

# 盈利修复下的生态重构——非银行业2025年报总结与Q3策略指引

证券分析师： 夏聿印

分析师登记编号： S1190523030003

证券分析师： 王子钦

分析师登记编号： S1190526010001

## 报告摘要

### ➤ 宏观经济韧性充足，权益市场表现亮眼

2025年中国经济顶压前行，全年GDP达140.19万亿元，顺利实现5%增长目标。货币政策“量价同降”，逆周期调节力度加大，财政政策“更加积极”。权益市场结构性牛市突出，创业板指涨49.57%创近6年最大涨幅，全年成交额首破400万亿元。债券市场发行稳步增长，10年期国债收益率在1.60%-1.90%区间震荡。

### ➤ 券商业绩实现高增，估值处于历史低位

证券行业景气度进入新一轮扩张周期。2025年独立上市券商营收合计5471.22亿元，同比+29.7%，归母净利润合计2124.8亿元，同比+43.7%，年化平均ROE回升至6.65%。自营业务为第一大营收来源，占比约41%，同时也是决定业绩的核心变量，总投资收益2633.19亿元，同比+23.9%。经纪业务充分受益于交投爆发，日均股基成交额20538亿元，同比+69.71%，代理买卖净收入同比+50.8%。投行业务在低基数下边际改善，IPO募资1317.71亿元，同比+96%。当前券商板块PE-TTM估值为15.02x，位于近5年期2.30%分位数，安全边际充足。

### ➤ 寿险转型效用释放，财险盈利显著修复

2025年A+H股七家上市险企归母净利润全面正增长，增速最快为中国太平(+250.7%)，其次为中国人寿(+44.1%)、新华保险(+38.3%)。寿险保费稳健增长，分红险转型持续推进，银保渠道“报行合一”与“1+3”限制取消推动银保渠道量价齐升，带动NBV维持高增速。财险综合成本率多数改善，人保财、平安财、太保财均同比优化，主因为费用率改善。权益资产配置比例提升，股票投资占比较年初大幅增加，在权益牛市驱动下总投资收益率均同比提升。当前保险板块PB-LF估值为1.27x，位于近5年期40.40%分位数，估值处于历史中等偏低水平。

### ➤ 投资建议

券商板块建议关注：1、充分受益于交投高活跃度、流量变现能力较强的互联网券商，如【东方财富】【同花顺】；2、投研驱动力强、自营业务超额收益显著的券商，如【长江证券】【财通证券】【东方证券】。保险板块建议关注：1、权益占比较高、业绩弹性大的纯寿险标的，如【中国人寿】【新华保险】；2、经营稳健、负债端修复趋势明确的标的，如【中国太保】。

### ➤ 风险提示

政策落地不及预期、宏观经济表现存在预期差、资本市场大幅波动、海外地缘冲突加剧。

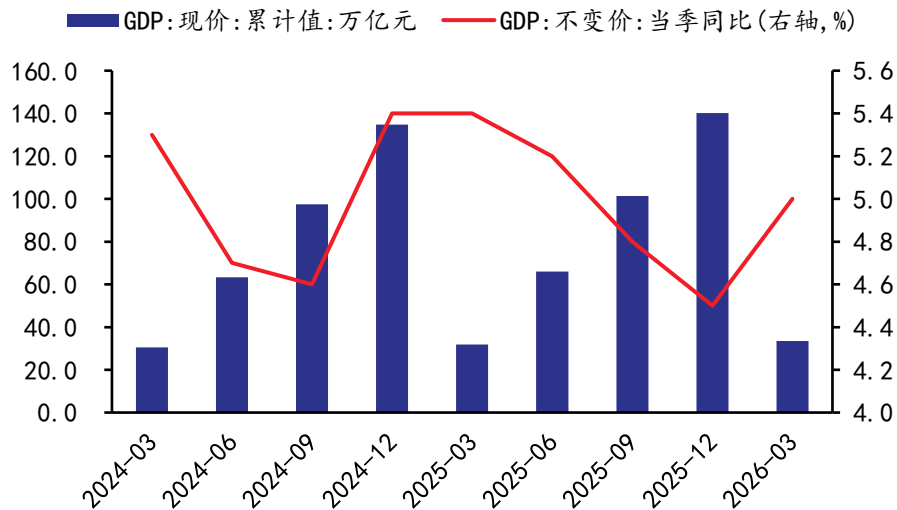
## 目录

- 1、宏观经济韧性充足，权益市场表现亮眼
- 2、券商业绩实现高增，估值处于历史低位
- 3、寿险转型效用释放，财险盈利显著修复
- 4、投资建议

## 1.1 宏观经济顶压前行，内需仍处恢复阶段

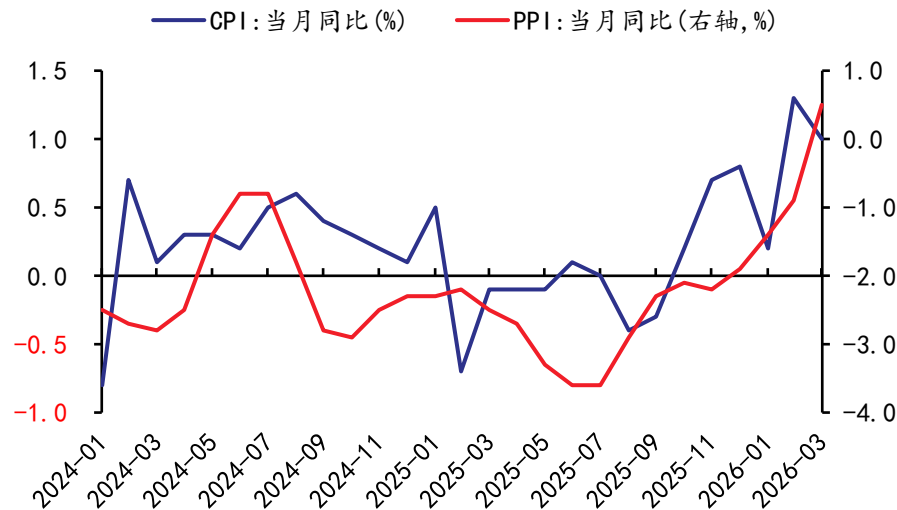
- 2025年中国经济顶压前行，顺利实现5%增长目标。**2025年全年我国GDP达140.19万亿元，各季度增速呈“前高后低”走势，一季度5.4%、二季度5.2%、三季度4.8%、四季度4.5%，逐季回落但总体平稳。其中第三产业增加值增长5.4%，对经济增长的贡献率达57.7%，服务业稳定器作用凸显。
- 物价水平总体温和不，内需仍处恢复阶段。**全年CPI同比持平，12月CPI同比上涨0.8%为近年最大涨幅，2025年3月以来核心CPI同比连续正增；全年PPI同比下降2.6%，但10月以来PPI环比连续上涨，显示工业品价格压力逐步缓解。

图表1：2024-2026Q1 GDP及当季同比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表2：2024-2026Q1 CPI及PPI走势



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 1.2 货币政策“量价同降、结构发力”

- 货币政策“量价同降”，逆周期调节力度明显加大。2025年央行综合运用降准、降息、结构性工具等多项政策：总量上5月降准0.5个百分点释放长期流动性约1万亿元；价格上同期政策利率下调0.1个百分点，住房公积金贷款利率下调0.25个百分点；结构上9月设立5000亿元新型政策性金融工具，重点支持数字经济、人工智能等新增长领域。

图表3：2025年重要货币政策梳理

时间	政策工具	主要内容	影响/意义
2025年1月	货币政策定调	中央经济工作会议定调2025年货币政策为“适度宽松”，为2008年以来首次调整	释放强烈逆周期调节信号
2025年3月	MLF改革	开展4500亿元MLF操作，由单一价位中标改为多重价位中标，MLF利率政策属性完全退出	7天逆回购利率正式成为主要政策利率，货币框架重大改革
2025年4月	政治局会议	部署“加强超常规逆周期调节”，要求“适时降准降息”	明确5月政策发力导向
2025年5月7日	降准	下调存款准备金率0.5个百分点，释放长期流动性约1万亿元；汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率从5%降至0%	年内首次全面降准，释放中长期资金约1万亿
2025年5月7日	降息	公开市场7天逆回购操作利率从1.50%下调至1.40%，下调0.1个百分点	政策利率正式下调10BP，央行宽松立场明确
2025年5月7日	再贷款利率调整	下调再贷款利率0.25个百分点：3个月1.2%、6个月1.4%、1年期1.5%、抵押补充贷款利率2.0%	降低银行负债成本
2025年5月7日	科技创新再贷款	新增科技创新和技术改造再贷款额度3000亿元，总额达8000亿元	支持“两新”政策扩围，助力科技创新
2025年5月7日	科创债券	央行与证监会联合发布支持科技创新债券有关事宜的公告，“科技板”正式落地	加大对科技企业债券融资支持
2025年5月9日	服务消费再贷款	设立服务消费与养老再贷款，引导金融机构加大对服务消费和养老产业支持	扩消费、惠民生
2025年5月20日	LPR下调	1年期LPR从3.1%降至3.0%，5年期以上从3.6%降至3.5%，均下降10个基点	实体融资成本下降，利率进一步向下传导
2025年7月	保障性住房再贷款	拓宽保障性住房再贷款使用范围，给予地方政府更大自主权	助力房地产去库存
2025年9月	新型政策性金融工具	设立5000亿元新型政策性金融工具，由三家政策性银行实施，重点支持数字经济、人工智能等新增长领域	财政货币协同、稳投资
2025年10月	国债买卖重启	恢复公开市场国债买卖操作，促进收益率曲线合理运行	收益率曲线管理，熨平市场波动

资料来源：央行，国务院，太平洋证券整理

## 1.3 财政政策“更加积极”，赤字率创历史新高

□ 2025年财政政策力度加大，为经济回升向好提供了强有力支撑。全年赤字率按4%左右安排，较上年提高1个百分点，创下历史最高纪录；新增政府债务总规模达11.86万亿元，比上年增加2.9万亿元；一般公共预算支出规模达到28.7万亿元，财政支出强度显著加大。与此同时，财政政策与货币政策协同发力，通过一揽子金融支持举措形成“组合拳”，在扩大内需、优化供给、防范风险等方面发挥了关键作用。

图表4：2025年重要财政政策梳理

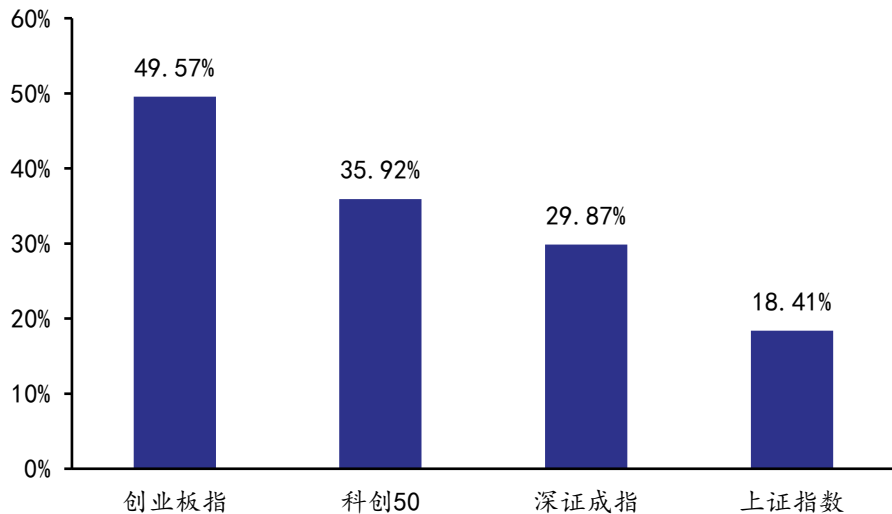
类别	政策工具	核心内容	规模/额度	特点/亮点	政策定位
赤字率	财政赤字率	赤字率按4%左右安排，较上年3%大幅提高1个百分点	赤字规模5.66万亿元	首次达到4%，创历史最高；赤字增量1.6万亿元	逆周期调节
一般公共预算	全国一般公共预算支出	全国一般公共预算支出靠前发力、保持强度	28.7万亿元	支出规模保持相当强度，科学技术等支出增速较高	稳增长
国债	中央财政赤字	中央财政赤字弥补	5.09万亿元	中央承担主要赤字增量，占全国赤字增量的100%	中央加杠杆
	地方政府一般债券	地方财政赤字（一般债券）弥补	8000亿元	与上年持平	稳地方财政
特别国债	超长期特别国债	支持“两重”建设和“两新”工作	1.3万亿元	连续第二年发行，2024年首发1万亿；20-50年超长期限、低成本	稳投资、促消费
	其中：“两重”建设	国家重大战略实施和重点领域安全能力建设	7000亿元	支持城市地下管网改造、长江沿线重大交通基础设施等	国家重大工程
	其中：大规模设备更新	支持工业、用能、交通等领域设备更新	3000亿元（1500亿+1500亿）	覆盖12个领域设备更新项目超4600个	制造业升级
	其中：消费品以旧换新	支持汽车、家电等消费品以旧换新	3000亿元（超长期国债+专项资金）	全年带动相关商品销售额超2.6万亿，惠及3.6亿人次	扩内需
	金融机构注资特别国债	支持国有大型商业银行补充核心一级资本	5000亿元	支持中国银行、建行、交行、邮储银行，核心一级资本充足率提升0.5-1.4pct	金融稳定
专项债	地方政府专项债券	支持重大项目建设、置换隐性债务、消化政府拖欠账款	4.4万亿元	新增专项债额度较上年增加5000亿元，创历史新高	稳增长、化债
	其中：置换隐性债务	实现隐性债务显性化，降低利息成本	8000亿元	12个重点省份特殊再融资债券累计发行2.61万亿	化债
	其中：项目建设	投向市政、新能源、新基建等领域	约3.6万亿	支持项目超4.8万个，用作项目资本金超3000亿元	补短板
	自审自发试点	扩大专项债券项目负面清单管理和自审自发试点范围	—	贵州、内蒙古、辽宁等省份率先试点，缩短申报审核时间	放权提效

资料来源：财政部，国务院，太平洋证券整理

## 1.4 权益市场高景气延续，全年成交额创新高

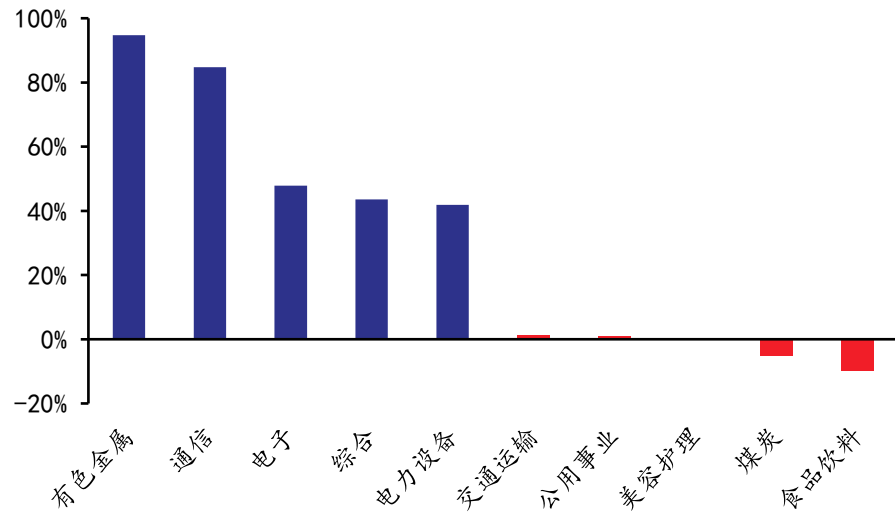
□ A股市场主要指数表现亮眼，结构性牛市突出。2025年全年上证指数上涨18.41%，深证成指上涨29.87%，创业板指涨49.57%创近6年最大涨幅，科创50上涨35.92%。全年成交额首次突破400万亿元，A股总市值跃升至100万亿元台阶，超4000只个股实现上涨，495只个股全年涨幅超100%。板块分化明显，有色金属涨逾90%领跑，通信涨84.75%，煤炭、食品饮料出现下跌。

图表5：2025年A股主要指数涨幅



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2025年申万一级行业指数涨跌幅

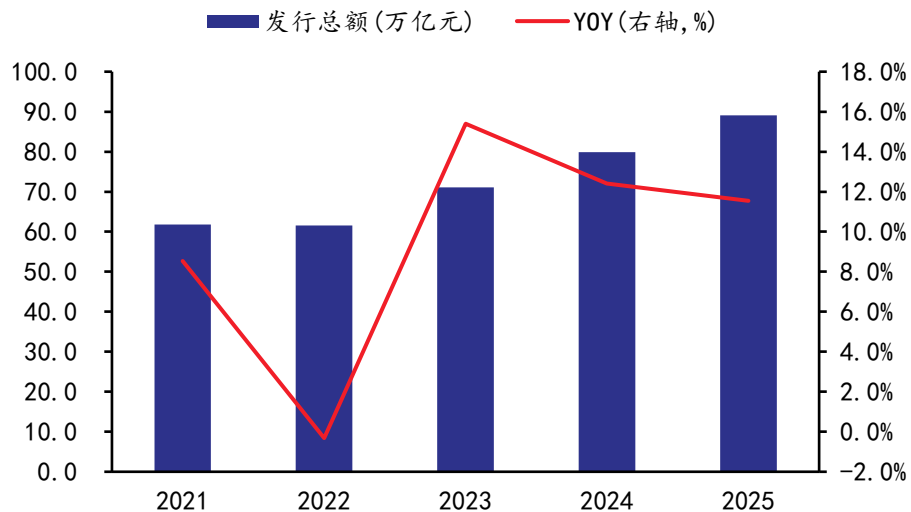


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：仅列示涨跌幅前五和后五的行业

## 1.5 债券市场发行增长，长短利率区间震荡

□ 债券发行稳步增长，长端利率区间窄幅震荡。全年债券发行规模达89.08万亿元，债券存量规模达195.48万亿元。利率债发行33.03万亿元，其中国债发行16.09万亿元、地方债发行10.29万亿元。10年期国债收益率全年在1.60%-1.90%区间运行，年初1.6%、3月升至1.9%高位、4月因关税冲击降至1.63%、年末回升至1.85%附近。10年期AAA级公司债平均发行利率较上年下降约32BP，企业融资成本持续降低。

图表7：2025年债券发行总额及同比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：2025年以来10年期国债YTM



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

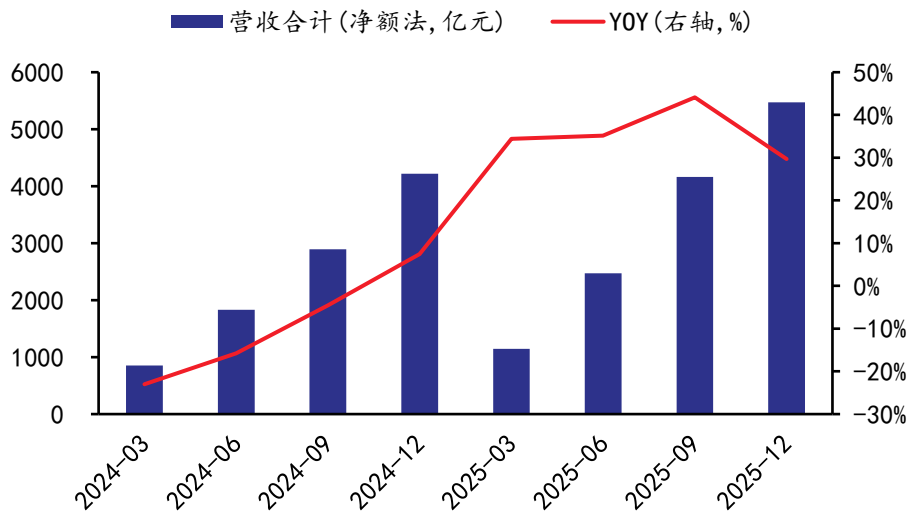
## 目录

- 1、宏观经济韧性充足，权益市场表现亮眼
- 2、券商业绩实现高增，估值处于历史低位
- 3、寿险转型效用释放，财险盈利显著修复
- 4、投资建议

## 2.1 营收维持高增速，自营为核心驱动力

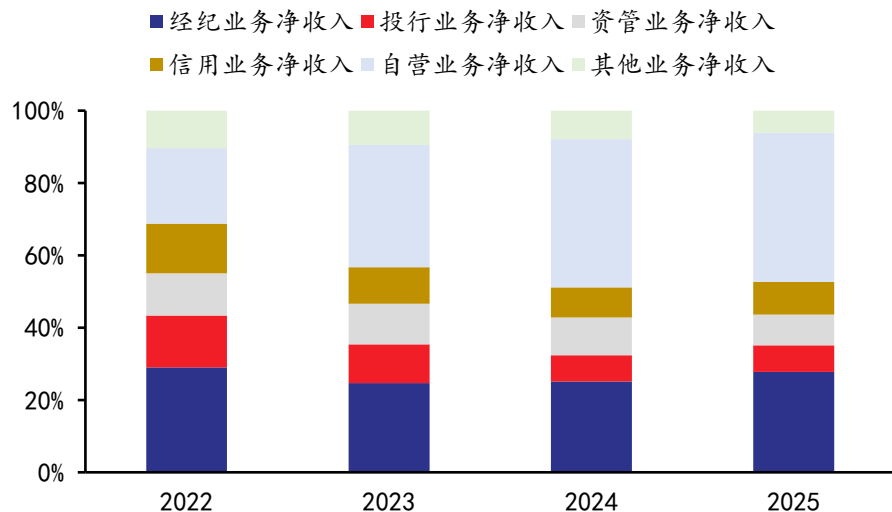
- 行业景气度上行，券商业绩拐点显现。全年独立上市券商营收5471.22亿元，同比+29.7%。这一增速远超此前两年（2023年+4.3%、2024年+7.4%），显示行业景气度进入新一轮扩张周期。2025Q4单季表现尤为突出，单季营收1691亿元（+59.7% YoY），印证资本市场活跃度大幅提升。
- 自营仍是第一大营收来源，经纪业务占比触底反弹。自营占比从2022年的21%一路攀升至2025年的41%，2025Q2达到45%的高点。2025年股基成交额大幅回升，带动经纪业务占比回升至27.80%，为第二大收入来源。

图表9：2024-2025年独立上市券商营收合计及同比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：2022年以来各业务净收入占比

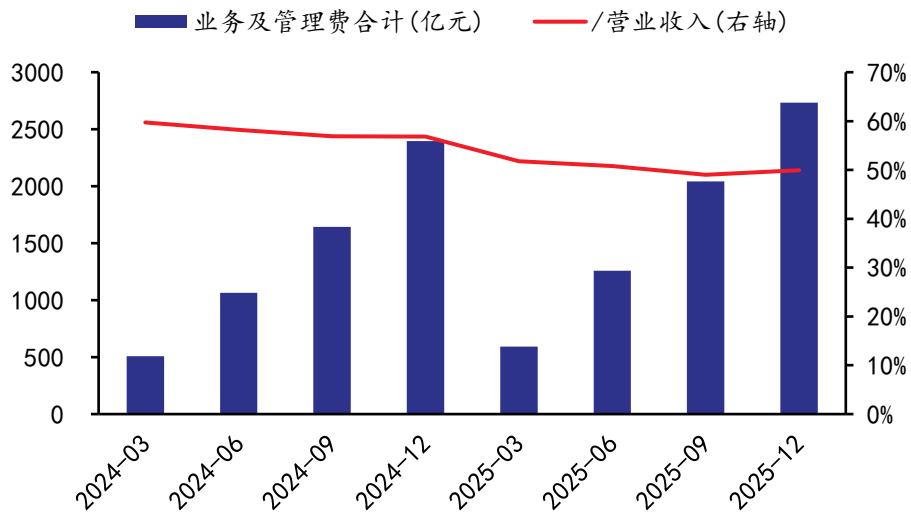


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.2 成本管控得当，归母净利润同比+43.7%

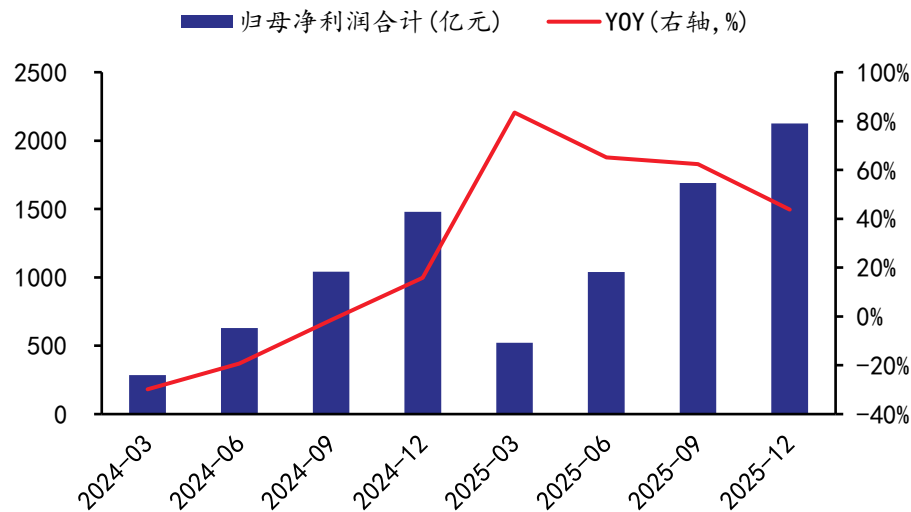
- **业务及管理费占比稳步下行。**2025年业务及管理费/营收降至49.9%，较2024年的56.8%压缩近7个百分点，一方面源于行业高景气带来的营收高弹性，另一方面也显示券商数字化等降本改革措施取得实质成效。
- **2025年归母净利润同比+43.7%，Q3为单季盈利高点。**2025年是证券行业盈利能力的显著修复年，独立上市券商归母净利润合计2124.8亿元（+43.7% YoY），ROE大幅回升至6.65%。2025Q3为盈利高点，单季归母净利润达650.32亿元（+58.2% YoY），ROE年化达8.23%，预计主要由三季度权益市场上涨带动。

图表11：2024-2025年独立上市券商业务及管理费占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：2024-2025年独立上市券商归母净利润合计及同比

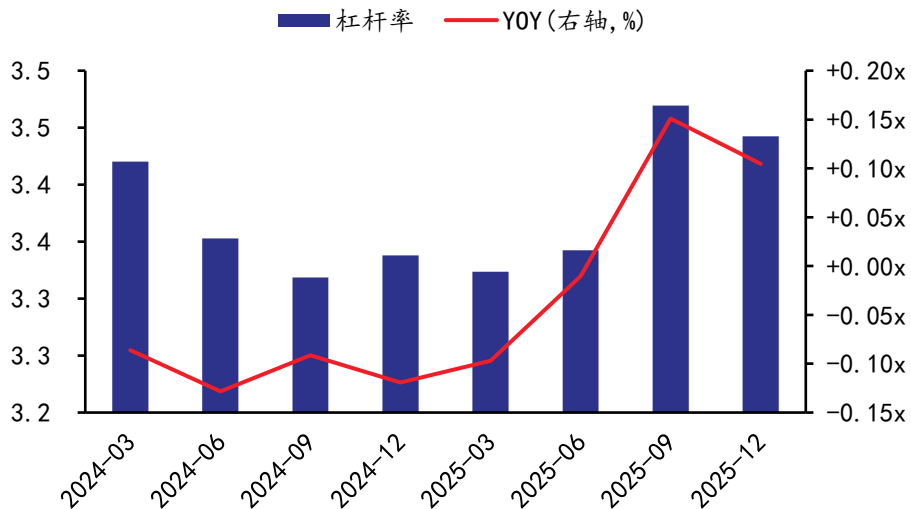


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.3 杠杆水平整体平稳，ROE的改善主要来自资产收益率提升

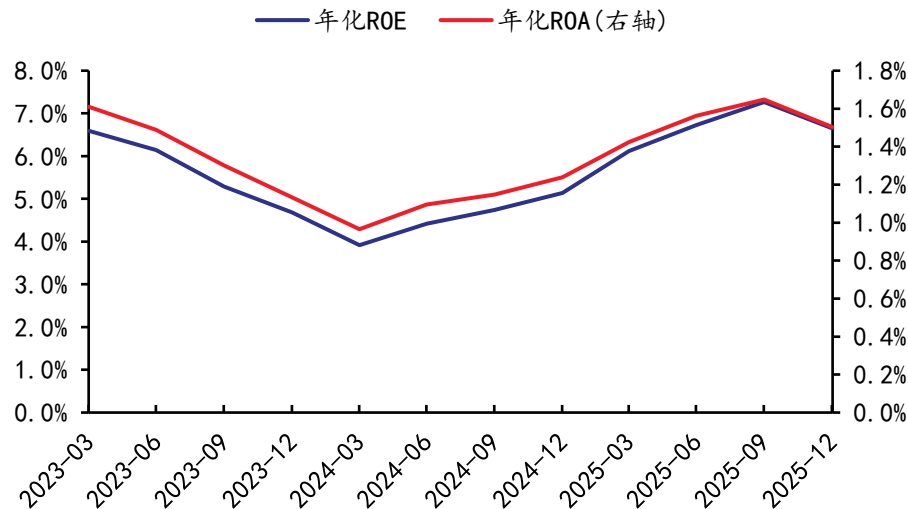
- 行业杠杆维持在3.3-3.5倍区间。2025年杠杆基本平稳（3.32-3.47倍），较2024年的3.34倍略有提升，反映行业主动控制资产负债表扩张。
- ROE显著改善，主要由资产收益率提升推动。平均年化ROE同比+1.51pct至6.65%，ROE的改善主要来自资产端收益率提升（ROA同比+0.26pct至1.50%）而非加杠杆，表明盈利质量亦有提升。

图表13：2024-2025年独立上市券商平均杠杆率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表14：2024-2025年独立上市券商平均年化ROE和ROA



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.4 经纪业务：交易活跃度爆发，代销增速领跑

- 交投活跃度保持高位，偏股基金发行显著回暖。2025年日均股基成交额20538亿元，同比+69.71%，市场交投活跃度处于历史高位。新发基金份额同比-2.57%，但权益市场高景气环境下偏股基金发行份额同比+95.81%。
- 证券经纪业务弹性显现，代销金融产品净收入高增。2025年经纪业务净收入合计同比+57.9%至1381.8亿元，代理买卖净收入同比+50.8%至1134.0亿元，是经纪业务增长的核心引擎。代销金融产品净收入同比+51.9%至134.5亿元，增速甚至高于代理买卖，反映2025年基金市场显著回暖，居民财富向权益资产迁移。

图表15：2024-2025年经纪业务相关指标

指标	2025年	2024年	YOY
日均股基成交额（亿元）	20,538.13	12,101.87	69.71%
新发基金（亿份）	11,607.36	11,912.96	-2.57%
偏股基金（亿份）	6,583.44	3,362.09	95.81%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表16：2024-2025年经纪业务净收入及细分项

细分项	2024年	2025年	YOY
证券经纪净收入（亿元）	1,381.76	875.05	57.91%
代理买卖证券净收入（亿元）	1,134.03	751.97	50.81%
席位租赁净收入（亿元）	134.59	112.93	19.18%
代销金融产品净收入（亿元）	134.47	88.51	51.94%
期货经纪净收入（亿元）	117.65	107.67	9.27%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.5 投行业务：低基数下边际改善，结构分化

- IPO及再融资回暖。**2025全年IPO募资规模1317.71亿元，各季度分布不均，Q4单季达544.7亿元，占全年41%，IPO审核节奏有所加快。再融资规模11504.79亿元，上市公司再融资需求旺盛，为投行收入提供支撑。
- 投行业务净收入增速主要源于低基数，产业并购为重要增量。**2025年在政策呵护（并购六条、科创板八条）和IPO节奏修复的共同作用下，投行业务净收入录得+30.06%的同比增速，但绝对量仍低于2023年和2022年。受益于并购重组政策红利，财务顾问净收入同比+18.1%至52.45亿元，产业并购成为2025年投行业务的重要增量方向。

图表17：2024-2025年投行业务相关指标

指标	2024年	2025年	YOY
IPO募资规模(亿元)	673.53	1,317.71	95.64%
再融资规模(亿元)	2,118.34	11,504.79	443.10%
定增(亿元)	1,730.77	10,852.86	527.05%
可转债(亿元)	387.57	651.93	68.21%
公司债(亿元)	2,962.52	3,551.32	19.87%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表18：2024-2025年投行业务净收入及细分项

细分项	2024年	2025年	YOY
投行业务净收入(亿元)	306.08	398.09	30.06%
证券承销业务净收入(亿元)	249.16	326.21	30.92%
证券保荐业务净收入(亿元)	12.18	19.18	57.46%
财务顾问业务净收入(亿元)	44.41	52.45	18.11%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.6 信用业务：两融规模突破2.5万亿，两融利率仍在下行

- 风偏显著修复，两融规模大幅扩张。两融余额同比+36.26%至2.54万亿元，其中融资余额同比+36.14%至2.52万亿元，融券余额同比+58.34%至165.31亿元，显示投资者风险偏好显著修复，杠杆资金加速流入市场。
- 两融利率持续下行，以量补价下两融利息收入同比正增。2025年两融业务利率同比-0.44pct至4.74%，融出资金净额同比+43.49%至2.15万亿元，推动两融业务利息收入同比+19.93%至865.09亿元。
- 担保比例维持安全水平，股质业务持续压降。2025年末担保比例为304.76%，同比+17.84pct，券商对两融业务的信用风险管控保持审慎。券商主动压缩股票质押业务规模，股质利息收入同比-10.1%至72.80亿元。

图表19：2024-2025年信用业务相关指标

指标	2024年	2025年	YOY
两融余额(亿元)	18,645.54	25,406.77	36.26%
融资余额(亿元)	18,541.14	25,241.46	36.14%
融券余额(亿元)	104.40	165.31	58.34%
股质余额(亿元)	28,032.29	29,419.36	4.95%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表20：2024-2025年信用业务利息收入及细分项

细分项	2024年	2025年
融资融券业务利息收入(亿元)	721.30	865.09
YOY	-10.15%	19.93%
融出资金净额(亿元)	14,983.10	21,499.10
YOY	16.47%	43.49%
两融业务利率	5.18%	4.74%
YOY	-1.31pct	-0.44pct
融出资金担保比例	286.92%	304.76%
YOY	+4.72pct	+17.84pct
股质业务利息收入(亿元)	80.97	72.80
YOY	-17.51%	-10.08%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.7 资管业务：主动管理转型稳步推进，公募基金贡献突出

- 股基净值高增，券商资管稳步向主动管理迈进。**2025年末非货基金净值为21.55万亿元，同比+16.31%，其中股基净值同比+35.67%至5.44万亿元。券商资管规模同比+5.56%至6.44万亿元，主动管理转型持续推进，集合计划同比+13.31%至3.28万亿元；定向资管计划持续压缩，同比-2.11%至2.52万亿元。
- 费率竞争持续，公募基金贡献加大。**2025年资管业务净收入同比-5.06%至206.75亿元，测算资管业务综合费率为0.38%，同比-1bp。公募基金业务为最大亮点，2025年基金管理净收入324.8亿元（+13.1% YoY），远超资管净收入整体增速（+5.6%），拥有头部公募子公司的券商在资管业务上显著跑赢行业。

图表21：2024-2025年资管业务相关指标

指标	2024年	2025年	YOY
非货基金净值(亿元)	185,270.51	215,495.76	16.31%
股票型基金净值(亿元)	40,124.14	54,437.37	35.67%
券商资管规模(亿元)	61,008.27	64,399.98	5.56%
集合计划(亿元)	28,952.92	32,807.90	13.31%
定向资管计划(亿元)	25,703.95	25,161.84	-2.11%
私募子公司私募基金(亿元)	6,351.40	6,430.24	1.24%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表22：2024-2025年资管业务净收入及细分项

细分项	2024年	2025年
资管业务净收入	217.77	206.75
YOY	-4.14%	-5.06%
受托管理规模	72,425.40	74,751.69
YOY	1.47%	3.21%
资管业务综合费率	0.39%	0.38%
YOY	-1bp	-1bp
基金管理业务净收入	287.09	324.80
YOY	-4.96%	13.14%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.8 自营业务：投资资产规模突破6万亿，总投资收益率4.62%

- 固定收益为压舱石，权益类配置比例大幅提升。**截至2025年末平均自营固收类证券/净资本为224.63%，虽较2024年末的233.31%有所下降，但仍为绝对主力配置。自营权益类证券及衍生品/净资本比例从2024年末的19.65%升至2025年末的25.44% (+5.8pct YOY)，显示券商在2025年市场低位适度加仓权益投资，捕捉市场反弹收益。
- 自营仍是决定业绩的胜负手。**2025年总投资收益2633.19亿元 (+23.9% YoY)，投资资产规模突破6.2万亿 (+15.3% YoY)，测算投资收益率4.62%，同比+0.33pct，在全年利率市场区间震荡背景下，“固收+”策略及衍生品对冲的非方向性策略已见成效。

图表23：2024-2025年自营业务相关指标

指标	2024年	2025年
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	19.65%	25.44%
YOY	+0.63pct	+5.79pct
自营固定收益类证券/净资本	233.31%	224.63%
YOY	-11.97pct	-8.68pct

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表24：2024-2025年自营业务总投资收益及细分项

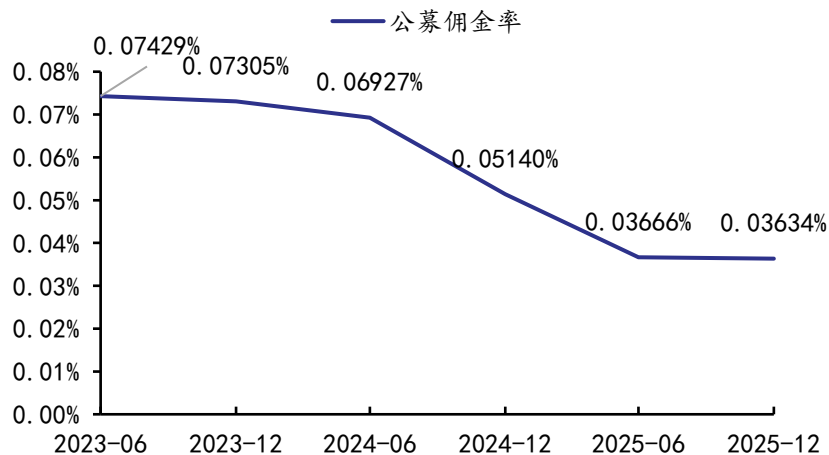
细分项	2024年	2025年
总投资收益(亿元)	2,126.03	2,633.19
YOY	21.74%	23.86%
投资资产(亿元)	53,856.53	62,091.66
YOY	5.23%	15.29%
投资收益率	4.29%	4.62%
YOY	+0.50pct	+0.33pct

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 2.9 交易佣金费率下降斜率趋缓，研究所业态向多元化发展

- 交易佣金费率调整趋缓。从24年年初万7.3到25年全年的万3.6，整体行业佣金下调曲线边际放缓，整个行业的佣金快速下调期或接近尾声；预计未来将进入持续的佣金缓慢下行期，此期间如遇牛市交易量放大，则佣金有企稳或反转机会。在极速下降期，部分研究所注册分析师人数减少明显；而目前还在展业的研究所普遍结合自身禀赋特色化发展，研究所业态走向多元化。
- 机构间佣金费率差异或取决于研究服务占比。同样的时间窗口，各机构平均佣金费率存在一定差异，我们认为主要取决于研究业务的服务质量。

图表25：2023-2025年公募基金平均交易佣金费率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表26：各券商研究所业态分析

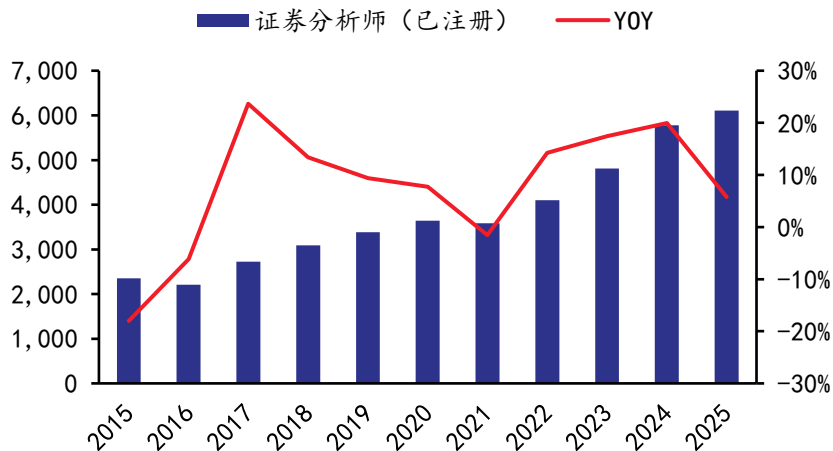


资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 2.10 研究生态结构性转变致券商分析师增速放缓

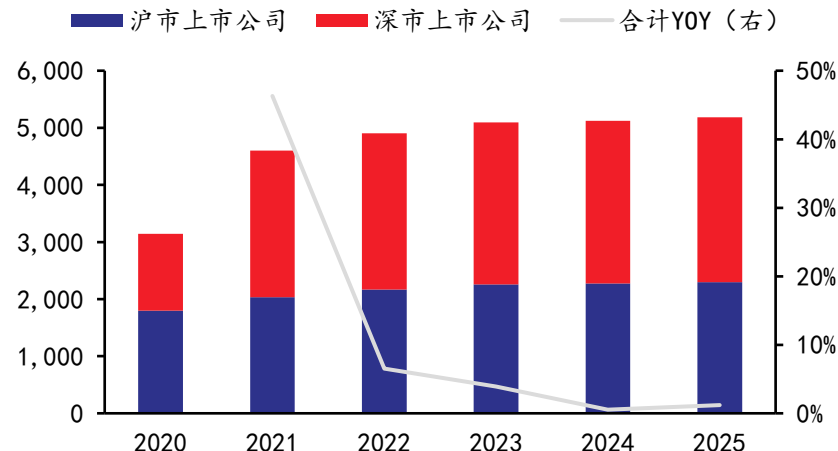
- 券商分析师总量持续扩大，但增幅已有放缓。在证券从业人员总量同比下降背景下，券商分析师人数依然实现逆势增长，从2023年的4814人扩大至2025年的6109人；但从增幅来看，2025年净增333人，较2024年的952人明显放缓，考虑到2年的分析师资格获取事件，实际对应的是2023年整体权益市场的低迷。
- 增幅放缓背后是展业生态的结构性转变。一方面由于A股IPO的收紧，上市公司扩容速度相对收窄；另一方面，公募基金费率改导致分仓佣金收入下滑，分析师新增节奏放缓。行业格局上，卖方研究从“报告服务”向“研究输出”转型，高质量研究资源成为核心竞争力，投研资源向头部集中趋势加速。

图表27：2015-2025年已注册证券分析师人数及同比



资料来源：iFinD，证券业协会，太平洋证券整理

图表28：2020-2025年沪深主板上市公司数量及同比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

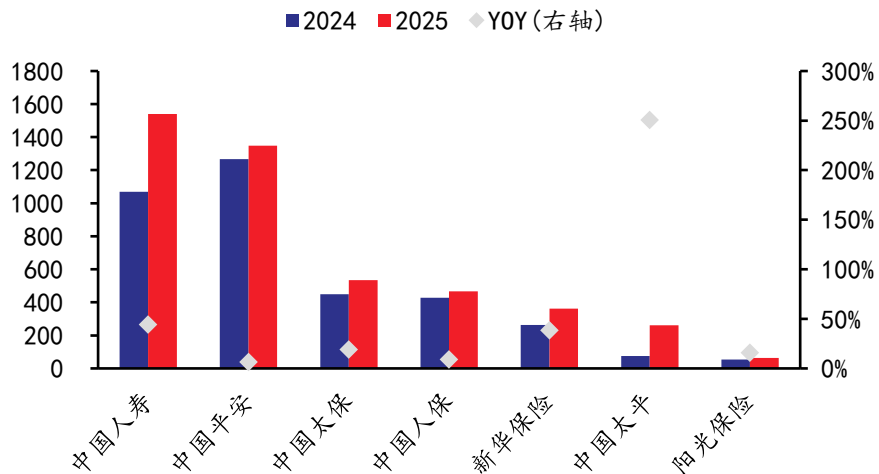
## 目录

- 1、宏观经济韧性充足，权益市场表现亮眼
- 2、券商业绩实现高增，估值处于历史低位
- 3、寿险转型效用释放，财险盈利显著修复
- 4、投资建议

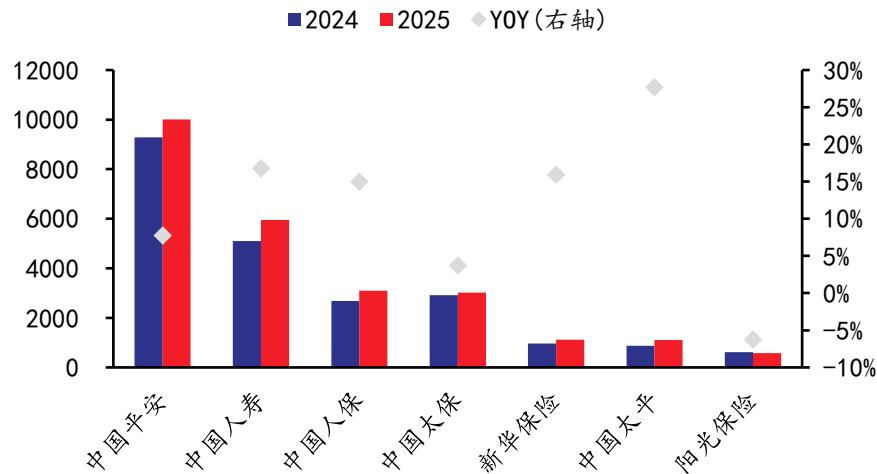
### 3.1 险企净利润全面正增，净资产稳健增长

- 七家险企净利润全面正增长。增速最快为中国太平(+250.7% YOY)，其次为中国人寿(+44.1% YOY)、新华保险(+38.3% YOY)，中国太保(+19.0% YOY)、阳光保险(+15.8% YOY)、中国人保(+8.8% YOY)、中国平安(+6.4%)保持稳健。
- 除阳光保险外，其他上市险企归母净资产实现稳步增长。2025年末阳光保险归母净资产同比-6.3%至582.01亿元，除此之外其他上市险企归母净资产均实现增长，其中中国太平归母净资产同比+27.7%，增速领跑上市险企。

图表30：2025年上市险企归母净利润及同比



图表31：2025年上市险企归母净资产及同比



资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理

资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理

## 3.2 寿险：保费规模稳健增长，分红险转型成行业共识

- 寿险保费整体稳健增长，阳光寿增速领跑。除太平寿外，其他寿险保费规模均实现高个位数或两位数增长。从增速上看，阳光寿、人保寿增速领跑，大型寿险如国寿、平安寿增速平稳。
- 分红险转型持续推进，部分寿险已有成效。低利率环境和监管政策引导下，险企持续推动分红险转型，降低负债端成本压力。从占比变化来看，太平寿分红险占比实现跃升，平安寿、新华寿分红险占比亦有较大提升，前期分红险转型效用开始逐步显现。

图表32：2025年上市寿险保费指标及分红险占比

公司	保费指标(百万)				分红险占比/表述
	保费口径	2025	2024	YOY	
国寿	总保费	729,887	671,457	8.70%	大力推动浮动收益型产品发展，报告期内分红险业务实现快速增长，占个险渠道首年期交保费的比重跃升至近60%。
平安寿	规模保费	661,438	629,695	5.04%	13.89%(+3.56pct yoy)；持续丰富分红产品、分红账户体系。
太保寿	规模保费	295,855	262,408	12.75%	20.68%(-0.68pct yoy)；2025年分红险新保期缴规模保费大幅增长，新保期缴中分红险占比提升至50.0%，其中代理人渠道新保期缴中分红险占比达61.4%。
太平寿	原保险保费	201,408	195,867	2.83%	28.72%(+13.31pct yoy)；太平人寿分红险转型成效显著，分红险在长险首年期缴保费中占比86.1%。
新华寿	原保险保费	195,871	170,511	14.87%	19.20%(+2.61pct yoy)；分红险产品转型取得阶段性成效，分红险占整体期交业务比例逐季提升，四季度分红险占比达到77.0%。
人保寿	原保险保费	125,970	106,004	18.84%	12.84%(-18.30pct yoy)。
阳光寿	总保费	91,965	69,516	32.29%	13.97%(-0.75pct yoy)；个险业务新单保费60.5亿元，浮动收益型产品与保障型产品占比过半，银保业务新单保费340.9亿元，新单期缴保费中浮动收益型产品占比32.2%。

资料来源：iFind，各公司财报，太平洋证券整理；注：太平寿为港元

### 3.3 寿险：个险注重效能提升，银保渠道对整体保费增长形成支撑

- 个险渠道规模小幅增长，效能大幅提升。除阳光寿个险渠道保费实现两位数增长外，其他寿险个险渠道保费均为低个位数增长。在代理人制度改革深水区，险企已不再单纯追求人力扩张，而是将资源集中于提升队伍产能。
- “报行合一”重构银保盈利模型，银保渠道支撑整体保费增长。除太平寿外，其他寿险银保渠道保费均实现高双位数的同比增长。我们认为一是“报行合一”政策压缩银保渠道费用率，使得银保渠道转变为“规模与价值双升”的战略渠道；二是银保“1+3”限制取消，头部险企的网点覆盖和渗透深度进一步提升。

图表33：2025年上市寿险个险渠道及银保渠道保费

公司	个险渠道(百万)			代理人效能		银保渠道(百万)		
	2025年	2024年	YOY	代理人规模	代理人效能	2025年	2024年	YOY
国寿	551,790	529,033	4.30%	个险销售人力为58.7万人，其中，营销队伍规模为37.1万人，收展队伍规模为21.6万人。	队伍质态不断改善，优增人力同比增长40.0%，新生力量不断壮大。	110,874	76,201	45.50%
平安寿	529,722	519,703	1.93%	个人寿险销售代理人数量为35.1万人，同比-3.3%。	2025年，代理人渠道新业务价值同比增长10.4%，代理人人均新业务价值同比增长17.2%。	71,520	47,589	50.29%
太保寿	211,606	202,479	4.51%	月均保险营销员18.1万人，期末保险营销员18.5万人，队伍规模保持基本稳定	2025年月均核心人力4.6万人；核心人力月人均首年规模保费63,605元，同比增长17.1%。	61,618	42,099	46.36%
太平寿	129,455	127,857	1.25%	个险代理人16.67万人，较2024年-5.94万人	代理每月人均期缴原保费1.69万元，较2024年增加224元。	63,319	58,900	7.50%
新华寿	120,581	115,970	3.98%	个险代理人规模人力13.34万人，月均合格人力22.20万人，同比基本持平	月均人均综合产能1.12万元，同比增长43%。	72,102	51,674	39.53%
人保寿	54,004	51,247	5.38%	营销员规模人力76,991人，月均有效人力19,770人。	-	68,278	51,156	33.47%
阳光寿	25,976	22,873	13.57%	-	活动人均产能2.2万元，新人活动人均产能1.8万元。	67,455	50,029	34.83%

资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理；注：太平寿为港元

### 3.4 寿险：银保量价齐升下NBV维持高速增长

- **NBV维持高速增长，人保寿增速领跑。**除太平寿外，上市寿险NBV增速全部超过29%，且大致呈现“中小寿险增速更高”的特征-人保寿(+65.5%)>新华(+57.4%)>阳光(+48.2%)>太保(+40.1%)>国寿(+35.7%)>平安(+29.3%)。
- **银保渠道占比决定NBV弹性。**银保渠道量价齐升，量上银保渠道首年保费（尤其是长期首年期交）大幅增长，直接拉动了NBV的增量贡献，价的改善主要来自“报行合一”和分红险转型。新华、阳光等中小寿险银保渠道占比更高，“报行合一”政策对银保费用率的压缩，直接大幅提升了银保渠道的NBVM，进而驱动NBV增速高于个险渠道为主的平安和国寿。

图表34：2025年上市寿险NBV及分渠道NBV

公司	NBV(百万)			NBVM			个险NBV(百万)			银保NBV(百万)		
	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY
国寿	45,752	33,709	35.73%	-	-	-	39,299	31,313	25.50%	-	-	-
平安寿	36,897	28,534	29.31%	23.40%	18.50%	+4.90pct	23,823	21,580	10.39%	9,408	3,954	137.94%
太保寿	18,609	13,279	40.14%	19.78%	16.59%	+3.19pct	10,780	9,650	11.71%	6,743	3,327	102.68%
太平寿	9,589	9,103	5.34%	21.30%	20.70%	+0.60pct	5,857	5,481	6.86%	3,359	3,179	5.66%
新华寿	9,842	6,253	57.40%	16.20%	14.70%	+1.50pct	4,805	4,025	19.38%	5,273	2,509	110.16%
人保寿	8,265	5,024	64.51%	-	-	-	3,480	2,668	30.43%	4,737	2,341	102.35%
阳光寿	7,638	5,153	48.22%	-	-	-	2,083	1,758	18.49%	4,720	2,868	64.57%

资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理；注：太平寿为港元

### 3.5 财险：车险格局稳定，平安财表现突出

- 车险保费平稳增长，头部竞争格局趋于稳定。人保/平安/太保三家头部财险份额合计维持在68.7%，CR3集中度较高，且三家公司车险增速均维持在3%左右。具体来看，平安财、太保财高于行业整体增速，人保财略低于行业整体增速。
- 非车险表现分化，平安财非车险表现突出。平安非车险（主要是意健险）增速最快（+14.5% YOY），反映出平安在分散性险种上的产品创新能力和渠道销售能力；太保主动压缩信用保证保险，导致非车险同比-3.1%，体现其“有质量的增长”策略。

图表35：2025年上市财险原保险保费及结构

行业/公司	原保险保费(百万)			车险(百万)			非车险(百万)		
	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY
全行业	1,757,000	1,690,700	3.92%	940,900	913,700	2.98%	816,100	777,000	5.03%
人保财	555,777	538,055	3.29%	305,745	297,394	2.81%	250,032	240,661	3.89%
平安财	343,168	321,821	6.63%	230,362	223,301	3.16%	112,806	98,520	14.50%
太保财	201,499	201,243	0.13%	110,511	107,302	2.99%	90,988	93,941	-3.14%
太平财	35,455	34,297	3.38%	21,263	21,006	1.23%	14,192	13,291	6.77%
阳光财	47,888	47,821	0.14%	25,830	26,707	-3.28%	22,058	21,114	4.47%

资料来源：iFind，各公司财报，太平洋证券整理；注：太平财为港元

### 3.6 财险：COR多数改善，主要由综合费用率下行支撑

- 多数财险COR同比改善。人保财、平安财、太保财、太平财COR均同比改善，平安财COR改善最为显著（-1.50pct YOY），阳光财COR上升（+2.40pct YOY），主要保证险业务影响，剔除保证险后COR为98.9%，同比-1.0pct。
- 费用压缩是共同因素，赔付率走势分化。报行合一政策推进，使得综合费用率持续下降，人保财、平安财、太保财、阳光财综合费用率同比均显著改善，其中人保财综合费用率下行最为显著（-2.20pct YOY）。赔付率走势分化，阳光财、人保财综合赔付率同比分别+3.30pct、+1.30pct，太保财受非车险（主要是信用保证保险）结构优化影响，综合赔付率同比-0.40pct，优化幅度有限。

图表36：2025年上市财险COR及分项

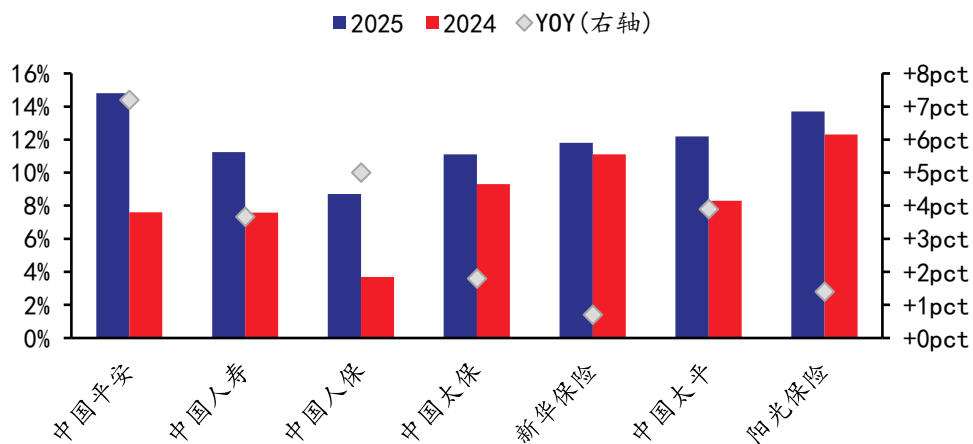
公司	COR			综合赔付率			综合费用率		
	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY
人保财	97.60	98.50	-0.90pct	74.00	72.70	+1.30pct	23.60	25.80	-2.20pct
平安财	96.80	98.30	-1.50pct	70.40	71.00	-0.60pct	26.40	27.30	-0.90pct
太保财	97.50	98.60	-1.10pct	70.40	70.80	-0.40pct	27.10	27.80	-0.70pct
太平财	98.80	100.10	-1.30pct	-	-	-	-	-	-
阳光财	102.10	99.70	+2.40pct	71.70	68.40	+3.30pct	30.40	31.30	-0.90pct

资料来源：iFind，各公司财报，太平洋证券整理；注：太平财为港元

### 3.7 权益资产占比提升，牛市驱动总投资收益率创近年新高

- 权益资产占比提升，提升路径以直接加仓股票为主。上市保险债券投资占比同比平均-2.1pct，其中中国平安债券投资占比下降最多（-6.7pct YOY）；股票占比同比平均+3.4pct，其中中国平安股票投资占比上升最多（+7.2pct YOY）；权益基金占比同比平均+0.5pct，权益资产占比提升主要是加仓股票。
- 净投资收益率继续下行，总投资收益率均提升。受高利率固收资产到期及新配固收资产利率下行影响，上市险企净投资收益率仍在下行通道，净投资收益率同比平均-0.3pct。权益牛市推动总投资收益率提升，7家上市险企总投资收益率均同比增加，同比平均+0.2pct。

图表37：2025年上市险企权益占比及同比



资料来源：iFind，各公司财报，太平洋证券整理

图表38：2025年上市险企投资收益率及同比

公司	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY
中国平安	3.70%	3.80%	-0.1pct	4.60%	4.50%	+0.1pct	6.30%	5.80%	+0.5pct
中国人寿	3.04%	3.49%	-0.5pct	6.09%	5.50%	+0.6pct	-	-	-
中国人保	3.60%	3.90%	-0.3pct	5.70%	5.60%	+0.1pct	-	-	-
中国太保	3.40%	3.80%	-0.4pct	5.70%	5.60%	+0.1pct	6.10%	6.00%	+0.1pct
新华保险	2.80%	3.20%	-0.4pct	6.60%	5.80%	+0.8pct	5.00%	8.50%	-3.5pct
中国太平	3.21%	3.46%	-0.3pct	4.04%	4.57%	-0.5pct	1.73%	10.32%	-8.6pct
阳光保险	3.70%	4.20%	-0.5pct	4.80%	4.30%	+0.5pct	6.10%	6.50%	-0.4pct

资料来源：iFind，各公司财报，太平洋证券整理

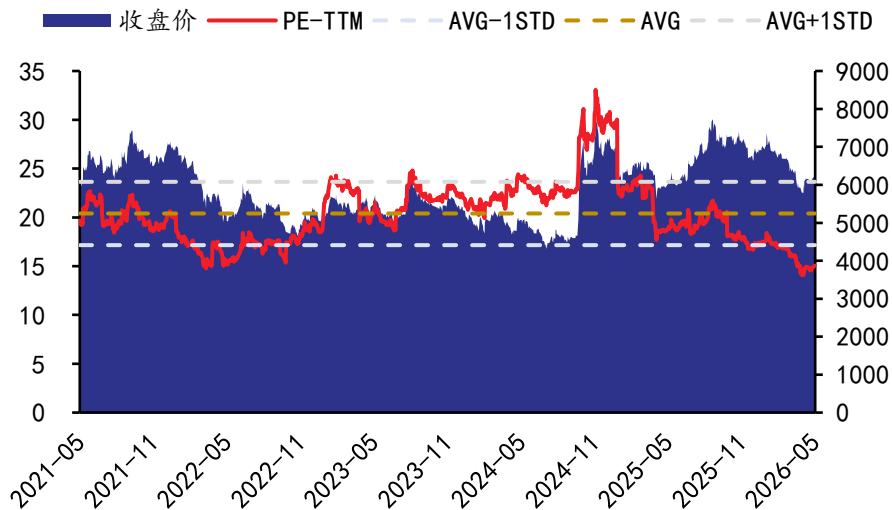
## 目录

- 1、宏观经济韧性充足，权益市场表现亮眼
- 2、券商业绩实现高增，估值处于历史低位
- 3、寿险转型效用释放，财险盈利显著修复
- 4、投资建议

## 4.1 券商板块估值位于历史极低位置，基金持仓继续上行

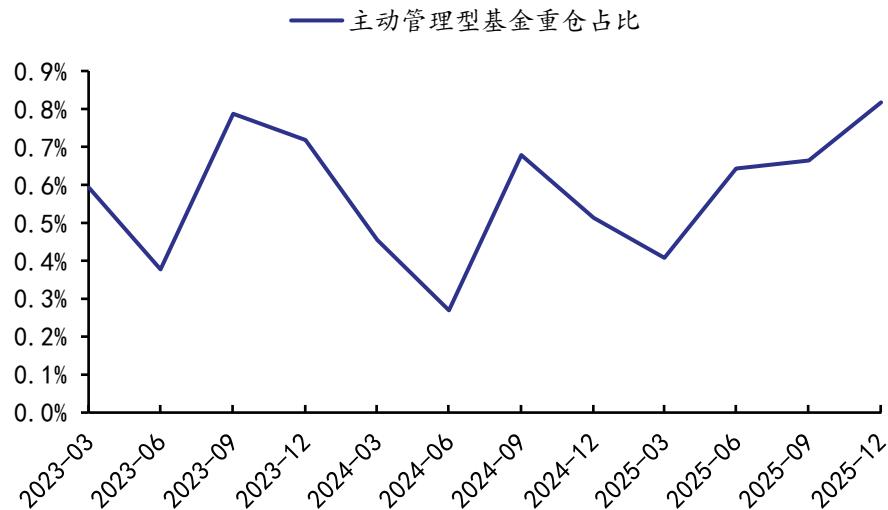
- 板块估值位于历史绝对低位。截至2026年5月7日，券商板块PE-TTM估值为15.02x，位于近5年期2.30%分位数水平。
- 主动管理型基金持仓持续提升，重仓个股高度集中。2025年末，主动管理型基金对券商板块重仓持股比例为0.82%，自2025Q1以来持续提升。重仓个股高度集中在中信证券、华泰证券、国泰海通等头部券商，前5家重仓持股占比高达86.30%，前10家重仓持股占比高达94.95%。

图表39：近5年券商板块PE-TTM估值



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表40：2023-2025年主动管理型基金券商板块重仓占比

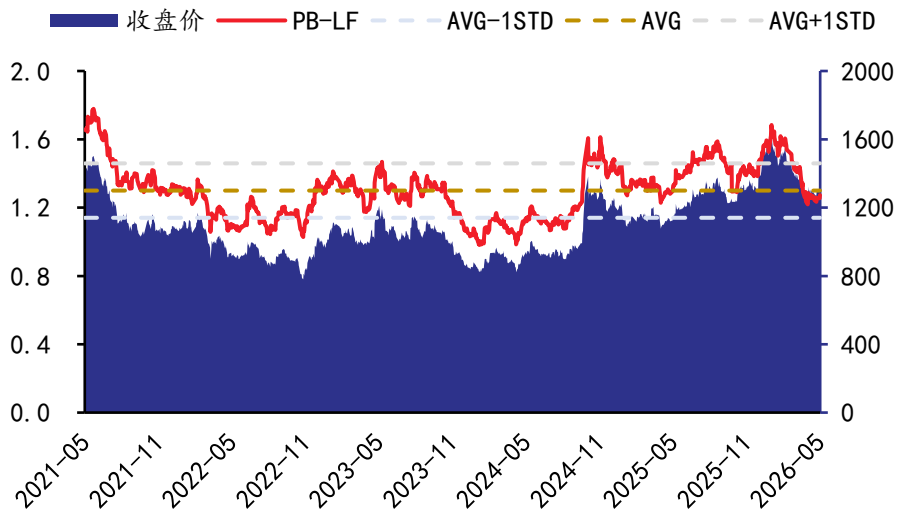


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 4.2 保险板块估值位于历史40%分位数，基金持仓大幅上行

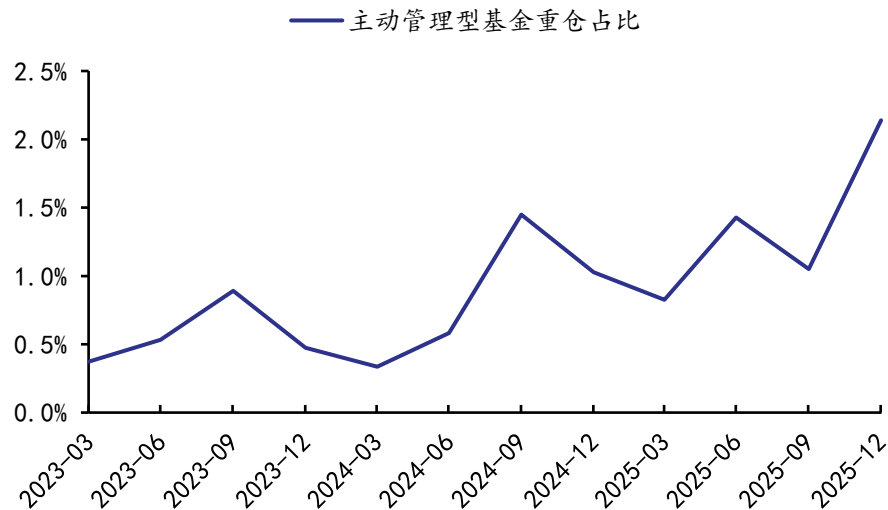
- 板块估值回落至50%分位数以下。截至2026年5月7日，保险板块PB-LF估值为1.27x，位于近5年期40.40%分位数水平。
- 主动管理型基金持仓显著提升，重仓持股占比超过2.1%。2025年末，主动管理型基金对券商板块重仓持股比例为2.14%，较2025Q3环比提升1.09pct。主动管理型基金对保险股的重仓较为分散，四季度对A股保险公司均有加仓，对中国人寿加仓幅度最高，重仓持股数环比+136.65%，其次为中国平安，重仓持股数环比+69.27%。

图表41：近5年保险板块PB-LF估值



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表42：2023-2025年主动管理型基金保险板块重仓占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 4.3 投资建议

- 受益于权益市场回暖带动的自营投资弹性释放以及交投活跃度大幅提升，2025年证券行业经营业绩实现显著修复。但券商板块估值持续承压，截至2026年5月7日，券商板块PE-TTM估值为15.02x，位于近5年期2.30%分位数水平，安全边际较为充足。向后看，权益市场向好趋势不变，交投活跃度仍有望保持高位，居民财富配置需求持续推动券商业态向财富管理平台转型，从而带动估值回升。**建议关注：**1、充分受益于交投高活跃度、流量变现能力较强的互联网券商，如【东方财富】【同花顺】；2、投研驱动力强、自营业务超额收益显著的券商，如【长江证券】【财通证券】【东方证券】
- 2025年保险行业延续“负债端持续修复、资产端释放弹性”的格局。负债端延续结构性改革方向，银保“报行合一”与“1+3”限制放开有力推动银保渠道保费增速与价值修复，行业分红险转型持续深化，有效降低负债端刚性成本。资产端受益于权益市场牛市，总投资收益率实现普增，支撑险企盈利维持双位数增长。估值端，截至2026年5月7日，保险板块PB-LF估值为1.27x，位于近5年期40.40%分位数水平。向后看，负债端改革效用有望持续释放，资产端仍将受益于权益资产弹性，竞争格局上预计进一步向头部险企集中。**建议关注：**1、权益占比较高、业绩弹性大的纯寿险标的，如【中国人寿】【新华保险】；2、经营稳健、负债端修复趋势明确的标的，如【中国太保】。

## 风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 海外地缘冲突加剧。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



免责声明

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com