

非银金融行业跟踪周报

公募基金费改第三阶段启动；上市险企继续增配 OCI 股票

增持（维持）

2025 年 09 月 07 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（2025 年 09 月 01 日-2025 年 09 月 05 日）非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 4.07%，证券行业下跌 5.29%，多元金融行业下跌 6.32%，非银金融整体下跌 5.05%，沪深 300 指数下跌 0.81%。
- **证券：交易量同比大幅提升；公募销售费用管理新规明细出台。**1) 9 月交易量同比大幅提升。截至 9 月 5 日，9 月日均股基交易额为 29496 亿元，较上年 9 月上月上涨 223.25%，较上月增长 12.55%。截至 9 月 4 日，两融余额 22795 亿元，同比提升 63.74%，较年初增长 22.25%。截至 9 月 5 日，9 月 IPO 发行 1 家，募集资金 8.14 亿元。2) 公募销售费用管理新规发布。2025 年 9 月 5 日，证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》并向社会公开征求意见。其中将股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售费率上限分别调降至 0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。同时，对持有期超过 1 年的基金份额（货币市场基金除外），不再继续收取销售服务费。以近三年平均数据测算，第三阶段基金销售费用改革每年整体降费约 300 亿元，降幅约为 34%。3) 证监会同意公募基金行业机构投资者直销服务平台正式启动运行。FISP 平台是证监会授权中国结算建设并运营的全国性行业性服务平台，基金管理人、托管人可借助 FISP 平台开展直销业务，有利于提高行业直销业务服务水平，支持中长期资金入市。4) 9 月 5 日证券行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.3x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。
- **保险：上半年净利润小幅增长，分红转型缓解利差压力，增配 OCI 股票提升投资韧性。**1) 上市险企披露 2025 年中报，净利润普遍增长，寿险 NBV 增长维持高位，产险 COR 均显著改善。A 股五家上市险企共实现归母净利润 1782 亿元，同比增长 3.7%。其中，国寿、平安、太保、新华、人保上半年归母净利润分别同比 6.9%、-8.8%、11%、33.5%、16.9%。寿险 NBV 持续高增，五家公司分别同比 20%、40%、32%、58%、72%。NBV 高增长主要归因于预定利率下降所带来的价值率改善，以及银保渠道新单保费的大幅提升。2) 金融监管总局修订发布《保险公司资本保证金管理办法》。近年来，我国银行机构资产规模持续增长，原办法存在资本保证金存放银行净资产规模要求偏低问题，此次修订提高了存放银行净资产规模要求，以有效筛选规模适当的银行。《办法》取消了存放银行类型限制，同时为了提高存放银行安全性，优化了审慎监管指标要求，要求存放银行具有完善的内部控制制度和风险管理制度。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 09 月 05 日保险板块估值 0.62-0.93 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **多元金融：1) 信托：**截至 2024 年末，全行业信托资产规模 29.56 万亿元，同比增长 23.58%。2024 年信托行业利润总额为 231 亿元，同比降幅为 45.5%。2) **期货：**7 月全国期货交易市场成交量为 10.59 亿手，成交额为 71.31 万亿元，同比分别增长 48.89%和 36.03%。2025 年 7 月期货行业净利润 13.43 亿元，同比增长 50.06%，环比 2025 年 6 月增长 35.66%。
- **行业排序及重点公司推荐：**非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《权益 ETF 系列：波动持续加剧，新能源板块异军突起》

2025-09-06

《纳斯达克 100 指数复盘与展望：八月震荡徘徊，九月风向渐明》

2025-09-03

内容目录

- 1. 非银行金融子行业近期表现 4
- 2. 非银行金融子行业观点 5
 - 2.1. 证券：交易量同比大幅提升；公募销售费用管理新规明细出台 5
 - 2.2. 保险：上半年净利润普遍增长，寿险 NBV 增长维持高位，产险 COR 均显著改善..... 6
 - 2.3. 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向 9
 - 2.3.1. 信托：2024 年信托资产规模持续增长，利润总额大幅下滑..... 9
 - 2.3.2. 期货：2025 年 7 月成交额同比增长..... 10
- 3. 行业排序及重点公司推荐 11
- 4. 风险提示 14

