

券商业绩大幅增长；产险基本面全面改善

增持（维持）

投资要点

- 非银行金融子行业近期表现：**最近3个交易日(2025年04月28日-2025年04月30日)非金融板块各子行业均跑输沪深300指数。证券行业下跌0.73%，多元金融行业下跌1.06%，保险行业下跌1.68%，非金融整体下跌1.01%，沪深300指数下跌0.43%。
- 证券：2025年04月至今交易量同比大幅提升；上市券商2024年及2025Q1净利润均大幅增长。**1)4月交易量同比大幅提升。4月日均股基交易额为12361亿元，较上年4月上涨23%，较上月下降28%。截至4月29日，两融余额18023亿元，同比提升18%，较年初下降3.3%。4月IPO发行10家，募集资金83亿元。2)50家上市券商2024年营业收入同比增长7%，净利润同比增长16%。我们认为2024年券商净利润由上半年的下滑21%逆转为正增长16%，主要是由于2024年9月24日以来，股基交易额及融资余额大幅增长，费类业务收入同比大幅增长，同时权益及债市下半年双双走牛，带动自营板块投资净收益大幅提升。3)2025年第一季度50家上市券商营业收入同比增长24%，归母净利润同比增长80%。2024年以来上市券商杠杆率持续下滑，今年一季度在权益市场交投活跃的背景下，费类业务如经纪、两融等增长迅速，再叠加费用率下滑3个百分点，券商行业ROE显著提升。4)中证协从严规范证券从业人员投资行为。中证协就《证券公司董事、监事、高级管理人员及证券从业人员投资行为管理指引(试行)》向行业征求意见，主要内容包括：①压实证券公司从业人员投资行为管理责任。②明确从业人员对本人的投资行为承担直接责任。③《指引》要求证券公司人员管理和行为管理全覆盖。5)04月30日证券行业(未包含东方财富)2024平均PB估值1.4x，2025E平均PB估值1.1x。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、同花顺、东方财富等。
- 保险：一季度NBV持续增长；3月寿险保费回暖。**1)保险公司披露2025年一季报，可比口径NBV继续较快增长，产险COR显著改善。一季度上市险企归母净利润合计同比+1.4%，净资产增速表现显著分化。新业务价值延续较快增长，可比口径下平安、太保、人保寿险增速均超30%，太保增速最高为39%，国寿增速最低为4.8%，新华非可比口径同比+68%。产险受大灾减少等因素推动综合成本率改善；投资资产稳健增长，投资收益率大多下滑。2)金监总局披露银行保险业3月经营情况，寿险保费增速回暖，关注后续预定利率调整落地情况。2025年1-3月人身险原保费17878亿元，同比+0.2%；产险公司保费5155亿元，同比+5%。4月21日保险行业协会披露传统险产品预定利率研究值2.13%，根据预定利率动态调整机制，若下季度研究值低于2.25%将触发预定利率下调，我们判断Q3再次下调可能性较大，利好险企新单销售改善和负债成本继续优化。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30日保险板块估值0.48-0.79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，同比下降40.6%。2)期货：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%。3月全国期货公司净利润14亿元，同比增长20.8%，环比2月增长184%。
- 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、九方智投控股等。
- 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05月05日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

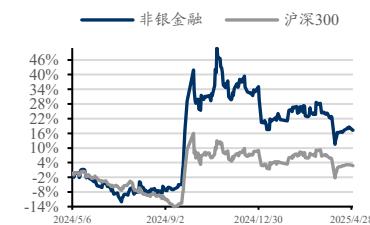
sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《供给侧改革驱动价值重估，AI赋能效率提升——证券行业2025年中期投资策略【勘误版】》

2025-05-04

《券商IT&互联网金融2024年及2025Q1综述--市场活跃抬升业绩，科技驱动差异竞争》

2025-05-04

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：交易量同比大幅提升；上市券商 2024 年及 2025Q1 净利润均大幅增长	5
2.2. 保险：一季度 NBV 持续增长；3 月寿险保费回暖	10
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	12
2.3.1. 信托：24H1 资产规模回升明显，行业整体业绩仍较承压	12
2.3.2. 期货：2025 年 3 月成交额同比提升	13
3. 行业排序及重点公司推荐	14
4. 风险提示	17

图表目录

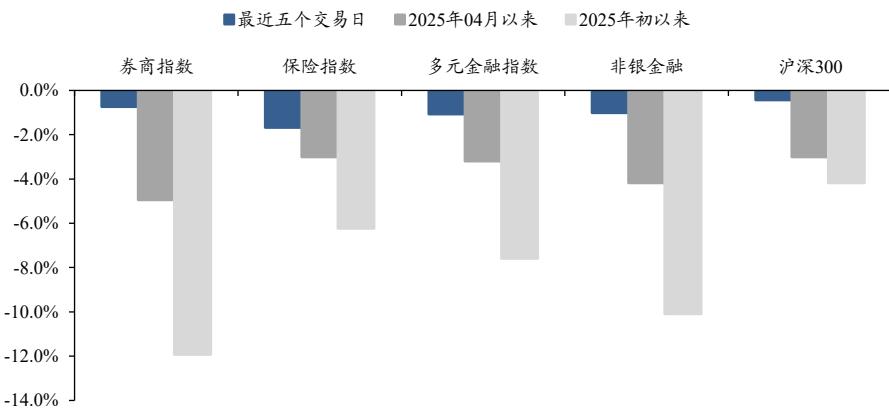
图 1: 最近 5 交易日 (2025.04.28-2025.04.30) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 300	4
图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 2025 年一季度上市险企 NBV 延续增长势头	10
图 5: 2025Q1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善	11
图 6: 2025 年一季度上市保险公司年化投资收益率表现	11
图 7: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	12
图 8: 信托行业经营收入和利润	12
图 9: 信托资产种类分布 (%)	12
图 10: 期货行业市场成交量及增速	13
图 11: 期货行业市场成交额及增速	13
图 12: 期货公司营业收入及增速	14
图 13: 期货公司净利润及增速	14

表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 2024 年上市券商经营情况 (百万元)	6
表 3: 2025 年一季度上市券商经营情况 (百万元)	8
表 4: 上市券商估值表 (2025 年 04 月 30 日)	15
表 5: 上市保险公司估值及盈利预测	16

