

证券行业并购稳步推进；保险业总资产突破40万亿

增持（维持）

投资要点

- 非银行金融子行业近期表现：**最近5个交易日(2025年11月17日-2025年11月21日)非银金融各子板块中仅保险行业跑赢沪深300指数。保险行业下跌3.06%，证券行业下跌4.89%，多元金融行业下跌6.53%，非银金融整体下跌4.40%，沪深300指数下跌3.77%。
- 证券：交易量环比下降；中金公司拟吸收合并东兴证券、信达证券。**1) 11月交易量环比下降。截至11月21日，11月日均股基交易额为23101亿元，较上年11月上涨7.83%，较上月下降10.22%。截至11月20日，两融余额24917亿元，同比提升35.29%，较年初增长33.63%。截至11月21日，11月IPO发行8家，募集资金112.175亿元(按发行日统计)。2) **证监会：提高外资机构参与中国资本市场便利度。**11月12日，证监会副主席李明表示证监会将深化投融资综合改革，着力提升资本市场制度的包容性、适应性。同时强化战略性力量储备和稳市机制建设，提升资本市场内在稳定性。3) **中金公司拟换股合并东兴证券、信达证券，资产规模将破万亿元。**中金公司公告正筹划换股吸收合并东兴证券、信达证券，拟向东兴和信达全体A股换股股东发行A股股票。三家公司A股、H股股票于11月20日停牌，预计不超过25个交易日。简单加总后，合并公司净利润达95亿元，排名第六，总资产达1万亿元，排名第四。4) **11月21日证券行业(未包含东方财富)2025E平均PB估值1.2x。**推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。
- 保险：精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》；险资Q3核心权益资产规模大幅提升。**1) **金融监管总局披露2025年三季度保险业主要监管指标数据情况。**三季度末，保险公司和保险资产管理公司总资产40.4万亿元，较年初增加4.5万亿元，增长12.5%。保险公司原保费收入5.2万亿元，同比增长8.5%；赔款与给付支出1.9万亿元，同比增长7.6%；新增保单件数846亿件，同比增长7.9%。保险业综合偿付能力充足率为186%，核心偿付能力充足率为134%。2) **精算师协会发布了《人身保险产品费用分摊指引》。**《指引》立足行业人身保险产品费用分摊工作实际，并结合“报行合一”要求进一步细化，明确了费用的定义、分类和分摊范围，提供了费用归集、认定与分摊的方法，可进一步提升保险公司费用管理的科学性与合理性，夯实精细化管理基础。3) **金融监管总局披露2025年三季度保险资金运用情况，核心权益资产规模大幅提升，债券占比下降。**三季度末保险行业资金运用余额37.5万亿元，较年初+12.6%。三季度单季“股票+基金”规模增加8640亿元，我们认为主要受Q3股市走强带动，除新配资金外，股价上涨和基金净值提升也有较大影响。4) **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11月21日保险板块估值0.56-0.95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年末，全行业信托资产规模29.56万亿元，同比增长23.58%。2024年信托行业利润总额为231亿元，同比降幅为45.5%。2) **期货：**10月全国期货交易市场成交量为6.03亿手，成交额为61.22万亿元，同比分别下降13.26%和增长4.56%。2025年9月期货行业净利润11.98亿元，同比下降16.81%，环比2025年8月下降2.92%。
- 行业排序及重点公司推荐：**非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，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，重点推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保、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11月23日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《中金公司拟换股合并东兴证券、信达证券，资产规模将破万亿元》

2025-11-20

《金融科技 2026 年投资策略-- 短期看市场活跃的持续性，中期关注金融 IT》

2025-11-17

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：交易量环比下降；中金公司拟吸收合并东兴证券、信达证券	5
2.2. 保险：精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》； Q3 核心权益资产规模大幅提升	6
2.3. 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向	9
2.3.1. 信托：2024 年信托资产规模持续增长，利润总额大幅下滑	9
2.3.2. 期货：2025 年 10 月成交额同比增长	10
3. 行业排序及重点公司推荐	11
4. 风险提示	14

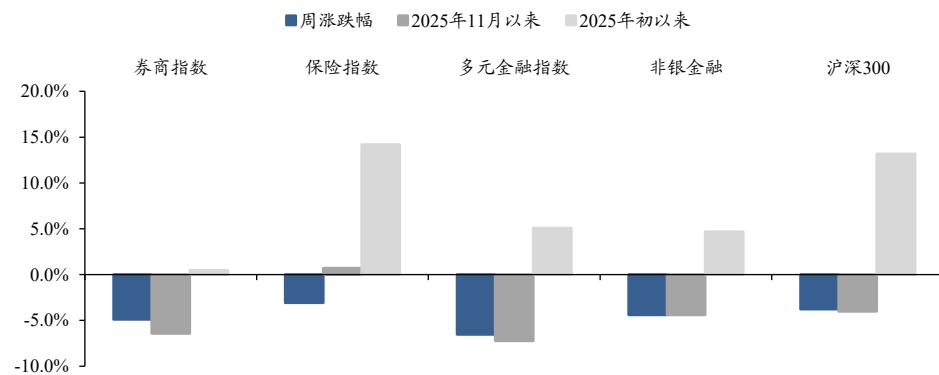
图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2025.11.17-2025.11.21) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2025 年以来非银金融子行业中仅保险跑赢沪深 300.....	4
图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 2025Q3 末保险资金运用余额较年初增长 12.6% 至 37.5 万亿元	8
图 5: 2025Q3 产+寿险公司股票和基金投资规模环比大幅增长	8
图 6: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	9
图 7: 信托行业经营收入和利润.....	9
图 8: 信托资产种类分布 (%)	9
图 9: 期货行业市场成交量及增速.....	10
图 10: 期货行业市场成交额及增速.....	10
图 11: 期货公司营业收入及增速.....	11
图 12: 期货公司净利润及增速.....	11
表 1: 各指数涨跌情况.....	5
表 2: 上市券商估值表 (2025 年 11 月 21 日)	12
表 3: 上市保险公司估值及盈利预测.....	13

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日 (2025 年 11 月 17 日-2025 年 11 月 21 日) 非银金融各子板块中仅保险行业跑赢沪深 300 指数。保险行业下跌 3.06%，证券行业下跌 4.89%，多元金融行业下跌 6.53%，非银金融整体下跌 4.40%，沪深 300 指数下跌 3.77%。

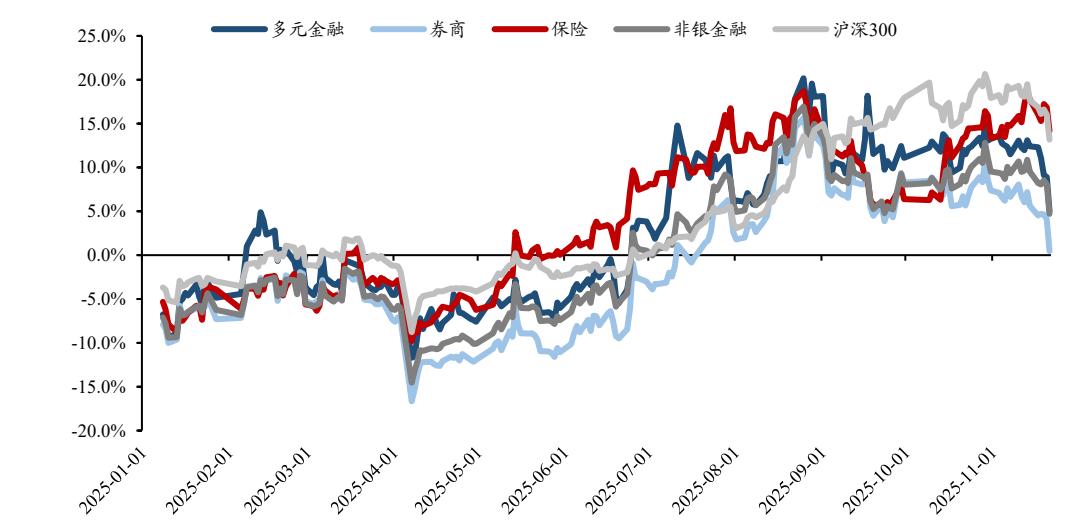
图1：最近 5 个交易日（2025.11.17-2025.11.21）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来 (截至 2025 年 11 月 21 日)，保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 14.17%，多元金融行业上涨 5.05%，券商行业上涨 0.47%，非银金融整体上涨 4.69%，沪深 300 指数上涨 13.18%。

图2：2025 年以来非银金融子行业中仅保险跑赢沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 11 月 21 日）

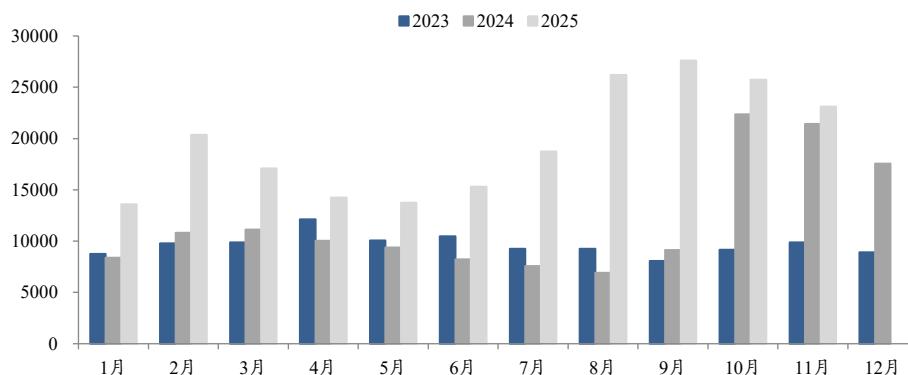
公司层面 (剔除 ST、*ST 股票)，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国人寿跌幅较小，中国太保相对落后；证券行业中，首创证券表现较好，东北证券相对落后；多元金融行业中，四川双马表现较好，瑞达期货相对落后。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量环比下降；中金公司拟吸收合并东兴证券、信达证券

2025年11月至今交易量环比下降。截至2025年11月21日，2025年11月日均股基交易额为23101亿元，较上年11月上涨7.83%，较上月下降10.22%。截至11月20日，两融余额24917亿元，同比提升35.29%，较年初增长33.63%。截至2025年11月21日，11月IPO发行8家，募集资金112.175亿元（按发行日统计）。

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11月21日）

11月权益市场下行。截至2025年11月21日，2025年11月沪深300指数下跌4.03%，上年11月上涨0.66%，2025年10月基本持平；创业板指数下跌8.39%，上年11月上涨2.75%，2025年10月下跌1.56%；上证综指下跌3.03%，上年11月上涨1.42%，2025年10月上涨1.85%；中债总全价指数下跌0.13%，上年11月上涨0.71%，2025年10月上涨0.54%；万得全A指数下跌4.98%，上年11月上涨1.34%，2025年10月下跌0.04%。

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11月	-4.03%	-8.39%	-3.03%	-0.13%	-4.98%
2025年10月	0.00%	-1.56%	1.85%	0.54%	-0.04%
2024年11月	0.66%	2.75%	1.42%	0.71%	1.34%
2024全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025年至今累计	13.18%	36.35%	14.41%	-1.79%	20.09%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年11月21日）

证监会优化ETF注册流程，取消无异议函要求。2025年11月19日，根据最新《机构监管情况通报》，为进一步降低行政相对人负担、推动ETF高质量发展，证监会优化ETF注册及上市审核流程，取消了ETF注册环节提交证券交易所无异议函的要求。沪深交易所也相应修改自律规则。通报称，即日起，对于跟踪成熟指数的ETF产品，基金管

理人可直接向证监会申请注册，产品注册完成后，基金管理人根据交易所相关规则和要求，向交易所申请发售和上市。对于具有创新要素产品、复杂产品、新指数产品化等少数情形，交易所将适时启动产品开发评估机制，结合市场容量、市场影响、产品运作稳健性等，就现阶段是否适合开发相关 ETF 产品进行评估；基金管理人可结合自身业务准备情况、既往 ETF 运作情况等积极参与评估论证。

中金公司拟换股合并东兴证券、信达证券，资产规模将破万亿元。中金公司公告正筹划换股吸收合并东兴证券、信达证券，拟向东兴和信达全体 A 股换股股东发行 A 股股票。三家公司 A 股、H 股股票于 11 月 20 日停牌，预计不超 25 个交易日。三家整合的券商实控人均为中央汇金，此次并购是汇金系自 2 月接收三家 AMC 股权后的重要整合动作，旨在加速建设一流投资银行。此次中金、信达、东兴三家券商共同整合为券业首例。目前汇金系旗下直接或间接持有多家券商股权，包括中国银河、中金公司、申万宏源、中信建投、光大证券、信达证券、东兴证券和长城国瑞证券，我们认为未来仍有进一步重组的可能。2025 年前三季度中金公司、东兴、信达净利润分别为 66 亿元、16 亿元、14 亿元，同比分别增长 130%、70%、53%；截至 2025Q3，中金公司、东兴、信达总资产分别为 7649 亿元、1164 亿元、1283 亿元。简单加总后，合并公司净利润达 95 亿元，排名第六，总资产达 1 万亿元，排名第四。

券商板块配置价值有望进一步提升，建议关注。根据已披露业绩情况，目前（2025 年 11 月 21 日）券商行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.2x。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

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：精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》；Q3 核心权益资产规模大幅提升

金监总局披露 2025 年三季度银行业保险业主要监管指标数据情况。1) 2025 年三季度末，保险公司和保险资产管理公司总资产 40.4 万亿元，较年初增加 4.5 万亿元，增长 12.5%。其中，财产险公司 3.2 万亿元，较年初增长 9.9%；人身险公司 35.4 万亿元，较年初增长 12.3%；再保险公司 8615 亿元，较年初增长 4.1%；保险资产管理公司 1388 亿元，较年初增长 8.7%。2) 2025 年前三季度，保险公司原保险保费收入 5.2 万亿元，同比增长 8.5%；赔款与给付支出 1.9 万亿元，同比增长 7.6%；新增保单件数 846 亿件，同比增长 7.9%。3) 保险业偿付能力充足。2025 年三季度末，保险业综合偿付能力充足率为 186.3%，核心偿付能力充足率为 134.3%。其中，财产险公司、人身险公司、再保险公司的综合偿付能力充足率分别为 240.8%、175.5%、246.2%；核心偿付能力充足率分别为 212.9%、118.9%、216.7%。

中国精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》。1) 《指引》出台的背景：近年

来，人身险产品的定价、评估和管理对保险公司费用分摊工作的要求逐步提高。特别是自 2023 年以来，随着“报行合一”相关政策的实施，人身险市场秩序得到进一步规范，相关政策的落地也要求保险公司进一步提升费用分摊工作的科学性和合理性。在此背景下，《指引》立足行业人身险产品费用分摊工作实际，有助于进一步提升相关工作的科学性与合理性，更好地落实“报行合一”相关要求。2)《指引》的主要内容：一是明确费用定义与分类。将保险公司经营人身保险业务发生的相关费用分为变动费用与分摊的固定费用。变动费用进一步细分为向中介机构或保险销售人员支付的变动费用以及其他变动费用，分摊的固定费用是指除变动费用以外的、需分摊至产品的业务及管理费。二是明确费用分摊范围。根据费用产生的原因和费用性质，确定产品费用分摊的范围。三是列示费用归集、认定与分摊方法。保险公司应根据实际费用支出的实质与受益对象认定专属费用和共同费用，按照“先认定、后分摊”的原则，科学、合理地开展保险产品费用认定与分摊工作。结合“报行合一”提出了费用分摊至相关维度的具体要求。3)《指引》发布对行业的影响：《指引》为人身保险行业费用分摊提供了科学指导，有助于进一步提升人身保险产品定价中费用分摊的科学性与合理性，有助于更好地落实“报行合一”相关要求，同时促进保险公司持续提升费用管理水平，进一步夯实精细化管理基础，不断提升经营效率，持续优化资源配置，助力实现整体降本增效，为广大人民群众提供更优质的保险产品和服务，促进行业的公平竞争与高质量发展。

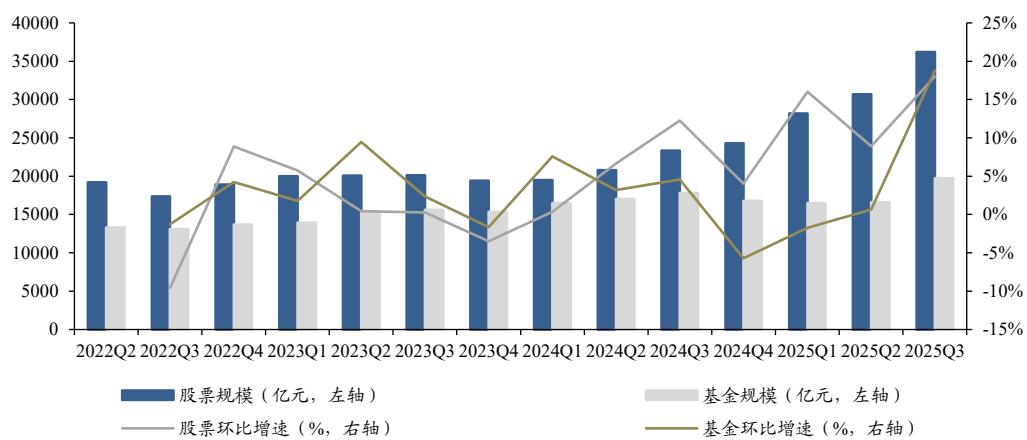
金融监管总局披露 2025 年三季度保险资金运用情况，核心权益资产规模大幅提升，债券占比下降。1) 保险资金运用余额继续快速增长。2025Q3 末保险行业资金运用余额 37.5 万亿元，较年初+12.6%，较年中+3.4%，我们预计全年将保持两位数增长，这也将是行业投资资产规模连续三年实现两位数增长，主要负债端保费规模持续较快提升带动。Q3 末人身险公司投资规模为 33.7 万亿元，占行业的 90.0%，投资规模较年初+12.6%，较年中+3.5%。财产险公司投资规模为 2.4 万亿元，占行业的 6.4%，投资规模较年初+7.5%，较年中+1.8%。2) 核心权益资产规模大幅提升。Q3 末产、寿险公司“股票+基金”合计余额 5.59 万亿元，其中股票 3.62 万亿元，基金 1.97 万亿元。前三季度股票+基金规模大幅增加 1.49 万亿元，其中股票增加 1.19 万亿元。三季度单季“股票+基金”规模增加 8640 亿元，其中股票增加 5525 亿元，基金增加 3115 亿元。我们认为主要受 Q3 股市走强带动，除新配资金外，股价上涨和基金净值提升也有较大影响。3) 人身险权益占比显著提升，债券则有所下降。①继续减配银行存款，Q3 末银行存款余额环比下降，占比 7.4%，较年初/Q2 分别下降 1.0/0.6pct。②债券占比下降，Q3 末债券占比为 51.0%，较年初提升 0.8pct，较 Q2 末下降 0.9pct，预计受 Q3 利率上行导致的账面价值减少影响。③核心权益占比显著提升，股票、基金均有提高。Q3 末股票+基金合计占比 15.4%，较年初/Q2 分别提升 2.9/2.0pct。其中，股票占比 10.1%，较年初/Q2 分别提升 2.5/1.3pct；基金占比 5.3%，较年初/Q2 分别提升 0.3/0.7pct。④长股投占比为 8.0%，较年初/Q2 分别+0.2pct、持平。⑤其他类(非标为主)占比降至 18.2%，较年初/Q2 分别下降 2.8/0.5pct。

图4: 2025Q3 末保险资金运用余额较年初增长 12.6%至 37.5 万亿元



数据来源: 金管总局, 东吴证券研究所

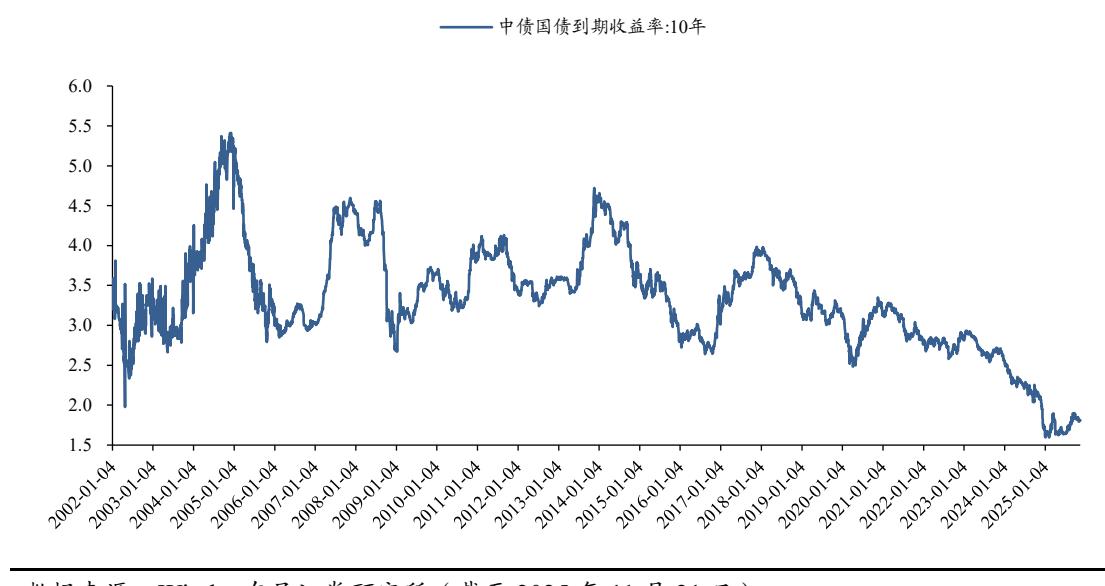
图5: 2025Q3 产+寿险公司股票和基金投资规模环比大幅增长



数据来源: 金融监管总局, 东吴证券研究所

负债端改善大趋势不变, 资产端触底回升; 安全边际高, 攻守兼备。我们认为, 保险业经营具有显著顺周期特性, 随着经济复苏, 基本面改善已在进行中。1) 2023 年以来新单保费持续高增长, 预计在宏观经济改善趋势下, 保险产品消费需求逐步复苏。2) 十年期国债收益率处于低位, 保险公司普遍面临“资产荒”。伴随国内稳增长政策持续落地, 未来宏观经济预期改善, 新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。3) 保险业经营具有显著顺周期特性, 近期长债利率已持续上行, 未来随着经济复苏, 负债端和投资端都将显著改善。2025 年 11 月 21 日保险板块估值 0.56-0.95 倍 2025E P/EV, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。

图6: 10年期中债国债到期收益率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2025 年 11 月 21 日)

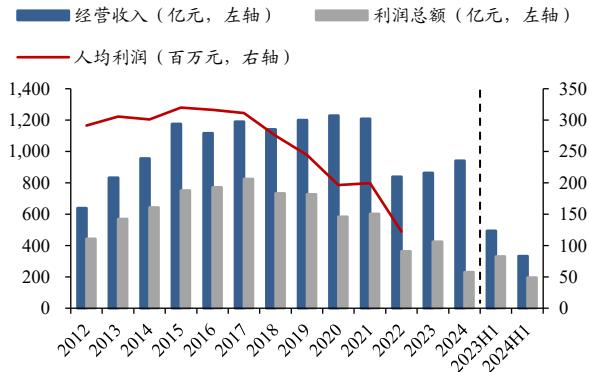
2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向

2.3.1. 信托: 2024 年信托资产规模持续增长, 利润总额大幅下滑

信托行业 2024 年利润同比大幅下滑。2024 年, 信托资产规模达到 29.56 万亿元, 比 2024 年 6 月末增加 2.56 万亿元、增长 9.48%, 比 2023 年末增加 5.64 万亿元、增长 23.58%。2024 年信托行业经营收入实现同比增长, 利润总额与 2023 年相比出现明显下滑。2024 年信托业经营收入为 940.36 亿元, 较上年同期增加 76.75 亿元, 同比增幅为 8.89%; 利润总额为 230.87 亿元, 较上年同期减少 192.87 亿元, 同比降幅为 45.52%。

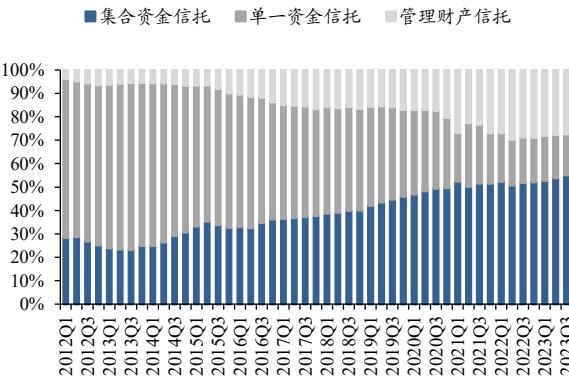
行业回归本源背景下, 处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图7: 信托行业经营收入和利润



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

图8: 信托资产种类分布 (%)



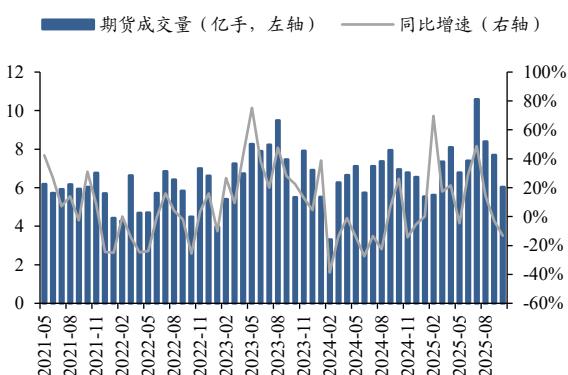
数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

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

2.3.2. 期货：2025 年 10 月成交额同比增长

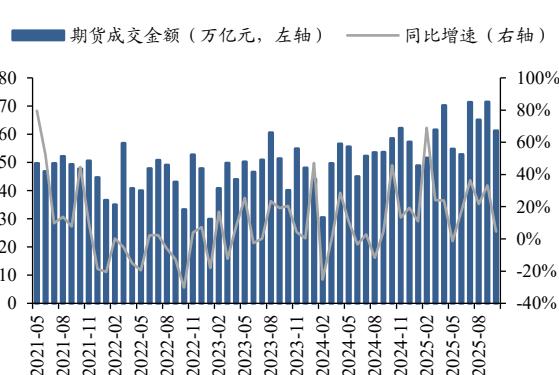
2025 年 10 月期货行业市场成交额同比增长。根据期货业协会数据，以单边计算，10 月全国期货交易市场成交量为 6.03 亿手，成交额为 61.22 万亿元，同比分别下降 13.26% 和增长 4.56%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图9：期货行业市场成交量及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图10：期货行业市场成交额及增速

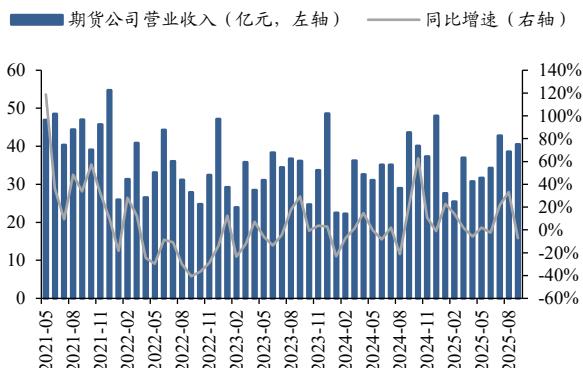


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 9 月期货公司利润同比下降。截至 2025 年 9 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 9 月实现营业收入 40.54 亿元，同比下降 7.15%，环比 2025 年 8 月增长 5.00%；净利润 11.98 亿元，同比下降 16.81%，环比 2025 年 8 月下降 2.92%。（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）。

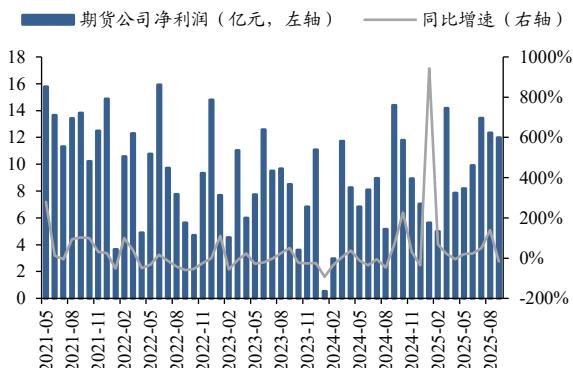
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，我们预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 9 月 30 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 93 家风险管理公司备案试点业务。9 月期货风险管理公司实现业务收入 101.26 亿元，环比 8 月增加 2.72 亿元，净利润 1.68 亿元，环比 8 月增加 0.06 亿元。

图11：期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图12：期货公司净利润及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保、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，我们预计负债端将显著改善，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2：上市券商估值表（2025年11月21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	27.30	4046	19.4	13.8	12.5	1.5	1.4	1.3
300059.SZ	东方财富	23.30	3682	38.3	29.7	26.1	4.6	4.0	3.6
601211.SH	国泰海通	18.87	3327	13.6	12.3	13.1	1.1	1.1	1.0
601688.SH	华泰证券	20.64	1863	12.7	10.9	9.8	1.1	1.0	0.9
601881.SH	中国银河	15.88	1736	19.6	12.0	10.9	1.6	1.4	1.2
000166.SZ	申万宏源	5.17	1295	24.6	16.8	15.3	1.2	1.2	1.1
000776.SZ	广发证券	21.10	1605	18.3	11.8	10.5	1.3	1.1	1.0
601995.SH	中金公司	34.89	1684	33.7	19.5	17.2	1.8	1.5	1.4
601066.SH	中信建投	24.80	1924	31.4	17.7	15.3	2.5		
600999.SH	招商证券	16.23	1411	14.4	11.5	10.4	1.2	1.1	1.0
600958.SH	东方证券	10.40	884	28.1	15.0	13.5	1.2	1.1	1.0
002736.SZ	国信证券	13.00	1331	18.1	12.0	10.5	1.4	1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	6.55	566	27.5	17.0	15.2	1.0	0.9	0.9
601788.SH	光大证券	17.49	806	30.2	24.0	22.2	1.4		
601878.SH	浙商证券	10.91	499	22.3	20.6	18.0	1.4	1.3	1.3
600918.SH	中泰证券	6.58	455	59.8	30.1	27.5	1.2	1.0	1.0
601555.SH	东吴证券	8.99	447	18.7	13.0	11.9	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	8.01	443	26.7	14.4	13.7	1.3	1.1	1.0
601901.SH	方正证券	7.80	642	28.9	15.7	15.0	1.3	1.3	1.2
002939.SZ	长城证券	9.99	403	25.6	18.5	17.4	1.3	1.3	1.2
000686.SZ	东北证券	8.98	210	24.3			1.1		
600109.SH	国金证券	9.14	339	20.2	14.5	13.5	1.0	1.0	0.9
002673.SZ	西部证券	7.94	355	25.3	24.0	22.8	1.2		
601236.SH	红塔证券	8.47	400	52.9	32.8	22.9	1.6	1.6	1.6
601108.SH	财通证券	8.07	375	16.1	13.5	12.1	1.0	1.0	0.9
000728.SZ	国元证券	8.18	357	16.0	12.3	11.3	1.0	0.9	0.9
601198.SH	东兴证券	13.13	424	27.5			1.5		
000750.SZ	国海证券	4.20	268	60.0	49.8	42.0	1.2	1.1	1.1
002926.SZ	华西证券	9.64	253	34.4			1.1		
601375.SH	中原证券	4.25	197	80.2			1.4		
002500.SZ	山西证券	5.98	215	29.9			1.2		
600155.SH	华创云信	7.02	155	234.0			0.8		
600909.SH	华安证券	6.28	294	19.6	15.7	14.3	1.3	1.2	1.2
601696.SH	中银证券	12.66	352	38.4			2.0		
002797.SZ	第一创业	6.83	287	31.0	29.3	26.5	1.8	1.7	1.6
600369.SH	西南证券	4.44	295	40.4			1.1		
601456.SH	国联民生	10.11	574	72.2	26.9	24.3	1.5	1.2	1.2
601990.SH	南京证券	8.11	299	30.0			1.7		
600095.SH	湘财股份	11.21	321	293.5	71.9	58.9	2.7	2.7	2.6
600906.SH	财达证券	6.76	219	32.2			1.8		
601099.SH	太平洋	4.08	278	127.5			2.9		

002945.SZ	华林证券	14.84	401	114.2		6.0		
600621.SH	华鑫股份	15.20	161	44.7		1.9		
	大券商平均			22.0	14.8	13.4	1.4	1.2
	平均			46.0	20.9	18.5	1.5	1.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 11 月 21 日收盘价)

注: 1) 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。2) 天风证券、锦龙股份、哈投股份、国盛证券估值波动较大, 已被剔除。

表3: 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格	EV (元)					1YrVNB (元)		
		A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023
中国平安-A	58.91		78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57
中国人寿-A	43.48		43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19
新华保险-A	65.40		81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00
中国太保-A	34.63		54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38
中国人保-A	8.55		6.52	6.92	7.89	9.02	0.08	0.15	0.26
证券简称	价格	P/EV (倍)					VNBX (倍)		
		A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023
中国平安-A	58.91		0.75	0.77	0.75	0.71	-12.18	-10.21	-12.26
中国人寿-A	43.48		1.00	0.97	0.88	0.82	-0.04	-0.86	-5.11
新华保险-A	65.40		0.80	0.81	0.79	0.72	-21.28	-15.36	-8.70
中国太保-A	34.63		0.64	0.63	0.59	0.56	-20.26	-17.90	-17.27
中国人保-A	8.55		1.31	1.24	1.08	0.95	24.29	11.11	2.55
证券简称	价格	EPS (元)					BVPS (元)		
		A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023
中国平安-A	58.91		6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99
中国人寿-A	43.48		2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03
新华保险-A	65.40		6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85
中国太保-A	34.63		3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29
中国人保-A	8.55		0.57	0.51	0.97	1.15	5.04	5.48	6.08
证券简称	价格	P/E (倍)					P/B (倍)		
		A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023
中国平安-A	58.91		9.66	12.52	8.47	7.94	1.23	1.19	1.16
中国人寿-A	43.48		18.43	26.61	11.49	11.44	3.36	2.58	2.41
新华保险-A	65.40		9.49	23.44	7.78	6.99	2.08	1.94	2.12
中国太保-A	34.63		8.91	12.24	7.41	6.78	1.70	1.34	1.14
中国人保-A	8.55		14.90	16.60	8.82	7.42	1.70	1.56	1.41

数据来源: 保险公司历年财报, Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 11 月 21 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>