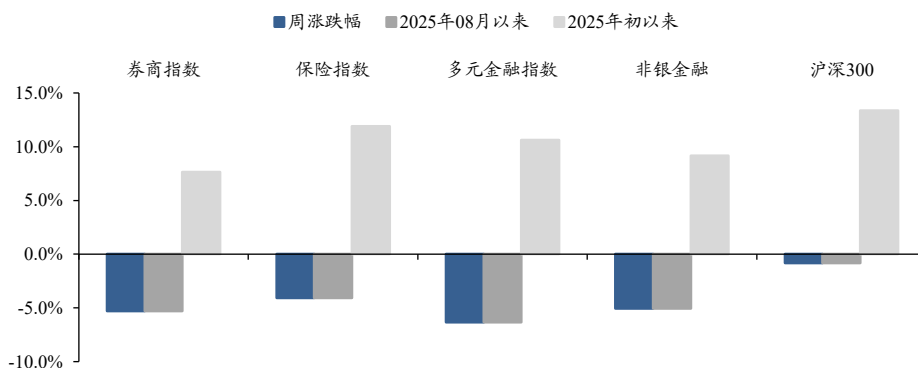
图表目录

图 1:	最近 5 个交易日（2025.09.01-2025.09.05）非银金融子行业表现	4
图 2:	2025 年以来非银金融各子行业均跑赢沪深 300.....	4
图 3:	2023-2025 年各月日均股基交易额（亿元）	5
图 4:	2025H1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善.....	7
图 5:	2025H1 上市险企投资收益率一览.....	8
图 6:	10 年期中债国债到期收益率（%）	9
图 7:	信托行业经营收入和利润.....	9
图 8:	信托资产种类分布（%）	9
图 9:	期货行业市场成交量及增速.....	10
图 10:	期货行业市场成交额及增速.....	10
图 11:	期货公司营业收入及增速.....	11
图 12:	期货公司净利润及增速.....	11
表 1:	各指数涨跌情况.....	5
表 2:	上市险企 2025 年中报核心指标汇总表.....	7
表 3:	上市券商估值表（2025 年 09 月 05 日）	12
表 4:	上市保险公司估值及盈利预测.....	13

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 09 月 01 日-2025 年 09 月 05 日）非银行金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 4.07%，证券行业下跌 5.29%，多元金融行业下跌 6.32%，非银行金融整体下跌 5.05%，沪深 300 指数下跌 0.81%。

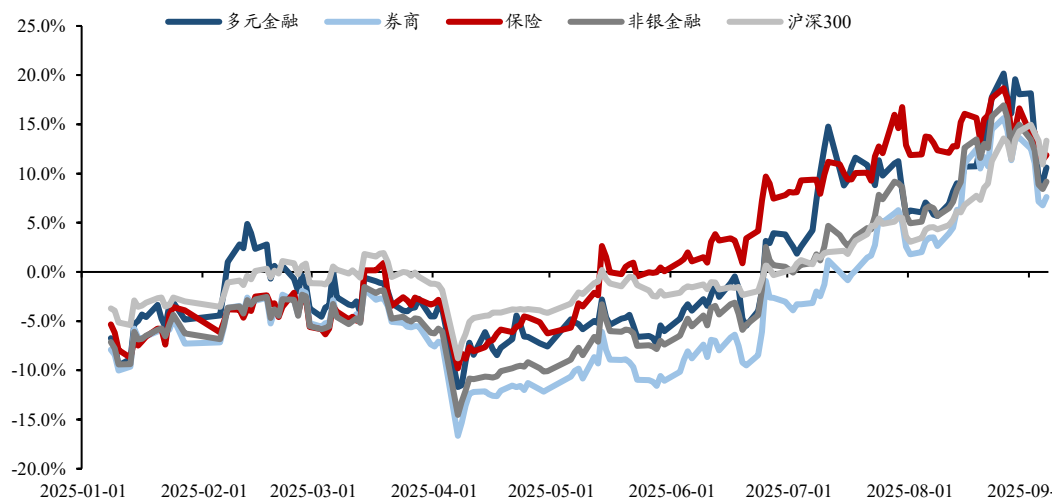
图1：最近 5 个交易日（2025.09.01-2025.09.05）非银行金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 09 月 05 日），保险行业表现最好，其次为多元金融金融行业。保险行业上涨 11.89%，多元金融行业上涨 10.60%，券商行业上涨 7.63%，非银行金融整体上涨 9.17%，沪深 300 指数上涨 13.35%。

图2：2025 年以来非银行金融各子行业均跑赢沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 09 月 05 日）

