

券商 Q1 业绩值得期待；保险深化代理人体制改革

增持（维持）

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 04 月 14 日-2025 年 04 月 18 日）非金融板块各子行业中保险、多元金融行业跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 2.38%，多元金融行业上涨 0.78%，证券行业上涨 0.16%，非金融整体上涨 0.91%，沪深 300 指数上涨 0.59%。
- 证券：**2025 年 04 月至今交易量同比大幅提升；券商做好“五篇大文章”将接受多维度考核。1) 4 月交易量同比大幅提升。截至 4 月 18 日，4 月日均股基交易额为 15080 亿元，较上年 4 月上涨 50%，较上月下降 12.6%。截至 4 月 17 日，两融余额 18103 亿元，同比提升 18%，较年初下降 2.9%。截至 4 月 18 日，4 月 IPO 发行 5 家，募集资金 56.73 亿元。2) 上市券商 2025 年一季报大面积预增。截至 2025 年 4 月 18 日，共计 12 家上市券商发布 2025Q1 业绩预增公告，除中信证券、国泰海通（此处使用扣非口径）、国元证券外，其余券商一季度归母净利润同比增幅均在 50% 及以上。其中，东吴证券、东北证券增幅超过 100%。3) 中证协拟对券商做好“五篇大文章”进行专项考核。中证协组织起草了《做好金融“五篇大文章”专项评价办法（试行）（征求意见稿）》，主要思路包括：①稳妥起步，动态优化。②聚焦重点，提高质效。③整合指标，统筹协调。《评价办法》从券商对科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等重点领域提供金融产品和服务的贡献程度及相关能力设置评价指标体系，形成对券商做好金融“五篇大文章”成效的综合性评价。4) 2025 年 04 月 18 日券商行业（未包含东方财富）2024 平均 PB 估值 1.4x，2025E 平均 PB 估值 1.2x。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：**深化寿险代理人体制改革，佣金递延与报行合一规范渠道发展。1) 金监总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，主要内容包括三方面：深化改革，完善以长期服务为导向的佣金激励机制；强化监管，要求深化执行“报行合一”；夯实基础，实施分级销售，提升代理人社会保障。我们认为，新规落地持续推动寿险渠道深化转型，赋能长期业务增长。2) 金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》。部分档位比例上限提高 5%：上季度末综合偿付能力充足率在 150-200% 的保险公司，权益投资占上季末总资产比例上限由 25% 提升至 30%；在 250-300% 的，上限由 35% 提升至 40%；350% 以上的，上限由 45% 提升至 50%。其余档位上限不变。我们认为，提升险资权益投资比例上限，有助于缓解在低利率环境下的资产荒压力，预计将为权益市场带来一定增量资金。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 04 月 18 日保险板块估值 0.50-0.80 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 3 月全国期货交易市场成交量为 7.34 亿手，成交额为 61.59 万亿元，同比分别增长 17.28% 和增长 24%。2025 年 2 月全国期货公司净利润 4.99 亿元，同比增长 68.01%。
- 行业排序及重点公司推荐：**非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，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老保险发展空间。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、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投等。
- 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。

2025 年 04 月 20 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

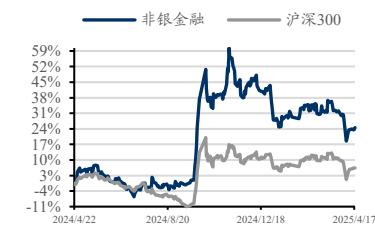
sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《权益 ETF 系列：震荡上涨，大盘风格相对占优》

2025-04-20

《深化寿险代理人体制改革，佣金递延与报行合一规范渠道发展》

2025-04-18

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04月至今交易量同比大幅提升；券商做好“五篇大文章”将接受多维度考核	5
2.2. 保险：深化寿险代理人体制改革；上调权益投资比例	7
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	9
2.3.1. 信托：24H1资产规模回升明显，行业整体业绩仍较承压	9
2.3.2. 期货：2025年3月成交额同比提升	10
3. 行业排序及重点公司推荐	11
4. 风险提示	14

图表目录

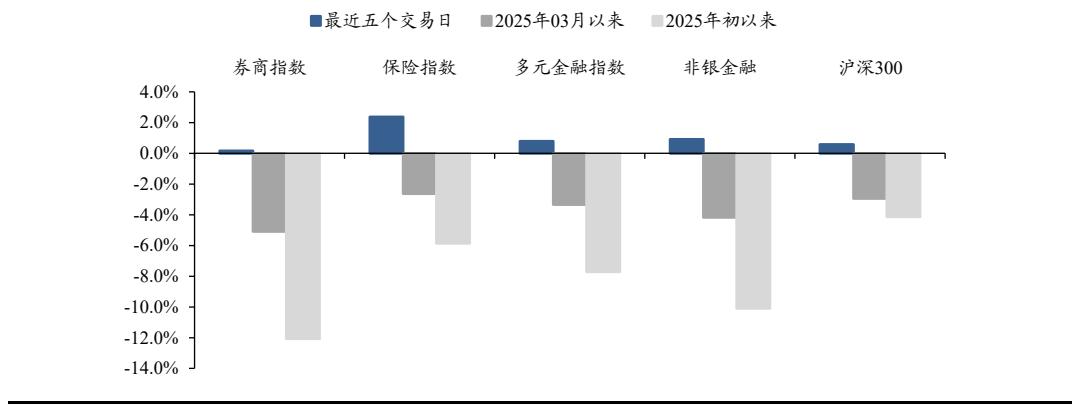
图 1: 最近 5 交易日 (2025.04.14-2025.04.18) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 300	4
图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 上市险企代理人规模已经逐步企稳 (万人)	8
图 5: 保险行业代理制销售人员规模走势 (万人)	8
图 6: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	9
图 7: 信托行业经营收入和利润	9
图 8: 信托资产种类分布 (%)	9
图 9: 期货行业市场成交量及增速	10
图 10: 期货行业市场成交额及增速	10
图 11: 期货公司营业收入及增速	11
图 12: 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 2025Q1 业绩预增情况	6
表 3: 部分档位保险公司权益投资比例上调 5%	8
表 4: 上市券商估值表 (2025 年 04 月 18 日)	12
表 5: 上市保险公司估值及盈利预测	13

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日 (2025 年 04 月 14 日-2025 年 04 月 18 日) 非银金融板块各子行业中保险、多元金融行业跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 2.38%，多元金融行业上涨 0.78%，证券行业上涨 0.16%，非银金融整体上涨 0.91%，沪深 300 指数上涨 0.59%。

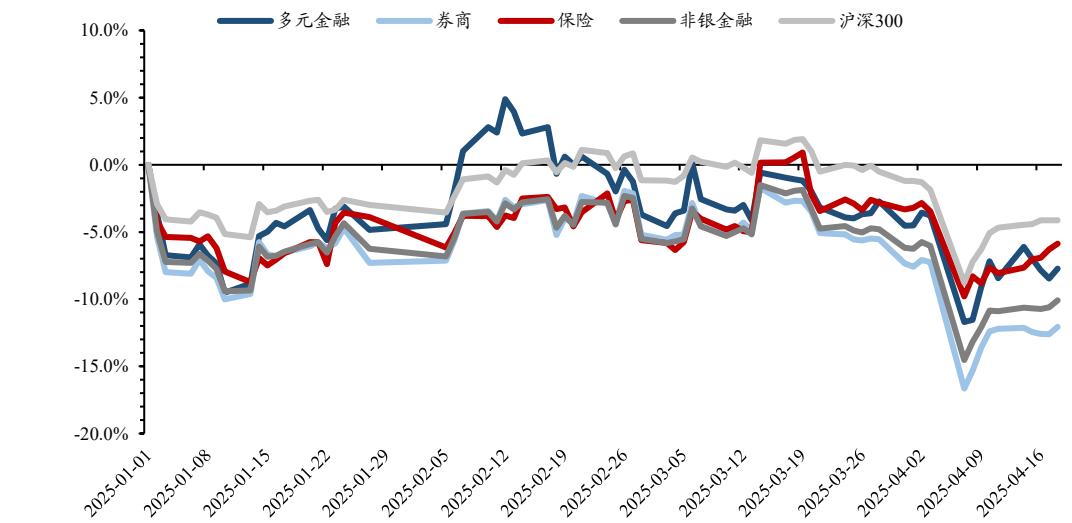
图 1：最近 5 个交易日 (2025.04.14-2025.04.18) 非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来 (截至 2025 年 04 月 18 日)，保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业下跌 5.87%，多元金融行业下跌 7.72%，证券行业下跌 12.06%，非银金融整体下跌 10.10%，沪深 300 指数下跌 4.13%。

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 04 月 18 日)