1. 非银行金融子行业近期表现

最近3个交易日（2025年04月28日-2025年04月30日）非银金融板块各子行业均跑输沪深300指数。证券行业下跌0.73%，多元金融行业下跌1.06%，保险行业下跌1.68%，非银金融整体下跌1.01%，沪深300指数下跌0.43%。

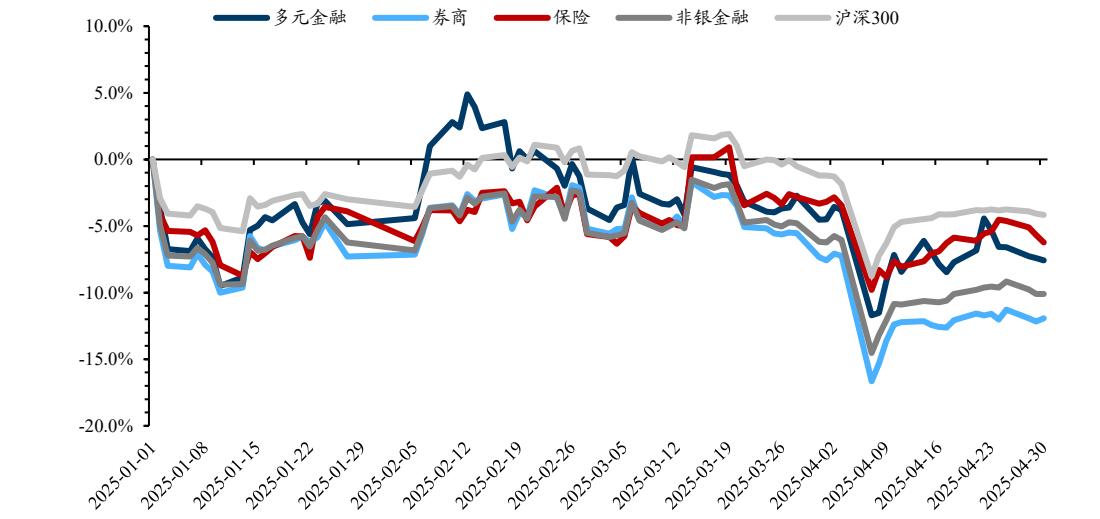
图1：最近5个交易日（2025.04.28-2025.04.30）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025年以来（截至2025年04月30日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业下跌6.23%，多元金融行业下跌7.59%，证券行业下跌11.93%，非银金融整体下跌10.09%，沪深300指数下跌4.18%。

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30日）

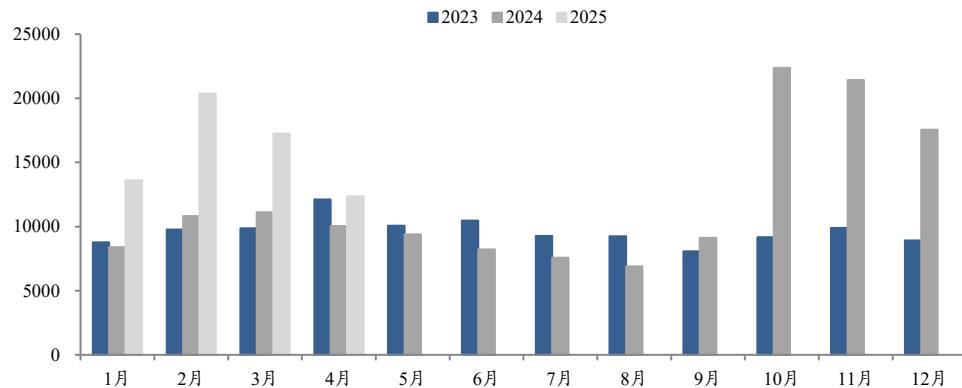
公司层面，最近3个交易日中，保险行业中，中国人寿跌幅较小，天茂集团相对落后；证券行业中，长江证券表现较好，湘财股份、华创云信表现较差；多元金融行业中，渤海租赁表现较好，ST熊猫、拉卡拉表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量同比大幅提升；上市券商 2024 年及 2025Q1 净利润均大幅增长

2025 年 04 月至今交易量同比大幅提升。截至 2025 年 04 月 30 日，2025 年 04 月日均股基交易额为 12361 亿元，较上年 4 月上涨 23.05%，较上月下降 28.31%。截至 04 月 29 日，两融余额 18023 亿元，同比提升 18.05%，较年初下降 3.34%。截至 2025 年 04 月 30 日，4 月 IPO 发行 10 家，募集资金 82.69 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 30 日）

4 月权益市场大幅下挫。截至 2025 年 04 月 30 日，2025 年 04 月沪深 300 指数下跌 2.58%，上年 4 月上涨 1.89%，2025 年 03 月下跌 0.07%；创业板指数下跌 7.44%，上年 4 月上涨 2.21%，2025 年 03 月下跌 3.07%；上证综指下跌 1.22%，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 0.77%，上年 4 月上涨 0.14%，2025 年 03 月下跌 0.55%；万得全 A 指数下跌 3.15%，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	-3.00%	-7.40%	-1.70%	1.02%	-3.15%
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	-4.18%	-9.04%	-2.17%	-0.47%	-1.31%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 04 月 30 日）

50 家上市券商营业收入同比增长 7%，净利润同比增长 16%。截至 2025 年 4 月 30 日，50 家上市券商或券商母公司已全部完成 2024 年年报披露，合计实现营业收入 5487 亿元，同比增长 7%，合计实现归母净利润 1611 亿元，同比增长 16%。其中，锦龙股份

(+245%)、东兴证券(+98%)、红塔证券(+68%)、华林证券(+41%)、南京证券(+27%)营业收入增幅较大。净利润方面，华林证券(+1015%)、红塔证券(+145%)、第一创业(+173%)、东兴证券(+88%)、华西证券(+71%)增幅在行业中领先。第四季度，50家上市券商合计实现净利润481亿元，同比大幅增长101%，11家券商扭亏为盈，18家券商增速超过100%。

