

非银金融行业跟踪周报

吴清提出拓宽券商资本空间；保险优化股票风险因子

增持（维持）

2025年12月07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

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12月01日-2025年12月05日）非银金融各子板块中仅保险行业跑赢沪深300指数。保险行业上涨5.13%，证券行业上涨1.20%，多元金融行业上涨1.02%，非银金融整体上涨2.33%，沪深300指数上涨1.28%。

■ **证券：交易量环比下降；券商资本空间或将适度放开。** 1) 12月交易量环比下降。截至12月05日，12月日均股基成交额为19654亿元，较上年12月上涨11.93%，较上月下降12.30%。截至12月04日，两融余额24839亿元，同比提升33.64%，较年初增长33.21%。截至12月05日，12月IPO发行3家，募集资金126.15亿元（按发行日统计）。2) 证监会就《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》公开征求意见。主要内容包括：①完善上市公司治理要求。②进一步强化信息披露监管，重点打击防范上市公司信息披露“财务造假”。③规范并购重组行为，支持产业整合升级和企业转型。④加强投资者保护，明确主动退市中投资者保护安排。⑤严厉打击违法违规行。3) 证监会主席吴清表态，适度提升优质券商的资本空间。12月6日，证监会主席吴清围绕证券行业高质量发展发表致辞，主要内容包括：①证券公司专业服务能力要展现新提升。②适度提升优质券商的资本空间。对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率。③证券公司要坚决摒弃简单拼规模、比增速、争排名，切实把重心聚焦到高质量发展上来。4) 《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿下发，强化盈利比等指标。中基协近日修订形成了《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》，主要修订内容包括：①要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，纳入产品实际盈亏、业绩比较基准对比情况等指标，明确三年以上中长期指标占比不少于80%。②要求过去三年业绩不佳、投资者亏损较大的基金产品，相关基金经理绩效薪酬、分红频率与分红比例应当下降。5) 12月05日证券行业（未包含东方财富）2025E平均PB估值1.3x。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、同花顺等。

■ **保险：优化股票风险因子要求；保险业总资产突破40万亿。** 1) 监管优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势。金监总局官网《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，根据持仓时间差异化设置风险因子，引导险资加强长期投资。《新规》是此前5月金监总局已经预告的“稳股市”举措。我们认为，相比缓解险企资本压力，新规本意更在于引导长期资金入市。保险资金权益投资2025年以来已显著提升，未来负债端调整将打开配置空间。2) 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，保险行业总资产40.4万亿元，较年初增长12.5%。保险公司原保险保费收入5.2万亿元，同比增长8.5%；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%。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年12月05日保险板块估值0.61-0.97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**：11月全国期货交易市场成交量为7.70亿手，成交额为66.61万亿元，同比分别增长13.54%和增长7.11%。2025年10月期货行业净利润8.64亿元，同比下降26.72%，环比2025年9月下降27.88%。3) **其他**：金监总局发布《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》，引导金融租赁公司发挥“融资+融物”独特功能，专注主业，做精专业，提升服务实体经济高质量发展的能力和水平。

■ **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

行业走势



相关研究

《适度提升优质券商的资本空间，聚焦券商高质量发展》

2025-12-06

《优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势》

2025-12-06

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、中国太保、中信证券、同花顺**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。

内容目录

1. 非银行金融子行业近期表现	5
2. 非银行金融子行业观点	6
2.1. 证券：交易量环比下降；券商资本空间将适度放开	6
2.2. 保险：优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势	8
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	10
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	10
2.3.2. 期货：2025 年 11 月成交额同比增长	11
2.3.3. 其他：金监总局发布《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》	12
3. 行业排序及重点公司推荐	13
4. 风险提示	16

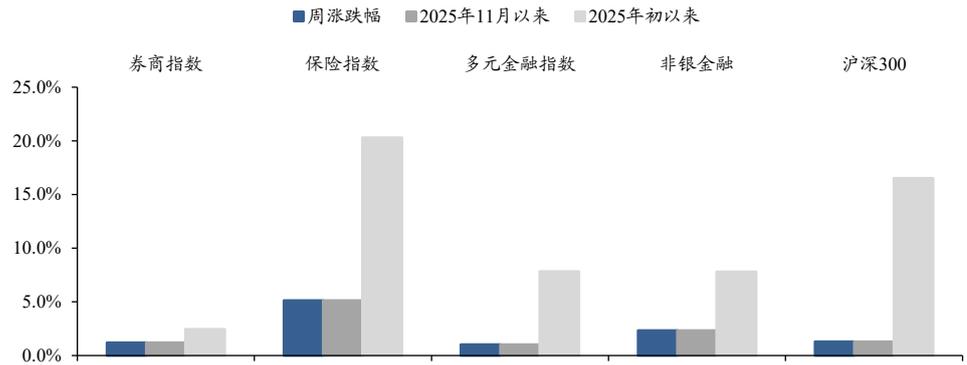
图表目录

图 1:	最近 5 个交易日 (2025.12.01-2025.12.05) 非银金融子行业表现	5
图 2:	2025 年以来仅保险行业跑赢沪深 300	5
图 3:	2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	6
图 4:	2025Q3 保险资金重仓流通股结构	9
图 5:	保险资金对沪深 300 及红利 100 成分股持仓市值 (亿元)	9
图 6:	10 年期中债国债到期收益率 (%)	10
图 7:	信托行业经营收入和利润	11
图 8:	信托资产种类分布 (%)	11
图 9:	期货行业市场成交量及增速	11
图 10:	期货行业市场成交额及增速	11
图 11:	期货公司营业收入及增速	12
图 12:	期货公司净利润及增速	12
表 1:	各指数涨跌情况	6
表 2:	监管多次下调股票资产风险因子	9
表 3:	上市券商估值表 (2025 年 12 月 05 日)	14
表 4:	上市保险公司估值及盈利预测	15

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 12 月 01 日-2025 年 12 月 05 日）非银行金融各子板块中仅保险行业跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 5.13%，证券行业上涨 1.20%，多元金融行业上涨 1.02%，非银行金融整体上涨 2.33%，沪深 300 指数上涨 1.28%。

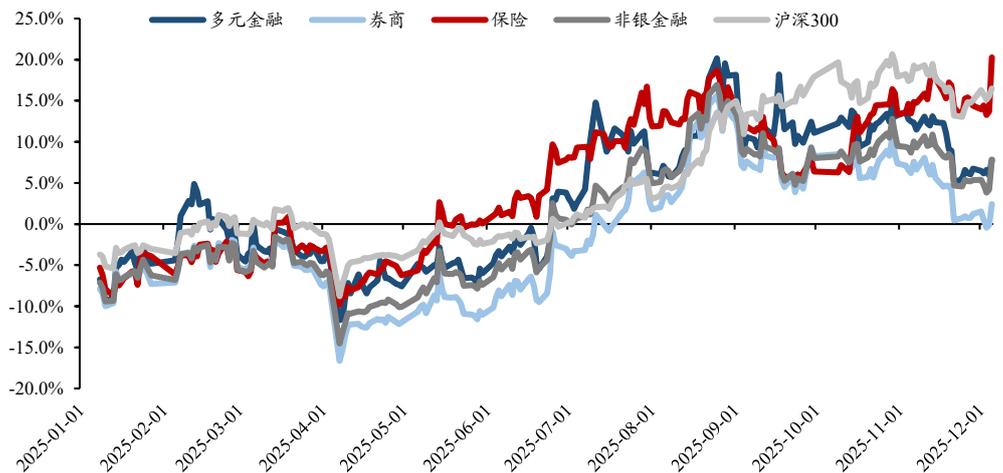
图1：最近 5 个交易日（2025.12.01-2025.12.05）非银行金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 12 月 05 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 20.28%，多元金融行业上涨 7.85%，券商行业上涨 2.44%，非银行金融整体上涨 7.80%，沪深 300 指数上涨 16.51%。

图2：2025 年以来仅保险行业跑赢沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 12 月 05 日）

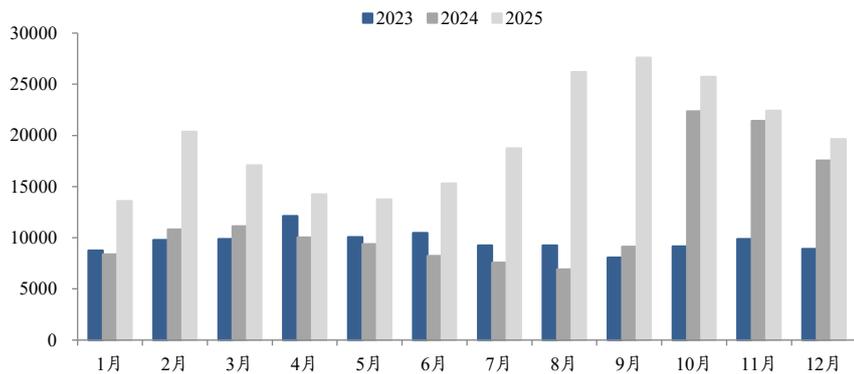
公司层面（剔除 ST、*ST 股票），最近 5 个交易日中，保险行业中，中国太保、中国平安表现较好，中国人保涨幅较小；证券行业中，中银证券、兴业证券表现较好，天风证券相对落后；多元金融行业中，瑞达期货表现较好，江苏金租相对落后。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量环比下降；券商资本空间将适度放开

2025年12月至今交易量环比下降。截至2025年12月05日，2025年12月日均股基交易额为19654亿元，较上年12月上涨11.93%，较上月下降12.30%。截至12月04日，两融余额24839亿元，同比提升33.64%，较年初增长33.21%。截至2025年12月05日，12月IPO发行3家，募集资金126.15亿元（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12月05日）

12月权益市场上行。截至2025年12月05日，2025年12月沪深300指数上涨1.28%，上年12月上涨0.47%，2025年11月下跌2.46%；创业板指数上涨1.86%，上年12月下跌3.71%，2025年11月下跌4.23%；上证综指上涨0.37%，上年12月上涨0.76%，2025年11月下跌1.67%；中债总全价指数下跌0.32%，上年12月上涨1.89%，2025年11月下跌0.39%；万得全A指数上涨0.72%，上年12月下跌1.96%，2025年11月下跌2.22%。

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12月	1.28%	1.86%	0.37%	-0.32%	0.72%
2025年11月	-2.46%	-4.23%	-1.67%	-0.39%	-2.22%
2024年12月	0.47%	-3.71%	0.76%	1.89%	-1.96%
2024年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025年至今累计	16.51%	45.19%	16.44%	-2.36%	24.47%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年12月05日）

证监会就《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》公开征求意见。2025年12月05日，证监会研究起草了《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》。《条例》以推动提高上市公司质量和夯实监管执法及投资者保护基础为主要内容，依法规范上市公司及相关各方的行为，努力夯实资本市场高质量发展的基础。《条例》共八章、七十四

条，除总则和附则外，主要内容包括：①完善上市公司治理要求，规范治理架构以及控股股东、实际控制人、董事、高管等关键少数的行为，促进提升治理的有效性，夯实上市公司高质量发展的根基。②进一步强化信息披露监管。特别是针对上市公司信息披露“财务造假”，通过健全上市公司内部监督制约、追责追偿机制，禁止第三方配合造假等方式，多维度予以重点打击和防范。③规范并购重组行为。细化完善上市公司收购、重大资产重组等规定，进一步明确财务顾问的职责定位和独立性要求，支持产业整合升级和企业转型。④加强投资者保护。对市值管理、现金分红、股份回购等作出明确要求，推动上市公司提升投资价值、增强回报投资者意识。明确主动退市中投资者保护安排，防范上市公司规避退市、利用破产重整损害投资者利益。⑤严厉打击违法违规行，细化国务院证券监督管理机构在依法履职过程中可以采取的措施，对占用担保、配合造假等行为设置专门罚则。

证监会主席吴清表态，适度提升优质券商的资本空间。12月6日，在中国证券业协会第八次会员大会上，证监会主席吴清围绕证券行业高质量发展发表致辞，主要内容包括：①证券公司专业服务能力要展现新提升。强化业务协同，提升IPO、并购重组服务的专业性和影响力，深度参与企业价值创造。要注重加强承销保荐和定价能力建设，促进一二级市场协调平稳发展。要提升财富管理服务能力。进一步强化与投资者的利益绑定，加快健全以投资者回报为核心的评价体系，推动经纪业务、投顾业务和综合财富管理的转型发展。对于各类中长期资金，要做好产品、交易、做市、风险管理等全方位支持，更好助力完善“长钱长投”的市场生态。要提升跨境金融综合服务能力。②适度提升优质券商的资本空间。监管政策上，证监会将着力强化分类监管、“扶优限劣”。对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率；对中小券商、外资券商在分类评价、业务准入等方面探索实施差异化监管，促进特色化发展；对于少数问题券商要依法从严监管，违法的从严惩治。③行业功能发挥要迈上新台阶。证券公司要坚决摒弃简单拼规模、比增速、争排名，切实把重心聚焦到高质量发展上来。要牢牢把握服务实体经济这个根本。始终从实体企业和产业发展需要出发优化业务结构、创新产品工具，围绕做好金融“五篇大文章”，加大资金、人才、技术等方面资源投入，力戒脱实向虚、自我循环。要突出服务新质生产力发展这个重点。

《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿下发，强化盈利比等指标。中基协近日修订形成了《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》，该指引已下发至部分基金公司，就指引条文内容以及指引是否损害公平竞争、中小投资者权益保护事项征求意见。主要修订内容包括：①明确基金公司薪酬管理要求。要求基金公司建立薪酬总额管理机制、优化内部薪酬分配结构等要求，并将递延支付金额不少于40%的人员范围扩展至董事长、高管及主要业务部门负责人、分支机构负责人和核心业务人员。鼓励基金公司按照有关法律法规规定建立企业年金，支持员工参加个人养老金制度，实现薪酬机制与养老保险制度有机结合。②改革基金公司绩效考核机制。要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，纳入产品实际盈亏、业绩比较基准对比情况等指标，

明确三年以上中长期指标占比不少于 80%，并对高管、投资人员、销售人员设置差异化考核指标和权重。③建立与投资者利益绑定机制。要求基金公司高管、主要业务部门负责人、基金经理等各类人员在原跟投比例基础上提高 10%，且持有期限不得少于一年。要求过去三年业绩不佳、投资者亏损较大的基金产品，相关基金经理绩效薪酬、分红频率与分红比例应当下降，强化基金经理绩效薪酬、股东分红与投资者利益绑定。④明确指标计算方式、人员范围等其他要求。统一基金利润率、盈利投资者占比的计算式，明确主要业务部门包括基金投资、研究和销售等部门，核心业务人员包括基金经理、主要业务部门的相关管理人员等，细化行业落地操作要求。

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 12 月 05 日）券商行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.3x。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：优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势

金监总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，进一步引导保险公司提高长期投资管理能力和发挥耐心资本作用。1)《新规》是此前 5 月金监总局已经预告的“稳股市”举措。5 月金监总局局长李云泽在国新办新闻发布会提出三条支持和活跃资本市场举措：①批复 600 亿元长期股票投资试点、②将股票投资的风险因子进一步调降 10%、③推动完善长周期考核机制。本次《新规》是其中第二条举措的正式落地。2)《新规》主要内容：根据持仓时间差异化设置风险因子，引导险资加强长期投资。①持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27。该持仓时间根据过去六年加权平均持仓时间确定。②持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。该持仓时间根据过去四年加权平均持仓时间确定。3)我们认为，相比缓解险企资本压力，新规本意更在于引导长期资金入市。我们预计新规对险企短期偿付能力影响有限。尽管由于 2025Q3 利率上行导致部分险企偿付能力充足率有所下降，但 Q3 末行业综合、核心偿付能力分别为 186.3%和 134.3%，仍显著高于 100%和 50%的监管红线。此外，我们预计当前险企实际持仓超过 2 年的股票较少，风险因子下调对险企短期偿付能力影响不大，带来的边际资金释放也比较有限。我们认为新规主要目的应在引导险资长期持股。本次调整主要面向沪深 300、中证红利和科创板标的，兼顾稳健蓝筹和优质成长标的，同时提出 2-3 年持仓时间要求，目的在于培育壮大耐心资本、支持科技创新。通过鼓励险资入市、长期持有，有助于在带来增量资金的同时，降低市场波动。4)保险资金权益投资 2025 年已显著提升，未来需依靠负债端调整打开配置空间。短期看，2025Q3 末产、寿险公司“股票+基金”合计余额 5.59 万亿元，前三季度累计增加 1.5 万亿元。股票+基金合计占比达 15.5%，为 2014 年以来最高值，显著高于此前 12%-13%的平均水平；加上长股投则合计占比为 23.4%，

短期继续提升空间有限。但在保费持续流入、投资资产快速提升背景下，即便按当前比例，我们预计 2026 年险资新增二级市场权益投资规模仍在万亿元左右。长期看，伴随负债端分红险等浮动收益型业务占比提升，保险资金风险偏好和权益配置比例中枢也将有所提高，因此未来险资权益投资比例仍有提升余量。

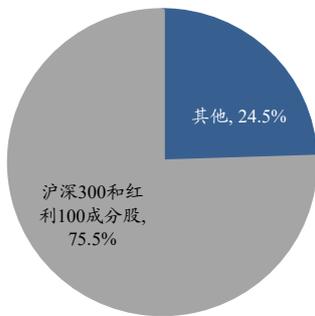
表2: 监管多次下调股票资产风险因子

资产大类	资产明细类别	一期基础因子	二期基础因子	2023.09	2025.12
股票	沪深主板股	0.31	0.35	0.3 (沪深 300 成分股)	0.27 (持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股)
	中小板股	0.41	0.45	-	-
	创业板股	0.48	0.45	-	-
	科创板股	/	0.45	0.4	0.36 (持仓时间超过两年的科创板普通股)
股权投资	未上市股权	0.28	0.41	0.4 (国家战略性新兴产业)	-
	未上市股权投资 (无法穿透)	0.31	0.6	-	-
REITs	无法穿透部分	/	0.6	0.5	-

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

注：/表示无相关规定，-表示与此前规定相比无变化。

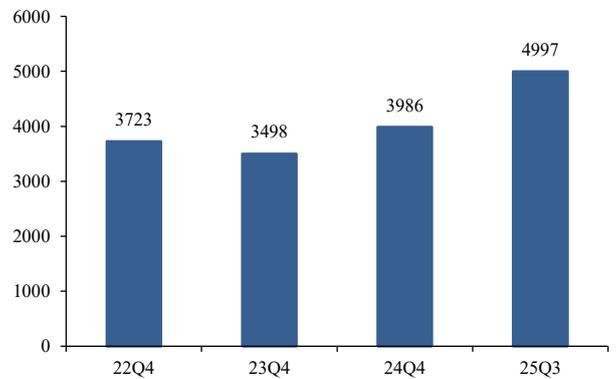
图4: 2025Q3 保险资金重仓流通股结构



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：①以上数据为保险公司重仓流通股口径；②剔除了国寿集团对中国人寿持股、中国平安对平安银行持股以及长期服务计划持股

图5: 保险资金对沪深 300 及红利 100 成分股持仓市值 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

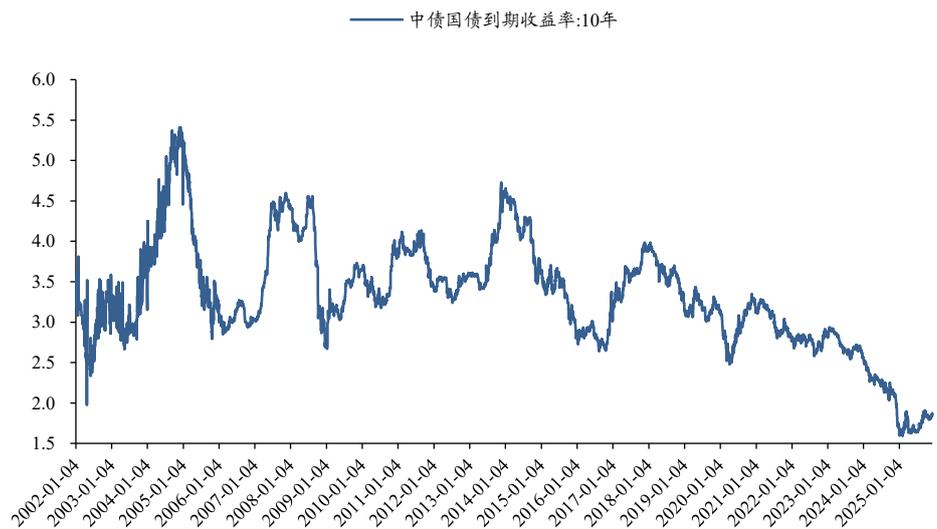
注：①以上数据为保险公司重仓流通股口径；②剔除了国寿集团对中国人寿持股、中国平安对平安银行持股以及长期服务计划持股

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 12 月 05 日保险板块估值 0.61-0.97 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 12 月 06 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

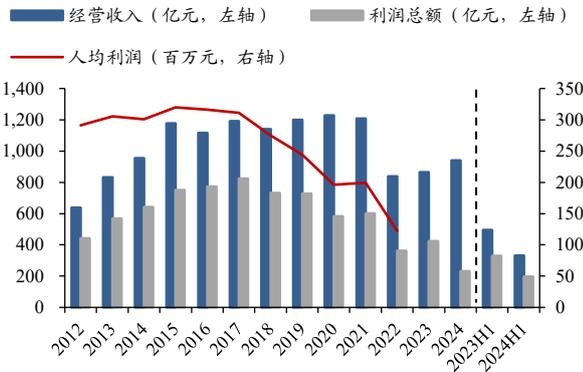
2.3.1. 信托：2024 年信托资产规模持续增长，利润总额大幅下滑

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%。

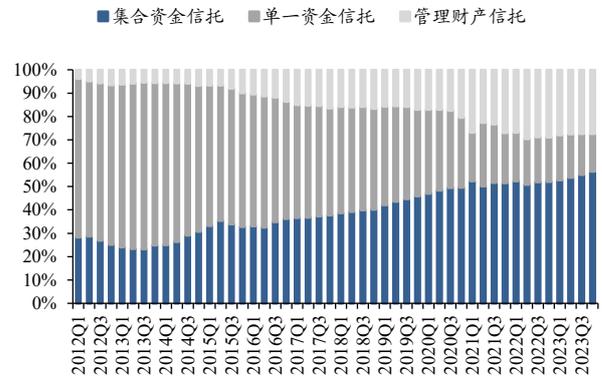
行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

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 (%)



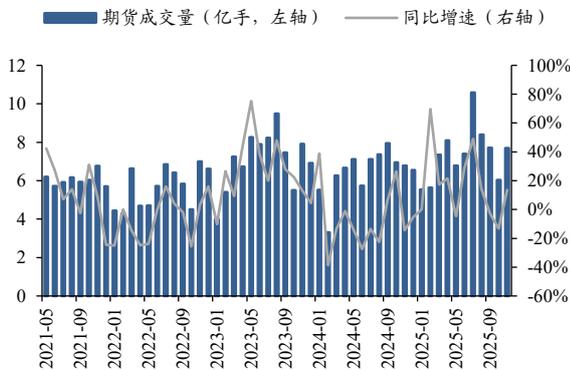
数据来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

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 11 月成交额同比增长

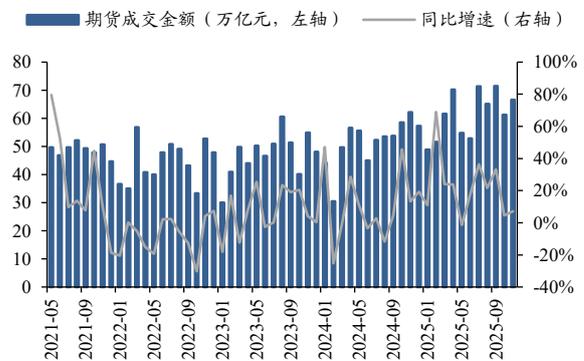
2025 年 11 月期货行业市场成交额同比增长。根据期货业协会数据，以单边计算，11 月全国期货交易市场成交量为 7.70 亿手，成交额为 66.61 万亿元，同比分别增长 13.54% 和增长 7.11%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

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

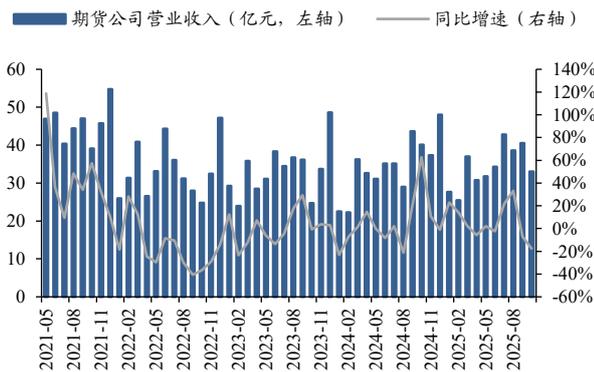


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025年10月期货公司利润同比下降。截至2025年10月末，全国共有150家期货公司，分布在29个辖区。2025年10月实现营业收入33.06亿元，同比下降17.58%，环比2025年9月下降18.45%；净利润8.64亿元，同比下降26.72%，环比2025年9月下降27.88%。（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）。

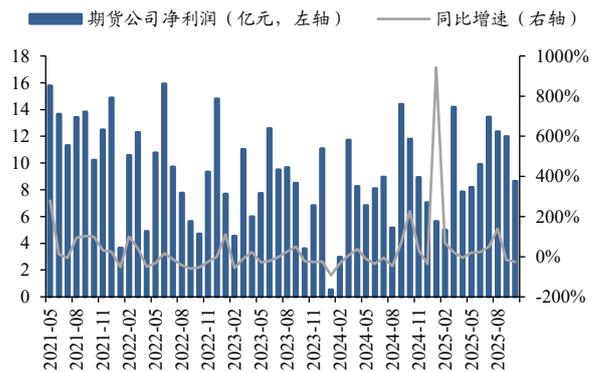
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，我们预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至2025年10月31日，共有92家期货公司在协会备案设立95家风险管理公司，其中有93家风险管理公司备案试点业务。10月期货风险管理公司实现业务收入25.13亿元，环比9月下降40.68亿元，净利润4.10亿元，环比9月增加2.42亿元。

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

2.3.3. 其他：金监总局发布《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》

金监总局发布《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》。2025年12月05日，为深入贯彻落实中央金融工作会议精神，引导金融租赁公司聚焦主责主业，发挥特色金融功能，规范开展融资租赁业务，提升服务实体经济高质量发展的能力和水平，金融监管总局制定发布了《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》。主要内容包括：①聚焦主责主业。《办法》聚焦金融租赁公司融资租赁业务的特色功能，强调以租赁物为核心，以直接租赁业务的流程及其管理要求为主线，兼顾售后回租、经营性租赁等其他业务特征，分别作出相应规定。②规范业务管理流程。细化尽职调查、审查审批、合同订立与执行、租后管理等全流程操作规范，提升金融租赁公司经营活动的规范性。③强化风险防控。针对融资租赁业务的信用风险、集中度风险、操作风险等重点风险领域，以及对经营性

租赁资产管理、境外业务管理、员工行为管理中的关键环节提出相应风险管理要求。本次《办法》出台有利于引导金融租赁公司发挥“融资+融物”独特功能，专注主业，做精专业，在服务国家战略、支持实体经济高质量发展等方面更好发挥功能作用。

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、中国太保、中信证券、同花顺等。

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3: 上市券商估值表 (2025 年 12 月 05 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	27.86	4129	19.8	14.0	12.7	1.6	1.4	1.3
300059.SZ	东方财富	23.31	3684	38.3	29.7	26.1	4.6	4.0	3.6
601211.SH	国泰海通	19.73	3478	14.2	12.9	13.7	9.3	1.1	1.1
601688.SH	华泰证券	21.80	1968	13.5	11.5	10.3	1.2	1.0	1.0
601881.SH	中国银河	15.96	1745	19.7	12.0	11.0	1.6	1.4	1.2
000166.SZ	申万宏源	5.19	1300	24.7	16.9	15.4	1.2	1.2	1.1
000776.SZ	广发证券	21.29	1619	18.5	11.9	10.6	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	25.72	1995	32.6	18.4	15.8	2.6		
600999.SH	招商证券	16.52	1437	14.6	11.7	10.6	1.2	1.1	1.0
600958.SH	东方证券	10.53	895	28.5	15.2	13.7	1.2	1.1	1.0
002736.SZ	国信证券	13.12	1344	18.2	12.1	10.6	1.4	1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	7.20	622	30.2	18.7	16.7	1.1	1.0	1.0
601788.SH	光大证券	17.52	808	30.2	24.0	22.2	1.4		
601878.SH	浙商证券	11.04	505	22.5	20.8	18.2	1.4	1.3	1.3
600918.SH	中泰证券	6.79	538	61.7	35.6	32.4	1.3	1.2	1.2
601555.SH	东吴证券	9.03	449	18.8	13.1	11.9	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	8.15	451	27.2	14.7	13.9	1.3	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.77	640	28.8	15.6	14.9	1.3	1.2	1.2
002939.SZ	长城证券	10.46	422	26.8	19.4	18.2	1.4	1.3	1.3
000686.SZ	东北证券	9.23	216	24.9			1.1		
600109.SH	国金证券	9.28	344	20.5	14.7	13.7	1.0	1.0	0.9
002673.SZ	西部证券	8.05	360	25.6	24.4	23.1	1.2		
601236.SH	红塔证券	8.52	402	53.3	33.0	23.0	1.6	1.6	1.6
601108.SH	财通证券	8.32	386	16.6	14.0	12.5	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	8.34	364	16.4	12.5	11.6	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	4.27	273	61.0	50.6	42.7	1.2	1.1	1.1
002926.SZ	华西证券	9.60	252	34.3			1.1		
601375.SH	中原证券	4.35	202	82.1			1.4		
002500.SZ	山西证券	6.06	218	30.3			1.2		
600155.SH	华创云信	6.95	154	231.7			0.8		
600909.SH	华安证券	6.48	303	20.3	16.2	14.8	1.4	1.3	1.2
601696.SH	中银证券	13.94	387	42.2			2.2		
002797.SZ	第一创业	6.91	290	31.4	29.7	26.8	1.8	1.7	1.6
600369.SH	西南证券	4.49	298	40.8			1.2		
601456.SH	国联民生	10.63	604	75.9	28.3	25.6	1.6	1.3	1.2
601990.SH	南京证券	8.08	298	29.9			1.7		
600095.SH	湘财股份	11.70	335	306.3	71.8	58.5	2.8	2.8	2.7
600906.SH	财达证券	6.87	223	32.7			1.9		
601099.SH	太平洋	4.17	284	130.3			2.9		

002945.SZ	华林证券	14.85	401	114.2			6.0		
600621.SH	华鑫股份	15.43	164	45.4			1.9		
大券商平均				22.3	15.0	13.6	2.2	1.2	1.1
平均				46.9	21.4	18.9	1.8	1.3	1.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 12 月 05 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4：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	2024	2025E
中国平安-A	61.99	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿-A	45.40	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险-A	67.03	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保-A	37.61	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保-A	8.75	6.52	6.92	7.89	9.02	0.08	0.15	0.26	0.31

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	61.99	0.79	0.81	0.79	0.75	-10.23	-8.41	-10.29	-11.71
中国人寿-A	45.40	1.04	1.02	0.92	0.85	1.46	0.61	-3.50	-6.08
新华保险-A	67.03	0.82	0.83	0.81	0.74	-19.18	-13.68	-7.89	-8.44
中国太保-A	37.61	0.70	0.68	0.64	0.61	-17.14	-15.29	-15.10	-15.96
中国人保-A	8.75	1.34	1.26	1.11	0.97	26.68	12.48	3.31	-0.86

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	61.99	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿-A	45.40	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险-A	67.03	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保-A	37.61	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
中国人保-A	8.75	0.57	0.51	0.97	1.15	5.04	5.48	6.08	6.71

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	61.99	10.17	13.18	8.92	8.35	1.30	1.26	1.22	1.08
中国人寿-A	45.40	19.24	27.79	12.00	11.94	3.51	2.69	2.52	2.44
新华保险-A	67.03	9.73	24.03	7.97	7.16	2.13	1.99	2.17	1.98
中国太保-A	37.61	9.68	13.29	8.05	7.37	1.84	1.45	1.24	1.10
中国人保-A	8.75	15.25	16.99	9.03	7.59	1.74	1.60	1.44	1.30

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 12 月 05 日收盘价）

注：盈利预测均来自于内部预测。

4. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期:** 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度, 造成证券行业收入下滑, 同时将直接影响居民购买力及保险需求;
- 2) **政策趋紧抑制行业创新:** 若宏观经济出现超预期下滑, 势必造成非银金融行业监管政策趋于审慎, 非银金融企业开拓新盈利增长点势必受限;
- 3) **市场竞争加剧风险:** 行业竞争加剧情况下, 市场出清速度加快, 中小型券商及险企面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>