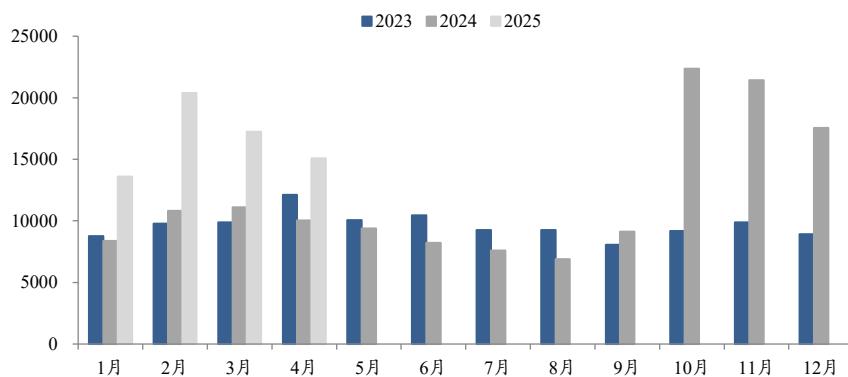
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国人保、新华保险表现较好，天茂集团相对落后；证券行业中，天风证券、华安证券表现较好，国联民生、湘财股份表现较差；多元金融行业中，九鼎投资表现较好，电投产融、新力金融表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2025年04月至今交易量同比大幅提升；券商做好“五篇大文章”将接受多维度考核

2025年04月至今交易量同比大幅提升。截至2025年04月18日，2025年04月日均股基交易额为15080亿元，较上年4月上涨50.12%，较上月下降12.55%。截至04月17日，两融余额18103亿元，同比提升18.23%，较年初下降2.91%。截至2025年04月18日，4月IPO发行5家，募集资金56.73亿元。

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04月18日）

4月权益市场大幅下挫。截至2025年04月18日，2025年04月沪深300指数下跌2.95%，上年4月上涨1.89%，2025年03月下跌0.07%；创业板指数下跌9.02%，上年4月上涨2.21%，2025年03月下跌3.07%；上证综指下跌1.77%，上年4月上涨2.09%，2025年03月上涨0.45%；中债总全价指数上涨0.87%，上年4月上涨0.14%，2025年03月下跌0.55%；万得全A指数下跌4.25%，上年4月上涨1.02%，2025年03月下跌0.40%。

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4月	-2.95%	-9.02%	-1.77%	0.87%	-4.25%
2025年3月	-0.07%	-3.07%	0.45%	-0.55%	-0.40%
2024年4月	1.89%	2.21%	2.09%	0.14%	1.02%
2024年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025年至今累计	-4.13%	-10.63%	-2.24%	-0.62%	-2.43%

数据来源：Wind, 东吴证券研究所（截至2025年04月18日）

上市券商2025年一季报大面积预增。2025年一季度万得全A指数涨幅为1.90%，全市场日均股基成交额为17031亿元，同比增长70%。得益于市场行情上行及交投活跃度回升，25Q1多家券商证券投资和财富管理业务快速发展，带动业绩高增。截至2025

年 4 月 18 日，共计 12 家上市券商发布 2025Q1 业绩预增公告，除中信证券、国泰海通（此处使用扣非口径）、国元证券外，其余券商一季度归母净利润同比增幅均在 50% 及以上。其中，东吴证券、东北证券增幅超过 100%。

表 2：上市券商 2025Q1 业绩预增情况

公司名称	25Q1 营业收入	同比	25Q1 归母净利润	同比
中信证券			65.45	+32%
华泰证券			34.37~36.66	+50%~+60%
国泰海通			29.73~33.83	+45%~+56%
中国银河			27.73~31.00	+70%~+90%
中金公司			18.58~21.06	+50%~+70%
中信建投			18.43	+50%
东方证券	53.82	+49%	14.36	+62%
东吴证券			9.12~10.03	+100%~+120%
国元证券	15.19	+38%	6.41	+38%
兴业证券	27.92	+17%	5.16	+57%
华安证券			5.02~5.58	+80%~+100%
东北证券	14.85	+26%	2.02	+860%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 04 月 18 日）

注：1) 以上数据按照 25Q1 归母净利润降序排序，单位为亿元；2) 国泰海通数据使用扣非归母净利润。

中证协拟对券商做好“五篇大文章”进行专项考核。为进一步压实券商做好金融“五篇大文章”的主体责任，完善相关考核评价激励机制，中证协组织起草了《做好金融“五篇大文章”专项评价办法（试行）（征求意见稿）》。本次评价的思路和主要内容包括三个方面：1) 稳妥起步，动态优化。资本市场做好金融“五篇大文章”，支持实体经济高质量发展涵盖多个方面。为聚焦券商核心业务，试行期间的评价指标拟选取行业客观、数据可验证的主要代表指标，提高评价质量和效率。之后将根据试行情况，逐步总结经验、适时调整，不断完善评价指标体系，持续优化评价工作。2) 聚焦重点，提高质效。评价指标围绕“五篇大文章”核心任务，按照标准统一、协同衔接原则，剔除与现有评价重复的指标，聚焦专项领域，例如科技金融覆盖券商对科技型企业投融资支持情况，数字金融侧重于券商数字化人才数量、数字化能力成熟度情况，评价指标从不同维度考核券商做好金融“五篇大文章”各领域的服务能力。3) 整合指标，统筹协调。为降低券商数据报送负担，评价指标原则上选取中证协已有数据统计，如债券发行承销数据依托专项品种公司债券统计数据，券商数字化能力成熟度情况引用券商数字化能力成熟度评估结果。此外，科技金融与绿色金融拟分设科创债券和绿色债券融资指标，两项指标在《证券公司履行社会责任专项评价办法》中不再重复评价。在具体的指标设置中，科技金融指标主要反映券商对科技领域投融资及并购重组服务情况，即科技领域债券融资、股权融资、并购重组交易、股权投资、私募股权投资基金投资等。绿色金融指标主要反映券商对绿色低碳转型活动的融资服务情况。普惠金融指标主要反映券商对普惠领域及对民营企业的融资服务情况。养老金融指标主要反映券商对养老产业的服务情况。数字金融

指标主要反映券商数字化能力及业务创新情况。

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04月18日）券商行业（未包含东方财富）2024平均PB估值1.4x，2025E平均PB估值1.2x。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：深化寿险代理人体制改革；上调权益投资比例

4月18日国家金融监督管理总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，主要内容包括三方面：

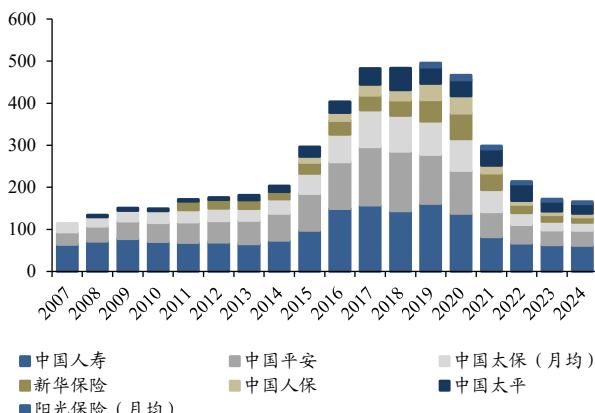
深化改革，完善以长期服务为导向的佣金激励机制。1) 支持保险公司员工依法自愿转换为员工制或代理制保险销售顾问，发掘个人营销渠道新动能。2) 建立以业务品质、服务质量为导向的佣金激励设计和递延发放机制，引导保险销售人员长期留存。对于缴费期5年（含）至10年的保单，佣金发放时间不得少于3年；对于缴费期10年及以上的保单，佣金发放时间不得少于5年。

强化监管，要求深化执行“报行合一”。1) 要求深化执行“报行合一”，加强费用预算管控，做到精算假设费用、预算费用和考核费用相统一。2) 建立保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制，防范销售误导和套利风险。3) 要求保险专业代理机构、保险经纪人等参照执行，确保对各渠道保险销售人员的监管要求一致。

夯实基础，实施分级销售，提升代理人社会保障。1) 支持中国保险行业协会建立人身险产品分类和保险销售人员分级标准，实现保险销售人员分级、产品分类、差异授权。2) 由中国保险行业协会建立健全保险销售人员诚信信息管理机制，规范销售人员合理有序流动。3) 推动支持为保险销售人员按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证等，提升保险销售人员福利保障水平。

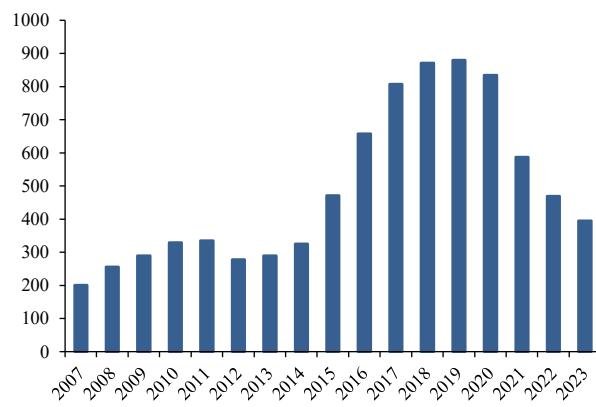
上市险企代理人数量已经企稳，队伍质态和人均产能持续提升。2024年末，A股五家上市险企代理人规模合计138.5万人，较2024年初下滑2.7%，但较年中提升0.9%，已经基本企稳。各公司代理人渠道人均产能均明显提升，其中中国人寿月人均首年期交保费同比+15%，中国平安可比口径下人均NBV同比+43%，中国太保核心人力月人均首年规模保费同比+18%。我们认为，新规落地持续推动寿险渠道深化转型，赋能长期业务增长。一方面，佣金递延和分级销售等制度的落实，可能会加速部分低产能人力的脱落，但也将引导行业优秀人力留存，加速队伍结构改善。另一方面，“报行合一”将规范渠道费用管理，进一步降低险企经营压力。我们看好更优质的代理人队伍和更有效的渠道管理对行业长期发展的支持。

图 4：上市险企代理人规模已经逐步企稳（万人）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图 5：保险行业代理制销售人员规模走势（万人）



数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%。我们认为，上调保险资金权益投资比例上限，将进一步打开险资权益投资空间。1) 截至 2024 年末，保险行业整体综合偿付能力充足率为 199%，其中寿险、产险分别为 191% 和 239%。若以行业整体数据简单计算，权益投资比例上限对应为 30%，较此前规定提升 5 个百分点（仅供参考，实际情况与行业口径数据可能不一致）。2) 我们认为，提升险资权益投资比例上限，有助于缓解在低利率环境下的资产荒压力，预计将为权益市场带来一定增量资金。同时，也期待继续优化偿付能力监管标准，为险资权益投资进一步松绑。

表 3：部分档位保险公司权益投资比例上调 5%

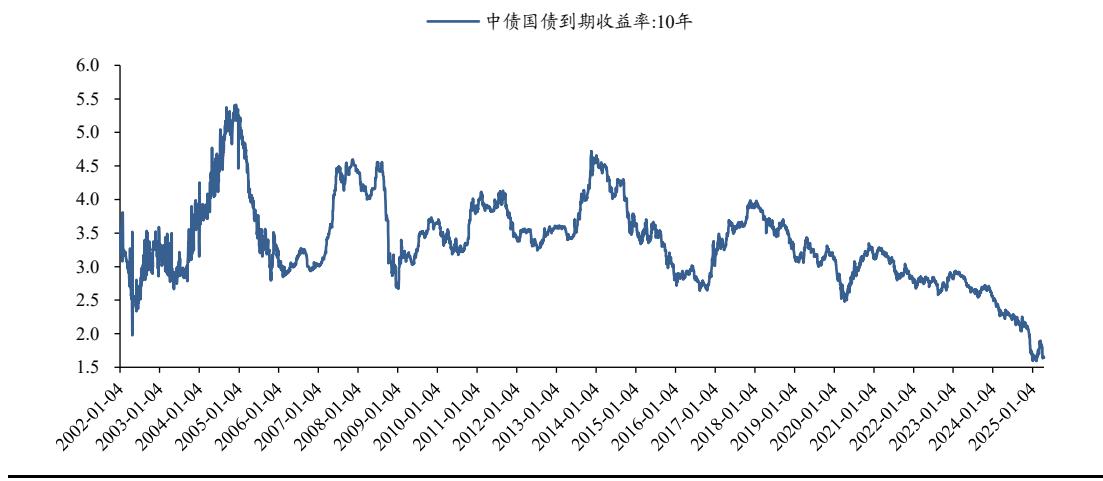
上季末综合偿付能力充足率	投资比例上限 (权益资产投资余额/上季末总资产)		
	原规定	新规定	变化
<100%	10%	10%	-
[100%, 150%)	20%	20%	-
[150%, 200%)	25%	30%	+5pct
[200%, 250%)	30%	30%	-
[250%, 300%)	35%	40%	+5pct
[300%, 350%)	40%	40%	-
>350%	45%	50%	+5pct

数据来源：国家金融监督管理总局官网，东吴证券研究所

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04月18日保险板块估值0.50-0.80倍2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图6：10年期中债国债到期收益率（%）



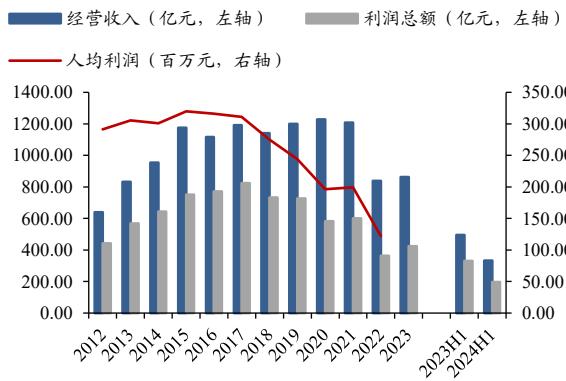
数据来源：Wind, 东吴证券研究所（截至2025年04月18日）

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

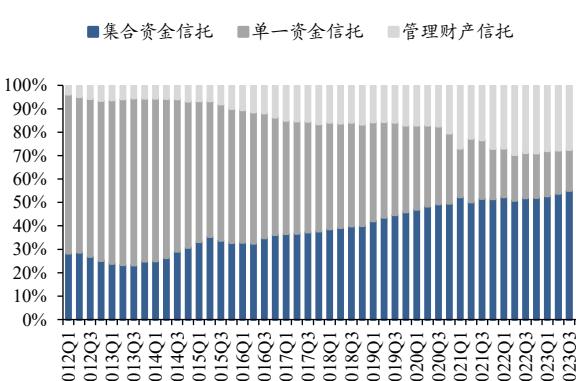
信托行业2024H1利润同比下滑。2024年上半年信托行业经营收入和利润总额与2023年同期相比均出现明显下滑。2024H1信托业经营收入为332.53亿元，较上年同期减少161.79亿元，同比降幅为32.73%；利润总额为195.88亿元，较上年同期减少134.03亿元，同比降幅为40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图7：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8：信托资产种类分布（%）



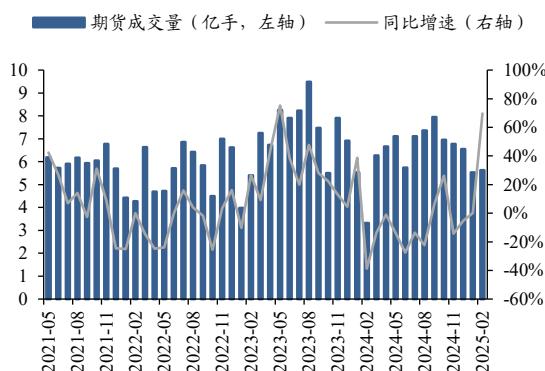
数据来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

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 3 月成交额同比提升

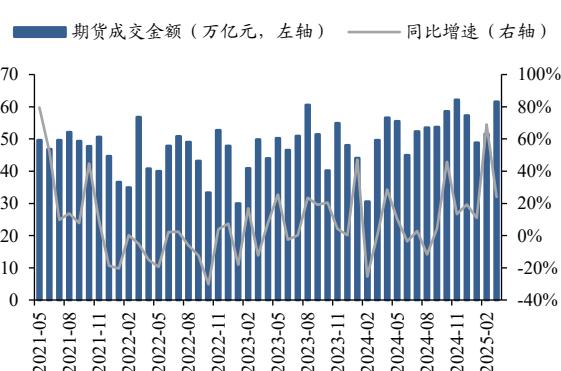
2025 年 3 月期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2025 年 3 月全国期货交易市场成交量为 7.34 亿手，成交额为 61.59 万亿元，同比分别增长 17.28% 和增长 24%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 9：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 10：期货行业市场成交额及增速

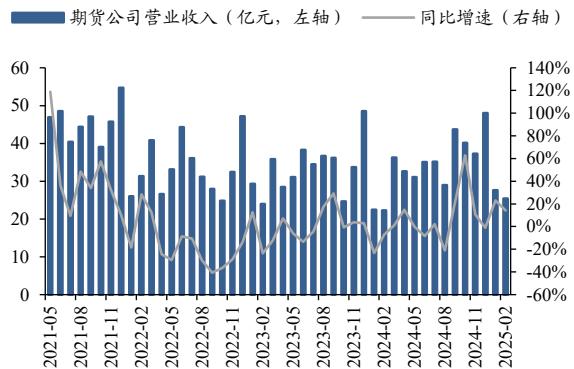


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 2 月期货公司利润同比增长。截至 2025 年 2 月末，全国共有 151 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 2 月实现营业收入 25.42 亿元，同比增长 14.30%，环比 2025 年 1 月下滑 7.93%；净利润 4.99 亿元，同比增长 68.01%，环比 2025 年 1 月下滑 11.37%。（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）。

