

金融产品深度报告

广发中证港股通非银 ETF (513750.SH)：业绩高增筑底，估值修复在途，保险板块景气回升助力港股通非银稳健领跑

增持（维持）

投资要点

■ 行业基本面分析：

■ **上市险企业绩再超预期，投资端驱动利润高增：**根据预增公告，中国人寿、新华保险、中国财险 25Q3 单季净利润最高分别同比增长 106%、101%和 122%（中国人寿和新华保险为归母口径），在去年高基数基础上实现二次超预期增长。股市走强叠加险资加大权益配置，带动投资收益提升。FVTPL 资产占比高，使权益市场浮盈直接反映至利润端，强化了业绩弹性。权益市场回暖与保险资金入市形成正反馈循环，行业盈利能力持续修复。

■ **投资特性强化业绩弹性，PEV 体系凸显长期价值：**新金融工具准则实施后，险企投资收益波动与资本市场关联增强。高比例 FVTPL 配置放大牛市收益弹性，使保险股具备“业绩与估值双击”特征。寿险公司估值核心在 PEV 体系：通过调整后净资产与有效业务价值综合衡量长期盈利潜力，相较 PE、PB 估值更能反映寿险经营逻辑与稳定性。当前行业普遍采用分红险与长期投资相结合的稳健策略，盈利可持续性增强。

■ **基本面持续改善，估值低位兼具防御与弹性：**负债端方面，保费与 NBV 维持高增，分红险转型优化负债成本，支撑利润稳步释放；资产端方面，长端利率企稳上行，利好险企固收收益与估值修复。10 月 24 日 A/H 股寿险公司平均 PEV 分别为 0.72 倍与 0.51 倍，仍处十年低位，安全边际充足。截至 2025 年 Q2 末，公募基金对保险板块持仓为 1.10%，配置空间广阔。整体来看，保险行业业绩高增、估值偏低，攻守兼备，具备中长期配置价值。

■ 广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品及跟踪指数介绍：

■ **指数聚焦保险行业，市场内具有稀缺性：**港股通非银指数深度聚焦非银行金融板块，在同类金融主题指数中处于较高水平。指数覆盖 A/H 股主要保险标的，且较高的保险权重使该指数能够更充分反映港股保险板块整体表现，体现较高的行业纯度与代表性，为投资者提供稀缺的保险资产配置标的。

■ **指数估值合理偏低，红利优势凸显：**截至 2025 年 10 月 24 日，港股通非银指数市盈率 9.70，市净率 1.16，均低于 A 股申万非银指数，处于历史中低区间，显示较高的安全边际和潜在的增值空间。截至 2025 年 10 月 24 日，指数股息率为 5.13%，接近近年高位水平，反映出较强的分红收益吸引力。整体来看，指数具备良好的中长期配置价值。

■ **ETF 产品流动性充裕，规模持续增长：**广发中证港股通非银 ETF 是市场唯一重仓保险的港股通非银 ETF，具备不可替代的赛道纯度与工具稀缺性。截至 2025 年 10 月 24 日，近两日均成交额达 18.18 亿元，市场交投活跃，申购赎回顺畅。基金规模达到 212.14 亿元，持续位居同类产品前列，反映机构资金对高股息金融资产的配置需求旺盛。二级市场成交活跃度明显高于多数金融主题 ETF，产品具备良好的市场参与基础与流动性优势。

■ **ETF 产品收益表现优秀，风险控制稳健：**截至 2025 年 10 月 24 日，累

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《业绩高增长或将驱动保险/券商股估值修复》

2025-10-26

《权益 ETF 系列：市场开启反攻，继续聚焦泛科技板块》

2025-10-25

计收益率为 66.68%，年化收益率达到 36.83%，均处于非银金融和港股金融主题 ETF 前列，超过同期券商、保险及泛金融主题 ETF。从 2024 年 12 月 2 日至 2025 年 10 月 24 日，该 ETF 产品最大回撤 21.60%，在非银、券商、保险等高弹性细分赛道中处于中上水平，有效控制了净值波动。

■ 风险提示：

- 1) 行业政策或监管环境突变：行业政策调整或监管环境发生重大变化，可能对相关资产价格、市场预期及投资逻辑产生实质性影响。
- 2) 宏观经济不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。
- 3) 发生重大预期外的宏观事件：突发的宏观事件可能打破市场平衡，引发剧烈波动。投资者应提前做好风险应对准备，以应对不可预见的市场冲击。

内容目录

1. 从 Q3 业绩高增看保险股投资价值	5
1.1. 为什么上市险企 Q3 业绩高增长?	5
1.2. 如何看懂保险公司的投资特性和估值体系?	7
1.3. 基本面持续向好, 估值仍低攻守兼备	9
2. 广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品介绍	12
2.1. 港股通非银指数投资价值分析	12
2.2. 产品概况	20
3. 风险提示	23

图表目录

图 1:	2025 年三季度股市持续走强.....	6
图 2:	2023 年以来保险公司业绩与股市关联性进一步加强.....	8
图 3:	寿险公司三种价值评估体系的比较.....	9
图 4:	2025 年寿险公司总保费单月增速走势.....	10
图 5:	2025H1 上市险企 NBV 同比较快增长.....	10
图 6:	2023 年以来人身险产品预定利率多次下调.....	11
图 7:	长端利率阶段性上行后企稳(%, 截至 10 月 24 日).....	11
图 8:	A 股寿险公司历史 PEV 估值走势(倍).....	12
图 9:	H 股寿险公司历史 PEV 估值走势(倍).....	12
图 10:	目前公募基金对保险股持仓仍处于历史低位.....	12
图 11:	港股通非银指数覆盖保险行业比例 (截至 2025/10/24).....	16
图 12:	港股通非银指数及可比指数保险股权重(%) (截至 2025/10/24).....	16
图 13:	港股通非银指数历史股息率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	17
图 14:	港股通非银指数历史市盈率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	17
图 15:	港股通非银指数历史市净率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	18
图 16:	港股通非银指数与非银金融(申万)历史市盈率对比(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	19
图 17:	港股通非银指数与非银金融(申万)历史市净率对比(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	19
图 18:	港股通非银指数历史 EPS(区间范围 2018/1/2-2025/10/24).....	20
表 1:	三家上市险企 2025Q3 业绩预增情况.....	5
表 2:	2025H1 上市险企股票+权益基金规模较上年同期大幅增长.....	6
表 3:	上市险企股票投资中仍有较高比例为 FVTPL.....	7
表 4:	港股通非银指数与可比指数编制方式对比(截至 2025/10/24).....	13
表 5:	港股通非银指数与可比指数行业分布对比(截至 2025/10/24).....	14
表 6:	港股通非银指数覆盖的保险标的(截至 2025/10/24).....	14
表 7:	A 股上市的保险标的(截至 2025/10/24).....	15
表 8:	H 股上市的保险标的(截至 2025/10/24).....	15
表 9:	港股通非银指数成分股中保险公司股息率和市盈率(截至 2025/10/24).....	18
表 10:	广发中证港股通非银行金融主题 ETF 概况.....	20
表 11:	广发中证港股通非银行金融主题 ETF 费率(截至 2025/10/24).....	21
表 12:	广发中证港股通非银行金融主题 ETF 前十大重仓股(2025Q2).....	21
表 13:	广发中证港股通非银 ETF 与可比指数风险收益对比(区间范围 2023/11/27-2025/10/24)...	23

1. 从 Q3 业绩高增看保险股投资价值

1.1. 为什么上市险企 Q3 业绩高增长？

上市险企 Q3 净利润实现高增长。近期新华保险、中国财险和中国人寿先后披露前三季度业绩预增情况，Q3 实现净利润高增长，增速超预期。2024 年同期各公司净利润在 9·24 政策牛市中已经实现大幅增长，高基数压力使市场对险企 2025Q3 业绩有所担忧。但根据预增公告，三家上市险企在高基数基础上再次实现净利润高增长，中国人寿、新华保险、中国财险 Q3 单季**最高**分别同比增长 106%、101%和 122%（*中国人寿和新华保险为归母口径*），其中中国人寿 Q3 单季归母净利润超过千亿元，已经超过去年全年水平（1069 亿元）。

表1：三家上市险企 2025Q3 业绩预增情况

	前三季度	累计同比	三季度单季	单季同比
中国人寿	1568-1777 亿元	50%-70%	1159-1368 亿元	75%-106%
新华保险	300-341 亿元	45%-65%	152-193 亿元	58%-101%
中国财险	375-428 亿元	40%-60%	130-183 亿元	57%-122%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿和新华保险为归母净利润，中国财险为净利润口径

根据预增公告，Q3 上市险企业绩高增长核心因素在于权益投资收益提升。

其一，2025Q3 股市表现整体好于上年同期。2025 年前三季度沪深 300、万得全 A 和上证综指分别较年初上涨 17.9%、26.4%和 15.8%，三季度单季上涨 17.9%、19.5%和 12.7%，均好于上年三季度单季的 16.1%、17.7%和 12.4%。虽然 2025 年股市以偏科技成长风格的结构性情，但保险资金体量大、风格均衡多元，股市上涨为险资相关持仓收益提升打下基础。

图1：2025 年三季度股市持续走强



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：上图为各指标较年初累计增速

其二，2025 年险资大幅增加二级权益投资，充分受益于股市上涨。近年来监管持续引导长期资金入市，保险资金持续加大权益资产配置力度。截至 2025 年中，寿险+财险公司保险资金运用余额中股票投资合计 3.07 万亿元，较 2024 年同期大幅增长 47.6%。从上市公司数据看，2025 年中股票+权益基金投资规模同样较 2024 年同期大幅提升，增速高低排序为：中国平安（+75.9%）> 中国人寿（+35.7%）> 中国人保（+32.1%）> 中国太保（+25.4%）> 新华保险（+22.6%）。我们预计在 Q3 各公司二级权益投资规模进一步提升，充分受益于股市上涨行情。

表2：2025H1 上市险企股票+权益基金规模较上年同期大幅增长

单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+权益 同比增速	股票	权益基金	合计	股票+权益 同比变动
中国人寿	2024H1	4417	2737	60865	-	7.3%	4.5%	11.8%	-
	2025H1	6201	3507	71272	35.7%	8.7%	4.9%	13.6%	+1.9pct
中国平安	2024H1	3319	1106	52033	-	6.4%	2.1%	8.5%	-
	2025H1	6493	1291	62025	75.9%	10.5%	2.1%	12.6%	+4.0pct
中国太保	2024H1	2213	533	24560	-	9.0%	2.2%	11.2%	-
	2025H1	2831	612	29247	25.4%	9.7%	2.1%	11.8%	+0.6pct
新华保险	2024H1	1443	1163	14390	-	10.0%	8.1%	18.1%	-
	2025H1	1992	1202	17125	22.6%	11.6%	7.0%	18.7%	+0.5pct
中国人保	2024H1	450	975	1425	-	2.9%	6.4%	9.3%	-
	2025H1	946	936	17607	32.1%	5.4%	5.3%	10.7%	+1.4pct

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

其三，上市险企权益投资中 FVTPL 占比较高，显著提升业绩弹性。目前上市险企二级权益投资中，权益基金全部计入 FVTPL，股票投资中 FVTPL 也占相当高比例，因此股市上涨带来的浮盈将直接提升净利润表现，带来更为显著的业绩弹性。截至 2025 年中，上市险企股票中 FVTPL 占比高低顺序为：新华保险（81.2%）> 中国人寿（77.4%）> 中国太保（66.2%）> 中国人保（53.6%）> 中国平安（34.7%）。

表3：上市险企股票投资中仍有较高比例为 FVTPL

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024	5011	4409	602	306.8%	88.0%	12.0%	8.6 pct
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%	10.6 pct
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024	4374	1742	2632	50.3%	39.8%	60.2%	0.2 pct
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%	5.2 pct
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
	2024	2551	1790	761	180.5%	70.2%	29.8%	15.4 pct
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%	4.0 pct
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
	2024	1808	1502	306	472.2%	83.1%	16.9%	11.9 pct
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%	1.9 pct
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
	2024	602	329	273	70.5%	54.6%	45.4%	10.1 pct
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1 pct

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告

1.2. 如何看懂保险公司的投资特性和估值体系？

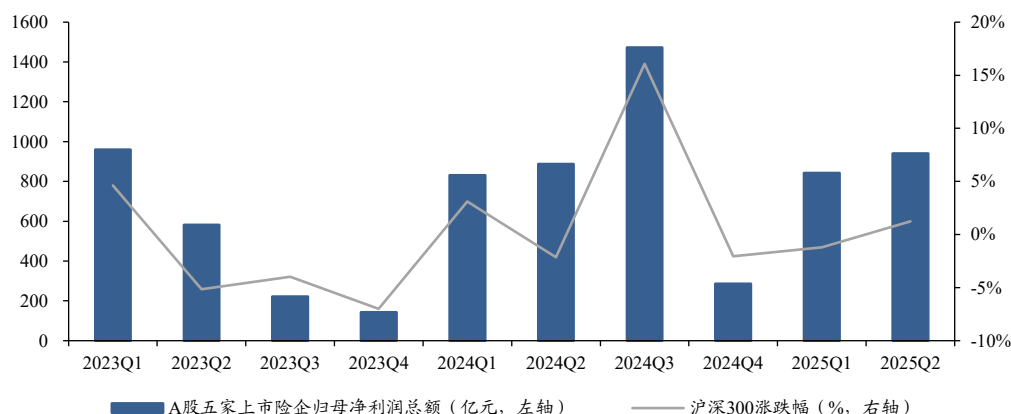
1、险企投资资产的会计分类影响利润弹性。

2023 年起上市险企开始执行新金融工具准则（注：中国平安 2018 年提前执行，中国人寿 2024 年执行），对金融资产的会计分类产生了较大影响。新金融工具准则下，权益类金融资产可以划分为两类科目：①FVTPL，即以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产；②FVOCI，即以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。两者都以市场公允价值（如股票股价、基金净值等）计量账面价值，但前者的股息分红收入和公允价值波动（即股价涨跌）均计入当期净利润，而后者仅股息分红计入当期净

利润，公允价值波动不影响当期净利润，并且在卖出后的实际价差也不能再计入净利润。简言之，新准则下保险公司的股票投资面临一个二选一：FVTPL 高波动但可以充分享受浮盈收益，FVOCI 更平稳但计入利润部分的收益可能会更薄（仅分红），前者更适合成长风格标的，后者更适合红利风格标的。从上市公司数据看，近年来持续增配红利/高股息标的，FVOCI 股票占比持续提升，但是 FVTPL 的比例仍然相对较高。

较高的 FVTPL 股票占比使牛市背景下上市险企业绩弹性进一步凸显。保险公司作为典型的高杠杆企业，投资收益对公司业绩影响显著，新会计准则下进一步加强了业绩与股市间的关联性。因此在国内资本市场向好背景下，保险股一方面作为重要的指数成分股迎来估值提升，另一方面也受益于投资收益增长带来的业绩弹性，具有牛市时“戴维斯双击”的独特优势。

图2：2023 年以来保险公司业绩与股市关联性进一步加强



数据来源：wind，上市险企财报，东吴证券研究所

2、寿险公司估值核心在于 PEV 体系。

寿险公司的估值核心在于 PEV 体系。目前上市险企中普遍以寿险公司为主，而寿险公司的商业模式特性决定了其估值基础并非传统的 PE 和 PB 估值方法。

1) PE 估值不能体现险企长期经营成果且波动较大。如前文所述，在新会计准则影响下保险公司净利润与资本市场关联性较大，在牛市中净利润被放大，但在熊市中也将明显承压。但寿险资金是典型的长期资金，通过长期投资可以熨平周期波动，短期市场波动并不影响保险公司实际价值，同时利润波动性大也降低了估值可靠性。当然，尽管不以利润作为寿险公司的估值核心，但该指标仍然是衡量险企短期经营效果的重要参考。

2) PB 估值不能体现险企未实现利润，容易低估险企实际价值。寿险公司经营的保单期限较长，部分超过 20 年甚至终身，但是现行会计准则不允许将全部未实现利润直接计入当期损益，而是需要在未来逐步摊销释放。因此，净资产只能反映当前时点已经

释放出的经营成果，对于存量有效保单未释放的预期利润未能体现，因此会低估险企实际价值。

3) PEV 估值是体现了寿险保单长期性的估值方法。PEV 计算方法与 PE/PB 类似，分子为公司股价，分母为每股内含价值 (EV)，EV 是调整后净资产和有效业务价值的总和。①调整后净资产是在财务报表净资产基础上按照 EV 评估假设调整后的净资产，反映已兑现的全部经济利益。②有效业务价值是基于一系列假设计算得到的全部存量保单未实现利润的现值总和。EV 体系下长期投资收益率按照固定假设计算，不受短期市场波动影响，因此 EV 评估结果更加稳定，并且反映了寿险保单的长期性特征，是目前最符合寿险经营逻辑的估值方法。

此外还有偿付能力体系等其他估值方法，但参考性同样不及 PEV 体系。

图3：寿险公司三种价值评估体系的比较



数据来源：中国平安开放日 PPT《平安寿险价值深度解析》，东吴证券研究所

1.3. 基本面持续向好，估值仍低攻守兼备

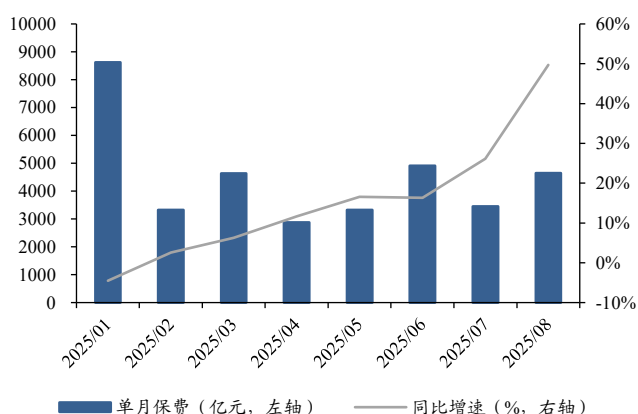
除了短期业绩超预期外，保险板块基本面表现也持续向好，同时板块估值和公募持仓仍然处于低位，构筑了保险股投资价值基础。

1、负债端：保费与 NBV 维持较快增长，负债成本优化缓解利差压力

停售窗口+银行存款利率下调带动 Q3 新单增速再提升。预定利率下调前客户需求旺盛，带动 Q3 行业新单保费高增长，7 月、8 月单月人身险公司保费规模分别同比+26.2%、49.7%，分别较上月环比提升 9.8pct、23.5pct。9 月预定利率正式下调后，新单增速预计有所回落，但是对全年业务影响已经不大，全年 NBV 保持较高增长格局已经基本确定。

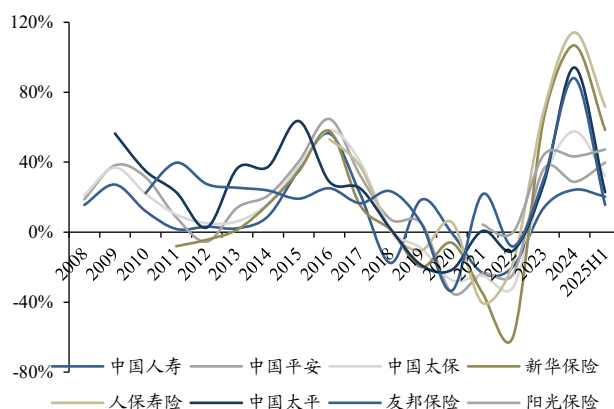
对 2026 新单保费与 NBV 增速保持乐观。展望 2026 年，我们对新单保费和 NBV 增速持乐观判断：1）当前保险产品预定利率（传统险 2.0%，分红险 1.75%）仍高于银行存款利率，保险产品相对吸引力优势仍在。2）分红险产品市场接受度正在提升，预定利率非对称下调和资本市场向好也进一步强化了分红险产品的竞争优势。3）预定利率再次下调对 NBV margin 产生积极作用，将对冲分红险占比提升带来的压力，预计未来 NBV margin 保持稳中有升的良好态势，推动 NBV 保持稳健增长。

图4：2025 年寿险公司总保费单月增速走势



数据来源：金管总局，东吴证券研究所

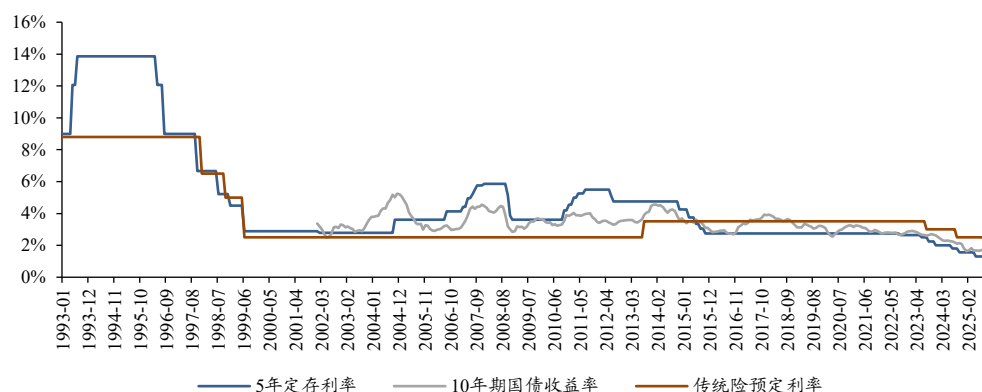
图5：2025H1 上市险企 NBV 同比较快增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

预定利率下调+分红险转型优化负债成本，护航行业稳健经营。寿险公司经营对于利率环境具有一定依赖性，近年来国内利率持续下行，对寿险行业经营形成挑战。2023 年起监管部门多次引导保险公司下调预定利率，传统型人身险产品预定利率已由 2023 年之前的 3.5%两次下调降至目前的 2.0%。同时，各保险销售渠道全面落地执行“报行合一”，规范了寿险销售的费用投入，叠加行业积极推动分红险转型，预计有效降低了险企负债成本，保障行业长期稳健发展。

图6：2023 年以来人身险产品预定利率多次下调

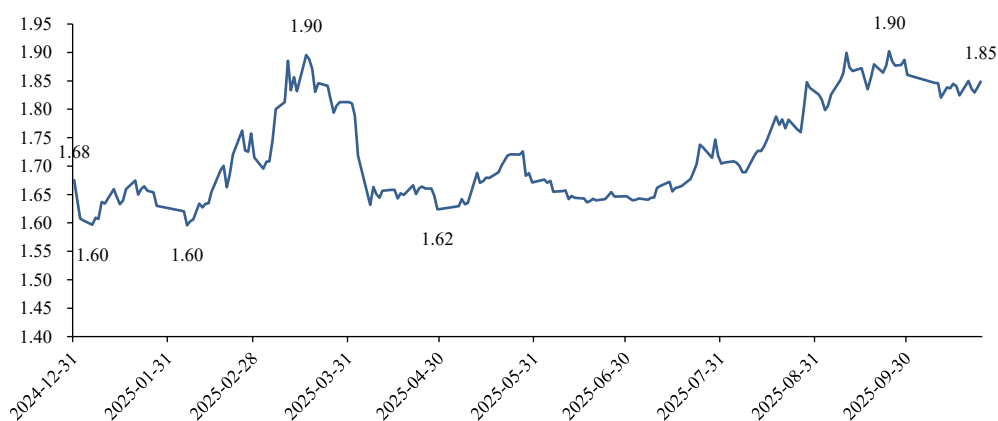


数据来源：金管总局，wind，东吴证券研究所

2、资产端：长端利率企稳上行利好险企估值修复

长债利率企稳上行利好险企估值修复。2025 年十年期国债利率受国际政治环境、国内经济预期和资金面等因素影响，呈现波动式上升趋势，特别是下半年以来持续下行，最高突破 1.9%，10 月 24 日报收 1.85%，较年初上行 17bps。我们认为，伴随国内宏观经济逐步回暖，未来长端利率若进一步上行，保险公司新增及再配置固收资产收益率压力将明显缓解，板块估值修复空间亦将被进一步打开。

图7：长端利率阶段性上行后企稳（%，截至 10 月 24 日）



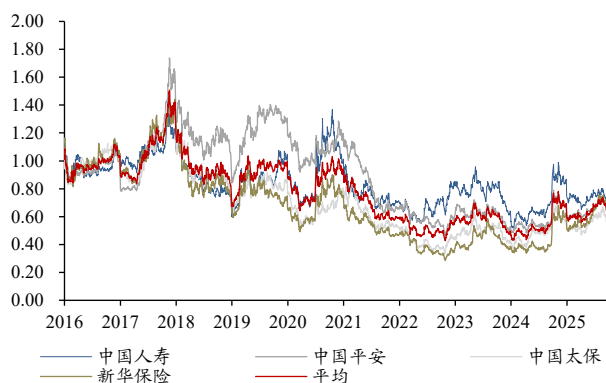
数据来源：wind，东吴证券研究所

3、估值和公募基金持仓仍处较低位置

当前保险股估值水平和公募持仓仍处于历史低位。1）保险股估值仍低于近十年历史平均水平。从 PEV 估值水平来看，10 月 24 日 A 股和 H 股四家寿险公司平均估值分

别为 0.72x、0.51x，均低于近十年历史平均值 0.78x、0.55x。2）目前公募基金对保险股持仓仍处于低位。截至 2025 年 Q2 末，公募基金对保险板块持仓为 1.10%，较 Q1 末提升 0.53pct，但是相比历史水平仍处于低位。

图8: A 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)



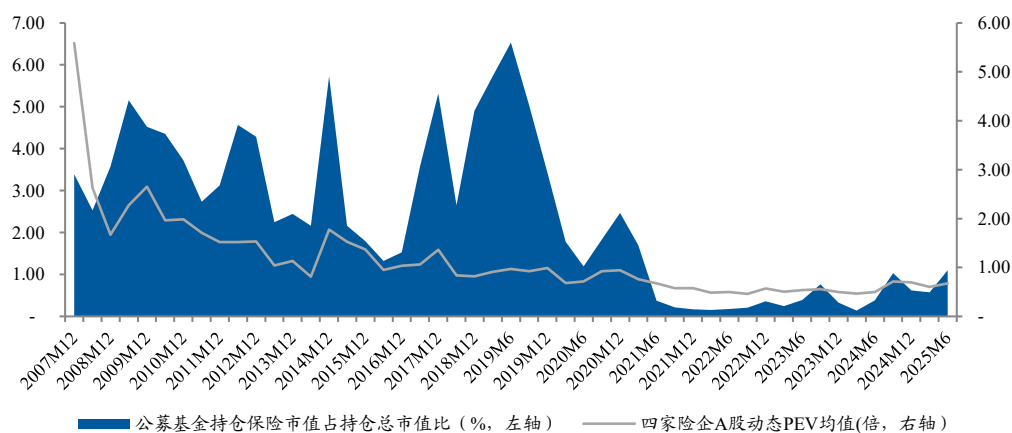
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: H 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: 目前公募基金对保险股持仓仍处于历史低位



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品介绍

2.1. 港股通非银指数投资价值分析

2.1.1. 保险成分集中，市场内具有稀缺性

中证港股通非银行金融主题指数(英文名称: CSIHK Connect Financials (ex Banks))

Thematic，指数代码分别为 931024.CSI(港元)和 931028.CSI(人民币)，简称：港股通非银)由中证指数有限公司于 2017 年 11 月 6 日正式推出，旨在全面展现港股通范围内非银行金融领域上市公司整体的市场表现。

在编制机制上，港股通非银指数采用“金融子行业筛选 + 市值排名”的双重标准，覆盖保险、券商、消费信贷等非银行金融领域，截至 2025 年 10 月 24 日，样本数量为 35 只，较中证港股通内地金融指数(46 只)更为精简。同时，该指数剔除了银行板块可能带来的分红波动与系统性风险，行业暴露更集中于保险与中资券商，相较于偏向券商属性的香港证券指数，以及侧重广义金融范畴的 H300 金融服务指数，港股通非银指数具备红利导向清晰、行业聚焦度高、结构稳定性强的差异化优势。

表4：港股通非银指数与可比指数编制方式对比(截至 2025/10/24)

指数全称	中证港股通非银行金融主题人民币指数	中证香港证券投资主题指数	中证港股通内地金融指数	中证香港 300 金融服务指数
指数简称	港股通非银 CNY	香港证券	港股通内地金融	H300 金融服务
样本空间	中证港股通综合指数样本	同中证港股通综合指数的样本空间	中证港股通中国内地企业综合指数样本	中证香港 300 指数样本
样本筛选	(1)对样本空间内符合可投资性筛选条件的证券，选取保险、资本市场、抵押信贷机构、其它综合性金融服务、特殊金融服务、消费信贷等行业公司证券作为待选样本； (2)在上述待选样本中，按照过去一年日均总市值由高到低排名，选取排名前 50 的证券作为指数样本；如果待选样本数目不足 50 只，则全部纳入			
		(1)对样本空间内证券，剔除过去一年日均成交金额不足 500 万港元的证券； (2)对样本空间内剩余样本，选取证券公司、资产管理的全部证券以及港交所作为指数样本	(1)对样本空间内符合可投资性筛选条件的证券，选取银行、保险、资本市场及其它金融行业的上市公司证券作为待选样本； (2)在上述待选样本中，按照过去一年日均总市值由高到低排名，选取排名前 50 的证券作为指数样本，若待选样本数量不足 50 只时全部纳入	对于样本空间内证券，选取业务涉及银行、保险、资本市场等领域的上市公司证券作为指数样本
样本数量	35	16	46	33

数据来源：wind，东吴证券研究所

表5: 港股通非银指数与可比指数行业分布对比(截至 2025/10/24)

指数简称	港股通非银	香港证券	港股通内地金融	H300 金融服务
非银金融	97.14%	100.00%	63.04%	60.61%
房地产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车	2.86%	0.00%	2.17%	0.00%
计算机	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
银行	0.00%	0.00%	32.61%	39.39%
综合	0.00%	0.00%	2.17%	0.00%
其他	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

截至 2025 年 10 月 24 日, 港股通非银指数前十大成分股权重合计约 79.88%, 指数结构呈现高度集中特征。

从行业分布来看, 保险板块占据主导地位。前十大成分股中仅香港交易所、中信证券和中国银河不属于保险行业, 中国平安、友邦保险、中国人寿等头部保险企业合计权重超过 60%。目前国内共有 12 只已上市的保险标的, A 股市场有 5 只相关标的, H 股市场有 12 只, 同时在 A 股和 H 股上市的共有 5 只。港股通非银指数涵盖了其中的 10 只, 占比高达约 77%, 显示出该指数对国内保险行业的深度聚焦。

表6: 港股通非银指数覆盖的保险标的(截至 2025/10/24)

代码	简称	申银万国二级行业
0966.HK	中国太平	保险II
1299.HK	友邦保险	保险II
1336.HK	新华保险	保险II
1339.HK	中国人民保险集团	保险II
2318.HK	中国平安	保险II
2328.HK	中国财险	保险II
2601.HK	中国太保	保险II
2628.HK	中国人寿	保险II
6060.HK	众安在线	保险II

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表7: A股上市的保险标的(截至 2025/10/24)

代码	简称	申银万国二级行业
601318.SH	中国平安	保险II
601319.SH	中国人保	保险II
601336.SH	新华保险	保险II
601601.SH	中国太保	保险II
601628.SH	中国人寿	保险II

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表8: H股上市的保险标的(截至 2025/10/24)

代码	简称	申银万国二级行业
0966.HK	中国太平	保险II
1299.HK	友邦保险	保险II
1336.HK	新华保险	保险II
1339.HK	中国人民保险集团	保险II
1508.HK	中国再保险	保险II
2318.HK	中国平安	保险II
2328.HK	中国财险	保险II
2378.HK	保诚	保险II
2601.HK	中国太保	保险II
2628.HK	中国人寿	保险II
6060.HK	众安在线	保险II
6963.HK	阳光保险	保险II

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 标红部分是同时在 A 股和 H 股上市的公司

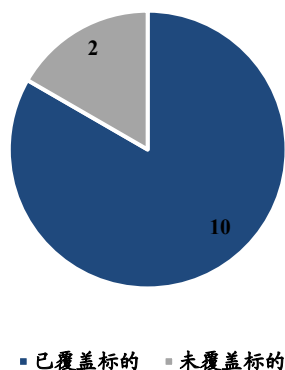
横向对比来看, 港股通非银指数在各类金融主题指数中对保险板块的权重集中度较高。截至 2025 年 10 月 24 日, 港股通非银指数中保险行业权重高达 84.45%, 高于港股通内地金融指数(52.25%)、H300 金融服务指数(57.04%)及沪深 300 金融指数(24.79%)。这一差距表明, 港股通非银指数在成分配置上更深度聚焦于保险领域, 其行业纯度和代表性优于其他宽基或金融类指数。较高的保险权重不仅使该指数能够更充分地反映港股保险板块的整体表现, 也提升了其在保险行业投资中的专业性和稀缺性。

从投资视角来看, 保险行业在非银金融体系中具备稳健的盈利特征和较强的分红能力, 而港股通非银指数的高集中度配置使其天然具备“高保险暴露+防御型收益”的双重特性, 成为当前市场中少有的高保险权重主题指数。

鉴于目前尚未有指数基金跟踪沪港深内地保险指数, 而港股通非银指数凭借其与保险行业高度相关的持仓特征, 展现出独特的稀缺性。因此, 它可被视为配置保险行业资

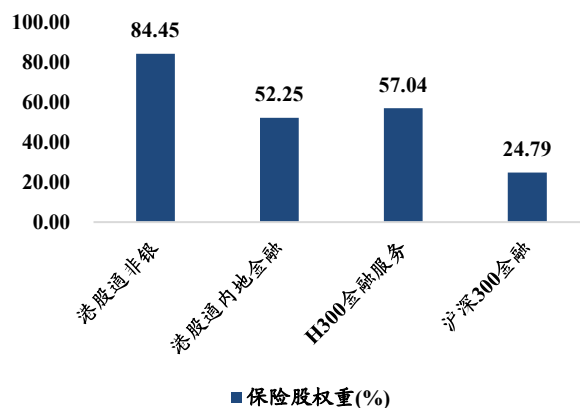
产时的优质指数选择。

图11: 港股通非银指数覆盖保险行业比例
(截至 2025/10/24)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图12: 港股通非银指数及可比指数保险股权重 (%)
(截至 2025/10/24)



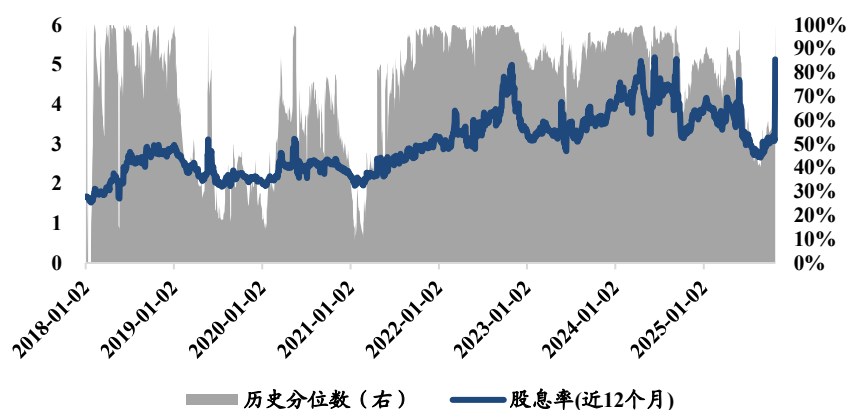
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 股息回报良好，估值具备吸引力

从风格来看，该指数凸显鲜明的红利价值属性，与当前市场对稳定分红资产的配置需求高度契合。

截至 2025 年 10 月 24 日，指数股息率为 5.13%，处于历史高位，反映出该指数在当前时点上具有可观的股息收益水平。从历史维度上来看，自 2018 年 1 月 2 日至 2025 年 10 月 24 日为区间计算历史分位数，港股通非银指数当前股息率为 **5.13%**，位于**历史 99.80% 分位**，处于近年高位区间，接近历史峰值，显示指数分红收益处于具备吸引力的阶段。高股息率反映出指数所涵盖成分股稳健的分红能力与相对低估的市场定价。整体来看，指数分红水平优于历史平均，现金回报具备防御属性，估值端仍保持较强的中长期配置价值。

图13: 港股通非银指数历史股息率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)

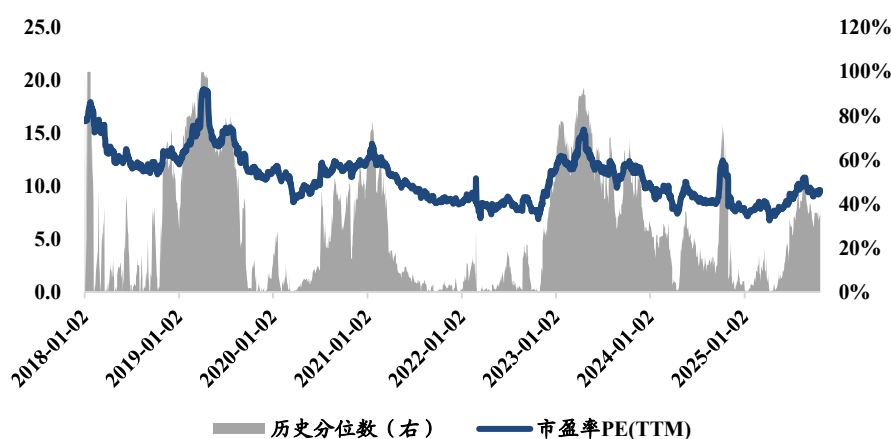


数据来源: wind, 东吴证券研究所

结合当前估值水平来看，指数整体处于合理偏低区间，估值与分红回报相匹配，体现出中长期的配置价值。截至2025年10月24日，港股通非银指数的市盈率为9.70倍，市净率为1.16倍。自2018年1月2日至2025年10月24日为历史区间计算历史分位数，港股通非银指数市盈率与市净率分别位于历史38.4%和59.1%的百分位点。

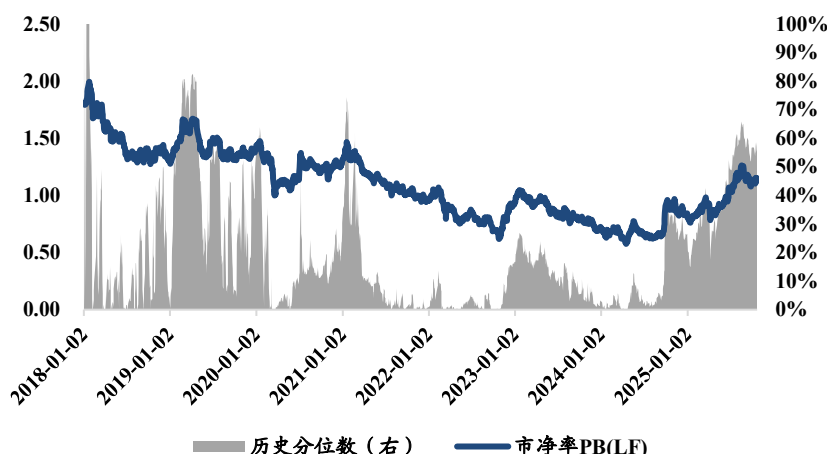
由此可见，当前港股通非银指数的估值水平处于历史较低区间，呈现其独特的配置性价比。较低的估值往往意味着更高的安全边际和潜在的增值空间。尤其是在市场波动或行业调整期间，估值优势为投资者提供了更具吸引力的入场时机。

图14: 港股通非银指数历史市盈率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图15：港股通非银指数历史市净率(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)



数据来源：wind，东吴证券研究所

具体到保险个股上，截至 2025 年 10 月 24 日，港股通非银指数保险成分股加权市盈率(剔除个别极端值后)约 9-10 倍，其中重仓的保险企业市盈率集中在 5-15 倍区间，该水平已处于过去十年港股金融板块估值分布的底部区域。低估值与高分红形成“红利安全垫”保护，若未来利率上行或市场交投活跃度提升，券商及港交所等权重股有望凭借业绩与估值的同步修复展现向上弹性，整体展现出“下行风险可控、反弹弹性充足”的特征。

表9：港股通非银指数成分股中保险公司股息率和市盈率(截至 2025/10/24)

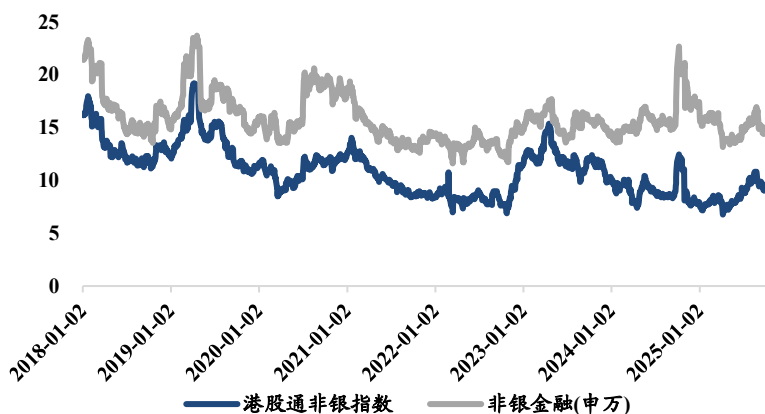
股票代码	股票简称	市盈率	股息率（近 12 个月）
1299.HK	友邦保险	15.8074	2.5605
2318.HK	中国平安	7.7901	5.0462
2628.HK	中国人寿	5.9117	2.8923
2328.HK	中国财险	10.3899	3.0711
1339.HK	中国人民保险集团	6.6960	0.0000
2601.HK	中国太保	6.0681	3.6374
1336.HK	新华保险	4.8942	5.4779
0966.HK	中国太平	7.4584	2.0637
6060.HK	众安在线	20.5905	0.0000

数据来源：wind，东吴证券研究所

对比 A 股市场的申万非银金融行业指数，自 2018 年 1 月 2 日以来，港股通非银指数的市盈率与市净率始终低于申万非银金融行业指数。这一现象表明，与同类资产相比，

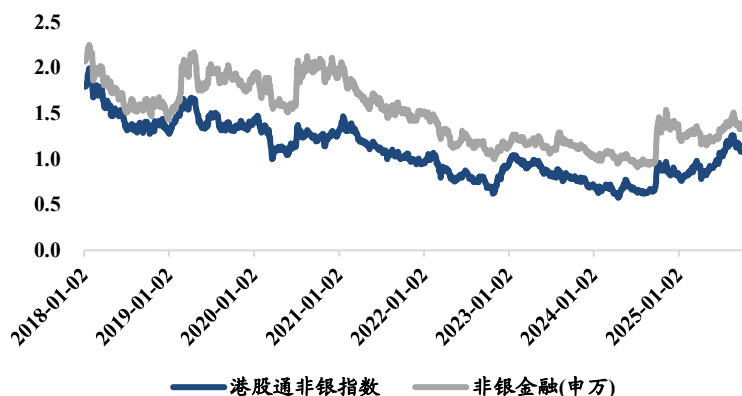
港股通非银指数在资产估值和盈利估值方面均展现出相对较低的水平，显示出其在估值性价比上的优势。

图16: 港股通非银指数与非银金融(申万)历史市盈率对比(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

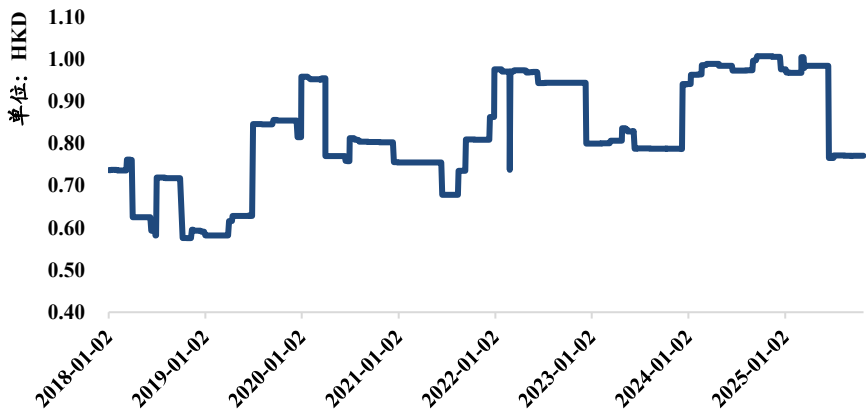
图17: 港股通非银指数与非银金融(申万)历史市净率对比(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

从盈利能力角度看，截至 2025 年 10 月 24 日，港股通非银指数的每股收益(EPS)为 0.7712 港元。这一数据体现了该指数在当前时点上具备较强的盈利能力和较为稳健的盈利状况。从历史表现来看，自 2018 年 1 月 2 日至 2025 年 10 月 24 日区间内，港股通非银指数的 EPS 呈现稳步上升的趋势，在历史多年的市场波动中，该指数所涵盖的非银行金融企业整体盈利结构较为稳健，利润修复动能延续，显示出该板块具备较强的盈利韧性与可持续分红能力，中长期投资价值仍较突出。

图18：港股通非银指数历史 EPS(区间范围 2018/1/2-2025/10/24)



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 产品概况

2.2.1. 基本要素：港股通非银金融指数的唯一代表

广发中证港股通非银行金融主题 ETF(基金代码：513750)于 2023 年 11 月 10 日成立，由罗国庆、曹世宇担任基金经理，当前产品提供 A 类(020500)与 C 类(020501)联接份额。基金采用完全复制策略，紧密跟踪中证港股通非银行金融主题指数，聚焦港股通范围内的非银行金融板块。是目前全市场唯一跟踪中证港股通非银行金融主题指数的 ETF，也是全市场唯一重仓保险的港股通非银 ETF，具备不可替代的赛道纯度与工具稀缺性。截至 2025 年 10 月 24 日，基金规模达到 212.14 亿元，体现出在结构性低估与红利价值回归背景下的持续配置需求。

表10：广发中证港股通非银行金融主题 ETF 概况

项目	内容
基金代码	513750.OF
联结代码	A 类：020500；C 类：020501
基金经理	罗国庆、曹世宇
成立日期	2023 年 11 月 10 日
基金规模	212.14 亿元（截至 2025 年 10 月 24 日）
投资目标	紧密跟踪中证港股通非银行金融主题指数
投资范围	港股通标的中的非银行金融类股票(保险、证券、信托)
投资策略	完全复制法
业绩比较	中证港股通非银行金融主题指数收益率

数据来源：wind，东吴证券研究所

表11：广发中证港股通非银行金融主题 ETF 费率(截至 2025/10/24)

费用类别	M 为认申购金额，N 为持有期		费率
一次性费用	A 类份额申购费率	M < 100 万	1.2%
		100 万 ≤ M < 500 万	0.8%
		M ≥ 500 万	每笔 1000 元
	A 类份额赎回费率	N < 7 日	1.5%
		N ≥ 7 日	0.0%
	C 类份额赎回费率	N < 7 日	1.5%
		N ≥ 7 日	0.0%
年费	管理费率		0.50%
	托管费率		0.10%
	C 类份额销售服务费率		0.30%

数据来源：wind，东吴证券研究所

根据 2025 年中报，ETF 行业集中于金融业(96.82%)，前十大重仓股合计股票持仓市值占比达 78.98%，基金净值占比为 77.56%，成分集中度较高且和指数高度相似，体现出风格清晰、配置导向明确的特征。核心重仓集中于大型保险公司和金融平台，其中保险板块整体占比超过六成，构成指数红利价值的主支撑，同时也具备一定的利率敏感性与政策弹性。

表12：广发中证港股通非银行金融主题 ETF 前十大重仓股(2025Q2)

股票代码	股票简称	占股票市值比	占基金净值比
2318.HK	中国平安	15.07%	14.80%
1299.HK	友邦保险	14.57%	14.31%
0388.HK	香港交易所	14.37%	14.11%
2628.HK	中国人寿	8.70%	8.54%
2601.HK	中国太保	6.70%	6.58%
2328.HK	中国财险	6.51%	6.39%
1339.HK	中国人民保险集团	4.07%	4.00%
1336.HK	新华保险	3.97%	3.90%
6030.HK	中信证券	2.67%	2.63%
0412.HK	山高控股	15.07%	2.30%

数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2.2. 业绩表现：收益领先同类，流动性与风险控制兼优

广发中证港股通非银 ETF 自成立以来基金规模与净值持续增长。截至 2025 年 10 月

24 日，基金规模达到 212.14 亿元，较 2024 年年末的 8.23 亿元增长 2477.64%；同期基金份额由 3.95 亿份增加至 127.24 亿份，增幅高达 3121.26%。净值同步实现大幅增长，充分反映出市场资金的高度认可以及产品自身的吸引力。近六个月资金持续净流入，净流入金额超过 33.48 亿元，产品市场份额进一步扩大。

在二级市场交易方面，基金流动性持续保持高位。截至 2025 年 10 月 24 日，近两周日均成交额达到 18.18 亿元，流动性充裕。基金日常申购赎回活跃，2025 年二季度申购赎回净额达到 18.93 亿份，显示市场关注度和资金参与度不断提升，二级市场交易活跃度高于同类产品。

从收益与风险指标来看，截至 2025 年 10 月 24 日，广发中证港股通非银 ETF 同样展现出突出的综合表现。首先，基金与其标的指数港股通非银 CNY (931028.CSI) 在收益表现上高度一致。Wind 数据显示，自成立以来，截至 2025 年 10 月 24 日，ETF 累计收益达 66.68%，年化收益 36.83%，均略高于指数本身，体现出产品在跟踪精度与运作效率方面的优秀管理能力。更为值得关注的是，**该 ETF 的年化波动率显著低于指数，最大回撤也相对更小，反映出基金在风险控制和下行保护方面具备优势。**

与同类主题 ETF 相比，港股非银 ETF 在收益端和风险控制上同时具备明显优势。从港股非银 ETF 成立至 2025 年 10 月 24 日，横向对比 A 股市场的证券保险 ETF (512070.OF)、证券公司 ETF (512070.OF)，港股非银 ETF 无论是累计收益还是年化收益都处于显著领先地位，收益波动比 (1.139) 同样高于其他细分产品。与此同时，最大回撤和波动率均处于合理区间，实现了弹性与防御的均衡组合。相比银行 ETF 易方达，虽然目前表现相差不大，但是港股非银 ETF 具备更强的上行弹性和板块轮动收益，而银行板块长期成长空间有限，缺乏非银板块估值修复和盈利扩张带来的贝塔。

在行业结构层面，港股非银 ETF 聚焦港股通非银行金融板块，重仓优质保险龙头，充分受益于行业景气回升、保险盈利修复和港股估值提升。伴随基金规模和资金持续扩张，产品流动性和市场活跃度同步提升。

整体来看，港股非银 ETF 在收益、风险和流动性上均优于同类产品，是当前港股金融主题投资中兼具成长性与防御性的优质配置工具。

表13：广发中证港股通非银 ETF 与可比指数风险收益对比(区间范围 2023/11/27-2025/10/24)

证券简称	港股非银 ETF	港股通非银 CNY	证券保险 ETF	证券公司 ETF	银行 ETF 易方达
证券代码	513750.OF	931028.CSI	512070.OF	516730.OF	516310.SH
累计收益	66.68%	61.61%	165.68%	11.28%	37.59%
年化收益	36.83%	34.08%	22.96%	19.96%	27.75%
年化波动	32.33%	34.08%	27.97%	30.63%	17.22%
最大回撤	-21.60%	-29.33%	-25.89%	-27.13%	-13.91%
收益波动比	1.139	1.000	0.821	0.652	1.611

数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

- 1)行业政策或监管环境突变：行业政策调整或监管环境发生重大变化，可能对相关资产价格、市场预期及投资逻辑产生实质性影响。
- 2)宏观经济不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。
- 3)发生重大预期外的宏观事件：突发的宏观事件可能打破市场平衡，引发剧烈波动。投资者应提前做好风险应对准备，以应对不可预见的市场冲击。

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>