

非银金融行业跟踪周报

预定利率动态调整机制落地；证监会推进资本市场改革发展

增持（维持）

2025年01月12日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

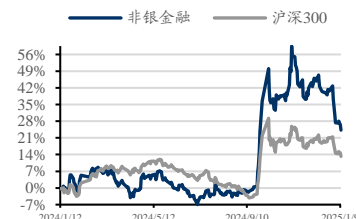
执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **非银行金融**子行业近期表现：最近5个交易日（2025年01月06日-2025年01月10日）非银行金融各子行业均跑输沪深300指数。证券行业下跌2.19%，保险行业下跌2.71%，多元金融行业下跌2.97%，非银金融整体下跌2.37%，沪深300指数下跌1.13%。
- **证券**：交易量环比下降；国办发布促进政府基金发展指导意见。1) 1月交易量大幅提升。截至01月10日，01月至今日均基金交易额为13543亿元，较上年1月上漲61.56%，较上月下降22.88%。截至01月09日，两融余额18271亿元，同比提升11.03%，较年初下降2.01%。截至01月10日，1月IPO发行5家，募集资金24.91亿元。2) 证监会召开推进资本市场改革发展专题座谈会。与会代表提出六大具体建议：①打通中长期资金入市卡点堵点；②完善发行上市、再融资、减持等制度；③拓展优化QFII和沪深股通机制；④丰富ETF等资本市场产品供给；⑤加大对严重违法违规行为的惩戒力度；⑥积极发挥媒体作用。3) 国务院办公厅发布《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》。指导意见共25条措施，涵盖总体要求、找准定位、完善分级分类管理机制、整合优化布局、提升专业化市场化运作水平、优化退出机制、强化内控建设、加强组织保障八大方面。4) 上市公司收购管理办法迎完善，明确投资者权益变动刻度标准。①明确投资者权益变动的刻度标准为触及5%或1%的整数倍；②明确投资者持股比例被动触及刻度时无需履行披露和限售义务；③明确新规施行后新发现的过去违规行为，按照“从旧兼从轻”原则执行。5) 2025年01月10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**：预定利率动态调整机制落地，头部险企预定利率暂时维持不变。1) 金监总局发布下发《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》，正式明确预定利率动态调整机制的具体要求。预定利率与市场利率挂钩，由保险行业协会每季度发布研究值。各保险公司应参考行业协会研究值，动态调整本公司产品预定利率上限。我们认为，预定利率动态调整机制有助于进一步缓解利差损风险。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。1月10日保险板块估值0.52-0.79倍2024EP/EV，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12月全国期货交易市场成交量为6.55亿手，成交额为57.27万亿元，同比分别下降5.3%和增长19.3%。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

《预定利率动态调整机制落地，头部险企预定利率暂时维持不变》

2025-01-11

《基金日均成交额及换手率环比双降，新发ETF环比下降同比仍增》

2025-01-10

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 月至今交易量环比下降；证监会发布 2025 年首个资本市场座谈会 ...	5
2.2. 保险：预定利率动态调整机制落地	7
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	9
2.3.1. 信托：24H1 资产规模回升明显，行业整体业绩仍较承压	9
2.3.2. 期货：2024 年 12 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	13

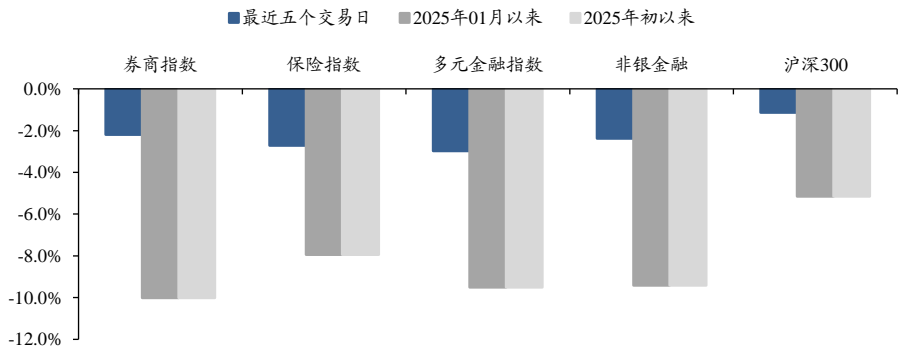
图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2024.01.06-2025.01.10) 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: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	8
图 5: 信托行业经营收入和利润	9
图 6: 信托资产种类分布 (%)	9
图 7: 期货行业市场成交量及增速	11
图 8: 期货行业市场成交额及增速	11
图 9: 期货公司营业收入及增速	12
图 10: 期货公司净利润及增速	12
表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 上市券商估值表 (2025 年 01 月 10 日)	14
表 3: 上市保险公司估值及盈利预测	15

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 01 月 06 日-2025 年 01 月 10 日）非银行金融各子行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 2.19%，保险行业下跌 2.71%，多元金融行业下跌 2.97%，非银金融整体下跌 2.37%，沪深 300 指数下跌 1.13%。

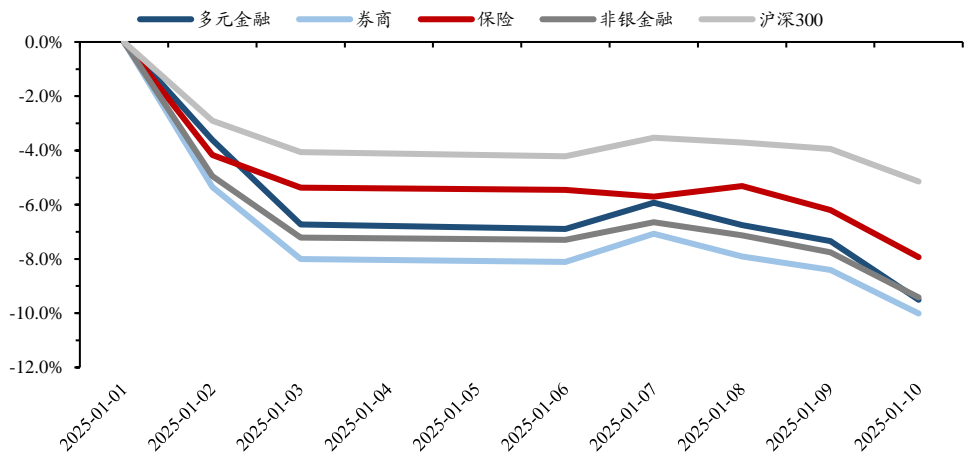
图 1：最近 5 个交易日（2024.01.06-2025.01.10）非银行金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 01 月 10 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业下跌 7.93%，多元金融行业下跌 9.51%，证券行业下跌 10.01%，非银金融整体下跌 9.42%，沪深 300 指数下跌 5.14%。

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 2025 年 01 月 10 日）

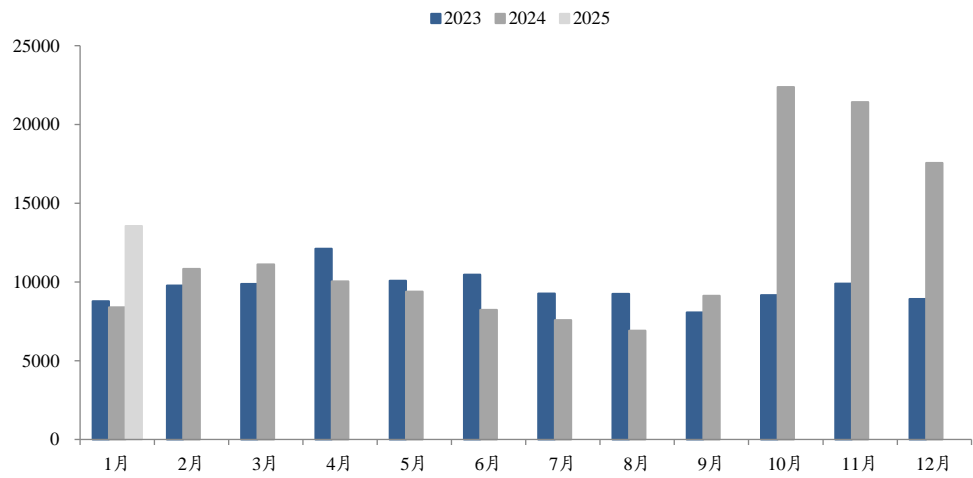
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国太保跌幅较小，天茂集团、中国人寿表现相对较差；证券行业中，东兴证券、红塔证券表现较好，锦龙股份、哈投股份表现较差；多元金融行业中，九鼎投资表现较好，*ST 仁东表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2025 年 01 月至今交易量环比下降；证监会发布 2025 年首个资本市场座谈会

2025 年 01 月至今交易量环比下降。截至 2025 年 01 月 10 日，2025 年 01 月至今日均股基交易额为 13543 亿元，较上年 1 月上涨 61.56%，较上月下降 22.88%。截至 01 月 09 日，两融余额 18271 亿元，同比提升 11.03%，较年初下降 2.01%。截至 2025 年 01 月 10 日，1 月 IPO 发行 5 家，募集资金 24.91 亿元。

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 10 日）

1 月权益市场下跌。截至 2025 年 01 月 10 日，2025 年 01 月沪深 300 指数下跌 5.14%，上年 1 月下跌 6.29%，2024 年 12 月上涨 0.47%；创业板指数下跌 7.76%，上年 1 月下跌 16.81%，2024 年 12 月上涨 3.71%；上证综指下跌 5.47%，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 0.07%，上年 1 月上涨 0.73%，2024 年 12 月上涨 1.89%；万得全 A 指数下跌 5.71%，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	-5.14%	-7.76%	-5.47%	0.07%	-5.71%
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	-5.14%	-7.76%	-5.47%	0.07%	-5.71%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 01 月 10 日）

证监会召开推进资本市场改革发展专题座谈会。与会代表提出六大具体建议：①更加重视投融资平衡，从推动完善会计处理、考核机制等方面进一步打通中长期资金入市

卡点堵点，持续完善有利于“长钱长投”的政策体系，加快公募基金改革，壮大长期资本、耐心资本；②完善发行上市、再融资、减持等制度，增强制度包容性、适应性，更好支持科技创新和新质生产力发展；③拓展优化 QFII 和沪深股通机制，持续推进资本市场高水平制度型开放；④丰富 ETF 等资本市场产品供给，更好满足投资者需要；⑤持续加大对财务造假等严重违法违规行为的惩戒力度，更好保护投资者合法权益；⑥积极发挥媒体作用，加强与投资者沟通，增进各方信任。此外，证监会主席吴清强调，证监会将深入贯彻党的二十届三中全会、中央经济工作会议部署，更加深刻认识和把握我国资本市场主要特点和运行规律，走好中国特色金融发展之路。坚持稳中求进、以进促稳，持续推动新“国九条”和资本市场“1+N”政策落地见效。坚持市场化、法治化，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放，努力为经济持续回升向好和高质量发展积极贡献力量。作为资本市场的参与者、建设者、研究者，希望大家凝心聚力，积极建言献策，共同推进资本市场高质量发展。

财政部、证监会联合发布《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法(修订征求意见稿)》。①完善备案要求，加强对执业质量的关注引导。优化首次备案要求，提出会计师事务所从事证券服务业务首次备案的 5 方面要求，引导会计师事务所加强一体化管理和质量管理，提升职业责任风险承担能力，强化信用约束。②完善管理闭环，加强对会计师事务所从事证券服务业务的全流程监管。完善重大事项备案、年度备案要求，在首次备案基础上关注会计师事务所是否持续符合备案要求，增加注销、整改等管理流程，实现进出有序，并通过联合核验等方式维护备案严肃性、提升监管有效性。③强化管理协同，加强同《中华人民共和国注册会计师法》《中华人民共和国证券法》以及《会计师事务所执业许可和监督管理办法》、《会计师事务所从事证券服务业务信息披露规定》等的衔接协调，对有关附件样式、备案信息填报流程以及文字表述等作了修改完善。

国务院办公厅发布《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》。《指导意见》涵盖基金设立、募资、运行、退出全流程，分八部分提出 25 条具体措施。①总体要求，提出促进形成规模适度、布局合理、运作规范、科学高效、风险可控的政府投资基金高质量发展格局。②找准定位，更好服务国家发展大局。明确基金定位，优化产业投资类基金功能，鼓励发展创业投资类基金，发展壮大长期资本、耐心资本。③完善分级分类管理机制。明确对基金设立的分级管理要求，完善不同类型基金差异化管理机制。④加强统筹，整合优化布局。明确国家级基金与地方基金形成合力，省级政府加强本地区基金统筹管理，加强基金布局规划和投向指导。⑤提升专业化市场化运作水平。规范基金运作管理，优化基金投资方式，充分发挥基金管理人作用，健全基金绩效管理，建立健全容错机制，优化基金发展环境。⑥优化退出机制，促进投资良性循环。规范基金退出管理，拓宽基金退出渠道，完善基金退出机制。⑦强化内控建设，防范化解风险。健全风险防控体系，严肃财经纪律。⑧加强组织保障。

上市公司收购管理办法迎完善，明确投资者权益变动刻度标准。证监会 1 月 10 日发布《证券期货法律适用意见第 19 号——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十

四条的适用意见》，具体内容如下：①明确投资者权益变动的刻度标准，针对《收购办法》涉及的“每增加或者减少 5%”“每增加或者减少 1%”，明确为触及 5%或 1%的整数倍，对于条款中“达到（或者超过）一个上市公司已发行股份的 5%”明确为触及（或者跨越）5%，避免对“达到”仅理解为比例升至 5%、而忽略比例降至 5%的情形。②明确投资者持股比例被动触及刻度时无需履行披露和限售义务。对于上市公司股本发生变化导致投资者持股变动的，如上市公司增发股份、减少股本或可转债持有人转股等，考虑到该种情形下投资者的持股变动属于被动变化，从平衡投资者披露成本和控制权市场透明度的角度，明确该情况下投资者无需履行披露和限售义务，由上市公司就因股本变化导致的投资者持股变动进行公告。③新老划断。《法律适用意见》明确新规自发布之日起实施，新规施行后新发现的过去违规行为，按照“从旧兼从轻”原则执行。

券商板块有望进一步提升，建议关注。目前（2025 年 01 月 10 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。

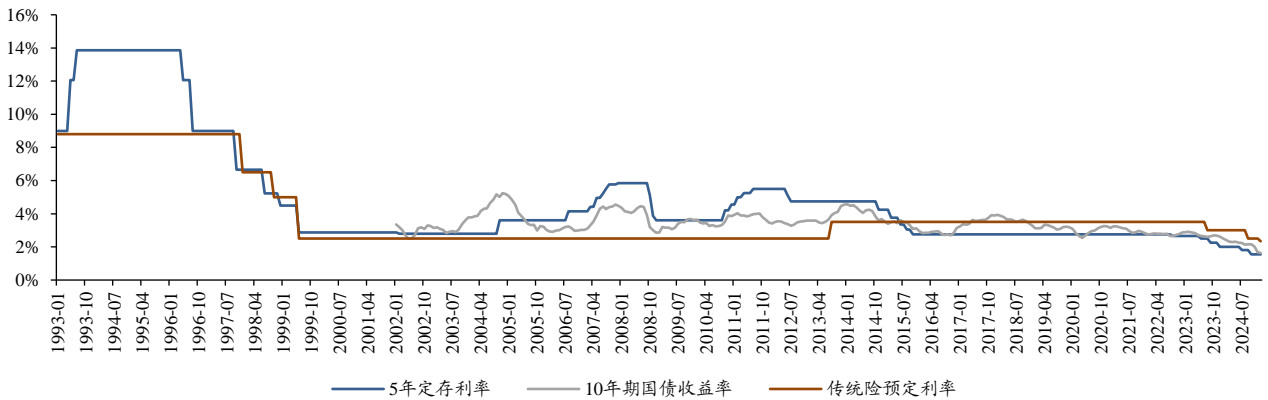
风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 保险：预定利率动态调整机制落地

根据中国银行保险报报道，1 月 10 日国家金融监督管理总局下发《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》，正式明确预定利率动态调整机制的具体要求。1) 预定利率与市场利率挂钩，由保险行业协会每季度发布研究值。①《通知》规定，中国保险行业协会定期组织专家会议，结合 5 年期以上 LPR、5 年期定期存款利率和 10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，每季度发布人身险预定利率研究值。该挂钩机制与金监总局 2024 年 8 月发布的《关于健全人身保险产品定价机制的通知》要求一致。②1 月 10 日，中国保险行业协会官网披露，认为当前传统险预定利率研究值为 2.34%。2) 各保险公司应参考行业协会研究值，动态调整本公司产品预定利率上限。具体要求为：①预定利率最高值取 0.25%的整数倍。②当本公司在售传统险产品预定利率最高值连续 2 个季度比研究值高 25 个基点及以上时，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。当连续 2 个季度比研究值低 25 个基点及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，但调整后原则上不得超过研究值。③在调整传统险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红险和万能险预定利率最高值。3) 各保险公司当前预定利率最高值维持不变，后续是否调整暂未明确。中国人寿、中国平安、中国太保等公司已经发布报告，维持目前传统险、分红险预定利率最高值 2.5%、2.0%，万能险最低保证利率最高值 1.5%不变。我们认为，后续预定利率是否调整暂未明确，但考虑目前 10 年期国债收益率仅为 1.63%左右，若持续低位运行，则预定利率将可能再次下调。4) 我们认为，预定利率动态调整

机制有助于进一步缓解利差损风险。目前预定利率动态调整机制在合理确定参考值的基础上，还给予各保险公司一定的自主调整空间，可以更加贴合自身实际经营情况。我们认为，动态调整的预定利率水平有助于保障新业务负债成本与宏观环境及时匹配，进一步缓解行业利差损风险，同时也要求各保险公司加强资产负债管理，提高产品研发和储备能力。

图1：传统型保险预定利率与5年定期存款和10年期国债收益率走势对比

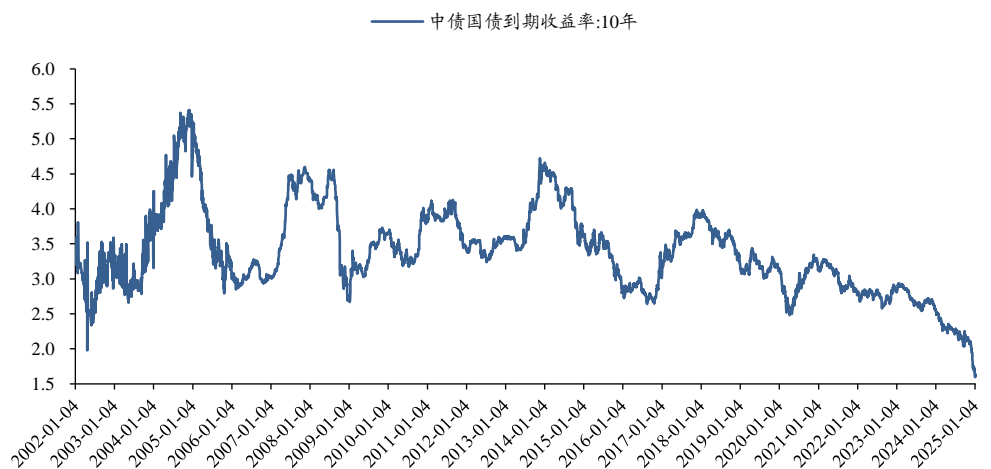


数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

注：2025.01 预定利率数据采用中国保险行业协会研究值

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 10 日保险板块估值 0.52-0.79 倍 2024EP/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。**

图 4：10 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 10 日）

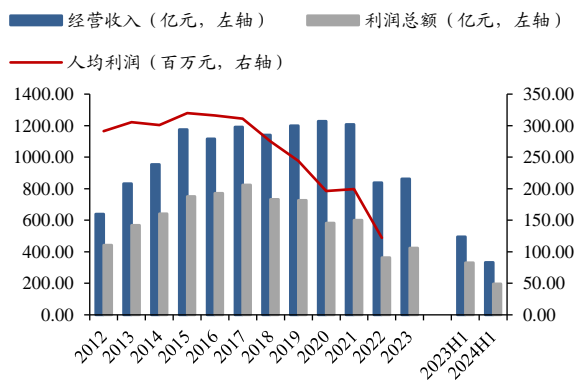
2.3. 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向

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。

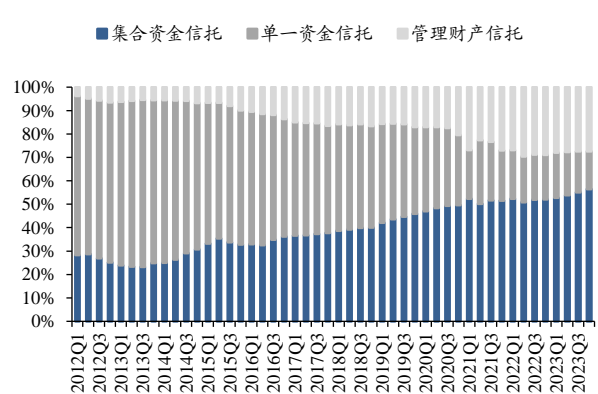
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿，较上年同期减少 161.79 亿，同比降幅为 32.73%；净利润为 195.88 亿元，较上年同期减少 134.03 亿，同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 5：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 6：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：2024 年 12 月成交额同比提升

证监会就《期货公司互联网营销管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。证监会 1 月 10 日发布《期货公司互联网营销管理规定（征求意见稿）》，从制度建设、人员管理、营销内容、账号使用、行为规范等方面作出具体规定，指导期货公司合规有序展业，规范期货公司互联网营销活动。《管理规定》聚焦期货公司互联网营销活动出现的问题与风险隐患，界定营销范围。①营销管理方面，《管理规定》要求期货公司建立健全互联网营销内部管理制度，将互联网营销活动纳入合规管理体系，对互联网营销活动进行全流程留痕等，对营销内容进行统一审核管理。开展营销活动的人员应为获得期货公司授权的期货从业人员，并与投资者教育活动在内容、人员等方面明确区分。②投资者保护方面，《管理规定》要求期货公司增加客户回访频次，加强风险提示，建立监测机制，公示手续费收取标准并按公示标准收取手续费等。不得欺诈或者误导客户，期货公司及其从业人员不得以欺诈或者误导客户的方式开展互联网营销。③第三方机构管理方面，《管理规定》要求期货公司依法审慎选择第三方机构并订立书面协议，明确协议内容等；明确不得向第三方机构支付与客户开户量、交易量、手续费、资金量等业务指标挂钩或者变相挂钩的费用。

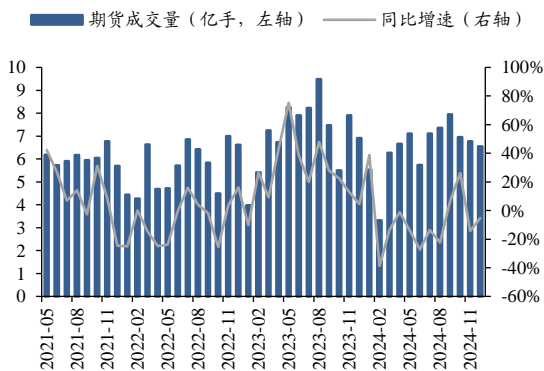
多部门联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，加强监管、防范风险、促进期货市场高质量发展。中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》。《意见》提出，到 2029 年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务

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**。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。

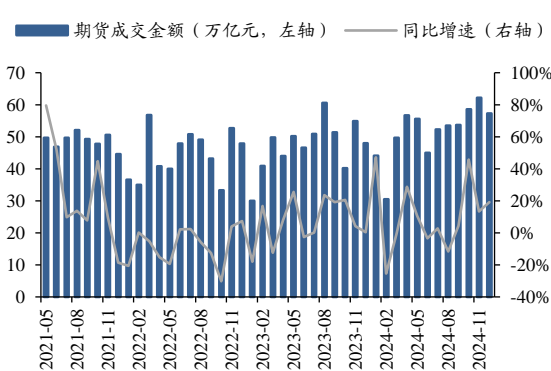
期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2024 年 12 月全国期货交易市场成交量为 6.55 亿手,成交额为 57.27 万亿元，同比分别下降 5.3%和增长 19.3%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 7: 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 8: 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

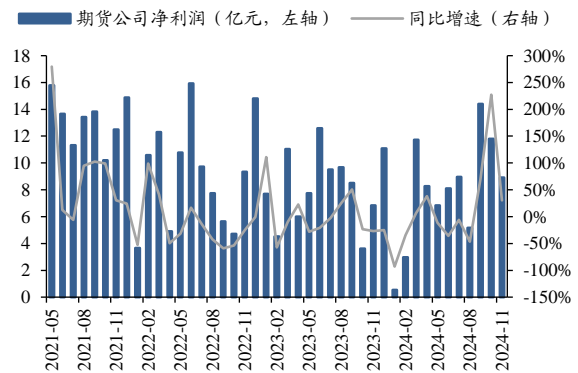
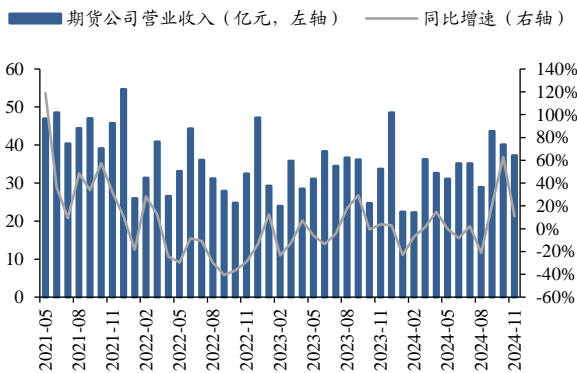
2024年11月期货公司利润同比增长。截至2024年11月末，全国共有151家期货公司，分布在29个辖区。2024年11月实现营业收入37.28亿元，同比增长10.69%，环比2024年10月下滑7.06%；净利润8.92亿元，同比增长30.60%，环比10月下滑24.34%。

(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11月30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。11月期货风险管理公司实现业务收入163.29亿元，环比10月下降14.79亿元，净利润0.30亿元，环比下降66.28%。

图 9：期货公司营业收入及增速

图 10：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

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 10 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	26.46	3922	18.4	19.9	18.6	1.6	1.6	1.4
300059.SZ	东方财富	21.88	3454	40.6	42.2	40.5	5.3	4.8	4.4
600837.SH	海通证券	10.42	1361	20.8	135.0	61.5	0.8	0.8	0.8
601211.SH	国泰君安	17.40	1549	13.5	16.5	14.0	1.1	1.1	0.9
601688.SH	华泰证券	16.36	1477	13.4	11.6	9.8	1.0	1.0	0.8
601881.SH	中国银河	13.32	1456	18.8	18.5	16.2	1.7	1.4	1.2
000166.SZ	申万宏源	4.87	1219	43.7	26.5	24.1	1.3	1.2	1.2
000776.SZ	广发证券	15.13	1153	14.5	16.5	13.7	1.1	1.0	0.9
601995.SH	中金公司	30.64	1479	19.5	24.0	29.3	1.8	1.7	1.5
601066.SH	中信建投	23.54	1826	24.3	26.0	27.7	2.7	2.5	2.3
600999.SH	招商证券	17.37	1511	18.7	17.2	15.7	1.5	1.4	1.3
600958.SH	东方证券	9.47	805	26.7	29.2	20.3	1.1	1.1	1.0
002736.SZ	国信证券	10.15	976	16.0	15.2	14.8	1.3	1.2	1.1
601377.SH	兴业证券	5.72	494	18.7	25.1	24.6	0.9	0.9	0.9
601788.SH	光大证券	16.82	776	24.3	18.2	34.2	1.4	1.3	1.1
601878.SH	浙商证券	11.20	512	31.0	29.2	28.9	2.0	1.9	1.8
600918.SH	中泰证券	6.04	421	71.3	23.4	45.8	1.2	1.1	1.1
601555.SH	东吴证券	7.24	360	20.7	18.0	18.7	0.9	0.9	0.9
000783.SZ	长江证券	6.28	347	23.0	22.4	23.3	1.2	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.55	622	28.9	28.9	27.0	1.4	1.4	1.3
002939.SZ	长城证券	7.53	304	33.8	21.1	20.2	1.1	1.1	
000686.SZ	东北证券	7.16	168	72.6	25.1	14.2	0.9	0.9	
600109.SH	国金证券	8.02	298	24.8	17.3	22.8	1.0	0.9	0.9
002673.SZ	西部证券	7.48	334	78.1	28.7	27.9	1.2	1.2	
601236.SH	红塔证券	7.94	375	972.1	119.9	94.1	1.6	1.6	
601108.SH	财通证券	7.35	341	22.5	15.2	15.4	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	7.53	329	19.0	17.6	16.7	1.0	1.0	0.9
601198.SH	东兴证券	10.54	341	65.9	41.6	33.6	1.3	1.3	
000750.SZ	国海证券	3.86	247	98.9	75.4	64.2	1.3	1.1	
002926.SZ	华西证券	7.49	197	46.6	46.3	17.5	0.9	0.9	
601375.SH	中原证券	3.89	181	169.5	85.4	50.6	1.3	1.3	1.3
601162.SH	天风证券	4.07	353	-23.4	114.8	-2035.0	1.5	1.5	
002500.SZ	山西证券	5.77	207	36.1	33.4	36.6	1.2	1.2	1.1
600155.SH	华创云信	6.66	148	39.2	32.0	30.1	0.8	0.7	
600909.SH	华安证券	5.43	255	21.6	20.0	19.8	1.3	1.2	1.2
601696.SH	中银证券	10.15	282	34.9	31.3	26.3	1.7	1.6	
002797.SZ	第一创业	7.34	308	77.0	93.3	49.5	2.1	2.1	2.0
600369.SH	西南证券	4.24	282	91.1	46.8	29.1	1.1	1.1	
601456.SH	国联证券	11.18	612	79.7	91.1	121.8	3.7	3.4	3.4
601990.SH	南京证券	7.98	294	45.6	43.5	29.0	1.8	1.7	
600095.SH	湘财股份	6.52	186	-57.1	156.1	100.0	1.6	1.6	1.5

600906.SH	财达证券	6.43	209	69.0	34.4	28.5	1.9	1.8	
600864.SH	哈投股份	6.03	125	-12.9	60.6		1.1	1.0	
601099.SH	太平洋	3.80	259	-56.4	103.4	75.7	2.8	2.7	
002945.SZ	华林证券	13.38	361	77.7	1140.1	96.6	5.7	5.7	
000712.SZ	锦龙股份	12.35	111	-28.2	-28.8	-60.2	3.9	4.5	
600621.SH	华鑫股份	13.77	146	41.5	36.8	33.5	2.0	1.9	
002670.SZ	国盛金控	11.98	232	-53.1	-773.2	223.1	2.1	2.1	
	大券商平均			21.0	28.8	23.1	1.4	1.3	1.2
	平均			51.9	47.8	-6.6	1.7	1.6	1.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 01 月 10 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	48.95	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
601628.SH	中国人寿-A	37.66	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
601336.SH	新华保险-A	45.01	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
601601.SH	中国太保-A	31.20	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	48.95	0.64	0.63	0.64	0.60	-13.21	-18.47	-16.05	-16.90
601628.SH	中国人寿-A	37.66	0.88	0.87	0.84	0.79	-3.09	-4.61	-5.32	-6.20
601336.SH	新华保险-A	45.01	0.54	0.55	0.56	0.53	-19.80	-47.53	-36.38	-23.54
601601.SH	中国太保-A	31.20	0.60	0.58	0.57	0.52	-14.77	-23.84	-20.91	-18.51
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	48.95	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
601628.SH	中国人寿-A	37.66	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
601336.SH	新华保险-A	45.01	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
601601.SH	中国太保-A	31.20	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	48.95	8.81	8.03	10.41	9.68	1.10	1.03	0.99	0.94
601628.SH	中国人寿-A	37.66	20.90	15.96	23.05	9.21	2.22	2.91	2.23	1.92
601336.SH	新华保险-A	45.01	9.39	6.53	16.13	5.61	1.29	1.43	1.34	1.39
601601.SH	中国太保-A	31.20	11.19	8.03	11.02	6.72	1.32	1.53	1.20	1.09

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 10 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>