

## 非银金融

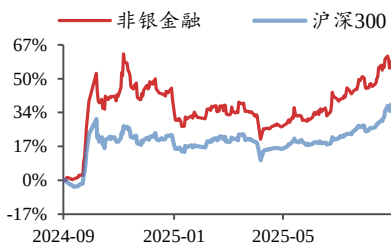
2025 年 08 月 31 日

## 券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向

### ——非银金融行业 2025 年中报要点评述

投资评级：看好（维持）

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略看多非银——行业周报》  
-2025.8.24

《慢牛下战略性增配非银，险资举牌险企释放积极信号——行业周报》  
-2025.8.17

《两融规模达到 2 万亿，头部险企领跑银保渠道——行业周报》-2025.8.10

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

#### ● 概览：券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向

从上市券商代买证券款余额环比趋势看，2 季度环比+0.46 万亿，比 1 季度的+0.17 万亿提升明显，或印证 2 季度资金入市提速。从上市险企中报看，险资明显增配权益类资产，OCI 股票比例提升显著，低利率+分红险占比提升支持趋势延续。

#### ● 券商中报：零售佣金较好，2 季度入金改善，头部券商海外业务优势突出

（1）2025H1 39 家上市券商实现归母净利润 1021 亿，同比+63.1%，扣除国泰海通负商誉影响后同比+50.4%，符合我们预期。调整后营收同比+29.8%，经纪和大投资收益同比+39%/+52%是主要驱动，营收占比达 26%/48%，投行/资管/利息净收入分别同比+11%/-5%/+17%，投行同比增速由负转正。上半年股强债弱，券商直投跟投、衍生品和股票自营业务增长明显，负债成本快速回落支撑利息净收入增长。（2）中证协披露 2025H1 证券公司经营数据，净利润同比+40.4%（专项合并口径），低于上市券商业绩增速，海外、直投和跟投等子公司或是差异主因。中信证券、中金公司和华泰证券（扣除 AssetMark 影响）2025H1 海外营收分别同比+14%/+93%/+76%。（3）行业数据口径，2025H1 券商代买（含席位）净收入同比+48.2%，行业公募席位佣金同比-34%拖累佣金率；扣除席位佣金后，上半年代买净收入同比+62%，与股基成交额同比+66%接近，小单交易和投顾提佣支撑下，零售佣金率好于市场预期。（4）观点：3 季度股市活跃度提升+低基数，券商 3 季报业绩增速或进一步扩张，投行、衍生品和公募基金业务有望接续改善，板块估值仍在低位，看好零售、机构和财富管理三条主线，关注金融 IT 主线弹性。

#### ● 保险中报：符合预期，财险和投资拉动业绩，NBV 和新单增速边际改善

（1）业绩：中报 5 家 A 股险企合计归母净利润+3.7%，比 1 季度的+1.4%边际改善，多数险企业绩增速有所改善。业绩增速排序：新华+34%，中国人保+17%，中国太保+11%，中国人寿+7%，中国平安-9%。财险 COR 改善显著提升财险业绩（成本率和赔付率双改善）、投资规模增长以及部分险企权益收益提升是业绩拉动主因。固收资产票息下降、债市涨幅同比收窄对总投资收益带来拖累，净和总投资收益率多数回落，新华保险和中国人寿总投资收益率同比提升，中国平安综合投资收益率同比微增。CSM 和保险服务业绩保持稳健增长。（2）价值：NBV 增速符合预期，分化明显。回溯口径下 NBV 保持较快增长，主要由预定利率调降驱动，同时产品结构优化和报行合一也对价值率带来一定正向贡献。不回溯口径下（更能反应投资收益率和预定利率同步调降影响），新华保险和中国人寿分别+58%/+27%，受益于银保新单高增，中国平安/中国太保/中国人寿分别+0.1%/+6%/-12%，个险新单承压有所拖累。银保渠道和分红险占比提升，对价值率带来一定负面影响（新单增速：中国平安-5%/中国太保+26%/中国人寿+1%）。头部险企 2 季度新单增速优于 1 季度，个险边际改善，分红险转型较好。回溯口径下，上市险企寿险 EV 较年初增长 5%至 8%。（3）净资产：扣除分红和净利润影响后，新华保险和中国太保净资产较年初分别-22%/-9%，预计主要受负债评估利率下降带来负向拖累，长端利率全年展望稳定，全年维度看净资产降幅有望收窄。（4）观点：长端利率企稳和权益市场慢牛预期利于险企利差稳定，关注中期维度新单增速，继续推荐低估值、负债端高质量增长的中国太保和中国平安。

#### ● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：国信证券，中金公司 H，中国太保，中国平安，江苏金租，香港交易所，东方证券；东方财富，国泰海通，财通证券，指南针。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股，新华保险。

● 风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn