

非银金融行业跟踪周报

防风险、促高质量发展，继续看好保险

增持（维持）

2024年12月08日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

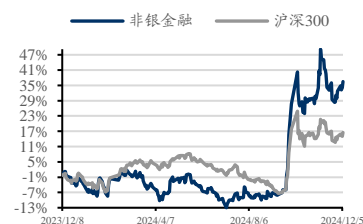
执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **非银金融子行业近期表现：**最近5个交易日（2024年12月02日-2024年12月06日）多元金融行业、保险行业和证券行业均跑赢沪深300指数。保险行业上涨4.13%，多元金融行业上涨2.55%，证券行业上涨2.40%，非银金融整体上涨2.86%，沪深300指数上涨1.44%。
- **证券：2024年11月交易量大幅提升；中证协就《证券公司并表管理指引（试行）》征求行业意见：1）2024年12月至今交易量大幅提升。**截至2024年12月06日，2024年12月至今日均股基交易额为18881亿元，较上年12月上月上涨111.75%，较上月下降11.87%。截止至12月05日，两融余额18658亿元，同比提升11.8%，较年初提升13%。**2）中证协就《证券公司并表管理指引（试行）》征求行业意见。**①明确适用范围及管理范围。《指引》明确了并表管理的定义，即证券公司对于证券集团的公司治理、资本和财务等进行全面持续的管控，有效识别、计量、监测、评估和控制证券集团的总体风险状况。②规范内部交易管理。《指引》要求，证券公司应对证券集团内部交易进行并表管理，充分关注潜在利益输送、虚增资本、转移收入、风险传染、监管套利和其他对证券集团稳健经营可能产生的负面影响。③明确评估检查与违规处罚机制。考虑到行业实际，《指引》针对不同类型的券商设置了不同的并表管理过渡期。**3）2024年12月06日券商行业（未包含东方财富）平均估值1.6x 2024EP/B，推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、中金公司等。**
- **保险：负债端、资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。**1) 金融监管总局印发《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》。主要内容包括全面监管严格监管、切实防范化解风险、深化改革推进开放、提升服务实体经济质效、提升服务实体经济质效。2) 金监总局发布《保险资产风险分类暂行办法》。主要内容包括扩大资产风险分类的覆盖范围、完善固定收益类资产分类标准、完善权益类资产、不动产类资产风险分类标准等。3) 金监总局披露保险行业10月保费，产险保费显著回暖，寿险单月增速转负。10月单月人身险公司原保费规模1562亿元，同比-1.9%。我们认为10月保费增速下滑主要是由于人身险预定利率下调后市场短期销售乏力、部分险企精力转向开门红筹备。10月产险保费增速同比+20.7%，车险、非车险单月增速均显著提升。4) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2024年12月06日保险板块估值0.53-0.93倍2024EP/EV，仍处于历史低位，维持“增持”评级。
- **多元金融：1）信托：**截至2024年2季度末，全行业信托资产规模27万亿元，同比增长24.5%。2024H1信托行业净利润为195.88亿元，同比降幅为40.63%。**2）期货：**2024年10月全国期货市场成交量为7.33亿手，成交额为58.55万亿元，同比分别+28.15%、+45.79%。2024年10月全国期货公司净利润11.79亿元，同比增长227.50%。
- **行业排序及重点公司推荐：**非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为**保险>证券>其他多元金融**，重点推荐**中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、中金公司等**。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《新华保险举牌海通证券H股，体现对资本市场与优质券商发展信心》

2024-12-05

《资产负债共振，长期可期——保险行业2025年投资策略》

2024-12-05

内容目录

1. 非银行金融子行业近期表现	4
2. 非银行金融子行业观点	5
2.1. 证券: 2024 年 12 月至今交易量大幅提升; 中证协就《证券公司并表管理指引(试行)》征求意见	5
2.2. 保险: 资负共振, 长期可期	6
2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向	8
2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压	8
2.3.2. 期货: 10 月成交额同环比均提升	10
3. 行业排序及重点公司推荐	12
4. 风险提示	12

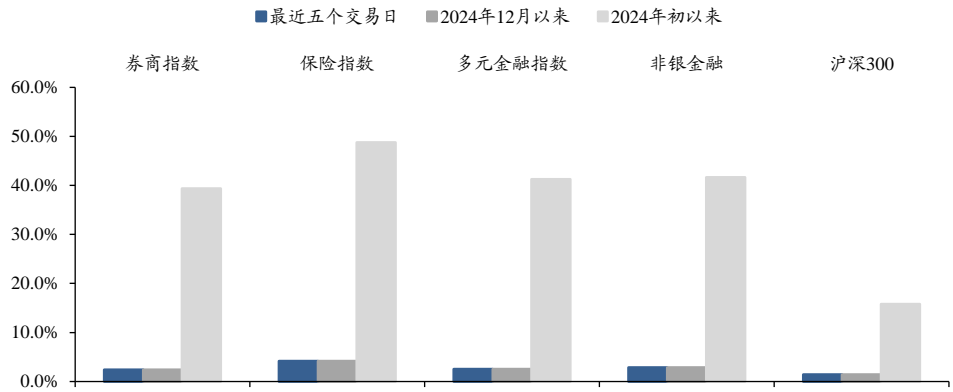
图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2024.12.02-2024.12.06) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2024 年以来三个子行业表现均优于沪深 300	4
图 3: 2022-2024 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 2024 年 1-10 月保险行业保费同比增长情况 (亿元)	7
图 5: 10 年期中债国债到期收益率	8
图 6: 信托行业经营收入和利润	9
图 7: 信托资产种类分布 (%)	9
图 8: 期货行业市场成交量及增速	11
图 9: 期货行业市场成交额及增速	11
图 10: 期货公司营业收入及增速	11
图 11: 期货公司净利润及增速	11
表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 06 日)	13
表 3: 上市保险公司估值及盈利预测	14

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2024 年 12 月 02 日-2024 年 12 月 06 日）保险行业、证券行业和多元金融行业均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 4.13%，多元金融行业上涨 2.55%，证券行业上涨 2.40%，非银金融整体上涨 2.86%，沪深 300 指数上涨 1.44%。

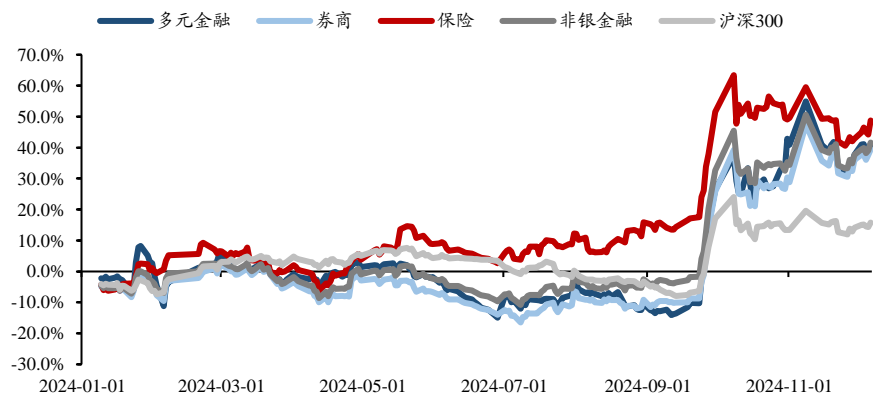
图 1: 最近 5 个交易日（2024.12.02-2024.12.06）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年以来（截至 2024 年 12 月 06 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 48.77%，多元金融行业上涨 41.26%，证券行业上涨 39.35%，非银金融整体上涨 41.62%，沪深 300 指数上涨 15.80%。

图 2: 2024 年以来三个子行业表现均优于沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 06 日）

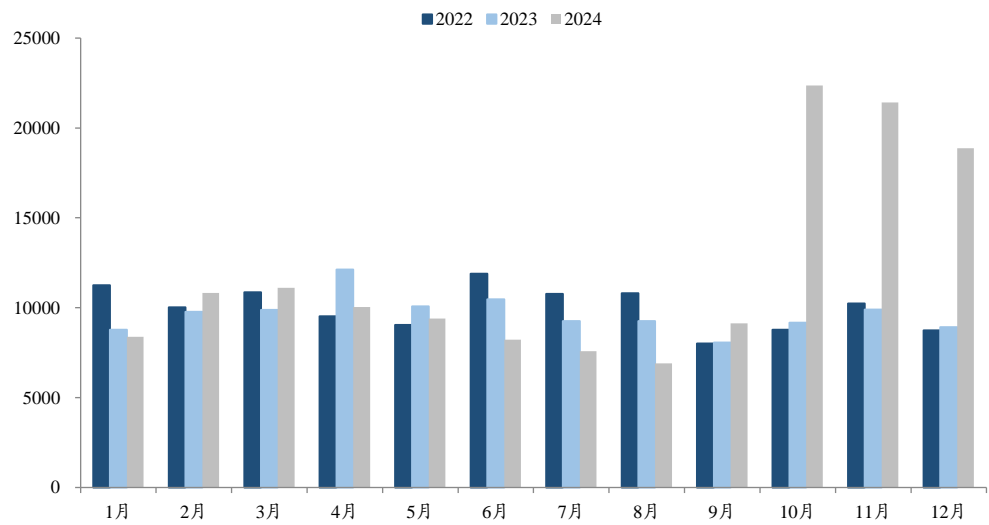
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，天茂集团表现较好，中国太保、中国人寿表现相对较差；证券行业中，哈投股份、华林证券表现较好，第一创业、锦龙股份表现相对较差；多元金融行业中，浙江东方表现相对较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2024 年 12 月至今交易量大幅提升；中证协就《证券公司并表管理指引（试行）》征求行业意见

2024 年 12 月至今交易量大幅提升。截至 2024 年 12 月 06 日，2024 年 12 月至今日均股基交易额为 18881 亿元，较上年 12 月上涨 111.75%，较上月下降 11.87%。截止至 12 月 05 日，两融余额 18658 亿元，同比提升 11.81%，较年初提升 13.02%。11 月 IPO 发行 9 家，募集资金 52 亿元。

图 3: 2022-2024 年各月日均股基交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 06 日）

12 月权益市场上涨。截至 2024 年 12 月 6 日，2024 年 12 月沪深 300 指数上涨 1.44%，上年 12 月下跌 1.86%，2024 年 11 月上涨 0.66%；创业板指数上涨 1.94%，上年 12 月下跌 1.62%，2024 年 11 月上涨 2.75%；上证综指上涨 2.33%，上年 12 月下跌 1.81%，2024 年 11 月上涨 1.42%；中债总全价指数上涨 0.38%，上年 12 月上涨 0.88%，2024 年 11 月上涨 0.71%；万得全 A 指数上涨 2.30%，上年 12 月下跌 2.05%，2024 年 11 月上涨 1.34%。

表 1: 各指数涨跌情况

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2024 年 12 月	1.44%	1.94%	2.33%	0.38%	2.30%
2024 年 11 月	0.66%	2.75%	1.42%	0.71%	1.34%
2023 年 12 月	-1.86%	-1.62%	-1.81%	0.88%	-2.05%
2023 年全年累计	15.80%	19.86%	14.43%	3.87%	14.79%
2024 年至今累计	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

中证协就《证券公司并表管理指引（试行）》征求行业意见。1) 明确适用范围及管

理范围。《指引》明确了并表管理的定义，即证券公司对证券集团的公司治理、资本和财务等进行全面持续的管控，有效识别、计量、监测、评估和控制证券集团的总体风险状况。并表管理的要素包括并表管理范围、公司治理、业务协同与内部交易管理、风险管理、资本管理等。2) 规范内部交易管理。《指引》要求，证券公司应对证券集团内部交易进行并表管理，充分关注潜在利益输送、虚增资本、转移收入、风险传染、监管套利和其他对证券集团稳健经营可能产生的负面影响。证券集团内部交易包括但不限于证券公司与其附属机构、附属机构之间的金融市场交易及衍生交易、资金拆借（借款、融资融券、回购等）、表内授信及表外类授信（贷款、同业、担保等）、交叉持股、资产转让等。3) 明确评估检查与违规处罚机制。券商违反本指引的，中证协将依据《中国证券业协会自律管理措施和纪律处分实施办法》对券商及相关负责人采取自律管理措施，情节严重的给予纪律处分。考虑到行业实际，《指引》针对不同类型的券商设置了不同的并表管理过渡期。

券商板块有望进一步提升，建议关注。目前（2024年12月06日）券商行业（未包含东方财富）平均估值1.6x2024EP/B。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

重点推荐：中信证券、华泰证券、中金公司等。

风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

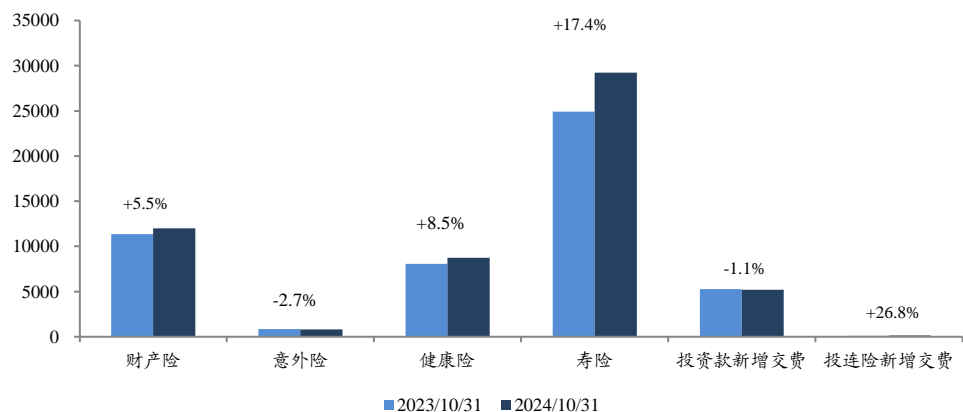
2.2. 保险：资负共振，长期可期

国家金融监督管理总局印发《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》。金融监管总局近日印发了《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》，总体要求为：未来五年，财险业保持平稳增长，风险防范能力、保障广度深度、综合实力逐步增强，初步形成结构合理、治理良好、竞争有序的财险市场体系。《行动方案》明确财险业高质量发展的指导思想、发展目标和实施路径。**1) 进一步强化全面监管、严格监管，切实防范化解风险。**聚焦市场准入退出监管、推进分级分类监管、从严整治违法违规行为、健全审慎监管制度规则等方面，提升监管效能。以增强资本补充能力、健全监测预警体系、完善风险防范化解处置机制、丰富风险化解处置方式等为抓手，提高财险业风险防范化解水平。**2) 进一步强调深化改革、推进开放，提升服务实体经济质效。**引导财险业把好发展定位，加快业务转型升级，提升风险管理能力，推进高水平对外开放。推动财险业更好服务新质生产力发展、促进城乡融合发展，更好保障国家重大战略、支持防灾减灾救灾体系建设。**3) 进一步营造财险业良好发展环境。**从加大政策支持力度、强化金融文化建设、凝聚发展合力、提升全社会财险保障意识等方面发力，促进财险业高质量发展。下一步，金融监管总局将全面加强财险监管，防范化解风险，深化财险领域改革，促进财险业高质量发展，服务金融强国建设。

国家金融监督管理总局发布《保险资产风险分类暂行办法》。此次修订主要内容包括：**一是扩大资产风险分类的覆盖范围。**《指引》仅对以公允价值计量以外的投资资产进行风险分类，《办法》除特殊情形外将所有投资资产纳入分类范围。**二是完善固定收益类资产分类标准。**调整本金或利息的逾期天数、减值准备比例标准等，与商业银行保持一致；增加利益相关方风险管理状况、抵质押物质量等内容，丰富风险分类标准的内外部因素。**三是完善权益类资产、不动产类资产风险分类标准。**由过去的五分类调整为正常类、次级类、损失类三分类；明确确定性和定量标准，要求穿透识别被投资企业或不动产项目相关主体的风险状况。**四是完善组织实施管理。**优化风险分类的“初分、复核、审批”三级工作机制，明确董事会、高级管理层和相关职能部门的工作职责。要求保险公司将资产风险分类情况纳入内外部审计范畴，压实会计师事务所的审计责任。

金监总局披露保险行业 10 月保费，产险保费显著回暖，寿险单月增速转负。1) 2024 年 1-10 月人身险原保费 38784 亿元，同比+14.7%；10 月单月人身险公司原保费规模达 1562 亿元，同比-1.9%，增速由正转负。我们认为，10 月保费增速下滑主要是由于人身险预定利率下调后市场短期销售乏力，以及部分险企精力转向开门红筹备。各险企 2025 年开门红普遍加大分红险销售力度，分红险对于优化负债成本、兼顾客户收益等方面具有优势。2) 健康险保费单月增速提升。2024 年 1-10 月健康险保费同比+8.5%，10 月单月健康险保费同比+6.8%。10 月末健康险占比为 23%，较 9 月末提升 0.4pct。11 月 7 日国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，提出有效发挥医保大数据规模大、结构好、更新快等优势，积极赋能商保加快发展。3) 10 月产险保费增速同比+20.7%，车险、非车险单月增速均显著提升。2024 年 1-10 月产险公司保费达 14333 亿元，同比+6.7%。10 月单月产险公司保费达 1266 亿元，同比+20.7%。车险保费 10 月单月同比+18.6%，预计主要受 10 月汽车产销提振带动。非车险单月保费增速明显提升，1-10 月非车险保费同比+8.8%，10 月单月同比+25.0%。

图 4：2024 年 1-10 月保险行业保费同比增长情况（亿元）

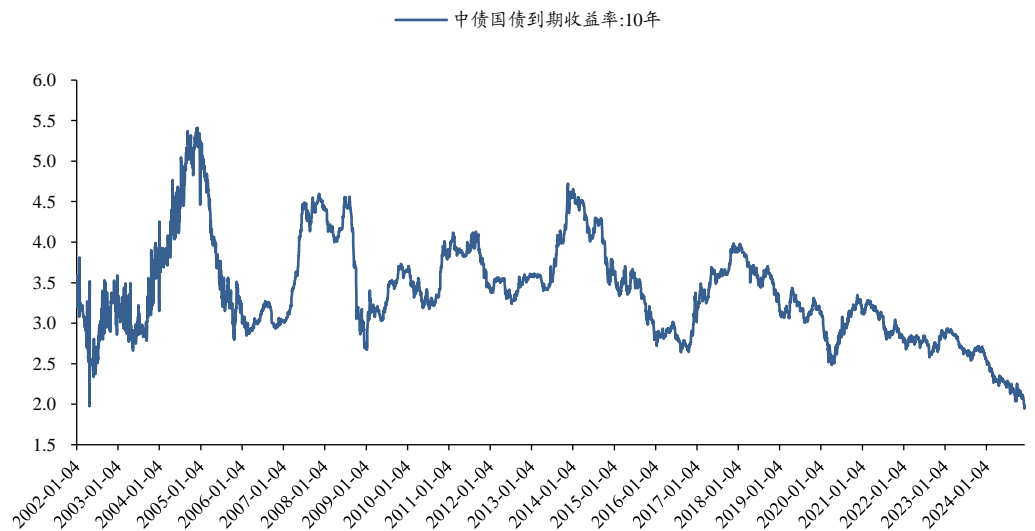


数据来源：国家金融监督管理总局官网，东吴证券研究所

备注：图中保费数据为行业保费收入；正文中引用的数据，其中产险部分为产险公司上报国家金融监督管理总局月报的内部未经审计数据。二者均来源于国家金融监督管理总局官网，口径有差异，故此图的产险部分与正文数据不尽相同。

负债端改善大趋势不变，资产端承压；安全边际较高，攻守兼备。我们认为，保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。1) 2023 年以来，新单保费持续高增长，预计在宏观经济改善趋势下，保险产品消费需求将逐步复苏。2) 十年期国债收益率仍处于低位，保险公司普遍面临“资产荒”。伴随国内稳增长政策持续落地，未来宏观经济预期改善，新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。3) **2024 年 12 月 06 日保险板块估值 0.53-0.93 倍 2024EP/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。**

图 5: 10 年期中债国债到期收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

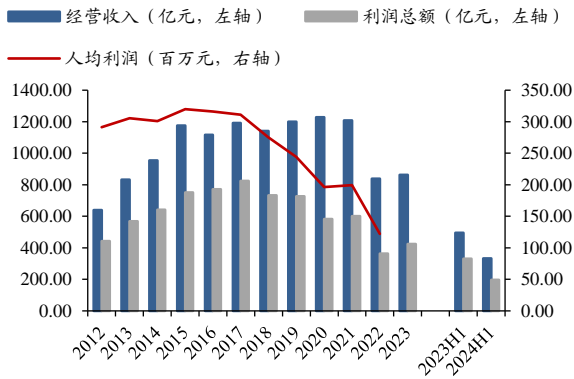
2.3. 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向

2.3.1. 信托：24H1 资产规模回升明显，行业整体业绩仍较承压

资管新规过渡期结束，信托资产规模回升明显。据中国信托业协会，截至 2024 年 2 季度末，全行业信托资产规模 27.00 万亿元，同比增长 24.52%，较 2023 年末增长 12.87%；其中资金信托总规模达到 19.95 万亿元，较 2023 年末增加 2.58 万亿元，较 2023 年同期增加 4.25 万亿元，同比增长 27.10%。在监管引导下，信托业务资金来源结构持续优化。截至 2023 年末，集合信托占比上升至 56.51%，单一资金信托占比下降至 16.12%，管理财产信托占比则相对稳定。从 2019 年 2 季度开始，集合资金信托占比开始超过单一资金信托，成为最主要的资金来源。2023 年数据表明，信托行业在贯彻实施信托业务新分类标准过程中步伐稳健，以进促稳调整信托业务结构，融资类信托逐步式微，资产服务信托规模持续增长。

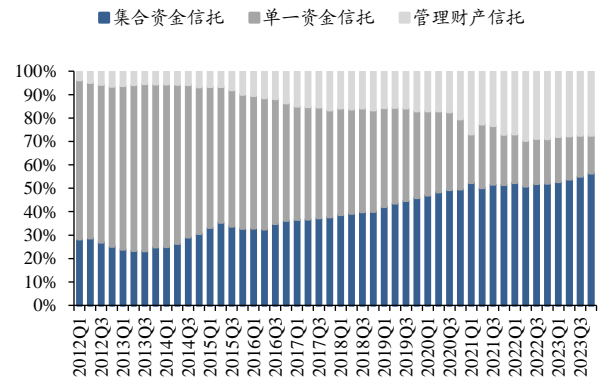
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿，较上年同期减少 161.79 亿，同比降幅为 32.73%；净利润为 195.88 亿元，较上年同期减少 134.03 亿，同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 6: 信托行业经营收入和利润



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

图 7: 信托资产种类分布 (%)



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》发布实施, 未来信托公司将在差异化监管的规范下逐步走向差异化发展之路。一是探索发展家族/家庭等财富管理信托。信托业务分类标准构建了设立门槛覆盖全谱系财富、服务内容涵盖客户全生命周期的细分类型, 从服务对象和服务内容两个维度为信托公司展业创造巨大市场机遇。以建立居民家庭财富信托账户为基础, 信托公司可以提供财富分配与传承、保值增值、养老消费、保险保障、特殊需要照护、遗嘱安排等多场景的财富管理和受托服务, 切实当好居民财富的好管家。二是不断提升标准化资产管理和服务能力。信托公司大力发展资产管理类业务成行业共识。伴随我国资本市场从新兴市场向成熟市场不断发展, 信托公司作为机构投资者也需要建立与之匹配的投研能力、配置能力、产品能力和风控能力, 稳步提升资产管理信托的专业化管理能力, 在大资管市场中发挥差异化竞争优势。除此之外, 信托公司还可以“生态合作者”的受托人身份开展资管产品服务信托, 为私募基金等资管机构提供资产估值、结算、信披等专业化的受托服务。三是大力发展绿色信托。信托行业要积极践行 ESG 理念, 主动参与气候投融资和碳金融, 服务绿色低碳产业发展。积极布局以颠覆性技术和前沿技术催生的战略新兴产业和未来产业, 创新探索知识产权信托和数据信托等新型资产服务信托, 满足新质生产力的培育和拓展需求。除此之外, 预付类资金服务信托、担保品服务信托等行政管理服务信托和 risk 处置服务信托是信托公司运用信托制度安排保护社会财富安全流转和盘活企业资产的长效机制, 也有广阔的市场发展空间。

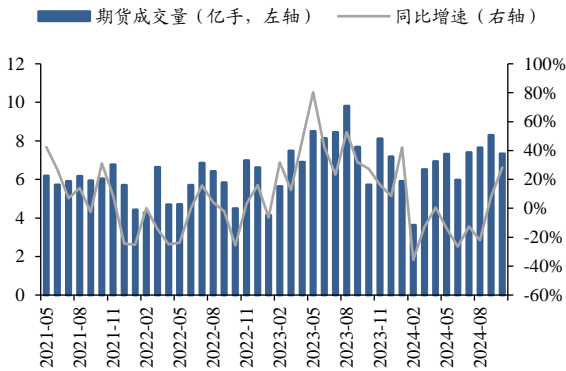
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期，行业的爆发式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2. 期货：10 月成交额同环比均提升

多部门联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，加强监管、防范风险、促进期货市场高质量发展。中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》。《意见》提出，到 2029 年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务高效的中介机构队伍。到 2035 年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系，主要品种吸引全球交易者充分参与，大宗商品价格影响力和市场竞争力显著增强，中介机构综合实力和国际竞争力进一步提高。到本世纪中叶，建成产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所，大幅提升期货市场服务国民经济、配置全球资源能力，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。《意见》部署了 8 方面 17 项重点举措。一是严格监管期货交易行为。落实账户实名制、交易者适当性等监管要求。二是严厉打击期货市场违法违规行为。采取有效措施，抑制过度投机。依法严厉打击操纵市场等违法违规行为。三是加强期货公司全过程监管。强化期货公司股权管理和法人治理。规范期货公司及其子公司经营活动。健全期货公司风险出清长效机制。四是强化期货市场风险防范。完善期货保证金封闭运行和安全存管规则。常态化开展期货市场压力测试。提高期货市场结算、交割等的安全保障水平。五是提升商品期货市场服务实体经济质效。完善商品期货市场品种布局。持续改善企业套期保值交易的制度环境。引导企业根据期货价格信号合理安排生产经营。六是稳健发展金融期货和衍生品市场。发挥股指期货期权稳定市场、活跃市场的双重功能。稳妥有序推动商业银行参与国债期货交易试点。完善资本市场领域衍生品监管规则。七是稳步推进期货市场对外开放。有序拓宽商品期货市场开放范围。研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。允许境外期货交易所推出更多挂钩境内期货价格的金融产品。强化开放环境下的监管能力建设。八是深化期货市场监管协作。加强期货监管与股票、债券、基金等监管的数据信息共享。强化跨部门、跨地区监管协同。

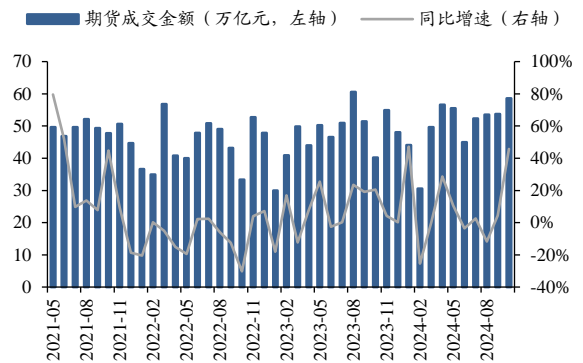
期货行业市场成交额环比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2024 年 10 月全国期货交易市场成交量为 7.33 亿手，成交额为 58.55 万亿元，同比分别+28.15%、+45.79%，环比 2024 年 9 月分别下降 11.65%和提升 9.05%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 8: 期货行业市场成交量及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 9: 期货行业市场成交额及增速



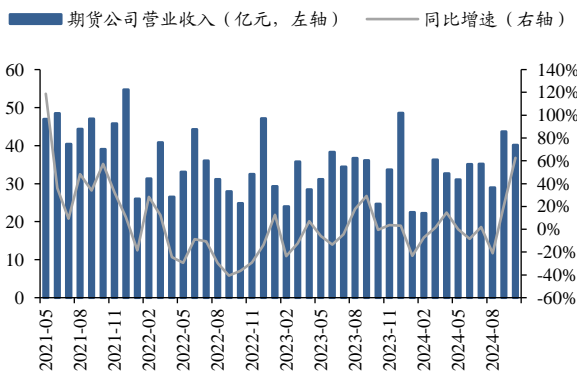
数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2024 年 10 月期货公司利润同比增长。截至 2024 年 10 月末，全国共有 151 家期货公司，分布在 29 个辖区。2024 年 10 月实现营业收入 40.11 亿元，同比增长 62.65%，环比 2024 年 9 月下滑 8.13%；净利润 11.79 亿元，同比增长 227.50%，环比 9 月下滑 18.13%。

（说明：①29 个辖区包括北京、天津、河北等 25 个省级辖区及深圳、宁波、厦门、青岛 4 个市级辖区。②以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

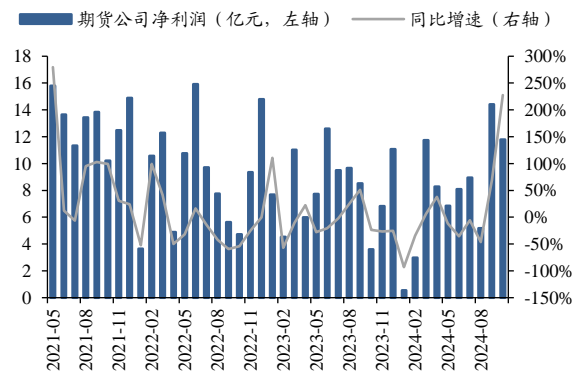
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 10 月 31 日，共有 94 家期货公司在协会备案设立 97 家风险管理公司，其中有 96 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 178.08 亿元，环比 9 月下降 43.26 亿元，净利润 0.88 亿元，环比实现扭亏为盈。

图 10: 期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 11: 期货公司净利润及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、中金公司等。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

4. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑，同时将直接影响居民购买力及保险需求；
- 2) **政策趋紧抑制行业创新：**若宏观经济出现超预期下滑，势必造成非银金融行业监管政策趋于审慎，非银金融企业开拓新盈利增长点势必受限；
- 3) **市场竞争加剧风险：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商及险企面临较大的经营压力。

表 2: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 06 日)

代码	证券名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
600030.SH	中信证券	31.24	4630	21.7	23.5	21.9	1.9	1.8	1.7
300059.SZ	东方财富	27.84	4395	51.6	53.6	51.5	6.7	6.1	5.6
600837.SH	海通证券	11.72	1531	23.4	151.8	69.1	0.9	0.9	0.9
601211.SH	国泰君安	19.28	1717	14.9	18.3	15.6	1.2	1.2	1.1
601688.SH	华泰证券	18.63	1682	15.2	13.2	11.2	1.2	1.1	1.0
601881.SH	中国银河	16.01	1751	22.6	22.2	19.4	2.0	1.7	1.5
000166.SZ	申万宏源	5.52	1382	49.6	30.0	27.3	1.5	1.4	1.3
000776.SZ	广发证券	16.92	1289	16.3	18.5	15.3	1.2	1.1	1.0
601995.SH	中金公司	37.19	1795	23.6	29.2	35.6	2.2	2.0	1.8
601066.SH	中信建投	27.78	2155	28.7	30.6	32.7	3.2	3.0	2.7
600999.SH	招商证券	19.74	1717	21.3	19.6	17.8	1.7	1.6	1.4
600958.SH	东方证券	11.01	935	31.1	34.0	23.6	1.3	1.3	1.2
002736.SZ	国信证券	11.62	1117	18.3	17.4	16.9	1.5	1.4	1.3
601377.SH	兴业证券	6.54	565	21.4	28.8	28.2	1.1	1.1	1.0
601788.SH	光大证券	20.49	945	29.6	22.1	41.6	1.7	1.6	1.4
601878.SH	浙商证券	12.93	591	35.8	33.7	33.4	2.3	2.2	2.1
600918.SH	中泰证券	7.09	494	83.7	27.5	53.8	1.4	1.3	1.3
601555.SH	东吴证券	8.33	414	23.9	20.7	21.6	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	7.15	395	26.2	25.5	26.5	1.3	1.3	1.2
601901.SH	方正证券	9.00	741	34.5	34.4	32.2	1.7	1.6	1.6
002939.SZ	长城证券	8.73	352	39.2	24.5	23.4	1.3	1.2	
000686.SZ	东北证券	8.57	201	86.9	30.0	17.0	1.1	1.1	
600109.SH	国金证券	9.33	346	28.9	20.2	26.6	1.1	1.1	1.0
002673.SZ	西部证券	9.28	415	96.9	35.6	34.7	1.5	1.5	
601236.SH	红塔证券	8.69	410	1064.0	131.3	103.0	1.8	1.8	
601108.SH	财通证券	8.59	399	26.3	17.7	17.9	1.2	1.2	1.1
000728.SZ	国元证券	8.83	385	22.2	20.6	19.6	1.2	1.1	1.1
601198.SH	东兴证券	11.65	377	72.8	45.9	37.1	1.4	1.4	
000750.SZ	国海证券	4.77	305	122.2	93.2	79.4	1.6	1.4	
002926.SZ	华西证券	8.84	232	54.9	54.6	20.7	1.0	1.0	
601375.SH	中原证券	4.77	221	207.8	104.7	62.0	1.6	1.6	1.6
601162.SH	天风证券	5.13	445	-29.5	144.7	73.6	1.9	1.9	
002500.SZ	山西证券	6.76	243	42.2	39.2	42.9	1.4	1.4	1.3
600155.SH	华创云信	8.09	180	47.6	38.9	36.5	0.9	0.9	
600909.SH	华安证券	6.39	300	25.4	23.6	23.3	1.5	1.5	1.4
601696.SH	中银证券	11.84	329	40.7	36.5	30.7	2.0	1.9	
002797.SZ	第一创业	8.89	374	93.2	113.0	59.9	2.6	2.5	2.5
600369.SH	西南证券	5.10	339	109.5	56.3	35.1	1.4	1.3	
601456.SH	国联证券	12.39	351	45.7	52.3	69.8	2.1	2.0	1.9
601990.SH	南京证券	9.12	336	52.1	49.7	33.2	2.0	2.0	
600095.SH	湘财股份	7.97	228	-69.8	190.8	122.2	1.9	1.9	1.8

600906.SH	财达证券	7.83	254	84.0	41.9	34.8	2.3	2.2	
600864.SH	哈投股份	7.34	153	-15.7	73.8		1.3	1.2	
601099.SH	太平洋	4.87	332	-72.3	132.5	97.0	3.6	3.5	
002945.SZ	华林证券	16.02	433	93.1	1365.1	115.7	6.8	6.8	
000712.SZ	锦龙股份	16.38	147	-37.4	-38.2	-79.8	5.2	5.9	
600621.SH	华鑫股份	16.09	171	48.5	43.0	39.1	2.3	2.2	
002670.SZ	国盛金控	12.91	250	-57.2	-833.2	240.4	2.3	2.3	
	大券商平均			24.3	33.1	26.8	1.6	1.6	1.4
	平均			58.7	57.6	42.8	1.9	1.9	1.6

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所（基于 2024 年 12 月 06 日收盘价）

表 3: 上市保险公司估值及盈利预测

证券代码	证券简称	价格	EV (元)				1YrVNB (元)			
			A 股	A 股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022
601318.SH	中国平安-A	55.12	78.18	85.55	93.44	101.85	1.58	1.99	2.28	2.65
601628.SH	中国人寿-A	43.76	43.54	47.84	52.53	57.67	1.27	1.41	1.60	1.85
601336.SH	新华保险-A	51.21	81.93	88.77	96.74	105.46	0.78	0.90	0.99	1.10
601601.SH	中国太保-A	35.70	54.01	58.17	63.24	68.77	0.96	1.25	1.37	1.54
601319.SH	中国人保-A	7.46	6.41	7.14	8.03	9.03	0.08	0.12	0.14	0.15

证券代码	证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
			A 股	A 股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022
601318.SH	中国平安-A	55.12	0.70	0.64	0.59	0.54	-14.57	-15.28	-16.82	-17.60
601628.SH	中国人寿-A	43.76	1.01	0.91	0.83	0.76	0.18	-2.90	-5.49	-7.52
601336.SH	新华保险-A	51.21	0.63	0.58	0.53	0.49	-39.55	-41.94	-45.80	-49.17
601601.SH	中国太保-A	35.70	0.66	0.61	0.56	0.52	-19.14	-17.99	-20.05	-21.44
601319.SH	中国人保-A	7.46	1.16	1.04	0.93	0.83	12.58	2.60	-4.23	-10.18

证券代码	证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
			A 股	A 股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022
601318.SH	中国平安-A	55.12	4.60	4.35	6.85	8.18	47.15	48.84	53.92	59.57
601628.SH	中国人寿-A	43.76	1.14	0.66	1.37	1.83	15.43	16.06	17.36	18.87
601336.SH	新华保险-A	51.21	3.15	2.56	4.11	5.26	32.98	35.37	40.61	50.59
601601.SH	中国太保-A	35.70	2.56	2.09	3.16	3.53	23.75	25.11	28.14	31.10
601319.SH	中国人保-A	7.46	0.55	0.48	0.57	0.66	5.01	5.52	6.11	6.77

证券代码	证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
			A 股	A 股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022
601318.SH	中国平安-A	55.12	11.98	12.68	8.04	6.74	1.17	1.13	1.02	0.93
601628.SH	中国人寿-A	43.76	38.55	66.58	31.87	23.86	2.84	2.72	2.52	2.32
601336.SH	新华保险-A	51.21	16.26	20.03	12.47	9.74	1.55	1.45	1.26	1.01
601601.SH	中国太保-A	35.70	13.96	17.09	11.30	10.11	1.50	1.42	1.27	1.15
601319.SH	中国人保-A	7.46	13.52	15.51	13.12	11.25	1.49	1.35	1.22	1.10

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2024 年 12 月 06 日收盘价）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>