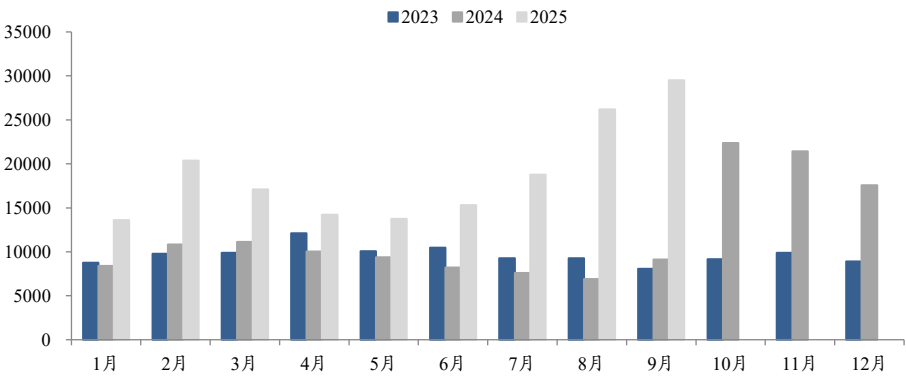
公司层面（剔除 ST、*ST 股票），最近 5 个交易日中，保险行业中，中国平安跌幅较小，新华保险跌幅较大；证券行业中，太平洋表现较好，湘财股份、华西证券相对落后；多元金融行业中，渤海租赁跌幅较小，中油资本相对落后。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量同比大幅提升；公募销售费用管理新规明细出台

2025 年 09 月至今交易量同比大幅提升。截至 2025 年 09 月 05 日，2025 年 09 月日均股基交易额为 29496 亿元，较上年 9 月上涨 223.25%，较上月增长 12.55%。截至 09 月 04 日，两融余额 22795 亿元，同比提升 63.74%，较年初增长 22.25%。截至 2025 年 09 月 05 日，9 月 IPO 发行 1 家，募集资金 8.14 亿元（按发行日统计）。

图3：2023-2025 年各月日均股基交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 09 月 05 日）

9 月权益市场震荡。截至 2025 年 09 月 05 日，2025 年 09 月沪深 300 指数下跌 0.81%，上年 9 月上涨 20.97%，2025 年 08 月上涨 10.33%；创业板指数上涨 2.35%，上年 9 月上涨 37.62%，2025 年 08 月上涨 24.13%；上证综指下跌 1.18%，上年 9 月上涨 17.39%，2025 年 08 月上涨 7.97%；中债总全价指数上涨 0.08%，上年 9 月下跌 0.03%，2025 年 08 月下跌 0.64%；万得全 A 指数下跌 1.37%，上年 9 月上涨 22.21%，2025 年 08 月上涨 10.93%。

表1：各指数涨跌情况

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2025 年 9 月	-0.81%	2.35%	-1.18%	0.08%	-1.37%
2025 年 8 月	10.33%	24.13%	7.97%	-0.64%	10.93%
2024 年 9 月	20.97%	37.62%	17.39%	-0.03%	22.21%
2024 年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年至今累计	13.35%	38.13%	13.75%	-1.57%	21.29%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 09 月 05 日）

公募销售费用管理新规发布。2025 年 9 月 5 日，证监会对《开放式证券投资基金销售费用管理规定》进行了修订，并更名为《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，向社会公开征求意见。主要内容包括：1)降低认申购费率。将股票型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%，调降至 0.8%;将混合型基金的认购费率、申购费率上限由

1.2%、1.5%，调降至 0.5%；将债券型基金的认购费率、申购费率上限由 0.6%、0.8%，调降至 0.3%。将股票型基金和混合型基金的销售服务费率上限由 0.6%/年调降至 0.4%/年；将指数型基金和债券型基金的销售服务费率上限由 0.4%/年，调降至 0.2%/年；将货币市场基金的销售服务费率上限由 0.25%，调降至 0.15%/年。以近三年平均数据测算，第三阶段基金销售费用改革每年整体降费约 300 亿元，降幅约为 34%。

2) 优化赎回费安排。将赎回费全部计入基金财产，并将四档赎回费率安排简化成三档，降低收费机制复杂性。同时，优化 7 日、30 日、6 个月持有期限的赎回费安排，引导投资者长期投资。

3) 规范销售服务费。将股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售服务费率上限分别调降至 0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。同时，对持有期超过 1 年的基金份额（货币市场基金除外），不再继续收取销售服务费。

4) 聚焦个人客户服务。对个人客户的销售保有量，维持现行 50% 的客户维护费比例不变，对机构投资者销售权益类基金的保有量维持现行 30% 的比例不变，鼓励销售机构提升个人客户服务能力。

5) 明确平台法律定位。明确基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）的法律依据及功能定位，要求行业机构积极对接平台，并鼓励机构投资者通过 FISP 平台申赎公募基金，增强行业直销服务能力。

6) 其他修改内容。明确代销机构清算账户沉淀资金应当按照活期存款利息划归基金财产所有、基金投顾业务不得双重收费。同时，强化廉洁从业要求，禁止行业机构在基金销售活动中以各种形式，向他人输送不正当利益。

