

非银金融

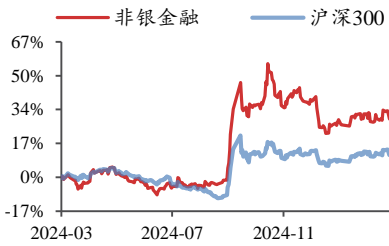
2025 年 03 月 23 日

险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《市场热点扩散，重视非银板块机会——行业周报》-2025.3.16

《资本市场支持科技创新组合拳，利好券商全方位业务——行业周报》-2025.3.9

《交易量和两融回升明显，继续推荐券商和金融科技——行业周报》-2025.3.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

唐关勇（联系人）

tangguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 周观点：险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化

周五A+H上市保险公司有所调整，中国平安披露2024年年报，下修投资收益率假设和贴现率假设，假设调整带来寿险EV下降13%。本周大中型券商和上市险企年报密集披露，关注业绩和业务数据。从2025年1季度业务展望看，市场交易活跃度保持较高水平，叠加投资收益低基数，预计券商一季度业绩同比高增长，看好券商和金融科技板块；保险板块负债端整体平稳，关注权益beta催化。降低“A+H”股上市门槛有望推动优质A股龙头公司赴港上市，港股市场活跃度保持较高水位，香港交易所目前估值表现落后于市场交易活跃度，继续推荐。

● 券商：湘财股份拟换股吸收大智慧，交易量高增有望带动券商一季报高增

（1）本周日均股基成交额1.79万亿，环比-7%，偏股/非货基金新发份额142/319亿份，环比+47%/+85%；本周香港ADT 2873亿港元，同比+171%，环比基本持平。年初至今2432亿港元，同比+136%。（2）湘财股份3月17日公告，公司与大智慧正在筹划由湘财股份通过向大智慧全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并大智慧并发行A股股票募集配套资金，公司A股股票3月17日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。我们认为，湘财股份旗下湘财证券具有证券全牌照，大智慧作为老牌第三方证券APP具有流量资源，关注流量和牌照融合带来的新机会。（3）交易量和开户量持续改善、IPO等业务有望放松，券商基本面有望超预期，关注本周年报券商业绩和业务数据，1季报有望高增，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

● 保险：险企调降投资收益率长期假设，关注权益资产弹性带来的 beta 催化

（1）中国平安3月19日披露2024年报告，2024年新/旧假设下NBV分别400/285亿元，银保价值率提升和个险人力企稳驱动可比口径NBV+28.8%。全年归母净利润实现1266.1亿元，同比+47.8%；集团归母营运利润1218.6亿元、同比+9.1%。基于宏观环境和长期利率趋势考量，公司下调EV长期回报率假设50bp至4.0%，下调传统险/分红与万能险等非传统险风险贴现率假设100bp/200bp至8.5%/7.5%，假设调整带来寿险EV下降13.1%。2024年保险资金净/总投资收益率3.8%/3.9%，分别同比-0.4pct/+1.2pct。减值计提增加对总投资收益率带来一定影响。（2）寿险年报和1季报临近，下调投资收益率假设、负债端增长降速或对股价带来一定压制，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，东方证券，指南针；东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：九方智投控股，中国银河，招商证券；同花顺，国信证券，新华保险。

● 风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

目 录

1、 险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化.....	3
2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300.....	4
3、 数据追踪：本周日均股基成交额环比下降.....	5
4、 行业及公司要闻：央行例会提出择机降准降息.....	7
5、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300.....	4
图 2： 本周江苏金租/香港交易所分别+2.4%/+1.9%.....	4
图 3： 2025 年 2 月日均股基成交额环比+49%.....	5
图 4： 2025 年 2 月以来 IPO 承销规模累计同比-59%.....	5
图 5： 2025 年 2 月以来再融资承销规模累计同比+117%.....	5
图 6： 2025 年 2 月以来债券承销规模累计同比+18%.....	5
图 7： 2025 年 2 月两市日均两融余额同比+20%.....	6
图 8： 2024 年 12 月上市险企寿险保费同比增速分化.....	6
图 9： 2024 年 12 月上市险企财险保费同比增速下降.....	6
表 1： 受益标的估值表.....	4

1、险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化

周五 A+H 上市保险公司有所调整，中国平安披露 2024 年年报，下修投资收益率假设和贴现率假设，假设调整带来寿险 EV 下降 13%。本周大中型券商和上市险企年报密集披露，关注业绩和业务数据。从 2025 年 1 季度业务展望看，市场交易活跃度保持较高水平，叠加投资收益低基数，预计券商一季度业绩同比高增长，看好券商和金融科技板块；保险板块负债端整体平稳，关注权益 beta 催化。降低“A+H”股上市门槛有望推动优质 A 股龙头公司赴港上市，港股市场活跃度保持较高水位，香港交易所目前估值表现落后于市场交易活跃度，继续推荐。

券商：湘财股份拟换股吸收大智慧，交易量高增有望带动券商一季报高增

(1) 本周日均股基成交额 1.79 万亿，环比-7%，偏股/非货币基金新发份额 142/319 亿份，环比+47%/+85%；本周香港 ADT 2873 亿港元，同比+171%，环比基本持平。年初至今 2432 亿港元，同比+136%。(2) 湘财股份 3 月 17 日公告，公司与大智慧正在筹划由湘财股份通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧并发行 A 股股票募集配套资金，公司 A 股股票 3 月 17 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。我们认为，湘财股份旗下湘财证券具有证券全牌照，大智慧作为老牌第三方证券 APP 具有流量资源，关注流量和牌照融合带来的新机会。

(3) 交易量和开户量持续改善、IPO 等业务有望放松，券商基本面有望超预期，关注本周年报券商业绩和业务数据，1 季报有望高增，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

保险：险企调降投资收益率长期假设，关注权益资产弹性带来的 beta 催化

(1) 中国平安 3 月 19 日披露 2024 年报告，2024 年新/旧假设下 NBV 分别 400/285 亿元，银保价值率提升和个险人力企稳驱动可比口径 NBV+28.8%。全年归母净利润实现 1266.1 亿元，同比+47.8%；集团归母营运利润 1218.6 亿元、同比+9.1%。基于宏观环境和长期利率趋势考量，公司下调 EV 长期回报率假设 50bp 至 4.0%，下调传统险/分红与万能险等非传统险风险贴现率假设 100bp/200bp 至 8.5%/7.5%，假设调整带来寿险 EV 下降 13.1%。2024 年保险资金净/总投资收益率 3.8%/3.9%，分别同比 -0.4pct/+1.2pct。减值计提增加对总投资收益率带来一定影响。(2) 寿险年报和 1 季报临近，下调投资收益率假设、负债端增长降速或对股价带来一定压制，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，东方证券，指南针；东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：九方智投控股，中国银河，招商证券；同花顺，国信证券，新华保险。

表1：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2025/3/21	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
600901.SH	江苏金租	5.11	0.63	0.67	0.73	7.63	7.00	买入
300059.SZ	东方财富	23.27	0.52	0.61	0.77	38.15	30.22	买入
600958.SH	东方财富	9.66	0.32	0.41	0.47	23.56	20.55	买入
601377.SH	兴业证券	5.96	0.23	0.21	0.30	28.38	19.87	买入
1299.HK	友邦保险	60.50	2.58	2.87	3.07	21.11	19.72	增持
2328.HK	中国财险	14.72	1.11	1.40	1.50	10.51	9.81	买入
601456.SH	国联证券	11.05	0.24	0.19	0.27	58.16	40.93	买入
300803.SZ	指南针	63.30	0.18	0.26	0.42	243.65	150.61	买入
300033.SZ	同花顺	301.22	2.61	3.16	5.70	95.32	52.85	买入
6060.HK	众安在线	13.50	2.80	0.80	0.90	16.88	15.00	买入
0388.HK	香港交易所	361.00	9.36	10.29	13.27	35.08	27.20	买入
601108.SH	财通证券	7.98	0.48	0.45	0.55	17.73	14.51	买入
601318.SH	中国平安	51.75	4.70	6.95	7.44	7.45	6.96	买入
601601.SH	中国太保	31.73	2.83	3.93	4.66	8.07	6.81	买入
601628.SH	中国人寿	37.54	1.63	2.35	2.66	15.97	14.11	买入
300773.SZ	拉卡拉	17.72	0.57	1.04	1.35	17.04	13.13	买入
601881.SH	中国银河	17.18	0.65	0.82	0.98	20.83	17.58	未评级
601878.SH	浙商证券	11.52	0.42	0.41	0.48	28.24	23.77	未评级
601336.SH	新华保险	50.45	2.79	7.43	6.91	6.79	7.30	未评级

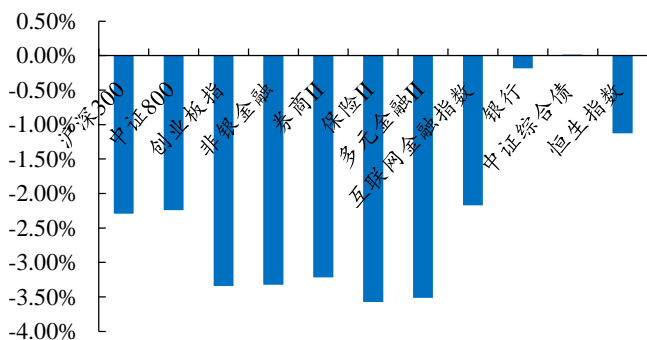
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述指南针、中国银河、浙商证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

2、市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300

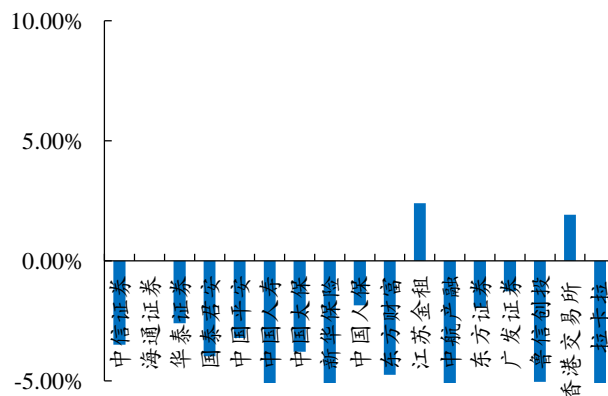
本周交易日（3 月 17 日至 3 月 21 日）沪深 300 指数-2.29%，创业板指数-3.34%，中证综合债指数+0.02%。非银板块-3.33%，跑输沪深 300 指数，券商和保险分别-3.22%/-3.57%。从主要个股表现看，本周江苏金租/香港交易所分别+2.4%/+1.9%。

图1：A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周江苏金租/香港交易所分别+2.4%/+1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：本周日均股基成交额环比下降

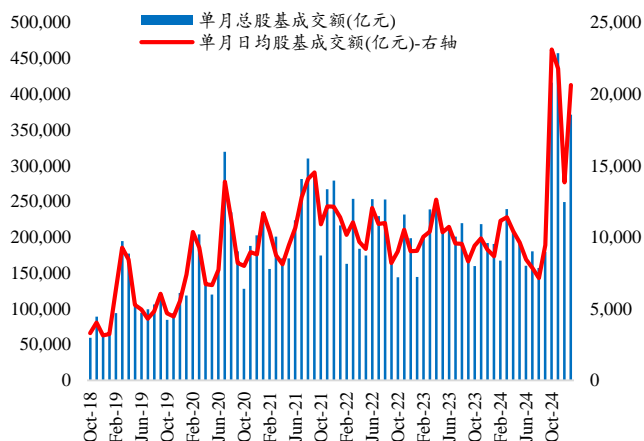
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 25 只，发行 142 亿份，环比+47%，同比+100%。截至 3 月 21 日，2025 年累计新发股票+混合型基金 192 只，发行份额 1024 亿份，同比+109%。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 1.79 万亿元，环比-7%，同比+49%；截至 3 月 21 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 1.81 万亿元，同比+75%。

券商投行业务：截至 3 月 21 日，2025 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 137/1133/25740 亿元，分别同比-38%/+73%/+7%。

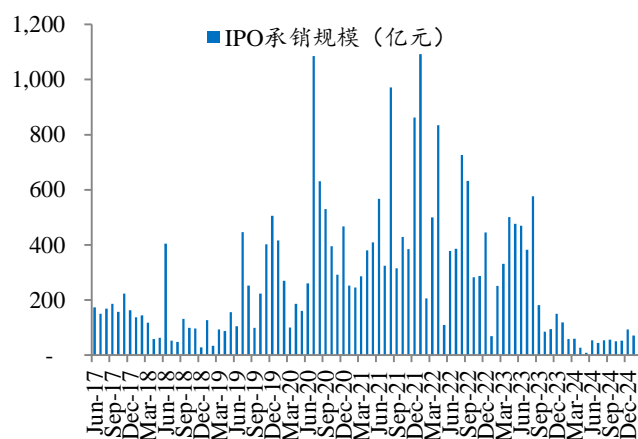
券商信用业务：截至 3 月 20 日，全市场两融余额达到 1.95 万亿元，两融余额占流通市值比重为 2.40%；融券余额 116 亿元，占两融比重达到 0.60%，占比环比下降。

图3：2025 年 2 月日均股基成交额环比+49%



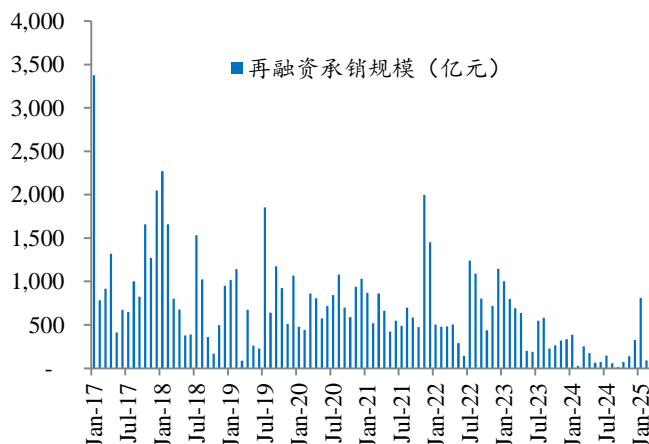
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年 2 月以来 IPO 承销规模累计同比-59%



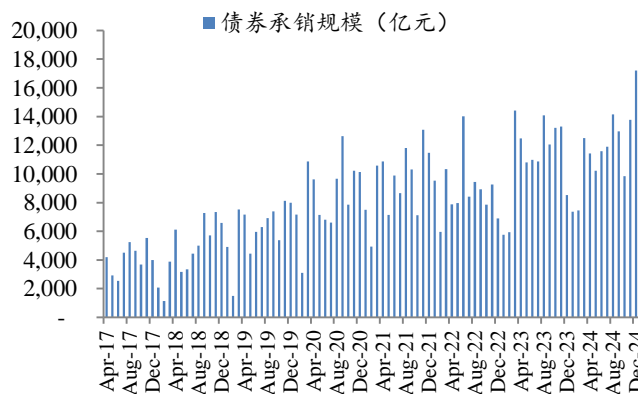
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年 2 月以来再融资承销规模累计同比+117%



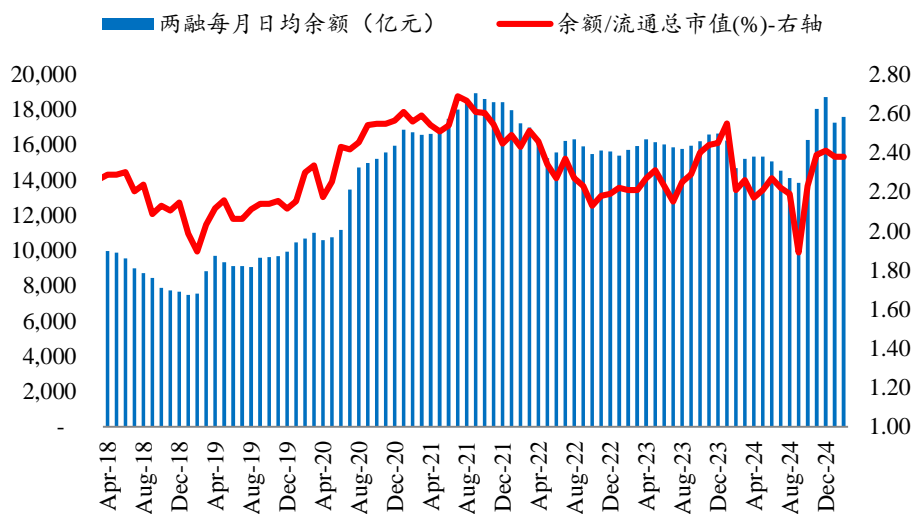
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年 2 月以来债券承销规模累计同比+18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025 年 2 月两市日均两融余额同比+20%

