

破茧向新：行业整合下的金融风险与化解 ——中国机构配置手册（2025版）之机构风险篇

行业研究 · 深度报告

金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈俊良

021-60875161

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- **金融供给侧结构性改革通过系统性重塑深刻改变行业经营逻辑。**监管驱动业务本源化，打破牌照套利模式，如信托去通道、AMC剥离非主业，倒逼机构聚焦实体服务能力和风险定价效率；资源分配两极分化，资本、政策向头部机构倾斜，如大机构客户定价权上升，缺乏专业壁垒的中小机构面临市场出清；盈利模式被迫转型，利差依赖型机构（如依赖政府平台的租赁公司、资产驱动负债模式的险企受非标压缩、资产荒冲击，需重构以管理费、服务费为主的轻资本收入结构。最终，金融供给侧结构性改革以市场化方式淘汰低效产能，推动行业从规模扩张转向质量竞争，具备产业深耕能力与资本效率的机构将构筑新护城河。
- ◆ **我们具体梳理金融各子行业在供给侧结构性改革下的转型空间和风险状况：**
- **银行业：分化加剧下的信用体系重构。**金融供给侧结构性改革驱动银行业从规模扩张向高质量经营转型，胜负手在于建立多层次、差异化服务体系。央行和监管机构通过优化MPA考核框架与流动性支持工具，引导银行聚焦本源，扶持实体经济薄弱环节。改革强化了头部国有大行及优质股份行的系统性地位，在资源获取与风险抵御能力上占据优势；然而，区域性中小银行尤其前期依赖同业扩张者面临战略定位模糊、盈利能力弱化、资产质量承压、区域风险暴露及资本补充受限等巨大挑战，部分机构的信用基本面出现显著弱化。
- **保险业：回归保障本源重塑利源结构。**改革通过重塑产品格局强力引导行业回归保障本质。监管部门通过“报行合一”、严控定价利差与费差空间等措施遏制激进理财型产品扩张，倒逼保险公司提升风险定价能力和价值承保深度。短期内行业整体盈利承压，依赖利差模式的险企面临“利差损”风险，中小保险公司面临较大经营风险。而拥有庞大代理人渠道和客户服务能力、精准健康险和养老险产品设计的头部险企，则可利用行业整合契机构建稳定多元化利润来源，改善资产质量结构，长期负债成本和流动性管理更为可控，信用根基愈发牢固。
- **证券业：严监管与集中度提升塑造新格局。**交易佣金透明化和竞争加剧压缩经纪业务利润空间，监管对风控合规要求的显著提高，使得运营成本和准入门槛陡增，盈利能力成为中小机构生存难题。优质资本和专业实力雄厚的头部券商在财富管理、资本中介以及IPO定价等业务领域构筑壁垒，通过并购整合加速集中度提升。此趋势强化了领先机构的资本充足水平和多元化抗周期能力，为其长期信用稳健性提供有力支撑。

- **信托业：“去通道、控地产、回归本源”重塑信托格局。**资管新规终结监管套利空间，融资类与通道业务规模显著下降。严控房地产信托使部分机构存量风险加速暴露，资产不良率攀升至10%以上的机构明显承压。主动管理转型缓慢、客户基础薄弱的中小信托公司面临盈利收缩与资本补充困境，信用资质持续弱化；而提前布局家族信托、资产证券化等本源业务的头部机构，则依托股东资源与专业能力构筑新盈利支点，信用韧性相对增强。
- **租赁业：产业服务深化中的差异化生存。**改革推动租赁公司由“类信贷”扩张转向产业深度服务。监管强化资本约束与集中度管理，抑制空壳租赁和单一行业过度投放。依赖政府平台融资的商租公司受地方债务管控冲击，利差收窄叠加资产质量恶化削弱偿债能力；而具备产业背景的金租公司则依托设备管理能力和产业链整合优势，在绿色能源、高端装备等领域形成稳定现金流的专业壁垒，资本充足率与资产质量优势支撑其信用稳定性。
- **AMC行业：从多元化扩张回归不良资产核心主业。**监管剥离非金子公司、限制金融牌照，倒逼聚焦不良资产收购处置。资源向头部全国性AMC集中，其凭借央行再贷款、低成本发债优势维持较强资本缓冲和不良处置溢价能力；地方AMC则因区域资源限制和融资成本高企，在批量收购银行资产包时面临盈利与资本充足率压力，部分机构资本充足率逼近监管红线，信用基本面分化加剧。
- **风险提示：资本市场震荡；长端利率下行；中小机构经营风险等。**

【 01 】 银行：区域分化，突围加剧

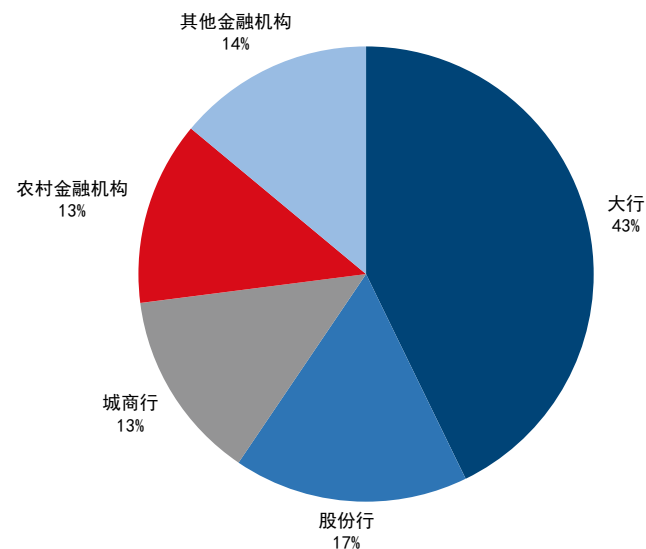
【 02 】 保险：利差损阴霾下谋变求新

【 03 】 证券：集中度提升新格局

【 04 】 综合金融：回归本源，差异化生存

- 银行业金融机构按类型划分（截至2024年12月31日）
- 大行（6家）
 - 股份行（12家）
 - 城商行（124家）
 - 农商行（1563家。注意其口径比农村金融机构窄）
 - 其他（2590家，包括政策行、村镇银行、农村信用社等）

图：银行业金融机构的资产分布（2024年12月末）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：营收利润均减少

➤ 上市银行视角：营收利润均减少

- 2025年一季度上市银行合计实现营业收入1.45万亿元，同比下降1.7%；合计实现归母净利润0.56万亿元，同比下降1.2%。

➤ 从归母净利润增速归因分析来看，有如下特点：

- 生息资产规模的贡献有所回落
- 净息差持续拖累净利润增长
- 手续费净收入见底
- 其他非息收入明显拖累业绩
- 拨备平滑利润力度减弱

图：上市银行整体营业收入增速



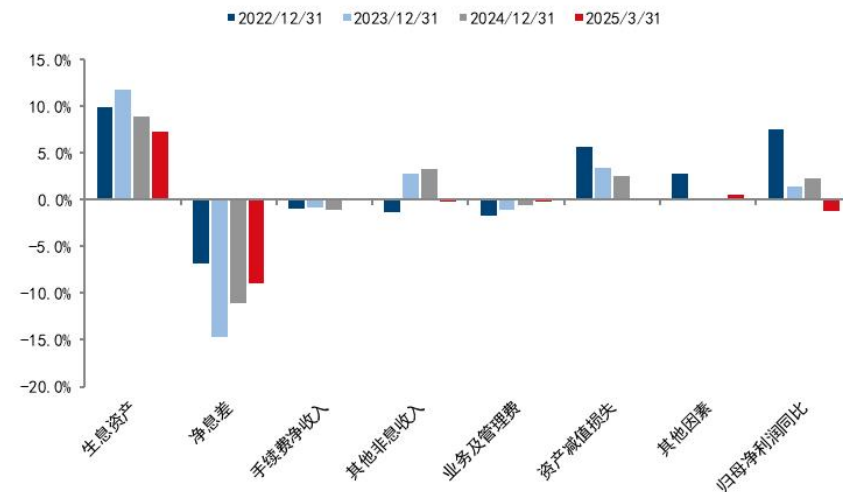
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行整体归母净利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行整体归母净利润增速归因

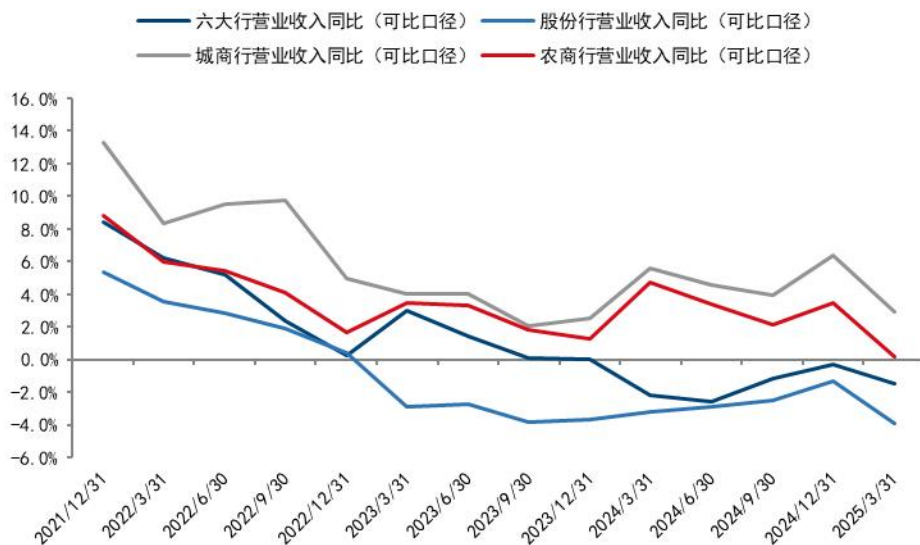


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：营收利润均减少

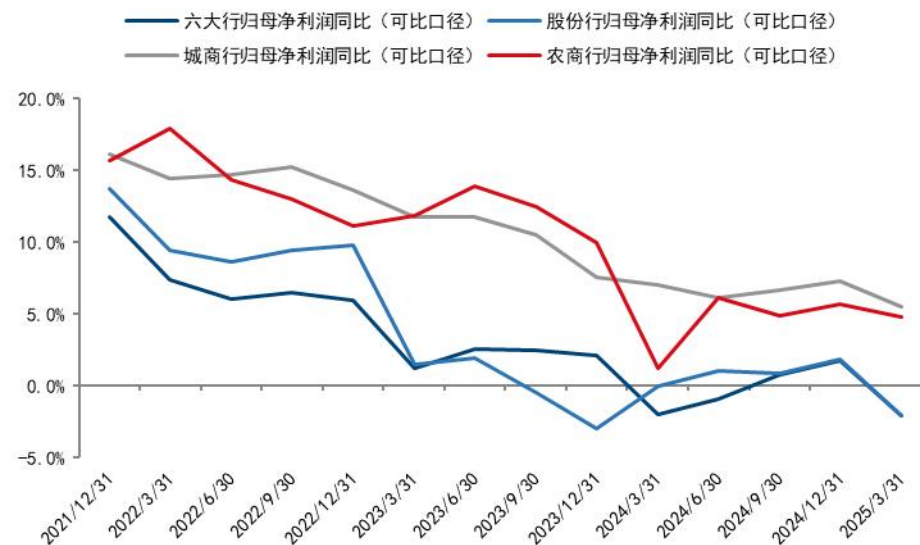
► 分类型银行来看，一季度各类型银行的收入增速、归母净利润增速较去年年报均回落

图：分类型银行营业收入同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行归母净利润同比



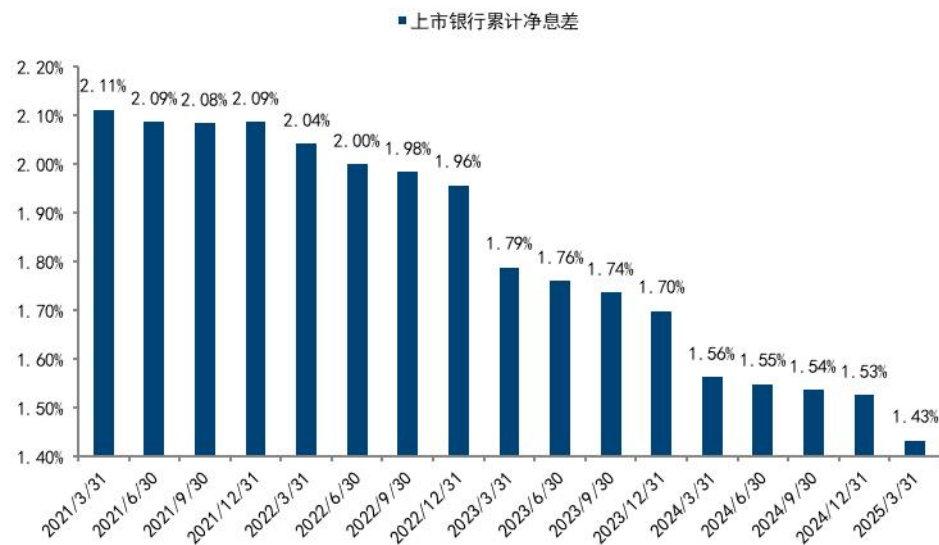
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：净息差同比降幅收窄

➤ 行业整体：净息差同比降幅小幅收窄

- 今年一季度上市银行整体净息差同比下降13bps至1.43%，降幅较去年的17bps有所收窄
- 从单季度净息差来看，一季度环比去年四季度下降6bps，主要是受去年10月份LPR下调、存量按揭利率调整等因素影响，生息资产收益率降幅较大。

图：上市银行整体净息差表现（当年逐季累计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行整体净息差表现(单季度)



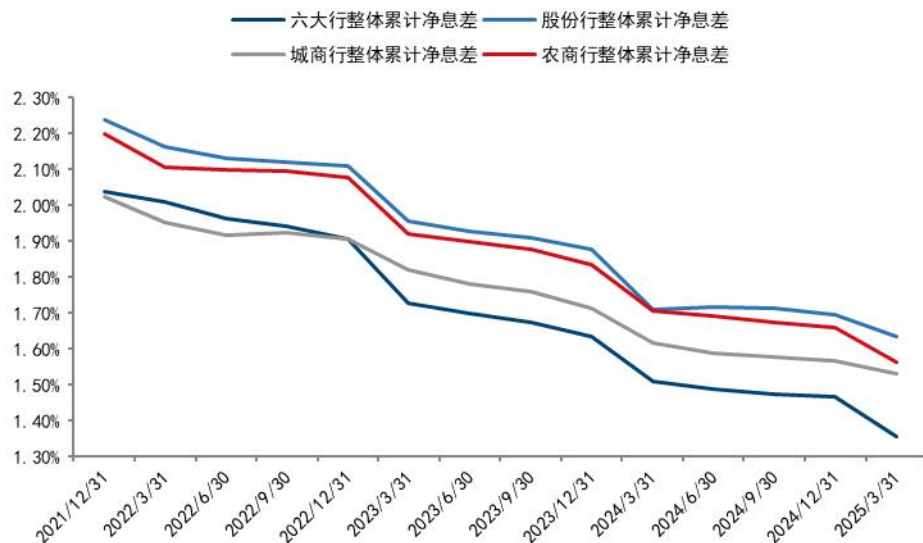
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：净息差同比降幅收窄

► 分类型银行：净息差整体走势接近

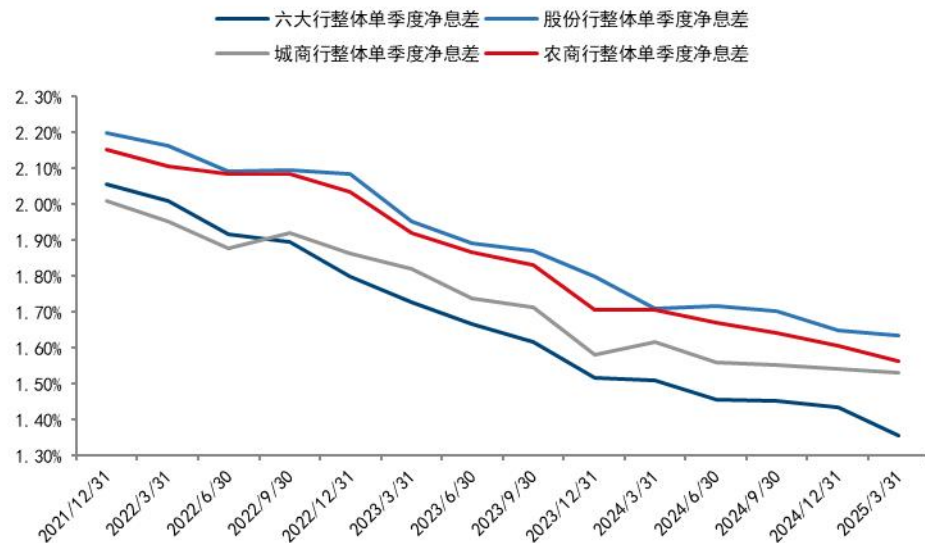
- 从分类型银行情况来看，各类型银行短期内净息差走势略有差异，但整体趋势基本一致。今年一季度六大行、股份行、城商行、农商行净息差分别为1.35%、1.63%、1.53%、1.56%，同比分别下降15、8、9、14bps，降幅较去年全年的17、18、15、18bps均收窄。从单季度净息差来看，一季度净息差环比去年四季度分别下降8、1、1、4bps。

图：分类型银行净息差表现（当年逐季累计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行净息差表现(单季度)



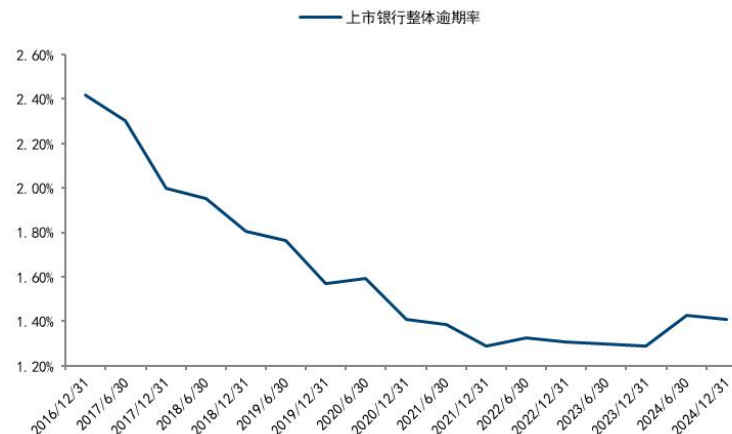
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产质量压力整体减轻，不同类型银行分化

► 行业整体：资产质量压力边际略有所减轻，拨备计提力度减弱

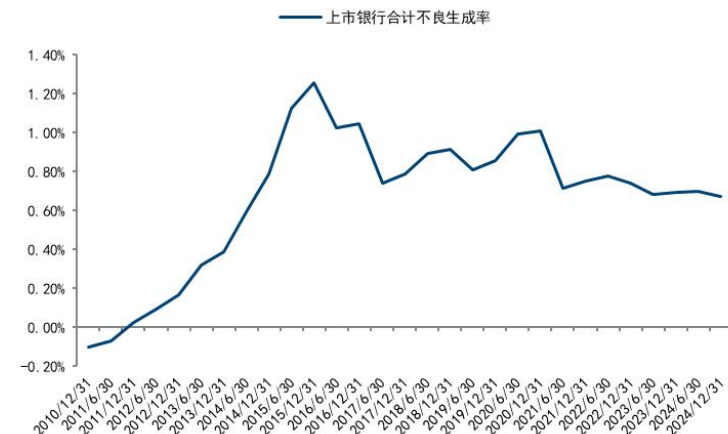
- 结合年报以及一季度数据来看，我们认为行业资产质量压力边际上略有减轻。而随着拨备计提力度减弱，当前上市银行整体拨备平滑空间已经不太充足。
- 一是资产质量方面，考虑到不良率、关注率、逾期率均呈稳中回落态势，同时结合年报数据显示的上市银行整体不良生成率稳定，我们认为目前银行资产质量压力边际上略有减轻

图：上市银行整体逾期率回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行不良生成率基本稳定



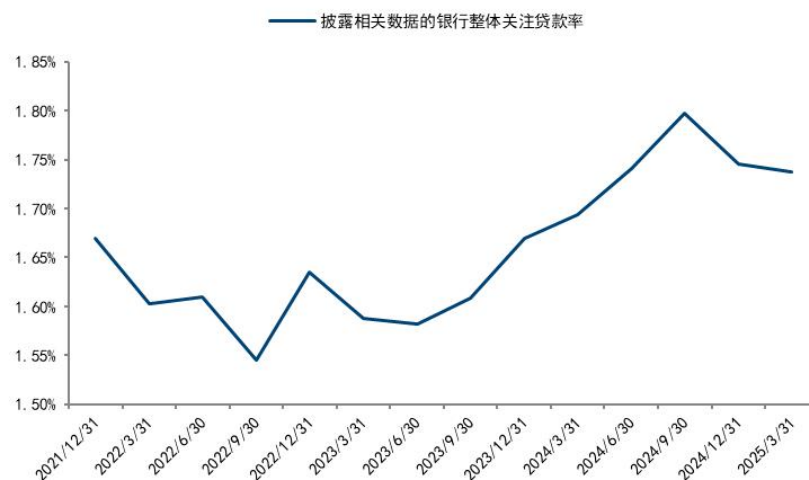
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行不良贷款率降到较低水平



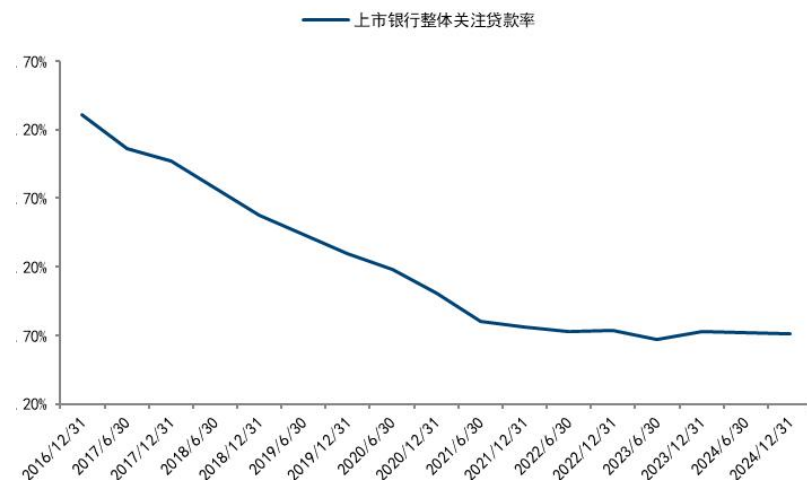
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：披露关注类贷款数据的27家样本银行整体关注率冲高回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：42家上市银行整体关注率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产质量压力整体减轻，不同类型银行分化

➤ 行业整体：资产质量压力边际略有所减轻，拨备计提力度减弱

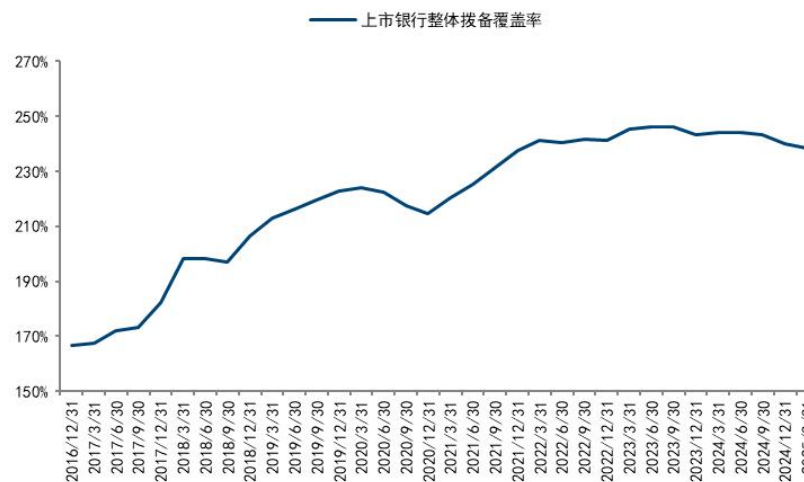
- 二是拨备方面，近几年银行信用减值损失同比持续减少以平滑利润增长，这导致上市银行整体拨贷比持续降低。受不良处置影响，拨备覆盖率则维持稳定。随着拨备计提力度减弱，上市银行“贷款损失准备/不良生成”较前两年回落较多，利润平滑空间压缩。

图：上市银行拨贷比回落较多



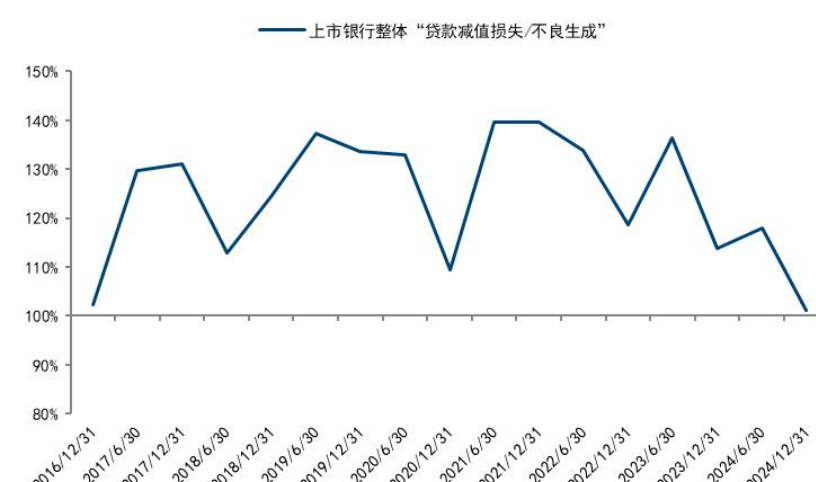
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行拨备覆盖率稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行拨备计提力度持续下降

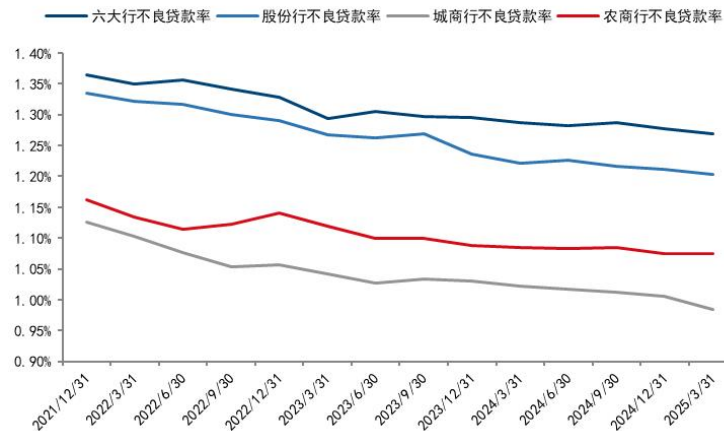


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产质量压力整体减轻，不同类型银行分化

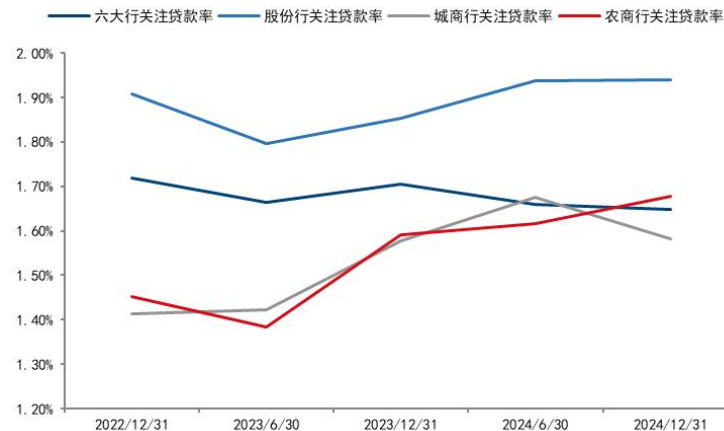
- 分类型银行：资产质量表现分化，六大行拨备平滑利润空间充裕
- 分类型银行来看，大行、城商行相对平稳，股份行趋于改善，农商行趋弱，我们认为主要跟当前不良生成来自普惠类贷款有一定关系。

图：分类型银行不良贷款率均稳中有降



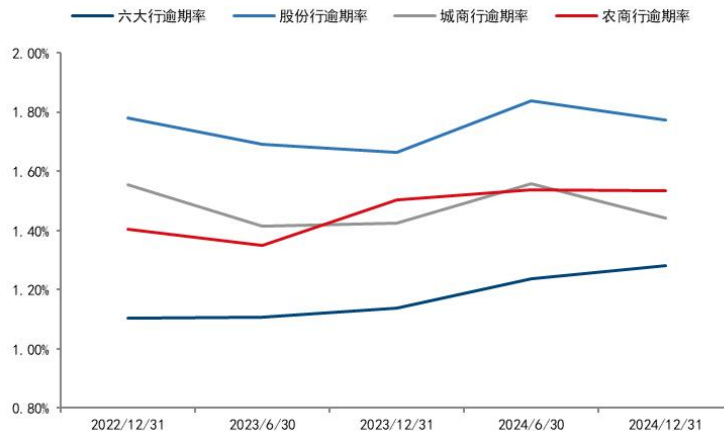
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行关注率表现分化



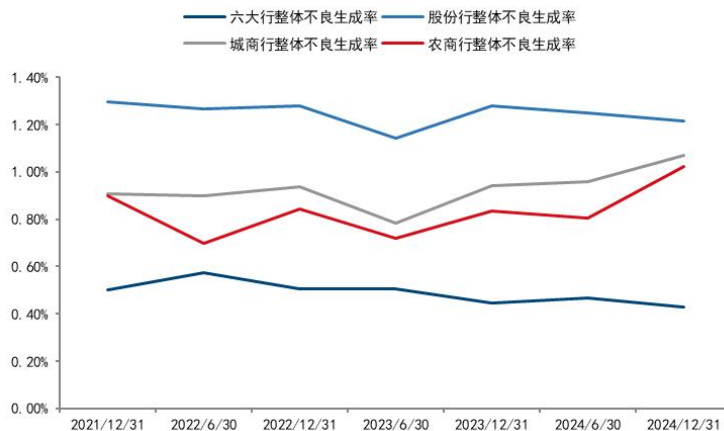
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行逾期率分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行不良生成率分化

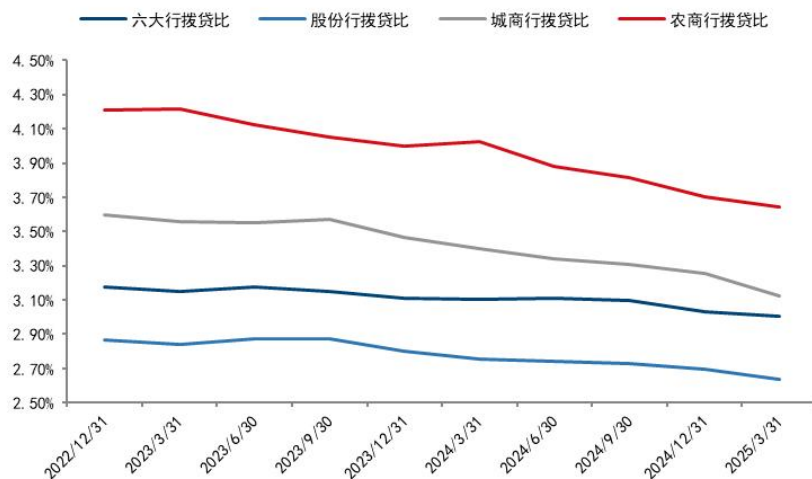


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产质量压力整体减轻，不同类型银行分化

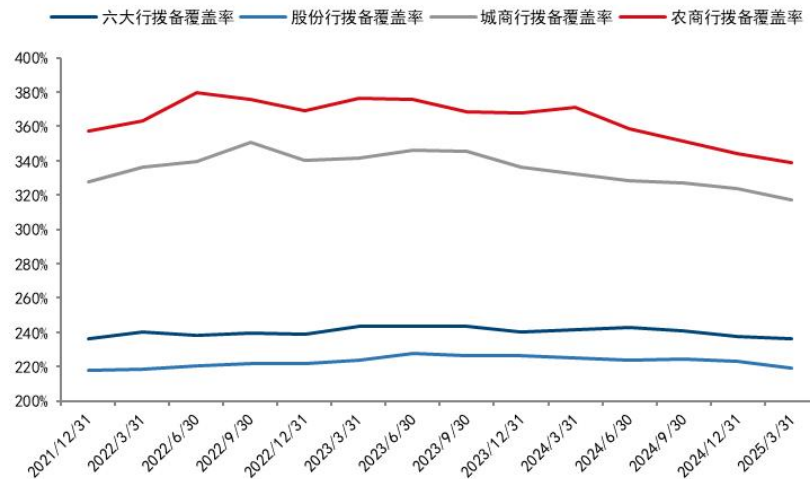
- 分类型银行：资产质量表现分化，六大行拨备平滑利润空间充裕
- 分类型银行来看，各类型银行的拨备表现分化，大行仍有拨备反哺利润空间，其他银行空间不足。

图：银行拨贷比：拨贷比较高的银行回落较多



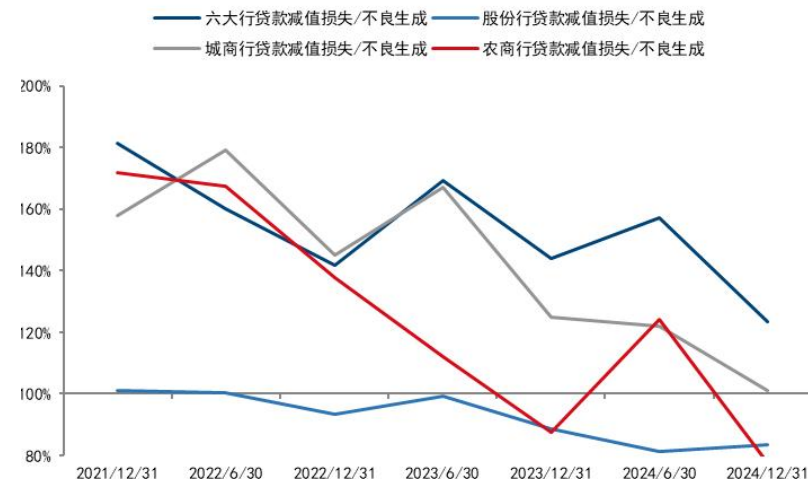
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行拨备覆盖率：拨备覆盖率较高的银行回落较多



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行“贷款减值损失/不良生成

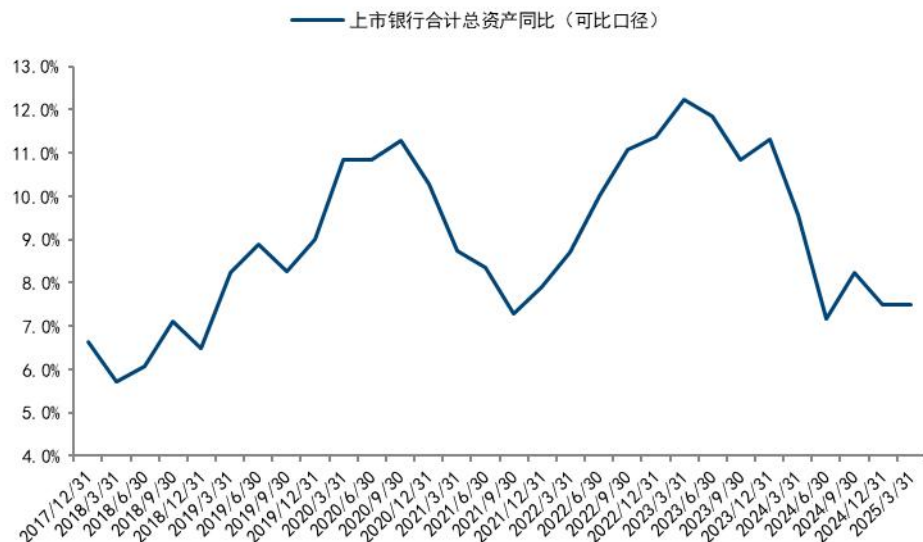


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产增速回落至正常水平

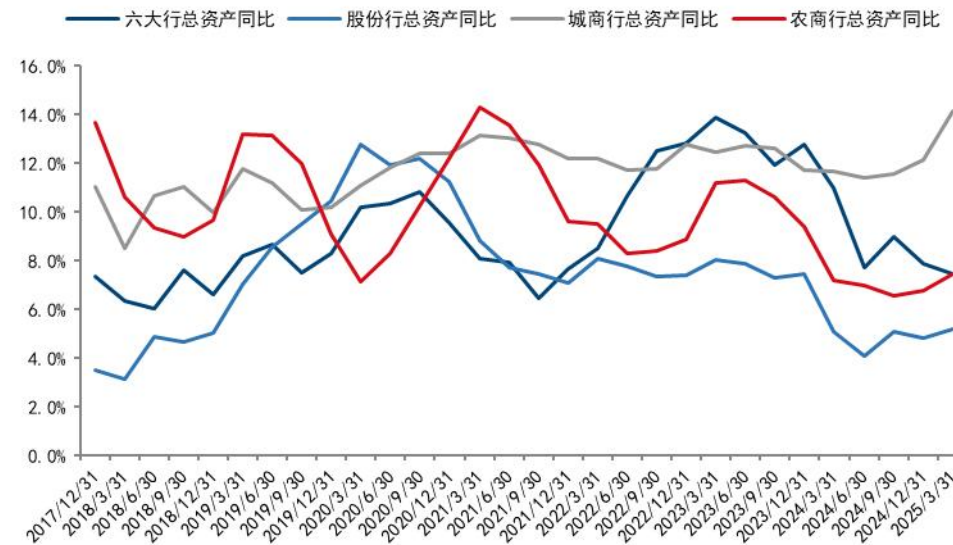
- 2025年一季度末上市银行合计总资产为314万亿元，同比增长7.5%。受信贷需求疲弱等因素影响，近两年银行资产增速回归正常水平，与当前行业9.3%ROE、30%分红率所对应的内生增速（约7%）较为接近。
- 分类型银行来看，城商行保持较高的资产增速，其他类型银行资产增速均回落。

图：上市银行总资产增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型上市银行总资产增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：手续费收入见底，其他非息收入拖累业绩

➤ 手续费净收入：收入规模见底

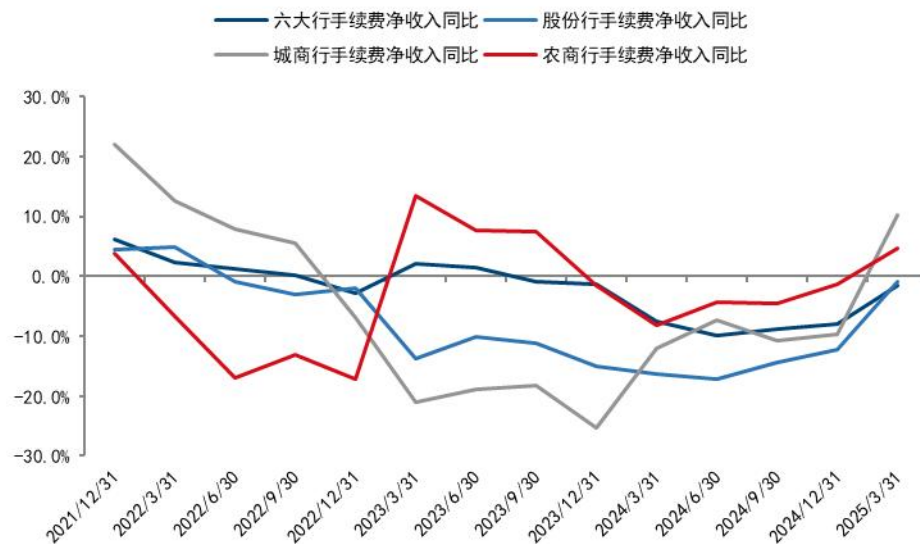
- 2022年以来资本市场波动、政策因素等影响理财和代销业务收入，上市银行手续费净收入持续减少，今年一季度上市银行手续费净收入企稳。

图：上市银行手续费净收入增速回升至0附近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行手续费净收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：手续费收入见底，其他非息收入拖累业绩

➤ 其他非息收入：一季度拖累业绩

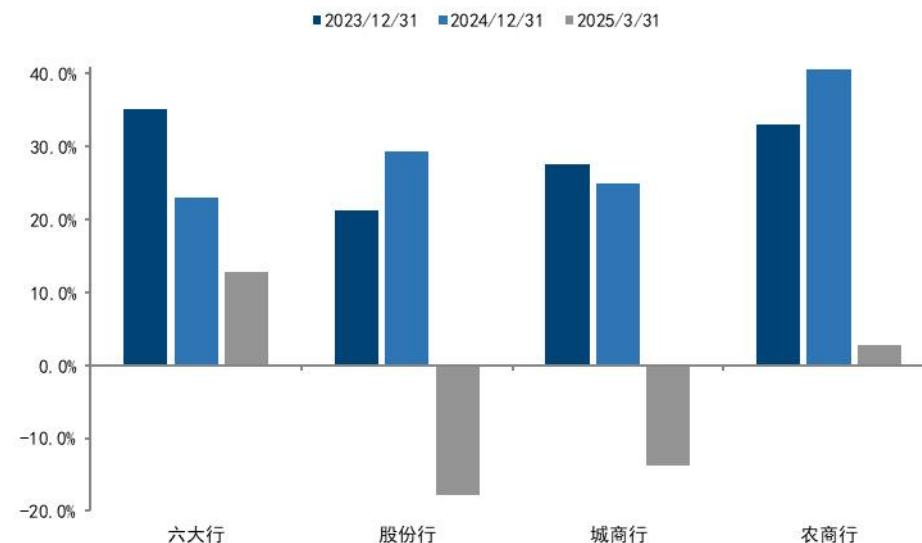
- 此前在利率持续下降的背景下，上市银行投资收益、公允价值变动损益等来自金融市场业务的价差收入大幅增长，对净利润增长贡献明显，其中中小银行增长更快。今年一季度受市场利率上升影响，这些银行的其他非息收入增速明显下降，成为收入和净利润增长的主要拖累项。

图：上市银行其他非息收入增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行其他非息收入同比增速：大行相对稳定，中小银行增速回落明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况： 2025年或是此轮业绩下行周期的尾声

- 基于前述分析，我们认为当前银行基本面仍然承压，其中净息差压力、手续费净收入减少的压力相对减轻，其他非息收入压力则增大；银行资产质量较为平稳，但中小银行面临拨备平滑利润空间不够充裕的情况，进一步的利润平滑或需动用存量拨备，从而带来拨备覆盖率的下降。预计2025年上市银行营收和归母净利润同比增速均在-1%左右。就关键驱动因素来看：

01

受去年10月份LPR下降及存量按揭利率调整影响，银行净息差仍有下行压力，但随着基数降低，以及前期存款挂牌利率下调影响逐步显现，预计全年净息差对收入和净利润增长的不利影响将继续减弱。估计2025年行业净息差降幅将小幅收窄至10-15bps。

02

预计手续费净收入将见底。今年债市波动导致其他非息收入增速大幅回落拖累收入增长，抵消了净息差降幅收窄、手续费净收入见底的好处，预计全年收入增速在-1%左右。

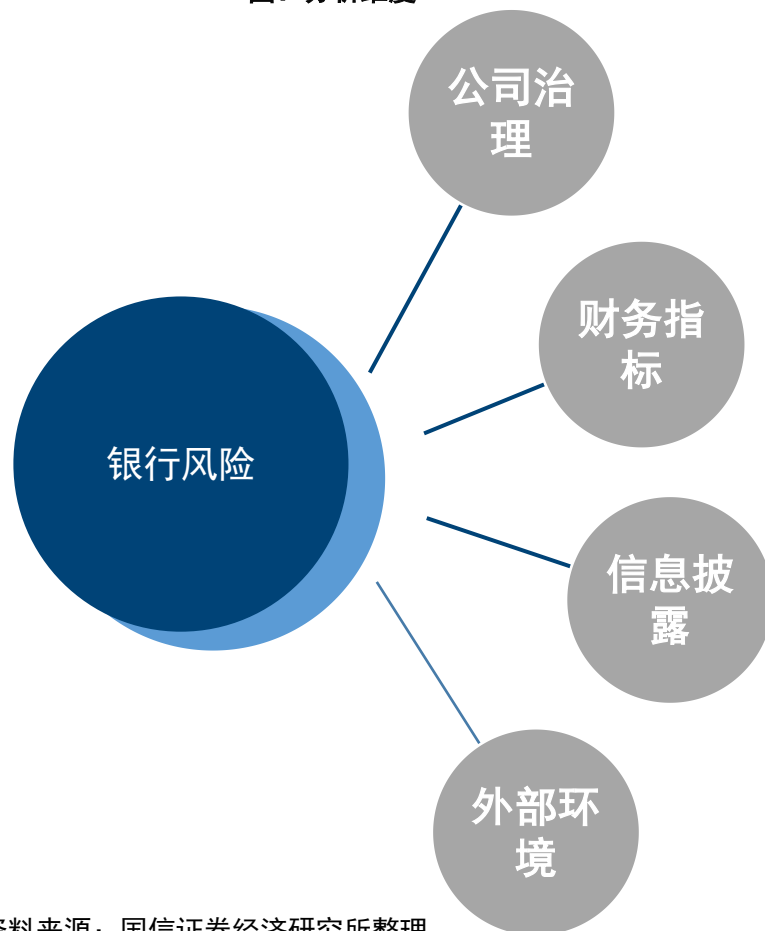
03

随着政策持续落地提振内需，预计行业不良生成率仍将保持稳定。银行当前拨备已经没有超额计提，因此未来通过拨备平滑利润需要动用存量拨备，从而导致拨备覆盖率的下降，不过考虑到银行当前拨备覆盖率仍处于较高水平，依然有能力通过拨备反哺利润，预计行业净利润增速将保持相对稳定。

- 我们认为，考虑到净息差进一步下降的空间有限，今年的其他非息收入将构成低基数，再加上存量不良出清、经济复苏背景下2026年有望迎来零售贷款不良生成的拐点，因此我们判断2025年大概率是此轮业绩下行周期的尾声，2026年行业收入和利润增速有望拐点向上。

- 构建评价维度：公司治理、财务指标（资产负债表、利润表、资产质量和盈利能力）、信息披露情况、外部环境四大维度，七个一级指标
- 批量分析：通过客观指标进行初步风险排查，重点银行单独进行深度分析（深度分析方法见后文）

图：分析维度



资料来源：国信证券经济研究所整理

- 选出众多跟风险相关度高的、可以量化的指标，通过横向对比判断银行的表现
- 对各个指标打分，最后通过加权得到最终评价结果

表：分析指标

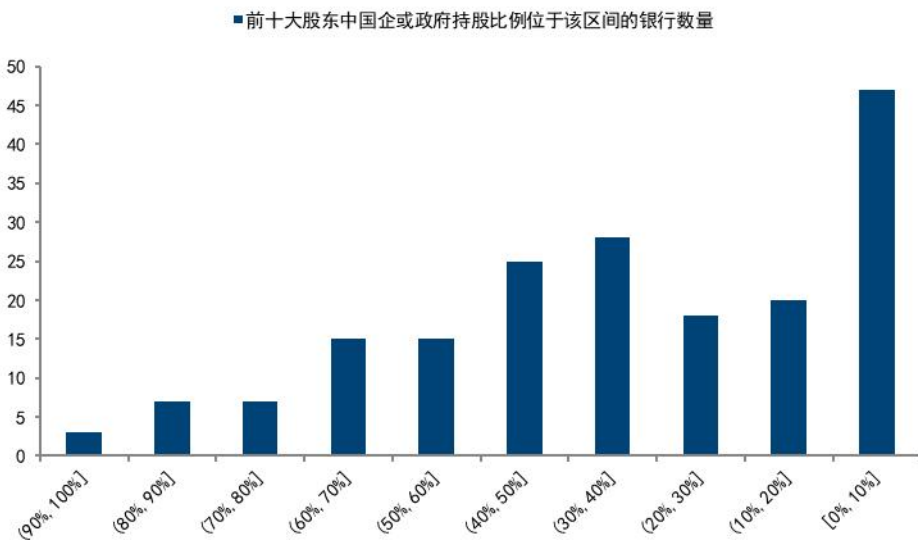
一级指标	二级指标
公司治理	国资持股比例
	疑似壳公司比例
资产负债表	近三年存款增速
	近三年资产增速
	近三年资产存款增速剪刀差
	存款占比
	贷存比
	前十大借款人集中度
	核心一级资本充足率
利润表	负债成本
资产质量	不良率
	关注率
	逾期率
	不良/逾期
	拨备覆盖率
盈利能力	ROE
	ROA
	权益乘数
信息披露情况	年报披露详细程度
外部环境	所属省份
	所在省份近三年GDP增速

资料来源：国信证券经济研究所整理

➤ 公司治理

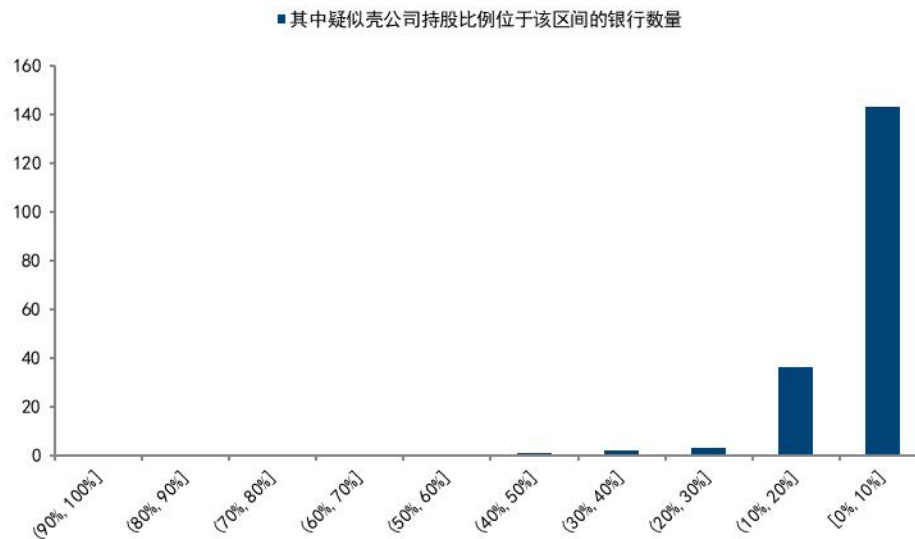
- 如果一家银行的公司治理存在问题，那么其财务数据可信度会大打折扣。考虑到这一点，我们将公司治理列为首要的一级指标。
- 公司治理的内涵很广，此处我们主要关注前十大股东情况。

图：股东数据分布情况1



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股东数据分布情况2

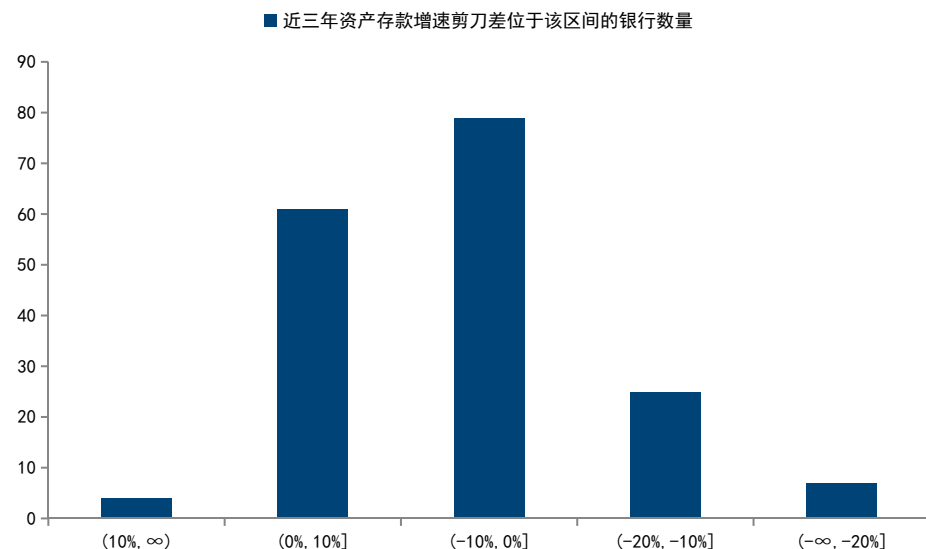


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产负债表

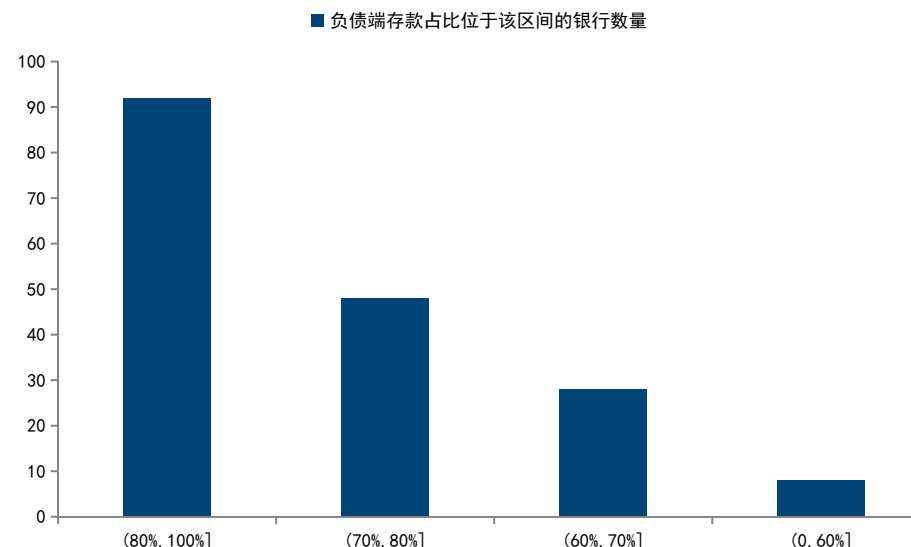
- （1）近三年资产存款增速剪刀差。资产扩张远超存款增长，说明其规模扩张冲动强而客户基础则与扩张意愿不匹配，隐含的风险较大。
- （2）负债端存款占比。存款一般而言属于被动负债，稳定性相对好，且存款好往往意味着银行的客户基础也更好，经营能力强

图：近三年资产存款增速剪刀差分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：负债端存款占比数据分布情况

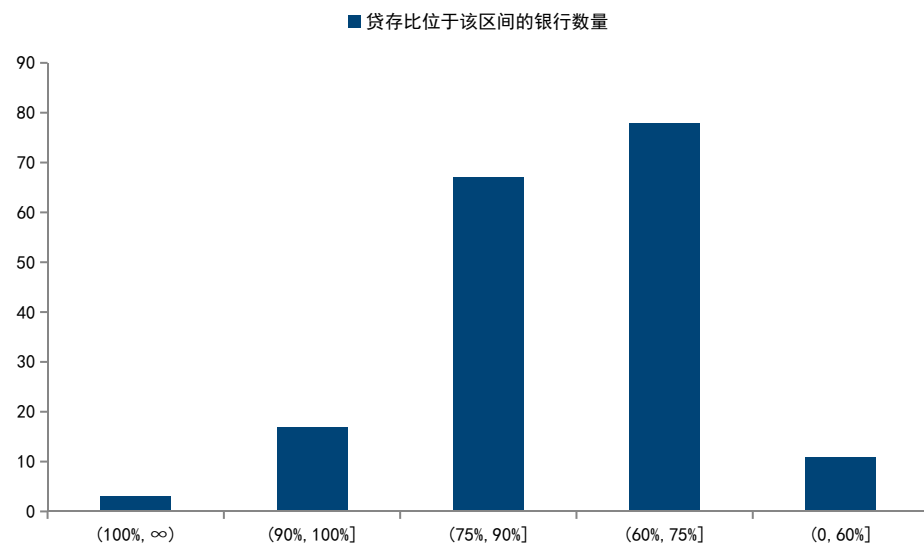


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产负债表

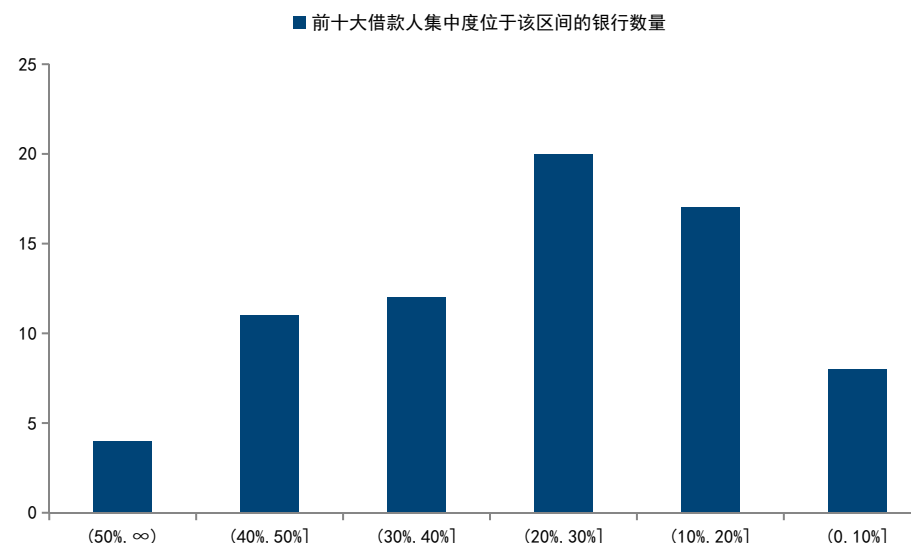
- （3）贷存比。贷存比曾经是银保监会的监管指标，要求不能高于75%，但目前已经不作为硬性约束。贷存比越高的银行，其贷款更大程度上依赖其他主动负债，流动性管理压力越大。
- （4）前十大借款人集中度。前十大借款人合计贷款占银行总资本的比重，该指标越高，说明银行贷款投放越集中，分散程度不够，风险更大

图：贷存比数据分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：借款人集中度数据分布情况

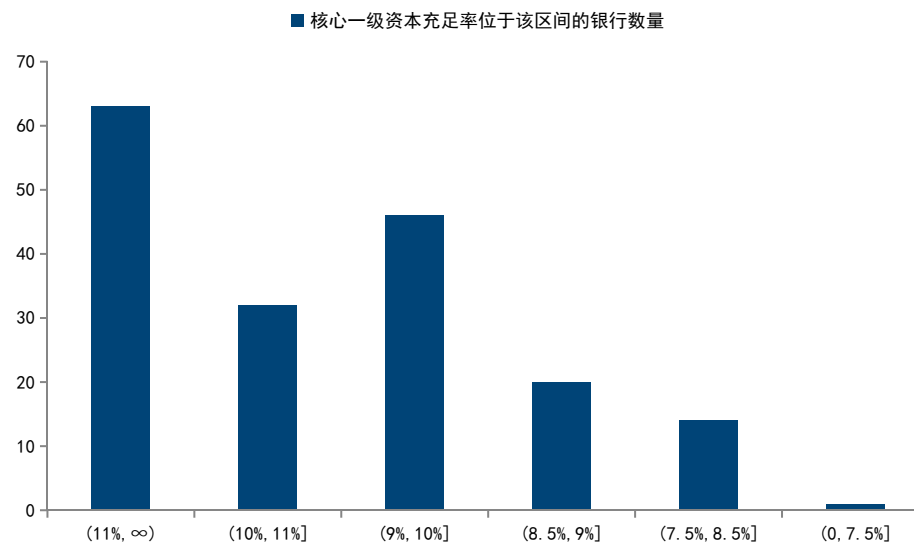


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产负债表

- （5）核心一级资本充足率。银行资本监管主要有资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率三个指标，其中核心一级资本充足率的要求最高，也是应对风险的最后一道防线，因此我们主要观察该指标。

图：核心一级资本充足率数据分布情况

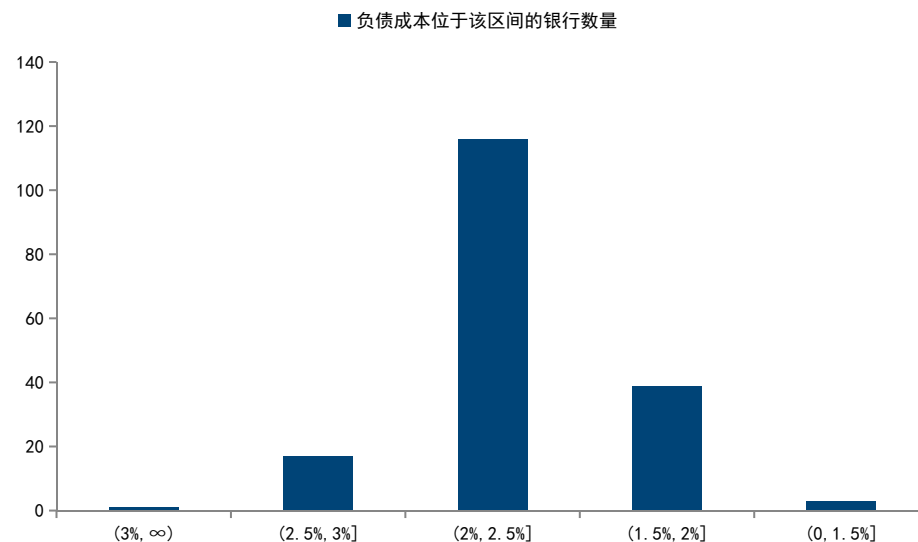


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 利润表

- 利润表方面我们重点关注负债成本。生息资产收益率不是我们关注的重点，主要是考虑到资产的收益率高低不能反映银行的风险情况

图：负债成本数据分布情况

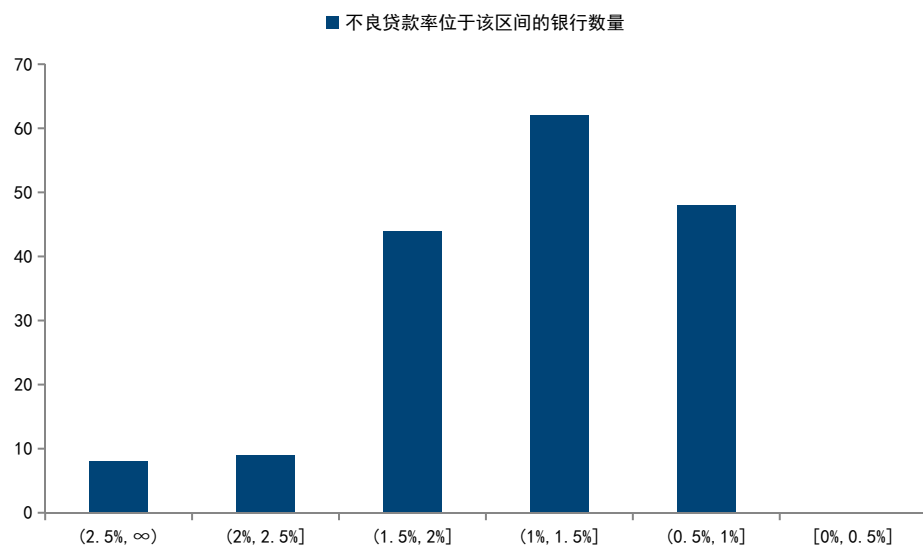


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产质量

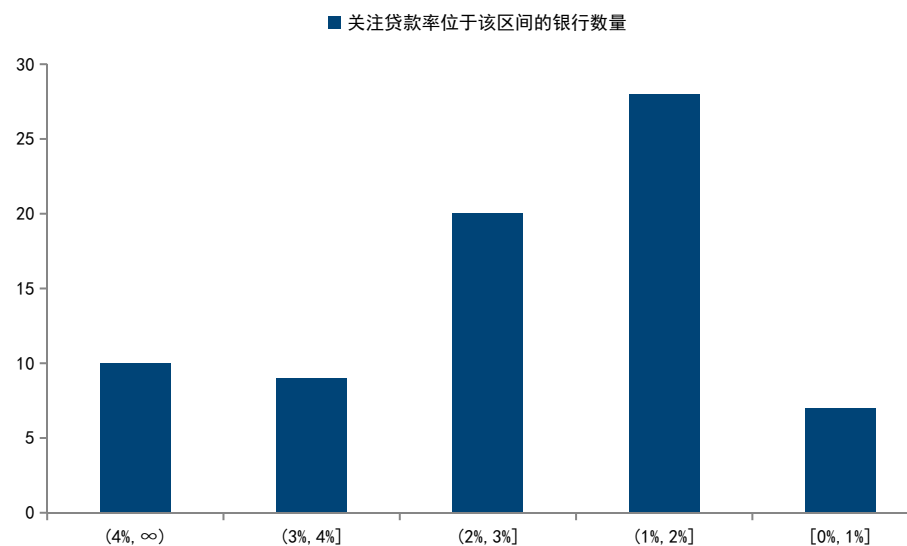
- （1）不良贷款率。不良贷款率是反映银行资产质量最直接的指标
- （2）关注贷款率。关注类贷款的风险仅次于不良贷款，其占比反映了银行潜在的不良压力

图：不良贷款率数据分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：关注贷款率数据分布情况

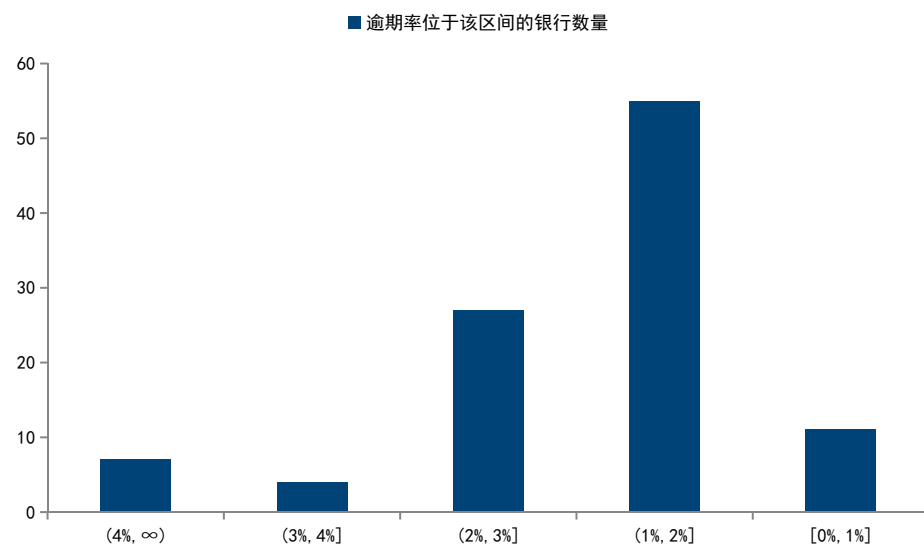


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产质量

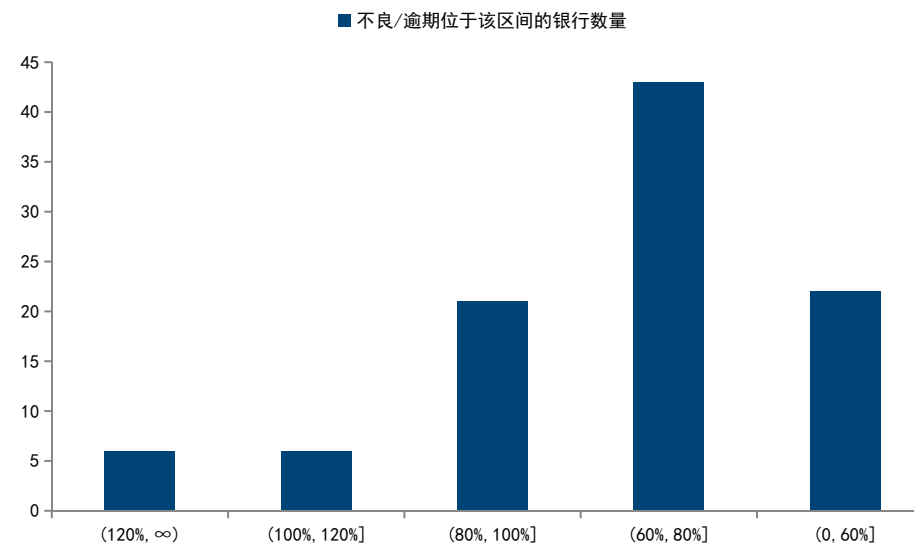
- （3）逾期率。与不良贷款率、关注贷款率等数据相比，逾期率是一个相对而言更加客观的指标，也能较好地反映银行资产质量情况
- （4）不良/逾期。我们用该指标衡量银行对不良贷款的认定程度，该指标越高，意味着银行对不良贷款的认定越严格。

图：逾期率数据分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不良/逾期数据分布情况

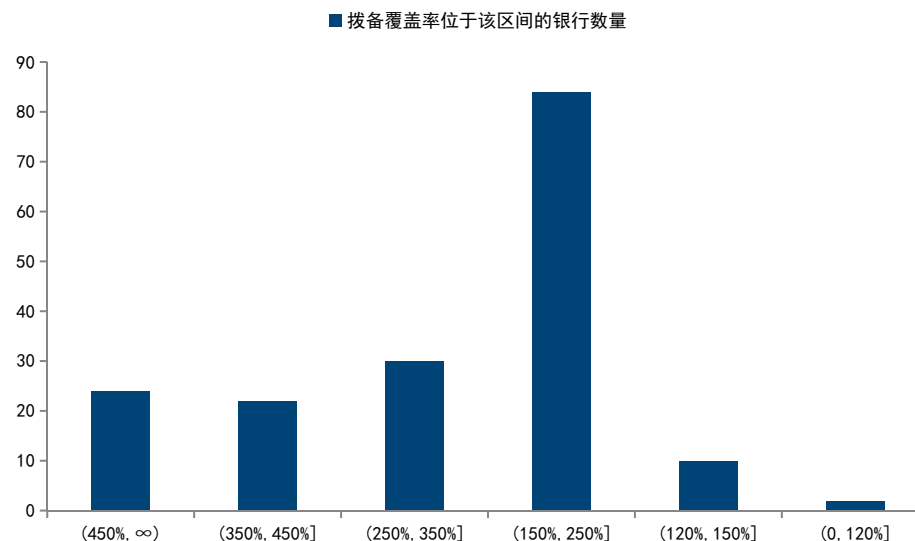


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产质量

- （5）拨备覆盖率。拨备覆盖率本身不是资产质量的衡量指标，而是反映银行对不良贷款的拨备计提情况，该指标越高，意味着银行拨备计提越充分，应对未来资产质量不确定性冲击的能力越强

图：拨备覆盖率数据分布情况

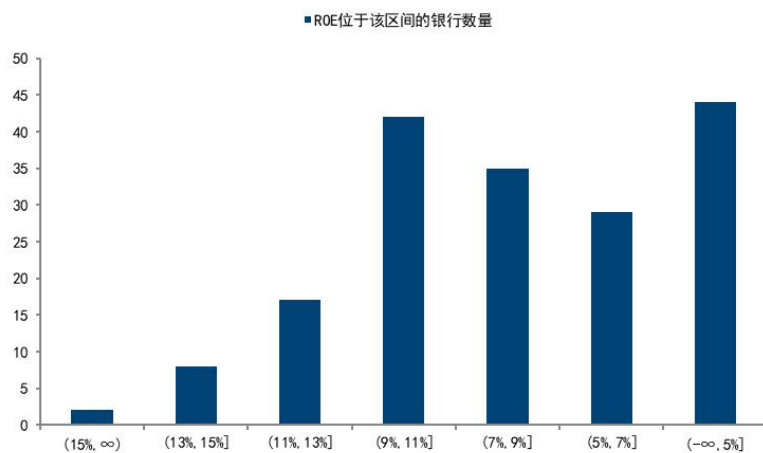


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 盈利能力

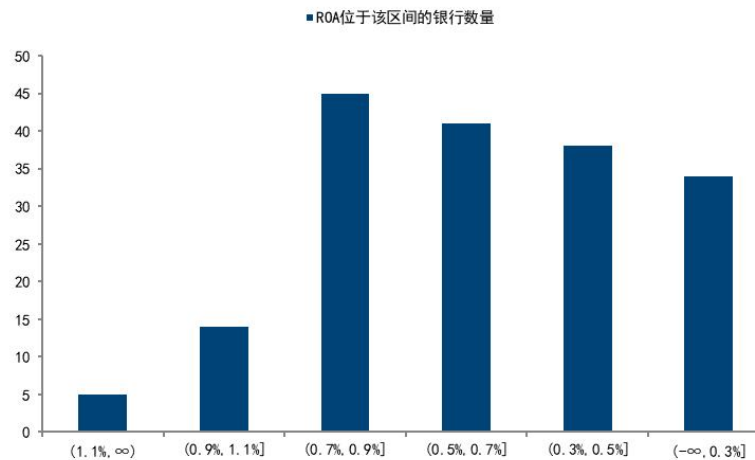
- （1）ROE。ROE是银行经营能力的综合反映，ROE越高，说明银行的竞争力越强
- （2）ROA。ROE的高低受权益乘数影响，因此我们还观察ROA情况，在ROE相同的情况下，我们更喜欢ROA高而权益乘数低的银行
- （3）期末权益乘数

图：ROE数据分布情况



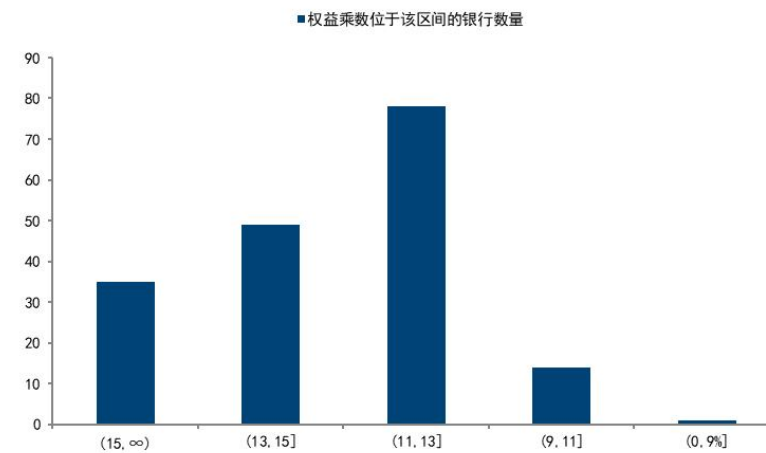
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ROA数据分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：权益乘数数据分布情况

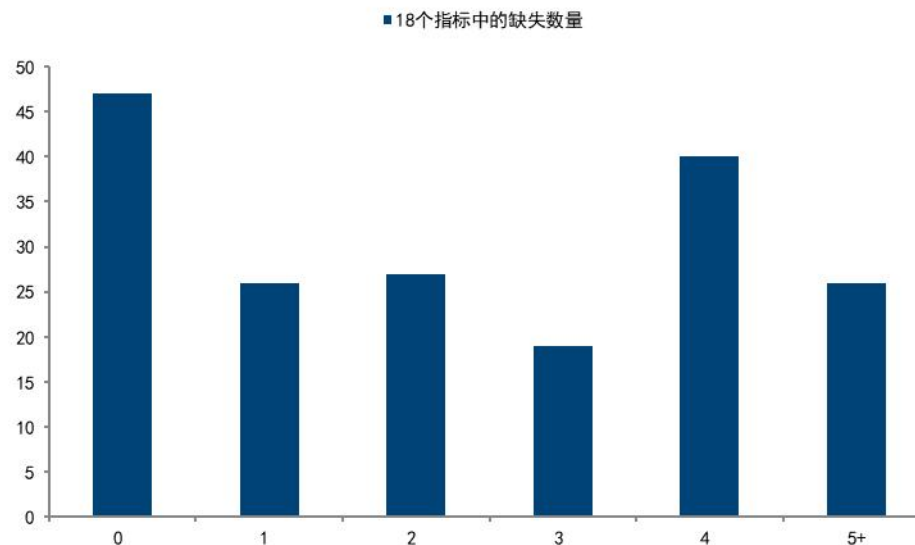


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 信息披露情况

- 银行之间的信息披露程度差别较大。我们一般认为信息缺失越多，则银行的潜在风险越大，因此我们加入“信息披露”指标，在评价中对信息缺失较多的银行给予调整

图：按指标缺失数量分布的样本银行情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 基于对异常值的判断来分析银行风险。不同银行不可能完全一致，所以指标值有差异在所难免，但需要找到合理解释，缺乏合理解释的指标越多，风险越大
- 我们总结了比较有效的分析指标，并结合三个案例进行了说明

表：深度分析关键指标总结

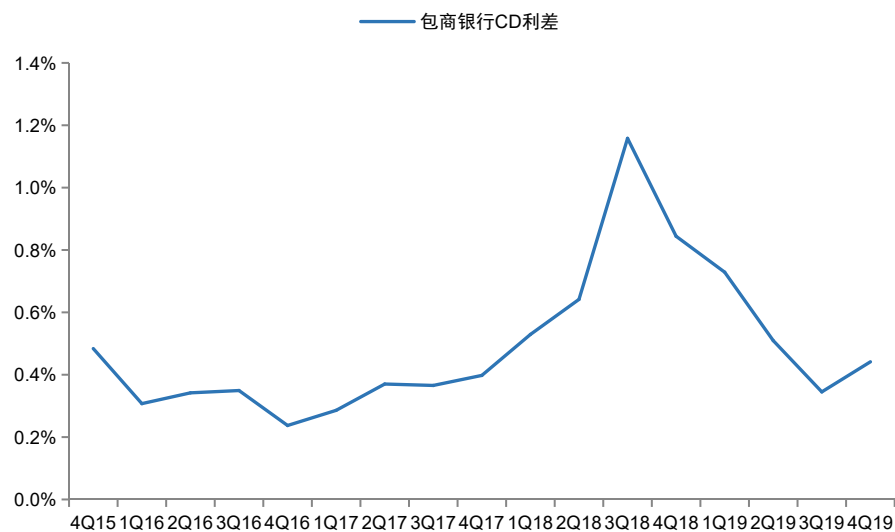
		关注点
财务分析：资产负债表	资产结构	观察生息资产中的非标占比，判断资产透明度等情况
	贷款结构	分析对公贷款、个人贷款占比，个人贷款中经营性贷款、消费性贷款等高收益贷款占比，以便做下一步的判断
	对公贷款行业分布	通过贷款投向判断其主要客群结构，并结合人均资产、管理成本等验证业务的真实性
财务分析：利润表	生息资产收益率	观察生息资产收益率是否异常
	负债成本	观察负债成本、存款成本是否异常
公司治理	控股股东或实际控制人	找出公司的实际控制人，观察实际控制人的综合实力
	前十大股东	观察前十大股东是否存在异常
	董事会	观察董事会结构是否存在异常

资料来源：国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行事件回顾

- 2018年4月底，包商银行未能披露2017年年报，算是风险暴露的开端
- 我们基于历史信息，希望在事前发现问题。基于这个思路，使用更早的历史数据来进行“前瞻性”分析。我们所依据的是包商银行2016年年报

图：包商银行同业存单利差走势



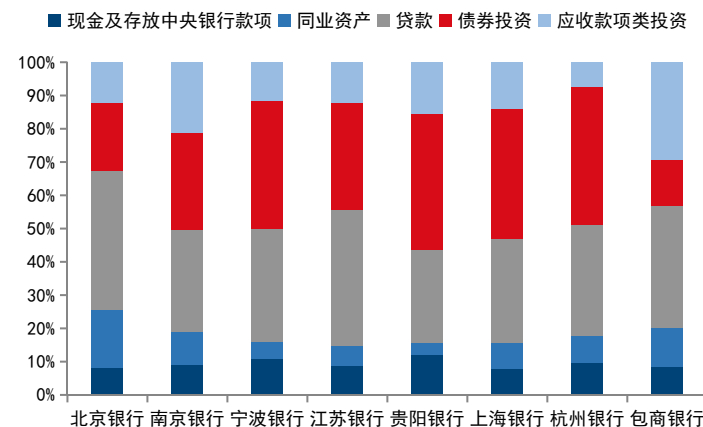
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

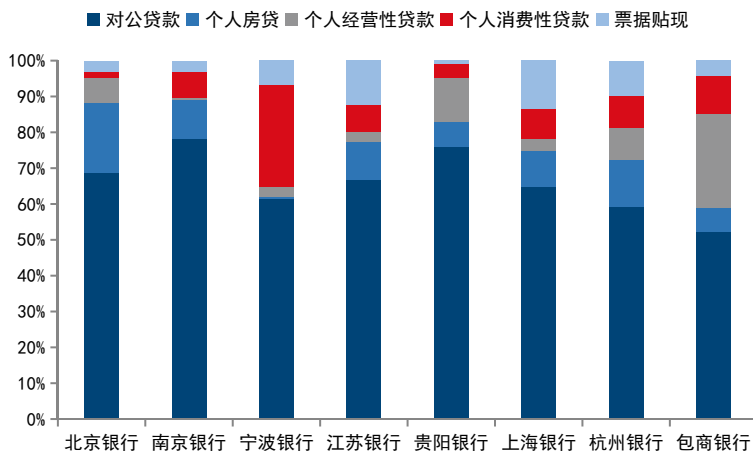
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款行业分布：个人经营贷占比偏高、批发零售业贷款占比偏高，但是能够得到“人海战术”的合理解释

图：主要城商行资产结构（2016年）



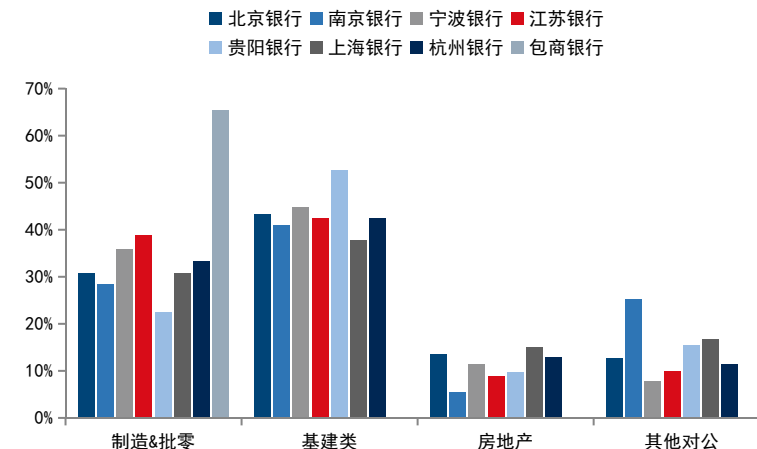
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行贷款结构（2016年）



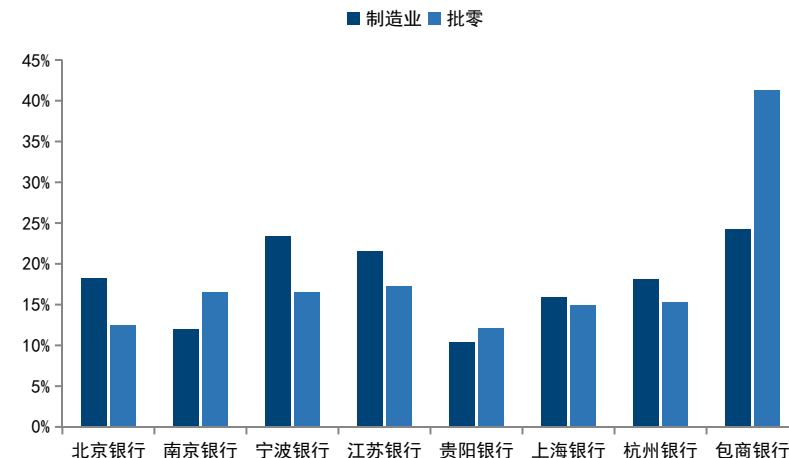
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行对公贷款结构（2016年）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理
注：包商银行未披露其他行业贷款占比情况，因此图中仅有制造业&批发零售业占比。

图：主要银行制造业与批零行业贷款占比（2016年）



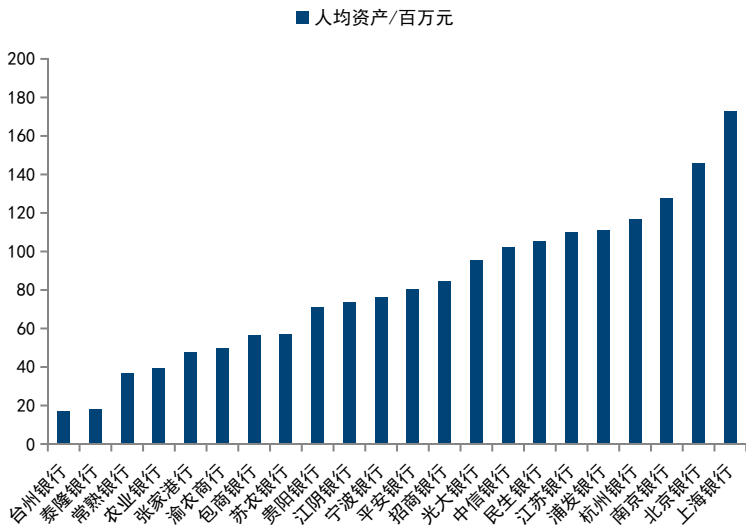
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

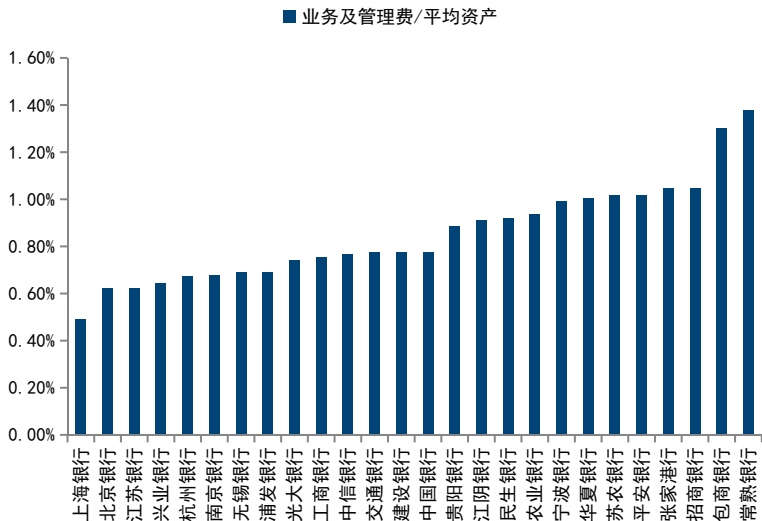
- 贷款结构与对公贷款行业分布：个人经营贷占比偏高、批发零售业贷款占比偏高，但是能够得到“人海战术”的合理解释（续）

图：主要银行总资产/员工数量（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行业务及管理费/平均资产（2016年）



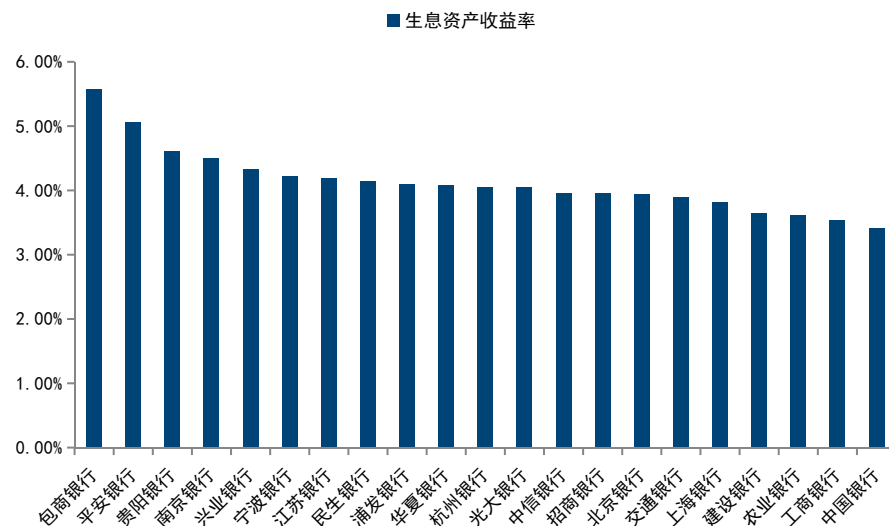
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 利润表分析

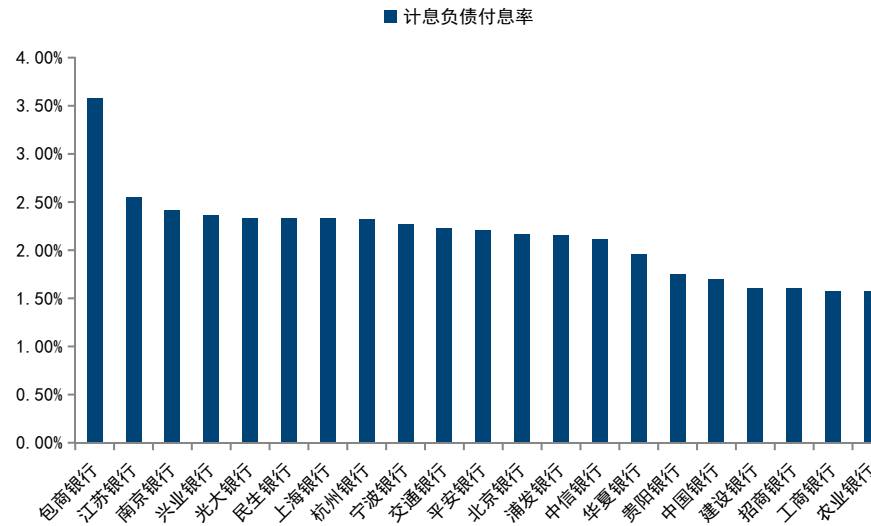
- 生息资产收益率较高，能够得到贷款投向的合理解释
- 负债成本异常高，存款成本未披露

图：主要银行生息资产收益率（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行负债成本（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之公司治理

➤ 股东

- 包商银行没有控股股东和实际控制人
- 前十大股东异常

➤ 董事会

- 2016年年报显示公司共有董事14名，其中董事长、副董事长兼行长都是自1998年起加入包商银行，属于经验丰富的专业人员，没有异常。
- 在14名董事中，有6名执行董事、4名非执行董事、4名独立董事。4名非执行董事的提名人未知，但非执行董事的关联公司跟前十大股东没有任何关系，比较异常。

表：包商银行前十大股东情况（2016年）

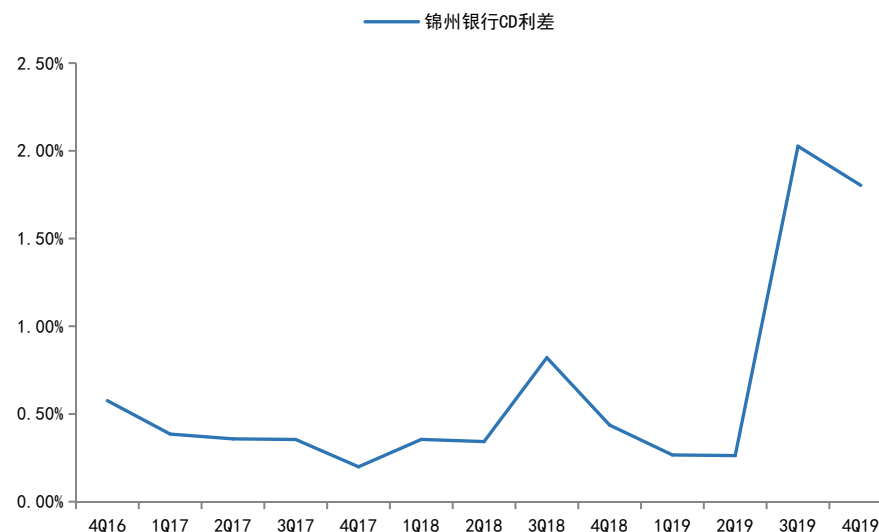
股东名称	进入前十大股东时间	成立时间	经过X层股权穿透至控制人，X=	（实际或共同）控制人	法定代表人	缴纳社保员工数（2016年）
包头市太平商贸集团有限公司	2008	1998	2	温俊义	周学琴	4
包头市大安投资有限责任公司	2009	2009	2	黄永平、卢孝义	马少博	7
包头市精工科技有限责任公司	2009	2005	2	朱秀英	王距清	5
包头市百川投资有限责任公司	2011	2006	3	张立峰	张立峰	4
包头浩瀚科技实业有限公司	2010	1997	2	高秉义、王瑞琴	周雪芳	5
内蒙古网通计算机有限责任公司	2011	2000	3	丰伟、史玉英	吴杰	3
内蒙古森海旭腾商贸有限责任公司	2012	2007	3	周红霞、邵俊光、马忠军、常秀英	赵荣	2
包头市精翔印刷有限责任公司	2012	2008	2	梅劲东、于忠良、李培荣	秦雪梅	4
鄂尔多斯市天泓威科商贸有限责任公司	2014	2010	2	刘荻	高曼	2
包头市康安机电有限责任公司	2014	2008	4	郭庆明	郜利利	4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行历史事件回顾

- 2019年4月1日，锦州银行公告称可能延迟披露2018年年报，并于同日停牌，可以视为风险暴露的起点
- 我们同样基于历史信息，希望在事前发现问题。我们所依据的是锦州银行2018年中报

图：锦州银行同业存单利差



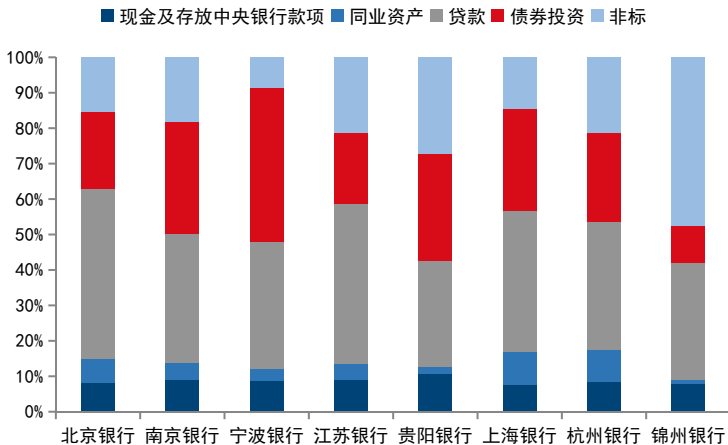
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

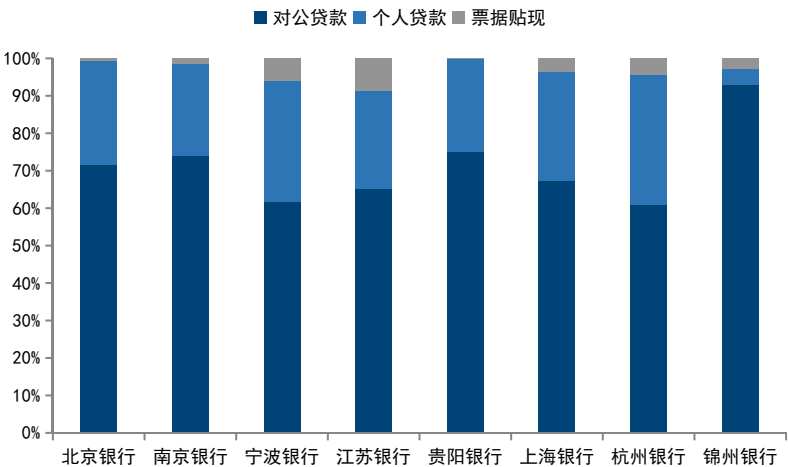
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款行业分布：批发零售业贷款占比偏高，无法得到合理解释

图：主要城商行资产结构（2018年中报）



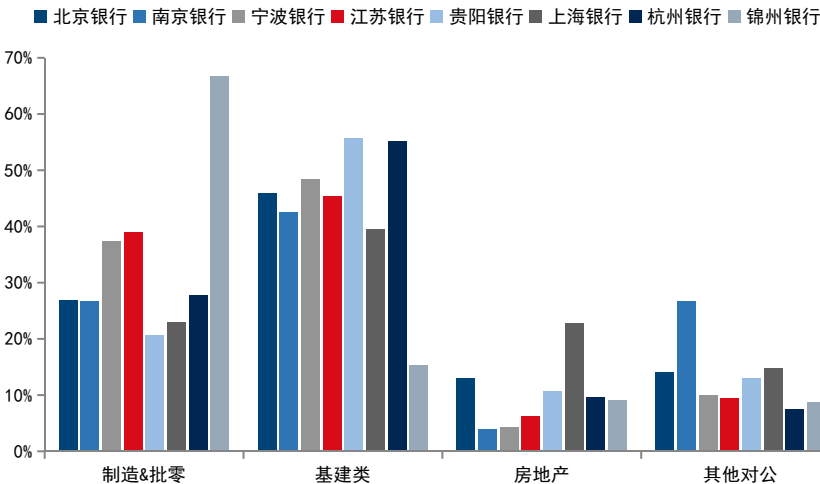
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行贷款结构（2018年中报）



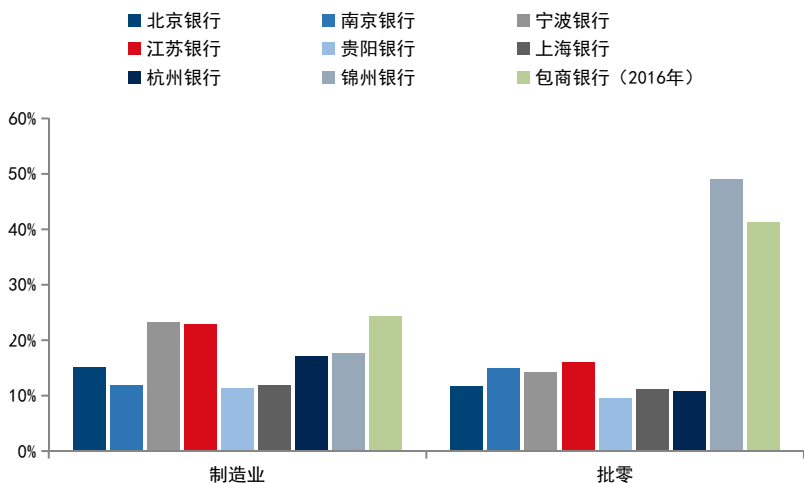
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行对公贷款结构（2018年中报）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：主要银行制造业与批零行业贷款占比（2018年中报）



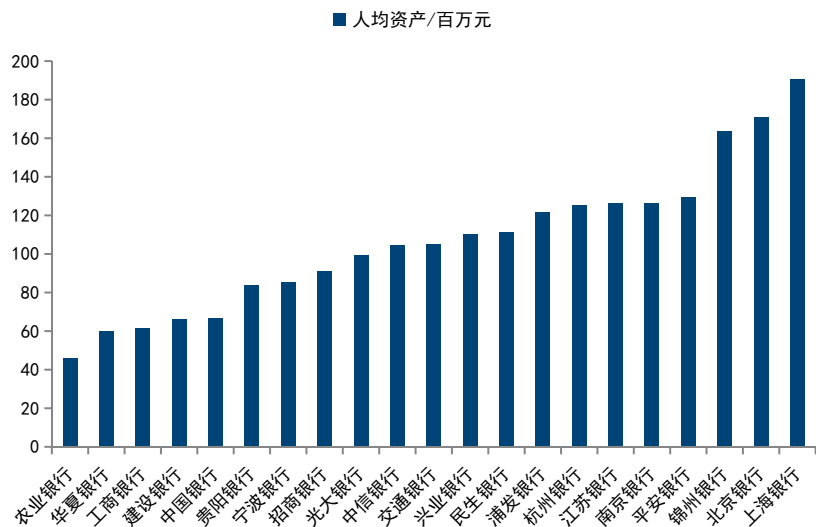
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

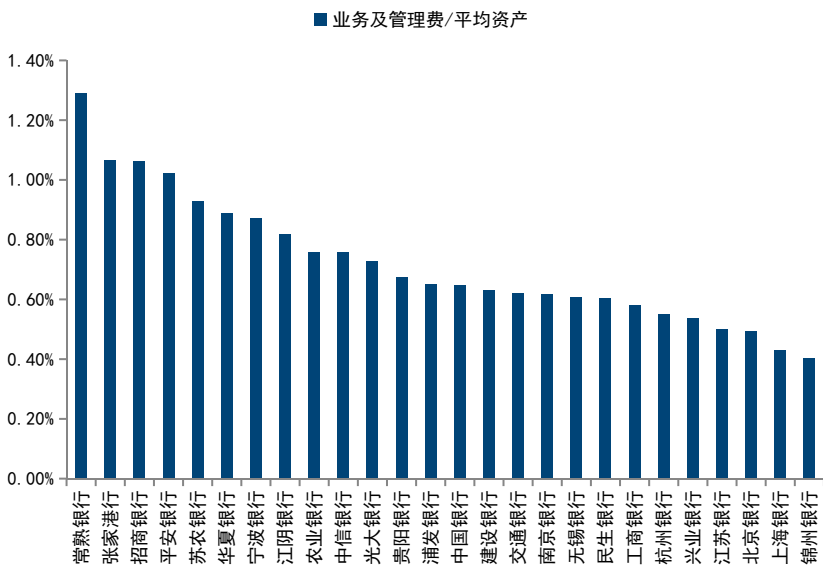
- 贷款结构与对公贷款行业分布：批发零售业贷款占比偏高，无法得到合理解释（续）

图：主要银行总资产/员工数量（2018年中报）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行业务及管理费/平均资产（2018年中报）



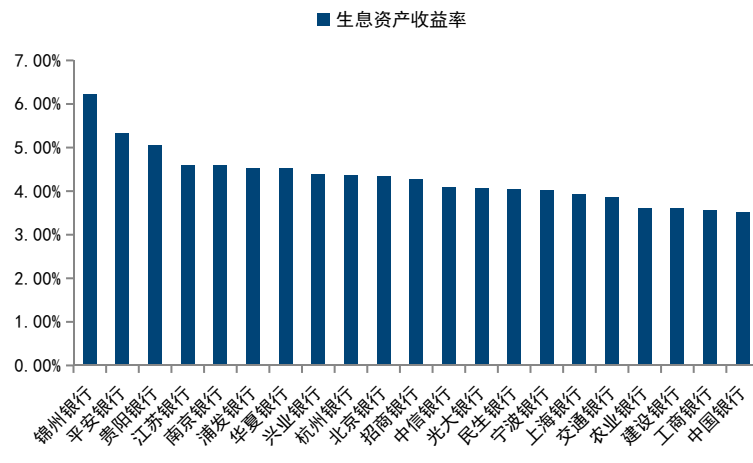
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

► 利润表分析

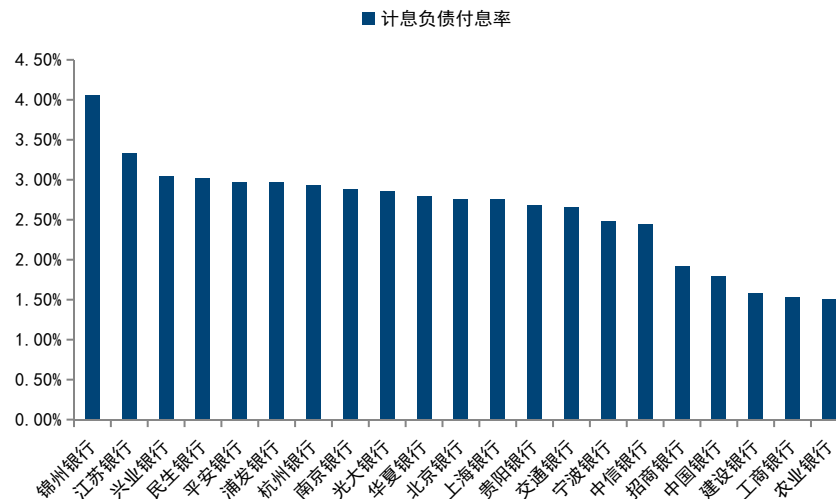
- 生息资产收益率与贷款投向匹配
- 负债成本与存款成本偏高

图：主要银行生息资产收益率（2018年中报）



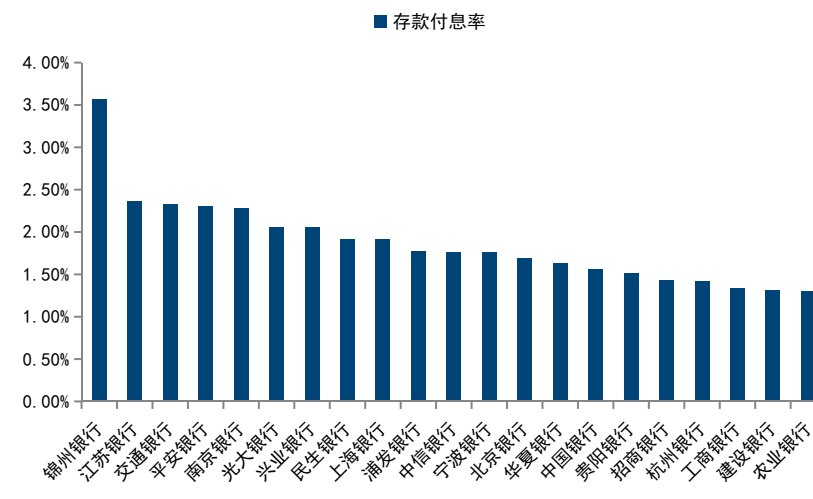
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行负债成本



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行存款成本



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之公司治理

➤ 股东

- 锦州银行没有控股股东和实际控制人
- 锦州银行的大部分股东都有实业，信息缺失的几家境外股东持股量也很小，只有个别股东有些问题

➤ 董事会

- 董事会方面，2018中报显示公司共有董事13名，其中董事长兼执行董事自1997年起历任锦州银行副行长、行长、董事长，是经验丰富的专业人员，没有异常。
- 在13名董事中，有6名执行董事、2名非执行董事、5名独立董事。其中2名非执行董事的提名人未知，但非执行董事的关联公司跟前十大股东没有任何关系，情况异常。

表：锦州银行前十大股东情况（2018年中报）

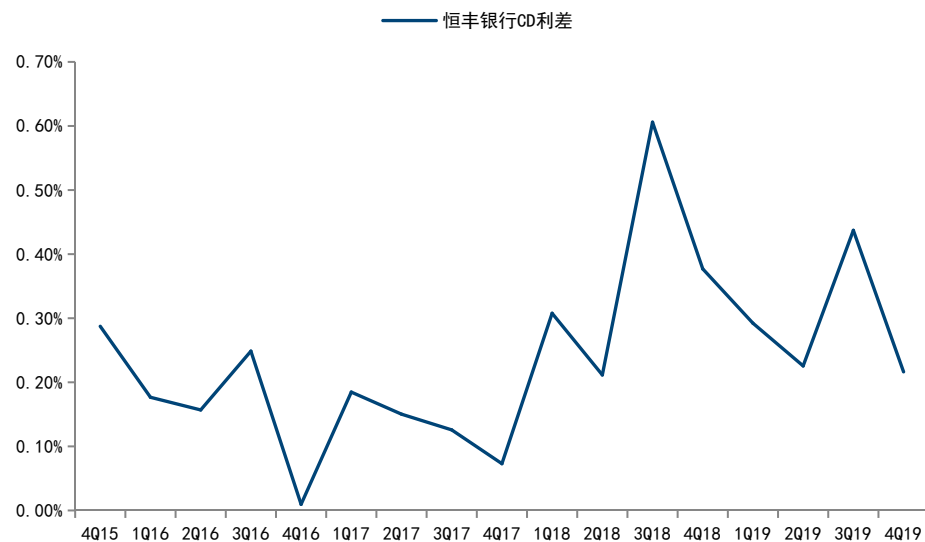
股东名称	进入前十大股东时间	成立时间	经过X层股权穿透至控制人，X=	（实际或共同）控制人	法定代表人	缴纳社保员工数（2016年）
荣成华泰汽车有限公司	2014年或更早	2000	4	张秀根、郭彩霞、王花芹	杨树枝	585
中企发展投资(北京)有限公司	2017	2013	NA	无实际控制人	白宪忠	1
银川宝塔精细化工有限公司	2014年或更早	2004	3	孙珩超	马程	701
锦程国际物流集团股份有限公司	2008	1995	2	李东军	孙晓惠	4528
Grand Fortune Venture Limited	2017	NA	2	张远	NA	NA
Hong Kong Jingyuan Wanlong Investment Management Co., Limited	2015	NA	2	李凤、王晓亮	NA	NA
香港华丽有限公司	2015	NA	1	赵勇	NA	NA
辽宁腾华塑料有限公司	2015	2010	2	刘静、王岩	周辉	1562
青州泰和矿业有限公司	2010	2003	2	曲俞洁	曲国明	65
辽宁程威塑料型材有限公司	2015	2010	3	郑青山	郑青山	397

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行事件回顾

- 2018年4月底，恒丰银行未能披露2017年年报，算是风险暴露的开端
- 我们基于历史信息，希望在事前发现问题，所依据的是恒丰银行2016年年报

图：恒丰银行同业存单利差走势



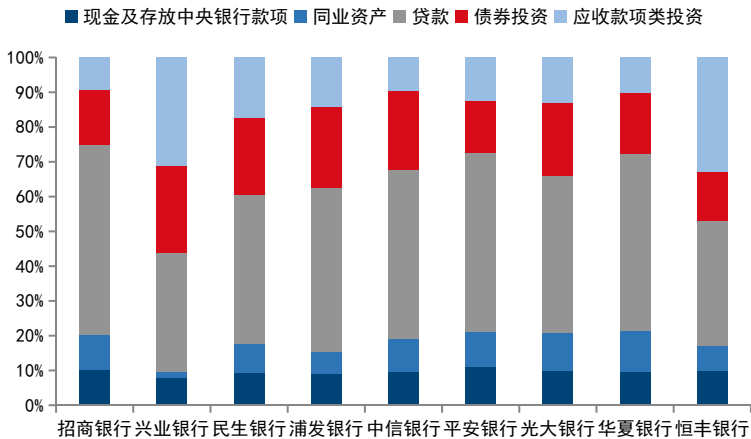
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

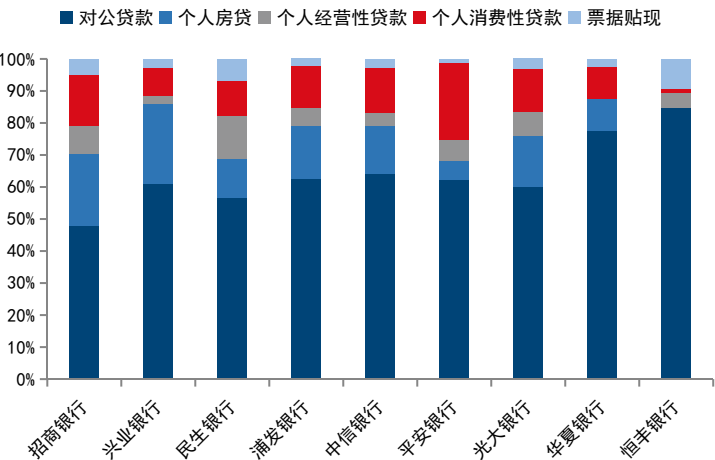
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款投向：批发零售业贷款占比偏高，解释力度不太足

图：主要股份行资产结构（2016年）



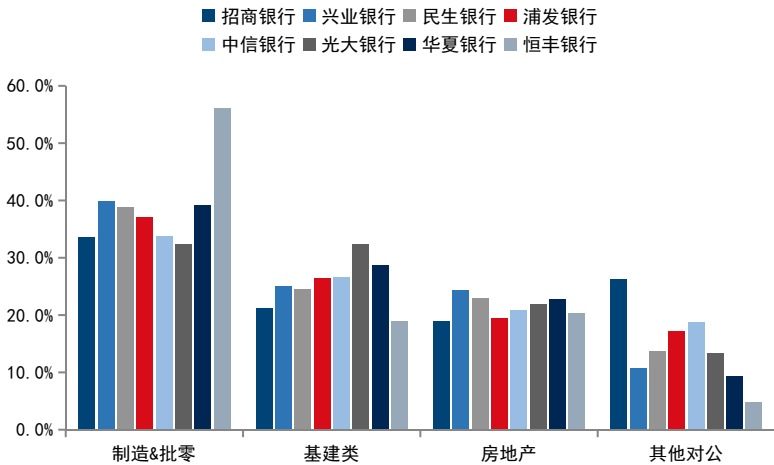
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要股份行贷款结构（2016年）



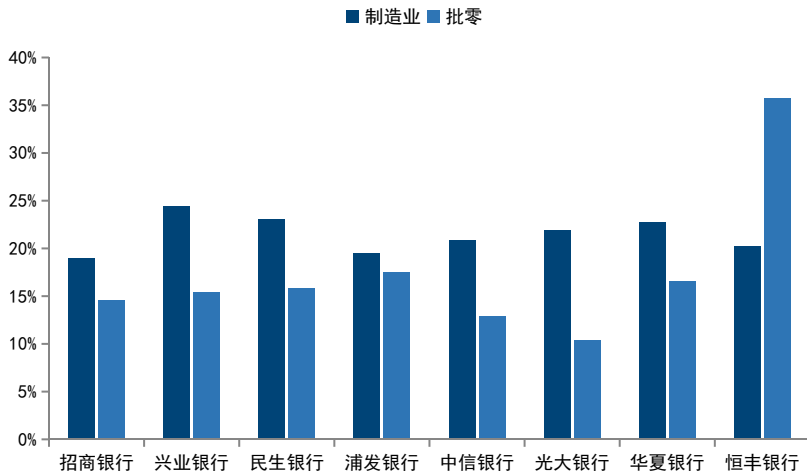
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要股份行对公贷款结构（2016年）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：主要股份行制造业与批零行业贷款占比（2016年）



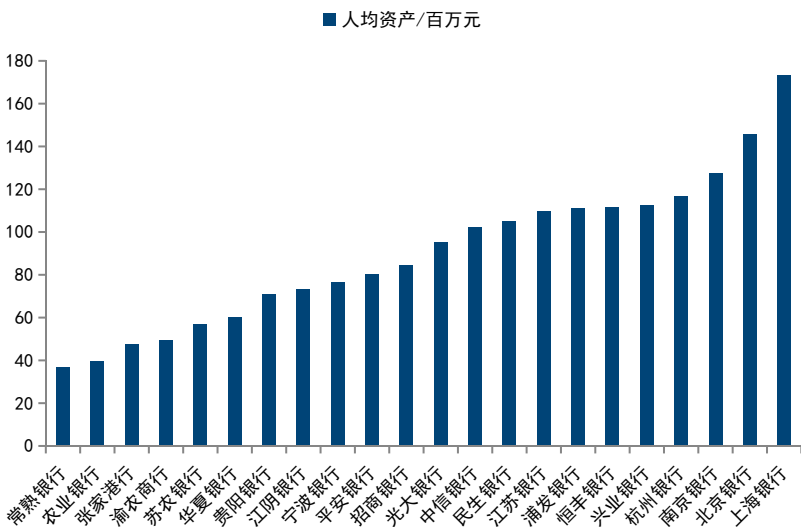
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

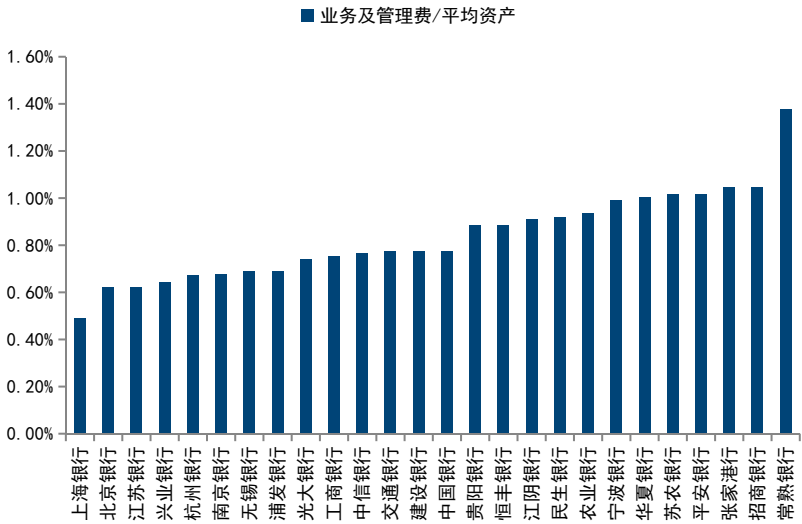
- 贷款结构与对公贷款投向：批发零售业贷款占比偏高，解释力度不太足（续）

图：主要银行总资产/员工数量（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行业务及管理费/平均资产（2016年）



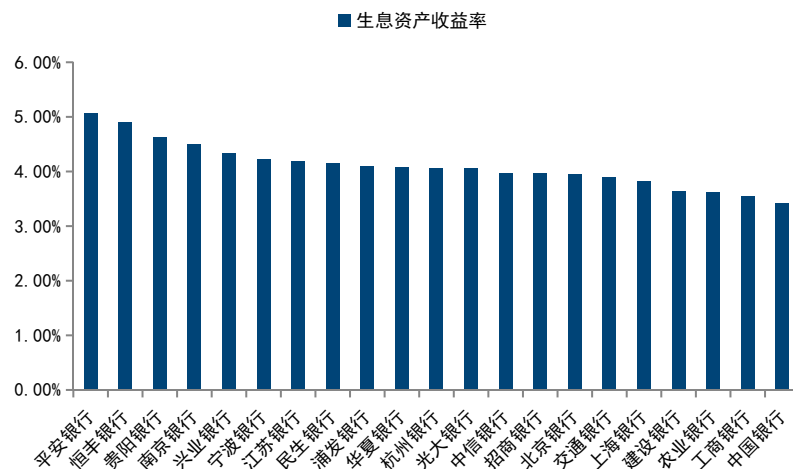
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 利润表分析

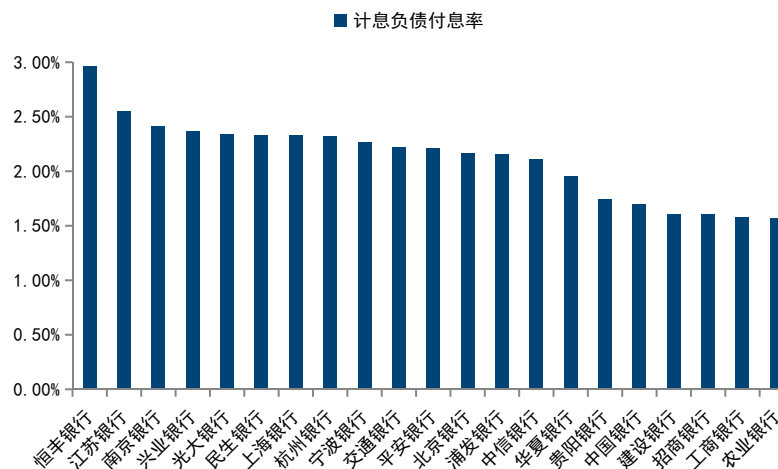
- 生息资产收益率较高，与贷款投向匹配
- 负债成本与存款成本较高，但不算异常

图：主要银行生息资产收益率（2016年）



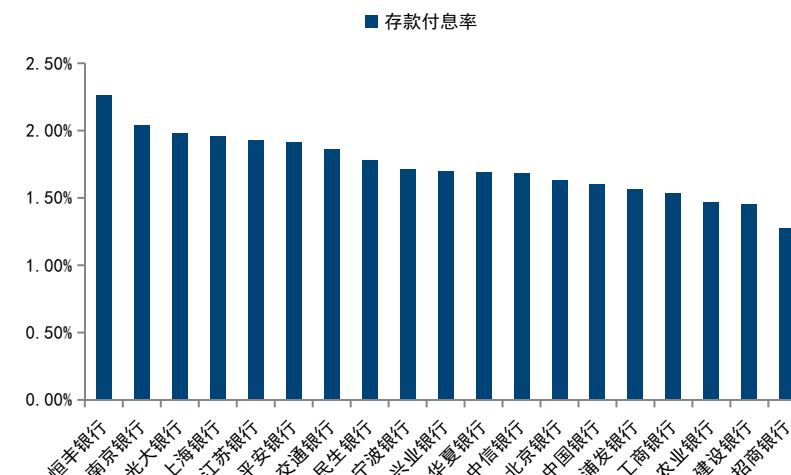
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行负债成本（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要银行存款成本（2016年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之公司治理

