80%	-3.90%	年化
中国财险				0.80%	1.20%	0.40%				未年化

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

政策导向持续压降负债成本，投资端关注国内稳增长举措

- **负债端：**政策端延续引导险企负债成本下降，包括个险推行报行合一、优化万能险预定利率和通过研究值引导普通险预定利率。上市险企积极转型浮动型产品，利于降低利差损风险。而经历2023年和2024年储蓄型产品较快增长后，2025年新单保费增速有所回落，预计2025年NBV研究高质量稳健增长。
- **投资端：**监管持续引导险企作为中长期资金入市，提升权益资产比例。预计险企将持续发挥耐心资本优势，从中长期维度增配权益资产，尤其是具有高股息特征的资产。2025年4月美国关税事件对权益市场和利率市场带来不确定性，后续关注国内稳增长、稳股市对冲政策。

图33：保险政策导向压降负债成本

时间	重要事件/政策	事件分析
2025/2/4	第二批长期股权投资试点落地	春节前，金融监管总局批复第二批险资长期股权投资试点，规模520亿。太保、泰康、阳光及相关保险资管公司获准以契约制基金方式参与试点。预计长期股权投资试点在偿付能力优惠、考核长期化和会计计量平抑波动上更有优势。
2025/2/7	允许险企试点投资黄金	2月7日金监总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，利于险企拓宽投资范围，丰富投资品类，应对长期利率下行压力。明确试点参与主体为10家大中型险企，试点投资黄金业务范围包括在上海金交所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约等，投资黄金账面余额合计不超过公司上季末总资产1%，我们测算10家公司总资产1%对应资金体量约2000亿。
2025/4/8	上调部分险企权益资产比例上限	金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》：简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，进一步拓宽权益投资空间，同时明确养老金保险普通账户不再单独计算投资比例。提高险企权益上限一定程度上利于险企提高权益仓位，关注后续偿付能力优化、考核指标优化和产品转型带来的险企权益配置比例提升。
2025/4/19	个险新规推行报行合一	4月19日金监总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》：a.提升保险销售人员专业化水平，引导保险销售人员职业化发展；b.深化执行“报行合一”，实现精算假设费用、预算费用和考核费用相统一；c.增强长期服务能力，优化佣金激励设计和递延发放机制，对于缴费期5年(含)至10年保单，佣金发放时间不少于3年，对于缴费期10年及以上保单，佣金发放时间不少于5年；建立因保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制。我们认为，政策进一步利好行业个险渠道转型升级，个险推行报行合一利于管控费用，一定程度上提升新业务价值率。
2025/4/21	2025年1季度预定利率研究值发布	4月21日，中国保险行业协会公布了当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.13%，与2025年一季度发布的研究值2.34%相比，此次下调了21个基点。本次研究值已低于现行预定利率上限2.5%超过25bp，若连续两个季度低于25bp则预定利率将面临再次下调，利于险企降低负债成本。
2025/4/25	万能险进一步严监管	金监总局印发《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，核心要点：A.可以对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满后合理调整最低保证利率；B.引导险企拉长万能险保障期限，万能险的保险期限不得低于五年；C.需结合当期投资收益率和特别储备情况审慎确定结算利率；D.强化资金运用监管和销售管理要求。上述文件2025年5月1日起实施，对不符合文件要求的存量业务，给予一年过渡期。预计“调整保证利率”的权利主要赋予新单，存量保单不受影响，进一步严监管万能险利于降低险企利差损风险，使万能险负债成本浮动效果更加明显。

2.4 投资建议：关注beta催化下的板块机会

当下保险板块估值仍位于较低水位，负债端看，2025年上市险企NBV有望实现稳健增长，增速较2024年有所降档，关注分红险占比提升和负债成本回落。影响板块股价的主要催化或在资产端，关注后续国内稳增长、稳股市相关催化，上市险企持续增配权益资产，业绩beta弹性突出，看好保险板块结构性机会，看好财险盈利改善确定性。推荐低估值、负债端表现较好的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，受益标的新华保险。

图34：受益标的估值表

当前股价及评级表			EVPS	静态PEV	BVPS	静态PB	股息率-TTM	评级
证券代码	证券简称	2025/5/6	2024A		2024A			
601628.SH	中国人寿	36.80	49.57	0.74	18.84	1.95	1.77%	买入
601318.SH	中国平安	50.80	78.12	0.65	51.60	0.98	4.99%	买入
601601.SH	中国太保	30.42	58.42	0.52	27.40	1.11	3.55%	买入
601336.SH	新华保险	48.60	82.85	0.59	25.60	1.90	5.21%	未评级
601319.SH	中国人保	7.26			6.32	1.15	2.48%	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：股市波动对券商自营业务和保险公司权益投资收益和公允价值变动带来不确定性。
- 保险负债端增长不及预期：开门红不及预期，分红型产品策略切换不顺畅。
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期：居民收入下滑影响财富管理业务发展。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券