

## 非银金融行业跟踪周报

# 券商中报确认高增长，保险业绩亦值得期待 增持（维持）

2025 年 07 月 20 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 07 月 14 日-2025 年 07 月 18 日）非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 1.00%，保险行业下跌 1.00%，多元金融行业下跌 2.74%，非银金融整体下跌 1.02%，沪深 300 指数上涨 1.09%。

■ **证券：交易量同比大幅提升；券商中报批量预喜**。1) 7 月交易量同比大幅提升。截至 7 月 18 日，7 月日均股基交易额为 17090 亿元，较上年 7 月上涨 125.40%，较上月增长 11.53%。截至 7 月 17 日，两融余额 19044 亿元，同比提升 31.71%，较年初增长 2.14%。截至 7 月 18 日，7 月 IPO 发行 4 家，募集资金 201.53 亿元。2) **2025 年上半年券商板块业绩预计高增**。截至 2025 年 7 月 18 日，A 股市场共有 29 家上市券商披露 2025 年中期业绩预告，其中 27 家预增，2 家扭亏。12 家券商 2025 年上半年归母净利润预计至少增长 100%。其余头部券商中，中信建投、中金公司、国信证券业绩增幅同样突出，归母净利润同比增长上限均超过 60%。3) **港交所拟缩短港股现货市场结算周期**。7 月 16 日，港交所刊发了有关缩短港股现货市场结算周期的讨论文件。港交所预计，到 2027 年底，全球股票市场 88% 的交易将采用 T+1 或 T+0 结算周期。4) **7 月 18 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。**

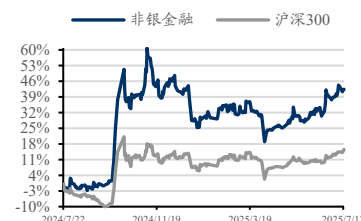
■ **保险：国有险企长周期考核细则落地，充分发挥险资长期资本优势**。1) 财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资，进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，调整了国有商业保险公司考核的相关细则。“净资产收益率”和“国有资本保值增值率”两大指标增加了 5 年周期考核要求，两大指标考核中当年度/3 年/5 年周期的权重分别为 30%/50%/20%。长周期考核机制有助于引导险企长期稳健投资，与资本市场实现互利共赢，我们预计保险资金的权益类资产配置比例将显著提升。2) **金监总局印发《金融机构产品适当性管理办法》**。金融机构通过加强适当性管理，提升合规能力，优化金融服务，有效管理风险、化解纠纷，可以提高综合竞争能力，有利于金融机构的长远发展。对于保险产品，要求开展分类分级、对保险销售资质进行分级管理，对投保人进行需求分析和财务支付水平评估等。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 07 月 18 日保险板块估值 0.60-0.93 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**：6 月全国期货交易市场成交量为 7.40 亿手，成交额为 52.79 万亿元，同比分别增长 28.91% 和 17.40%。5 月全国期货公司实现净利润 8.20 亿元，同比增长 19.88%，环比增长 4.46%。3) **其他**：金监总局发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法》。主要内容包括规范地方资产管理公司经营行为、强化风险管理、进一步明确监管职责分工。

■ **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、中国人寿、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：大盘预警信号消失，后续可能持续上涨，关注高景气投资方向》

2025-07-20

《保险行业 2025 年上半年回顾与未来展望》

2025-07-18

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；券商中报批量预喜 .....5
  - 2.2. 保险：国有险企长周期考核细则落地；监管加强金融机构产品适当性管理 .....7
  - 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；金监总局强化地方 AMC 监管 .....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 6 月成交额同比增长 .....10
    - 2.3.3. 其他：金监总局强化地方 AMC 监管 .....11
- 3. 行业排序及重点公司推荐 .....12
- 4. 风险提示 .....15

图表目录

图 1: 最近 5 个交易日（2025.07.14-2025.07.18）非银金融子行业表现 ..... 4

图 2: 2025 年以来多元金融、保险行业跑赢沪深 300..... 4

图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额（亿元） ..... 5

图 4: 2025Q1 末人身险公司投资资产结构中权益占比明显提升..... 8

图 5: 10 年期中债国债到期收益率（%） ..... 9

图 6: 信托行业经营收入和利润..... 10

图 7: 信托资产种类分布（%） ..... 10

图 8: 期货行业市场成交量及增速..... 10

图 9: 期货行业市场成交额及增速..... 10

图 10: 期货公司营业收入及增速..... 11

图 11: 期货公司净利润及增速..... 11

表 1: 各指数涨跌情况..... 5

表 2: 2025H1 上市券商业绩预告情况（亿元） ..... 6

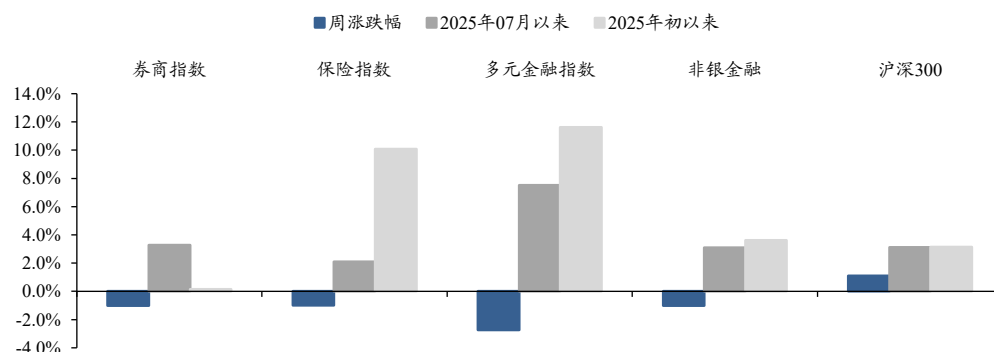
表 3: 上市券商估值表（2025 年 07 月 18 日） ..... 13

表 4: 上市保险公司估值及盈利预测..... 14

## 1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 07 月 14 日-2025 年 07 月 18 日）非银行金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 1.00%，保险行业下跌 1.00%，多元金融行业下跌 2.74%，非银行金融整体下跌 1.02%，沪深 300 指数上涨 1.09%。

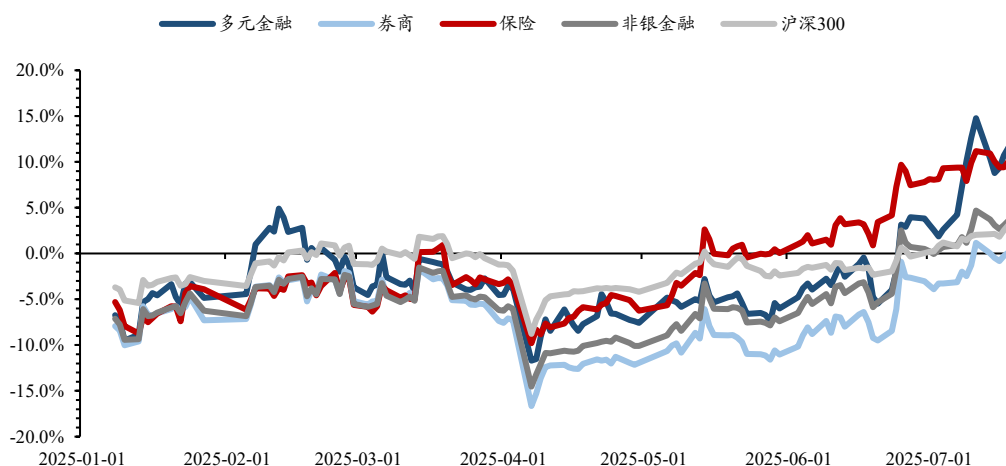
图1：最近 5 个交易日（2025.07.14-2025.07.18）非银行金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 07 月 18 日），多元金融行业表现最好，其次为保险行业。多元金融行业上涨 11.63%，保险行业上涨 10.07%，证券行业上涨 0.15%，非银行金融整体上涨 3.62%，沪深 300 指数上涨 3.14%。

图2：2025 年以来多元金融、保险行业跑赢沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 07 月 18 日）

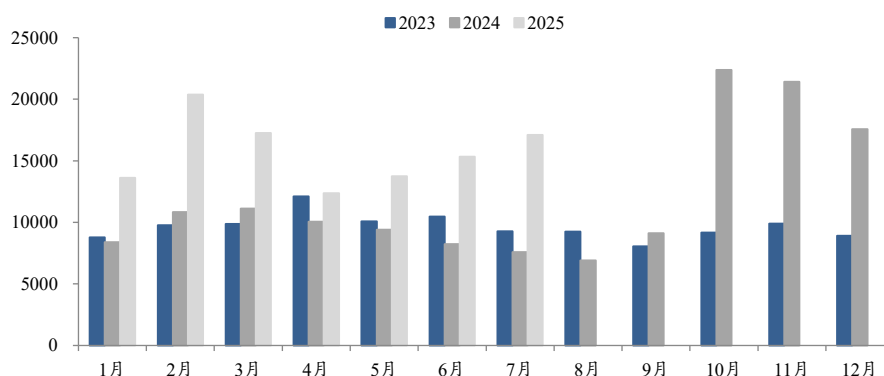
公司层面（剔除 ST、\*ST 股票），最近 5 个交易日中，保险行业中，新华保险表现较好，中国平安相对落后；证券行业中，华西证券、国信证券表现较好，中原证券、国盛金控相对落后；多元金融行业中，海南华铁涨幅较大，弘业期货、爱建集团表现较差。

## 2. 非银行金融子行业观点

### 2.1. 证券：交易量同比大幅提升；券商中报批量预喜

**2025年07月至今交易量同比大幅提升。**截至2025年07月18日，2025年07月日均股基交易额 of 17090 亿元，较上年7月上涨 125.40%，较上月增长 11.53%。截至07月17日，两融余额 19044 亿元，同比提升 31.71%，较年初增长 2.14%。截至2025年07月18日，7月IPO发行4家，募集资金 201.53 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07月18日）

**7月权益市场延续涨势。**截至2025年07月18日，2025年07月沪深300指数上涨 3.11%，上年7月下跌 0.57%，2025年06月上涨 2.50%；创业板指数上涨 5.77%，上年7月上涨 0.28%，2025年06月上涨 8.02%；上证综指上涨 2.61%，上年7月下跌 0.97%，2025年06月上涨 2.90%；中债总全价指数下跌 0.03%，上年7月上涨 0.62%，2025年06月上涨 0.29%；万得全A指数上涨 3.47%，上年7月上涨 0.27%，2025年06月上涨 4.74%。

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7月   | 3.11%   | 5.77%  | 2.61%  | -0.03%  | 3.47%  |
| 2025年6月   | 2.50%   | 8.02%  | 2.90%  | 0.29%   | 4.74%  |
| 2024年7月   | -0.57%  | 0.28%  | -0.97% | 0.62%   | 0.27%  |
| 2024年全年累计 | 14.68%  | 13.23% | 12.67% | 5.43%   | 10.00% |
| 2025年至今累计 | 3.14%   | 6.33%  | 5.45%  | -0.68%  | 9.51%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年07月18日）

**2025 年上半年券商板块业绩预计高增。**截至 2025 年 7 月 18 日，A 股市场共有 29 家上市券商披露 2025 年中期业绩预告，其中 27 家预增，2 家扭亏。其中，国泰海通、长江证券、国金证券、国联民生、华西证券、东北证券、哈投股份、国海证券、华林证券、国盛金控、锦龙股份、天风证券共 12 家券商 2025 年上半年归母净利润预计至少增长 100%。其余头部券商中，中信建投、中金公司、国信证券业绩增幅同样突出，归母净利润同比增长上限均超过 60%。多家券商预增公告的出炉，也从侧面反映了今年上半年券商业绩的整体增长态势，主要得益于今年上半年资本市场交投活跃度提升，带动经纪业务收入增长，同时自营投资收益增加较多，还有部分券商业绩增长则得益于上半年投行业务回暖。从已发布的业绩预告情况来看，中小型券商整体呈现出更强的业绩弹性。

表2：2025H1 上市券商业绩预告情况（亿元）

|      | 2025H1      |               | 2025Q2    |             |
|------|-------------|---------------|-----------|-------------|
|      | 归母净利润       | 同比            | 归母净利润     | 同比          |
| 国泰海通 | 152.8~159.6 | +205%~+218%   | 30.4~37.1 | +20%~+47%   |
| 中国银河 | 63.6~68.0   | +45%~+55%     | 33.5~37.9 | +21%~+37%   |
| 国信证券 | 47.8~55.3   | +52%~+76%     | 24.5~32.0 | +28%~+68%   |
| 中信建投 | 44.3~45.7   | +55%~+60%     | 25.9~27.3 | +59%~+68%   |
| 申万宏源 | 41.0~45.0   | +93%~+111%    | 21.2~25.2 | +187%~+241% |
| 中金公司 | 34.5~39.7   | +55%~+78%     | 14.1~19.2 | +43%~+94%   |
| 东方证券 | 32.5~36.0   | +54%~+71%     | 18.1~21.6 | +48%~+77%   |
| 方正证券 | 23.0~24.3   | +70%~+80%     | 11.0~12.4 | +94%~+118%  |
| 东吴证券 | 17.5~19.8   | +50%~+70%     | 7.7~10.0  | +8%~+41%    |
| 长江证券 | 16.5~18.1   | +110%~+130%   | 6.7~8.3   | +75%~+116%  |
| 长城证券 | 13.3~14.1   | +85%~+95%     | 7.3~8.0   | +98%~+117%  |
| 国金证券 | 10.9~11.4   | +140%~+150%   | 5.1~5.5   | +479%~+530% |
| 国联民生 | 11.3        | +1183%        | 7.5       | +146%       |
| 信达证券 | 9.2~10.4    | +50%~+70%     | 7.2~8.4   | +67%~+95%   |
| 中泰证券 | 7.2         | +80%          | 3.5       | +405%       |
| 红塔证券 | 6.5~7.0     | +45%~+55%     | 3.6~4.0   | +8%~+22%    |
| 华西证券 | 4.5~5.8     | +1025%~+1354% | 1.4~2.7   | 扭亏为盈        |
| 山西证券 | 5.0~5.4     | +58%~+71%     | 2.5~2.9   | +59%~+84%   |
| 东北证券 | 4.3         | +226%         | 2.3       | +106%       |
| 财达证券 | 3.6~4.0     | +51%~+68%     | 2.5~2.9   | +89%~+121%  |
| 哈投股份 | 3.8         | +233%         | 2.6       | 扭亏为盈        |
| 国海证券 | 3.7         | +159%         | 1.7       | +246%       |
| 华林证券 | 2.7~3.5     | +119%~+184%   | 1.7~2.5   | +144%~+261% |
| 国盛金控 | 1.5~2.2     | +237%~+394%   | 0.8~1.5   | +270%~+595% |
| 湘财股份 | 1.2~1.6     | +64%~+118%    | 0.7~1.1   | 扭亏为盈        |
| 锦龙股份 | 1.0~1.5     | +195%~+240%   | 2.0~2.5   | +301%~+398% |
| 太平洋  | 1.1~1.4     | +54%~+98%     | 0.4~0.7   | +11%~+100%  |
| 华创云信 | 0.75~0.82   | +58%~+73%     | 1.1~1.2   | +295%~+319% |
| 天风证券 | 0.28~0.33   | +109%~+110%   | 0.04~0.09 | -93%~+83%   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（截至 2025 年 7 月 18 日）

注：1）国泰海通归母净利润增长的主要原因为本次吸收合并产生的负商誉计入营业外收入。预计国泰海通 25H1 扣非归母净利润为 69.12~73.96 亿元，同比增长 52%~62%；2025Q2 单季度扣非归母净利润为 36.19~41.03 亿元，同比增长 44%~64%。2）以上数据按照 2025H1 归母净利润上限降序排序。

**港交所拟缩短港股现货市场结算周期。**7 月 16 日，港交所刊发了有关缩短港股现货市场结算周期的讨论文件。港交所股票现货市场自 1992 年以来一直采用 T+2 结算周期，而其他国际股票市场在过去 20 年间也逐渐将结算周期缩短至 T+2。近年来，许多市场已转向或正在考虑转向 T+1 或更短的结算周期。港交所预计，到 2027 年底，全球股票市场 88% 的交易将采用 T+1 或 T+0 结算周期。港交所表示，港股市场向 T+1 结算周期过渡，潜在的好处包括提高市场效率、降低系统性风险，以及让港股市场与其他国际市场更紧密地接轨。同时，转向 T+1 结算周期也会带来挑战，尤其是对于需要应对时区差异、外汇转换以及更短结算时间窗口的市场参与者来说。为适应这种变化，市场参与者需要升级系统、实现流程自动化，并与整个市场协调配合，以保持营运效率和营运稳定性。

**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 07 月 18 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：国有险企长周期考核细则落地；监管加强金融机构产品适当性管理

财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资，进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》，调整了国有商业保险公司考核的相关细则，“净资产收益率”和“国有资本保值增值率”两大指标增加了 5 年周期考核要求。净资产收益率由“3 年周期指标+当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合。国有资本保值增值率由“当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合。

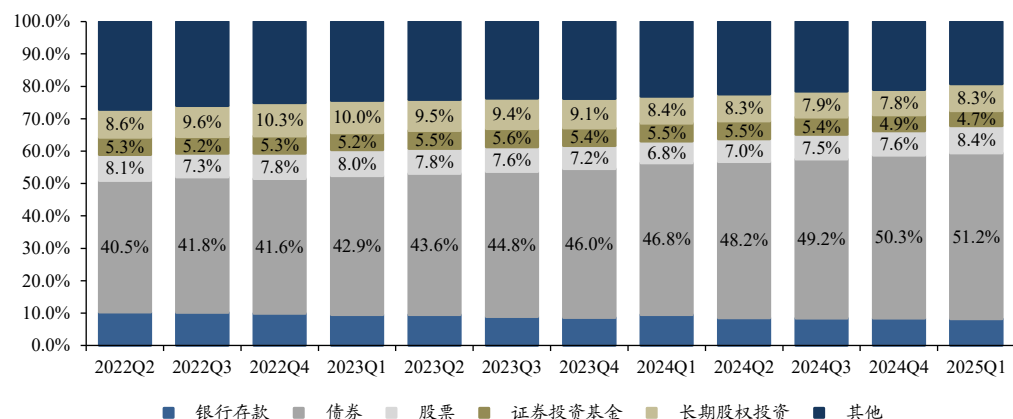
3）两大指标考核中当年度/3 年/5 年周期的权重分别为 30%/50%/20%。

**长周期考核机制有助于引导险企长期稳健投资，与资本市场实现互利共赢。**长周期考核机制有利于更好引导国有保险资金充分发挥长期资本和耐心资本优势，积极提高权益类投资占比。一方面，推动资产投资与保险负债实现更优匹配，促进国有商业保险公司高质量发展。另一方面，将增加资本市场中长期资金供给，助力资本市场长期稳定健康发展，持续加大服务国家发展目标和实体经济力度。

**我们预计保险资金的权益类资产配置比例将显著提升。**1）保费增长推动投资规模持续提升。Q1 末保险行业总投资资产规模较年初增长 5%至 34.9 万亿元。2）预计权益

投资比例持续提高，Q1 末人身险公司权益投资比例较年初提升 1.1pct，其中股票/长股投/基金分别+0.9/+0.5/-0.3pct。3）在新会计准则下，保险资金权益投资将更加偏好以 FVOCI 方式持有的高股息资产，可以通过稳定的股息回报增厚收益，并且稳定利润表波动。2024 年末上市险企股票投资中 FVOCI 加权平均占比为 33.8%，较年初提升 10.1pct，我们预计 2025 年占比将继续提升。

图4：2025Q1 末人身险公司投资资产结构中权益占比明显提升



数据来源：金管总局，东吴证券研究所

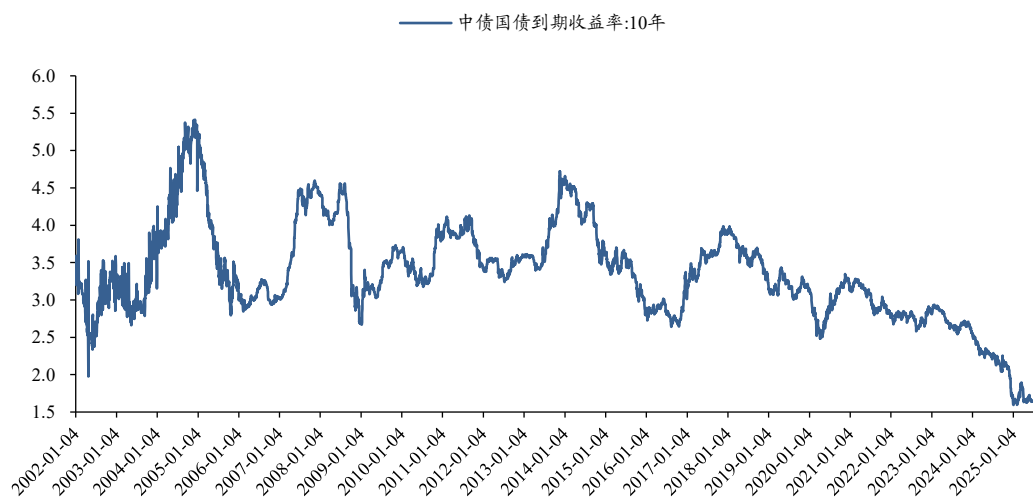
**金融监管总局印发《金融机构产品适当性管理办法》，推动金融机构严格履行适当性义务，将适当的产品通过适当的渠道销售给适合的客户。**对金融消费者而言，要求金融机构履行适当性义务，有助于帮助消费者识别风险，根据自身需求和风险承受能力选择适当的产品，减少超出自身能力的支出和风险损失。对金融机构而言，通过加强适当性管理，提升合规能力，优化金融服务，有效管理风险、化解纠纷，可以提高综合竞争能力，树立专业、诚信、尽责的机构形象，有利于金融机构的长远发展。

**《办法》规定金融机构发行或者销售、交易的收益具有不确定性且可能导致本金损失的投资型产品，以及保险产品，其适当性管理适用《办法》。**收益具有不确定性且可能导致本金损失的投资型产品主要指银行及理财公司发行的理财产品、资产管理信托产品、保险资管产品、金融资产投资公司发行的资管产品、非保本结构性存款、银行对客户衍生品等。保险产品包括财产保险产品、人身保险产品。对于投资型产品，要求划分产品风险等级、进行投资者风险承受能力评估，将投资者分为专业投资者与普通投资者，进行差异化的适当性管理。对于保险产品，要求开展分类分级、对保险销售资质进行分级管理，对投保人进行需求分析和财务支付水平评估等。

**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 07 月 18 日保险板块估值 0.60-0.93 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图5: 10 年期中债国债到期收益率 (%)



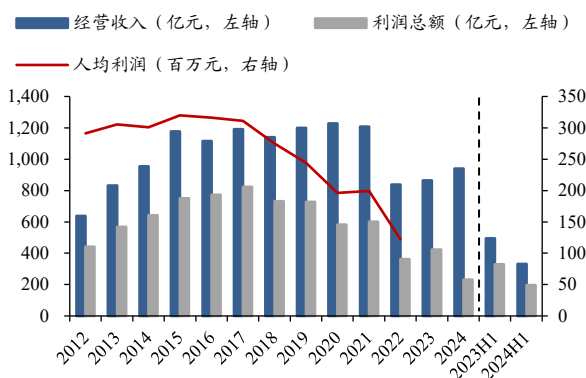
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 07 月 18 日）

### 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；金监总局强化地方 AMC 监管

#### 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

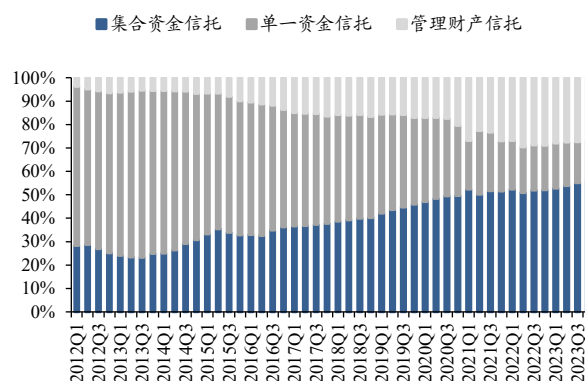
信托行业 2024 年利润同比大幅下滑。2024 年，信托资产规模达到 29.56 万亿元，比 2024 年 6 月末增加 2.56 万亿元、增长 9.48%，比 2023 年末增加 5.64 万亿元、增长 23.58%。2024 年信托行业经营收入实现同比增长，利润总额与 2023 年相比出现明显下滑。2024 年信托业经营收入为 940.36 亿元，较上年同期增加 76.75 亿元，同比增幅为 8.89%；利润总额为 230.87 亿元，较上年同期减少 192.87 亿元，同比降幅为 45.52%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图6: 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7: 信托资产种类分布 (%)



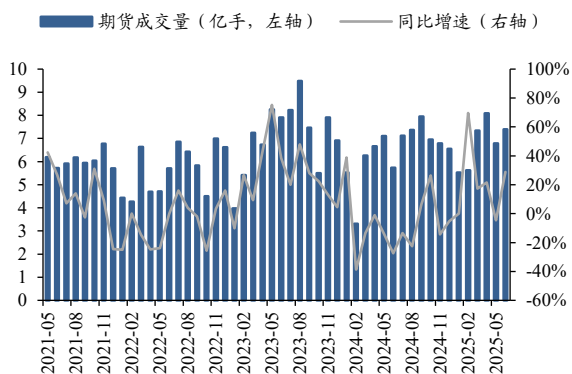
数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

**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 6 月成交额同比增长

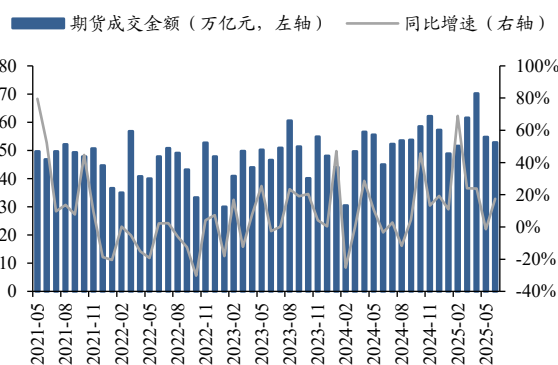
**2025 年 6 月期货行业市场成交额同比增长。**根据期货业协会数据, 以单边计算, 2025 年 6 月全国期货交易市场成交量为 7.40 亿手, 成交额为 52.79 万亿元, 同比分别增长 28.91% 和 17.40%。我们认为, 受以下因素催化, 期货市场成交规模将有所回升: 1) 受诸多不确定因素影响, 大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充, 随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市, 将进一步扩大期货交易的基础。

图8: 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9: 期货行业市场成交额及增速

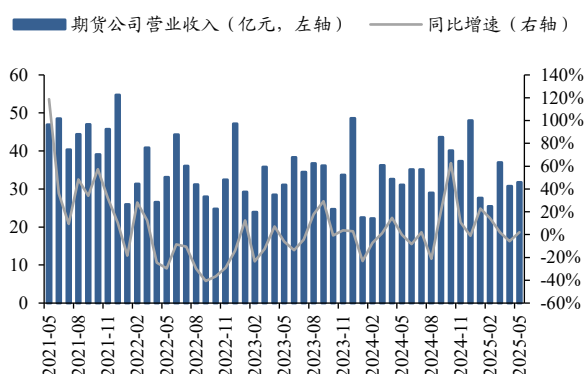


数据来源: 中国期货业协会, 东吴证券研究所

**2025 年 5 月期货公司利润同比增长。**截至 2025 年 5 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 5 月实现营业收入 31.72 亿元，同比增长 2.03%，环比 2025 年 4 月增长 3.22%；净利润 8.20 亿元，同比增长 19.88%，环比 2025 年 4 月增长 4.46%。（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）。

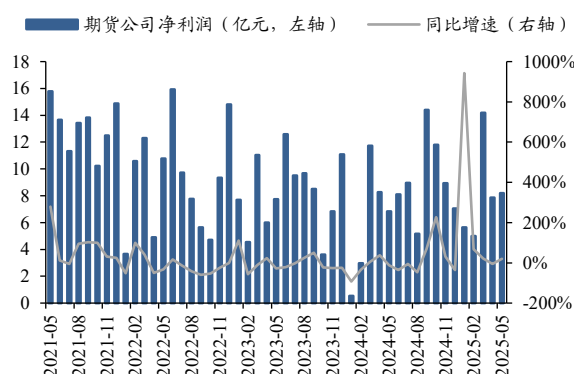
**我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。**我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 5 月 31 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 94 家风险管理公司备案试点业务。5 月期货风险管理公司实现业务收入 147.86 亿元，环比 4 月减少 14.34 亿元，净利润 2.25 亿元，环比 4 月减少 0.90 亿元。

图10：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11：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

### 2.3.3. 其他：金监总局强化地方 AMC 监管

**金监总局发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法》。**金监总局 7 月 15 日发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法》，以加强对地方资产管理公司（地方 AMC）的监督管理，促进行业规范健康发展，更好助力防范化解区域性金融和实体经济风险。《办法》共四章、四十五条，包括总则、业务经营与风险管理、监督管理、附则等。1) 规范地方资产管理公司经营行为。明确业务范围、业务比例、经营区域、可收购资产范围等事项，推动地方资产管理公司聚焦主责主业、有效服务地方。规范地方资产管理公司债权追偿、对外转让等不良资产处置行为。划定经营红线，明确地方资产管理公司不得从事约定本金保障和固定收益承诺或者要求转让方承担回购义务、帮助金融机构等虚假出表掩盖不良资产、为融资平台提供融资通道新增地方政府隐性债务等经营行为。2) 强化风险管理。明确集中度风险监控要求，规定地方资产管理公司对单一客户和同一集团客户的股权、债权等投融资余额不得超过自身净资产的 10%、15%。明确流动性风险监控

要求，规定地方资产管理公司持有的符合有关规定的优质流动资产应当不低于未来 30 天内的净资金流出。明确关联交易监管要求，规定地方资产管理公司对全部关联方的债权余额不得超过自身上季末净资产的 50%。规范外部融资，规定地方资产管理公司融入资金余额不得超过其净资产的 3 倍，防范风险外溢。3) 进一步明确监管职责分工。省级地方金融管理机构对本地区地方资产管理公司的监督管理和风险处置负总责，金融监管总局及派出机构加强与地方的监管信息共享和工作协同，共同引导行业规范健康发展。

### 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 07 月 18 日)

| 代码        | A 股  | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | PE (倍) |       |       | PB (倍) |       |       |
|-----------|------|-----------|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |           |            | 2024A  | 2025E | 2026E | 2024A  | 2025E | 2026E |
| 600030.SH | 中信证券 | 28.34     | 4200       | 20.1   | 16.8  | 15.4  | 1.6    | 1.4   | 1.4   |
| 300059.SZ | 东方财富 | 23.52     | 3717       | 38.6   | 33.2  | 29.9  | 4.6    | 4.1   | 3.7   |
| 601211.SH | 国泰海通 | 19.65     | 3464       | 14.1   | 16.3  | 16.0  | 1.1    | 1.2   | 1.1   |
| 601688.SH | 华泰证券 | 18.49     | 1669       | 11.4   | 11.2  | 10.2  | 1.0    | 0.9   | 0.8   |
| 601881.SH | 中国银河 | 17.19     | 1880       | 21.2   | 16.5  | 14.8  | 1.7    | 1.5   | 1.4   |
| 000166.SZ | 申万宏源 | 5.25      | 1315       | 25.0   | 17.7  | 16.4  | 1.3    |       |       |
| 000776.SZ | 广发证券 | 18.08     | 1375       | 15.7   | 12.9  | 11.6  | 1.1    | 1.0   | 0.9   |
| 601995.SH | 中金公司 | 36.22     | 1748       | 35.0   | 25.3  | 22.3  | 1.9    | 1.5   | 1.4   |
| 601066.SH | 中信建投 | 25.64     | 1989       | 32.5   | 21.1  | 19.1  | 2.6    |       |       |
| 600999.SH | 招商证券 | 17.80     | 1548       | 15.8   | 13.3  | 12.3  | 1.3    | 1.2   | 1.1   |
| 600958.SH | 东方证券 | 10.34     | 879        | 27.9   | 21.7  | 19.6  | 1.1    | 1.1   | 1.1   |
| 002736.SZ | 国信证券 | 12.36     | 1188       | 17.2   | 13.3  | 12.9  | 1.3    | 1.2   | 1.1   |
| 601377.SH | 兴业证券 | 6.36      | 549        | 26.7   | 20.5  | 18.5  | 1.0    | 0.9   | 0.9   |
| 601788.SH | 光大证券 | 17.99     | 829        | 31.0   | 25.0  | 23.3  | 1.4    |       |       |
| 601878.SH | 浙商证券 | 11.18     | 511        | 22.8   | 22.4  | 19.5  | 1.5    | 1.4   | 1.3   |
| 600918.SH | 中泰证券 | 6.71      | 468        | 61.0   | 27.4  | 23.5  | 1.2    | 1.2   | 1.1   |
| 601555.SH | 东吴证券 | 9.00      | 447        | 18.8   | 16.4  | 14.7  | 1.1    | 1.0   | 1.0   |
| 000783.SZ | 长江证券 | 7.10      | 393        | 23.7   | 15.8  | 15.0  | 1.1    |       |       |
| 601901.SH | 方正证券 | 8.04      | 662        | 29.8   | 25.9  | 24.3  | 1.4    | 1.3   | 1.3   |
| 002939.SZ | 长城证券 | 8.82      | 356        | 22.6   | 20.8  | 18.8  | 1.2    |       |       |
| 000686.SZ | 东北证券 | 8.14      | 191        | 22.0   |       |       | 1.0    |       |       |
| 600109.SH | 国金证券 | 9.34      | 347        | 20.7   | 17.7  | 16.3  | 1.0    | 1.0   | 0.9   |
| 002673.SZ | 西部证券 | 7.95      | 355        | 25.3   | 22.5  | 20.3  | 1.2    | 1.2   | 1.2   |
| 601236.SH | 红塔证券 | 8.76      | 413        | 54.8   | 33.9  | 23.7  | 1.7    | 1.7   | 1.6   |
| 601108.SH | 财通证券 | 8.10      | 376        | 16.2   | 15.0  | 13.3  | 1.0    | 1.0   | 1.0   |
| 000728.SZ | 国元证券 | 8.27      | 361        | 16.2   | 14.9  | 13.2  | 1.0    | 0.9   | 0.9   |
| 601198.SH | 东兴证券 | 11.25     | 364        | 23.5   |       |       | 1.3    |       |       |
| 000750.SZ | 国海证券 | 4.21      | 269        | 60.1   | 48.7  | 39.5  | 1.2    |       |       |
| 002926.SZ | 华西证券 | 9.79      | 257        | 35.0   |       |       | 1.1    |       |       |
| 601375.SH | 中原证券 | 4.39      | 204        | 82.8   |       |       | 1.4    |       |       |
| 002500.SZ | 山西证券 | 6.12      | 220        | 30.6   |       | 28.0  | 1.2    |       | 1.2   |
| 600155.SH | 华创云信 | 7.27      | 161        | 242.3  |       |       | 0.8    |       |       |
| 600909.SH | 华安证券 | 6.06      | 284        | 18.9   | 18.9  | 18.1  | 1.3    | 1.2   | 1.2   |
| 601696.SH | 中银证券 | 13.35     | 371        | 40.5   |       |       | 2.1    |       |       |
| 002797.SZ | 第一创业 | 7.37      | 310        | 33.5   | 34.2  | 31.5  | 1.9    | 1.9   | 1.8   |
| 600369.SH | 西南证券 | 4.49      | 298        | 40.8   |       |       | 1.2    |       |       |
| 601456.SH | 国联民生 | 11.26     | 640        | 80.4   | 61.3  | 52.1  | 1.7    | 1.3   | 1.2   |
| 601990.SH | 南京证券 | 8.28      | 305        | 30.7   |       |       | 1.7    |       |       |
| 600095.SH | 湘财股份 | 10.93     | 313        | 286.1  | 102.1 | 86.0  | 2.6    | 2.6   | 2.6   |
| 600906.SH | 财达证券 | 7.15      | 232        | 34.0   |       |       | 1.9    |       |       |
| 601099.SH | 太平洋  | 4.00      | 273        | 125.0  |       |       | 2.8    |       |       |

|           |      |       |     |       |      |      |     |     |
|-----------|------|-------|-----|-------|------|------|-----|-----|
| 002945.SZ | 华林证券 | 14.84 | 401 | 114.2 |      | 6.0  |     |     |
| 600621.SH | 华鑫股份 | 15.25 | 162 | 44.9  |      | 1.9  |     |     |
| 大券商平均     |      |       |     | 22.2  | 17.6 | 16.2 | 1.5 | 1.2 |
| 平均        |      |       |     | 46.3  | 25.4 | 22.6 | 1.6 | 1.3 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 07 月 18 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 | 57.07 | 78.18   | 76.34 | 78.12 | 82.73 | 1.58      | 1.71   | 1.57   | 1.77   |
| 中国人寿-A | 40.23 | 43.54   | 44.60 | 49.57 | 53.27 | 1.27      | 1.30   | 1.19   | 1.30   |
| 新华保险-A | 61.80 | 81.93   | 80.30 | 82.85 | 90.72 | 0.78      | 0.97   | 2.00   | 2.81   |
| 中国太保-A | 37.09 | 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 | 57.07 | 0.73    | 0.75  | 0.73  | 0.69  | -13.34    | -11.29 | -13.43 | -14.49 |
| 中国人寿-A | 40.23 | 0.92    | 0.90  | 0.81  | 0.76  | -2.59     | -3.35  | -7.83  | -10.07 |
| 新华保险-A | 61.80 | 0.75    | 0.77  | 0.75  | 0.68  | -25.92    | -19.07 | -10.50 | -10.30 |
| 中国太保-A | 37.09 | 0.69    | 0.67  | 0.63  | 0.60  | -17.69    | -15.75 | -15.48 | -16.31 |
| 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 | 57.07 | 6.10    | 4.70  | 6.95  | 7.42  | 47.73     | 49.37  | 50.99  | 57.64  |
| 中国人寿-A | 40.23 | 2.36    | 1.63  | 3.78  | 3.80  | 12.95     | 16.88  | 18.03  | 18.59  |
| 新华保险-A | 61.80 | 6.89    | 2.79  | 8.41  | 9.36  | 31.41     | 33.68  | 30.85  | 33.80  |
| 中国太保-A | 37.09 | 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 | 57.07 | 9.36    | 12.13 | 8.21  | 7.69  | 1.20      | 1.16   | 1.12   | 0.99   |
| 中国人寿-A | 40.23 | 17.05   | 24.62 | 10.63 | 10.58 | 3.11      | 2.38   | 2.23   | 2.16   |
| 新华保险-A | 61.80 | 8.97    | 22.15 | 7.35  | 6.60  | 1.97      | 1.83   | 2.00   | 1.83   |
| 中国太保-A | 37.09 | 9.55    | 13.11 | 7.94  | 7.26  | 1.82      | 1.43   | 1.22   | 1.08   |
| 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 07 月 18 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>