

银行：超配（维持）

证券：标配（维持）

保险：超配（维持）

金融行业双周报（2025/6/13-2025/6/26）

监管禁止分红险“内卷式”竞争，首家中资券商获虚拟资产牌照

2025 年 6 月 27 日

分析师：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340524070001

电话：0769-22119302

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

金融指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

投资要点：

- **行情回顾：**截至2025年6月26日，近两周银行、证券、保险指数涨跌幅分别+5.48%、+4.73%、+4.95%，同期沪深300指数+1.38%。在申万31个行业中，银行和非银板块涨跌幅分别排名第2、3位。各子板块中，浦发银行(+9.31%)、国盛金控(+27.85%)、新华保险(+8.41%)表现最好。
- **周观点：银行：**本周银行板块再度走强，江苏银行、杭州银行、工商银行等个股创历史新高。受到宏观环境以及资本市场波动的影响，上市银行今年一季度整体经营业绩边际下滑，但是与其他行业横向比较来看，银行板块ROE仍能维持10%以上，处于中上游水平，盈利与分红韧性优势凸显。银行经营面或将继续受到政策托底，全方位扩大国内需求的导向有望推动信贷投放实现温和修复，而净息差也将受益于监管对银行负债端成本的呵护压力减轻。展望后市，资金向银行板块迁移的逻辑仍为确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，同时公募基金考核机制改革也将加速资金向显著低配的银行板块倾斜，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。
- **证券：**本周证券板块表现活跃，消息面上，国泰君安国际正式获得香港证监会批准，将其现有证券牌照升级为可提供虚拟资产交易及相关意见服务的综合牌照，成为首家获此全方位虚拟资产交易服务资格的香港中资券商，带动券商板块集体爆发。今年以来，证券板块整体呈现震荡调整态势，表现弱于大盘，目前板块PB为1.46，估值处于近5年54.84%分位点。展望下半年，从外围扰动看，若后续美国关税政策进一步缓和，有望提振全球风险偏好，为券商自营业务创造更稳定的外部环境；政策层面，资本市场改革持续深化。政府工作报告明确提出优化并购重组制度、推动中长期资金入市，证监会同步推出《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，目标通过扩大指数基金规模构建“长钱长投”生态，为券商投行业务、财富管理业务等带来增长空间。行业基本面方面，随着经济企稳回升，预计下半年市场成交额有望持续维持万亿元以上，驱动经纪业务收入高增，债券市场利率低位震荡为固收投资提供稳定收益，全年行业净利润有望继续实现两位数增长。
- **保险：**近期，金融监管总局人身保险监管司向人身保险公司下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，要求保险公司不得偏离账户的资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争，扰乱人身保险市场秩序。该政策有效遏制了部分中小险企通过承诺高分

红揽客的激进策略，大幅降低了行业恶性价格战风险，通过优化行业格局，使得头部险企的竞争优势更加凸显。展望后市，随着保险行业从“规模导向”向“价值导向”战略转型不断深入推进，保险板块中长期有望演绎“资负共振”逻辑实现估值修复。一方面，分红险等收益浮动型产品持续发展，推动险企从刚性兑付向“保证收益+分红浮动收益”模式转变，助推负债端成本改善。预计下半年预定利率将进一步下调，或触发三季度“炒停售”保费放量，行业利差损风险将进一步减轻。另一方面，在低利率环境下，险资入市政策持续松绑，今年以来险企频频举牌银行股，银行板块今年以来强势的行情以及稳定分红将有望增厚险资收益，强化险企投资端的稳健性。而从资金面来看，非银板块长期处于显著低配状态，公募基金考核新规改革有望催生补仓需求，推动板块估值修复。

- **投资建议。****银行：**建议关注成都银行（601838）、宁波银行（002142）、杭州银行（600926）、常熟银行（601128）、招商银行（600036）、农业银行（601288）、中国银行（601988）、工商银行（601398）和中信银行（601998）。**保险：**中国太保（601601），中国平安（601318），中国人寿（601628），新华保险（601336）。**证券：**浙商证券（601878）、国联民生（601456）、方正证券（601901）、中国银河（601881）、中信证券（600030）、华泰证券（601688）、国泰海通（601211）。
- **风险提示：**贸易战引发全球经济衰退预期增强，银行海外业务收益受损、风险敞口扩大的风险；关税战贸易战扰乱产业链供应链，银行对相关企业的信贷投放回笼困难，资产质量恶化的风险；经济复苏不及预期的风险；银行资产质量承压的风险；代理人流失超预期、产能提升不及预期的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险等。

目 录

一、行情回顾.....	4
二、估值情况.....	6
三、近期市场指标回顾.....	8
四、行业新闻.....	9
五、公司公告.....	10
六、本周观点.....	11
七、风险提示.....	13

插图目录

图 1：金融指数近一年行情走势(截至 2025 年 6 月 26 日)	4
图 2：申万银行板块及其子板块近一年市净率水平(截至 2025 年 6 月 26 日)	6
图 3：上市银行 PB(截至 2025 年 6 月 26 日).....	7
图 4：证券板块估值情况（截至 2025 年 6 月 26 日）	7
图 5：A 股险企 PEV 水平(截至 2025 年 6 月 26 日).....	7
图 6：央行中期借贷便利率(MLF)（单位：%）	8
图 7：贷款市场报价利率(LPR)（单位：%）	8
图 8：银行间同业拆借利率（单位：%）	8
图 9：同业存单发行利率（单位：%）	8
图 10：周 A 股日均成交额（亿元，截至 2025 年 6 月 26 日）	9
图 11：两融余额情况（亿元，截至 2025 年 6 月 26 日）	9
图 12：十年期国债到期收益率(%, 截至 2025 年 6 月 26 日)	9

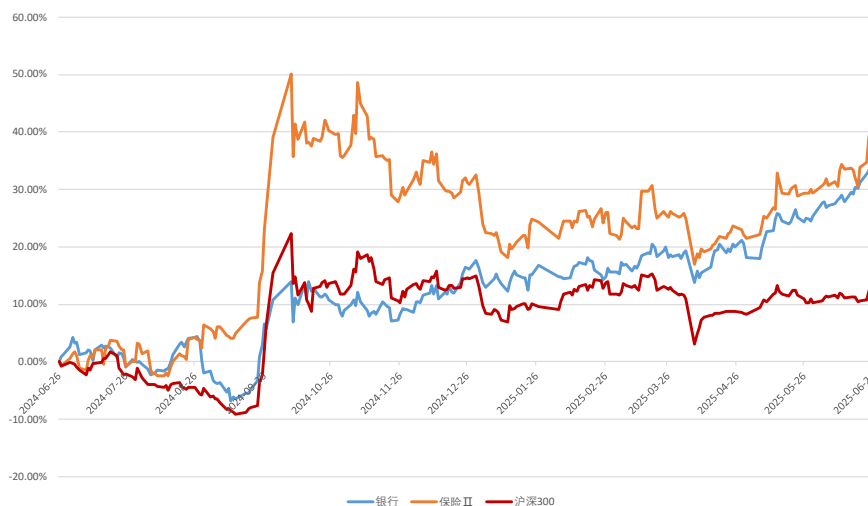
表格目录

表 1：申万 31 个行业涨跌幅情况（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）	4
表 2：银行股涨跌幅前十（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）	5
表 3：券商股涨跌幅前十（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）	5
表 4：保险股涨跌幅排名（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）	6
表 5：个股看点	12

一、行情回顾

截至 2025 年 6 月 26 日，近两周银行、证券、保险指数涨跌幅分别+5.48%、+4.73%、+4.95%，同期沪深 300 指数+1.38%。在申万 31 个行业中，银行和非银板块涨跌幅分别排名第 2、3 位。各子板块中，浦发银行(+9.31%)、国盛金控(+27.85%)、新华保险(+8.41%)表现最好。

图 1：金融指数近一年行情走势(截至 2025 年 6 月 26 日)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 1：申万 31 个行业涨跌幅情况（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）

序号	代码	名称	近两周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
1	代码	名称	近两周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
2	801740.SL	国防军工	5.78%	5.50%	7.49%
3	801780.SL	银行指数	5.48%	8.58%	16.94%
4	801790.SL	非银金融	4.89%	9.31%	1.44%
5	801770.SL	通信	4.13%	10.01%	5.48%
6	801750.SL	计算机	4.11%	6.33%	8.09%
7	801080.SL	电子	3.68%	6.34%	1.60%
8	801730.SL	电力设备	2.80%	5.06%	-2.18%
9	801230.SL	综合	1.99%	6.26%	2.96%
10	801200.SL	商贸零售	0.70%	2.28%	-2.92%
11	801110.SL	家用电器	0.65%	-3.03%	-1.16%
12	801160.SL	公用事业	0.45%	0.10%	-0.57%
13	801890.SL	机械设备	0.30%	1.28%	7.66%
14	801720.SL	建筑装饰	0.03%	0.82%	-3.67%
15	801970.SL	环保	-0.37%	0.30%	7.11%
16	801960.SL	石油石化	-0.45%	2.00%	-4.28%
17	801180.SL	房地产	-0.50%	0.14%	-7.63%

18	801210.SL	社会服务	-0.59%	3.15%	2.38%
19	801030.SL	基础化工	-0.67%	2.61%	5.85%
20	801170.SL	交通运输	-0.85%	-0.89%	-1.60%
21	801710.SL	建筑材料	-0.93%	-1.16%	-1.62%
22	801950.SL	煤炭	-1.15%	-2.20%	-13.18%
23	801050.SL	有色金属	-1.20%	6.82%	15.48%
24	801760.SL	传媒	-1.31%	5.48%	9.73%
25	801880.SL	汽车	-1.66%	-0.35%	8.19%
26	801040.SL	钢铁	-1.91%	-1.16%	-0.14%
27	801140.SL	轻工制造	-1.93%	2.03%	2.94%
28	801120.SL	食品饮料	-2.57%	-5.59%	-7.02%
29	801010.SL	农林牧渔	-3.03%	0.32%	5.36%
30	801130.SL	纺织服饰	-4.33%	-0.70%	2.78%
31	801150.SL	医药生物	-5.05%	-0.61%	5.96%

资料来源：iFind、东莞证券研究所

表 2：银行股涨跌幅前十（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）

近两周涨跌幅前十			本月涨跌幅前十			本年涨跌幅前十		
代码	名称	近两周涨跌幅	代码	名称	本月涨跌幅	代码	名称	本年涨跌幅
600000.SH	浦发银行	9.31%	601916.SH	浙商银行	14.29%	002948.SZ	青岛银行	41.94%
601398.SH	工商银行	8.58%	601825.SH	沪农商行	13.62%	601166.SH	兴业银行	33.59%
601187.SH	厦门银行	8.22%	600919.SH	江苏银行	13.30%	600000.SH	浦发银行	32.36%
601288.SH	农业银行	7.99%	600016.SH	民生银行	12.41%	600919.SH	江苏银行	30.76%
601169.SH	北京银行	7.66%	600015.SH	华夏银行	12.39%	601963.SH	重庆银行	29.82%
601939.SH	建设银行	7.65%	601166.SH	兴业银行	12.05%	601077.SH	渝农商行	29.11%
601328.SH	交通银行	7.64%	601169.SH	北京银行	11.59%	601187.SH	厦门银行	27.37%
601916.SH	浙商银行	7.60%	000001.SZ	平安银行	10.82%	603323.SH	苏农银行	26.58%
600919.SH	江苏银行	7.15%	603323.SH	苏农银行	10.56%	601916.SH	浙商银行	26.46%
601988.SH	中国银行	6.81%	600000.SH	浦发银行	10.46%	601998.SH	中信银行	25.50%

资料来源：iFind、东莞证券研究所

表 3：券商股涨跌幅前十（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）

近两周涨跌幅前十			本月涨跌幅前十			本年涨跌幅前十		
代码	名称	近两周涨跌幅	代码	名称	本月涨跌幅	代码	名称	本年涨跌幅
002670.SZ	国盛金控	27.85%	002670.SZ	国盛金控	31.76%	600095.SH	湘财股份	44.44%
600095.SH	湘财股份	20.51%	600095.SH	湘财股份	26.83%	002670.SZ	国盛金控	21.70%
601162.SH	天风证券	13.29%	601162.SH	天风证券	20.26%	601555.SH	东吴证券	17.41%
601555.SH	东吴证券	7.51%	601059.SH	信达证券	19.61%	601059.SH	信达证券	14.82%
300059.SZ	东方财富	6.84%	601555.SH	东吴证券	14.83%	601881.SH	中国银河	13.13%
000783.SZ	长江证券	6.77%	601211.SH	国泰君安	13.04%	002736.SZ	国信证券	6.82%

601099.SH	太平洋	6.42%	300059.SZ	东方财富	12.17%	002926.SZ	华西证券	6.50%
000750.SZ	国海证券	6.41%	601788.SH	光大证券	12.17%	000776.SZ	广发证券	6.48%
601696.SH	中银证券	5.59%	000750.SZ	国海证券	11.26%	000783.SZ	长江证券	6.45%
600999.SH	招商证券	5.54%	000783.SZ	长江证券	10.94%	601995.SH	中金公司	5.28%

资料来源：iFind、东莞证券研究所

表 4：保险股涨跌幅排名（单位：%）（截至 2025 年 6 月 26 日）

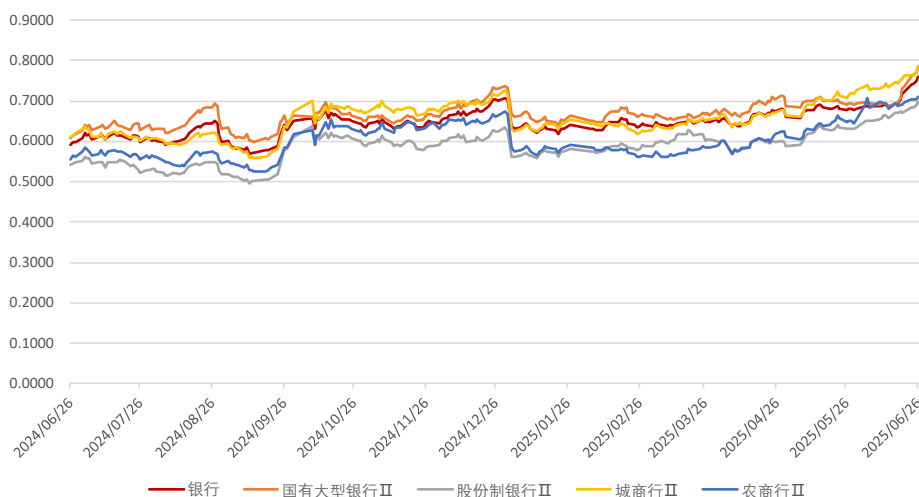
近两周涨跌幅排名			本月涨跌幅排名			本年涨跌幅排名		
代码	名称	近两周涨跌幅	代码	名称	本月涨跌幅	代码	名称	本年涨跌幅
601336.SH	新华保险	8.41%	601336.SH	新华保险	19.94%	601336.SH	新华保险	21.39%
601319.SH	中国人保	6.13%	601628.SH	中国人寿	9.95%	601319.SH	中国人保	19.09%
601318.SH	中国平安	5.05%	601601.SH	中国太保	9.32%	601601.SH	中国太保	10.45%
601601.SH	中国太保	4.38%	601319.SH	中国人保	8.83%	601318.SH	中国平安	9.36%
601628.SH	中国人寿	2.68%	601318.SH	中国平安	8.07%	601628.SH	中国人寿	0.43%

资料来源：iFind、东莞证券研究所

二、估值情况

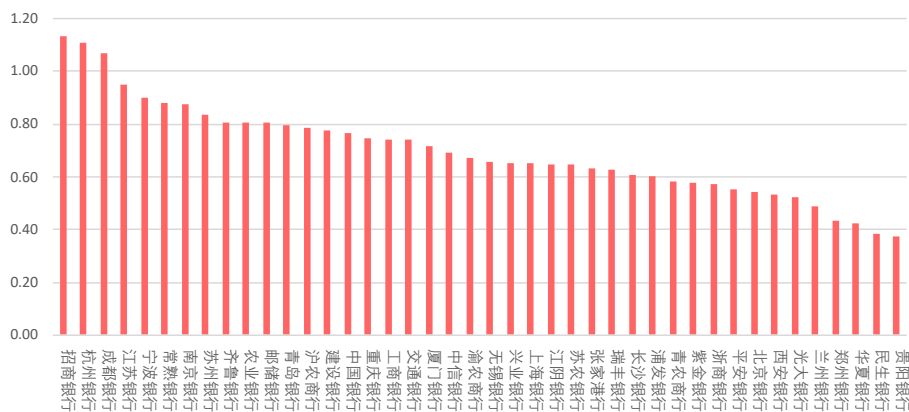
截至 2025 年 6 月 26 日, 申万银行板块 PB 为 0.76, 其中国有行、股份行、城商行和农商行 PB 分别为 0.78、0.70、0.79、0.71。从个股来看, 招商银行、杭州银行、成都银行估值最高, 其 PB 分别为 1.13、1.11、1.07。

图 2：申万银行板块及其子板块近一年市净率水平（截至 2025 年 6 月 26 日）



资料来源：iFind、东莞证券研究所

图 3：上市银行 PB(截至 2025 年 6 月 26 日)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

当前证券板块估值具有一定修复空间。截至 2025 年 6 月 26 日，证券 II（申万）PB 估值为 1.46，估值处于近 5 年 54.81%分位点，具有一定的估值修复空间。

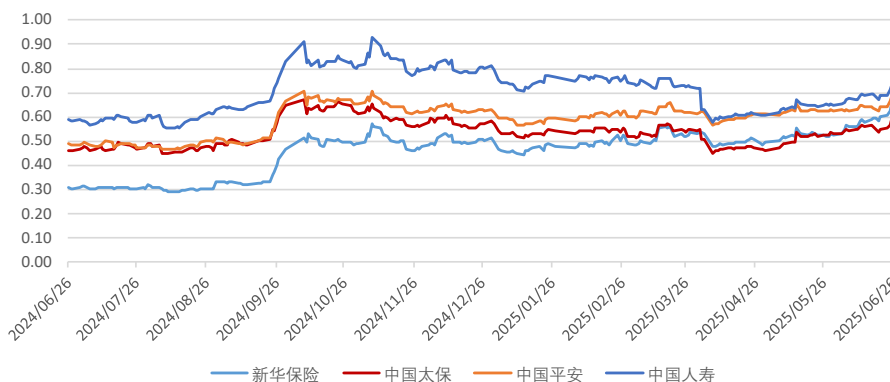
图 4：证券板块估值情况（截至 2025 年 6 月 26 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

截至 2025 年 6 月 26 日,新华保险、中国太保、中国平安和中国人寿 PEV 分别为 0.65、0.58、0.68 和 0.72。

图 5：A 股险企 PEV 水平(截至 2025 年 6 月 26 日)

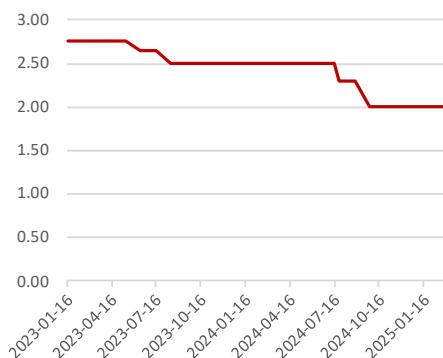


资料来源：iFind，东莞证券研究所

三、近期市场指标回顾

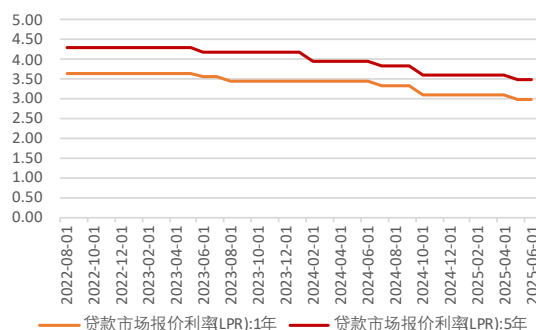
截至 2025 年 6 月 26 日,1 年期中期借贷便利(MLF)操作利率为 2.0%;1 年期和 5 年期 LPR 分别为 3.0%和 3.50%;1 天、7 天和 14 天银行间拆借加权平均利率分别为 1.54%、1.59%和 1.70%;1 个月和 6 个月的固定利率同业存单发行利率分别为 1.68%和 1.72%,分别较前一周+2.97bps 和+1.09bp,资金流动性有所收紧。

图 6：央行中期借贷便利率(MLF)（单位：%）



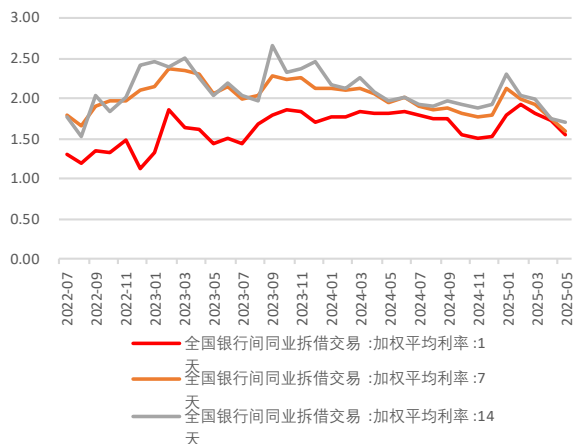
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：贷款市场报价利率(LPR)（单位：%）



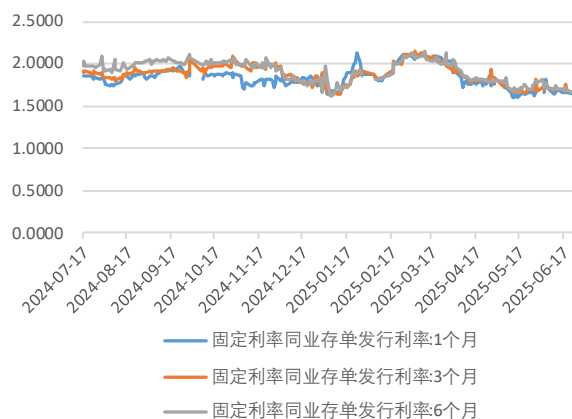
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 8：银行间同业拆借利率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

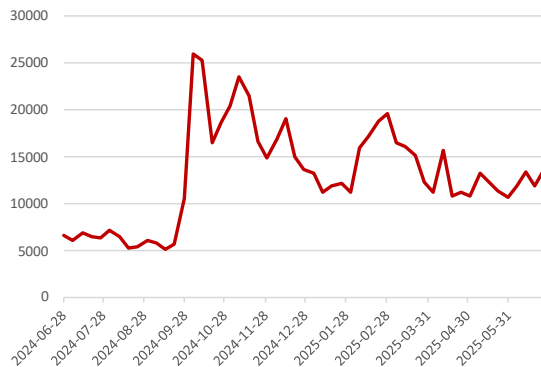
图 9：同业存单发行利率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

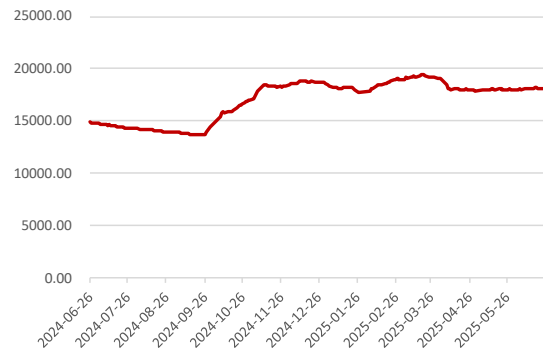
本周 A 股日均成交额为 11875.36 亿元，环比+16.34%，交投活跃度较上周提升。本周平均两融余额为 18168.80 亿元，环比+0.24%，其中融资余额为 18049.77 亿元，环比+0.26%，融券余额为 119.02 亿元，环比-3.09%。

图 10：周 A 股日均成交额（亿元，截至 2025 年 6 月 26 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 11：两融余额情况（亿元，截至 2025 年 6 月 26 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

截至 2025 年 6 月 26 日，10 年国债到期收益率为 1.65%，环比上周提升 0.01 个百分点，长期来看，低利率环境或已是大势所趋。

图 12：十年期国债到期收益率（%，截至 2025 年 6 月 26 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

四、行业新闻

1. 财联社 6 月 19 日电，金融监管总局人身保险监管司向各人身保险公司下发了《关于分红险分红水平监管意见的函》。文件明确了应当充分论证拟分红水平必要性、合理性和可持续性的相关情形，要求各公司不得偏离账户资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争。文件要求，各公司应当平衡好分红保险预定利率与浮动收益、演示利益与红利实现率的关系，根据每个账户的资产配置特点和实际投资收益率，审慎确定各产品年度分红水平。
2. 财联社 6 月 20 日电，国家金融监督管理总局印发《商业银行市场风险管理办法》。本次修订后，《办法》不再包含银行账簿利率风险，而是聚焦于利率、汇率、股票价格、商品价格发生不利变动引发银行损益波动的风险。银行账簿利率风险适用《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》。《办法》共五章四十三条，主要内

容包括：一是明确市场风险定义。二是强调完善市场风险治理架构。三是细化市场风险管理要求。

3. 财联社 6 月 20 日电，6 月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.5%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3%。
4. 财联社 6 月 24 日电，中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》。《意见》指出，要夯实宏观经济金融基础，支持居民就业增收，优化保险保障，积极培育消费需求。强化结构性货币政策工具激励，加大对服务消费重点领域信贷支持，发展债券、股权等多元化融资渠道。《意见》强调，要聚焦消费重点领域加大金融支持，结合消费场景和特点创新金融产品，持续推动消费领域金融服务提质增效。优化消费支付服务，健全消费领域信用体系建设，加强金融消费权益保护。《意见》从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。
5. 财联社 6 月 25 日电，金融机构不断加强海外虚拟资产交易服务参与力度。国泰君安国际最新获香港证监会批准，将现有证券交易牌照升级为可提供虚拟资产交易服务，以及在提供虚拟资产交易服务的基础上提供意见。牌照升级后，客户将可在国泰君安国际平台直接交易加密货币（如比特币、以太币等）、稳定币（如泰达币等）等虚拟资产。至此，国泰君安国际成为首家可提供全方位虚拟资产相关交易服务的香港中资券商，服务覆盖提供虚拟资产交易服务、在虚拟资产交易服务过程中提供意见，以及发行、分销包括场外衍生品在内的虚拟资产相关产品。
6. 财联社 6 月 26 日电，国家金融监督管理总局、中国人民银行联合发布《银行业保险业普惠金融高质量发展实施方案》。《实施方案》明确，未来五年基本建成高质量综合普惠金融体系，普惠金融促进共同富裕迈上新台阶。普惠金融服务体系持续优化，普惠信贷体系巩固完善，普惠保险体系逐步健全。《实施方案》提出，要优化普惠金融服务体系，健全多层次、广覆盖、差异化的普惠金融机构体系，完善县乡村金融服务。要巩固提升普惠信贷体系和能力，完善普惠信贷管理体系，提升小微企业信贷服务质效，加强“三农”领域信贷供给，加大脱贫地区和特定群体信贷帮扶力度，强化民营企业信贷支持。要加强普惠保险体系建设，推进保险公司专业化体制机制建设，丰富普惠保险产品供给，提供优质普惠保险服务，强化普惠保险监管政策引领。

五、公司公告

1. 6 月 24 日，华泰证券公告称，公司收到中国人民银行《准予行政许可决定书》，同意在全国银行间债券市场发行不超过 100 亿元的科技创新债券，专项用于支持科技创新领域投融资，有效期至 2027 年 6 月 19 日。
2. 6 月 24 日，建设银行发布公告称，截至 6 月 23 日，建设银行本次发行募集资金总额为 1050 亿元，扣除与发行有关费用 3102.61 万元（不含增值税）后，实际募集资金净额为 1049.69 亿元，其中计入股本 115.89 亿元，计入资本公积 933.80 亿元。
3. 6 月 26 日，浦发银行公告称，近日收到信达证券和信达投资通知，信达证券管理的信丰 1 号单一资产管理计划通过上交所系统累计增持公司可转债 117,852,490 张，

占浦发转债发行总量的 23.57%。随后，该计划将持有的可转债转让至信达投资账户。

4. 6月26日，锦龙股份公告称，公司已完成向东莞金融控股集团有限公司和东莞发展控股股份有限公司组成的联合体转让所持有的东莞证券股份有限公司 30,000 万股股份，占东莞证券总股本的 20%。此次交易已获得中国证监会核准，标的股份已完成交割。

六、本周观点

银行板块本周观点

本周银行板块再度走强，江苏银行、杭州银行、工商银行等个股续创历史新高。受到宏观环境以及资本市场波动的影响，上市银行今年一季度整体经营业绩边际下滑，但是与其他行业横向比较来看，银行板块 ROE 仍能维持 10% 以上，处于中上游水平，盈利与分红韧性优势凸显。银行经营面或将继续受到政策托底，全方位扩大国内需求的导向有望推动信贷投放实现温和修复，而净息差也将受益于监管对银行负债端成本的呵护压力减轻。展望后市，资金向银行板块迁移的逻辑仍为确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，同时公募基金考核机制改革也将加速资金向显著低配的银行板块倾斜，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。

银行股投资建议关注三条主线：一是建议关注受益于经济高景气区域、业绩确定性较强的区域性银行宁波银行（002142）、杭州银行（600926）、常熟银行（601128）、成都银行（601838）。二是建议关注综合经营能力强、业绩稳健、受益于房地产风险缓释、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显的招商银行（600036）。三是建议关注更有望在“中特估”背景下实现估值重塑的国资背景深厚、低估值、高股息、经营稳健的农业银行（601288）、中国银行（601988）、工商银行（601398）和中信银行（601998）。

证券板块本周观点

本周证券板块表现活跃，消息面上，国泰君安国际正式获得香港证监会批准，将其现有证券牌照升级为可提供虚拟资产交易及相关意见服务的综合牌照，成为首家获此全方位虚拟资产交易服务资格的香港中资券商，带动券商板块集体爆发。今年以来，证券板块整体呈现震荡调整态势，表现弱于大盘，目前板块 PB 为 1.46，估值处于近 5 年 54.84% 分位点。展望下半年，从外围扰动看，若后续美国关税政策进一步缓和，有望提振全球风险偏好，为券商自营业务创造更稳定的外部环境；政策层面，资本市场改革持续深化。政府工作报告明确提出优化并购重组制度、推动中长期资金入市，证监会同步推出《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，目标通过扩大指数基金规模构建“长钱长投”生态，为券商投行业务、财富管理业务等带来增长空间。行业基本面方面，随着经济企稳回升，预计下半年市场成交额有望持续维持万亿元以上，驱动经纪业

务收入高增，债券市场利率低位震荡为固收投资提供稳定收益，全年行业净利润有望继续实现两位数增长。

个股建议关注有望具有重组预期的标的，浙商证券（601878）、国联民生（601456）、方正证券（601901）和中国银河（601881）。以及综合实力强，受益于做强做优政策导向的头部券商中信证券（600030）、华泰证券（601688）、国泰海通（601211）。

保险板块本周观点

近期，金融监管总局人身保险监管司向人身保险公司下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，要求保险公司不得偏离账户的资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争，扰乱人身保险市场秩序。该政策有效遏制了部分中小险企通过承诺高分红揽客的激进策略，大幅降低了行业恶性价战风险，通过优化行业格局，使得头部险企的竞争优势更加凸显。展望后市，随着保险行业从“规模导向”向“价值导向”战略转型不断深入推进，保险板块中长期有望演绎“资负共振”逻辑实现估值修复。一方面，分红险等收益浮动型产品持续发展，推动险企从刚性兑付向“保证收益+分红浮动收益”模式转变，助推负债端成本改善。预计下半年预定利率将进一步下调，或触发三季度“炒停售”保费放量，行业利差损风险将进一步减轻。另一方面，在低利率环境下，险资入市政策持续松绑，今年以来险企频频举牌银行股，银行板块今年以来强势的行情以及稳定分红将有望增厚险资收益，强化险企投资端的稳健性。而从资金面来看，非银板块长期处于显著低配状态，公募基金考核新规改革有望催生补仓需求，推动板块估值修复。

个股建议关注 NBV 增速、财险保费增速领先的中国太保（601601），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628），资产端弹性较大、估值较低的新华保险（601336）。

表 5：个股看点

宁波银行	深耕优质区域，资产质量优异，2024 年末不良贷款率仅 0.76%。消费贷业务突出，打造“白领通”等拳头产品，收益高、品牌知名度强。2024 年实现营业收入 666 亿元，同比增长 8.2%；净利润 271 亿元，同比增长 6.2%。
杭州银行	深耕长三角地区，受益于浙江经济发展和投融资增长。信贷业务以城建类为基石，且近年来在浙江省内贷款增速超杭州本地，未来仍将是增长主力区域，资产质量优异，业绩确定性较高。2024 年公司实现营业收入 383.81 亿元，同比增长 9.61%；归属于上市公司股东的净利润 169.83 亿元，同比增长 18.08%。
常熟银行	扎根经济活跃的长三角地区，小微金融特色鲜明，客群基础稳固；资产质量优异，不良率长期处于低位；盈利能力强，净息差领先同业；村镇银行布局广泛，异地扩张潜力大；金融科技赋能，运营效率不断提升。
成都银行	区位优势显著，地处成渝经济圈核心；揽储能力强，低成本存款占比高；政金业务优势明显，基建项目融资需求支撑信贷放量；资产质量优良，风险可控；业绩增长强劲且可持续，盈利能力突出；资本补充助力发展，潜力巨大。将每年现金分红比例不低于 30%写进公司章程，分红确定性强。2024 年实现营业收入 229.77 亿元，同比增长 5.88%；归属于母公司股东的净利润 128.63 亿元，同比增长 10.21%。
招商银行	零售业务优势显著，通过完善的财富管理体系、优质的客户服务，积累庞大高净值客户群体，零售 AUM 持续增长。若宏观经济复苏，其零售业务将具备更大弹性。将每年现金分红比例不低于 30%写进公司章程，分红确定性强。

中国银行	中国银行国际化布局领先，海外业务贡献显著，外汇业务优势突出。作为大型国有银行，资产规模庞大，风险管控能力强，业绩稳健，股息率较高。
农业银行	农业银行深耕农村金融市场，客户基础庞大，业务增长潜力大。受益于国家乡村振兴战略，农村金融业务发展空间广阔。近年来资产质量改善，不良贷款率持续下降，盈利能力稳定。
工商银行	工商银行是中国最大的商业银行，资产规模和盈利能力领先。具有强大的客户基础和广泛的网点布局，金融科技应用领先，数字化转型成效显著。风险管控能力强，业绩稳健，股息率可观。
中信银行	中信银行具有多元化的业务布局，涵盖对公、零售、金融市场等领域。依托中信集团的综合金融平台，协同效应显著。近年来零售业务转型加速，财富管理业务增长迅速，资产质量稳定。
浙商证券	浙商证券是浙江省内重要的券商，具有区域优势和品牌影响力。业务布局全面，涵盖经纪、投行、资管等。近年来投行业务发展迅速，股权融资规模增长显著。金融科技投入加大，线上服务能力提升，业绩弹性较大。
国联民生	整合了国联证券在财富管理方面的经验和民生证券在投行业务上的能力，可实现财富管理和投行业务协同发展，为客户提供多元化金融服务和全方位金融解决方案。随着整合完成，各项业务协同效应逐步显现，有望提升营收与利润水平，资产规模与杠杆率也将进一步优化，长期发展潜力较大。
方正证券	方正证券具有广泛的网点布局和庞大的客户基础，经纪业务市场份额较高。投行业务在科技和创新企业服务方面具有优势，股权融资和债券承销规模稳定增长。金融科技赋能，线上服务能力提升，业绩稳健，具有一定的估值优势。
中国银河	中国银河是大型综合性券商，具有强大的品牌影响力和客户基础。业务布局全面，涵盖经纪、投行、资管、自营等。经纪业务市场份额领先，投行业务在大型项目承销方面具有优势。2024 年实现营业收入 353.70 亿元，同比增长 5.13%；归母净利润 101.33 亿元，同比增长 28.62%。
中信证券	中信证券是中国最大的券商，综合实力领先。业务布局全面，涵盖经纪、投行、资管、自营等，各业务线均处于行业前列。投行业务优势显著，股权融资和债券承销规模行业第一。金融科技赋能，数字化转型加速，国际化布局稳步推进。
华泰证券	华泰证券是头部券商，经纪业务市场份额领先，财富管理转型成效显著。投行业务在股权承销和并购重组方面优势突出。金融科技投入大，数字化平台领先。机构业务与国际接轨，业绩稳健增长，具有较强的市场竞争力。
国泰海通	国泰海通由国泰君安与海通证券合并，资产规模行业居首，业务互补协同强。一季度净利润预增 45%-65%，规模优势下业绩增长潜力大，财富管理、投行业务协同发展，未来国际化布局有望提升竞争力。
中国太保	中国太保是大型综合保险集团，寿险业务市场份额领先，代理人渠道优势明显。产险业务品质优良，非车险业务增长迅速。2024 年归母净利润约为 422 亿-463 亿元，同比增加约 55%-70%。
中国平安	中国平安是多元金融巨头，综合金融服务能力强，涵盖保险、银行、投资等业务。寿险业务具有强大的代理人团队和产品创新能力，产险业务市场份额领先。金融科技布局领先，数字化转型成效显著。投资收益稳定，业绩增长强劲，具有长期投资价值。
中国人寿	中国人寿是中国最大的寿险公司，品牌影响力强，客户基础庞大。寿险业务市场份额领先，产品线丰富，代理人渠道优势明显。投资端多元化布局，资产负债匹配良好。2024 年归母净利润约 1023.68-1126.05 亿元，同比增长 100%-120%。
新华保险	新华保险以寿险业务为核心，产品结构不断优化。银保渠道优势突出，业务增长迅速。投资端弹性大，权益市场回暖背景下具备更大的业绩弹性。2024 年净利润为 239.58 亿-257 亿元，同比增长 175%-195%。

资料来源：iFind、东莞证券研究所

七、风险提示

贸易战引发全球经济衰退预期增强，银行海外业务收益受损、风险敞口扩大的风险；

关税战贸易战扰乱产业链供应链，银行对相关企业信贷投放回笼困难，资产质量恶化的风险；

经济复苏不及预期导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；

房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；

市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险；

代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn