

结构分化下的风险再认识 ——中国机构配置手册（2026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

证券分析师：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

- **经济结构分化，这带来结构性风险来源。**新旧动能切换下，新质生产力部门与优质股权资产持续上行，而房地产、传统基建及中低收入群体同步下行，居民资产负债表衰退与区域财政断层相互强化。其风险外溢具象为多个主线：一是地方债务化解进入“下半场”，6万亿元置换债发行进度已到尾声，但隐性债务清零后仍残留城投经营性债务、拖欠企业账款等硬骨头，部分区域靠平台穿透融资滚动续借，期限错配与现金流压力向金融端传导；二是消费金融风险显性化，2026年上半年持牌消费金融行业不良转让规模破500亿元、个贷不良占比显著上行，客群下沉与“不敢贷”形成恶性循环。分化不止于收入差距，更将风险从单点违约推向结构性弱化。
- 经济结构分化带来金融机构新的风险点，这导致金融机构风险的再认识与信用定价体现。
- **银行：股东、区域、客户再分层。**金融供给侧的改革驱动银行业从规模扩张向高质量经营转型，胜负手在于股东、区域、客户三维度的深度再分层。股东维度是源头，包商、锦州、恒丰三家银行风险暴露前均存在控股股东缺位、非执行董事提名异常等问题，治理缺陷先于财务异动显现。区域维度，截至2025年6月末银行业机构共4071家，但42家A股上市银行2026年一季度总资产已达343万亿元，头部系统性地位进一步强化；依赖同业扩张的中小银行则面临区域风险暴露与资本补充受限的叠加压力。客户维度，2026Q1上市银行整体不良率1.22%基本稳定，但新增不良集中于个人住房贷款、经营性贷款与信用卡，零售资产质量拐点成后续跟踪重点。

- **保险：利差损阴霾下尾部出清。**“报行合一”与定价利率严控下，利差损风险加速向中小险企尾部集中。负债端中小险企高度依赖储蓄型产品，主力增额终身寿险IRR上限与增速明显高于上市险企，激进定价固化了利差损基础；资产端非标固收类配置占比由2017年40.19%降至2024年末7.7%，权益与不动产双重承压进一步侵蚀投资回报。截至2023年末非上市人身险公司合计亏损超142亿元；截至2025年末剔除上市系后行业19家机构未能按期披露偿付能力报告，珠江人寿、百年人寿综合/核心偿付能力接近监管红线。监管以新设承接、业务平移、股东重组推进化险处置；头部险企凭借多元化利源与新准则工具，信用根基在出清中得到巩固。
- **证券：集中度提升下资负重审。**严监管推动头部券商集中度持续抬升，资负结构重审成为核心议题。收入驱动方面，2025年25家上市券商合计营收4413亿元、归母净利润1741亿元，同比分别+31%和+45.5%，ROE提升至7.31%，投资收入占比已达41.9%；资负结构方面，金融投资资产占总资产超50%、占净资产近250%，固收为底仓、权益渐发力，但2020-2024年券商发债票面利率由约3%降至约2%，低利率下主动加杠杆动力减弱。市场风险与信用风险构成两大主线：投资收益率仍与沪深300高度同步，股票质押与中资地产美元债冲击持续——海通国际因包销地产美元债暴雷，2024年以1.52港元/股私有化退市。重资本模式下资负久期错配与底层资产质量管控将决定头部券商中长期信用分水岭。
- **综合金融：关注消金、化债等风险主线。**信托、AMC、租赁、期货构成综合金融板块观察主线，风险差异化分布。2024年以来集合信托迎来到期高峰、预期收益率持续回落，部分机构不良率突破10%，资产服务类信托成转型方向；AMC端整体经营承压，全国性AMC凭借央行再贷款与低成本发债维持资本缓冲，但普遍通过长期股权投资权益法入账上市银行维持账面利润、缺乏真实现金流入，实质性改善有待宏观修复；地方AMC在区域资源约束下盈利与资本充足率持续承压。租赁端2024年末合同余额降至5.64万亿元；期货端利润下行、ROE普遍低于5%。综合金融机构在结构性风险暴露与产业转型叠加下加速分化。
- **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：股东、区域、客户再分层

【 02 】 保险：利差损阴霾下尾部出清

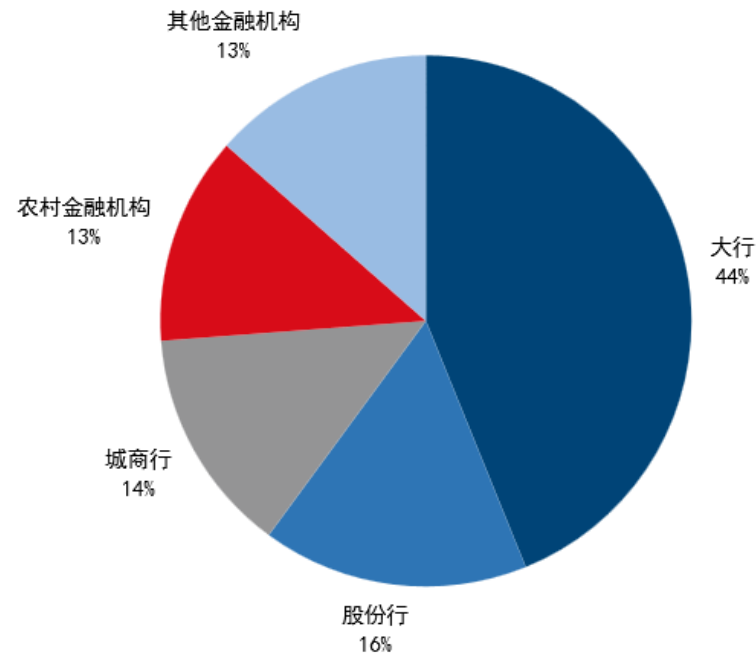
【 03 】 证券：集中度提升下资负重审

【 04 】 综合金融：关注消金、化债等风险主线

➤ 银行业金融机构按类型划分（截至2025年6月末）：

- 大行（6家）、
- 股份行（12家）、
- 城商行（124家）、
- 农村金融机构（3381家，包括农商行、农信社、农合行、村镇银行、农村资金互助社等）、
- 其他（548家，如政策行、信托公司、理财公司等）。

图：银行业金融机构的资产分布（2025年12月末）

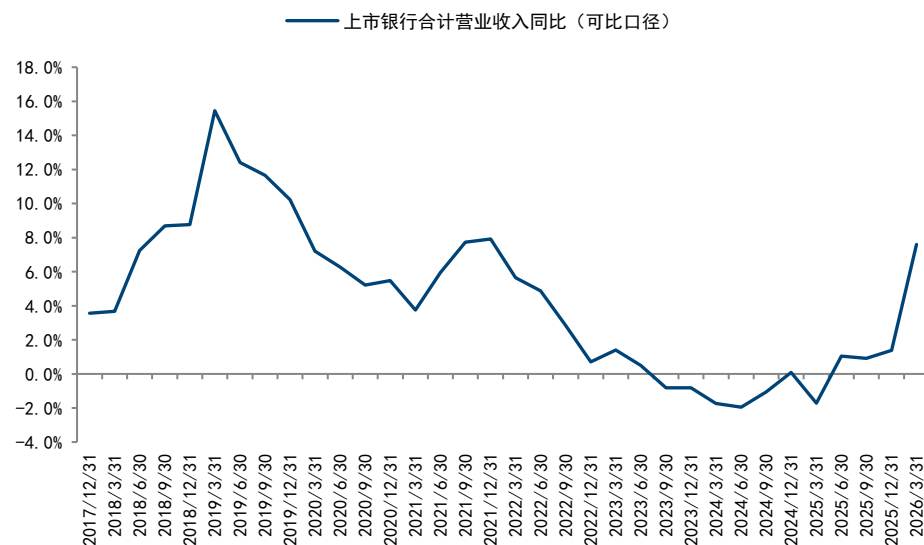


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：2026年一季度营收利润增速回升

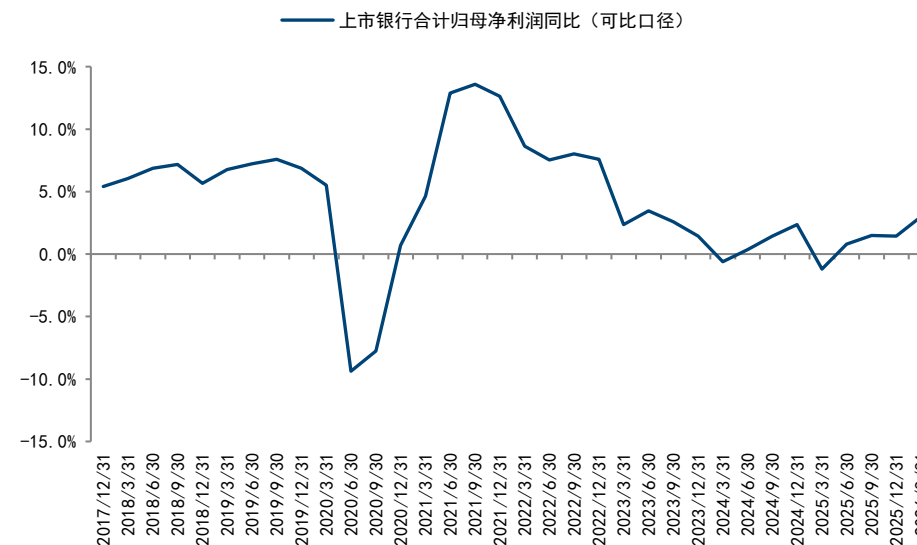
- 42家A股上市银行整体2025年收入利润增速变化不大，但是2026年一季度收入和归母净利润同比增速回升；
- 2025年上市银行合计实现营业收入5.73万亿元，同比增长1.4%（2024年为0.1%）；2026年一季度实现营业收入1.56万亿元，同比增长7.6%；
- 2025年上市银行合计实现归母净利润2.17万亿元，同比增长1.4%（2024年为2.3%）；2026年一季度实现归母净利润0.58万亿元，同比增长3.0%。

图：上市银行整体营业收入增速



数据来源：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



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：净息差拖累减轻，拨备计提力度加大

• 从归母净利润增速归因分析来看：

（1）生息资产规模的贡献基本稳定。

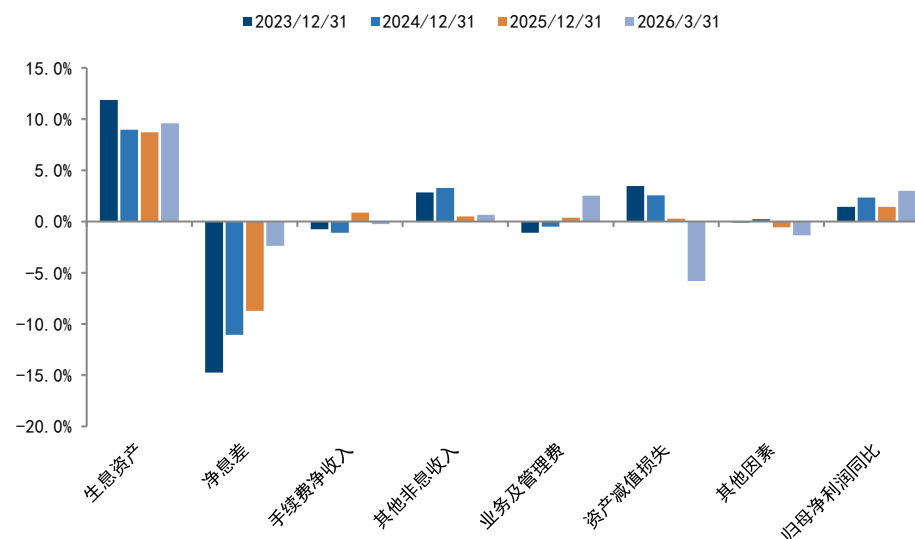
（2）净息差不利影响持续减轻。近几年受LPR下行、存量按揭利率调整、信贷需求疲弱等因素影响，银行净息差持续回落，但回落幅度收窄，尤其是今年一季度，净息差降幅明显收窄，成为收入增速回升的主要驱动力。

（3）手续费净收入见底。经过多年调整后，2025年以来手续费净收入企稳回升，对净利润的不利影响基本消除。

（4）其他非息收入对业绩增长贡献下降。市场利率降至低位后下行空间有限，债券投资收益等增速放缓，2025年以来其他非息收入的贡献下降。

（5）收入增速回升后，上市银行不再通过拨备平滑利润，而是加大了拨备计提力度。2025年资产减值损失对净利润增长的贡献降至接近0，今年一季度在收入增速大幅回升的情况下，拨备计提力度加大，反而压低了利润增速。

图：上市银行整体归母净利润增速归因

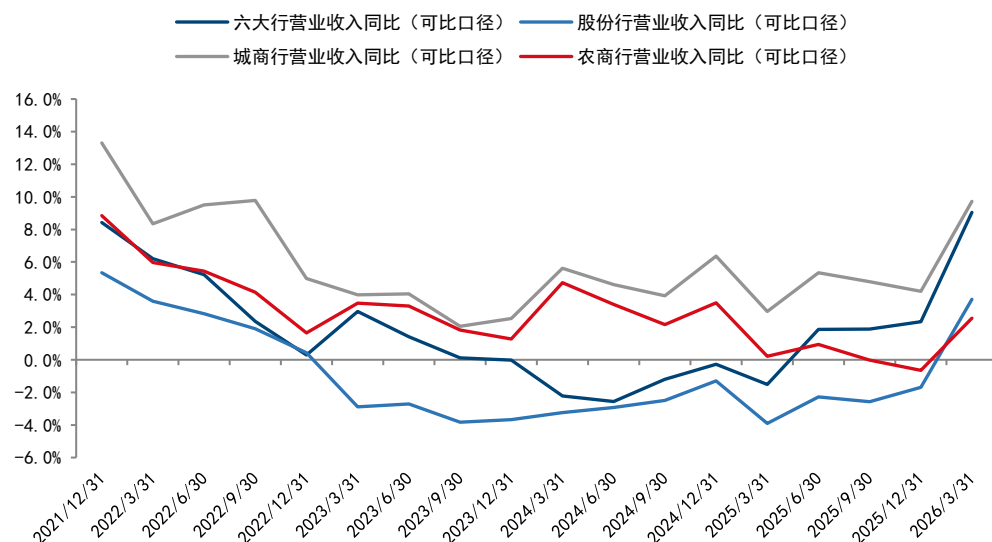


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：各类型银行特征分化

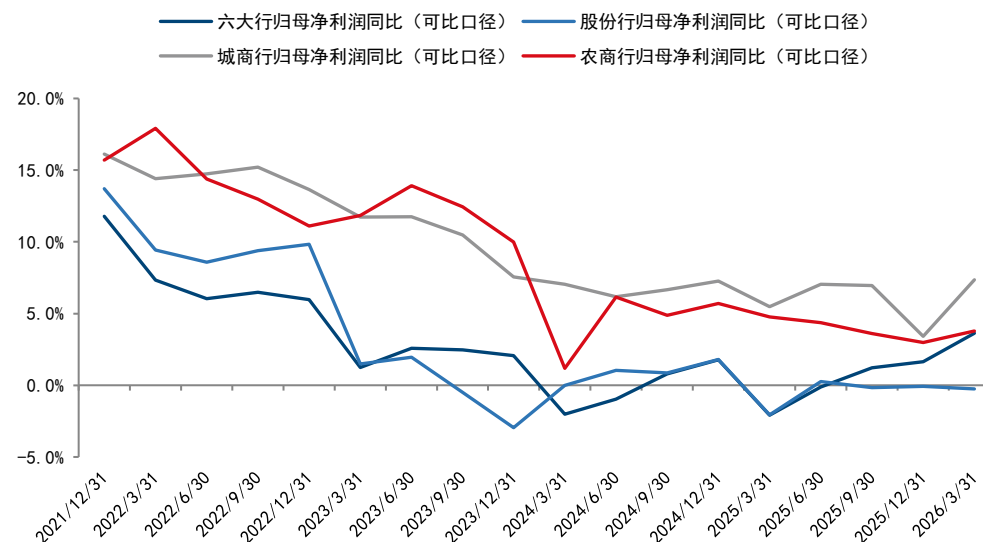
- 2025年六大行收入增速回升，其他各类型银行的收入增速较2024年均下降；2026年一季度各类型银行的收入增速均较2025年回升；
- 2025年六大行、股份行归母净利润增速较2024年回升，城商行、农商行银行的归母净利润增速较2024年下降；2026年一季度股份行归母净利润增速较2025年基本持平，其他类型银行的归母净利润增速均较2025年回升。

图：分类型银行营业收入同比



数据来源：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



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：各类型银行特征分化

- 从归因分析来看：

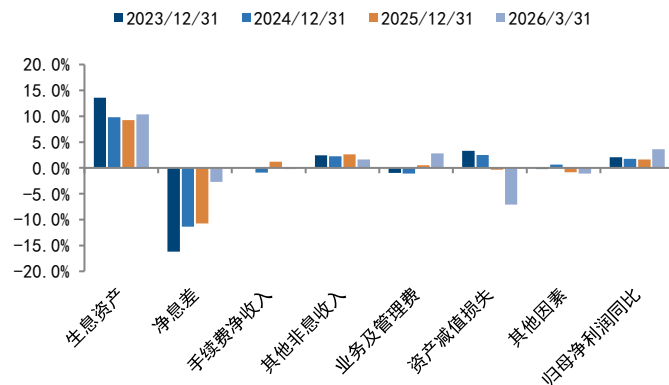
（1）六大行的最大变化就是今年一季度净息差降幅明显收窄，对净利润增长的不利影响明显减轻。在收入增速大幅增长的情况下，六大行加大拨备计提力度，利润增速小幅回升；

（2）股份行同样是净息差降幅明显收窄，也同样加大了拨备计提力度，利润增速跟2025年相比变化不大；

（3）城商行除净息差降幅收窄、拨备计提增加外，还有一个特点是规模贡献上升，加快扩张速度。此外由于城商行的金融市场业务相对较大，在当前利率环境下，其他非息收入拖累业绩表现；

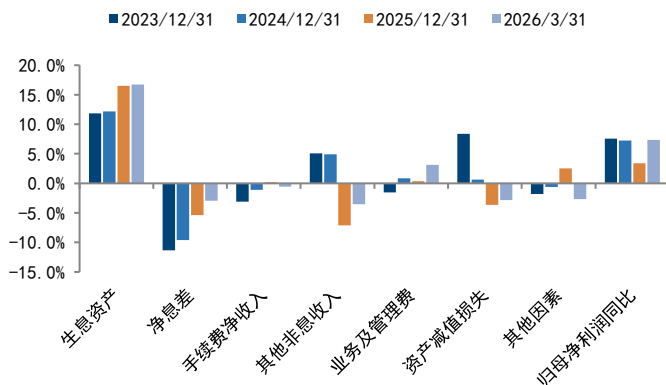
（4）农商行整体规模增速稳定，净息差降幅收窄，也同样面临其他非息收入的拖累，转而通过拨备平滑利润，维持一定的利润增速。这一点与其他类型银行有较大区别。

图：归母净利润增长归因：六大行



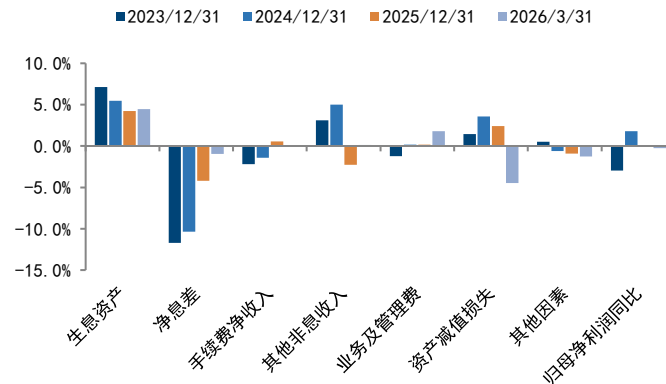
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增长归因：城商行



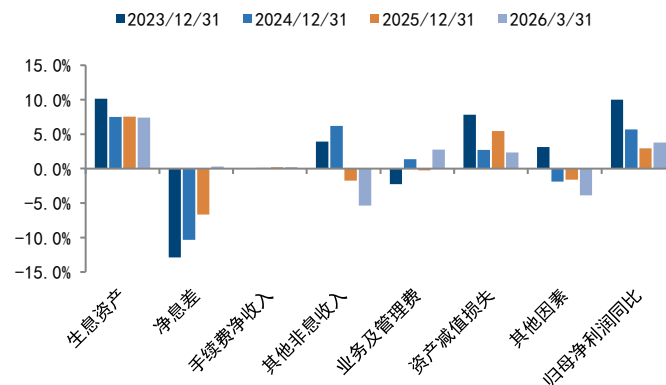
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增长归因：股份行



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

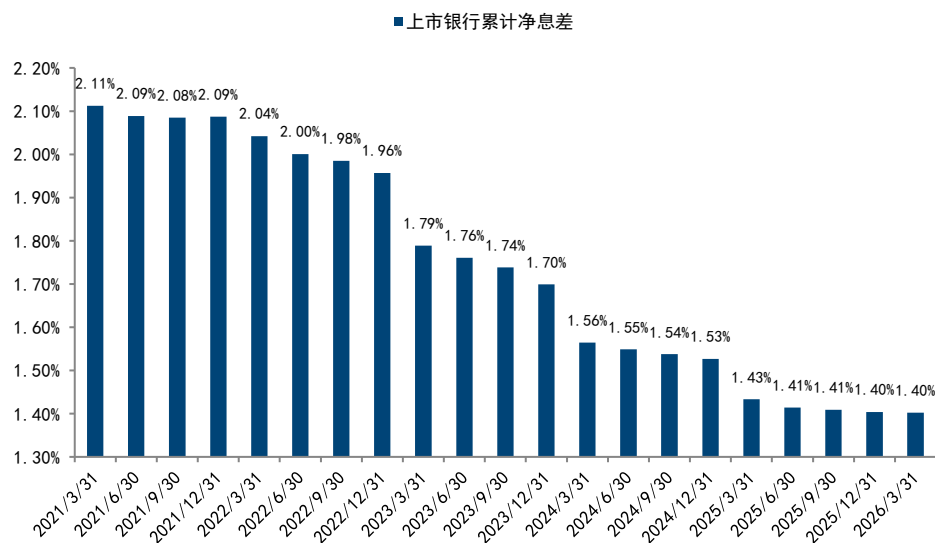
图：归母净利润增长归因：农商行



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

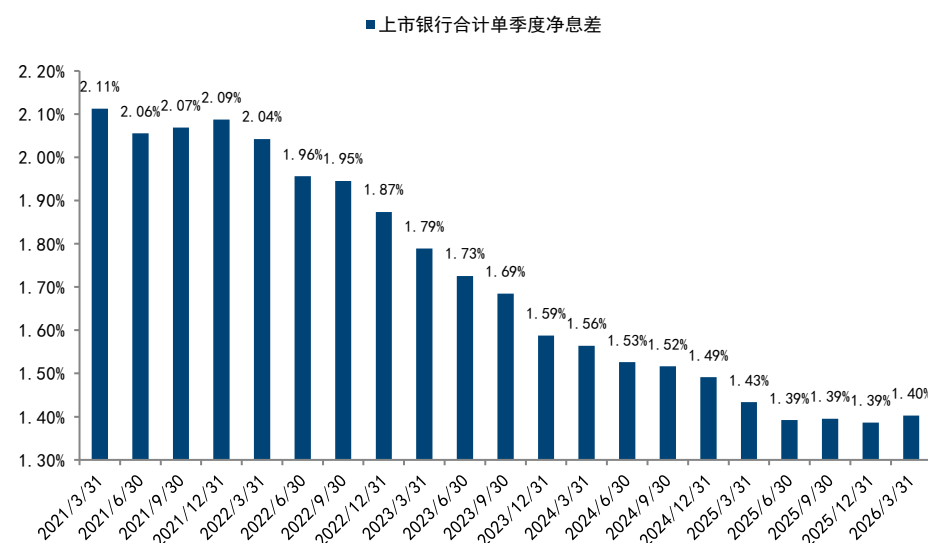
- 净息差同比降幅收窄。2025年上市银行整体净息差同比下降13bps至1.40%，较2024年17bps的降幅略有收窄。2026年一季度净息差同比降幅进一步收窄至3bps；
- 净息差环比企稳。环比来看，2026年一季度净息差较2025年全年持平，较2025年四季度上升了1bp；
- 我们此前判断2026年净息差降幅明显收窄，但估计还会下降几个bps，但实际银行净息差已经基本企稳，优于预期。

图：上市银行整体净息差表现（当年逐季累计）



数据来源：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)

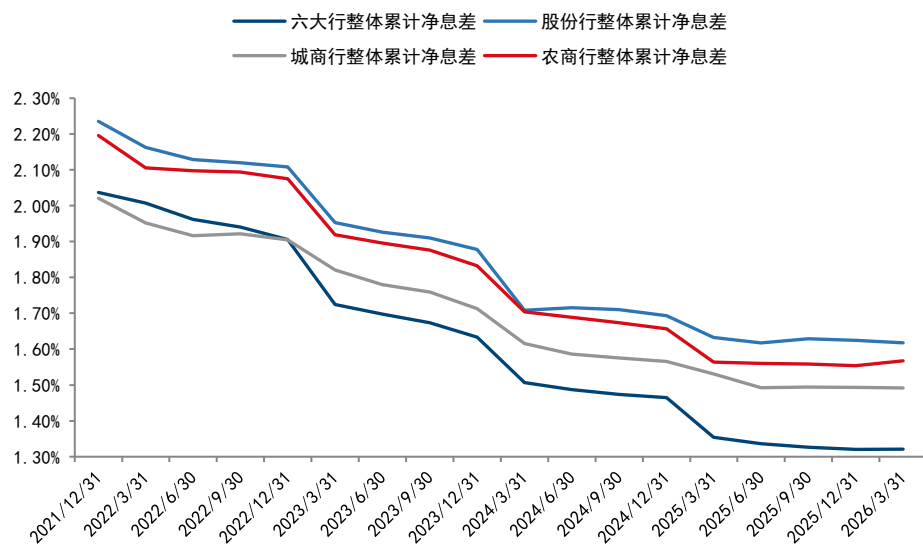


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：各类型银行净息差趋势一致

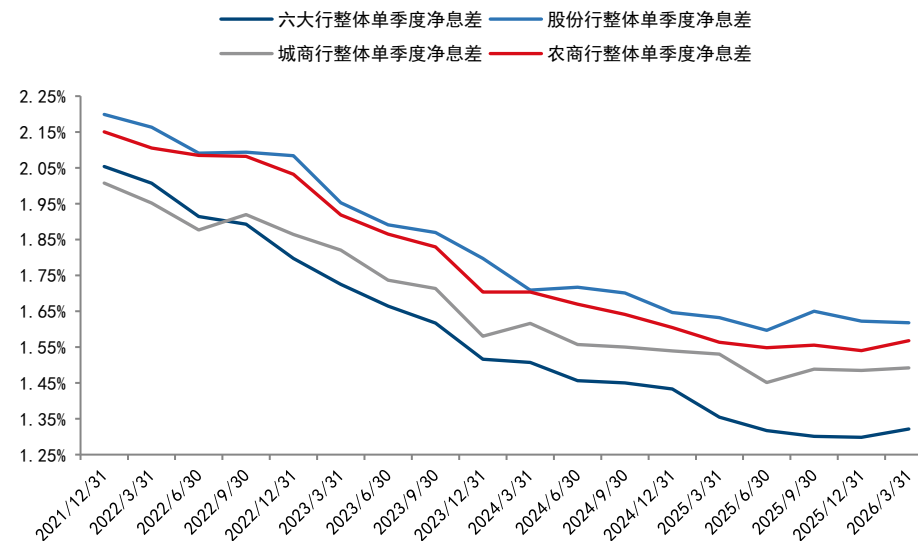
- 从分类型银行情况来看，各类型银行短期内净息差走势略有差异，但整体趋势基本一致。

图：分类型银行净息差表现（当年逐季累计）



数据来源：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)

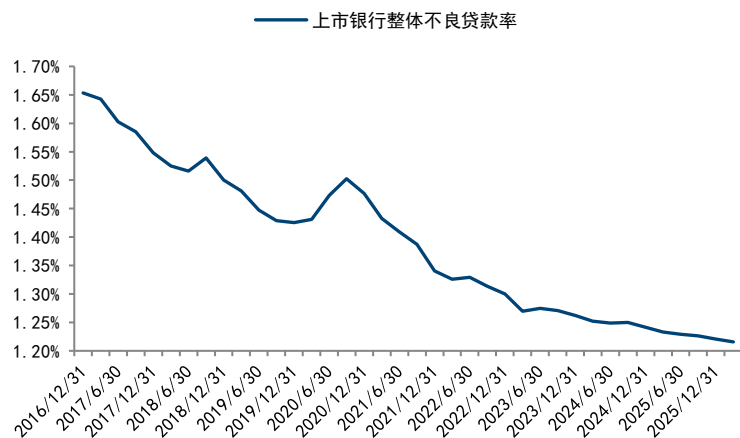


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产质量边际稳定，压力仍然来自零售

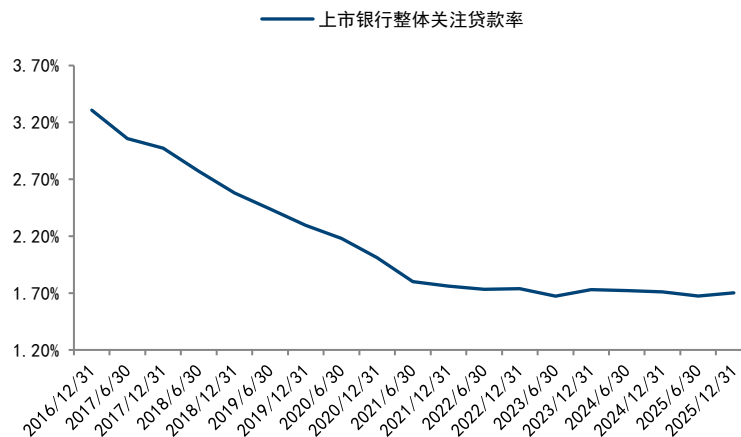
- 资产质量方面，我们认为目前银行资产质量边际稳定，压力仍然来自零售贷款。
 - (1) 上市银行不良贷款率降至低位。2026年一季度末上市银行合计不良贷款率1.22%；
 - (2) 上市银行的整体关注贷款率也处于低位。2025年末上市银行合计关注率1.70%；
 - (3) 上市银行整体逾期率在2024年反弹后保持稳定。2025年末上市银行合计逾期率1.43%。

图：上市银行不良贷款率降到较低水平



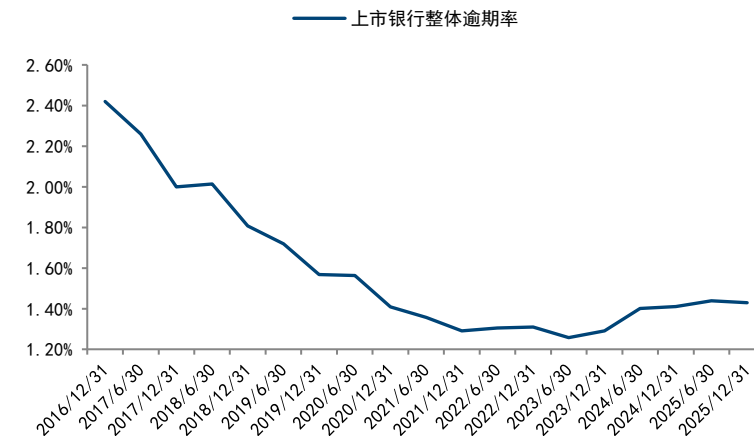
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：42家上市银行整体关注率基本稳定



