

非银金融行业跟踪周报

保险储蓄类需求仍旺盛；1月成交量环比下降

增持（维持）

2025年01月19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13日-2025年01月17日）证券行业、多元金融行业跑赢沪深300指数。证券行业上涨3.87%，保险行业上涨1.48%，多元金融行业上涨5.44%，非银金融整体上涨3.25%，沪深300指数上涨2.14%。
- **证券：交易量环比下降；证监会召开2025年系统工作会议。**1) 1月交易量大幅提升。截至1月17日，1月日均股基交易额13537亿元，较上年1月提升61.5%，较上月环比下降22.9%。截至1月16日，两融余额18316亿元，同比提升11.9%，较年初下降1.8%。截至1月17日，1月IPO发行7家，募集资金34.74亿元。2) 证监会召开2025年系统工作会议。会议要求，证监会系统要努力实现支持经济回升向好与推动自身高质量发展的良性互动。①全力形成并巩固市场回稳向好势头。②深化资本市场投融资综合改革。③着力提升监管执法效能和投资者保护水平。④有力支持经济回稳向好。⑤培育更多体现高质量发展要求的上市公司。3) 中介机构提供公开发行股票服务迎新规。《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》发布，主要内容包括：①明确中介机构执业规范。规定中介机构不得有配合公司实施财务造假、欺诈发行等违法违规行为。②明确中介机构的收费原则。证券公司保荐业务、会计师事务所审计业务不得以股票公开发行上市结果作为收费条件。③明确监管措施。规定证券监督管理、财政、司法行政等部门应当加强信息沟通和协调配合。4) 证监会发布行政处罚裁量基本规则。主要内容包括：①明确裁量阶次和裁量情节。②明确相关处罚规则。③建立主要负责人批准或者集体讨论制度。④落实“立体追责”和“行刑衔接”。⑤加强证监会的监督指导。5) 2025年01月17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：《保险公司监管评级办法》发布；预计25年储蓄类产品需求仍然旺盛。**1) 金监总局发布《保险公司监管评级办法》，健全保险机构监管评级分类监管，预计利好经营稳健的头部公司。《办法》统一了各类型保险机构的评级框架；通过定量+定性方法进行综合评估，要求当年评级工作应于下年3月底前完成；评级结果分为6级，并设置“一票否决”机制；监管部门根据评级结果对公司实施分类监管，扶优限劣。2) 上市险企披露2024年12月保费收入。上市寿险公司全年总保费同比+5.1%，12月单月同比+0.9%。平安寿险全年个人业务新单保费同比+8.8%，Q4单季同比-14.8%。太保寿险全年个险新单同比+9.1%，H2同比+20.1%。我们认为客户保障、储蓄需求仍在，预计保险行业2025年保费将平稳增长。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1月17日保险板块估值0.53-0.82倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“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规模成交量为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

《A股行情左侧见底，等待右侧，建议增配小盘成长类ETF》

2025-01-19

《上市险企12月保费点评：预计储蓄需求依旧旺盛，将带动寿险开门红延续增长；财险保费有望稳中有升》

2025-01-18

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; 证监会召开 2025 年系统工作会议	5
2.2. 保险: 《保险公司监管评级办法》发布; 上市公司披露 2024 年 12 保费	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	10
2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压	10
2.3.2. 期货: 2024 年 12 月成交额同比提升	11
3. 行业排序及重点公司推荐	13
4. 风险提示	15

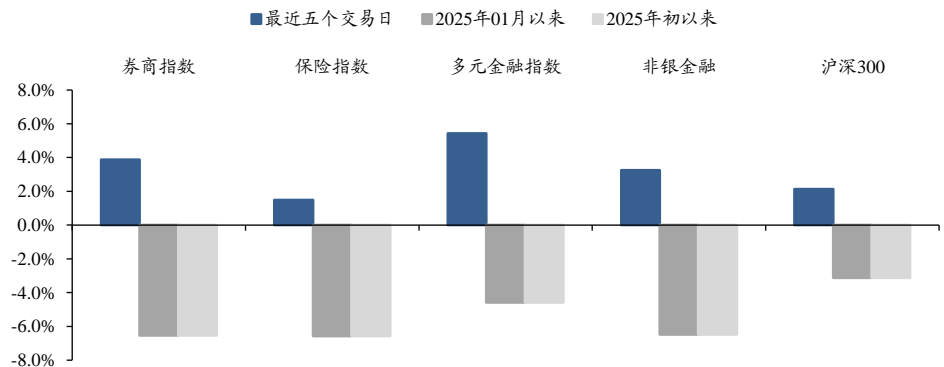
图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2024.01.13-2025.01.17) 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: 平安寿&健康个人业务新单 2024Q4 同比-14.8%	9
图 5: 太保寿险 2024H2 个险新单同比+20.1%	9
图 6: 人保财险 12 月车险保费增速+5.6%	9
图 7: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	10
图 8: 信托行业经营收入和利润	11
图 9: 信托资产种类分布 (%)	11
图 10: 期货行业市场成交量及增速	12
图 11: 期货行业市场成交额及增速	12
图 12: 期货公司营业收入及增速	13
图 13: 期货公司净利润及增速	13
表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 保险公司监管评级办法主要内容梳理	8
表 3: 上市券商估值表 (2025 年 01 月 17 日)	13
表 4: 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 13 日-2025 年 01 月 17 日）证券行业、多元金融行业跑赢沪深 300 指数。证券行业上涨 3.87%，保险行业上涨 1.48%，多元金融行业上涨 5.44%，非银金融整体上涨 3.25%，沪深 300 指数上涨 2.14%。

