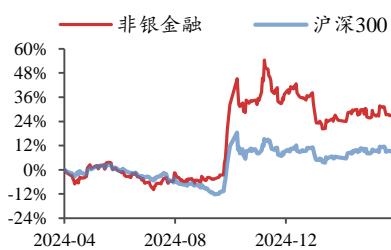


非银金融

2025年03月30日

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

《险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化——行业周报》-2025.3.23

《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

股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的

——行业周报

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：股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的

本周年报密集发布，受益于股市改善，保险和券商2024年净利润均有较好增长，保险业绩beta弹性更强且负债端保持高质量增长，假设下调对EV带来一定拖累；券商在衍生品扰动、公募降佣下业绩增速略低于我们预期。从2025年1季报展望看，金融科技、零售优势突出券商业绩有望受益于交易量高增实现较好增长，1季度A+H权益市场整体向好，利好上市险企业绩。继续推荐高股息率、业绩稳健的江苏金租。中航产融公告拟以股东大会决议方式主动退市，3月31日复盘。

● 券商：年报业绩增速略低于预期，零售优势突出券商业绩增速领航

(1) 本周日均股基成交额1.50万亿，环比-17%，偏股/非货基金新发份额136/301亿份，环比-4%/-5%。(2) 截至3月30日，20家已披露年报的上市券商2024年归母净利润1125亿，同比+15%略低于我们预期，4季度净利润305亿，环比3季度+8%（3季度扣除华泰证券出售资产的一次性投资收益），投资收益、利息净收入和公募席位佣金表现略低于预期，4季度股市波动加大或对衍生品业务带来拖累。头部券商中，国泰君安(+39%)、广发证券(+38%)、中国银河(+27%)和招商证券(+19%)归母净利润增速领先，招商证券、方正证券、国联民生和华林证券下半年代买证券款环比增幅超过45%行业领先，零售客户入金规模增长较快。(3) 中证协披露证券行业数据，2024年证券行业净利润1673亿元，同比+21%，ROE 5.5%，同比+0.7pct，经纪/投行/资管/大自营/利息净收入同比+17%/-45%/+7%/+43%/-6%，我们测算经纪净佣金率万1.95，同比-5%预计主要受公募佣金影响，零售佣金率预计平稳。(4) 交易量改善有望驱动券商1季报增速较好，板块估值仍在低位，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：NBV 和净利润较好，分红表现分化，金监总局部署养老金金融

(1) 本周上市险企全部披露年报，净利润和NBV增速基本符合我们预期。上市险企均下调投资收益率假设，假设下修对EV带来一定拖累，而NBV高增、投资偏差和价值调整的积极表现对冲了假设下调，多数险企EV实现正增长。分红表现分化：中国平安和中国太保依据营运利润稳健提升分红，其他险企分红增幅较高，新华保险保持分红率水平分红额高增。(2) 3月28日金监总局发布《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》，支持资本实力较强保险机构稳健有序投资养老机构、康复医院等，推动银行保险机构积极参与多层次多支柱养老保险体系建设，丰富商业养老保险产品和服务供给。(3) 寿险1季度NBV增速或降档，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、负债端平稳标的投資机会。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，指南针，东方证券；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、股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的.....	3
2、市场回顾：沪深 300 微涨，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：新版证券发行与承销管理办法发布施行.....	7
5、风险提示	8

图表目录

图 1：A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300.....	4
图 2：本周广发证券/江苏金租分别+4.9%/+3.3%	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、股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的

本周年报密集发布，受益于股市改善，保险和券商 2024 年净利润均有较好增长，保险业绩 beta 弹性更强且负债端保持高质量增长，假设下调对 EV 带来一定拖累；券商在衍生品扰动、公募降佣下业绩增速略低于我们预期。从 2025 年 1 季报展望看，金融科技、零售优势突出券商业绩有望受益于交易量高增实现较好增长，1 季度 A+H 权益市场整体向好，利好上市险企业绩。继续推荐高股息率、业绩稳健的江苏金租。中航产融公告拟以股东大会决议方式主动退市，3 月 31 日复盘。

券商：年报业绩增速略低于预期，零售优势突出券商业绩增速领航

(1) 本周日均股基成交额 1.50 万亿，环比-17%，偏股/非货基金新发份额 136/301 亿份，环比-4%/-5%。(2) 截至 3 月 30 日，20 家已披露年报的上市券商 2024 年归母净利润 1125 亿，同比+15% 略低于我们预期，4 季度净利润 305 亿，环比 3 季度+8% (3 季度扣除华泰证券出售资产的一次性投资收益)，投资收益、利息净收入和公募席位佣金表现略低于预期，4 季度股市波动加大或对衍生品业务带来拖累。头部券商中，国泰君安(+39%)、广发证券(+38%)、中国银河(+27%)和招商证券(+19%)归母净利润增速领先，招商证券、方正证券、国联民生和华林证券下半年代买证券款环比增幅超过 45% 行业领先，零售客户入金规模增长较快。(3) 中证协披露证券行业数据，2024 年证券行业净利润 1673 亿元，同比+21%，ROE 5.5%，同比+0.7pct，经纪/投行/资管/大自营/利息净收入同比+17%/-45%/+7%/+43%/-6%，我们测算经纪净佣金率万 1.95，同比-5% 预计主要受公募佣金影响，零售佣金率预计平稳。(4) 交易量改善有望驱动券商 1 季报增速较好，板块估值仍在低位，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：NBV 和净利润较好，分红表现分化，金监总局部署养老保险

(1) 本周上市险企全部披露年报，净利润和 NBV 增速基本符合我们预期。上市险企均下调投资收益率假设，假设下修对 EV 带来一定拖累，而 NBV 高增、投资偏差和价值调整的积极表现对冲了假设下调，多数险企 EV 实现正增长。分红表现分化：中国平安和中国太保依据营运利润稳健提升分红，其他险企分红增幅较高，新华保险保持分红率水平分红额高增。(2) 3 月 28 日金监总局发布《银行业保险业养老保险高质量发展实施方案》，支持资本实力较强保险机构稳健有序投资养老机构、康复医院等，推动银行保险机构积极参与多层次多支柱养老保险体系建设，丰富商业养老保险产品和服务供给。(3) 寿险 1 季度 NBV 增速或降档，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、负债端平稳标的投資机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，指南针，东方证券；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

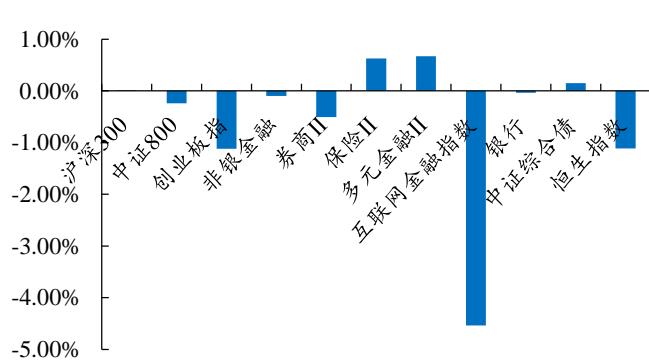
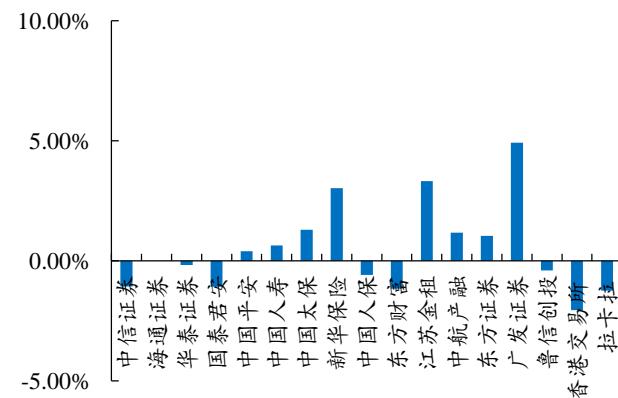
证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2025/3/28	2023A	2024A/E	2025E	2024E	2025E	
600901.SH	江苏金租	5.28	0.63	0.67	0.73	7.88	7.23	买入
300059.SZ	东方财富	23.00	0.52	0.61	0.77	37.70	29.87	买入
600958.SH	东方证券	9.76	0.32	0.41	0.47	23.80	20.77	买入
601377.SH	兴业证券	5.96	0.23	0.21	0.30	28.38	19.87	买入
1299.HK	友邦保险	59.60	2.58	2.87	3.07	20.79	19.43	增持
2328.HK	中国财险	14.40	1.11	1.40	1.60	10.29	9.00	买入
601456.SH	国联民生	10.52	0.24	0.19	0.27	55.37	38.96	买入
300803.SZ	指南针	64.00	0.18	0.26	0.42	246.34	152.27	买入
300033.SZ	同花顺	294.83	2.61	3.16	5.70	93.30	51.72	买入
6060.HK	众安在线	12.58	2.80	0.80	0.90	15.73	13.98	买入
0388.HK	香港交易所	353.60	9.36	10.29	13.27	34.36	26.65	买入
601108.SH	财通证券	7.96	0.48	0.45	0.55	17.69	14.47	买入
601318.SH	中国平安	51.96	4.70	6.95	7.44	7.48	6.98	买入
601601.SH	中国太保	32.14	2.83	3.93	4.66	8.18	6.90	买入
601628.SH	中国人寿	37.78	1.63	2.35	2.66	16.08	14.20	买入
300773.SZ	拉卡拉	17.50	0.57	1.04	1.35	16.83	12.96	买入
601881.SH	中国银河	16.99	0.65	0.82	0.98	20.60	17.27	未评级
601878.SH	浙商证券	11.73	0.42	0.41	0.48	28.76	24.21	未评级
601336.SH	新华保险	51.98	2.79	7.43	6.90	7.00	7.54	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。东方财富、东方证券、中国财险、国联民生、指南针、同花顺、香港交易所、中国平安、中国太保、中国人寿、中国银河、新华保险已披露 2024 年报。

2、市场回顾：沪深 300 微涨，非银板块跑输沪深 300

本周交易日（3 月 24 日至 3 月 28 日）沪深 300 指数+0.01%，创业板指数-1.12%，中证综合债指数+0.15%。非银板块-0.10%，跑输沪深 300 指数，券商和保险分别-0.51%/+0.63%。从主要个股表现看，本周广发证券/江苏金租分别+4.9%/+3.3%。

图1：A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300

图2：本周广发证券/江苏金租分别+4.9%/+3.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

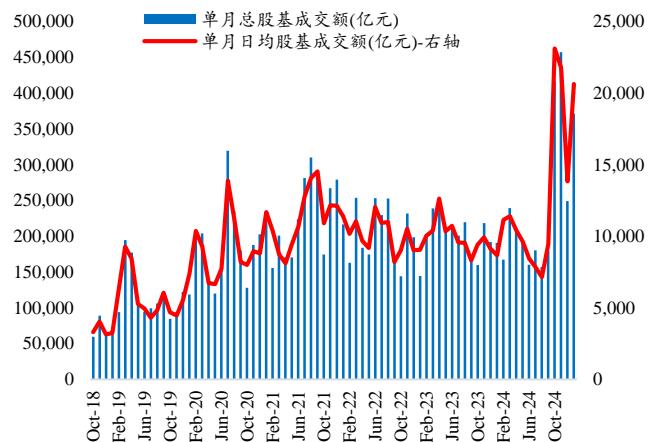
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 27 只，发行 136 亿份，环比-4%，同比+149%。截至 3 月 28 日，2025 年累计新发股票+混合型基金 219 只，发行份额 1160 亿份，同比+113%。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 1.50 万亿元，环比-17%，同比+42%；截至 3 月 28 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 1.78 万亿元，同比+72%。

券商投行业务：截至 3 月 28 日，2025 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 165/1188/30217 亿元，分别同比-30%/+78%/+13%。

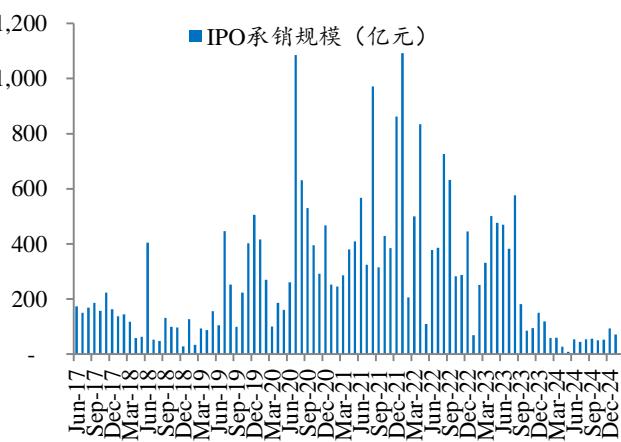
券商信用业务：截至 3 月 27 日，全市场两融余额达到 1.93 万亿元，两融余额占流通市值比重为 2.41%；融券余额 114 亿元，占两融比重达到 0.59%，占比环比下降。

图3：2025年2月日均股基成交额环比+49%



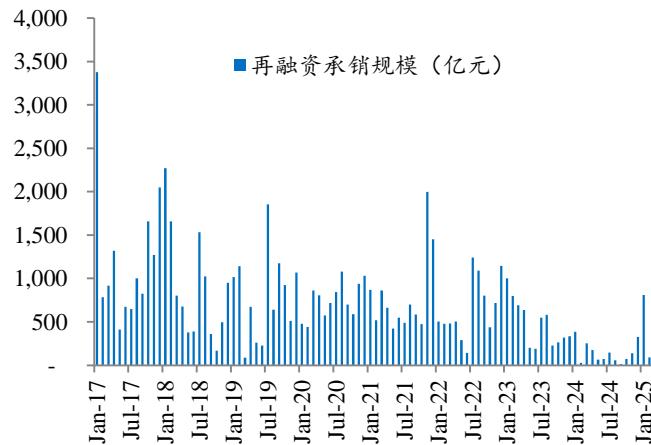
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025年2月以来IPO承销规模累计同比-59%



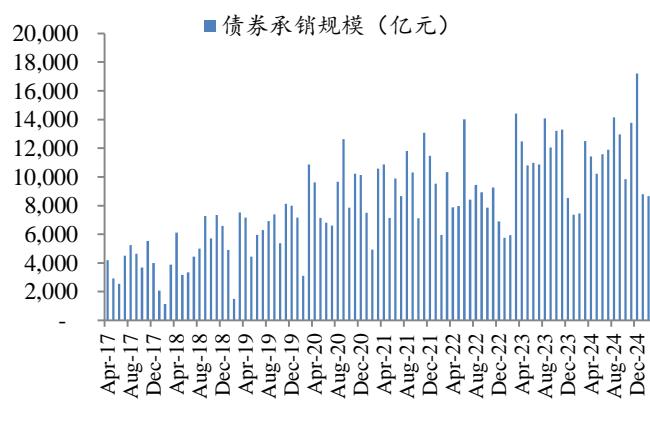
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025年2月以来再融资承销规模累计同比+117%



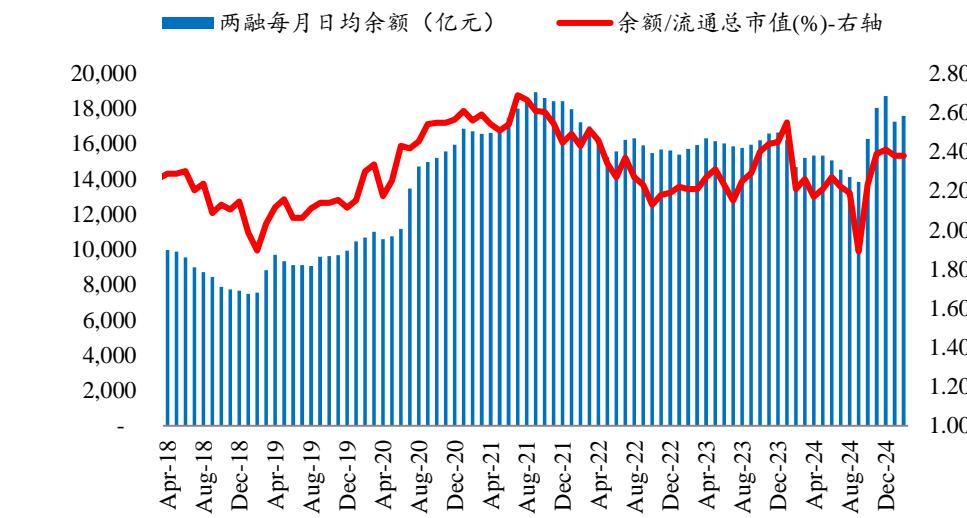
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%

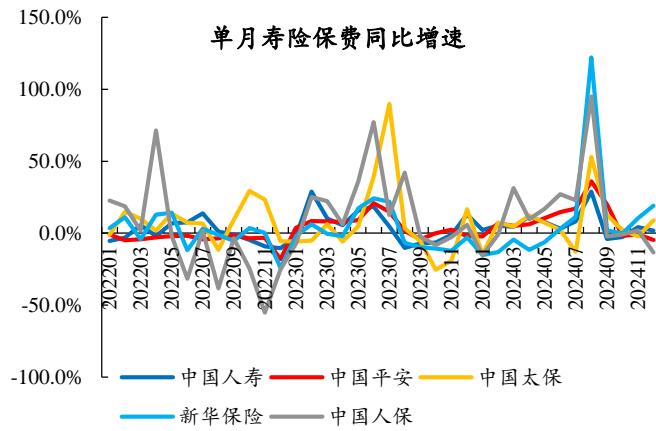


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

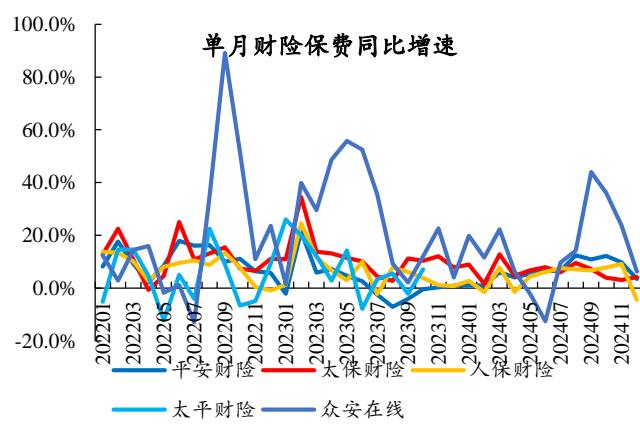
财险保费月度数据：2024年12月4家上市险企财险保费收入892亿元，同比-0.2%，较11月-8.8pct，累计增速同比-0.5pct至+5.7%。各家12月同比分别为：众安在线+6.2%（11月+23.7%）、太保财险+3.1%（11月+3.7%）、平安财险+3.4%（11月+9.8%）、人保财险-4.4%（11月+9.2%）。

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：新版证券发行与承销管理办法发布施行

● 行业新闻：

【新版证券发行与承销管理办法发布施行】2025年3月28日，中国证监会发布《关于修改<证券发行与承销管理办法>的决定》，自公布之日起施行。本次共对《证券发行与承销管理办法》的六个条文进行修改，主要内容包括：一是增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象。落实《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》有关在新股申购标准方面给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇的要求，在《承销办法》第十二条第二款中增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象，同时明确由证券交易所规定优先配售的其他情形，为将来增加优先配售对象预留空间。二是明确由证券交易所制定IPO分类配售具体规定。三是禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。四是根据新《公司法》作适应性调整。完善有关财务资助的表述，在《承销办法》第二十七条、第三十八条中增加有关禁止通过财务资助等方式损害公司利益的表述。

【金融机构产品适当性管理办法征求意见】国家金融监督管理总局网站3月28日消息，国家金融监督管理总局日前就《金融机构产品适当性管理办法(征求意见稿)》向社会公开征求意见。《办法》共六章五十条，对金融机构在适当性管理全过程中的有关义务进行规范。《办法》要求，金融机构应当对本机构发行和销售的投资型产品统一划分风险等级。产品风险等级由低到高至少包括一级至五级。涉及投资组合的产品，应当按照产品整体风险情况进行风险等级划分。发行机构与销售机构的产品风险评级结果不一致的，销售机构应当按照孰高原则采用并披露评级结果。同时，发行机构应当根据市场变化对产品风险等级进行动态管理，并将变动情况及时告知销售机构。销售机构应当及时披露风险等级变动情况，并根据产品及投资者信息变化情况，主动调整适当性匹配意见，及时告知投资者。《办法》还将投资型产品的投资者区分为专业投资者与普通投资者，对普通投资者进行特别保护，包括进行风险承受能力评估，充分履行告知义务，开展风险提示等。《办法》要求，金融机构必须严格按照《办法》规定，向普通投资者充分履行告知义务，及时进行风险提示，提出明确的适当性匹配意见。

● 公司公告：

湘财股份：2025年3月28日，湘财股份发布换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案，本次吸收合并后，大智慧将终止上市，并注销法人资格；湘财股份作为存续公司将承继及承接大智慧的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务，并相对应存续公司的注册资本、经营范围等内容予以变更。

中信证券：2025年3月26日，中信证券发布2024年度业绩公告，2024年实现营业收入/归母净利润分别为638/217亿元。

中金公司：2025年3月28日，中金公司发布2024年度业绩公告，2024年实现营业收入/归母净利润分别为213/57亿元。

中信建投：2025年3月27日，中金公司发布2024年度业绩公告，2024年实现营业收入/归母净利润分别为211/72亿元。

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