证监会同意公募基金行业机构投资者直销服务平台正式启动运行。为贯彻落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，提升服务投资者水平，证监会同意公募基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）正式启动运行。FISP 平台是证监会授权中国结算建设并运营的行业性服务平台，基金管理人、基金托管人应当接入 FISP 平台，并可借助 FISP 平台开展基金直销业务。FISP 平台通过制定统一业务标准、对接多元主体、汇集行业直销力量，为各类机构投资者投资公募基金提供了集中式、标准化、自动化的“一站式”全流程数据信息交互服务，有效解决了公募基金行业传统直销业务运营成本高、效率低、风险大等问题，有利于提高行业直销业务服务水平，更好支持中长期资金入市。

券商板块有望进一步提升，建议关注。根据已披露业绩情况，目前（2025 年 09 月 06 日）券商行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.3x。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 保险：上半年净利润普遍增长，寿险 NBV 增长维持高位，产险 COR 均显著改善

上市险企披露 2025 年中报，净利润普遍增长，寿险 NBV 增长维持高位，产险 COR 均显著改善。1) A 股五家上市险企共实现归母净利润 1782 亿元，同比增长 3.7%。其中，国寿、平安、太保、新华、人保上半年归母净利润分别同比 6.9%、-8.8%、11%、

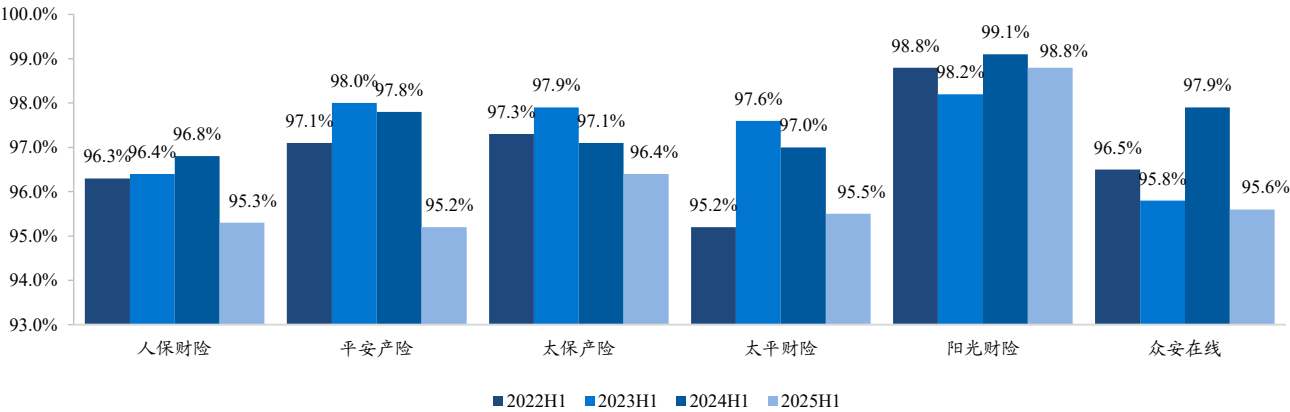
33.5%、16.9%。伴随二季度股票市场走强，保险公司二季度利润增速显著提升。2) 寿险 NBV 持续高增。国寿、平安、太保、新华、人保上半年 NBV 分别同比 20%、40%、32%、58%、72%。NBV 高增长主要归因于预定利率下降所带来的价值率改善，以及银保渠道新单保费的大幅提升。3) 产险承保盈利均大幅提升。人保财险、平安产险、太保产险 2025 年上半年综合成本率分别 95.3%、95.2%、96.4%，较上年同期分别-1.5/-2.6/-0.7pct。4) 大幅增配股票投资，OCI 占比持续提升。投资资产规模高增长，A 股五家险企合计较年初+7.5%。上市险企净投资收益率平均同比下降 0.2pct，主要是受利率下行影响，而总投资收益率（不含太平）平均同比+0.1pct，主要是受股市回暖带动，但各公司表现有所分化。

表2：上市险企 2025 年中报核心指标汇总

公司	本位币	营业收入	同比	归母净利润	同比	NBV	同比	ROE (%)	同比 (pct)
中国平安	CNY	5,000.8	1.0%	680.5	-8.8%	223.4	39.8%	7.2%	-0.9
中国人寿	CNY	2,392.4	2.1%	409.3	6.9%	285.5	20.3%	7.8%	0.0
中国太保	CNY	2,005.0	3.0%	278.9	11.0%	95.4	32.3%	9.6%	0.1
中国人保	CNY	3,240.1	10.8%	265.3	16.9%	49.8	71.7%	9.5%	0.5
中国财险	CNY	2,490.4	5.6%	244.5	32.3%			9.0%	1.3
友邦保险	USD	104.6	10.5%	25.3	-23.5%	28.4	14.0%	6.3%	-1.8
新华保险	CNY	700.4	26.0%	148.0	33.5%	61.8	58.4%	15.9%	4.7
中国太平	HKD	322.5	-0.7%	67.6	12.2%	67.8	22.9%	7.6%	1.3
阳光保险	CNY	324.4	3.0%	33.9	7.8%	40.1	47.3%	5.7%	0.5
众安在线	CNY	150.4	-0.3%	6.7	1103.5%			3.1%	2.9
A 股合计/平均	CNY	13,338.6	4.9%	1,781.9	3.7%			10.0%	0.9

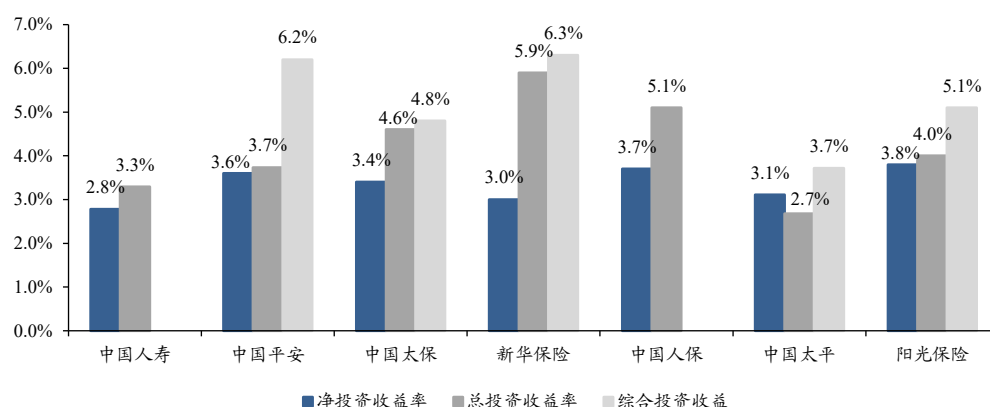
注：1) 除新华保险外，NBV 增速为可比口径数据。
2) 中国财险、友邦保险、中国太平、阳光保险、众安在线营收为保险服务收入。
数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

图4：2025H1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：太平财险不包括境外财险业务

图5：2025H1 上市险企投资收益率一览



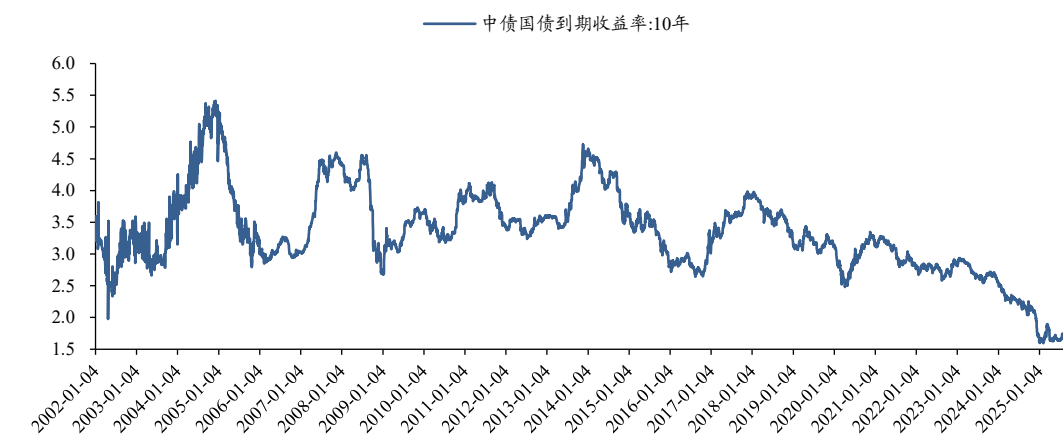
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 不同公司年化计算方式不同，不宜直接横向比较。2) 中国平安、中国太保和中国太平数据经过*2 简单年化处理。3) 中国人寿和中国人保未披露综合投资收益率。4) 新华保险和中国太平的综合投资收益率包含了 FVOCI 债券浮盈，而中国平安、中国太保和阳光保险则不包括。

