

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 高质量发展引领价值重估，头部公司更具韧性 ——非银金融行业2025年中期策略报告

非银金融行业 强于大市（维持）

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号：S1060520040001

李冰婷 投资咨询资格编号：S1060520040002

2025年7月1日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 投资要点

- **保险：负债端行稳致远，资产端进而有为。** 1) **板块复盘：**行情波动与基金低配明显。2025年以来保险板块行情表现波动较大，新华总体领跑板块；25Q1主动权益基金对保险板块及个股仍低配。2) **经营业绩：**25Q1上市险企归母净利润同比增速明显回落、归母净资产较上年末增速表现分化，但分红水平保持稳健。3) **负债端：坚持高质量发展。**25Q1产险保费稳增、COR优化，寿险新单分化、银保贡献提升，寿险NBV普遍高增。预计2025年居民保本储蓄需求依然旺盛，寿险负债成本有望压降。4) **资产端：高股息策略或仍为优选。**近年来净资产收益率有所下滑，总投资收益率波动较大；低利率环境下，上市险企可能进一步加大FVOCI类高股息股票资产配置。
- **证券：资本市场改革深化，头部公司更具韧性。** 1) **政策面：**投融资两端共同发力，资本市场改革持续深化。券商作为资本市场的重要中介机构，是推动资本市场改革走实走深、优化资本市场资源配置的重要力量。2) **市场表现：**机构对证券行业目前处于低配状态。主动权益基金对证券行业的重仓持股较沪深300权重低配6.29%，证券行业指数跑输大盘。3) **基本面：**头部公司业绩表现领跑行业。2025年一季度上市券商归母净利润增长78%，其中CR10增速84%。扩表趋势延续，投资收入大幅增长，展望全年投资业务将是业绩表现的胜负手。
- **投资建议：优先关注基本面稳健、兼具β弹性的保险板块。** 1) **保险：**居民储蓄需求仍旺，业务结构优化将助2025年负债端业绩保持稳健。2025年险企投资业绩仍存在一定不确定性，但保险股β属性显著、分红水平稳健，板块估值与持仓处于低位，具备长期配置价值。若权益市场持续震荡，建议关注中国太保；若权益市场持续向好，建议关注新华保险、中国人寿。2) **证券：**资本市场改革走深走实，证券行业仍在改革周期。建议关注业务结构均衡、基本面更具韧性、资本市场高质量发展政策导向更为受益的头部券商中信证券、华泰证券、中国银河、中金公司。
- **风险提示：** 1) 权益市场波动剧烈；2) 寿险新单与NBV不及预期；3) 监管政策不断趋严；4) 产险赔付超预期；5) 长端利率超预期下行；6) 宏观经济超预期下行；7) 资本市场改革政策推进不及预期；8) 部分行业内公司资产重组方案能否实施尚存在不确定性。



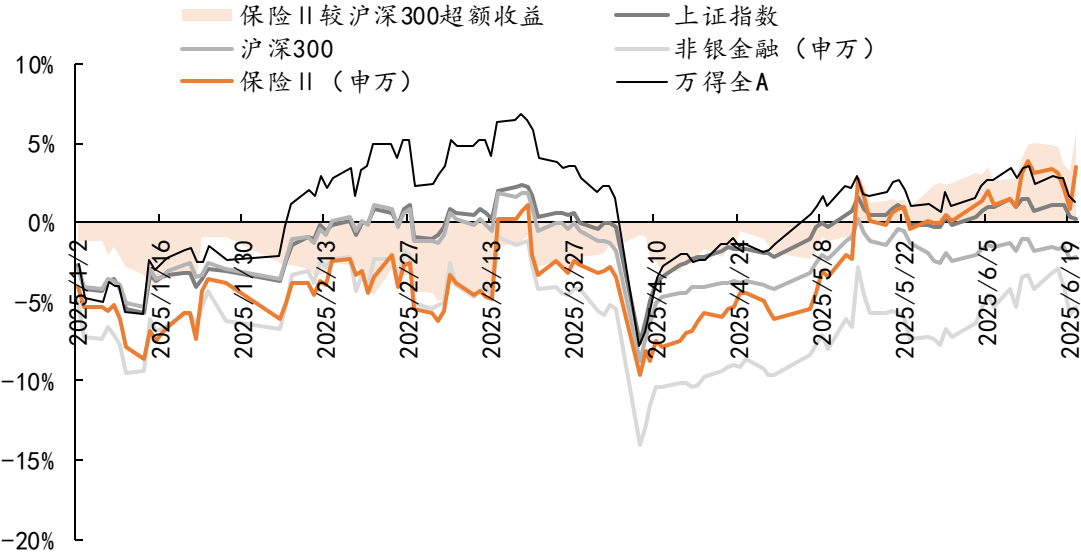
## 目录CONTENTS

- 一、保险：负债端行稳致远，资产端进而有为
  - 1. 板块复盘：行情波动与基金低配明显
  - 2. 经营业绩：出现一定分化
  - 3. 负债端：坚持高质量发展
  - 4. 资产端：高股息策略或仍为优选
  
- 二、证券：资本市场改革深化，头部公司更具韧性
  - 1. 政策面：资本市场改革深化，内在稳定性增强
  - 2. 市场表现：机构大幅低配，券商跑输大盘
  - 3. 基本面：扩表趋势延续，投资是业绩表现的胜负手
  
- 三、投资建议与风险提示

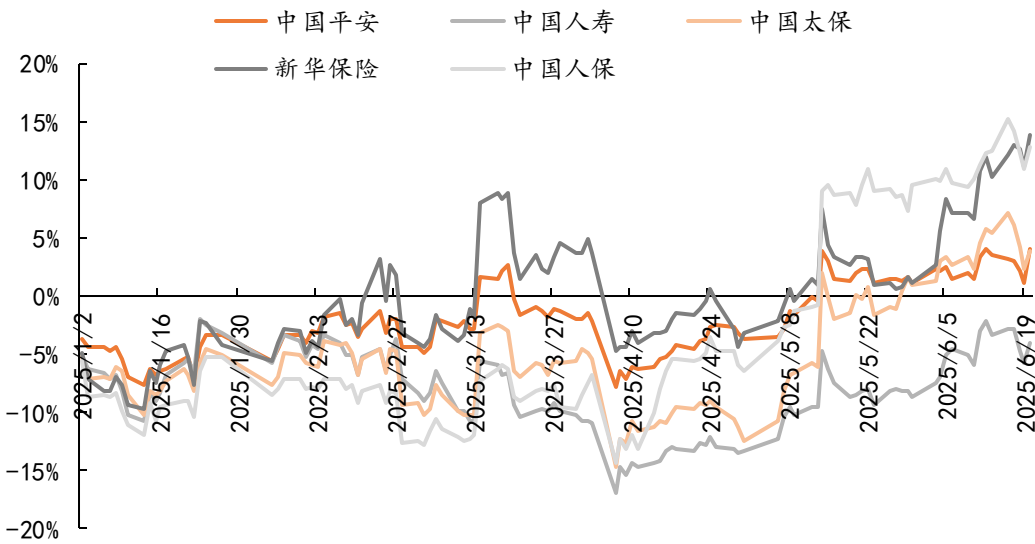
# 1.1 板块复盘 | 行情表现波动较大，新华总体领跑板块

- 投资端承压、新业务增长面临基数压力，2025年以来，保险Ⅱ较长期小幅跑输沪深300指数，直至5月14日开始实现超额收益：  
2025年A股市场行情波动较大，截至6月20日，A股主要指数2025年以来涨跌幅分别为：万得全A指数1.30%、上证指数0.24%、沪深300指数-2.24%、非银金融指数（申万）-5.29%、保险Ⅱ指数（申万）3.46%，保险Ⅱ较沪深300指数形成超额收益5.70pct。
- 上市保险公司行情走势基本一致，除中国人寿以外，均实现上涨。截至6月20日，A股上市保险个股2025年以来涨跌幅排名：新华保险（+13.82%）>中国人保（+12.80%）>中国平安（+3.97%）>中国太保（+3.81%）>中国人寿（-4.10%）。其中，新华保险股价表现总体优于同业，主要由于2024年业绩增长和分红水平较高，25Q1业绩增长也总体优于同业。

2025年A股主要指数涨跌幅（截至20250620收盘）



2025年A股保险个股涨跌幅（截至20250620收盘）



资料来源：Wind，平安证券研究所

# 1.1 板块复盘 | 主动权益基金对保险板块及个股仍低配

➤ 根据Wind统计的公募基金2025年1季报数据，主动权益基金对非银金融行业的重仓持股比例较沪深300、中证800和中证A500三大主要指数均明显低配。在非银三个子行业中，主动权益基金对保险板块的低配程度相对较低——主动权益基金对保险Ⅱ的重仓持股比例为0.71%、较沪深300权重低配3.18%；第一基准为沪深300的主动权益基金对A股保险个股的重仓持股比例分别为：中国平安0.42%、中国太保0.22%、新华保险0.03%、中国人寿0.03%、中国人保0.01%，分别较沪深300权重低配2.31%、0.32%、0.18%、0.28%、0.10%。配置类资金定价权提升和低利率环境下投资需求驱动，在一定程度上补齐相对配置短板有望成为主动权益配置结构优化方向之一。

主动权益基金对非银行业的重仓持股比例较主要指数低配（截至2025/03/31）

| 指数   | 主动权益基金持股比例 | 沪深300权重 | 中证800权重 | 中证A500权重 | 主动权益基金持股比例较沪深300权重超低配 |
|------|------------|---------|---------|----------|-----------------------|
| 非银金融 | 1.21%      | 10.72%  | 9.84%   | 5.87%    | -9.51%                |
| 保险Ⅱ  | 0.71%      | 3.89%   | 2.87%   | 3.33%    | -3.18%                |
| 证券Ⅱ  | 0.37%      | 6.66%   | 6.51%   | 2.42%    | -6.29%                |
| 多元金融 | 0.13%      | 0.17%   | 0.46%   | 0.12%    | -0.04%                |

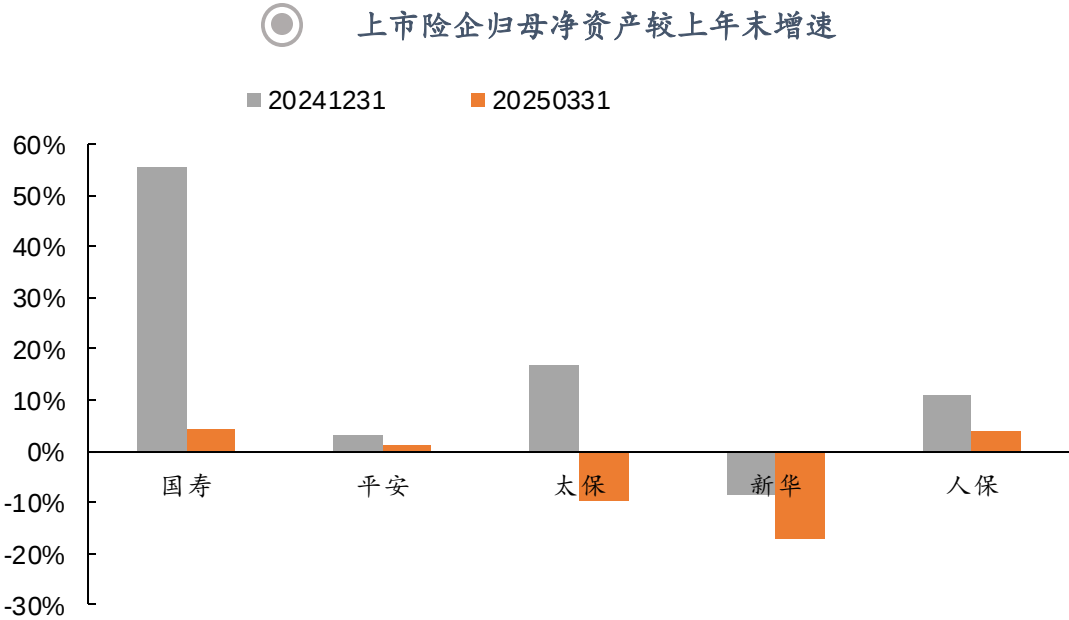
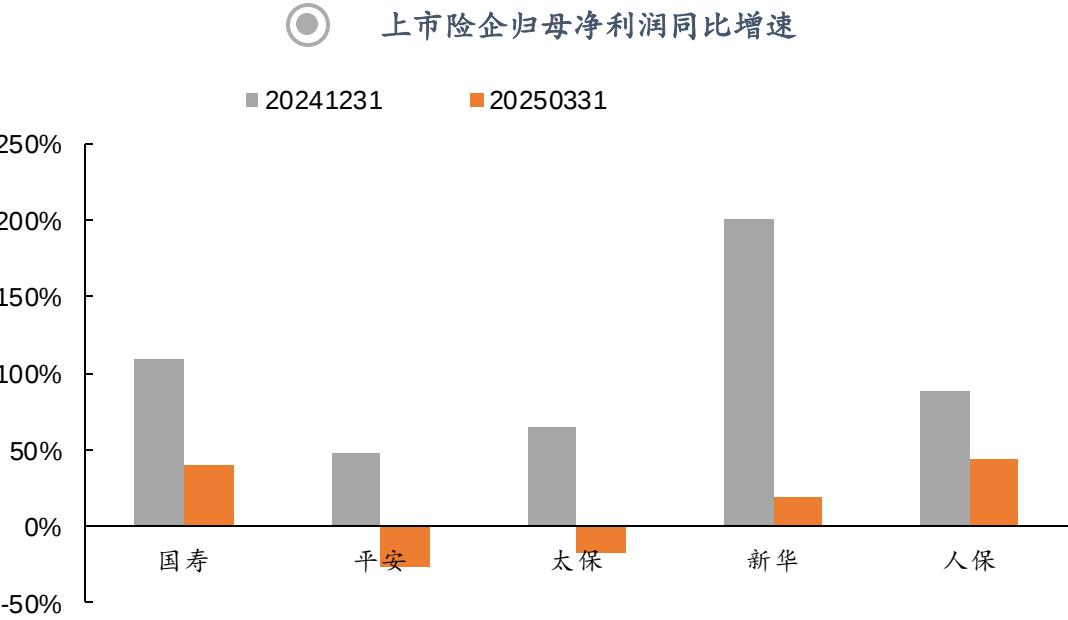
第一基准为沪深300的主动权益基金对A股保险个股的重仓持股比例较沪深300低配（截至2025/03/31）

| 股票代码      | 简称   | 第一基准为沪深300的主动权益基金持股比例 | 沪深300权重 | 第一基准为沪深300的主动权益基金持股比例较沪深300权重超低配 |
|-----------|------|-----------------------|---------|----------------------------------|
| 601318.SH | 中国平安 | 0.42%                 | 2.72%   | -2.31%                           |
| 601601.SH | 中国太保 | 0.22%                 | 0.54%   | -0.32%                           |
| 601336.SH | 新华保险 | 0.03%                 | 0.21%   | -0.18%                           |
| 601628.SH | 中国人寿 | 0.03%                 | 0.31%   | -0.28%                           |
| 601319.SH | 中国人保 | 0.01%                 | 0.11%   | -0.10%                           |

资料来源：Wind，平安证券研究所

# 1.2经营业绩|25Q1归母净利润与净资产增速分化

- 25Q1上市险企归母净利润同比增速明显回落，主要受Q1资本市场行情波动和利率阶段性回升影响。投资收益助力2024年上市险企归母净利润同比显著增长；但25Q1资本市场行情波动、十年期国债到期收益率25Q1末较2024年末回升14bps导致FVTPL类债券公允价值下降，25Q1人保、国寿、新华归母净利润分别同比+43.4%、+39.5%、+19.0%，太保、平安分别同比-18.1%、-26.4%。
- 25Q1上市险企归母净资产较上年末增速表现分化，一方面，利率阶段性回升导致FVOCI类债券价值普遍下降；另一方面，不同险企准备金曲线处理存在差异导致保险合同准备金变动不同，使得归母净资产增速差异化。25Q1国寿、人保、平安归母净资产分别较2024年末+4.5%、+3.9%、+1.2%，太保、新华分别较2024年末-9.5%、-17.0%。

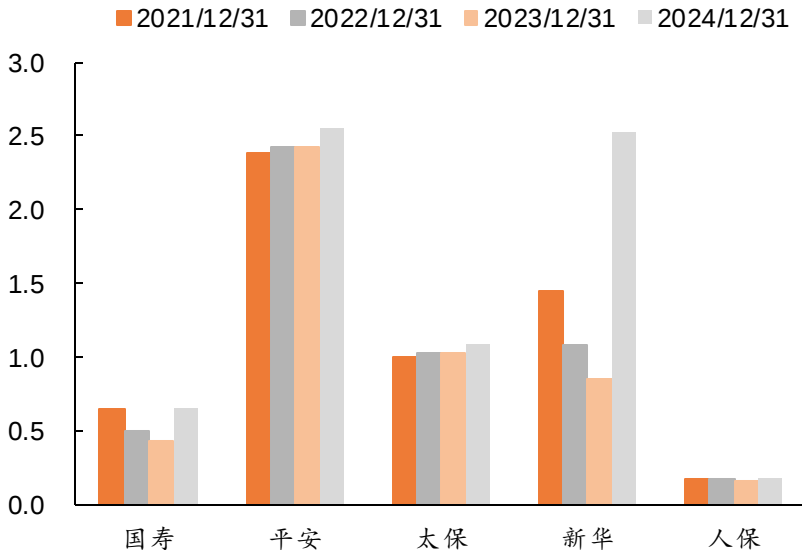


资料来源：Wind，平安证券研究所

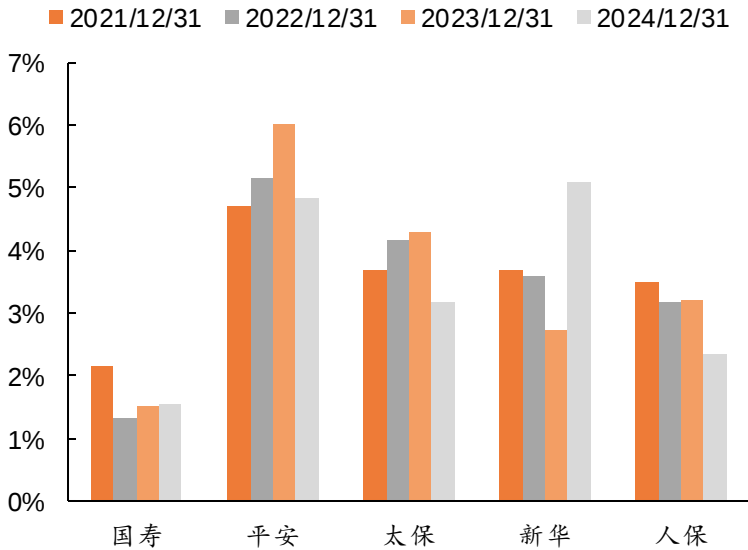
# 1.2经营业绩|分红水平稳健

➤ 2021年以来，上市险企每股股利总体保持稳中有增的态势；2024年上市险企每股股利持续正增长，但现金分红比例普遍同比下降，主要由于2023年分红比例已较高，且2024年归母净利润实现不同程度的正增长。2024年国寿、平安、太保、新华、人保全年累计拟派发现金股利分别0.65、2.55、1.08、2.53、0.18元/股，分别同比+51.2%、+4.9%、+5.9%、+197.6%、+15.4%；现金分红比例分别17.2%、36.5%、23.1%、30.1%、18.6%，除新华外均明显降低；股息率分别1.6%、4.8%、3.2%、5.1%、2.4%，保持相对较高水平。其中，新华保险2024年每股股利同比增长显著，但现金分红比例维持在30%左右，主要由于2024年新华归母净利润同比增长超过200%。

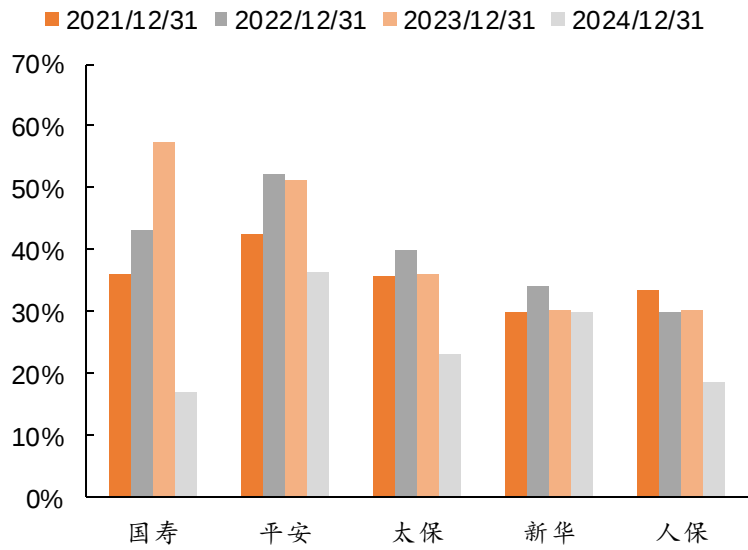
上市险企2021-2024年每股股利（元）



上市险企2021-2024年股息率



上市险企2021-2024年现金分红比例

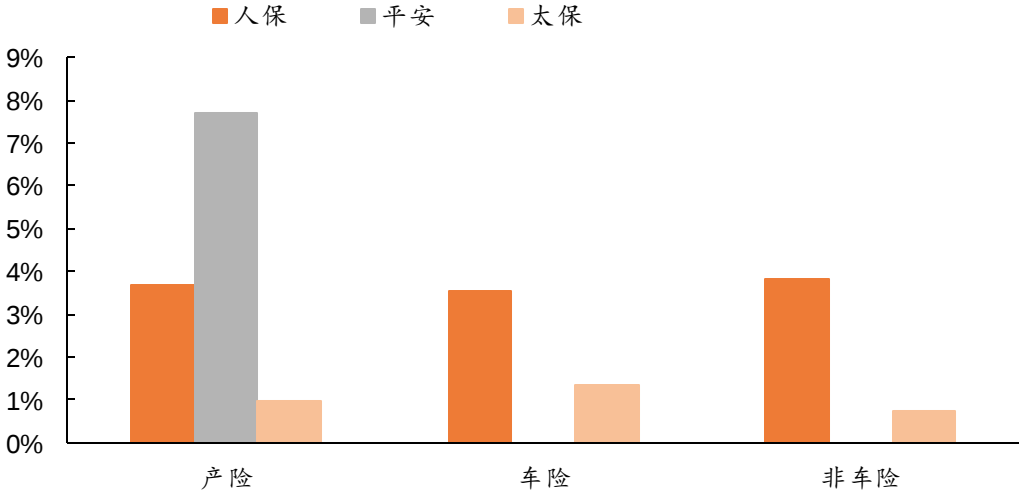


资料来源：Wind、公司年季报，平安证券研究所

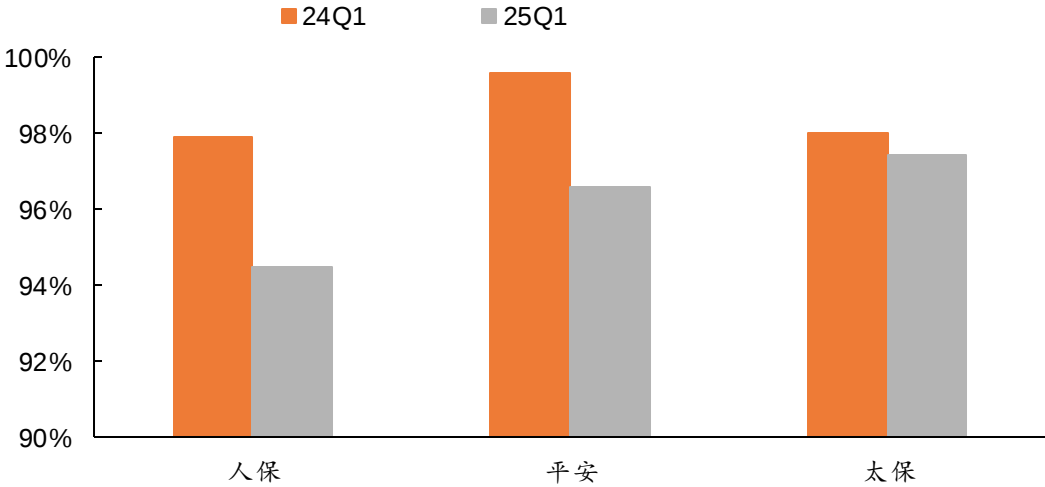
# 1.3 负债端 | 回顾：产险保费稳增，COR优化

- 25Q1上市险企产险保费稳健增长。25Q1产险保费同比增速排名：平安（YoY+7.7%）>人保（YoY+3.7%）>太保（YoY+1.0%）。
- 上市险企聚焦财产险高质量发展、持续提升经营质效，25Q1承保综合成本率（COR）均实现同比改善。具体来看，车险坚持“报行合一”、强化费用精细化管理水平；非车险主动优化业务结构、控制风险敞口；若大灾损失减少将助力赔付优化。25Q1产险COR：人保94.5%（YoY-3.4pct）<平安96.6%（YoY-3.0pct）<太保97.4%（YoY-0.6pct）。其中，人保产险业务COR保持行业领先水平，25Q1承保利润高达66.53亿元（YoY+183.0%）。

上市险企25Q1产险保费同比增速



上市险企产险承保综合成本率（COR）

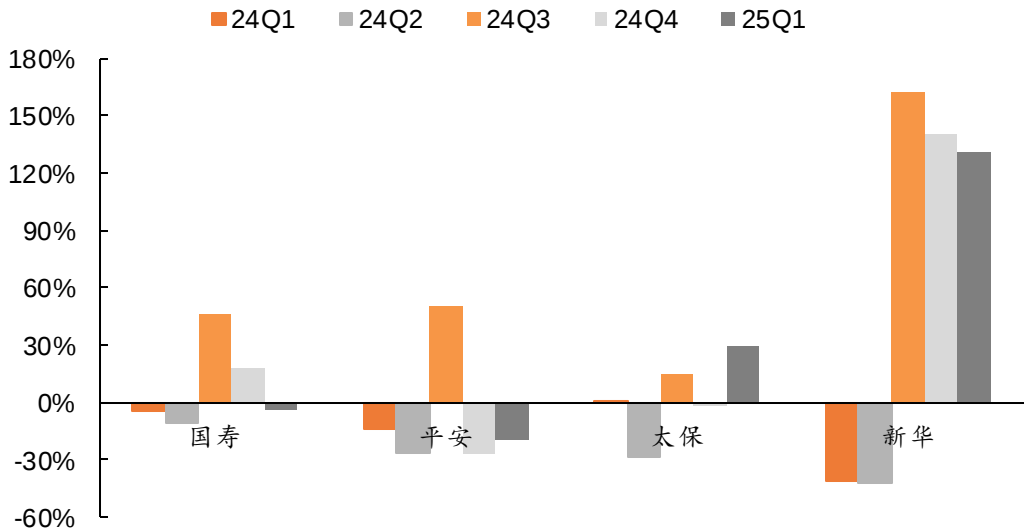


资料来源：公司年季报，平安证券研究所

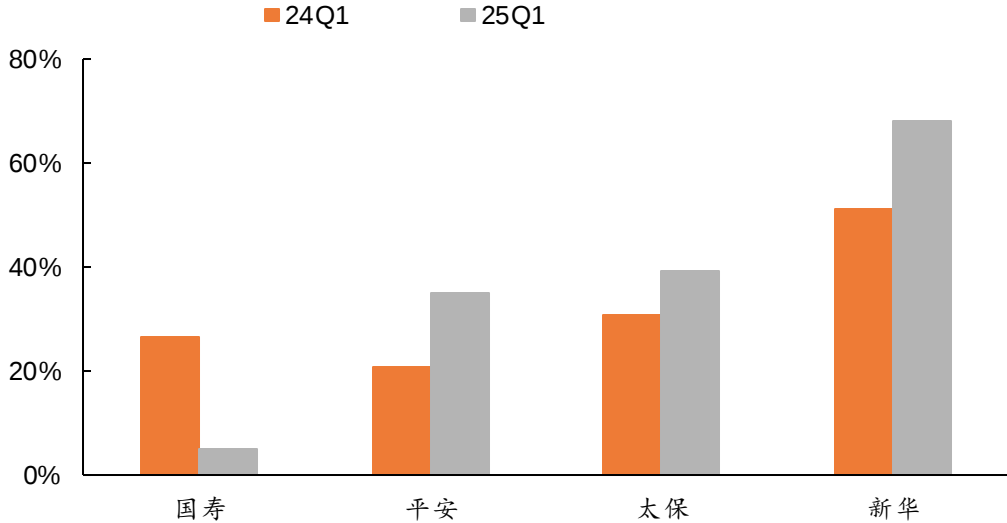
# 1.3 负债端 | 回顾：寿险新单分化但NBV普遍高增

➤ 主要上市险企25Q1新单增速分化，但NBVM拉动NBV普遍高增。主要上市险企2025年“开门红”仍主要推动储蓄型产品销售，但2024年9月起普通寿险预定利率上限从3.0%降至2.5%，24Q3单季度寿险新单同比增速较高，客户需求可能提前释放；同时，不同公司费用投放节奏可能存在差异，25Q1总新单同比增速分化明显：新华（+130.8%）>太保（+29.2%）>国寿（-4.5%）>平安（-19.5%），新业务价值（NBV）同比增速排名：新华（+67.9%）>太保（+39.0%）>平安（+34.9%）>国寿（+4.8%）。其中，25Q1平安按首年保费计的新业务价值率（NBVM）28.3%、太保按总新保规模保费测算的NBVM约13.6%，均同比提升。

主要上市险企寿险单季总新单同比增速



主要上市险企寿险NBV同比增速



注：新单口径，下同。

- 1) 太保为“规模保费”，总新单=代理人+银保+团政渠道新保业务规模保费。
- 2) 国寿、新华为“保费收入”，新华总新单=长期险首年保费+短期险保费。
- 3) 平安为“用来计算新业务价值的首年保费”。

注：NBV同比增速数据口径，下同。

- 1) 平安、国寿24Q1和25Q1数据均按照上年末最新EV假设重述计算。
- 2) 新华24Q1数据源于官网推介材料披露、25Q1数据源于公司季报披露，并未说明是否重述。
- 3) 太保24Q1数据未重述，25Q1数据按照2024年末最新EV假设重述计算。

资料来源：公司年季报，平安证券研究所

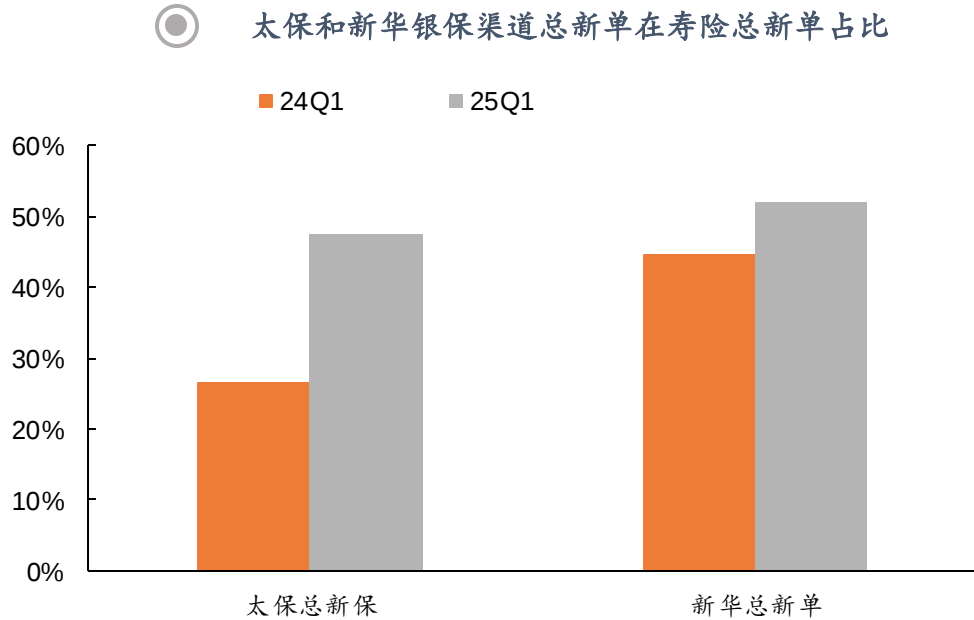
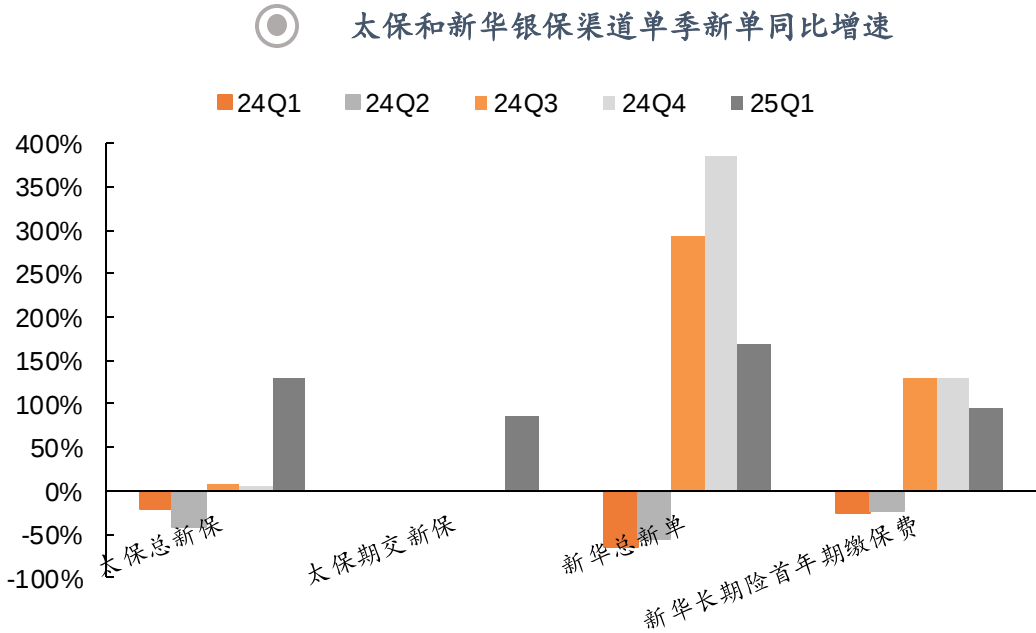
# 1.3 负债端 | 回顾：银保成为寿险新单的重要来源

➤ 银保渠道落实“报行合一”，聚焦业务价值、围绕客需细化经营，25Q1主要上市险企银保渠道新单与NBV增长显著。具体来看：

1) 太保坚持以价值为核心，积极探索渠道融合模式，立足合作渠道和银行客户对财富管理、养老健康等保险需求，优化产品服务供给，细化客户经营，关键指标向好——25Q1银保总新保规模保费同比+130.7%、银保新保期缴规模保费同比+86.1%。

2) 新华严格落实“报行合一”，秉持“一行一策”差异化策略，坚定推动业务转型、优化业务结构，丰富产品供给，聚焦期交规模，提升价值贡献——25Q1银保总新单同比+168.1%、银保长期险首年期交保费同比+94.5%。