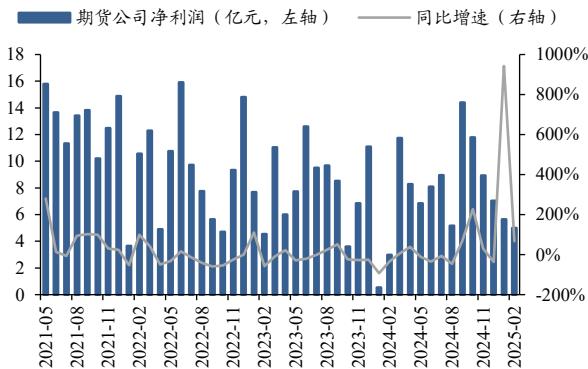
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 2 月 28 日，共有 93 家期货公司在协会备案设立 96 家风险管理公司，其中有 95 家风险管理公司备案试点业务。2 月期货风险管理公司实现业务收入 85.43 亿元，环比 1 月增长 5.73 亿元，净利润 0.17 亿元，环比扭亏为盈。

图 11：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 12：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

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、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投。

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04月18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	25.15	3727	17.8	15.1	13.8	1.4	1.3	1.2
300059.SZ	东方财富	20.48	3233	33.6	30.2	27.0	4.0	3.6	3.3
2611.HK	国泰君安	16.84	2969	12.1	20.2	17.0	1.0	1.4	1.3
601688.SH	华泰证券	15.70	1417	9.7	9.6	8.6	0.9	0.8	0.7
601881.SH	中国银河	16.11	1762	19.9	15.7	14.4	1.6	1.4	1.3
000166.SZ	申万宏源	4.73	1184	22.5	17.1	15.7	1.1		
000776.SZ	广发证券	15.29	1163	13.3	11.2	10.0	1.0	0.8	0.8
601995.SH	中金公司	33.50	1617	32.4	24.6	21.4	1.7	1.5	1.4
601066.SH	中信建投	23.49	1822	29.7	21.5	19.5	2.4	2.1	1.9
600999.SH	招商证券	17.18	1494	15.2	12.7	11.6	1.3	1.2	1.1
600958.SH	东方证券	9.15	777	24.7	18.5	16.7	1.0	1.0	0.9
002736.SZ	国信证券	10.09	970	14.0	13.9	12.6	1.1	1.0	0.9
601377.SH	兴业证券	5.83	503	24.4	18.8	17.1	0.9	0.9	0.8
601788.SH	光大证券	16.30	752	28.1	22.6	21.1	1.3		
601878.SH	浙商证券	10.63	486	21.7	21.3	19.1	1.4	1.4	1.3
600918.SH	中泰证券	6.11	426	55.5	25.9	19.7	1.1	1.1	1.0
601555.SH	东吴证券	7.60	378	15.8	14.8	14.2	0.9	0.8	0.8
000783.SZ	长江证券	6.10	337	20.3			0.9		
601901.SH	方正证券	7.41	610	27.4	23.7	21.6	1.3	1.2	1.2
002939.SZ	长城证券	7.57	305		18.5	16.0			
000686.SZ	东北证券	7.51	176	19.5			0.9		
600109.SH	国金证券	7.94	295		15.6	14.0		0.8	0.8
002673.SZ	西部证券	7.43	332	24.0	26.2	23.6	1.2		
601236.SH	红塔证券	7.43	350	46.4			1.4		
601108.SH	财通证券	7.42	345		12.5	11.3		0.9	0.9
000728.SZ	国元证券	7.40	323	14.5	13.6	12.0	0.9	0.8	0.8
601198.SH	东兴证券	10.29	333	21.5			1.2		
000750.SZ	国海证券	3.80	243	54.3			1.1		
002926.SZ	华西证券	8.06	212						
601375.SH	中原证券	3.88	180	73.2			1.3		
002500.SZ	山西证券	5.70	205						
600155.SH	华创云信	6.66	148						
600909.SH	华安证券	5.41	253	16.9			1.1		
601696.SH	中银证券	9.89	275						
002797.SZ	第一创业	6.99	294		32.4	30.3		1.8	1.7
600369.SH	西南证券	4.12	274						
601456.SH	国联民生	9.46	537	67.6	54.0	44.2	1.4	1.4	1.4
601990.SH	南京证券	7.77	286	28.8			1.6		
600095.SH	湘财股份	8.16	233		75.2	65.3		1.9	1.8
600906.SH	财达证券	6.38	207						
601099.SH	太平洋	3.63	247						

002945.SZ	华林证券	13.84	374	106.5		5.6		
600621.SH	华鑫股份	13.16	140	38.7		1.7		
大券商平均				20.0	16.9	15.2	1.3	1.2
平均				30.7	22.5	19.9	1.4	1.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 04 月 18 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	50.44	76.34	78.12	82.73	1.71	1.57	1.77
601628.SH	中国人寿-A	36.43	44.60	49.57	53.27	1.30	1.19	1.30
601336.SH	新华保险-A	49.00	80.30	82.85	90.71	0.97	2.00	2.71
601601.SH	中国太保-A	30.80	55.04	58.42	61.70	1.14	1.38	1.51
601319.SH	中国人保-A	7.14	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	50.44	0.66	0.65	0.61	-15.17	-17.67	-18.24
601628.SH	中国人寿-A	36.43	0.82	0.73	0.68	-6.26	-11.02	-13.00
601336.SH	新华保险-A	49.00	0.61	0.59	0.54	-32.27	-16.89	-15.41
601601.SH	中国太保-A	30.80	0.56	0.53	0.50	-21.26	-20.05	-20.48
601319.SH	中国人保-A	7.14	1.03	0.91	0.80	1.51	-2.86	-6.08
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	50.44	4.70	6.95	7.42	49.37	50.99	57.64
601628.SH	中国人寿-A	36.43	1.63	3.78	3.80	16.88	18.03	18.59
601336.SH	新华保险-A	49.00	2.79	8.41	9.06	33.68	30.85	33.80
601601.SH	中国太保-A	30.80	2.83	4.67	5.11	25.94	30.29	34.20
601319.SH	中国人保-A	7.14	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	50.44	10.72	7.25	6.80	1.02	0.99	0.88
601628.SH	中国人寿-A	36.43	22.30	9.63	9.58	2.16	2.02	1.96
601336.SH	新华保险-A	49.00	17.56	5.83	5.41	1.45	1.59	1.45
601601.SH	中国太保-A	30.80	10.88	6.59	6.03	1.19	1.02	0.90
601319.SH	中国人保-A	7.14	13.87	7.37	6.85	1.30	1.17	1.08

数据来源: 保险公司历年财报, Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 04 月 18 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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不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:

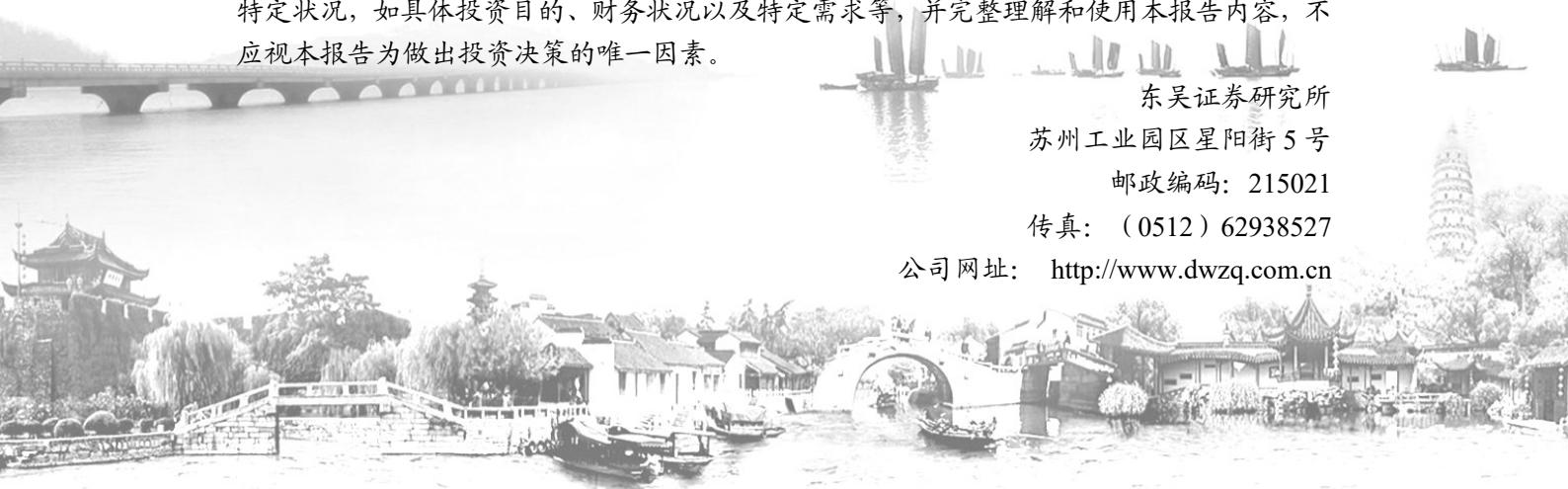
公司投资评级:

- 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>