- 股东
 - 恒丰银行没有控股股东和实际控制人
 - 前两大股东合计持股33.79%
- 董事会
 - 2016年年报显示公司共有董事11名，包括2名执行董事、6名非执行董事、3名独立董事
 - 6名非执行董事中由第一大股东、第二大股东各提名1名，其余4名董事看不出与其他前十大股东的关联关系，情况异常。

表：恒丰银行前十大股东情况（2016年）

股东名称	进入前十大股东时间	成立时间	经过X层股权穿透至控制人，X=	（实际或共同）控制人	缴纳社保员工数（2016年）
烟台蓝天投资控股有限公司	2007年或更早	1989年	2	烟台市国资委	29
大华银行有限公司	2010年	1935年	-	-	-
上海鲁润资产管理有限公司	2009年	1992年	3	宋作文	0
上海佐基投资管理有限公司	2015年	2015年	2	长安基金	0
厦门福信银泰投资有限公司	2015年	2007年	1	福信集团	0
君康人寿保险股份有限公司	2016年	2006年	0	君康人寿	312
上海国正投资管理有限公司	2013年	2002年	na	无实际控制人	6
上海国之杰投资发展有限公司	2007年	1995年	2	两家香港企业	18
成都门里投资有限公司	2013年	2010年	1	陈冬、江夏	0
北京中伍恒利投资发展有限公司	2013年	2000年	1	陈冬、江夏	0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：部分股东穿透至正常经营的股东便停止穿透

【 01 】 银行：区域分化，突围加剧

【 02 】 保险：利差损阴霾下谋变求新

【 03 】 证券：集中度提升新格局

【 04 】 综合金融：回归本源，差异化生存

- 非银金融包含较多行业，其中主要的发债主体包括租赁公司、保险公司、证券公司、AMC等。
- 因资金运营模式差异等因素，各行业信用分析方法具有一定差异。

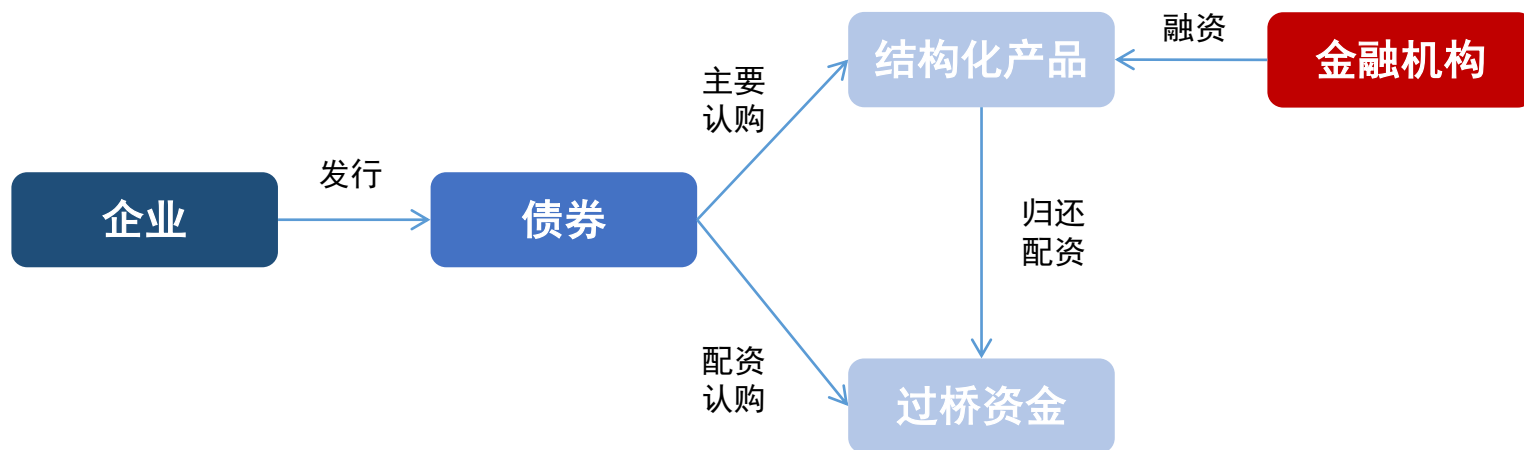
表：非银机构发债情况汇总

机构类型	机构/牌照数量（家）	发债主体数量（家）	存量债券规模（亿元）
保险	238	79	4335.7
证券	151	71	23660.7
期货	150	7	41.7
公募基金	163	-	-
信托	68	16	725.3
PE/VC	12880	-	-
租赁	11917	171	20198.1
AMC(全国+地方)	59	38	4276.1
汽金\消金\财务公司	25/31/255	18/13/2	1706.9/762.4/7.4
融资担保法人机构	4194	-	-
金控平台	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 非银金融机构通过设立集合信托、券商或期货资管计划、基金专户、私募基金等方式，认购信用评级较低主体发行的债券，再将其质押给银行或非银金融机构，并归还过桥资金；此后重复进行债券质押直至到期。
- 上述模式具备一定风险：（1）期限错配：期限错配可能带来一定再融资风险；（2）资产信用：债券本身信用等级较低或发行期限较长而不被市场认可，存在一定信用风险；（3）同业交易对手违约：在信用风险事件下，作为回购交易对手的银行或非银机构，可能存在同业对手违约风险。

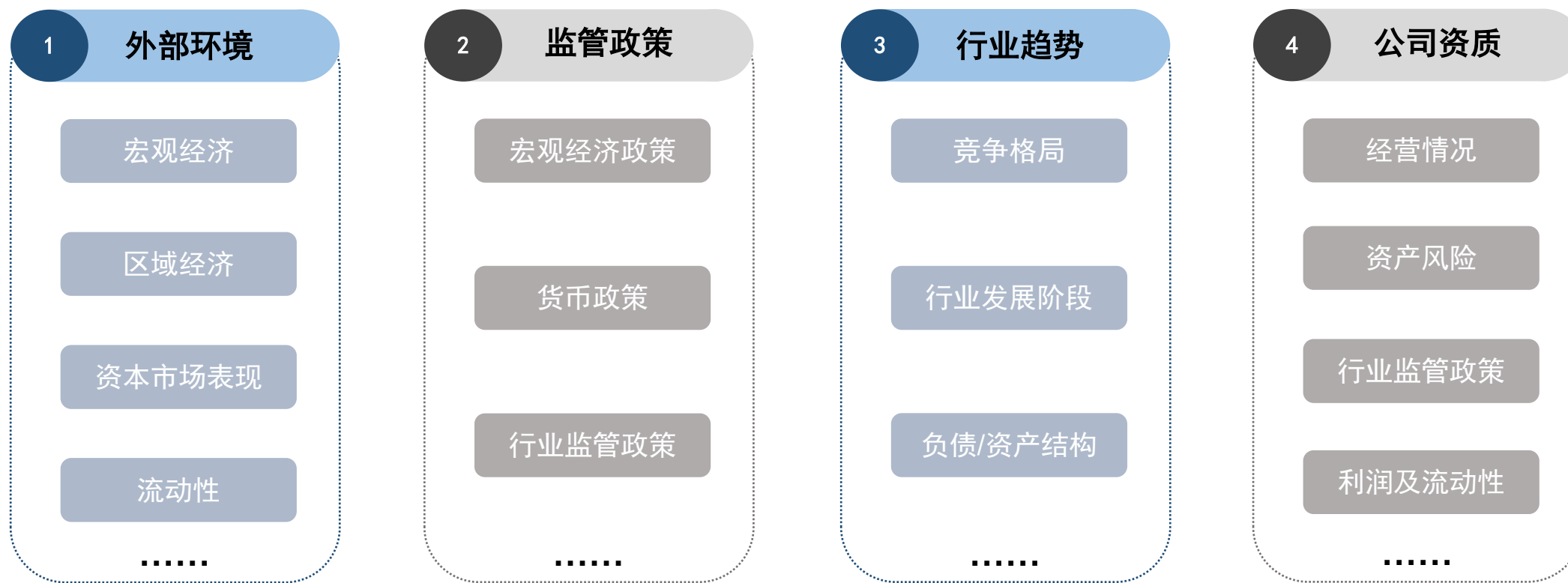
图：结构化产品运作流程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 非银金融机构的信用评估需要参考外部环境、监管政策、行业趋势、公司资质等方面。
- 基于不同评价指标，各类非银金融机构结合自身负债端需求、资金属性、经营模式等设置不同的观测阈值。

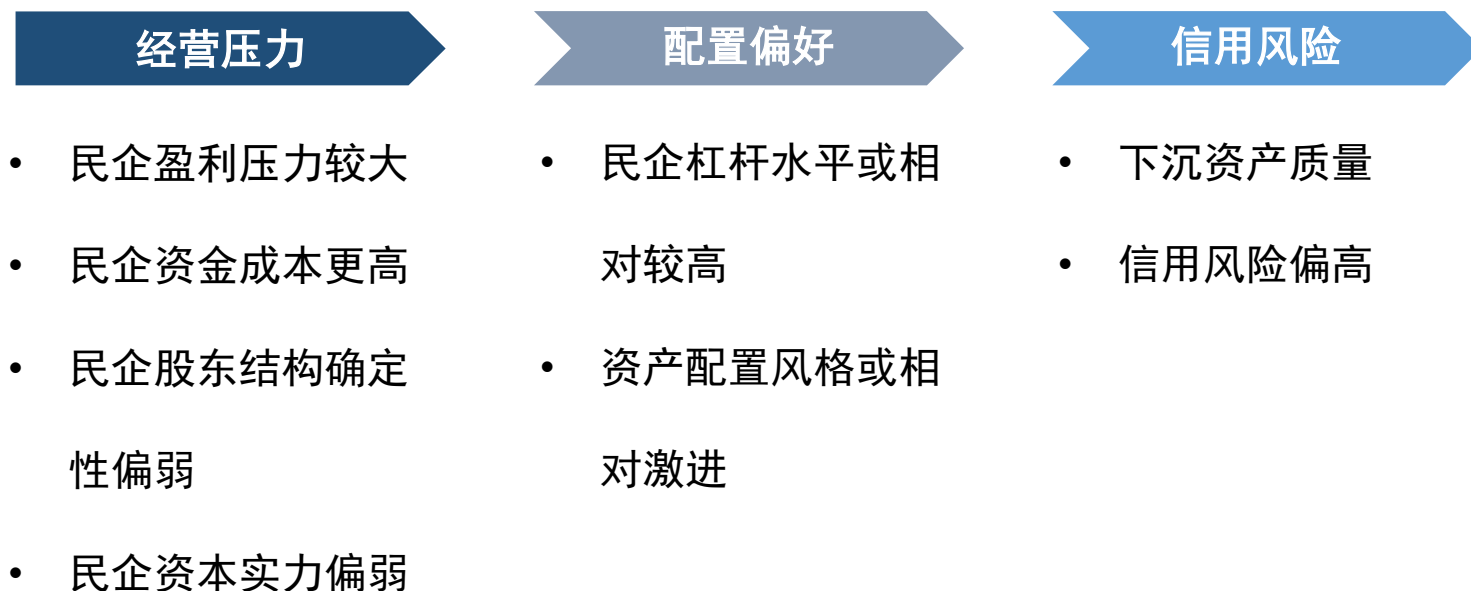
图：非银机构信评标准



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 在我国以商业银行为核心的融资生态中，国有企业依托信用背书优势享有制度性融资便利，而市场化运营的民营系金融机构则普遍面临融资溢价压力。基于市场化经营特性，民营资本往往采取更为积极的资产配置策略，倾向于通过信用下沉挖掘高收益资产，这种经营模式在提升预期回报率的同时，客观上形成了资产端信用评级中枢下移的特征。
- 受制于资本金约束，民营企业往往依赖杠杆工具实现规模扩张，这种财务结构在提升资本回报率的同时，也加剧了资产负债表脆弱性，形成风险传导的放大器效应。特别是在经济周期波动时，高杠杆运营模式与底层资产质量变化产生共振，可能引发风险敞口的非线性扩张。

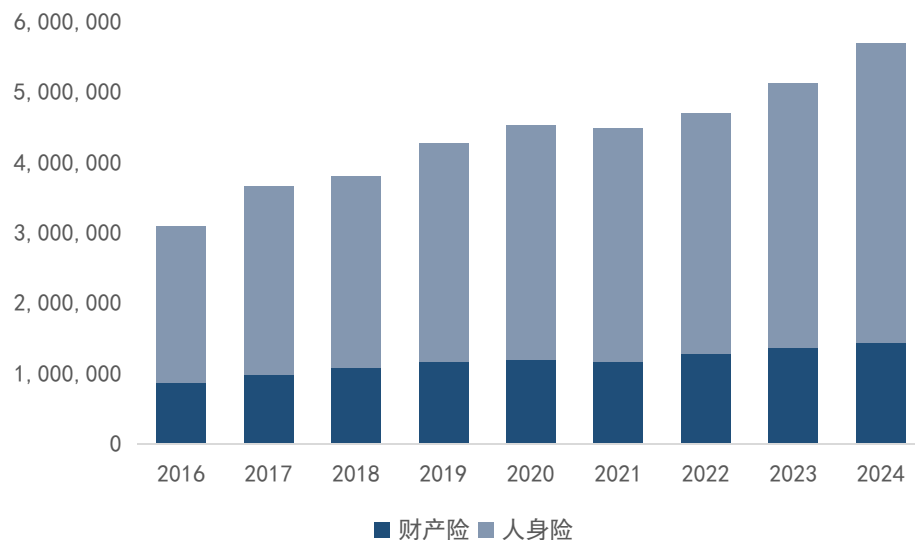
图：民营企业风险传导链条



保费收入：寿险仍是主力军，财险增速稳健

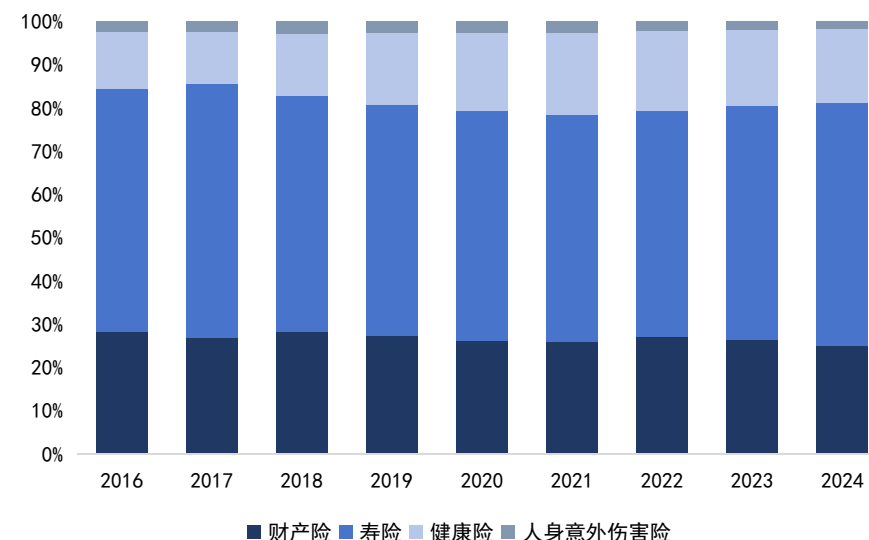
- 我国保险公司保费收入增速自2021年探底后持续回升。拆分险种来看，人身险保费占比由2021年的74.0%升至2024前8月的78.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由2021年的70.6%升至2025前4月的80.8%。
- 寿险凭借优质产品力吸引众多客户，是近年带动保费增长的主力军，财产险则保持稳步增长。

图：寿险及财险保费收入规模及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：各险种保费收入占比（单位：%）

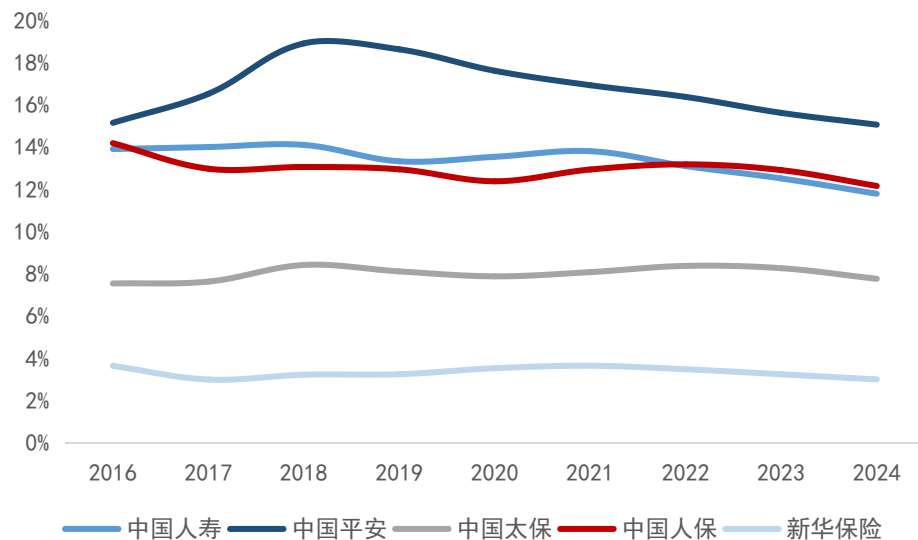


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业格局：中小险企扩容，保费集中度降低

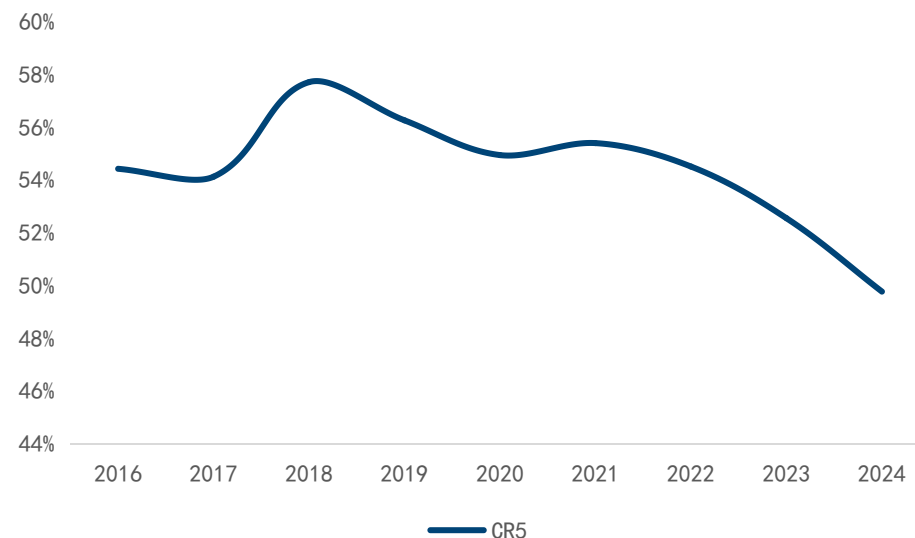
- 龙头险企人身险市占率有所下降，财产险市占率稳步提升。寿险行业集中度下降原因有二：一是保险机构数量在此前扩容较多，二是部分中小保险公司产品定价更为激进，从而分流了大型寿险公司的保费。
- 截至2024年末，A股5家上市险企总保费收入市占率为49.8%，较2016年下降4.7%。

图：上市险企保费收入市占率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：5家上市险企保费收入市占率（单位：%）

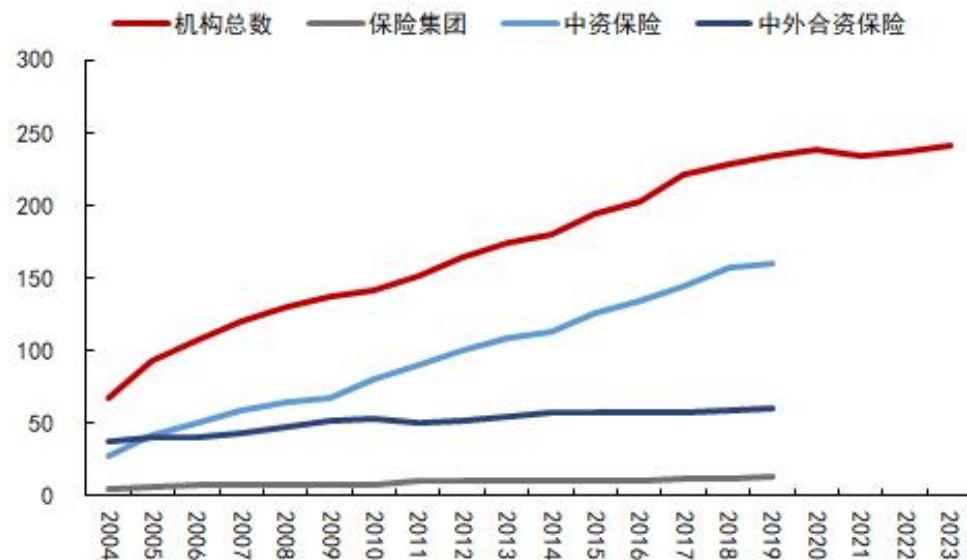


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业格局：中小险企扩容，保费收入集中度降低（续）

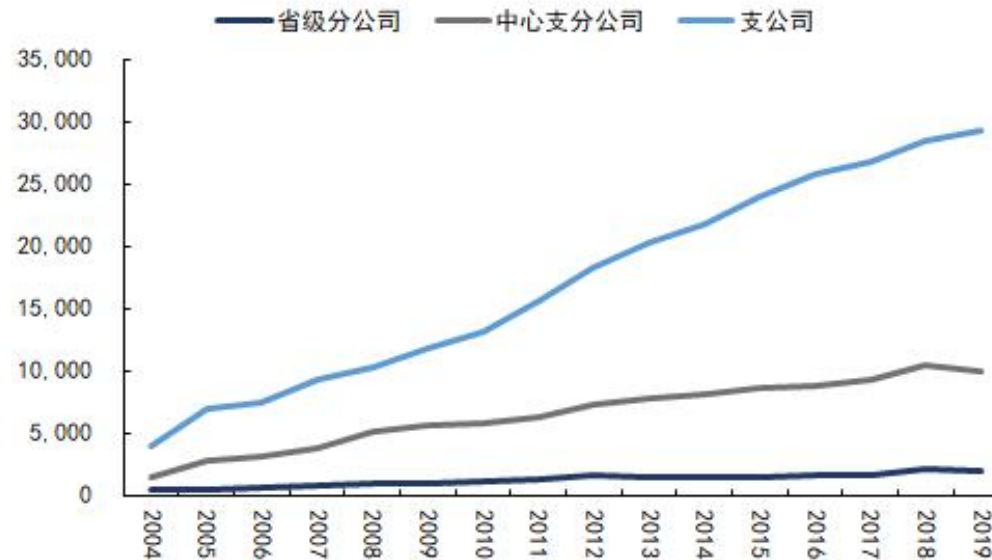
- 机构数量方面，2004年至2019年间保险机构大幅扩容。期间机构总数从68家增长至235家，绝大部分为中资保险公司。除机构数量增长外，保险分支机构也呈大幅扩张，2004年至2019年期间，保险公司支公司数量从3914家增长至29200家。机构数量及分支机构数量膨胀，使得各类保险公司客户触达能力均显著增强，并最终导致行业竞争更趋激烈。2019年以来，保险机构总数已基本不再新增，机构数量扩容对行业竞争格局的影响已经有所减弱。

图：各类保险机构数量（单位：家）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中资保险公司分支机构数量（单位：家）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品：整体收益率走低，中小保险具备更强吸引力

- 产品竞争方面，2020年以来中小保险公司产品收益率更高，对客户吸引力更强，从而分流保费。我们以此前热销的增额终身寿险进行对比，可以发现，中小险企的主力产品IRR不仅增长更快且上限更高，产品定价更为激进。

图：与中小险企相比，上市险企主力产品IRR收益率增长更慢且上限更低

保险公司	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华保险	泰康人寿	横琴人寿	富德生命人寿	信泰人寿	和谐人寿	弘康人寿
产品名称	臻享传家	盛世金越尊享	鑫相伴	荣华世家	乐增寿	永恒金生	瑞祥人生	如意尊星火版	人我行	金玉满堂
35岁	-0.83%	0.57%	1.63%	1.63%	-0.77%	1.47%	-1.10%	-12.7%	-3.44%	-10.2%
36岁	0.00%	1.14%	1.99%	1.99%	0.06%	1.86%	0.17%	-6.22%	-0.09%	-3.19%
37岁	0.56%	1.52%	2.23%	2.22%	0.61%	2.13%	1.03%	-2.23%	2.00%	0.90%
38岁	0.96%	1.80%	2.40%	2.40%	1.00%	2.31%	1.64%	0.38%	3.37%	3.45%
39岁	1.26%	2.01%	2.53%	2.53%	1.30%	2.45%	2.11%	2.16%	3.39%	3.45%
40岁	1.49%	2.17%	2.63%	2.63%	1.54%	2.56%	2.47%	3.41%	3.40%	3.46%
50岁	2.53%	2.86%	3.08%	3.08%	2.55%	3.06%	3.34%	3.45%	3.45%	3.48%
60岁	2.86%	3.08%	3.22%	3.22%	2.87%	3.21%	3.50%	3.47%	3.47%	3.48%
70岁	3.03%	3.03%	3.29%	3.28%	3.03%	3.28%	3.50%	3.48%	3.48%	3.49%
80岁	3.12%	3.11%	3.31%	3.31%	3.10%	3.33%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
90岁	3.19%	3.14%	3.31%	3.29%	3.13%	3.35%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
100岁	3.23%	3.10%	3.26%	3.23%	3.10%	3.37%	3.50%	3.49%	3.49%	3.49%

资料来源：保险师APP，国信证券经济研究所整理。注：以30岁男性为投保被保人，年交10万，交费期3年为例。部分产品当前可能已经下架，此处仅作比较使用。

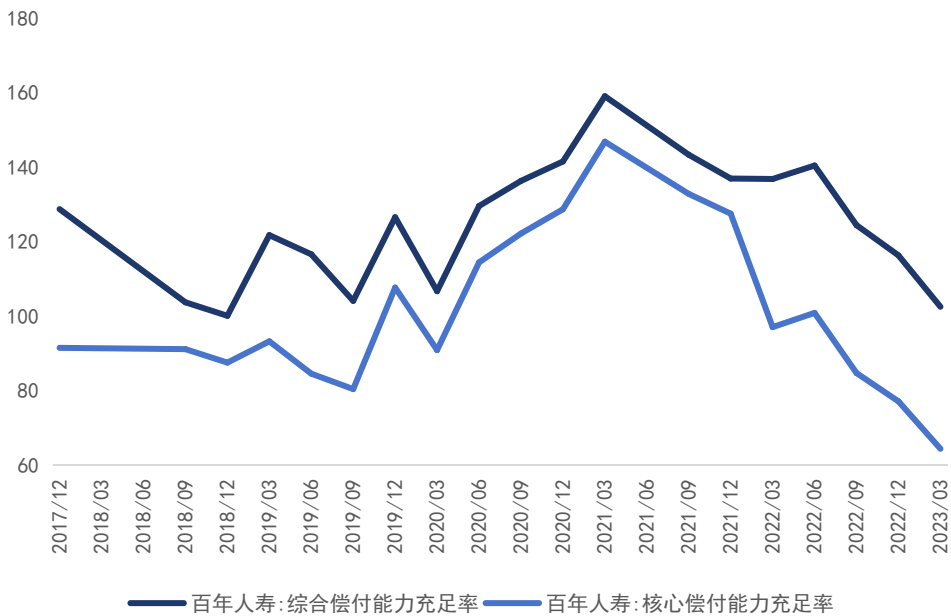
➤ 注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致部分中小险企利差损风险加剧。截至2023年末，非上市人身险公司总亏损数额超142亿元，其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。同时，部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线，行业风险处置进度需进一步关注。

表： 暂缓披露偿付能力充足率公司梳理（单位：亿元、年）

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
7	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图： 百年人寿近年偿付能力充足率持续下滑（单位：%）

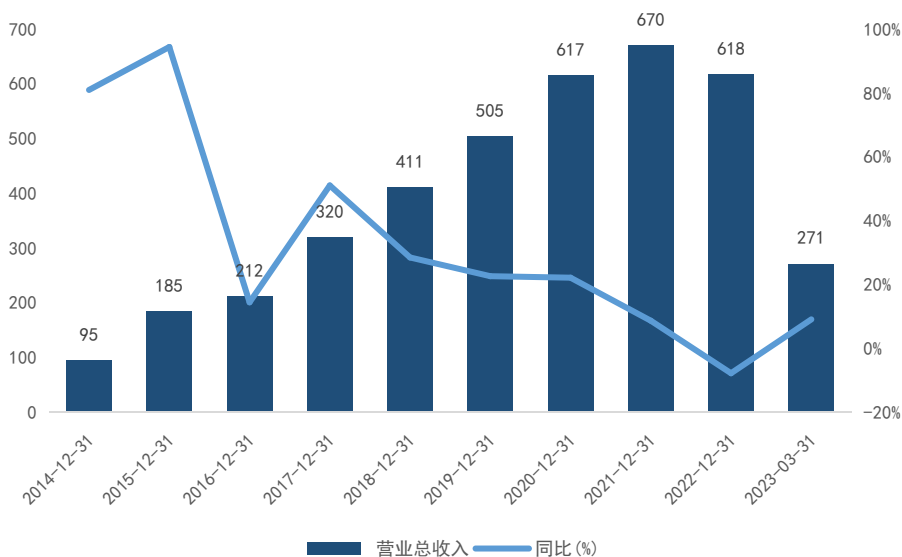


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

关注中小保险公司经营风险：以百年人寿为例

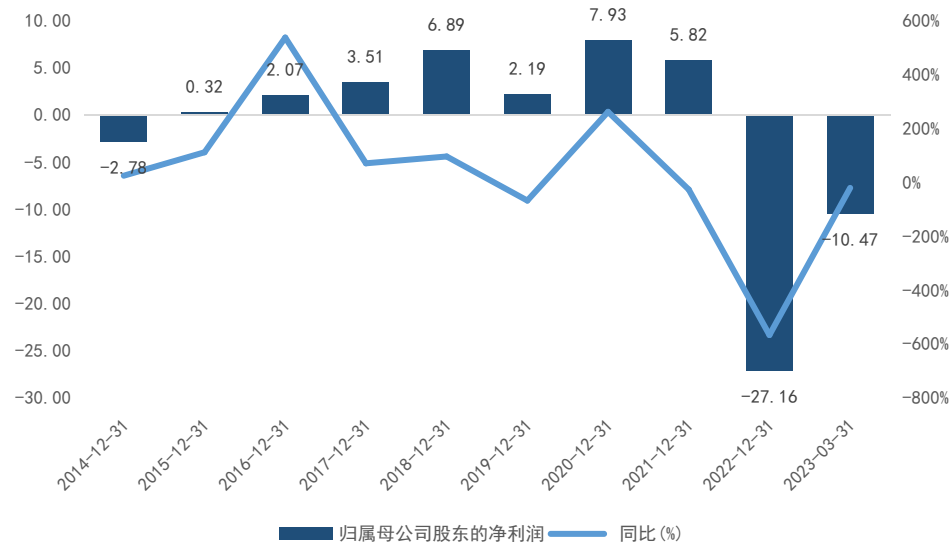
➤ 负债端及资产端双向承压是包括百年人寿等中小险企偿付能力持续下滑的主要原因。截至2023年一季度末，公司营业收入271.48亿元，同比增长9%；归母净利润为-10.47亿元，同比下降21%。负债端方面，作为具有代表性的中小险企之一，百年人寿高度依赖储蓄型保险，其保费收入占比高于55%，该产品对公司投资能力提出更高要求。因此，在公司投资收益震荡下行时，退保率或将随之升高。截至2023年一季度末，公司退保率前三的产品分别为百年升年金保险、百年盈年金保险以及百年荣两全保险，对应退保率为68.10%、17.71%、15.00%。同时，公司2022年综合退保率为9.64%，远高于行业平均值3.50%。资产端方面，2022年，公司权益类资产账面浮亏较大，同时固定收益类投资违约规模较大且减值准备计提力度不足，对公司信用水平造成一定影响。

表：2014年至2023Q1百年人寿营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2014年至2023Q1百年人寿归母净利润（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

关注中小保险公司经营风险：以珠江人寿为例

- 与百年人寿类似，珠江人寿同样面临偿付能力充足率“压线”的问题。截至2021年末，珠江人寿综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率分别为104.04%及52.02%，此后公司同样暂未披露偿付能力报告。
- 同样面临负债端依赖储蓄型保险及单一渠道的问题之外，珠江人寿资产端较大的不动产及信托投资规模加大其资产质量管控压力。根据联合资信出具的珠江人寿信用评级报告，截至2021年末，公司不动产投资规模为221.40亿元，占总投资规模的26.00%，占比位于行业高位，合计房地产风险敞口为280.67亿元。此外，公司资金信托计划投资规模为168.59亿元，占总投资资产规模的19.80%。主要交易对手包括渤海信托、长安信托、重庆信托、中融信托等机构。

图：珠江人寿投资资产规模及占比（单位：亿元、%）

项 目	余额 (亿元)			占比 (%)		
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动性资产	154.64	124.49	170.88	22.35	16.85	20.07
货币型基金	10.68	3.00	13.15	1.54	0.41	1.54
活期存款	123.27	118.88	156.43	17.82	16.09	18.37
逆回购协议	20.69	2.61	0.63	2.99	0.35	0.07
固定收益类资产	55.53	67.03	129.40	8.03	9.07	15.20
银行存款	22.40	31.40	85.40	3.24	4.25	10.03
债券	23.98	15.87	16.58	3.47	2.15	1.95
固收类资管产品	9.16	16.76	27.41	1.32	2.27	3.22
债券型基金	0.00	3.00	0.00	0.00	0.41	0.00
权益类资产	149.08	208.96	161.28	21.55	28.28	18.94
股票	19.09	53.62	40.86	2.76	7.26	4.80
权益类资管产品	0.05	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
股权投资基金	107.50	141.99	109.66	15.54	19.22	12.88
未上市企业股权	22.44	13.36	10.77	3.24	1.81	1.26
不动产类资产	179.77	178.22	221.40	25.98	24.12	26.00
投资性房地产	179.77	178.22	221.40	25.98	24.12	26.00
信托计划	152.84	160.11	168.59	22.09	21.67	19.80
投资资产总额	691.86	738.81	851.55	100.00	100.00	100.00
投资资产减值准备	3.00	3.00	3.00	--	--	--
投资资产净额	688.86	735.81	848.55	--	--	--
投资资产收益率	--	--	--	5.50	5.74	5.57

资料来源：联合资信，国信证券经济研究所整理

- 随着负债端竞争加剧叠加资产端投资收益下行，部分中小险企风险开始暴露，资本补充需求提升。在此背景之下，部分中小险企偿付能力持续承压，或接近监管“红线”，进而导致部分中小险企债券具有一定的“不赎回”风险。
- 在保险公司转向高质量发展阶段，行业“马太效应”加剧，或加大中小保险公司经营压力。相较于头部险企，中小保险公司在负债成本、渠道优势、客户群体、品牌效应等方面存在诸多短板，因此预计未来行业格局或有望得到进一步优化。

表： 历史不赎回保险公司债情况（单位：亿元、年）

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11太平人寿债	80	10	太保寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12太平人寿债	75	10	太保寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13人保01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19珠江人寿01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表： 偿付能力充足率标准（需同时满足）

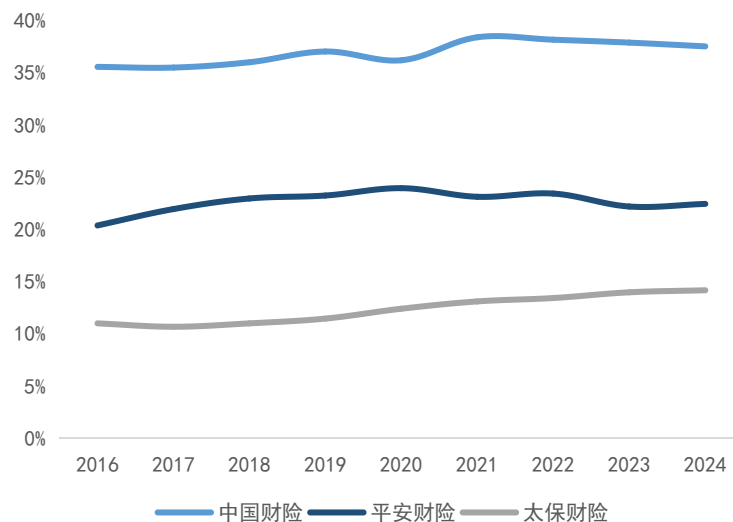
名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上（含）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财险：马太效应显著，“老三家”份额领先

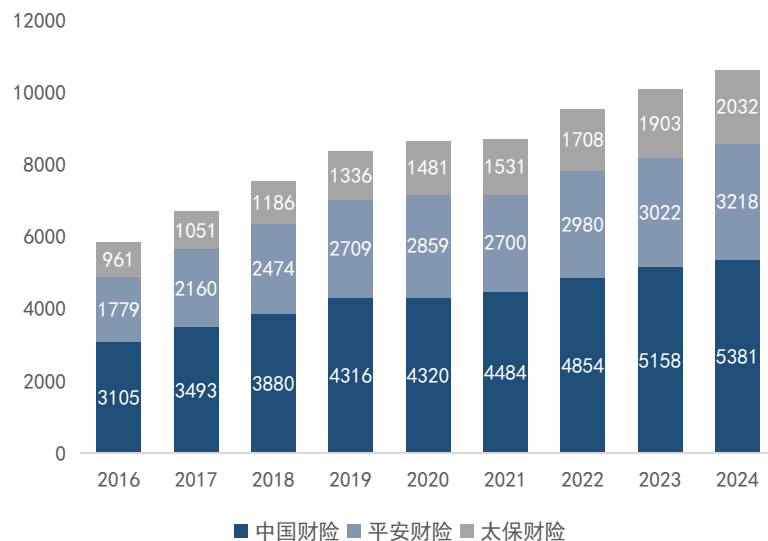
- 目前我国保险行业格局基本保持稳定，头部集中度较高，行业分化持续。整体来看，头部险企盈利能力较强，价值及利润贡献度较高；中小险企市场份额收缩，部分公司出现持续亏损，盈利能力及估值水平较头部险企有一定差距。截至2022年，CR3市场份额逐年快速提升。近年来，受市场竞争加剧、行业监管趋严等因素影响，头部险企市占率企稳。
- “老三家”凭借在产品体系、销售渠道、较大的品牌影响力和稳健的投资能力等方面的绝对优势，保持着相对稳定的市场份额，马太效应显著。

图：头部上市险企财险业务市占率（单位：%）



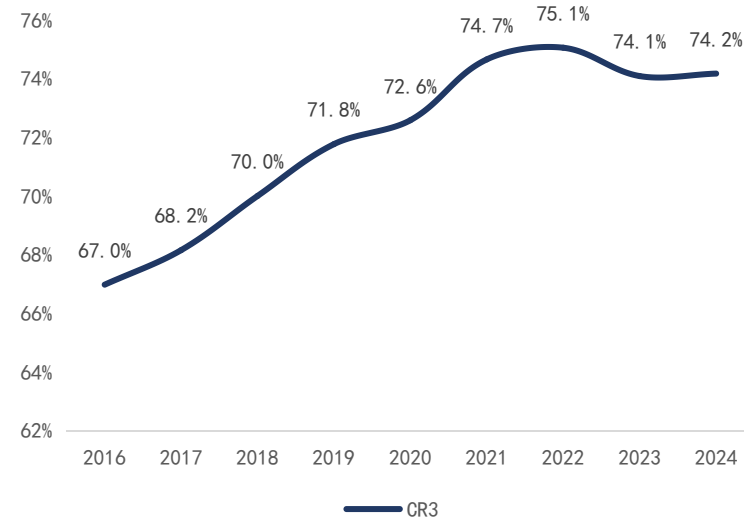
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：头部上市险企财险业务保费收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：人保、平安、太保合计市占率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

保险新“国十条”：利好行业整体估值修复



- 9月11日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）是保险业继2006年《关于保险业改革发展的若干意见》及2014年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》后第三份重磅文件，对行业未来发展具有重要意义。
- 随着保险行业进入转型新周期，部分中小保险公司风险逐步暴露。叠加负债端变革及资产端“资产荒”等趋势，为保险行业高质量发展带来一定挑战。本次保险“国十条”的发布，明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线，有利于提升保险公司综合竞争力。预计后续政策空间或集中于利率传导机制、资产端准则认定等方面，持续利好保险业整体估值修复。

图：保险“国十条”概览

风险化解	提升民生保障水平&服务实体经济质效	推动保险业高质量发展
1. 严把保险市场准入关： - 严格审批保险机构 - 严格审核管理人员任职资格 - 严格审查股东资质 2. 严格保险机构持续监管： - 强化公司治理监管 - 强化资产负债联动监管 - 强化分级分类监管 - 强化保险消费者权益保护 3. 严肃政治保险违法违规行为： - 紧盯关键领域和薄弱环节 - 加大市场整治力度 - 优化行政处罚工作机制 4. 有力有序有效防范化解保险业风险： - 建立以风险监管为本的制度体系 - 持续防范化解苗头性、倾向性风险隐患 - 稳健推进风险处置，健全市场退出机制	1. 提升保险业服务民生保障水平： - 丰富巨灾保险保障形式 - 积极发展第三支柱养老保险 - 提升健康保险服务保障水平 - 健全普惠保险体系 - 农民、城镇低收入者等群体保险需求 2. 提升保险业服务实体经济质效： - 聚焦国家重大战略和重点领域 - 服务科技创新和现代化产业体系建设 - 发挥保险资金长期投资优势	1. 深化保险业改革开放： - 持续健全保险市场体系 - 持续深化重点领域改革 - 持续推进高水平对外开放 2. 增强保险业可持续发展能力： - 提升产品定价精准性 - 提升数智化水平 - 提升高质量发展内生动力 3. 强化推动保险业高质量发展协同： - 健全央地协同工作机制 - 强化宏观政策协同

资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

表：暂缓披露偿付能力充足率公司梳理

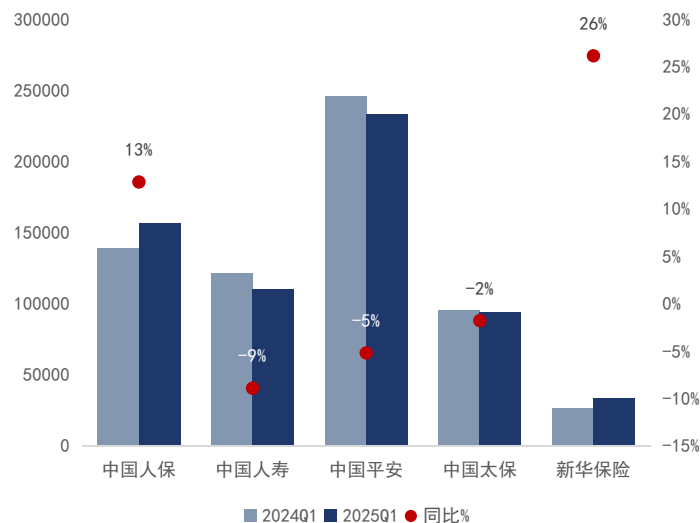
序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
7	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%

资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

行业业绩：投资收益反弹，利润大幅提升

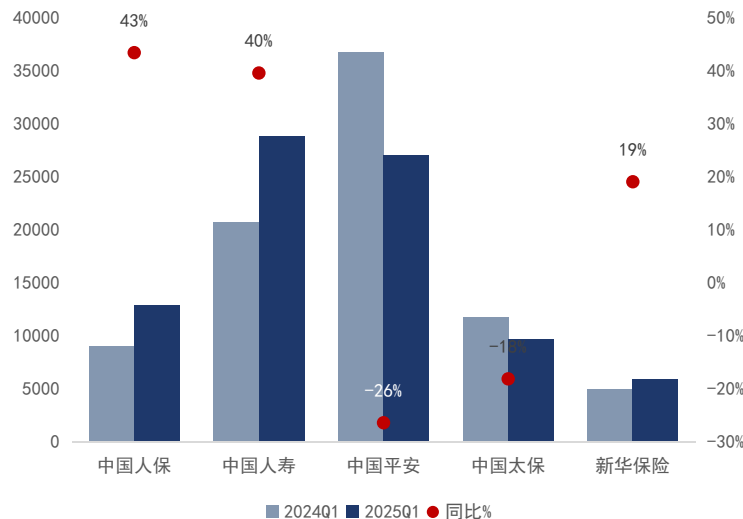
- 新准则放大投资收益波动，上市险企一季度归母净利润同比增长1.4%。2025年一季度，债券市场利率上行及权益市场震荡加剧为险企资产端带来一定压力，A股上市险企营收及利润表现分化。营收方面，新华保险、中国人保、中国太保、中国平安、中国人寿分别同比+26.1%/12.8%/-1.8%/-5.2%/-8.9%；归母净利润分别同比+19.0%/+43.4%/-18.1%/-26.4%/+39.5%。
- 2023年新准则实施以来，以FVTPL计量的权益类资产直接加大保险公司利润弹性，因此2024年三季度资本市场的回暖直接带动上市险企净利润的大幅反弹。

图：上市险企2025Q1营业收入（单位：百万元，%）



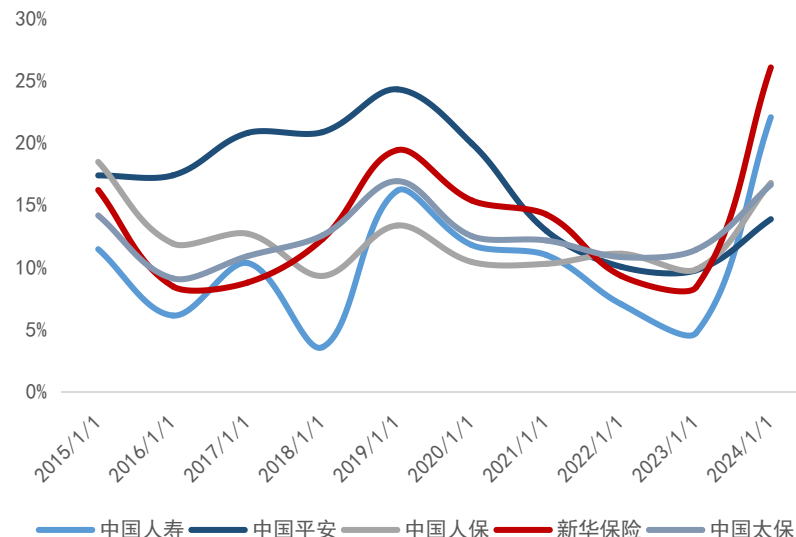
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企2025Q1归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企ROE水平（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资收益反弹，利润大幅提升



- 新准则实施后，险企利润来源更加透明且更易拆分，主要可分为保险服务利润、投资利润、其他利润。从利润贡献率来看，2024年各上市险企资产端及负债端均实现较高利润贡献。
- 截至2024年末，受益于资本市场反弹及业务结构的持续优化，上市险企平均投资利润贡献率达46%，同比大幅提升。其中，中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保分别为82%/55%/47%/47%。中国平安因非保险业务（如银行、证券、科技、租赁等）占比较高，因此投资收益对于利润贡献较低。
- 中国人寿及新华保险因资产端权益类资产配置比例较高，资产收益彰显更高弹性，在资本市场反弹背景下，大幅提升其业绩弹性。承保利润方面，受负债端产品主营业务险种差异等因素影响，中国太保、中国人保、中国平安、新华保险、中国人寿承保利润贡献率为63%/58%/56%/55%/24%。

表：2024上市险企利润贡献率分析（单位：百万元，%）

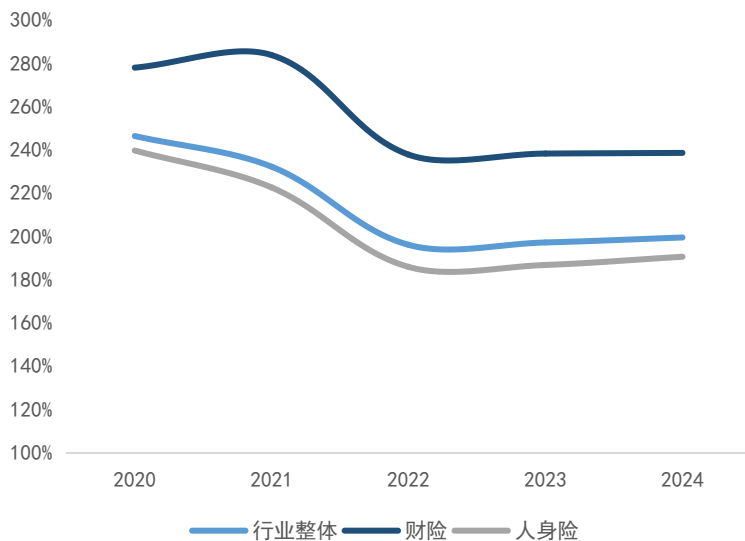
	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
1. 保险服务收入	208161	551186	537709	279473	47812	324868
2. 保险服务费用	180544	449102	492837	243147	31575	279441
3. 承保利润=1-2	27617	102084	44872	36326	16237	45427
承保利润贡献率=3/(3+11+14)	24%	56%	58%	63%	55%	49%
4. 利息收入	120958	123627	30876	55991	31917	72674
5. 投资收益	70378	83613	25139	26907	16306	44469
6. 公允价值变动损益	118160	66504	23774	37713	35437	56318
7. 信用减值损失	-270	85582	-1754	531	3415	17501
8. 承保财务损益	209952	172662	43329	92520	61185	115930
9. 分出再保险财务收益	671	960	1264	2103	388	1077
10. 利息支出	4200	19405	3245	2728	3166	6549
11. 投资利润=(4+5+6-7)-(8-9+10)	96285	-2945	36233	26935	16282	34558
投资利润贡献率=11/(3+11+14)	82%	-2%	47%	47%	55%	46%
12. 其他收入	10910	203995	4474	4005	1011	44879
13. 其他支出	17916	120707	8609	9840	3810	32176
14. 其他损益利润=12-13	-7006	83288	-4135	-5835	-2799	12703
其他利润贡献率=14/(3+11+14)	-6%	46%	-5%	-10%	-9%	3%
归母净利润	106935	126607	42869	44960	26229	69520
归母净利润同比	109%	48%	88%	65%	201%	102%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

偿付能力充足率：“偿二代”二期实施后普降

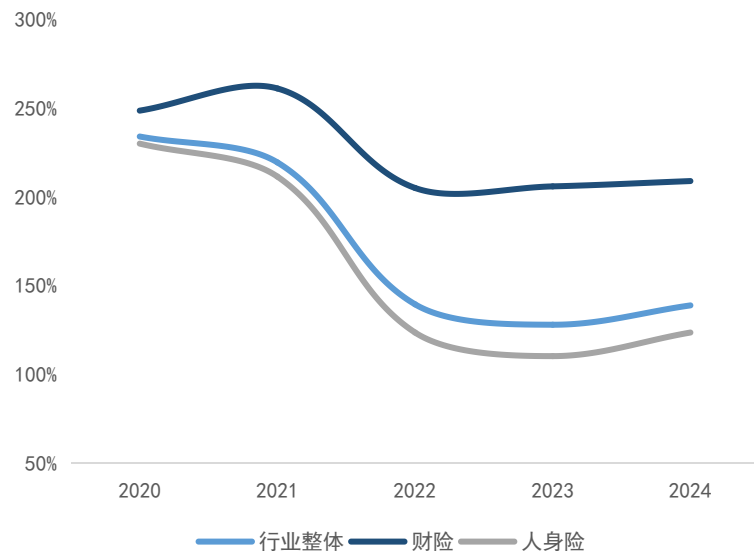
- 保险业自2022年第1季度偿付能力季度报告起全面实施《保险公司偿付能力监管规则（II）》。对于受影响较大的保险公司，原银保监会根据实际情况确定过渡期政策，允许在部分监管规则上分步到位，最晚于2025年起全面执行到位。规定实施后，行业偿付能力充足率普降。
- 规则优化了利率风险的计量方法以及对冲利率风险的资产范围和评估曲线，引导保险公司加强资产负债匹配管理。
- 此外，规则完善了长期股权投资的实际资本和最低资本计量标准，大幅提升风险因子，对具有控制权的长期股权投资（子公司），实施资本100%全额扣除，促使保险公司专注主业，防止资本在金融领域野蛮生长。
- 规则规定保险公司不得将投资性房地产的评估增值计入实际资本，引导保险资金更大力度支持实体经济。

图：保险业综合偿付能力充足率（单位：%）



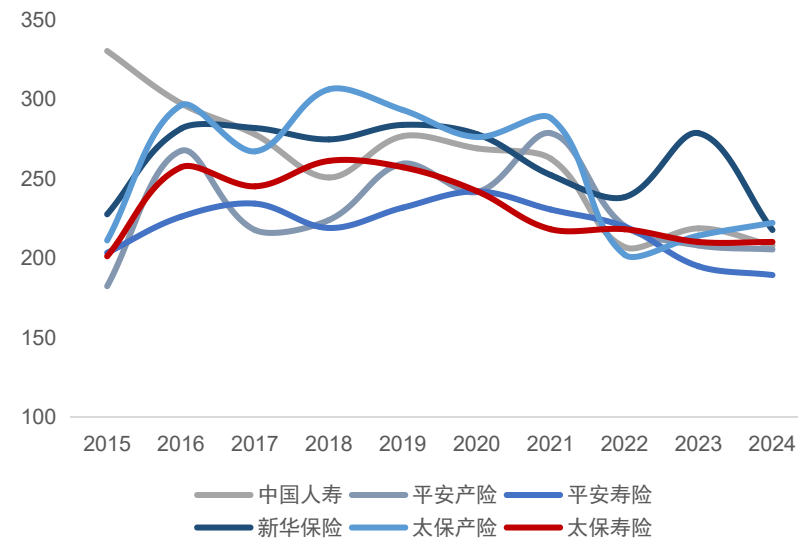
资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：保险业核心偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：上市险企核心偿付能力充足率（单位：%）

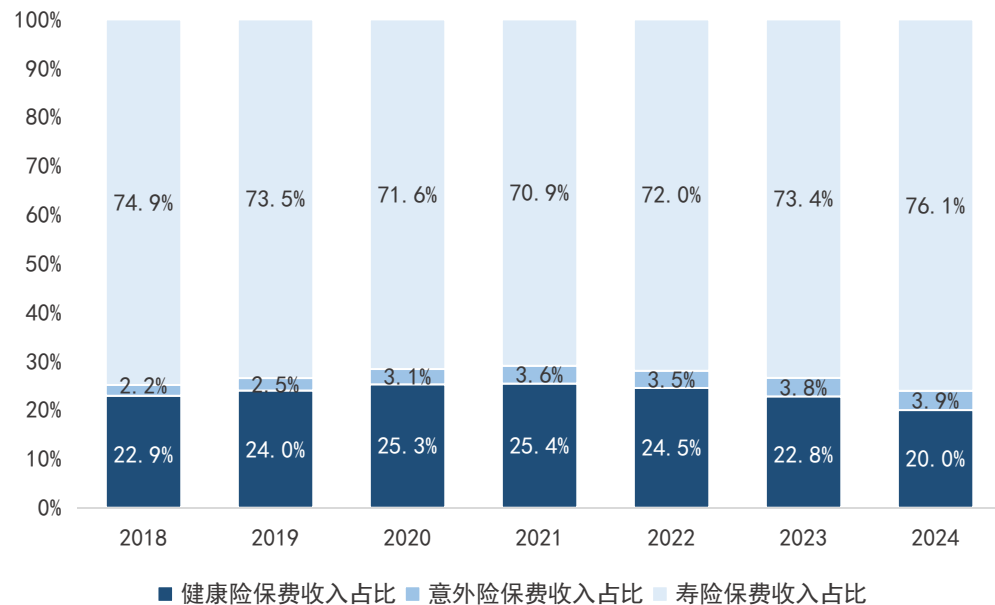


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人身险：产品结构向“低保底+高浮动”分红险转型

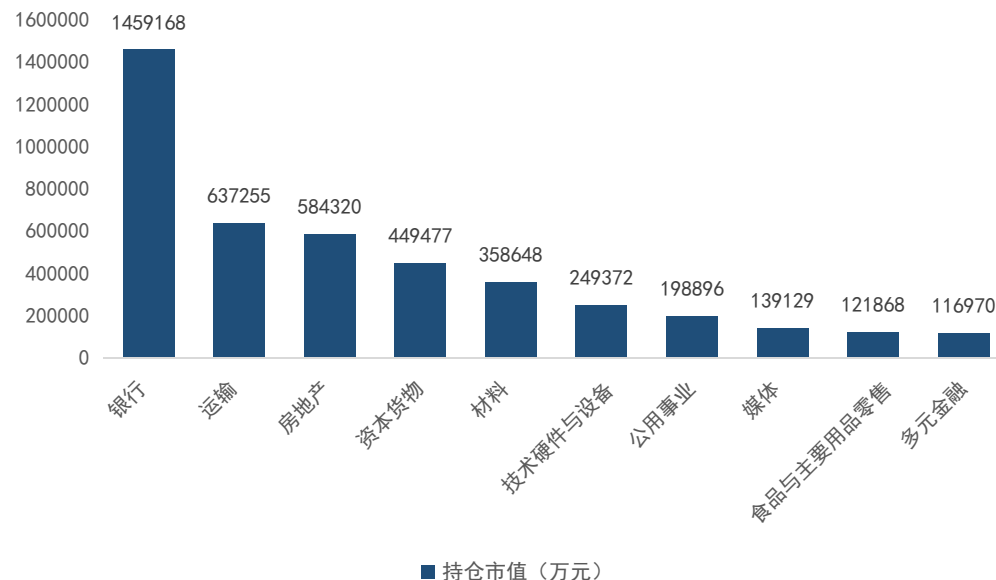
- **定价利率下调，产品结构切换。**分红险具有“低保底+高浮动”的特点，险企通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。在117准则下，分红险采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，利润具有较高的确定性和稳定性。在19实施之后，权益资产加大保险公司利润波动，在此背景下，蓝筹股相对稳定的股息部分则可以满足分红险的高收益资产部分的配置需求。预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于权益类资产配置需求。
- **因负债端刚性偿付压力相对较小，相较于传统账户，分红型账户在权益投资方面更为灵活。**此外，分红险具有收益平滑机制，通过在投资收益较好的年份将一部分盈余“储存”起来，放在“分红特别储备”的账户中，以供在未来投资收益下滑的年份提取。截至2024年中，根据Wind统计的数据，分红型账户共计重仓A股流通股市值498.6亿元，主要投向集中在银行、运输、房地产、资本货物等领域。

图：人身险行业各类保费收入占比（单位：%）



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

图：分红型账户重仓流通股行业及市值（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人身险：监管引导压降负债成本



- 2024年三季度，严监管态势助推行业压降负债端刚性兑付成本，在储蓄型保险占比提升及资产端配置承压背景下，引导行业降低未来保单偿付压力，优化险企资产负债管理能力。
 - 个险渠道：代理人分级制度开始实施，促进行业销售人员细化管理制度，推动代理人转型，提高从业人员水平及人均产能，进而提高渠道价值贡献；
 - 银保渠道：持续规范渠道手续费支付流程，叠加放开银行网点可合作保险公司数量限制，预计下半年银保渠道有望贡献主要保费增速。

表：2024年保险行业核心政策梳理

序号	时间	相关政策	核心内容	主要影响
1	2024年3月	《保险销售行为管理办法》	2024年3月1日起实施的《保险销售行为管理办法》，通过实施代理人分级管理	推动个险渠道转型，提升行业代理人产能，稳固渠道价值
2	2024年3月	万能险结算利率窗口指导	监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则，压降万能险结算利率，部分中小险企万能险结算利率上限下调至3.3%，大型险企下调至3.1%。同时，分红险的分红水平也应参照万能险执行	压降负债成本，缓解“利差损”风险
3	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知（金规〔2024〕8号）》	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制； 2. 明确双方合作层级； 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平	旨在进一步规范银保渠道代理保险业务。该通知延续银保渠道“报行合一”的监管思路，在规范渠道费用的同时优化产品供给。
4	2024年6月	增额终身寿险定价利率下调	部分保险公司为符合公司风险管控要求，将于6月30日正式停售3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险	部分公司或将利用该契机进行“炒停售”；中端（7-8月）或有一定保险需求透支影响，因此保费增速或有一定下滑；长端利好行业整体压降负债成本，降低利差损风险。
5	2024年8月	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	普通型产品预定利率上限为2.5%；新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%，万能型产品最低保证利率上限为1.5%。提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考5年期以上LPR、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率等	产品定价利率下调，带动行业短期保费增量；建立保险产品预定利率与长端利率挂钩机制；各渠道全面落实“报行合一”

资料来源：金管局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表：银保渠道政策梳理

序号	时间	政策	主要内容
1	2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	1. 要求险企审慎合理的确定费用假设，并鼓励各公司探索佣金费用的递延支付； 2. 自政策发布之日起在产品备案时，要说明银保渠道的费用假设和结构，并按模版列式佣金上限； 3. 险企要据实列支费用，应于备案材料一致； 4. 要加强对分公司的管控； 5. 在2023年8月31日前已备案的产品要补报费用结构和费用上限等内容
2	2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	进一步明确银保渠道“报行合一”费用认定原则，要求保险公司备案的银保渠道产品预定附加费用率，与报备的银保渠道总费用要一致，否则监管部门将依法依规严肃处理
3	2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	对银保渠道“报行合一”进行规范。保险公司需列明附加费用率期限和结构、严格规范佣金支付流程。同时，监管也将检查重点关注佣金水平超支、费用不真实等问题
4	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制； 2. 明确双方合作层级； 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平
5	2024年5月	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	强调银行业保险业要强化监管，严防违法违规金融活动

资料来源：金管局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

- 8月2日，国家金融监管总局正式下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》（金发〔2024〕18号，以下简称“《通知》”），明确自2024年9月1日起，新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%，自10月1日起，新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%，新备案的万能型保险产品最低保证利率上限为1.5%。此外，《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率。《通知》进一步要求各保险公司深化“报行合一”，加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。各公司在产品备案或审批材料中，应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道，同时列示附加费用率（即可用总费用水平）和费用结构。
- 短期看，储蓄型保险产品相较于其他理财产品仍具有刚兑、稳健、长期等优势，出于客户“炒停售”动机，相关政策调整有望带动行业三季度保费收入实现高增。长期看，随着定价利率的下调，我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化，向“低保底+高浮动”方向发展，在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。

图：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

图：预定利率走势与十年期国债收益率走势对比（单位：%）



资料来源：Wind，金管局，国信证券经济研究所整理

➤ 在长端利率下行和权益低位震荡的背景下，险企负债端通过下调定价利率、调整产品结构、优化销售渠道等方式降低利差损。目前，行业主要从拓宽可承保年龄范围、优化产品组合、丰富产品供给等方面捕捉市场需求，我们持续看好负债端的改善。

储蓄型保险

寿险：

- 目前行业主推的包括生死两全险与终身寿险，分别对标不同客户需求；
- 两者在保障期间、功能、保额领取方式等方面略有不同。两全险保障期间更短，具有较强的“强制储蓄”功能；终身寿险保障期间为终身，强调“传承”属性。

年金险+万能险：

- “低保证收益+高浮动收益”的年金险可以有效降低保险公司的利差损、提升保险产品的价值率；同时，险企通过附加万能险增厚保单收益，提升产品吸引力；
- “年金+万能”的产品组合有望成为主推产品。

分红险：

- 分红的不确定性、公司管理能力、销售误导等风险使得分红险销售具有较大难度，对公司盈利能力以及代理人销售水平提出了较高要求。从中长期来看，有望通过“低保底+高浮动”的形式降低负债端成本压力。

保障型保险

健康险未来仍有较大上升空间：

- 我国保险深度和保险密度较全球平均水平仍有40%至50%以上的上升空间，2022年总保费收入是6700亿美元左右，若实现全球保险深度平均水平，预计保费总规模还有不少于5300亿美元上升空间；
- 我国人均重疾险保额不足10万元，仍有较大保障缺口。

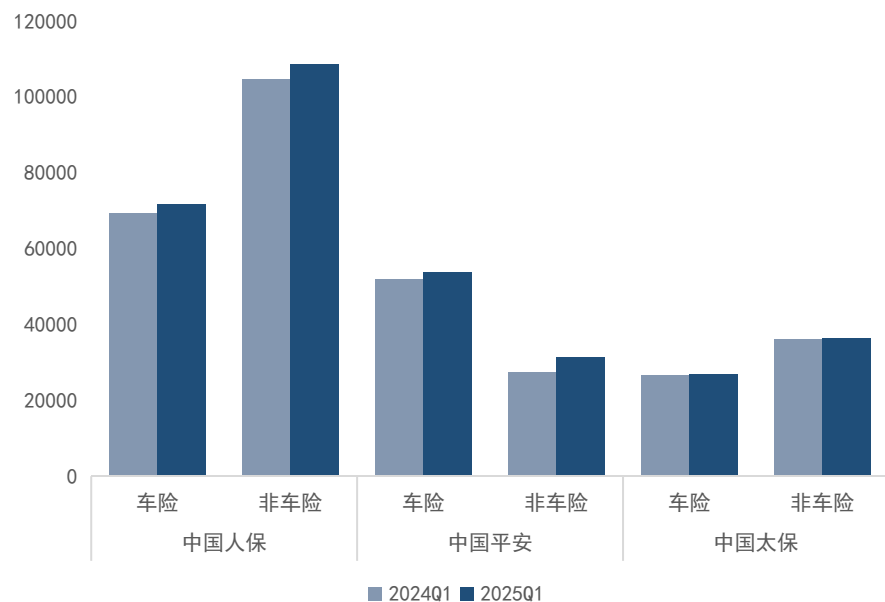
回归产品创设，实现差异化竞争：

- 监管引导渠道规范化竞争，行业回归到竞争产品创设的赛道。捕捉市场需求、提高产品吸引力是未来险企差异化发展的关键；
- 淡化“开门红”，实现常态化销售和经营是行业长期良性发展的趋势，同时也有助于代理人综合能力的提升；
- 代理人分类在即，有望为业内代理人转型提供更强政策参考与指引，利于行业代理人的规范与统一。

财产险：保费复苏持续，COR同比上升

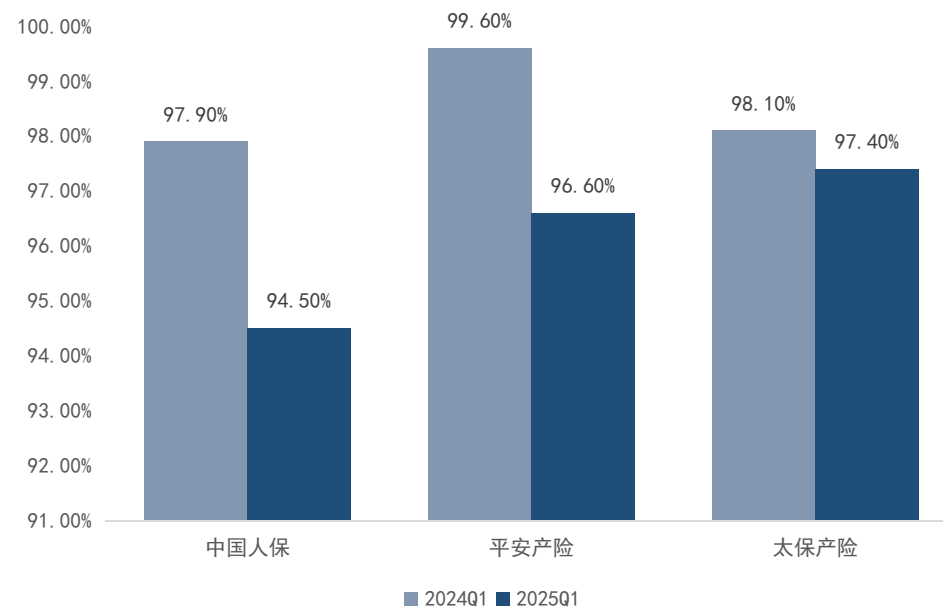
- 财险保费收入稳中有升，承保利润均显著优化。截至一季度末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入3286.7亿元，同比增长4.4%。其中，车险业务合计同比增长3.2%，非车险同比增长5.0%。
- 受益于一季度大灾影响较弱及费用管控成效，上市险企一季度综合成本率均显著优化。人保财险、平安财险、太保财险COR分别为94.5%/96.6%/97.4%，同比下降3.4pt、3.0pt、0.7pt。

图：上市险企Q1财险保费收入（单位：百万元）



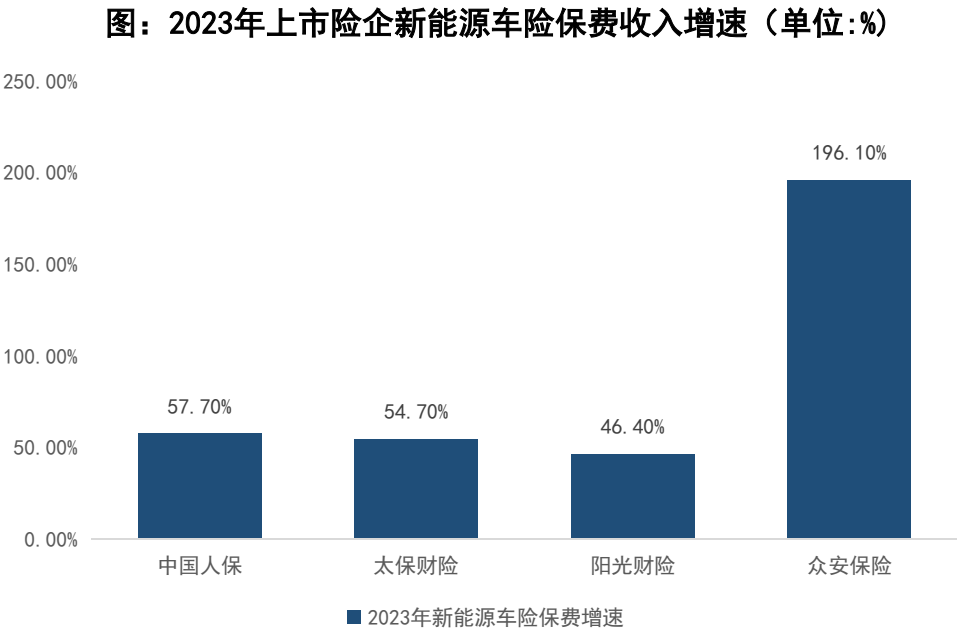
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企Q1 COR（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 近年来，新能源车的持续放量带动新能源车险业务的快速提升。截至2023年末，新能源汽车保有量达2041万辆，较2018年增长682%。随着新能源汽车技术的快速突破及发展，为保险公司对于该类车型的风险定价、风控能力、大数据模型预测等带来更大挑战。新能源车从能源类型、底盘架构、智能化水平等方面与传统油车有较大差异，因此后续整体赔付情况及COR水平相对弱于传统油车业务，盈利空间受限。今年上半年，监管放开新能源车商业险自主定价系数，扩大商业车险自主定价系数的浮动区间，提高保险公司承保新能源业务的盈利能力，优化新能源车险产品供给。
- 受益于低空经济等政策推进，叠加灵活性较高、机动性能强、造价相对较低等特点，无人机被广泛应用于农业、建筑、医疗、军事、娱乐等领域，从而带动相关保险需求的快速崛起。我们预计至2030年，我国无人机规模有望实现每年22%至33%左右的增速，考虑到件均保费约为3500元至3800元，预计至2030年对应潜在保险需求规模将超300亿元。



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：无人机保险保费规模预测

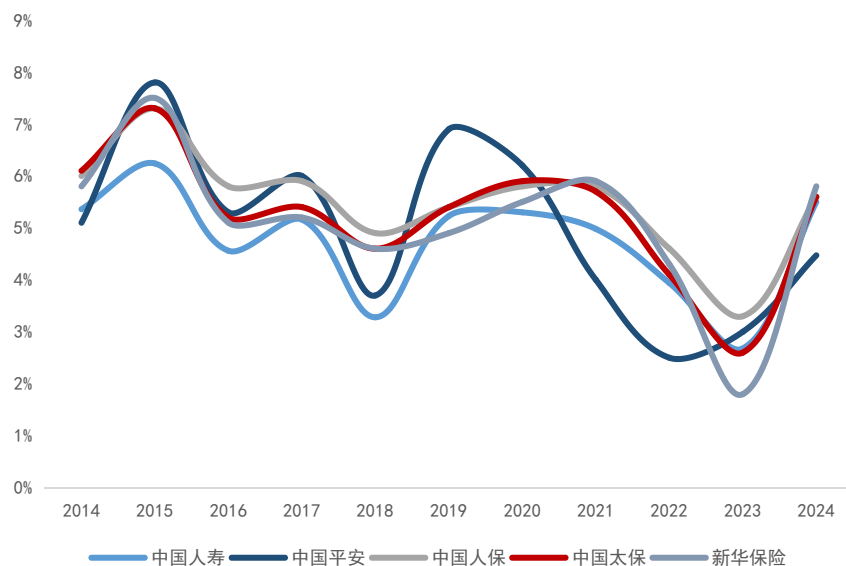
年份	预计无人机数量规模（万架） A	件均保费（元） B	保费规模（亿元） A*B
2025	268	3500	94
2026	356	3500	125
2027	445	3800	169
2028	557	3800	212
2029	696	3800	264
2030	870	3800	331

资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理及预测
注：（件均保费包含机身险、三者险、飞手险等险种）

投资收益反弹，利润大幅提升

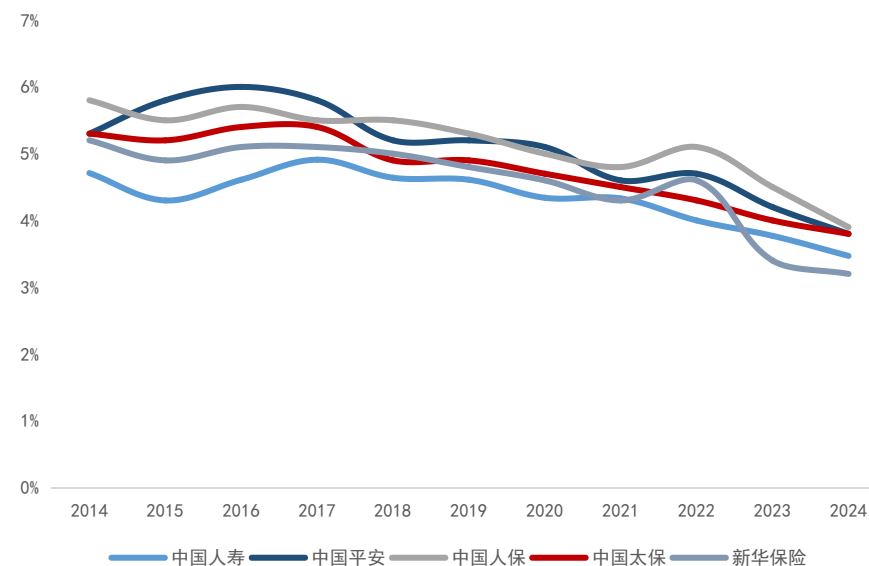
- 2023年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加2024年三季度资本市场出现大幅反弹，上市险企营收及利润实现高增。
- 2024年，资本市场迎来大幅反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至2024年末，新华保险、中国太保、中国人保、中国人寿、中国平安实现总投资收益率5.8%/5.6%/5.6%/5.5%/4.5%，同比提高4.0pt/3.0pt/2.3pt/2.8pt/1.5pt。

图：上市险企营业收入（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企归母净利润（单位：百万元，%）

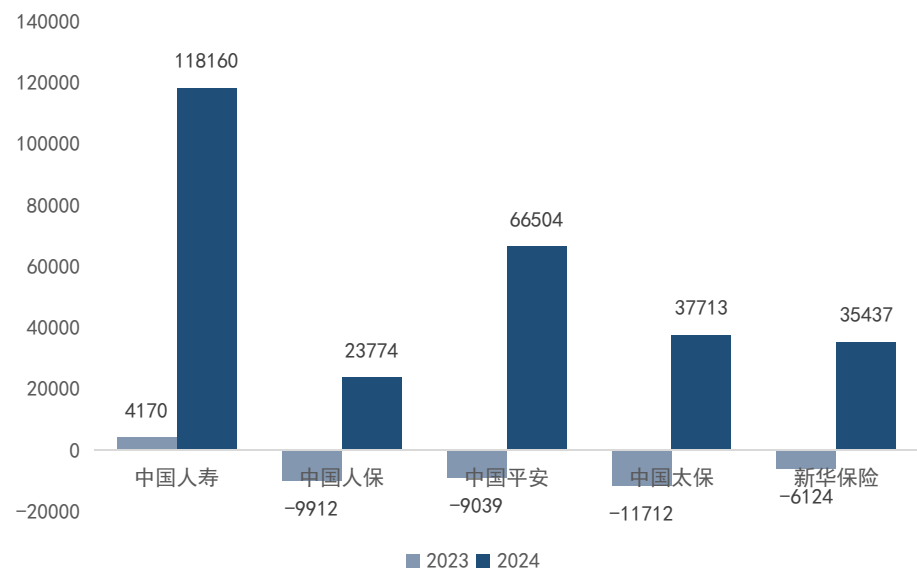


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资收益反弹，利润大幅提升

- 受益于2024年权益类资产的反弹，上市险企所持金融资产的公允价值变动损益同比大幅提升，带动营收及利润的同比大幅增长。
- 2024年，险资持续加大FVOCI权益类资产配置力度。其中，中国人保OCI股票投资规模同比大幅提升26.4%，对应投资收益率为36.3%，跑赢沪深300红利指数。

图：上市险企公允价值变动损益（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2024上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产（FVTPL）	1,908,098	33%	1,445,335	27%	317,670	25%	667,199	27%	485,928	39%	964,846	30%
其他权益工具投资（OCI权益）	171,817	3%	264,163	5%	115,778	9%	142,014	6%	30,640	2%	144,882	5%
其他债权投资（OCI固收）	3,458,895	60%	2,993,899	55%	523,581	41%	1,607,972	65%	470,366	37%	1,810,943	52%
债权投资（AC固收）	196,754	3%	695,666	13%	316,231	25%	64,844	3%	274,891	22%	309,677	13%
合计	5,735,564	100%	5,399,063	100%	1,273,260	100%	2,482,029	100%	1,261,825	100%	3,230,348	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动。
- 保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑，降低权益工具投资的投资收益波动；但举牌也要求险企具有战略性产业眼光，一级市场和二级市场视角相结合。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高ROE属性上市企业，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

表：2024上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

年份	序号	保险公司	被举牌公司	所属行业	举牌后持股比例	2023年ROE
2023年	1	中国人寿保险	万达信息	计算机	20.34%	-34.39%
	2	阳光人寿保险	首程控股H股	商业贸易	3.36%	4.07%
	3	中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合	3.68%	9.27%
	4	中国太平洋财产保险	光大环境H股	综合	-	9.27%
	5	太平洋健康保险	光大环境H股	综合	0.02%	9.27%
	6	中国太平洋保险（集团）	光大环境H股	综合	5.94%	9.27%
	7	长城人寿保险	浙江交科	建筑装饰	7.30%	9.85%
	8	长城人寿保险	中原高速	交通运输	5.93%	6.68%
	9	阳光人寿保险	天图投资	非银金融	1.74%	-11.96%
2024年	1	紫金财产保险	华光环能	电气设备	4.94%	9.23%
	2	长城人寿保险	无锡银行	银行	6.97%	11.48%
	3	长城人寿保险	江南水务	环保	6.28%	8.96%
	4	长城人寿保险	城发环境	环保	6.34%	15.35%
	5	长城人寿保险	赣粤高速	交通运输	6.35%	6.83%
	6	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	6.00%	8.92%
	7	中国太平洋保险（集团）	华能国际H股	公用事业	5.00%	6.57%
	8	中国太平洋保险（集团）	华电国际H股	公用事业	5.00%	6.92%
	9	中国太平洋财产保险	华能国际H股	公用事业	0.34%	6.57%
	10	中国太平洋财产保险	华电国际H股	公用事业	0.06%	6.92%
	11	太平洋安信农业保险	华能国际H股	公用事业	0.09%	6.57%
	12	太平洋安信农业保险	华电国际H股	公用事业	0.10%	6.92%
	13	中国太平洋人寿保险	华能国际H股	公用事业	2.97%	6.57%
	14	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业	2.21%	6.92%
	15	太平洋健康保险	华能国际H股	公用事业	0.07%	6.57%
	16	太平洋健康保险	华电国际H股	公用事业	0.10%	6.92%
	17	长城人寿保险	绿色动力H股	环保	8.77%	8.31%
	18	瑞众人寿保险	中国中免H股	商贸零售	5.00%	13.32%
	19	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	6.00%	8.92%
	20	中邮人寿保险	安徽皖通高速公路H股	交通运输	1.50%	13.45%
	21	利安人寿保险	深圳国际H股	交通运输	5.00%	6.05%
	22	新华人寿保险	上海医药	医药生物	1.12%	5.56%
	23	新华人寿保险	国药股份	医药生物	1.69%	13.68%
	24	新华人寿保险	海通证券H股	非银金融	5.02%	0.62%
	25	中国太平洋保险（集团）	中远海能H股	交通运输	5.04%	10.15%
	26	中国太平洋财产保险	中远海能H股	交通运输	1.03%	10.15%
	27	太平洋安信农业保险	中远海能H股	交通运输	0.09%	10.15%
	28	中国太平洋人寿保险	中远海能H股	交通运输	2.49%	10.15%
	29	太平洋健康保险	中远海能H股	交通运输	0.11%	10.15%
2025年	1	平安资管	工商银行H股	银行	16.01%	10.04%
	2	平安资管	建设银行H股	银行	9.35%	11.08%
	3	平安资管	邮储银行H股	银行	9.07%	9.03%
	4	平安资管	招商银行H股	银行	7.03%	14.52%
	5	平安资管	农业银行H股	银行	11.10%	9.69%
	6	新华保险	杭州银行	银行	5.87%	14.52%
	7	长城人寿保险	中国水务	水务	5.02%	14.29%
	8	阳光保险	中国儒意	电影和娱乐	7.15%	7.26%
	9	长城人寿保险	大唐新能源H股	公用事业	14.43%	8.85%
	10	长城人寿保险	秦港股份H股	交通运输	27.04%	7.11%
	11	瑞众人寿保险	中信银行H股	银行	5.00%	9.69%
	12	瑞众人寿保险	中国神华H股	煤炭与消费用燃料	5.00%	15.99%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 按照长期股权投资会计准则要求，当持有上市公司有表决权股份具有重大影响（联营企业）时，保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。保险公司按照A股上市年度实现净利润和其他综合收益（OCI）而产生的所有者权益的变动中应当享有的份额确认当期投资收益和其他综合收益（OCI），并调整长期股权投资的账面价值，且在实际收到现金股利时相应地减少长期股权投资的账面价值。当险资举牌上市公司时，上市公司的股价波动并不会体现在保险公司的当期损益中，只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。因此，从会计准则维度来看，险资举牌上市公司具有一定的平滑利润波动的作用。但通过长股权投资权益法计量股票投资时 also 需要注意股价大幅下跌时的可能减值损失风险。

表：2024上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

会计准则	资产类型（按计量方式）	内容
IFRS9	FVOCI权益资产	计入FVOCI的股票，仅有分红收益计入利润表，其市值波动计入资产负债表的其他综合收益科目，卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表，且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定，但FVOCI股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL权益资产	在IFRS9的要求下，由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务，因此属于债务工具，且无法通过资产特征测试，只能被计入FVTPL权益类资产。股票一般直接计入FVTPL，其市值波动将实时体现在利润表中，但是险企也可以选择将其指定为FVOCI。
长期股权投资计量	长期股权投资（权益法计量）	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同，长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在20%至50%的，属于对被投资单位具有重大影响，采用权益法计量。
	长期股权投资（成本法计量）	占股在50%以上（不含）的，属于对被投资单位实施控制，采用成本法计量。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

打开权益投资上限，高分红资产仍具吸引力



- 近期，金管局下发《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》），聚焦权益类资产监管比例、创业投资基金投资集中度及税延养老保险账户管理三大核心领域，为保险资金服务实体经济、支持科技创新提供了制度保障。《通知》通过优化保险权益投资监管规定，进一步提升险资资金入市积极性，打开中长期权益投资比例上限。我们预计相应政策或将带来1.5万亿左右的增量资金。
- 《通知》提出保险资金投资单一基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于30%。这一规定集中度比例从20%提升至30%，允许险资更深度参与单一基金的运作，提高资金配置效率。同时，通过设置上限避免保险资金过度集中于单一基金，有效防范流动性风险。《通知》有助于鼓励险资加大对科技、大数据、新能源等国家战略性新兴产业的股权投资力度，体现“精准高效服务新质生产力”的政策导向。

表：本次《通知》简化分档标准、提升保险资金权益投资上限

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

2020年规定				2025年规定		
	综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限			综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限
第一档	<100%	10%	➡	第一档	<100%	10%
第二档	100%~150%	20%		第二档	100%~150%	20%
第三档	150%~200%	25%		第三档	150%~250%	30%
第四档	200%~250%	30%		第四档	250%~350%	40%
第五档	250%~300%	35%		第五档	>350%	50%
第六档	300%~350%	40%				
第七档	>350%	45%				

政策名称	《保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》
时间	2014年	2025年
要求	保险公司投资单只创业投资基金的余额不得超过基金募集规模的20%，且总投资额度不超过保险公司总资产的2%	保险公司投资单一创业投资基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于30%

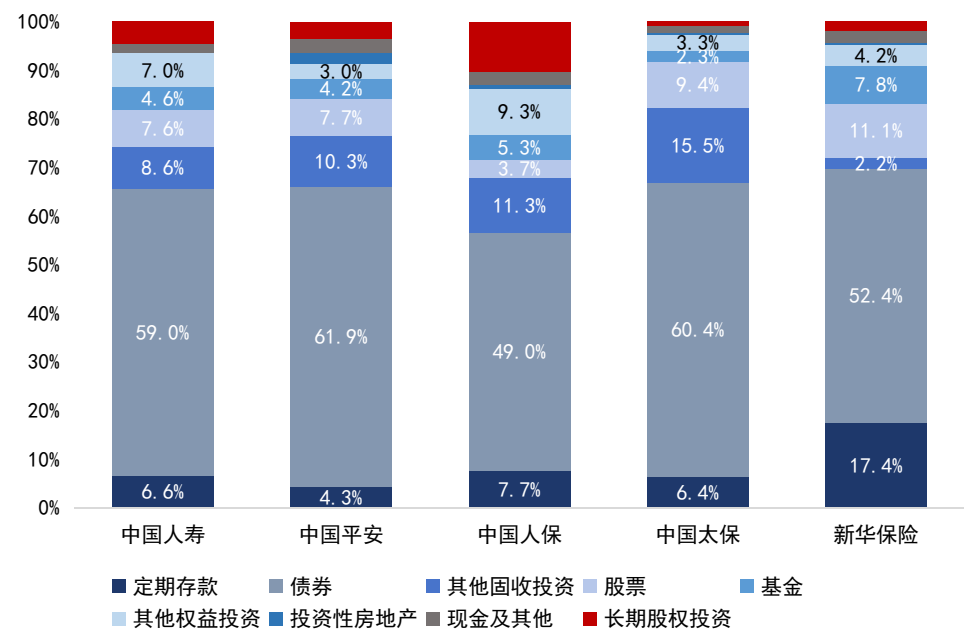
资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理（注：“投资比例”为权益类资产的账面余额占公司上季末总资产的比例）

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

险资权益类资产仍有一定增配空间

- 截至2024年末，A股5家上市险企权益类资产（包含股票、基金及其他权益投资）投资规模达3.2万亿元，占其总投资资产的17.5%，较监管要求上限仍有一定空间。
- 截至2024年末，上市险企偿付能力充足率均显著高于监管要求，其中中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险综合偿付能力充足率分别为207.8%/204.1%/281.0%/256.0%/217.6%。按照本次《通知》的要求，上市险企权益投资规模占总资产的比例仍有较大的提升空间。

图：2024年上市险企资产配置比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

	2024综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定上下限要求
中国人寿	207.8%	6769546	18.7%	30%
中国平安	204.1%	12957827	6.5%	30%
中国人保	281.0%	1766384	17.0%	40%
中国太保	256.0%	2834907	14.4%	40%
新华保险	217.6%	1692297	22.2%	30%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

2024年下调投资收益假设及风险贴现率

- 在资产端普遍承压及宏观经济形势变化的背景之下，各上市险企均于2023年年报中宣布下调投资收益假设及风险贴现率，本次下调为2016年以来行业首次密集调整。其中，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险分别下调投资回报率假设至4.0%（原为4.5%）。中国人寿将风险贴现率由8%调整至8%及7.2%（分别对应传统险、分红与万能险等非传统险）；中国人保从9%下调至8.5%；中国平安由9.5%下调至8.5%及7.5%；中国太保由9%下调至8.5%；新华保险由9%下调至8.5%。
- 投资收益率假设及风险贴现率是决定保险公司内含价值（Embedded Value, EV）的关键因素，同时也反映了保险公司基于当前经济及资本市场环境，对公司未来投资收益情况及风险情况择定的假设率。在当前宏观经济形势变化，及资本市场“赚钱效应”减弱的背景之下，保险公司资产端承压。此前行业普遍使用的5%的投资收益假设难以匹配当下资产配置环境，因此基于对未来收益水平及宏观形势等因素的考量，行业或将密集下调投资收益率假设。此外，风险贴现率方面，随着险资资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而帮助缓解下调投资收益率导致的公司内含价值及新业务价值（New Business Value, NBV）的波动。因此，审慎下调投资收益率假设及风险贴现率，有助于提升险企EV及NBV真实度。

表：上市险企投资收益率假设

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国人保	5.75%	5.75%	5.75%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国平安	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国太保	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
新华保险	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：上市险企风险贴现率假设

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%/7.20%
中国人保	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%	8.50%
中国平安	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.50%	8.50%/7.50%
中国太保	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%
新华保险	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 随着地产政策的催化，预计险企房地产投资敞口风险有望在政策支持下逐渐释放。同时，地产板块的缓释利好险资非标融资，从而在一定程度上减轻险资“资产荒”的困境。
- 此外，宽信用政策下无风险收益率企稳回升，为险资资产端修复提供支撑。受资产负债和资金需求等因素影响，寿险公司债券配置比例较高，平均持仓占比在55%左右。

表：上市险企地产规模预测

公司名称	资产类别	规模 (百万元)	占投资资产 比例	合计 占比	口径
中国人寿	投资性房地产/物业	12,620	0.21%	1.49%	2024年中报
	长期股权投资	27,485	0.45%		预计地产相关投资约占长股 投的10%
	非标	50,190	0.82%		基于公司2024年中报债权型 金融产品规模进行预测
中国人保	投资性房地产/物业	15,454	1.01%	3.75%	2024年中报
	长期股权投资	12,698	0.83%		预计地产相关投资约占长股 投的8%
	非标	27,398	1.91%		基于公司2024年中报债权投 资规模进行预测
中国平安	物权投资	164,073	3.49%	4.00%	2024年中报
	债权投资	35,055	0.75%		2024年中报
	其他股权投资	8,297	0.18%		2024年中报
中国太保	投资性房地产/物业	10,379	0.42%	2.67%	2024年中报
	长期股权投资	2,313	0.10%		预计地产相关投资约占长股 投的10%
	非标	48,361	2.15%		2024年中报中披露的不动产 占非公开市场融资工具的数据
新华保险	投资性房地产/物业	9,246	0.64%	3.71%	2024年中报
	长期股权投资	2,443	0.18%		预计地产相关投资约占长股 投的15%
	非标	38,551	2.89%		基于公司披露的非标投资规 模进行预测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

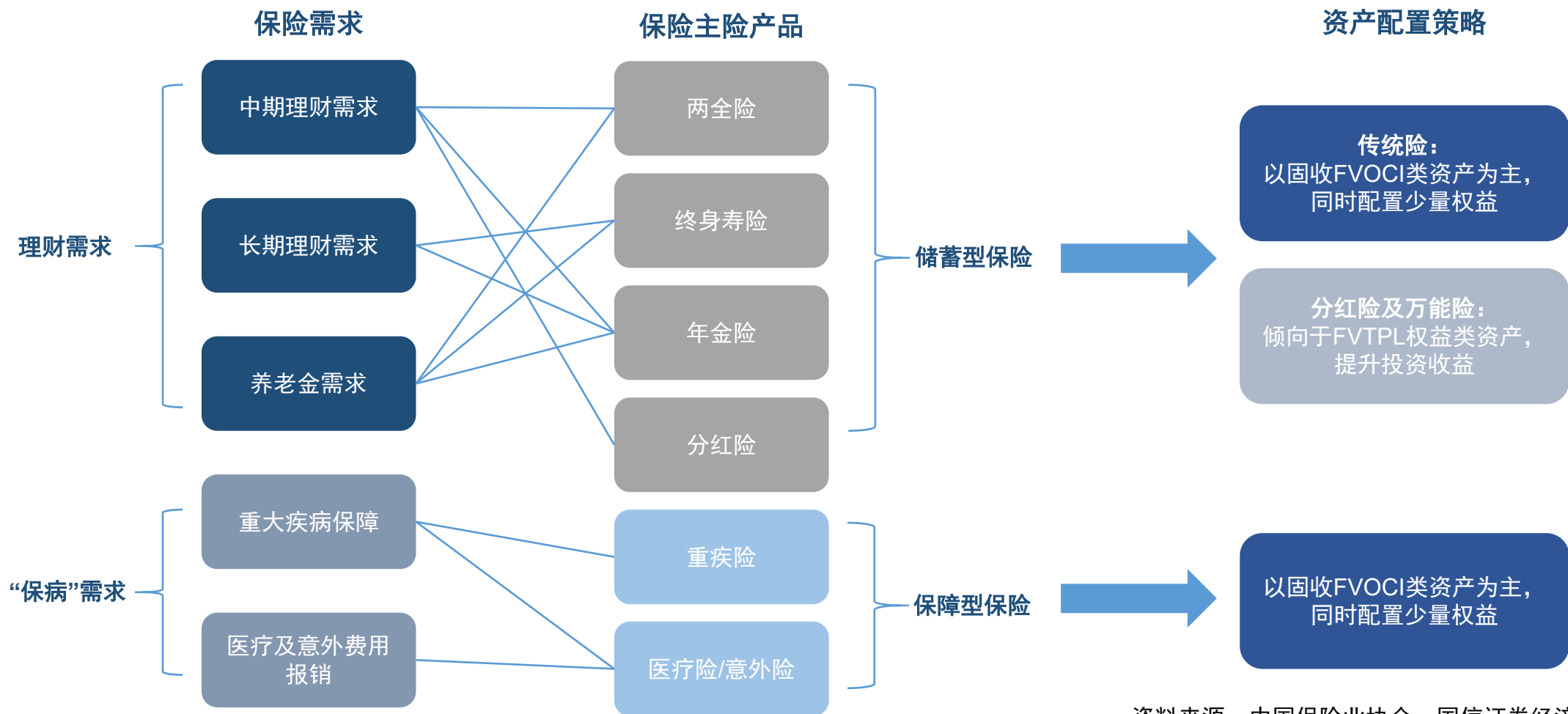
表：保险机构主要持有地产股梳理

序号	代码	名称	险资持仓数量 (万股)	持仓比例
1	000402.SZ	金融街	91157.66	30.51%
2	600383.SH	金地集团	134698.98	29.84%
3	600340.SH	华夏幸福	98032.88	25.18%
4	600376.SH	首开股份	22323.8	8.65%
5	000069.SZ	华侨城A	56936.61	8.26%
6	600048.SH	保利发展	72469.34	6.05%
7	600848.SH	上海临港	13440	5.61%
8	000002.SZ	万科A	13086.82	1.35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至2024/03/31

展望：关注结构性增量机会

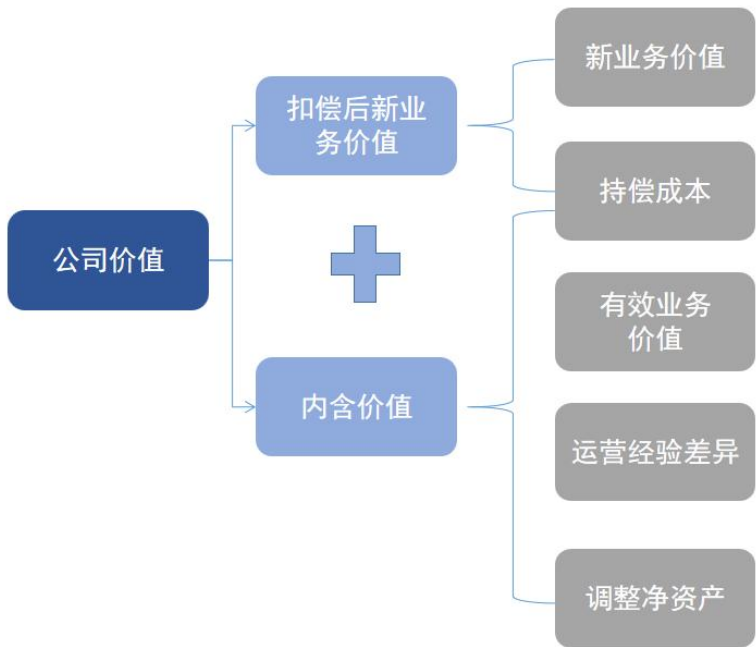
- 2024年上半年，人身险行业延续回调态势，渠道销售节奏调整叠加产品切换致使行业保费增速有所放缓。预计下半年随着代理人分级制度的逐步实施及银保渠道的回温。我们预计市场保险需求的持续释放有利于带动行业NBV的企稳，预计各上市险企全年NBV有望实现22%的增速，对应保费增速7%。
- 此外，随着保费收入规模的提升，持续利好险资高分红（OCI权益类）及长债类资产的配置，是当前市场中较为稳定的增量资金。



资料来源：中国保险业协会，国信证券经济研究所整理

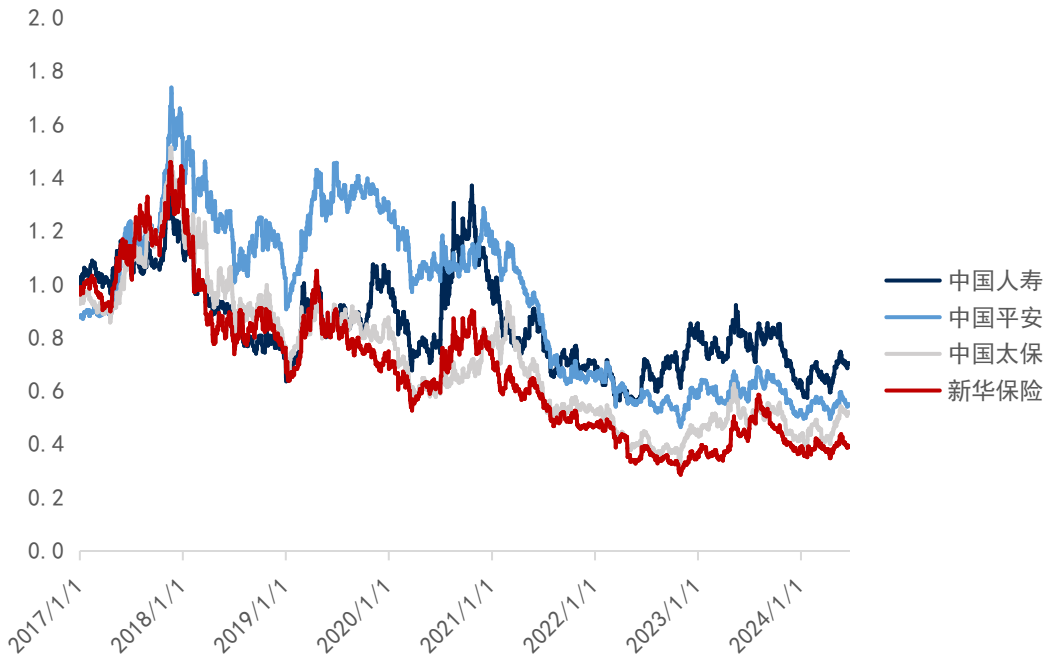
➤ 目前寿险公司的估值以内含价值评估标准体系（P/EV或PEV）为主，可以理解为DCF估值法在保险行业的应用。寿险公司的业务模式有一定特殊性，进而决定其估值方法有别于其他金融机构。寿险行业负债端具有长期属性，大部分保单具有几十年的保障期限，因此也就导致存量保单及当年新增保单对应不同的利润创造力及风险水平。此外，不同产品结构也决定了寿险公司经营结果。以重疾险为代表的保障型产品具有较强的“权责发生制”，即以发生“风险事件”为保险责任的终点；而具备理财属性的储蓄型保险则具有更强的“刚兑”属性，寿险公司未来偿付压力更为确定。为综合体现寿险公司各维度价值，行业主要采用内含价值估值法进行估值评定，以存量保单未来利润的折现之和（有效业务价值）、增量保单未来利润的折现之和（新业务价值）为基础，叠加对于公司净资产等方面的考量，得出企业价值（EV）。

图：寿险内含价值估值体系构成



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表：上市险企P/EV估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

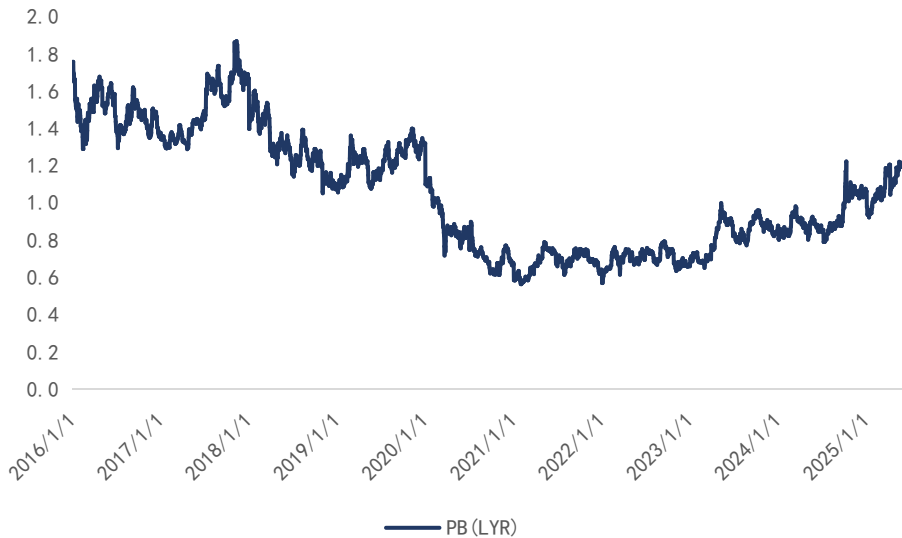
- 从整体维度来看，市净率（Price-to-Book Ratio，简称PB）及市盈率（Price Earnings Ratio，简称PE）为市场中较为常见的相对估值方法。其中，PB为每股股价与净资产的比率，其主要反映以“资产负债表”为代表的企业估值；PE则为每股股价与每股盈利（EPS）的比率，主要体现企业盈利能力下的估值水平。从行业维度来看，金融机构普遍采用PB估值法，主要因金融机构具有较强的盈利周期属性，同时金融企业采用公允价值计量的资产占比较高，而PE难以反映实际资产、负债水平。
- 不同于寿险行业，财险具有较强的短期性，其负债端久期集中在一年内，因此其产品具备更强的消费属性，从而使财险公司估值与其他金融机构较为相近，前文所提到的PB估值法适用于财险，是衡量其业务经营质量的重要标准之一。财险公司PB值主要与ROE相关，而承保利润是财险ROE的主要驱动力。具体来看，头部险企在产品建设、销售渠道、品牌影响力等方面具有绝对优势，承保盈利能力较强，ROE中枢相对稳定。

表：海内外财险公司ROE水平（单位：%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均
中国财险	15.8	15.7	11.3	15.6	11.7	11.5	12.9	11.1	13.2	13.2
平安产险	20.8	20.0	17.9	24.3	16.8	15.5	7.6	7.4	11.5	16.3
中国太保	9.2	10.7	12.1	15.6	11.4	11.8	10.8	10.9	15.4	11.5
ALLSTATE Corp	9.3	14.8	10.3	20.5	19.8	5.8	-7.3	-1.1	21.8	9.0
TRAVELERS Companies, Inc.	12.9	8.8	10.8	10.7	9.8	12.7	12.6	12.0	17.9	11.3
MARKEL Corp	5.6	4.4	-1.4	17.8	6.8	17.6	-1.9	13.3	16.2	7.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国财险PB及ROE水平（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 银行：区域分化，突围加剧

【 02 】 保险：利差损阴霾下谋变求新

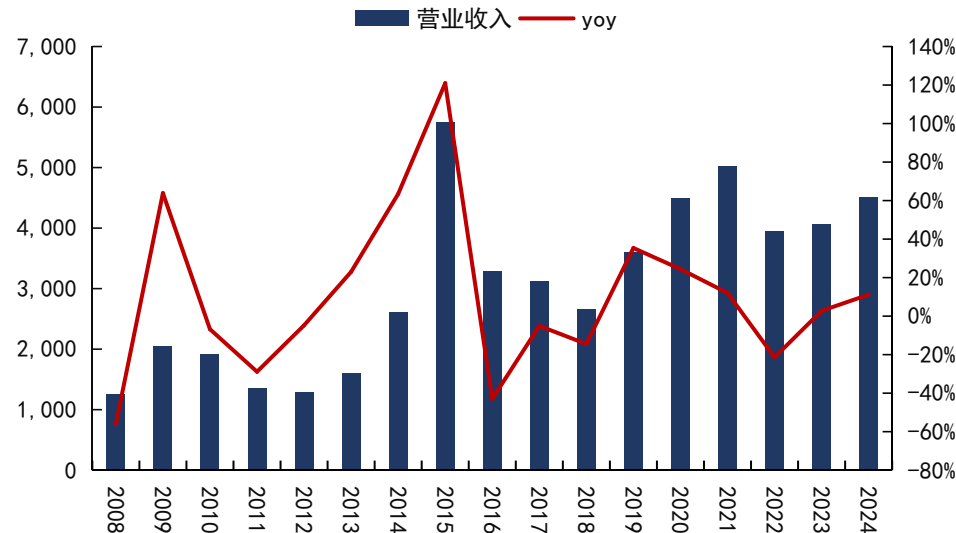
【 03 】 证券：集中度提升新格局

【 04 】 综合金融：回归本源，差异化生存

证券公司：营收、净利润呈现强周期特征

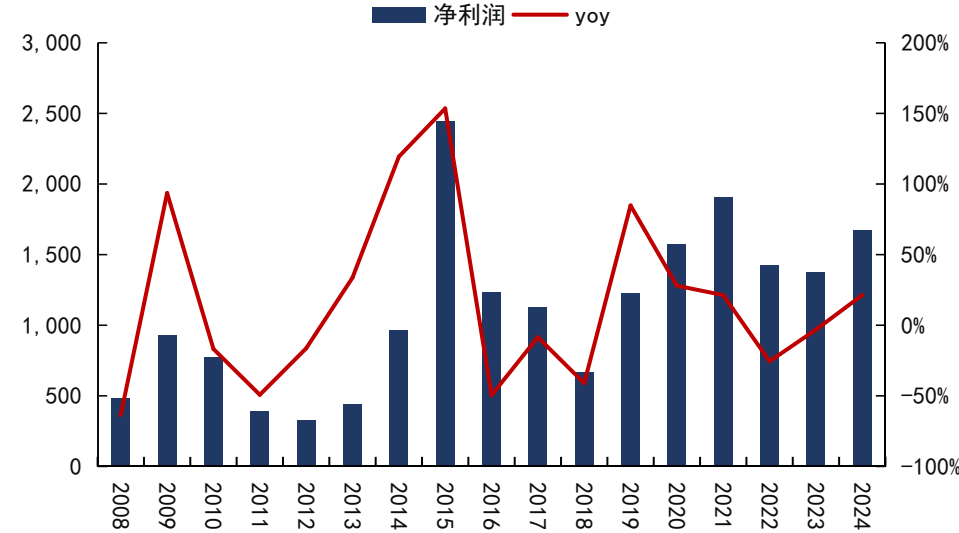
- 证券行业营业收入、净利润表现呈现较强的周期性特征，这主要由券商开展的业务性质决定。
- 当前，券商主营经纪、信用、资管、投行、自营等五大业务条线，各条线均与资本市场表现紧密相关，市场成交量、股市涨跌、债市涨跌等关键因子直接影响券商各业务条线业绩表现。
- 2024年，证券行业实现营收4,511.69亿元、同比+11.2%，净利润1,672.57亿元、同比+21.3%。

图：证券行业营收规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券行业归母净利润规模及增速（单位：亿元）

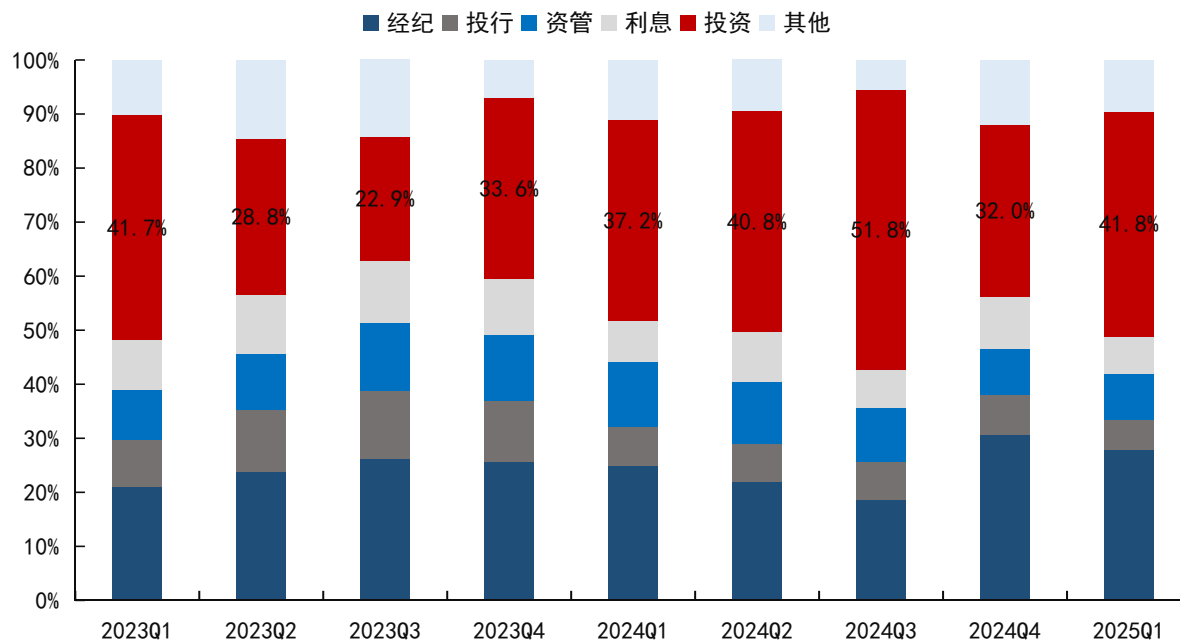


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：投资收益占比呈提升趋势

- 2024年Q4，股票市场交易热度提升背景之下，成交额、客户保证金、两融规模显著扩大，证券公司经纪收入、利息收入占比迅速提升，投资收入占比有所下降，与我们此前的判断一致。2024Q4各分项业务同比增速：经纪+82.9%、投行+5.6%、资管+6.9%、利息+33.7%、投资+22.7%，环比增速：经纪+111.0%、投行+49.6%、资管+10.8%、利息+136.5%、投资-27.5%，单季度收入占比：经纪30.4%、投行7.5%、资管9.1%、利息11.1%、投资32.0%。

图：上市券商营收结构变化

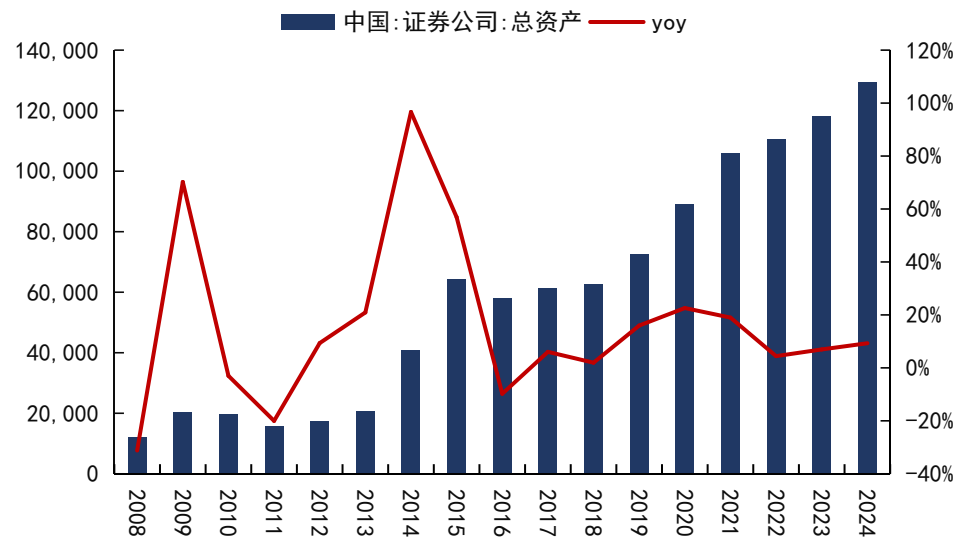


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：利润积累、杠杆提高，资本运用能力增强

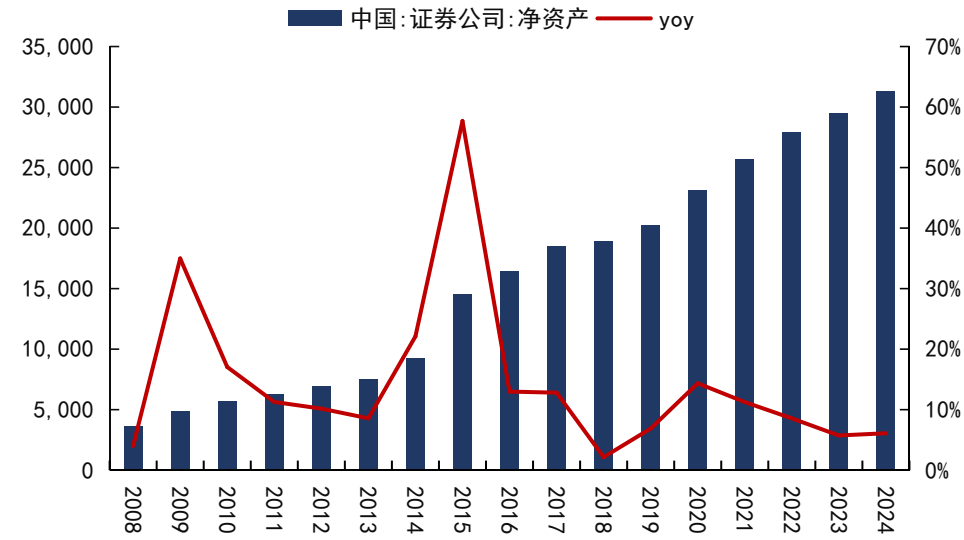
- 证券公司利润增长并逐年累积，逐步推动净资产稳定增长。与此同时，证券公司杠杆运用能力亦在稳步提升。
- 2024年，证券行业净利润1,672.57亿元，同比增长21.3%。近年来，证券公司通过多元化业务经营，利润规模稳中有增。主要增量体现在：股债均衡配置、OCI权益资产配置、券商业务出海等。
- 截至2024年末，证券行业净资产3.13万亿元，减去客户交易资产后的总资产10.35万亿元，有效杠杆率3.31x，杠杆呈逐年增长趋势。

图：证券行业总资产规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券行业归母净资产规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：主要上市券商杠杆率一览



➤ 主要上市的证券公司，杠杆多在3.0x以上。

图：上市券商杠杆率变化

代码	简称	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31
600030.SH	中信证券	4.50	4.45	4.52	4.69	4.51	4.98	4.76
601211.SH	国泰海通	4.64	4.46	4.69	4.46	4.43	4.45	4.95
601688.SH	华泰证券	4.41	4.29	4.29	4.03	3.88	3.58	3.36
000776.SZ	广发证券	4.08	4.05	4.11	4.54	3.99	4.33	4.02
601881.SH	中国银河	4.88	4.74	4.22	4.55	4.41	4.30	4.15
000166.SZ	申万宏源	5.55	5.39	5.49	5.35	5.21	5.16	5.59
600999.SH	招商证券	4.36	4.32	4.75	4.43	4.41	4.20	4.39
601995.SH	中金公司	5.48	5.31	5.25	5.06	4.97	5.18	5.05
601066.SH	中信建投	4.62	4.35	4.40	4.23	4.25	4.35	4.17
002736.SZ	国信证券	3.07	3.17	3.60	3.56	3.49	3.34	3.36
600958.SH	东方证券	3.33	3.37	3.45	3.23	3.38	3.42	4.01
300059.SZ	东方财富	3.39	3.26	3.33	3.50	3.51	4.24	3.80
601788.SH	光大证券	3.12	2.91	3.16	2.85	2.77	3.12	3.34
601901.SH	方正证券	3.43	3.53	3.88	3.94	3.94	3.81	4.06
600918.SH	中泰证券	3.65	3.73	3.60	3.76	3.40	3.46	3.65
000728.SZ	国元证券	3.24	3.22	3.09	3.20	3.50	3.56	3.77
601878.SH	浙商证券	3.99	4.07	4.04	3.86	3.80	3.83	3.23
601456.SH	国联民生	4.32	4.56	4.43	4.69	4.60	4.89	4.46
601198.SH	东兴证券	3.18	3.12	3.21	3.16	3.15	3.00	3.09
600909.SH	华安证券	3.06	3.02	3.04	3.10	3.13	3.19	3.53
601059.SH	信达证券	3.15	3.19	3.51	3.37	3.32	3.42	3.55
000750.SZ	国海证券	3.43	2.79	2.60	2.87	2.27	2.15	1.89
601990.SH	南京证券	2.62	2.63	2.74	2.18	2.68	2.38	2.98
601236.SH	红塔证券	1.94	1.61	1.89	1.99	2.06	2.00	2.20
601375.SH	中原证券	3.14	2.97	2.89	2.65	2.93	2.50	2.51
601136.SH	首创证券	3.10	3.14	3.10	3.14	3.18	3.18	2.99
002945.SZ	华林证券	2.61	1.52	1.77	2.66	1.85	2.18	1.89
简单平均值		3.71	3.60	3.67	3.67	3.59	3.64	3.66

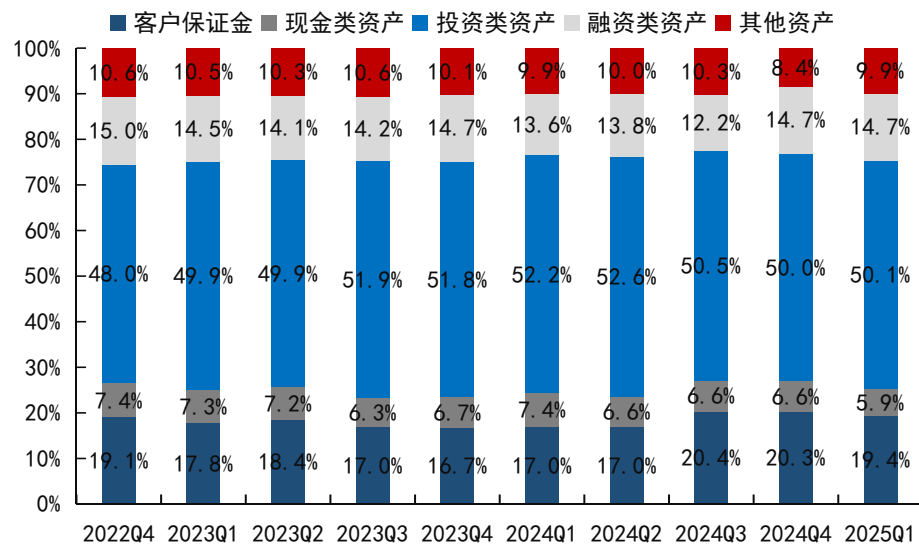
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：杠杆率=（总资产-客户资金存款-客户备付金）/归母净资产

证券公司：资产及负债结构亦有周期性特征

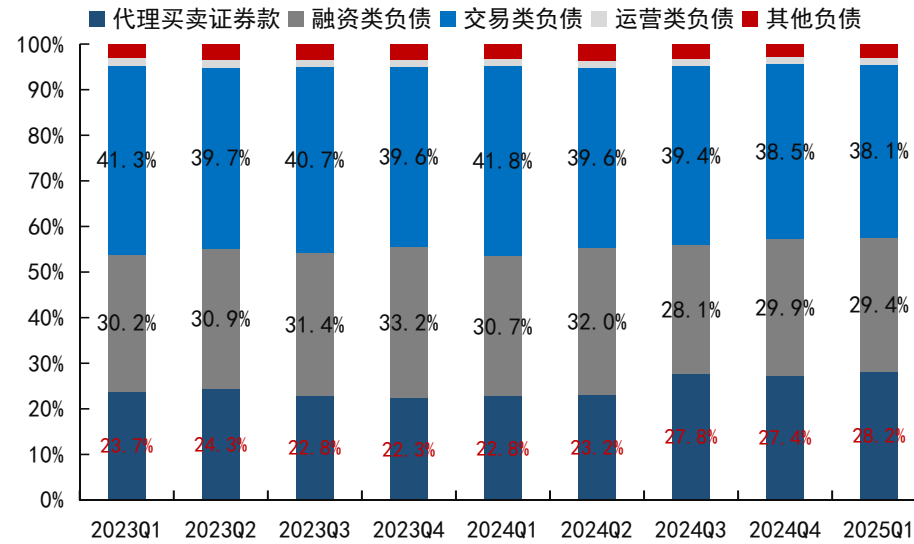
- 资产角度，证券公司各项资产科目均保持同比、环比正增长，客户保证金资产、融出资金、融出证券等资产占比提升，与股票市场交易热度提升对应。2024Q4各分项资产同比增速：客户保证金+29.7%、现金类资产+9.5%、投资类资产+5.6%、融资类资产+9.8%，环比增速：客户保证金+0.7%、现金类资产+4.7%、投资类资产+0.7%、融资类资产+24.4%，占比：客户保证金19.5%、现金类资产6.7%、投资类资产51.2%、融资类资产14.2%。
- 负债角度，证券公司各项负债科目保持同比正增长，其中代理买卖证券款实现大幅增长。2024Q4各分项负债同比增速：代理买卖证券款+32.7%、融资类负债+2.6%、交易类负债+7.2%、运营类负债+9.6%，环比增速：代理买卖证券款+0.1%、融资类负债+14.4%、交易类负债-1.8%、运营类负债+12.8%，占比：代理买卖证券款26.2%、融资类负债28.7%、交易类负债40.9%、运营类负债1.5%。其中，融资类负债以应付短融券、拆入资金、应付债券为主，交易类负债以卖出回购金融资产款为主。

图：上市券商资产结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商负债结构变化

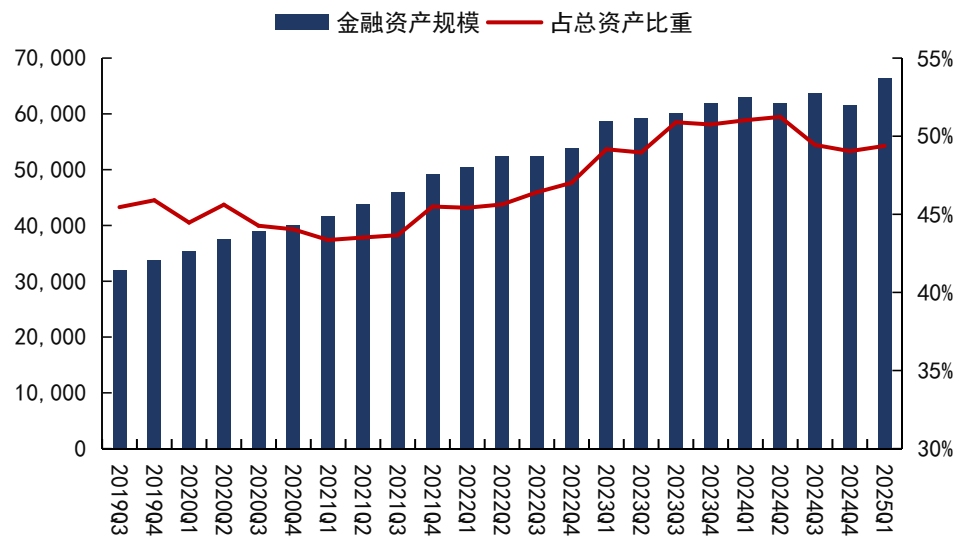


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营业务：固收为底仓，权益渐发力

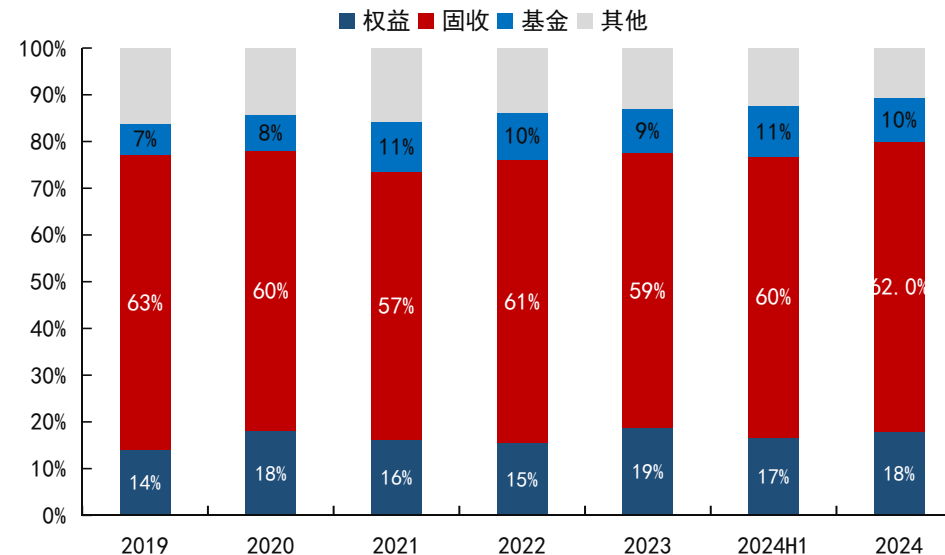
- 金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至2024年末，上市券商金融投资资产占总资产比重超50%、占净资产比重近250%，已经成为证券公司规模占比最大、收入贡献最大的一类资产。
- 券商的资产主要包括客户保证金、现金类资产、金融投资资产和融资类资产。其中，客户保证金主要满足客户交易和备付需求，主要贡献保证金利息收入；现金类资产以货币资金为主，主要满足证券公司自身的流动性需求，主要贡献银行利息收入；金融投资资产以证券公司投资的股票、债券、公募基金及其他金融产品为主，主要贡献投资收入；融资类资产主要为融出资金，主要贡献融资利息收入。
- 金融资产投资更考验证券公司主动经营能力。客户保证金与融资类资产与股票市场景气度相关性最高，证券公司缺乏主动布局相关业务的能力，更多被动受股票市场影响。金融投资资产则涉及多个投资领域，成为近年来证券公司持续探索业务布局的领域，并收获一定成果，最直观的即为近年来证券公司营收结构中，投资收入占比持续提升。

图：上市券商金融资产规模及占比变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商金融资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营投资：近年来自营业务加大资本占用



➤ 金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高。

图：上市券商自营权益类证券及衍生品/净资本（单位：%）

代码	简称	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
600030.SH	中信证券	28.91	34.34	48.40	51.93	78.54	44.05	41.37	32.08	35.90	31.12	51.42	29.83	25.81
601688.SH	华泰证券	30.10	36.75	58.07	51.05	49.91	43.39	49.80	49.91	45.73	31.92	28.58	22.43	26.98
601211.SH	国泰海通	27.45	45.48	41.75	29.33	40.29	37.10	41.76	37.92	35.52	37.08	33.19	30.28	40.13
000776.SZ	广发证券	29.35	25.11	27.59	26.44	35.33	37.28	49.57	54.93	47.87	50.78	31.10	37.87	31.55
601881.SH	中国银河	20.89	20.91	18.39	22.14	28.00	14.24	16.45	25.59	36.69	44.70	28.22	22.09	27.14
600999.SH	招商证券	22.27	27.49	32.50	31.35	31.69	21.73	22.15	16.47	28.11	23.82	32.78	39.85	28.08
002736.SZ	国信证券	38.86	33.22	30.30	39.07	27.83	23.08	20.38	23.89	20.58	26.60	50.73	48.90	50.88
601995.SH	中金公司	20.62	32.78	44.94	41.08	45.62	46.31	58.01	43.24	57.48	53.83	61.95	42.08	49.71
601066.SH	中信建投	9.27	11.08	16.41	19.69	19.64	11.94	12.97	10.16	9.73	14.97	13.98	8.60	24.22
000166.SZ	申万宏源	20.28	25.61	29.67	30.75	52.90	54.38	44.99	53.90	49.13	38.49	32.60	41.56	29.20
600958.SH	东方证券	22.18	25.34	30.03	37.14	33.23	27.42	24.07	18.04	12.83	12.69	13.97	20.75	24.80
601788.SH	光大证券	23.83	25.32	21.64	25.97	25.27	15.21	8.22	7.25	9.07	8.86	6.70	4.15	3.74
601901.SH	方正证券	33.83	39.37	32.41	36.94	32.96	20.54	20.54	31.42	37.92	34.24	35.53	35.64	46.25
600918.SH	中泰证券	46.17	38.93	31.68	30.06	34.29	24.45	23.22	20.90	14.43	12.80	9.58	7.57	8.78
000728.SZ	国元证券	3.44	2.79	4.59	11.12	10.04	13.06	14.72	14.70	5.86	8.09	3.11	11.06	11.96
601878.SH	浙商证券	3.87	3.31	12.34	4.74	6.58	6.08	11.12	6.91	12.85	10.86	12.08	13.94	14.37
002673.SZ	西部证券	2.48	4.72	5.90	8.59	7.26	7.49	6.28	4.41	1.86	6.49	10.46	5.93	1.97
601198.SH	东兴证券	25.08	22.74	30.76	28.73	26.84	27.87	19.22	16.96	21.49	10.25	7.36	9.07	12.22
601236.SH	红塔证券	2.06	4.28	7.38	9.40	15.41	2.93	23.81	25.05	4.66	15.61	20.50	24.73	29.25
600909.SH	华安证券	8.25	7.80	8.52	8.27	8.09	9.09	10.73	16.59	14.14	17.69	14.87	25.79	20.10
000750.SZ	国海证券	1.15	2.27	6.88	7.30	13.30	12.11	13.12	10.51	3.78	5.18	2.23	1.50	2.22
601456.SH	国联民生	10.74	6.61	8.41	6.75	18.55	45.25	35.33	28.87	48.76	48.57	52.91	41.73	44.82
601990.SH	南京证券	4.44	3.99	5.66	5.34	3.26	4.71	3.64	5.02	4.09	8.11	3.72	2.79	6.78
601375.SH	中原证券	14.40	4.83	11.00	4.28	3.82	5.56	6.77	4.29	4.06	6.34	7.57	7.38	4.57
002945.SZ	华林证券	2.08	1.39	2.83	8.92	13.11	21.14	13.62	8.84	26.65	14.85	23.02	27.35	33.19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营业务：近年来自营业务加大资本占用



➤ 金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高。

图：上市券商自营固定收益类证券及衍生品/净资本（单位：%）

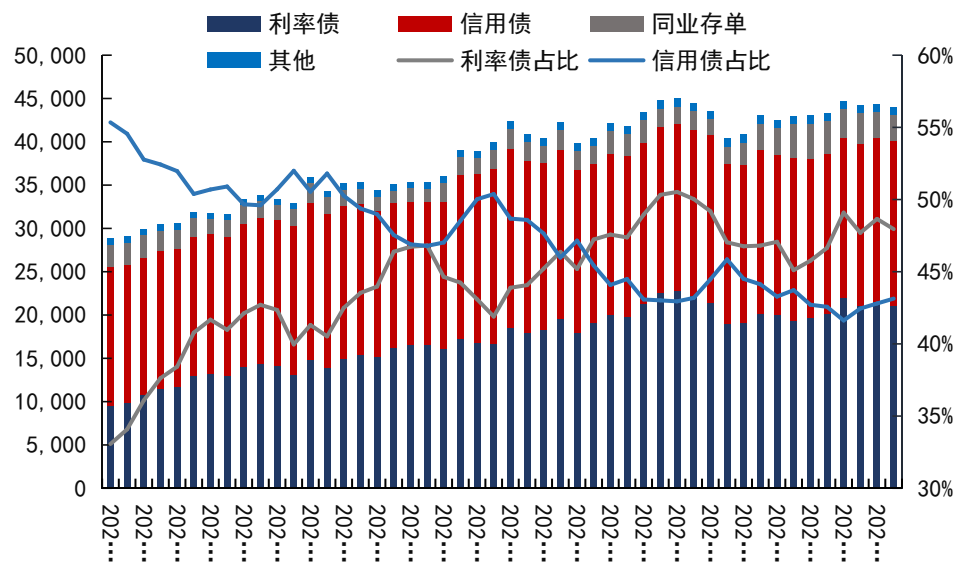
代码	简称	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
600030.SH	中信证券	230.75	230.78	289.59	398.86	293.17	336.50	319.26	276.48	269.17	300.95	292.66	341.64	348.53
601688.SH	华泰证券	139.03	229.73	276.67	283.68	296.70	298.25	291.29	366.60	316.82	357.77	366.74	330.61	254.96
601211.SH	国泰海通	133.40	189.78	194.63	241.41	263.91	298.13	303.80	327.64	342.28	310.88	343.14	318.00	351.11
000776.SZ	广发证券	240.67	233.81	250.55	231.66	243.89	302.12	290.54	366.07	311.13	309.14	294.25	296.35	296.51
601881.SH	中国银河	110.94	125.62	138.40	189.11	204.67	234.82	269.17	359.53	347.37	338.42	273.87	306.28	289.09
600999.SH	招商证券	246.47	314.44	329.96	365.96	319.68	356.73	318.59	343.38	361.22	361.02	357.81	362.51	357.15
002736.SZ	国信证券	175.97	181.78	166.00	221.20	186.69	188.73	213.22	251.77	254.32	258.80	300.74	292.87	326.08
601995.SH	中金公司	347.50	318.80	290.10	361.94	278.46	320.37	306.44	347.00	339.50	316.00	348.48	348.46	333.34
601066.SH	中信建投	182.35	188.22	196.19	227.78	236.63	254.97	258.72	266.72	326.83	341.61	350.13	353.93	306.33
000166.SZ	申万宏源	172.09	173.40	277.43	257.93	312.33	268.74	271.01	298.65	334.51	337.28	321.59	316.05	347.70
600958.SH	东方证券	254.41	256.41	291.38	322.28	327.05	342.05	348.25	293.13	312.27	358.26	318.58	327.44	365.23
601788.SH	光大证券	167.99	152.92	194.86	173.70	166.95	151.64	149.17	164.14	176.27	188.74	174.82	198.24	248.35
601901.SH	方正证券	258.44	250.06	175.42	123.77	104.03	163.19	244.45	253.14	268.21	305.89	341.50	365.95	321.75
600918.SH	中泰证券	194.02	200.62	207.22	177.05	214.43	203.20	232.90	241.69	191.15	194.73	183.68	187.75	186.61
000728.SZ	国元证券	117.18	146.90	165.53	166.45	137.54	157.55	220.95	282.91	277.46	311.27	290.16	324.79	315.52
601878.SH	浙商证券	146.43	163.89	157.24	201.82	125.06	146.85	173.61	152.80	195.22	196.05	219.17	200.80	169.19
002673.SZ	西部证券	181.69	152.37	149.94	155.01	109.69	140.12	198.04	254.37	244.29	248.56	220.64	230.70	199.19
601198.SH	东兴证券	175.72	226.25	176.72	176.86	203.48	213.87	195.91	230.68	264.17	241.82	250.74	250.29	228.30
601236.SH	红塔证券	114.06	149.24	158.99	164.42	121.96	94.24	88.38	140.01	121.97	142.20	139.75	156.67	166.34
600909.SH	华安证券	166.49	151.72	162.83	184.12	185.81	179.18	225.79	227.57	249.65	261.17	252.76	286.61	260.33
000750.SZ	国海证券	223.88	289.07	302.97	155.15	217.73	280.43	196.89	264.74	202.59	236.88	158.24	138.86	86.52
601456.SH	国联民生	9.38	14.54	87.13	160.55	159.88	261.98	188.87	261.18	232.66	256.62	264.15	254.04	244.41
601990.SH	南京证券	94.18	121.01	145.18	179.60	119.40	155.09	164.39	178.13	161.25	188.38	202.08	201.19	227.66
601375.SH	中原证券	200.75	222.83	255.03	263.67	226.07	270.10	253.05	295.44	275.13	335.51	290.44	273.35	197.73
002945.SZ	华林证券	92.51	137.78	228.81	386.45	221.30	346.83	79.76	323.39	117.76	229.43	47.57	56.65	68.52

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营业务：固收高杠杆，权益求降波

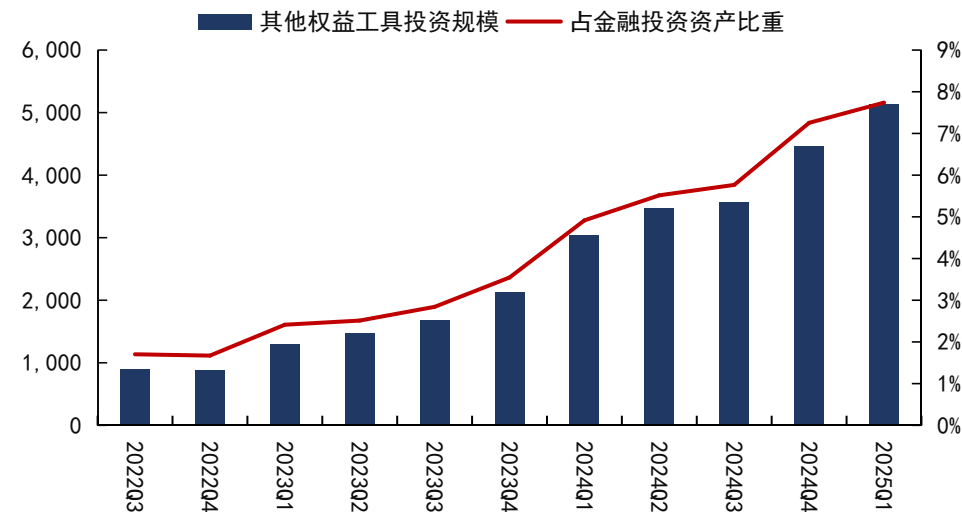
- 大券商降低投资收益率波动性的举措，主要包括：（1）增加OCI权益资产的配置；（2）增加非方向性投资；（3）利用股票、债券收益率负相关性，构建股债平衡配置组合。
- 截至2025年2月末，证券公司自营账户持有债券4.4万亿元，其中利率债2.1万亿元、信用债1.9万亿元、同业存单约3,000亿元、其他债权约900亿元。证券公司债券投资的杠杆优势、利率债市场牛市背景、信用债利差收债是影响证券公司债券配置结构的关键。
- 增加OCI权益投资，大型券商的布局较快。以中信证券为例，其2024年OCI权益投资规模大幅增长，年末持仓906.68亿元，同比增长853.00%，占投资资产比重为10.5%。OCI权益的股息率甚至超过大部分券商整体投资收益率。

图：证券公司债券配置规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商OCI权益资产规模及占金融资产比重（单位：亿元）

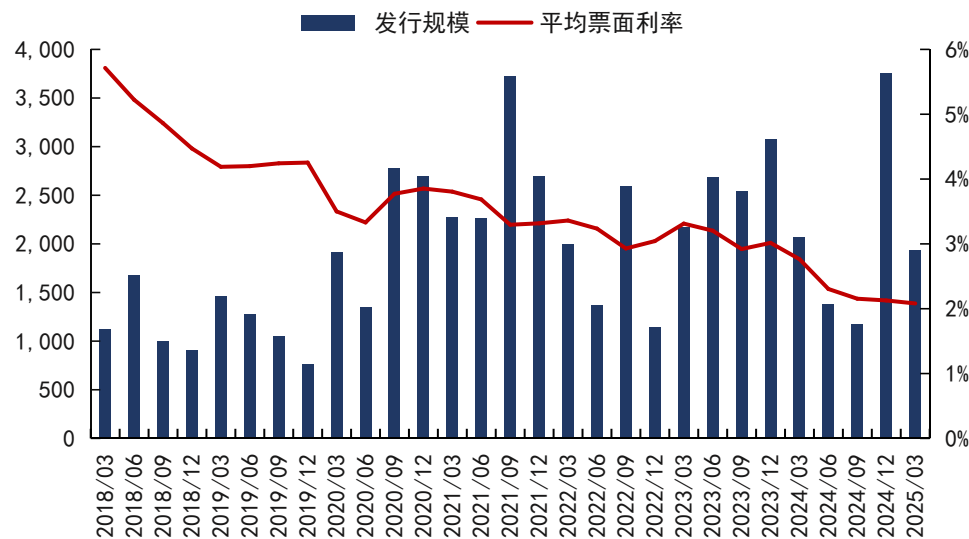


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营业务：低利率环境下券商加杠杆动力或有所减弱

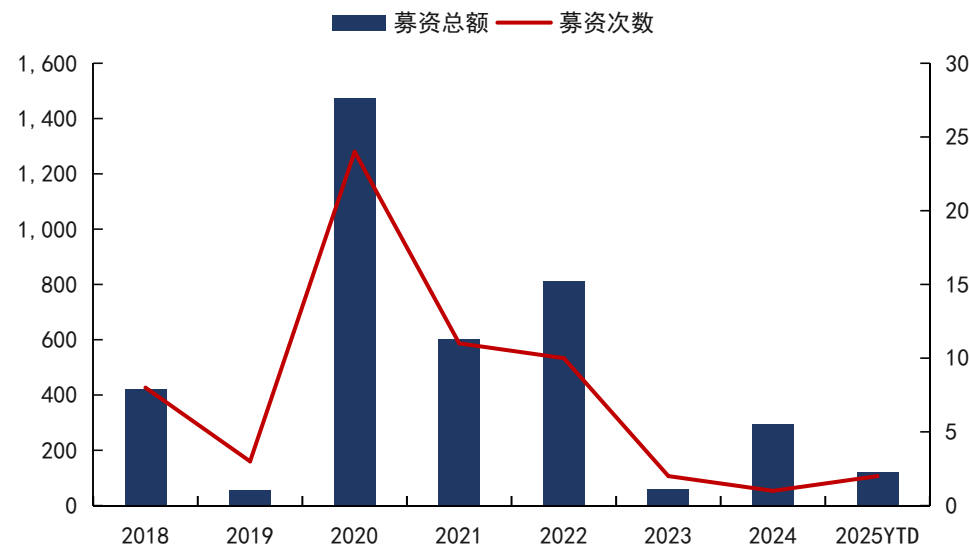
- 上市券商融资负债以短融券、拆入资金和应付债券为主。融资类负债对于证券公司投资资金运用规模的影响较为关键。截至2024年末，上市券商融资类负债中，短期借款占比2.9%、应付短融券占比22.5%、拆入资金占比12.1%、长期借款占比0.3%、应付债券占比62.2%，应付短融券、应付债券等公开发行的债务为最主要的融资类负债形式。
- 债券发行角度，证券公司债券发行规模保持在较高水平，发行票面利率显著降低，发行债券平均期限基本稳定。2020-2024年，证券公司发债规模分别为8,743亿元、10,962亿元、7,110亿元、10,467亿元、8,381亿元。票面利率从约3%持续下降至约2%。债券期限大约为3年。
- 股权融资角度，自2023年开始，证券公司股权融资规模及次数均大幅下降。2023年融资59亿元、2024年融资295亿元、2025年至今融资120亿元。和债务融资相比，证券公司股权融资规模明显较小。

图：证券公司历年债券发行规模及平均票面利率（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司历年股权融资规模及次数（单位：亿元、次）

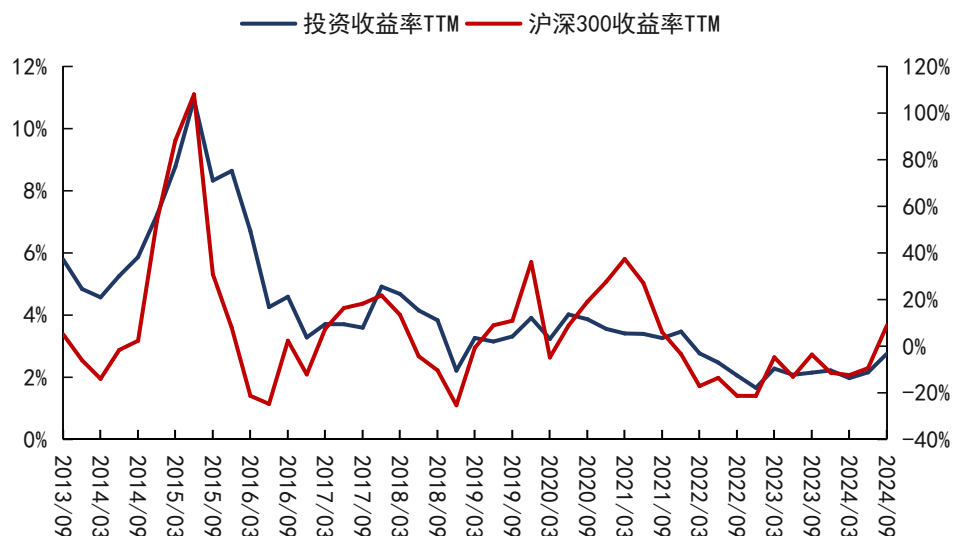


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

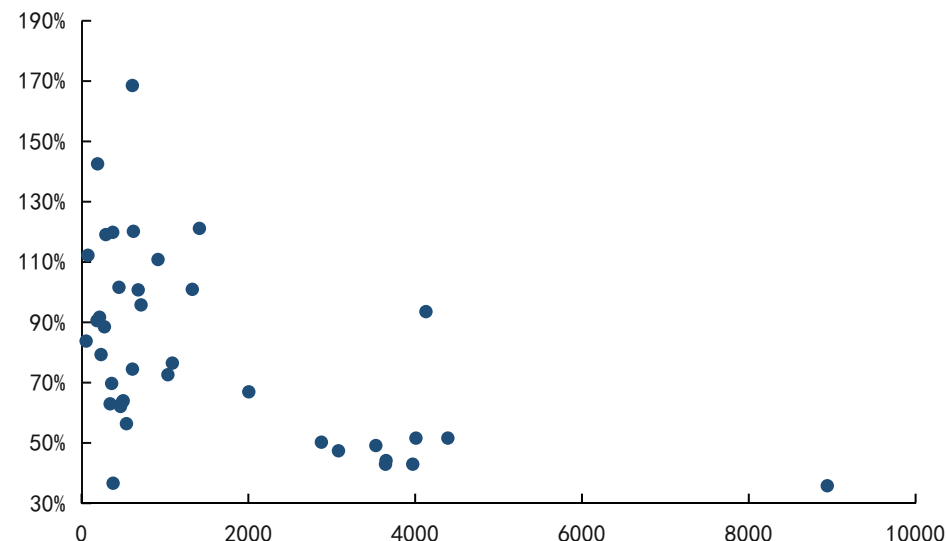
自营业务：市场风险为最主要风险来源

- 上市券商的单季度投资收益率仍与股票市场高度相关。虽然近年来券商通过多种方式，逐步降低了投资收益的波动性，但投资收益率与股票市场关系仍十分紧密，上市券商投资收益率变化和沪深300涨跌幅仍旧大体保持一致。
- 金融投资资产规模越大的券商，投资收益率的稳定性更好。我们统计了上市券商2019年一季度以来的单季度投资收益率，并计算其简单平均值和标准差，得到变异系数。可以发现，投资资产规模越大的证券公司，变异系数往往也越低，意即投资收益率的波动程度更低。

图：上市券商投资收益率与沪深300涨跌幅比较



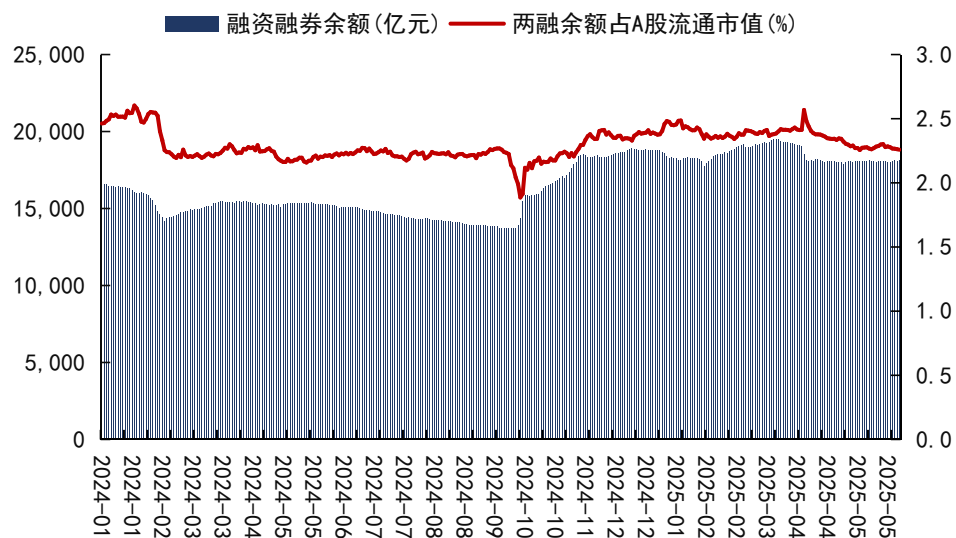
图：投资资产规模与单季度投资收益率变异系数



信用业务：两融规模增长，维持担保比例处于安全区间

- 两融余额处于相对高位。截至2025年Q1末，A股两融余额19,186.70亿元，占A股流通市值比例2.43%。
- 维持担保比例处于安全区间，截至2025年5月末，融资融券的市场平均担保比例尚处于260%以上。

图：两融规模及占A股市值比重（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：两融业务维持担保比例（单位：%）

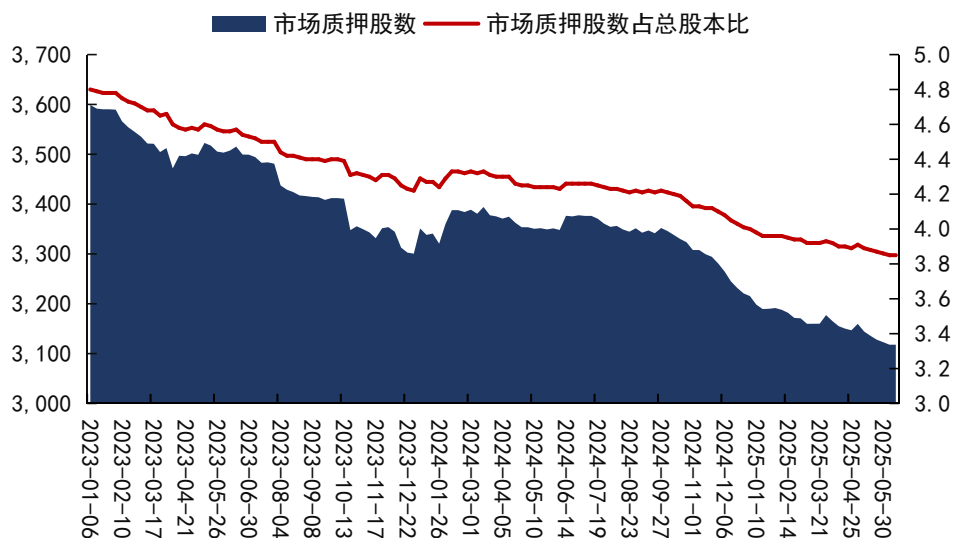


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信用业务：股票质押业务规模收缩

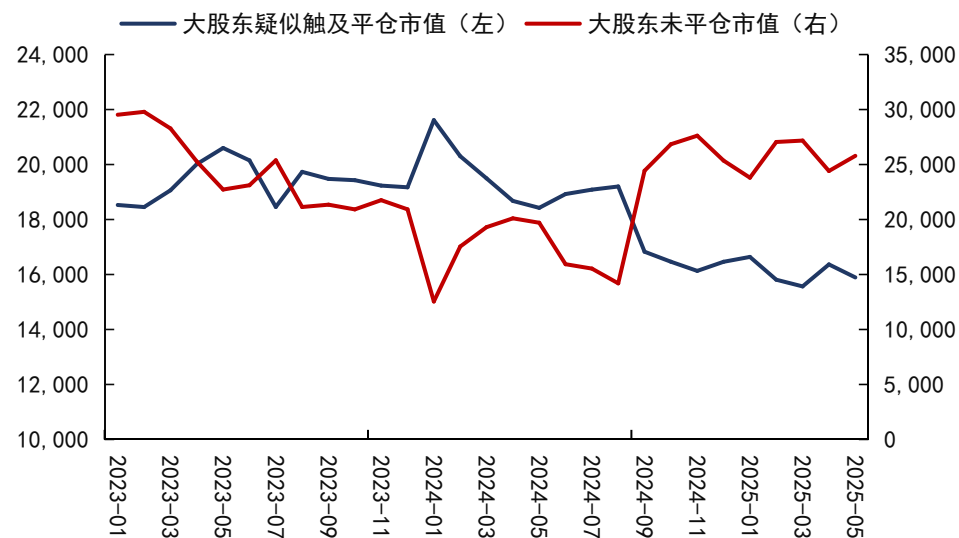
- 股票质押业务规模持续收缩。截至2025年5月末，全市场质押股票数量3117.89亿股，占总股本数量的比重为3.85%。
- 股票市场大幅度波动期间，大股东质押股票容易发生平仓事件，如果质押股票短期跌幅过大或流动性受限（比如持续跌停板）、融资人违约，证券公司作为质权方，容易发生减值损失。

图：全市场质押股数及占总股本比重（单位：亿股、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：大股东疑似触及平仓市值及未平仓市值（单位：亿元）

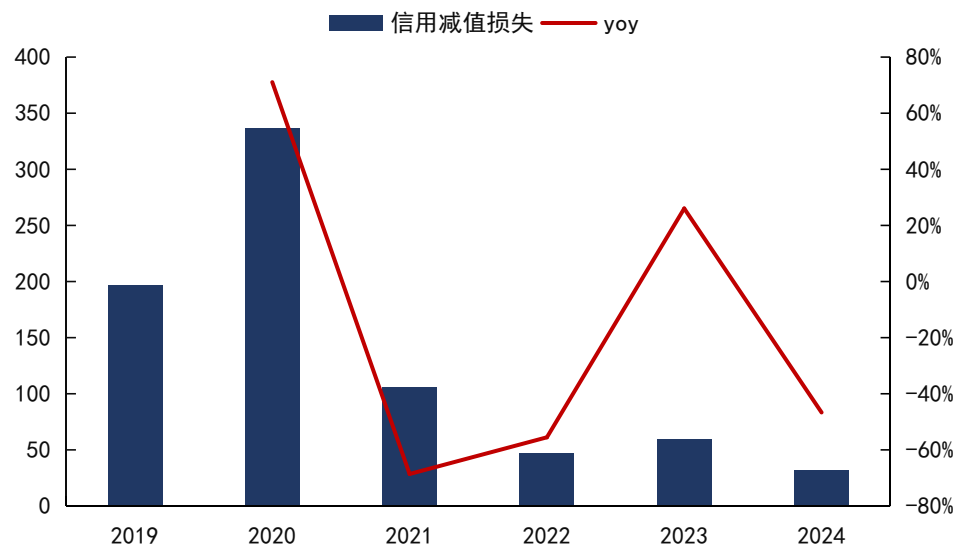


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信用业务：信用风险为最主要风险来源

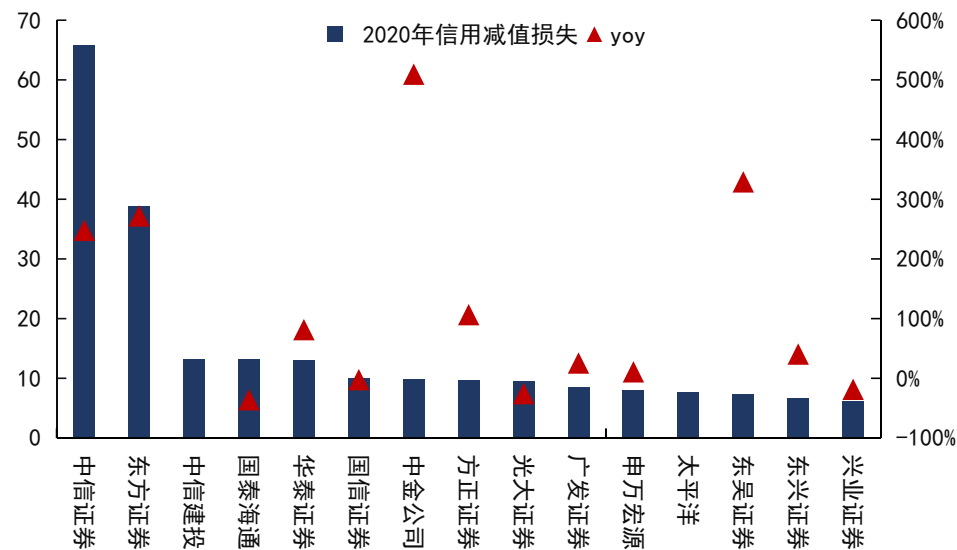
- 2020年，上市券商信用减值损失激增，主要为股票质押业务导致的信用减值损失。
- 上市券商中，中信证券、东方证券等均因为股票质押业务减值损失，导致当年信用减值损失迅速扩大。股票质押业务减值，主要因为质押标的股价下跌过快、公司被警示退市、融资人违约等原因。

图：上市券商信用减值损失规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020年部分券商信用减值损失及增速（单位：亿元）

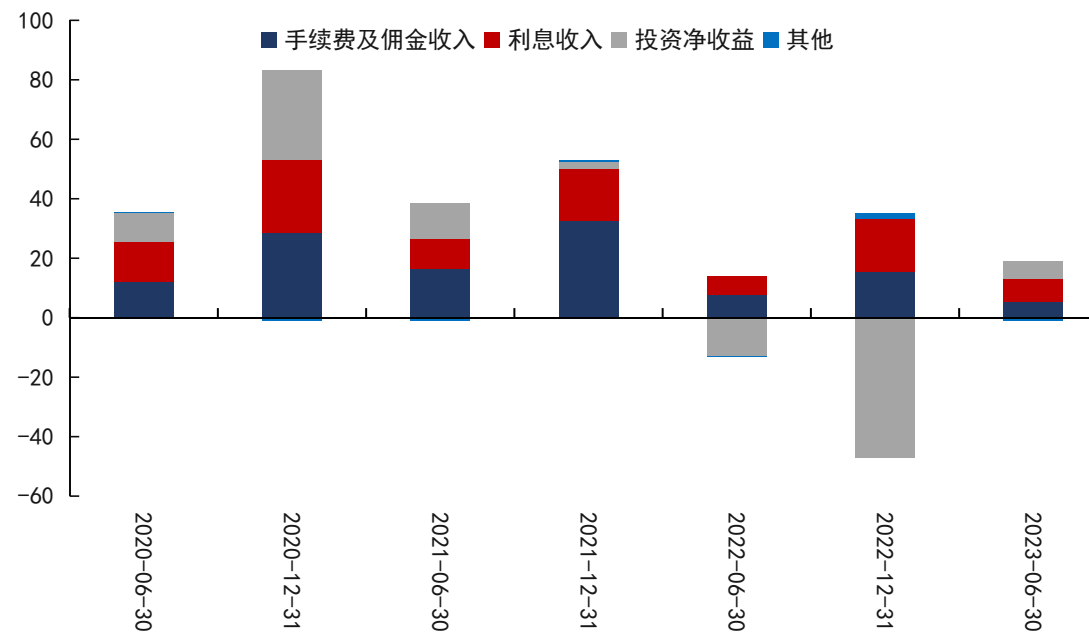


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例分析：海通国际

- 海通国际曾是港股头部投行，2020年营收达83.3亿港元。但2022年起因押注中资地产美元债暴雷，两年累计亏损，2023年净利润-81.56亿港元，拖累母公司海通证券净利润缩水84.59%。其风险主要源于包销地产债后被动持有导致估值暴跌，叠加港股IPO市场萎缩、信用减值计提激增。2024年1月完成私有化退市，母公司以1.52港元/股回购股份，终止上市地位以降低运营成本。

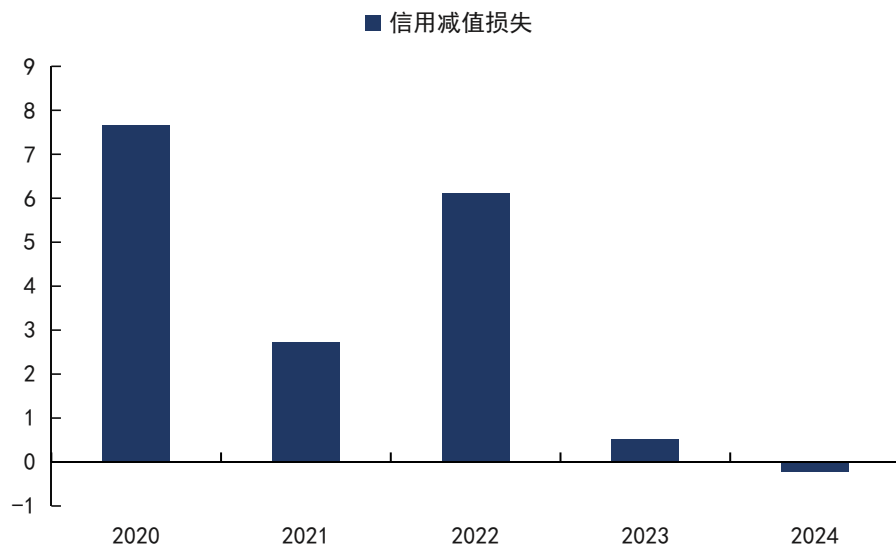
图：海通国际利润表主要科目变化（单位：亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

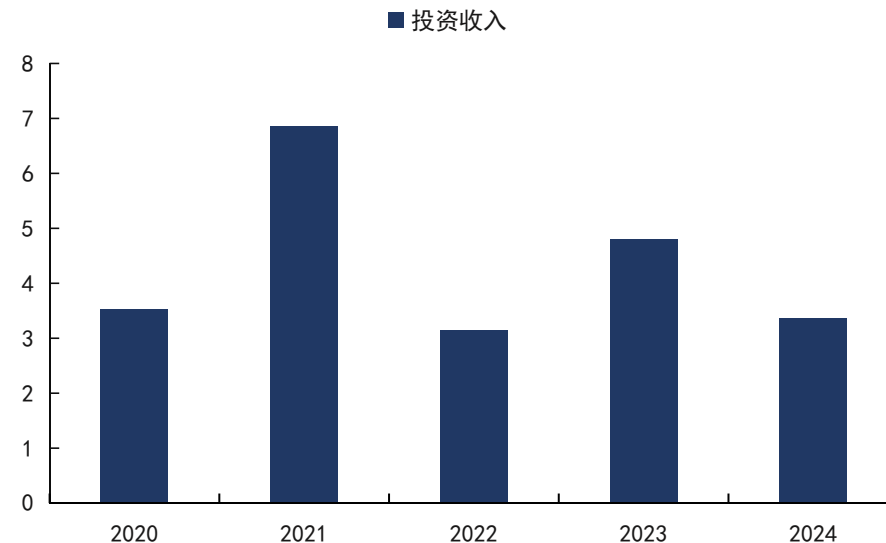
- 由于计提股票质押业务资产减值、计提资管产品整改的预计负债、股票质押业务清收转自营的股票市场价格下跌、子公司股权投资项目损失等原因，公司2020出现较大亏损。其中：1、股票质押业务融资人违约，作为担保品的股票市值大幅下跌，公司计提股票质押违约资产减值 7.47 亿元；2、根据中国证监会《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，公司使用自有资金购买待整改的资管大集合产品持有的部分低流动性资产，计提预计负债 4.11 亿元；3、股票质押业务清收转自营的股票市值下跌，产生权益类投资业务亏损 2.66 亿元；4、私募基金子公司、另类投资子公司个别股权投资项目产生股权投资损失（含公允价值变动损失）0.88 亿元。

图：太平洋证券信用减值损失（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：太平洋证券投资收入（单位：亿元）



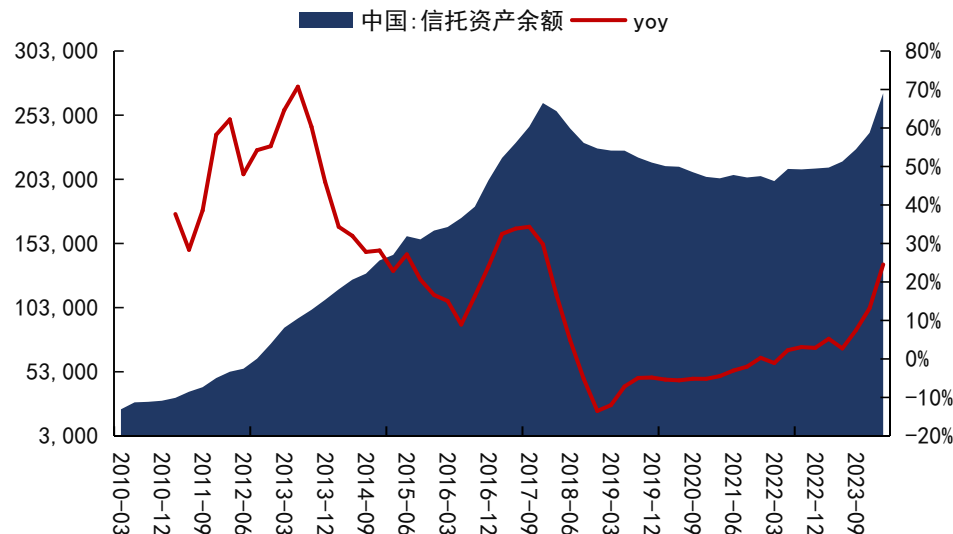
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 银行：区域分化，突围加剧
 - [02] 保险：利差损阴霾下谋变求新
 - [03] 证券：集中度提升新格局
 - [04] 综合金融：回归本源，差异化生存
-

信托：资产规模回升，结构持续优化

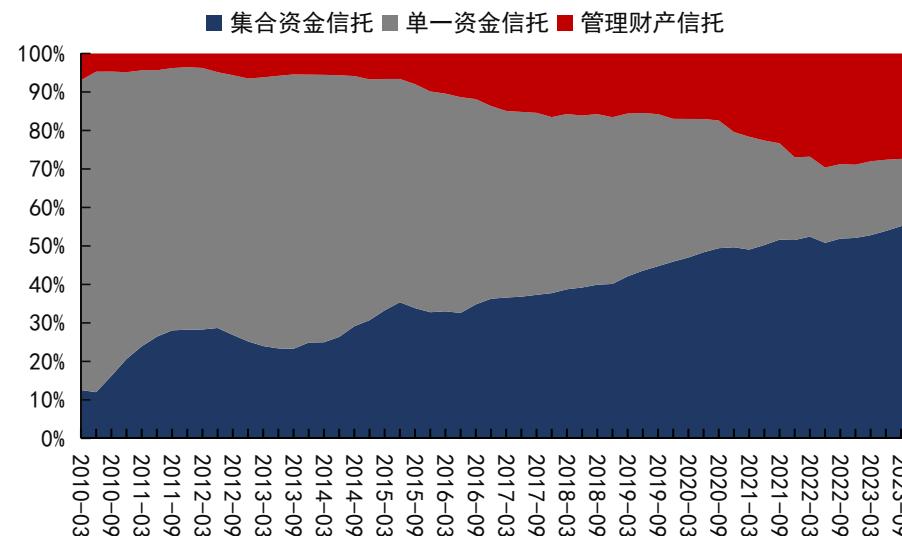
- ▶ 伴随金融市场分业监管制度的不断完善，中国信托业历经二十年发展，在资金运用、投资收益、业务形式上不断丰富深化，截至2023年末信托业管理总资产达23.92万亿元，其中资金信托占比超70%。从基础的业务模式上，信托产品可分为资金信托和财产信托两类。信托业伴随中国经济的高速增长和居民财富的持续积累，自2003年不足500亿元，截至2022年末已升至23.92万亿，其中投资运用活性更高的资金信托占比72.63%。
- ▶ 资管新规要求去通道之后，单一资金信托规模持续压缩。

图：信托资产规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托资产结构-按来源

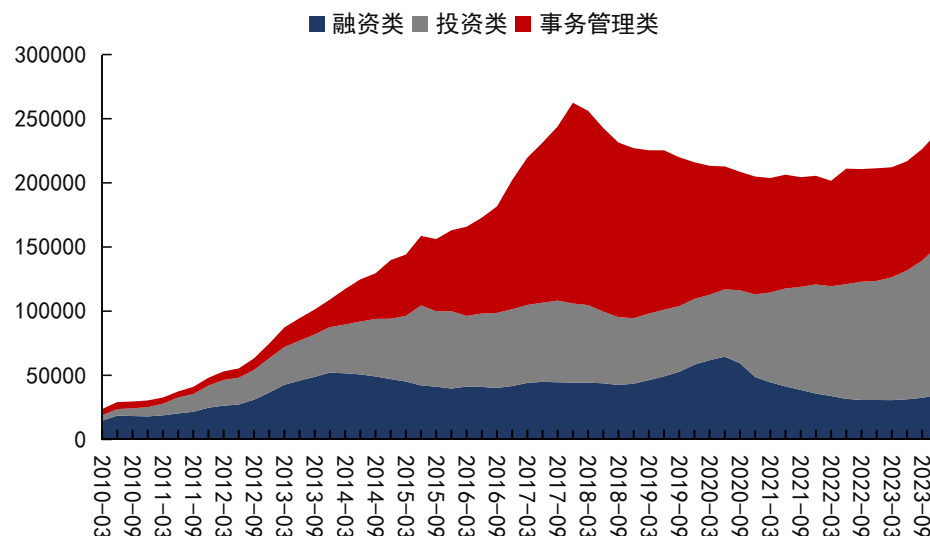


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信托：资产规模回升，结构持续优化

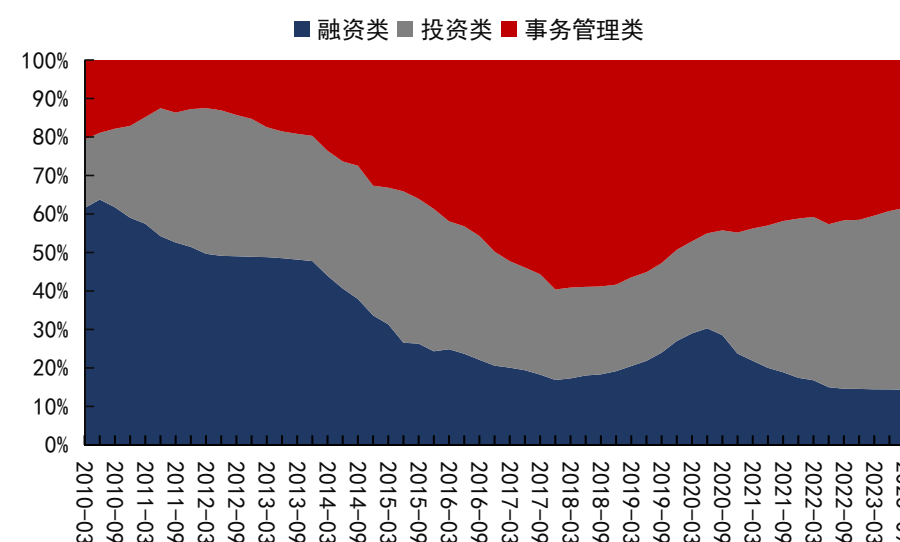
- 从信托资产功能分布来看，行业资产功能结构亦处于转型调整之中。截至2023年4季度末，作为信托业重点转型领域的投资类信托，规模达到11.57万亿元，占比达到48.34%。监管部门要求压降的融资类信托规模为3.48万亿元，占比为14.52%。事务管理类信托规模为8.88万亿元，占比为41.53%。相较于2017年4季度峰值，事务管理类信托降幅超过40%，通道类业务压降成果较为显著。

图：信托资产规模-按功能（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托资产结构-按功能

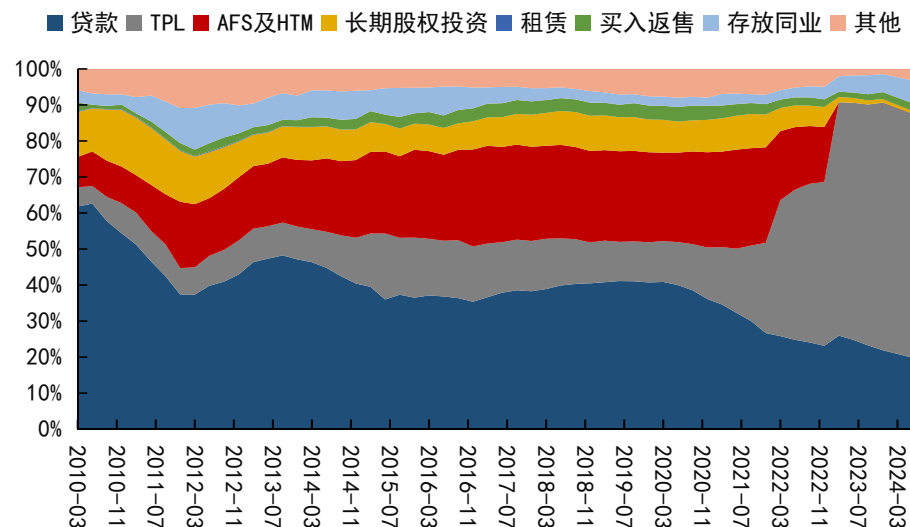


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信托资产结构变化：去地产、去同业，重实业、重证券

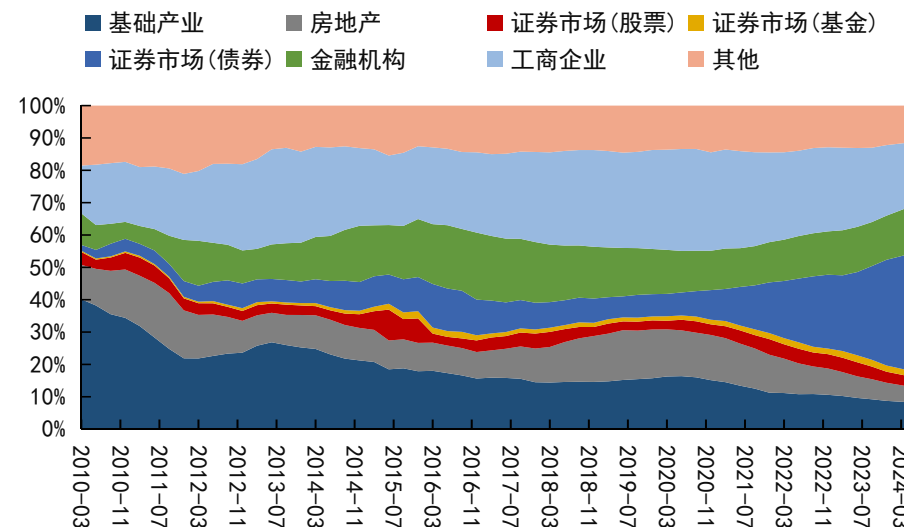
- 2023年末资金信托中交易性金融资产占比达到60.1%，公允价值计价资产规模上升的背后是信托公司对积极投资策略的不断探索，也反映整体业务向主动管理转型的趋势。在我国金融业全面实行IFRS9会计准则后，大量过去以摊余计价的金融资产转为公允价值计价。交易性金融资产规模大幅上升，虽会导致机构营业收入波动加剧、资产管理难度上升，但也侧面反映目前行业对主动管理积极的转型态度。
- “一升三降”趋势明显，信托业加速去地产、去同业，2022年投向证券市场的资金信托规模跃升首位，工商企业则位列其次。从资金投向上看，“一升”对应资金信托投向证券市场的占比大幅上升，在资管产品非标转标、投资者需求逐步多元化等因素影响下，2023年末资金信托投向证券市场的规模占比达到37.6%，超越工商企业成为资金信托的第一大流向领域。而“三降”对应资金信托投向基建、地产和金融同业的占比持续回落，主要受资管新规以来政府强化金融嵌套监管、防控地方债务风险以及地产政策趋严等因素影响。

图：信托规模占比-按资金运用方式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托规模占比-按资金投资领域

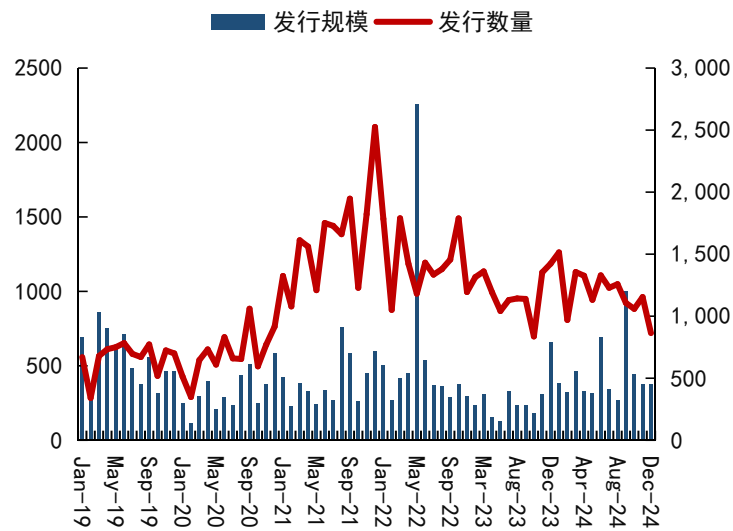


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新发减少、预期转弱、到期增加三重压力持续驱动行业转型

- 集合信托产品发行持续低迷，而产品预期收益率自2024年初以来也有所回落。信托业在撕去通道标签后，虽积极投入主动管理转型，但在规模扩张上仍面临重重阻力。虽然信托业2022年在证券投资信托领域“高歌猛进”，但其整体市场的平均预期收益率仍受到监管约束、基本面下行、违约事件增多等因素的影响而持续回落，导致市场投资意愿进一步降低。2024年以来，集合信托产品迎来到期高峰，兑付压力伴随银行理财、公募债基等同类资管竞品在风险企稳后优势，信托业在规模保有上面临较大压力。
- 资产服务类信托值得重点布局。除资产管理信托外，信托业发展还需找准产品定位并抓牢自身优势，可以聚焦此次分类新规提出的资产服务类信托，作为管理机构开展特定目的的服务型产品，保险金信托、家族服务信托、风险处置信托等产品或成为重点布局方向。

图：信托发行规模及数量（单位：亿元、只）



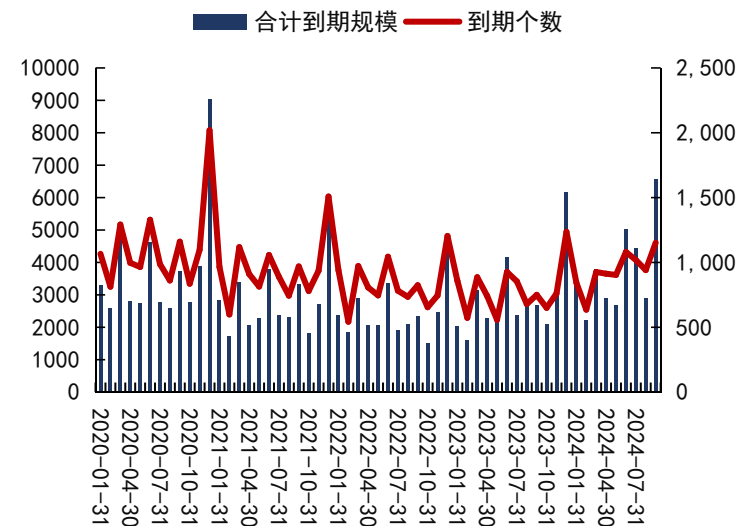
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托发行平均收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托到期规模统计（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分信托公司概况及财务数据



图：部分信托公司2024年财务数据一览（单位：亿元）

公司名称	利润表		资产负债表		信托专项指标	其他指标				
	营业收入	净利润	总资产	所有者权益	信托资产运用合计	资本收益率(%)	信托报酬率(%)	不良资产率(%)	员工人数	人均利润(万元)
华润深国投信托	38.40	25.54	343.82	310.31	26,782.29	5.04	--	2.97	440	293.74
中信信托	34.79	14.35	389.72	350.76	26,244.05	6.68	--	0.53	718	337.09
陕西省国际信托	29.71	13.61	225.36	178.88	5,999.76	--	0.32	8.27	665	--
华鑫国际信托	29.68	18.30	203.02	176.22	5,239.54	10.80	0.40	5.47	287	670.26
英大国际信托	29.57	17.78	151.22	137.99	10,928.80	13.43	0.30	0.00	228	785.90
华能贵诚信托	25.80	16.10	309.76	283.28	6,356.76	5.74	--	0.06	363	446.78
中诚信托	21.93	7.74	232.06	211.26	7,760.66	4.14	--	12.46	364	239.77
建信信托	21.53	12.12	292.67	265.18	14,677.35	1.90	0.15	0.31	400	65.29
上海国际信托	18.52	6.69	264.50	247.70	9,568.23	3.26	0.07	2.48	448	181.67
中国对外经济贸易信托	18.04	6.43	163.26	154.42	21,543.17	3.72	0.10	2.95	563	143.59
华宝信托	16.54	9.85	127.93	121.06	3,739.69	8.94	--	0.81	326	302.55
国投泰康信托	14.60	7.12	122.60	110.03	5,893.52	7.65	0.31	--	327	163.53
中粮信托	14.26	7.18	91.75	83.61	6,222.17	9.04	--	2.79	285	271.13
中国金谷国际信托	14.11	5.59	71.37	51.46	4,676.66	11.39	0.40	0.00	213	262.35
吉林省信托	13.82	1.12	56.34	33.43	307.93	1.25	--	3.04	189	24.85
交银国际信托	12.71	7.11	169.50	163.62	6,595.12	4.79	0.23	4.78	252	318.52
安徽国元信托	12.12	7.80	116.41	106.92	1,009.03	7.35	0.39	2.03	201	385.15
厦门国际信托	10.75	5.65	88.95	72.04	2,331.56	8.07	0.39	2.06	264	218.69
国通信托	9.31	3.88	111.66	87.14	2,216.46	4.57	0.25	5.94	289	131.87
山东省国际信托	9.08	1.46	133.15	112.44	2,138.23	--	--	--	288	--

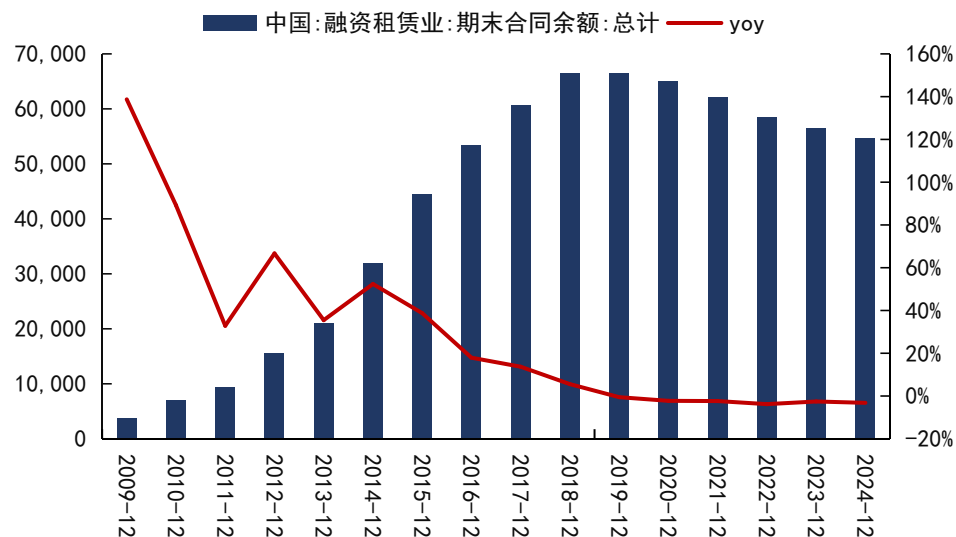
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：不良资产率计算时，分母为信托公司自营资产下的信用风险资产

租赁：规模延续收缩，金租占比提升

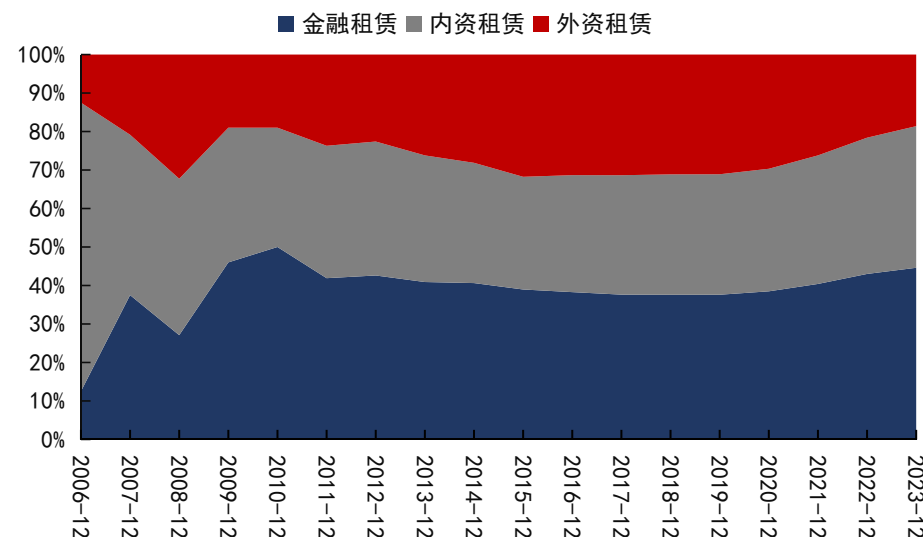
- 受监管趋严和宏观经济下行压力加大影响，自2022年以来，融资租赁公司数量持续减少，业务规模持续收缩。截至2024年末，全国融资租赁企业总数继续下降至约8,600家，较2023年末减少180家（减少的均为外资融资租赁公司）。租赁公司构成以外资融资租赁公司为主，金融租赁企业数量少但保持稳定；全国融资租赁合同余额约为56,400亿元，较2023年末小幅下降约3%。

图：租赁合同余额及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：租赁余额占比-按机构类型



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分租赁公司概况及业务数据

图：部分租赁公司2024年业务数据一览（单位：亿元）

类型	公司名称	财务指标(亿元；%)				监管指标(%)	
		资产总计	拨备覆盖率	租赁资产不良率	拨备前利润	资本充足率	核心一级资本充足率
金融租赁	国银金融租赁	4,096.95	547.72	0.81	76.96	12.47	9.96
	交银金融租赁	4,046.64	256.00	1.05	63.91	11.70	11.00
	招银金融租赁	2,907.94	680.15	0.32	50.33	13.37	11.49
	工银金融租赁	2,779.09	229.15	1.54	--	15.13	14.39
	民生金融租赁	1,913.22	160.43	1.57	29.41	11.38	10.88
	建信金融租赁	1,461.18	297.41	2.72	--	17.31	16.18
	光大金融租赁	1,375.58	376.68	1.16	31.73	14.89	--
	浦银金融租赁	1,306.86	410.01	1.31	20.28	10.57	8.59
	江苏金融租赁	1,199.20	448.39	0.91	42.22	15.70	14.55
	永赢金融租赁	1,178.78	--	0.21	35.15	12.05	10.89
融资租赁	远东国际融资租赁	2,964.81	229.74	1.00	127.33	--	--
	平安国际融资租赁	2,400.24	203.43	1.22	50.29	--	--
	国网国际融资租赁	2,012.12	337.28	0.25	16.26	--	--
	中航国际融资租赁	1,635.92	313.60	1.39	35.21	--	--
	海通恒信国际融资租赁	1,233.51	265.82	1.12	36.98	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货：资产增速放缓，利润呈下降趋势

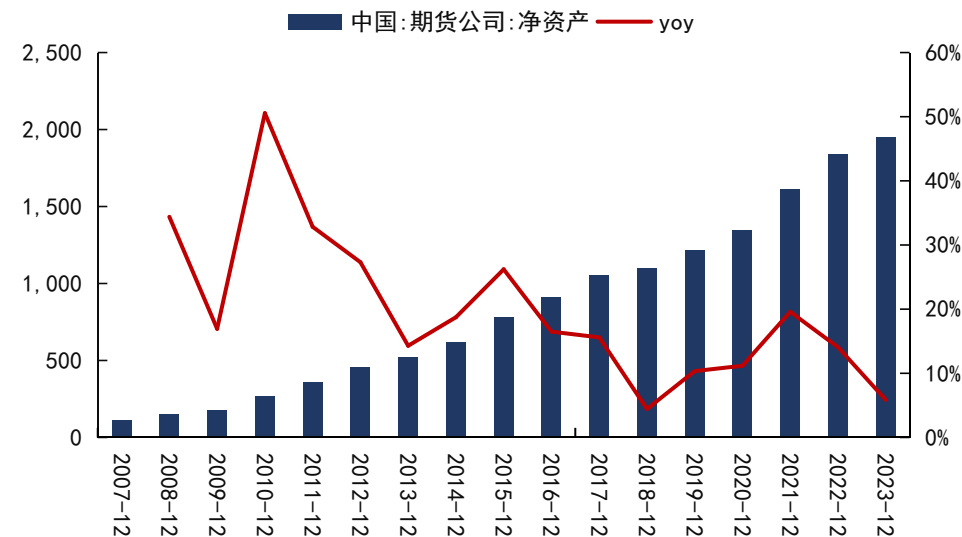
- 伴随期货品种扩容，期货业务类型拓展，期货业务净资产及总资产规模保持增长，但增速有所放缓。
- 期货品种扩容，主要为商品期货品种不断扩容，推动商品期货成交额扩张。同时，金融期货成交额保持稳步增长。期货市场成交驱动客户权益增长，带动期货公司总资产增长。期货公司开展风险管理业务，净资本增加推动净资产保持逐年增长。

图：期货行业总资产规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：期货行业净资产规模（单位：亿元）

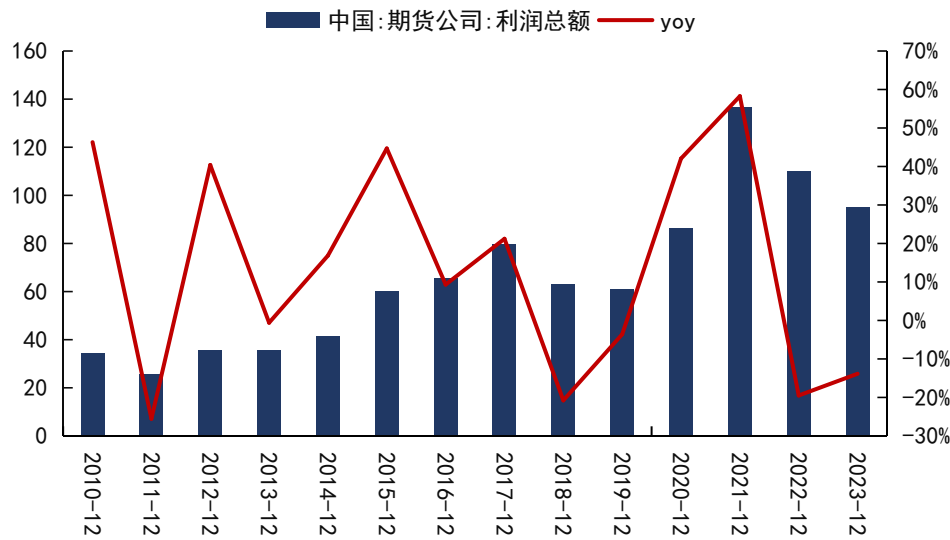


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货：资产增速放缓，利润呈下降趋势

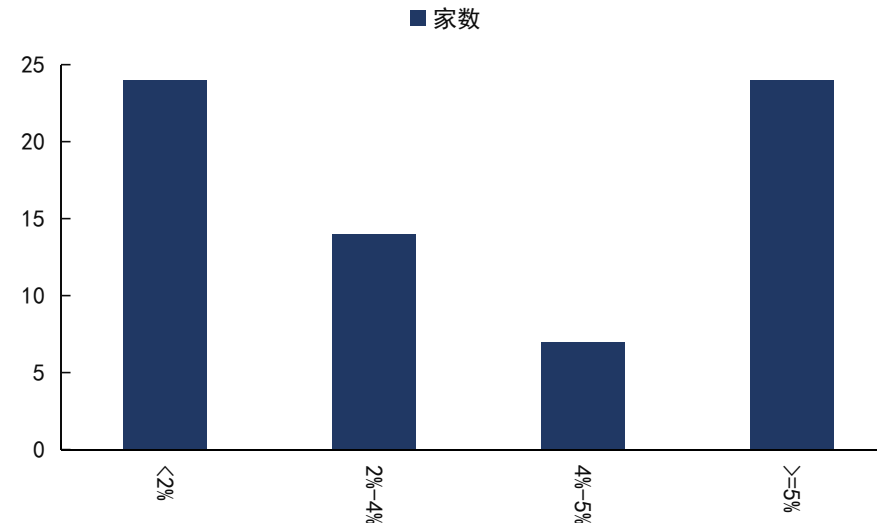
- 期货公司利润增长不甚稳定。
- 期货公司经纪业务收入仍为最重要的收入来源，主要由手续费收入及交易所派返构成，交易所通常与会员单位签订协议，根据会员单位的业务量、客户交易活跃度等情况，将部分 手续费返还给会员单位。受返还政策影响，期货公司手续费收入明显下降。
- 期货公司ROE普遍较低，大多处5%以下。

图：期货行业利润总额规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：期货公司ROE分布-已披露公司（单位：家）

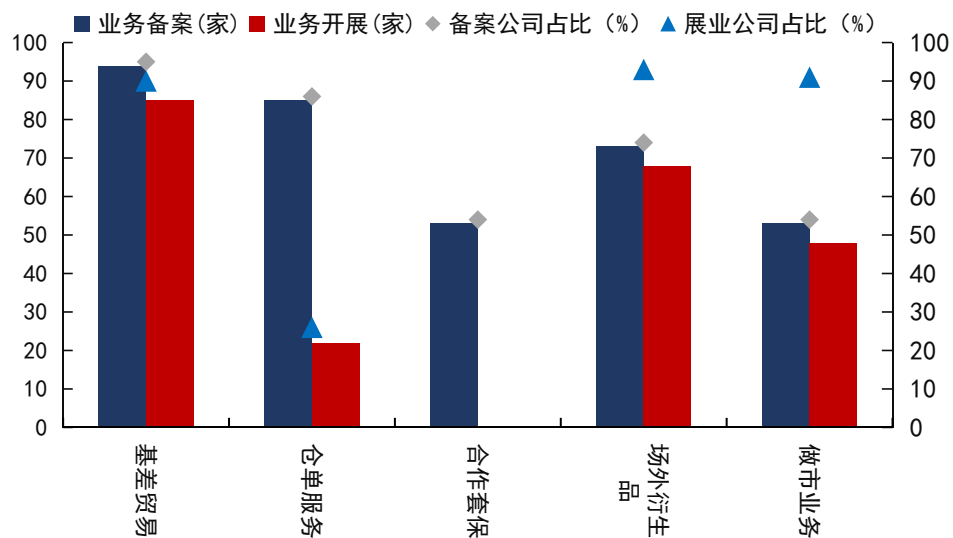


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货：风险业务收入规模大但利润率较低

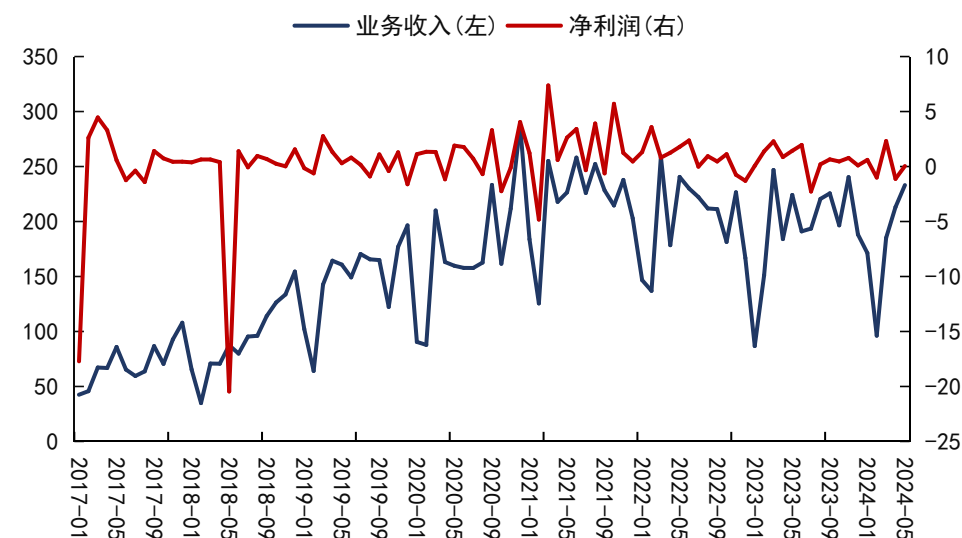
- 风险管理业务是近年来期货公司发展较快的业务，绝大多数期货公司已经取得业务资格，部分开始展业。
- 风险管理业务主要包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品、做市业务等。其中，基差贸易设计大宗商品购销，在计算收入时，总额法下购销流水大但利润率极低。

图：期货行业风险业务备案及展业情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：期货风险业务收入及净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分期货公司概况及财务数据



图：部分期货公司2024年业务数据一览（单位：亿元）

公司名	净资产	净利润	净资产回报率(%)	公司名	净资产	净利润	净资产回报率(%)
中信期货	140.42	9.96	7	物产中大期货	--	0.87	--
国泰君安期货	105.09	8.17	8	信达期货	8.37	0.74	9
永安期货股份	128.06	5.75	4	东海期货	13.19	0.65	5
上海东证期货	64.96	5.06	8	创元期货股份	18.76	0.64	3
银河期货	70.71	4.99	7	宏源期货	14.09	0.62	4
南华期货股份	41.15	4.58	11	中银国际期货	7.71	0.61	8
中信建投期货	39.91	4.51	11	华安期货	12.10	0.60	5
瑞达期货股份	28.91	3.83	13	宝城期货	13.94	0.60	4
广发期货	44.75	3.70	8	五矿期货	42.12	0.57	1
招商期货	53.53	3.39	6	东吴期货	14.07	0.53	4
浙商期货	52.99	2.77	5	大有期货	11.53	0.51	4
申银万国期货	44.18	2.73	6	国金期货	6.42	0.48	7
中粮期货	47.13	2.61	6	大地期货	--	0.44	
国信期货	36.25	2.41	7	长江期货股份	10.42	0.41	4
光大期货	30.26	2.19	7	兴业期货	7.59	0.40	5
国投期货	42.87	2.15	5	广州期货股份	19.12	0.40	2
海通期货股份	38.62	1.95	5	国海良时期货	10.11	0.38	4
方正中期期货	22.92	1.72	8	建信期货	12.65	0.32	3
华泰期货	50.99	1.59	3	金信期货	--	0.31	--
国元期货	14.39	0.90	6	苏豪弘业期货股份	18.77	0.30	2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 本篇报告为行业分析类报告，文中所涉及个股均为举例之用，不涉及具体的投资建议。具体的投资建议请参考我们相应的个股。
- 市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致行业遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响行业整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，权益市场的波动可能将对人身险行业资产端收益有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司投资收益增速将受挫，从而导致负债端及资产端的错配及利差损进一步加剧的风险。
- 产品销售风险是指若行业新开发产品及储蓄型保险的保费收入不及预期，则行业整体负债端将持续承压，行业困局将持续的风险。若未来储蓄型保险保费增幅低于预期，则有可能出现保费增长乏力的情况，叠加健康险的产能过剩，行业整体将出现NBV增速缺乏增长核心的风险。与此同时，可能进而导致中长期行业负债端结构转型及调整不及预期的风险。
- 监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032