



政策东风劲，非银绽新程

非银金融行业2025年度春季投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

姓名 唐关勇（联系人）

证书编号：S0790123070030

邮箱：tangguanyong@kysec.cn

2025 年 2 月 13 日

核心观点

1. 政策东风劲，非银绽新程

宏观稳增长和稳股市政策态度积极，央行货币政策工具创新、中长期资金入市方案为资本市场带来增量资金，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，财富管理、ETF等业务迎来发展机会，看好三类标的的机会；保险行业负债端有望稳健增长，分红险占比持续提升，关注权益弹性和经济复苏催化。

2. 券商及多元金融板块：受益于活跃度中枢抬升，看好三条主线机会

(1) 券商板块回顾：2024.9.24以来券商板块上涨34%，相对沪深300实现超额收益16%。政策端稳经济+稳股市表态积极，提振投资者信心，个人投资者入市热度高涨。2024年市场换手率和新开户数提升，市场数据向好驱动券商基本面改善，16家上市券商2024年净利润675亿，同比+24%。**(2) 券商板块展望：**稳股市政策组合拳+低利率环境+ETF快速发展有望共同驱动个人投资者活跃度中枢抬升，券商交易端和业务端均有望持续受益，叠加低基数，预计券商2025年上半年业绩高增长趋势有望延续，我们预计2025Q1上市券商归母净利润同比+45%。券商板块估值和机构持仓仍在低位，看好金融信息服务龙头公司、零售优势突出的中大型券商以及并购主题类标的。**(3) 三类标的的机会：**a.高beta弹性的2C金融信息服务商，推荐东方财富、指南针、同花顺，受益标的：九方智投控股(H股)；b.零售优势突出的头部券商，推荐财通证券，受益标的：招商证券，国信证券，中国银河，方正证券；c.并购主线标的，推荐国联证券，受益标的：国泰君安、浙商证券、东兴证券。**(4) 多元金融：**推荐盈利稳健、穿越周期的高股息标的江苏金租，利率下降利于支撑公司利差；**推荐香港交易所**，国内稳增长发力利好港股分子端，全球降息周期利好分母端。

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：股债双牛带动2024年上市险企净利润同比高增，3季度停售带来新单增长改善，全年看预计价值率提升带动NBV高景气。报行合一、产品结构主动调整和预定利率调降是价值率提升主因。**(2) 展望：负债端看**，个险渠道转型持续见效，分红型供需两端催化下高增长可期，个险报行合一、产品结构优化和预定利率调降有望进一步支撑价值率，银行1+3网点放开利于负债端高质量增长，预定利率动态调整机制建立下利差损风险有望逐步缓解；**资产端看**，财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，关注长端利率企稳，中长期资金入市政策拉长险企考核周期，明确增配权益规模，预计偿付能力松绑下权益配置意愿提高，资产端Beta催化下关注权益弹性突出标的。**(3) 看好寿险板块顺周期机遇**，当前保险板块PEV、PB估值位于近5年45%和64%分位数，2024Q4保险板块主动基金持仓占比0.66%，估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。权益弹性受益标的新华保险，推荐中国人寿、中国太保、中国平安。

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以来券商跑赢沪深300，金融信息服务商标的领跑

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

券商跑赢沪深300指数：924市场反转以来，券商板块上涨34%，相对沪深300实现超额收益16%，券商在924行情反弹初期以及11月初上涨阶段涨幅较大，2025年1月初有一定回调，目前处于震荡行情。

五金高弹性特征突出：个股来看，金融信息服务商高弹性标的领跑，九方智投控股、同花顺、指南针、东方财富上涨251%/180%/150%/114%。传统券商中，华林证券、天风证券、第一创业上涨53%/51%/47%，中信证券、华泰证券上涨41%/31%，股价表现相对较好。

表1：个股复盘来看，金融信息服务商高弹性标的领跑

排序	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (2024.9.24-2025.2.5)	排序	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (2024.9.24-2025.2.5)
1	9636.HK	九方智投控股	251%	27	600369.SH	西南证券	21%
2	300033.SZ	同花顺	180%	28	002673.SZ	西部证券	20%
3	300803.SZ	指南针	150%	29	000166.SZ	申万宏源	19%
4	300059.SZ	东方财富	114%	30	600999.SH	招商证券	19%
5	002945.SZ	华林证券	53%	31	600837.SH	海通证券	19%
6	601162.SH	天风证券	51%	32	601696.SH	中银证券	18%
7	002670.SZ	国盛金控	50%	33	601788.SH	光大证券	18%
8	002797.SZ	第一创业	47%	34	601236.SH	红塔证券	18%
9	600030.SH	中信证券	41%	35	601108.SH	财通证券	17%
10	000750.SZ	国海证券	35%	36	601375.SH	中原证券	16%
11	801193.SI	证券指数	34%	37	600906.SH	财达证券	16%
12	600864.SH	哈投股份	33%	38	601136.SH	首创证券	16%
13	601688.SH	华泰证券	31%	39	601377.SH	兴业证券	15%
14	000686.SZ	东北证券	31%	40	600109.SH	国金证券	15%
15	601198.SH	东兴证券	30%	41	600958.SH	东方证券	15%
16	000712.SZ	锦龙股份	28%	42	002939.SZ	长城证券	14%
17	600909.SH	华安证券	28%	43	601456.SH	国联证券	14%
18	000783.SZ	长江证券	27%	44	002736.SZ	国信证券	14%
19	601881.SH	中国银河	25%	45	600155.SH	华创云信	13%
20	000776.SZ	广发证券	25%	46	600621.SH	华鑫股份	13%
21	601099.SH	太平洋	24%	47	601990.SH	南京证券	13%
22	000728.SZ	国元证券	23%	48	600918.SH	中泰证券	13%
23	002500.SZ	山西证券	23%	49	601901.SH	方正证券	13%
24	002926.SZ	华西证券	22%	50	600095.SH	湘财股份	10%
25	601555.SH	东吴证券	22%	51	601995.SH	中金公司	10%
26	601211.SH	国泰君安	22%	52	601059.SH	信达证券	7%
	601066.SH	中信建投	21%	53	601878.SH	浙商证券	5%

图1：2024年9月24日至今券商板块上涨34%，相对沪深300实现超额收益16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

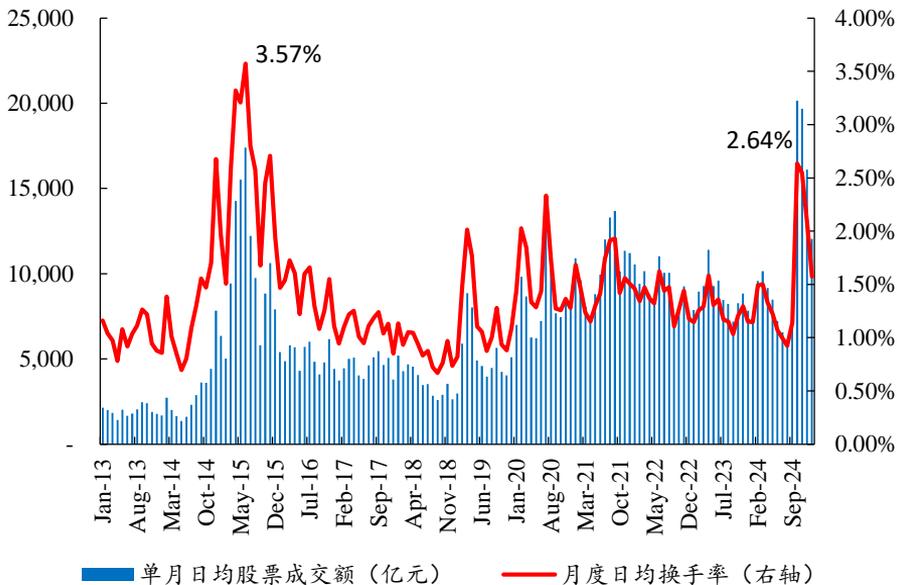
1.2 市场数据：换手率提高，新开户数高增，个人投资者入市热度高涨

市场换手率提高，个人投资者加速入市

市场换手率提高：2024年10月-2025年1月，市场月度日均换手率为2.64%/2.55%/2.07%/1.57%，较2024年1-9月平均的1.20%有明显提升。

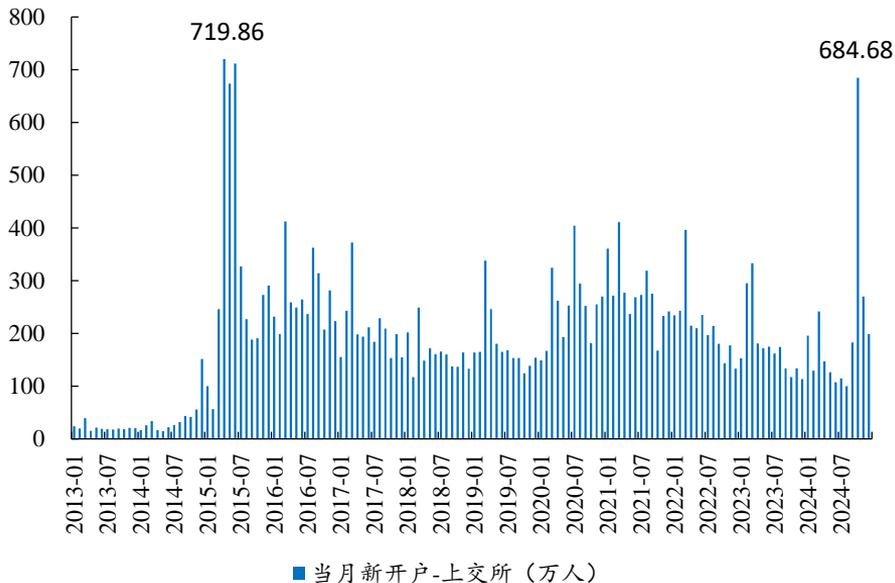
10月新开户历史第三：2024年10月新开户数达685万户，个人投资者入市热情高涨。

图2：2024.9.24以来市场换手率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年10月新开户685万户，单月开户数历史第3



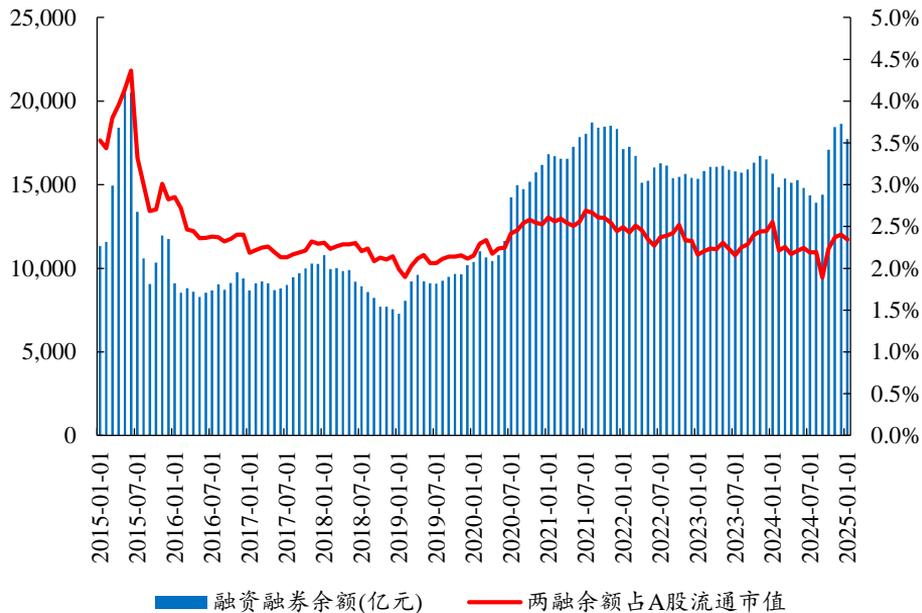
数据来源：上交所、开源证券研究所

1.2 市场数据：两融规模环比增长，两融交易占比提高，整体仍处合理区间

两融规模环比增长，交易占比提高

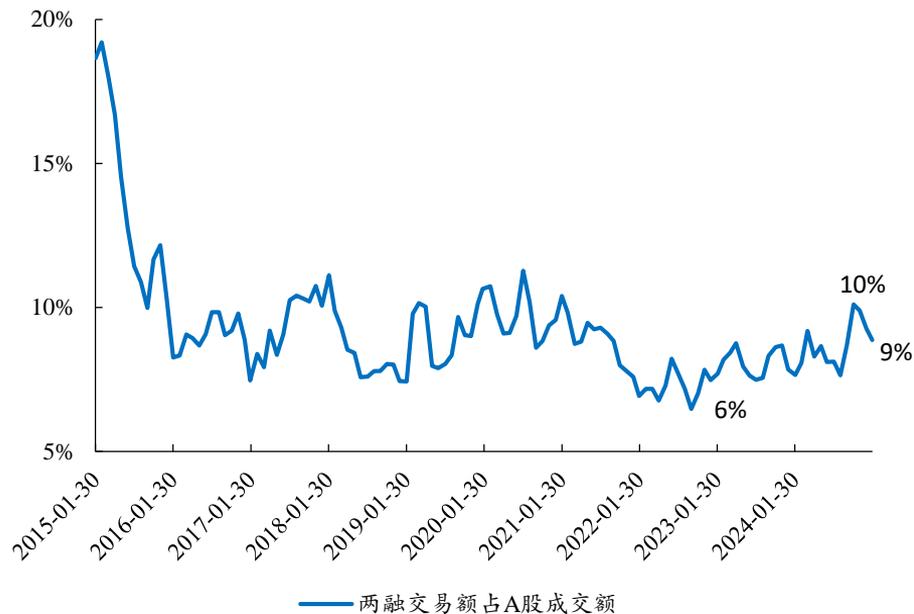
两融业务需求改善：截至2025年1月末，市场两融规模达1.77万亿，规模较2024年9月末1.44万亿有明显提升。2024年10月末两融交易占比达10%，较前三季度低点6%有所改善，市场交易活跃度提升，比例水平处于合理区间。

图4：2024.9.24以来两融规模以及占流通市值比重环比提升，处于合理区间



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



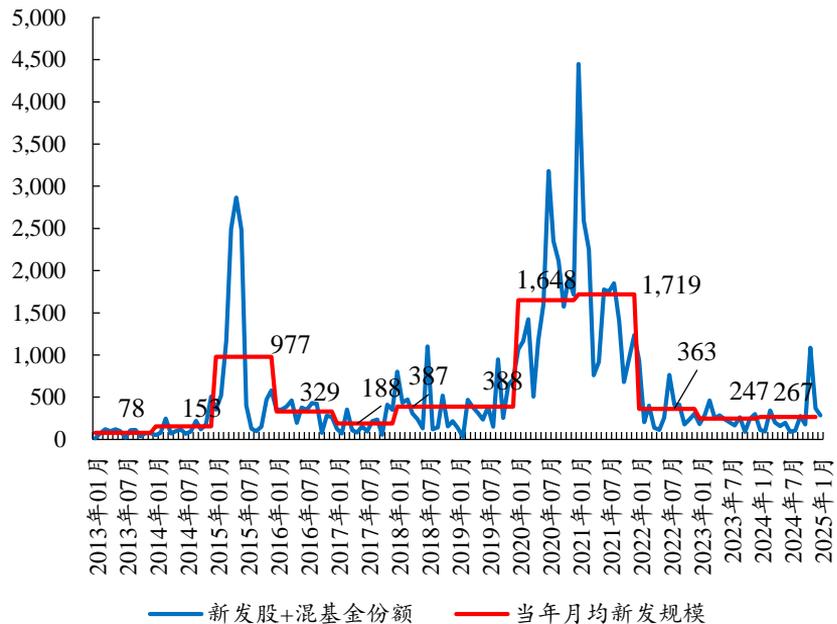
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 市场数据：权益基金新发同比增长，A500ETF规模高增

2024年权益基金新发同比增长，A500 ETF规模高增

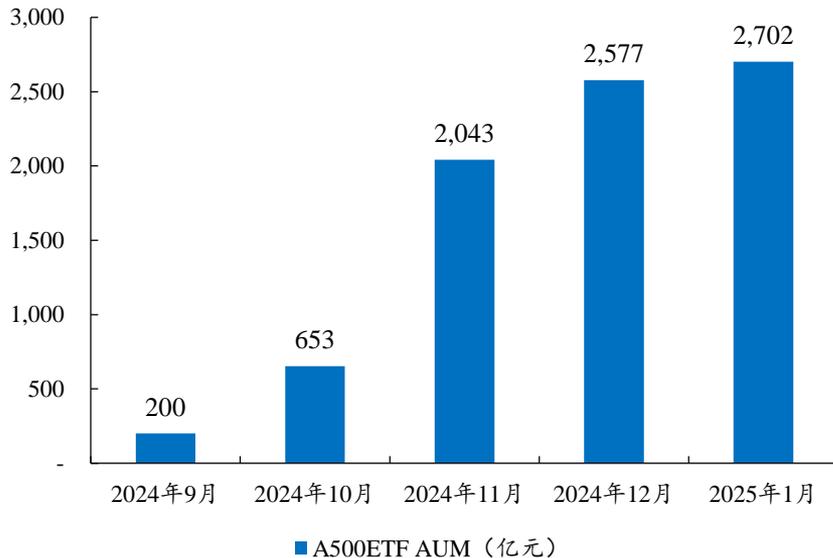
基金新发来看，2024年权益基金新发规模3202亿份，同比+8%，11月新发有脉冲式增长，主因A500ETF及其联接基金产品发行火爆。自2024年9月A500 ETF发行以来，AUM持续高增，2025年1月末A500 ETF规模达2702亿元。

图4：2024年新发股票+混合类基金3202亿份额，月均267亿份，同比+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：9月新品A500 ETF发行，规模高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2024年A500 ETF（仅券商渠道可发行）新发基金份额462亿份，A500ETF联接基金（全渠道均可发行）新发合计841亿份

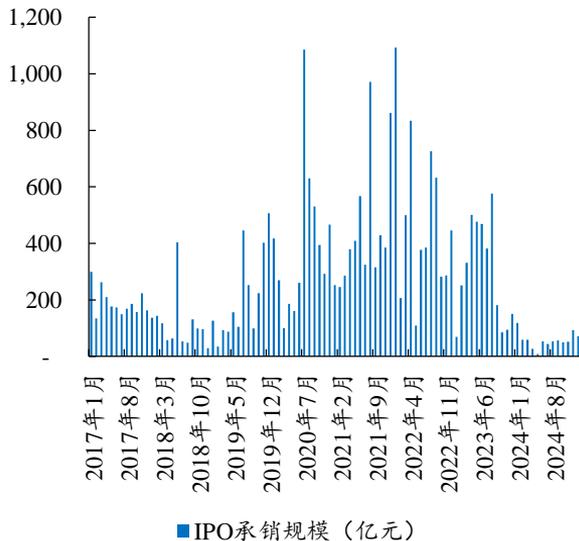
1.2 市场数据：投行IPO低迷，资管规模环比微降，债市上涨利好券商固收自营

投行：2024Q4 IPO规模195亿元，环比+29%，同比-41%，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%，预计2024Q4券商资管业务相对稳定。

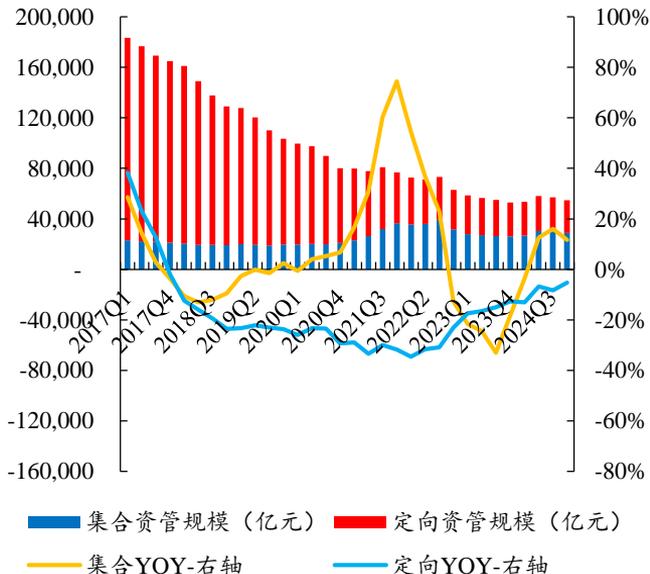
股债市涨跌幅：924以来股市快速反弹，2024年全年沪深300上涨16%，券商方向性权益自营受益；债市经历10月小幅调整后持续走高，预计券商固收自营表现较好。

图6：2024Q4 IPO规模仍维持较低水平



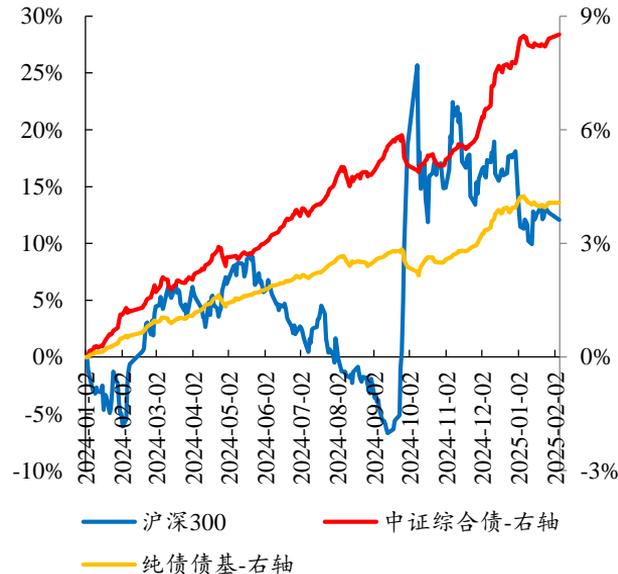
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q4 券商资管规模合计5.5万亿，环比-4%，同比+3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：924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：政策端全力形成并巩固市场回稳向好势头

2024年9月24日以来，一系列利好资本市场长期高质量发展的政策陆续出台，政策端全力形成并巩固市场回稳向好势头，利于提振投资者信心，推动资本市场高质量发展。

表2：2024.9.24以来一系列资本市场政策利于股市高质量发展

时间	政策/事件	点评
2024年9月24日	央行、金管总局和证监会宣布系列政策	系列政策超预期，其中，创设证券、基金、保险公司互换便利与股票回购增持再贷款工具为市场注入增量资金，体现监管对资本市场的重视，有望提振投资者信心，改善市场风险偏好
2024年9月26日	中央政治局会议强调“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革。”	本次政治局会议首次在9月部署经济工作，稳增长态度超预期；同时对资本市场表态更加积极，有利于提升股市活跃度
2024年9月26日	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》	有利于推动中长期资金投资规模和比例提升
2024年11月19日	11月19日多家公募基金官网公告，将调降旗下大型宽基ETF和对应联结基金管理费（降至0.15%）和托管费率（降至0.05%）。	本次ETF集体降费是继2023年7月主动权益基金降费后行业第二轮降费行动，顺应监管降低投资者成本、吸引中长期资金入市、大力发展指数化投资的政策导向
2024年12月9日	中央经济工作会议提出稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击	政策表态积极，利好股市信心提振，市场成交额有望保持较高活跃水平
2025年1月22日	中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	本次方案延续“9.26中长期资金入市指导意见”思路，春节假期前发布政策，彰显政策端“稳股市”的积极态度，提振投资者信心。公募和险资每年增量资金或达万亿规模。
2025年1月26日	中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	加快股票ETF注册速度，将存量基金指数可使用费用从基金财产中列支改为由基金管理人承担，进一步降低投资成本；关注后续申赎、销售服务费等渠道费用降费举措。

表3：鼓励分红政策、SFISF、股票回购增持再贷款快速实现落地

政策	实施情况
分红政策后上市公司分红情况	2024年3月，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，明确提出加强现金分红监管，增强投资者回报。 2024年4月，国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新国九条）明确强化上市公司现金分红监管，强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。 2024年9月，《上市公司监管指引第10号——市值管理》鼓励董事会根据公司发展阶段和经营情况，制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。 据2025年1月证监会主席吴清新闻发布会发言，2024年上市公司全年分红2.4万亿元、回购1476亿元，创了历史新高。预计2025年会有超过310家公司实施春节前分红，分红金额大概在3400多亿元，家数、金额分别是2024年同期的9倍、7.6倍。
	2024年10月10日，央行创设“证券、基金、保险公司互换便利”，首期操作规模5000亿元，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成份股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。 2024年10月18日，央行正式启动SFISF操作，并联合证监会印发相关通知，明确业务流程等内容。当日，20家证券、基金公司获准参与互换便利操作，首批申请额度已超2000亿元。 截至2025年1月23日，SFISF已经开展了两次操作，合计金额1050亿元。2024年10月操作的500亿元，已经全部用于融资增持股票。2025年1月操作的550亿元，行业机构已经可以随时用于融资增持股票。
SFISF实施情况	2024年10月18日，央行会同金融监管总局、证监会正式设立股票回购增持再贷款引导21家全国性金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票，再贷款额度3000亿元，年利率1.75%。 2025年1月2日，央行优化股票回购、增持再贷款的政策安排，将申请贷款时的自有资金比例要求从30%降到了10%，将贷款最长期限由1年延长到了3年。 截至2025年1月18日，已有307家上市公司披露使用专项贷款进行上市公司回购和主要股东增持的相关进展，贷款总金额上限达573.99亿元。
股票回购增持再贷款使用情况	

数据来源：证监会、开源证券研究所

1.4 行业并购：多个并购整合案例有实质进展

2024年，券商多个并购重组案例有实质进展，行业整合进程加速。浙商证券收购国都证券、国联证券收购民生证券、国泰君安和海通证券整合等案例在2024Q4有实质性进度推进。

表4：2024年多个券商收并购案例有实质进展

收购事件	时点	进展
1 浙商证券收购国都证券	2023年12月8日	启动收购 ：浙商证券发布公告，拟以现金方式受让重庆信托等5家公司分别持有的国都证券共计19.1454%的股份。
	2024年3月29日	收购推进 ：浙商证券与重庆信托等5家公司签署股份转让协议，拟受让国都证券11.16亿股股份，占国都证券总股本的19.15%，收购估值1.49倍PB。
	2024年5月-6月	收购推进 ：浙商证券先后通过竞拍方式受让国华能源、同方创投及嘉融投资持有的国都证券股份，转让底价分别为10.09、9.1、2.2亿元，累计受让股份占比达到34.25%。
	2024年7月16日	监管受理 ：证监会依法受理国都证券变更主要股东、实际控制人的申请
	2024年11月30日	监管核准 ：据证监会官网，证监会正式批复，核准浙商证券成为国都证券的主要股东，同时核准浙江省交通投资集团成为国都证券的实际控制人
	2024年12月27日	股份过户 ：浙商证券收购国都证券34.25%股份的交易顺利完成过户登记，浙商证券成为国都证券主要股东
2 国联证券整合民生证券	2023年3月15日	控股股东竞拍民生证券股权 ：国联证券的控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司通过竞拍方式取得民生证券34.71亿股股权，占民生证券总股本的30.3%，收购估值1.98倍PB。
	2023年12月15日	控股股东获准成为民生证券主要股东 ：证监会核准国联集团成为民生证券主要股东。
	2024年4月25日	启动重组 ：国联证券发布公告，拟发行股份收购民生证券控制权（95.48%股份）并募集配套资金，股票停牌
	2024年5月14日	公布预案 ：国联证券公告发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟通过发行A股股份的方式向国联集团、沔泉峪等46名交易对方购买其合计持有的民生证券100.00%股份，配套定增募资不超过20亿元，股票复牌
	2024年8月8日	公布草案 ：明确收购民生证券99.26%股份的交易方案，交易总对价为294.92亿元，公司将以1.86倍PB发股收购民生证券99.26%股份。
	2024年9月3日	获国资委核准 ：9月3日江苏省国资委批准收购方案
	2024年9月4日	通过股东大会 ：9月4日股东大会审议通过相关议案
	2024年9月27日	方案获受理 ：方案获上海证券交易所受理。行政许可申请获证监会受理。
	2024年12月17日	上交所审核通过 ：上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过国联证券发行A股股份购买民生证券99.26%股份并募集配套资金的申请
	2024年12月27日	证监会核准 ：中国证监会发布批复，同意国联证券发行股份购买资产并募集配套资金的注册申请，同时核准国联证券成为民生证券的主要股东
2024年12月30日	股权过户 ：民生证券向国联证券签发股权证，国联证券成为民生证券的控股股东，持有其99.26%的股份	

1.4 行业并购：多个并购整合案例有实质进展

续表4：2024年多个券商收并购案例有实质进展

收购事件	时点	进展
3 国泰君安整合海通证券	2024年9月5日	筹划： 国泰君安和海通证券公告正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体A股和H股换股股东发行对应股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行A股股票募集配套资金。股票停牌。
	2024年10月9日	公布预案： 国泰君安和海通证券公告《国泰君安证券股份有限公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案》，预案确定换股比例1:0.62，配套募资不超过100亿。股票复牌。
	2024年11月21日	获国资委核准： 上海市国资委原则同意本次交易的总体方案。
	2024年12月13日	股东大会通过： 国泰君安和海通证券分别召开临时股东大会，审议通过合并重组交易方案等相关议案。
	2024年12月24日	方案获受理： 方案获上海证券交易所受理。相关行政许可申请获证监会受理。
	2025年1月9日	上交所核准： 国泰君安和海通证券的合并重组获得上交所并购重组审核委员会审核通过
	2025年1月17日	证监会核准： 中国证监会发布批复，同意国泰君安吸收合并海通证券并募集配套资金等多项相关事项。吸收合并完成后，海通证券依法解散，原海通证券分支机构变更为国泰君安分支机构。证监会要求国泰君安在一年内制定并上报具体整合方案，明确时间表，妥善有序推进整合工作。
	2025年2月5日	2月6日起，海通证券股票停牌直至终止上市，实施换股吸收合并
4 国信证券收购万和证券	2024年8月21日	筹划： 国信证券发布公告，拟通过发行股份的方式购买万联证券53.0892%的股份。股票停牌。
	2024年9月4日	公布预案： 收购方案有所调整，将收购万联证券的股权比例从53.0892%提高至96.08%，交易价格确定为51.92亿元
	2024年12月20日	获国资委核准： 深圳市国资委原则同意公司本次发行股份购买资产暨关联交易方案
5 西部证券收购国融证券	2024年6月21日	筹划： 西部证券公告，拟通过支付现金方式收购国融证券控股权事项；11月7日董事会审议通过提案，拟通过协议转让方式受让国融证券64.5961%股权。
	2024年12月6日	股东大会通过： 收购提案获西部证券股东大会审议通过。

1.5 2024年业绩快报/预告：16家纯上市券商净利润同比+24%，符合预期

2024年券商业绩基本符合预期

截至2025年2月7日，17家纯上市券商披露业绩快报和预告，扣除海通证券、预告业绩以区间中值测算，16家上市券商2024年净利润675亿，同比+24%，考虑到4季度主动计提平滑盈利的可能，券商业绩整体符合我们预期。

表5：2024Q4 IPO规模仍维持较低水平

证券代码	证券简称	类型	2024年归母净利润		预告净利润上限 预告净利润下限	
			(亿元)	同比		
600030.SH	中信证券	快报	217.04	10%		
601211.SH	国泰君安	快报	130.18	39%		
600999.SH	招商证券	快报	103.67	18%		
601881.SH	中国银河	快报	101.33	29%		
000728.SZ	国元证券	快报	22.85	22%		
000783.SZ	长江证券	快报	18.39	19%		
601198.SH	东兴证券	预告	15.75	92%	17.00	14.50
600909.SH	华安证券	快报	14.84	16%		
601990.SH	南京证券	快报	9.99	48%		
000686.SZ	东北证券	快报	9.03	35%		
002797.SZ	第一创业	预告	8.93	170%	9.35	8.50
601236.SH	红塔证券	预告	7.66	145%	7.66	7.66
002926.SZ	华西证券	预告	7.25	71%	8.10	6.40
000750.SZ	国海证券	快报	4.32	32%		
002945.SZ	华林证券	预告	3.90	1131%	4.40	3.40
601162.SH	天风证券	预告	-0.11		0.12	-0.34
600837.SH	海通证券	预告	-34.00		-34.00	-34.00
17家纯上市券商			641.03	16%		
16家纯上市券商（剔除海通证券）			675.03	24%		

1.6 券商基本面展望：换手率中枢有望提升，券商基本面向好

三方面原因或促进股市换手率中枢提升：一是政策转向，投融资协调的政策主张为市场带来积极影响；二是低利率的市场环境，目前沪深300股息率达到3%，明显高于10年期国债收益率，权益市场的投资价值进一步凸显，同时较低的资金成本利于提高市场活跃度；三是ETF新工具的火热发展，驱动个人交易者更方便地参与市场。

券商基本面向好：个人投资者作为核心增量资金的市场下，交易端和业务端均更利好券商。2025年初以来市场保持较好活跃度，叠加低基数原因，我们预计2025Q1上市券商归母净利润同比+45%。

表7：预计上市券商2024年/2025Q1归母净利润同比+18%/+45%

40家上市券商 (单位：亿元)		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025Q1E
经纪业务收入		742	1140	1373	1120	991	1130	303
	YOY	19.40%	53.70%	20.40%	-18.40%	-11.60%	14%	35.0%
日均股基成交额		5580	9,042	11,343	10,215	9,920	12,207	13,500
	YOY	35.50%	62.00%	25.40%	-9.90%	-2.90%	23.1%	31.2%
投行业务收入		416	580	618	576	450	309	87
	YOY	23.00%	39.00%	6.50%	-6.80%	-21.90%	-31.3%	30.9%
资产管理收入		314	389	499	454	453	434	112
	YOY	3.00%	24.00%	28.00%	-9.00%	0%	-4%	7%
大投资业务收入		1367	1578	1797	873	1,404	1,949	356
	YOY	89.00%	15.00%	14.00%	-51.00%	61%	39%	5%
自营投资收益 (年化)		5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.99%	3.76%	2.73%
利息净收入		422	534	600	575	434	406	140
	YOY	15.00%	27.00%	12.00%	-4.00%	-25%	-6%	101%
营业收入(调整后)		3,440	4,404	5,163	3,899	4,013	4,397	1,072
	YOY	51.00%	28.00%	17.00%	-24.00%	3%	10%	22%
管理费		1,763	2,103	2,530	2,313	2,413	2,506	547
	同比	19.90%	19.20%	20.30%	-8.60%	4.30%	3.9%	4.8%
归母净利润		1,087	1,456	1,891	1,252	1,258	1,484	419
	YOY	69.80%	34.00%	29.90%	-33.80%	0.50%	18.0%	45.3%
ROE(年化)		6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	5.35%	5.96%	6.49%

表6：个人资金入场加速驱动券商基本面向好

类型	券商业务展望
经纪和两融	交易量有望明显复苏，尤其是个人资金入市加速(客户保证金明显增加)或带动换手率、佣金率超预期，从而使得经纪和两融弹性超预期，线上获客优势券商增长有望更强
投行	二级市场持续向好有望带动一级市场复苏，利好头部券商，关注政策拐点
大自营	一二级权益资产收益率回升+衍生品需求恢复，同比改善

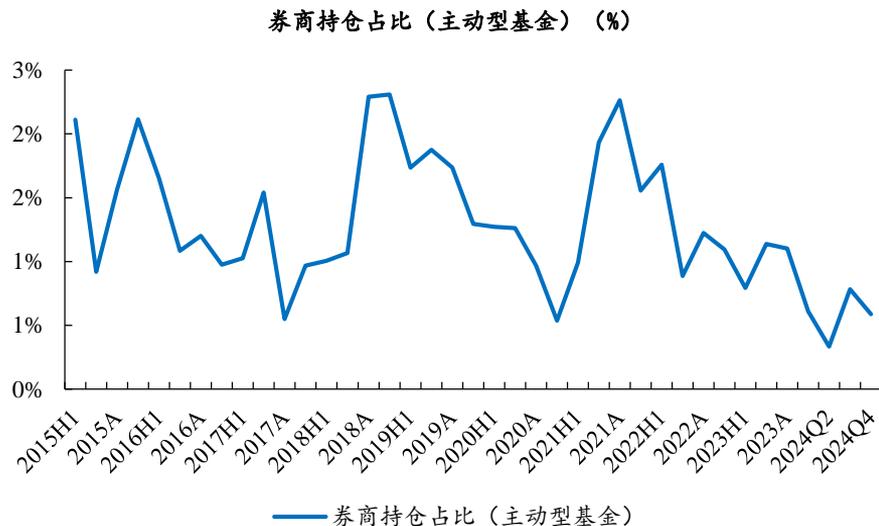
数据来源：开源证券研究所

1.7 机构持仓处于低位

券商板块机构配置位于历史底部：2024Q4末主动型基金重仓股中券商板块占比0.59%，环比-0.20pct，相对A股低配3.44pct，位于近5年季度数据10%分位数，机构持仓位于底部位置。

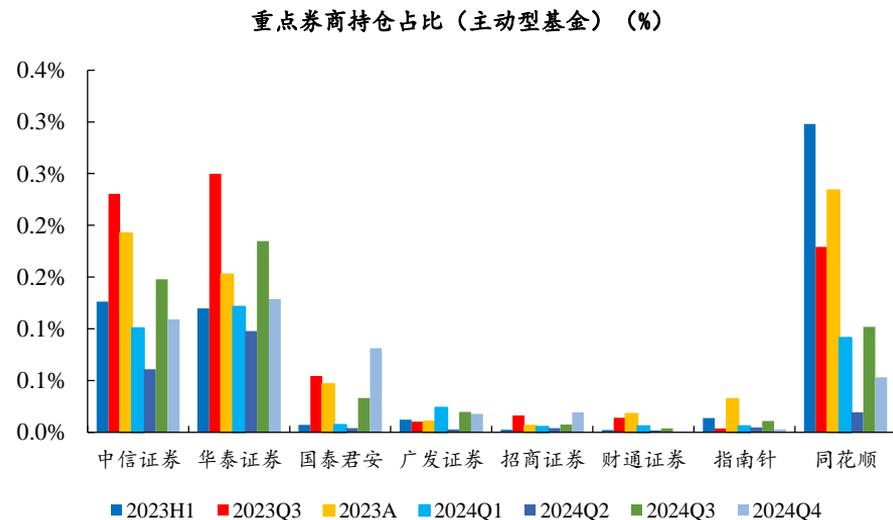
券商并购主线标的环比增仓：东方财富、同花顺和部分头部券商持仓环比明显下降，而并购类标的国泰君安、中国银河、国联证券持仓股数环比提升，此外，零售优势突出的招商证券持仓环比提升。

图9：2024Q4末主动型基金重仓股中券商板块占比0.59%，环比-0.20pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024Q4券商并购主线标的环比增仓，部分头部券商持仓环比明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8 金融信息服务商：行业马太效应明显，高弹性特征突出

2C金融信息服务行业集中度高，行业利润流向头部公司，马太效应突出

行业高弹性特征突出：2C金融信息服务牛市弹性优于券商经纪业务和交易量，主因行业竞争格局较好、业务需求弹性更大以及预付款的模式影响。

同花顺：公司技术实力行业领先，凭借拳头产品打造自有流量池，积累了丰富的C端客户资源及相关数据。公司持续加大AI技术研发投入，推动金融信息服务向专业化、智能化发展，自研大模型表现优秀，人工智能产品线持续丰富。2024年11月需关注投顾业务处罚影响。

指南针：作为头部2C金融信息服务商，公司收购证券牌照后，延伸了对个人投资者的服务链条，看好软件与证券业务协同效应。据2024年年报，公司4季度销售现金流9.4亿元，同比+100%，表现亮眼，证券业务持续验证成长性，业绩高beta弹性特征凸显。

九方智投控股：公司是2C金融信息服务商龙头，主要面向大众富裕人群提供高端投教和金融信息软件服务。公司具有强内容支撑的产品体系，深耕MCN精细化流量运营，在流媒体平台获客及运营能力优势明显。

图11：同花顺、指南针份额（占样本公司）居领先地位，九方智投控股近年来迅速提升

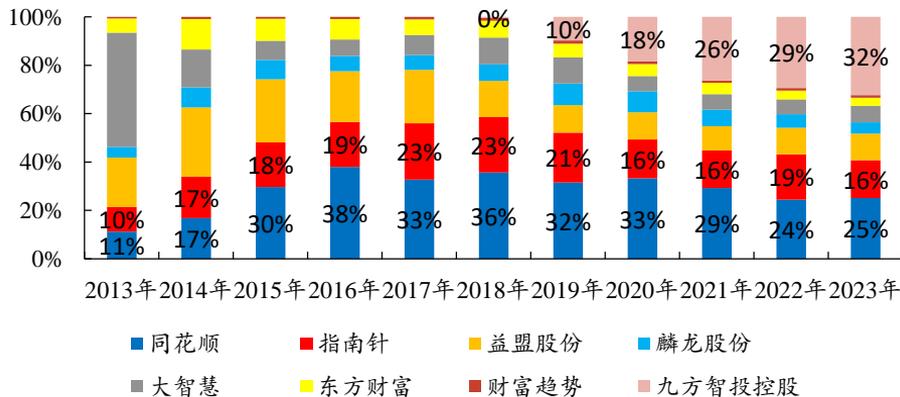


表8：同花顺和指南针2C软件业务现金流弹性高于个人投资者交易量和券商经纪业务收入

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
指南针销售商品、服务现金流	544%	-10%	255%	-7%	9%	-16%	4%	37%	34%	25%	-22%
YOY											
同花顺2C软件现金流（估算）	72%	103%	363%	-42%	-13%	-22%	77%	37%	3%	-17%	-5%
YOY											
个人投资者日均成交额同比	54%	60%	252%	-51%	-15%	-21%	34%	50%	16%	-10%	-1%
券商经纪业务收入同比	53%	40%	159%	-62%	-24%	-26%	29%	44%	9%	-16%	-13%

数据来源：各公司公告、上交所、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：我们选取8家连续披露财务数据的金融信息服务商作为样本公司，选取各公司的2C金融信息服务业务收入进行计算，样本公司包括同花顺、东方财富、指南针、益盟股份、大智慧、麟龙股份、财富趋势、九方智投控股。

1.9 重视券商板块2025年投资机会

券商板块观点: 个人投资者活跃度中枢提升趋势有望延续, 券商板块估值和机构持仓仍在低位, 2025年上半年业绩低基数下同比增速较强, 看好金融信息服务龙头公司、零售优势突出的中大型券商以及并购主题类标的。

- a. 高beta弹性的2C金融信息服务商, 推荐东方财富、指南针、同花顺, 受益标的: 九方智投控股(H股);
- b. 零售优势突出的头部券商, 推荐财通证券, 受益标的: 招商证券, 国信证券, 中国银河, 方正证券;
- c. 并购主线标的, 推荐国联证券, 受益标的: 国泰君安、浙商证券、东兴证券。

表9: 受益标的的估值表-券商与多元金融

证券代码	证券简称	股票价格(元)		EPS(元)			P/E		评级
		2025/2/7	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E		
600901.SH	江苏金租	5.14	0.63	0.67	0.73	7.67	7.04	买入	
300059.SZ	东方财富	24.28	0.52	0.59	0.78	41.15	31.13	买入	
300803.SZ	指南针	97.74	0.18	0.4	0.77	244.35	126.94	买入	
300033.SZ	同花顺	316.68	2.61	3.16	5.7	100.22	55.56	买入	
601456.SH	国联证券	11.39	0.24	0.19	0.27	59.95	42.19	买入	
601108.SH	财通证券	7.93	0.48	0.45	0.55	17.62	14.42	买入	
0388.HK	香港交易所	316.60	9.40	9.80	10.40	32.31	30.44	买入	
601881.SH	中国银河	14.47	0.65	0.82	0.95	17.55	15.20	未评级	
601901.SH	方正证券	8.10	0.42	0.28	0.31	28.99	26.37	未评级	
002736.SZ	国信证券	10.67	0.26	0.69	0.73	15.52	14.65	未评级	
600999.SH	招商证券	18.58	0.54	1.11	1.26	16.74	14.72	未评级	
601211.SH	国泰君安	17.78	1.37	1.24	1.46	14.35	12.17	未评级	
601878.SH	浙商证券	11.81	0.44	0.39	0.45	30.48	26.27	未评级	
601198.SH	东兴证券	11.20	0.28	0.31	0.34	35.70	32.80	未评级	
002423.SZ	中粮资本	13.71	0.48	0.69	0.89	19.91	15.36	未评级	
9636.HK	九方智投控股	26.15	0.44	0.02	0.67	1,307.50	39.03	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 指南针、中国银河、方正证券、国信证券、招商证券、国泰君安、浙商证券、东兴证券、中粮资本、九方智投控股盈利预测和估值来自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。

1.10 江苏金租：净利差保持高位，穿越周期的稳健标的

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。

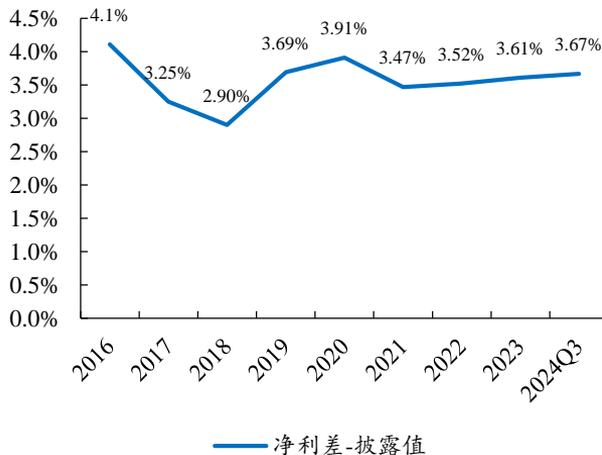
受益于利率下降，净利差有望维持高位：2024Q4以来市场利率下行，叠加公司发行低利率金融债，预计公司负债成本稳步下降，净利差有望保持较高水平。资产端受益于设备大规模更新政策，关注宏观经济企稳对公司资产端增速带来的积极影响，负债端成本有望受益于银行间利率下行。

图12：租赁资产规模稳健增长



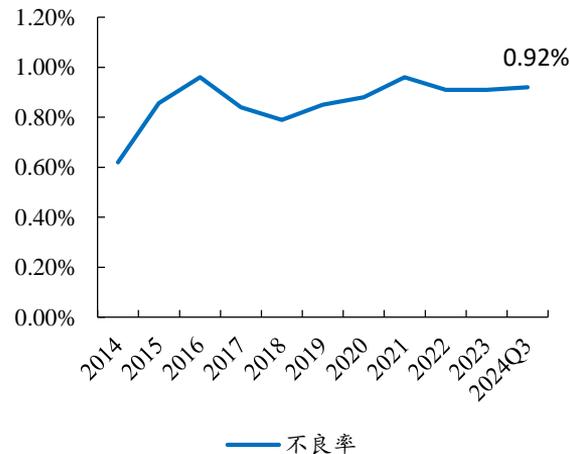
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：净利差维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：不良率长期低于1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.11 香港交易所：稳增长发力+市场活跃回暖，顺周期下β弹性突出

投资建议：ADT回暖有望迎来业绩和估值双提升

2024年末港股市值34万亿，同比+9%，日均换手率0.39%，日均ADT1318亿港元，同比+26%，衍生品/股票期权ADV分别同比+12%/+18%，商品LME同比+17%。全年恒生指数/MSCI分别+17.7%/+16.3%，HIBOR 3M均值为4.52%（2023均值为4.63%）。

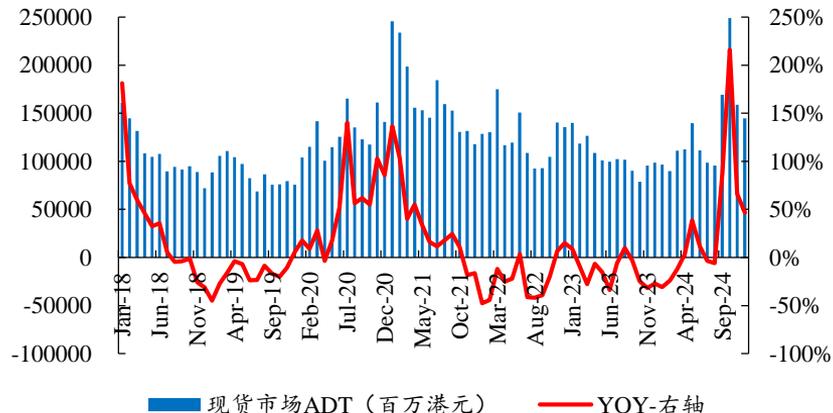
国内稳增长发力利好港股分子端，降息周期利好分母端，我们假设2025年恒生指数上涨10%，市场活跃度持续回暖，港股ADT达到1500亿港元，同比+13.7%，对应归母净利润实现140亿港元，同比+10.6%，对应PE为27.6倍。

截至2月12日公司股价对应PE（TTM）估值36倍，位于近5年42%分位数。

图15：香港交易所日均换手率持续提升



图16：港股ADT持续改善



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

2.1 保险复盘：资产端为核心驱动，负债+政策延续景气，9月以来上涨16%

保险板块复盘：资产端为核心驱动，负债+政策延续景气，2024年9月以来+16%，跑平沪深300

2024年7月至10月初：中报业绩和NBV均超预期，3季度停售带来高景气预期；央行频繁表态支持长端利率，9月24日金融组合政策和9月25日中央政治局会议明确表态稳经济、稳股市和稳地产，股市上涨驱动寿险beta弹性。

2024年10月中旬至11月中旬：三季度权益上涨带动资产端业绩大幅增长，三季报业绩兑现，寿险延续超额收益。

2024年11月中旬至1月：市场担忧分红险产品切换+需求提前释放不利于开门红销售，长端利率失速下跌，寿险超额收益收窄。

2025年1月至今：长端利率企稳，政策端利好出台（预定利率动态调整+拉长考核周期），全年业绩符合预期，寿险跑平，财险上涨。

图17：资产端为核心驱动，负债+政策延续景气，2024年9月以来+16%，跑平沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 保险复盘：H股优于A股，新华保险权益弹性突出，中国财险涨幅居前

保险个股复盘：H股优于A股，新华保险权益弹性突出，中国财险涨幅居前

(1) 寿险H股估值较优，受益外资回流，涨幅整体优于A股；中国太平银保渠道占比高+报行合一执行顺畅NBV高增。中国财险全年盈利稳健，2024年9月至今上涨32%。

(2) A股标的中：新华保险和中国人寿权益弹性突出，在9月24日后涨幅明显；

表10：2024年寿险H股优于A股，新华保险权益弹性突出，中国财险涨幅居前（单位：%）

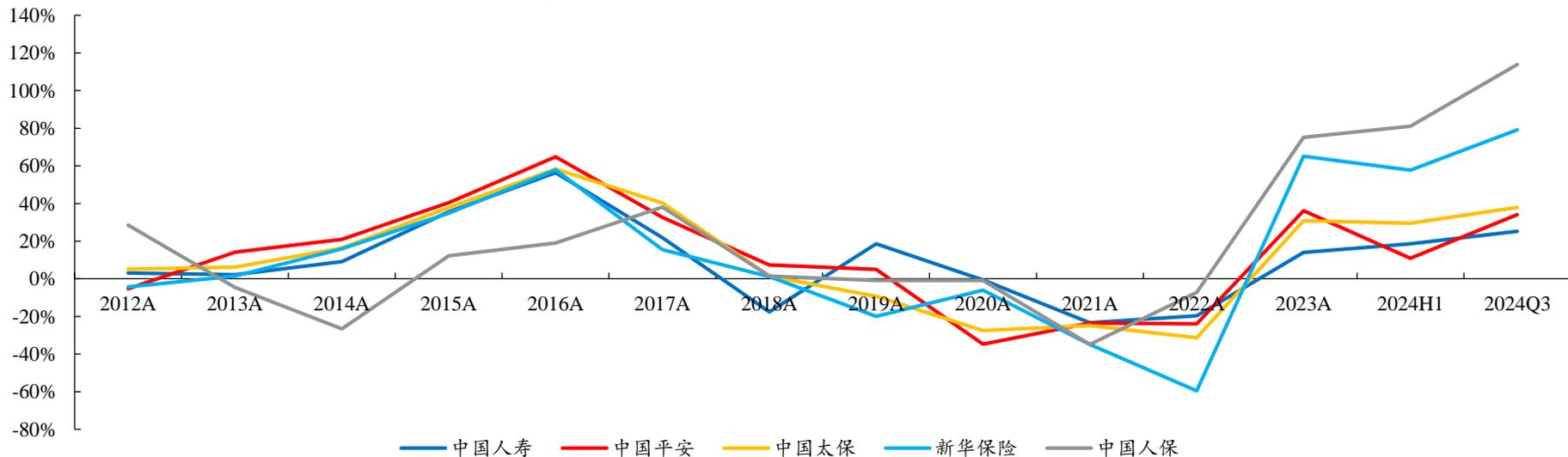
证券代码	证券简称	市场	细分行业	2024. 9. 1- 2025. 2. 7	2025. 1. 1- 2025. 2. 7	2024年以来
1336.HK	新华保险	港美股	保险	53	7	81
601336.SH	新华保险	A股	保险	48	-3	62
2328.HK	中国财险	港美股	保险	32	7	52
2628.HK	中国人寿	港美股	保险	29	2	57
2318.HK	中国平安	港美股	保险	22	-3	35
6060.HK	众安在线	港美股	保险	22	5	-31
601628.SH	中国人寿	A股	保险	22	-3	46
2601.HK	中国太保	港美股	保险	18	-5	61
601319.SH	中国人寿	A股	保险	18	-7	50
601318.SH	中国平安	A股	保险	17	-3	33
0966.HK	中国太平	港美股	保险	16	1	81
601601.SH	中国太保	A股	保险	9	-5	41
1299.HK	友邦保险	港美股	保险	-3	-6	-20

数据来源：Wind、开源证券研究所

NBV：2024前三季NBV增速较中报延续扩张趋势，受益停售驱动新单高增+价值率改善

2024前三季上市险企NBV增速较中报均延续扩张趋势，2024前三季上市险企披露的NBV增速分别为：中国人保（可比口径）+113.9%/新华保险（非可比口径）+79.2%/中国太保（非可比口径）+37.9%/中国平安（可比口径）+34.1%/中国人寿（可比口径）+25.2%。

图18：2024前三季上市险企NBV同比延续高质量增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 寿险回顾：2024三家险企个险新单期缴同比正增，Q4增速放缓符合预期

新单保费：2024年三家险企个险新单期缴保费同比正增长，Q4增速放缓符合预期

中国平安：2024年个险新单保费1397亿元，同比+8.8%（2024Q3累计为+12.8%）；

中国太保：2024年个险/银保/团体新单保费分别316/270/113亿元，分别同比-2.3%/-18.8%/-34.2%（2024Q3累计分别为+16.3%/-18.4%/-19.3%），其中个险新单期缴保费实现287亿元，分别同比+9.7%（2024Q3累计+12.4%）；

中国人保：2024年长险首年保费实现585亿元，同比-4.3%（2024Q3累计为-3.6%），期交首年保费为321亿元，同比+8.9%（2024Q3累计为+9.8%）。

表11：中国太保2024年个险新单期缴同比+9.8%

中国太保保费收入分类及明细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比	
	2024年6月	2024年12月	2024年6月	2024年12月
寿险及健康险业务				
代理人渠道	1,218	1,841	-0.4%	-5.8%
新保业务	197	316	3.4%	-2.3%
其中：期缴	182	287	4.0%	9.8%
续期业务	1,021	1,525	-1.1%	-6.5%
银保渠道	212	398	1.3%	4.6%
新保业务	133	270	-29.7%	-18.8%
续期业务	79	128	288.3%	167.6%
团政渠道	99	131	-14.4%	-27.5%
新保业务	88	113	-21.1%	-34.2%
续期业务	12	18	133.3%	102.4%
其他渠道	2	18	14.4%	51.6%

表12：中国平安2024年个险新单同比+8.8%

中国平安保费收入分类及明细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比	
	2024年9月	2024年12月	2024年9月	2024年12月
寿险及健康险业务				
个人业务	4,351	5,192	10.2%	7.8%
新业务	1,238	1,397	12.8%	8.8%
续期业务	3,113	3,795	9.2%	7.5%
团体业务	147	171	-0.3%	0.7%
新业务	145	168	-0.4%	0.7%
续期业务	2	2.7	5.9%	5.6%
合计	4,498	5,363	9.8%	7.6%

表13：中国人保2024年个险新单同比+8.9%

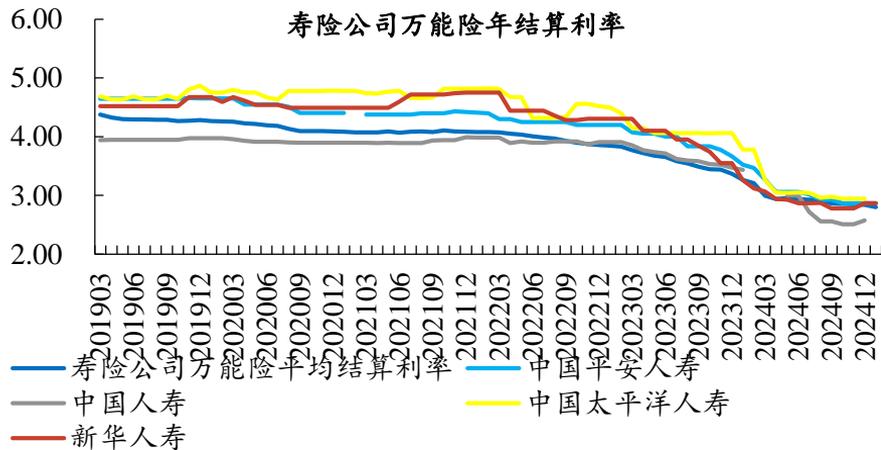
中国人保保费收入分类及明细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比	
	2024年11月	2024年12月	2024年11月	2024年12月
寿险及健康险业务				
长险首年	570	585	-3.6%	-4.3%
趸交	258	264	-16.0%	-16.6%
期交首年	311	321	9.8%	8.9%
期交续期	699	730	15.5%	15.3%
短期险	233	233	11.0%	8.6%
合计	1,501	1,547	6.8%	6.1%

2.2 寿险回顾：停售带动新单高增+三因素催化margin提升

价值率：margin明显提升主要受益预定利率两年连续下调+“银保渠道报行合一”降本增效+期限结构持续改善

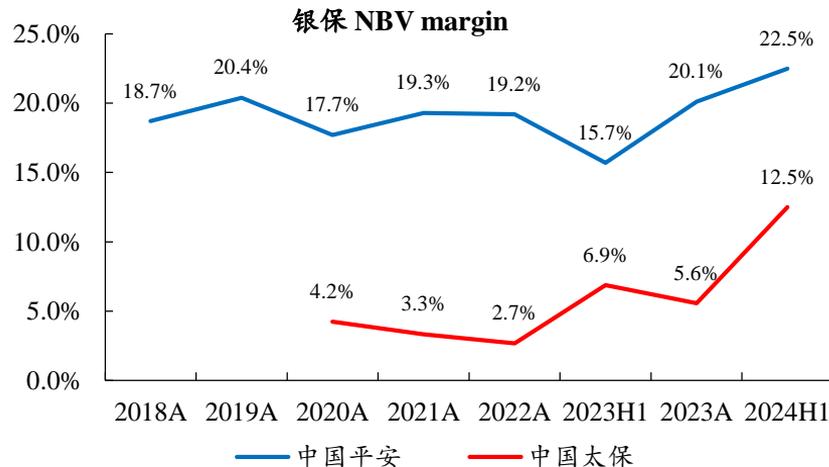
- “报行合一”推动降本增效：2023年10月以来银保、经代报行合一政策启动，渠道佣金下降30%，利好险企改善费差损。
- 预定利率调降优化负债成本：传统险3.5%→3.0%（2023.7）→2.5%（2024.9）；万能分红险2024年初结算利率上限3%，10月新产品预定利率分别1.5%/2.0%。
- 险企主动调整产品期限结构：中国人寿前三季10年期及以上首年期交保费526亿元、同比+17.7%，占期交保费比重为46.4%，同比+4.3pct；新华保险前三季10年期及以上保费30.8亿元，同比+21.3%（2024H1为+16.3%）。

图19：2024年起上市险企万能账户结算利率下调



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2024H1中国平安和中国太保银保渠道margin明显提升



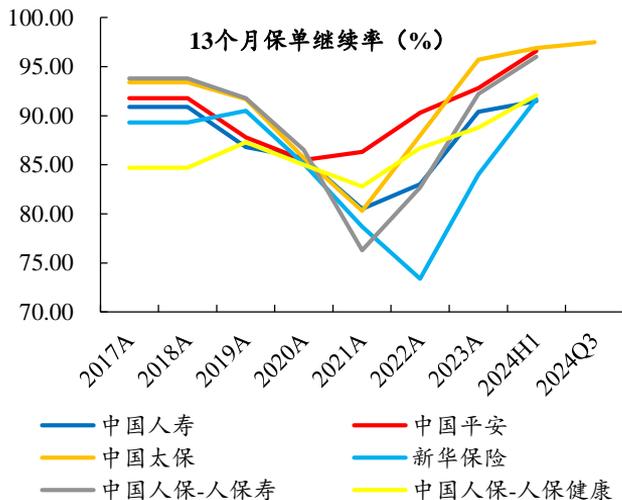
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2 寿险回顾：保单继续率持续改善，长期价值贡献稳定

保单质量：保单继续率持续改善，长期价值贡献稳定

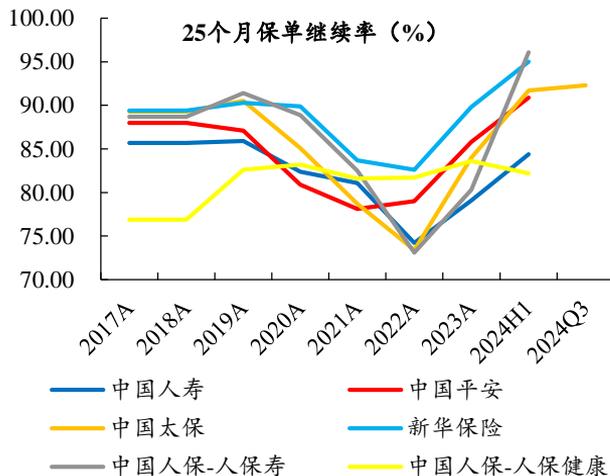
• 2023年以来上市险企保单继续率延续提升，退保率保持下降，中国太保披露前三季13/25个月保单继续率分别97.5%/92.3%，分别同比+2.0pct/+8.2pct。

图21：上市险企13个月保单继续率明显提升



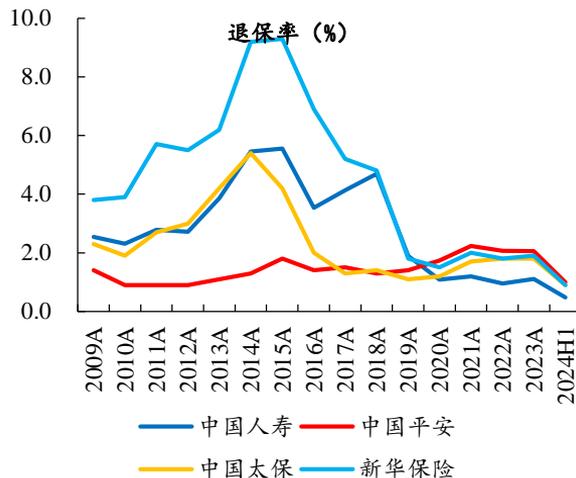
数据来源：各公司公告、开源证券研究所
中国人寿为14个月保单继续率

图22：上市险企25个月保单继续率明显提升 (%)



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：中国人寿为26个月保单继续率

图23：2024年上市险企退保率明显下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

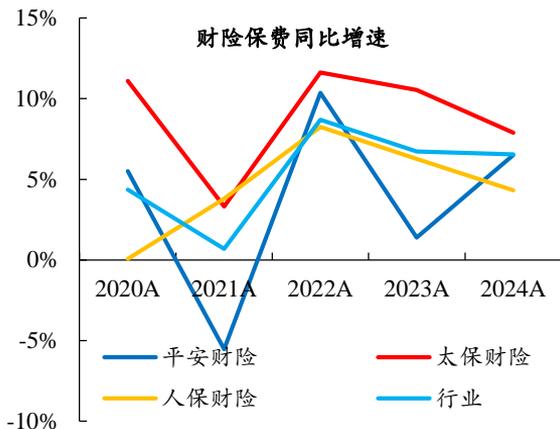
2.3 财险回顾：2024年财险保费同比+6.5%，车险保持平稳，非车险表现分化

保费：2024年财险保费增速持平，车险增速保持稳定，非车险表现分化

整体表现：2024年财险行业保费收入同比+6.5%，其中太保财险、平安财险、人保财险分别+7.9%、+6.5%、+4.3%。

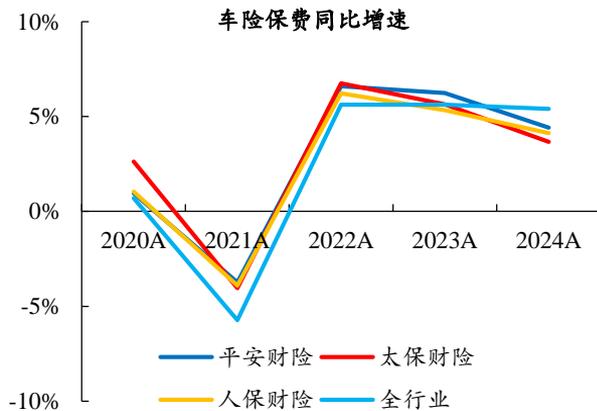
- **车险保费：**增速同比+5.4%相对稳定，头部三家车险保费增速低于行业预计与年初车均保费下降有关。
- **非车险：**表现分化，太保财险、平安财险、人保财险分别+13.1%、+11.6%、+4.6%，预计与健康险回暖、责任险风险出清有关。

图24：2024年财险保费收入同比+6.5%



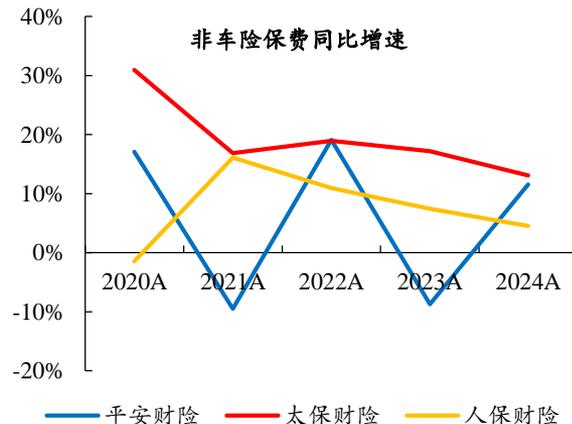
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图25：2024年车险保费收入同比+5.4%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图26：2024年头部三家险企保费增速表现分化



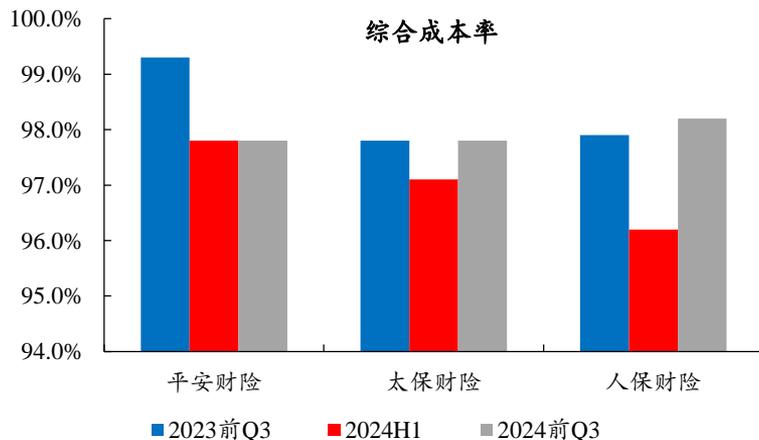
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 财险回顾：COR表现分化，全年自然灾害损失同比提升

综合成本率：受大灾影响表现分化，2024年自然灾害损失同比+16%（2024Q3为+5%）

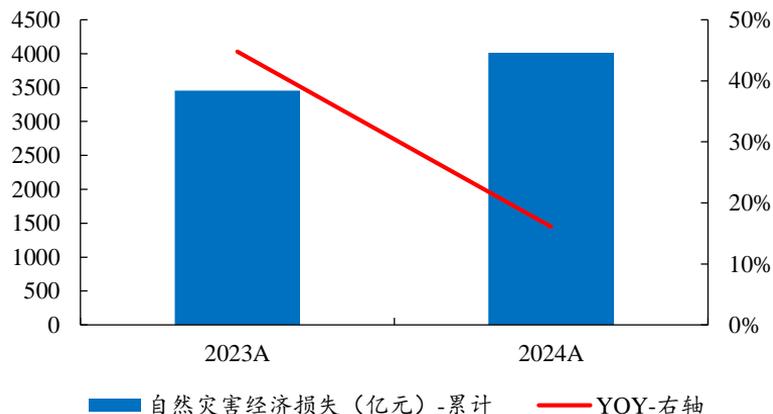
- 综合成本率：平安产险同比下降，太保财险同比持平，人保财险同比上升。2024前三季人保财险/中国平安/中国太保COR分别+0.3pct/-1.5pct/持平至98.2%/97.8%/97.8%。
- 赔付支出：根据国家应急管理部统计数据披露，2024年自然灾害直接造成经济损失4011亿元，同比+16%，Q4单季自然灾害造成损失779亿元，同比+110%，环比-66%，预计4季度险企赔付有一定提升，但影响明显小于三季度。

图27：上市险企2024前三季综合成本率表现有所分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图28：2024年自然灾害造成直接经济损失同比+16%



数据来源：中国保险保障基金、开源证券研究所

前瞻数据：2024下半年新车销量延续改善趋势，互联网财险新规利好格局优化，新能源车险COR有望持续改善

- 新车销量延续改善趋势：2024年12月乘用车汽车/新能源汽车销量分别同比+11.7%/+34.0%，累计增速+5.8%/+35.5%。
- 政策出台利于格局优化+成本改善：8月13日互联网财险新规落地，提高互联网财险业务准入门槛；财险和新能源车险高质量发展意见利于优化行业格局，降低新能源汽车维修使用成本、丰富商业车险产品、优化商业车险基准费率。

图29：2024年乘用车销量同比+5.8%

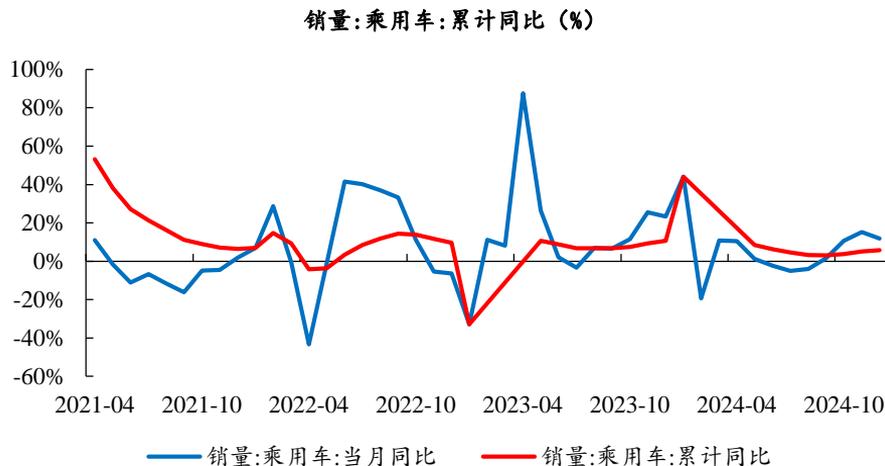
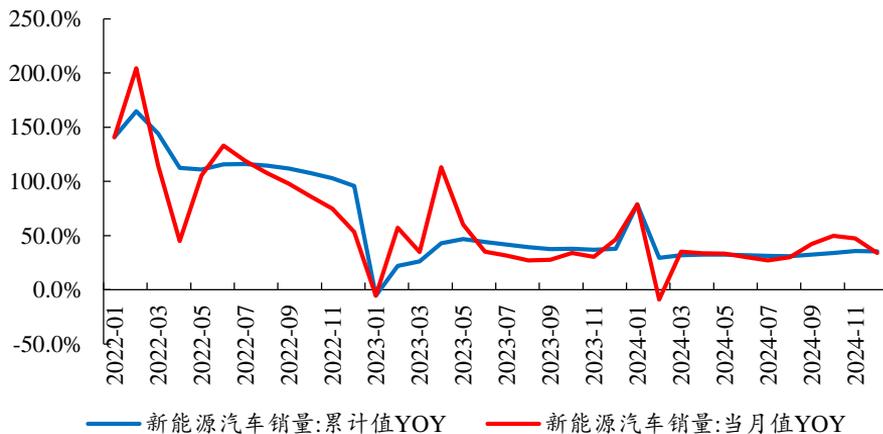


图30：2024年新能源汽车销量同比+35%



2.4 资产端回顾：股债双牛支撑全年业绩高增，关注长端利率企稳趋势

2024全年及Q4蓝筹、红利股、债市涨幅较好，长端利率下行至1.62%

- 股市：2024全年沪深300/上证50/红利指数分别+15.2%/+15.8%/+15.1%，Q4单季+6.2%/+4.4%/+4.5%，较2023Q4同比明显改善。2025年至今沪深300下跌-3.9%，展望稳增长政策持续发力，资本市场有望逐步修复。
- 债市：2025年2月初，10年期国债至1.62%，关注长端利率企稳复苏趋势。

图31：2024Q4股市同比明显改善，2025至今下跌

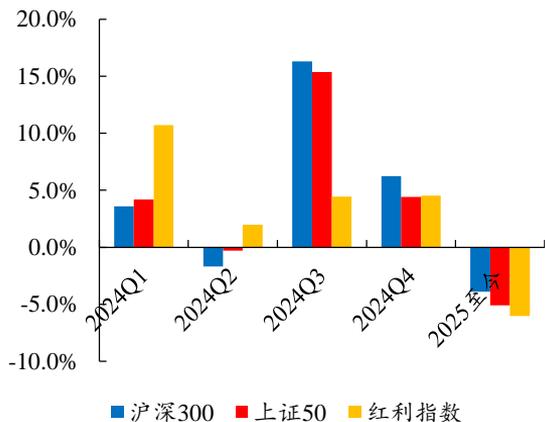


图32：2024Q4以来中证全债指数上涨2.8%

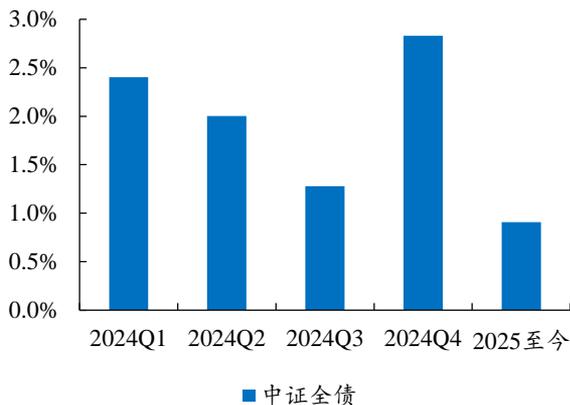
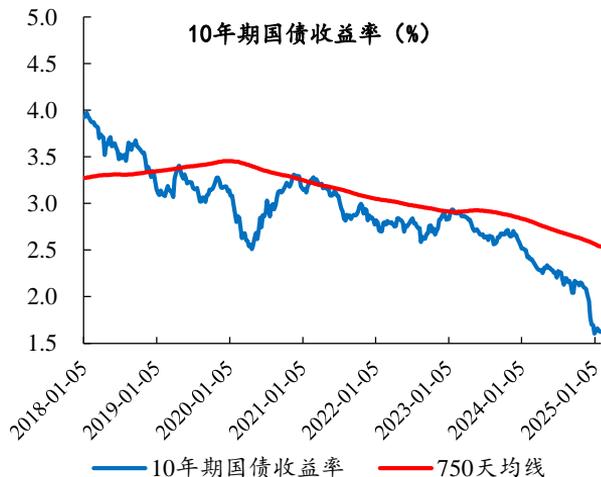


图33：截至2025年2月初至1.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

投资收益率：国债收益率下行拖累净投资收益率，股市回暖+新准则切换提高上市险企权益弹性

- 2024Q3末10Y国债较年初下降68bp，拖累险企新增资产及到期再配置资产收益率，上市险企年化净投资收益率及同比分别：中国平安3.8%，-0.2pct/中国人寿3.26%，-0.6pct/中国太保3.9%，-0.1pct。
- 新准则下上市险企FVTPL权益资产占比提升，2024H1受益高股息+债市上行，2024Q3受益股市回暖，总投资收益率同比提升明显，中国人寿5.38%，同比+2.6pct/中国太保6.3%，同比+3.1pct/新华保险6.8%，同比+4.5pct；综合投资收益率：新华保险8.1%，同比+3.0pct，中国平安5.0%，同比+1.3pct。

图34：净投资收益率受国债下行影响有所下降

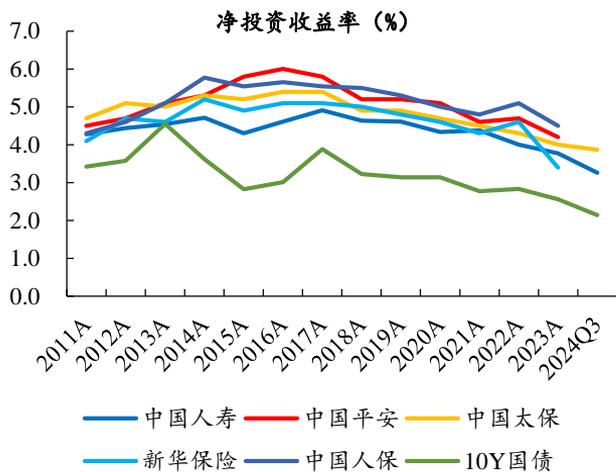


图35：2024前三季上市险企总投资收益率明显改善

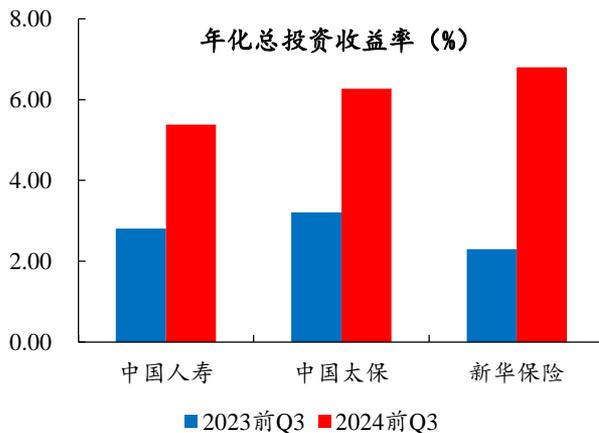
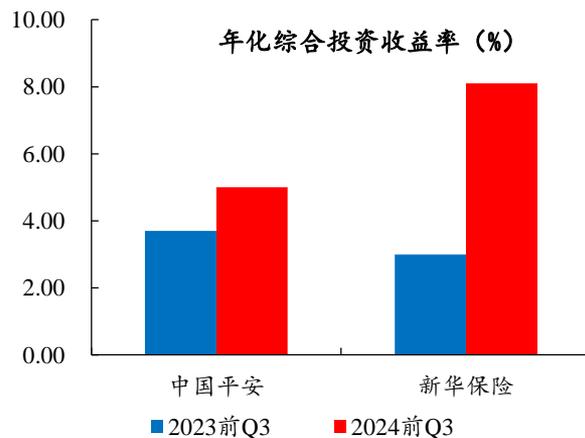


图36：2024前三季中国平安和新华保险综合投资收益率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

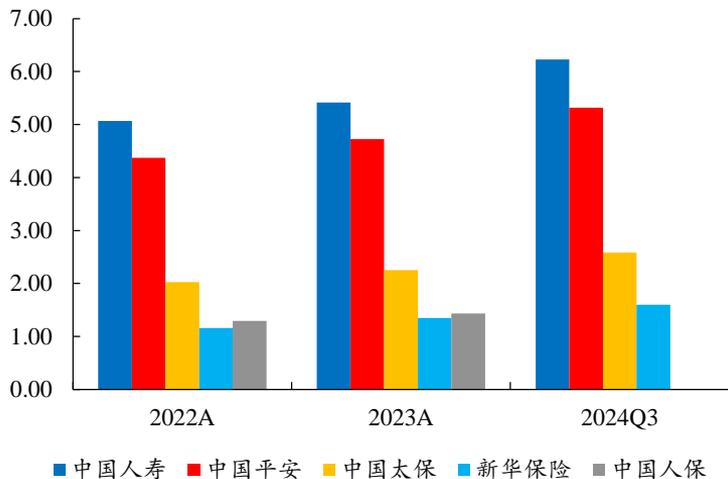
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

资产配置：新准则TPL资产占比提升下权益弹性突出，OCI资产占比保持提升

- 上市险企投资资产规模较年初高增，中国人寿+15.1%、中国平安+12.7%、中国太保+14.7%、新华保险+18.9%。
- 其他权益工具占比保持提升，预计上市险企持续增配高股息资产，通过配置优质高股息资产降低投资波动。

图37：2024Q3上市险企总投资资产保持稳增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表14：上市险企其他权益工具占比保持提升

2024H1	中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险	中国太平	五家平均
现金+存款	9.4%	9.6%	7.1%	20.4%	4.0%	10.1%
权益类资产	24.1%	16.2%	15.9%	22.8%	15.6%	18.9%
长股投	4.5%	0.4%	4.0%	1.1%	2.3%	2.5%
交易性金融资产	11.2%	12.6%	7.9%	20.5%	10.5%	12.5%
其他权益工具	2.6%	4.9%	4.0%	1.2%	2.8%	3.1%
固收类资产	66.3%	73.8%	81.5%	56.1%	71.3%	69.8%
交易性金融资产	19.4%	16.3%	16.9%	12.6%	19.5%	17.0%
债权投资	3.2%	2.7%	12.8%	21.7%	1.3%	8.3%
其他债权投资	49.4%	54.7%	51.8%	21.9%	50.5%	45.7%
投资性房地产	0.2%	0.4%	2.5%	0.6%	1.6%	1.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表15：2024年上市险企披露业绩预增公告

上市险企披露业绩预增，2024年业绩基本符合预期

• 上市险企披露2024年业绩预增公告：

中国人寿：2024年归母净利润同比+122%至+144%；

中国太保：2024年归母净利润同比+55%至+77%；

新华保险：2024年归母净利润同比+175%至+195%；

中国人保：2024年归母净利润同比+75%至+95%。

• 按区间中值计算，2024Q4归母净利润同比分别：

中国人寿-63%、中国太保+44%、新华保险扭盈、中国人保+155%。

• 2024Q4归母净利润环比分别：

中国人寿-96%、中国太保-55%、新华保险-57%、中国人保-57%。

					2024年归母净利润预增		
归母净利润-新准则（亿元）	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	最小值	区间中值	最大值
中国人寿	462	206	383	1,045	1,024	1,075	1,126
中国平安	857	367	746	1,192			
中国太保	273	118	251	383	422	443	463
新华保险	87	49	111	207	240	248	257
中国人保	228	90	227	363	399	421	444
中国财险	246	59	185	267	295	320	344
YOY	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	最小值	区间中值	最大值
中国人寿	-30.7%	-9.3%	10.6%	173.9%	122%	133%	144%
中国平安	-22.8%	-4.3%	6.8%	36.1%			
中国太保	-27.1%	1.2%	37.1%	65.5%	55%	62%	70%
新华保险	-11.3%	-28.6%	11.1%	116.7%	175%	185%	195%
中国人保	-10.2%	-23.5%	14.1%	77.2%	75%	85%	95%
中国财险	-15.7%	-38.2%	-8.7%	38.0%	20%	30%	40%
单季归母净利润-新准则（亿元）	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	最小值	区间中值	最大值
中国人寿	80	206	176	662	-22	30	81
中国平安	-19	367	379	446			
中国太保	41	118	134	132	39	59	80
新华保险	-8	49	61	96	33	41	50
中国人保	23	90	137	136	35	58	81
中国财险	52	59	126	83	28	52	77
YOY	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	最小值	区间中值	最大值
中国人寿	-77.5%	-9.4%	48.9%	1767.1%	-127%	-63%	1%
中国平安	-110.5%	-4.3%	20.4%	151.3%			
中国太保	-39.2%	1.2%	99.4%	173.6%	-5%	44%	94%
新华保险	-43.5%	-28.6%	100.6%	扭盈	-495%	扭盈	-705%
中国人保	-	-23.5%	68.2%	2093.6%	55%	155%	256%
中国财险	-82.2%	-38.2%	17.4%	扭盈	-47%	5%	47%
环比	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	最小值	区间中值	最大值
中国人寿		157.5%	-14.5%	275.6%	-103%	-96%	173%
中国平安		-2021.5%	3.3%	17.5%			
中国太保		186.1%	13.7%	-1.5%	-70%	-55%	35%
新华保险		-695.4%	24.3%	56.3%	-66%	-57%	21%
中国人保		294.8%	53.1%	-0.6%	-74%	-57%	39%
中国财险		12.9%	114.9%	-34.5%	-67%	-37%	47%

产品端：开门红产品转向分红险，利于险企优化竞争格局、缓解利差损风险

- 供给侧驱动产品形态切换，新产品中分红型占比接近一半。根据中保协统计，10月1日至11月19日上新的人寿保险/年金险分别有219款/109款，其中分红型产品分别99款/41款，在其中占比接近一半。
- 我们认为险企主动切换产品形态主要有以下原因：（1）传统险预定利率下调至2.5%，分红险为2.0%保证利率+浮动利率后上限为3%相对更具收益率优势。（2）长端利率趋势下行背景下，分红险产品有利于缩短资产负债久期差、调节负债成本、VFA模型下资产负债匹配度提升，有利于险企高质量发展。（3）利于头部险企凸显投资端优势，中长期利好行业格局优化。

表16：上市险企开门红产品向分红险倾斜

	2022	2023	2024	2025
中国人寿	鑫裕金生（两全+万能） 鑫裕年年（年金+万能） 鑫裕臻享（年金+万能） 鑫裕尊享（年金+万能）	鑫享未来（两全+万能） 鑫瑞年年（年金+万能） 鑫瑞德赢（年金+万能）	鑫耀龙腾（两全+万能） 鑫耀龙腾（年金+万能） 鑫耀鸿图（年金+万能） 鑫耀年年养老年金保险	国寿鑫满益足（两全+万能） 国寿鑫益丰（年金+分红） 国寿鑫传家（增额终身寿）
中国平安	御享财富（年金+万能） 御享金瑞（年金+万能） 盛世金越（增额终身寿险）	御享财富23（年金+万能） 财富养老23（年金+万能） 盛世金越（增额终身寿）	御享财富3.0（年金+万能） 金越尊享（增额终身寿） 御享金越（增额+分红）	御享分红25（增额终身寿+分红） 御享金越25（增额终身寿+万能） 招财宝终身寿险（终身寿险+万能）
中国太保	鑫享事诚-庆典版（两全+万能） 长相伴-庆典版（终身寿+万能）	长相伴-盛世版（增额终身寿）	长相伴-盛世版（增额终身寿） “爱心保”重疾险 “鑫瑞年年”（年金+万能+分红）	太平洋长相伴终身寿险（增额终身寿） 太保鑫满溢终身寿险（终身寿+分红） 太保保利盈（两全） 太保爱欣宝尊享（重疾险）
新华保险	惠金享（年金+万能）	惠金享（年金险） 鑫荣耀（增额终身寿险）	荣耀鑫享庆典版（增额终身寿） 荣耀鑫享赢家版（增额终身寿）	金镶玉（年金+分红） 荣耀鑫享智赢版（增额终身寿） 鑫金利终身寿险（终身寿险+万能）
太平人寿	太平国富宝终身年金保险	太平国强一号终身寿险	太平国富一号年金保险	太平国富一号终身寿险（分红型）

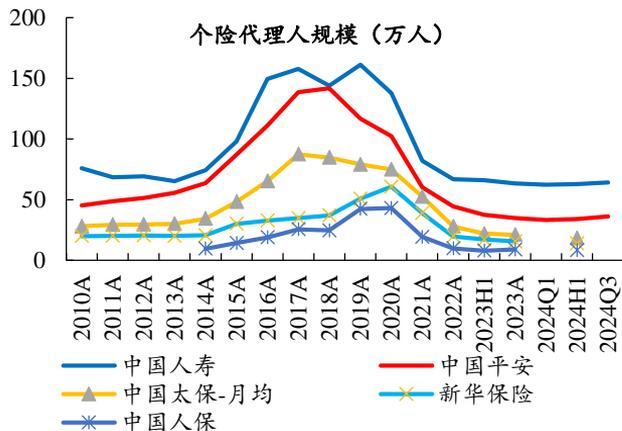
表17：当前主要分红型储蓄险30年期IRR约2.58%

保险公司	太平人寿	平安人寿	泰康人寿	中邮人寿
产品名称	国弘一号	御享金越(2025)	鑫享世家	悦享盈佳2.0
保障期限	终身	终身	终身	终身
缴费情况	50岁男，交3年	40岁男，交6年	40岁男，交3年	40岁男，交3年
保底收益				
	第10年	0.27%	0.53%	0.83%
	第20年	1.18%	1.38%	1.39%
	第30年	1.47%	1.61%	1.60%
	第40年	1.61%	1.72%	1.70%
	第50年	1.69%	1.78%	1.76%
浮动收益				
	第10年	1.45%	1.73%	1.87%
	第20年	2.30%	2.49%	2.44%
	第30年	2.56%	2.70%	2.65%
	第40年	2.69%	2.80%	2.75%
	第50年	2.77%	2.85%	2.81%

渠道端：个险渠道规模企稳+转型见效，关注报行合一落地带来的margin改善

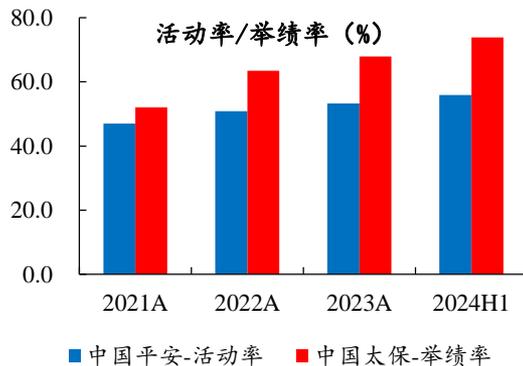
- 代理人规模企稳回升，人均产能延续提升趋势：中国平安Q3末人力规模36.2万人，同/环比分别+0.6%/+6.5%，新增人力中“优+”占比同比+4pct。中国人寿2024Q3末公司总人力/个险人力分别69.4/64.1万人，环比2024H1分别+1%/+2%，绩优人力规模和占比双提升，“种子计划”初见成效。中国平安前三季度代理人渠道NBV同比+31.6%，代理人人均NBV同比+54.7%；中国人寿/中国太保人均新单保费同比+18%/+15%。
- 预计报行合一有望在个险渠道落地，借鉴银保渠道经验，个险渠道短期关注新单增长，中长期利好价值率提升。

图38：2024Q3上市险企个险渠道规模企稳回升



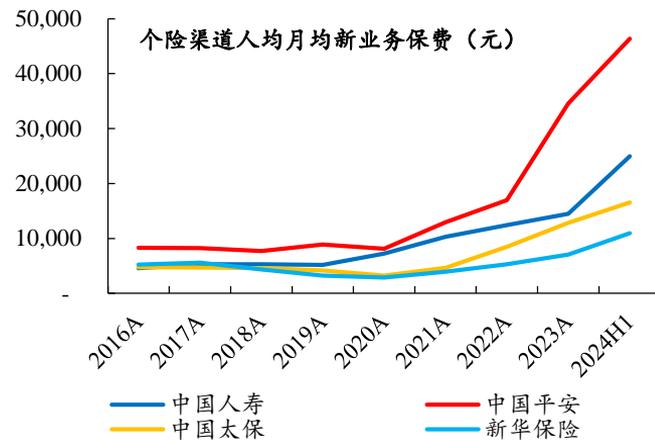
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图39：2024H1上市险企活动率持续改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图40：上市险企人均产能2021年以来明显提升

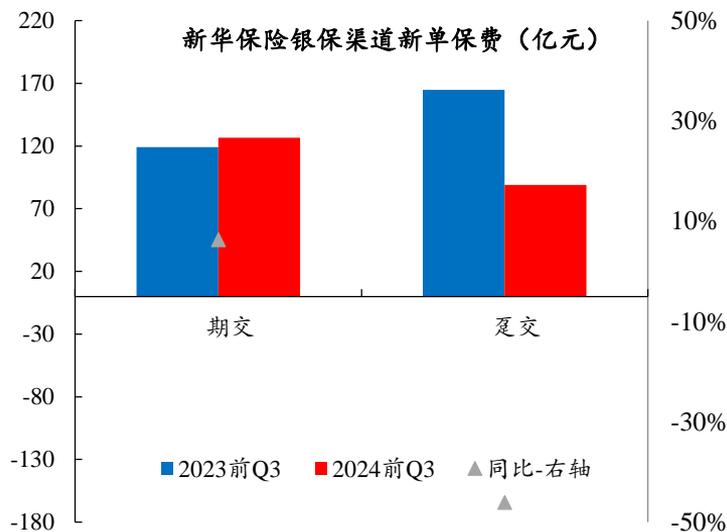


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

渠道端：银保报行合一提升价值贡献，银行网点1+3合作放开利于业务拓展，前三季银保期缴同比正增长

- 银保渠道“报行合一”落地一年以来价值率明显提升，展望2025年银行网点1+3合作限制放开带来银保渠道新单持续改善。

图41：2024前三季新华保险银保新单期限结构持续改善



数据来源：新华保险三季报、开源证券研究所

表18：银保报行合一落地，网点1+3放开改善竞争环境

时间	政策	主要内容
2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品工作的通知》	一、各公司通过银行代理销售的产品，应当审慎合理地确定费用假设，结合公司实际，根据发展水平、盈利状况、管理能力等，细化完善费用结构。鼓励各公司探索佣金费用的递延支付，通过与业务品质挂钩，实现销售激励的长期可持续性。 二、从即日起，各公司通过银行代理销售的产品，在产品备案时，应当按监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限。 三、各公司应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。
2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	一、部分保险公司各条线银保产品费用率与单独报备的渠道总费用不一致。金融监管总局将按两者孰低原则认定银保渠道总费用。保险公司在实际执行中若超过其较低者，监管部门将按照“报行不一”依法依规严肃处理。 二、如果监管认定的银保渠道总费用明显不能覆盖银保渠道手续费及相关固定成本摊销费用，相关公司要高度关注可能存在的“报行不一”风险，及时予以研究，及时化解风险隐患。 三、保险公司总公司还应加强费用真实性管理。监管部门对现场检查中发现的基层分支机构费用不真实的问题，在依法严肃处理的同时，切实加强对总公司管理责任的追责与问责。
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	在银保渠道率先严格执行产品“报行合一”工作，强化产品备案管理；银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%；将全面推行“报行合一”，抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。
2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	主要包括五个方面，分别是：要求规范产品设计与备案；健全内控机制建设；强化内部监督管理、加强非现场监管和现场检查；明确中国保险行业协会、中国银保信公司的职责，形成合力。
2024年1月	《关于促进银行代理保险业务健康发展的倡议》	主要包括七个方面，分别是：要加强精算约束，科学设计银保产品；加强精细化管理，合理确定银保产品费用结构；落实主体责任，建立健全“报行合一”内控管理机制；严肃财经纪律，加强费用真实性管理；坚持依法合规，严格规范佣金支付管理；动态跟踪调整，加强费用假设回溯分析；筑牢风险防线，充分发挥内部审计的监督作用。
2024年3月	经代渠道全面实行报行合一	慧保天下记者调查，3月底经代渠道或将全面实行报行合一。目前虽未见到监管的正式通知文件，但大规模的产品停售和费用调整已经透露了市场走向，截至目前，已有数十家险企近50款产品进行了停止录单或调费的处理。
2024年5月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	银行网点与保险公司合作不得超过3家的限制将被取消，单一网点有望销售更多保险公司的产品。
2024年6月	李云泽在2024年陆家嘴论坛发言	要下大力气改革销售体系，开展保险中介清虚提质行动，持续推进报行合一，全面强化深化银保合作，探索优质非银金融机构保险代理试点，持续提升销售服务的规范化、专业化、便利化水平；

政策端：“新国十条”指明发展方向，预定利率市场化调整机制建立，医疗、养老、普惠为未来方向

• 三中全会13次提到保险，7次提到商业保险，重视保险行业高质量发展中的重要地位，9月中旬保险业“新国十条”指明2029和2035年阶段目标，医疗、养老、普惠保险需求依旧旺盛，预定利率动态调整机制建立利于缓解利差损，财险及新能源车险高质量发展意见出台利于格局优化，改善新能源车险赔付成本。

表19：2024年以来监管出台保险“新国十条”、推动中长期资金入市等，在负债端引导方向

时间	关键词	主要内容
2024年1月9日	监管部门窗口指导，部分寿险公司压降万能险结算利率	自2024年1月起，万能险结算利率不得超过4%，6月起不得超过3.8%，目的是降低负债端成本，部分规模较大以及风险处置机构需压降至不超过3.5%。
2024年1月19日	国家金融监督管理总局发布《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	《通知》明确附加费用率即可用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等，其中佣金率应列明上限。在严格规范佣金支付方面，保险公司应当按照经备案的产品精算报告执行费用政策，向银行代理渠道支付的佣金不得超过列示的佣金率上限，不得直接或间接以出单费、信息费等名义向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。
2024年7月21日	二十届三中全会提及保险“13次”	“加快发展多层次多支柱养老保险体系，扩大年金制度覆盖范围，推行个人养老金制度，发挥各类商业保险补充保障作用，积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。”
2024年9月11日	金管局发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	凸显保险业在中国式现代化发展的重要作用，明确高质量发展的主要内涵以及2029年与2035年两大阶段目标规划，并基于此提出9项推动保险业高质量发展的指导意见，包括加强资产负债管理、健全退市机制和破产程序，丰富养老、医疗、普惠保险发展，发挥险资长期优势 and 加强长周期考核，支持大型保险机构做优做强。
2024年8月19日	国家金融监督管理总局关于健全人身保险产品定价机制的通知	普通型保险产品预定利率上限2024年9月1日开始从当前（2024年8月）的3.0%下降至2.5%，分红险2024年10月1日起从2.5%降至2%，万能险的最低保证利率上限则2024年10月1日开始从2%降至1.5%；
2024年10月18日	金管局发布《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》	2024年10月23日，国家金管局发布《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》是保险业“新国十条”下发后的首个配套文件，旨在积极发展第三支柱养老保险。
2024年12月6日	国家金融监督管理总局发布《关于强化监管防范风险改革推动财险业高质量发展行动方案》	全面加强财险监管，防范化解风险，深化财险领域改革，促进财险业高质量发展
2024年12月20日	国家金融监督管理总局发布《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》	一、对于因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，可于2025年1月15日前与金融监管总局及派出机构沟通过渡期政策，金融监管总局将于2025年2月底前一司一策确定过渡期政策。 二、原已享受过渡期政策的单家保险公司，2025年过渡期政策原则上不得优于保险公司原过渡期最后一年享受的政策。 三、金融监管总局直接监管的保险公司，应与金融监管总局机构监管司沟通，由金融监管总局确定过渡期政策；各金融监管局监管的保险公司，应与属地金融监管局沟通，由属地金融监管局提出初步方案，报金融监管总局机构监管司审查同意后，确定过渡期政策。
2025年1月13日	金融监管总局向各公司、各监管局下发《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》	政策出台进一步明确预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制的实施要求，主要包括：（1）保险业协会定期组织人身保险行业责任准备金评估利率专家咨询委员会召开会议，结合5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年期定期存款基准利率、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，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。（2）各公司资产负债管理委员参考保险业协会发布的预定利率研究值定期开展预定利率研究。（3）各公司动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。其中具体要求包括：（1）预定利率最高值取0.25%的整数倍；（2）当本公司在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25bp以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在2个月内平稳做好新老产品切换工作；当本公司在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低25bp及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，调整后的预定利率最高值原则上不得超过预定利率研究值；（3）在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，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。（4）当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。
2025年1月24日	金融监管总局工业和信息化部交通运输部商务部发布《关于深化改革加强监管促进新能源汽车险高质量发展的指导意见》	推出21条举措，着力解决新能源汽车保费高、投保难等问题。《指导意见》提出，将从优化产品服务供给、完善市场化条款费率形成机制等方面深化新能源车险改革，包括推动降低新能源汽车维修使用成本、丰富商业车险产品、优化商业车险基准费率等

2.8 资产端展望：中长期资金入市细则落地，明确增配权益规模+拉长考核周期

资产端政策：中长期资金入市细则落地，明确增配权益规模和拉长考核周期

1月22日中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，1月23日证监会等五部委举行新闻发布会。延续“9.26指导意见”思路：

一、提升险资A股投资比例与稳定性，全面实行3年以上长周期考核。（1）引导大型国有保险公司增加A股(含权益类基金)投资规模和实际比例，**2025年起每年新增保费30%用于投资A股**；（2）ROE当年考核权重 $\leq 30\%$ ，3-5年周期考核指标权重 $\geq 60\%$ ；（3）抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地(1000亿规模)，春节前批复500亿投资股市。

二、优化全国社保基金、基本养老保险基金投资管理机制，提高企(职)业年金基金市场化投资运作水平。（1）提高全国社保基金股票类投资比例，扩大基本养老保险基金委托投资规模；（2）明确细化全国社保基金5年以上，基本养老保险基金3年以上考核机制。

三、提高权益类基金的规模和占比，**证监会表示未来3年公募基金持有A股流通市值每年至少增长10%**。

四、优化资本市场生态。加大上市公司回购和分红。

表20：中央金融办等6部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》

关键词	主要内容
提升商业保险资金A股投资比例与稳定性	(1) 在现有基础上，引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例。 (2) 对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于30%，三年到五年周期指标权重不低于60%。 (3) 抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模
优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制	(1) 稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。 (2) 细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上长周期业绩考核机制，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。
提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平	(1) 加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见。 (2) 逐步扩大企业年金覆盖范围。 (3) 支持具备条件的用人单位探索放开企业年金个人投资选择。 (4) 鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资。
提高权益类基金的规模和占比	(1) 强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比。 (2) 牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感。 (3) 推动私募证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募证券投资基金产品类型和投资策略。
优化资本市场投资生态	(1) 引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。 (2) 推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。 (3) 允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增。 (4) 在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。 (5) 进一步扩大证券基金保险公司互换便利操作规模。

2.8 资产端展望：中长期资金入市细则落地，明确增配权益规模+拉长考核周期

大型国有保险公司入市增量资金测算

- “新增保费”定义和计算方法待解释：预计总保费扣除退保和赔付支出后的净保费概念更加合理。
- 引导“大型国有保险公司”范围，哪些算国有大型保险公司：
- 险资增量入市A股资金规模预计4000亿左右每年

表21：险资增量入市A股资金规模预计4000亿左右每年

2023年（亿元）	净新增保费	总保费	退保和赔付占比
中国人寿	4,178	6,414	35%
中国太保	2,434	4,235	43%
中国太平	1,259	2,054	39%
新华保险	1,058	1,659	36%
中邮人寿	555	1,099	50%
中国人保	2,330	6,164	62%
6家合计	11,815	21,625	
30%对应A股增配金额	3,545		
2024年增长5%对应	3,722		
假设6家占全部的90%	4,135		

2.8 中国人寿测算：2024E新增资金1300亿，2029E权益占比达到23.7%

大型国有保险公司入市增量资金测算

- 以中国人寿数据测算，按照权益资产每年涨幅3%、新增净保费30%投资A股计算，预计5年后权益资产占比从20.3%提升到23.7%

表22：以中国人寿数据测算，按照权益资产每年涨幅3%、新增净保费30%投资A股计算，预计5年后权益资产占比从20.3%提升到23.7%

单位：亿元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
总保费	6,414	6,717	6,986	7,265	7,556	7,858	8,172
YOY		4.7%	4%	4%	4%	4%	4%
退保金+赔付支出	-2,236	-2,341	-2,435	-2,532	-2,634	-2,739	-2,848
占总保费比重	-35%	-35%	-35%	-35%	-35%	-35%	-35%
新增净保费	4,178	4,376	4,551	4,733	4,922	5,119	5,324
新增保费30%投资A股	1,254	1,313	1,365	1,420	1,477	1,536	1,597
权益资产投资规模	10,996	12,645	14,390	16,242	18,205	20,287	22,493
每年规模增幅		15%	3%	3%	3%	3%	3%
权益资产占比	20.3%	20.3%	21.0%	21.8%	22.4%	23.1%	23.7%
总投资资产规模	54,125	62,244	68,468	74,631	81,347	87,855	94,884
每年规模增幅		15%	10%	9%	9%	8%	8%

数据来源：全国社保基金、金管局、2024金融街论坛、开源证券研究所

2.8 NBV预测：预计2025Q1价值率驱动NBV增长10%-15%，全年同比约+10%

个险渠道转型见效+分红险中长期需求可期，2025年开门红有望延续高质量增长

表23：预计2025年开门红和全年NBV延续较高质量增长

NBV (百万元) -2023经济假设	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025Q1E	2025E	2026E
中国人寿	36,004	36,860	18,804	32,262	38,902	44,471	20,337	47,629	52,820
中国平安	28,820	31,080	12,890	22,320	35,160	39,640	14,235	43,287	47,356
中国太保	9,205	10,962	5,191	9,037	13,037	15,062	5,778	16,606	18,416
新华保险	2,423	3,024	1,532	3,902	5,197	6,798	1,721	7,567	8,323
中国人保	3,159	6,490		6,960		11,682	-	12,757	14,670
NBV YOY-非可比口径	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025Q1E	2025E	2026E
中国人寿		2.4%	13.4%	4.5%	12.6%	8.4%			
中国平安		7.8%	-5.9%	-14.0%	4.7%	1.0%			
中国太保		19.1%	30.7%	22.8%	37.9%	25.1%			
新华保险		24.8%	14.2%	57.7%	79.2%	70.0%			
NBV YOY-可比口径	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025Q1E	2025E	2026E
中国人寿	-19.60%	14.0%	26.3%	18.6%	25.2%	20.6%	8.2%	7.1%	10.9%
中国平安	-23.95%	36.2%	20.7%	11.0%	34.1%	27.5%	10.4%	9.2%	9.4%
中国太保	-31.37%	30.8%	30.7%	29.5%	51.5%	37.4%	11.3%	10.3%	10.9%
新华保险	-59.48%	65.0%	51.0%	108.6%	137.0%	89.7%	12.4%	11.3%	10.0%
中国人保	-20.87%	105.44%	81.6%	58.0%	113.90%	80.0%	15.0%	9.2%	15.0%

2.8 业绩预测：预计2025年5家上市险企合计净利润同比+6.1%

个险渠道转型见效+分红险中长期需求可期，2025年开门红有望延续高质量增长

2024年预计5家上市险企归母净利润合计同比+93.1%；

我们假设2025年股市上涨10%，预计2025年上市险企净利润同比+6.1%

表24：预计5家险企2024E/2025E合计净利润同比+93.1%/+6.1%

归母净利润-新准则（亿元）	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025E	2026E
中国人寿	462	206	383	1,045	1,075	1,169	1,240
中国平安	857	367	746	1,192	1,473	1,521	1,760
中国太保	273	118	251	383	443	480	516
新华保险	87	49	111	207	248	265	305
中国人保	228	90	227	363	443	471	523
中国财险	246	59	185	267	320	343	372
5家总计	1,906	740	1,491	2,827	3,681	3,907	4,343
YOY	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025E	2026E
中国人寿	-30.7%	-9.3%	10.6%	173.9%	132.8%	8.8%	6.0%
中国平安	-22.8%	-4.3%	6.8%	36.1%	71.9%	3.3%	15.7%
中国太保	-27.1%	1.2%	37.1%	65.5%	62.3%	8.5%	7.4%
新华保险	-11.3%	-28.6%	11.1%	116.7%	185.0%	6.7%	15.0%
中国人保	-10.2%	-23.5%	14.1%	77.2%	94.3%	6.5%	11.0%
中国财险	-15.7%	-38.2%	-8.7%	38.0%	30.0%	7.4%	8.3%
5家合计	-23.8%	-7.1%	12.3%	78.4%	93.1%	6.1%	11.2%

表25：2024Q4单季预计5家险企净利润同比+321%

单季归母净利润-新准则（亿元）	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
中国人寿	80	206	176	662	30
中国平安	-19	367	379	446	281
中国太保	41	118	134	132	59
新华保险	-8	49	61	96	41
中国人保	23	90	137	136	79
中国财险	52	59	126	83	52
5家合计	117	830	888	1,472	491
YOY	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2024Q4E
中国人寿	-77.5%	-9.4%	48.9%	1767%	-63.0%
中国平安	-110.5%	-4.3%	20.4%	151.3%	扭盈
中国太保	-39.2%	1.2%	99.4%	173.6%	44.5%
新华保险	-43.5%	-28.6%	100.6%	扭盈	扭盈
中国人保	-	-23.5%	68.2%	2094%	248.9%
中国财险	-82.2%	-38.2%	17.4%	扭盈	0.2%
5家合计		-9.2%	44.9%	460.1%	321.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所注：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保2024年业绩取自预增公告区间中值

营运利润稳步释放，分红比例稳定下股息率表现较优

- **中期分红**：2024年上市险企积极响应号召，主动参与中期分红，中国人寿/中国平安/新华保险/中国人保分别中期分红+15%/+22%/+15%/+12%；
- **全年分红预测**：在中期分红基础上，根据全年业绩情况、股东回报、偿付能力等因素派息，考虑2024E上市险企业绩创历史新高，但主要来自TPL资产公允价值浮盈，因此在全年业绩高速增长情况下，分红率略有下降。
- 当前股价对应中国平安A股/H股 股息率2024E分别为5.2%/6.4%；
- 中国太保A股/H股2024E分别为4.0%/5.8%；
- 中国财险H股 2024E 分别为4.9%。

表26：中国平安、中国太保、中国财险股息率表现较优

股息率 (H股)	2022A	2023A	2024E
中国人寿	3.5%	3.1%	4.3%
中国平安	5.9%	5.9%	6.4%
中国太保	4.6%	4.6%	5.8%
新华保险	4.6%	3.7%	5.1%
中国人保	4.5%	4.2%	5.5%
中国财险	4.0%	4.5%	4.9%

股息率 (A股)	2022A	2023A	2024E
中国人寿	1.2%	1.1%	1.5%
中国平安	4.7%	4.7%	5.2%
中国太保	3.1%	3.1%	4.0%
新华保险	2.2%	1.8%	2.5%
中国人保	2.4%	2.2%	2.9%

现金分红总额 (亿元)	2022A	2023A	2024E
中国人寿	138	122	170
中国平安	438	440	478
中国太保	98	98	124
新华保险	34	27	37
中国人保	73	69	90
中国财险	106	120	132

DPS	2022A	2023A	2024E
中国人寿	0.49	0.43	0.60
中国平安	2.41	2.42	2.62
中国太保	1.02	1.02	1.29
新华保险	1.08	0.85	1.19
中国人保	0.17	0.16	0.20
中国财险	0.48	0.54	0.59

现金分红比例	2022A	2023A	2024E
中国人寿	20.8%	26.3%	15.8%
中国平安-营运利润	29.8%	37.3%	35.0%
中国太保-营运利润	27.5%	27.6%	28.0%
新华保险	34.3%	30.4%	15.0%
中国人保	28.9%	30.3%	20.3%
中国财险	36.5%	48.8%	41.3%

2.9 投资建议：当前A股-PEV估值对应的市场隐含国债收益率假设为1.5%

当前A股-PEV估值对应的市场隐含总投资收益率假设在2.1%-3.8%，对应隐含10Y国债收益率为1.5%，H股-PEV对应国债收益率为0.42%。

- A股测算为例：当前PEV估值对应1倍PEV的折价，测算4.5%投资收益率假设的折价；
- 采用投资收益率下降50bp对应EV敏感性，倒算EV折价对应的投资收益率折价，由此计算隐含投资收益率平均值为2.74%，区间值在2.1-3.8%；
- 测算2024E净投资收益率相对2024E 10Y国债平均值2.14%的超额收益率平均值为1.24%，区间值在0.92%-1.70%；
- 由此测算当前隐含的10Y国债投资收益率=2.74-1.24%=1.50%。

表27：核心可调节假设

可调节的核心假设	
EV资产质量折扣	-5%
对应合理PEV估值	0.95
2024E 4家平均净投资收益率	3.48%
投资收益率超额10Y国债	1.24%
2024年10Y国债平均值	2.14%

表28：当前A股 PEV估值反应的隐含投资收益率假设在2.7%

证券代码	公司	当前PEV	2024H1 内含价值 (亿元)	投资收益率下降50bp的影响	当前投资收益率假设	隐含投资收益率	2024E 相较10Y国债超额	隐含10Y国债收益率	2024E 投资收益率
601628.SH	中国人寿	0.81	14,045	-9.7%	4.50%	3.75%	1.07%	2.68%	3.20%
601318.SH	中国平安	0.62	14,761	-7.6%	4.50%	2.30%	1.68%	0.62%	3.82%
601601.SH	中国太保	0.54	5,688	-8.8%	4.50%	2.13%	1.70%	0.42%	3.84%
601336.SH	新华保险	0.55	2,684	-11.7%	4.50%	2.81%	0.92%	1.88%	3.06%
	4家寿险平均水平			-9.4%	4.5%	2.74%	1.24%	1.50%	3.48%

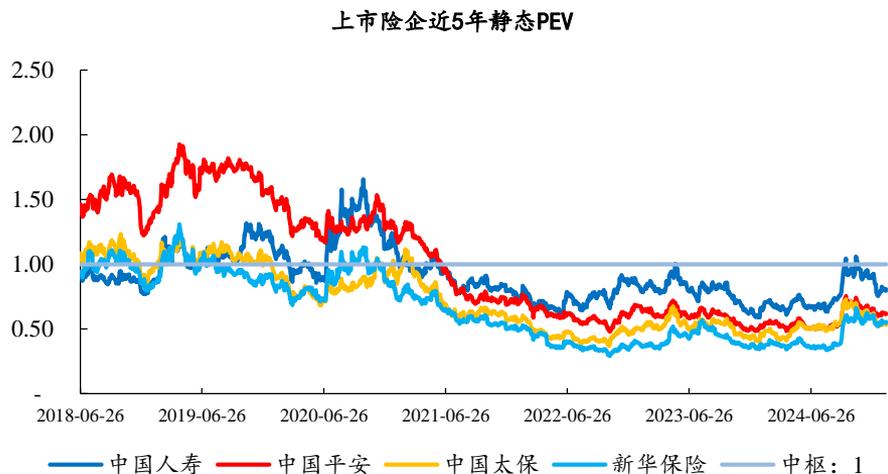
表29：当前H股 PEV估值反应的隐含投资收益率假设在1.66%

证券代码	公司	当前PEV	2024H1 内含价值 (亿港元)	投资收益率下降50bp的影响	当前投资收益率假设	隐含投资收益率	2024E 相较10Y国债超额	隐含10Y国债收益率
2628.HK	中国人寿	0.32	12,934	-9.7%	4.50%	1.26%	1.07%	0.19%
2318.HK	中国平安	0.59	13,593	-7.6%	4.50%	2.10%	1.68%	0.41%
2601.HK	中国太保	0.43	5,237	-8.8%	4.50%	1.54%	1.70%	-0.17%
1336.HK	新华保险	0.31	2,471	-11.7%	4.50%	1.76%	0.92%	0.84%
	4家寿险平均水平			-9.4%	4.50%	1.66%	1.24%	0.42%

负债端延续稳健增长+资产端 β 催化下，看好权益弹性突出标的

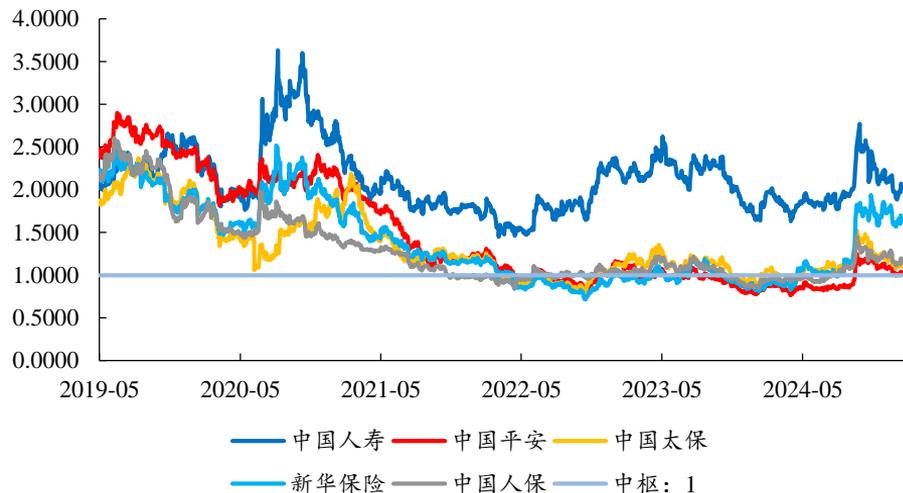
当前板块PEV、PB估值位于近5年45%和64%分位数，我们认为养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑2025年负债端稳健增长，投资端在考核长期化、偿付能力指标松绑等预期下，权益占比有望稳步提升，关注资产端beta催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

图42：截至2025年2月7日保险板块平均PEV位于近5年45%分位数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：截至2024年11月8日保险板块PB位于近5年64%分位数

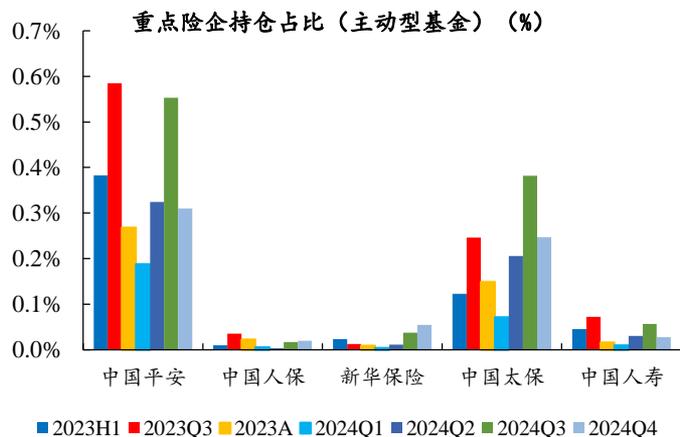


数据来源：Wind、开源证券研究所

Q4整体呈现环比减仓趋势，新华保险和中国财险环比增仓

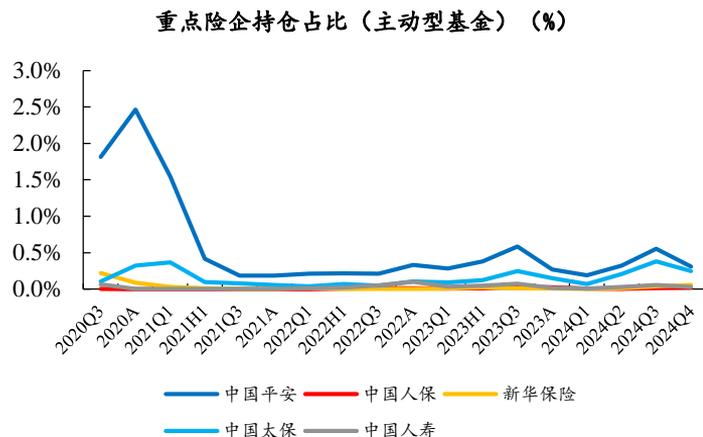
- 2024Q4保险板块基金持仓下降：险板块占比0.66%，环比-0.39pct，相对A股低配2.01pct，位于近5年季度数据60%分位数，略高于5年中枢。
- 个股层面看，2024Q4末持仓市值占比及环比变化为：中国平安0.31%/-0.24pct、中国太保0.25%/-0.14pct、中国人寿0.03%/-0.03pct、新华保险0.05%/+0.02pct、中国人保0.02%/+0.003pct、中国财险（H）0.86%/+0.14pct。剔除股价市值增长的干扰后，从持仓股数环比来看，中国平安、中国太保和中国人寿环比有所减仓，新华保险和中国财险环比有所增仓。

图44：2024Q4主动型基金上市险企重仓持仓环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2024Q4主动型基金保险重仓股持仓环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.9 投资建议：负债端延续稳健增长+资产端beta催化，看好权益弹性突出标的

个险渠道转型见效+分红险中长期需求可期，2025年开门红有望延续高质量增长

养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑2025年负债端稳健增长，投资端在考核长期化、偿付能力指标松绑等预期下，权益占比有望稳步提升，关注资产端beta催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

受益标的新华保险，推荐中国人寿、中国太保、中国平安。

表30：受益标的估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	NBV (亿元)				归母净利润 (亿元)				PB		PEV		股息率		
			2023A	2024E	YOY	2025E	YOY	2024E	2025E	2024E	2025E	2025/2/11	2024E	2025/2/11	2024E	2024E	2025E
601628.SH	中国人寿	11,235	368.6	444.7	20.6%	476.3	7.1%	1074.9	1169.5	133%	8.8%	2.28	1.94	0.80	0.79	1.5%	2.1%
601318.SH	中国平安	9,200	310.8	396.4	27.5%	432.9	9.2%	1472.9	1521.3	59%	5.7%	0.99	1.00	0.66	0.60	5.2%	5.5%
601601.SH	中国太保	3,092	109.6	150.6	37.4%	166.1	10.3%	442.5	480.1	62%	8.5%	1.12	1.08	0.58	0.52	4.0%	4.3%
601336.SH	新华保险	1,475	30.2					248.3	212.7	185%	-14.4%						
2328.HK	中国财险	2,852						319.6	343.3	30%	7.4%	1.17	1.12			5.0%	5.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：新华保险净利润取自Wind一致预期；中国财险货币单位为人民币元。

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

- 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