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行整体逾期率稳定



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

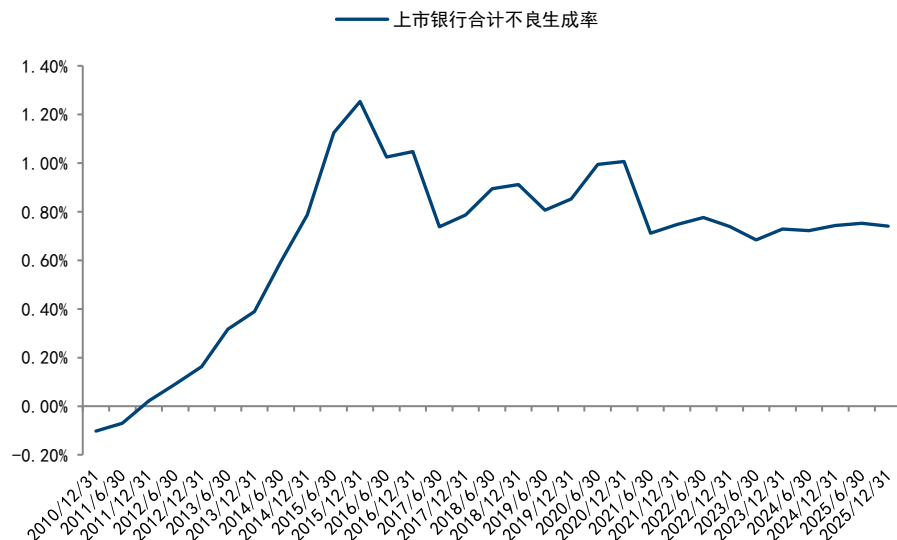
银行经营情况：资产质量边际稳定，压力仍然来自零售

- 资产质量方面，我们认为目前银行资产质量边际稳定，压力仍然来自零售贷款。

(4) 上市银行不良生成率基本稳定：2025年不良生成率0.74%，同比持平；

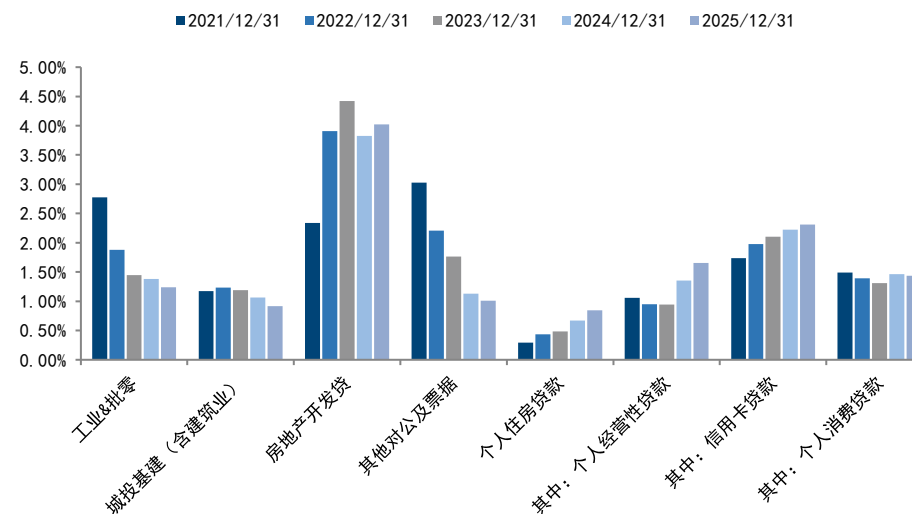
(5) 从分行业不良率走势来看，目前新增不良主要来自个人贷款，对公贷款不良率整体呈下降趋势。具体来看，个人住房贷款、经营性贷款以及信用卡的不良率都在上升。

图：上市银行不良生成率



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行分行业不良率

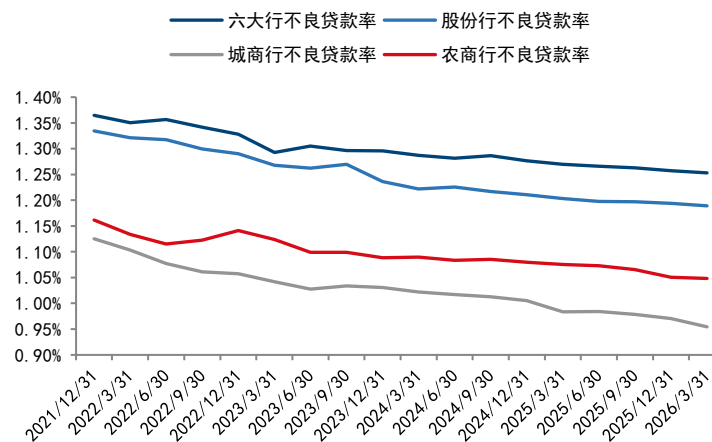


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：各类型银行资产质量都较为平稳

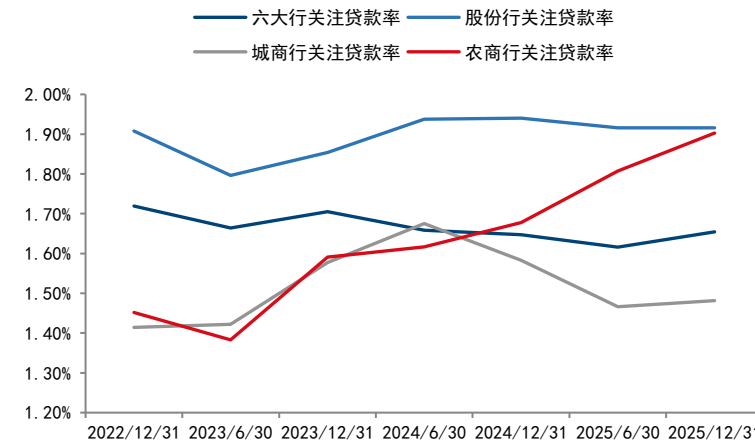
- 从分类型银行来看，农商行的关注率上升较快，其他银行的表现差别不是很大，从不良生成率来看，整体都比较平稳。

图：分类型银行不良贷款率



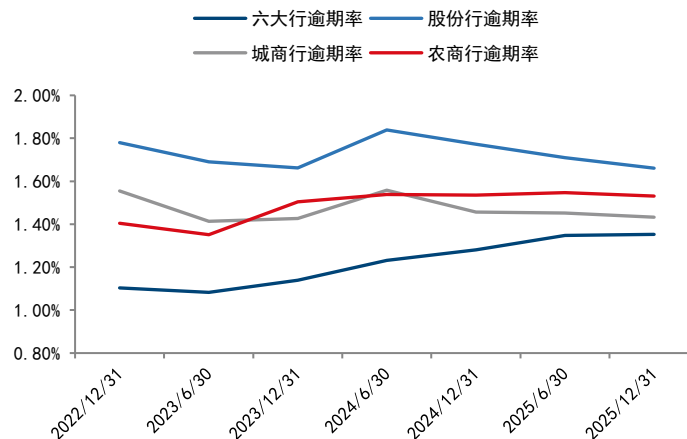
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行关注率



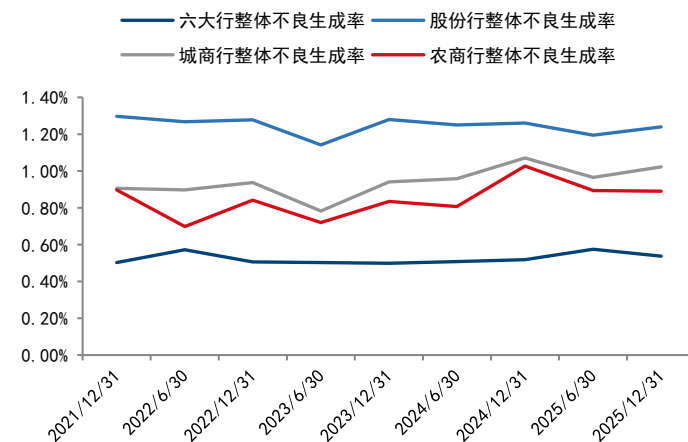
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行逾期率



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型银行不良生成率

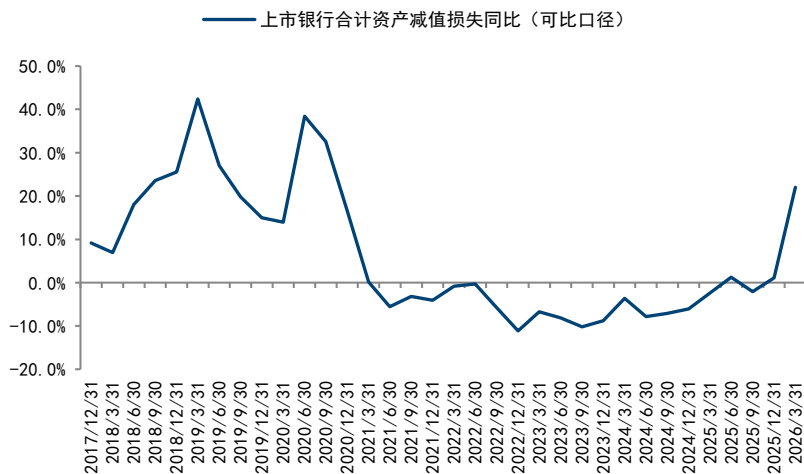


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：一季度拨备计提力度回升

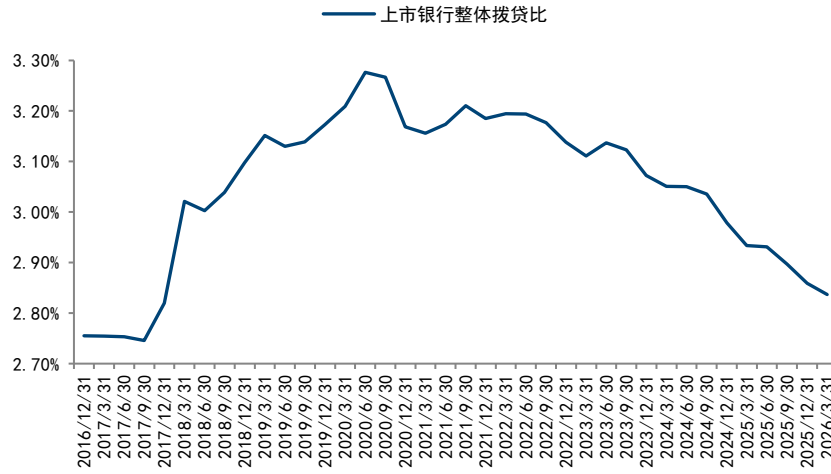
- 2021-2025年在净息差收窄背景下，上市银行信用减值损失同比持续减少以平滑利润，导致上市银行整体拨贷比持续降低，拨备覆盖率也有所下降。
- 今年一季度情况明显逆转。在净息差压力减轻的情况下，银行收入增速回升，拨备计提力度加大。不过由于基数原因影响，拨贷比、拨备覆盖率仍然下降
- 截至2026年一季度末，上市银行整体拨贷比为2.84%，拨备覆盖率为233%。

图：上市银行信用减值损失同比回升



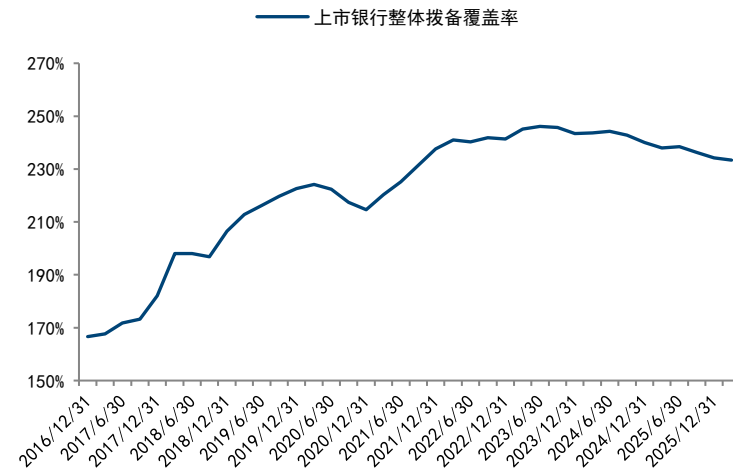
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行拨贷比回落



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行拨备覆盖率较为稳定

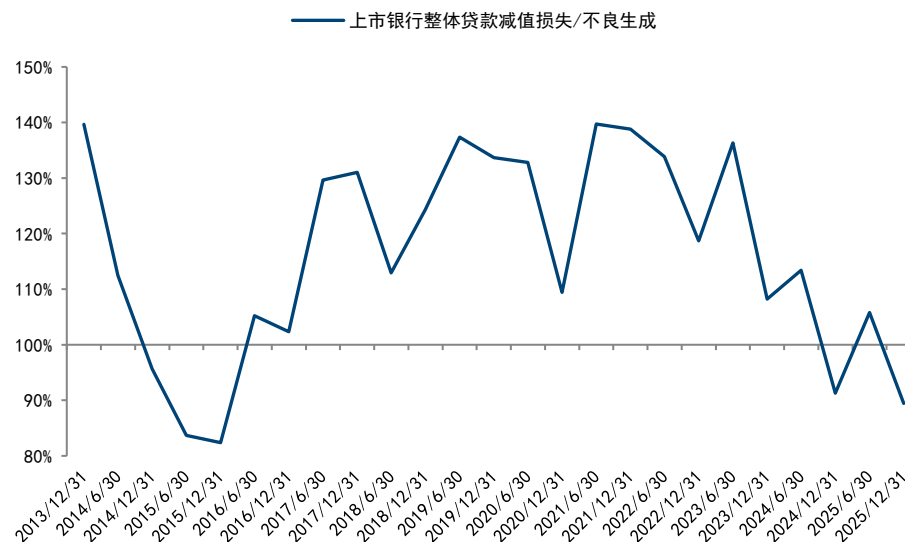


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：一季度拨备计提力度回升

- 从“贷款减值损失/不良生成”来看，2022年以来也是持续下降，2024年该指标为91%，2025年该指标为89%，说明上市银行整体拨备计提不够充分，在消耗存量拨备以平滑利润。
- 由于缺乏不良生成的季度数据，对于今年一季度的情况我们只能简单推测。考虑到一季度资产减值损失同比增长22%，而上市银行资产质量基本稳定，我们估计一季度的“贷款减值损失/不良生成”回升到了109%左右，但已经是充分计提减值。

图：上市银行“贷款减值损失/不良生成”

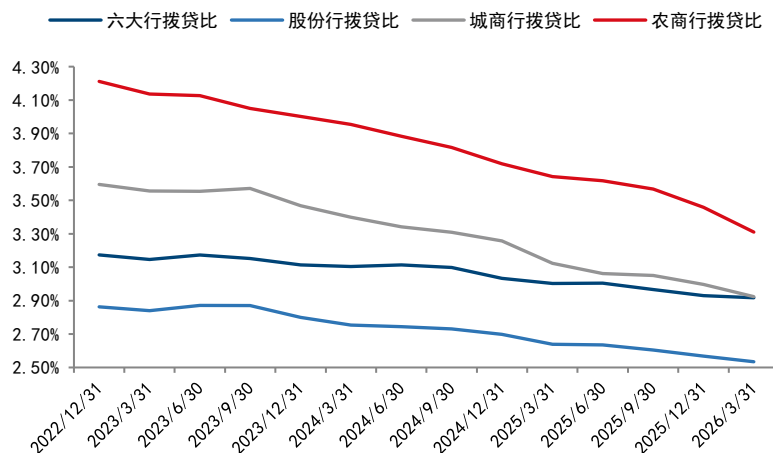


数据来源：Wind，上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：各类型银行拨备分化

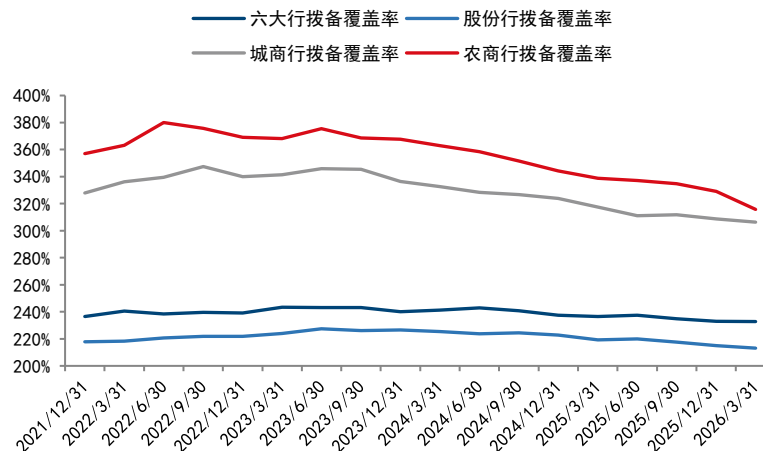
- 分类型银行来看，六大行、城商行的“贷款减值损失/不良生成”相对高一些，未来通过拨备平滑利润的能力相对较强；
- 存量方面，拨贷比和拨备覆盖率高的银行因基数原因下降更明显。

图：分类型银行拨贷比：拨贷比较高的银行回落较多



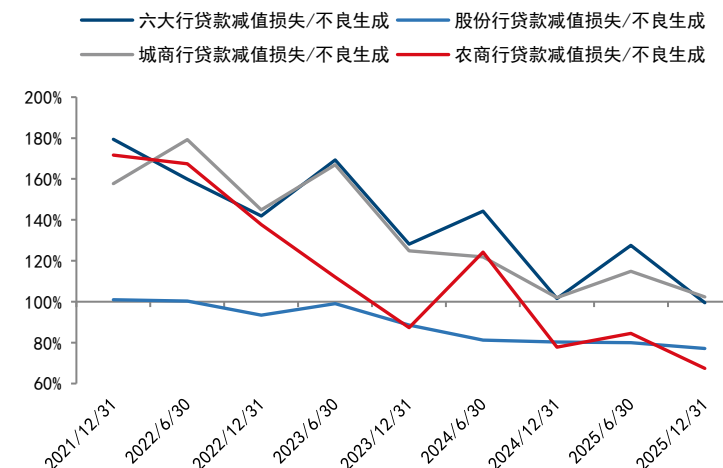
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



数据来源：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”

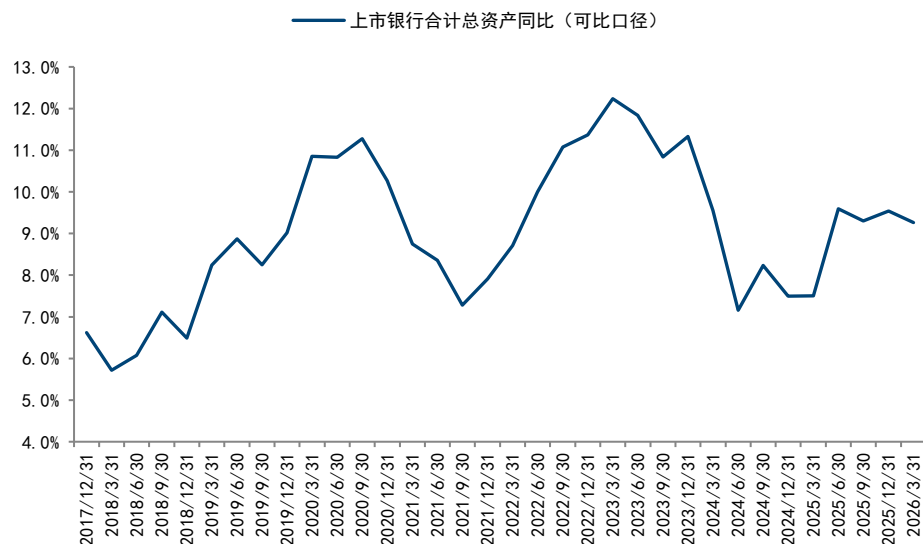


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：资产规模增速仍较快

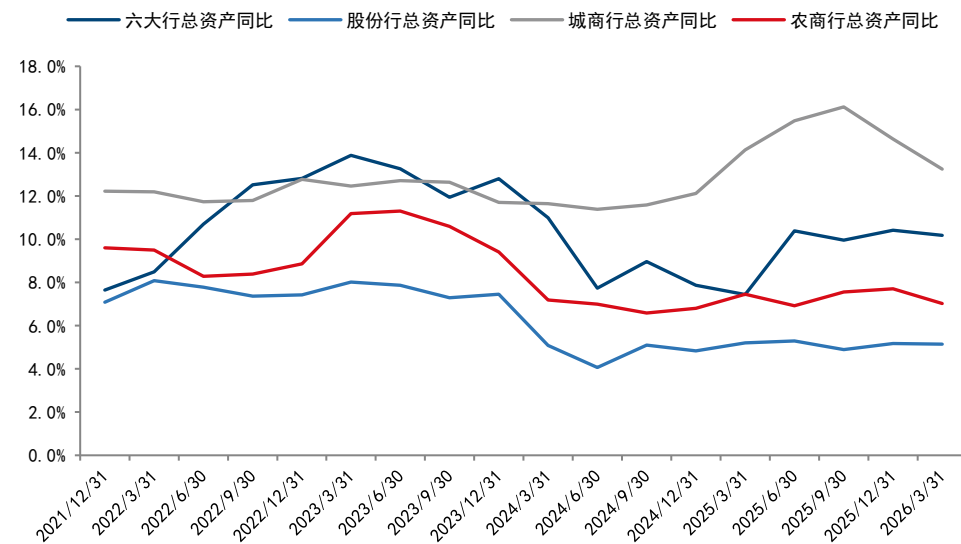
- 2026年一季度末上市银行合计总资产为343万亿元，同比增长9.3%，处于近几年中间水平。目前行业ROE为8.8%、分红率约30%，对应的资本内生增速约6%，当前资产增速相对资本内生增速仍然较快；
- 分类型来看，目前主要是城商行、六大行资产增速较高。

图：上市银行总资产增速



数据来源：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

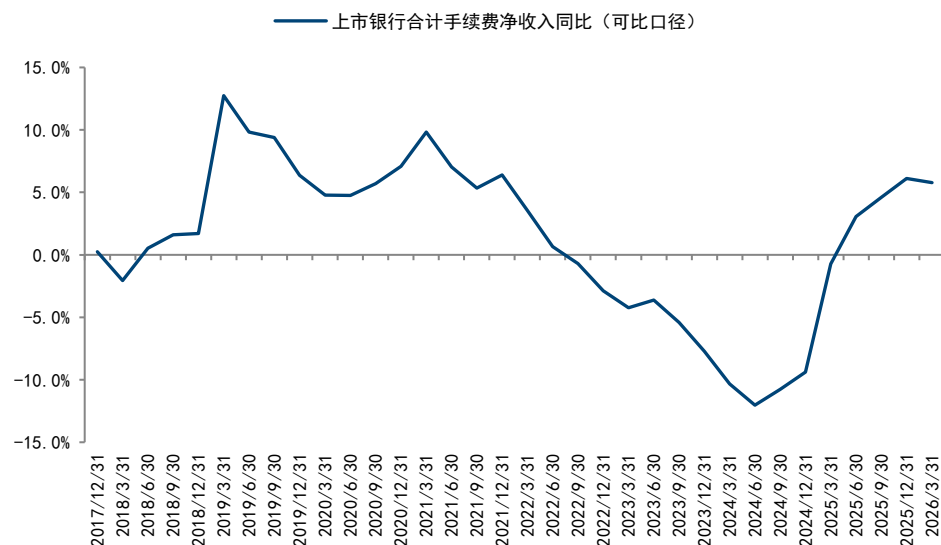


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：手续费净收入止跌回升

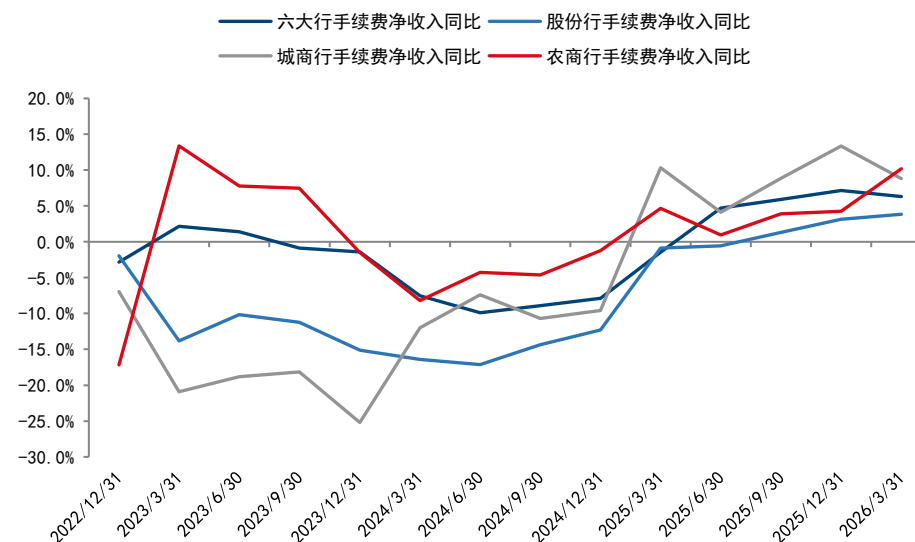
- 2022年以来受房地产风险暴露、股市及债市波动、公募基金降费、保险“报行合一”、消费疲软等多重因素影响，上市银行手续费净收入持续减少，但2025年以来随着各项因素的不利影响消化，手续费净收入止跌回升。

图：上市银行手续费净收入增速回升



数据来源：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

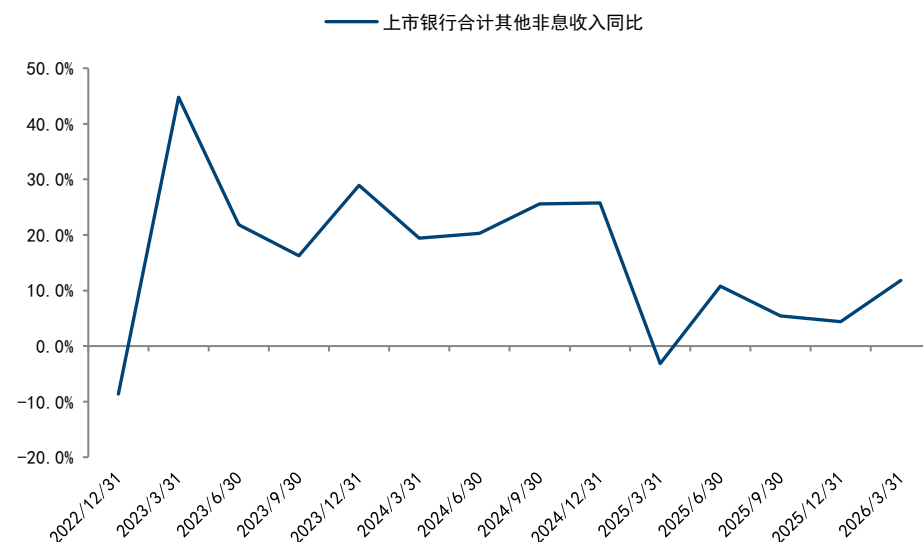


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行经营情况：其他非息收入增速回落

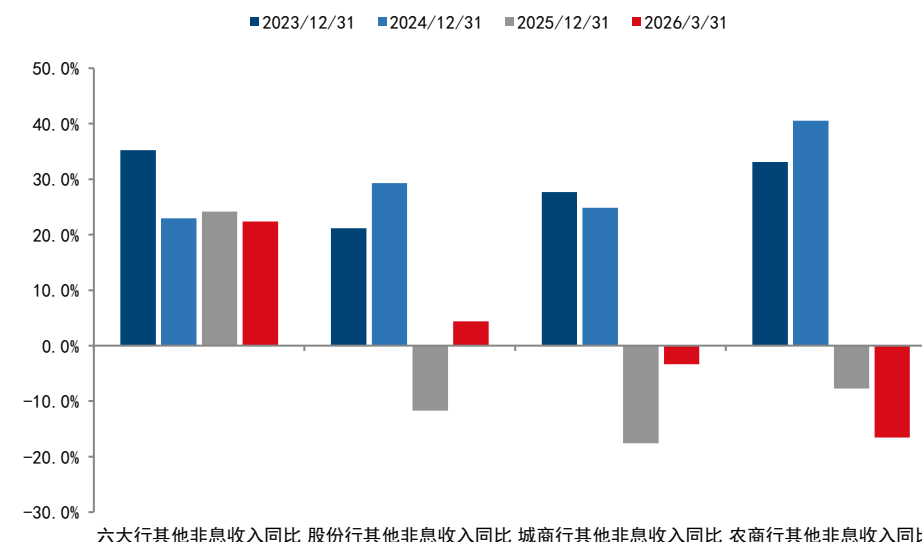
- 此前在利率持续下降的背景下，上市银行投资收益、公允价值变动损益等来自金融市场业务的收入大幅增长，使得其他非息收入快速增长。2025年以来市场利率低位运行，其他非息收入增速明显降低；
- 今年一季度六大行的其他非息收入仍然大幅增长，但其他银行则较为平稳；
- 整体来看，由于目前市场利率处于低位，下降空间有限，未来其他非息收入很难再对收入增长产生大的贡献。

图：上市银行其他非息收入增速



数据来源：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



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 我们认为2026年净息差压力明显减轻，资产质量则需要重点关注。

(1) 净息差压力减轻：2025年5月份存款挂牌利率降幅超过LPR降幅，有效对冲资产端收益率下行影响，而且存款重定价周期相对较长，因此前期存款挂牌利率下调的影响会继续影响2026年下半年负债成本，但资产端则不再受LPR下降的影响。综合来看，我们估计2026年行业净息差见底，对业绩增长带来的压力明显减轻。

(2) 2026年重点关注资产质量情况，尤其是零售资产质量：目前银行资产质量平稳，其中对公改善、零售压力较大。2026年重点关注零售资产质量是否出现拐点。

资产增速

- 结合ROE及分红率来看，目前银行资本内生增速约为6%。
- 但考虑到支持实体经济的需求，预计2026年行业资产增速仍将高于资本内生增长水平

净息差

- 受益于定期存款重定价带来的负债成本改善，预计2026年净息差企稳

非息收入

- 前期政策影响消化，手续费净收入恢复增长
- 利率水平处于低位，其他非息收入很难再对收入增长产生大的贡献

资产质量及拨备

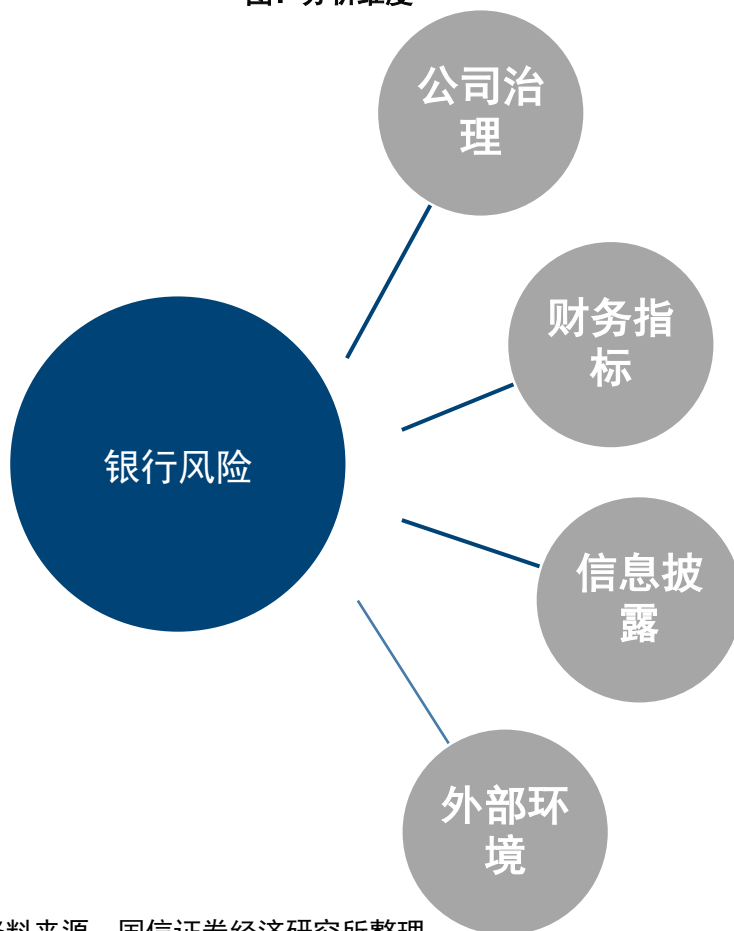
- 目前资产质量边际稳定。2026年关注零售资产质量变化
- 考虑到存量拨备充足，尤其是净息差压力缓解后收入增速回升，因此通过拨备平滑维持利润稳定增长的压力不大

收入及归母净利润

- 净息差表现好于此前预期。我们预计2026年收入增速回升至5%以上
- 考虑到前期拨备少提，银行在收入增速回升的情况下将优先补提拨备而非释放利润，因此估计2026年归母净利润增速维持在3%左右

- 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

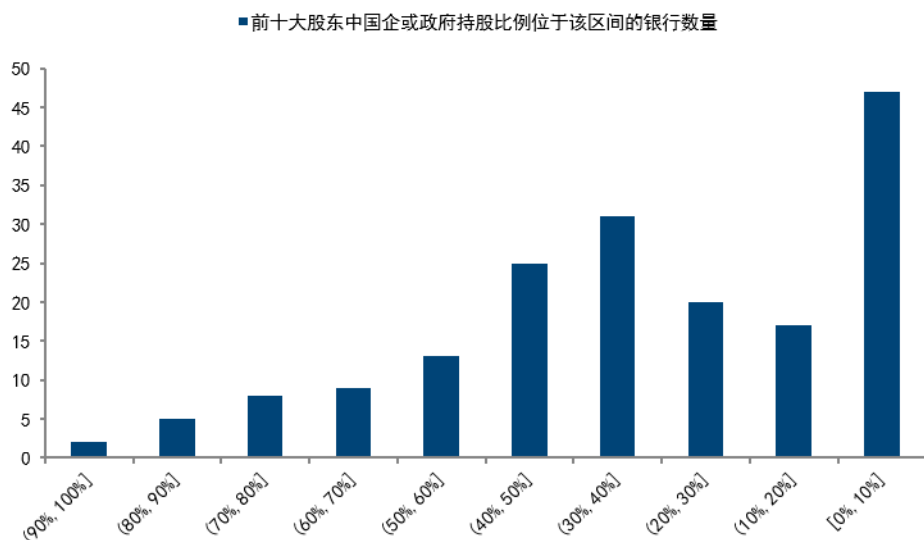
一级指标	二级指标
公司治理	国资持股比例
	疑似壳公司比例
资产负债表	近三年存款增速
	近三年资产增速
	近三年资产存款增速剪刀差
	存款占比
	贷存比
	前十大借款人集中度
	核心一级资本充足率
利润表	负债成本
资产质量	不良率
	关注率
	逾期率
	不良/逾期
	拨备覆盖率
盈利能力	ROE
	ROA
	权益乘数
信息披露情况	年报披露详细程度
外部环境	所属省份
	所在省份近三年GDP增速

资料来源：国信证券经济研究所整理

➤ 公司治理

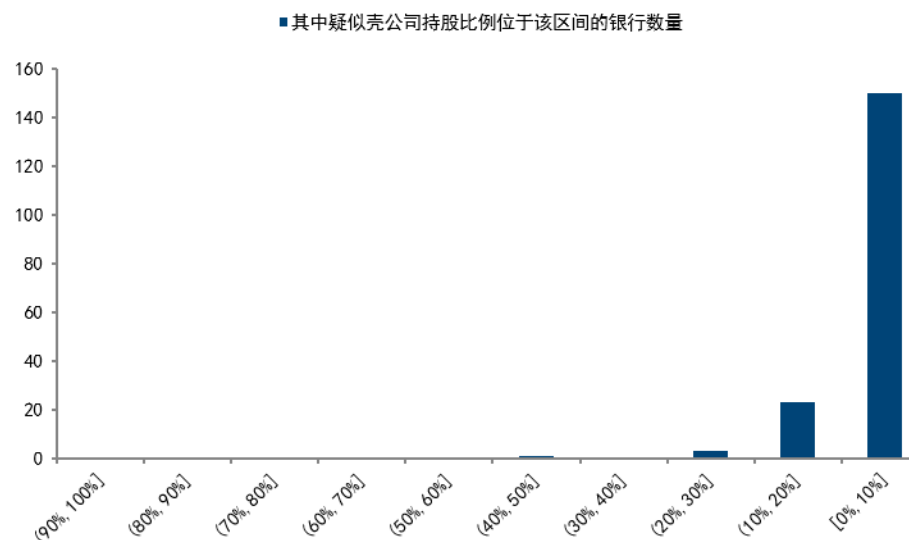
- 如果一家银行的公司治理存在问题，那么其财务数据可信度会大打折扣。考虑到这一点，我们将公司治理列为首要的一级指标。
- 公司治理的内涵很广，此处我们主要关注前十大股东情况。

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

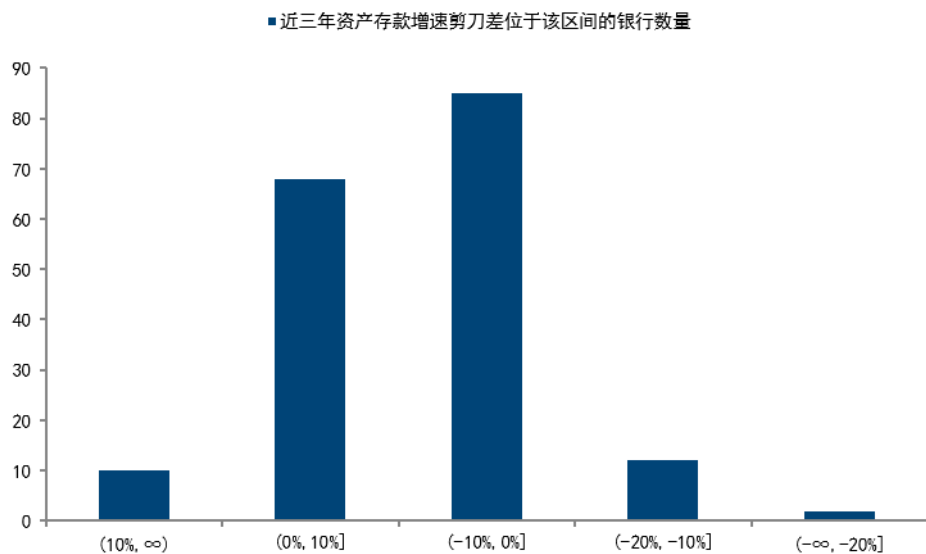


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产负债表

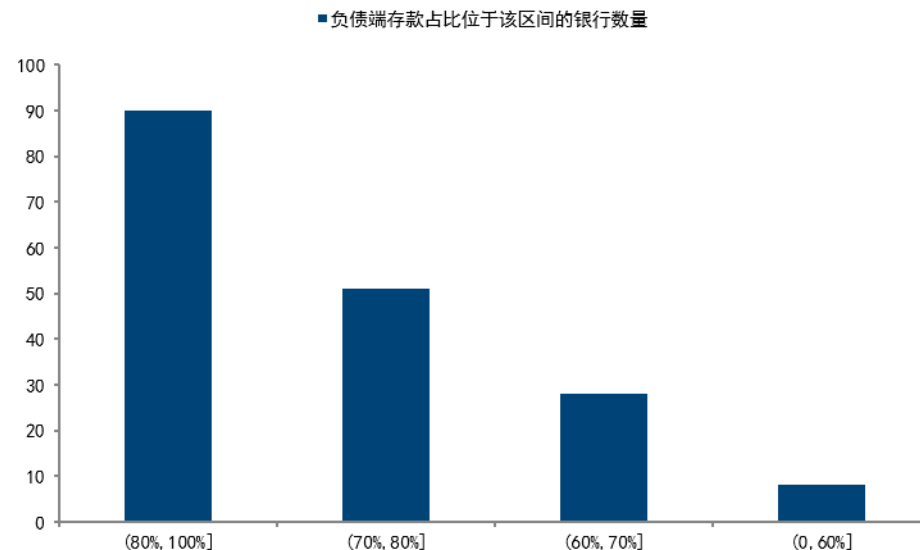
- （1）近三年资产存款增速剪刀差。资产扩张远超存款增长，说明其规模扩张冲动强而客户基础则与扩张意愿不匹配，隐含的风险较大。
- （2）负债端存款占比。存款一般而言属于被动负债，稳定性相对好，且存款好往往意味着银行的客户基础也更好，经营能力强

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

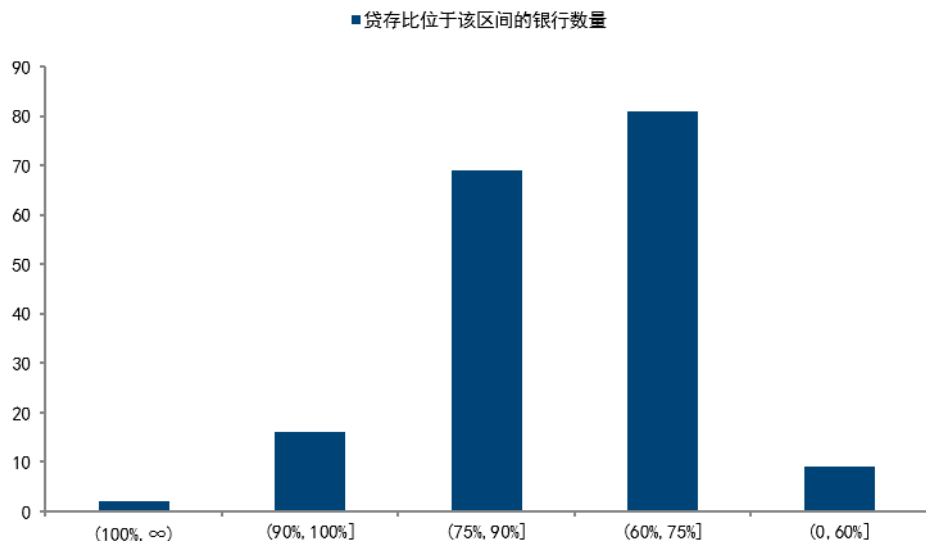


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产负债表

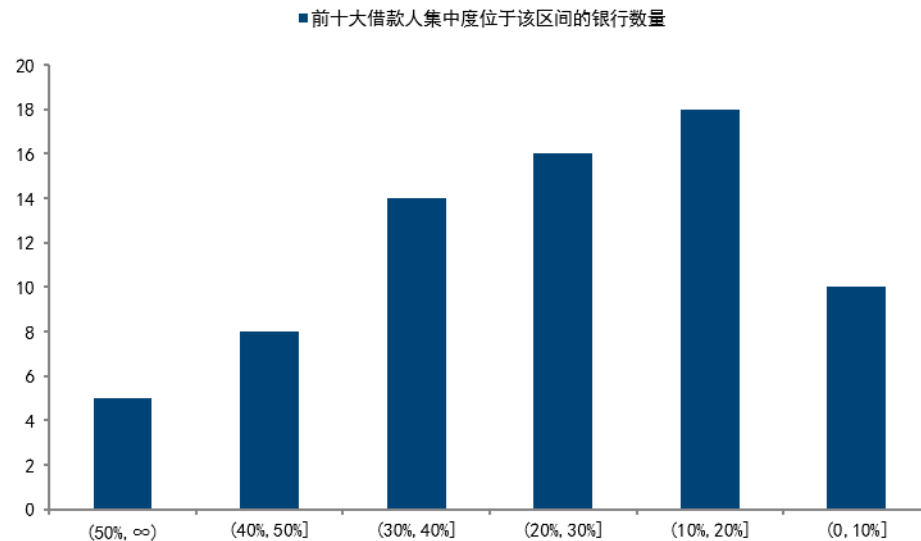
- （3）贷存比。贷存比曾经是银保监会的监管指标，要求不能高于75%，但目前已经不作为硬性约束。贷存比越高的银行，其贷款更大程度上依赖其他主动负债，流动性管理压力越大。
- （4）前十大借款人集中度。前十大借款人合计贷款占银行总资本的比重，该指标越高，说明银行贷款投放越集中，分散程度不够，风险更大

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

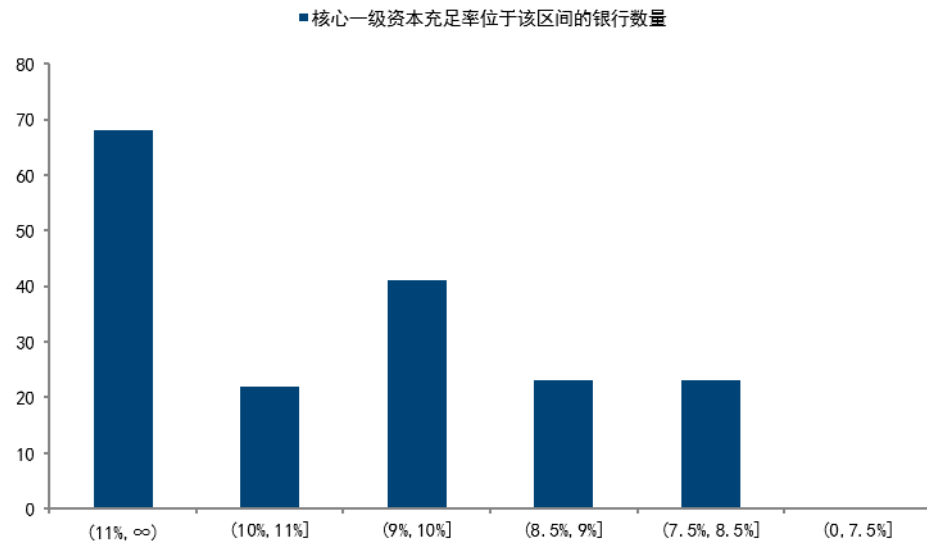


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 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

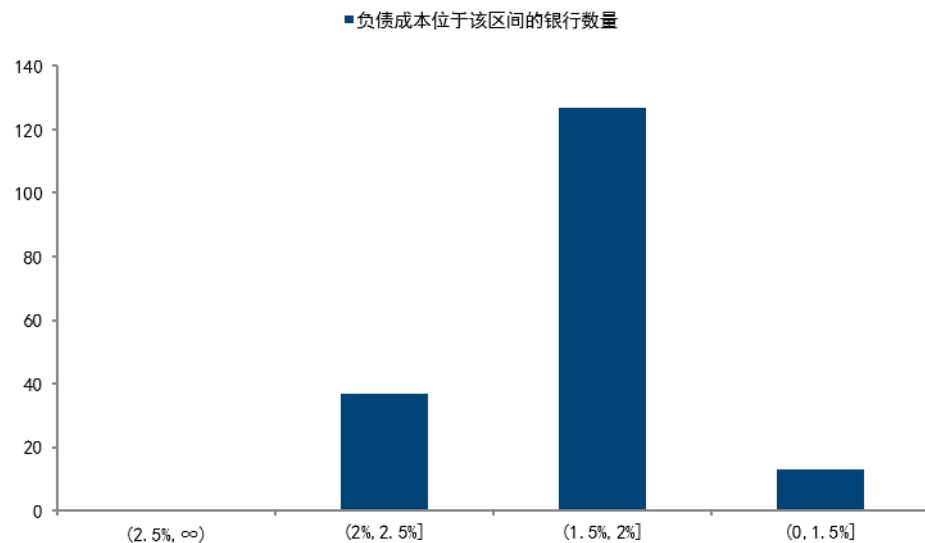


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 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

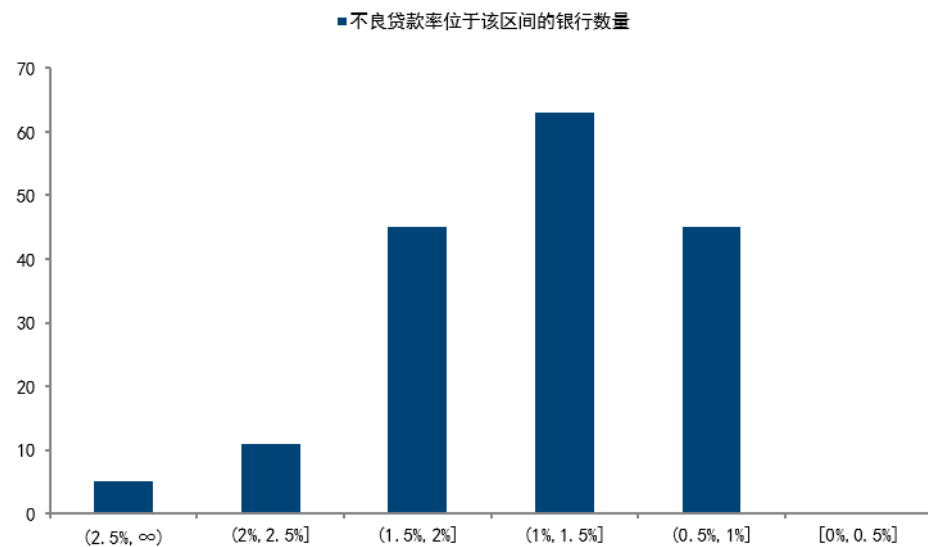


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产质量

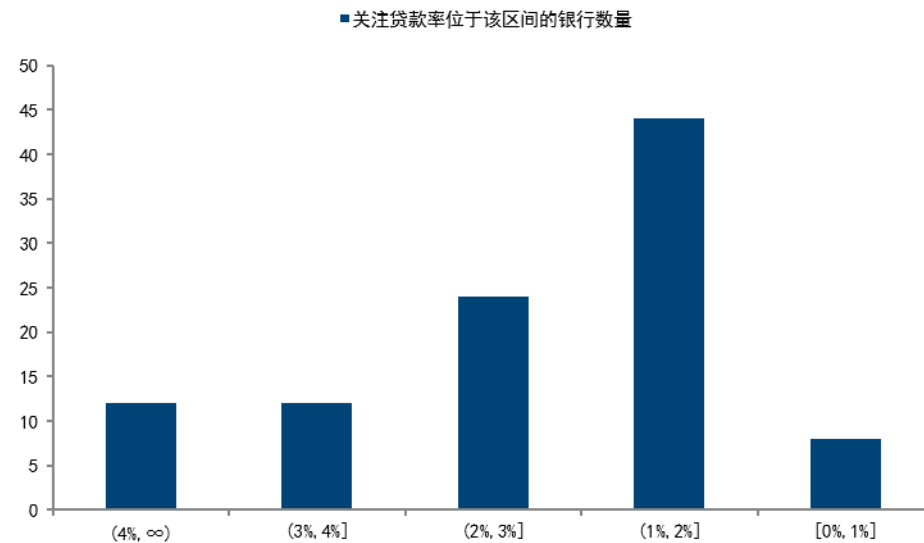
- （1）不良贷款率。不良贷款率是反映银行资产质量最直接的指标
- （2）关注贷款率。关注类贷款的风险仅次于不良贷款，其占比反映了银行潜在的不良压力

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

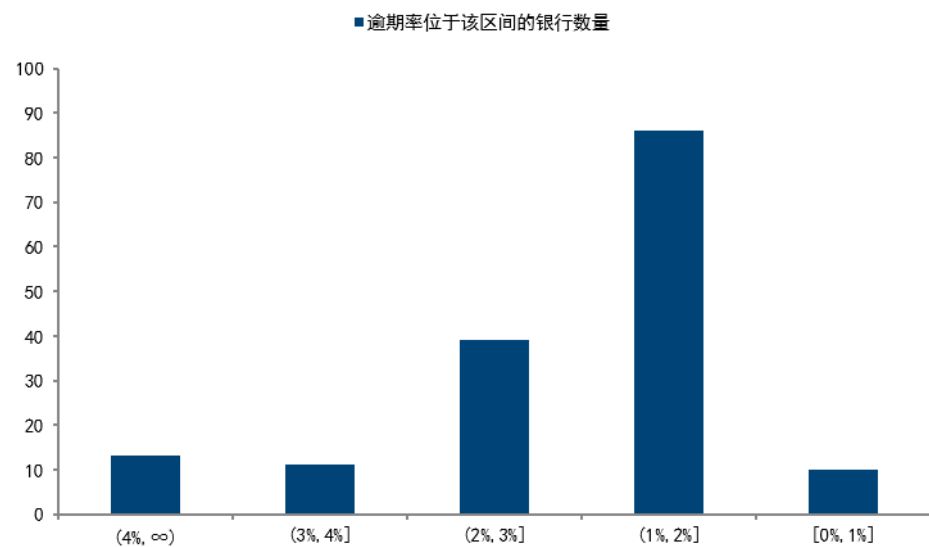


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 资产质量

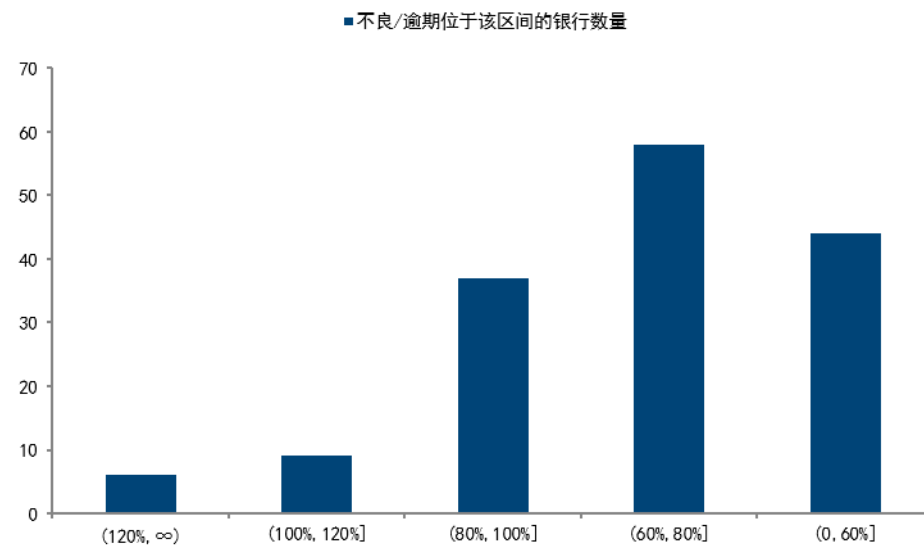
- （3）逾期率。与不良贷款率、关注贷款率等数据相比，逾期率是一个相对而言更加客观的指标，也能较好地反映银行资产质量情况
- （4）不良/逾期。我们用该指标衡量银行对不良贷款的认定程度，该指标越高，意味着银行对不良贷款的认定越严格。

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

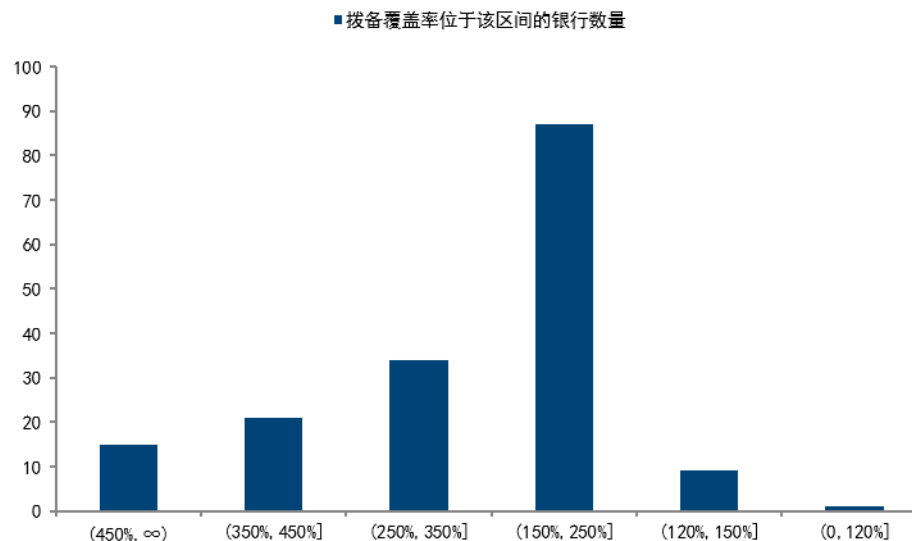


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 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

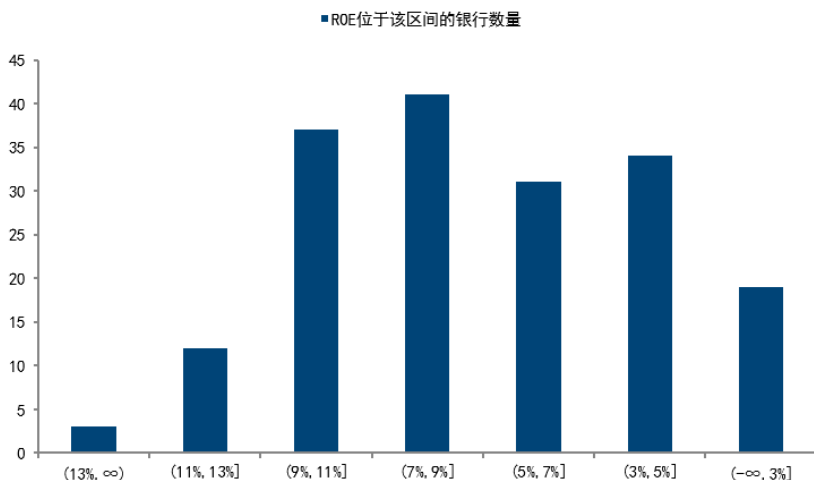


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 盈利能力

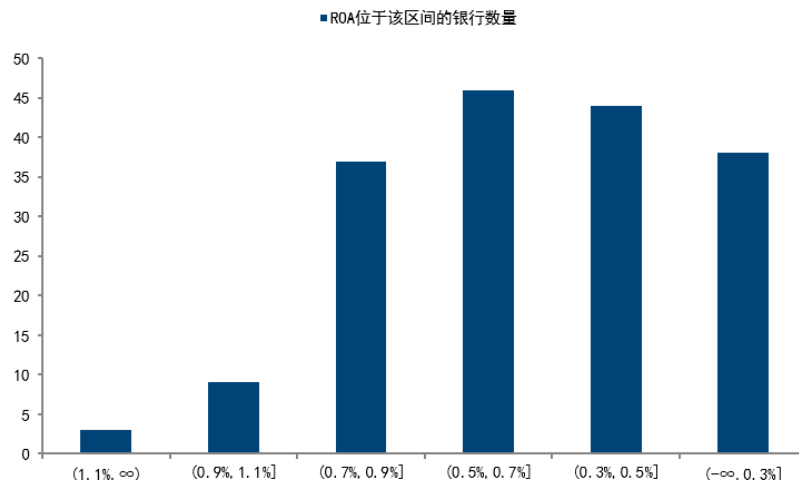
- （1）ROE。ROE是银行经营能力的综合反映，ROE越高，说明银行的竞争力越强
- （2）ROA。ROE的高低受权益乘数影响，因此我们还观察ROA情况，在ROE相同的情况下，我们更喜欢ROA高而权益乘数低的银行
- （3）期末权益乘数

图：ROE数据分布情况



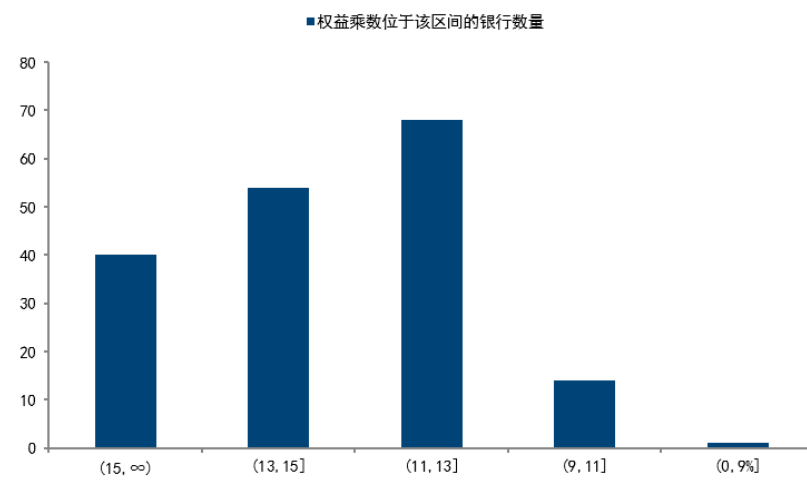
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

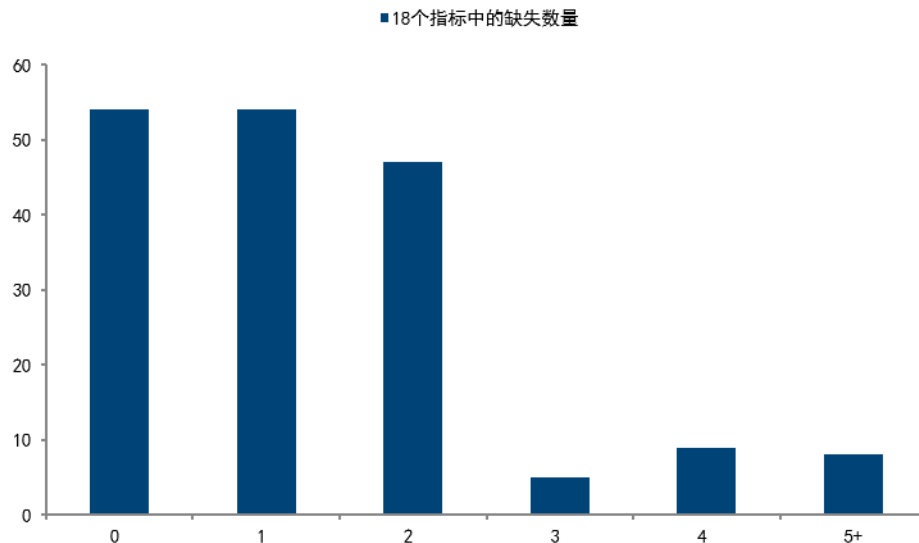


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 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

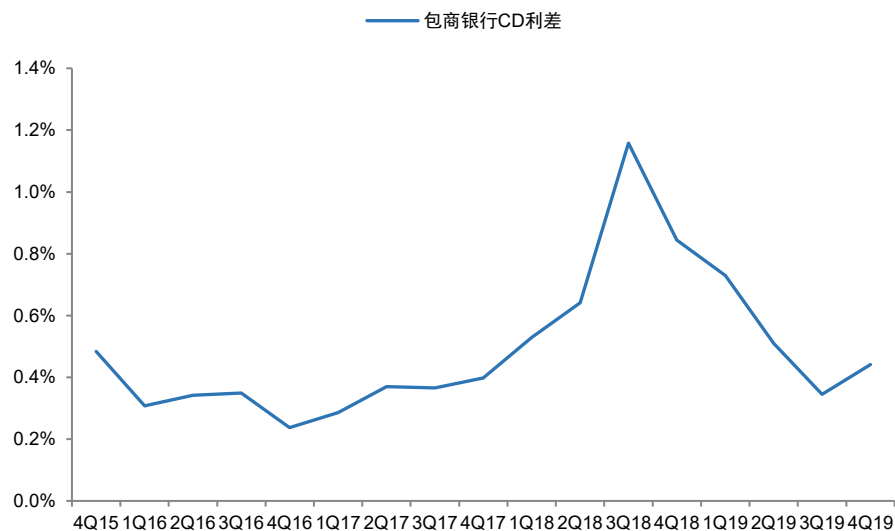
		关注点
财务分析：资产负债表	资产结构	观察生息资产中的非标占比，判断资产透明度等情况
	贷款结构	分析对公贷款、个人贷款占比，个人贷款中经营性贷款、消费性贷款等高收益贷款占比，以便做下一步的判断
	对公贷款行业分布	通过贷款投向判断其主要客群结构，并结合人均资产、管理成本等验证业务的真实性
财务分析：利润表	生息资产收益率	观察生息资产收益率是否异常
	负债成本	观察负债成本、存款成本是否异常
公司治理	控股股东或实际控制人	找出公司的实际控制人，观察实际控制人的综合实力
	前十大股东	观察前十大股东是否存在异常
	董事会	观察董事会结构是否存在异常

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



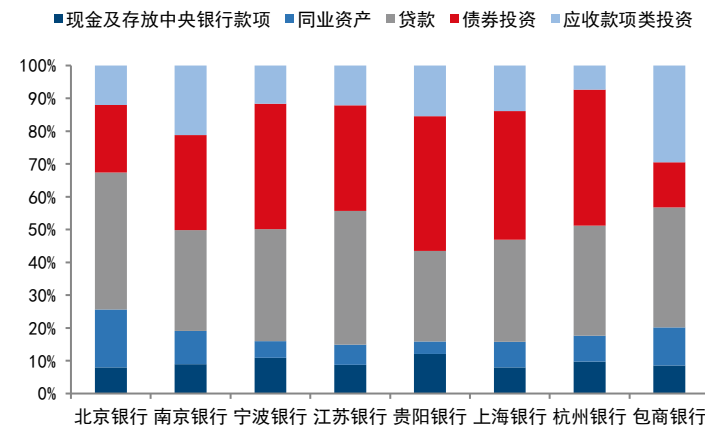
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

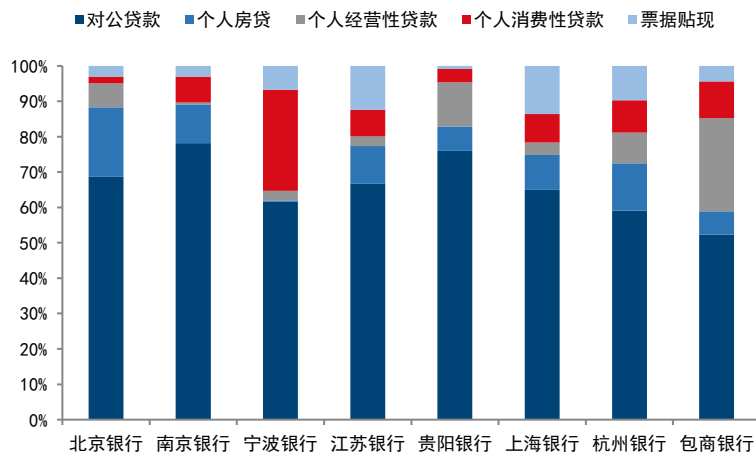
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款行业分布：个人经营贷占比偏高、批发零售业贷款占比偏高，但是能够得到“人海战术”的合理解释

图：主要城商行资产结构（2016年）



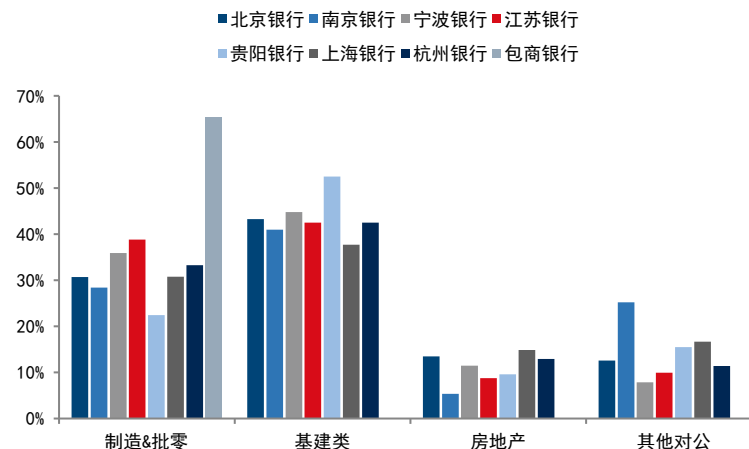
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行贷款结构（2016年）



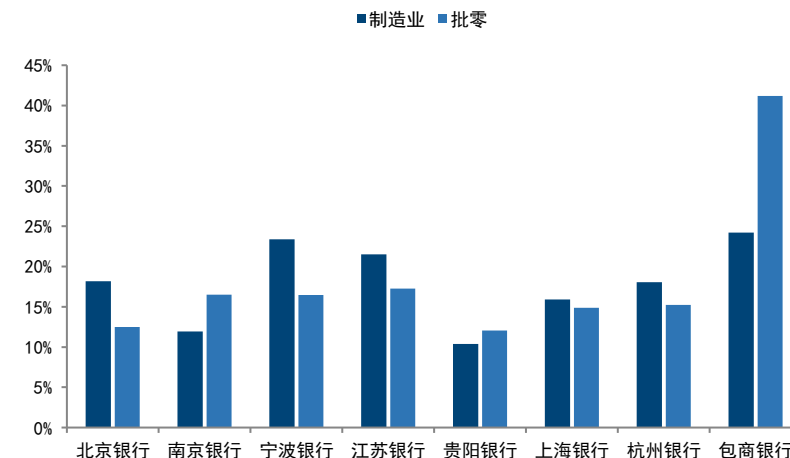
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



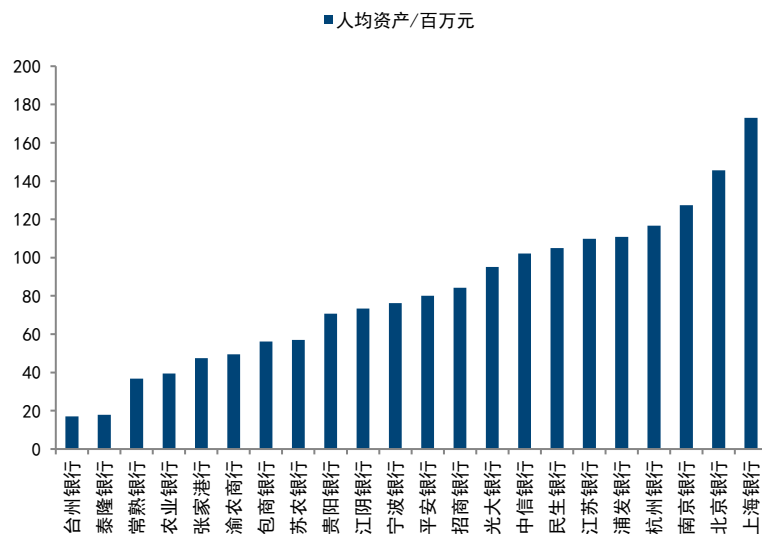
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

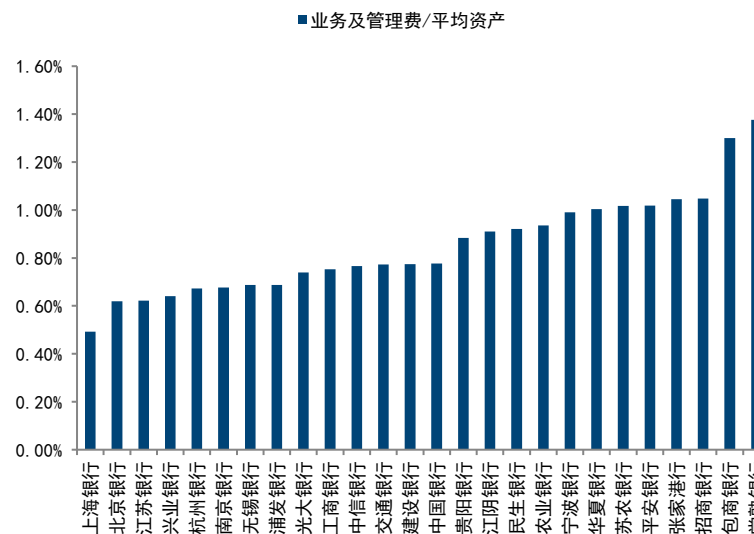
- 贷款结构与对公贷款行业分布：个人经营贷占比偏高、批发零售业贷款占比偏高，但是能够得到“人海战术”的合理解释（续）

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）



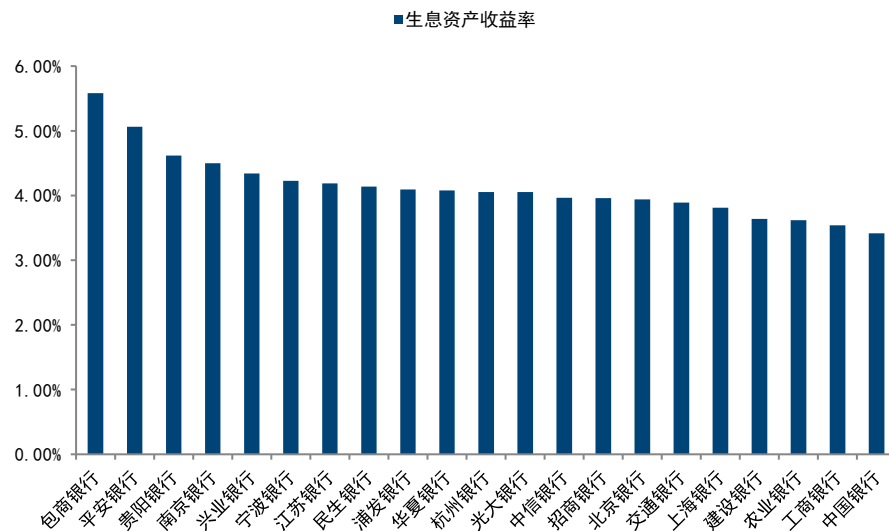
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例一：包商银行回溯分析之财务分析

➤ 利润表分析

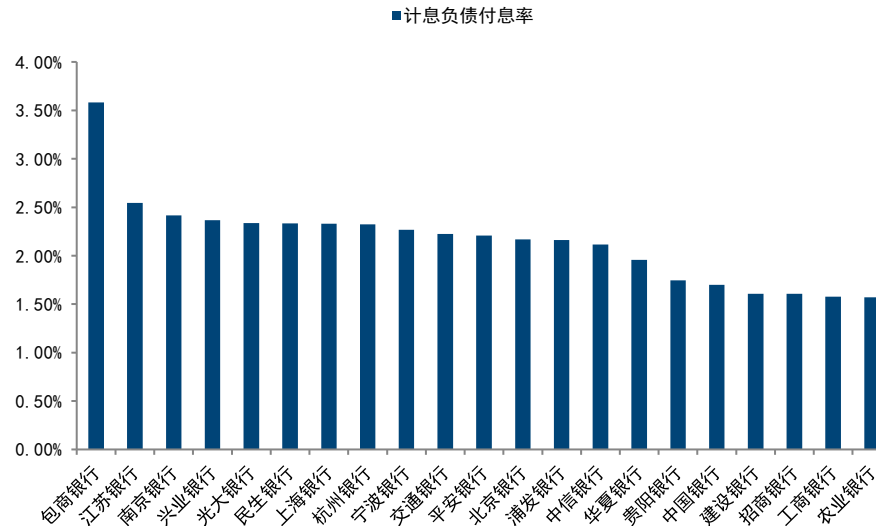
- 生息资产收益率较高，能够得到贷款投向的合理解释
- 负债成本异常高，存款成本未披露

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）

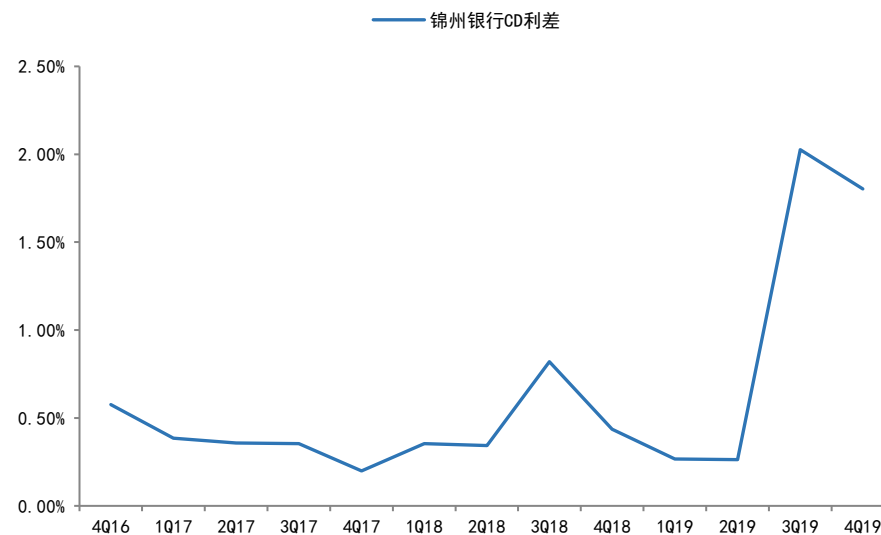
股东名称	进入前十大股东时间	成立时间	经过X层股权穿透至控制人，X=	（实际或共同）控制人	法定代表人	缴纳社保员工数（2016年）
包头市太平商贸集团有限公司	2008	1998	2	温俊义	周学琴	4
包头市大安投资有限责任公司	2009	2009	2	黄永平、卢孝义	马少博	7
包头市精工科技有限责任公司	2009	2005	2	朱秀英	王距清	5
包头市百川投资有限责任公司	2011	2006	3	张立峰	张立峰	4
包头浩瀚科技实业有限公司	2010	1997	2	高秉义、王瑞琴	周雪芳	5
内蒙古网通计算机有限责任公司	2011	2000	3	丰伟、史玉英	吴杰	3
内蒙古森海旭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



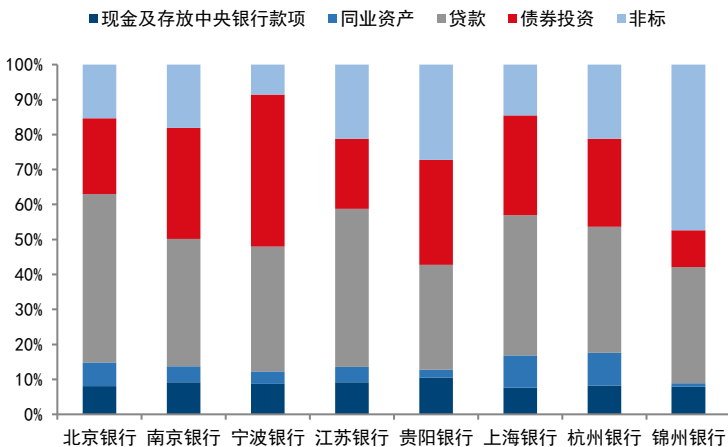
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

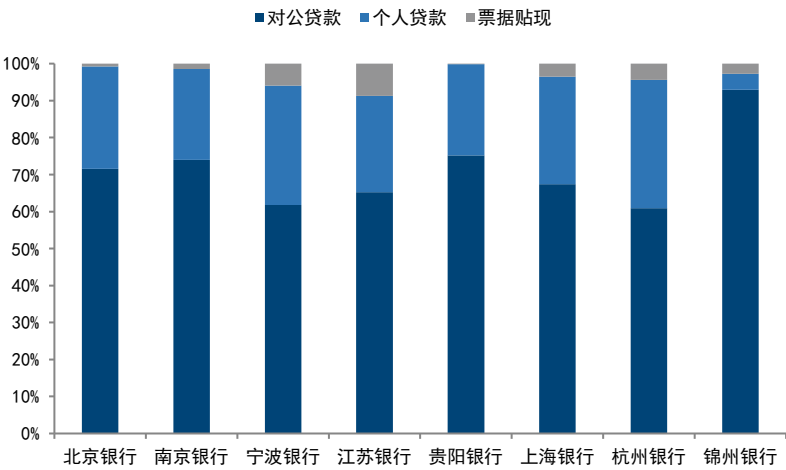
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款行业分布：批发零售业贷款占比偏高，无法得到合理解释

图：主要城商行资产结构（2018年中报）



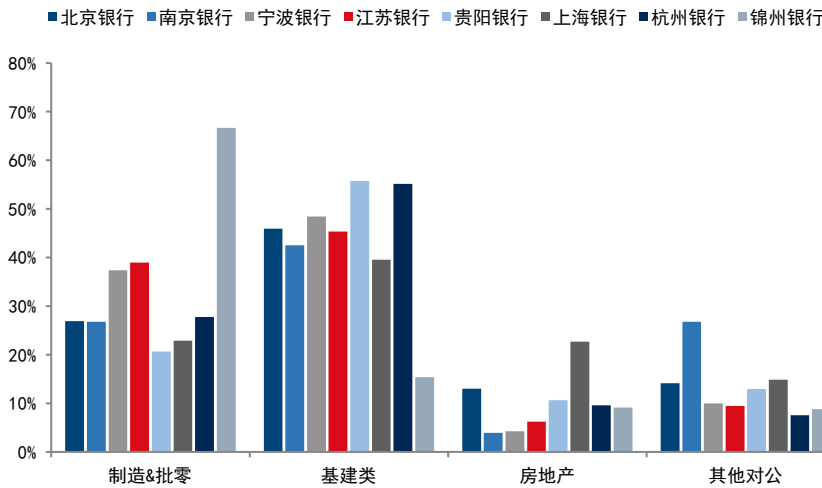
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要城商行贷款结构（2018年中报）



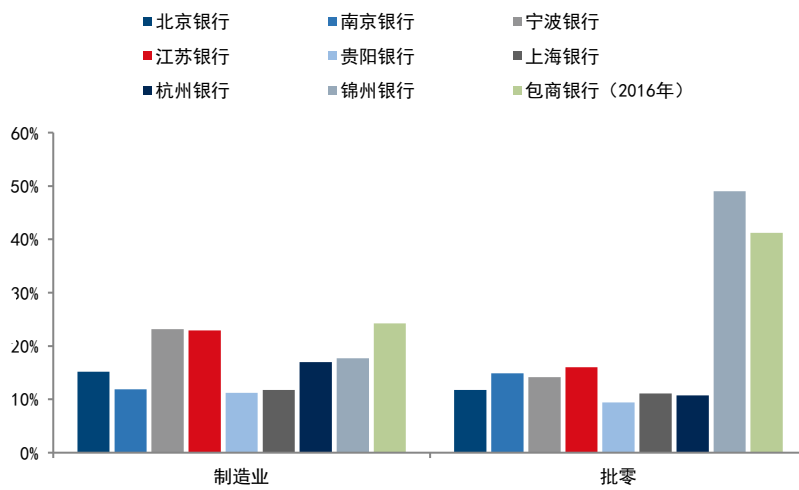
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



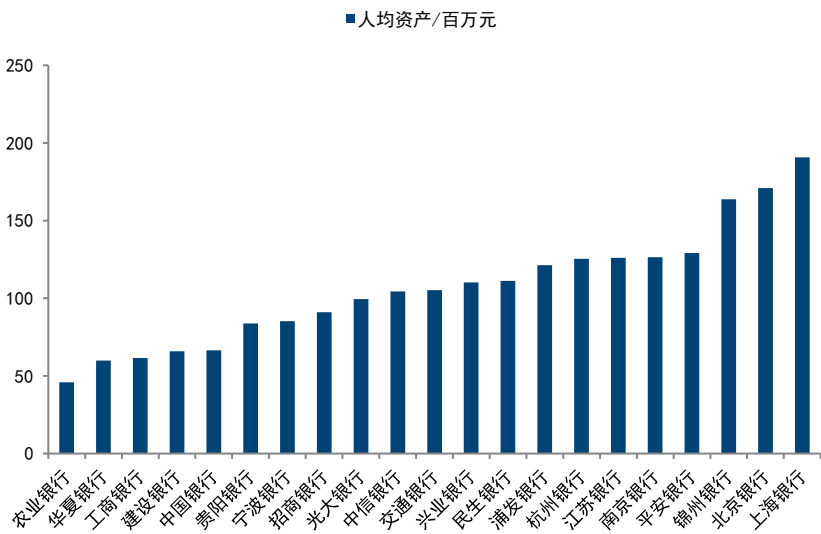
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

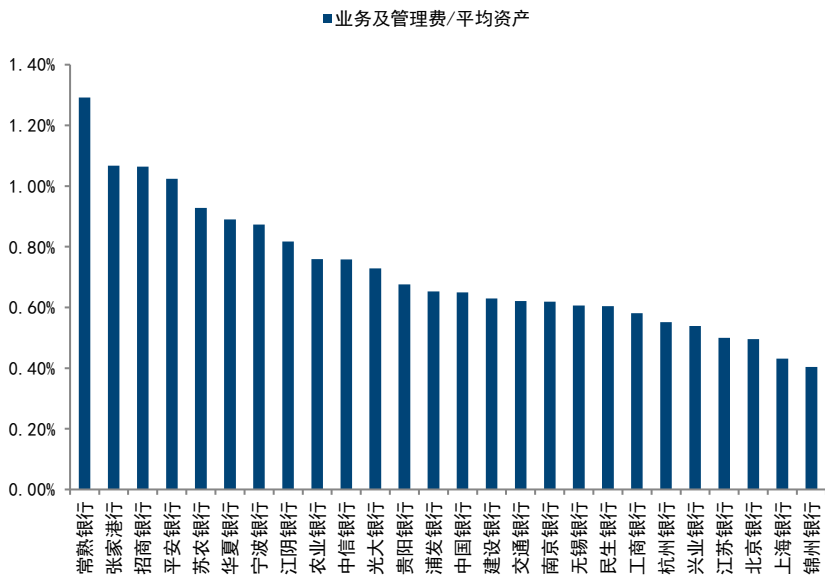
- 贷款结构与对公贷款行业分布：批发零售业贷款占比偏高，无法得到合理解释（续）

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）



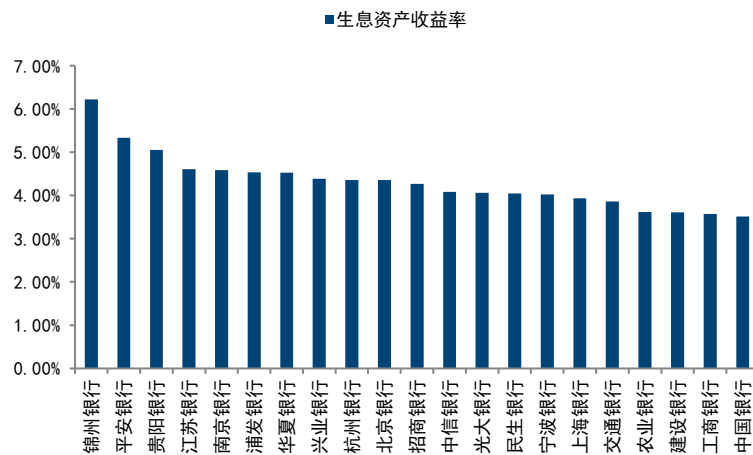
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例二：锦州银行回溯分析之财务分析

► 利润表分析

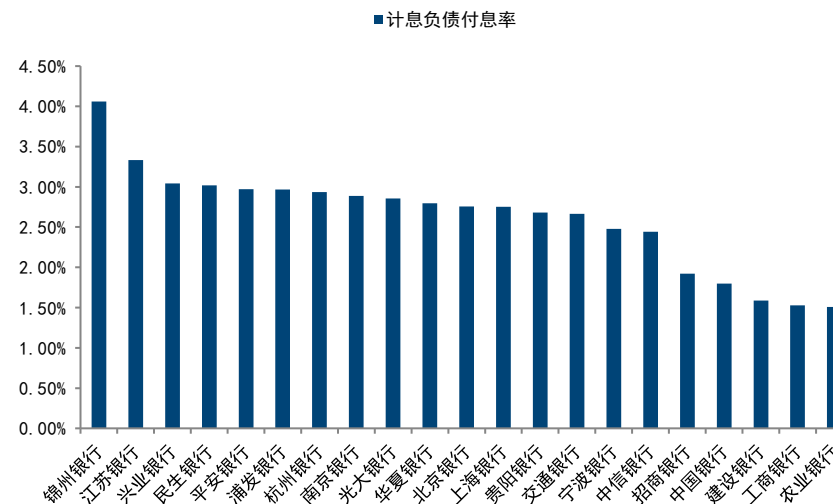
- 生息资产收益率与贷款投向匹配
- 负债成本与存款成本偏高

图：主要银行生息资产收益率（2018年中报）



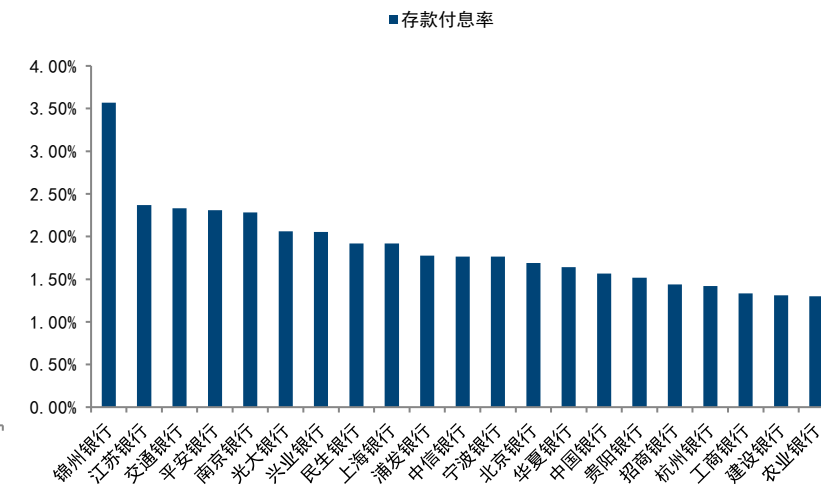
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

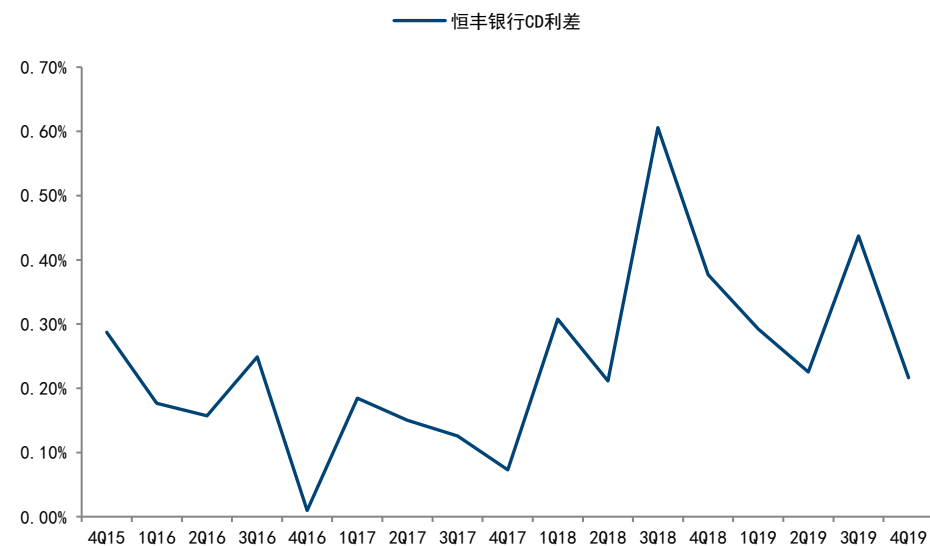
股东名称	进入前十大股东时间	成立时间	经过X层股权穿透至控制人，X=	（实际或共同）控制人	法定代表人	缴纳社保员工数（2016年）
荣成华泰汽车有限公司	2014年或更早	2000	4	张秀根、郭彩霞、王花芹	杨树枝	585
中企发展投资(北京)有限公司	2017	2013	NA	无实际控制人	白宪忠	1
银川宝塔精细化工有限公司	2014年或更早	2004	3	孙珩超	马程	701
锦程国际物流集团股份有限公司	2008	1995	2	李东军	孙晓惠	4528
GrandFortuneVentureLimited	2017	NA	2	张远	NA	NA
HongKongJingyuanWanlongInvestmentManagementCo.,Limited	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



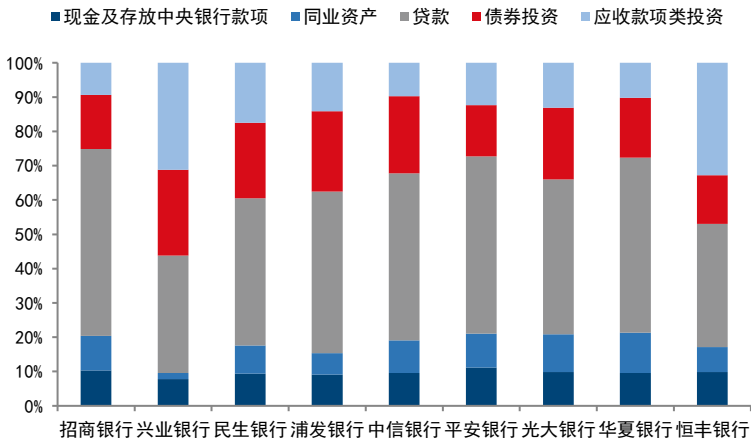
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

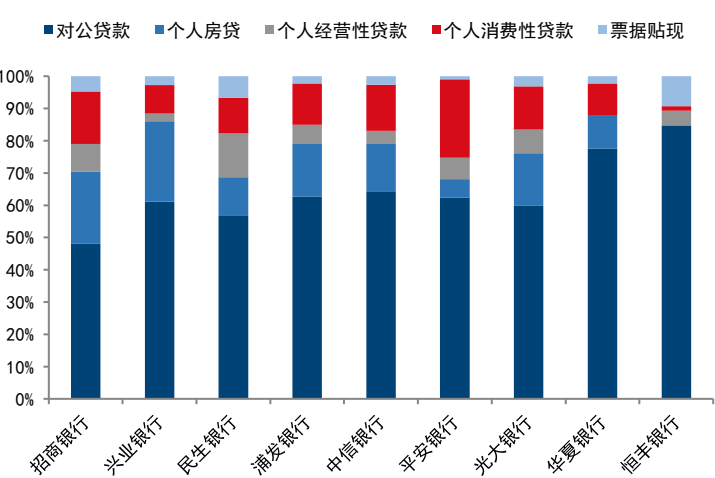
- 资产结构：非标占比偏高
- 贷款结构与对公贷款投向：批发零售业贷款占比偏高，解释力度不太足

图：主要股份行资产结构（2016年）



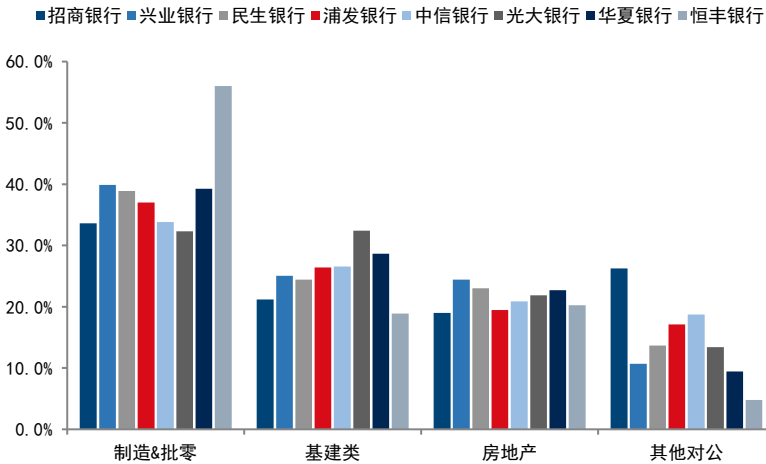
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要股份行贷款结构（2016年）



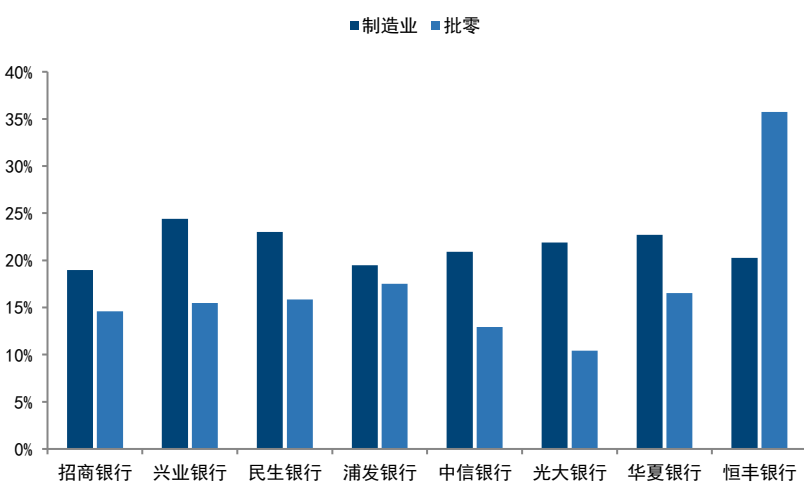
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



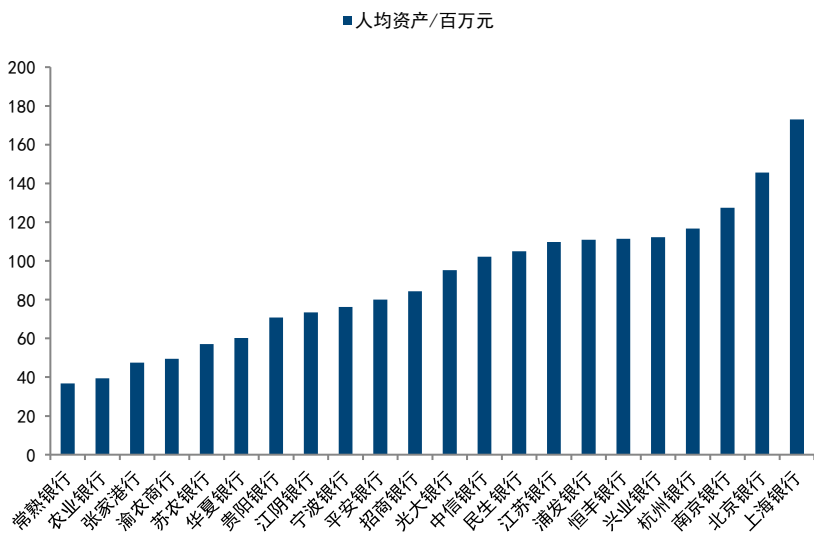
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 资产负债表分析

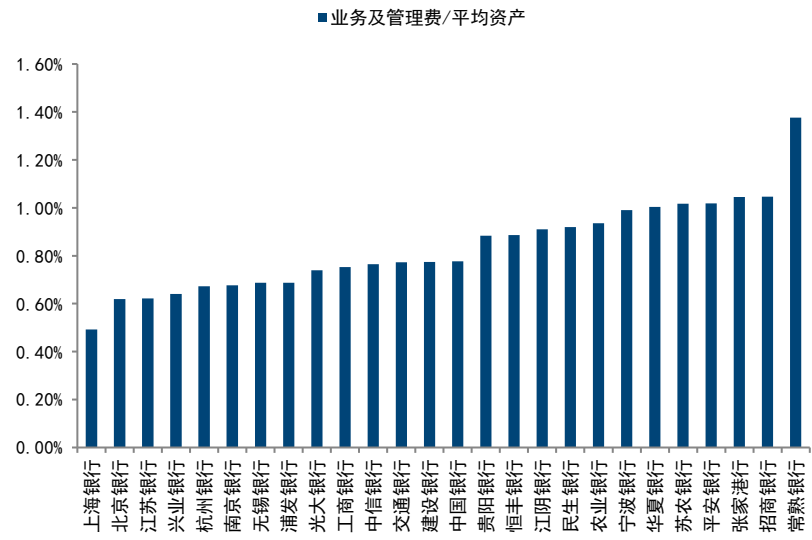
- 贷款结构与对公贷款投向：批发零售业贷款占比偏高，解释力度不太足（续）

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）



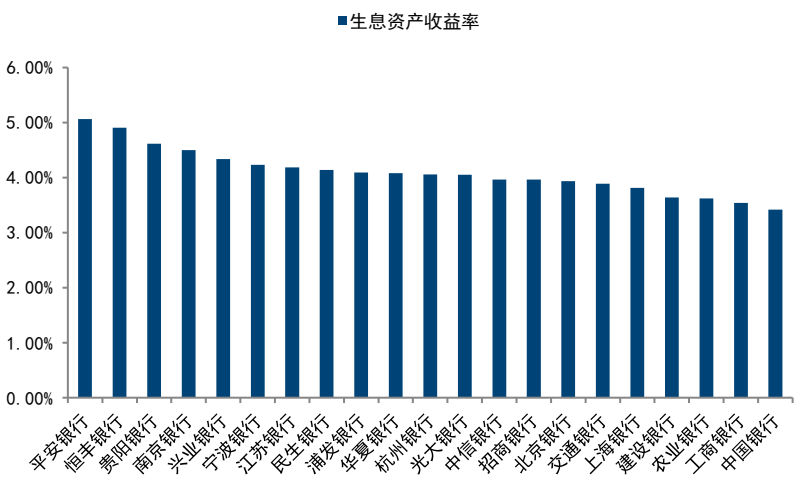
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

案例三：恒丰银行回溯分析之财务分析

➤ 利润表分析

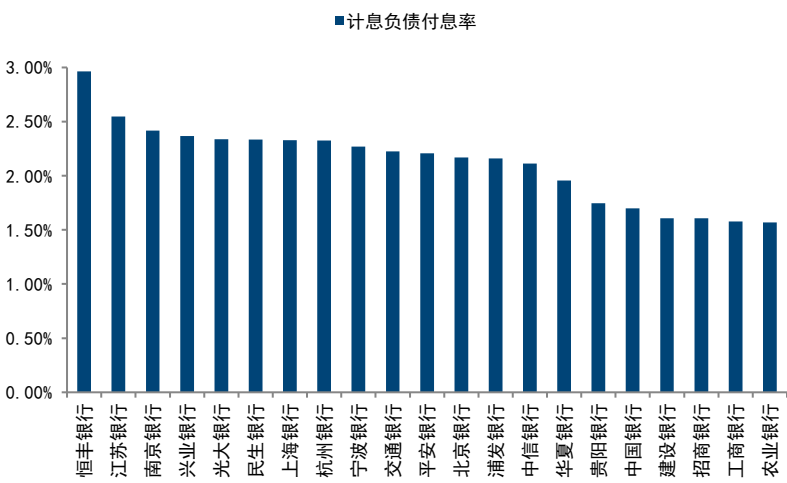
- 生息资产收益率较高，与贷款投向匹配
- 负债成本与存款成本较高，但不算异常

图：主要银行生息资产收益率（2016年）



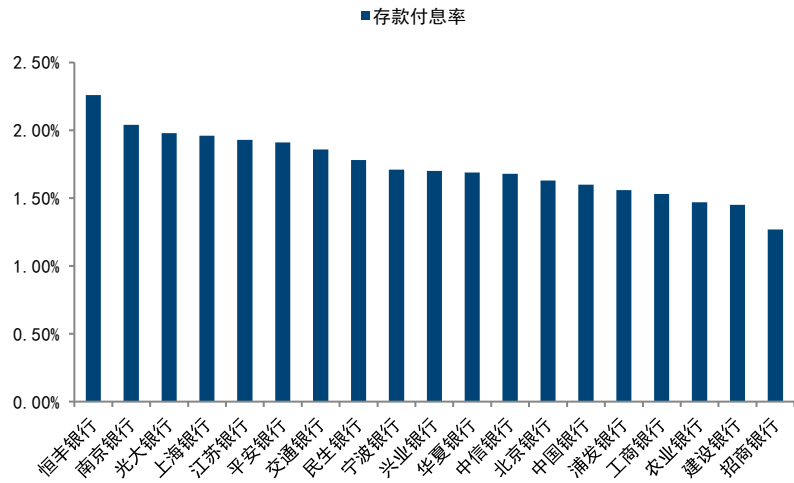
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：股东、区域、客户再分层

【 02 】 保险：利差损阴霾下尾部出清

【 03 】 证券：集中度提升下资负重审

【 04 】 综合金融：关注消金、化债等风险主线

- 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。

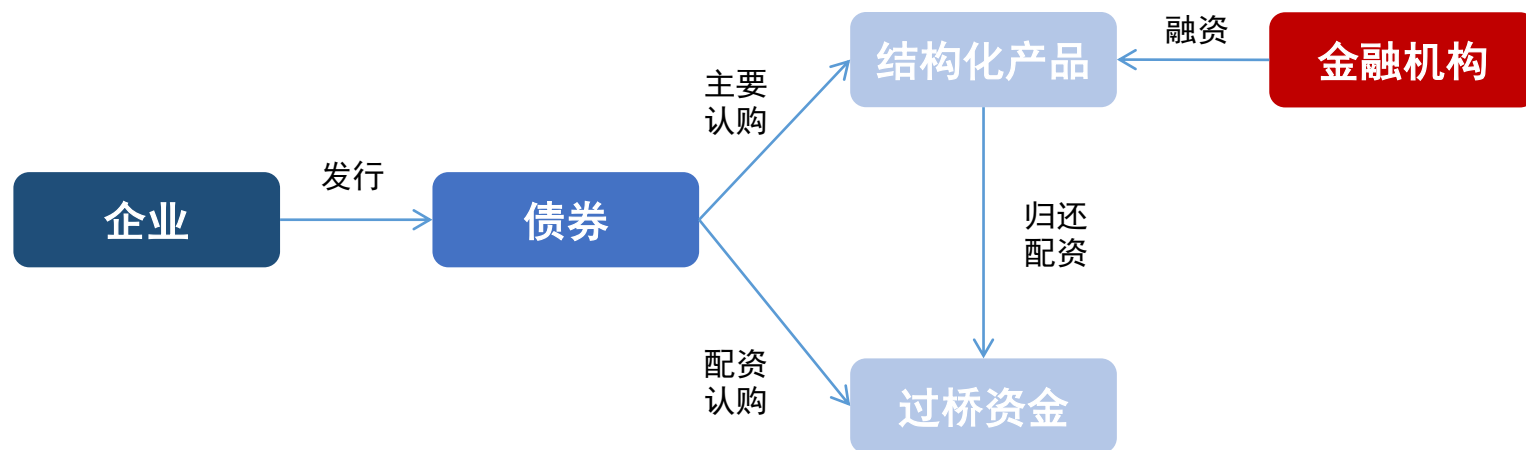
表：非银机构发债情况汇总

机构类型	机构/牌照数量（家）	发债主体数量（家）	2025年存量债券规模（亿元）
保险	247	70	4627.4
证券	150	98	32357.5
期货	150	18	58.7
公募基金	150	-	-
信托	67	39	5124.4
PE/VC	11248	-	-
租赁	6970	393	12537.6
AMC(全国+地方)	64	41	4379.5
汽金\消金\财务公司	285	52	2677.3
融资担保法人机构	3805	33	482.5
金控平台	-	-	-

资料来源：企业预警通，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。

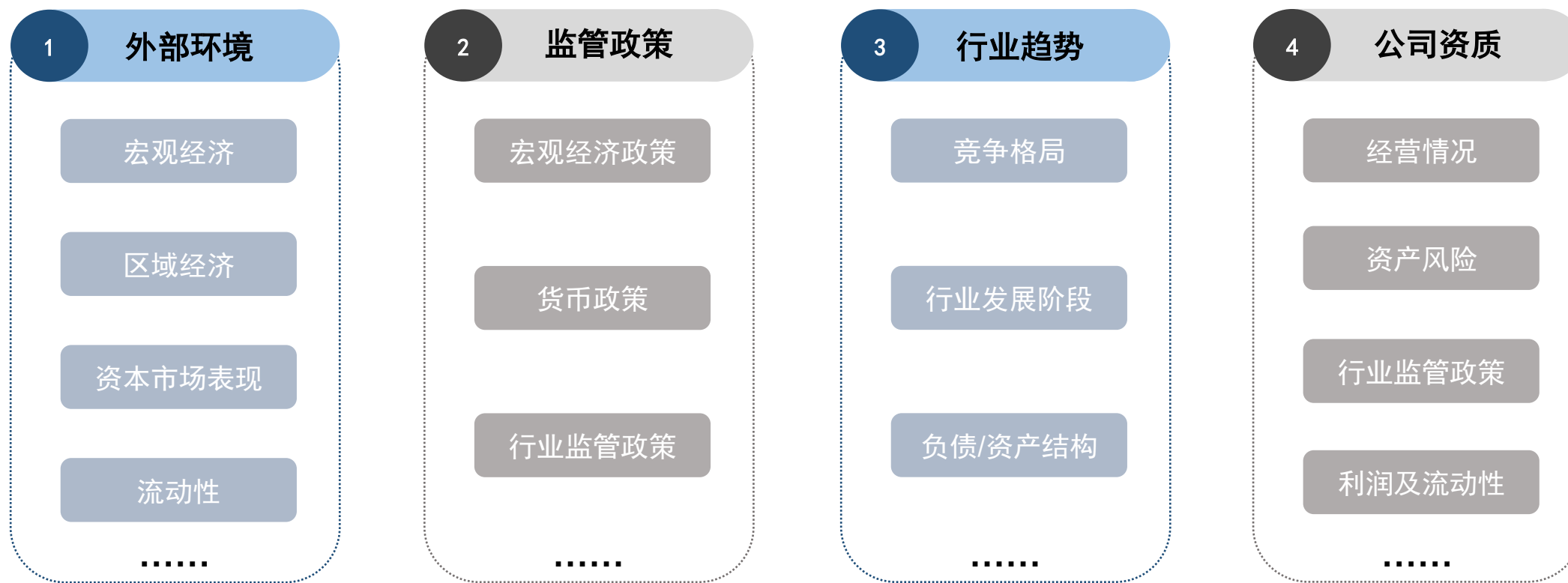
图：结构化产品运作流程



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。

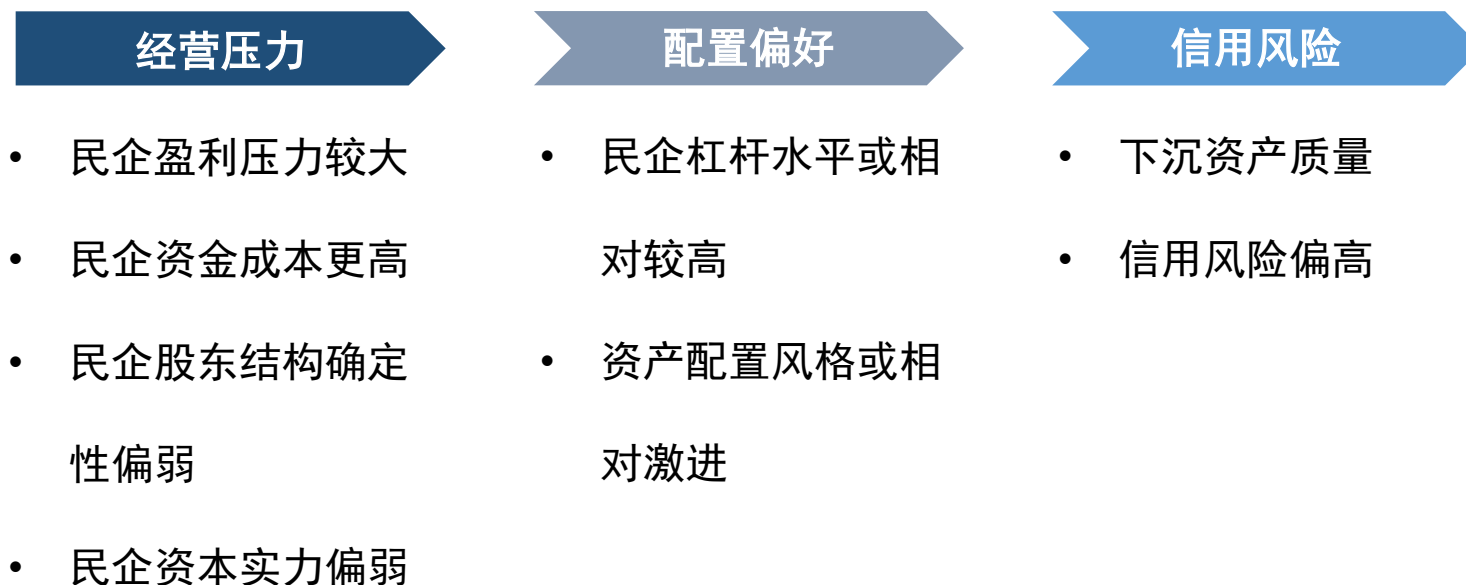
图：非银机构信评标准



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。

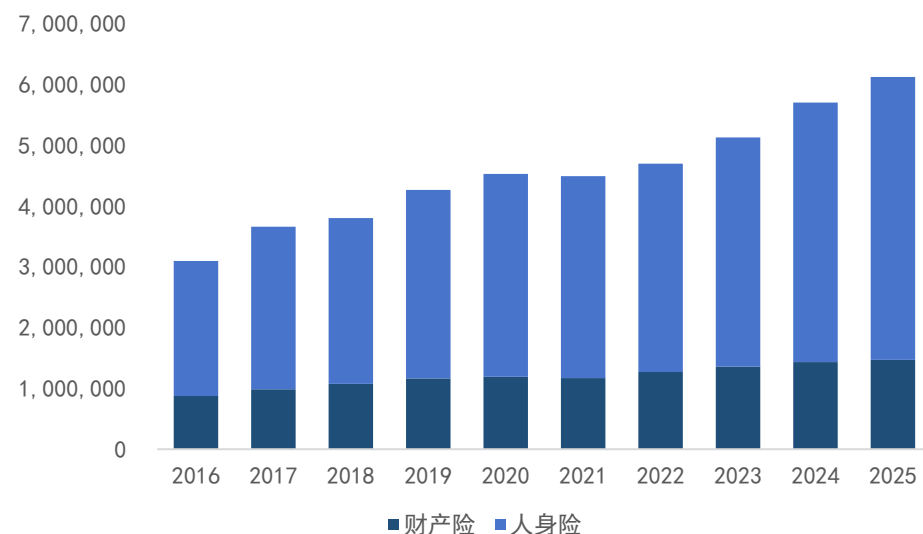
图：民营企业风险传导链条



保费收入：寿险仍是主力军，财险增速稳健

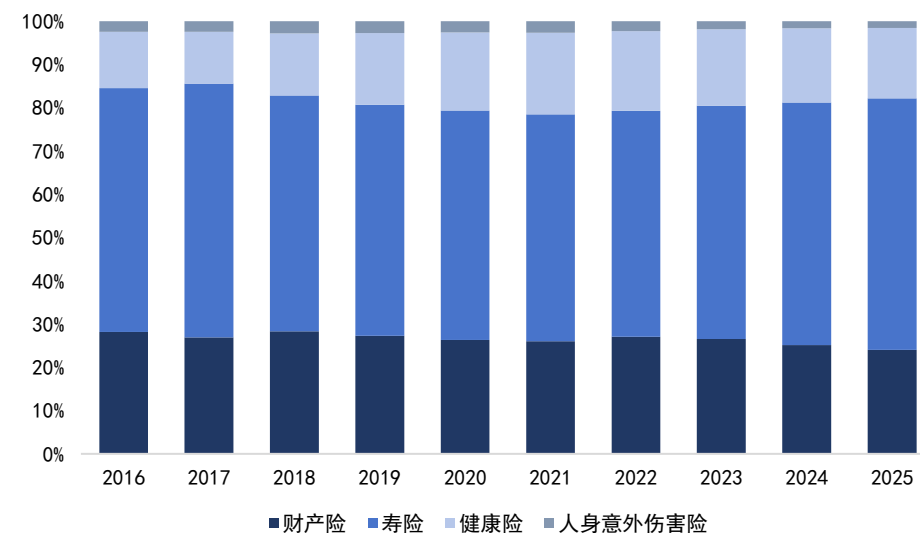
- 我国保险公司保费收入增速自2021年探底后持续回升。拆分险种来看，人身险保费占比由2021年的74.0%升至2025年的76.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由2021年的70.6%升至2025年的76.5%。
- 寿险凭借优质产品力吸引众多客户，是近年带动保费增长的主力军，财产险则保持稳步增长。

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：%）

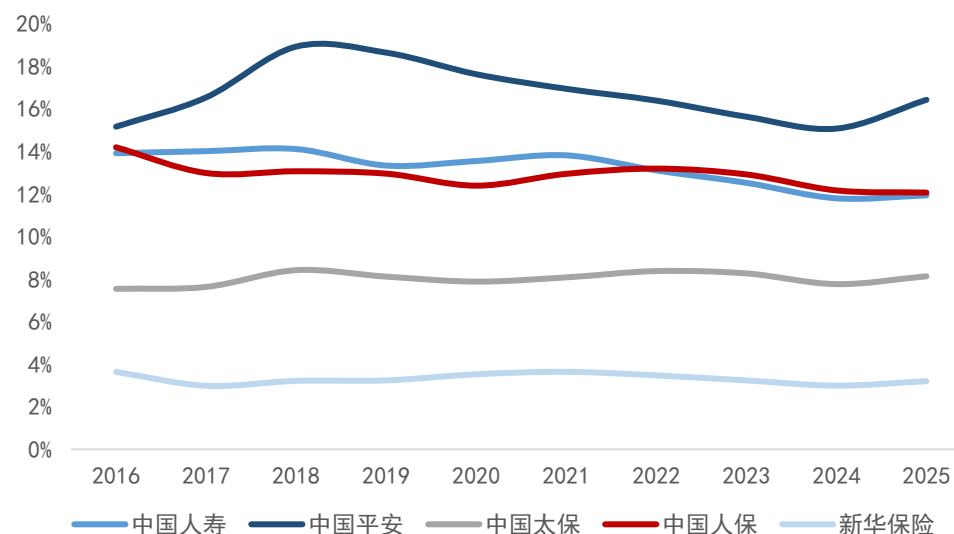


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业格局：中小险企扩容，保费集中度降低

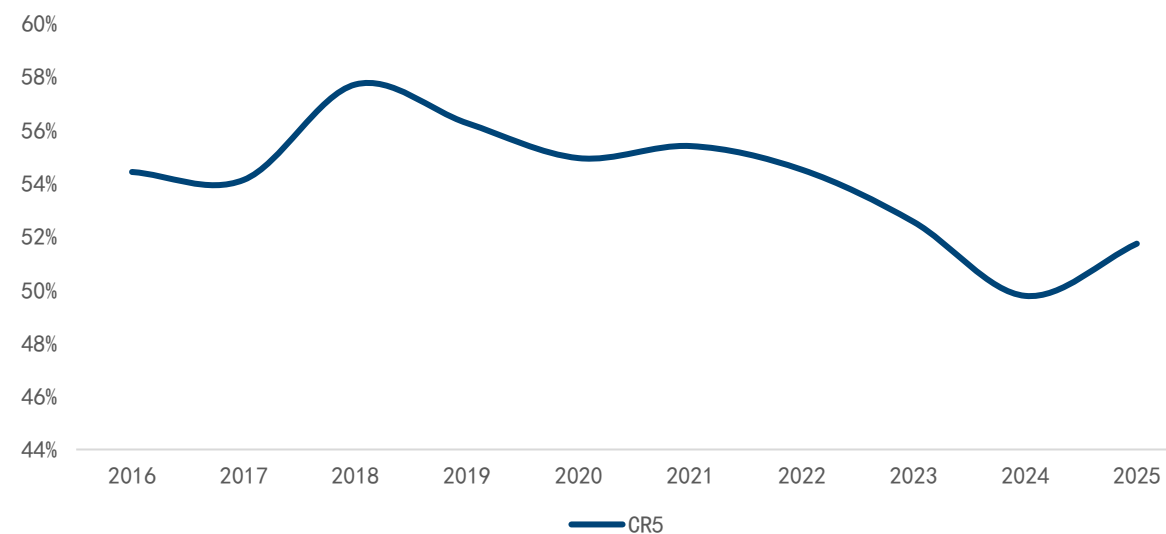
- 龙头险企人身险市占率有所下降，财产险市占率稳步提升。寿险行业集中度下降原因有二：一是保险机构数量在此前扩容较多，二是部分中小保险公司产品定价更为激进，从而分流了大型寿险公司的保费。
- 截至2025年末，A股5家上市险企总保费收入市占率为51.7%，虽较2024年有一定回升，但整体较2016年下降2.7%。

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

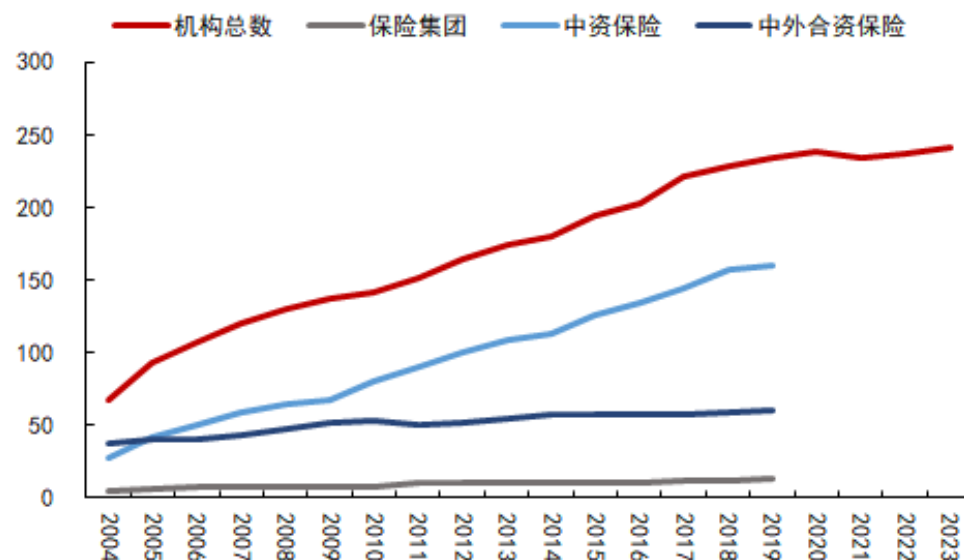
图：5家上市险企保费收入市占率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

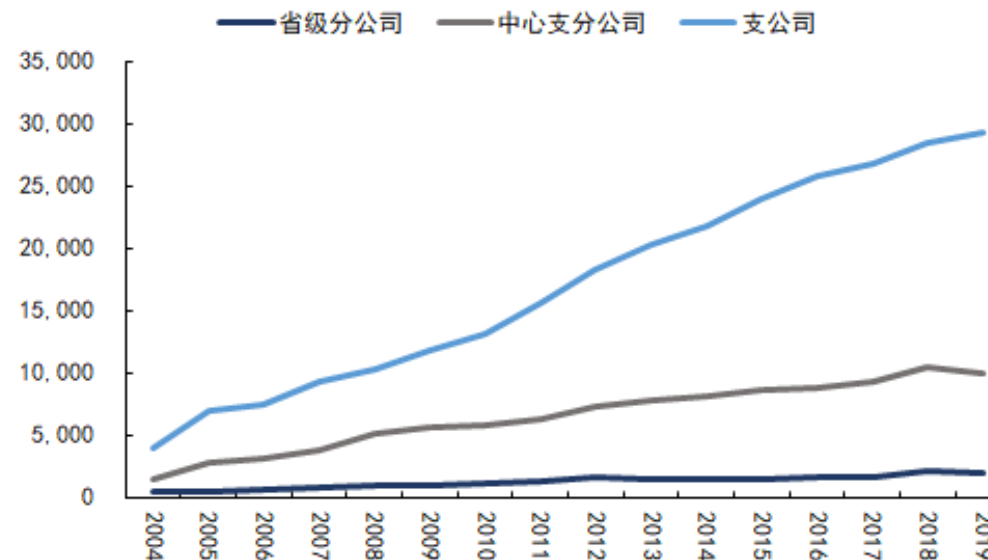
- 机构数量方面，2004年至2019年间保险机构大幅扩容。期间机构总数从68家增长至235家，绝大部分为中资保险公司。除机构数量增长外，保险分支机构也呈大幅扩张，2004年至2019年期间，保险公司支公司数量从3914家增长至29200家。机构数量及分支机构数量膨胀，使得各类保险公司客户触达能力均显著增强，并最终导致行业竞争更趋激烈。2019年以来，保险机构总数已基本不再新增，机构数量扩容对行业竞争格局的影响已经有所减弱。

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。

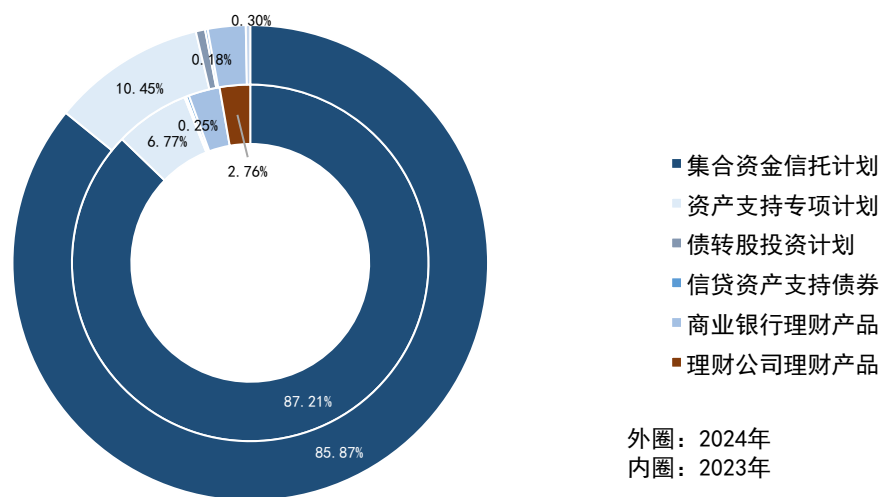
图：与中小险企相比，上市险企主力产品IRR收益率增长更慢且上限更低

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。

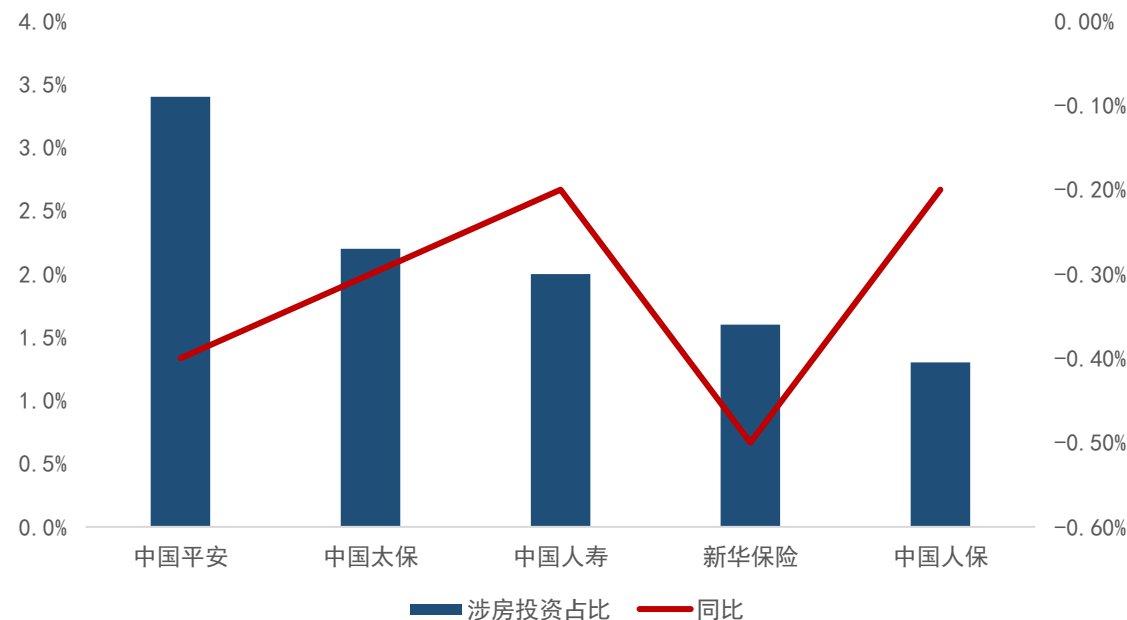
- 上市险企地产投资敞口整体呈下降趋势，风险可控。主要险企如中国平安、中国太保等通过优化资产结构，将投资重心转向收租型物业（如商业办公、物流地产），债权投资占比显著降低。
- 地产板块缓释直接利好险资非标融资，非标资产规模占比从2017年的40.19%下降至2022年的35.63%。2023-2024年收缩趋势进一步延续，2024年末非标固收类（债权计划+信托计划）配置占比仅7.7%。

图：2023-2024年保险公司金融产品配置占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

表：保险机构2025年涉房投资占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

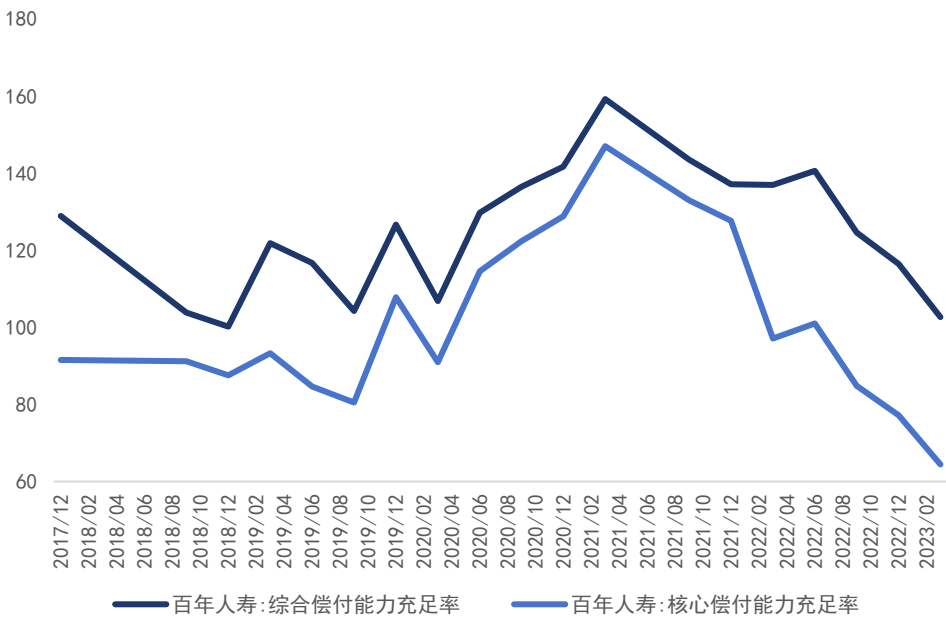
➤ 注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致部分中小险企利差损风险加剧。截至2023年末，非上市人身险公司总亏损数额超142亿元，其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线，截至2025年末，剔除上市险企及其下属人身险子公司后，国内人身险行业共计19家机构未能按期披露定期偿付能力报告，行业尾部机构治理与信息披露合规压力仍存。

表：暂缓披露偿付能力充足率公司梳理（单位：%）

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%
9	渤海人寿	2023年第4季度	104.80%	58.09%
10	合众人寿	2024年第2季度	177.03%	102.78%
11	国华人寿	2024年第3季度	122.75%	84.78%
12	瑞华健康	2025年第1季度	101.51%	73.71%
13	鼎诚人寿	2025年第2季度	117.95%	109.37%
14	信泰人寿	2025年第3季度	127.84%	113.14%

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：%）

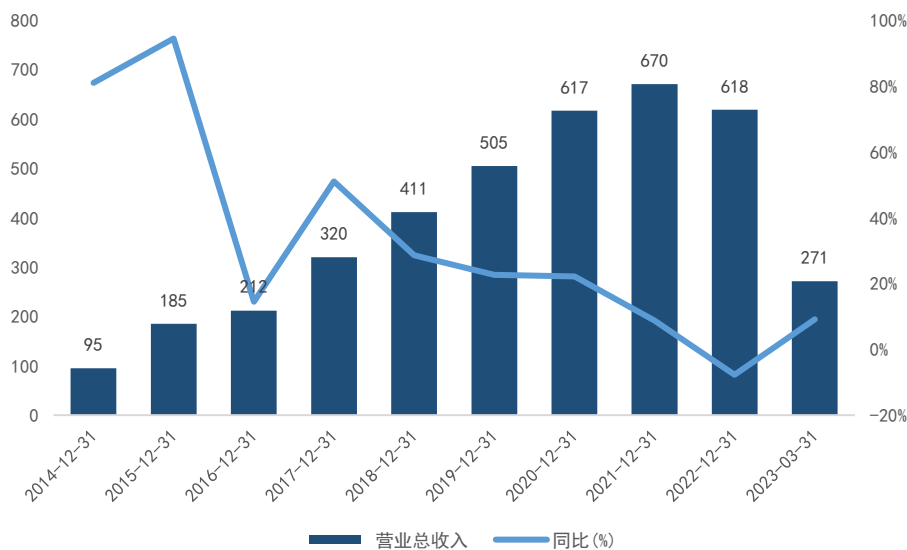


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

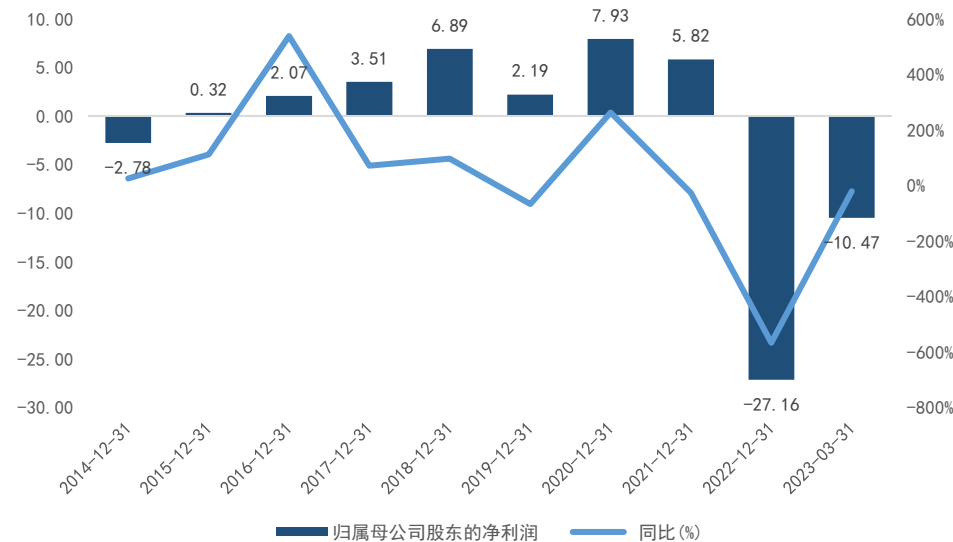
关注中小保险公司经营风险：以百年人寿为例

➤ 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，%）



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

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 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

➤ 在宏观环境波动加大的背景下，保险业经营环境不确定性有所抬升。相较于头部机构，中小保险主体抗风险能力偏弱，资产负债管理、资本储备等短板逐步凸显，部分机构风险持续暴露。监管持续推进风险处置工作，通过新设承接主体、业务平移、股东重组等多元方式化解存量风险，多家出险机构已完成业务承接与风险闭环，仍有部分机构处在风险化解推进阶段。

表：重点中小保险机构化险处置梳理

序号	原机构	承接主体	当前阶段	最新风险处置及化险进展
1	安邦保险	大家保险	已平稳运营	2019年大家保险集团设立，全面受让安邦系核心业务、资产与负债；2024年6月安邦集团、安邦财险进入破产程序，风险处置闭环，大家保险稳健合规经营。
2	天安人寿	中汇人寿	主体注销	2023年中汇人寿承接全部业务、资产及负债；天安人寿完成注销登记，风险处置彻底落地。
3	天安财险	申能财险	主体注销	申能财险2024年1月设立，承接天安财险全部保险业务；天安财险完成注销，风险处置完成。
4	华夏人寿	瑞众人寿	原主体退出	2023年瑞众人寿承接全部业务及资产负债；2025年8月华夏人寿退出市场，承接主体持续夯实合规管理。
5	恒大人寿	海港人寿	业务平稳过渡	2023年海港人寿整体承接恒大人寿全部保险业务、资产与负债，风险处置落地，业务运营平稳。
6	易安财险	比亚迪财险	新主体承接	2023年比亚迪完成100%持股并更名，风险处置完成；2026年一季度实现承保盈利，但业务结构相对单一。
7	安心财险	东吴财险	业务承接落地	2025年东吴财险正式开业；2025年12月监管责令安心财险暂停多项新业务，存量风险化解持续推进，业务承接方案待监管正式批复。
8	上海人寿	浦银人寿	风险处置实质性推进	2025年底上海国资设立相关平台推进纾困，浦银人寿处于前期筹备阶段，上海人寿风险化解进入实质性环节。
9	富德生命人寿	暂无	风险持续暴露	2025年成立资产处置专班推进资产变现；截至2026年7月已连续四年未披露年报，合规压力较大，资产盘活进度不及预期。
10	百年人寿	暂无	历史包袱待化解	大连国资2024年成为第一大股东，截至2026年6月已连续三年未披露定期报告，存量历史风险出清节奏偏慢。
11	君康人寿	富泽人寿	业务交接完成	2025年富泽人寿开业并承接君康人寿全部保险业务，业务交接平稳落地，风险处置进入收尾阶段。

资料来源：金管局，公司公告，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信泰次级债	2	10	信泰人寿	民营	私募
2	2015/1/19	2020/1/19	15天安次级债	7.5	10	天安人寿	民营	私募
3	2015/9/29	2020/9/29	15天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
4	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
5	2015/12/25	2020/12/25	15天安人寿	20	10	天安人寿	民营	公募
6	2016/11/29	2021/11/29	16长安保险	5	10	长安责任 保险	民营	公募
7	2018/11/12	2023/11/12	18幸福人寿	-	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
8	2019/3/29	2024/2/28	19百年人寿	20	10	百年人寿	民营	公募
9	2019/4/1	2024/2/29	19珠江人寿01	18	10	珠江人寿	民营	公募
10	2019/5/15	2024/5/15	19珠江人寿02	8.25	10	珠江人寿	民营	公募
11	2019/6/20	2024/6/20	19珠江人寿03	5	10	珠江人寿	民营	公募
12	2020/12/15	2025/12/15	20国华人寿01	30	10	国华人寿	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

【 01 】 银行：股东、区域、客户再分层

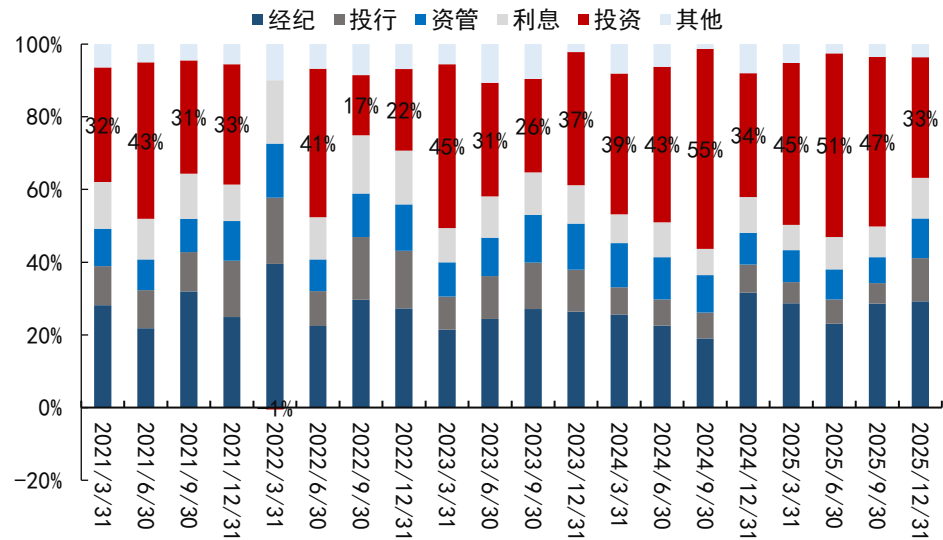
【 02 】 保险：利差损阴霾下尾部出清

【 03 】 证券：集中度提升下资负重审

【 04 】 综合金融：关注消金、化债等风险主线

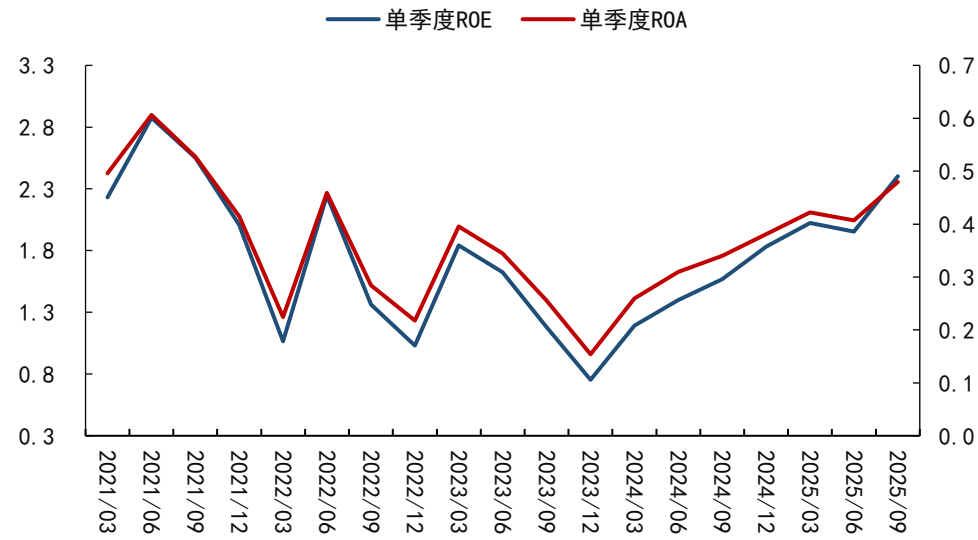
- 2025年市场交投活跃度大幅提升，证券行业实现营收与利润双高增长。25家上市券商合计实现营业收入4413亿元，经调整后同比增长31%；归母净利润1741亿元，同比增长45.5%，ROE平均提升至7.31%。
- 2025年25家上市券商业务收入构成：经纪收入1171.9亿元、同比+44.4%，投行收入326.5亿元、同比+38.3%，资管收入406.3亿元、同比+8.1%，利息净收入364.3亿元、同比+49.3%，投资收益（含公允价值变动损益）1848.6亿元、同比+32.9%。从业务结构来看，2025年经纪、投行、资管、利息、投资业务在营业收入中的占比分别为26.6%/7.4%/9.2%/8.3%/41.9%，同比变化分别为+2.5/ +0.4/-1.9/+1.0/ +0.6pct。

图：证券公司营收结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司ROA及ROE变化

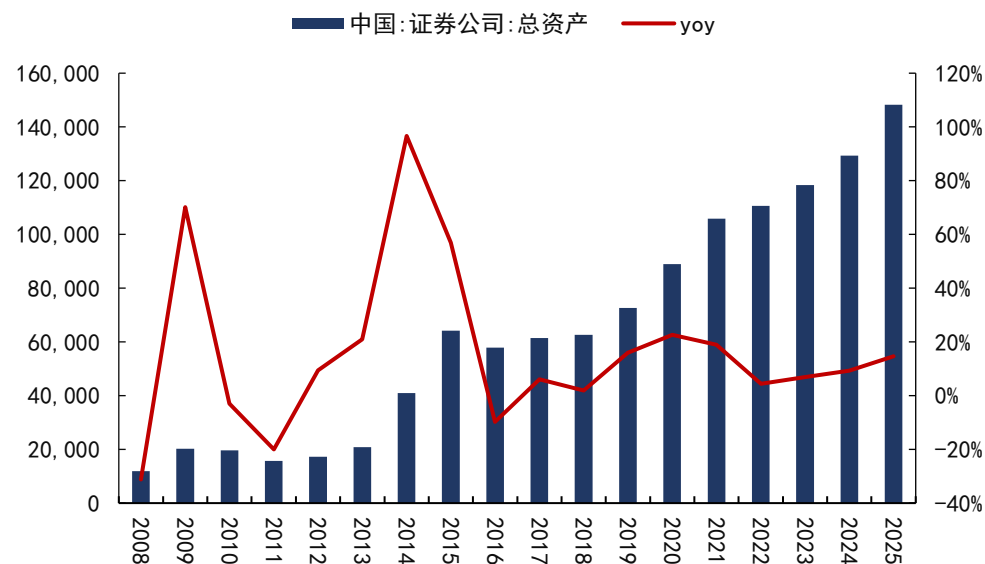


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：利润积累、杠杆提高，资本运用能力增强

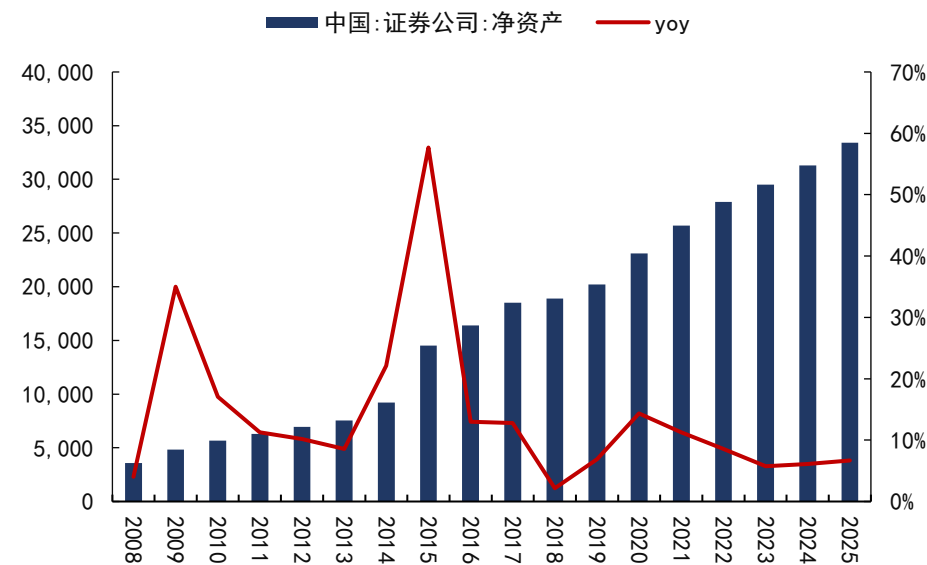
➤ 证券公司利润增长并逐年累积，逐步推动净资产稳定增长。与此同时，证券公司杠杆运用能力亦在稳步提升。

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）

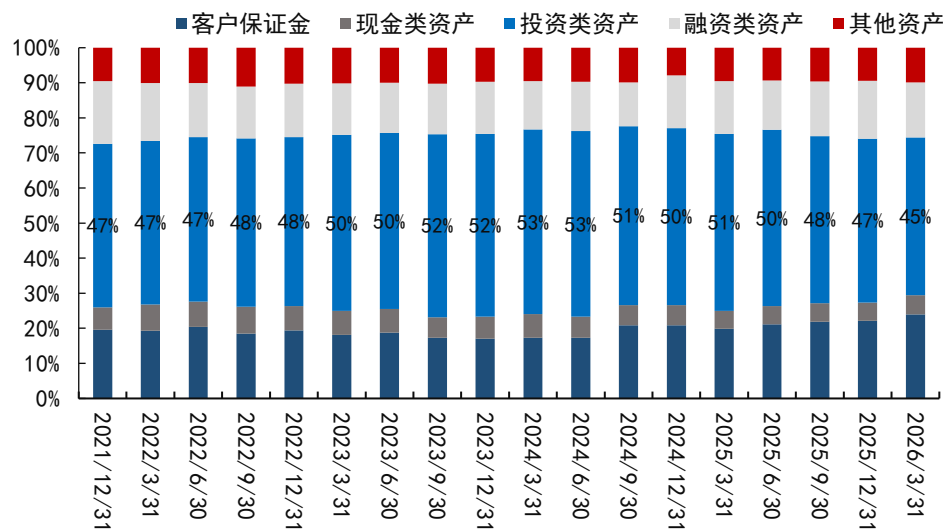


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：资产及负债结构亦有周期性特征

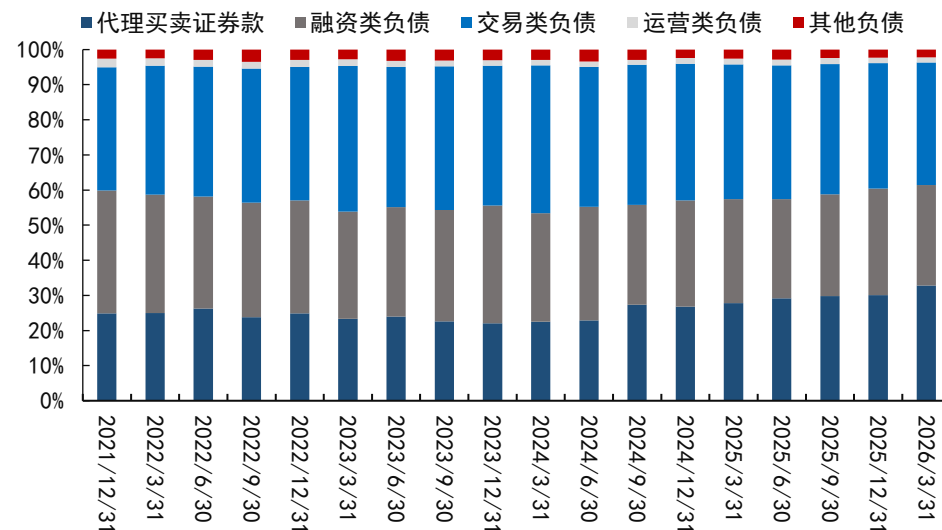
- 资产角度，证券公司各项资产科目均保持同比、环比正增长，客户保证金资产、融出资金、融出证券等资产占比提升，与股票市场交易热度提升对应。
- 负债角度，证券公司各项负债科目保持同比正增长，其中代理买卖证券款实现大幅增长。

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

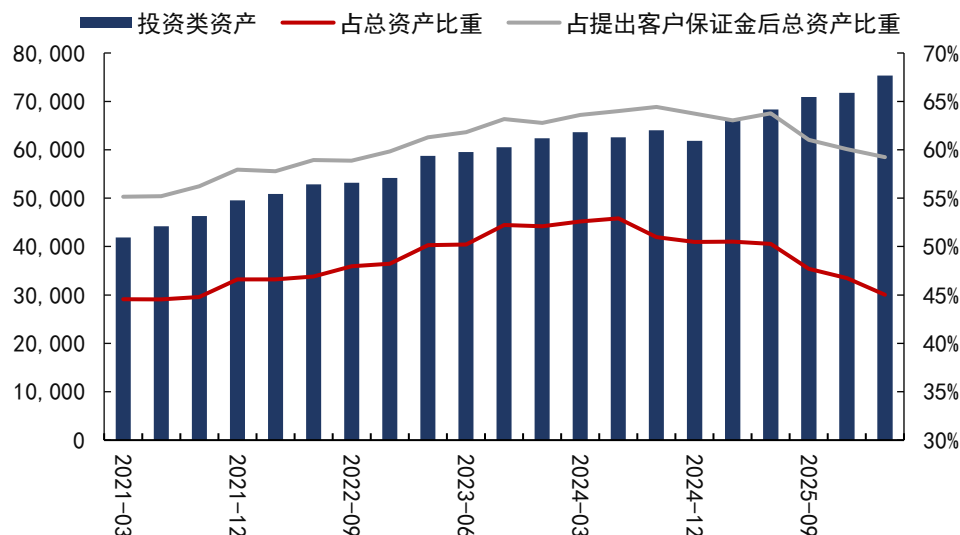


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营业务：固收为底仓，权益渐发力

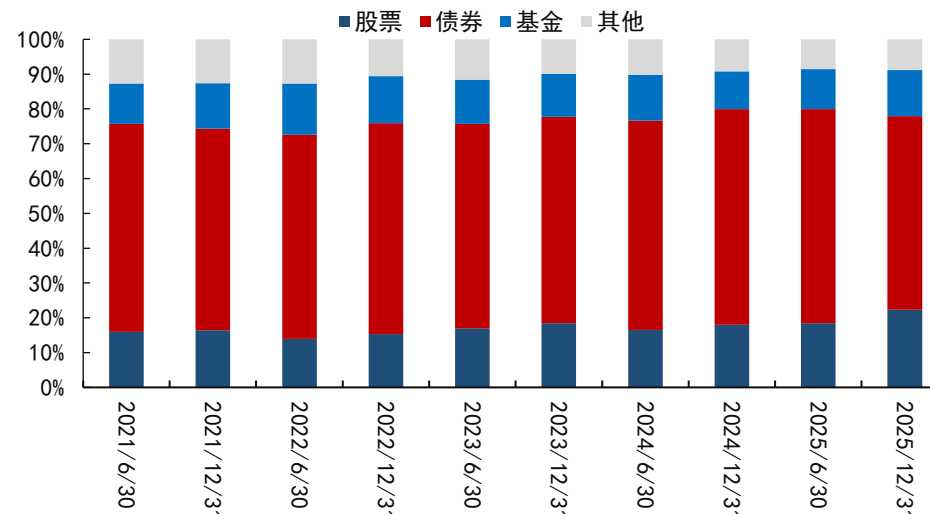
- 金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至2024年末，上市券商金融投资资产占总资产比重超50%、占净资产比重近250%，已经成为证券公司规模占比最大、收入贡献最大的一类资产。
- 券商的资产主要包括客户保证金、现金类资产、金融投资资产和融资类资产。其中，客户保证金主要满足客户交易和备付需求，主要贡献保证金利息收入；现金类资产以货币资金为主，主要满足证券公司自身的流动性需求，主要贡献银行利息收入；金融投资资产以证券公司投资的股票、债券、公募基金及其他金融产品为主，主要贡献投资收入；融资类资产主要为融出资金，主要贡献融资利息收入。
- 金融资产投资更考验证券公司主动经营能力。客户保证金与融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：上市券商杠杆率统计（单位：%）

		2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
600030.SH	中信证券	4.52	4.69	4.51	4.98	4.76	4.87	4.74	5.12	5.15	5.15
601211.SH	国泰海通	4.69	4.46	4.43	4.45	4.95	4.28	4.55	4.99	5.14	5.35
601688.SH	华泰证券	4.29	4.03	3.88	3.58	3.36	3.36	3.58	3.93	4.13	4.53
000776.SZ	广发证券	4.11	4.54	3.99	4.33	4.02	4.39	4.23	4.84	4.91	5.02
601881.SH	中国银河	4.22	4.55	4.41	4.30	4.15	4.17	4.21	4.34	4.41	4.53
601995.SH	中金公司	5.25	5.06	4.97	5.18	5.05	4.92	4.93	5.51	5.41	5.43
000166.SZ	申万宏源	5.49	5.35	5.21	5.16	5.59	5.31	5.29	5.39	5.48	5.37
600999.SH	招商证券	4.75	4.43	4.41	4.20	4.39	4.16	4.15	4.44	4.37	4.32
601066.SH	中信建投	4.40	4.23	4.25	4.35	4.17	4.44	4.33	4.44	4.32	4.50
002736.SZ	国信证券	3.60	3.56	3.49	3.34	3.36	3.36	3.24	3.38	3.34	3.18
600958.SH	东方证券	3.45	3.23	3.38	3.42	4.01	4.01	4.07	4.32	4.60	4.51
601788.SH	光大证券	3.16	2.85	2.77	3.12	3.34	3.24	3.28	3.30	3.15	3.02
601377.SH	兴业证券	3.79	3.51	3.78	3.78	3.94	3.95	3.72	3.91	4.29	4.34
601901.SH	方正证券	3.88	3.94	3.94	3.81	4.06	3.97	3.93	3.77	3.92	4.29
600918.SH	中泰证券	3.60	3.76	3.40	3.46	3.65	3.52	3.64	3.70	3.32	3.51
601878.SH	浙商证券	4.04	3.86	3.80	3.83	3.23	3.38	3.91	4.36	4.50	4.56
601456.SH	国联民生	4.43	4.69	4.60	4.89	4.46	2.87	3.02	2.99	3.20	3.71
000728.SZ	国元证券	3.09	3.20	3.50	3.56	3.77	3.74	3.69	3.83	3.73	4.10
000783.SZ	长江证券	3.80	3.07	2.89	2.79	3.01	2.61	2.90	3.09	3.35	2.91
601555.SH	东吴证券	3.27	3.64	3.18	3.49	3.27	3.79	3.01	4.01	3.76	4.17
600109.SH	国金证券	2.88	2.60	2.83	2.37	2.47	3.08	3.06	3.01	2.95	3.01
601108.SH	财通证券	3.37	3.44	3.50	3.18	3.20	3.03	3.01	3.09	3.39	3.70
002939.SZ	长城证券	3.34	3.28	3.36	3.22	3.20	3.24	3.17	3.28	3.24	3.38

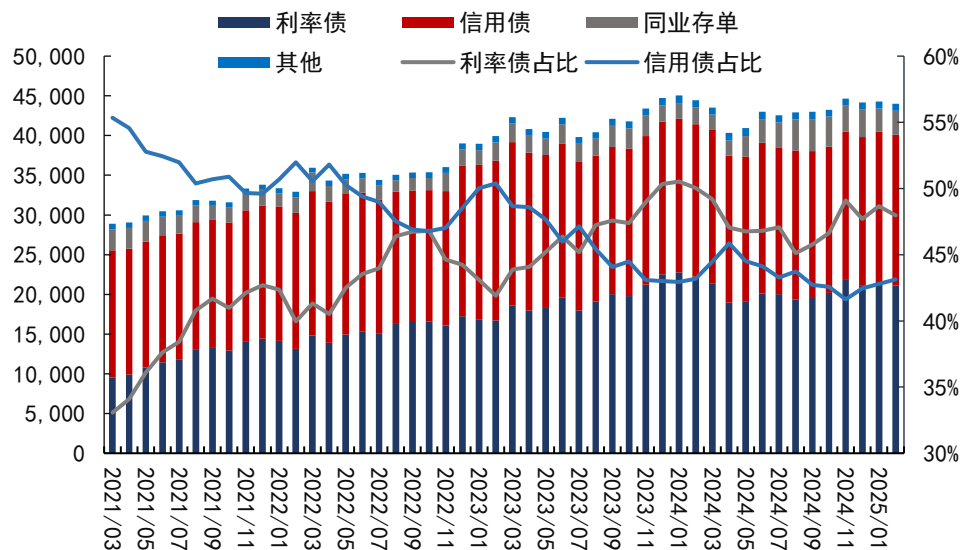
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：杠杆率=（总资产-客户交易资产）/净资产

自营业务：固收高杠杆，权益求降波

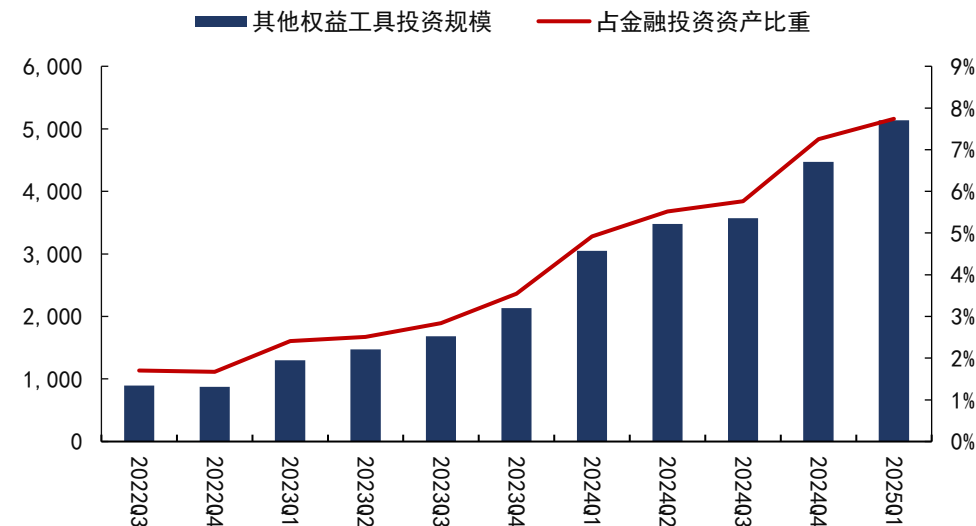
- 大券商降低投资收益率波动性的举措，主要包括：（1）增加OCI权益资产的配置；（2）增加非方向性投资；（3）利用股票、债券收益率负相关性，构建股债平衡配置组合。

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

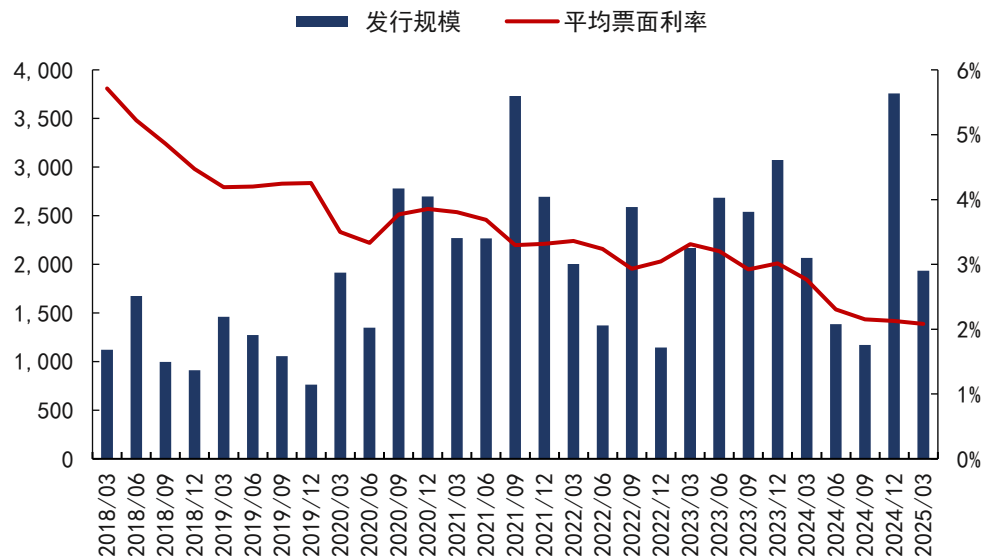
图：上市券商OCI权益资产规模及占金融资产比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

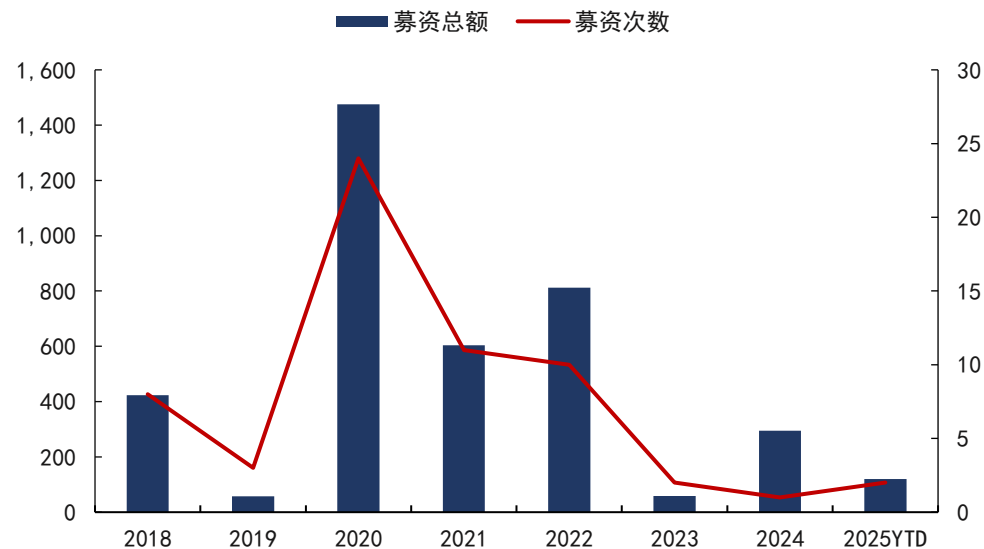
- 上市券商融资负债以短融券、拆入资金和应付债券为主。融资类负债对于证券公司投资资金运用规模的影响较为关键。截至2024年末，上市券商融资类负债中，短期借款占比2.9%、应付短融券占比22.5%、拆入资金占比12.1%、长期借款占比0.3%、应付债券占比62.2%，应付短融券、应付债券等公开发行的债务为最主要的融资类负债形式。
- 债券发行角度，证券公司债券发行规模保持在较高水平，发行票面利率显著降低，发行债券平均期限基本稳定。2020-2024年，证券公司发债规模分别为8,743亿元、10,962亿元、7,110亿元、10,467亿元、8,381亿元。票面利率从约3%持续下降至约2%。债券期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

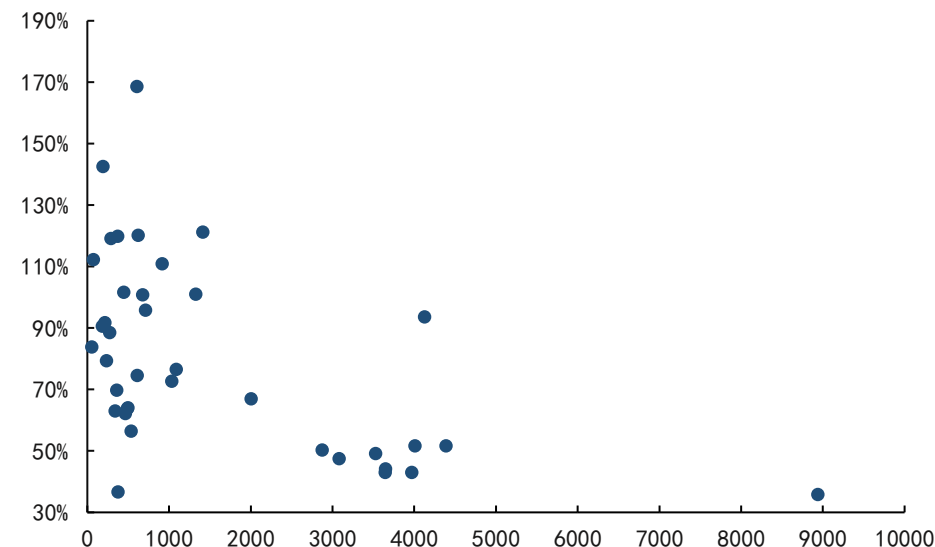
- 上市券商的单季度投资收益率仍与股票市场高度相关。虽然近年来券商通过多种方式，逐步降低了投资收益的波动性，但投资收益率与股票市场关系仍十分紧密，上市券商投资收益率变化和沪深300涨跌幅仍旧大体保持一致。
- 金融投资资产规模越大的券商，投资收益率的稳定性更好。我们统计了上市券商2019年一季度以来的单季度投资收益率，并计算其简单平均值和标准差，得到变异系数。可以发现，投资资产规模越大的证券公司，变异系数往往也越低，意即投资收益率的波动程度更低。

图：上市券商投资收益率与沪深300涨跌幅比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：投资资产规模与单季度投资收益率变异系数

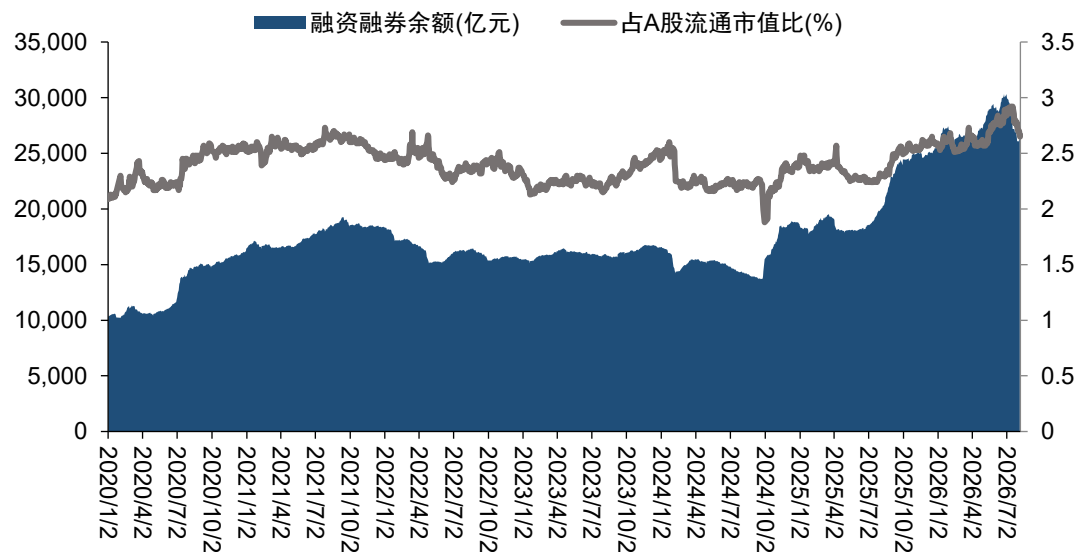


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。
- 维持担保比例处于安全区间。

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：%）

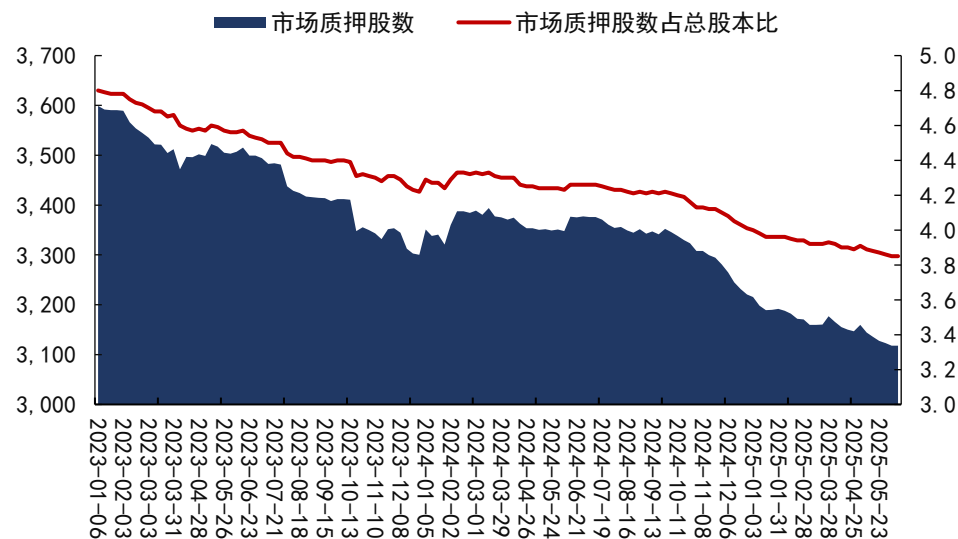


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信用业务：股票质押业务规模收缩

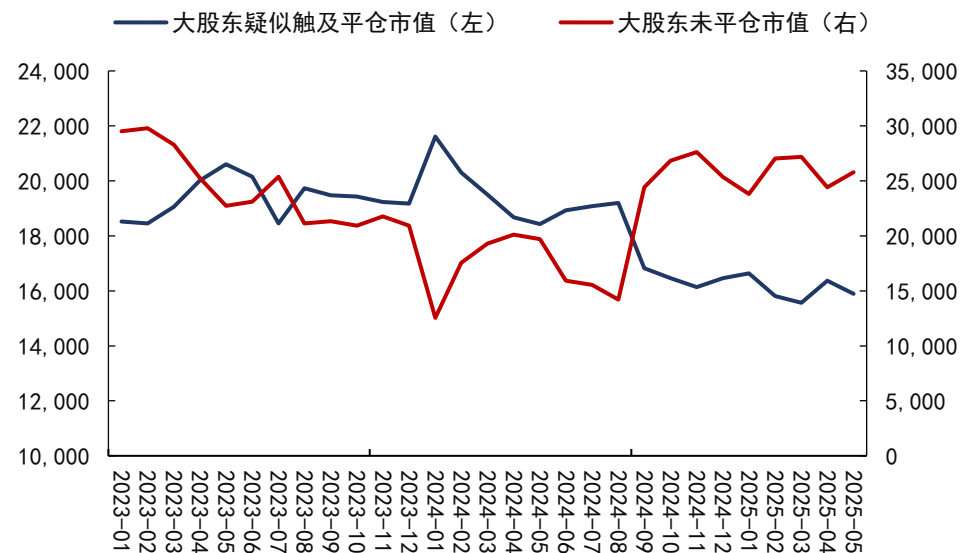
- 股票质押业务规模持续收缩。截至2025年5月末，全市场质押股票数量3117.89亿股，占总股本数量的比重为3.85%。
- 股票市场大幅度波动期间，大股东质押股票容易发生平仓事件，如果质押股票短期跌幅过大或流动性受限（比如持续跌停板）、融资人违约，证券公司作为质权方，容易发生减值损失。

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）

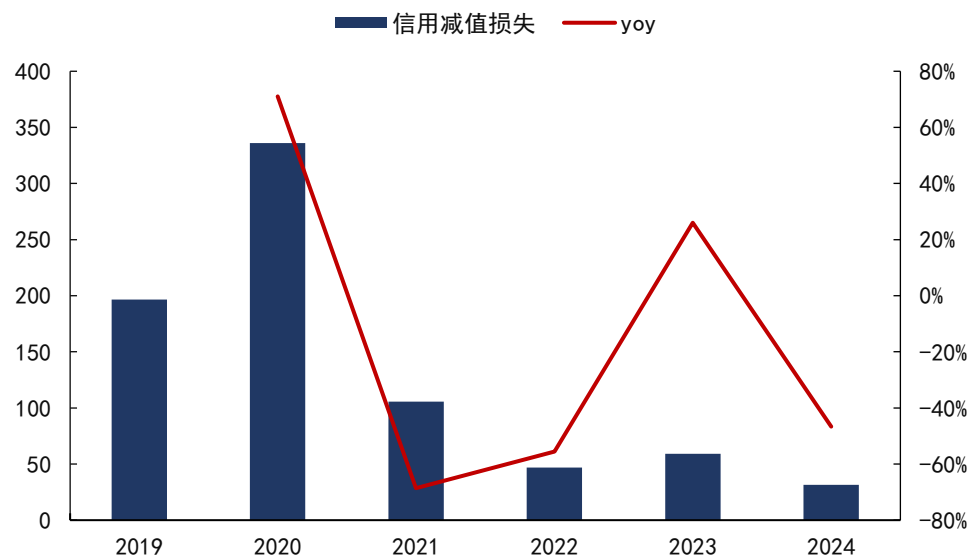


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信用业务：信用风险为最主要风险来源

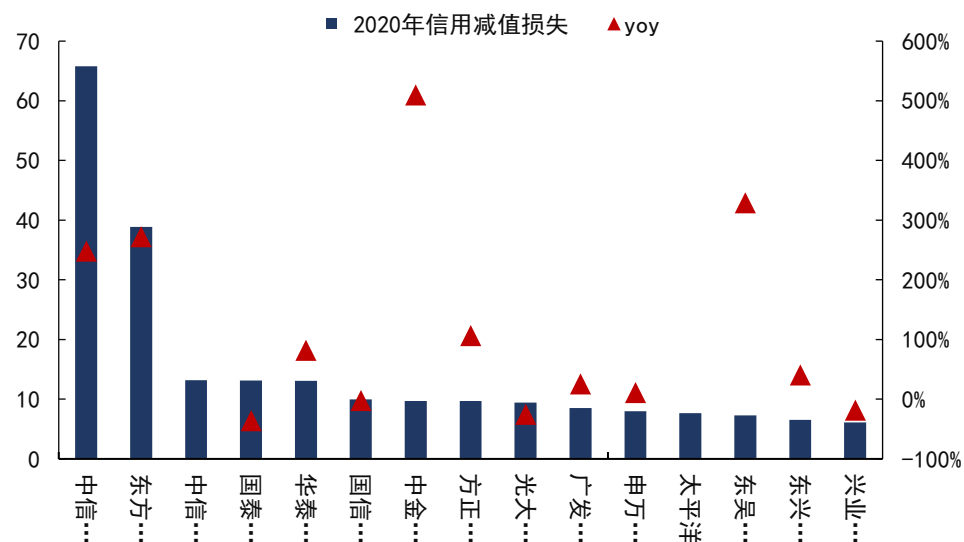
- 2020年，上市券商信用减值损失激增，主要为股票质押业务导致的信用减值损失。
- 上市券商中，中信证券、东方证券等均因为股票质押业务减值损失，导致当年信用减值损失迅速扩大。股票质押业务减值，主要因为质押标的股价下跌过快、公司被警示退市、融资人违约等原因。

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

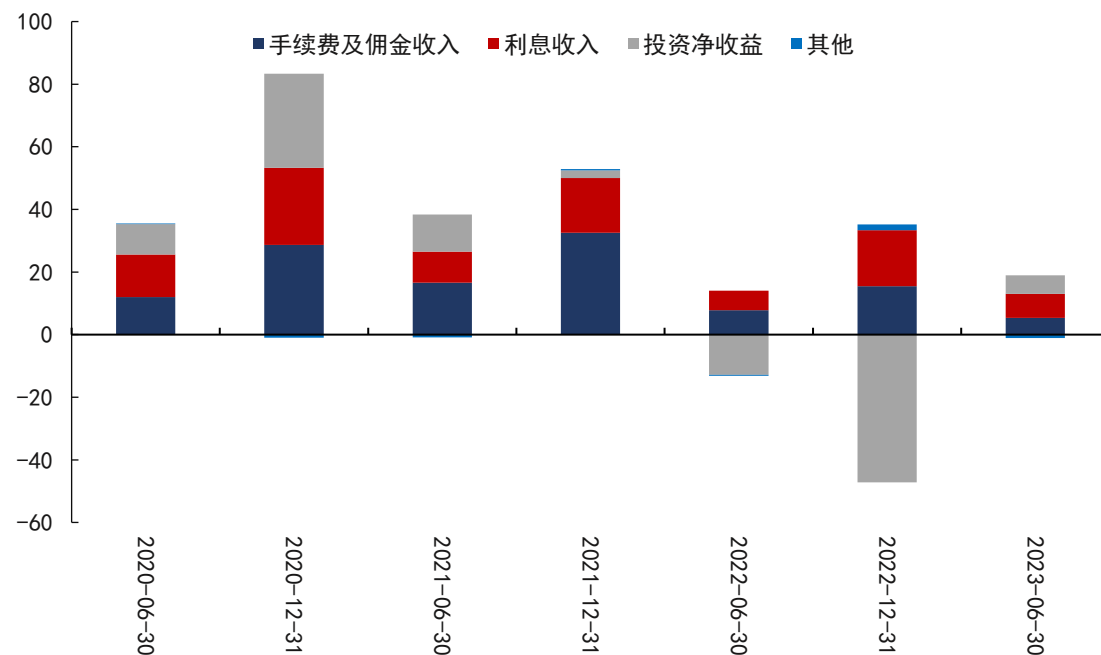
图：2020年部分券商信用减值损失及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 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。

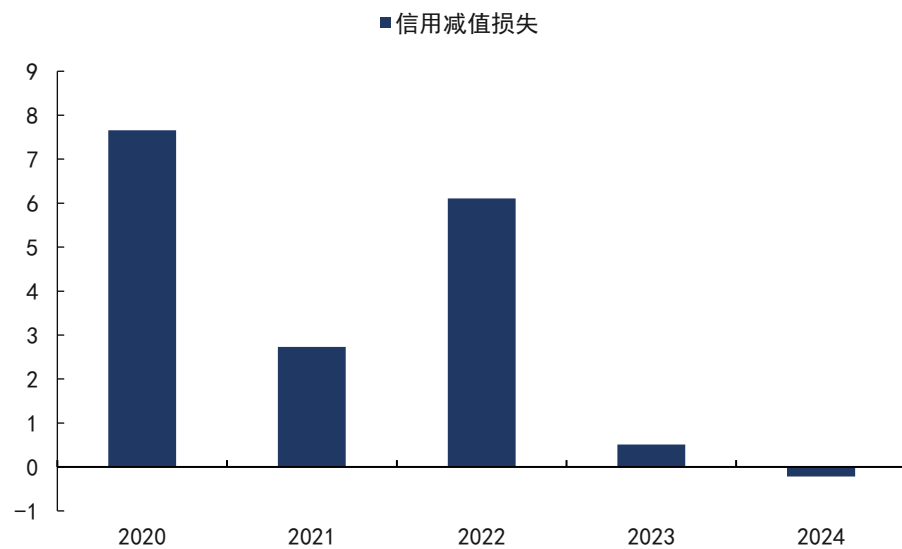
图：海通国际利润表主要科目变化（单位：亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

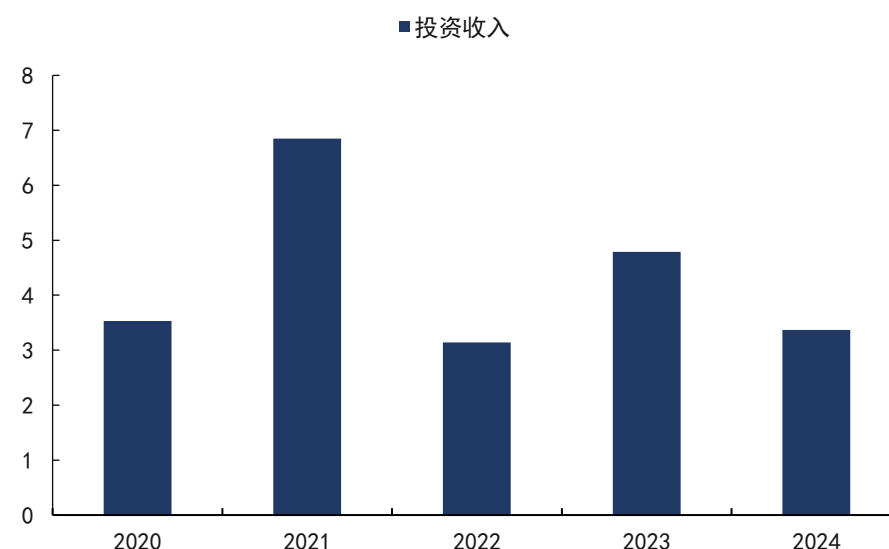
- 由于计提股票质押业务资产减值、计提资管产品整改的预计负债、股票质押业务清收转自营的股票市场价格下跌、子公司股权投资项目损失等原因，公司2020出现较大亏损。其中：1、股票质押业务融资人违约，作为担保品的股票市值大幅下跌，公司计提股票质押违约资产减值7.47亿元；2、根据中国证监会《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，公司使用自有资金购买待整改的资管大集合产品持有的部分低流动性资产，计提预计负债4.11亿元；3、股票质押业务清收转自营的股票市值下跌，产生权益类投资业务亏损2.66亿元；4、私募基金子公司、另类投资子公司个别股权投资项目产生股权投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

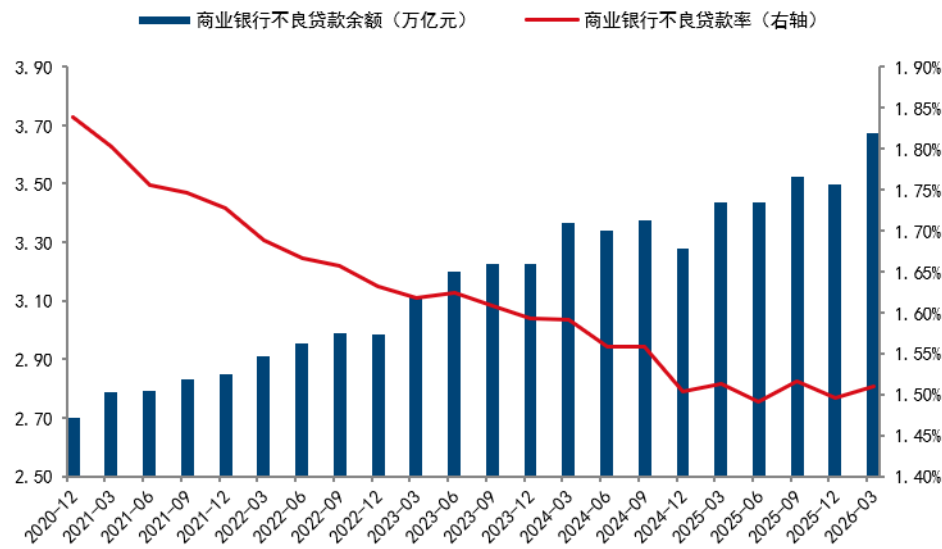


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 银行：股东、区域、客户再分层
 - [02] 保险：利差损阴霾下尾部出清
 - [03] 证券：集中度提升下资负重审
 - [04] 综合金融：关注消金、化债等风险主线
-

➤ AMC行业整体经营承压。商业银行不良贷款率稳定，不良贷款总额随着贷款规模的增长而增长，为AMC带来稳定供给，但不良资产处置仍然面临一定压力。AMC普遍通过投资上市公司，尤其是上市银行的方式，以长期股权投资权益法入账从而确认投资收益或营业外收入来维持账面净利润水平，这些投资收益或营业外收入成为当前AMC盈利的主要支撑。但这一利润仅为会计利润而没有真实现金流入，AMC基本面的实质性改善仍有待宏观经济复苏后不良资产经营主业改善。

图：商业银行不良贷款规模持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2025年四大AMC对上市银行投资获利情况（亿元）

	投资标的	2025年末账面价值	2025年投资收益额
中国信达	浦发银行	365	135
中信金融资产	中国银行	1346	227
	光大银行	454	56
东方资产	浦发银行	365	149
长城资产	民生银行	282	185
	建设银行	1042	459

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

AMC：部分公司业务数据

表：全国性AMC及部分省级AMC2025年业务数据一览（单位：亿元）

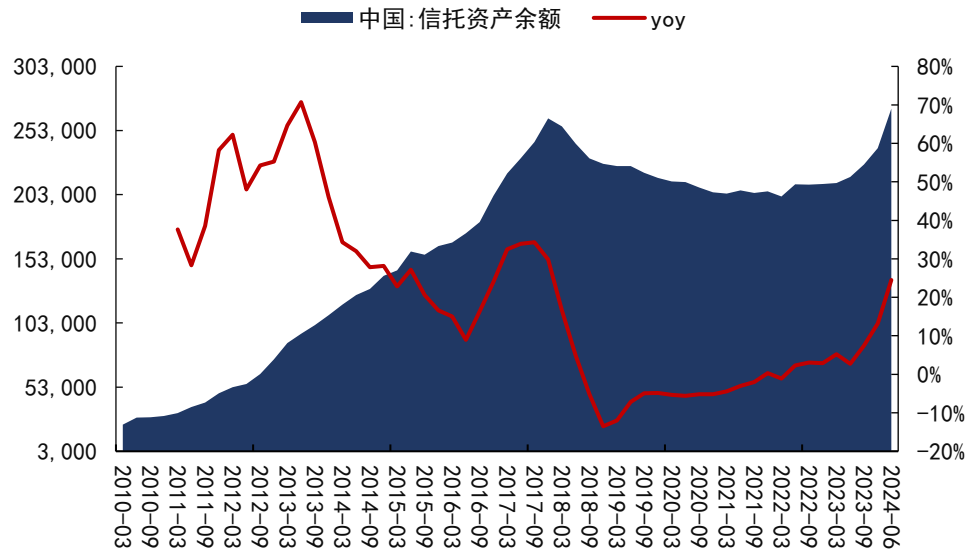
机构名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
中国信达资产管理股份有限公司	17,212	2,237	722	3
中国东方资产管理股份有限公司	13,506	1,550	894	19
中国中信金融资产管理股份有限公司	10,570	531	617	95
中国长城资产管理股份有限公司	4,803	533	-155	18
中国银河资产管理有限责任公司	174	124	6	3
广州资产管理有限公司	456	110	4	1
深圳市招商平安资产管理有限责任公司	201	49	3	1
深圳资产管理有限公司	196	60	4	1
山东省金融资产管理股份有限公司	1,141	709	14	20
浙江省浙商资产管理股份有限公司	761	236	47	14
光大金瓯资产管理有限公司	209	94	8	2
宁波金融资产管理股份有限公司	103	35	7	3
兴业资产管理有限公司	249	51	18	1
厦门资产管理有限公司	68	18	2	0
中原资产管理有限公司	745	187	15	2
河南资产管理有限公司	389	155	20	8
江苏资产管理有限公司	363	137	67	9
苏州资产管理有限公司	367	109	18	4
四川发展资产管理有限公司	236	81	15	6
成都益航资产管理有限公司	192	71	9	3
内蒙古金融资产管理有限公司	238	120	7	3
内蒙古庆源绿色金融资产管理有限公司	74	-	4	0
江西省金融资产管理股份有限公司	172	55	11	4
华润渝康资产管理有限公司	135	50	5	1
湖南省财信资产管理有限公司	146	40	8	3
长沙湘江资产管理有限公司	115	40	7	2
广西金控资产管理有限公司	128	64	4	1
湖北省资产管理有限公司	132	43	16	0
湖北天乾资产管理有限公司	42	-35	0	-59
安徽省中安金融资产管理股份有限公司	127	49	7	3
国厚资产管理股份有限公司	96	11	3	-20
天津津融资产管理有限公司	80	53	7	4
海南联合资产管理有限公司	101	48	10	12
陕西金融资产管理股份有限公司	682	268	20	16
贵州省资产管理股份有限公司	174	103	3	2
云南省资产管理有限公司	82	63	3	2
新疆金投资产管理股份有限公司	78	27	3	1

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

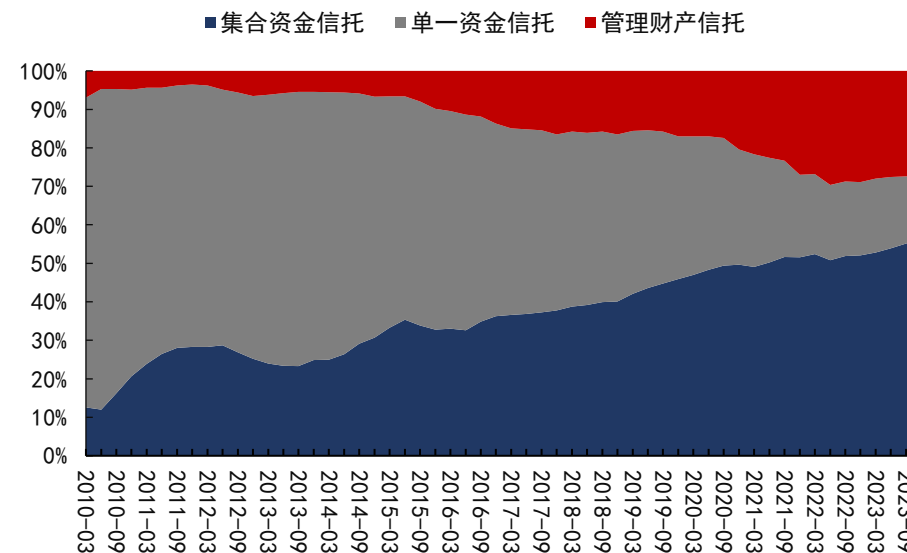
- 伴随金融市场分业监管制度的不断完善，中国信托业历经二十年发展，在资金运用、投资收益、业务形式上不断丰富深化，截至2023年末信托业管理总资产达23.92万亿元，其中资金信托占比超70%。从基础的业务模式上，信托产品可分为资金信托和财产信托两类。信托业伴随中国经济的高速增长和居民财富的持续积累，自2003年不足500亿元，截至2022年末已升至23.92万亿，其中投资运用活性更高的资金信托占比72.63%。
- 资管新规要求去通道之后，单一资金信托规模持续压缩。

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

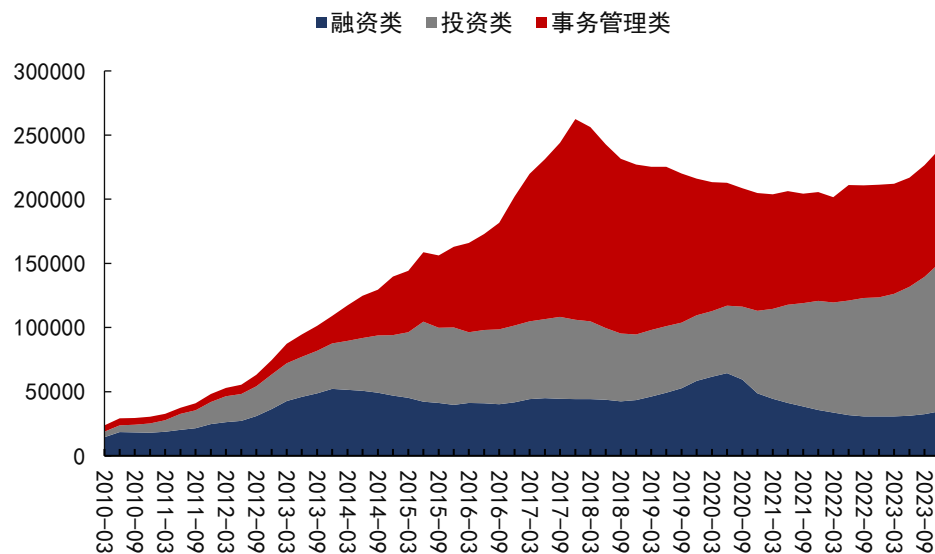


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信托：资产规模回升，结构持续优化

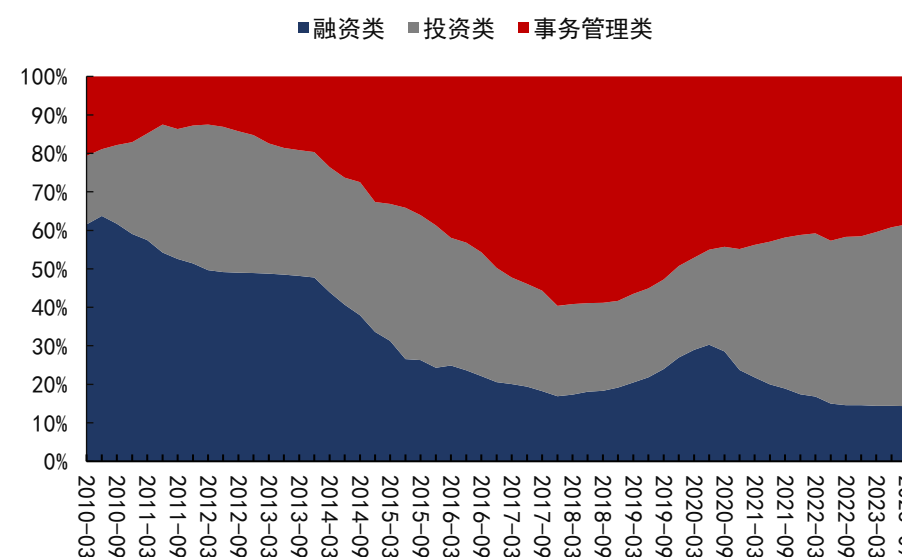
- 从信托资产功能分布来看，行业资产功能结构亦处于转型调整之中。截至2023年4季度末，作为信托业重点转型领域的投资类信托，规模达到11.57万亿元，占比达到48.34%。监管部门要求压降的融资类信托规模为3.48万亿元，占比为14.52%。事务管理类信托规模为8.88万亿元，占比为41.53%。相较于2017年4季度峰值，事务管理类信托降幅超过40%，通道类业务压降成果较为显著。

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

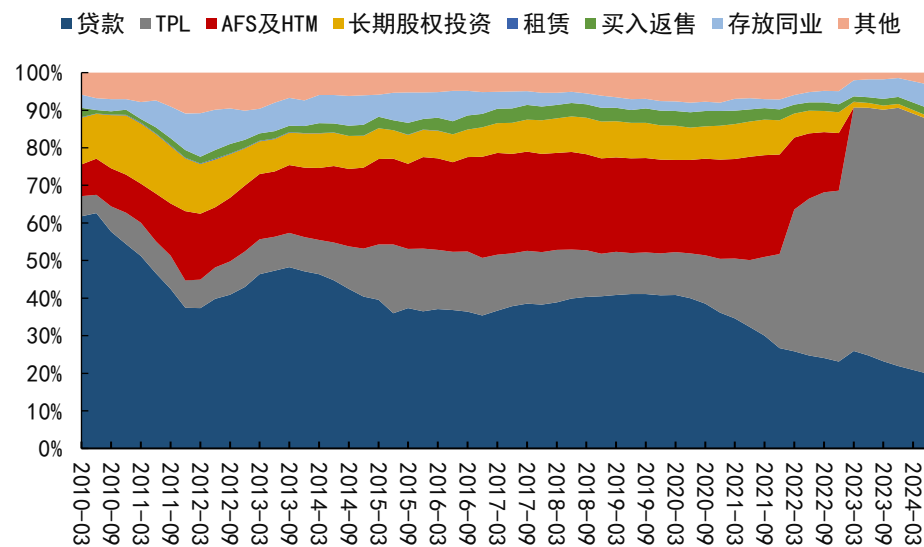


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

信托资产结构变化：去地产、去同业，重实业、重证券

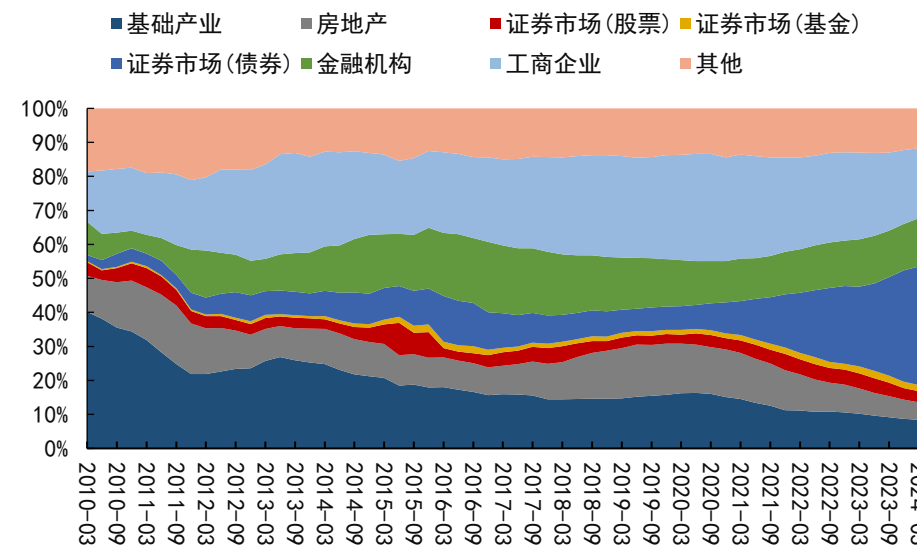
- 2023年末资金信托中交易性金融资产占比达到60.1%，公允价值计价资产规模上升的背后是信托公司对积极投资策略的不断探索，也反映整体业务向主动管理转型的趋势。在我国金融业全面实行IFRS9会计准则后，大量过去以摊余计价的金融资产转为公允价值计价。交易性金融资产规模大幅上升，虽会导致机构营业收入波动加剧、资产管理难度上升，但也侧面反映目前行业对主动管理积极的转型态度。
- “一升三降”趋势明显，信托业加速去地产、去同业，2022年投向证券市场的资金信托规模跃升首位，工商企业则位列其次。从资金投向上看，“一升”对应资金信托投向证券市场的占比大幅上升，在资管产品非标转标、投资者需求逐步多元化等因素影响下，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

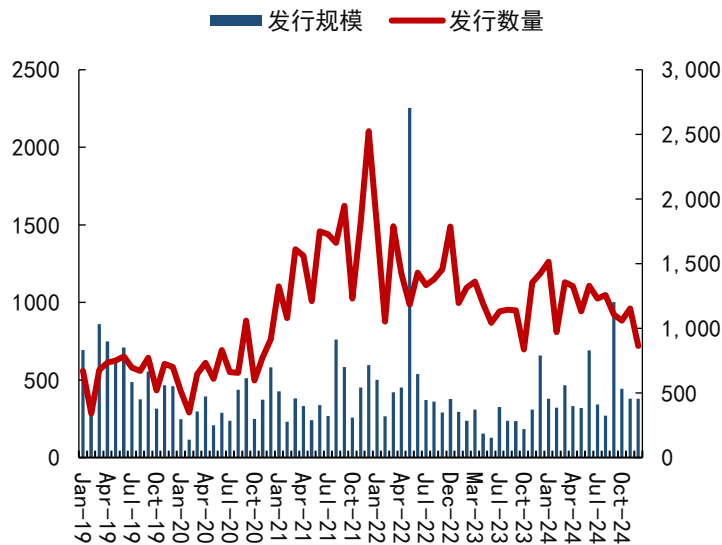
图：信托规模占比-按资金投资领域



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

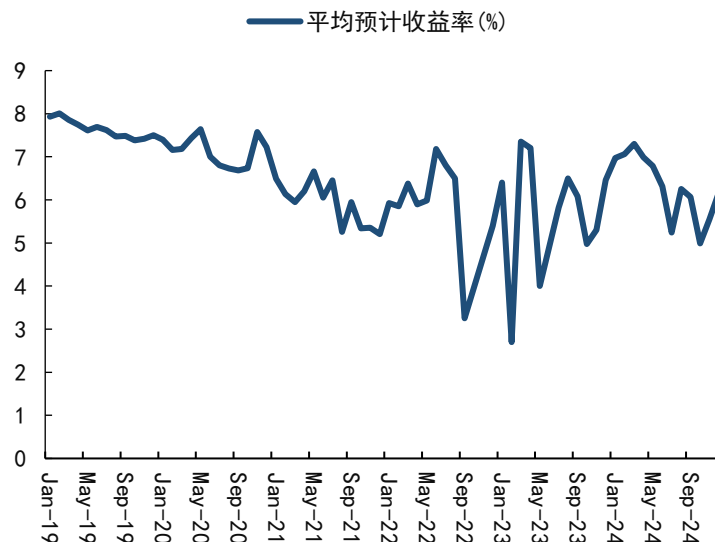
- 集合信托产品发行持续低迷，而产品预期收益率自2024年初以来也有所回落。信托业在撕去通道标签后，虽积极投入主动管理转型，但在规模扩张上仍面临重重阻力。虽然信托业2022年在证券投资信托领域“高歌猛进”，但其整体市场的平均预期收益率仍受到监管约束、基本面下行、违约事件增多等因素的影响而持续回落，导致市场投资意愿进一步降低。2024年以来，集合信托产品迎来到期高峰，兑付压力伴随银行理财、公募债基等同类资管竞品在风险企稳后优势，信托业在规模保有上面临较大压力。
- 资产服务类信托值得重点布局。除资产管理信托外，信托业发展还需找准产品定位并抓牢自身优势，可以聚焦此次分类新规提出的资产服务类信托，作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



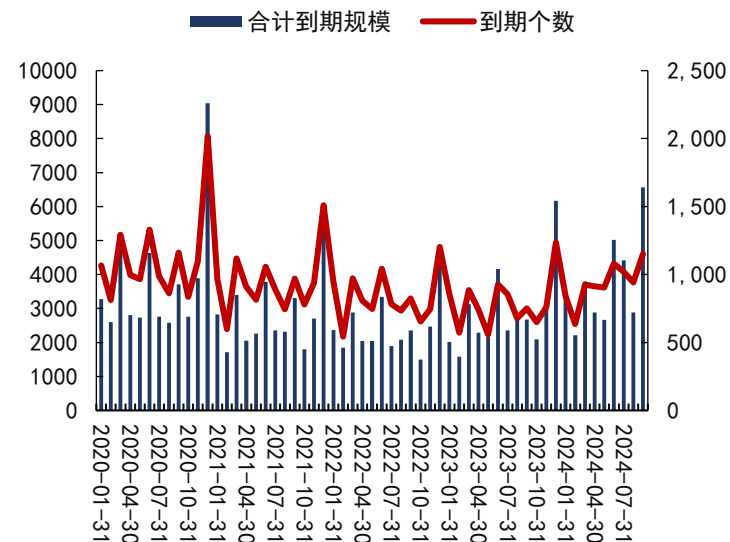
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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	--

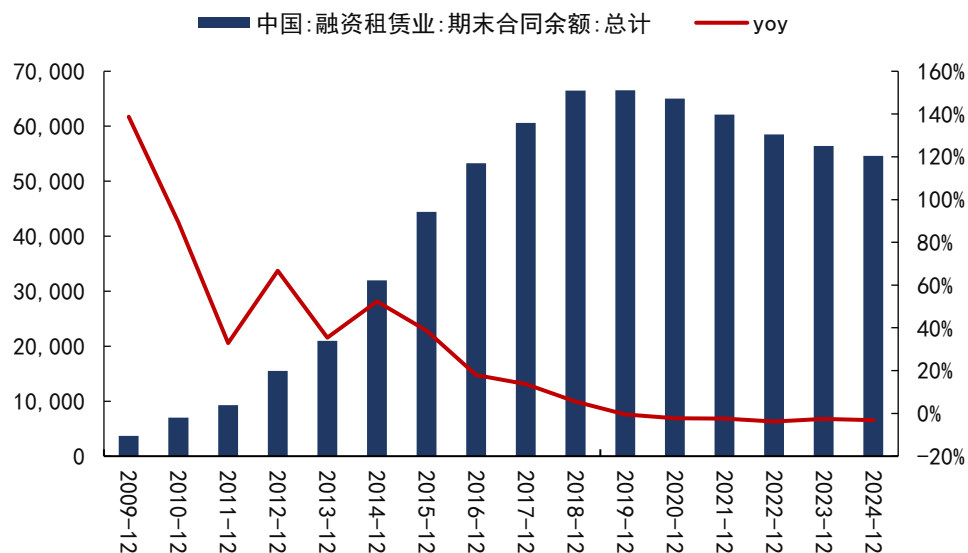
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

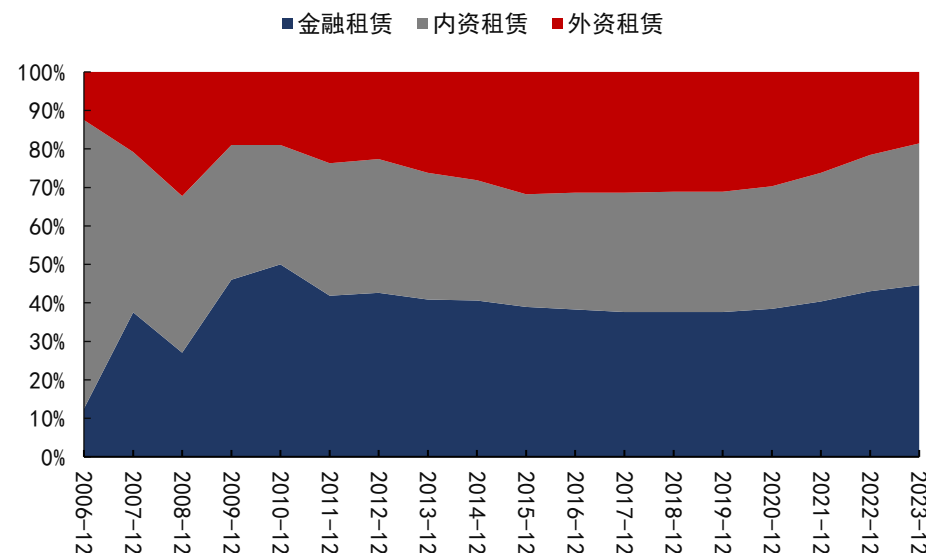
- 受监管趋严和宏观经济下行压力加大影响，自2022年以来，融资租赁公司数量持续减少，业务规模持续收缩。截至2024年末，全国融资租赁企业总数继续下降至约8,600家，较2023年末减少180家（减少的均为外资融资租赁公司）。租赁公司构成以外资融资租赁公司为主，金融租赁企业数量少但保持稳定；全国融资租赁合同余额约为56,400亿元，较2023年末小幅下降约3%。

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）

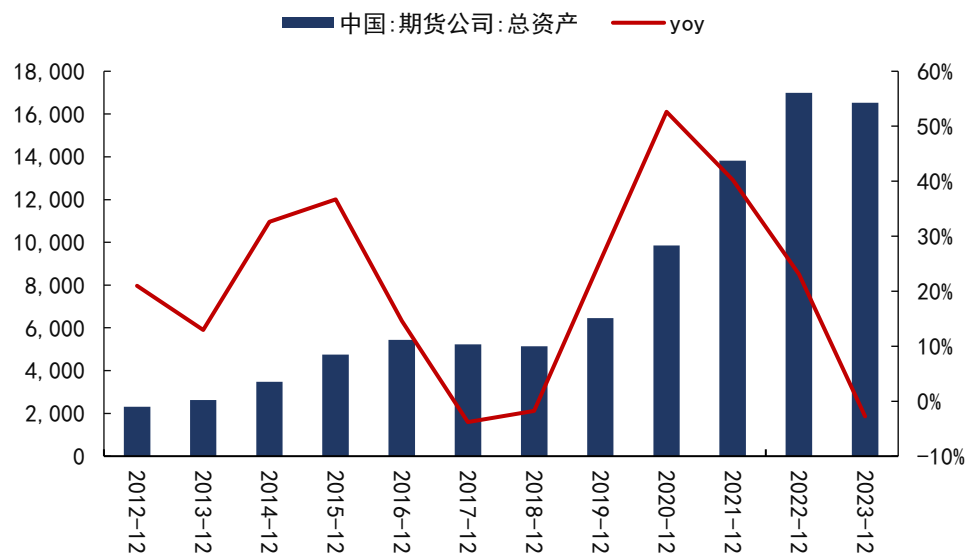
类型	公司名称	财务指标(亿元;%)				监管指标(%)	
		资产总计	拨备覆盖率	租赁资产不良率	拨备前利润	资本充足率	核心一级资本充足率
金融租赁	国银金融租赁	4,096.95	547.72	0.81	76.96	12.47	9.96
	交银金融租赁	4,046.64	256.00	1.05	63.91	11.70	11.00
	招银金融租赁	2,907.94	680.15	0.32	50.33	13.37	11.49
	工银金融租赁	2,779.09	229.15	1.54	--	15.13	14.39
	民生金融租赁	1,913.22	160.43	1.57	29.41	11.38	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

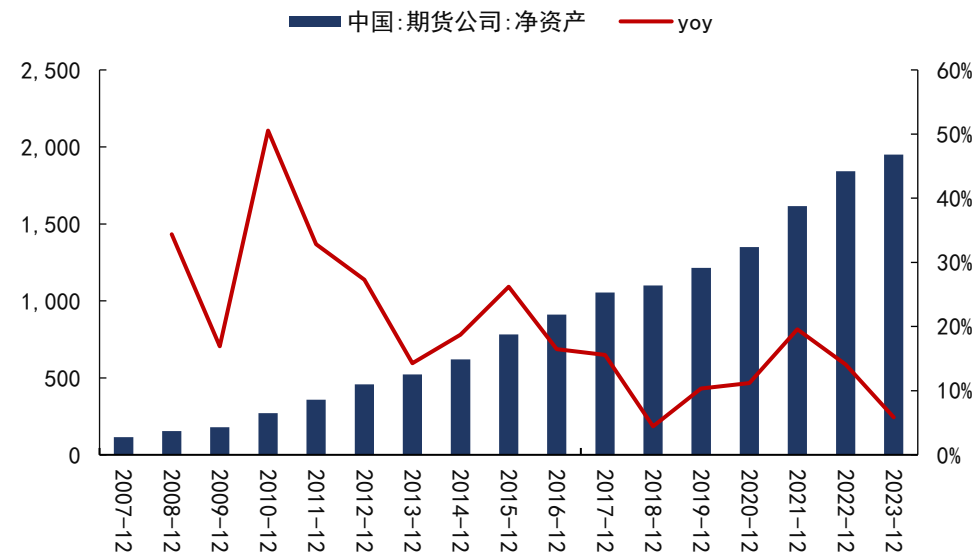
- 伴随期货品种扩容，期货业务类型拓展，期货业务净资产及总资产规模保持增长，但增速有所放缓。
- 期货品种扩容，主要为商品期货品种不断扩容，推动商品期货成交额扩张。同时，金融期货成交额保持稳步增长。期货市场成交驱动客户权益增长，带动期货公司总资产增长。期货公司开展风险管理业务，净资本增加推动净资产保持逐年增长。

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）

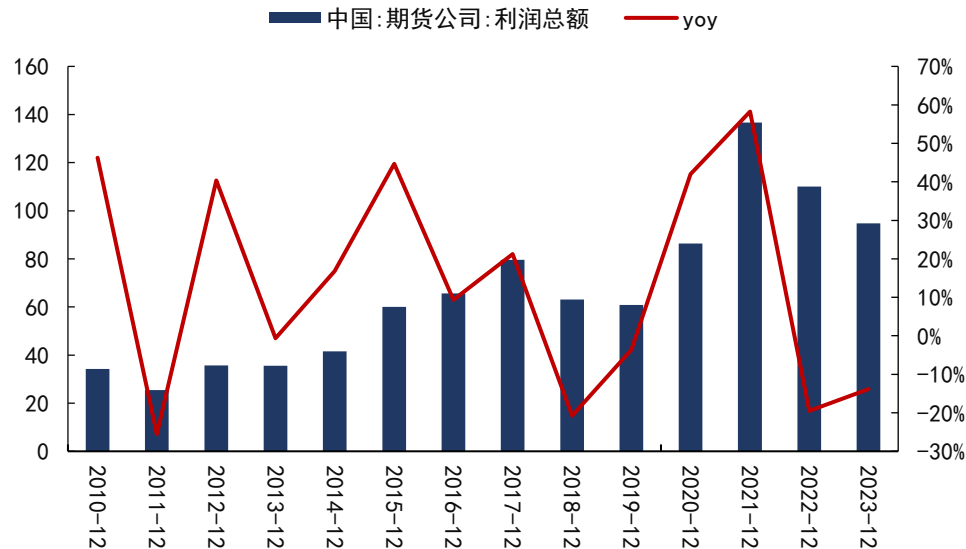


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货：资产增速放缓，利润呈下降趋势

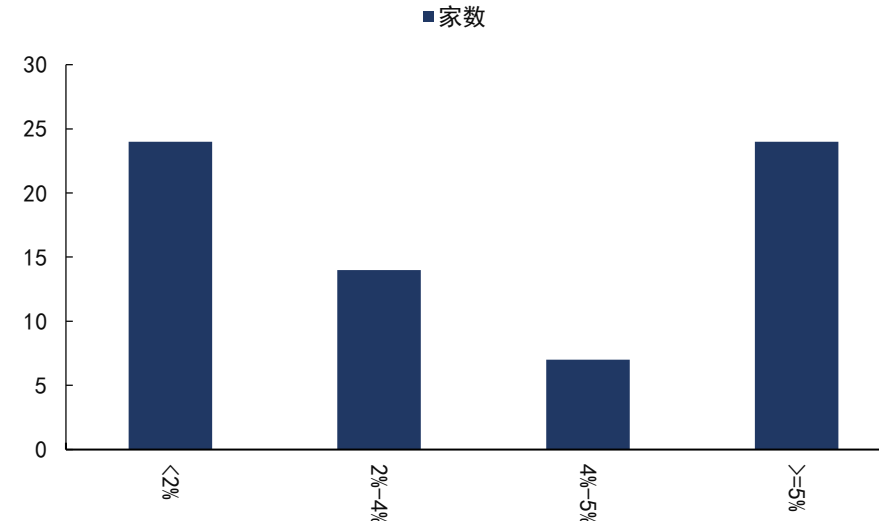
- 期货公司利润增长不甚稳定。
- 期货公司经纪业务收入仍为最重要的收入来源，主要由手续费收入及交易所派返构成，交易所通常与会员单位签订协议，根据会员单位的业务量、客户交易活跃度等情况，将部分手续费返还给会员单位。受返还政策影响，期货公司手续费收入明显下降。
- 期货公司ROE普遍较低，大多处5%以下。

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）

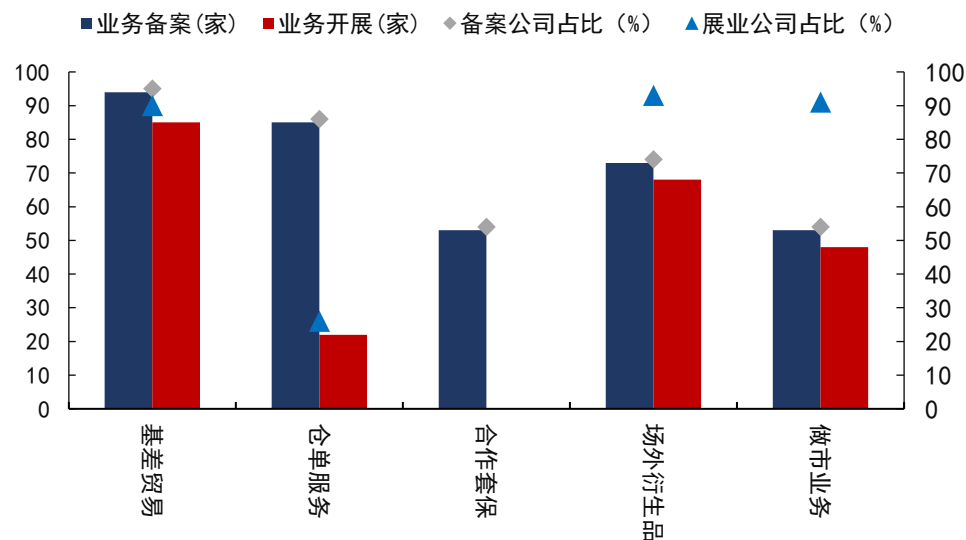


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货：风险业务收入规模大但利润率较低

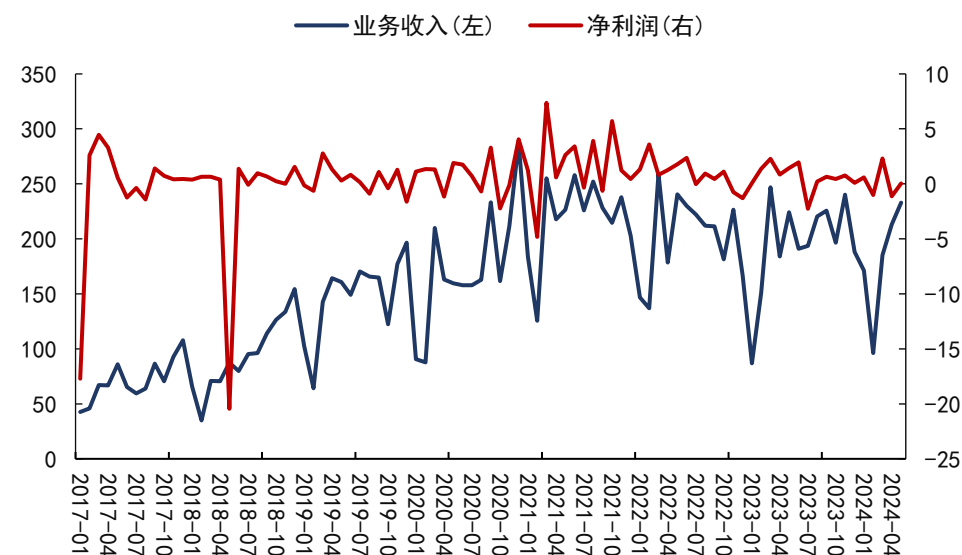
- 风险管理业务是近年来期货公司发展较快的业务，绝大多数期货公司已经取得业务资格，部分开始展业。
- 风险管理业务主要包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品、做市业务等。其中，基差贸易设计大宗商品购销，在计算收入时，总额法下购销流水大但利润率极低。

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

图：部分期货公司2024年业务数据一览（单位：亿元）

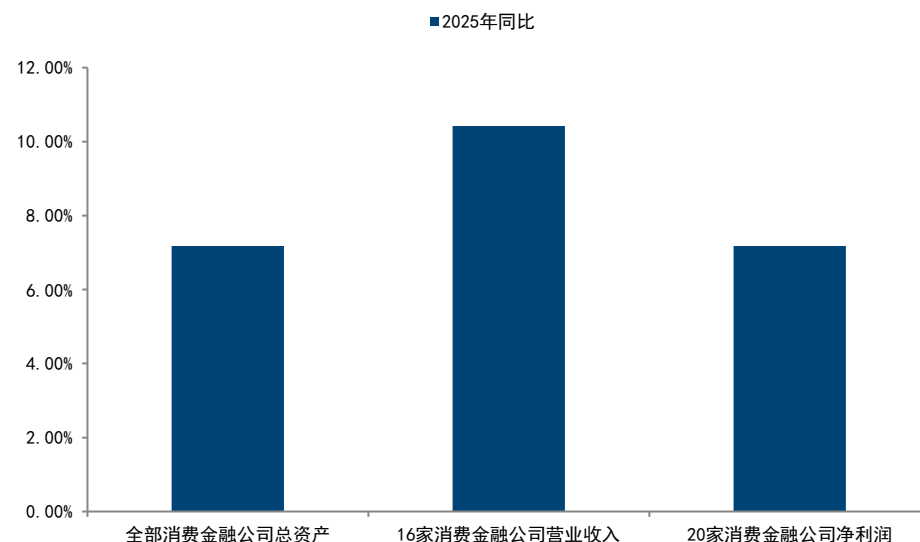
公司名	净资产	净利润	净资产回报率(%)	公司名	净资产	净利润	净资产回报率(%)
中信期货	140.42	9.96	7	物产中大期货	--	0.87	--
国泰君安期货	105.09	8.17	8	信达期货	8.37	0.74	9
永安期货股份	128.06	5.75	4	东海期货	13.19	0.65	5
上海东证期货	64.96	5.06	8	创元期货股份	18.76	0.64	3
银河期货	70.71	4.99	7	宏源期货	14.09	0.62	4
南华期货股份	41.15	4.58	11	中银国际期货	7.71	0.61	8
中信建投期货	39.91	4.51	11	华安期货	12.10	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

消费金融：整体增长稳健，公司分化较大

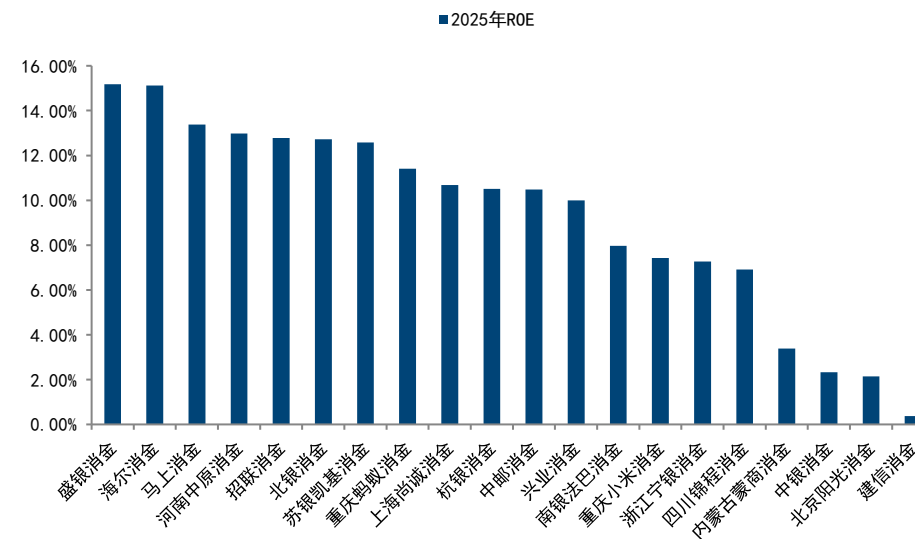
- 中国银行业协会发布的《中国消费金融公司发展报告（2026）》披露，2025年消费金融公司总资产规模达1.48万亿元，同比增长7.18%；贷款余额达1.43万亿元，同比增长6.85%。
- 根据Wind能够统计到的16家消费金融公司数据来看，2025年末16家消费金融公司合计总资产1.13万亿元，占全行业的76%。这16家消费金融公司合计实现营业收入1062亿元，同比增长10.42%。
- 根据Wind能够统计到的20家消费金融公司数据来看，2025年末20家消费金融公司合计总资产1.24万亿元，占全行业的84%。这20家消费金融公司合计实现净利润145亿元，同比增长7.18%。
- 从前述数据来看，消费金融公司的整体业绩稳定增长。但从分公司数据来看，分化较大，比如不同公司的ROE差异巨大

图：消费金融公司2025年主要财务数据表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不同消费金融公司2025年ROE分化巨大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

消费金融：整体增长稳健，公司分化较大



表：部分消费金融公司2025年业务数据一览（单位：亿元）

	2025年末总资产	2025年营业收入	2025年净利润	2024年末总资产	2024年营业收入	2024年净利润	2025年总资产同比	2025年营业收入同比	2025年净利润同比	2025年ROE
重庆蚂蚁消费金融有限公司	3122.90	215.60	31.11	3137.51	152.13	30.51	-0.47%	41.72%	1.96%	11.41%
招联消费金融股份有限公司	1672.38	161.44	30.54	1637.51	173.18	30.16	2.13%	-6.78%	1.26%	12.78%
马上消费金融股份有限公司	581.01	155.34	19.24	655.60	151.49	22.81	-11.38%	2.54%	-15.63%	13.38%
兴业消费金融股份公司	779.88	88.88	12.00	821.13	101.17	4.30	-5.02%	-12.14%	178.93%	10.00%
中邮消费金融有限公司	757.32	80.78	7.42	672.29	75.41	8.04	12.65%	7.12%	-7.65%	10.48%
中银消费金融有限公司	780.22	71.37	2.15	796.70	75.47	0.60	-2.07%	-5.43%	260.69%	2.33%
杭银消费金融股份有限公司	599.21	58.16	7.24	515.36	52.66	9.20	16.27%	10.45%	-21.33%	10.51%
苏银凯基消费金融有限公司	663.76	58.15	7.10	513.59	38.40	5.28	29.24%	51.45%	34.60%	12.58%
河南中原消费金融股份有限公司	471.53	44.25	5.06	424.79	35.27	5.03	11.00%	25.44%	0.53%	12.98%
海尔消费金融有限公司	367.59	35.51	4.63	293.48	31.68	4.45	25.25%	12.09%	4.05%	15.13%
浙江宁银消费金融股份有限公司	691.98	34.11	4.11	598.15	29.90	3.03	15.69%	14.08%	35.50%	7.26%
上海尚诚消费金融股份有限公司	290.47	19.95	2.82	236.39	16.73	2.41	22.88%	19.24%	17.15%	10.68%
建信消费金融有限责任公司	161.05	14.30	0.27	125.73	8.13	0.10	28.09%	75.96%	173.92%	0.38%
四川锦程消费金融有限责任公司	198.26	11.76	1.58	159.16	10.80	2.07	24.56%	8.90%	-23.66%	6.90%
内蒙古蒙商消费金融股份有限公司	70.10	6.68	0.23	76.47	6.08	0.02	-8.33%	9.89%	926.16%	3.38%
盛银消费金融有限公司	95.83	5.34	0.96	79.02	2.93	0.86	21.26%	82.50%	10.95%	15.17%
南银法巴消费金融有限公司	590.86		5.06	534.50		3.03	10.54%		67.00%	7.96%
重庆小米消费金融有限公司	208.07		1.31	216.80		1.15	-4.03%		13.91%	7.42%
北银消费金融有限公司	156.71		1.74	141.70		1.53	10.59%		14.02%	12.72%
北京阳光消费金融股份有限公司	147.72		0.28	97.83		0.58	51.00%		-50.98%	2.14%

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。

免责声明

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