金融监管总局修订发布了《保险公司资本保证金管理办法》。1) 原办法发布于 2015 年，在规范保险公司资本保证金管理方面发挥了重要作用。随着我国保险市场持续快速发展，原办法已不能完全适应保险市场发展和监管的要求。同时，内地与香港、澳门签署的《关于修订〈《关于建立更紧密经贸关系的安排》服务贸易协议〉的协议》，允许香港资银行、澳门资银行作为内地保险公司资本保证金存放银行，需要修订原办法以满足该协议要求。2) 办法的主要变化：近年来，我国银行机构资产规模持续增长，原办法存在资本保证金存放银行净资产规模要求偏低问题，此次修订提高了存放银行净资产规模要求，以有效筛选规模适当的银行。为了落实对外开放要求，《办法》取消了存放银行类型限制，同时为了提高存放银行安全性，优化了审慎监管指标要求，要求存放银行具有完善的内部控制制度和风险管理制度。3) 《办法》将资本保证金处置行为事后备案制调整为事后报告制，适当简化了报告资料要求，主要是为了精简保险公司报送事项，优化报送方式，以降低其合规成本，并提高监管质效。同时，《办法》明确了保险公司对报告材料的真实性、准确性、完整性负责，压实其报告主体责任，对未按规定进行报告的监管机构将依法采取监管措施或进行处罚。

负债端改善大趋势不变，资产端触底回升；安全边际高，攻守兼备。我们认为，保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。1) 2023 年以来新单保费持续高增长，预计在宏观经济改善趋势下，保险产品消费需求逐步复苏。2) 十年期国债收益率处于低位，保险公司普遍面临“资产荒”。伴随国内稳增长政策持续落地，未来宏观经济预期改善，新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。3) **保险业经营具有显著顺周期特性，近期长债利率已持续上行，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。**2025 年 09 月 05 日保险板块估值 0.62-0.93 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图6: 10 年期中债国债到期收益率 (%)



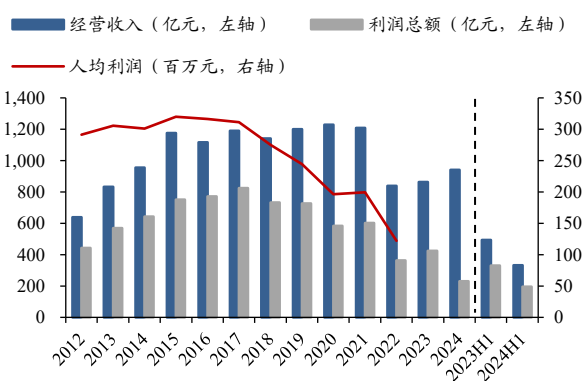
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2025 年 09 月 05 日)

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

2.3.1. 信托: 2024 年信托资产规模持续增长, 利润总额大幅下滑

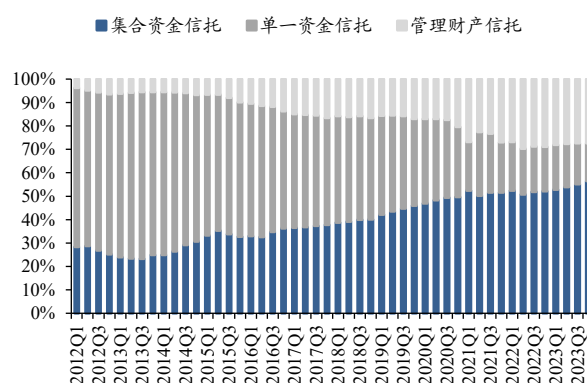
信托行业 2024 年利润同比大幅下滑。2024 年, 信托资产规模达到 29.56 万亿元, 比 2024 年 6 月末增加 2.56 万亿元、增长 9.48%, 比 2023 年末增加 5.64 万亿元、增长 23.58%。2024 年信托行业经营收入实现同比增长, 利润总额与 2023 年相比出现明显下滑。2024 年信托业经营收入为 940.36 亿元, 较上年同期增加 76.75 亿元, 同比增幅为 8.89%; 利润总额为 230.87 亿元, 较上年同期减少 192.87 亿元, 同比降幅为 45.52%。行业回归本源背景下, 处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图7: 信托行业经营收入和利润



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

图8: 信托资产种类分布 (%)



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

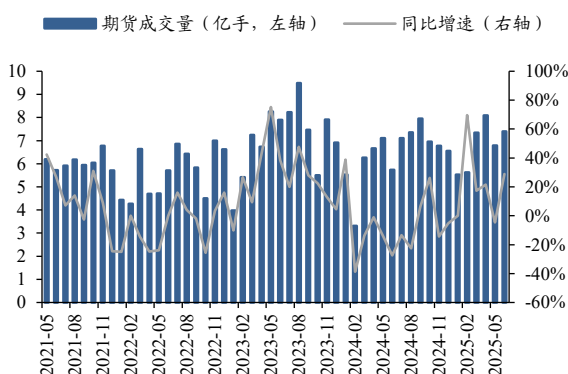
政策超红利时代已经过去, 行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱, 我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期, 行业的爆发式增长已经告一段落, 未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、

完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2. 期货：2025 年 7 月成交额同比增长

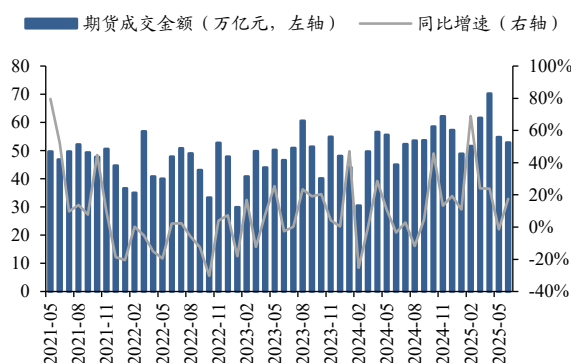
2025 年 7 月期货行业市场成交额同比增长。根据期货业协会数据，以单边计算，2025 年 7 月全国期货交易市场成交量为 10.59 亿手，成交额为 71.31 万亿元，同比分别增长 48.89%和 36.03%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1）受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2）目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图9：期货行业市场成交量及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图10：期货行业市场成交额及增速

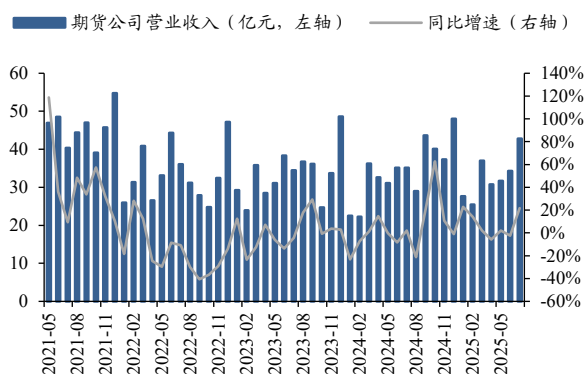


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 7 月期货公司利润同比增长。截至 2025 年 7 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 7 月实现营业收入 42.82 亿元，同比增长 21.82%，环比 2025 年 6 月增长 24.88%；净利润 13.43 亿元，同比增长 50.06%，环比 2025 年 6 月增长 35.66%。（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

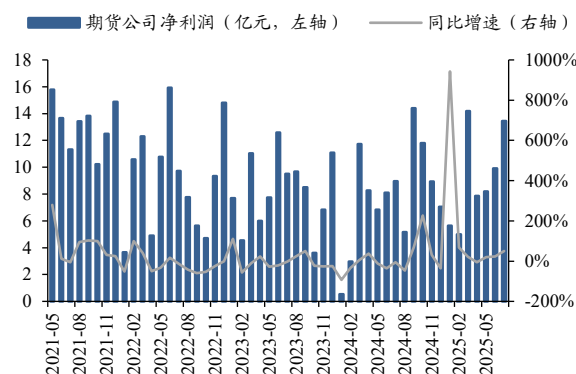
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 6 月 30 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 93 家风险管理公司备案试点业务。6 月期货风险管理公司实现业务收入 114.95 亿元，环比 5 月减少 32.91 亿元，净利润 1.60 亿元，环比 5 月减少 0.65 亿元。

图11：期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图12：期货公司净利润及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

表3: 上市券商估值表 (2025 年 09 月 05 日)

代码	A 股	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	29.83	4421	21.2	16.5	14.8	1.7	1.5	1.4
300059.SZ	东方财富	26.60	4204	43.7	35.6	31.5	5.2	4.6	4.1
601211.SH	国泰海通	19.76	3483	14.2	14.3	15.2	1.1	1.2	1.1
601688.SH	华泰证券	20.42	1843	12.6	11.6	10.4	1.1	1.0	0.9
601881.SH	中国银河	17.21	1882	21.2	14.9	13.6	1.7	1.5	1.4
000166.SZ	申万宏源	5.28	1322	25.1	17.1	15.7	1.3	1.2	1.1
000776.SZ	广发证券	20.59	1566	17.9	13.2	11.8	1.3	1.1	1.0
601995.SH	中金公司	37.29	1800	36.0	23.3	20.5	1.9	1.6	1.5
601066.SH	中信建投	26.88	2085	34.0	18.4	16.6	2.7		
600999.SH	招商证券	18.19	1582	16.1	13.2	12.1	1.4	1.2	1.1
600958.SH	东方证券	10.92	928	29.5	17.5	15.7	1.2	1.1	1.1
002736.SZ	国信证券	13.93	1339	19.3	12.6	11.1	1.5	1.2	1.1
601377.SH	兴业证券	6.54	565	27.4	19.0	16.9	1.0	0.9	0.9
601788.SH	光大证券	19.30	890	33.3	26.4	24.5	1.5		
601878.SH	浙商证券	11.64	532	23.8	22.9	20.3	1.5	1.4	1.4
600918.SH	中泰证券	6.94	480	63.1	29.9	24.3	1.3	1.2	1.1
601555.SH	东吴证券	9.56	475	19.9	14.6	13.3	1.1	1.1	1.0
000783.SZ	长江证券	7.89	436	26.3	14.2	13.5	1.3	1.1	1.0
601901.SH	方正证券	8.35	687	30.9	21.1	20.1	1.4	1.4	1.3
002939.SZ	长城证券	11.74	474	30.1	21.7	20.4	1.6	1.5	1.4
000686.SZ	东北证券	8.47	198	22.9			1.0		
600109.SH	国金证券	9.95	369	22.0	16.4	15.1	1.1	1.0	1.0
002673.SZ	西部证券	8.59	384	27.4	24.3	22.0	1.3	1.3	1.3
601236.SH	红塔证券	9.02	425	56.4	34.9	24.4	1.7	1.7	1.7
601108.SH	财通证券	8.42	391	16.8	15.3	13.5	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	8.90	388	17.5	14.3	12.9	1.0	1.0	0.9
601198.SH	东兴证券	11.66	377	24.4			1.3		
000750.SZ	国海证券	4.50	287	64.3	52.1	42.2	1.3		
002926.SZ	华西证券	9.95	261	35.5			1.1		
601375.SH	中原证券	4.56	212	86.0			1.5		
002500.SZ	山西证券	6.49	233	32.5		29.7	1.3		1.3
600155.SH	华创云信	7.48	166	249.3			0.8		
600909.SH	华安证券	6.26	293	19.6	15.7	14.3	1.3	1.2	1.2
601696.SH	中银证券	14.95	415	45.3			2.3		
002797.SZ	第一创业	7.91	332	36.0	35.2	32.4	2.0	2.0	1.9
600369.SH	西南证券	4.76	316	43.3			1.2		
601456.SH	国联民生	11.48	652	82.0	36.4	32.5	1.7	1.3	1.3
601990.SH	南京证券	8.74	322	32.4			1.8		
600095.SH	湘财股份	11.40	326	298.4	99.6	78.5	2.8	2.7	2.6
600906.SH	财达证券	7.45	242	35.5			2.0		
601099.SH	太平洋	4.71	321	147.2			3.3		

002945.SZ	华林证券	16.91	457	130.1		6.9			
600621.SH	华鑫股份	16.61	176	48.9		2.1			
大券商平均				23.4	16.6	15.2	1.5	1.3	1.2
平均				49.3	24.1	21.3	1.7	1.3	1.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 09 月 05 日收盘价）

注：1）2025、2026 年预期估值均来自于 Wind 一致预期，空值系 Wind 一致预期缺失。2）天风证券、锦龙股份、哈投股份、国盛金控估值波动较大，已被剔除。

表4：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格	EV（元）				1YrVNB（元）			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	57.90	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿-A	40.03	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险-A	63.33	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保-A	38.04	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保-A	8.39	6.52	6.92	7.89	9.02	0.08	0.15	0.26	0.31
证券简称	价格	P/EV（倍）				VNBX（倍）			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	57.90	0.74	0.76	0.74	0.70	-12.82	-10.80	-12.90	-14.02
中国人寿-A	40.03	0.92	0.90	0.81	0.75	-2.75	-3.50	-8.00	-10.22
新华保险-A	63.33	0.77	0.79	0.76	0.70	-23.95	-17.49	-9.74	-9.76
中国太保-A	38.04	0.70	0.69	0.65	0.62	-16.69	-14.91	-14.79	-15.68
中国人保-A	8.39	1.29	1.21	1.06	0.93	22.38	10.02	1.93	-2.03
证券简称	价格	EPS（元）				BVPS（元）			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	57.90	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿-A	40.03	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险-A	63.33	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保-A	38.04	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
中国人保-A	8.39	0.57	0.51	0.97	1.15	5.04	5.48	6.08	6.71
证券简称	价格	P/E（倍）				P/B（倍）			
A 股	人民币元	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安-A	57.90	9.50	12.31	8.33	7.80	1.21	1.17	1.14	1.00
中国人寿-A	40.03	16.97	24.50	10.58	10.53	3.09	2.37	2.22	2.15
新华保险-A	63.33	9.19	22.70	7.53	6.77	2.02	1.88	2.05	1.87
中国太保-A	38.04	9.79	13.44	8.14	7.45	1.86	1.47	1.26	1.11
中国人保-A	8.39	14.63	16.29	8.66	7.28	1.66	1.53	1.38	1.25

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 09 月 05 日收盘价）

注：盈利预测均来自于内部预测。

4. 风险提示

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

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>