

非银金融行业跟踪周报

保险资产负债管理新规征求意见；继续看好保险股

增持（维持）

2025 年 12 月 21 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 5 个交易日（2025 年 12 月 15 日-2025 年 12 月 19 日）非银金融各子板块均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 7.04%，多元金融行业上涨 2.04%，证券行业上涨 1.06%，非银金融整体上涨 2.99%，沪深 300 指数下跌 0.28%。

■ **证券：交易量环比下降；中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉。1）12 月交易量环比下降**。截至 12 月 19 日，12 月日均股基交易额为 21087 亿元，较上年 12 月上涨 20.09%，较上月下降 5.91%。截至 12 月 18 日，两融余额 24994 亿元，同比提升 32.93%，较年初增长 34.04%。截至 12 月 19 日，12 月 IPO 发行 9 家，募集资金 110.83 亿元（按发行日统计）。2）**中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉，资产规模将破万亿**。2025 年 12 月 17 日，中金公司换股吸收合并东兴证券、信达证券预案公布，三家公司股票于 2025 年 12 月 18 日复牌。每东兴证券、信达证券股票换取中金公司股票的比例分别为 1:0.4373、1:0.5188。简单加总后，三家公司 2025Q3 合计总资产将排名行业第四位，2025 年前三季度合计归母净利润将排名行业第六位。3）**证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神**。会议强调，证监会系统要为经济高质量发展和“十五五”良好开局积极贡献力量：①坚持战略引领，认真做好“十五五”规划编制和实施。②坚持固本强基，持续增强市场内在稳定性。③坚持改革攻坚，不断提高资本市场制度包容性吸引力。④坚持严监严管，切实提升监管执法效能。⑤坚持全面从严，纵深推进证监会系统党风廉政建设。4）**12 月 19 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：资产负债管理新规征求意见；优化股票风险因子要求。1）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。2）**监管优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势**。金监总局官网《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，根据持仓时间差异化设置风险因子，引导险资加强长期投资。《新规》是此前 5 月金监总局已经预告的“稳股市”举措。我们认为，相比缓解险企资本压力，新规本意更在于引导长期资金入市。保险资金权益投资 2025 年以来已显著提升，未来负债端调整将打开配置空间。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 19 日保险板块估值 0.67-1.01 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 10 月期货行业净利润 8.64 亿元，同比下降 26.72%，环比 2025 年 9 月下降 27.88%。

■ **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

《保险公司资产负债管理新规征求意见稿，拟进一步强化监管要求》

2025-12-19

《中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉，资产规模将破万亿》

2025-12-17

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；中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉 5
 - 2.2. 保险：资产负债管理新规征求意见；优化长期股票持仓风险因子要求 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 9
 - 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 9
 - 2.3.2. 期货：2025 年 11 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

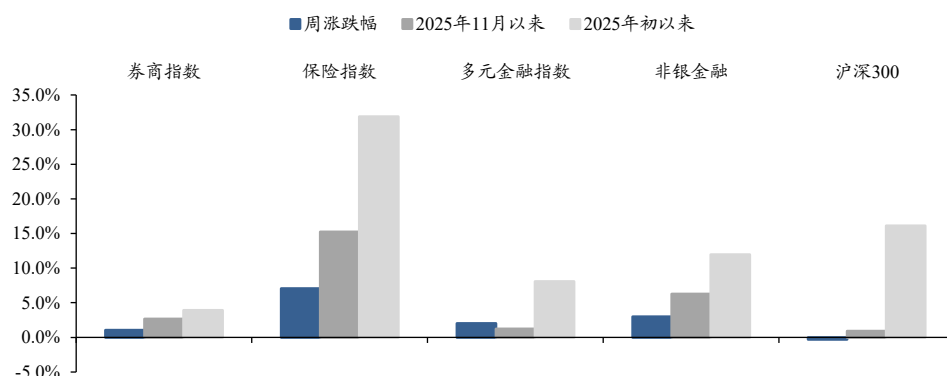
图表目录

图 1:	最近 5 个交易日（2025.12.15-2025.12.19）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:	2025Q3 保险资金重仓流通股结构.....	8
图 5:	保险资金对沪深 300 及红利 100 成分股持仓市值（亿元）	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:	《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》管理指标一览.....	7
表 3:	上市券商估值表（2025 年 12 月 19 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 12 月 15 日-2025 年 12 月 19 日）非银行金融各子板块均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 7.04%，多元金融行业上涨 2.04%，证券行业上涨 1.06%，非银行金融整体上涨 2.99%，沪深 300 指数下跌 0.28%。

