

非银金融行业跟踪周报

看好保险 2026 年“开门红”；公募费改第三阶段落地

增持（维持）

2026 年 01 月 04 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **非银行金融子行业近期表现**：最近 3 个交易日（2025 年 12 月 29 日-2025 年 12 月 31 日）非银金融各子板块中仅多元金融行业跑赢沪深 300 指数。多元金融行业上涨 1.07%，证券行业下跌 1.36%，保险行业下跌 3.29%，非银金融整体下跌 1.93%，沪深 300 指数下跌 0.59%。

■ **证券：交易量环比下降；公募基金降费第三阶段正式落地**。1) 12 月交易量环比下降。截至 12 月 31 日，12 月日均股基交易额 21860 亿元，较上年 12 月上涨 24.49%，较上月下降 2.46%。截至 12 月 30 日，两融余额 25553 亿元，同比提升 35.91%，较年初增长 37.04%。截至 12 月 31 日，12 月 IPO 发行 15 家，募集资金 190.85 亿元（按发行日统计）。2) 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》。以近三年平均数据测算，第三阶段关于基金销售费用的费率改革，整体降费约 300 亿元，降幅约 34%。与征求意见稿相比，《规定》主要内容变化包括：1) 短债利空因素有所缓解。正式稿对债券型和场外 ETF 的赎回费做了差异化豁免。2) 正式稿维持各类基金年费率上限，持有超过一年的股、混、债基金不再收取销售服务费。3) 证监会发布《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》。主要内容：① 产品定义，商业不动产 REITs 是指通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金。② 明确基金注册及运营管理要求。③ 发挥基金管理人和专业机构作用，压实压实责任。④ 强化监管责任和风险监测处置等职责。4) 证监会发布《证券期货市场监督管理措施实施办法》。主要内容：① 明确监管措施的种类。② 明确监管措施的实施原则。③ 明确实施监管措施的程序要求。④ 明确监管措施决定的作出及执行要求。5) 12 月 31 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、同花顺等。

■ **保险：看好 2026 年“开门红”，资产负债管理新规征求意见**。1) 金监总局披露保险行业 11 月保费，产寿单月保费增速均有改善，继续看好寿险开门红表现。2025 年 1-11 月人身险原保费 44206 亿元，同比+9.2%，11 月单月人身险公司原保费规模达 1548 亿元，同比-2.4%，降幅较 10 月收窄 2.2pct。当前开门红预录数据表现较好，展望 2026 年，我们认为市场需求依然旺盛，保险产品预定利率仍高于银行存款，相对吸引力仍然明显，对新单保费和 NBV 增长持乐观预期，同时分红险占比继续提升有助于进一步优化负债成本。2) 资产负债管理拟进一步强化监管要求。金监总局就《保险公司资产负债管理办法》公开征求意见，并同步开展行业测试。新规下包含监管指标和监测指标两类，监管指标为本次新增，以最低标准方式进行限额管理。同时，优化了指标计算口径。根据宏观经济变化调整压力情景，将金融衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算，对成本收益指标评价周期拉长至 3-5 年，引导保险公司长期经营。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 12 月 31 日保险板块估值 0.68-0.99 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 2025 年 6 月末，全行业信托资产规模 32.43 万亿元，同比增长 20.11%。2025H1 信托行业利润总额为 197 亿元，同比增幅为 0.45%。2) 期货：11 月全国期货交易市场成交量为 7.70 亿手，成交额为 66.61 万亿元，同比分别增长 13.54%和增长 7.11%。2025 年 11 月期货行业净利润 6.03 亿元，同比下降 32.40%，环比 2025 年 10 月下降 30.21%。

■ **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，我们预计负债端将持续改善，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，重点推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保、中国太保、中信证券、同花顺等。

■ **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

《公募基金降费第三阶段落地，引导权益类基金发展，平滑对短债基金的影响》

2026-01-03

《低利率时代的重逢——中国分红险发展的前世今生》

2025-12-30

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：交易量环比下降；公募基金降费第三阶段正式落地 5
 - 2.2. 保险：产寿单月保费增速均有改善，看好“开门红”；资产负债管理新规征求意见 8
 - 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 10
 - 2.3.1. 信托：2025 年上半年信托资产规模持续增长，利润总额小幅提升 10
 - 2.3.2. 期货：2025 年 11 月成交额同比增长 11
- 3. 行业排序及重点公司推荐 12
- 4. 风险提示 15

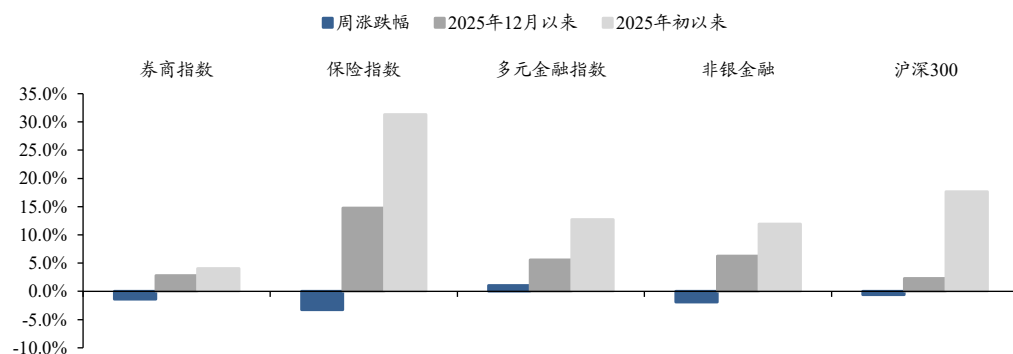
图表目录

图 1:	最近 5 个交易日（2025.12.29-2025.12.31）非银金融子行业表现	4
图 2:	2025 年以来仅保险行业跑赢沪深 300.....	4
图 3:	2023-2025 年各月日均股基交易额（亿元）	5
图 4:	2025 年 1-11 月保险行业保费同比增长情况（亿元）	8
图 5:	10 年期中债国债到期收益率（%）	10
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.....	11
图 9:	期货行业市场成交额及增速.....	11
图 10:	期货公司营业收入及增速.....	12
图 11:	期货公司净利润及增速.....	12
表 1:	各指数涨跌情况.....	5
表 2:	《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》管理指标一览.....	9
表 3:	上市券商估值表（2025 年 12 月 31 日）	13
表 4:	上市保险公司估值及盈利预测.....	14

1. 非银行金融行业近期表现

最近 3 个交易日（2025 年 12 月 29 日-2025 年 12 月 31 日）非银金融各子板块中仅多元金融行业跑赢沪深 300 指数。多元金融行业上涨 1.07%，证券行业下跌 1.36%，保险行业下跌 3.29%，非银金融整体下跌 1.93%，沪深 300 指数下跌 0.59%。

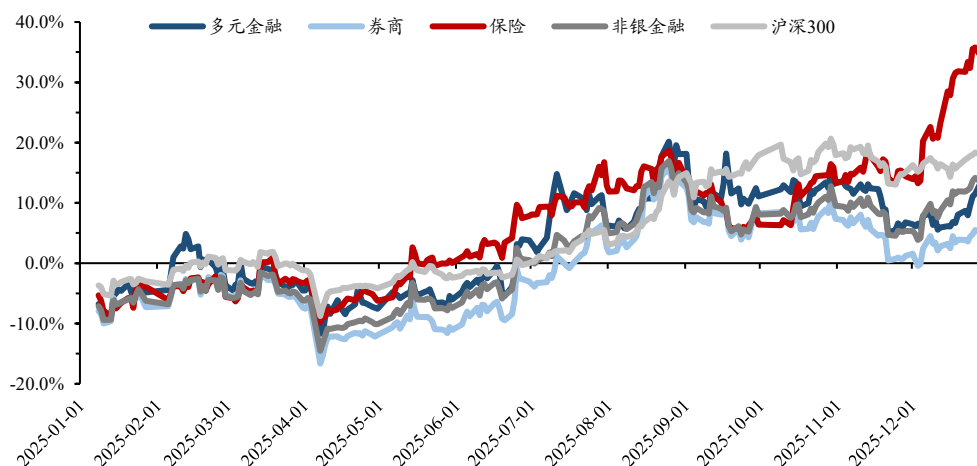
图1：最近 5 个交易日（2025.12.29-2025.12.31）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 12 月 31 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 31.31%，多元金融行业上涨 12.72%，券商行业上涨 4.05%，非银金融整体上涨 11.95%，沪深 300 指数上涨 17.66%。

图2：2025 年以来仅保险行业跑赢沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 12 月 31 日）

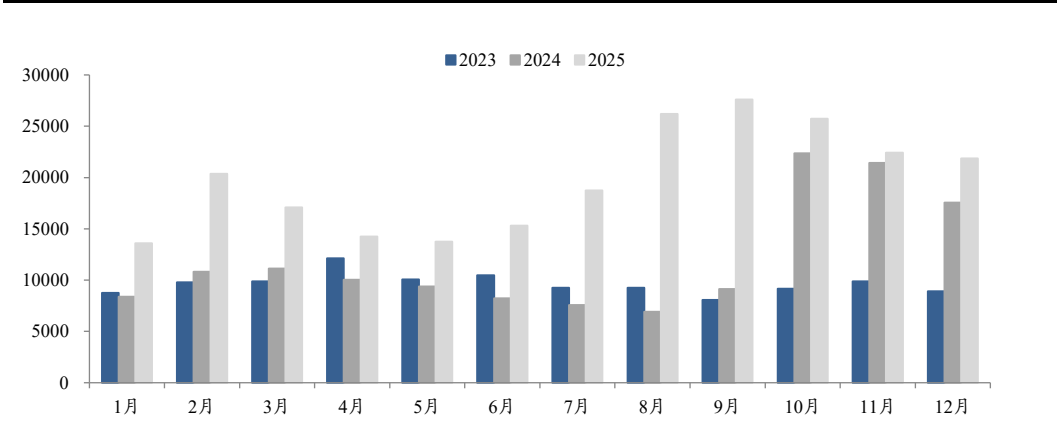
公司层面（剔除 ST、*ST 股票），最近 5 个交易日中，保险行业中，中国太保跌幅较小，中国平安相对落后；证券行业中，华林证券表现较好，中银证券相对落后；多元金融行业中，越秀资本表现较好，瑞达期货相对落后。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量环比下降；公募基金降费第三阶段正式落地

2025 年 12 月至今交易量环比下降。截至 2025 年 12 月 31 日，2025 年 12 月日均股基交易额为 21860 亿元，较上年 12 月上涨 24.49%，较上月下降 2.46%。截至 12 月 30 日，两融余额 25553 亿元，同比提升 35.91%，较年初增长 37.04%。截至 2025 年 12 月 31 日，12 月 IPO 发行 15 家，募集资金 190.85 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 12 月 31 日）

12 月权益市场上行。截至 2025 年 12 月 31 日，2025 年 12 月沪深 300 指数上涨 2.28%，上年 12 月上涨 0.47%，2025 年 11 月下跌 2.46%；创业板指数上涨 4.93%，上年 12 月下跌 3.71%，2025 年 11 月下跌 4.23%；上证综指上涨 2.06%，上年 12 月上涨 0.76%，2025 年 11 月下跌 1.67%；中债总全价指数下跌 0.28%，上年 12 月上涨 1.89%，2025 年 11 月下跌 0.39%；万得全 A 指数上涨 3.30%，上年 12 月下跌 1.96%，2025 年 11 月下跌 2.22%。

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 12 月	2.28%	4.93%	2.06%	-0.28%	3.30%
2025 年 11 月	-2.46%	-4.23%	-1.67%	-0.39%	-2.22%
2024 年 12 月	0.47%	-3.71%	0.76%	1.89%	-1.96%
2024 年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年至今累计	17.66%	49.57%	18.41%	-2.32%	27.65%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 12 月 31 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》。为落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，进一步降低基金投资者投资成本，规范公募基金销售市场秩序，保护基金投资者合法权益，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》，自 2026 年 1 月 1

日起正式施行。以近三年平均数据测算，第三阶段关于基金销售费用的费率改革，整体降费约 300 亿元，降幅约 34%。**与征求意见稿的变化：**1) 短债利空因素有所缓解。正式稿对债券型和场外 ETF 的赎回费做了差异化豁免，个人投资者持有满 7 日即可免收，机构投资者需持有满 30 日。此前征求意见稿对于债券型收取的惩罚性赎回费对短债基金有较大负面影响，调整后债券型基金配置性价比与降费前基本一致。2) 正式稿维持各类基金年费率上限，持有超过一年的股、混、债基金不再收取销售服务费。对货币基金增设例外，持有一年以上的份额可继续收费（上限仍为 0.15%/年），该项调整主要考虑了货基的高成本，更贴近实际情况。**第三轮降费主要内容包括：**1) 调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平。①认购费、申购费方面，股、混合、债基的费率上限由 1.2%/1.5%、1.2%/1.5%、0.6%下调至 0.8%、0.5%、0.3%。预计对银行渠道影响较大；第三方、券商原先已打折，多数为 1 折，远低于目前的费率上限。②销售服务费方面，股、混基金的费率上限由 0.6%/年调降至 0.4%/年，指数基金和债基的费率上限由 0.4%/年，调降至 0.2%/年；货基的费率上限由 0.25%/年，调降至 0.15%/年。持有超过一年的基金不再收取销售服务费（货基除外）。2) 优化公募基金销售生态，鼓励投资者长期持有。①赎回费全部归基金资产（原为部分归基金资产，部分归基金销售机构），引导基金销售机构由重流量转为重保有。②鼓励投资者长期持有，持有期在 30 天到 6 个月之间的份额与征求意见稿一致，仍收取 0.5%赎回费，但对债券型和场外 ETF 的赎回费做了差异化豁免。3) 调整尾佣比例，通过差异化制度安排引导权益类基金发展。对向个人投资者的基金销售，继续维持尾佣比例不超过 50%的上限；对向非个人的基金销售，权益类基金维持尾佣比例不超过 30%的上限，其他基金由 30%调降至 15%。通过差异化制度安排鼓励基金销售机构重点发展零售业务，并通过对机构客户的差异化安排引导权益类基金的发展。

证监会发布《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》。12 月 31 日，证监会发布《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》，同时出台《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》。沪深交易所同步修订发布公募 REITs 业务规则，护航 REITs 市场高质量发展。1) 在推动商业不动产 REITs 平稳健康发展方面，《通知》要求各证监局发挥属地监管优势，加强政策宣传与优质资产培育；证券交易所需提升上市审核质效与市场服务质量；基金管理人、财务顾问等机构要严格履行尽职调查与核查责任，确保信息披露真实、准确、完整，严把资产合规关、风险关和质量关。针对市场扩容扩围，《通知》提出持续加大优质 REITs 供给，完善扩募制度安排与市场化定价机制，支持运营稳健、治理有效、信息披露质量较高的上市 REITs 通过购入资产、扩募、合并等方式做优做强，提升单只 REITs 资产规模和风险抵御能力；同时平等对待各类所有制企业，支持民营企业通过 REITs 盘活存量资产、拓宽权益融资渠道。2) 二级市场建设方面，《通知》明确将丰富覆盖 REITs 的指数体系，支持基金管理人开发挂钩相关指数的基金产品，支持符合条件的公募基金将 REITs 纳入投资范围，研究探索跟踪 REITs 指数的交易型开放式指数基金（REITs ETF）等创新产品，进一步丰富投资者资产配置选择；加大引导保险资金、社

保基金、年金基金等中长期资金入市，推动 REITs 纳入沪深港通标的范围，扩大高水平对外开放；同时推动专业投资机构加强投研能力建设，倡导关注资产基本面与长期投资价值。3) 在市场生态完善上，《通知》强调优化以市场化为导向的 REITs 估值与发行定价机制，规范推介、询价、配售等行为；结合不动产运营特点强化信息披露和市场约束；推动配套政策落实，加快推进 REITs 专项立法及部门规章制定，夯实法治基础；健全多层次 REITs 市场体系，完善申报注册制度机制。4) 审核注册流程优化方面，监管部门将健全规范透明、权责清晰的审核注册流程，统一标准、优化衔接，提升效率；强化公权力监督制约，建立质量控制与廉政监督机制；坚持“能公开、尽公开”原则，接受社会监督；同时强化证监会对交易所审核工作的指导与检查，一体推进质量、效率与廉政风险防控。5) 市场化标准体系建设上，《通知》坚持 REITs 作为资产上市平台的证券本质属性，持续完善不同业态资产的审核重点关注事项和信息披露要求，按“成熟一类、推出一类”原则公开相关标准；研究建立与无风险利率挂钩的灵活收益率要求；监督回收资金使用，重点支持盘活存量、鼓励扩大投资。6) 监管与风险防范方面，《通知》要求健全覆盖尽职调查、发行定价、交易、运营、信息披露的全链条监管制度，强化对资产质量、运营管理、治理水平的穿透式监管；证监局需做好日常监管与风险处置，交易所通过审核问询、现场督导等严把准入关；行业协会加强自律管理；强化科技监管应用，压实基金管理人主动管理职责与运营管理机构责任；依法打击违法违规行为，健全信息披露制度，加强交易监测与风险预警，维护市场平稳运行；同时强化预期引导与投资者教育，营造良好市场环境。

证监会发布《证券期货市场监督管理措施实施办法》。为贯彻党的二十大和二十届二中、三中、四中全会及中央金融工作会议、中央全面依法治国工作会议精神，落实法治政府建设相关要求，进一步规范证券期货市场监督管理措施的实施程序，证监会制定了《证券期货市场监督管理措施实施办法》，自 2026 年 6 月 30 日起施行，主要内容包括：1) 明确监管措施的种类。列出责令改正、监管谈话、出具警示函、责令定期报告等十四类比较常用的措施，并将“法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他监督管理措施”作为兜底规定。2) 明确监管措施的实施原则。实施监管措施，应当遵循依法、效率、公正原则，应当符合法律、行政法规、中国证监会规章规定的程序，应当及时纠正违法行为，防范风险蔓延与危害后果扩散，坚持风险防控与教育相结合，应当以事实为依据，与行为的性质、情节、危害程度以及风险大小相当。3) 明确实施监管措施的程序要求。包括监管措施的取证、决定、送达、现场执法、回避、法制审核等一般程序要求，事先告知等特别程序要求，以及紧急情况下的快速处置机制。4) 明确监管措施决定的作出及执行要求。包括监管措施决定书应当载明的事项、公开要求、送达程序等。

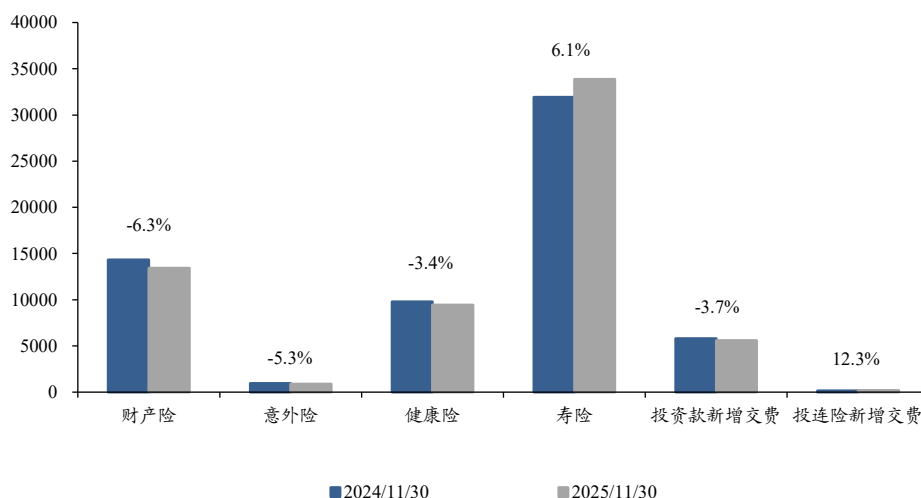
券商板块配置价值有望进一步提升，建议关注。根据已披露业绩情况，目前（2025 年 12 月 31 日）券商行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.3x。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

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：产寿单月保费增速均有改善，看好“开门红”；资产负债管理新规征求意见

金监总局披露保险行业 11 月保费：产寿单月保费增速均有改善，继续看好寿险开门红表现。1) 11 月单月人身险公司保费降幅收窄，继续看好 2026 年负债端增长。2025 年 1-11 月人身险原保费 44206 亿元，同比+9.2%，规模保费 49969 亿元，同比+8.4%；11 月单月人身险公司原保费规模达 1548 亿元，同比-2.4%，降幅较 10 月收窄 2.2pct。当前开门红预录数据表现较好，展望 2026 年，我们认为市场需求依然旺盛，保险产品预定利率仍高于银行存款，相对吸引力仍然明显，对新单保费和 NBV 增长持乐观预期，同时分红险占比继续提升有助于进一步优化负债成本。2) 11 月单月产险公司保费同比+2.3%，车险与非车险增速均环比改善。2025 年 1-11 月产险公司保费达 16157 亿元，同比+3.9%。11 月单月产险公司保费达 1248 亿元，同比+2.3%，增速转正（10 月为同比-5.5%）。1-11 月车险保费同比+3.1%，11 月车险保费同比+1.9%，增速转正（10 月为同比-6.6%）。11 月非车险保费增速亦实现转正。1-11 月非车险同比+4.8%，11 月单月非车险保费同比+3.1%，增速转正（10 月为同比-3.4%）。我们预计非车险业务“报行合一”分批落地实施，短期保费增长或有压力，但长期有助于规范行业费用投放，改善整体盈利水平。

图4：2025 年 1-11 月保险行业保费同比增长情况（亿元）



数据来源：国家金融监督管理总局官网，东吴证券研究所

备注：图中保费数据为行业保费收入；正文中引用的数据，其中产险部分为产险公司上报国家金融监督管理总局月报的内部未经审计数据。二者均来源于国家金融监督管理总局官网，口径有差异，故此图的产险部分与正文数据不尽相同。

保险公司资产负债管理新规征求意见，拟进一步强化监管要求。1) 金监总局就《保险公司资产负债管理办法》公开征求意见，并同步开展行业测试，拟进一步完善保险公司资产负债管理监管要求。相比 2019 年发布的《保险资产负债管理监管暂行办法》，本次《征求意见稿》整合了此前分散的监管要求，对资产负债管理的治理体系、责任划分、管理程序等进行了全面规范，并且明确了监管指标，强调长周期考核评价。2) 新规下包含

监管指标和监测指标两类，监管指标（财险 3 项、寿险 4 项）为本次新增，以最低标准方式进行限额管理，监测指标（财险 3 项、寿险 7 项）则大部分在现行规则中已包含，主要用于风险识别与预警。同时，优化了指标计算口径。根据宏观经济变化调整压力情景，将金融衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算，对成本收益指标评价周期拉长至 3-5 年，引导保险公司长期经营。3）我们认为，当前行业经营进入新周期，利率环境、产品结构、会计准则均有重大变化，资产负债管理的重要性进一步凸显。本次征求意见稿是对现有监管体系的完善，有利于进一步强化险企风险管理、保障行业稳健经营。

表2: 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》管理指标一览

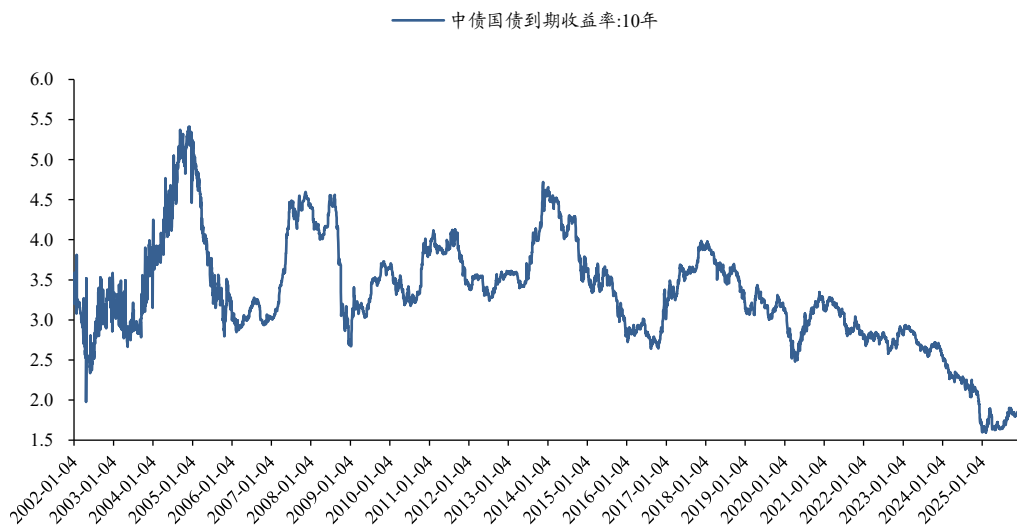
类型		指标	计算公式	最低监管标准
监管指标	财产险公司	沉淀资金缺口率	沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产	不低于 100%
		收入覆盖率	收入覆盖率=（过去三年保险服务收入+过去三年综合投资收益）÷过去三年综合成本	不低于 100%
		压力情景下流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关流动性风险监管规则执行	不低于 100%
	人身险公司	有效久期缺口	规模调整后的有效久期缺口=（资产现金流有效久期×资产现金流的折现值+负债现金流流入有效久期×负债现金流流入的折现值+利率类衍生品买入合约的有效久期×利率类衍生品买入合约的合约价值之和-利率类衍生品卖出合约的有效久期×利率类衍生品卖出合约的合约价值之和）÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出有效久期	不高于 5 年或低于-5 年; 对于缺口低于-5 年的人身保险公司，现金流流入有效久期不低于 5 年
		综合投资收益覆盖率	综合投资收益覆盖率=过去五年综合投资收益÷过去五年负债资金成本	不低于 100%
		净投资收益覆盖率	净投资收益覆盖率=过去三年净投资收益÷过去三年负债保证成本	不低于 100%
		压力情景下流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关流动性风险监管规则执行	不低于 100%

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

注：以上综合投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资损益+ FVOCI 金融资产的公允价值变动净额+指定为 FVOCI 的非交易性权益工具投资的处置损益-投资资产减值损失-利息支出。

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 12 月 31 日保险板块估值 0.68-0.99 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 (%)



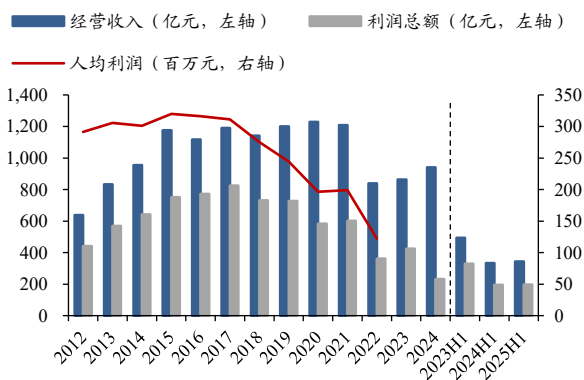
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2025 年 12 月 31 日)

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: 2025 年上半年信托资产规模持续增长, 利润总额小幅提升

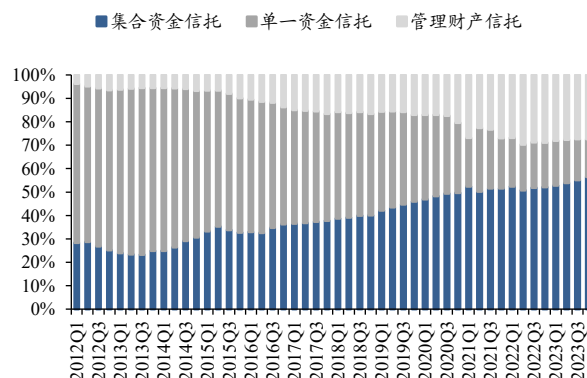
信托行业 2025 年上半年利润同比微增。2025 年 6 月末, 信托资产规模达到 32.43 万亿元, 比 2024 年末增加 2.87 万亿元、增长 9.73%, 比 2024 年 6 月末增加 5.43 万亿元、增长 20.11%。2025H1 信托行业经营收入与利润总额实现双增。2025H1 信托业经营收入为 343.62 亿元, 较上年同期增加 11.09 亿元, 同比增幅为 3.34%; 利润总额为 196.76 亿元, 较上年同期增加 0.88 亿元, 同比增幅为 0.45%。行业经营收入与利润总额表现出或增或减的不稳定性, 表明行业仍然处于转型发展的阵痛期。

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 (%)



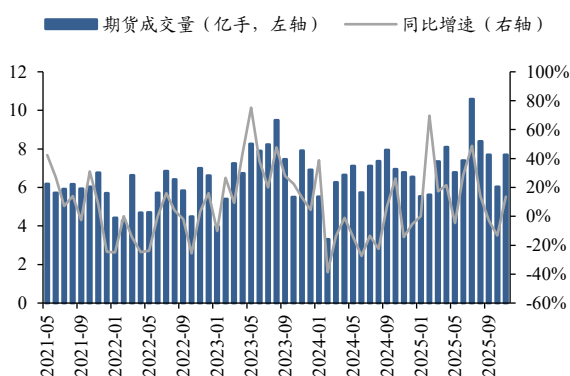
数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

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 11 月成交额同比增长

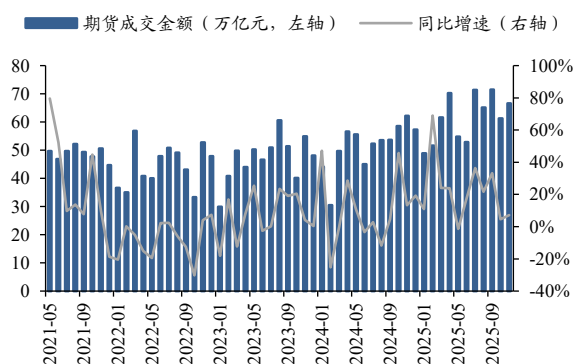
2025 年 11 月期货行业市场成交额同比增长。根据期货业协会数据，以单边计算，11 月全国期货交易市场成交量为 7.70 亿手,成交额为 66.61 万亿元,同比分别增长 13.54% 和增长 7.11%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

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

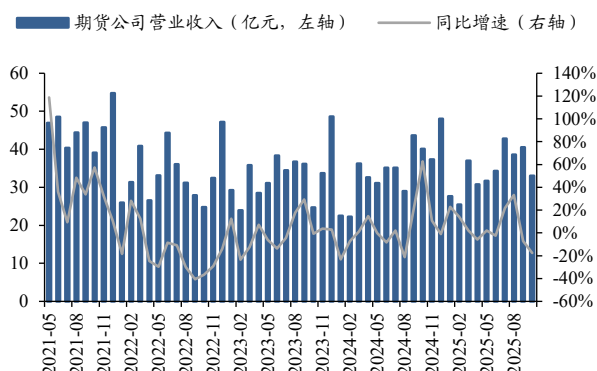


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 11 月期货公司利润同比下降。截至 2025 年 11 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 11 月实现营业收入 29.18 亿元，同比下降 21.73%，环比 2025 年 10 月下降 11.74%；净利润 6.03 亿元，同比下降 32.40%，环比 2025 年 10 月下降 30.21%。（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）。

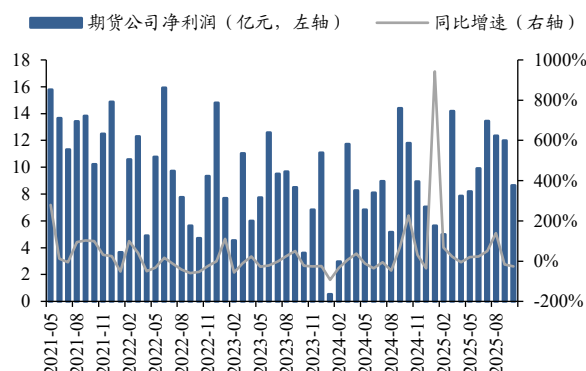
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，我们预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 10 月 31 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 93 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 25.13 亿元，环比 9 月下降 40.68 亿元，净利润 4.10 亿元，环比 9 月增加 2.42 亿元。

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

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，重点推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保、中国太保、中信证券、同花顺等。

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，我们预计负债端将显著改善，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 12 月 31 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	28.71	4255	20.4	14.5	13.0	1.6	1.4	1.3
300059.SZ	东方财富	23.18	3663	38.1	29.6	25.9	4.5	4.0	3.6
601211.SH	国泰海通	20.55	3623	14.8	13.4	14.2	9.7	1.2	1.1
601688.SH	华泰证券	23.59	2129	14.6	12.4	11.1	1.3	1.1	1.0
601881.SH	中国银河	15.72	1719	19.4	11.8	10.8	1.6	1.4	1.2
000166.SZ	申万宏源	5.27	1320	25.1	17.1	15.6	1.3	1.2	1.1
000776.SZ	广发证券	22.02	1675	19.1	12.3	11.0	1.4	1.1	1.1
601995.SH	中金公司	35.00	1690	33.8	19.4	17.1	1.8	1.5	1.4
601066.SH	中信建投	26.77	2076	33.9	19.1	16.5	2.7		
600999.SH	招商证券	16.64	1447	14.7	11.8	10.7	1.3	1.1	1.0
600958.SH	东方证券	10.90	926	29.5	15.8	14.2	1.2	1.1	1.1
002736.SZ	国信证券	13.12	1344	18.2	12.1	10.6	1.4	1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	7.42	641	31.1	19.2	17.2	1.2	1.0	1.0
601788.SH	光大证券	17.55	809	30.3	24.0	22.2	1.4		
601878.SH	浙商证券	10.81	494	22.1	20.4	17.8	1.4	1.3	1.2
600918.SH	中泰证券	6.50	515	59.1	34.0	31.0	1.2	1.2	1.1
601555.SH	东吴证券	9.06	450	18.9	13.1	11.9	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	8.15	451	27.2	14.7	13.9	1.3	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.80	642	28.9	15.7	15.0	1.3	1.3	1.2
002939.SZ	长城证券	10.20	412	26.2	18.9	17.7	1.4	1.3	1.2
000686.SZ	东北证券	9.32	218	25.2			1.1		
600109.SH	国金证券	9.30	345	20.6	14.8	13.7	1.0	1.0	0.9
002673.SZ	西部证券	7.89	353	25.1	23.9	22.7	1.2		
601236.SH	红塔证券	8.19	386	51.2			1.6		
601108.SH	财通证券	8.72	405	17.4	14.6	13.1	1.1	1.1	1.0
000728.SZ	国元证券	8.35	364	16.4	12.6	11.6	1.0	0.9	0.9
601198.SH	东兴证券	13.88	449	29.0			1.6		
000750.SZ	国海证券	4.24	271	60.6	50.2	42.4	1.2	1.1	1.1
002926.SZ	华西证券	9.28	244	33.1			1.0		
601375.SH	中原证券	4.30	200	81.1			1.4		
002500.SZ	山西证券	5.99	215	30.0			1.2		
600155.SH	华创云信	6.62	147	220.7			0.7		
600909.SH	华安证券	6.78	317	21.2	17.0	15.5	1.4	1.3	1.2
601696.SH	中银证券	14.99	416	45.4			2.3		
002797.SZ	第一创业	6.87	289	31.2	29.5	26.6	1.8	1.7	1.6
600369.SH	西南证券	4.48	298	40.7			1.2		
601456.SH	国联民生	10.17	578	72.6	27.1	24.5	1.5	1.2	1.2
601990.SH	南京证券	7.92	348	29.3	28.1	25.4	1.6		
600095.SH	湘财股份	11.06	316	289.5	67.9	55.3	2.7	2.6	2.5
600906.SH	财达证券	6.67	216	31.8			1.8		
601099.SH	太平洋	4.11	280	128.4			2.9		

002945.SZ	华林证券	15.33	414	117.9	6.2			
600621.SH	华鑫股份	15.24	162	44.8	1.9			
大券商平均				22.8	15.3	13.9	2.2	1.2
平均				46.2	21.2	18.9	1.8	1.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 12 月 31 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、国盛证券估值波动较大，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	68.40	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿-A	45.50	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险-A	69.70	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保-A	41.91	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保-A	8.95	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	68.40	0.87	0.90	0.88	0.83	-6.18	-4.65	-6.20	-8.09
中国人寿-A	45.50	1.05	1.02	0.92	0.85	1.54	0.69	-3.41	-6.00
新华保险-A	69.70	0.85	0.87	0.84	0.77	-15.74	-10.93	-6.56	-7.49
中国太保-A	41.91	0.78	0.76	0.72	0.68	-12.65	-11.52	-11.98	-13.11
中国人保-A	8.95	1.37	1.29	1.13	0.99	29.07	13.84	4.08	-0.21
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	68.40	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿-A	45.50	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险-A	69.70	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保-A	41.91	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
中国人保-A	8.95	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	68.40	11.22	14.54	9.84	9.22	1.43	1.39	1.34	1.19
中国人寿-A	45.50	19.29	27.85	12.03	11.97	3.51	2.70	2.52	2.45
新华保险-A	69.70	10.11	24.98	8.29	7.45	2.22	2.07	2.26	2.06
中国太保-A	41.91	10.79	14.81	8.97	8.21	2.05	1.62	1.38	1.23
中国人保-A	8.95	15.60	17.38	9.23	7.77	1.78	1.63	1.47	1.33

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 12 月 31 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>