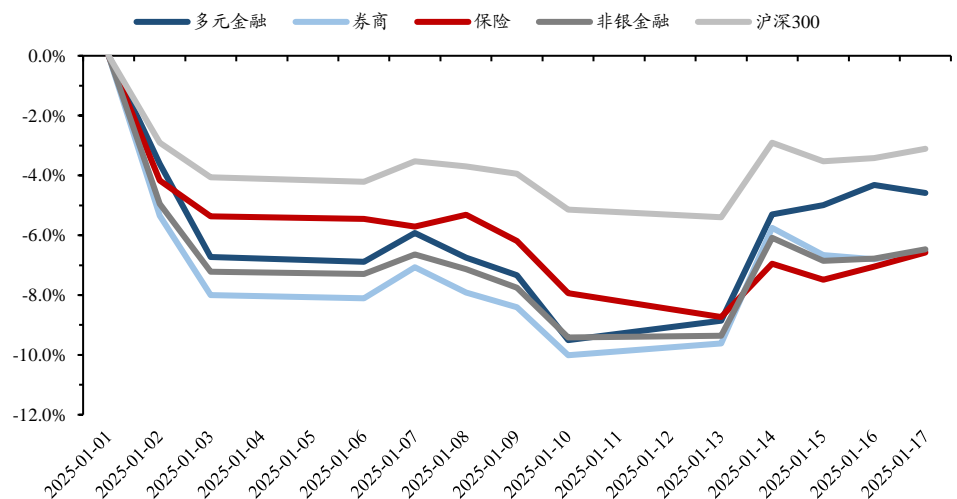
图 1: 最近 5 个交易日（2024.01.13-2025.01.17）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 01 月 17 日），多元金融行业表现最好，其次为券商行业。多元金融行业下跌 4.59%，证券行业下跌 6.52%，保险行业下跌 6.57%，非银金融整体下跌 6.47%，沪深 300 指数下跌 3.11%。

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 17 日）

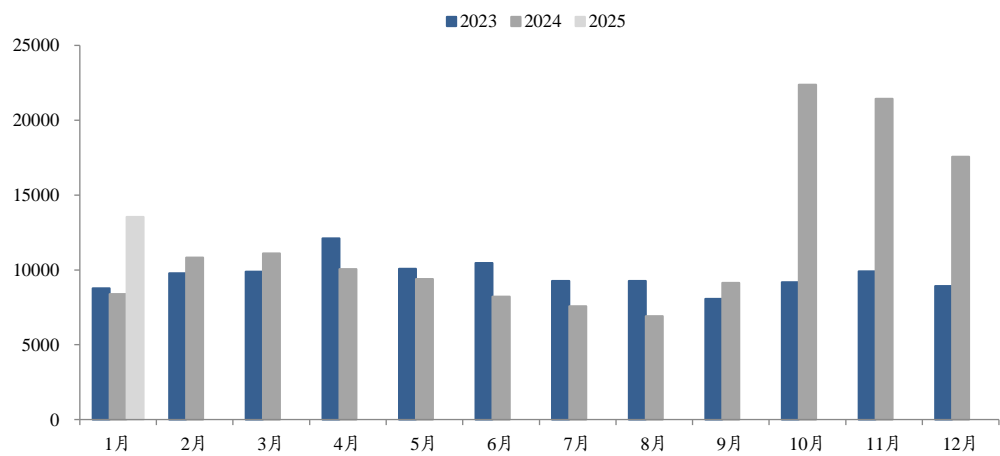
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，天茂集团、新华保险表现较好，中国平安、中国太保涨幅较小；证券行业中，国盛金控、锦龙股份表现较好，国联证券、国泰君安、海通证券表现较差；多元金融行业中，*ST 仁东表现较好，九鼎投资表现较差。

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；证监会召开 2025 年系统工作会议

2025 年 01 月至今交易量环比下降。截至 2025 年 01 月 17 日，2025 年 01 月日均股基交易额为 13537 亿元，较上年 1 月上涨 61.49%，较上月下降 22.91%。截至 01 月 16 日，两融余额 18316 亿元，同比提升 11.87%，较年初下降 1.77%。截至 2025 年 01 月 17 日，1 月 IPO 发行 7 家，募集资金 34.74 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 17 日）

1 月权益市场下跌。截至 2025 年 01 月 17 日，2025 年 01 月沪深 300 指数下跌 3.11%，上年 1 月下跌 6.29%，2024 年 12 月上涨 0.47%；创业板指数下跌 3.47%，上年 1 月下跌 16.81%，2024 年 12 月下跌 3.71%；上证综指下跌 3.28%，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 0.03%，上年 1 月上涨 0.73%，2024 年 12 月上涨 1.89%；万得全 A 指数下跌 2.31%，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	-3.11%	-3.47%	-3.28%	0.03%	-2.31%
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	-3.11%	-3.47%	-3.28%	0.03%	-2.31%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 01 月 17 日）

证监会召开 2025 年系统工作会议。会议认为，2024 年资本市场呈现出积极而深刻的变化。一是推动出台资本市场新“国九条”和“1+N”政策体系，二是全力维护资本

市场平稳运行，三是坚持依法从严监管，四是持续推动提升上市公司质量和投资价值，五是着力提升资本市场服务高质量发展质效。会议指出，要坚持全面理性客观辩证看待形势，既要正视风险挑战，做好应对风险的充分准备，更要坚定信心，扎扎实实办好自己的事，以自身发展的确定性应对外部环境的不确定性。会议要求，证监会系统要坚持稳中求进、以进促稳，紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，统筹把握好稳与进、总量与结构、整体与局部、监管与活力、开放与安全等五方面关系，持续推动资本市场新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，努力实现支持经济回升向好与推动自身高质量发展的良性互动。①坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。②加快改革开放，深化资本市场投融资综合改革。③聚焦主责主业，着力提升监管执法效能和投资者保护水平。④强化功能发挥，有力支持经济回稳向好。⑤注重固本强基，培育更多体现高质量发展要求的上市公司。会议强调，下一步，要深入学习贯彻中央关于全面从严治党的决策部署和二十届中央纪委四次全会精神，进一步加强党对资本市场的全面领导，坚持“两个责任”贯通协同，全面加强证监会系统党的建设。

中介机构提供公开发行股票服务迎新规。国务院总理李强日前签署国务院令，公布《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》，自2025年2月15日起施行。《规定》旨在规范中介机构为公司公开发行股票提供服务行为，提高上市公司质量，保护投资者合法权益，促进资本市场健康稳定发展。《规定》共19条，主要包括以下内容：①明确中介机构执业规范。规定中介机构应当遵循诚实守信、勤勉尽责、独立客观的原则，不得有配合公司实施财务造假、欺诈发行、违规信息披露等违法违规行为，制作、出具的文件不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。②明确中介机构的收费原则。规定中介机构应当遵循市场化原则，根据工作量、所需资源投入等因素合理确定收费标准；证券公司保荐业务、会计师事务所审计业务不得以股票公开发行上市结果作为收费条件，律师事务所应当根据国务院司法行政等部门关于律师服务收费的相关规定收费。③明确监管措施。规定证券监督管理、财政、司法行政等部门应当加强信息沟通和协调配合，按照职责分工，依法对中介机构执业行为加强监管；必要时可以采取联合现场检查等措施，依法查处违法违规行为；对违反规定的中介机构及其从业人员可以采取警告、罚款、暂停从事相关业务等行政处罚，对违反规定的发行人及其控股股东、实际控制人可以采取警告、罚款等行政处罚。

证监会发布行政处罚裁量基本规则。①明确裁量阶次和裁量情节。设置“不予处罚、免于处罚、减轻处罚、从轻处罚、一般处罚、从重处罚”等六档裁量阶次，并规定各档裁量阶次的适用情形。②明确相关处罚规则。对于共同违法，确立“先整体认定后区分处罚”的裁量规则。对于单位直接责任人员，从其在违法行为中所起的作用、职务及履行职责情况、知情程度、知情后采取的行动等方面，综合分析认定责任大小和处罚幅度。对于多次违法，明确了“多个独立违法行为累计处罚”的基本规则。③建立主要负责人批准或者集体讨论制度。对情节复杂或者重大违法行为给予行政处罚的，应当经负责人批准或者集体讨论决定。适用《裁量规则》可能出现明显不当、显失公平，或者客观情况发生变

化，需要调整适用的，应当经证监会主要负责人批准或者集体讨论决定。④落实“立体追责”和“行刑衔接”。将证券期货违法的行政处罚与刑事责任、民事责任以及行政监管措施、自律管理措施等进行衔接。规定了三类“行刑衔接”情形的处理方式。⑤加强证监会的监督指导。明确证监会对派出机构行使处罚权进行监督、指导，实现处罚标准适用的统一。

券商板块有望进一步提升，建议关注。目前（2025年01月17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：《保险公司监管评级办法》发布；上市公司披露2024年12保费

1月17日金监总局官网发布《保险公司监管评级办法》，自2025年3月1日起施行。1) 统一了各类型保险机构的评级框架。监管评级适用于在我国境内设立的、开业满一个完整会计年度以上的保险公司。本次《办法》则统一了保险集团（控股）公司、财产保险公司、人身保险公司和再保险公司以及外国再保险公司分公司的评级框架。2) 通过定量+定性方法进行综合评估，要求当年评级工作应于下年3月底前完成。监管评级要素包括公司治理、偿付能力等共8项，均由定量指标和定性指标组成，其中公司治理、偿付能力权重最高，均不低于15%。在对各评级要素综合评价基础上，得到其整体风险大小确定评级结果。金监总局根据不同类型保险公司的业务和风险特征，可以设置差异化评级要素，权重不高于15%。原则上当年的监管评级工作应于下一年3月底前完成，在监管评级运行初期将适当延后完成时间。3) 评级结果分为6级，设置“一票否决”机制。不同类型公司的监管评级结果均为1-5级和S级，数字越大风险越大。对于正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的公司，直接列为S级。设置了“一票否决”机制，即公司单项风险过大将下调评级结果。4) 监管部门根据评级结果对公司实施分类监管，扶优限劣。评级结果为1级和2级的，可降低现场检查频率，并在机构和人员准入、产品开发、业务试点等方面给予支持；评级结果为S级的，应当依法加快推进重组、市场退出等工作。5) 我们认为，进一步健全分类评级监管，利好行业稳健发展。本次监管评级制度进一步完善，有利于加强保险业风险防控，更有效引导保险公司理性、合规经营。我们认为，在分类监管大背景下，经营稳健的头部寿险公司将进一步巩固优势，提升自身竞争实力。

表 2：保险公司监管评级办法主要内容梳理

项目	内容
评级周期	监管评级的周期为一年，评价期间为每年 1 月 1 日至 12 月 31 日，原则上应于下一年 3 月底前完成评级工作。
评级要素	<p>1) 保险公司监管评级要素包括公司治理、偿付能力、负债质量、资产质量(含资产负债匹配)、金融科技、风险管理、经营状况、消费者权益保护及其他。</p> <p>2) 保险集团(控股)公司可适当调整负债质量、资产质量(含资产负债匹配)、消费者权益保护评级要素等级；再保险公司可不设置消费者权益保护评级要素。</p> <p>3) 各项评级要素均由定量指标和定性指标组成，评级要素的权重之和为 100%。其中，公司治理、偿付能力权重不低于 15%，负债质量、资产质量(含资产负债匹配)、金融科技、风险管理权重不低于 10%，经营状况、消费者权益保护权重不低于 5%。金融监管总局根据不同类型保险公司的业务和风险特征，可以设置差异化评级要素，权重不高于 15%。</p>
评级流程	<p>1) 评级要素得分。监管人员按照评分标准评估后，结合专业判断确定评级指标得分。评级要素得分为各评级指标得分加总。</p> <p>2) 评级综合得分。各项评级要素按照权重加权汇总，得到评级综合得分。</p> <p>3) 监管评级结果。根据评级综合得分，确定监管评级初步级别，并结合监管评级调整因素、复评及审核情况，确定监管评级结果。</p>
评级结果	<p>1) 监管评级结果分为 1—5 和 S 级。其中，2 级细分为 A、B、C 三个档次，3 级和 4 级细分为 A、B 两个档次。评级结果 1—5 级数值越大，风险越大，监管强度越强。正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的保险公司，经监管机构认定后直接列为 S 级，不再参加当年监管评级流程。</p> <p>2) 监管评级综合得分与评级结果对应关系： 在 90 分(含)至 100 分为 1 级；75 分(含)至 90 分为 2 级，其中 85 分(含)至 90 分为 2A，80 分(含)至 85 分为 2B，75 分(含)至 80 分为 2C；60 分(含)至 75 分为 3 级，其中 70 分(含)至 75 分为 3A，60 分(含)至 70 分为 3B；45 分(含)至 60 分为 4 级，其中 50 分(含)至 60 分为 4A，45 分(含)至 50 分为 4B；45 分以下为 5 级。</p> <p>3) 设置“一票否决”机制。①出现下列风险因素之一的，监管评级结果应为 4 级及以下：公司治理存在严重缺陷；偿付能力不足；存在严重数据造假、掩盖风险的行为；存在重大违规关联交易；存在较大流动性风险；任意单项评级要素得分在 45 分以下的。②风险化解明显不力、重要监管政策和要求落实不到位的，评级结果不高于最近一次监管评级结果。</p>
分类监管	<p>1) 对于评级结果为 1 级的公司，不需要根据评级结果采取特别的措施和行动。对于评级结果为 2 级的公司，一般不需要根据评级结果采取特别的措施和行动。针对公司存在的薄弱环节和风险隐患，可视情况开展监管谈话和风险提示，督促公司改进。 注：对于评级结果为 1 级、2 级的公司，金融监管总局及其派出机构可降低现场检查频率，并在机构和人员准入、产品开发、业务试点等方面给予支持。</p> <p>2) 对于评级结果为 3 级的公司，除上述措施外，应区别情形采取以下措施和行动：提高非现场检查分析频率，开展现场检查，要求公司提交风险管理改进计划，控制增设分支机构，责令公司控制高风险投资和业务规模，督促公司持续压降风险敞口。</p> <p>3) 对于评级结果为 4 级的公司，除上述措施外，应区别情形采取以下措施和行动：限制董事、监事和高级管理人员的薪酬水平，限制向股东分红，责令增加资本金，责令停止接受部分或全部新业务，责令调整业务结构，限制增设分支机构，限制商业性广告，限制业务范围，责令调整资产结构，限制投资形式或比例，依法责令调整公司负责人及有关管理人员等。</p> <p>4) 对于评级结果为 5 级的公司，应当制定实施风险处置方案，可视情况依法安排重组、实行接管或实施市场退出。</p> <p>5) 对于评级结果为 S 级的公司，应当依法加快推进重组、市场退出等工作。</p>

数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

上市险企披露 2024 年 12 月保费，预计储蓄需求依旧旺盛，将带动 2025 年寿险开门红延续增长；财险保费有望稳中有升。1) 上市寿险公司全年总保费同比+5.1%，12 月

单月同比+0.9%。平安寿险全年个人业务新单保费同比+8.8%，Q4 单季同比-14.8%。太保寿险全年个险新单、期交分别+9.1%、+9.8%，H2 个险新单、期交分别+20.1%、+21.5%。我们认为客户保障、储蓄需求仍在，预计保险行业 2025 年开门红保费将平稳增长。据媒体报道，分红险目前已成为大部分公司主打产品，分红险产品较低的保证收益有助于降低险企负债成本，而浮动收益也可以对客户形成一定吸引力。随着预定利率动态调整机制落地，险企负债成本有望继续优化，从而降低行业利差损风险，保障长期稳健发展。

2) 产险整体增速保持稳定，人保车险、非车险增速环比均有下滑。人保财险、平安产险、太保产险、众安财险全年累计同比分别为+4.3%、+6.5%、+6.8%、13.4%；12 月单月保费同比分别-4.4%、+3.4%、+4.1%、+6.2%。12 月人保车险保费同比+5.6%，维持平稳；非车险同比-31%，预计与部分险种保费收入确认口径调整有关。

图 4：平安寿&健康个人业务新单 2024Q4 同比-14.8%

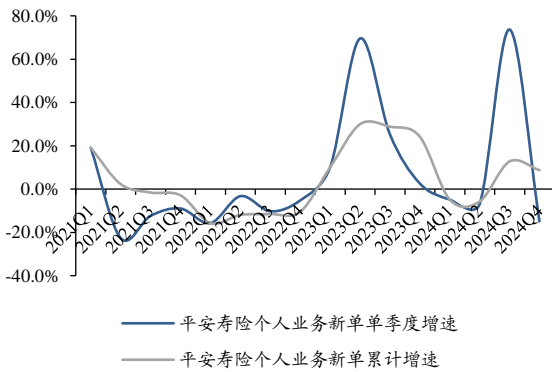
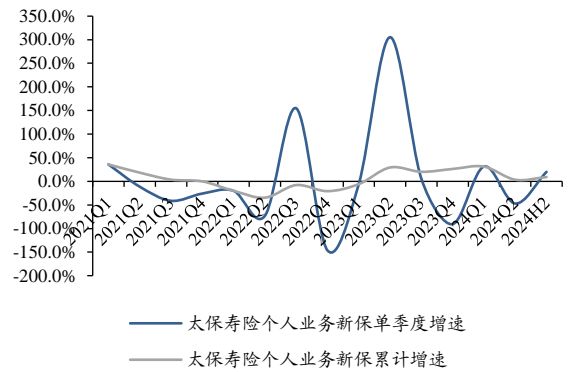


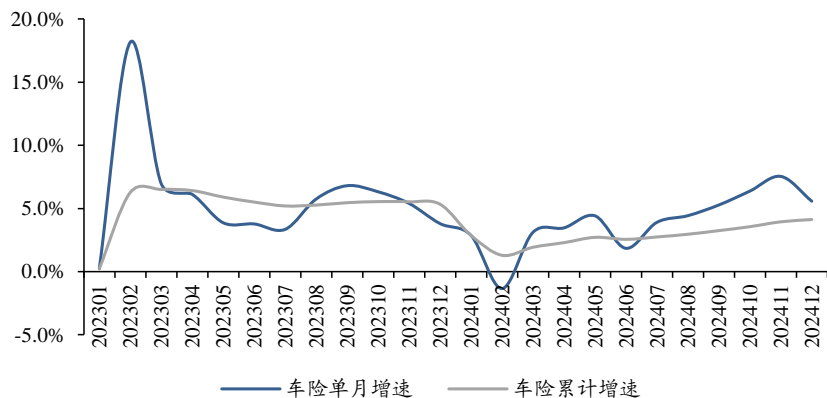
图 5：太保寿险 2024H2 个险新单同比+20.1%



数据来源：中国平安定期保费公告，东吴证券研究所

数据来源：中国太保定期保费公告，东吴证券研究所

图 6：人保财险 12 月车险保费增速+5.6%

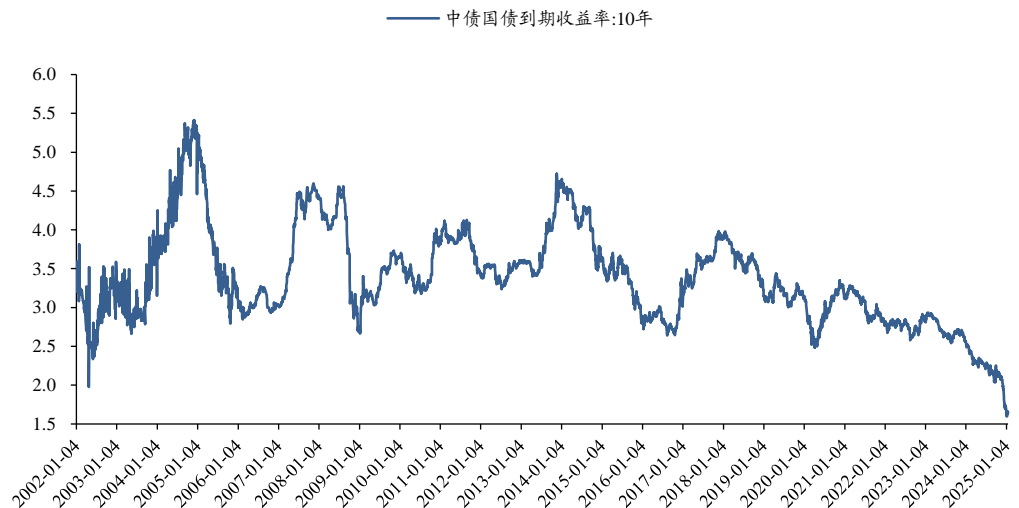


数据来源：中国人保定期保费公告，东吴证券研究所

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1月17日保险板块估值 0.53-0.82 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图 7: 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 17 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

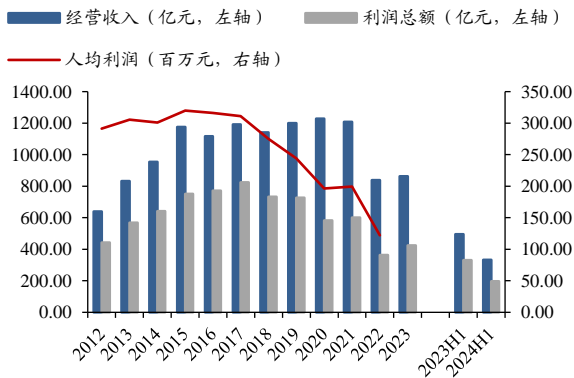
2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压

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,

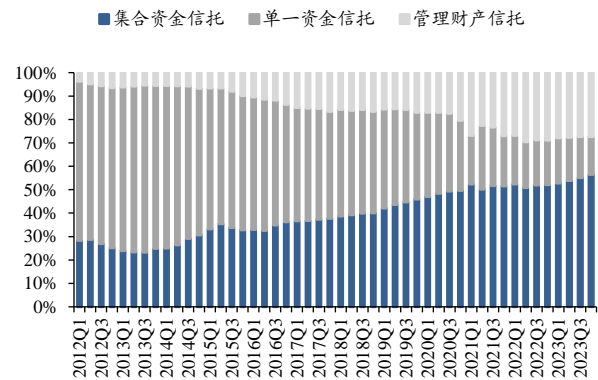
同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 8：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 9：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

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

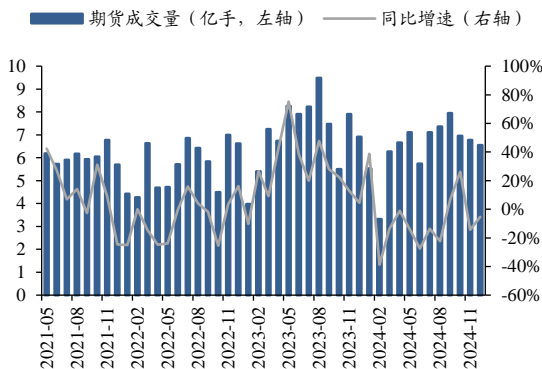
多部门联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，加强监管、防范风险、促进期货市场高质量发展。中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》。《意见》提出，到 2029 年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务高效的中介机构队伍。到 2035 年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系，主要品种吸引全球交易者充分参与，大宗商品价格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。

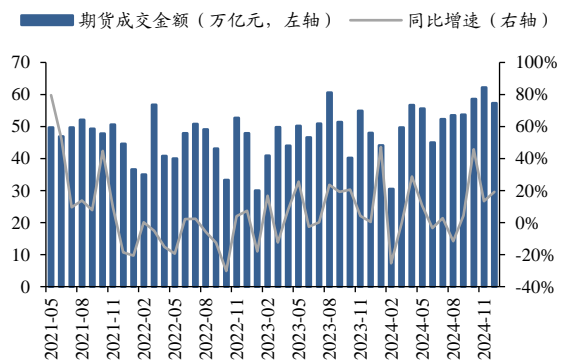
期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2024年12月全国期货市场成交量为6.55亿手,成交额为57.27万亿元，同比分别下降5.3%和增长19.3%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1)受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2)目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 10: 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 11: 期货行业市场成交额及增速



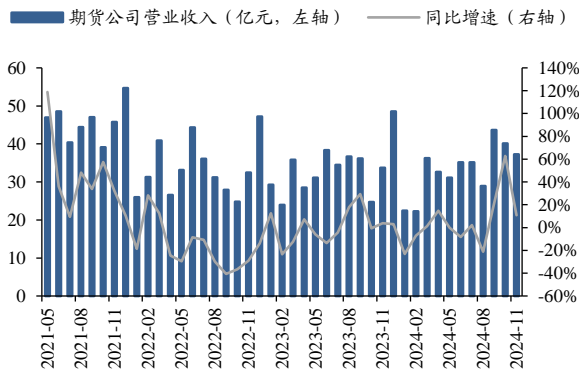
数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

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）。

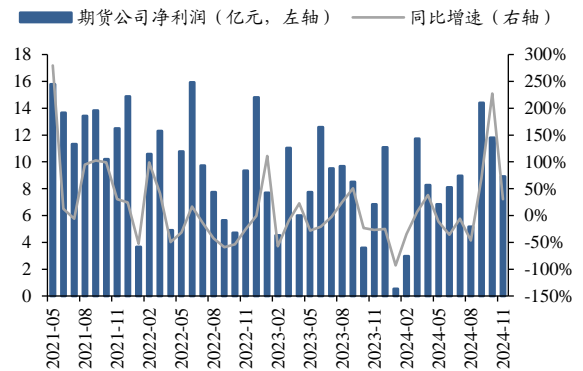
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至2024年11月30日，共有94家期货公司在协会备案设立97家风险管理公司，其中有96家风险管理公司备案试点业务。11月期货风险管理公司实现业务收入163.29亿元，环比10月下降14.79亿元，净利润0.30亿元，环比下降66.28%。

图 12: 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 13: 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。

表 3: 上市券商估值表 (2025 年 01 月 17 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	27.31	4047	19.0	20.5	19.2	1.7	1.6	1.5
300059.SZ	东方财富	23.44	3700	43.5	45.2	43.4	5.7	5.1	4.7
600837.SH	海通证券	10.56	1380	21.1	136.8	62.3	0.8	0.8	0.8
601211.SH	国泰君安	17.60	1567	13.6	16.7	14.2	1.1	1.1	1.0
601688.SH	华泰证券	16.85	1521	13.8	11.9	10.0	1.0	1.0	0.9
601881.SH	中国银河	13.66	1494	19.2	19.0	16.6	1.7	1.5	1.3
000166.SZ	申万宏源	5.07	1270	45.5	27.6	25.1	1.3	1.3	1.2
000776.SZ	广发证券	15.54	1184	14.9	17.0	14.1	1.1	1.0	0.9
601995.SH	中金公司	31.47	1519	20.0	24.7	30.1	1.8	1.7	1.5
601066.SH	中信建投	24.25	1881	25.1	26.7	28.5	2.8	2.6	2.4
600999.SH	招商证券	17.89	1556	19.3	17.8	16.1	1.6	1.5	1.3
600958.SH	东方证券	9.78	831	27.6	30.2	21.0	1.1	1.1	1.1

002736.SZ	国信证券	10.48	1007	16.5	15.7	15.2	1.3	1.3	1.2
601377.SH	兴业证券	5.96	515	19.5	26.2	25.7	1.0	1.0	0.9
601788.SH	光大证券	17.25	795	24.9	18.6	35.0	1.5	1.4	1.2
601878.SH	浙商证券	11.48	525	31.7	29.9	29.6	2.1	2.0	1.8
600918.SH	中泰证券	6.24	435	73.7	24.2	47.3	1.2	1.2	1.1
601555.SH	东吴证券	7.52	374	21.5	18.7	19.5	1.0	0.9	0.9
000783.SZ	长江证券	6.43	356	23.5	23.0	23.8	1.2	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.85	646	30.1	30.0	28.1	1.5	1.4	1.4
002939.SZ	长城证券	7.76	313	34.8	21.8	20.8	1.1	1.1	
000686.SZ	东北证券	7.67	180	77.7	26.9	15.2	1.0	1.0	
600109.SH	国金证券	8.24	306	25.5	17.8	23.5	1.0	0.9	0.9
002673.SZ	西部证券	7.76	347	81.0	29.8	29.0	1.3	1.2	
601236.SH	红塔证券	8.08	381	989.3	122.0	95.7	1.7	1.7	
601108.SH	财通证券	7.66	356	23.4	15.8	16.1	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	7.94	346	20.0	18.6	17.6	1.1	1.0	
601198.SH	东兴证券	10.92	353	68.2	43.1	34.8	1.4	1.3	
000750.SZ	国海证券	4.04	258	103.5	78.9	67.2	1.4	1.2	
002926.SZ	华西证券	7.79	204	48.4	48.1	18.2	0.9	0.9	
601375.SH	中原证券	4.05	188	176.4	88.9	52.7	1.4	1.4	1.3
601162.SH	天风证券	4.24	367	-24.3	119.6	-2120.0	1.6	1.6	
002500.SZ	山西证券	6.01	216	37.6	34.8	38.1	1.2	1.2	1.2
600155.SH	华创云信	6.96	155	40.9	33.5	31.4	0.8	0.8	
600909.SH	华安证券	5.65	265	22.5	20.8	20.6	1.3	1.3	1.2
601696.SH	中银证券	10.46	291	36.0	32.3	27.1	1.8	1.7	
002797.SZ	第一创业	7.61	320	79.8	96.7	51.3	2.2	2.2	2.1
600369.SH	西南证券	4.40	292	94.5	48.6	30.2	1.2	1.2	
601456.SH	国联证券	11.21	613	79.9	91.4	122.1	3.7	3.5	3.4
601990.SH	南京证券	8.28	305	47.3	45.1	30.1	1.8	1.8	
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	6.67	216	71.6	35.7	29.6	1.9	1.9	
600864.SH	哈投股份	6.41	133	-13.7	64.5		1.1	1.1	
601099.SH	太平洋	3.99	272	-59.2	108.6	79.5	2.9	2.9	
002945.SZ	华林证券	14.17	383	82.3	1207.4	102.3	6.0	6.0	
000712.SZ	锦龙股份	13.45	121	-30.7	-31.4	-65.5	4.2	4.9	
600621.SH	华鑫股份	14.15	150	42.6	37.8	34.4	2.0	1.9	
002670.SZ	国盛金控	13.76	266	-61.0	-888.0	256.2	2.4	2.4	
	大券商平均			21.6	29.5	23.6	1.5	1.4	1.2
	平均			53.3	48.1	-6.7	1.7	1.7	1.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 01 月 17 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 4: 上市保险公司估值及盈利预测

证券代码	证券简称	价格 人民币元	EV (元)				1YrVNB (元)			
			2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	49.38	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
601628.SH	中国人寿-A	39.06	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
601336.SH	新华保险-A	47.36	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
601601.SH	中国太保-A	31.59	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 人民币元	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
			2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	49.38	0.65	0.63	0.65	0.60	-13.00	-18.20	-15.79	-16.68
601628.SH	中国人寿-A	39.06	0.92	0.90	0.88	0.82	-2.21	-3.51	-4.25	-5.33
601336.SH	新华保险-A	47.36	0.57	0.58	0.59	0.56	-18.58	-44.51	-33.96	-22.16
601601.SH	中国太保-A	31.59	0.61	0.58	0.57	0.53	-14.49	-23.43	-20.57	-18.26

证券代码	证券简称	价格 人民币元	EPS (元)				BVPS (元)			
			2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	49.38	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
601628.SH	中国人寿-A	39.06	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
601336.SH	新华保险-A	47.36	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
601601.SH	中国太保-A	31.59	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 人民币元	P/E (倍)				P/B (倍)			
			2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	49.38	8.88	8.10	10.50	9.76	1.11	1.03	1.00	0.95
601628.SH	中国人寿-A	39.06	21.68	16.56	23.91	9.55	2.31	3.02	2.31	1.99
601336.SH	新华保险-A	47.36	9.88	6.87	16.97	5.90	1.36	1.51	1.41	1.46
601601.SH	中国太保-A	31.59	11.33	8.13	11.16	6.81	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 17 日收盘价)

注: 盈利预测均来自于内部预测。

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。

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。

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>