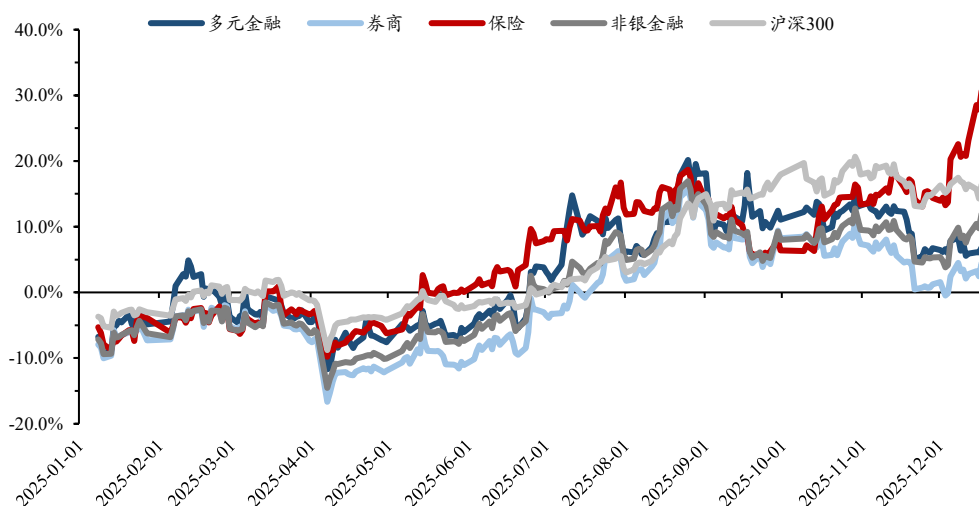
图1：最近 5 个交易日（2025.12.15-2025.12.19）非银行金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 12 月 19 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 31.86%，多元金融行业上涨 8.06%，券商行业上涨 3.89%，非银行金融整体上涨 11.95%，沪深 300 指数上涨 16.09%。

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 19 日）

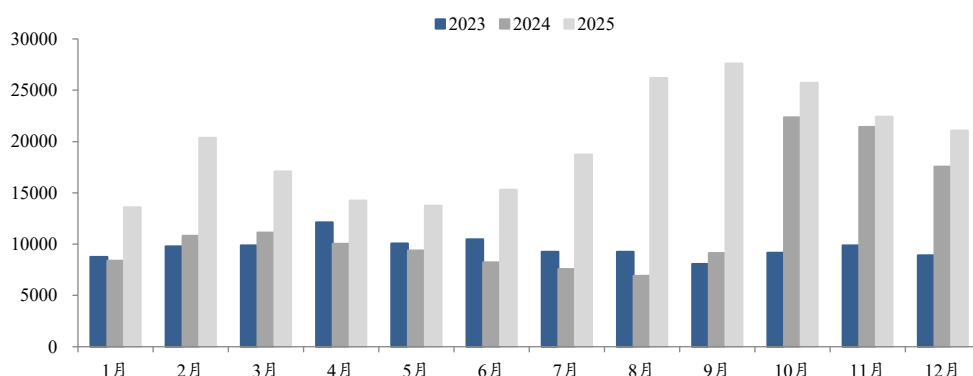
公司层面（剔除 ST、*ST 股票），最近 5 个交易日中，保险行业中，中国平安、中国太保表现较好，中国人寿涨幅较小；证券行业中，东兴证券表现较好，锦龙股份相对落后；多元金融行业中，渤海租赁表现较好，瑞达期货相对落后。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：交易量环比下降；中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉

2025 年 12 月至今交易量环比下降。截至 2025 年 12 月 19 日，2025 年 12 月日均股基交易额为 21087 亿元，较上年 12 月上涨 20.09%，较上月下降 5.91%。截至 12 月 18 日，两融余额 24994 亿元，同比提升 32.93%，较年初增长 34.04%。截至 2025 年 12 月 19 日，12 月 IPO 发行 9 家，募集资金 110.83 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 19 日）

12 月权益市场上行。截至 2025 年 12 月 19 日，2025 年 12 月沪深 300 指数上涨 0.92%，上年 12 月上涨 0.47%，2025 年 11 月下跌 2.46%；创业板指数上涨 2.28%，上年 12 月下跌 3.71%，2025 年 11 月下跌 4.23%；上证综指上涨 0.05%，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 0.13%，上年 12 月上涨 1.89%，2025 年 11 月下跌 0.39%；万得全 A 指数上涨 0.84%，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	0.92%	2.28%	0.05%	-0.13%	0.84%
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	16.09%	45.79%	16.07%	-2.17%	24.61%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 12 月 19 日）

中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉，资产规模将破万亿。2025 年 12 月 17 日，中金公司换股吸收合并东兴证券、信达证券预案公布，三家公司股票于 2025 年 12 月 18 日复牌。本次合并中，每股东兴证券、信达证券股票换取中金公司股票的比例分别为 1:0.4373、1:0.5188。东兴证券换股价为 16.14 元，相对定价基准价溢价 26%，相对当前

股价溢价 23%；信达证券换股价为 19.15 元，相对当前股价溢价 8%。①简单加总后，三家公司 2025Q3 合计总资产将排名行业第四位，2025 年前三季度合计归母净利润将排名行业第六位。2025 年前三季度中金公司、东兴、信达净利润分别位 65.7 亿元、16.0 亿元、13.5 亿元，同比分别增长 130%、70%、53%；截至 2025Q3，中金公司、东兴、信达总资产分别为 7649 亿元、1164 亿元、1283 亿元。简单加总后，合并公司归母净利润达 95.2 亿元，排名第六，总资产将破万亿，排名第四。②从业务来看，三家券商各有特色。中金公司在投行业务、机构业务、高净值财富管理业务方面具有深厚积累，同时在国际业务方面优势显著。东兴证券过去依托股东中国东方在 AMC 领域亦积累了不少优势，信达证券在并购重组、大资管业务方面具有一定优势。此外，中金公司、信达、东兴的营业网点侧重略有不同，中金财富营业部主要集中在经济发达地区，信达和东兴在辽宁和福建等地具有一定比较优势，整合可以进一步拓展中金财富的网点触达。

证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神。近日，证监会党委书记、主席吴清主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，结合全国金融系统工作会议要求，研究部署证监会系统贯彻落实举措。会议强调，证监会系统要持续深化资本市场投融资综合改革，更好助力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，为经济高质量发展和“十五五”良好开局积极贡献力量。①坚持战略引领，认真做好“十五五”规划编制和实施。积极配合编制国家“十五五”规划纲要，科学制定资本市场“十五五”规划体系，系统谋划未来五年资本市场发展主要目标、任务和重要举措，以钉钉子精神抓好落实。②坚持固本强基，持续增强市场内在稳定性。积极培育高质量上市公司群体，开展新一轮公司治理专项行动，引导优质公司持续加大分红回购力度。全面推动落实中长期资金长周期考核机制，大力发展权益类公募基金，推动指数化投资高质量发展。加强跨市场跨行业跨境风险监测监控，强化逆周期跨周期调节，健全长效化稳市机制。③坚持改革攻坚，不断提高资本市场制度包容性吸引力。启动实施深化创业板改革，加快科创板“1+6”改革举措落地。推动私募基金行业高质量发展，尽快落地商业不动产 REITs 试点，研究推出新的重点期货品种。坚持扶优限劣，加快打造一流投资银行和投资机构。稳步扩大制度型开放，优化合格境外投资者制度和互联互通机制，提高境外上市备案质效。④坚持严监严管，切实提升监管执法效能。强化科技赋能监管，继续重拳惩治财务造假、内幕交易、市场操纵、挪用侵占私募基金财产等证券期货违法违规行为。推动出台上市公司监管条例，积极配合修订证券公司、证券投资基金等重点领域法律法规。⑤坚持全面从严，纵深推进证监会系统党风廉政建设。全力支持配合驻证监会纪检监察组加大案件查办力度，强化重点领域公权力监督制约。坚持严管厚爱结合、激励约束并重，加快打造“三个过硬”的监管铁军。

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 19 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：资产负债管理新规征求意见；优化长期股票持仓风险因子要求

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%

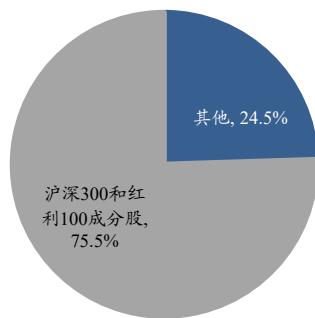
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

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。

金监总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，进一步引导保险公司提高长期投资管理能力，发挥耐心资本作用。1)《新规》主要内容：根据持仓时间差异化设置风险因子，引导险资加强长期投资。①持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27。该持仓时间根据过

去六年加权平均持仓时间确定。②持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。该持仓时间根据过去四年加权平均持仓时间确定。3) 相比缓解险企资本压力, 新规本意更在于引导长期资金入市。本次调整主要面向沪深 300、中证红利和科创板标的, 兼顾稳健蓝筹和优质成长标的, 同时提出 2-3 年持仓时间要求, 目的在于培育壮大耐心资本、支持科技创新。通过鼓励险资入市、长期持有, 有助于在带来增量资金的同时, 降低市场波动。3) 保险资金权益投资 2025 年已显著提升, 未来需依靠负债端调整打开配置空间。短期看, 2025Q3 末产、寿险公司“股票+基金”合计余额 5.59 万亿元, 前三季度累计增加 1.5 万亿元。股票+基金合计占比达 15.5%, 为 2014 年以来最高值, 显著高于此前 12%-13% 的平均水平。但在保费持续流入、投资资产快速提升背景下, 即便按当前比例, 我们预计 2026 年险资新增二级市场权益投资规模仍在万亿元左右。长期看, 伴随负债端分红险等浮动收益型业务占比提升, 保险资金风险偏好和权益配置比例中枢也将有所提高, 因此未来险资权益投资比例仍有提升余量。

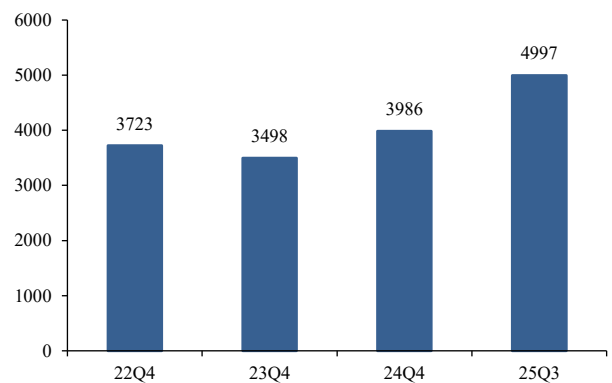
图4: 2025Q3 保险资金重仓流通股结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: ①以上数据为保险公司重仓流通股口径; ②剔除了国寿集团对中国人寿持股、中国平安对平安银行持股以及长期服务计划持股

图5: 保险资金对沪深 300 及红利 100 成分股持仓市值 (亿元)