杠杆率小幅下滑，平均 ROE 近 5%，ROE 主要靠费类业务驱动。50家上市券商2024年平均ROE为4.95%，同比增加0.66个百分点，8家券商ROE超过8%，其中东方财富、华泰证券、招商证券、中国银河ROE居前，分别为12.64%、9.24%、8.82%、8.30%。杠杆率方面，50家上市券商整体平均杠杆率由2023年的3.39倍下滑至3.34倍。

我们认为2024年券商净利润由上半年的下滑21%逆转为正增长16%，主要是由于2024年9月24日以来，股基交易额及融资余额大幅增长，费类业务收入同比大幅增长，同时权益及债市下半年双双走牛，带动自营板块投资净收益大幅提升。

表2：2024年上市券商经营情况（百万元）

公司	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	同比变动	ROE (%)	同比 (pct)	2024Q4 净利润	同比增速
中信证券	637.9	6.2%	217.0	10.1%	4.60	0.25	8.09%	0.28	49.0	48.3%
华泰证券	414.7	13.4%	153.5	20.4%	3.29	-0.96	9.24%	1.12	28.3	-10.6%
国泰海通	434.0	20.1%	130.2	38.9%	5.38	0.38	8.14%	2.12	35.0	368.9%
招商证券	208.9	5.4%	103.9	18.5%	4.38	-0.36	8.82%	0.91	32.4	37.0%
中国银河	354.7	5.4%	100.3	27.3%	4.07	-0.09	8.30%	0.78	30.7	140.5%
广发证券	272.0	16.7%	96.4	38.1%	3.95	-0.10	7.44%	1.78	28.7	146.0%
东方财富	116.0	4.7%	96.1	17.3%	2.41	-0.02	12.64%	0.70	35.7	79.8%
国信证券	201.7	16.5%	82.2	27.8%	3.46	-0.22	8.23%	1.66	33.4	114.9%
中信建投	211.3	-9.1%	72.2	2.7%	4.09	-0.23	8.22%	-0.37	29.3	117.8%
中金公司	213.3	-7.2%	56.9	-7.5%	4.98	-0.20	5.52%	-0.91	28.4	83.2%
申万宏源	247.4	15.0%	52.1	13.1%	5.49	0.11	5.08%	0.36	13.6	425.5%
东方证券	191.9	12.3%	33.5	21.7%	3.74	0.28	4.14%	0.69	0.5	扭亏为盈
光大证券	96.0	-4.3%	30.6	-28.4%	3.25	0.21	4.58%	-2.33	10.7	扭亏为盈
国投资本	150.6	-13.8%	26.9	14.3%	3.77	-0.13	5.17%	0.50	6.1	扭亏为盈
东吴证券	115.3	2.2%	23.7	18.2%	3.16	-0.03	5.81%	0.65	5.3	108.5%
财通证券	62.9	-3.6%	23.4	3.9%	3.22	-0.10	6.59%	-0.08	8.7	15.5%
国元证券	78.5	23.5%	22.4	20.2%	3.75	0.65	6.26%	0.27	6.7	52.8%
方正证券	77.2	8.4%	22.1	2.6%	4.26	0.00	4.72%	-0.16	2.4	11.9%
兴业证券	123.5	16.2%	21.6	10.2%	3.89	0.16	3.81%	0.11	8.4	120.3%
浙商证券	158.2	-10.3%	19.3	10.2%	3.53	-1.11	6.76%	0.15	6.7	57.6%
长江证券	68.0	-1.5%	18.3	18.5%	2.95	-0.79	5.08%	0.29	4.0	15.0%
国金证券	66.6	-1.0%	16.7	-2.8%	2.45	-0.39	5.04%	-0.35	7.8	61.0%
长城证券	40.2	0.7%	15.8	9.8%	3.08	-0.14	5.38%	0.26	4.8	113.4%
东兴证券	93.7	97.9%	15.4	88.4%	3.08	-0.10	5.57%	2.48	6.0	71.8%
华安证券	45.4	24.4%	14.9	16.6%	3.53	0.49	6.81%	0.61	3.4	8.6%

西部证券	67.1	-2.6%	14.0	20.4%	2.68	-0.30	4.95%	0.71	6.7	133.0%
信达证券	32.9	-5.5%	13.6	-7.0%	3.49	0.08	7.23%	-1.50	4.8	26.0%
南京证券	31.5	27.1%	10.0	48.0%	2.97	0.24	5.70%	1.67	3.1	180.3%
首创证券	24.2	25.5%	9.8	40.5%	2.96	-0.09	7.69%	1.95	2.4	-2.6%
中泰证券	108.9	-14.7%	9.4	-47.9%	3.42	-0.01	2.14%	-2.57	4.3	扭亏为盈
中银证券	28.9	-1.8%	9.1	0.6%	2.61	-0.37	5.14%	-0.22	2.5	172.1%
第一创业	35.3	41.9%	9.0	173.3%	2.56	0.01	5.80%	3.55	2.6	9860.1%
东北证券	65.1	0.5%	8.7	30.7%	3.31	-0.17	4.65%	0.99	4.0	332.8%
红塔证券	20.2	68.4%	7.6	144.7%	2.18	0.31	3.22%	1.86	1.1	14.7%
华西证券	39.2	23.2%	7.3	71.3%	2.85	0.01	3.14%	1.26	4.7	814.6%
山西证券	31.5	-9.2%	7.1	14.9%	3.46	-0.09	3.98%	0.45	1.8	-36.6%
西南证券	25.7	10.2%	7.0	16.1%	2.51	-0.36	2.73%	0.34	2.2	575.6%
财达证券	24.4	5.5%	6.9	13.3%	2.84	-0.18	5.84%	0.51	3.2	511.8%
国海证券	42.2	0.7%	4.3	31.0%	1.82	-0.67	1.95%	0.25	2.4	扭亏为盈
国联民生	26.8	-9.2%	4.0	-40.8%	4.46	0.07	2.19%	-1.70	0.0	扭亏为盈
华鑫股份	22.7	13.0%	3.7	-8.0%	3.13	-0.28	4.51%	-0.74	0.6	扭亏为盈
华林证券	14.3	41.3%	3.5	1014.5%	1.89	0.09	5.43%	4.93	0.5	扭亏为盈
哈投股份	27.0	-3.0%	3.4	65.5%	2.71	-0.01	2.71%	1.02	0.8	-55.2%
中原证券	16.9	-14.1%	2.5	16.2%	2.50	-0.39	1.76%	0.23	0.8	2088.8%
太平洋	13.2	-3.7%	2.2	-12.2%	1.17	-0.02	2.29%	-0.39	0.8	扭亏为盈
国盛金控	20.1	7.1%	1.7	扭亏为盈	2.63	0.68	1.52%	1.79	0.8	扭亏为盈
湘财股份	21.9	-5.6%	1.1	-8.6%	1.96	0.06	0.92%	-0.08	-0.4	亏损扩大
华创云信	33.5	11.6%	0.6	-86.6%	2.50	0.24	0.31%	-2.05	-0.5	由盈转亏
天风证券	27.0	-21.2%	-0.3	由盈转亏	3.65	-0.22	-0.13%	-1.45	5.1	扭亏为盈
锦龙股份	6.6	245.2%	-0.9	亏损收窄	6.82	1.00	-3.68%	10.77	0.1	扭亏为盈
合计	5,487.0	6.6%	1,611.0	16.0%	3.34	-0.06	4.95%	0.66	480.6	100.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2025 年 04 月 30 日)

2025 年第一季度 50 家上市券商营业收入同比增长 24%, 归母净利润同比增长 80%。

2025 年第一季度 50 家上市券商合计实现营业收入 1361 亿元, 同比增长 24%, 实现归母净利润 558 亿元, 同比增长 80%。2025 年 3 月 14 日, 国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉, 带来营业外收入 85 亿元, 若扣除该非经常性损益, 上市券商实现归母净利润 469 亿元, 同比增长 51%。其中, 国联民生(合并民生证券,+801%)、天风证券(+243%)、长江证券(+89%)、华安证券(+72%)营业收入增幅较大。归母净利润方面, 东北证券(+860%)、国盛金控(+206%)、国泰海通(+392%, 扣非后+61%), 红塔证券(+147%)增幅在行业中领先。

ROE 显著提升, 杠杆率与年初持平。2025 年第一季度 50 家上市券商平均 ROE 为 1.43%, 同比增加 0.56 个百分点, 扣非后平均 ROE 为 1.34%, 同比增加 0.46 个百分点。其中除国泰海通(6.46%, 扣非后为 1.69%)、东方财富(3.31%)外, 长江证券、方正证券、中国银河 ROE 居前, 分别为 2.70%、2.47%、2.44%。杠杆率方面, 上市券商平均杠杆率 3.34 倍, 与年初持平, top10 券商杠杆率从 4.2 倍下滑至 4.1 倍。2024 年以来上

市券商杠杆率持续下滑，今年一季度在权益市场交投活跃的背景下，费类业务如经纪、两融等增长迅速，再叠加费率下滑3个百分点，券商行业ROE显著提升。

表3：2025年一季度上市券商经营情况（百万元）

	营业收入	营业收入同比	归母净利润	归母净利润同比	ROE	杠杆率（倍）	费率
国泰海通	11773	47%	12242	392%	6.46%	4.03	42%
中信证券	17761	29%	6545	32%	2.37%	4.63	43%
华泰证券	8232	35%	3642	59%	2.10%	3.27	38%
中国银河	7558	5%	3016	85%	2.44%	4.09	37%
广发证券	7240	46%	2757	79%	2.06%	4.31	49%
东方财富	3486	42%	2715	39%	3.31%	2.66	17%
国信证券	5282	57%	2329	90%	2.26%	3.45	41%
招商证券	4713	10%	2308	7%	1.87%	4.12	46%
中金公司	5721	48%	2042	65%	1.98%	4.83	57%
申万宏源	5479	-4%	1977	42%	1.87%	5.18	44%
中信建投	4919	15%	1843	50%	2.04%	4.35	49%
东方证券	5382	49%	1436	62%	1.79%	3.69	41%
方正证券	2964	49%	1195	52%	2.47%	4.17	52%
东吴证券	3092	39%	980	115%	2.33%	3.67	33%
长江证券	2514	89%	980	144%	2.70%	2.55	50%
光大证券	2505	14%	819	20%	1.22%	3.10	59%
国投资本	3305	3%	680	94%	1.27%	3.90	46%
国元证券	1519	8%	641	38%	1.73%	3.73	45%
长城证券	1277	41%	605	72%	2.00%	3.06	43%
国金证券	1885	27%	583	59%	1.71%	3.01	60%
浙商证券	2994	-23%	556	24%	1.57%	3.92	31%
华安证券	1431	72%	525	88%	2.32%	3.38	37%
兴业证券	2792	17%	516	57%	0.90%	3.88	58%
东兴证券	1429	-28%	380	5%	1.33%	3.01	37%
国联民生	1562	801%	376	扭亏为盈	0.96%	2.83	69%
中泰证券	2545	0%	370	12%	0.88%	3.25	78%
华西证券	1085	68%	301	138%	1.27%	2.90	63%
红塔证券	566	46%	296	147%	1.20%	1.81	37%
西部证券	1216	-24%	291	48%	1.01%	2.98	47%
财通证券	1069	-24%	290	-37%	0.79%	3.04	71%
中银证券	752	22%	280	39%	1.55%	2.51	54%
南京证券	779	-12%	277	5%	1.55%	3.31	48%
山西证券	752	19%	250	57%	1.38%	3.00	60%
西南证券	614	5%	246	7%	0.95%	2.56	54%
信达证券	967	16%	205	11%	0.86%	3.45	80%
东北证券	1485	26%	202	860%	1.06%	3.28	47%
国海证券	825	3%	200	114%	0.90%	2.57	64%
首创证券	432	-23%	151	-31%	1.14%	3.31	58%
华鑫股份	636	19%	137	130%	1.62%	4.05	73%
哈投股份	973	-1%	119	-16%	0.92%	2.79	21%

财达证券	486	13%	118	6%	0.98%	2.97	65%
第一创业	661	-2%	118	-18%	0.72%	2.61	74%
华林证券	325	19%	103	88%	1.51%	2.72	62%
中原证券	401	-38%	103	-21%	0.73%	2.40	71%
国盛金控	590	39%	70	206%	0.63%	2.80	54%
太平洋	308	11%	68	95%	0.70%	1.17	70%
湘财股份	621	5%	49	-46%	0.42%	2.03	47%
天风证券	634	243%	24	扭亏为盈	0.10%	3.48	88%
华创云信	537	-12%	-40	亏损	-0.20%	2.46	101%
锦龙股份	31	25%	-96	亏损缩窄	-4.07%	6.96	516%
合计	136107	24%	55818	80%	1.43%	3.34	47%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2025 年 04 月 30 日)

中证协从严规范证券从业人员投资行为。为加强从业人员管理, 防范和打击从业人员违规炒股、内幕交易等违法违规行为, 督促行业机构践行中国特色金融文化, 持续净化行业生态, 推动形成从业人员管理“严”的氛围, 中证协进一步健全完善从业人员自律管理规则体系, 组织研究起草了《指引》, 指导证券公司加强从业人员投资行为管理。1) 《指引》压实证券公司从业人员投资行为管理责任。引导督促证券公司建立健全从业人员投资行为管理制度机制, 强化内部管理, 通过加强交易行为监测、关键岗位人员和违规线索核查, 内部监督检查、严肃惩戒问责、警示教育宣导等方式, 真正做到从业人员投资行为管理“看得清”“管得住”。2) 《指引》明确从业人员对本人的投资行为承担直接责任。通过投资申报、审查、监测、核查、惩戒、报告、检查、培训宣导等机制, 构筑从业人员“不敢、不能、不想”的长效机制, 引导从业人员提高守法合规意识, 珍惜职业声誉, 恪守职业道德, 规范投资行为。3) 《指引》要求证券公司人员管理和行为管理全覆盖。证券公司从业人员投资行为管理不但包括从事证券业务和相关管理工作的董事、监事、高级管理人员、证券从业人员, 还包括因履行工作职责而知悉公司证券业务相关内幕信息、未公开信息等情况的其他董事、监事, 从事党务工作、辅助支持业务、综合管理业务的相关人员(含借调人员), 并对证券公司另类投资子公司和私募投资基金子公司工作人员管理作出相应规定。同时, 要求有效覆盖投资申报、登记、审查监测、核查、处置、惩戒、报告、检查等全部流程和各个环节, 做到投资行为管理全覆盖。4) 《指引》强化关键岗位人员管理。要求证券公司优化资源配置, 加强对董事、监事、高级管理人员、部门及分支机构负责人、保荐代表人、财务顾问主办人、投资经理、证券分析、证券投资顾问等关键岗位人员的投资行为管理。通过采取提高申报频次、加强交易行为监测、纳入重点核查名单、提高检查频率等手段措施, 提高投资行为管理的针对性和有效性。

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 30 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 1.1x。我们认为, 考虑到行业发展趋势积极, 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。

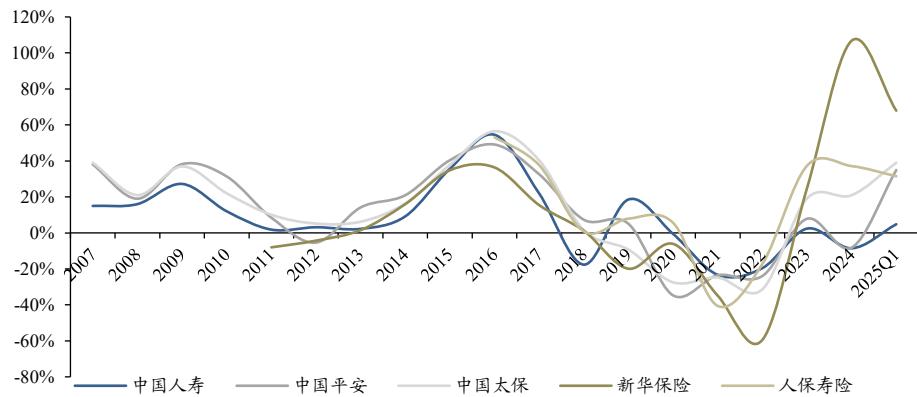
风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 保险：一季度 NBV 持续增长；3 月寿险保费回暖

一季度上市险企归母净利润合计同比+1.4%，净资产增速表现显著分化。1) 2025Q1 人保、国寿、新华归母净利润分别同比+43%、+39.5%、+19%，而太保、平安则分别同比-18%、-26%，其中平安利润降幅较大，除受到债市下跌影响外，还受平安好医生并表的一次性负面影响。2) 上市险企 Q1 末净资产合计较年初持平，其中国寿、平安和人保稳健增长，而太保、新华则分别较年初-9.5%和-17%，我们认为除由于利率上行导致 FVOCI 债券价值减少外，两家公司还受到负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增加的影响。

具体分业务来看：1) 寿险：NBV 延续较快增长。新业务价值可比口径下平安、太保、人保寿险增速均超 30%，太保增速最高为 39%，国寿增速最低为 4.8%，非可比口径下新华同比+68%。我们认为，各公司 NBV 较快增长仍主要受 NBV margin 提升带动。2) 产险：大灾减少等因素推动综合成本率改善。人保、平安、太保一季度产险保费收入分别同比+3.7%、+7.7%、+1.0%。人保、平安、太保一季度综合成本率分别为 94.5%、96.6%、97.4%，分别同比-3.4pct、-3.0pct、-0.6pct，我们认为各公司综合成本率改善主要是由于大灾赔付减少和持续降本增效，并且平安还受到存量信保业务风险出清的影响。3) 投资：投资资产稳健增长，投资收益率大多下滑。除人保外的上市险企投资资产规模合计较年初+3.2%，新华增速最快为 3.6%。总投资收益率方面，国寿（年化）、太保（未年化）分别-0.5pct、-0.2pct，而新华（年化）则+1.1pct。综合投资收益率方面，平安（未年化）同比+0.2pct，而新华（年化）则-3.9pct。我们认为，总、综合投资收益率下滑主要是 Q1 利率上行、债市下跌导致的。

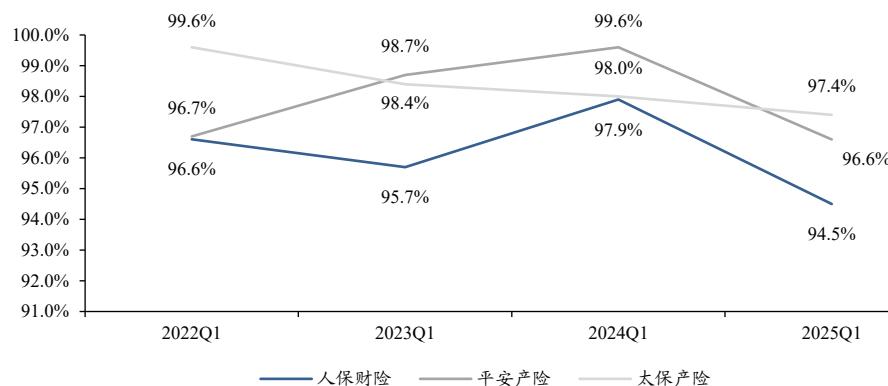
图 4：2025 年一季度上市险企 NBV 延续增长势头



数据来源：上市险企 2007-2024 年年报、2025 年一季报，东吴证券研究所

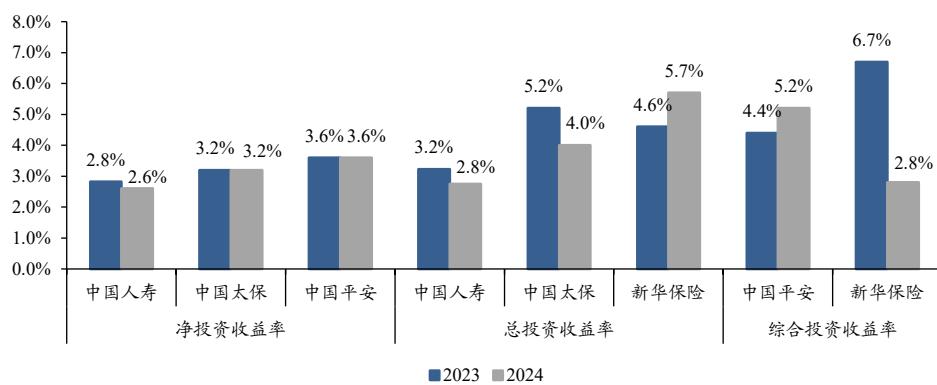
注：2023-2024 年为非可比口径增速，2025Q1 为可比口径增速

图 5: 2025Q1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善



数据来源：上市险企 2022-2025 年一季报，东吴证券研究所

图 6: 2025 年一季度上市保险公司年化投资收益率表现

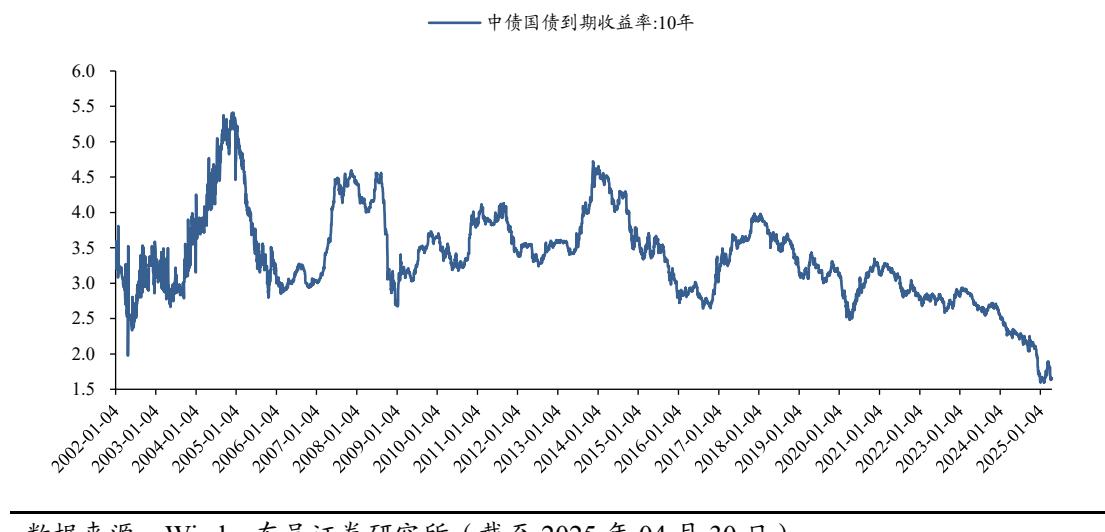


数据来源：上市险企 2024-2025 年一季报，东吴证券研究所

注：中国太保和中国平安数据经过简单年化处理（即 Q1 数据*4）

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 30 日保险板块估值 0.48-0.79 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图 7：10 年期中债国债到期收益率 (%)



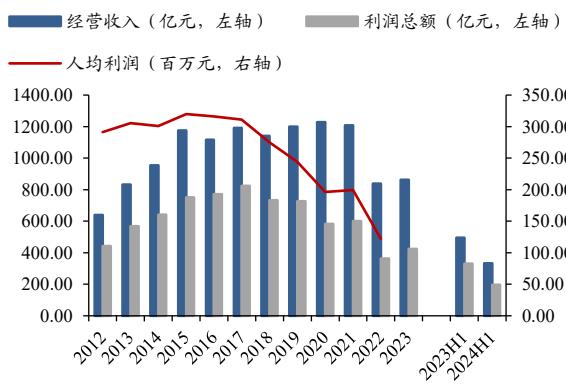
数据来源：Wind, 东吴证券研究所（截至 2025 年 04 月 30 日）

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

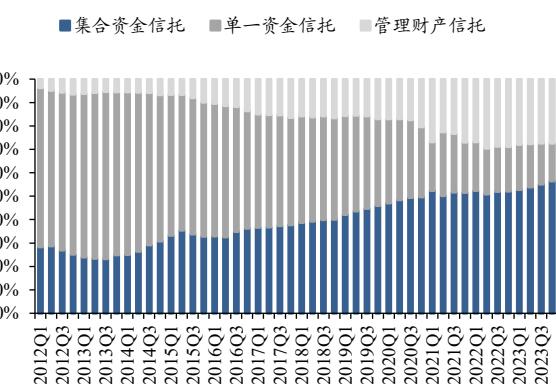
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿元，较上年同期减少 161.79 亿元，同比降幅为 32.73%；利润总额为 195.88 亿元，较上年同期减少 134.03 亿元，同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 8：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 9：信托资产种类分布 (%)



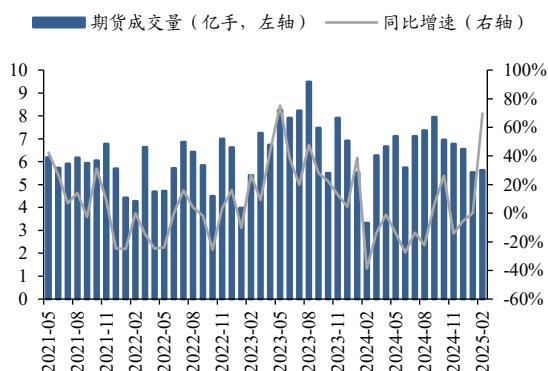
数据来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

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

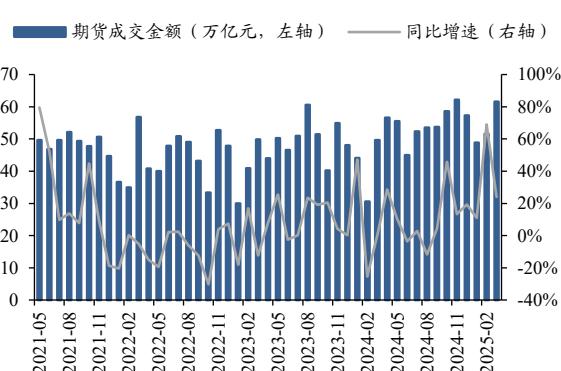
2025 年 3 月期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2025 年 3 月全国期货交易市场成交量为 7.34 亿手，成交额为 61.59 万亿元，同比分别增长 17.28% 和增长 24%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 10：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 11：期货行业市场成交额及增速

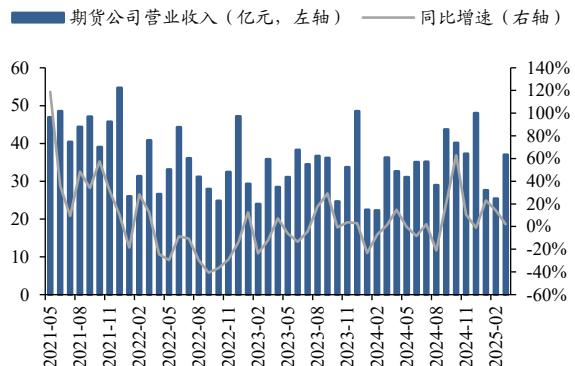


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 3 月期货公司利润同比增长。截至 2025 年 3 月末，全国共有 151 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 3 月实现营业收入 36.99 亿元，同比增长 2.07%，环比 2025 年 2 月增长 45.52%；净利润 14.17 亿元，同比增长 20.80%，环比 2025 年 2 月增长 183.97%。（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）。

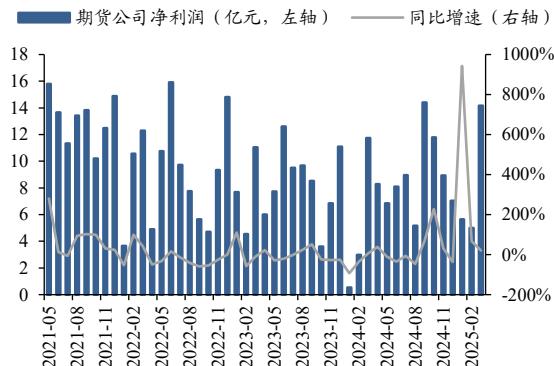
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 3 月 31 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 94 家风险管理公司备案试点业务。2 月期货风险管理公司实现业务收入 134.06 亿元，环比 2 月增长 48.73 亿元，净利润 1.80 亿元，环比 2 月增长 1.63 亿元。

图 12：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 13：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、九方智投控股。

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30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	25.08	3717	17.8	14.8	13.6	1.4	1.3	1.2
300059.SZ	东方财富	20.57	3247	33.8	29.2	26.3	4.0	3.6	3.3
2611.HK	国泰君安	17.23	3038	12.4	16.2	15.1	1.0	1.1	1.0
601688.SH	华泰证券	16.05	1449	9.9	9.7	8.8	0.9	0.8	0.7
601881.SH	中国银河	15.64	1710	19.3	14.9	13.4	1.5	1.3	1.2
000166.SZ	申万宏源	4.72	1182	22.5	15.9	14.8	1.1		
000776.SZ	广发证券	15.61	1187	13.6	11.4	10.2	1.0	0.9	0.8
601995.SH	中金公司	32.85	1586	31.7	22.9	20.2	1.7	1.4	1.3
601066.SH	中信建投	23.26	1804	29.4	19.2	17.3	2.4		
600999.SH	招商证券	16.45	1431	14.6	12.3	11.3	1.2	1.1	1.0
600958.SH	东方证券	9.16	778	24.8	18.9	17.0	1.0	1.0	0.9
002736.SZ	国信证券	10.87	1045	15.1	11.7	11.4	1.2	1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	5.78	499	24.2	18.8	17.0	0.9	0.8	0.8
601788.SH	光大证券	16.10	742	27.8	22.4	20.8	1.3		
601878.SH	浙商证券	10.49	480	21.4	21.1	18.3	1.4	1.3	1.2
600918.SH	中泰证券	6.10	425	55.5	26.7	19.8	1.1	1.0	1.0
601555.SH	东吴证券	7.83	389	16.3	14.0	12.5	0.9	0.9	0.8
000783.SZ	长江证券	6.42	355	21.4	14.3	13.5	1.0		
601901.SH	方正证券	7.45	613	27.6	24.1	22.3	1.3	1.2	1.2
002939.SZ	长城证券	7.73	312	19.8	18.2	16.5	1.0		
000686.SZ	东北证券	7.56	177	20.4			0.9		
600109.SH	国金证券	8.12	301	18.0	15.4	14.1	0.9	0.9	0.8
002673.SZ	西部证券	7.51	336	23.9	21.2	19.2	1.2	1.1	1.1
601236.SH	红塔证券	7.38	348	46.1			1.4		
601108.SH	财通证券	7.29	339	14.6	13.5	11.9	0.9	0.9	0.9
000728.SZ	国元证券	7.46	326	14.6	13.5	11.9	0.9	0.8	0.8
601198.SH	东兴证券	10.05	325	21.0			1.1		
000750.SZ	国海证券	3.81	243	54.4	44.1	35.7	1.1		
002926.SZ	华西证券	8.04	211	28.7			0.9		
601375.SH	中原证券	3.82	177	72.1			1.3		
002500.SZ	山西证券	5.64	202	28.2		25.8	1.1		1.1
600155.SH	华创云信	6.35	141	211.7			0.7		
600909.SH	华安证券	5.53	259	17.3	17.3	16.5	1.2	1.1	1.1
601696.SH	中银证券	9.87	274	29.9			1.5		
002797.SZ	第一创业	6.78	285	30.8	32.5	30.1	1.7	1.8	1.7
600369.SH	西南证券	4.12	274	37.5			1.1		
601456.SH	国联民生	9.73	553	69.5	54.9	47.2	1.5	1.2	1.2
601990.SH	南京证券	7.73	285	28.6			1.6		
600095.SH	湘财股份	7.79	223	203.9	83.2	71.7	1.9	1.8	1.8
600906.SH	财达证券	6.40	208	30.5			1.7		
601099.SH	太平洋	3.58	244	111.9			2.5		

002945.SZ	华林证券	13.81	373	106.2		5.6		
600621.SH	华鑫股份	13.40	142	39.4		1.7		
大券商平均				19.9	15.9	14.5	1.3	1.1
平均				40.0	22.5	20.1	1.4	1.1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 04 月 30 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
601318.SH	中国平安-A	50.71	76.34	78.12	82.73	1.71	1.57	1.77
601628.SH	中国人寿-A	36.31	44.60	49.57	53.27	1.30	1.19	1.30
601336.SH	新华保险-A	48.11	80.30	82.85	90.71	0.97	2.00	2.71
601601.SH	中国太保-A	29.85	55.04	58.42	61.70	1.14	1.38	1.51
601319.SH	中国人保-A	7.06	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	50.71	0.66	0.65	0.61	-15.02	-17.49	-18.08
601628.SH	中国人寿-A	36.31	0.81	0.73	0.68	-6.36	-11.12	-13.10
601336.SH	新华保险-A	48.11	0.60	0.58	0.53	-33.19	-17.33	-15.74
601601.SH	中国太保-A	29.85	0.54	0.51	0.48	-22.10	-20.73	-21.11
601319.SH	中国人保-A	7.06	1.02	0.90	0.79	0.96	-3.16	-6.36
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	50.71	4.70	6.95	7.42	49.37	50.99	57.64
601628.SH	中国人寿-A	36.31	1.63	3.78	3.80	16.88	18.03	18.59
601336.SH	新华保险-A	48.11	2.79	8.41	9.06	33.68	30.85	33.80
601601.SH	中国太保-A	29.85	2.83	4.67	5.11	25.94	30.29	34.20
601319.SH	中国人保-A	7.06	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	50.71	10.78	7.29	6.83	1.03	0.99	0.88
601628.SH	中国人寿-A	36.31	22.22	9.60	9.55	2.15	2.01	1.95
601336.SH	新华保险-A	48.11	17.24	5.72	5.31	1.43	1.56	1.42
601601.SH	中国太保-A	29.85	10.55	6.39	5.85	1.15	0.99	0.87
601319.SH	中国人保-A	7.06	13.71	7.28	6.77	1.29	1.16	1.06

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 30 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提供。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：

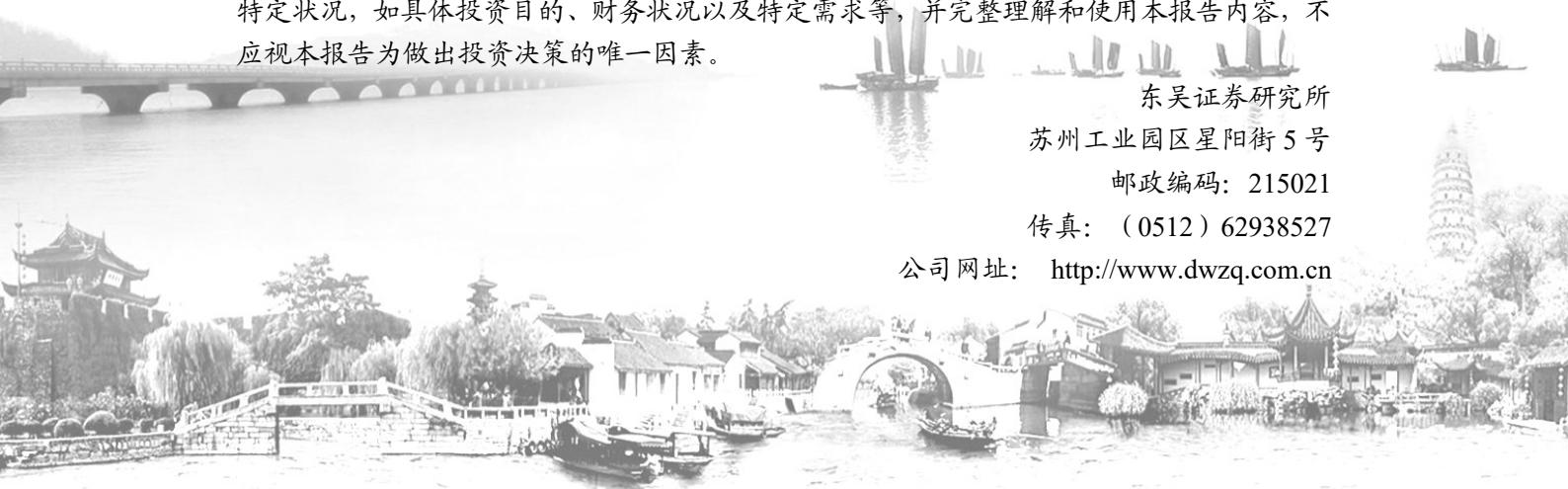
公司投资评级：

- 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>