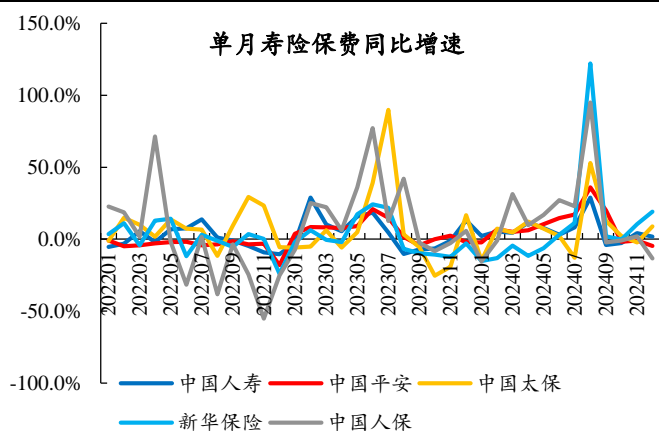


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：（1）2024 年 1-12 月累计：5 家上市险企总保费同比+5.2%，增速较 11 月-0.2pct。其中中国平安+7.6%、中国人保+6.1%、中国人寿+4.7%、新华保险+2.8%、中国太保+2.4%。（2）2024 年 12 月单月：5 家上市险企人身险总保费合计 816 亿元、同比+0.3%，增速较 11 月-1.4pct。其中：新华保险+19.1%、中国人寿+1.9%、中国太保+8.9%、中国平安-4.6%、中国人保-13.3%，上市险企 12 月保费增速回落主因上市险企经营重心转向开门红。

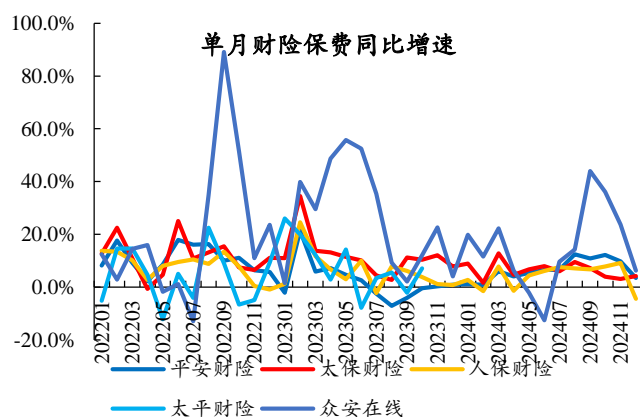
财险保费月度数据：2024 年 12 月 4 家上市险企财险保费收入 892 亿元，同比-0.2%，较 11 月-8.8pct，累计增速同比-0.5pct 至+5.7%。各家 12 月同比分别为：众安在线+6.2%（11 月+23.7%）、太保财险+3.1%（11 月+3.7%）、平安财险+3.4%（11 月+9.8%）、人保财险-4.4%（11 月+9.2%）。

图8：2024 年 12 月上市险企寿险保费同比增速分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024 年 12 月上市险企财险保费同比增速下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：央行例会提出择机降准降息

- 行业新闻：

【中国人民银行货币政策委员会召开2025年第一季度例会】中国人民银行货币政策委员会2025年第一季度例会于3月18日召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

【中国结算进一步拓宽受信用保护债券回购范围，更好支持中小民营企业债券融资】3月21日，中国结算修订发布《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法》，适当放宽开展受信用保护回购业务的发行人主体评级要求。这是受信用保护回购业务于2021年正式向市场推出、并于2022年适当放宽相关科创债券、民企债券发行人主体评级要求之后，再次放宽受信用保护回购担保品范围至主体AA级债券，以更好满足更广大中小民营企业债券回购需求，相关举措促进了交易所信用保护工具发展，切实发挥了交易所债券回购市场便利、高效的优势，进一步便利发行人债券融资。受信用保护回购业务推出以来，截至目前已有11家大型证券公司和信用增进公司申请成为合格创设机构，有力支持了60多家企业发行超过1000亿元的债券融资，切实发挥信用保护工具便利中小民营企业债券融资、服务支持实体经济的作用。

- 公司公告：

湘财股份：2025年3月16日，湘财股份公告，湘财股份有限公司与上海大智慧股份有限公司正在筹划由湘财股份通过向大智慧全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并大智慧并发行A股股票募集配套资金，公司股票于2025年3月17日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。

5、风险提示

- 资本市场波动对投资收益带来波动风险；
- 保险负债端不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn