

非银金融行业跟踪周报

保险/券商 2024 业绩大增, 看好 Q1 持续改善 增持 (维持)

2025 年 03 月 30 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

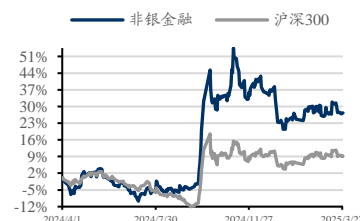
执业证书: S0600123090002

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 03 月 24 日-2025 年 03 月 28 日) 非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。保险行业上涨 0.65%, 多元金融行业上涨 0.47%, 证券行业下跌 0.48%, 非银金融整体下跌 0.04%, 沪深 300 指数上涨 0.01%。
- **证券: 2025 年 03 月至今交易量同比大幅提升; 上市券商业绩披露近半, 合计净利润同比+16%。** 1) 3 月交易量同比大幅提升。截至 2025 年 03 月 28 日, 2025 年 03 月日均股基交易额为 17244 亿元, 较上年 3 月上涨 55.18%, 较上月下降 15.37%。截至 03 月 27 日, 两融余额 19266 亿元, 同比提升 24.83%, 较年初提升 3.32%。截至 2025 年 03 月 28 日, 3 月 IPO 发行 12 家, 募集资金 71.73 亿元。2) **证监会修改《证券发行与承销管理办法》。** 主要修改内容包括: ①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; ②明确由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定; ③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; ④根据新《公司法》作适应性调整。3) **中证协进一步完善证券行业全面风险管理建设。** 2025 年 3 月 28 日, 中证协发布《证券公司全面风险管理规范 (修订稿)》和《证券公司市场风险管理指引》。两份文件就风控体系建设、场外衍生品监控机制、组织架构相关职责等方面部署工作安排。4) **2025 年 03 月 28 日券商行业 (未包含东方财富) 2024 平均 PB 估值 1.6x, 2025E 平均 PB 估值 1.4x。** 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: 上市险企 2024 年净利润、NBV 大幅增长。** 1) 上市险企 2024 年报披露完毕, 净利润、NBV 大幅增长。平安、国寿、太保、新华、人保 2024 年归母净利润分别同比增长 48%、132%、65%、201%、88%; 利润同比大增的主要原因为 2024 年股票、债券市场表现较好带来的投资收益提升。平安、国寿、太保、人保新业务价值可比口径下分别同比增长 29%、24%、58%、114%, 新华保险非可比口径同比增长 107%; 新业务价值大幅增长的主要原因为新业务价值率的提高, 归功于银保“报行合一”和预定利率下降带来的负债成本优化。2) **金监总局印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》。** 主要内容包括: 积极参与多层次多支柱养老保险体系建设, 支持银行保险机构积极参与服务基本养老保险制度, 增强服务企业年金和职业年金制度能力, 促进个人养老金制度持续健康发展, 持续推动商业养老金融改革; 加强对养老产业的融资支持和风险保障, 丰富股权和债权投资方式, 加强养老产业保险保障; 提升老年群体金融服务水平, 扩大老年群体保障覆盖面, 优化老年群体金融服务。3) **保险业经营具有显著顺周期特性, 近期长债利率已持续上行, 未来随着经济复苏, 投资端都将显著改善。** 2025 年 03 月 28 日保险板块估值 0.52-0.77 倍 2025E 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 信托行业利润总额为 196 亿元, 同比降幅为 40.6%。2) **期货:** 2025 年 2 月全国期货交易市场规模成交量为 5.63 亿手, 成交额为 51.56 万亿元, 同比分别增长 69.67% 和增长 68.99%。2025 年 1 月全国期货公司净利润 5.63 亿元, 同比增长 943%。3) **其他:** 金管总局就《货币经纪公司管理办法 (征求意见稿)》公开征求意见, 征求意见稿适度提高了注册资本最低要求, 适度拓宽业务范围, 明确了经纪业务品种的准入要求, 同时进一步强化风险监管。
- **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, 重点推荐新华保险、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

《基金日均成交额及换手率持续上升, 新发基金规模显著上涨》

2025-03-24

《仍看好利率上行趋势下的保险股投资机会》

2025-03-23

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 03 月至今交易量同比大幅提升；上市券商业绩披露近半，合计净利润同比+16%..... 5

 2.2. 保险：上市险企 2024 年净利润、NBV 大幅增长 8

 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：2025 年 2 月成交额同比提升..... 10

 2.3.3. 其他：金管总局拟加强货币经纪公司监督管理..... 12

3. 行业排序及重点公司推荐 12

4. 风险提示 15

图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2025.03.24-2025.03.28) 非银金融子行业表现 4

图 2: 2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 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 (%) 9

图 5: 信托行业经营收入和利润 10

图 6: 信托资产种类分布 (%) 10

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 11

图 10: 期货公司净利润及增速 11

表 1: 各指数涨跌情况 5

表 2: 上市券商 2024 年业绩情况 (截至 2025 年 3 月 28 日) 6

表 3: 上市险企 2024 年业绩情况 8

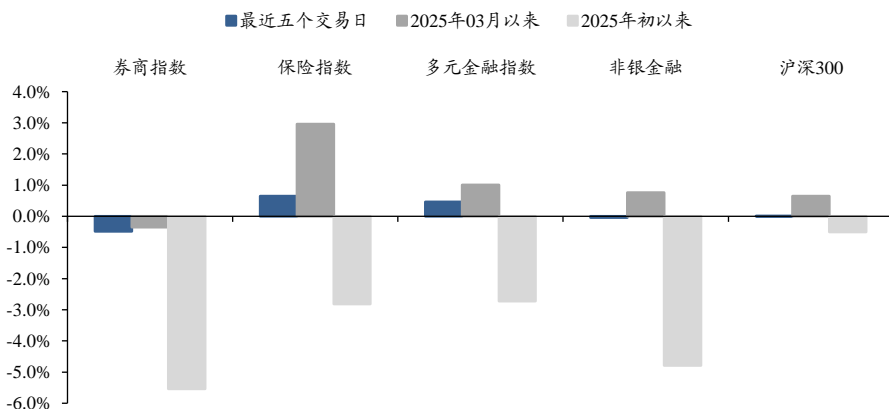
表 4: 上市券商估值表 (2025 年 03 月 28 日) 13

表 5: 上市保险公司估值及盈利预测 14

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 03 月 24 日-2025 年 03 月 28 日）非银行金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 0.48%，保险行业上涨 0.65%，多元金融行业上涨 0.47%，非银金融整体下跌 0.04%，沪深 300 指数上涨 0.01%。

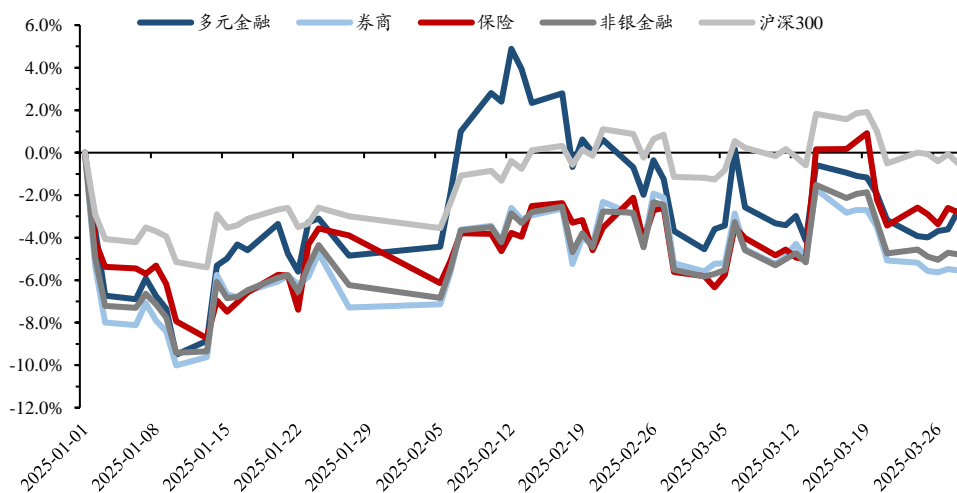
图 1：最近 5 个交易日（2025.03.24-2025.03.28）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 03 月 28 日），多元金融行业表现最好，其次为保险行业。多元金融行业下跌 2.73%，保险行业下跌 2.81%，证券行业下跌 5.54%，非银金融整体下跌 4.79%，沪深 300 指数下跌 0.50%。

图 2：2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 03 月 28 日）

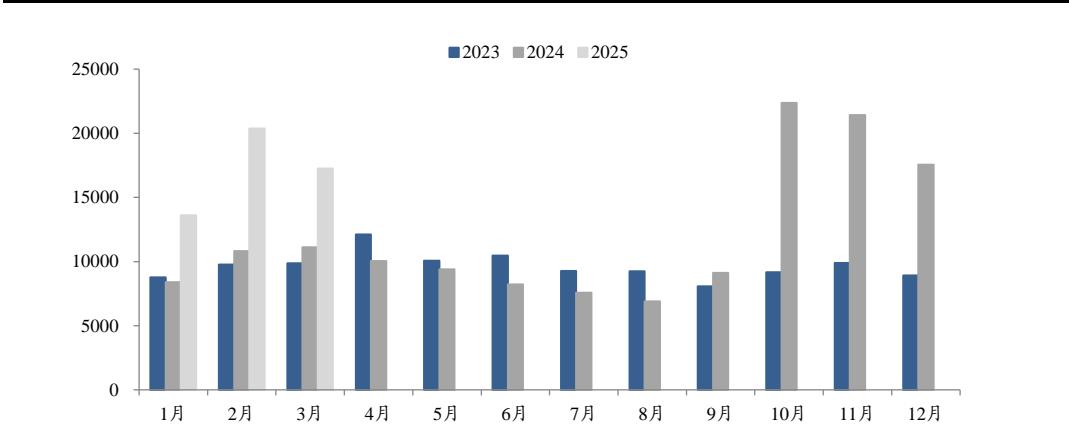
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，新华保险表现较好，中国人保、天茂集团相对落后；证券行业中，广发证券、华林证券表现较好，国盛金控、国联民生表现较差；多元金融行业中，电投产融、瑞达期货表现较好，浙江东方、海南华铁表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2025 年 03 月至今交易量同比大幅提升；上市券商业绩披露近半，合计净利润同比+16%

2025 年 03 月至今交易量同比大幅提升。截至 2025 年 03 月 28 日，2025 年 03 月日均股基交易额为 17244 亿元，较上年 3 月上涨 55.18%，较上月下降 15.37%。截至 03 月 27 日，两融余额 19266 亿元，同比提升 24.83%，较年初提升 3.32%。截至 2025 年 03 月 28 日，3 月 IPO 发行 12 家，募集资金 71.73 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 03 月 28 日）

3 月权益市场小幅上涨。截至 2025 年 03 月 28 日，2025 年 03 月沪深 300 指数上涨 0.65%，上年 3 月上涨 0.61%，2025 年 02 月上涨 1.91%；创业板指数下跌 1.94%，上年 3 月上涨 0.62%，2025 年 02 月上涨 5.16%；上证综指上涨 0.92%，上年 3 月上涨 0.86%，2025 年 02 月上涨 2.16%；中债总全价指数下跌 0.58%，上年 3 月下跌 0.06%，2025 年 02 月下跌 1.00%；万得全 A 指数上涨 0.45%，上年 3 月上涨 1.35%，2025 年 02 月上涨 4.74%。

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 3 月	0.65%	-1.94%	0.92%	-0.58%	0.45%
2025 年 2 月	1.91%	5.16%	2.16%	-1.00%	4.74%
2024 年 3 月	0.61%	0.62%	0.86%	-0.06%	1.35%
2024 年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年至今累计	-0.50%	-0.63%	-0.01%	-1.50%	2.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 03 月 28 日）

上市券商业绩披露近半，合计归母净利润同比增长 16%。截至 2025 年 3 月 28 日，共有 21 家上市券商披露 2024 年业绩，合计营收 3704 亿元，同比增长 10%；合计归母净利润 1225 亿元，同比增长 16%；平均 ROE 为 6.2%，同比提升 0.5pct。头部券商中，

中信、华泰、国君、招商、银河 2024 年归母净利润分别增长 10%、20%、39%、19%、27%。上市券商 2024 年业绩普遍同比高增，主要系 2024 年下半年股市及债市双双走牛，带动券商自营投资收益大幅提升，同时 24Q3 以来市场成交额中枢大幅抬升，带动券商财富管理业务收入显著增长。

表 2：上市券商 2024 年业绩情况（截至 2025 年 3 月 28 日）

公司	本位币	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	同比变动	ROE（%）	同比（pct）
中信证券	CNY	637.9	6.2%	217.0	10.1%	4.6	0.25	8.1%	0.3
华泰证券	CNY	414.7	13.4%	153.5	20.4%	3.3	-0.96	9.2%	1.1
国泰君安	CNY	434.0	20.1%	130.2	38.9%	5.4	0.38	8.1%	2.1
招商证券	CNY	208.9	5.4%	103.9	18.5%	4.4	-0.36	8.8%	0.9
中国银河	CNY	354.7	5.4%	100.3	27.3%	4.1	-0.09	8.3%	0.8
广发证券	CNY	272.0	16.7%	96.4	38.1%	4.0	-0.10	7.4%	1.8
东方财富	CNY	114.9	4.7%	96.1	17.3%	2.4	-0.02	12.6%	0.7
中信建投	CNY	211.3	-9.1%	72.2	2.7%	4.1	-0.23	8.2%	-0.4
中金公司	CNY	213.3	-7.2%	56.9	-7.5%	5.0	-0.20	5.5%	-0.9
申万宏源	CNY	247.4	15.0%	52.1	13.1%	5.5	0.11	5.1%	0.4
东方证券	CNY	191.9	12.3%	33.5	21.7%	3.7	0.28	4.1%	0.7
光大证券	CNY	96.0	-4.3%	30.6	-28.4%	3.2	0.21	4.6%	-2.3
方正证券	CNY	77.2	8.4%	22.1	2.6%	4.3	持平	4.7%	-0.2
华安证券	CNY	45.4	24.4%	14.9	16.6%	3.5	0.49	6.8%	0.6
信达证券	CNY	32.9	-5.5%	13.6	-7.0%	3.5	0.08	7.2%	-1.5
南京证券	CNY	31.5	27.1%	10.0	48.0%	3.0	0.24	5.7%	1.7
红塔证券	CNY	20.2	68.4%	7.6	144.7%	2.2	0.31	3.2%	1.9
国海证券	CNY	42.2	0.7%	4.3	31.0%	1.8	-0.67	2.0%	0.3
国联民生	CNY	26.8	-9.2%	4.0	-40.8%	4.5	0.07	2.2%	-1.7
华林证券	CNY	14.3	41.3%	3.5	1014.5%	1.9	0.09	5.4%	4.9
中原证券	CNY	16.9	-14.1%	2.5	16.2%	2.5	-0.39	1.8%	0.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 03 月 28 日）

证监会修改《证券发行与承销管理办法》。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》，主要内容包括：1）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。2）明确由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定。落实《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》有关在科创板试点未盈利企业分类配售的要求，在《承销办法》第十二条第三款中明确由证券交易所制定分类配售的具体规定。3）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。为了落实《关于加强上市公司监管的意见（试行）》有关禁止限售股转融通出借的要求，做好与《上市

《公司股东减持股份管理暂行办法》第十八条有关上市公司股东不得通过转融通出借存在不得减持情形股份规定的衔接，回应市场关切，删除《承销办法》第二十一条第三款有关参与 IPO 战略配售的投资者可以在承诺的限售期内出借获配证券的规定。4) 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。增加一条作为第六十一条，明确公司依法不设监事会的，不适用《承销办法》有关监事的规定。将第三十三条中的“股东大会”修改为“股东会”。

中证协进一步完善证券行业全面风险管理建设。2025 年 3 月 28 日，中证协发布《证券公司全面风险管理规范（修订稿）》和《证券公司市场风险管理指引》。两份文件就风控体系建设、场外衍生品监控机制、组织架构相关职责等方面部署工作安排，进一步提升证券行业全面风险管理能力，增强证券公司核心竞争力。1) 《证券公司全面风险管理规范（修订稿）》 修订突出强监管、防风险、促高质量发展的主线要求，进一步提升规则的前瞻性引导与预防性规范功能：构建“穿透式+全景式”风控体系，深化子公司风险管理垂直一体化管控模式，建立跨境业务、场外衍生品等重点领域的穿透式监控机制，有效识别和防范潜在金融风险；细化同一业务、同一客户管理流程，提升对专项、复杂领域的风险管控；强化风险偏好及指标体系管理要求；压实一线风控责任，完善评价考核机制，加强风险考核的独立性要求；搭建全覆盖、穿透式的风险管理系统和贯穿整个生命周期的数据治理体系；融入中国特色金融文化，夯实行业风险管理文化根基，筑牢全体员工的防控责任。2) 《证券公司市场风险管理指引》 构建了全面有效、动态适配、操作性强的市场风险管理规则体系，旨在实现风险管理与业务发展的相互促进和协同发展。主要内容涵盖：构建全方位管理框架，建立权责分明的组织架构及动态评估机制；规范管理环节，涵盖识别、评估、监测、应对、报告等市场风险管理全流程管理体系；建立多层次限额架构，覆盖公司整体、业务单位等，综合考量多维因素，及时响应市场变化；强化系统支撑，严控数据质量，保障风控实效。

证监会发布修订后的《上市公司信息披露管理办法》。1) 强化风险揭示要求。根据新信披办法，上市公司应当充分披露可能对公司核心竞争力、经营活动和未来发展产生重大不利影响的风险因素；上市时未盈利且上市后也仍未盈利的，应当充分披露尚未盈利的成因，以及对公司的影响。2) 明确行业经营信息披露要求。新信披办法明确，上市公司应当结合所属行业的特点，充分披露与自身业务相关的行业信息和公司的经营性信息，便于投资者合理决策。3) 明确非交易时段发布信息的要求。上市公司和相关信息披露义务人确有需要的，可以在非交易时段对外发布重大信息，但应当在下一交易时段开始前披露相关公告。4) 确立暂缓、豁免披露制度。新信披办法明确信息披露义务人暂缓、豁免披露信息的，应当遵守法律、行政法规和中国证监会的规定。5) 规定上市公司按照证券交易所的规定发布可持续发展报告。6) 禁止信披“外包”。除按规定可以编制、审阅信息披露文件的证券公司、证券服务机构外，上市公司不得委托其他公司或者机构代为编制或者审阅信息披露文件。

券商板块有望进一步提升，建议关注。根据已披露业绩情况，目前（2025 年 03 月 28 日）券商行业（未包含东方财富）2024 平均 PB 估值 1.6x，2025E 平均 PB 估值 1.4x。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、同花顺、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：上市险企 2024 年净利润、NBV 大幅增长

上市险企 2024 年年报披露完毕，净利润、NBV、投资收益率均大幅增长。1）平安、国寿、太保、新华、人保 2024 年归母净利润分别同比增长 48%、132%、65%、201%、88%。利润同比大增的主要原因为 2024 年股票、债券市场表现较好带来的投资收益率大幅提升。2）平安、国寿、太保、人保新业务价值可比口径下分别同比增长 29%、24%、58%、114%，新华保险非非可比口径同比增长 107%。新业务价值大幅增长的主要原因为新业务价值率的提高，归功于银保“报行合一”和预定利率下降带来的负债成本下降。

表 3：上市险企 2024 年业绩情况

公司	本位 币	营业收入	同比	归母净利润	同比	NBV	同比	ROE (%)	同比 (pct)
中国平安	CNY	10,289.3	12.6%	1,266.1	47.8%	285.3	28.8%	13.8%	2.4
中国人寿	CNY	5,285.7	53.5%	1,069.4	131.6%	337.1	24.3%	21.6%	10.6
中国太保	CNY	4,040.9	24.7%	449.6	64.9%	132.6	57.7%	16.6%	5.2
中国人保	CNY	6,219.7	12.5%	428.7	88.2%	50.2	114.2%	16.8%	7.1
中国财险	CNY	4,852.2	6.1%	321.7	30.9%			13.0%	1.9
新华保险	CNY	1,325.6	85.3%	262.3	201.1%	62.5	106.8%	25.9%	7.9
阳光保险	CNY	902.7	15.4%	54.5	45.8%	51.5	88.0%	8.9%	2.9
众安在线	CNY	317.4	15.3%	6.0	-85.2%			2.9%	-20.2
友邦保险	USD	193.1	10.3%	68.4	81.6%	47.1	18.0%	16.8%	12.0
中国太平	HKD	1,112.7	3.5%	84.3	36.2%	91.0	94.2%	10.0%	1.5

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

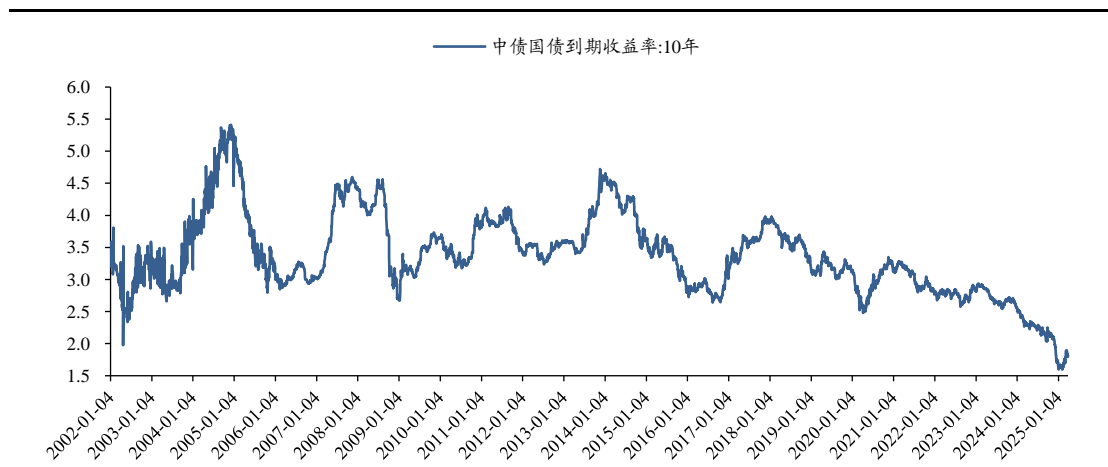
注：1）除新华保险外，NBV 增速均为可比口径数据
2）中国人寿营收、归母净利润增速为可比口径数据。
3）中国财险、友邦保险、中国太平、众安在线营收为保险服务收入。

金融监管总局近日印发了《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》。1)《方案》出台的背景：前期，金融监管总局印发了《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确提出“金融监管总局将持续完善‘五篇大文章’政策体系，制定相关实施方案”。根据《指导意见》要求，金融监管总局广泛开展调研、充分听取意见，统筹银行业保险业近年来养老金融业务发展情况，立足广大人民群众和银发经济经营主体多样化养老金融需求，研究制定了《方案》，旨在对金融监管总局系统和银行保险机构

做好养老金融大文章，推动银行业保险业更好服务多层次多支柱养老保险体系建设，支持银发经济发展增进老年人福祉作出部署。**2)《方案》的主要内容：**一是积极参与多层次多支柱养老保险体系建设。支持银行保险机构积极参与服务基本养老保险制度，增强服务企业年金和职业年金制度能力，促进个人养老金制度持续健康发展，持续推动商业养老金融改革。二是加强对养老产业的融资支持和风险保障。要求加大银发经济领域信贷供给，丰富股权和债权投资方式，加强养老产业保险保障。三是提升老年群体金融服务水平。要求扩大老年群体保障覆盖面，优化老年群体金融服务，维护老年群体金融权益。**3)下一步金融监管总局重点工作：**一是推动政策落实。引导推动银行保险机构依托自身优势，认真谋划，主动布局，积极发展各类养老金融业务，不断提升养老金融发展质效。稳步推进商业养老金融业务试点，支持银行保险机构积极探索满足多样化养老需求。二是改进和加强监管。建立健全与养老金融业务发展和风险防控相适应的监管制度体系。坚持以严监管促进高质量发展，坚决查处各类违法违规行为，规范市场秩序，切实保护金融消费者特别是老年金融消费者合法权益。三是优化发展环境。加强沟通协调，积极争取支持政策。立足实际探索建立监管评价体系，及时总结推广好的经验做法。推动行业自律组织有序开展养老金融宣传教育等工作。鼓励条件成熟的地区开展养老金融产品和服务试点。

负债端改善大趋势不变，资产端触底回升；安全边际高，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，保险产品消费需求逐步复苏。2) 十年期国债收益率处于低位，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) **保险业经营具有显著顺周期特性，近期长债利率已持续上行，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 03 月 28 日保险板块估值 0.52-0.77 倍 2025E P/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（%）



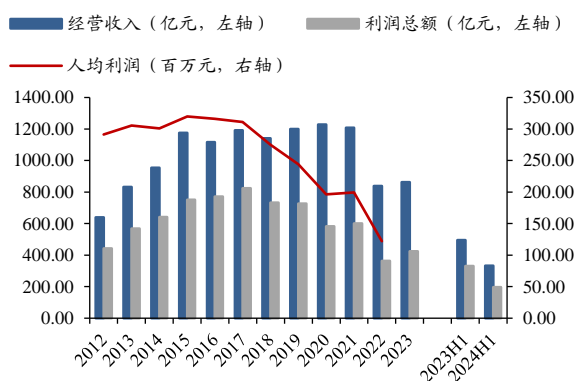
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 03 月 28 日）

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

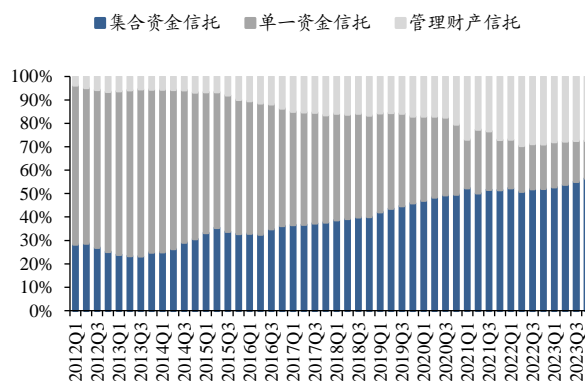
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿元，较上年同期减少 161.79 亿元，同比降幅为 32.73%；利润总额为 195.88 亿元，较上年同期减少 134.03 亿元，同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

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

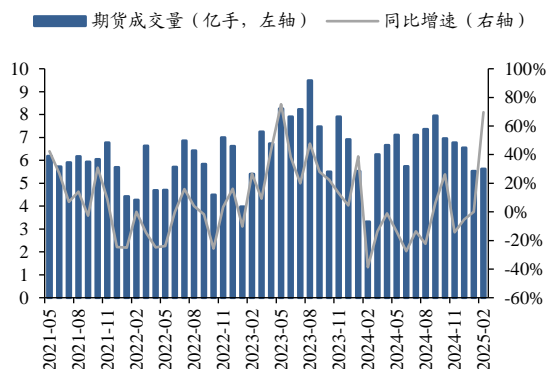
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期，行业的爆发式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2. 期货：2025 年 2 月成交额同比提升

2025 年 2 月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，2025 年 2 月全国期货交易市场成交量为 5.63 亿手，成交额为 51.56 万亿元，同比分别增长 69.67% 和增长 68.99%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：

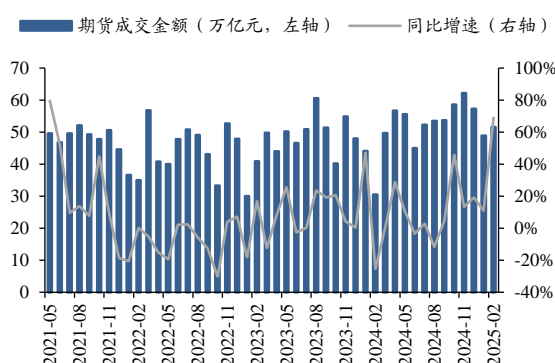
- 1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。
- 2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

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

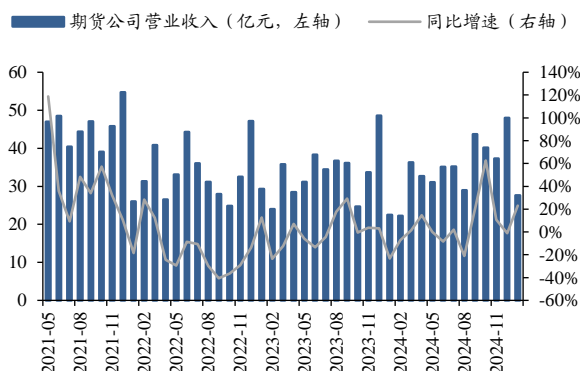


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 1 月期货公司利润同比增长。截至 2025 年 1 月末，全国共有 151 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 1 月实现营业收入 27.61 亿元，同比增长 22.93%，环比 2024 年 12 月下滑 42.50%；净利润 5.63 亿元，同比增长 942.59%，环比 2024 年 12 月下滑 20.03%。（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）。

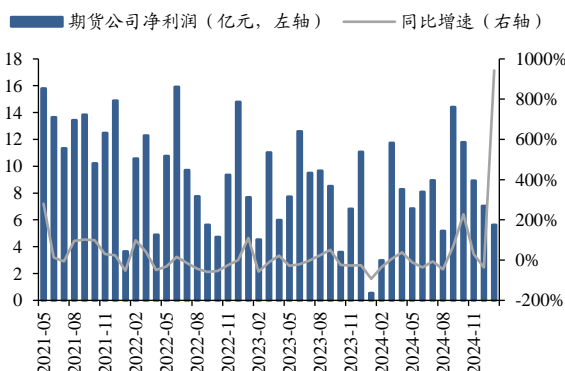
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 12 月 31 日，共有 94 家期货公司在协会备案设立 97 家风险管理公司，其中有 96 家风险管理公司备案试点业务。11 月期货风险管理公司实现业务收入 163.29 亿元，环比 10 月下降 14.79 亿元，净利润 0.30 亿元，环比下降 66.28%。

图 9：期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

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

2.3.3. 其他：金管总局拟加强货币经纪公司监督管理

金管总局就《货币经纪公司管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。2025年3月28日，金管总局修订形成《货币经纪公司管理办法（征求意见稿）》，主要修订内容如下：

1) 优化调整行政许可事项。适度提高注册资本最低要求，夯实货币经纪公司高质量发展基础。优化调整出资人准入资质条件，增加财务状况、权益性投资比例、金融从业人员比例等要求，精简部分行政许可操作程序条款。

2) 适度拓宽业务范围。优化调整经纪业务品类，允许货币经纪公司开展黄金市场交易的经纪业务。规范数据提供服务，明确货币经纪公司可以依法合规利用经纪业务过程中形成的市场行情数据，向客户提供数据服务。

3) 细化业务经营规则。明确经纪业务品种的准入要求，对于有业务准入要求的必须取得相关国务院金融管理部门的许可或备案。明确经纪服务对象是金融机构，已获得银行间市场、交易所市场等市场准入，并且是相关交易品种的合格投资者。明确经纪业务各环节的合规管理要求，规范服务收费管理。

4) 进一步强化风险监管。明确公司治理、内部控制建设、关联交易管理、薪酬管理、信息披露等方面的监管要求。明确操作风险管理、合规管理、信息科技风险管理、数据安全、业务连续性管理、外包管理、反洗钱和反恐怖融资等方面的监管要求。加强监管协同，建立跨部门的监管协作机制。

5) 加强经纪行为监管。增加“经纪人管理”专章，强化制度建设要求，加强经纪人行为规范管理。健全经纪人管理制度，防范经纪人道德风险。明确经纪业务中的禁止事项，防止损害客户合法权益、危害公司正当利益或扰乱市场秩序等行为。

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，重点推荐新华保险、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 4：上市券商估值表（2025 年 03 月 28 日）

代码	A 股	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	26.80	3972	19.0	16.1	14.7	1.5	1.4	1.3
300059.SZ	东方财富	23.00	3631	37.8	34.0	30.3	4.5	4.1	3.7
601211.SH	国泰君安	17.43	3073	12.5	22.3	19.1	1.0	1.7	1.6
601688.SH	华泰证券	17.58	1587	10.9	10.4	9.4	1.0	0.8	0.8
601881.SH	中国银河	16.99	1858	21.0	17.4	15.9	1.7	1.6	1.6
000166.SZ	申万宏源	5.09	1275	24.2	18.4	16.8	1.2		
000776.SZ	广发证券	16.40	1247	14.3	12.8	11.3	1.0	0.9	0.8
601995.SH	中金公司	34.84	1682	33.7	27.6	24.1	1.8	1.6	1.5
601066.SH	中信建投	24.50	1900	31.0	22.5	20.4	2.5	2.2	2.0
600999.SH	招商证券	17.86	1553	15.8	14.0	12.9	1.3	1.2	1.1
600958.SH	东方证券	9.76	829	26.4	17.9	16.3	1.1	1.0	1.0
002736.SZ	国信证券	10.45	1004		14.4	13.1		1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	5.96	515		19.2	17.5		0.9	0.9
601788.SH	光大证券	17.25	795	29.7	28.1	27.1	1.4		
601878.SH	浙商证券	11.73	537	23.9	24.2	21.5	1.3	1.7	1.6
600918.SH	中泰证券	6.62	461	60.2	28.1	21.3	1.2	1.1	1.1
601555.SH	东吴证券	7.91	393	16.5	15.4	14.8	0.9	0.9	0.8
000783.SZ	长江证券	6.49	359	21.6	16.4	15.0	0.9		
601901.SH	方正证券	7.99	658	29.6	24.7	21.9	1.4	1.3	1.2
002939.SZ	长城证券	8.23	332		20.1	17.4			
000686.SZ	东北证券	8.00	187	20.7	14.3		1.0		
600109.SH	国金证券	8.50	316		18.2	15.0		0.9	0.9
002673.SZ	西部证券	7.91	354	25.5	27.9	25.1	1.2		
601236.SH	红塔证券	8.01	378	50.1	71.6		1.5		
601108.SH	财通证券	7.96	370		13.7	12.1		1.0	0.9
000728.SZ	国元证券	7.94	346	15.3	15.8	14.5	0.9	0.9	0.8
601198.SH	东兴证券	11.74	379		34.4				
000750.SZ	国海证券	4.10	262	58.6	53.5	40.7	1.2		
002926.SZ	华西证券	8.69	228		14.5				
601375.SH	中原证券	4.14	192	78.1	56.6	57.3	1.4		
002500.SZ	山西证券	6.06	218		34.1			1.2	
600155.SH	华创云信	7.29	162		29.6	26.4			
600909.SH	华安证券	5.70	267	17.8	18.1	18.1	1.2	1.2	
601696.SH	中银证券	10.63	295		25.8				
002797.SZ	第一创业	7.56	318		35.1	32.8		1.9	1.8
600369.SH	西南证券	4.43	294		28.4				
601456.SH	国联民生	10.52	598	75.1	59.3	48.5	1.6	1.6	1.5
601990.SH	南京证券	8.37	309	31.0	28.8		1.7		
600095.SH	湘财股份	6.89	197		69.4	59.9		1.6	1.6
600906.SH	财达证券	6.80	221		29.5				
601099.SH	太平洋	3.92	267		69.4				

002945.SZ	华林证券	15.83	427	121.8	99.9	6.4		
600621.SH	华鑫股份	14.58	155		31.7			
大券商平均				21.7	18.5	16.8	1.4	1.4
平均				34.2	29.8	22.9	1.6	1.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 03 月 28 日收盘价）

注：1）部分券商尚未披露 2024 年业绩，故 2024 年估值缺失。2）2025、2026 年预期估值均来自于 Wind 一致预期，空值系 Wind 一致预期缺失。3）天风证券、锦龙股份、哈投股份、国盛金控估值波动较大，已被剔除。

表 5：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	2023	2024	2025E	2023	2024	2025E
601318.SH	中国平安-A	51.96	76.34	78.12	82.73	1.71	1.57	1.77
601628.SH	中国人寿-A	37.78	44.60	49.57	53.27	1.30	1.19	1.30
601336.SH	新华保险-A	51.98	80.30	82.85	90.71	0.97	2.00	2.71
601601.SH	中国太保-A	32.14	55.04	58.42	61.70	1.14	1.38	1.51
601319.SH	中国人保-A	6.83	6.92	7.89	8.88	0.15	0.26	0.29
证券代码	证券简称	价格	P/EV（倍）			VNBX（倍）		
A 股	A 股	人民币元	2023	2024	2025E	2023	2024	2025E
601318.SH	中国平安-A	51.96	0.68	0.67	0.63	-14.28	-16.70	-17.38
601628.SH	中国人寿-A	37.78	0.85	0.76	0.71	-5.23	-9.89	-11.96
601336.SH	新华保险-A	51.98	0.65	0.63	0.57	-29.20	-15.40	-14.31
601601.SH	中国太保-A	32.14	0.58	0.55	0.52	-20.09	-19.07	-19.59
601319.SH	中国人保-A	6.83	0.99	0.87	0.77	-0.61	-4.05	-7.16
证券代码	证券简称	价格	EPS（元）			BVPS（元）		
A 股	A 股	人民币元	2023	2024	2025E	2023	2024	2025E
601318.SH	中国平安-A	51.96	4.70	6.95	7.42	49.37	50.99	57.64
601628.SH	中国人寿-A	37.78	1.63	3.78	3.80	16.88	18.03	18.59
601336.SH	新华保险-A	51.98	2.79	8.41	9.06	33.68	30.85	33.80
601601.SH	中国太保-A	32.14	2.83	4.67	5.11	25.94	30.29	34.20
601319.SH	中国人保-A	6.83	0.51	0.97	1.04	5.48	6.08	6.64
证券代码	证券简称	价格	P/E（倍）			P/B（倍）		
A 股	A 股	人民币元	2023	2024	2025E	2023	2024	2025E
601318.SH	中国平安-A	51.96	11.05	7.47	7.00	1.05	1.02	0.90
601628.SH	中国人寿-A	37.78	23.12	9.99	9.94	2.24	2.10	2.03
601336.SH	新华保险-A	51.98	18.63	6.18	5.74	1.54	1.68	1.54
601601.SH	中国太保-A	32.14	11.36	6.88	6.29	1.24	1.06	0.94
601319.SH	中国人保-A	6.83	13.26	7.05	6.55	1.25	1.12	1.03

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 03 月 28 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>