

非银金融行业跟踪周报

互换便利第二次启动；建议关注红利股投资机会

增持（维持）

2025年01月05日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **非银行金融子行业近期表现**：最近4个交易日（2024年12月30日-2025年01月03日）非银行金融各子行业均跑输沪深300指数。证券行业下跌11.26%，保险行业下跌6.42%，多元金融行业下跌10.27%，非银金融整体下跌9.89%，沪深300指数下跌5.17%。
- **证券：交易量环比下降；证监会扩大互换便利参与机构范围。**1) 1月交易量大幅提升。截至2025年01月03日，2025年01月至今日均股基交易额为15181亿元，较上年1月上漲81.10%，较上月下降13.55%。截至01月02日，两融余额18571亿元，同比提升12.19%，较年初下降0.40%。截至2025年01月03日，1月尚未有IPO发行。2) 证监会扩大互换便利参与机构范围。证监会、央行在首批20家参与机构基础上，根据分类评价、合规风控等条件增选了20家参与机构，形成40家备选机构池。1月2日，央行称已启动第二次互换便利操作。本次操作金额为550亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标，最高投标费率30bp，最低投标费率10bp，中标费率为10bp。3) 证监会会同最高法发布上市公司破产重整相关政策。2024年12月31日，最高人民法院、证监会联合发布《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，主要内容如下：①加强司法审理与证券监管协作。②明确上市公司重整预期。③优化重整计划的规范要求。④强化信息披露及内幕交易防控。⑤完善重整案件的审理标准。4) 2025年01月03日券商行业（未包含东方财富）平均估值1.4x 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、同花顺、东方财富等。
- **保险：产险单月保费增速回落，关注寿险2025年开门红表现。**1) 金监总局发布《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》。《通知》明确，原定2024年底结束的过渡期延长至2025年底。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，金监总局将一司一策确定过渡期政策。2) 金监总局披露保险行业11月保费，产险单月保费增速回落，人身险公司保费降幅略收窄。2024年1-11月人身险公司原保费收入同比+14.0%，11月单月同比-1.6%。各险企2025年开门红顺利推进，并且普遍加大了分红险销售力度，我们认为目前市场储蓄需求依然旺盛，新单增长与分红险销售情况或将好于预期。3) 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。2025年01月03日保险板块估值0.53-0.85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196亿元，同比降幅为40.6%。2) 期货：2024年11月全国期货市场成交量为6.78亿手，成交额为62.2万亿元，同比分别-14.3%、+13.3%。2024年11月全国期货公司净利润8.9亿元，同比增长31%。
- **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、同花顺等。
- **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

《保险需求仍旺盛，继续看好保险股估值修复》

2024-12-29

《金融科技2025年投资策略--短期看证券科技业绩，中期关注金融IT》

2024-12-29

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：2025 年 01 月至今交易量大幅提升；证监会扩大互换便利参与机构范围	5
2.2. 保险：关注寿险 2025 年开门红表现	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：11 月成交额同比提升	10
3. 行业排序及重点公司推荐	12
4. 风险提示	12

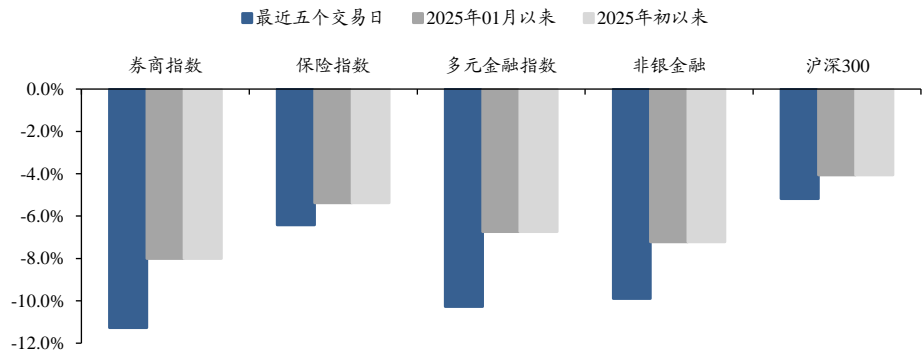
图表目录

图 1: 最近 4 个交易日 (2024.12.30-2025.01.03) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2025 年以来三个子行业均跑输沪深 300	4
图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 2024 年 1-11 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 (2025 年 01 月 03 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 4 个交易日（2024 年 12 月 30 日-2025 年 01 月 03 日）非银行金融各子行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 11.26%，保险行业下跌 6.42%，多元金融行业下跌 10.27%，非银金融整体下跌 9.89%，沪深 300 指数下跌 5.17%。

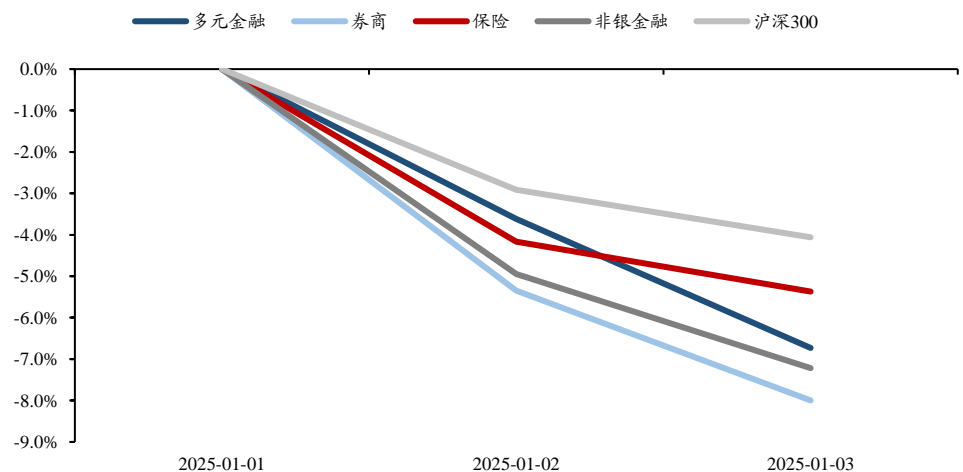
图 1: 最近 4 个交易日（2024.12.30-2025.01.03）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 01 月 03 日），保险行业表现最好，其次为证券行业。保险行业下跌 1.26%，证券行业下跌 2.80%，多元金融行业下跌 3.23%，非银金融整体下跌 2.39%，沪深 300 指数下跌 4.06%。

图 2: 2025 年以来三个子行业均跑输沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 27 日）

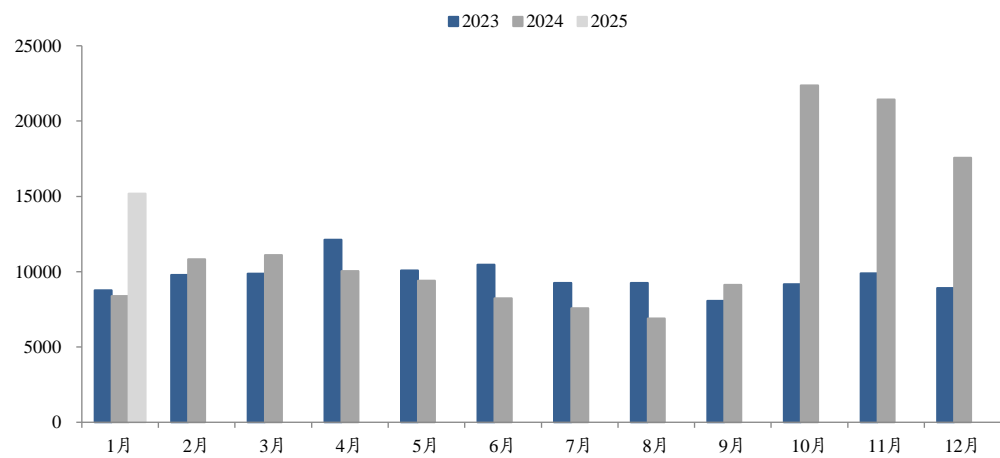
公司层面，最近 4 个交易日中，保险行业中，中国平安跌幅较小，天茂集团、中国人寿表现相对较差；证券行业中，国泰君安、海通证券跌幅较小，国联证券、哈投股份表现较差；多元金融行业中，南华期货、江苏金租跌幅较小，建元信托表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2025 年 01 月至今交易量大幅提升；证监会扩大互换便利参与机构范围

2025 年 01 月至今交易量大幅提升。截至 2025 年 01 月 03 日，2025 年 01 月至今日均股基交易额为 15181 亿元，较上年 1 月上涨 81.10%，较上月下降 13.55%。截至 01 月 02 日，两融余额 18571 亿元，同比提升 12.19%，较年初下降 0.40%。截至 2025 年 01 月 03 日，1 月尚未有 IPO 发行。

图 3：2023-2025 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 2025 年 01 月 03 日）

1 月权益市场下跌。截至 2025 年 01 月 03 日，2025 年 01 月沪深 300 指数下跌 4.06%，上年 1 月下跌 6.29%，2024 年 12 月上涨 0.47%；创业板指数下跌 5.87%，上年 1 月下跌 16.81%，2024 年 12 月上涨 3.71%；上证综指下跌 4.19%，上年 1 月下跌 6.27%，2024 年 12 月上涨 0.76%；中债总全价指数上涨 0.31%，上年 1 月上涨 0.73%，2024 年 12 月上涨 1.89%；万得全 A 指数下跌 4.78%，上年 1 月下跌 12.59%，2024 年 12 月下跌 1.96%。

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
2025 年 1 月	-4.06%	-5.87%	-4.19%	0.31%	-4.78%
2024 年 12 月	0.47%	-3.71%	0.76%	1.89%	-1.96%
2024 年 1 月	-6.29%	-16.81%	-6.27%	0.73%	-12.59%
2024 年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年至今累计	-4.06%	-5.87%	-4.19%	0.31%	-4.78%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 01 月 03 日）

证监会扩大互换便利参与机构范围。据证监会披露，前期，证监会会同央行开展了证券、基金公司互换便利首次操作，操作金额 500 亿元，20 家证券公司和基金公司参与

投标。工具实施以来，相关机构积极开展互换便利操作，根据市场情况稳步融资、投资，截至目前首批操作已全部落地，实际投放超过 90%，发挥了互换便利工具维护资本市场稳定运行的积极作用。为落实中央经济工作会议精神和全国金融系统工作会议要求，相关机构积极申请，证监会、央行在首批 20 家参与机构基础上，根据分类评价、合规风控等条件增选了 20 家参与机构，形成 40 家备选机构池。每批次操作时，根据意向参与规模筛选出 20 家左右的机构参与人民银行招标操作。目前，第二次互换便利操作的各项准备工作就绪，自 2024 年 12 月 31 日开始操作。证监会要求相关机构充分发挥专业投资能力，加强合规风控管理，有效发挥稳市货币政策工具功能，加强和改善市场预期管理，促进资本市场稳定健康发展。1 月 2 日，央行发布消息，根据参与机构需求情况，启动了第二次互换便利操作，并于 1 月 2 日完成招标。本次操作金额为 550 亿元，采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率 30bp，最低投标费率 10bp，中标费率为 10bp。

证监会会同最高法发布上市公司破产重整相关政策。2024 年 12 月 31 日，最高人民法院、证监会联合发布《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》。

《纪要》是最高法会同证监会，在对近年来上市公司重整案件的审理情况进行总结、梳理、讨论的基础上，就进一步完善和统一规则适用，切实审理好上市公司破产重整案件相关重要问题取得的共识。主要内容如下：①加强司法审理与证券监管协作。建立重大事项通报机制。②明确上市公司重整预期。对于存在重大违法退市情形的公司可以认为不具备作为上市公司的重整价值。③优化重整计划的规范要求。重整计划草案应当详细、明确，并具有可执行性。④强化信息披露及内幕交易防控。明确重整期间管理人管理和上市公司自行管理模式下信息披露的责任主体。⑤完善重整案件的审理标准。明确重整计划应当载明明确、清晰、合理的执行标准；重整计划未执行完毕的，管理人监督期限应相应延长。

券商板块有望进一步提升，建议关注。目前（2025 年 01 月 03 日）券商行业（未包含东方财富）平均估值 1.4x2024EP/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、东方财富等。

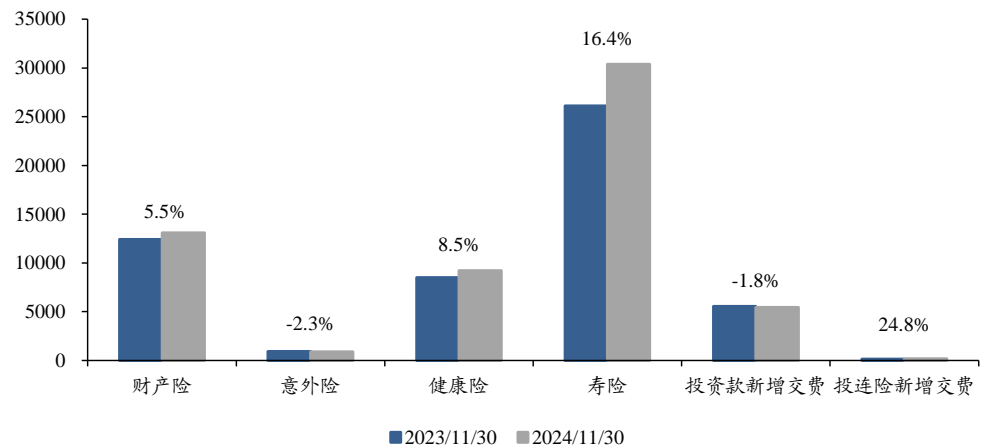
风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 保险：关注寿险 2025 年开门红表现

金监总局披露 11 月保险行业情况，产险单月保费增速回落，关注寿险 2025 年开门红表现。1) 2024 年 1-11 月人身险原保费 40481 亿元，同比+14.0%，规模保费 46081 亿元，同比+11.9%；人身险公司原保费收入同比+14.0%（可比口径+7%）。11 月单月人身险公司原保费规模达 1586 亿元，同比-1.6%。各险企 2025 年开门红顺利推进，并且普

遍加大了分红险销售力度、我们认为目前市场储蓄需求依然旺盛，新单增长与分红险销售情况或将好于预期，部分公司实收水平预计好于 2023 年。我们判断，分红险产品较低的保证收益有助于降低险企负债成本，对于寿险行业长期稳健经营具有积极作用。2) 2024 年 1-11 月健康险保费同比+8.5%，11 月单月健康险保费同比+9.0%。11 月末健康险占比为 23%。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。我们认为，医保平台与保险机构合作持续深化，将在产品设计、服务优化以及降费减损等多个层面促进商保业务长期发展。3) 2024 年 1-11 月产险公司保费达 15553 亿元，同比+6.8%。11 月单月产险公司保费达 1220 亿元，同比+7.8%。我们认为，以人保财险为代表的头部险企保费整体维持较快增长并且业务质地较好，车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控，因此我们认为行业龙头盈利空间远超中小险企，其竞争优势在改革下半场将愈发凸显。

图 4: 2024 年 1-11 月保险行业保费同比增长情况 (亿元)

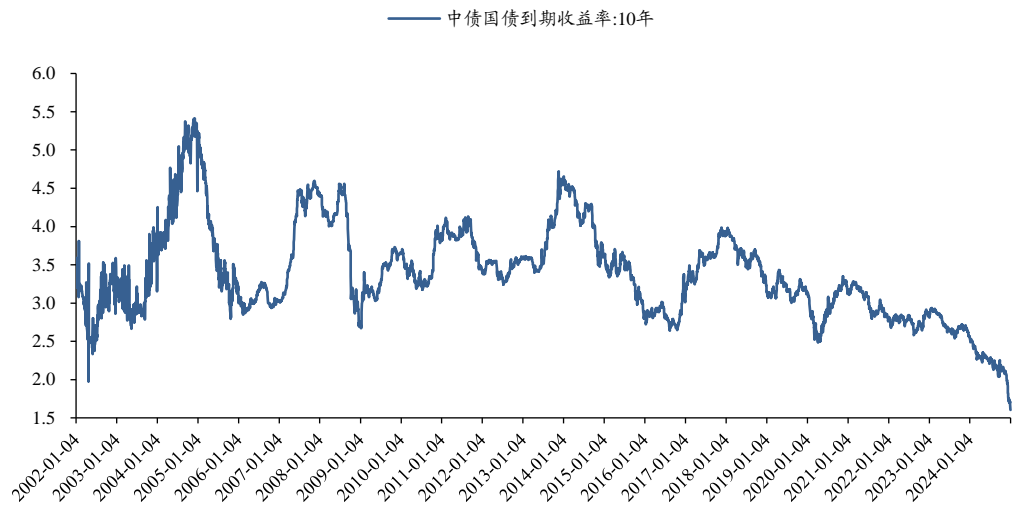


数据来源：国家金融监督管理总局官网，东吴证券研究所

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) 2025 年 01 月 03 日保险板块估值 0.53-0.85 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 (截至 2025 年 01 月 03 日)

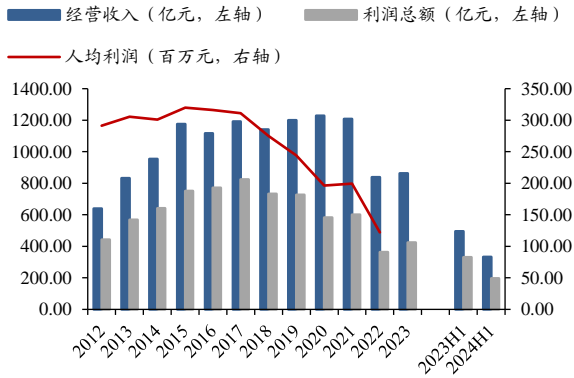
2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向

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。

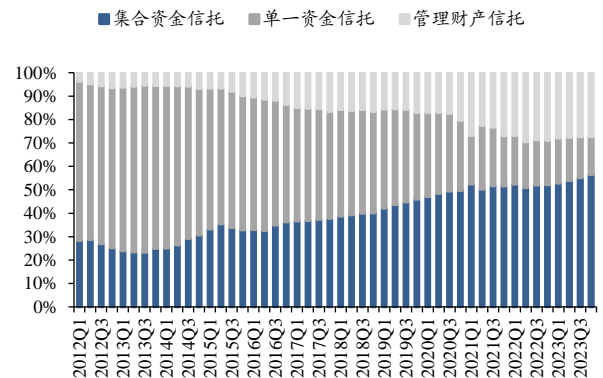
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿, 较上年同期减少 161.79 亿, 同比降幅为 32.73%; 净利润为 195.88 亿元, 较上年同期减少 134.03 亿, 同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下, 处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

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/家庭等财富管理服务信托。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。

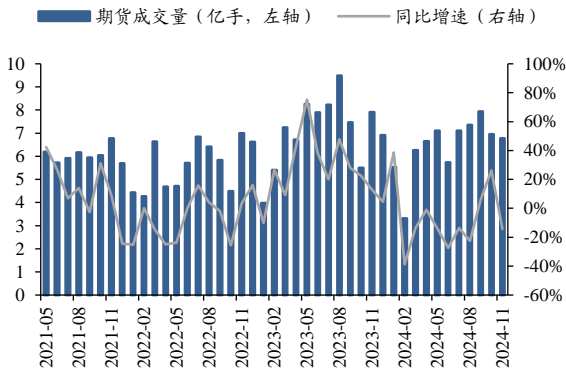
2.3.2. 期货：11月成交额同比提升

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**稳慎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。

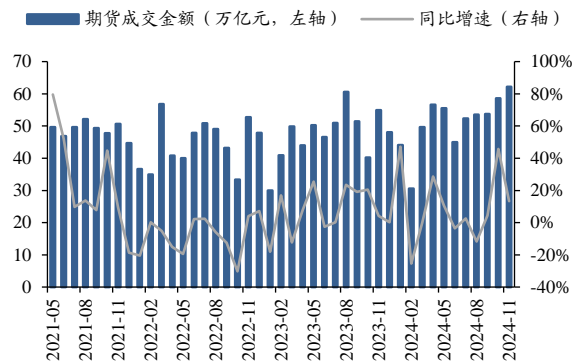
期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2024年11月全国期货交易市场成交量为6.78亿手，成交额为62.19万亿元，同比分别下降14.3%和增长13.28%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1)受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2)目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

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



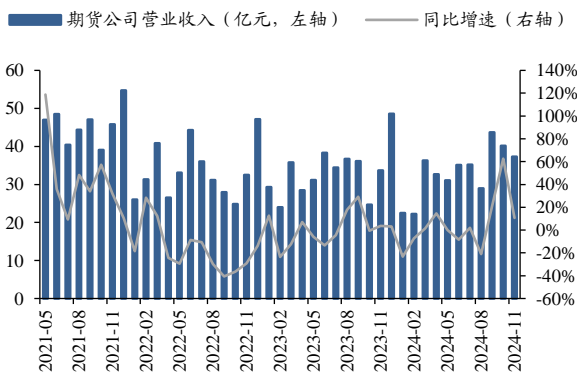
数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2024 年 11 月期货公司利润同比增长。截至 2024 年 11 月末，全国共有 151 家期货公司，分布在 29 个辖区。2024 年 11 月实现营业收入 37.28 亿元，同比增长 10.69%，环比 2024 年 10 月下月 7.06%；净利润 8.92 亿元，同比增长 30.60%，环比 10 月下月 24.34%。

（说明：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）。

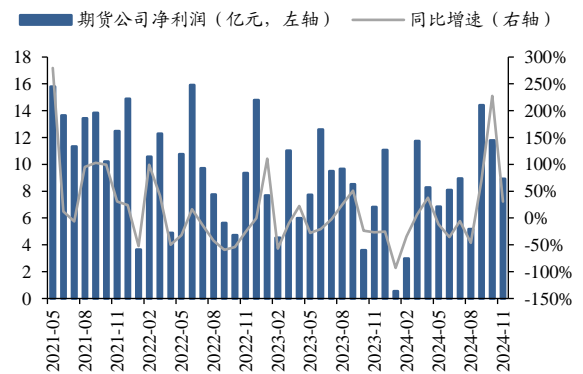
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 10 月 31 日，共有 94 家期货公司在协会备案设立 97 家风险管理公司，其中有 96 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 178.08 亿元，环比 9 月下降 43.26 亿元，净利润 0.88 亿元，环比实现扭亏为盈。

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、同花顺等。

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 (2025 年 01 月 03 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	26.97	3997	18.8	20.3	18.9	1.7	1.6	1.4
300059.SZ	东方财富	22.86	3609	42.4	44.0	42.4	5.5	5.0	4.6
600837.SH	海通证券	10.40	1359	20.8	134.7	61.4	0.8	0.8	0.8
601211.SH	国泰君安	17.57	1564	13.6	16.7	14.2	1.1	1.1	1.0
601688.SH	华泰证券	16.53	1492	13.5	11.7	9.9	1.0	1.0	0.8
601881.SH	中国银河	13.72	1500	19.3	19.0	16.6	1.7	1.5	1.3
000166.SZ	申万宏源	4.97	1244	44.6	27.0	24.6	1.3	1.2	1.2
000776.SZ	广发证券	15.22	1160	14.6	16.6	13.8	1.1	1.0	0.9
601995.SH	中金公司	31.43	1517	20.0	24.6	30.1	1.8	1.7	1.5
601066.SH	中信建投	23.86	1851	24.7	26.3	28.1	2.7	2.6	2.4
600999.SH	招商证券	17.88	1555	19.3	17.7	16.1	1.6	1.5	1.3
600958.SH	东方证券	9.75	828	27.5	30.1	20.9	1.1	1.1	1.1
002736.SZ	国信证券	10.32	992	16.3	15.4	15.0	1.3	1.2	1.1
601377.SH	兴业证券	5.85	505	19.2	25.7	25.2	1.0	0.9	0.9
601788.SH	光大证券	16.96	782	24.5	18.3	34.4	1.4	1.4	1.1
601878.SH	浙商证券	11.39	521	31.5	29.7	29.4	2.0	2.0	1.8
600918.SH	中泰证券	6.22	433	73.4	24.1	47.2	1.2	1.2	1.1
601555.SH	东吴证券	7.39	367	21.2	18.3	19.1	1.0	0.9	0.9
000783.SZ	长江证券	6.31	349	23.1	22.5	23.4	1.2	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.70	634	29.5	29.4	27.6	1.5	1.4	1.3
002939.SZ	长城证券	7.67	309	34.4	21.5	20.5	1.1	1.1	
000686.SZ	东北证券	7.37	172	74.7	25.8	14.6	1.0	0.9	
600109.SH	国金证券	8.20	304	25.4	17.7	23.3	1.0	0.9	0.9
002673.SZ	西部证券	7.57	338	79.0	29.0	28.3	1.3	1.2	
601236.SH	红塔证券	7.69	363	941.5	116.2	91.1	1.6	1.6	
601108.SH	财通证券	7.63	354	23.4	15.7	16.0	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	7.75	338	19.5	18.1	17.2	1.0	1.0	0.9
601198.SH	东兴证券	10.06	325	62.9	39.7	32.1	1.2	1.2	
000750.SZ	国海证券	3.94	252	101.0	77.0	65.6	1.4	1.1	
002926.SZ	华西证券	7.90	207	49.1	48.8	18.5	0.9	0.9	
601375.SH	中原证券	4.01	186	174.7	88.0	52.1	1.4	1.3	1.3
601162.SH	天风证券	4.06	352	-23.3	114.5	-2030.0	1.5	1.5	
002500.SZ	山西证券	5.85	210	36.6	33.9	37.1	1.2	1.2	1.2
600155.SH	华创云信	6.80	151	40.0	32.7	30.7	0.8	0.8	
600909.SH	华安证券	5.56	261	22.1	20.5	20.3	1.3	1.3	1.2
601696.SH	中银证券	10.33	287	35.5	31.9	26.8	1.7	1.7	
002797.SZ	第一创业	7.40	311	77.6	94.0	49.9	2.1	2.1	2.0
600369.SH	西南证券	4.37	290	93.9	48.2	30.0	1.2	1.1	
601456.SH	国联证券	11.61	329	42.8	49.0	65.4	2.0	1.9	1.8
601990.SH	南京证券	8.14	300	46.5	44.3	29.6	1.8	1.7	
600095.SH	湘财股份	6.71	192	-58.8	160.7	102.9	1.6	1.6	1.5

600906.SH	财达证券	6.63	215	71.1	35.5	29.4	1.9	1.9	
600864.SH	哈投股份	6.39	133	-13.6	64.3		1.1	1.1	
601099.SH	太平洋	3.91	267	-58.0	106.4	77.9	2.9	2.8	
002945.SZ	华林证券	13.90	375	80.8	1184.4	100.4	5.9	5.9	
000712.SZ	锦龙股份	13.10	117	-29.9	-30.6	-63.8	4.1	4.8	
600621.SH	华鑫股份	14.48	154	43.6	38.7	35.2	2.1	2.0	
002670.SZ	国盛金控	12.52	242	-55.5	-808.0	233.1	2.2	2.2	
	大券商平均			21.3	29.1	23.4	1.4	1.4	1.2
	平均			51.1	47.7	-7.0	1.7	1.6	1.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 01 月 03 日收盘价）

注：2024 年预期估值均来自于 Wind 一致预期，空值系 Wind 一致预期缺失。

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	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	50.30	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
601628.SH	中国人寿-A	39.32	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
601336.SH	新华保险-A	46.18	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
601601.SH	中国太保-A	31.65	51.80	54.01	55.04	59.71	1.39	0.96	1.14	1.54
证券代码	证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	50.30	0.66	0.64	0.66	0.62	-12.56	-17.62	-15.26	-16.20
601628.SH	中国人寿-A	39.32	0.92	0.90	0.88	0.83	-2.05	-3.31	-4.05	-5.17
601336.SH	新华保险-A	46.18	0.56	0.56	0.58	0.54	-19.19	-46.03	-35.18	-22.85
601601.SH	中国太保-A	31.65	0.61	0.59	0.58	0.53	-14.45	-23.37	-20.52	-18.22
证券代码	证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	50.30	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
601628.SH	中国人寿-A	39.32	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
601336.SH	新华保险-A	46.18	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
601601.SH	中国太保-A	31.65	2.79	3.89	2.83	4.64	23.57	20.42	25.94	28.70
证券代码	证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	50.30	9.05	8.25	10.69	9.94	1.13	1.05	1.02	0.97
601628.SH	中国人寿-A	39.32	21.83	16.67	24.07	9.61	2.32	3.04	2.33	2.01
601336.SH	新华保险-A	46.18	9.64	6.70	16.55	5.75	1.33	1.47	1.37	1.43
601601.SH	中国太保-A	31.65	11.35	8.15	11.18	6.82	1.34	1.55	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 2025 年 01 月 03 日收盘价）

注：盈利预测均来自于内部预测。

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>