

2025年03月31日

超配

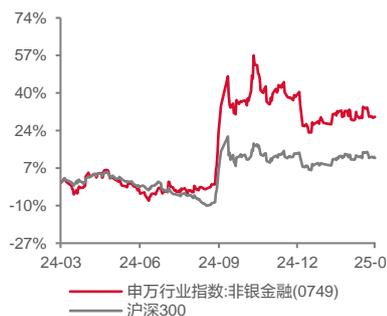
年报业绩亮眼，把握发展基础夯实下的非银板块低位配置机遇

——非银金融行业周报（20250324-20250330）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 湘财拟合并大智慧引导券业并购创新，长端利率企稳改善险资再配置收益——非银金融行业周报（20250310-20250316）
2. 券业并购重组预期升温，险企对外开放再深化——非银金融行业周报（20250224-20250302）
3. 资本市场助力书写金融“五篇大文章”，险资投资黄金试点启动——非银金融行业周报（20250203-20250209）

投资要点:

- **行情回顾:** 上周非银指数下跌0.1%，相较沪深300超跌0.1pp，其中券商与保险指数表现有所分化，分别为-0.51%和0.63%，保险指数有一定超额收益。市场数据方面，上周市场股基日均成交额14950亿元，环比上一周降低16.5%；两融余额1.92万亿元，环比上一周小幅降低0.8%；股票质押市值2.79万亿元，环比上一周降低1.5%。
- **券商: 投资改善驱动2024年报业绩改善，券商+金融科技开启跨界组合新路径。** 1) 中证协披露2024年证券行业数据，全年实现净利润1673亿元，同比增长21.3%，其中经纪、投行、资管、利息、自营分别同比+17%、-36%、+7%、-6%、+43%，权益市场改善推动经纪、资管、自营收入高增，而一二级市场逆周期调节下的投行收入大幅压缩也较符合预期；2) 截至上周末，已有28家上市券商发布2024年报，归母净利润同比增长15.3%，其中四季度归母净利润同比大幅增长96.6%，主要受益于“924”政策组合拳实施后的权益市场大幅回暖所致。今年一季度市场交投活跃度持续高位，叠加投行业务初显宽松迹象，业务边际改善值得期待；3) 湘财股份披露换股吸收合并大智慧并募资预案，拟以大智慧和湘财股份1:1.27的换股比例，并配套募资不超过80亿元，完成后大智慧将终止上市，存续公司主营业务保持不变。我们认为湘财股份未来有望通过“流量+牌照”的模式实现用户增长、业务协同与收益增厚，但其成功的关键在于用户转化效率与生态整合能力，不过不可否认的是，此举开启了券商+金融科技跨界组合新路径，为中小券商差异化突围提供了新范式。
- **保险: “养老金融20条”出台指明发展方向，上市险企2024年业绩亮眼并奠定稳健发展基础。** 1) 金融监管总局于3月28日发布《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》，明确未来五年要逐步建立起具有鲜明中国特色的银行业保险业养老金融体系，从积极参与多层次多支柱养老保险体系建设、加强对养老产业的融资支持和风险保障、提升老年群体金融服务水平、健全养老金融业务内部治理体系、加强和改进养老金融业务监管、构建多方协同的高质量发展格局等方面提出了发展指引。我们认为“养老20条”的推出一方面通过丰富产品创新和服务供给，夯实实现阶段的三支柱养老保障体系，其中提及的畅通将各类资产合理有序转换为养老资源的渠道有望成为扩规模的重要路径；另一方面，老龄化趋势下的银发经济迎来发展机遇，优化老年群体金融服务、促进适老化改造等提升老年人获得感与满足感的相关举措有望持续落地，为养老金融的高质量发展增添动力；2) 上市险企披露2024年报业绩，在权益市场大幅改善催化下净利润实现大幅增长，同时在预定利率下调、银保“报行合一”引导下的产品价值率提升，进而推动NBV实现高增。在资产负债共振背景下，险企也主动下调精算假设以夯实内含价值未来的增长基础，对业绩稳健增长和持续高分红水平保持乐观。
- **投资建议:** 1) 券商: 资本市场新“国九条”顶层设计指引明确了培育一流投资银行的有效性和方向性，活跃资本市场的长逻辑不变，建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇；2) 保险: 新“国十条”聚焦强监管、防风险框架下的高质量发展，并以政策支持优化产品设计、提升渠道价值，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。
- **风险提示:** 资本市场改革力度不及预期，长端利率持续低位震荡与权益市场大幅波动，新单保费销售节奏与力度不及预期，系统性风险对板块标的业绩和估值的压制。

正文目录

1. 周行情回顾	4
2. 市场数据跟踪	6
3. 行业新闻	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 A 股大盘走势（截至 2025/3/28）	4
图 2 日均股基成交额表现	6
图 3 沪深交易所换手率表现	6
图 4 融资余额及环比增速	6
图 5 融券余额及环比增速	6
图 6 股票质押参考市值及环比增速	6
图 7 十年期利率走势	6
图 8 股票承销金额表现	7
图 9 债券承销金额及环比	7
表 1 指数涨跌幅（截至 2025/3/28）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/3/28）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/3/28）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/3/28）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/3/28）	5
表 6 行业新闻一览	7

1.周行情回顾

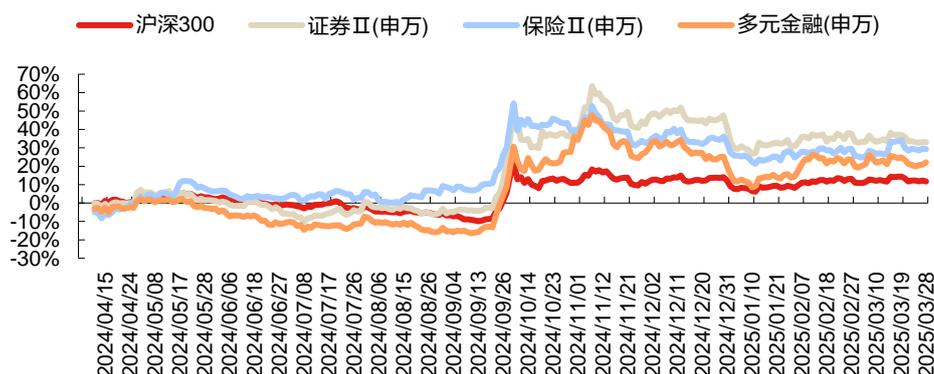
上周宽基指数方面，上证指数下跌 0.4%，深证成指下跌 0.8%，沪深 300 上涨 0.01%，创业板指数下跌 1.1%；行业指数方面，非银金融(申万)下跌 0.1%，其中证券 II (申万)下跌 0.5%，保险 II (申万)上涨 0.6%，多元金融(申万)上涨 0.7%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/3/28）

代码	指数名称	周涨跌幅	1 个月 涨跌幅	3 个月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
000001.SH	上证指数	-0.4%	-0.9%	-1.4%	0.0%
399001.SZ	深证成指	-0.8%	-3.2%	-0.5%	1.9%
000300.SH	沪深 300	0.0%	-1.1%	-1.7%	-0.5%
399006.SZ	创业板指数	-1.1%	-6.2%	-3.5%	-0.6%
801790.SI	非银金融(申万)	-0.1%	-2.5%	-7.0%	-4.3%
801193.SI	证券 II (申万)	-0.5%	-3.7%	-9.0%	-5.7%
801194.SI	保险 II (申万)	0.6%	-0.1%	-3.8%	-2.7%
801191.SI	多元金融(申万)	0.7%	-1.3%	-2.3%	1.7%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/3/28）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/3/28）

证券代码	中文简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)	A/H 溢价
000776.SZ	广发证券	16.40	4.9%	1,247.36	15.73	1.05	68%
002945.SZ	华林证券	15.83	4.3%	427.41	290.96	6.46	N/A
600918.SH	中泰证券	6.62	2.2%	461.32	49.22	1.22	N/A
601878.SH	浙商证券	11.73	1.8%	536.51	27.77	1.97	N/A
601066.SH	中信建投	24.50	1.7%	1,900.39	26.31	2.48	166%
002926.SZ	华西证券	8.69	1.5%	228.11	74.57	0.99	N/A
000166.SZ	申万宏源	5.09	1.2%	1,274.53	31.02	1.24	141%
600958.SH	东方证券	9.76	1.0%	829.27	24.75	1.09	107%
601236.SH	红塔证券	8.01	0.8%	377.81	50.40	1.59	N/A
600909.SH	华安证券	5.70	0.5%	266.67	17.95	1.20	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A股保险最新表现（截至 2025/3/28）

证券代码	证券简称	最新收盘价	周涨跌幅	周成交额（亿元）	A/H 溢价率	A-PEV(25E)
601336.SH	新华保险	51.98	3.0%	51.80	88%	0.54
601601.SH	中国太保	32.14	1.3%	41.87	40%	0.51
601628.SH	中国人寿	37.78	0.6%	25.49	169%	0.72
601318.SH	中国平安	51.96	0.4%	106.22	20%	0.57
000627.SZ	天茂集团	3.89	-0.5%	17.28	N/A	N/A
601319.SH	中国人保	6.83	-0.6%	17.52	82%	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表4 A股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/3/28）

证券代码	证券简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
002961.SZ	瑞达期货	16.95	11.9%	75.43	22.47	2.77
001236.SZ	弘业期货	10.03	7.0%	101.08	433.81	5.44
603093.SH	南华期货	14.04	5.8%	85.65	18.70	2.08
600643.SH	爱建集团	5.14	3.4%	81.89	-64.22	0.65
600901.SH	江苏金租	5.28	3.3%	305.84	10.75	1.31
600927.SH	永安期货	13.38	2.9%	194.75	33.09	1.54
603383.SH	顶点软件	37.73	2.3%	77.49	36.12	5.49
600061.SH	国投资本	7.28	2.1%	465.48	23.16	0.91
000415.SZ	渤海租赁	3.36	1.5%	207.80	10.27	0.68
000563.SZ	陕国投 A	3.52	1.4%	180.01	13.23	1.01

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 主要港美股最新表现（截至 2025/3/28）

证券代码	证券简称	币种	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
2588.HK	中银航空租赁	HKD	61.75	-1.1%	428.55	5.98	0.87
1299.HK	友邦保险	HKD	59.60	-1.5%	6,373.74	12.01	2.03
3360.HK	远东宏信	HKD	6.32	-2.0%	273.03	6.55	0.52
0388.HK	香港交易所	HKD	353.60	-2.0%	4,483.07	34.35	8.32
1833.HK	平安好医生	HKD	7.16	-2.1%	154.76	176.00	3.99
TIGR.O	老虎证券	USD	8.67	-2.1%	15.26	25.13	2.33
FUTU.O	富途控股	USD	103.62	-2.6%	142.92	20.38	3.96
0966.HK	中国太平	HKD	12.02	-2.9%	432.00	5.12	0.61
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	41.92	-5.5%	371.19	26.31	4.66
6060.HK	众安在线	HKD	12.58	-6.8%	184.90	28.37	0.82
AFRM.O	AFFIRM	USD	46.20	-7.4%	146.94	-73.86	5.28
NOAH.N	诺亚控股	USD	10.14	-8.7%	6.80	10.28	0.49
XYZ.N	BLOCK	USD	55.33	-9.5%	342.76	11.83	1.61
WDH.N	水滴公司	USD	1.30	-15.0%	4.80	9.38	0.72
HUIZ.O	慧择	USD	2.62	-18.1%	0.26	-287.85	0.46

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.市场数据跟踪

经纪：上周市场股基日均成交额 14950 亿元，环比上一周降低 16.5%；上交所日均换手率 0.97%，深交所日均换手率 2.58%。

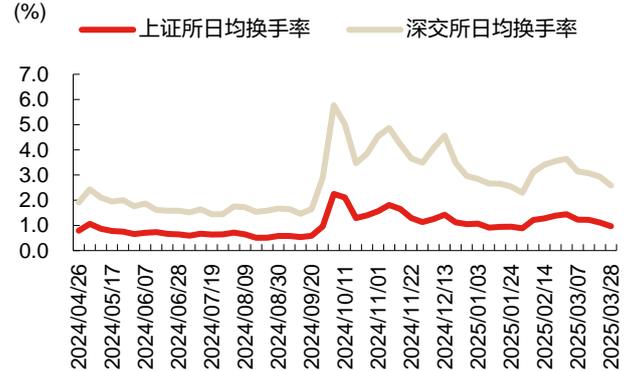
信用：两融余额 1.92 万亿元，环比上一周小幅降低 0.8%，其中融资余额 1.91 万亿元，环比上一周小幅降低 0.8%；融券余额 111 亿元，环比上一周降低 1.3%；股票质押市值 2.79 万亿元，环比上一周降低 1.5%。

图2 日均股基成交额表现



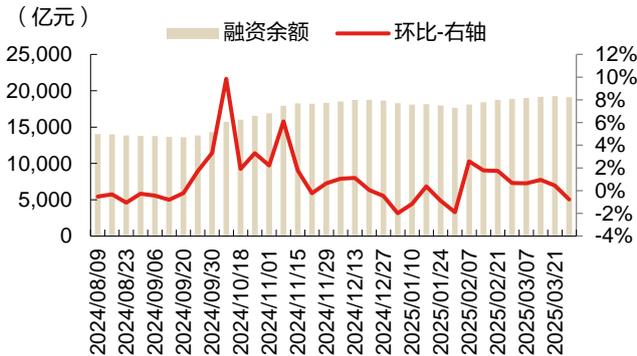
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



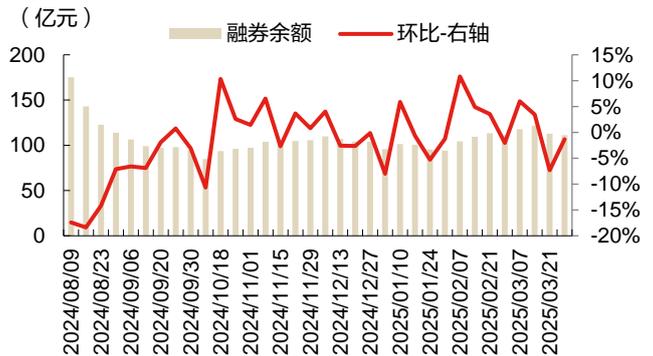
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



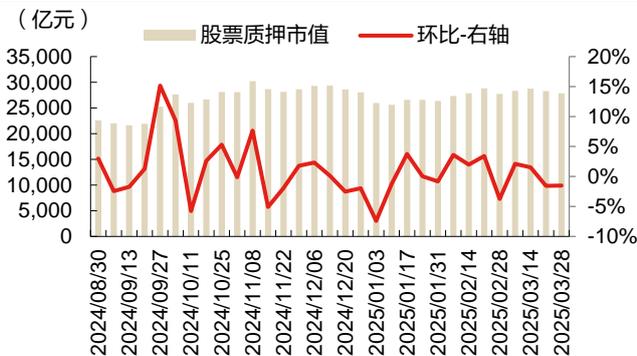
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



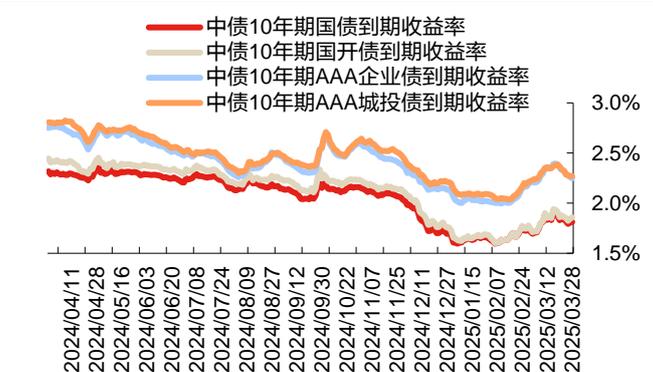
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



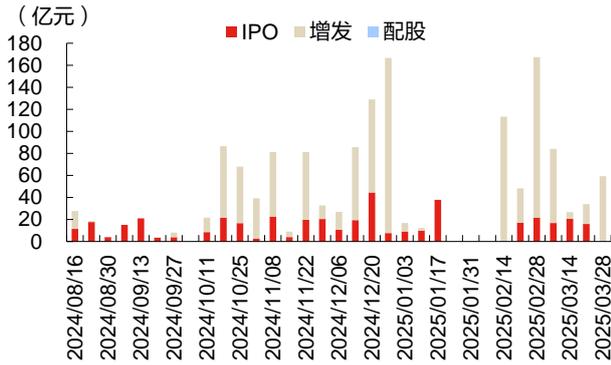
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



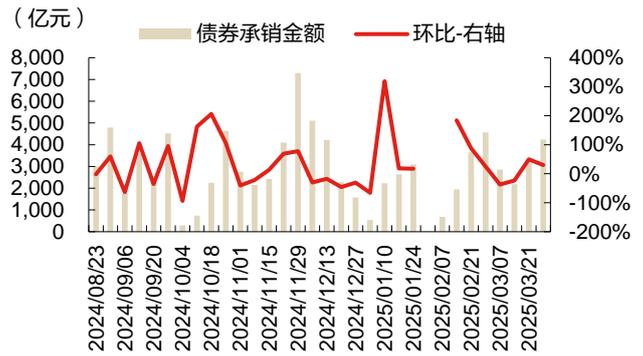
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 股票承销金额表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 债券承销金额及环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.行业新闻

表6 行业新闻一览

日期	来源	内容
2025/3/28	金融监管总局	印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》，共七个部分、二十条，分别从总体要求、积极参与多层次多支柱养老保险体系建设、加强对养老产业的融资支持和风险保障、提升老年群体金融服务水平、健全养老金融业务内部治理体系、加强和改进养老金融业务监管、构建多方协同的高质量发展格局等七个方面，对银行业保险业提升金融服务中国式现代化大局和中国式老龄化的能力和质效作出了系统部署。
2025/3/28	证监会	发布关于修改《证券发行与承销管理办法》的决定，主要包括：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；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。
2025/3/28	证券业协会	发布证券公司2024年度经营数据，150家证券公司2024年度实现营业收入4,511.69亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,151.49亿元、证券承销与保荐业务净收入296.38亿元、财务顾问业务净收入53.93亿元、投资咨询业务净收入54.43亿元、资产管理业务净收入239.47亿元、利息净收入501.19亿元、证券投资收益（含公允价值变动）1,740.73亿元；2024年度实现净利润1,672.57亿元。

资料来源：Wind，东海证券研究所

4.风险提示

1) 资本市场改革力度不及预期。监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位,包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧,可能进一步影响投资者对于市场发展的信心,进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。

2) 长端利率持续低位震荡与权益市场大幅波动。长端利率超预期下行影响险资固收资产再配置,权益市场大幅波动影响股票交投活跃度,投资者风险偏好降低拖累市场景气度,宏观环境下行影响市场基本面。

3) 新单保费销售节奏与力度不及预期。保障需求释放放缓、理财产品竞争力提升均会影响保险新单销售节奏,进而影响代理人收入、留存和价值增长。

4) 系统性风险对板块标的业绩和估值的压制。市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险,可能提升重资本业务的风险,进而影响业绩预期和估值中枢。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089