



分析师：张凯峰

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng\_2@mszq.com

➤ **事件：4/13 央行发布 3 月金融数据。**3月末，广义货币(M2)余额 326.06 万亿元，同比增长 7%。狭义货币(M1)余额 113.49 万亿元，同比增长 1.6%。2025 年 3 月末，社会融资规模存量为 422.96 万亿元，同比增长 8.4%。2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。

➤ **从 3 月金融数据来看，前期增量政策逐步落地显效，政府债券发行放量对社融增速提供有力支撑。尽管近期伴随关税政策的不确定性，非银板块估值回调明显。我们认为当前情绪、政策、基本面三个方面有望再平衡，关税政策博弈后的非银板块迎来配置“黄金坑”。**

➤ **情绪端**，伴随近期美国关税政策的不确定影响，非银板块近期回调明显，我们认为站在当前时点，在美国关税政策逐步明晰以及我国应对及时的背景下，情绪面带来对板块估值的拖累有望逐步减缓，伴随非银板块公司业绩基本面的支撑，券商、保险等板块 1Q25 业绩有望保持良好增长态势，情绪有望伴随基本面表现而逐步修复。

➤ **政策端**，逆周期政策逐步加码落地，一揽子宏观调控政策适时发力有望有效托底宏观经济。从 3 月金融数据来看，前期增量政策逐步落地显效，政府债券发行放量对社融增速提供有力支撑。短期关税政策的博弈并不改变经济持续保持韧性和稳中向好的态势，企业盈利回暖和 ROE 回升有望有力支撑资本市场基本面表现和估值回升。

➤ **资金端**，今年以来，央行多次表态择机“降准降息”，适时加大公开市场操作力度，增加流动性供给，并有效配合财政政策的发力，有望最大程度上发挥组合政策的效果，同时充足的流动性有望稳定资产价格和资本市场稳定。

➤ **保险公司权益约束放松，权益投资空间打开，资产端有望充分受益市场反弹。**2025 年 4 月 8 日，国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》(以下简称《通知》)，《通知》上调权益资产配置比例上限：[150%,200%)、[250%,300%)和 350%以上这三个档位的权益资产配置比例(即权益资产规模/上季度末总资产规模，以下简称“权益配置比例”)分别提升 5%，分别从 25%/35%/45%提升至 30%/40%/50%，我们测算短期内有望使中国太保、中国人保和中国太平理论上可以将权益配置比例提升 5%，带来的理论权益增配规模分别为 1417 亿元、883 亿元和 867 亿元，合计约 3168 亿元增量资金。《通知》优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度，我们认为伴随宏观经济修复，保险资、负两端均有望受益而带动估值反弹。

➤ **寿险方面：**伴随“报行合一”推进费用控制，以及预定利率下调及分红险产品和保障型产品开发，2025 年主要上市险企 NBVM 提升趋势有望延续，个险渠道人力呈现企稳回升态势，银保渠道规模、价值贡献有望同步提升，积极应对利率下行下潜在“利差损”风险，逐步提升分红险占比，降低传统险占比，产品结构有望持续优化。综合考虑保费增长态势及同期基数，我们预计头部险企新业务价值增速：**新华保险 > 中国太保 > 中国平安 > 中国人保 > 阳光保险 > 中国人寿。**

➤ **产险方面：**优化产品供给和服务，承保和理赔表现均有望同比提升。中国人保 2025 年 4 月 13 日发布业绩预增预告，**预计 1Q25 实现归母净利润 116.52 亿元至 134.45 亿元，同比增长 30%至 50%**。财险龙头率先发布一季度业绩预增预告，我们认为体现了财险、寿险和投资等业务板块同步优化的趋势。财险业绩方面，1Q25 自然灾害和巨灾赔付有望小幅改善，同时承保端和理赔端严控业务质量，部分非车险业务出清也有望提升 COR 表现，头部上市险企如中国平安、中国太保、阳光保险、中国太平等公司的财险业绩有望实现显著提升。

➤ 截至 2025 年 4 月 11 日，保险指数 PE-TTM 为 7.66X，位于 5 年 0.20% 的极低分位数；PB-MRQ 为 1.25X，处于 5 年 34.40% 分位数。我们认为是配置保险板块的舒适区，大幅回调后的板块估值仍处较低位置，伴随着后续宏观政策逐步

## 推荐

维持评级

## 相关研究

1. 非银行业周报 20250413：券商一季度业绩预喜，板块估值修复可期-2025/04/13
2. 保险行业 2024 年年报综述：迎接价值增长新起点-2025/04/08
3. 保险行业点评：长期的力量：调整偿付能力，拓宽权益投资空间-2025/04/08
4. 非银行业周报 20250406：险企持续举牌，提升权益投资收益空间-2025/04/06
5. 非银行业点评：寿险开门红表现平稳，财险多险种共振支撑增长-2025/04/06

落地，有望进一步提振市场预期，带动资本市场活跃度提升，保险资、负两端均有望受益而带动估值反弹，建议积极关注中国太保，关注中国财险、新华保险、阳光保险、中国太平、中国平安、中国人寿。

➤ **上市券商陆续发布 25Q1 业绩预增公告，财富管理与自营业务贡献显著。**截至 4/14 已有 11 家上市券商发布 25Q1 业绩预增相关公告，归母净利润方面，国泰海通（350%~400%）、东吴证券（100%~120%）同比增速均超 1 倍，中国银河（70%~90%）、东方证券（62%）、兴业证券（57%）、华泰证券（50%~60%）、华安证券（80%~100%）、中金公司（50%~70%）、中信建投（50%）同比增速保持在 50% 及以上。若不考虑吸收合并后的国泰海通，且区间按下限统计，10 家券商平均归母净利润增速达到 49%。25Q1 市场交投热度保持高位，投行业务收入有所回升，各家公司公告在说明 25Q1 业绩增长原因时，也相应提到财富管理、交易投资、投行业务收入大幅增长。除自营投资外，其他业务条线也出现边际改善信号。我们认为 2025 年券商业绩修复向好趋势有望延续。

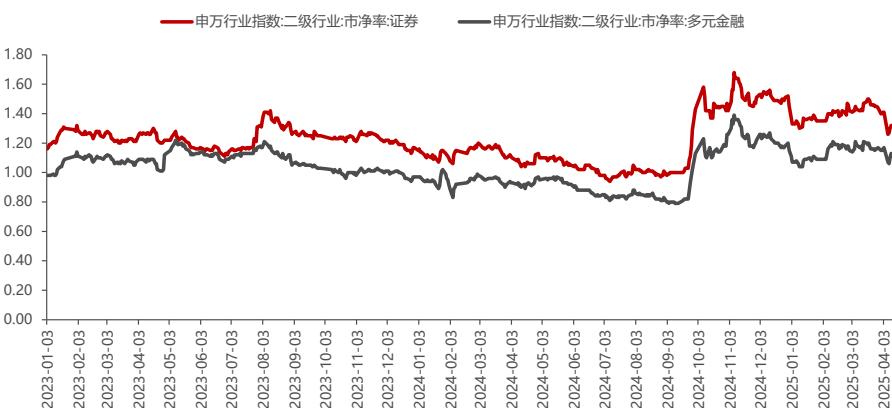
➤ **3 月 M1 与社融同比增速保持回升趋势，经济基本面与股市交投热度具备韧性。**4/13 央行发布金融数据显示，**货币方面**，3 月末，广义货币(M2)余额 326.06 万亿元，同比增长 7%，同比增速与 2 月持平。狭义货币(M1)余额 113.49 万亿元，同比增长 1.6%，同比增速较 2 月提升 1.50pct，回升至 2024 年 3 月以来最高水平。**存量方面**，2025 年 3 月末社会融资规模存量为 422.96 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 2 月增加 0.20pct，也为 2024 年 5 月至今最高增速值。从主要分项来看，人民币贷款余额 262.18 万亿元，同比增长 7.2%；企业债券余额为 32.59 万亿元，同比增长 2.4%；政府债券余额为 84.96 万亿元，同比增长 19.4%；非金融企业境内股票余额为 11.82 万亿元，同比增长 2.7%。**增量方面**，2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.7 万亿元，同比多增 5862 亿元；企业债券净融资 5251 亿元，同比少 4729 亿元；政府债券净融资 3.87 万亿元，同比多 2.52 万亿元；非金融企业境内股票融资 962 亿元，同比多 199 亿元。整体来看，政府债券融资为社融增长提供有力支撑。我们认为，政府债券与社会融资规模增速提升，债权与股权融资分项保持同比增长，券商投行业务有望受益，承销保荐业务收入或持续修复；随着 2025 年适度宽松的货币政策与更加积极的财政政策发力显效，金融对实体经济支持力度加大，后续资本市场交投热度或持续高位，非银板块业绩也有望实现同步增长。

➤ **稳市力度加大，叠加上市公司增持回购资金入市，有望推动市场平稳运行。**近期外围关税扰动下，市场情绪转弱，资本市场波动显著增加，“国家队”资金入市托底，有力提振市场信心。4/7 中央汇金公告表示充分认可当前 A 股配置价值，已再次增持 ETF，未来将继续增持；4/8 进一步表示将坚定增持各类市场风格的 ETF，加大增持力度，均衡增持结构。同日全国社保基金理事会公告近日已主动增持国内股票。据证券时报，4/7-4/11 上午 8 时，已有 48 家中央企业宣布增持回购。**券商方面**，截至 4/11 已有 7 家券商发布回购增持公告，东方证券、国投资本、国金证券、中泰证券、财通证券和国泰海通发布回购公告，回购金额在 5000 万元到 20 亿元不等，回购用途包括维护公司价值、可转债转股、减少注册资本等。长城证券公告，控股股东华能资本拟增持公司股票。**从估值来看**，截至 4 月 11 日，证券指数 PB-MRQ 为 1.32X，处于 2023 年至今 75% 分位水平。近期市场波动加大，仍有部分券商股价处于破净状态。我们认为，中央汇金、社保基金等“国家队”资金入市，稳市力度加大有助于推动资本市场平稳运行，非银板块业绩有望保持稳定。近期国央企回购增持股票力度加大，也有助于稳定投资者信心，推动非银板块估值持续修复。**个股方面**，建议继续关注中国银河、中信证券、华泰证券等优质券商标的。

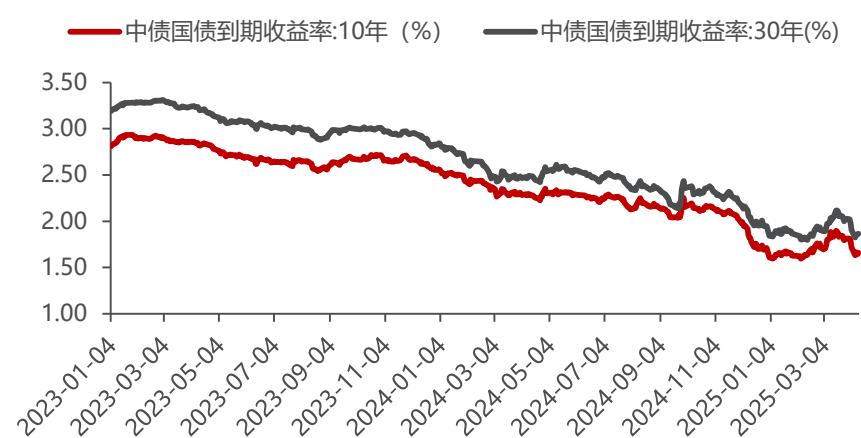
➤ **风险提示：**政策不及预期，资本市场波动加大，居民财富增长不及预期，长期利率下行超预期。

**图1：保险 PB 近期处于低位**


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2025/4/11

**图2：券商和多元金融板块市净率**


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2025/4/11

**图3：10 年与 30 年期国债到期收益率走势**


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2025/4/11

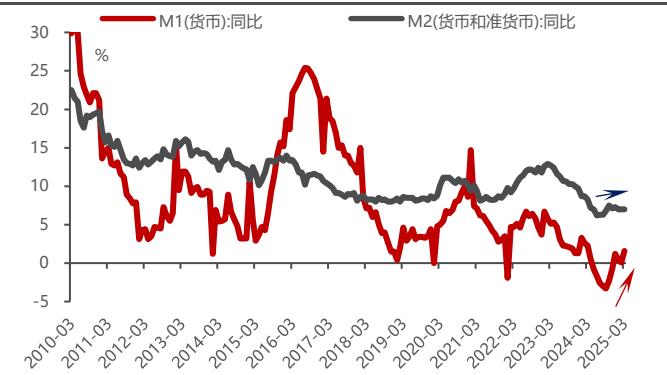
**图4：证券与期货公司 2024 年与 25Q1 业绩汇总**

类别	简称	A股代码	25Q1 归母净利润(亿元)	YoY(%)	24年归母净利润(亿元)	YoY(%)	24年前三季度归母净利润(亿元)	YoY(%)	A股PB(元/股)	滚动分位数(%，近5年)	A股股价(元/股)	市值(亿元)
证券	中信证券	600030.SH	65	32%	217	10%	168	2%	1.43	37%	25.2	3,739
证券	东方财富	300059.SZ			96	17%	60	-3%	4.03	25%	20.6	3,252
证券	国泰君安	601211.SH	112~124	350%~400%	130	39%	95	10%	1.89	99%	16.7	2,942
证券	海通证券	600837.SH			-34	-437%	-7	-115%				
证券	中信建投	601066.SH	18	50%	72	3%	43	-24%	2.40	11%	23.8	1,843
证券	中国银河	601881.SH	28~31	70%~90%	100	27%	70	5%	1.57	74%	15.9	1,733
证券	中金公司	601995.SH	19~21	50%~70%	57	-8%	29	-38%	1.75	12%	33.5	1,617
证券	招商证券	600999.SH			104	19%	71	12%	1.30	36%	17.2	1,498
证券	华泰证券	601688.SH	34~37	50%~60%	154	20%	125	31%	0.86	25%	15.5	1,402
证券	申万宏源	000166.SZ			52	13%	38	-11%	1.13	21%	4.7	1,179
证券	广发证券	000776.SZ			96	38%	68	16%	0.96	10%	15.4	1,167
证券	东方证券	600958.SH	14	62%	34	22%	33	16%	1.01	13%	9.0	768
证券	光大证券	601788.SH			31	-28%	20	-54%	1.29	43%	16.5	758
证券	方正证券	601901.SH			22	3%	20	2%	1.26	8%	7.4	608
证券	国联民生	601456.SH			4	-41%	4	-46%	3.00	71%	9.8	558
证券	首创证券	601136.SH			10	40%	7	63%	4.17	33%	20.2	552
证券	兴业证券	601377.SH	5	57%	22	10%	13	-17%	0.92	9%	5.8	498
证券	信达证券	601059.SH			14	-7%	9	-18%	2.51	15%	15.0	485
证券	浙商证券	601878.SH			19	10%	13	-5%	1.38	0%	10.6	487
证券	中泰证券	600918.SH			9	-48%	5	-73%	1.13	6%	6.1	427
证券	东吴证券	601555.SH	9~10	100%~120%	24	18%	18	5%	0.92	23%	7.5	374
证券	华林证券	002945.SZ			4	1015%	3	62%	5.58	24%	13.8	372
证券	红塔证券	601236.SH			8	145%	7	204%	1.44	6%	7.4	350
证券	东兴证券	601198.SH			15	88%	9	101%	1.19	36%	10.5	338
证券	长江证券	000783.SZ			18	19%	14	20%	1.01	15%	6.1	337
证券	天风证券	601162.SH			-0.3~0.1	-111%~-96%	-5	-226%	1.47	37%	3.9	339
证券	西部证券	002673.SZ			14	20%	7	-17%	1.17	33%	7.4	332
证券	国元证券	000728.SZ	6	38%	23	22%	16	10%	0.91	27%	7.4	322
证券	第一创业	002797.SZ			8.5~9.4	157%~183%	6	95%	1.89	38%	7.0	295
证券	南京证券	601990.SH			10	48%	7	23%	1.61	3%	7.8	288
证券	华安证券	600909.SH	5~6	80%~100%	15	17%	11	19%	1.14	19%	5.4	252
证券	国海证券	000750.SZ			4	31%	2	-53%	1.10	27%	3.8	243
证券	华西证券	002926.SZ			6~8	51%~91%	3	-32%	0.92	20%	8.1	212
证券	中原证券	601375.SH			2	16%	2	-21%	1.28	15%	3.9	181
证券	东北证券	000686.SZ			9	35%	5	-18%	0.94	27%	7.6	177
<b>上市证券公司</b>			<b>49%</b>		<b>12%</b>		<b>-6%</b>					
参控股	中金财富	601995.SH*			12	-20%			1.75	12%	33.5	1,617
参控股	国投证券	600061.SH*			26	32%			0.84	11%	6.8	437
参控股	麦高证券	300803.SZ*			1	1095%			14.89	70%	55.9	334
参控股	中航证券	600705.SH*			4	159%			0.82	23%	3.5	306
参控股	英大证券	600517.SH*			2	83%			1.28	4%	4.8	273
参控股	国盛证券	002670.SZ*			3	52%			2.15	90%	12.3	237
参控股	湘财证券	600095.SH*			2	-22%			2.00	41%	8.3	237
参控股	五矿证券	600390.SH*			3	-13%			0.57	22%	5.5	246
参控股	江海证券	600864.SH*			3	72%			0.95	40%	5.9	122
参控股	东莞证券	000712.SZ*			9	26%			4.30	72%	11.5	103
参控股	中山证券	000712.SZ*			2	304%			4.30	72%	11.5	103
<b>上市公司参/控股券商</b>			<b>15%</b>									
证券	东海证券	832970.NQ			0.2	-105%			1.16	13%	6.0	111
证券	国都证券	870488.NQ			10	33%			0.95	55%	1.8	102
证券	粤开证券	830899.NQ			2	136%			0.60	10%	1.0	34
<b>其他证券公司</b>			<b>223%</b>									
期货	弘业期货	001236.SZ			0.3	283%	0.2	1703%	4.70	12%	8.8	88
期货	南华期货	603093.SH			5	14%	4	20%	1.90	11%	12.8	78
期货	瑞达期货	002961.SZ			3.7~4.0	50%~63%	3	51%	2.41	13%	14.7	66
<b>上市期货公司</b>			<b>31%</b>		<b>35%</b>							

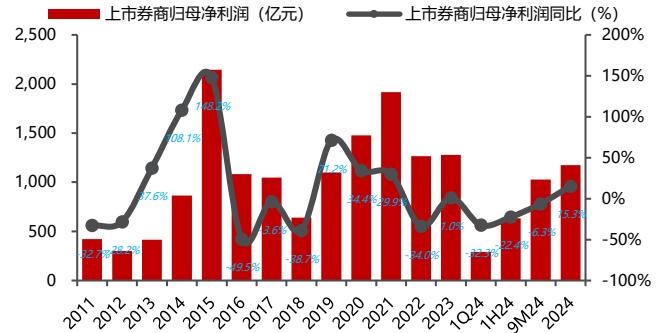
资料来源：各公司公告，iFinD，民生证券研究院。注：1) A股市净率、收盘价、市值均截至 2025/4/14；2) 市净率分位数统计区间为最近 5 年；3) \*为券商的上市公司主体证券代码，净利润为券商主体财务指标，A 股 PB、股价和市值为对应的上市公司主体指标；4) 汇总指标按区间下限统计；5) 统计上上市公司 25Q1 归母净利润增速时不考虑国泰君安。

**图5：2024年上市券商营收增速回升**


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：2024年数据根据23家已发布年报的上市券商计算

**图7：2025年3月M1同比增速小幅回升**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**图6：2024年上市券商归母净利润增速回升**


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：2024年数据根据23家已发布年报的上市券商计算

**图8：2025年3月社融与政府债券存量同比增速回升**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048