

行业深度研究报告 ——

本轮增量政策中非银行业的配置逻辑

证券分析师： 夏聿印
分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦
一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

- **证券：**证券行业迎来情绪面、政策面、基本面三重共振，并具备周期性基本面二次驱动效应。本轮行情类似2014年行情，均为经济修复周期+一揽子增量政策护航；走势上或演绎三阶段，政策相关度和估值为个股表现的核心影响因素。当前券商板块PB估值位于近10年33.27%分位数水平，估值仍有向上空间。**建议关注：**1) 龙头地位稳固的优质券商，如中信证券、华泰证券、中国银河；2) 通过合并做大做强券商，如国泰君安、国联证券；3) 地方国资背景+蕴含并购诉求的中型券商，如湘财股份、方正证券、国海证券。
- **保险：**“924行情”前保险行业已有较好表现，主要由银保渠道报行合一、预定利率下调等负债端政策支撑，该阶段中财险业务占比较高的标的表现更好。该轮行情下保险行业利好将切换至投资端收益高增，纯寿险、高弹性标的更加受益。上市保险当前PEV估值平均为0.59，处于近5年54.72%的分位数水平，距离高点向上仍有66.70%的提升空间。**建议关注：**纯寿险、高弹性、低估值的标的，如新华保险、中国人寿。
- **多元金融：**金融板块涉及租赁、信托、金控、期货等多行业，整体板块走势与地产周期合资本市场改革相关度较高，大级别行情中领涨个股多与当时的主题投资有关。当前多元金融板块PB估值位于近10年35.81%分位数水平，仍处于历史低位。**建议关注：**1) 受益于资本市场回暖的标的，如建元信托；2) 受益于业务协同和产融结合的标的，如中粮资本、中油资本、中航产融；3) 具备重组、化债等主题的标的，如海德股份。
- **金融科技：**风险金融科技板块主要由资本市场表现带动，而科技属性差异带来标的阶段性分化。该轮行情中板块估值抬升较快，当前PE（剔负）估值为位于近5年80.78%分位数水平，较行情启动前已提升88.54%，距离近5年最大值还有40.82%的空间。**建议关注：**估值低位、业绩稳健、资本市场相关度高的标的，如东方财富、顶点软件（计算机组覆盖）、凌志软件（计算机组覆盖）。

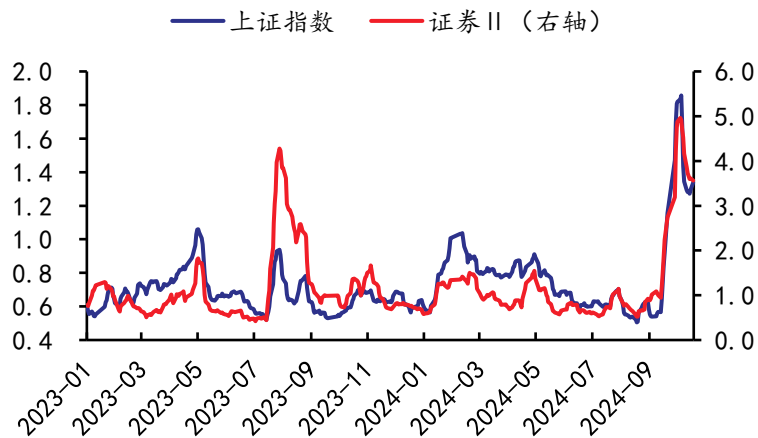
目录

- 1、**证券**
- 2、**保险**
- 3、**多元金融**
- 4、**金融科技**

1.1 证券行业三重共振，并具备周期性基本面二次驱动效应

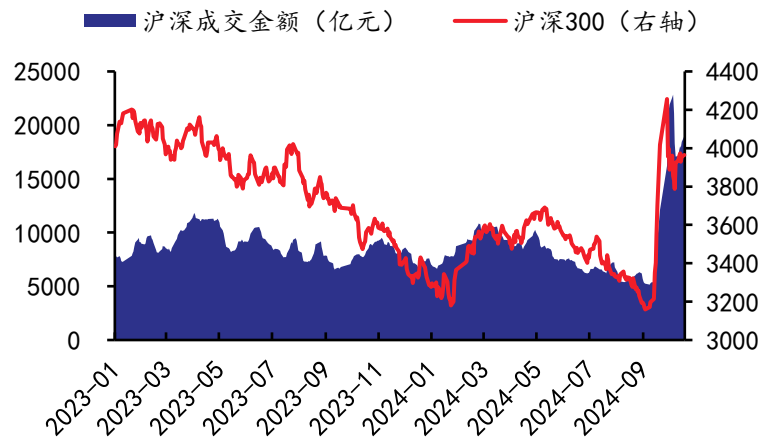
- ✓ **情绪面：**超预期政策带动下，市场情绪被彻底点燃，9月30日两市成交2.61万亿，10月8日两市成交3.48万亿，连续创历史记录，上证指数和申万证券指数换手率7日移动平均数分别升至1.70%和4.23%。
- ✓ **政策面：**风险指标修订拓宽优质券商资本空间，央行创新互换便利有望为非银机构和资本市场直接提供流动性，引导长期资本入市、支持上市并购重组等政策组合接续出台，供给侧改革长期支持证券行业高质量发展。
- ✓ **基本面：**9月24日开始市场成交量迅速扩大，市场快速拉升，截至10月29日上证指数、沪深300指数、创业板指年内分别上涨9.79%、13.36%、13.75%，经纪业务、资管业务、自营业务、信用业务均有望快速修复，形成二次驱动。

图表：换手率7日移动平均（单位：%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

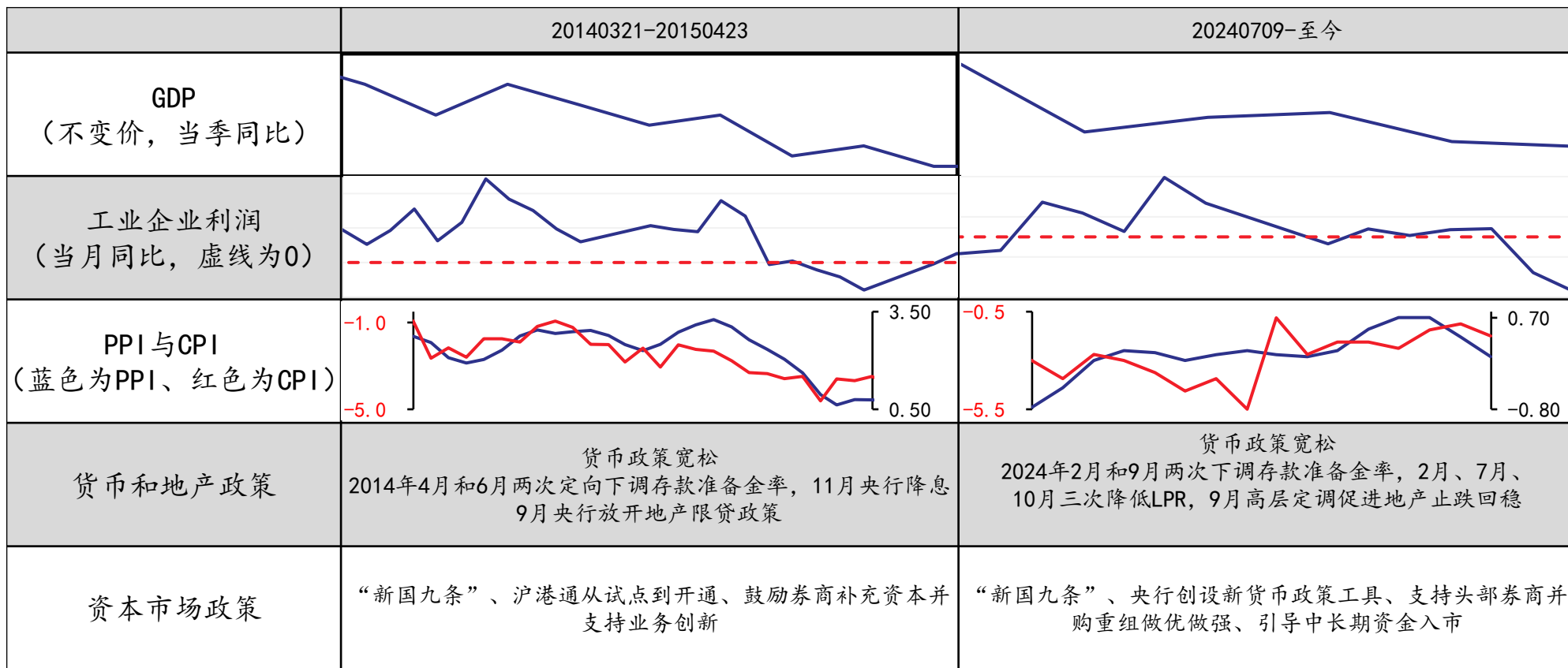
图表：两市成交金额与沪深300指数



资料来源：iFinD，太平洋证券

1.2 类似2014年行情，均为经济修复周期+一揽子增量政策护航

图表：2014年行情与当前行情对比



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：图表起始时间为行情启动时间的前1年

1.3 行情走势上演绎三阶段，政策相关度与估值为核心

- ✓ **一阶段：**该阶段势能最强，市场更关注政策相关度更高、估值低位的标的，如长江证券、华泰证券。
- ✓ **二阶段：**该阶段势能减弱，市场开始消化高估值，前期估值提升更快的标的回调幅度可能会更大。
- ✓ **三阶段：**该阶段势能恢复，二阶段中估值回调幅度大、业绩稳健的标的表现更好，如华泰证券、光大证券。

图表：2014年行情划分及个股表现

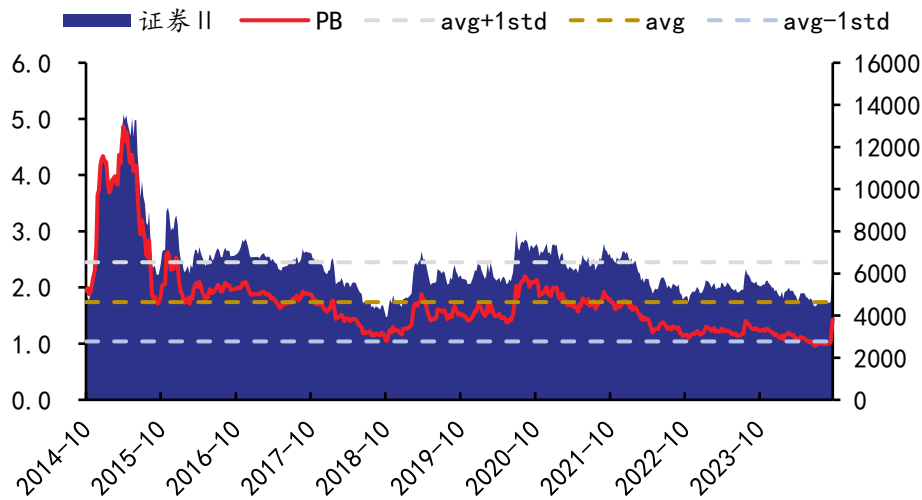
指数/个股	一阶段 (20140321-20141217)		二阶段 (20141217-20150202)		三阶段 (20150202-20150423)	
	涨跌幅 (%)	PE-TTM	涨跌幅 (%)	PE-TTM	涨跌幅 (%)	PE-TTM
证券II	216.22	26.37	-14.55	59.25	43.25	34.57
长江证券	646.34	19.83	-25.81	61.81	48.03	35.87
华泰证券	630.99	13.57	-22.17	46.82	64.49	25.24
光大证券	384.98	24.75	-19.77	163.64	68.27	38.39
广发证券	340.43	18.06	-26.48	47.22	44.44	25.04
招商证券	303.61	19.47	-22.76	59.04	67.39	36.44
中信证券	302.57	21.46	-10.39	45.60	35.20	26.16
国元证券	272.88	18.29	0.24	54.17	23.03	42.05
海通证券	250.32	-82.10	-15.02	44.06	58.16	24.16
西南证券	229.35	65.68	-22.00	63.37	52.90	37.20
太平洋	208.37	282.53	-20.87	155.10	26.26	72.58
方正证券	205.17	34.66	-24.82	72.89	35.17	53.12
西部证券	195.07	33.68	-14.69	96.77	127.32	51.66
兴业证券	183.27	49.87	-19.11	71.97	38.59	35.26
东北证券	175.77	32.62	-22.00	64.03	59.53	29.08
山西证券	168.06	40.60	-21.58	98.45	63.53	56.66
东吴证券	160.80	22.05	-21.06	72.19	49.16	41.10
国金证券	128.74	26.07	-25.57	89.39	60.79	54.91
国海证券	96.76	401.45	-20.38	91.15	30.61	50.16

资料来源：iFind，太平洋证券；注：PE-TTM为各阶段开始日期的估值，选用PE估值原因在于该阶段券商轻资本业务占比较高

1.4 关注分化后的龙头和并购相关券商

- **券商板块估值仍处于低位，看好券商业绩弹性。**截至10月30日，申万证券指数PB估值为1.42x，位于近10年33.27%分位数水平，估值仍有向上空间。23年上市券商净利润逐季下滑，我们预计券商业绩底部将于24Q3确认；在政策行情催化下，证券行业作为直接收益板块，业绩预计短期呈现高弹性。
- **投资主线：**1) 龙头地位稳固的优质券商，如中信证券、华泰证券、中国银河；2) 通过合并做大做强的券商，如国泰君安、国联证券；3) 地方国资背景+蕴含并购诉求的中型券商，如湘财股份、方正证券、国海证券。

图表：申万证券指数与PB估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

目录

- 1、证券
- 2、保险
- 3、多元金融
- 4、金融科技

2.1.1 前期保险行业利好由负债端支撑

- “924行情”之前保险行业已有较好表现，主要受负债端利好支撑。今年年初至9月23日，申万保险指数上涨13.02%，较沪深300的超额收益为19.39%。我们认为负债端政策密集落地是主要驱动因素，如银保渠道报行合一对新业务价值率形成支撑，预定利率下调至2.75%缓解行业利差损担忧。
- 该阶段业绩稳健标的更加受益。期间中国太保、中国人保涨幅分别为34.93%和30.66%，涨幅居前。我们认为保司表现分化的原因在于业绩表现和寿险业务占比的差异，财险业务占比更高的保司更加具备业绩韧性。

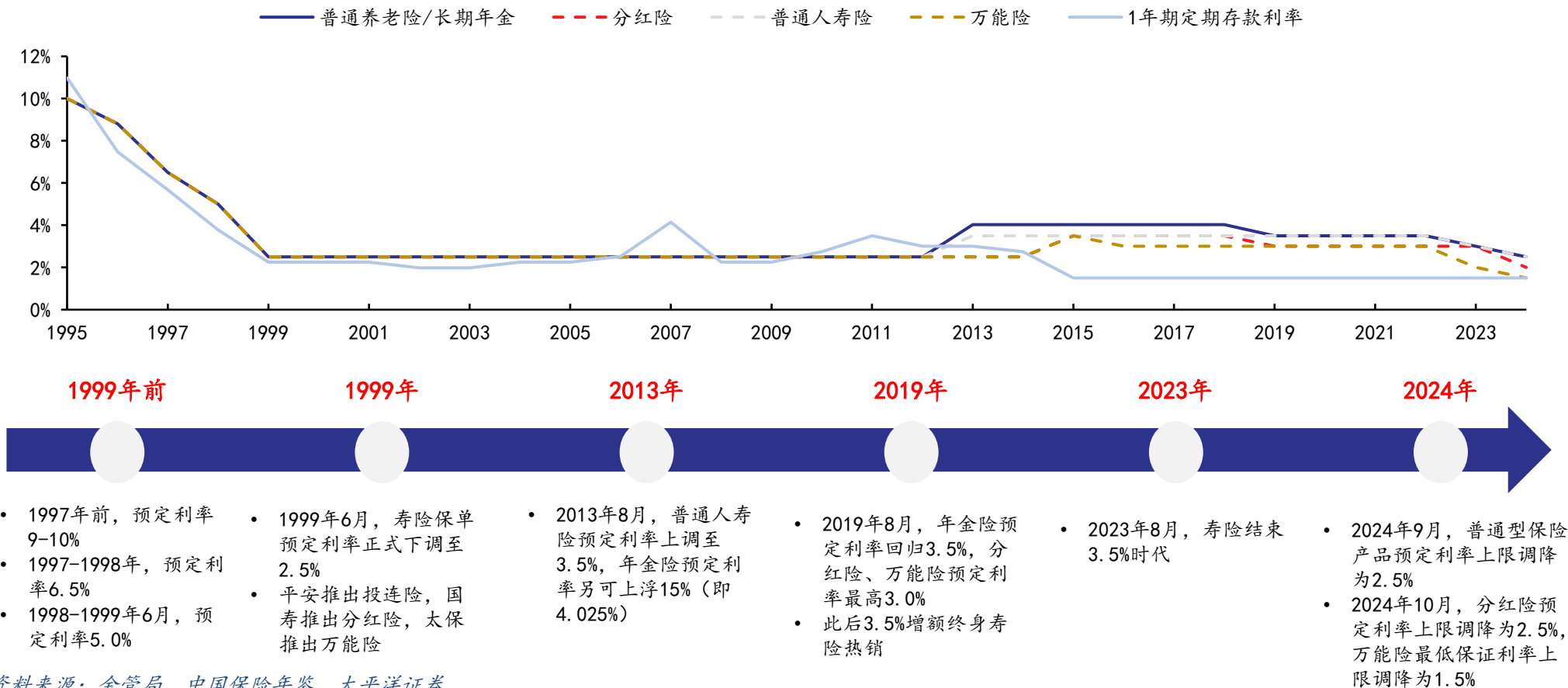
图表：924之前上市保司涨跌幅及业绩表现

个股/指数	区间涨跌幅 (%)	归母净利润增速 (%)			寿险业务占比 (%)	
		23A	24Q1	24H1	23A	24H1
保险 II	13.03	-27.57	-9.30	12.44	-	-
中国太保	34.93	-27.08	1.14	37.09	31.97	30.53
中国人保	30.66	-10.23	-23.53	14.11	0.00	0.00
中国人寿	27.26	-34.20	-9.34	10.58	100.00	100.00
中国平安	13.97	-22.83	-4.28	6.84	41.68	41.10
新华保险	9.78	-59.48	-28.55	11.07	100.00	100.00
天茂集团	-11.62	-337.82	-298.82	-94.79	100.00	100.00

资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券；注：区间为年初至2024年9月23日，寿险业务占比按保险服务收入占比计算

2.2 寿险预定利率变动图

图表：定存利率与保险产品预定利率



2.3 保险行业利好切换至资产端

- **“924行情”开启直接利好保司投资收益。**9月底政策组合拳落地带动股市快速上行，对保司总投资收益率形成直接利好。从保司24Q3业绩增速来看，除中国平安外，其他保司业绩增速均60%以上，其中中国人寿业绩增速最高。
- **纯寿险和高投资弹性标的更加受益。**9月24日以来，新华保险涨幅为48.37%，涨幅居前。资本市场回暖下，纯寿险投资收益率的修复更高，同时权益投资占比更高的保司更具有弹性。从投资资产中股基占比来看，截至24H1新华保险、中国人寿投资资产中股基占比最高，分别为18.10%、11.76%；从TPL账户股票/净资产来看，截至24H1新华保险、中国人寿TPL账户股票/净资产最高，分别为130.81%、80.85%。

图表：924以来上市保司涨跌幅表现

个股/指数	区间涨跌幅 (%)	股基占比		FVTPL股票/净资产		24Q3业绩增速/预增
		23A	24H1	23A	24H1	
保险II	29.74	-	-	-	-	-
新华保险	48.37	14.20%	18.10%	86.88%	130.81%	95%-115%
中国平安	30.24	9.30%	8.50%	12.74%	12.15%	36.09%
中国太保	26.88	10.70%	11.20%	60.27%	59.69%	60%-70%
中国人寿	23.81	11.77%	11.76%	3.42%	80.85%	165%-185%
中国人保	20.00	11.40%	9.30%	8.89%	7.74%	65%-85%

资料来源：iFinD，公司公告，太平洋证券；注：国寿TPL股票/净资产变动较大主要受准则切换影响，数据截至2024年10月29日

2.4 关注纯寿险和权益投资高弹性标的

- **估值仍具有较大提升空间。** 复盘近10年中4轮大级别行情，申万保险指数平均涨幅为91.31%，最低涨幅为37.75%。除中国人保外，其他保司平均涨幅均在80%以上；新华保险平均涨幅最高，为101.13%。从静态估值来看，上市保险当前PEV估值平均为0.59，处于近5年54.72%的分位数水平，距离高点向上仍有66.70%的提升空间。
- **关注高弹性标的。** 当前牛市思维下，建议对保险行业保持乐观，具体择股上建议关注纯寿险、高弹性和低估值的标的，如新华保险、中国人寿。

图表：保险大级别中指数和个股涨跌幅（%）

指数/ 个股	20140320- 20150526	20170419- 20171122	20190102- 20190912	20200323- 20201201	平均
保险 II	165.81	103.23	58.42	37.75	91.31
中国太保	143.41	84.90	40.10	52.63	80.26
中国人保	-	-	76.02	13.54	44.78
中国人寿	200.35	41.08	47.03	73.56	90.50
中国平安	163.30	121.29	68.41	39.17	98.04
新华保险	246.50	70.46	26.19	61.37	101.13

资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：寿险标的PEV估值情况

个股	PEV	近5年中位数	近5年最大值	近5年分位数	距最高点空间
中国平安	0.61	0.48	0.88	55.48%	43.66%
新华保险	0.46	0.40	0.85	38.92%	82.86%
中国太保	0.57	0.49	0.95	51.56%	65.71%
中国人寿	0.71	0.65	1.24	72.93%	74.58%
平均	0.59	0.50	0.98	54.72%	66.70%

资料来源：iFinD，太平洋证券；注：数据截至2024年10月30日

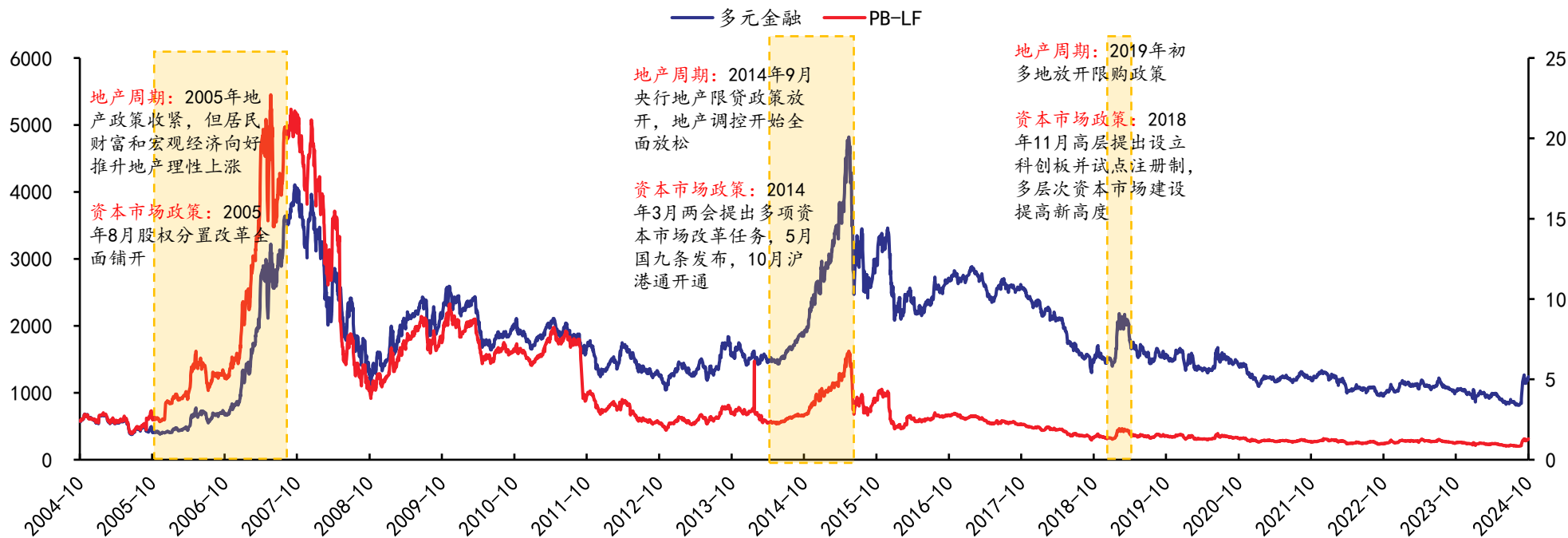
目录

- 1、证券
- 2、保险
- 3、多元金融**
- 4、金融科技

3.1 多元金融表现与地产周期、资本市场政策密切相关

- 板块大级别行情主要由地产周期、资本市场政策推动。多元金融板块涉及租赁、信托、金控、期货等多行业，整体板块走势与地产周期和资本市场改革相关度较高，如2005年、2014年、2019年大级别行情阶段，均由地产周期向上和资本市场改革推动。

图表：多元金融板块复盘



资料来源：iFind, 太平洋证券

3.2 板块内部关注阶段性主题投资机会

- **大级别行情中领涨个股多与主题投资相关。**2005年行情中，股权分置改革为主线，领涨个股为爱建集团和陕国投A。2014年行情中，大众公用、中航产融涨幅居前，主要与IPO重启、并购重组等主题相关。2019年行情中，陕国投A和建元信托涨幅居前，主要受资本市场回暖及地产限购放松提振。

图表：多元金融板块大级别行情领涨个股

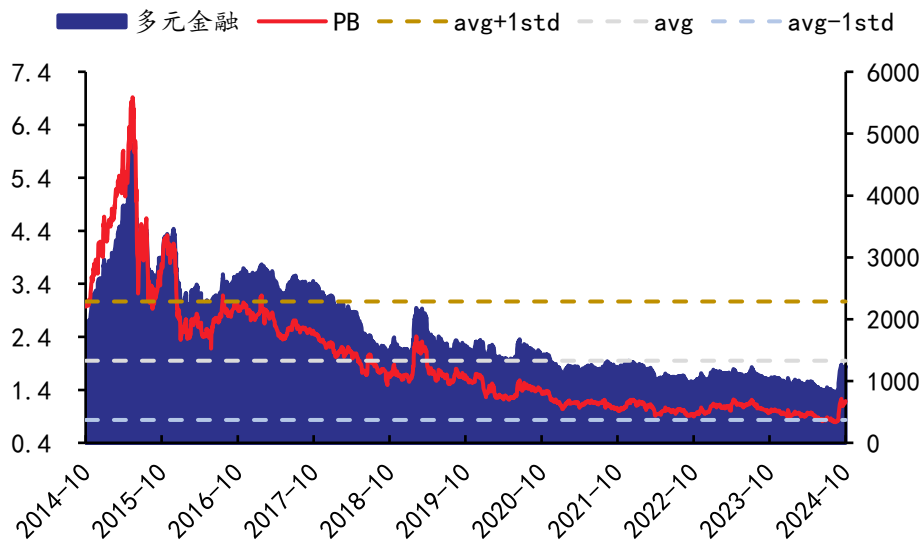
2005年行情				2014年行情				2019年行情			
代码	公司简称	相关概念	涨跌幅	代码	公司简称	相关概念	涨跌幅	代码	公司简称	相关概念	涨跌幅
600643.SH	爱建集团	股权分置改革	1373.84%	600635.SH	大众公用	IPO重启，创投回暖	424.02%	000563.SZ	陕国投A	资本市场回暖	129.89%
000563.SZ	陕国投A	股权分置改革	840.77%	600705.SH	中航产融	产业投资平台、并购海外资产	322.02%	600816.SH	建元信托	资本市场回暖	116.46%
600816.SH	建元信托	资产重组	840.52%	600783.SH	鲁信创投	IPO重启，创投回暖	269.39%	600093.SH	易见股份(退市)	区块链、地产限购放松	68.35%
				000415.SZ	渤海租赁	国家产业结构升级、并购海外资产	261.71%	600783.SH	鲁信创投	科创板和注册制试点	64.56%
				600816.SH	建元信托	地产政策放松	250.72%	600643.SH	爱建集团	资本市场回暖、地产限购放松	60.90%

资料来源：iFinD，太平洋证券

3.3 估值位于历史低位，关注重组、化债等主题

- **板块估值仍处于低位。**截至10月30日，申万多元金融指数PB估值为1.18x，位于近10年35.81%分位数水平，估值仍处于历史低位。
- **投资主线：**1) 受益于资本市场回暖的标的，如建元信托；2) 受益于业务协同和产融结合的标的，如中粮资本、中油资本、中航产融；3) 具备重组、化债等主题的标的，如海德股份。

图表：多元金融指数与PB估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

目录

- 1、证券
- 2、保险
- 3、多元金融
- 4、金融科技

4.1 金融科技兼具顺周期和科技属性

- ▶ 板块主要由资本市场表现带动，科技属性差异带来标的阶段性分化。2014年、2019年初行情主要由牛市驱动，领涨个股主要为东方财富等与资本市场关联度较高的标的。2022年底行情在资本市场回暖基础上，叠加了AI行情带来的科技属性，领涨个股则为同花顺、上海钢联等标的。

图表：金融科技板块复盘

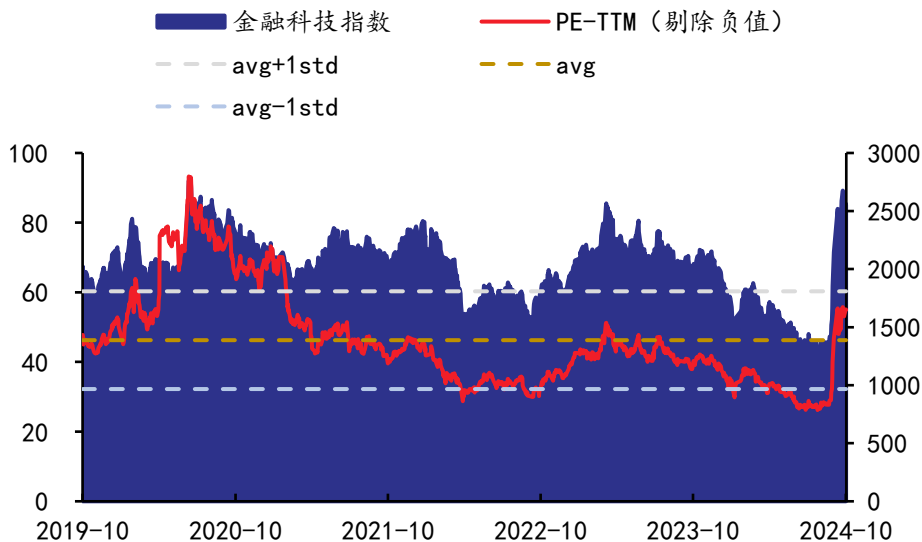


资料来源：iFinD, 太平洋证券

4.2 整体估值提升较快，关注低位绩优标的

- **估值抬升较快，整体估值处于较高水平。**截至10月30日，中证金融科技指数PE（剔负）估值为54.85x，位于近5年80.78%分位数水平，较行情启动前已提升88.54%，距离近5年最大值还有40.82%的空间。
- **投资主线：**本轮金融科技行情主要由资本市场回暖驱动，短期内估值提升已较快，后续或逐步切换至业绩筛选上。建议关注估值低位、业绩稳健、资本市场相关度高的标的，如东方财富、顶点软件（计算机组覆盖）、凌志软件（计算机组覆盖）。

图表：金融科技指数与PE估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

盈利预测

中信证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	60,067.99	62,270.34	69,154.92	74,776.23
营业收入增长率	-7.74%	3.67%	11.06%	8.13%
归母净利润（百万元）	19,720.55	20,807.39	23,749.52	26,198.17
归母净利润增长率	-7.49%	5.51%	14.14%	10.31%
摊薄EPS（元）	1.33	1.40	1.60	1.77
市盈率（PE）	20.64	19.56	17.14	15.53

中国银河	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33,644.08	34,117.81	36,925.20	40,241.79
营业收入增长率	0.01%	1.41%	8.23%	8.98%
归母净利润（百万元）	7,878.77	7,779.14	8,698.17	9,780.11
归母净利润增长率	1.43%	-1.26%	11.81%	12.44%
摊薄EPS（元）	0.72	0.71	0.80	0.89
市盈率（PE）	19.82	20.07	17.95	15.97

华泰证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	36,577.59	36,174.03	38,655.16	42,644.33
营业收入增长率	14.19%	-1.10%	6.86%	10.32%
归母净利润（百万元）	12,750.63	12,326.24	13,054.27	14,858.78
归母净利润增长率	15.35%	-3.33%	5.91%	13.82%
摊薄EPS（元）	1.41	1.37	1.45	1.65
市盈率（PE）	12.33	12.75	12.04	10.58

国泰君安	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	36,141.29	35,691.69	38,980.90	43,189.35
营业收入增长率	1.89%	-1.24%	9.22%	10.80%
归母净利润（百万元）	9,374.14	9,650.45	10,898.05	12,760.20
归母净利润增长率	-18.55%	2.95%	12.93%	17.09%
摊薄EPS（元）	1.05	1.08	1.22	1.43
市盈率（PE）	17.72	17.22	15.25	13.02

盈利预测

国联证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,955.46	2,746.48	3,415.80	4,004.11
营业收入增长率	12.68%	-7.07%	24.37%	17.22%
归母净利润（百万元）	671.32	462.26	711.87	893.70
归母净利润增长率	-12.51%	-31.14%	54.00%	25.54%
摊薄EPS（元）	0.24	0.16	0.25	0.32
市盈率（PE）	50.70	73.63	47.81	38.09

方正证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,118.75	6,951.50	7,417.75	8,208.00
营业收入增长率	-8.46%	-2.35%	6.71%	10.65%
归母净利润（百万元）	2,152.45	2,298.19	2,534.65	2,982.63
归母净利润增长率	0.21%	6.77%	10.29%	17.67%
摊薄EPS（元）	0.26	0.28	0.31	0.36
市盈率（PE）	32.81	30.73	27.87	23.68

湘财股份	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,321.22	2,335.70	2,556.79	2,797.14
营业收入增长率	-33.98%	0.62%	9.47%	9.40%
归母净利润（百万元）	119.42	186.21	244.55	301.71
归母净利润增长率	136.60%	55.93%	31.33%	23.37%
摊薄EPS（元）	0.04	0.07	0.09	0.11
市盈率（PE）	177.89	114.08	86.87	70.41

国海证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,188.48	4,936.00	5,722.00	6,538.00
营业收入增长率	15.81%	17.85%	15.92%	14.26%
归母净利润（百万元）	326.96	384.00	490.00	644.00
归母净利润增长率	31.18%	17.44%	27.60%	31.43%
摊薄EPS（元）	0.05	0.06	0.08	0.10
市盈率（PE）	92.97	79.16	62.04	47.20

盈利预测

新华保险	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	71,547.00	97,354.98	97,943.45	104,578.72
营业收入增长率	-33.78%	36.07%	0.60%	6.77%
归母净利润（百万元）	8,712.00	18,179.46	17,763.67	19,461.17
归母净利润增长率	-59.48%	108.67%	-2.29%	9.56%
BVPS	33.68	34.75	36.47	38.82
市净率	1.42	1.37	1.31	1.23

中粮资本	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,282.45	23,936.80	26,772.67	29,966.99
营业收入增长率	19.76%	7.42%	11.85%	11.93%
归母净利润（百万元）	1,020.58	1,584.87	2,056.40	2,471.27
归母净利润增长率	70.95%	55.29%	29.75%	20.17%
摊薄EPS（元）	0.44	0.69	0.89	1.07
市盈率（PE）	46.44	29.90	23.05	19.18

中国人寿	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	837,859.00	616,162.60	632,099.93	698,483.56
营业收入增长率	1.43%	-26.46%	2.59%	10.50%
归母净利润（百万元）	21,110.00	71,236.94	62,820.65	69,202.10
归母净利润增长率	-34.20%	237.46%	-11.81%	10.16%
BVPS	16.28	18.69	20.32	22.75
市净率	2.60	2.27	2.09	1.86

中航产融	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,938.76	17,482.00	18,582.00	19,406.00
营业收入增长率	-6.70%	3.21%	6.29%	4.43%
归母净利润（百万元）	290.19	1,073.00	1,325.00	1,656.00
归母净利润增长率	-82.75%	269.76%	23.49%	24.98%
摊薄EPS（元）	0.03	0.12	0.15	0.19
市盈率（PE）	114.04	30.84	24.98	19.98

盈利预测

海德股份	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,229.64	1,378.18	1,602.31	1,884.72
营业收入增长率	15.69%	12.08%	16.26%	17.62%
归母净利润（百万元）	879.93	1,057.94	1,218.38	1,432.21
归母净利润增长率	25.68%	20.23%	15.17%	17.55%
摊薄EPS（元）	0.45	0.54	0.62	0.73
市盈率（PE）	17.35	14.43	12.53	10.66

东方财富	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,081.44	10,882.37	12,542.52	13,870.85
营业收入增长率	-11.25%	-1.80%	15.26%	10.59%
归母净利润（百万元）	8,193.47	8,633.48	10,005.39	11,086.93
归母净利润增长率	-3.71%	5.37%	15.89%	10.81%
摊薄EPS（元）	0.52	0.55	0.63	0.70
市盈率（PE）	41.56	39.44	34.03	30.71

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 地缘冲突持续扩大。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。