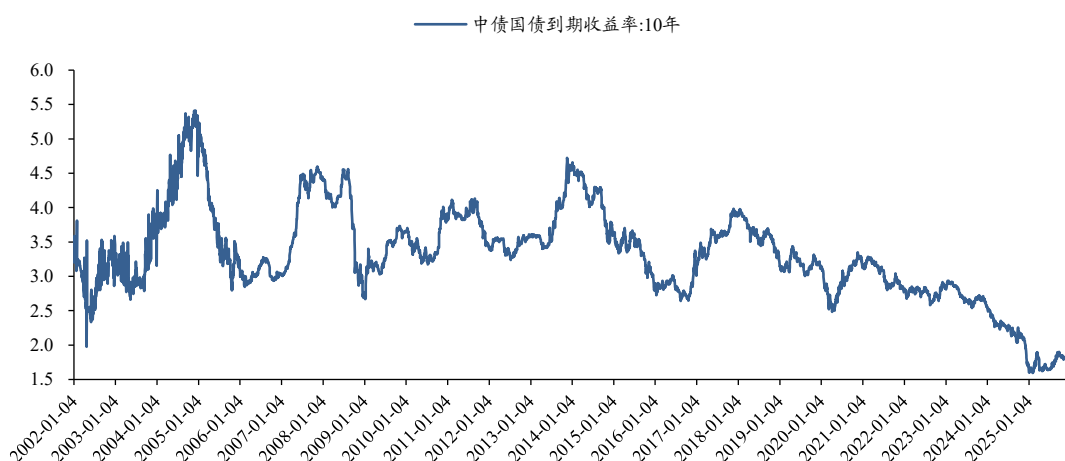


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: ①以上数据为保险公司重仓流通股口径; ②剔除了国寿集团对中国人寿持股、中国平安对平安银行持股以及长期服务计划持股

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 19 日保险板块估值 0.67-1.01 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（%）



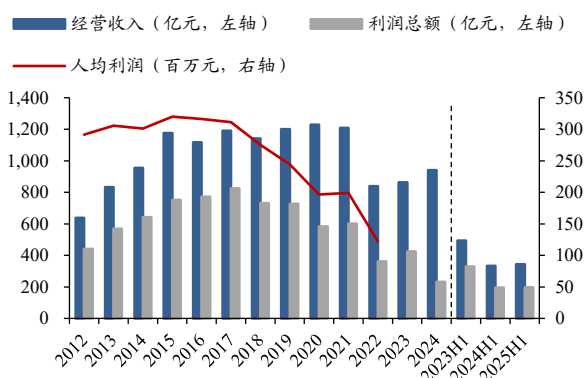
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 12 月 19 日）

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

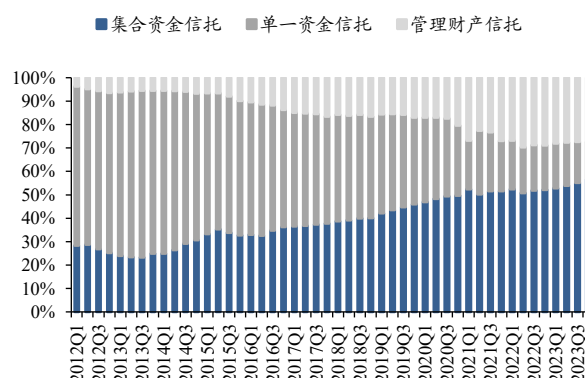
信托行业 2025 年上半年利润同比微增。2025 年 6 月末，信托资产规模达到 32.43 万亿元，比 2024 年末增加 2.87 万亿元、增长 9.73%，比 2024 年 6 月末增加 5.43 万亿元、增长 20.11%。2025H1 信托行业经营收入与利润总额实现双增。2025H1 信托业经营收入为 343.62 亿元，较上年同期增加 11.09 亿元，同比增幅为 3.34%；利润总额为 196.76 亿元，较上年同期增加 0.88 亿元，同比增幅为 0.45%。行业经营收入与利润总额表现出或增或减的不稳定性，表明行业仍然处于转型发展的阵痛期。

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

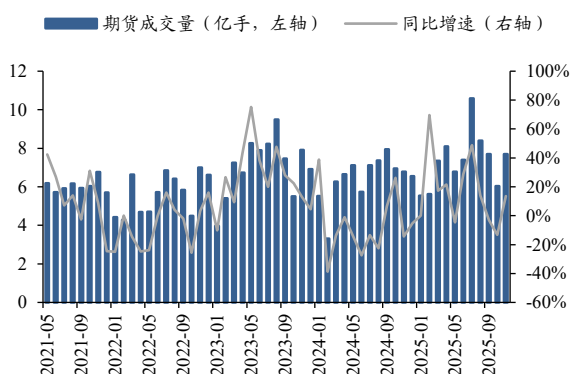
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期，行业的爆发

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 11 月成交额同比增长

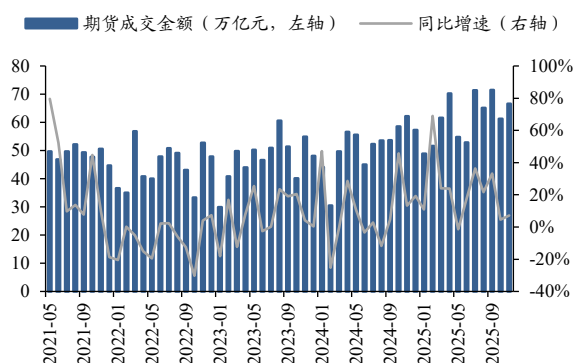
2025 年 11 月期货行业市场成交额同比增长。根据期货业协会数据，以单边计算，11 月全国期货交易市场成交量为 7.70 亿手,成交额为 66.61 万亿元,同比分别增长 13.54% 和增长 7.11%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

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

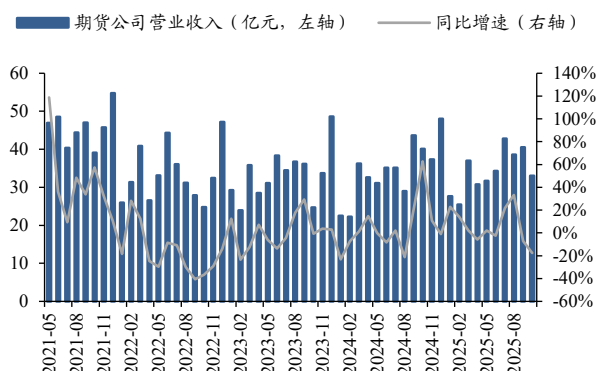


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025 年 10 月期货公司利润同比下降。截至 2025 年 10 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2025 年 10 月实现营业收入 33.06 亿元，同比下降 17.58%，环比 2025 年 9 月下降 18.45%；净利润 8.64 亿元，同比下降 26.72%，环比 2025 年 9 月下降 27.88%。（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）。

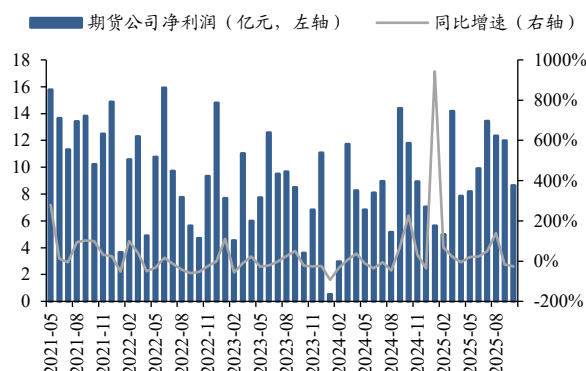
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，我们预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2025 年 10 月 31 日，共有 92 家期货公司在协会备案设立 95 家风险管理公司，其中有 93 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 25.13 亿元，环比 9 月下降 40.68 亿元，净利润 4.10 亿元，环比 9 月增加 2.42 亿元。

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 19 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	28.68	4251	20.3	14.5	13.0	1.6	1.4	1.3
300059.SZ	东方财富	23.00	3635	37.8	29.3	25.7	4.5	4.0	3.5
601211.SH	国泰海通	20.87	3679	15.0	13.6	14.4	9.9	1.2	1.1
601688.SH	华泰证券	22.93	2070	14.2	12.1	10.8	1.3	1.1	1.0
601881.SH	中国银河	15.90	1739	19.6	12.0	10.9	1.6	1.4	1.2
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	21.65	1647	18.8	12.1	10.8	1.4	1.1	1.0
601995.SH	中金公司	35.92	1734	34.7	20.0	17.6	1.9	1.5	1.4
601066.SH	中信建投	27.14	2105	34.4	19.4	16.7	2.7		
600999.SH	招商证券	16.82	1463	14.9	11.9	10.8	1.3	1.1	1.0
600958.SH	东方证券	10.79	917	29.2	15.6	14.0	1.2	1.1	1.1
002736.SZ	国信证券	13.17	1349	18.3	12.1	10.6	1.4	1.1	1.0
601377.SH	兴业证券	7.22	624	30.3	18.7	16.8	1.1	1.0	1.0
601788.SH	光大证券	17.53	808	30.2	24.0	22.2	1.4		
601878.SH	浙商证券	10.98	502	22.4	20.7	18.1	1.4	1.3	1.3
600918.SH	中泰证券	6.66	527	60.5	34.9	31.8	1.2	1.2	1.2
601555.SH	东吴证券	8.86	440	18.5	12.8	11.7	1.1	1.0	0.9
000783.SZ	长江证券	8.12	449	27.1	14.6	13.9	1.3	1.1	1.1
601901.SH	方正证券	7.81	643	28.9	15.7	15.0	1.3	1.3	1.2
002939.SZ	长城证券	10.09	407	25.9	18.7	17.5	1.4	1.3	1.2
000686.SZ	东北证券	9.20	215	24.9			1.1		
600109.SH	国金证券	9.28	344	20.5	14.7	13.7	1.0	1.0	0.9
002673.SZ	西部证券	7.98	357	25.4	24.2	22.9	1.2		
601236.SH	红塔证券	8.36	394	52.3	32.3	22.6	1.6	1.6	1.6
601108.SH	财通证券	8.51	395	17.0	14.3	12.8	1.1	1.0	1.0
000728.SZ	国元证券	8.34	364	16.4	12.5	11.6	1.0	0.9	0.9
601198.SH	东兴证券	14.39	465	30.1			1.6		
000750.SZ	国海证券	4.23	270	60.4	50.1	42.3	1.2	1.1	1.1
002926.SZ	华西证券	9.48	249	33.9			1.1		
601375.SH	中原证券	4.38	203	82.6			1.4		
002500.SZ	山西证券	6.08	218	30.4			1.2		
600155.SH	华创云信	6.81	151	227.0			0.8		
600909.SH	华安证券	6.52	305	20.4	16.3	14.9	1.4	1.3	1.2
601696.SH	中银证券	14.26	396	43.2			2.2		
002797.SZ	第一创业	6.94	292	31.5	29.8	26.9	1.8	1.7	1.6
600369.SH	西南证券	4.46	296	40.5			1.1		
601456.SH	国联民生	10.51	597	75.1	28.0	25.3	1.6	1.3	1.2
601990.SH	南京证券	7.96	293	29.5			1.6		
600095.SH	湘财股份	11.11	318	290.8	68.2	55.5	2.7	2.6	2.5
600906.SH	财达证券	6.85	222	32.6			1.9		
601099.SH	太平洋	4.14	282	129.4			2.9		

002945.SZ	华林证券	14.33	387	110.2	5.8			
600621.SH	华鑫股份	15.06	160	44.3	1.9			
大券商平均				22.9	15.4	14.0	2.2	1.2
平均				46.4	21.3	18.9	1.8	1.3
							1.1	1.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2025 年 12 月 19 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	68.75	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿-A	46.50	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险-A	71.16	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保-A	41.04	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保-A	9.14	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	68.75	0.88	0.90	0.88	0.83	-5.96	-4.45	-5.98	-7.90
中国人寿-A	46.50	1.07	1.04	0.94	0.87	2.33	1.46	-2.58	-5.23
新华保险-A	71.16	0.87	0.89	0.86	0.78	-13.87	-9.42	-5.83	-6.97
中国太保-A	41.04	0.76	0.75	0.70	0.67	-13.56	-12.28	-12.61	-13.69
中国人保-A	9.14	1.40	1.32	1.16	1.01	31.34	15.13	4.81	0.41
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	68.75	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿-A	46.50	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险-A	71.16	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保-A	41.04	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
中国人保-A	9.14	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	68.75	11.28	14.61	9.89	9.26	1.44	1.39	1.35	1.19
中国人寿-A	46.50	19.71	28.46	12.29	12.23	3.59	2.75	2.58	2.50
新华保险-A	71.16	10.32	25.51	8.46	7.60	2.27	2.11	2.31	2.11
中国太保-A	41.04	10.56	14.50	8.78	8.04	2.01	1.58	1.35	1.20
中国人保-A	9.14	15.93	17.75	9.43	7.93	1.81	1.67	1.50	1.36

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 19 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>