3) 平安坚持高质量发展策略，坚持多元化渠道布局，巩固国有大行合作，拓展头部股份行、城商行等潜力渠道；25Q1银保渠道NBV同比+170.8%。

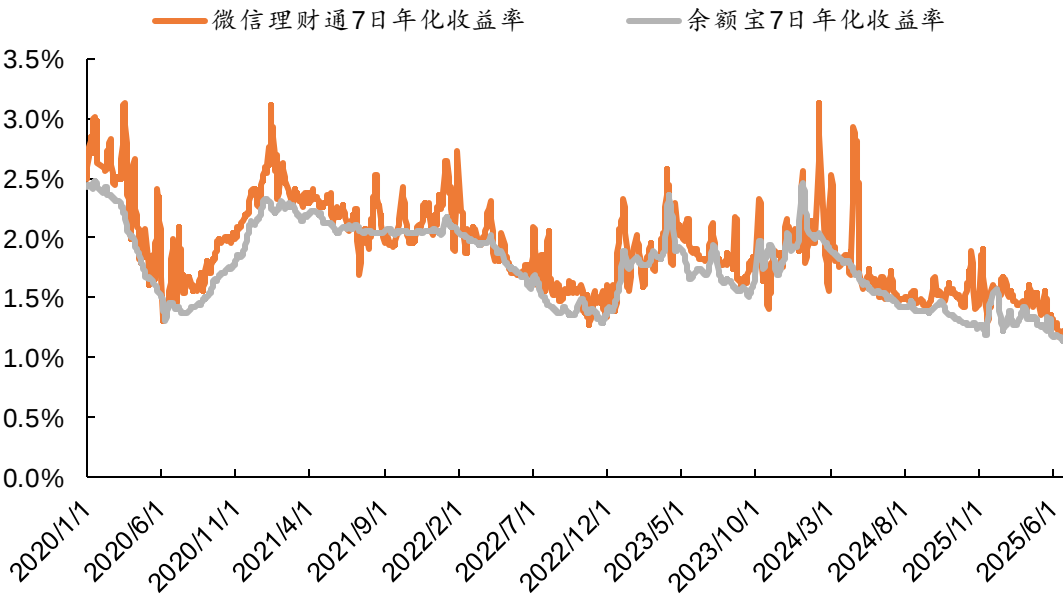


资料来源：公司年季报，平安证券研究所

# 1.3 负债端|展望：居民保本储蓄需求依然旺盛

➤ 保险主要竞品收益率下降、吸引力较低，居民对储蓄险的需求依然旺盛。近年来，余额宝、微信理财通等产品收益率持续下行，商业银行连续下调存款挂牌利率；同时，银行理财产品向净值化转型，储蓄险主要竞品吸引力明显降低，市场具备保本储蓄属性的金融产品稀缺。根据寿险产品定价原理，储蓄险定价严格遵循预定利率、保险责任受保险合同约束，保险产品实际具备保本属性，在市场类似金融产品稀缺的背景下，居民风险偏好较低、对储蓄险的需求依然旺盛。尽管寿险产品预定利率也有下调，但仍具备较强吸引力。

储蓄险主要竞品收益率持续下降（截至20250620）



资料来源：Wind，平安证券研究所

以工行为例银行存款挂牌利率表

| 大行存款挂牌利率                          |                        |                     |      | 22年9月<br>(%) | 23年6月<br>(%) | 23年9月<br>(%) | 23年12月<br>(%) | 24年7月<br>(%) | 24年10月<br>(%) | 25年5月<br>(%) |
|-----------------------------------|------------------------|---------------------|------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 城乡<br>居民<br>及<br>单<br>位<br>存<br>款 | 活期                     |                     |      | 0.25         | 0.2          | 0.2          | 0.2           | 0.15         | 0.1           | 0.05         |
|                                   | 定期                     | 整存整取                | 三个月  | 1.25         | 1.25         | 1.25         | 1.15          | 1.05         | 0.8           | 0.65         |
|                                   |                        |                     | 半年   | 1.45         | 1.45         | 1.45         | 1.35          | 1.25         | 1             | 0.85         |
|                                   |                        |                     | 一年   | 1.65         | 1.65         | 1.55         | 1.45          | 1.35         | 1.1           | 0.95         |
|                                   |                        |                     | 二年   | 2.15         | 2.05         | 1.85         | 1.65          | 1.45         | 1.2           | 1.05         |
|                                   |                        |                     | 三年   | 2.6          | 2.45         | 2.2          | 1.95          | 1.75         | 1.5           | 1.25         |
|                                   |                        |                     | 五年   | 2.65         | 2.5          | 2.25         | 2             | 1.8          | 1.55          | 1.30         |
|                                   | 零存整取、<br>整存零取、<br>存本取息 | 一年                  | 1.25 | 1.25         | 1.25         | 1.15         | 1.05          | 0.8          | 0.65          |              |
|                                   |                        | 三年                  | 1.45 | 1.45         | 1.45         | 1.35         | 1.25          | 1            | 0.85          |              |
|                                   |                        | 五年                  | 1.45 | 1.45         | 1.45         | 1.35         | 1.25          | 1            | 0.85          |              |
| 定活两便                              |                        | 按一年以内定期整存整取同档次利率打6折 |      |              |              |              |               |              |               |              |
| 协定存款                              |                        |                     | 0.9  | 0.9          | 0.9          | 0.7          | 0.6           | 0.2          | 0.2           |              |
| 通知存款                              |                        | 一天                  | 0.45 | 0.45         | 0.45         | 0.25         | 0.15          | 0.1          | 0.10          |              |
|                                   |                        | 七天                  | 1    | 1            | 1            | 0.8          | 0.7           | 0.45         | 0.30          |              |

资料来源：工商银行官网，平安证券研究所

# 1.3 负债端|展望：监管多措并举，寿险负债成本有望压降

- 人身险产品预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制正式落地，有助于引导保险公司强化资产负债联动、科学审慎定价，增强利率风险防控前瞻性，及时调整负债成本、从负债端定价入手防范化解利差损风险。2025年1月，国家金融监督管理总局发布《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，明确中国保险行业协会定期组织，结合多个市场利率指标变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率，每季度发布预定利率研究值。
- 允许万能险产品最低保证利率可调、严格规范万能险实际结算利率，有助于引导人身保险进一步回归保障本源推动行业在低利率环境下更好地防范利差损风险。2025年4月，国家金融监督管理总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，自5月1日起实施，对不符合要求的存量业务给予一年的过渡期，从产品、风控、销售等方面规范万能险经营行为，明确保险公司可以对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满以后可以合理调整最低保证利率。

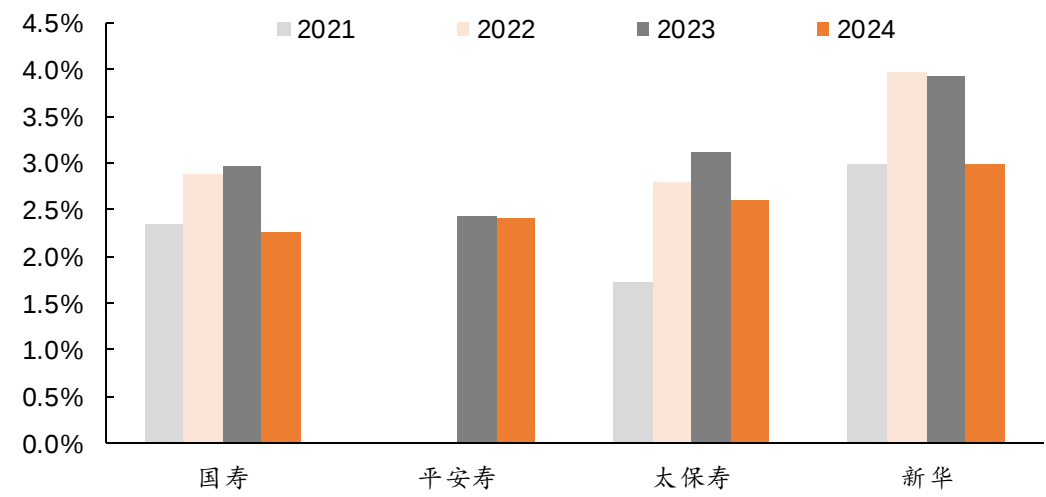
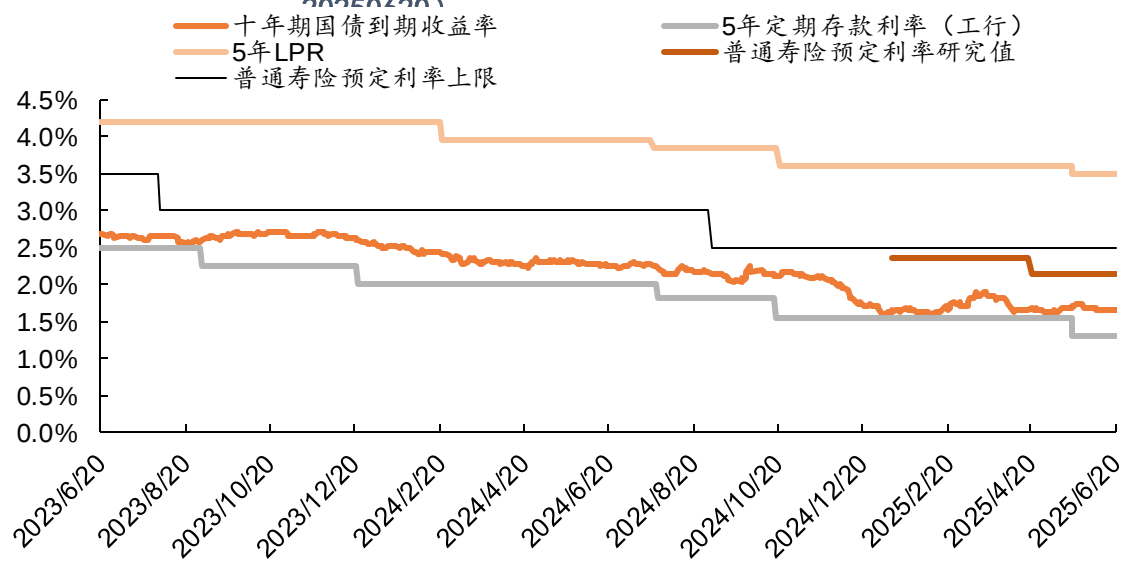
🕒 《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》主要内容梳理

| 调整方式          | 政策原文                                                                                                                   |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 每季度计算预定利率研究值  | 中国保险行业协会定期研究发布，结合5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，每季度发布预定利率研究值。（注：保险行业协会并未公布研究值的计算方法）          |
| 调整频率2个季度一次    | 当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高25bps及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值；当预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值低25bps及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值但不得高于研究值。 |
| 调整幅度          | 预定利率最高值取25bps的整数倍                                                                                                      |
| 调整期2个月        | 若预定利率调整，需在调整后在2个月内平稳做好新老产品切换工作                                                                                         |
| 分红险万能险随普通寿险调整 | 若调整普通型人身保险产品预定利率最高值，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值                                                                |

资料来源：金融界、国家金融监督管理总局，平安证券研究所

# 1.3 负债端|展望：监管多措并举，寿险负债成本有望压降

- 监管2023年和2024年连续2次下调预定利率，一定程度上缓解了寿险新业务负债成本压力。截至2024年，国寿、平安寿、太保寿、新华NBV打平投资收益率测算分别为2.26%、2.42%、2.60%、2.98%，较上年末分别-0.70pct、-0.01pct、-0.52pct、-0.94pct。
- 根据动态调整机制，人身险产品预定利率7月或将再次下调。2025年1月10日，中国保险行业协会公布24Q4预定利率研究值2.34%；4月21日公布25Q1研究值2.13%，当前普通寿险预定利率2.5%高于25Q1研究值超过25bps，符合调整要求。截至6月20日，工行5年期定期存款利率1.30%、5年期LPR为3.50%，十年期国债到期收益率1.64%、25Q2均值1.67%，均较25Q1末进一步下降。因此25Q2预定利率研究值大概率将下调，并低于25Q1研究值，且预定利率连续2个季度高于研究值25bps，（新业务价值定价利率下调。



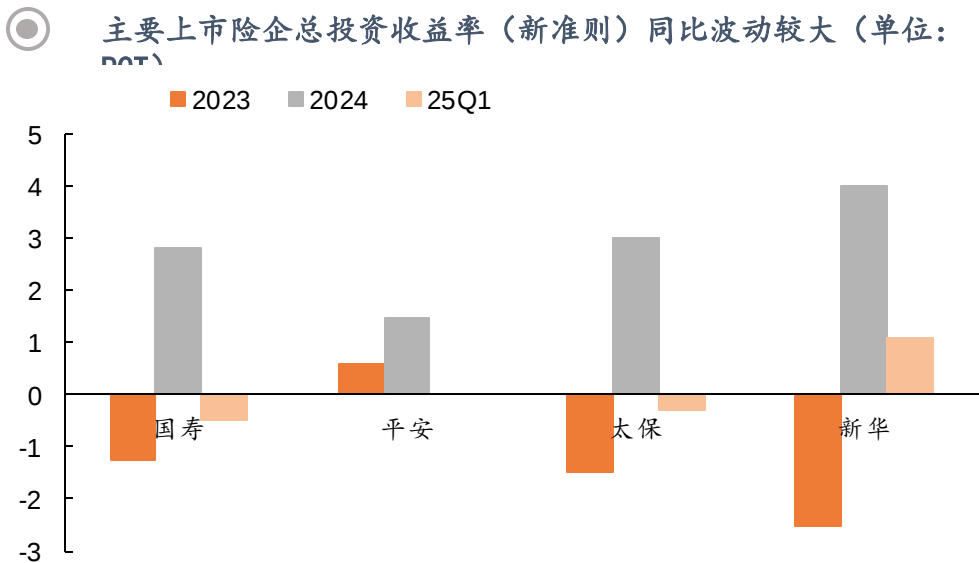
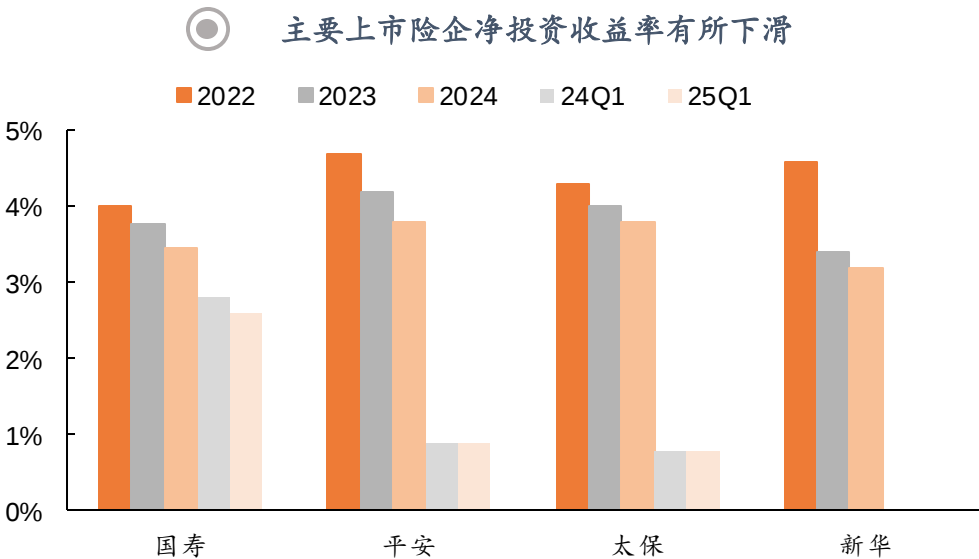
资料来源：公司年报，平安证券研究所

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：1) 打平收益率是基于上市公司年报披露的投资收益率下降50bp的NBV数据进行线性外推，测算得出NBV为0时的寿险投资收益率（也即打平收益率），依此判断公司的寿险负债成本。2) 平安2020-2022年末单独披露投资收益率假设敏感性分析结果。3) 国寿2023年和2024投资收益率假设变动分别为-45bp、-40bp，按照线性外推计算。

# 1.4资产端|回顾：净资产收益率有所下滑，总投资收益率波动较大

- 利率中枢下行、优质非标资产供给有限且收益率下降，保险新增资产与到期资产再配置承压，主要上市险企净投资收益率呈明显下降趋势。25Q1净投资收益率：国寿（年化）2.6%（YoY-0.2pct）；平安和太保（非年化）分别0.9%、0.8%，均同比持平。
- 上市险企2023年实施新会计准则，切换IFRS9后，股票和基金计入FVTPL的比例大幅提升，加剧总投资收益率波动。25Q1资本市场行情波动、十年期国债到期收益率阶段性回升导致FVTPL类债券公允价值下降，25Q1总投资收益率：太保（未年化）1.0%、国寿和新华（年化）分别2.8%、5.7%，分别-0.3pct、-0.5pct、+1.1pct。
- 综合投资收益率波动更大：25Q1平安（未年化）1.3%、新华（年化）2.8%，分别同比+0.2pct、-3.9pct。



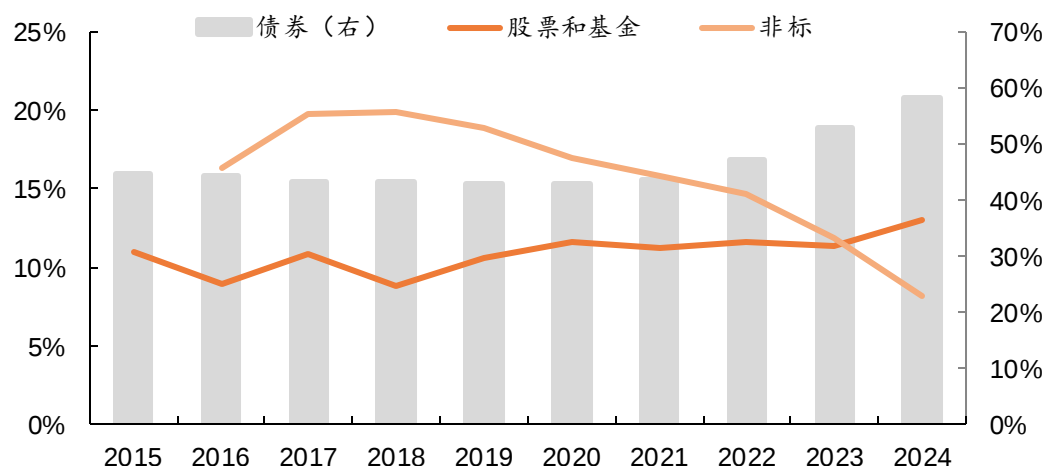
资料来源：Wind、公司年季报，平安证券研究所

注：1）平安24Q1、25Q1披露非年化净投资收益率，2024年、25Q1未披露总投资收益率，2024总投资收益率测算=总投资收益÷（净投资收益÷净投资收益率）。2）新华24Q1、25Q1未披露净资产收益率。3）太保24Q1、25Q1披露非年化净投资收益率和总投资收益率。

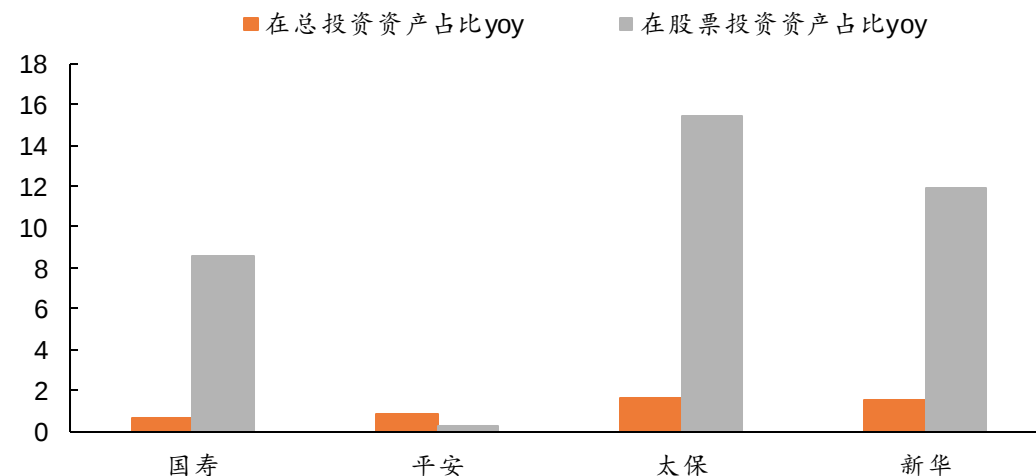
## 1.4资产端|展望：上市险企可能进一步加大FVOCI类高股息股票资产配置

- 低利率环境下，上市险企普遍通过增配长久期利率债拉长资产久期、加大FVOCI类高股息股票资产配置等方式，稳定投资收益率。截至2024年末，国寿、平安、太保、新华四家主要上市险企平均债券投资占比约58.2%、较2017年末+14.9pct，股票和基金两大核心权益资产投资平均占比总体稳定在11%左右。考虑到资产负债久期匹配、资本市场波动和偿付能力等影响，险企增加股票和基金配置的规模有限、重点在于优化权益配置结构、增配FVOCI股票——FVOCI股票在总投资资产平均占比2.5%、在股票投资平均占比29.7%。险企拥有股票会计科目分类自由裁量权，部分股票可以指定计入FVOCI、但一经指定不得撤销，指定计入FVOCI的股票分红可以计入利润表，但市值波动计入资产负债表的其他综合收益、卖出时浮盈浮亏也不计入利润表，预计在资本市场震荡下，上市险企可能进一步加大FVOCI类高股息股票资产配置，获得稳定高股息回报的同时，降低资本市场波动对净利润的影响。

主要上市险企主要投资资产平均占比



主要上市险企2024年FVOCI股票投资占比同比变动 (单位: %)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：1) 平均占比是国寿、平安、太保、新华各类资产占比的算术平均值。2) 非标口径——国寿“债权型金融产品”、平安“债权计划及债权型理财产品投资”、太保“非公开市场融资工具”、新华“非标资产”。3) 股票和基金口径——国寿、新华“股票+基金”，平安、太保“股票+权益型基金”。



## 目录CONTENTS

### 一、保险：负债端行稳致远，资产端进而有为

1. 板块复盘：行情波动与基金低配明显
2. 经营业绩：出现一定分化
3. 负债端：坚持高质量发展
4. 资产端：高股息策略或仍为优选

### 二、证券：资本市场改革深化，头部公司更具韧性

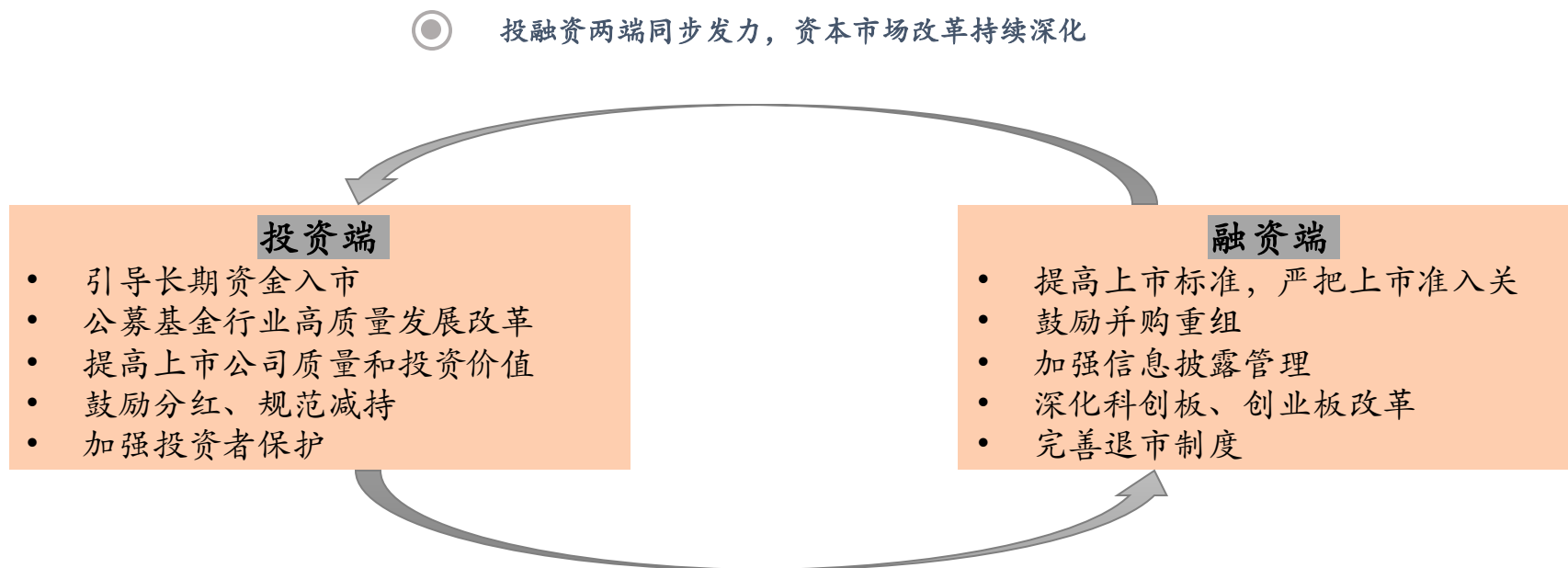
1. 政策面：资本市场改革深化，内在稳定性增强
2. 市场表现：机构大幅低配，券商跑输大盘
3. 基本面：扩表趋势延续，投资是业绩表现的胜负手

### 三、投资建议与风险提示

## 2.1政策面 | 资本市场改革深化，内在稳定性增强

### 投融资两端共同发力，资本市场改革持续深化

- 国九条出台一年多以来，围绕发行、上市、现金分红、信息披露、并购重组、退市、减持、中长期资金入市等方面，证监会会同各相关方面推出50多项制度规则，完善资本市场“1+N”政策体系。资本市场基础制度不断完善，市场生态逐步优化，机构投资者队伍持续壮大，内在稳定性增强，资本市场投融资功能不断健全完善。券商作为资本市场的重要中介机构，是推动资本市场改革走实走深、优化资本市场资源配置的重要力量。

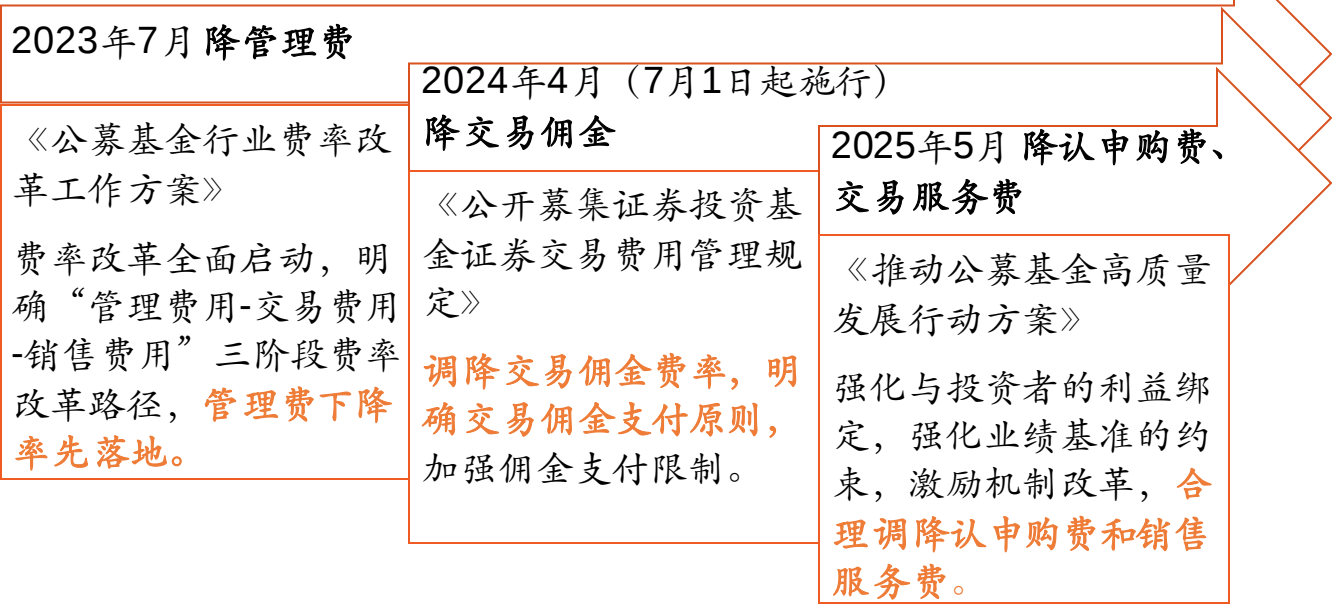


## 2.1政策面 | 公募基金费率改革三阶段稳步推进

公募基金行业高质量发展的拐点到来，从“重规模”向“重回报”转变

- 公募基金费率改革分三阶段推进，为公募行业的高质量发展奠定了坚实的基础。公募基金费率改革第一、二阶段分别于2023年7月、2024年4月先后落地。
- 2024年9月26日，新国九条提出稳步推进公募基金改革、推动证券基金机构高质量发展。2025年5月7日，证监会于印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，共提出25条举措，督促基金行业从“重规模”向“重回报”转变。

公募基金费率改革分三阶段推进



资料来源：证监会，平安证券研究所

## 2.2市场表现|机构大幅低配，券商跑输大盘

- 机构对证券行业目前处于低配状态。主动权益基金对证券行业的重仓持股比例为0.37%，较沪深300权重低配6.29%。
- 沪深300中的所有券商标的全部处于低配状态，其中，低配程度排名前三的个股为东方财富（低配1.34%）、中信证券（低配1.22%）、国泰海通（低配0.90%）。

第一基准为沪深300的主动权益基金对A股券商个股的持股比例较沪深300低配（截至2025/3/31）

| 公司   | 第一基准为沪深300的主动权益基金 | 沪深300 | 超低配    |
|------|-------------------|-------|--------|
| 东方财富 | 0.05%             | 1.40% | -1.34% |
| 中信证券 | 0.05%             | 1.27% | -1.22% |
| 国泰海通 | 0.01%             | 0.91% | -0.90% |
| 华泰证券 | 0.07%             | 0.42% | -0.35% |
| 招商证券 | 0.01%             | 0.32% | -0.31% |
| 东方证券 | 0.00%             | 0.24% | -0.24% |
| 广发证券 | 0.01%             | 0.23% | -0.23% |
| 申万宏源 | 0.00%             | 0.22% | -0.22% |
| 兴业证券 | 0.00%             | 0.20% | -0.20% |
| 中金公司 | 0.01%             | 0.20% | -0.19% |
| 方正证券 | 0.00%             | 0.19% | -0.19% |
| 光大证券 | 0.00%             | 0.16% | -0.16% |
| 中国银河 | 0.02%             | 0.18% | -0.15% |
| 中信建投 | 0.01%             | 0.15% | -0.15% |
| 国信证券 | 0.00%             | 0.15% | -0.14% |
| 浙商证券 | 0.03%             | 0.15% | -0.12% |
| 国投资本 | 0.00%             | 0.09% | -0.09% |
| 中泰证券 | 0.00%             | 0.09% | -0.09% |
| 信达证券 | 0.00%             | 0.08% | -0.08% |
| 首创证券 | 0.00%             | 0.06% | -0.06% |
| 红塔证券 | 0.00%             | 0.05% | -0.05% |

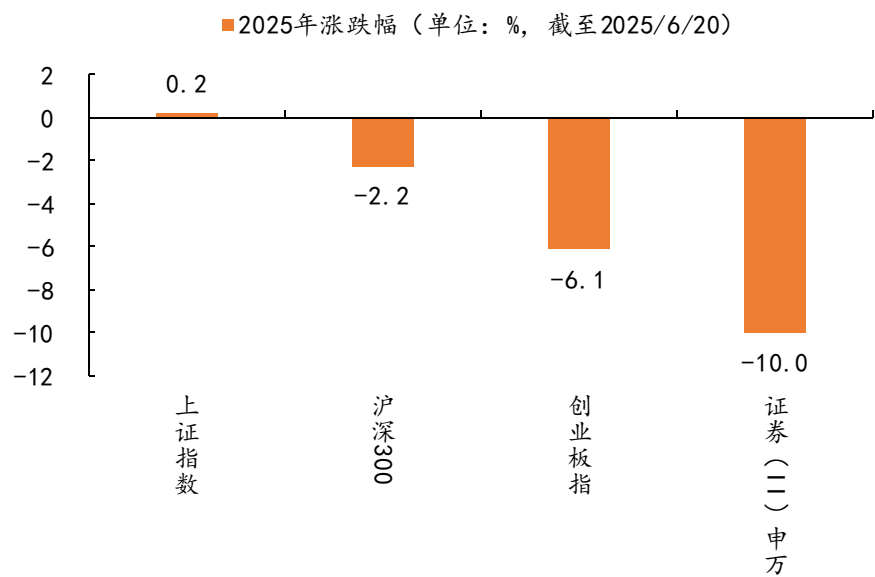
资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.2 市场表现 | 机构大幅低配，券商跑输大盘

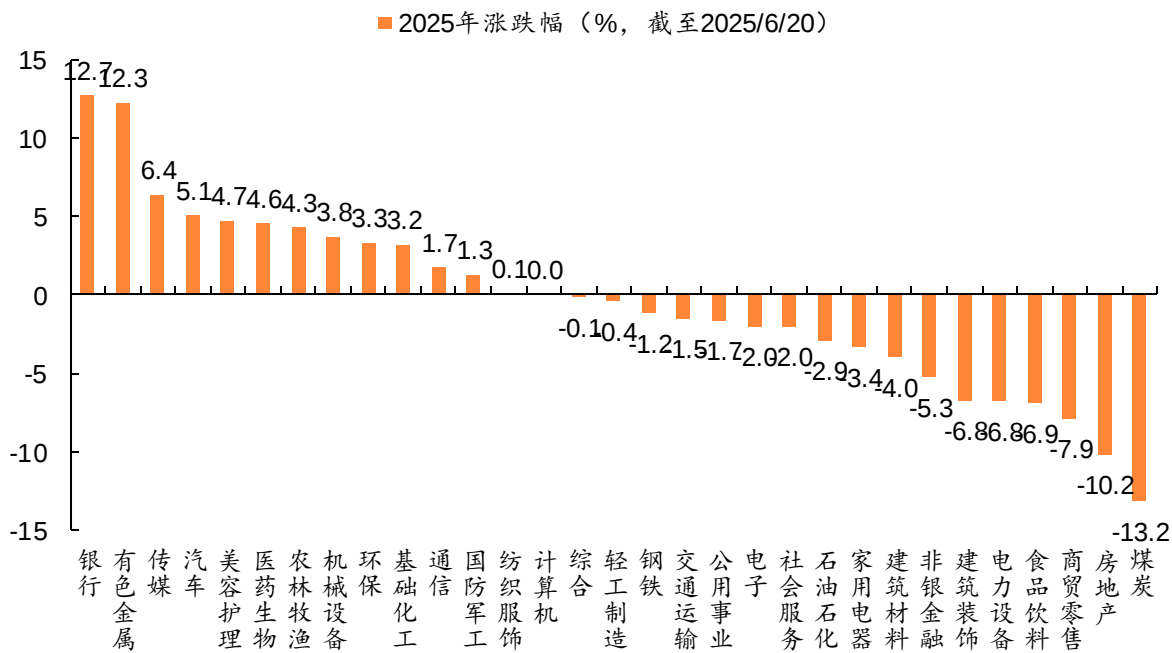
2025年初以来，券商板块市场表现不佳

- 2025年初至今（2025/6/20，下同）证券行业指数下跌10%，非银金融行业指数整体下跌5.3%，在31个申万一级行业中排名第25位。
- 同期上证指数上涨0.2%，沪深300指数下跌2.2%，创业板指下跌6.1%，证券行业跑输沪深300指数7.75pct。

2025年初以来主要股指及证券行业指数涨跌幅



2025年以来A股各行业涨跌幅

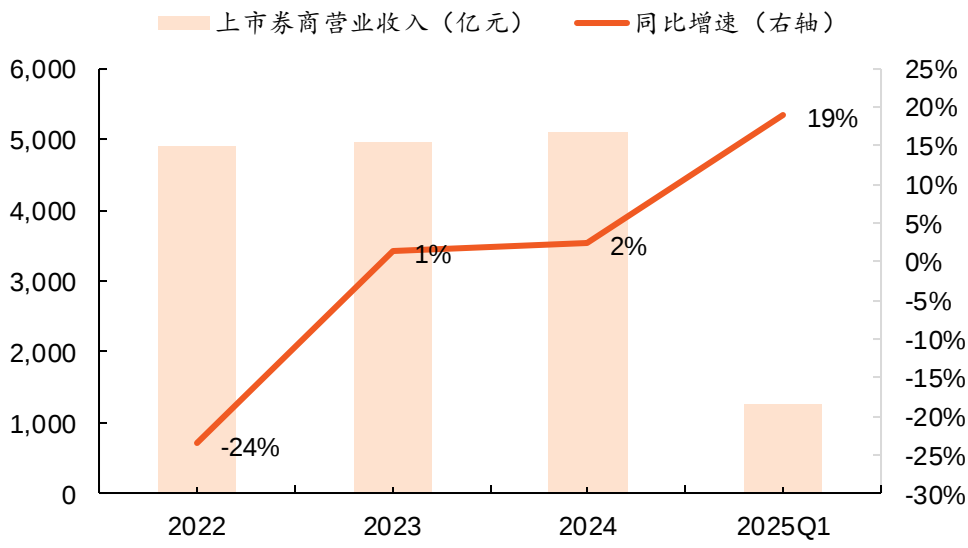


资料来源：Wind，平安证券研究所

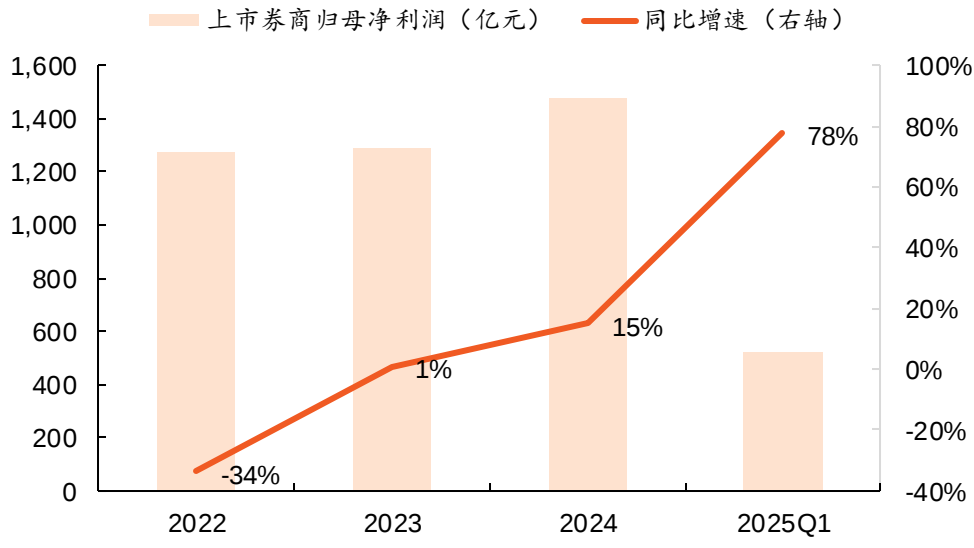
## 2.3 基本面 | 受益于市场景气度回暖，一季度券商业绩表现亮眼

- 2025年一季度，上市券商合计实现营业收入1259亿元，同比增长19%；合计实现归母净利润522亿元，同比增长77.79%。受益于A股市场回暖和市场成交活跃，大部分上市券商业绩同比明显改善，42家上市券商中有36家实现归母净利润的正增长。
- 其中，前十大券商的归母净利润增速84%，大幅领先行业整体增速；部分中小券商因自营投资方向性投资占比较高，一季度市场回暖凸显业绩弹性。

上市券商合计营业收入及增速



上市券商合计归母净利润及增速



资料来源：Wind，平安证券研究

注1：因国泰君安与海通证券合并，2024年度数据、2025年Q1数据基于合并后共计42家上市券商，2024年三季度之前的数据基于43家上市券商

注2：前十大券商为2025年一季度归母净利润资产排名前10的上市券商，为保持数据可比，计算增速时2024年Q1数据取国泰君安与海通证券合并前分开计算的共11家券商

2.3基本面 | 大券商的业绩集中度较高

➤ 归母净利润排名前五的券商为国泰海通122亿元、中信证券65亿元、华泰证券36亿元、中国银河30亿元、广发证券28亿元，CR5、CR10合计归母净利润占有所有上市券商的比例分别为54%、74%，行业排名11-20、21-42的券商合计归母净利润占比分别为15%、11%，行业业绩集中度较高。

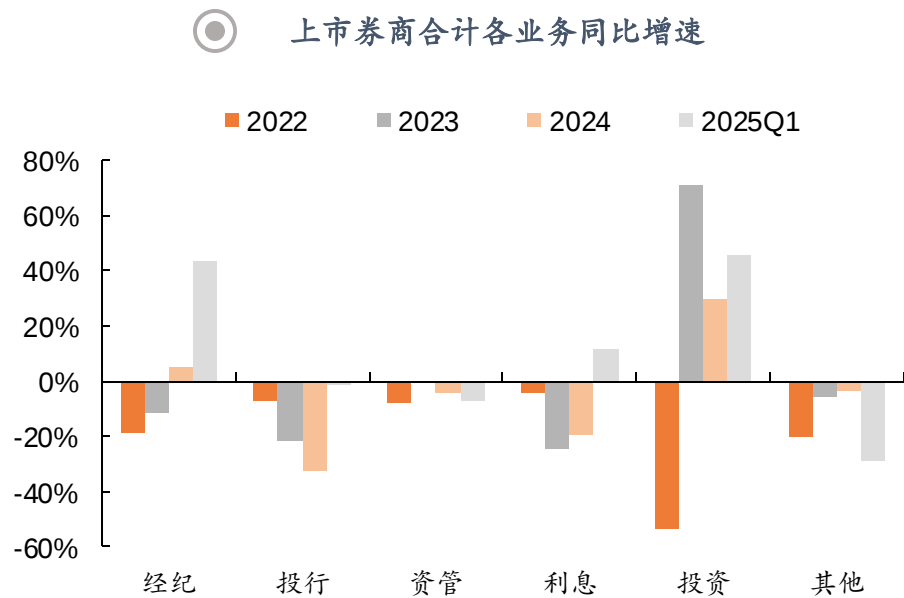
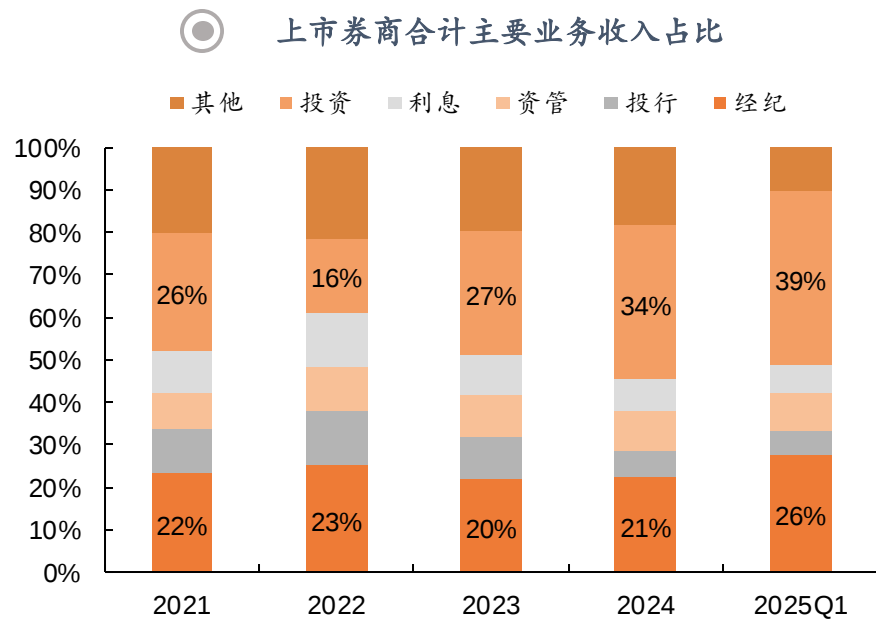
上市券商25Q1集中度统计

|         | 收入表现（亿元） |      |     |    |     |    |     | 在所有上市券商中占比 |      |     |     |     |     |     | 同比变动 |      |     |      |      |      |      |
|---------|----------|------|-----|----|-----|----|-----|------------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|-----|------|------|------|------|
|         | 营收       | 归母净利 | 经纪  | 投行 | 资管  | 信用 | 投资  | 营收         | 归母净利 | 经纪  | 投行  | 资管  | 信用  | 投资  | 营收   | 归母净利 | 经纪  | 投行   | 资管   | 信用   | 投资   |
| 国泰海通    | 118      | 122  | 27  | 7  | 12  | 7  | 40  | 9%         | 23%  | 8%  | 11% | 12% | 9%  | 8%  | -8%  | 260% | 13% | -33% | -12% | -43% | 12%  |
| 中信证券    | 178      | 65   | 33  | 10 | 26  | -2 | 89  | 14%        | 13%  | 10% | 15% | 25% | -3% | 18% | 29%  | 32%  | 36% | 12%  | 9%   | 亏损   | 62%  |
| 华泰证券    | 82       | 36   | 19  | 5  | 4   | 10 | 28  | 7%         | 7%   | 6%  | 8%  | 4%  | 12% | 6%  | 35%  | 59%  | 43% | -6%  | -62% | 319% | 47%  |
| 广发证券    | 72       | 28   | 20  | 2  | 17  | 5  | 23  | 6%         | 5%   | 6%  | 2%  | 17% | 7%  | 5%  | 46%  | 79%  | 51% | 4%   | 5%   | 21%  | 106% |
| 中国银河    | 76       | 30   | 19  | 2  | 1   | 9  | 32  | 6%         | 6%   | 6%  | 2%  | 1%  | 12% | 6%  | 5%   | 85%  | 53% | 59%  | 19%  | -2%  | 94%  |
| 招商证券    | 47       | 23   | 20  | 2  | 2   | 2  | 15  | 4%         | 4%   | 6%  | 3%  | 2%  | 3%  | 3%  | 10%  | 7%   | 49% | 112% | 43%  | 75%  | -26% |
| 国信证券    | 53       | 23   | 19  | 1  | 2   | 3  | 25  | 4%         | 4%   | 6%  | 2%  | 2%  | 4%  | 5%  | 57%  | 90%  | 73% | -46% | -3%  | 48%  | 71%  |
| 中金公司    | 57       | 20   | 13  | 4  | 3   | -5 | 34  | 5%         | 4%   | 4%  | 6%  | 3%  | -7% | 7%  | 48%  | 65%  | 56% | -10% | 15%  | 减亏   | 83%  |
| 申万宏源    | 55       | 20   | 13  | 3  | 2   | 0  | 32  | 4%         | 4%   | 4%  | 5%  | 2%  | 0%  | 7%  | -4%  | 42%  | 29% | 79%  | -14% | 扭亏   | 15%  |
| 中信建投    | 49       | 18   | 17  | 4  | 3   | 0  | 19  | 4%         | 4%   | 5%  | 5%  | 3%  | 1%  | 4%  | 15%  | 50%  | 38% | -20% | 20%  | -71% | 28%  |
| 前10合计   | 787      | 387  | 201 | 39 | 72  | 30 | 336 | 62%        | 74%  | 61% | 58% | 71% | 38% | 69% | 19%  | 84%  | 41% | -5%  | -5%  | 0%   | 44%  |
| 11-20合计 | 259      | 76   | 71  | 14 | 17  | 31 | 80  | 21%        | 15%  | 22% | 21% | 17% | 40% | 16% | 35%  | 66%  | 51% | -4%  | -1%  | 12%  | 96%  |
| 21-42合计 | 213      | 59   | 57  | 14 | 13  | 18 | 69  | 17%        | 11%  | 17% | 20% | 12% | 23% | 14% | 5%   | 58%  | 45% | 17%  | -21% | 35%  | 16%  |
| 全部合计    | 1259     | 522  | 328 | 67 | 101 | 79 | 486 |            |      |     |     |     |     |     | 19%  | 78%  | 43% | -1%  | -7%  | 12%  | 46%  |

资料来源：Wind，平安证券研究所  
注：券商排名基于2025年一季度末的归母净资产

## 2.3 基本面 | 经纪与投资是业绩核心驱动力

➤ 2025年一季度，上市券商合计收入结构为：经纪26%、投行5%、资管8%、利息6%、投资39%、其他10%，环比2024年报收入占比变动分别为：经纪+5pct、投行-1pct、资管-1pct、利息-1pct、投资+5pct、其他-8pct。2025年一季度，各项业务的收入同比增速分别为，经纪43%、投行-1%、资管-7%、利息12%、投资46%、其他-29%。其中投资和经纪业务是业绩增长的核心驱动力，这两项业务合计收入占比为65%，对整体业绩表现的影响进一步加大。

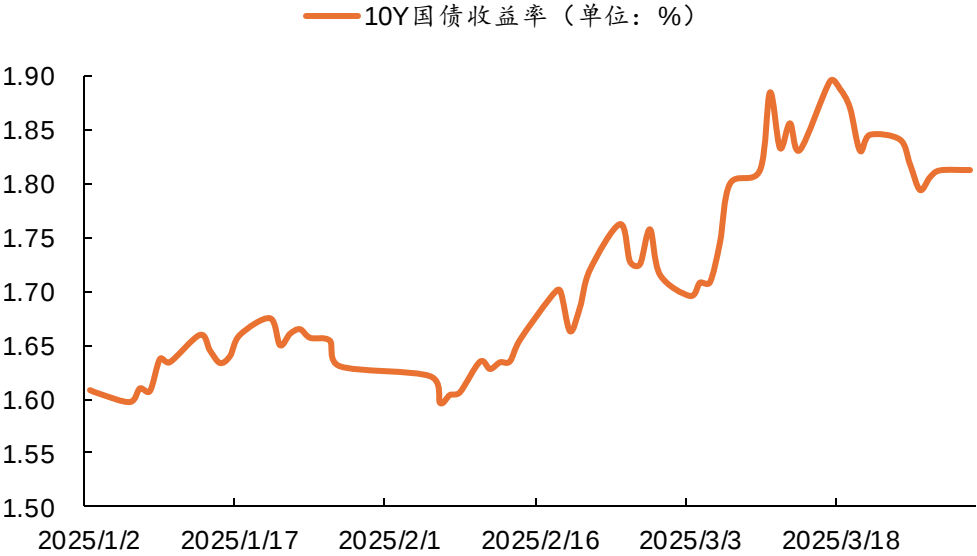


资料来源：Wind，平安证券研究所  
注：投资业务收入=投资净收益-对联营合营企业的投资收益+公允价值变动，下同

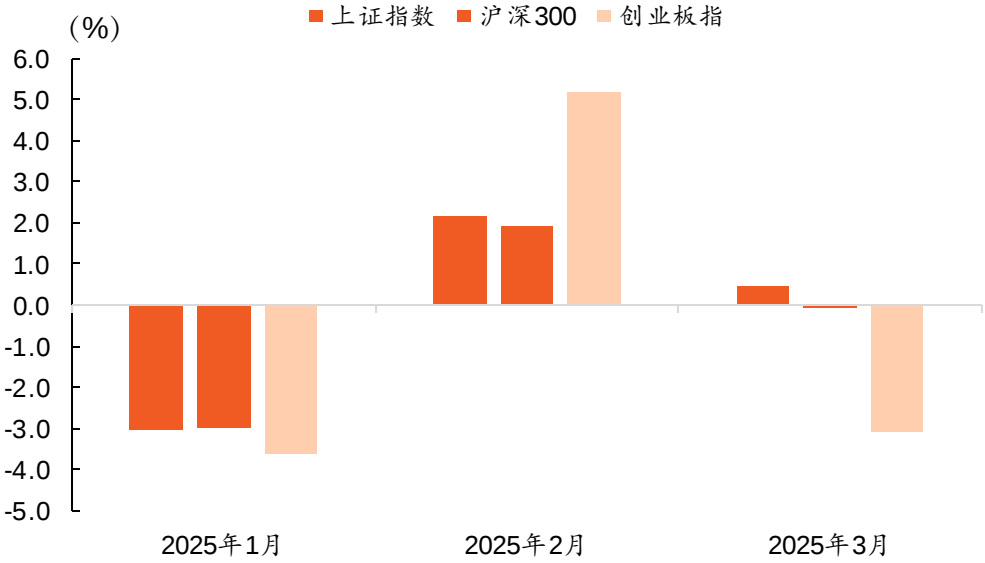
## 2.3 基本面 | 扩表趋势延续，投资收入大幅增长

➤ A股市场在2025年一季度走出结构性行情，1月23日国新办举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况，2月市场表现良好，沪深300指数上涨1.9%，创业板指上涨5.2%。部分券商加大方向性投资，带动投资业务收入大幅增长。债券市场出现较大波动，部分券商债权FVOCI规模下降，对投资收入进行平滑。2025年一季度，上市券商合计实现投资业务收入486亿元，同比增长46%。

2025年一季度十年国债收益率表现



2025年前三个月主要股指表现



资料来源：国务院，Wind，平安证券研究所

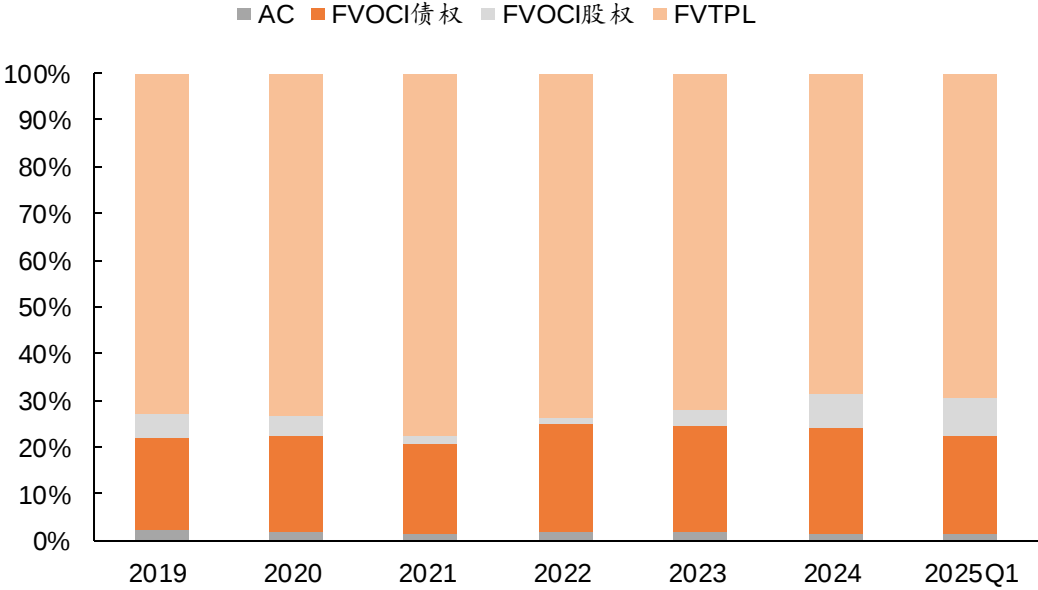
## 2.3 基本面 | TPL贡献核心投资增量，OCI股权增速较快，OCI债权下降

- 2025年一季度，上市券商合计金融投资规模延续环比增长趋势，其中：FVTPL增长9.37%，增长规模为3894.25亿元，为金融投资资产的主要增量来源；AC债权投资增长3.81%；FVOCI债权下降0.33%；FVOCI股权增长15.88%，增速较快。
- 从结构来看，FVOCI股权占比7.76%，环比上年末增加0.56pct，FVOCI债权占比21.19%，环比减少1.67pct，FVTPL占比69.69%，环比增加1.16pct。

上市券商合计金融投资资产明细

| (单位：亿元)  | 2024  | 2025Q1 | 环比     |
|----------|-------|--------|--------|
| 债权投资     | 855   | 887    | 3.81%  |
| 其他债权投资   | 13866 | 13820  | -0.33% |
| 其他权益投资工具 | 4370  | 5064   | 15.88% |
| 交易性金融资产  | 41560 | 45454  | 9.37%  |
| 合计金融投资规模 | 60651 | 65227  | 7.54%  |

上市券商合计各类金融投资资产占比



资料来源：Wind，平安证券研究所  
注：金融投资资产规模=债权投资+其他债权投资+其他权益投资工具+交易性金融资产

## 2.3 基本面 | 投资是业绩表现的胜负手

- 各家券商的投资收入增速出现较大分化，部分中小券商抓住市场投资机遇，在低基数下实现投资业务收入的高速增长，如长江证券、华西证券；大券商普遍以客需业务为主，投资收入更具韧性，市场上涨其自营盘中的方向性投资也带来增量收益，前十大券商合计投资收益同比增长44%；但因一季度债市出现较大波动，仍有16家券商投资收入出现下滑。
- 展望全年，经纪业务虽受益于市场活跃度回升但同质化竞争格局难以打破，投行、资管等轻资产业务仍然承压，各券商业绩表现的胜负手仍是投资业务。

上市券商投资业务收入增速表现分化

| 排名 | 公司名称 | 2024Q1（亿元） | 2025Q1（亿元） | 同比增速     |
|----|------|------------|------------|----------|
| 1  | 长江证券 | 0.36       | 8.72       | 2328.61% |
| 2  | 华西证券 | 0.44       | 3.06       | 602.18%  |
| 3  | 东方证券 | 7.99       | 21.08      | 163.77%  |
| 4  | 红塔证券 | 1.66       | 4.18       | 151.57%  |
| 5  | 华安证券 | 2.63       | 5.66       | 114.99%  |
| 6  | 天风证券 | 1.94       | 4.13       | 112.46%  |
| 7  | 广发证券 | 11.30      | 23.33      | 106.47%  |
| 8  | 东吴证券 | 5.49       | 11.20      | 104.08%  |
| 9  | 中国银河 | 16.29      | 31.56      | 93.74%   |
| 10 | 中金公司 | 18.53      | 33.96      | 83.32%   |
| 32 | 光大证券 | 6.01       | 4.88       | -18.72%  |
| 33 | 东兴证券 | 5.54       | 4.31       | -22.29%  |
| 34 | 招商证券 | 20.49      | 15.12      | -26.19%  |
| 35 | 西南证券 | 2.81       | 2.06       | -26.81%  |
| 36 | 国海证券 | 1.70       | 1.17       | -30.90%  |
| 37 | 第一创业 | 2.29       | 1.52       | -33.69%  |
| 38 | 中银证券 | 0.90       | 0.59       | -33.74%  |
| 39 | 华林证券 | 0.56       | 0.34       | -39.39%  |
| 40 | 中原证券 | 3.10       | 0.38       | -87.68%  |
| 41 | 财通证券 | 4.31       | 0.24       | -94.53%  |

资料来源：Wind，平安证券研究所  
注：表格节选上市券商投资业务收入排名前十位及后十位；国联民生25Q1扭亏为盈、不计入排名。



## 目录CONTENTS

### 一、保险：负债端行稳致远，资产端进而有为

1. 板块复盘：行情波动与基金低配明显
2. 经营业绩：出现一定分化
3. 负债端：坚持高质量发展
4. 资产端：高股息策略或仍为优选

### 二、证券：资本市场改革深化，头部公司更具韧性

1. 政策面：资本市场改革深化，内在稳定性增强
2. 市场表现：机构大幅低配，券商跑输大盘
3. 基本面：扩表趋势延续，投资是业绩表现的胜负手

### 三、投资建议与风险提示

### 3.1 投资建议：优先关注基本面稳健、兼具 $\beta$ 弹性的保险板块

- **保险行业：**负债端，25Q1业绩延续改善态势。一方面，目前居民储蓄需求仍旺盛、保险竞品收益率下降，主要上市险企以浮动收益型产品为主力销售对象、仍较有竞争力；预计新业务结构优化、NBVM提升将助力2025年全年业绩在高基数之下保持相对稳健。另一方面，监管多措并举和险企主动转型共振，预计寿险负债成本有望压降、利差损风险将持续缓解。资产端，近期十年期国债到期收益率低位震荡、预计A股结构性行情仍将延续，2025年险企投资业绩仍存在一定不确定性。但保险股 $\beta$ 属性显著、分红水平稳健，目前板块估值与基金持仓水平仍处低位、具备长期配置价值。个股方面，若权益市场持续震荡，建议优先关注负债端具备韧性的中国太保；若权益市场持续向好，建议关注资产端弹性更大的新华保险、中国人寿。
- **证券行业：**资本市场改革走深走实，市场生态逐步优化，长期资金持续入市，资本市场投融资功能不断健全完善，内在稳定性增强，我们预计证券行业全年基本面表现稳健增长。券商作为资本市场“看门人”，仍在改革周期的关键阶段，建议关注业务结构均衡、基本面更具韧性、资本市场高质量发展政策导向更为受益的头部券商中信证券、华泰证券、中国银河、中金公司。

## 3.2风险提示

- 1) 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。主要指数大幅波动，交投活跃度或将下滑，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2) 寿险产品预定利率切换带来的负面影响超预期、居民储蓄险需求释放不及预期，代理人数量持续下滑、质态提升进度缓慢，导致寿险新单与NBV不及预期。
- 3) 监管政策不断趋严，对各渠道展业、行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。
- 4) 产险赔付超预期导致承保利润下滑。
- 5) 长端利率超预期下行，到期资产再配置和新增资产配置承压、获息能力下降。
- 6) 宏观经济超预期下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 7) 资本市场改革政策推进不及预期，政策红利低于预期。
- 8) 部分行业内公司资产重组方案仍需通过内外部程序批准，能否实施尚存在不确定性。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。