

# 券商风险管理落地，金融业绩改善

华泰研究

2025年3月30日 | 中国内地

行业周报（第十三周）

## 本周观点

**投资机会方面银行>证券>保险。**35家上市银行披露2024年业绩，上市银行营收、利润增速均边际改善；规模增速放缓，信贷需求仍有待提振；资产质量维持稳健，农商行拨备下行较快，关注零售风险。上周股票成交量。券商风险管理体系进一步规范，要求将所有子公司纳入全面风险管理体系，加强场外衍生品业务风险穿透。上周市场指数微跌，保险股进入业绩密集发布期，股价表现涨跌互现。

## 子行业观点

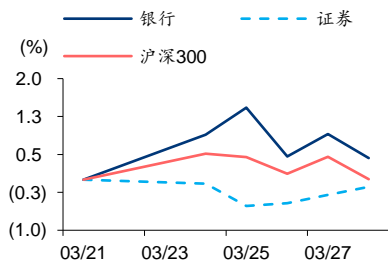
**1) 银行：**截至2025年3月29日，35家上市银行披露2024年业绩（含业绩快报），24年上市银行营收/利润同比-0.01%/2.40%，增速较前三季度改善。规模增速放缓，信贷需求仍有待提振；资产质量维持稳健，关注零售风险。政策预期向好，有望夯实经济回稳基础，把握优质个股结构性机会。**2) 证券：**21家上市券商发布年报，2024年归母净利润合计同比+15%，其中投资类收入同比+28%，是业绩增长的核心驱动。1Q25股票成交额和融资余额维持高位，业绩修复预期延续，看好板块结构性机会。**3) 保险：**上周市场指数微跌，保险股进入业绩密集发布期，股价表现涨跌互现，投资者似乎对于分红的重视程度较高。

## 重点公司及动态

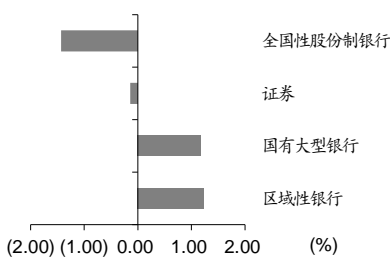
**1) 银行：**质优个股，如招行AH、兴业、成都、苏州、上海、渝农、宁波。**2) 证券：**推荐汇金系券商中国银河H、中金公司H，优质头部券商中信证券H。**3) 保险：**上市险企负债端复苏趋势显著，目前估值仍有修复空间，建议配置优质龙头。

风险提示：经济修复力度不及预期；资产质量恶化超预期。

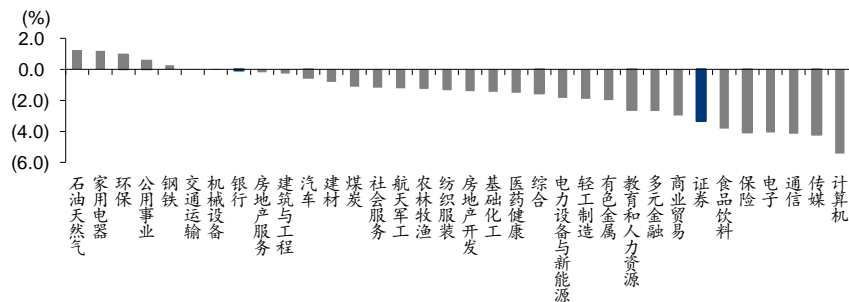
## 一周内行业走势图



## 一周行业内各子板块涨跌幅



## 一周内各行业涨跌幅



## 银行 证券

增持 (维持)  
增持 (维持)

研究员 沈娟  
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com  
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

研究员 李健, PhD  
SAC No. S0570521010001 lijian@htsc.com  
SFC No. AWF297 +(852) 3658 6112

研究员 汪煜  
SAC No. S0570523010003 wangyu017005@htsc.com  
SFC No. BRZ146 +(86) 21 2897 2228

联系人 孙亦欣  
SAC No. S0570123070041 sunyixin@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
招商银行	600036 CH	56.79	买入
招商银行	3968 HK	56.06	增持
兴业银行	601166 CH	25.72	买入
成都银行	601838 CH	20.05	买入
苏州银行	002966 CH	9.40	买入
上海银行	601229 CH	10.59	买入
渝农商行	601077 CH	7.46	增持
中信证券	6030 HK	27.10	买入
中金公司	3908 HK	24.43	买入
中国银河	6881 HK	10.31	买入
宁波银行	002142 CH	33.65	买入

资料来源：华泰研究预测

## 一周涨幅前十公司

股票名称	股票代码	涨跌幅(%)
广发证券	000776 CH	4.93
华林证券	002945 CH	4.28
上海银行	601229 CH	3.91
华夏银行	600015 CH	2.93
渝农商行	601077 CH	2.91
沪农商行	601825 CH	2.86
中国银行	601988 CH	2.61
中泰证券	600918 CH	2.16
国投资本	600061 CH	2.10
厦门银行	601187 CH	2.09

## 一周跌幅前十公司

股票名称	股票代码	涨跌幅(%)
国盛金控	002670 CH	(5.08)
国联民生	601456 CH	(4.80)
常熟银行	601128 CH	(4.13)
招商银行	600036 CH	(3.31)
天风证券	601162 CH	(2.52)
邮储银行	601658 CH	(2.44)
锦龙股份	000712 CH	(2.40)
华创云信	600155 CH	(2.15)
第一创业	002797 CH	(2.07)
太平洋	601099 CH	(1.75)

资料来源：华泰研究

## 本周观点：券商全面风险管理落地，金融业绩改善

投资机会方面银行>证券>保险。35家上市银行披露2024年业绩，上市银行营收、利润增速均边际改善；规模增速放缓，信贷需求仍有待提振；资产质量维持稳健，农商行拨备下行较快，关注零售风险。上周股票成交缩量。券商风险管理体系进一步规范，要求将所有子公司纳入全面风险管理体系，加强场外衍生品业务风险穿透。上周市场指数微跌，保险股进入业绩密集发布期，股价表现涨跌互现。

### 银行：业绩边际回稳，规模增长放缓

上周银行指数+1.32%，较沪深300指数-0.27pct，其中大行、股份行、区域性银行分别-0.35%、+2.70%、+0.84%，上海银行、华夏银行、渝农商行分别+3.91%、+2.93%、+2.91%，为走势最好的三家。截至3月14日，银行板块PB(If)估值0.66倍，2010年以来PB估值分位数为22.34%，处于较低水平。截至2025年3月29日，已有35家上市银行披露2024年业绩（含业绩快报），上市银行营收、利润增速均边际改善；规模增速放缓，信贷需求仍有待提振；资产质量维持稳健，农商行拨备下行较快，关注零售风险。

近期一揽子政策接连落地，政治局会议定调积极，货币财政政策力度可期，有望提振市场信心，促进经济回稳向好。非银同业活期存款利率规范，有助于改善银行负债成本，对冲息差下行压力，夯实业绩回稳基础。短期看，中央加码支持化债，部分化债重点区域银行将受益于预期改善，驱动估值修复。政策预期向好，夯实经济回稳基础，负债端政策力度加大，缓释银行经营压力。推荐个股：1) 质优个股，如招行AH，兴业，成都，苏州，上海，渝农AH、宁波；2) 港股大行股息优势突出、估值性价比高，如工行H、交行H。

### 1、上市银行2024年业绩概览——业绩边际回稳，规模增长放缓

截至2025年3月29日，已有35家上市银行披露2024年业绩（含业绩快报）。我们认为主要关注点包括：1) 上市银行营收、利润增速均边际改善；2) 规模增速放缓，信贷需求仍有待提振；3) 资产质量维持稳健，农商行拨备下行较快，关注零售风险。

**上市银行营收、利润增速均边际改善。**2024年35家上市银行营收同比-0.01%，增速较前三季度+1.1pct；归母净利润同比+2.4%，增速较前三季度+1.0pct。上市银行营收、利润增速边际改善，主因24Q4国债利率快速下行，其他非息增长提振业绩表现。分银行类型看，区域行业绩表现较优，2024年城商行/农商行归母净利润分别同比+9.1%/+7.7%。个股维度，瑞丰/南京/常熟24年营收增速位列35家上市银行前三，分别为+15.3%/+11.3%/+10.5%。浦发/青岛/杭州24年归母净利润增速位列35家上市银行前三，分别为+23.3%/+20.2%/+18.1%。

**规模增速放缓，信贷需求仍有待提振。**2024年末35家上市银行总资产同比+7.4%，增速较9月末-0.8pct，规模持续增长，但增速边际放缓。总贷款同比+7.8%，增速较9月末-0.2pct，信贷需求仍有待提振。分银行类型看，经济优渥地区的区域行和大行保持较快信贷增速，2024年末大行/股份行/城商行/农商行总贷款分别同比+8.8%/+4.2%/+11.4%/+7.4%。除农商行贷款增速边际提升外，其余类型银行贷款增速均较9月末环比下行。

**资产质量维持稳健，农商行拨备下行较快。**2024年末35家上市银行不良率为1.25%，不良率较9月末-1bp，账面不良率维持稳健，但部分银行零售贷款资产质量波动，关注潜在风险压力。2024年末35家上市银行拨备覆盖率239%，较9月末-3pct。分银行类型看，各类型银行拨备覆盖率均有所下滑，其中农商行拨备覆盖率边际下滑幅度最大，较9月末-13pct至389%。

图表1：24A 上市银行核心指标

	营收 YoY	较9M24 (pct)	归母净利 润 YoY	较9M24 (pct)	资产 YoY	较 24Q3 (pct)	贷款 YoY	较 24Q3 (pct)	不良率	较24Q3 (bp)	拨备覆盖率	较24Q3 (pct)
邮储	1.8%	1.7	0.2%	0.0	8.6%	-0.7	9.4%	-0.1	0.90%	4	286%	-16
中行	1.2%	-0.5	2.6%	2.0	8.1%	0.9	8.2%	-0.3	1.25%	-1	201%	2
交行	0.9%	2.3	0.9%	1.6	6.0%	0.5	7.5%	0.8	1.31%	-1	202%	-2
农行	2.3%	1.0	4.7%	1.3	8.4%	-4.1	10.2%	-0.4	1.30%	-2	300%	-3
建行	-2.5%	0.8	0.9%	0.8	5.9%	-2.3	8.3%	-0.5	1.34%	-1	234%	-3
工行	-2.5%	1.3	0.5%	0.4	9.2%	0.5	8.8%	-0.2	1.34%	-1	215%	-5
*华夏	4.2%	4.2	5.0%	1.9	2.9%	-3.0	2.5%	1.0	1.60%	-1	162%	-4
中信	3.8%	-0.1	2.3%	1.6	5.3%	1.5	4.0%	1.0	1.16%	-1	209%	-7
兴业	0.7%	-1.1	0.1%	3.1	3.4%	-0.4	5.1%	-3.0	1.07%	-1	238%	4
浙商	6.2%	0.6	0.9%	-0.3	5.8%	-5.0	8.2%	0.6	1.38%	-5	179%	3
民生	-3.2%	1.2	-9.8%	-0.6	1.8%	-0.5	1.1%	-0.2	1.47%	-1	142%	-4
光大	-7.0%	1.7	2.2%	0.3	2.7%	2.0	3.9%	0.3	1.25%	0	181%	10
招行	-0.5%	2.4	1.2%	1.8	10.2%	0.9	5.8%	1.1	0.95%	1	412%	-20
浦发	-1.5%	0.7	23.3%	-2.6	5.0%	-1.9	7.4%	-1.6	1.36%	-2	187%	3
平安	-10.9%	1.6	-4.2%	-4.4	3.3%	-0.9	-1.0%	0.3	1.06%	0	251%	-0
*南京	11.3%	3.3	9.1%	0.0	13.2%	-0.4	14.3%	0.6	0.83%	0	335%	-5
*杭州	9.6%	5.7	18.1%	-0.6	14.7%	2.0	16.2%	0.2	0.76%	0	541%	-2
*江苏	8.8%	2.6	10.8%	0.7	16.1%	0.5	10.7%	/	0.89%	0	350%	-1
青岛	8.2%	0.1	20.2%	4.6	13.5%	-1.6	13.5%	2.2	1.14%	-3	241%	-4
*宁波	8.2%	0.8	6.2%	-0.8	15.2%	0.4	17.8%	-1.8	0.76%	0	389%	-16
*成都	5.9%	2.7	10.2%	-0.6	14.6%	-0.4	/	/	0.66%	0	479%	-18
*上海	4.8%	4.1	4.5%	3.1	4.6%	-0.9	2.1%	-1.4	1.18%	-2	270%	-7
*长沙	4.6%	0.7	6.9%	1.1	12.4%	2.1	11.6%	0.3	1.15%	-1	314%	-0
*齐鲁	4.6%	0.3	17.8%	0.6	14.0%	-3.5	12.3%	-1.0	1.19%	-4	322%	10
重庆	3.5%	-0.2	3.8%	0.1	12.7%	1.6	12.3%	0.1	1.25%	-1	245%	-5
*苏州	3.0%	1.9	10.2%	-0.9	15.3%	-0.8	13.6%	-0.5	0.83%	-1	483%	10
*厦门	2.8%	5.9	-2.6%	3.7	4.4%	-2.1	-2.0%	-3.7	0.74%	-1	392%	2
郑州	-5.8%	7.9	1.4%	19.8	7.2%	0.1	7.5%	-1.0	1.79%	-7	183%	17
瑞丰	15.3%	0.6	11.3%	-3.3	12.0%	2.1	15.5%	5.7	0.97%	0	321%	-9
常熟	10.5%	-0.8	16.2%	-2.0	9.6%	-0.8	8.3%	-1.4	0.77%	0	501%	-28
无锡	4.1%	0.3	2.3%	-3.0	9.3%	0.8	9.5%	0.2	0.78%	0	458%	-42
张家港	3.8%	0.9	5.1%	-1.2	5.7%	-0.6	8.0%	-0.3	0.94%	1	376%	-35
*苏农	3.0%	-1.8	10.5%	-1.7	5.3%	0.9	5.8%	0.9	0.90%	-1	425%	-4
江阴	2.5%	1.2	7.9%	1.1	7.6%	1.3	7.6%	1.4	0.86%	-4	369%	-83
渝农	1.1%	2.9	5.6%	2.1	5.1%	0.3	5.6%	0.2	1.18%	1	363%	5
大行	-0.3%	0.9	1.8%	1.0	7.9%	-1.1	8.8%	-0.3	1.28%	-1	238%	-3
股份行	-1.3%	1.2	1.8%	1.0	4.8%	-0.3	4.2%	-0.2	1.21%	-1	223%	-1
城商行	7.0%	2.7	9.1%	1.0	12.5%	0.1	11.4%	-0.5	0.99%	-1	327%	-2
农商行	4.3%	1.4	7.7%	0.3	6.7%	0.4	7.4%	0.5	1.00%	0	389%	-13
上市银行	0.0%	1.1	2.4%	1.0	7.4%	-0.8	7.8%	-0.2	1.25%	-1	239%	-3

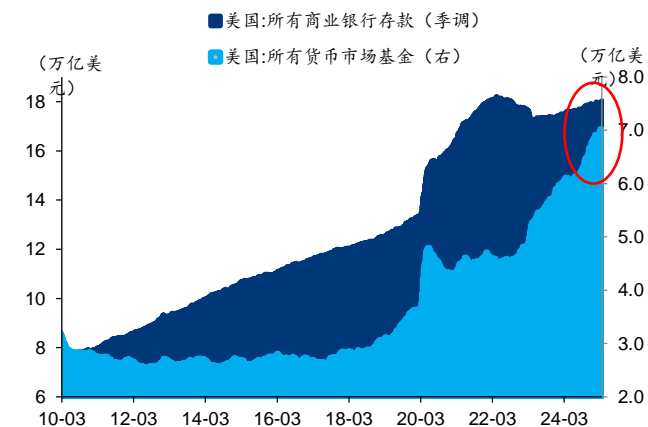
注：带\*为仅披露业绩快报，未披露完整年报的公司

资料来源：公司财报，华泰研究

## 2、美联储商业银行资产负债表跟踪——存款有所流入，信贷规模有所上升

美国银行业存款呈现流入态势。2025年3月12日-2025年3月19日，美国所有商业银行存款流入344亿美元，大型银行存款流出98亿美元，小型银行流入241亿美元，外国机构流入201亿美元。2025年3月19日-2025年3月26日，货币市场基金流入118亿美元。

图表2：美国所有商业银行存款与货币市场基金变动



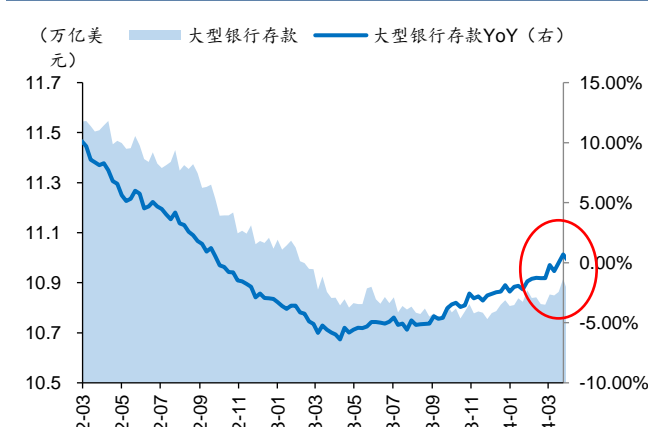
注：“所有商业银行”为大型银行、小型银行及外国机构合计，下同  
资料来源：美联储，美国投资公司协会，华泰研究

图表3：美国所有商业银行存款与货币市场基金同比增速



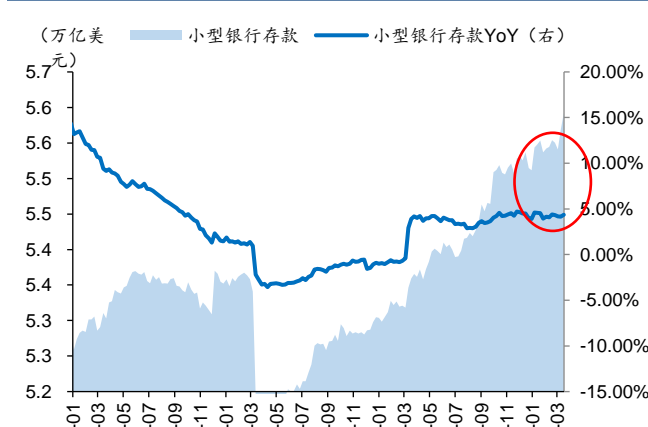
资料来源：美联储，美国投资公司协会，华泰研究

图表4：美国大型银行存款及同比增速



注：大型银行为美国资产规模前25的境内特许商业银行，下同  
资料来源：美联储，华泰研究

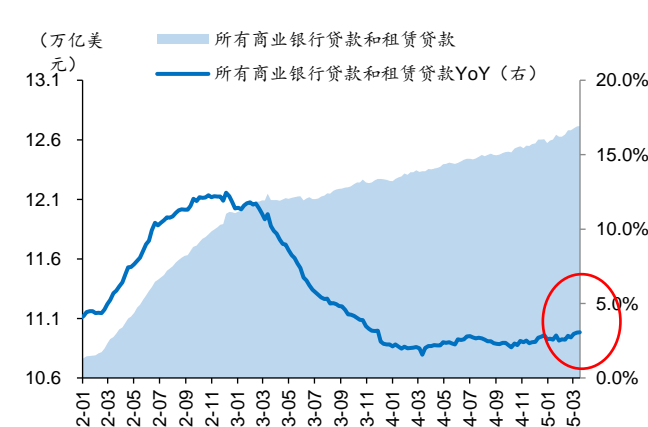
图表5：美国小型银行存款及同比增速



注：小型银行为未进入前25的其他所有境内特许商业银行，下同  
资料来源：美联储，华泰研究

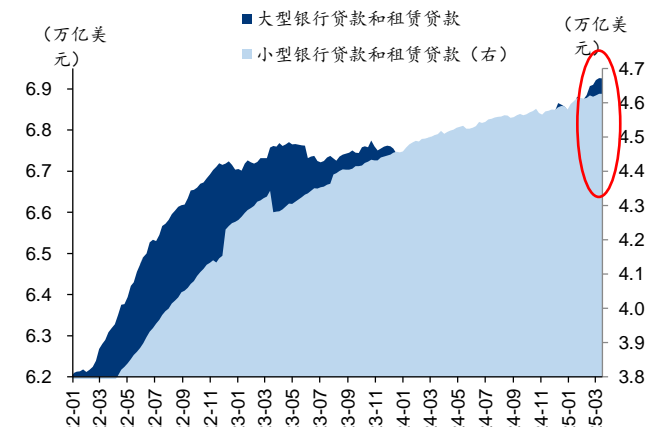
美国银行业信贷呈现上升趋势。2025年3月12日-2025年3月19日，美国银行业贷款和租赁贷款增加42亿美元，其中大型银行贷款减少1亿美元，小型银行贷款减少3亿美元，外国机构贷款增加46亿美元。分贷款类型看，2025年3月12日-2025年3月19日，工商业贷款减少118亿美元，住房按揭贷款增加35亿美元，消费贷款增加48亿美元，商业地产贷款减少16亿美元。

图表6：美国所有商业银行贷款和租赁贷款变动



资料来源：美联储，华泰研究

图表7：美国大型银行与小型银行贷款和租赁贷款变动



资料来源：美联储，华泰研究

### 3、上周南向资金持仓数据分析

从南向资金持股银行股个股变动来看，上周南向资金主要增持招商银行、中国银行、农业银行，分别增持 26.5 亿港元、10.6 亿港元、6.57 亿港元，主要减持重庆银行、大新金融，分别减持 0.12 亿港元、0.09 亿港元。

从南向资金持股银行股个股来看，截至 2025 年 3 月 28 日，南向资金主要持仓建设银行、工商银行、汇丰控股，分别持有 1875.00 亿港元、1757.71 亿港元、1398.59 亿港元。

图表8：上周港股通资金流向银行个股统计（3月24日-3月28日）

代码	证券简称	截止日持股占港股 (%)	区间增减持股占港股 (%)	区间增减持金额 (亿港元)
3968 HK	招商银行	17.90%	1.22%	26.50
3988 HK	中国银行	28.23%	0.26%	10.06
1288 HK	农业银行	41.75%	0.44%	6.57
3328 HK	交通银行	7.38%	0.16%	4.02
0005 HK	汇丰控股	8.80%	0.02%	3.92
1658 HK	邮储银行	24.50%	0.33%	3.38
0939 HK	建设银行	11.44%	0.02%	3.16
2888 HK	渣打集团	0.33%	0.02%	0.56
1398 HK	工商银行	36.36%	0.01%	0.51
2388 HK	中银香港	1.61%	0.01%	0.37
6818 HK	中国光大银行	14.36%	0.08%	0.34
0998 HK	中信银行	25.75%	0.03%	0.30
2016 HK	浙商银行	27.20%	0.19%	0.29
1988 HK	民生银行	27.22%	0.07%	0.21
0011 HK	恒生银行	0.56%	0.00%	0.09
3866 HK	青岛银行	5.34%	0.10%	0.07
6196 HK	郑州银行	47.29%	0.34%	0.07
3618 HK	重庆农村商业银行	44.16%	0.05%	0.06
2356 HK	大新银行集团	0.49%	0.04%	0.06
2066 HK	盛京银行	0.00%	0.00%	0.00
1578 HK	天津银行	0.00%	0.00%	0.00
1916 HK	江西银行	0.79%	0.00%	0.00
3698 HK	徽商银行	0.11%	0.00%	0.00
1551 HK	广州农商银行	0.09%	0.00%	0.00
9668 HK	渤海银行	5.12%	0.00%	0.00
0023 HK	东亚银行	0.03%	0.00%	0.00
0440 HK	大新金融	1.45%	-0.09%	-0.09
1963 HK	重庆银行	8.03%	-0.11%	-0.12

注：区间增减持金额=区间增减持股数\*区间平均股价

资料来源：Wind，华泰研究

图表9：南向资金持仓银行个股市值前五（截至3月28日）

排名	代码	简称	持仓市值（亿港元）
1	0939 HK	建设银行	1875.00
2	1398 HK	工商银行	1757.71
3	0005 HK	汇丰控股	1398.59
4	3988 HK	中国银行	1090.49
5	1288 HK	农业银行	626.29

资料来源：Wind，华泰研究

## 证券：全面风险管理落地，年报业绩稳健增长

上周 A 股成交额缩量，但依然处于相对较高水平，融资余额有所回落但仍站稳 1.9 万亿。3 月 28 日，中证协修订《证券公司全面风险管理规范》并制定发布《证券公司市场风险管理指引》，要求将所有子公司纳入全面风险管理体系，加强场外衍生品业务风险穿透，券商风险管理体系进一步规范。21 家上市券商发布年报，24 年实现归母净利润合计 1139 亿元，同比+15%。分业务来看，全年投资类收入同比+28%，是业绩增长的核心驱动；经纪净收入同比+9%，受益于 Q4 市场回暖，修复明显；资管净收入同比-6%，较为稳健；投行、利息净收入分别同比-28%、-16%。9 家大型券商全年归母净利润同比+18%，好于上市券商整体。中信证券核心财务指标稳居前列，全年归母净利润 217 亿元，为历史第二高；国君、广发、银河全年归母净利润均实现 25% 以上涨幅。1Q25 股票成交额和融资余额维持高位，业绩修复预期延续，看好板块结构性机会。个股建议关注汇金系券商中国银河 H、中金公司 H，优质头部券商中信证券 H。

### 1、21 家上市券商发布 2024 年度报告

**2024 年市场整体宽幅震荡，全年主要股指均实现两位数涨幅。**回顾 2024 年 A 股市场走势，Q1 持续下行后快速反弹，走出 V 字行情，部分指数数季内实现上涨；Q2 整体走势偏弱，单季度 A、H 股涨跌幅分化明显；Q3 在 9 月政策组合拳驱动下实现大幅上涨，主要股指均收复年内跌幅；Q4 部分股指有所回落；全年主要股指均实现两位数涨幅。

图表10：主要股指涨跌幅

指数	24Q1涨跌幅	24Q2涨跌幅	24Q3涨跌幅	24Q4涨跌幅	2024涨跌幅	较2023
<b>A股</b>						
上证指数	2.2%	-2.4%	12.4%	0.5%	12.7%	+16.4pct
创业板指	-3.9%	-7.4%	29.2%	-1.5%	13.2%	+32.6pct
科创50	-10.5%	-6.6%	22.5%	13.4%	16.1%	+27.3pct
沪深300	3.1%	-2.1%	16.1%	-2.1%	14.7%	+26.1pct
券商指数	-4.8%	-8.1%	43.9%	4.1%	31.0%	+26.2pct
<b>H股</b>						
恒生指数	-3.0%	7.1%	19.3%	-5.1%	17.7%	+31.5pct
恒生科技	-7.6%	2.2%	33.7%	-6.0%	18.7%	+27.5pct
中资券商指数	-9.3%	-1.4%	57.0%	14.1%	60.2%	+60.2pct

资料来源：Wind，华泰研究

**日均股票成交额同比增长 22%，年末融资余额同比+17%，峰值突破 1.88 万亿。**2024 年 A 股日均成交额 10,611 亿元，同比+22%，年内日成交额峰值 34,835 亿元（10/8 日）创历史新高，全年共 18 个交易日成交额突破 2 万亿。2024 年末融资余额 18,541 亿元，较上年末的 15,793 亿元提升 17%；日均融资余额 15,373 亿元，同比+1%。年内融资余额峰值为 18,827 亿元（12/12 日），创 2015/7/3 以来新高。

**一级市场股债融资规模分化。**2024 年 A 股 IPO 及再融资规模下滑较多，分别为 674 亿元、2,231 亿元，同比分别-81%、-70%，股权融资规模合计 2,905 亿元，同比-74%。2024 年证券公司承销债券金额合计 14.1 万亿元，保持稳健增长态势，同比+5%。

**图表11：2024 及 24Q4 市场主要运行数据**

	日均股票成交额 (亿元)	日均股基成交额 (亿元)	日均融资余额 (亿元)	基金发行 (亿份)	IPO 规模 (亿元)	再融资规模 (亿元)	债券承销规模 (亿元)
							季度
23Q1	8,761	9,917	14,766	2,734	651	2,904	27,259
23Q2	10,056	11,219	15,221	2,552	1,446	1,626	34,576
23Q3	7,979	9,170	14,945	2,467	1,140	2,065	37,038
23Q4	8,322	9,434	15,717	3,788	329	1,183	35,416
24Q1	8,954	10,217	14,931	2,427	236	863	27,742
24Q2	8,306	9,482	14,867	4,173	89	329	33,594
24Q3	6,771	8,046	14,007	1,936	154	370	39,903
24Q4	18,505	20,684	17,715	3,303	195	669	39,982
<b>24Q4 同比</b>	<b>122%</b>	<b>119%</b>	<b>13%</b>	<b>-13%</b>	<b>-41%</b>	<b>-43%</b>	<b>13%</b>
<b>24Q4 环比</b>	<b>173%</b>	<b>157%</b>	<b>26%</b>	<b>71%</b>	<b>27%</b>	<b>81%</b>	<b>0.2%</b>
							年度
2023	8,718	9,917	15,160	11,496	3,565	7,779	134,801
2024	10,611	12,102	15,373	11,838	674	2,231	141,222
<b>2024 同比</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>-81%</b>	<b>-71%</b>	<b>5%</b>

资料来源：Wind，华泰研究

已披露年报的 21 家上市券商全年归母净利润合计同比+15%，投资业务是核心驱动。截至 3 月 29 日已有 21 家上市券商披露年报，24 年实现营业收入合计 3698 亿元，同比+7%，归母净利润合计 1139 亿元，同比+15%。其中 Q4 单季度归母净利润合计 309 亿元，同比+97%，环比-7%。分业务来看，全年投资类收入同比+28%，是业绩增长的核心驱动；经纪净收入同比+9%，受益于 Q4 市场回暖，修复明显；资管净收入同比-6%，相对较为稳健；投行、利息净收入分别同比-28%、-16%，有所承压。

9 家大型券商全年归母净利润同比+18%，好于上市券商整体。24 年 9 家大型上市券商营业收入合计 2994 亿元，同比+8%，归母净利润合计 983 亿元，同比+18%，归母净利润同比表现好于上市券商整体。其中 Q4 单季度归母净利润合计 275 亿元，同比+81%，环比-5%。中信证券核心财务指标稳居前列，全年归母净利润 217 亿元，仅次于 2021 年的 231 亿元，为历史第二高；国君、广发、银河全年归母净利润均实现 25% 以上涨幅；同时部分券商 Q4 单季度表现亮眼，招商、银河、广发、中金、建投 Q4 单季度归母净利润同比、环比双增。

**图表12：2024 大型券商核心总量指标对比**

(单位：亿元)	归母净利润	同比	营业收入	同比	总资产	归母净资产	杠杆率	管理费率	扣非净利率	ROE
中信证券	217	10.1%	638	6.2%	17,107	2,931	4.6	47%	34%	8.09%
华泰证券	154	20.4%	415	13.4%	8,143	1,917	3.3	42%	22%	9.24%
国泰君安	130	38.9%	434	20.1%	10,477	1,708	5.4	38%	29%	8.14%
招商证券	104	18.5%	209	5.4%	7,212	1,302	4.4	46%	50%	8.82%
中国银河	100	27.3%	355	5.4%	7,375	1,405	4.1	32%	28%	8.30%
广发证券	96	38.1%	272	16.7%	7,587	1,476	4.0	54%	33%	7.44%
中信建投	72	2.7%	211	-9.1%	5,664	1,065	4.1	47%	34%	8.22%
中金公司	57	-7.5%	213	-7.2%	6,747	1,153	5.0	67%	27%	5.52%
申万宏源	52	13.1%	247	15.0%	6,976	1,048	5.5	43%	21%	5.08%

注：按归母净利润降序排列，杠杆率=（总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款）/归母净资产

资料来源：公司公告，华泰研究

投资具备弹性，经纪稳步增长，投行、利息承压，资管相对平稳。从业务结构看，大型券商收入结构较均衡，投资和经纪为主要贡献，全年占比分别为 48% 和 25%。从同比变化看，2024 年大券商投资类收入显著增长，同比+30%；经纪净收入同比+8%，在 Q4 市场景气度显著提升的背景下，全年实现稳步增长；投行、利息承压，净收入同比分别-29%、-22%；资管相对平稳，净收入同比-5%。

**图表13：2024 大型券商各业务收入同比**

	经纪同比	投行同比	资管同比	投资同比	利息同比
中信证券	5%	-34%	7%	21%	-73%
国泰君安	16%	-21%	-5%	62%	-16%
华泰证券	8%	-31%	-21%	24%	184%
招商证券	12%	-34%	1%	42%	-22%
广发证券	14%	37%	-11%	117%	-25%
中信建投	5%	-48%	2%	13%	-54%
中金公司	-6%	-16%	-0.3%	-4%	-4%
申万宏源	6%	-33%	-18%	18%	59%
中国银河	12%	11%	6%	50%	-8%
<b>合计</b>	<b>8%</b>	<b>-29%</b>	<b>-5%</b>	<b>30%</b>	<b>-22%</b>

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表14：2024 大型券商各业务收入占比**

	经纪占比	投行占比	资管占比	投资占比	利息占比
中信证券	20%	8%	20%	50%	2%
国泰君安	25%	9%	12%	46%	7%
华泰证券	22%	7%	14%	49%	9%
招商证券	34%	5%	4%	52%	6%
广发证券	27%	3%	28%	32%	10%
中信建投	32%	14%	7%	43%	4%
中金公司	25%	18%	7%	59%	-8%
申万宏源	26%	6%	5%	60%	3%
中国银河	27%	3%	2%	51%	17%
<b>合计</b>	<b>25%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>48%</b>	<b>6%</b>

注：收入占比为剔除其他业务营业收入后的占比

资料来源：公司公告，华泰研究

## 2、中证协发布《证券公司全面风险管理规范》和《证券公司市场风险管理指引》

3月28日，中证协修订《证券公司全面风险管理规范》（简称《规范》）并起草《证券公司市场风险管理指引》（简称《指引》）。主要内容包括深化子公司风险管理垂直一体化管控模式，建立跨境业务、场外衍生品等重点领域的穿透式监控机制；细化同一业务、同一客户管理流程，提升对专项、复杂领域的风险管控；建立多层级限额架构等。我们认为，相关措施有助于减少母子公司间的风险隔离漏洞。同时，本次两项文件对境外子公司管理、同一业务、同一客户、表外业务、场外业务等风险管理难度较大的领域进行规范，为券商后续的风险管理工作提供有力指引。

《规范》新增子公司管理章节，要求子公司纳入全面风险管理体系。本次《规范》修订在子公司维度新增一个独立章节，要求证券公司通过公司治理程序将所有子公司纳入全面风险管理体系，对子公司风控人员的管理、风险偏好的管理、重大事项审核、计量模型管理、统一监控、风险信息报送、绩效考核、境外子公司管理等提出明确要求：

**1) 纳入范围：**业务和风险对证券公司的财务状况和风险水平构成重大影响的参股企业均需建立相应的风险管理机制，其中重大影响的定义原则上至少应当包括对证券公司的主要财务指标、主要风险指标的影响达到或超过证券公司相应指标 10% 的情形。且各层级子公司应当分别将其下一层级子公司纳入全面风险管理体系，证券公司也可以跨级对子公司进行垂直一体化管控。

**2) 管理内容：**明确对子公司风险管理工作负责人的任命和考核要求，其中证券公司首席风险官的考核权重占比不低于 50%。要求券商将子公司纳入整体风险偏好及风险指标体系，并对子公司的重要风险管理制度、重大新业务、重大资产负债配置方案、重大投资交易或授信、重大风险应对策略等进行审批或出具专业意见。同时，券商应当将子公司的各类风险计量模型、金融产品及金融工具的估值模型纳入统一管理，并将子公司风险纳入统一监控和报告等。

**3) 报告机制与考核机制：**要求券商建立健全子公司风险信息沟通与报告机制，子公司发生重大资产损失、资产负债结构显著变化、超越重要风险限额、应急事件、重大声誉风险事件、重大操作风险事件等，应在发生之日起一个工作日内向券商进行报告。同时，子公司应当纳入券商年度风险管理绩效考核及责任追究体系，对子公司风险控制过程以及控制效果进行风险管理考核评价。

**4) 境外子公司特殊要求：**对于风险管理难度较大境外子公司，《规范》提出额外要求，包括建立对境外子公司风险管理有效性、风险应对能力等方面的专项检查机制，检查频率不低于每年一次；强化重点岗位人员和关键环节管理、开展培训教育、发布廉洁合规提醒；关注境外监管制度及市场规则差异、境外市场波动特征、业务复杂程度、跨境资金流动管理要求等境外风险因素等。

《规范》新增同一业务、同一客户的管理规定。《规范》致力于进一步提升券商对专项、复杂领域的风险管控能力。**1) 对于同一业务**，要求建立并完善与业务复杂程度和风险指标体系相适应的同一业务风险管理信息技术系统或相关系统功能，对同一业务逐步实行基本一致的风险控制措施，对风险信息汇总管理并实施同一业务层面的风险监测、分析和预警；**2) 对于同一客户**，明确同一客户的定义、认定标准、业务覆盖范围以及各组织机构的职责分工，建立同一客户风险管理相关风险限额、制度及流程，覆盖证券公司各业务部门、分支机构及各级子公司。

《规范》要求加强场外衍生品业务风险穿透。《规范》新增场外衍生品等场外业务、表外业务的管理要求，要求加强对场外衍生品业务底层资产、资金流向、杠杆水平的穿透式风险管理，明确提出四点具体要求：1) 严格落实客户准入及适当性管理要求；2) 规范产品设计、指标管控、监测预警、应急处置、信息披露与报送、估值管理等；3) 加强对场外衍生品业务底层资产、资金流向、杠杆水平的穿透式风险管理；4) 建立与业务发展相配套的业务及风险管理信息系统和功能。近年来衍生品业务制度体系不断完善，相关要求有望进一步提升券商衍生品业务风险管理能力，为衍生品稳健发展夯实根基。

《指引》进一步明确市场风险管理总体原则，细化风险限额管理要求。此前证券行业市场风险管理缺少统一、全面、兼具可操作性与前瞻性的规范，本次《指引》的发布对于完善证券行业全面风险管理自律规则体系，指导证券公司建立健全市场风险管理机制，提升全面风险管理水平具有重要意义。具体来看，《指引》明确了市场风险管理总体原则和主要要求，指出市场风险管理的环节包括风险识别、评估、监测、应对与报告。同时，对于市场风险限额管理，《指引》从限额体系、限额制定、限额审批及限额调整四个方面提出要求。包括建立公司整体业务单位等多层级的市场风险限额体系，综合考虑所承担的市场风险水平、业务规模、业务复杂程度等进行限额制定，建立市场风险限额制定、调整的分级审批流程，明确各层级的审批授权，建立定期、不定期的限额调整机制等。

## 保险：建议配置优质龙头

上周市场指数微跌，保险股进入业绩密集发布期，股价表现涨跌互现，投资者似乎对于分红的重视程度较高。2024 上市保险公司业绩全部发布完毕，总体而言，利润高增长，净资产增速相对较慢，反映出利润和净资产不同步的问题。在新会计准则下，利润受股市影响，净资产受债市影响。在分红跟随会计净利润的公司中，大部分分红率下降，原因简单，因为大部分利润是“浮盈”而非现金。展望未来，“股牛债熊”的 1Q25 可能对一季度业绩有进一步支撑，但保险公司资产负债久期错配问题依然存在。我们继续保持对资产负债表的关注重于对利润表的关注，建议关注中国太保、友邦保险、中国财险、中国平安。

### 1、中国人寿 2024 年报点评

公司公布 2024 年业绩：EPS RMB 3.78，同比高增 132%，主要受投资表现改善推动，略低于我们的预期 RMB 3.86。总投资收益率达 5.5%，远高于 2023 年的 2.57%。DPS RMB 0.65 (2023: RMB 0.43)，分红绝对额大幅增长，分红比例 17%。寿险新业务价值 (NBV) 可比口径同比提升 24.3%，较有韧性。

**NBV 增长保持韧性。**2024 年可比口径下 NBV 同比增长 24.3%，主因 NBV 利润率提升，新单同比接近持平（小幅增长 1.6%）。可比口径下，2024 年公司 NBV 利润率（FYP 基准）同比提升 3.9pcts 至 21.4%。2024 年报公司下调投资收益率假设至 4.0%（前值 4.5%），维持普通型业务贴现率不变 8.0%，降低浮动收益型业务贴现率至 7.2%（前值 8.0%），调整假设对 NBV 的影响约为 26%。我们认为，未来 NBV 利润率有望持续改善，预计中国人寿 2025 年 NBV 同比增速为 9.6%。

**代理人队伍稳健增长，银保渠道快速发展。**2024 年代理人渠道 NBV 在可比口径下同比增长 18%，代理人队伍规模基本保持稳定，四个季度末个险销售人力分别为 62.2/62.9/64.1/61.5 万人。公司人均产能稳步提升，月人均首年期交保费同比提升 15%。2024 年包括银保在内的其他渠道 NBV 增速更快，可比口径下同比提升 116%。但银保和其他渠道对 NBV 的贡献比例仍较低（7%）。银保渠道在“报行合一”的推动下，渠道费用逐步压降，NBV 利润率快速提升，驱动 NBV 高速增长。

**投资收益拉高资本回报。**2024 年公司 ROE 为 21.7%，为近 10 年的最高水平，同比提升 11.6pcts。切换至新会计准则后，公司利润波动加大。2024 年公司投资业绩实现转正并大幅反弹，占税前利润的比例提升至 87%。虽然公司保险服务业绩同比有所下滑，但投资收益的高增拉高利润表现。归母净资产同比增长 7%，相对平稳。寿险合同服务边际 CSM 同比下滑 3%。在利润快速增长的同时，公司 DPS 同比高增 51%，分红绝对额实现大幅增长，占 EPS 的比例为 17.2%。我们预计 2025 年 ROE 为 17.3%。

## 2、中国太保 2024 年报点评

中国太保公布 2024 业绩：EPS RMB 4.67 同比增长 65%，略高于我们的预期 RMB 4.61，增长强劲，主要受投资收益向好推动。公司 2024 年总投资收益率 5.6%，同比上升 3pcts，带动净利润高增。营运利润（OPAT）可比口径下同比 2.5%，寿险新业务价值（NBV）可比口径下同比上升 58%，增长强劲。财产险承保表现略下滑，综合成本率（COR）同比上升 0.9pct，主要受自然灾害影响。

**寿险：NBV 增长强劲。**24 年寿险 NBV 可比口径同比提升 58%，主要因 NBV 利润率大幅提升，新单同比略下降。在定价利率下调和“报行合一”政策压降渠道销售费用的推动下，我们估计 NBV 利润率（新单保费基准）在假设调整前提升至 21.4%（2023 13%）。分渠道看，代理人渠道队伍人数企稳，NBV 同比增长 37%；银保渠道 NBV 同比增长 135%，利润率大幅提升。寿险合同服务边际 CSM 同比上升 5.6%，增长显著。公司下调投资收益率假设至 4.0%（前值 4.5%），下调折现率假设至 8.5%（前值 9.0%），下调假设导致 NBV 下降 23%。考虑到 NBV 利润率或将持续提升，我们预计 25 年 NBV 同比增速为 14.5%。

**财产险：自然灾害影响承保表现。**24 年产险 COR 同比上升 0.9pct 至 98.6%，主要因为自然灾害影响赔付率。赔付率同比上升 1.7pcts 至 70.8%，部分被费用率同比下滑 0.8pct 所抵消。车险、非车险承保表现均小幅恶化。车险 COR 同比上升 0.6pct 至 98.2%，非车险 COR 同比上升 1.4pcts 至 99.1%。财产险总保费增长 6.8%，其中车险+3.7%，显示已进入低增长成熟阶段；非车险+10.7%。考虑到财险市场增速平稳，我们预计 25 年财产险保费维持个位数低速增长，COR 为 98.4%。

**寿险 OPAT 增长提速。**在过去两年新业务价值恢复增长带动下，24 年营运利润（OPAT）在可比口径下同比增长 2.5%。寿险 OPAT 同比增长 6%，表现较好且快于 1H24 的 1.8%，显示 OPAT 增长在下半年提速。我们估计调整假设后的公司营运 ROE 为 12.7%，仍处于健康水平。归母净资产同比增长 17%，显示出在利率下行环境下公司优秀的资产负债久期匹配能力。DPS 为 RMB1.08，以 OPAT 为基准的分红比例提升至 30.2%（2023 27.6%）。

### 3、中国太平 2024 年报点评

中国太平发布 2024 年业绩：EPS HKD2.07，同比增长 38%，主要受投资表现改善推动，略低于我们的预期 HKD2.19（主因投资业绩不及预期）。公司 DPS HKD 0.35（2023：HKD 0.30），分红率 17%。寿险新业务价值（NBV）可比口径同比 90.0%，增长强劲。财产险直保业务综合成本率（COR）98.1%，同比改善 0.3pcts。

**寿险 NBV 增长强劲。**24 年公司 NBV 可比口径下同比增长 90.0%，主要受 NBV 利润率增长的驱动，新单保费小幅下跌 2.8%。23、24 年连续两年下调预定利率，加之监管推动“报行合一”压低渠道销售费用，可比口径下 NBV 利润率翻番至 32.5%（2023：15.9%）。银保渠道 NBV 可比口径同比高增 400%，利润率甚至提升至五倍以上，NBV 贡献率从 2023 年的 13.3% 上升至 34.9%。个险渠道 NBV 可比口径同比 42.0%。公司下调投资收益假设至 4.0%（前值 4.5%），下调折现率假设至 8.5%（前值 9.0%），对 NBV 和 EV 的影响分别为 36%/26%。考虑到 NBV 利润率或持续提升，我们预计 25 年 NBV 增长 12%。

**财产险承保改善。**大陆财产险保费同比+2.7%（车险/非车险：2.2%/3.6%），承保表现改善，COR 98.1%（2023 98.4%）；海外产险保费同比增长，承保表现总体稳定，各市场 COR 均在 95% 以下，我们估计海外财产险 COR 为 89.7%，较上年 89.6% 基本持平；再保险保费同比下滑 5.1%，受财产再保险保费收缩影响，COR 92.7%，较上年改善 2.9pcts，表现优秀。受投资收益改善推动，非寿险业务利润增长强劲，24 年占公司总利润的 17.9%（23 年 8.4%）。我们预计 25 年大陆财产险/海外财产险/再保险 COR 分别为 98.2%/90.1%/94.0%。

**投资收益大幅增长。**受权益市场表现较好推动，影响损益表的总投资收益从 2023 年的 336 亿港元几乎翻番至 2024 年的 665 亿港元，总投资收益率达 4.57%（2023 2.66%），为 2022 年以来的最好水平。我们估计不含 FVOCI 债券公允价值变动的综合投资收益率为 5.0%，亦处于较好水平。在保险服务业绩保持增长（2024 年同比+18.8%）的情况下，投资业绩占税前利润的比例大幅提升至 26%（2023：-16%）。中国太平 2024 年的 ROE 为 11.2%，较上年同比提升 3.2pcts。

## 重点推荐

图表 15: 重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
招商银行	600036 CH	买入	43.22	56.79	1,090,002	5.63	5.68	5.76	5.98	7.68	7.61	7.50	7.23
招商银行	3968 HK	增持	45.65	56.06	1,151,286	5.63	5.68	5.76	5.98	7.48	7.42	7.31	7.05
兴业银行	601166 CH	买入	21.53	25.72	447,271	4.20	5.20	3.74	3.83	5.13	4.14	5.76	5.62
成都银行	601838 CH	买入	17.24	20.05	73,071	2.75	3.03	3.34	3.73	6.26	5.68	5.16	4.62
苏州银行	002966 CH	买入	7.87	9.40	35,184	1.16	1.27	1.40	1.56	6.81	6.18	5.61	5.05
上海银行	601229 CH	买入	9.57	10.59	135,958	1.59	1.61	1.64	1.73	6.03	5.94	5.83	5.53
渝农商行	601077 CH	增持	6.02	7.46	68,369	0.96	1.01	1.07	1.15	6.27	5.94	5.61	5.24
中信证券	6030 HK	买入	20.70	27.10	306,785	1.33	1.46	1.69	1.96	14.35	13.04	11.32	9.77
中金公司	3908 HK	买入	14.98	24.43	72,312	1.28	1.18	1.40	1.62	10.84	11.72	9.89	8.52
中国银河	6881 HK	买入	7.98	10.31	87,257	0.72	0.92	1.06	1.19	10.22	8.03	6.94	6.18
宁波银行	002142 CH	买入	26.35	33.65	174,005	3.87	4.11	4.47	5.05	6.81	6.41	5.89	5.21

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表 16: 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
招商银行 (600036 CH)	<p>公司发布 2024 年业绩, 2024 年归母净利润、营业收入、PPOP 分别同比+1.2%、-0.5%、+0.8%, 增速较前三季度+1.8pct、+2.4pct、+3.4pct。2024 年公司业绩基本符合业绩预告。公司 2024 年现金分红比例 35.32% (2023 年: 35.01%), 并拟实施 2025 年度中期分红。截至 3/25, 招行 A/H2024 年股息率均为 4.44%。鉴于公司零售战略具备护城河效应, 我们认为公司经营有望改善, 维持 A/H 股买入/增持评级。</p> <p>我们预测 25-27 年 EPS5.76/5.98/6.22 元 (较 25-26 年前值基本持平), 25 年 BVPS 预测值 45.43 元, A/H 股对应 PB0.99/0.98 倍。近 5 年 (截至 3.25) 公司 A/H 股 PB(MRQ) 均值为 1.33/1.31 倍。公司非息收入增长, 但鉴于息差改善仍需时间, 给予 A/H 股 25 年目标 PB1.25/1.15 倍 (前值 1.10/1.00 倍), A/H 股目标价为 56.79 元/56.06 港币 (前值 51.28 元/49.51 港币), 维持 A/H 股买入/增持评级。</p> <p>风险提示: 政策推进力度不及预期; 经济修复力度不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2025 年 03 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 招商银行(3968 HK,增持;600036 CH,买入): 夯实经营底盘, 负债成本优化</a></p>
兴业银行 (601166 CH)	<p>公司 2024 年归母净利润、营收、PPOP 同比+0.1%、+0.7%、+1.4%、增速较 1-9 月+3.1pct、-1.1pct、-2.3pct。营收、净利润增速与快报一致。24 年拟每股派息 1.06 元, 分红率 30.17% (23 年分红率: 29.64%), 股息率 4.93% (2025/03/27), 分红率持续提升, 股息优势突出, 维持买入评级。</p> <p>预测 25-27 年归母净利润年 776/796/824 亿元 (较 25-26 年前值基本持平), 同比增速 0.5%/2.6%/3.4%, 25-27 年 BVPS 预测值 39.57/42.51/45.55 元 (25-26 年前值 39.56/42.33 元), 对应 PB0.54 倍。可比同业 25E PB 0.50 倍 (前值 0.48 倍)。公司发展战略清晰, 应享估值溢价, 我们给予 25 年目标 PB0.65 倍 (前值 0.60 倍), 目标价 25.72 元 (前值 23.71 元), 买入评级。</p> <p>风险提示: 政策推进力度不及预期; 经济修复力度不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2025 年 03 月 28 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 兴业银行(601166 CH,买入): 利润增速回正, 负债成本改善</a></p>
成都银行 (601838 CH)	<p>公司发布 2024 年业绩快报, 2024 年营收、归母净利润分别同比+5.88%、+10.21%, 增速较前三季度+2.65pct、-0.60pct。公司营收增速提升受益于低基数+投资类收益改善修复, 归母净利润维持较高增速, 资产质量稳定。随资本实力进一步夯实, 我们认为公司经营有改善空间, 维持“买入”评级。</p> <p>鉴于公司 25 年信用成本下行空间相对有限, 但转债强赎增强投放能力, 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 128.6/141.5/158.0 亿元 (较前值调整幅度为-0.1%/-0.6%/+0.2%), 2025 年 BVPS 预测值 20.05 元, 对应 PB0.82 倍。可比公司 2025 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.62 倍。公司基本面稳居同业第一梯队, 应当享有估值溢价, 维持 25 年目标 PB1.00 倍, 目标价 20.05 元 (前值 20.25 元, 对应 25 年目标 PB1.00 倍), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 政策推进力度不及预期; 经济修复力度不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2025 年 02 月 11 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 成都银行(601838 CH,买入): 盈利能力持续, 增厚资本实力</a></p>
苏州银行 (002966 CH)	<p>2 月 10 日苏州银行发布 2024 年业绩快报, 2024 年公司营收、归母净利润分别同比+3.0%、+10.2%, 增速较 1-9 月分别+1.9pct、-0.9pct。公司 ROE 同比-0.32pct 至 11.68%。我们认为, 苏州银行根植优质区域, 战略目标清晰, 应享受一定估值溢价, 维持买入评级。</p> <p>鉴于信贷平稳投放, 资产质量稳健, 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 51/56/62 亿元 (前值 51/56/62 亿元), 同比增速 10.2%/10.1%/11.0%, 25 年 BVPS 预测值 11.75 元 (前值 12.43 元), 对应 PB0.65 倍。可比公司 25 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.62 倍, 公司根植优质区域, 战略目标清晰, 应享受一定估值溢价, 给予 25 年目标 PB0.80 倍 (前值 0.75 倍), 目标价 9.40 元 (前值 9.32 元), 买入评级。</p> <p>风险提示: 政策推进力度不及预期; 资产质量恶化超预期。</p> <p>报告发布日期: 2025 年 02 月 11 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 苏州银行(002966 CH,买入): 信贷平稳投放, 资产质量稳健</a></p>

股票名称	最新观点
上海银行 (601229 CH)	<p>首次覆盖上海银行，给予“买入”评级，目标价 10.59 元，对应 25 年目标 PB0.60 倍。上海银行为经营改善的稳健红利标的。短期看，当前市场长端利率下行，信用周期尚待企稳回升，红利资产仍有底仓价值，公司具备较优股息性价比，股息率（2024/12/20）5.31%，排名上市银行第 7/42 位，适合当前市场投资风格；此外公司资产质量风险化解显效，有助于修复估值折价。中长期看，公司为中国 20 家系统重要性银行之一，截至 24 年 9 月末资产规模 3.23 万亿元，排名城商行第三，市场地位重要、展业区域优质、综合实力较强，看好公司长期发展潜力。</p> <p>我们预测公司 24E-26E 归母净利润为 229/233/246 亿元，同比增速 1.5%/2.0%/5.4%，25 年 BVPS 预测值 17.65 元，对应 PB0.49 倍。可比公司 25 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.62 倍，公司根植优质区域，基本面困境改善，估值有望向可比银行均值修复，给予 25 年目标 PB0.60 倍，目标价 10.59 元，给予公司“买入”评级。</p> <p>风险提示：资产质量修复不及预期；业绩改善趋势不及预期；投资风格切换。</p> <p>报告发布日期：2024 年 12 月 20 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：上海银行(601229 CH,买入)：质地夯实的稳健红利城商行</a></p>
渝农商行 (601077 CH)	<p>公司 2024 年归母净利润、营收、PPOP 同比+5.6%、+1.1%、+4.0%、增速较 1-9 月+2.1pct、+2.9pct、+0.2pct。营收、净利润增速超我们此前预期的-1.9%、+5.1%，主要因息差边际企稳+债市行情提振投资收益。24 年拟每股派息 0.30 元，分红率 30.05%（23 年分红率：30.05%），A/H 股息率 5.04%/6.10%（2025/03/25）。维持 A/H 股增持/买入评级。</p> <p>我们预测 25-27 年归母净利润为 122/130/140 亿元（较 25-26 年前值基本持平），同比增速 6.0%/7.0%/7.4%，25 年 BVPS 预测值 11.84 元（前值 11.68 元），A/H 对应 PB0.51/0.42 倍。可比同业 25 年 A/H 预期 PB 0.55/0.40 倍（前值 0.52/0.30 倍）。公司县域布局优势稳固，应享一定估值溢价，我们给予 A/H 25 年目标 PB0.63/0.55 倍（前值 0.60/0.45 倍），目标价 7.46 元/7.06 港币（前值 7.01 元/5.69 港币），增持/买入评级。</p> <p>风险提示：政策推进力度不及预期；经济修复力度不及预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：重庆农村商业银行(3618 HK,买入;601077 CH,增持)：经营业绩回暖，息差边际企稳</a></p>
中信证券 (6030 HK)	<p>公司公布 2024 年业绩，收入 637.89 亿元，同比+6.20%；归母净利润 217.04 亿元，同比+10.06%。Q4 单季度收入 176.48 亿元，同比+24%、环比+11%；归母净利润 49.05 亿元，同比+48%、环比-21%，整体表现与业绩快报一致。投资业务已成为核心驱动、资产负债表延续扩张趋势、龙头地位全面巩固，预计公司未来业绩保持稳健提升态势，AH 股均维持买入评级。</p> <p>年初以来债券市场震荡调整，十年期国债到期收益率从 1.68%上行至 1.79%（截至 3 月 26 日），我们适当下调公司的投资业务收入等假设，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.69/1.96/2.32 元（2025-2026 年前值为 1.86/2.12 元，下调 9%/8%），2025 年 BPS 为 20.84 元。A/H 可比公司 2025E PB Wind 一致预期均值分别为 1.2/0.7 倍，考虑公司各业务领跑、投资业绩稳健、龙头地位稳固，给予目标 PB 溢价至 1.7/1.2 倍，目标价人民币 35.43 元/27.10 港币（前值为 36.59 元/28.81 港币，对应 2025E PB 为 1.8/1.3 倍），均维持买入评级。</p> <p>风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 27 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：中信证券(6030 HK,买入;600030 CH,买入)：兼具投资韧性与扩张能力的龙头</a></p>
中金公司 (3908 HK)	<p>公司发布年报，2024 年实现营收 213.33 亿元（yoy-7.21%），归母净利 56.94 亿元（yoy-7.50%），超出我们的预期（归母净利 45.27 亿元）。其中 Q4 单季度实现营收 78.84 亿元（yoy+42.71%，qoq+73.71%），归母净利 28.36 亿元（yoy+83.16%，qoq+350.11%）。公司各业务线有所承压，但 Q4 表现显著回暖，预计未来整体经营持续修复，维持 AH 股买入评级。</p> <p>考虑到权益市场持续回暖，我们适当上调全市场成交额、两融规模、公司投行承销规模等假设，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.40/1.62/1.79 元（2025-2026 年前值为 1.15/1.30 元，上调 22%/25%），2025 年 BPS 为 25.05 元。A/H 可比公司 2025E PB Wind 一致预期均值分别为 1.28/0.85 倍，考虑公司财富管理业务领先、国际化扩张提速，给予 A/H 股目标 PB 溢价至 1.9/0.9 倍，目标价人民币 47.60 元/24.43 港币（前值为 46.86 元/23.17 港币，对应 2025E PB 为 2.0/0.9 倍），均维持买入评级。</p> <p>风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 29 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：中金公司(3908 HK,买入;601995 CH,买入)：Q4 单季超预期，资产配置调整</a></p>
中国银河 (6881 HK)	<p>中国银河发布年报，2024 年实现营收 354.71 亿元（yoy+5.43%），归母净利 100.31 亿元（yoy+27.31%），小幅低于业绩快报（101 亿元）。其中 Q4 单季度实现营收 83.85 亿元（yoy+2.75%，qoq-16.15%），归母净利 30.67 亿元（yoy+140.48%，qoq+19.07%）。投资收入增长是业绩核心驱动力，预计未来整体经营稳健、机构业务发力，维持 A/H 分别增持/买入评级。</p> <p>考虑到市场景气度回暖、公司资产负债表持续扩张，适当上调全市场日均成交额、公司投资收入等假设，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.06/1.19/1.32 元（2025-2026 年前值为 1.03/1.19 元，上调 3%/0.3%），BPS 分别为 10.57/11.40/12.32 元。A/H 可比公司 2025E PB Wind 一致预期均值分别为 1.3/0.8 倍，考虑公司投资及轻资本业务发展趋势向好，给予 A/H 股目标 PB 溢价至 1.9/0.9 倍，目标价人民币 20.08 元/10.31 港币（前值为 18.45 元/9.20 港币，对应 2025E PB 为 1.75/0.80 倍），分别维持增持/买入评级。</p> <p>风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 29 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：中国银河(6881 HK,买入;601881 CH,增持)：投资驱动增长，机构业务稳升</a></p>
宁波银行 (002142 CH)	<p>公司发布 2024 年业绩快报，2024 年营收、归母净利润分别同比+8.2%、+6.2%、增速较 1-9 月分别+0.7pct、-0.8pct；2024 年 ROE 同比-1.49pct 至 13.59%。宁波银行保持强劲扩张速度，息差韧性优于同业，24 年以来营收增速逐季提升。公司成长性较高，经营与风控禀赋突出，维持买入评级。</p> <p>鉴于营收增速稳步提升，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 271/295/334 亿元（前值 273/294/318 亿元），同比增速 6.2%/8.9%/13.0%，25 年 BVPS 预测值 35.42 元（前值 34.06 元），对应 PB0.73 倍。宁波银行近 1 年 PB (If) 均值为 0.81 倍（截至 25/02/05），公司成长性较高，经营与风控禀赋突出，我们给予 25 年目标 PB0.95 倍（前值 0.95 倍），目标价 33.65 元（前值 32.36 元），买入评级。</p> <p>风险提示：政策推进力度不及预期；经济修复力度不及预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 02 月 06 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：宁波银行(002142 CH,买入)：扩张保持强劲，营收增速提升</a></p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

**图表17：行业新闻概览**

新闻日期	来源	新闻
2025-03-24	央行	自本月初中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式（即美式招标）开展操作。2025年3月25日（周二），中国人民银行将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。
2025-03-24	财政部	发布2024年中国财政政策执行情况报告。报告提到，2025年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力，具体体现在五个方面：一是提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。二是安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲。四是持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。五是进一步增加对地方转移支付，增强地方财力、兜牢“三保”底线。
2025-03-27	央行	中国人民银行副行长宣昌能在博鳌亚洲论坛表示，在不确定性加大的背景下，中国明确适度宽松的货币政策。央行连续多次降准降息，通过货币政策调整来支持经济发展。政策的立场是明确的，中国将根据国内外经济金融形势，择机降准降息。
2025-03-28	央行	召开2025年金融稳定工作会议，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，及时有效防范化解重点领域金融风险 and 外部冲击。探索拓展中央银行宏观审慎和金融稳定功能，丰富维护金融稳定的政策工具箱，充实存款保险基金、金融稳定保障基金等化险资源，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。
2025-03-28	金融监管总局	《金融机构产品适当性管理办法（征求意见稿）》，内容包括金融机构应当对客户购买的产品提出适当性匹配意见。对于投资型产品要求金融机构划分风险等级并动态管理；将投资型产品的投资者区分为专业投资者与普通投资者，对普通投资者进行特别保护。私募产品应当向合格投资者以非公开方式销售等。
2025-03-28	金融监管总局	印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》，建立多元主体参与、多类产品供给，有效满足多样化需求的商业养老金融体系；基本建成银发经济高质量发展与金融服务紧密衔接，相互支撑的融资和保险保障体系；形成能够有效防控风险、维护老年消费者金融权益的监管制度体系。
2025-03-28	证监会	修改《证券发行与承销管理办法》，增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象；禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份等。
2025-03-28	中证协	1) 对《证券公司全面风险管理规范》进行修订，要求证券公司通过公司治理程序将所有子公司纳入全面风险管理体系；新增场外衍生品等场外业务、表外业务的管理要求等。2) 发布《证券公司市场风险管理指引》，建立公司整体业务单位等多层级的市场风险限额体系；限额制定需综合考虑公司所承担的市场风险水平、业务规模、业务性质、业务复杂程度等各类因素等。

资料来源：财汇资讯、华泰研究

**图表18：公司动态**

公司	公告日期	具体内容
重庆银行	2025-03-24	重庆水务环境集团拟通过国有股权无偿划转方式取得重庆市水投集团100%的股权，从而间接取得本行8.50%的股份。同时，重庆市国资委将持有的重庆水务环境80%股权无偿划转给渝富控股。划转完成后，渝富控股、重庆水务环境集团及其一致行动人将合计持有重庆银行23.65%的股份。重庆银行仍无控股股东、无实际控制人。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601963_20250325_QS8N.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601963_20250325_QS8N.pdf</a>
渝农商行	2025-03-24	重庆水务环境控股将通过国有股权无偿划转的方式合计取得本行股东重庆市水投集团100%的股权，水投集团将成为渝富资本一致行动人，渝富资本及其一致行动人合并持股将达到本行总股本的15.13%。本次权益变动不会导致本行无控股股东及实际控制人现状发生变化。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601077_20250325_Q3AR.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601077_20250325_Q3AR.pdf</a>
招商银行	2025-03-25	2024年营业收入3374.88亿元，同比-0.48%，增速较前三季度+2.43pct；归母净利润1483.91亿元，同比+1.22%，增速较前三季度+1.84pct。2024年拟每股派息2.00元，年度现金分红比例为35.32%，股息率为4.44%(2025/3/25)。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/600036_20250326_OH1Q.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/600036_20250326_OH1Q.pdf</a>
渝农商行	2025-03-25	(1) 2024年营业收入282.62亿元，同比+1.09%，增速较前三季度+2.8pct；归母净利润115.13亿元，同比+5.60%，增速较前三季度+2.1pct。2024年拟每股派息0.30元，年度现金分红比例为30.05%，股息率为5.04%(2025/3/25)。(2) 发布《关于估值提升计划的公告》，围绕深化战略引领、健全回报机制、完善投关体系、强化信息披露、维护市值稳定等方面提升本行投资价值 and 股东回报能力，推动本行投资价值合理反映。(3) 设定2025-2027年资本充足率目标。设置核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率目标应分别不低于7.5%、8.5%和10.5%的监管要求，并分别设置0.6、0.6、1.05个百分点的安全边际。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_NXT2.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_NXT2.pdf</a> <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_VWTM.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_VWTM.pdf</a> <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_8AL9.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601077_20250326_8AL9.pdf</a>
浙商银行	2025-03-26	截至2025年3月26日，山东国信本次减持计划的减持期限已届满，减持期间山东国信通过大宗交易方式共减持公司股份1.95亿股，占公司总股本的0.71%（原计划减持不超过总股本的1%）。截至2024年3月26日收盘后，山东国信持有公司股份总数5.73亿股，占公司普通股总股本的2.09%。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/601916_20250327_K9IQ.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/601916_20250327_K9IQ.pdf</a>
邮储银行	2025-03-27	公司与邮政集团拟对储蓄代理费率进行主动调整。为引导基层促活促短，将活期、三个月和半年期存款的分档费率分别下调4.9BPs、2.5BPs和1.6BPs。对于一年期存款，为维护客户稳定，将其分档费率下调3.6BPs。调整后测算本行24年代理费综合费率由1.08%下降至1.04%，下降4BPs，储蓄代理费将由1,121.44亿元降至1,086.41亿元，下降35.03亿元。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601658_20250328_W7S6.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601658_20250328_W7S6.pdf</a>
宁波银行	2025-03-27	公司2025年二级资本债券（第一期）发行完毕，品种为10年期固定利率债券，在第5年末附有前提条件的发行人赎回权，票面利率2.18%。发行规模为89亿元。 链接： <a href="https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?e9448de7-aa2f-4d78-9965-7c2d31dd3ab2">https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?e9448de7-aa2f-4d78-9965-7c2d31dd3ab2</a>
建设银行	2025-03-28	公司2025年二级资本债券（第一期）发行完毕，品种为10年期固定利率债券，在第5年末附有条件的发行人赎回权，票面利率2.07%。发行规模为400亿元。



公司	公告日期	具体内容
杭州银行	2025-03-28	<p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601939_20250329_L5DT.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601939_20250329_L5DT.pdf</a></p> <p>公司 2025 年无固定期限资本债券（第一期）发行完毕，发行规模为人民币 100 亿元，前 5 年票面利率为 2.24%，每 5 年调整一次，公司有权在第 5 年及之后的每个付息日全部或部分赎回本期债券。本期债券募集资金将依据适用法律和主管部门的批准用于补充公司其他一级资本。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600926_20250329_05EE.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600926_20250329_05EE.pdf</a></p>
长沙银行	2025-03-28	<p>（1）发布《未来三年（2025 年-2027 年）股东回报规划》，在确保资本充足率满足监管规定的前提下，在成熟期且有重大资金支出时，现金分红比例至少 40%；在成熟期且无重大资金支出时，现金分红比例至少 80%；在成长期且有重大资金支出时，现金分红比例至少 20%。（2）发布《资本管理规划（2025 年-2027 年）》，2025 年-2027 年本行资本充足率目标为：核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别不低于 7.75%、8.75%和 11%。后续本行将在滚动编制资本规划时进行动态调整。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601577_20250329_LNJC.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601577_20250329_LNJC.pdf</a>  <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601577_20250329_U4ZB.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601577_20250329_U4ZB.pdf</a></p>
无锡银行	2025-03-28	<p>（1）因年龄原因，王锋先生已向董事会提出辞呈，辞去本行董事会秘书职务。董事会同意聘任费国栋先生担任本行董事会秘书，其任职资格尚需监管机构核准。（2）长城人寿 2025 年 3 月 27 日通过证券交易所集中竞价交易方式合计增持公司股份 430 万股。持有本公司股份比例从 6.97%增加至 7.17%，增持变动比例 0.2%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600908_20250329_IG80.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600908_20250329_IG80.pdf</a>  <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600908_20250329_AZ94.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600908_20250329_AZ94.pdf</a></p>
浙商证券	2025-3-24	<p>业绩快报：2024 年度营业收入 158.16 亿元，同比-10%（主要为其他业务收入下滑 25.24 亿元，同比-21%），投资增长亮眼，投资收益及公允价值变动收益同比+69%；归母净利润 19.32 亿元，同比+10%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601878_20250325_TIXZ.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-25/601878_20250325_TIXZ.pdf</a></p>
信达证券	2025-3-25	<p>2024 年度营业收入 32.92 亿元，同比-6%；归母净利润 13.65 亿元，同比-7%。每 10 股派发现金红利 0.27 元。年度累计每 10 股派发 0.64 元。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601059_20250326_43YG.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-26/601059_20250326_43YG.pdf</a></p>
中国信达	2025-3-25	<p>2024 年度营业收入 730.40 亿元，同比-4%；归母净利润 30.36 亿元，同比-48%。每 10 股派发现金红利 0.24 元。</p> <p>链接: <a href="https://www.cinda.com.cn/home/pc/cn/xdj/tzgx/gsgg/20250325/262944.shtml">https://www.cinda.com.cn/home/pc/cn/xdj/tzgx/gsgg/20250325/262944.shtml</a></p>
中信证券	2025-3-26	<p>2024 年度营业收入 637.89 亿元，同比+6%；归母净利润 217.04 亿元，同比+10%。每 10 股派发现金红利 2.80 元。年度累计每 10 股派发 5.20 元，分红率 37%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/600030_20250327_UH7T.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/600030_20250327_UH7T.pdf</a></p>
国联民生	2025-3-26	<p>2024 年度营业收入 26.83 亿元，同比-9%；归母净利润 3.97 亿元，同比-41%。每 10 股派发现金红利 0.56 元，分红率 80%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/601456_20250327_1P1R.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-27/601456_20250327_1P1R.pdf</a></p>
中信建投	2025-3-27	<p>2024 年度营业收入 211.29 亿元，同比-9%；归母净利润 72.23 亿元，同比+3%。每 10 股派发现金红利 1.65 元。年度累计每 10 股派发 2.55 元，分红率 32%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601066_20250328_3LGM.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601066_20250328_3LGM.pdf</a></p>
招商证券	2025-3-27	<p>2024 年度营业收入 208.91 亿元，同比+5%；归母净利润 103.86 亿元，同比+19%。每 10 股派发现金红利 3.77 元。年度累计每 10 股派发 3.87 元，分红率 32%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600999_20250328_DVEK.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600999_20250328_DVEK.pdf</a></p>
中航产融	2025-3-27	<p>因公司控股股东中航工业拟筹划与公司相关的重大事项，本公司股票将于 2025 年 3 月 28 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 5 个交易日。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600705_20250328_66PD.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600705_20250328_66PD.pdf</a></p>
广发证券	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 271.99 亿元，同比+17%；归母净利润 96.37 亿元，同比+38%。每 10 股派发现金红利 4.00 元。年度累计每 10 股派发 5.00 元，分红率 39%。</p> <p>链接: <a href="https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?dd21c440-63d0-46dc-9102-2cf1292b6f2a">https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?dd21c440-63d0-46dc-9102-2cf1292b6f2a</a></p>
申万宏源	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 247.35 亿元，同比+15%；归母净利润 52.11 亿元，同比+13%。每 10 股派发现金红利 0.46 元。年度累计每 10 股派发 0.63 元，分红率 30%。</p> <p>链接: <a href="https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?c744aad7-102f-4e99-88a3-38263d8f0030">https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?c744aad7-102f-4e99-88a3-38263d8f0030</a></p>
国泰君安	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 433.97 亿元，同比+20%；归母净利润 130.24 亿元，同比+39%。每 10 股派发现金红利 2.80 元。年度累计每 10 股派发 4.30 元，分红率 48%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601211_20250329_JV1V.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601211_20250329_JV1V.pdf</a></p>
华泰证券	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 414.66 亿元，同比+13%；归母净利润 153.51 亿元，同比+20%。每 10 股派发现金红利 3.70 元。年度累计每 10 股派发 5.20 元，分红率 32%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601688_20250329_VKGR.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601688_20250329_VKGR.pdf</a></p>
东方证券	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 191.90 亿元，同比+12%；归母净利润 33.50 亿元，同比+22%。每 10 股派发现金红利 1.00 元。年度累计每 10 股派发 1.75 元，分红率 44%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600958_20250329_I184.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600958_20250329_I184.pdf</a></p>
中金公司	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 213.33 亿元，同比-7%；归母净利润 56.94 亿元，同比-8%。每 10 股派发现金红利 0.90 元。年度累计每 10 股派发 1.80 元，分红率 17%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601995_20250329_YMMO.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601995_20250329_YMMO.pdf</a></p>
方正证券	2025-3-28	<p>2024 年度营业收入 77.18 亿元，同比+8%；归母净利润 22.07 亿元，同比+3%。每 10 股派发现金红利 0.593 元。年度累计每 10 股派发 1.073 元，分红率 40%。</p> <p>链接: <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601901_20250329_6IC5.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601901_20250329_6IC5.pdf</a></p>

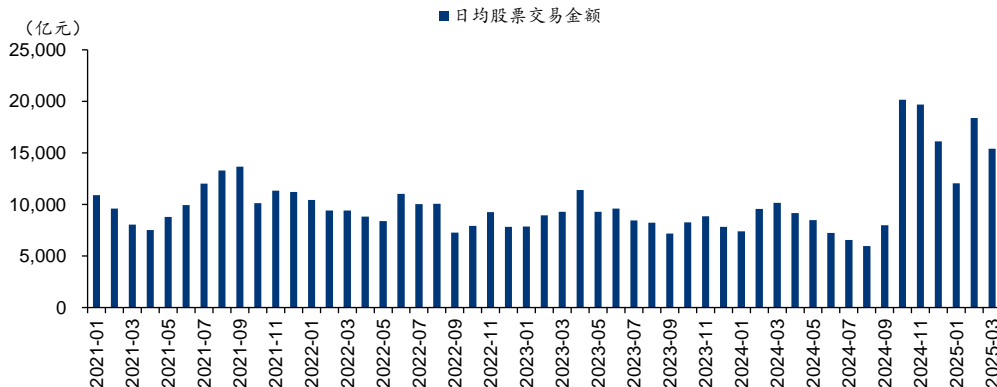
公司	公告日期	具体内容
中国银河	2025-3-28	2024 年度营业收入 354.71 亿元，同比+8%；归母净利润 100.31 亿元，同比+27%。每 10 股派发现金红利 1.96 元。年度累计每 10 股派发 2.80 元，分红率 31%。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601881_20250329_5DGH.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/601881_20250329_5DGH.pdf</a>
中航产融	2025-3-28	公司拟以股东大会决议方式主动撤回 A 股股票在上交所的上市交易，并转而申请在全国中小企业股份转让系统转让。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600705_20250329_7ZPO.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600705_20250329_7ZPO.pdf</a>
湘财股份	2025-3-28	公司拟换股吸收合并大智慧，大智慧与湘财股份的换股比例为 1:1.27，本次募集配套资金总额不超过人民币 80 亿元。本次吸收合并后，大智慧将终止上市，并注销法人资格。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600095_20250329_GBST.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600095_20250329_GBST.pdf</a>
江苏金租	2025-3-28	国家金融监督管理总局已核准周柏青先生担任公司董事长的任职资格。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600901_20250329_MF7V.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600901_20250329_MF7V.pdf</a>
中信建投	2025-3-27	2024 年度营业收入 211.29 亿元，同比-9%；归母净利润 72.23 亿元，同比+3%。每 10 股派发现金红利 1.65 元。年度累计每 10 股派发 2.55 元，分红率 32%。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601066_20250328_3LGM.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/601066_20250328_3LGM.pdf</a>
招商证券	2025-3-27	2024 年度营业收入 208.91 亿元，同比+5%；归母净利润 103.86 亿元，同比+19%。每 10 股派发现金红利 3.77 元。年度累计每 10 股派发 3.87 元，分红率 32%。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600999_20250328_DVEK.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600999_20250328_DVEK.pdf</a>
中航产融	2025-3-27	因公司控股股东中航工业拟筹划与公司相关的重大事项，本公司股票将于 2025 年 3 月 28 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 5 个交易日。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600705_20250328_66PD.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-28/600705_20250328_66PD.pdf</a>
湘财股份	2025-3-28	公司拟换股吸收合并大智慧，大智慧与湘财股份的换股比例为 1:1.27，本次募集配套资金总额不超过人民币 80 亿元。本次吸收合并后，大智慧将终止上市，并注销法人资格。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600095_20250329_GBST.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600095_20250329_GBST.pdf</a>
江苏金租	2025-3-28	国家金融监督管理总局已核准周柏青先生担任公司董事长的任职资格。 链接： <a href="https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600901_20250329_MF7V.pdf">https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-03-29/600901_20250329_MF7V.pdf</a>

资料来源：公司公告、华泰研究

### 行情回顾

截至 2025 年 3 月 28 日收盘, 上证综指收于 3,351 点, 周环比-0.40%; 深证成指收于 10,607 点, 周环比-0.75%。沪深两市周交易额 6.30 万亿元, 日均成交额 12,608 亿元, 周环比-18.64%。

图表19: 沪深两市月度日均股票交易额情况 (截至 2025 年 3 月 28 日)



资料来源: Wind, 华泰研究

### 银行板块

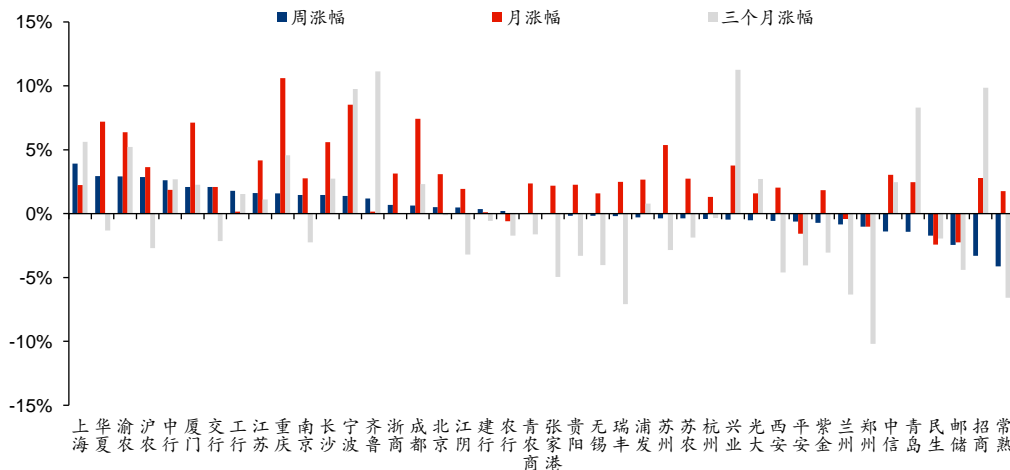
上周银行指数较前一周收盘日上涨 0.01%, 同期上证综指下跌 0.4%, 走势强于大盘 0.41 个百分点。上周成交额 1034.96 亿元, 较前一周下跌 11.63%。上周近 5 成银行上涨, 走势最好的三家银行分别是: 上海银行、华夏银行、渝农商行。目前银行行业 2025 年 Wind 一致预期 PB 值为 0.599, 较前一周下降 0.019。

图表20: 银行股表现前五

排名	证券代码	证券简称	涨幅	成交额 (亿元)
1	601229 CH	上海银行	3.91%	18.38
2	600015 CH	华夏银行	2.93%	15.28
3	601077 CH	渝农商行	2.91%	18.86
4	601825 CH	沪农商行	2.86%	6.61
5	601988 CH	中国银行	2.61%	42.17

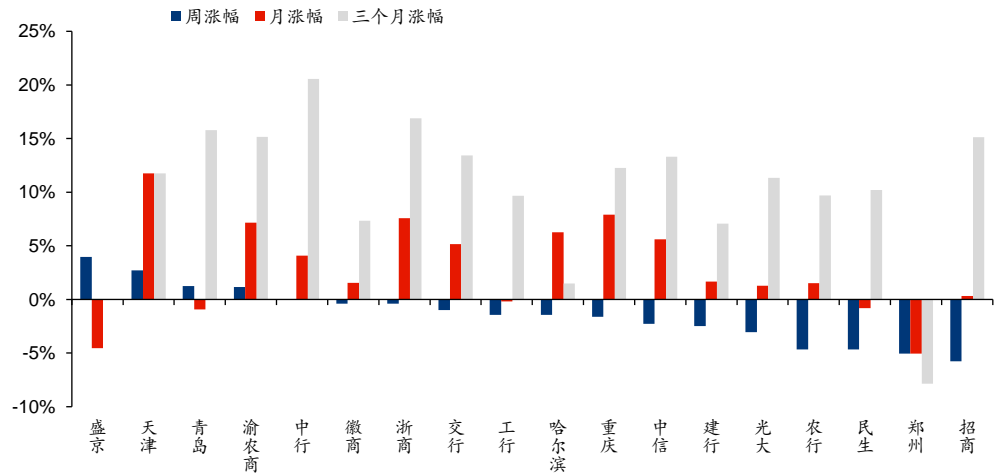
资料来源: Wind, 华泰研究

图表21: A 股银行涨幅



资料来源: Wind, 华泰研究

图表22: H股银行涨幅



资料来源: Wind, 华泰研究

图表23: 上市银行 A/H 股溢价率 (截至 3 月 28 日)

排名	股票	AH 溢价率	上周末 AH 溢价率
1	郑州银行	123.7%	114.4%
2	重庆银行	55.5%	50.5%
3	青岛银行	40.2%	44.0%
4	建设银行	37.8%	33.8%
5	工商银行	35.8%	31.4%
6	光大银行	30.2%	26.8%
7	中国银行	29.9%	26.5%
8	中信银行	27.6%	26.4%
9	浙商银行	24.9%	23.5%
10	渝农商行	24.5%	22.3%
11	民生银行	18.7%	15.1%
12	农业银行	17.6%	11.8%
13	交通银行	14.9%	11.4%
14	邮储银行	13.4%	9.8%
15	招商银行	2.6%	-0.1%

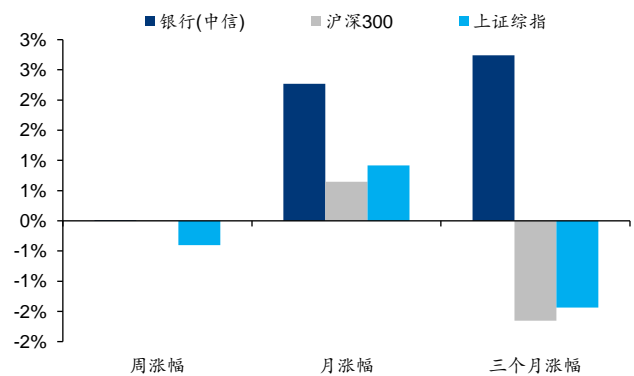
资料来源: Wind, 华泰研究

图表24: 银行指数涨幅走势图

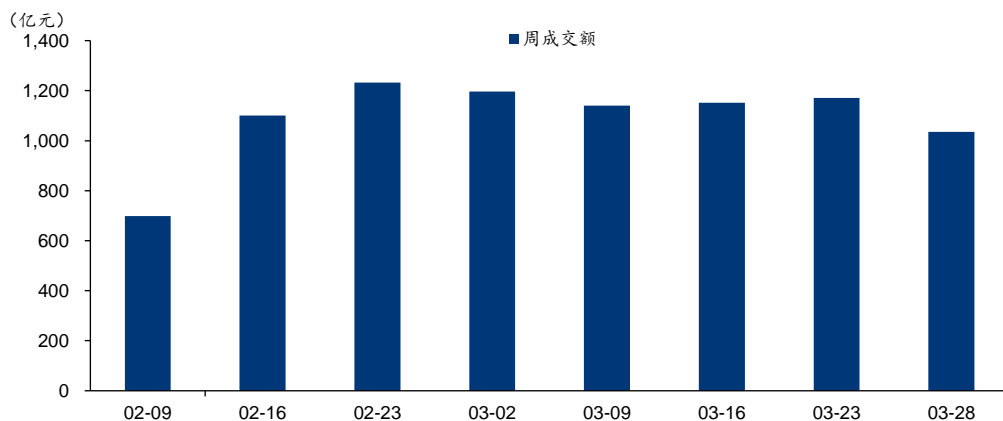


资料来源: Wind, 华泰研究

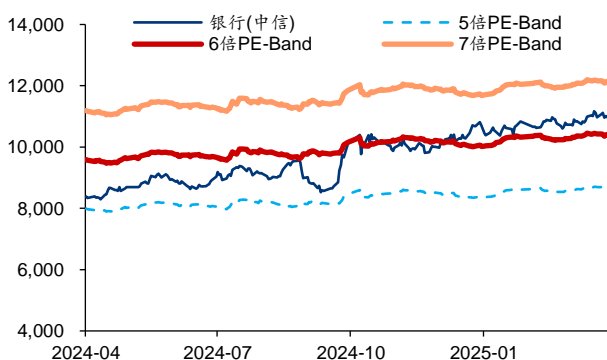
图表25: 银行指数涨幅对比图



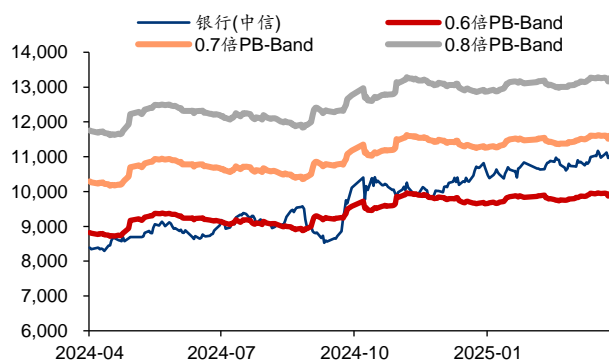
资料来源: Wind, 华泰研究

**图表26：银行板块周成交额**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表27：银行指数 PE-Band**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表28：银行指数 PB-Band**


资料来源：Wind，华泰研究

## 证券板块

截至 2025 年 3 月 28 日收盘，券商指数收于 10,320 点，周环比-0.48%；周成交额 1,082 亿元，日均成交额为 216 亿元，环比-32.70%。截至 3 月 28 日收盘，A/H 股上市券商中，国联民生溢价最高，为 197.67%。

**图表29：券商股上周涨跌幅前五名（截至 2025 年 3 月 28 日）**

证券简称	收盘价	周涨幅
广发证券	16.40	4.93%
华林证券	15.83	4.28%
中泰证券	6.62	2.16%
国投资本	7.28	2.10%
浙商证券	11.73	1.82%

资料来源：Wind，华泰研究

**图表30：上市券商 A/H 股溢价率（截至 2025 年 3 月 28 日）**

H 股券商	H 股价格（¥）	A 股价格（¥）	A/H 溢价
国联民生	3.53	10.52	197.7%
中州证券	1.47	4.14	182.2%
中信建投	9.23	24.50	165.5%
中金公司	13.82	34.84	152.1%
光大证券	7.06	17.25	144.4%
申万宏源	2.11	5.09	140.9%
中国银河	7.36	16.99	130.7%
东方证券	4.71	9.76	107.4%
广发证券	9.78	16.40	67.7%
国泰君安	10.70	17.43	62.8%
中信证券	19.10	26.80	40.3%
招商证券	12.79	17.86	39.7%
华泰证券	12.73	17.58	38.1%
国联证券	3.53	10.52	197.7%

注：H 股价格已用 2025 年 3 月 28 日对港币汇率中间价换算成计价

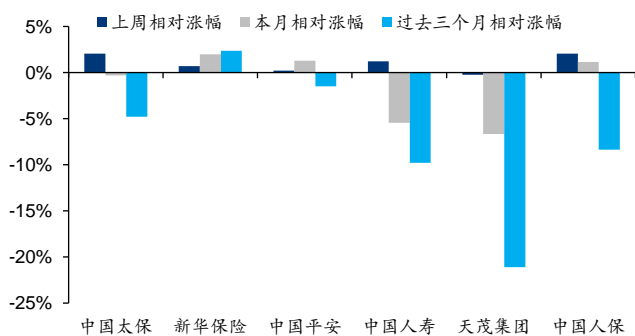
资料来源：Wind，华泰研究

## 保险板块

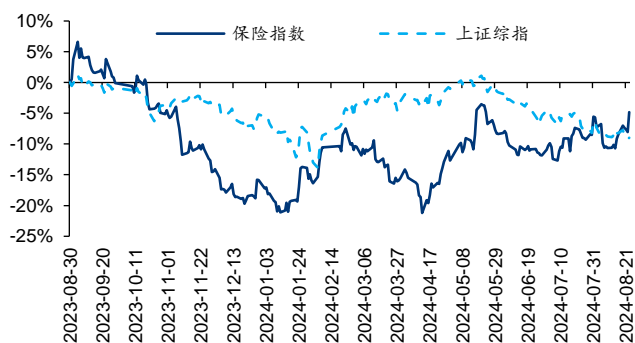
**图表31：保险股上周涨幅**

险企	最新收盘价（¥）	上周涨幅	成交额（亿元）	A/H 股溢价
新华保险	51.98	3.0%	51.80	96%
中国太保	32.14	1.3%	41.87	40%
中国人寿	37.78	0.6%	25.49	166%
中国平安	51.96	0.4%	106.22	20%
天茂集团	3.89	-0.5%	17.28	N.A.
中国人保	6.83	-0.6%	17.52	79%

资料来源：Wind，华泰研究

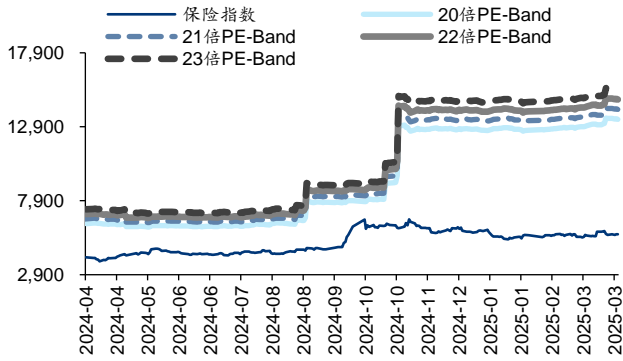
**图表32：保险板块相对保险指数收益**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表33：保险指数近一年走势图**


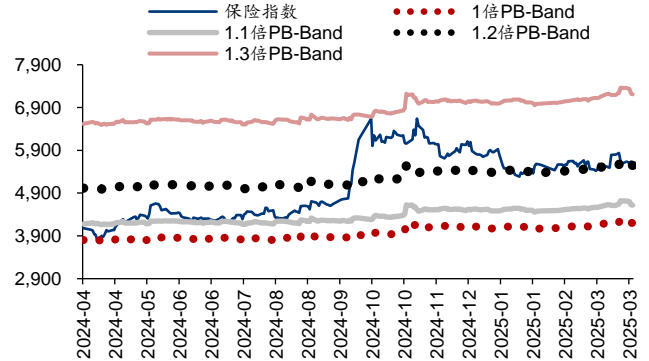
资料来源：Wind，华泰研究

图表34：保险指数 PE-Band



资料来源：Wind，华泰研究

图表35：保险指数 PB-Band



资料来源：Wind，华泰研究

### 多元金融

截至 2025 年 3 月 28 日收盘，多元金融指数收于 9,051 点，较前一周-0.14%；金控平台指数收于 2,192 点，较前一周+0.74%；信托（中信）指数收于 1,669 点，较前一周+0.72%。

图表36：多元金融板块上周涨幅前五名（截至 2025 年 3 月 28 日）

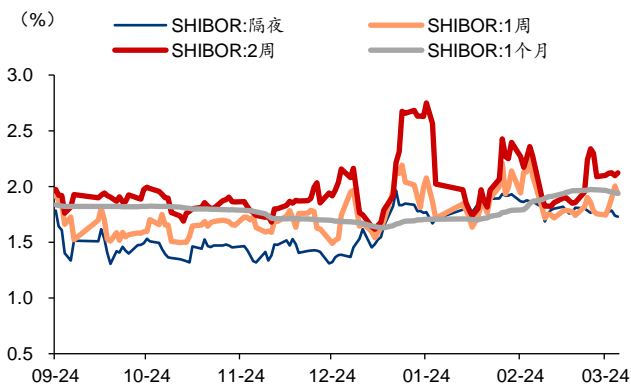
证券简称	涨幅	成交额（亿元）
江苏金租	3.33%	13.30
渤海租赁	1.51%	11.85
陕国投 A	1.44%	9.36
中航资本	1.18%	10.00
指南针	1.11%	54.44

资料来源：Wind，华泰研究

### 利率走势

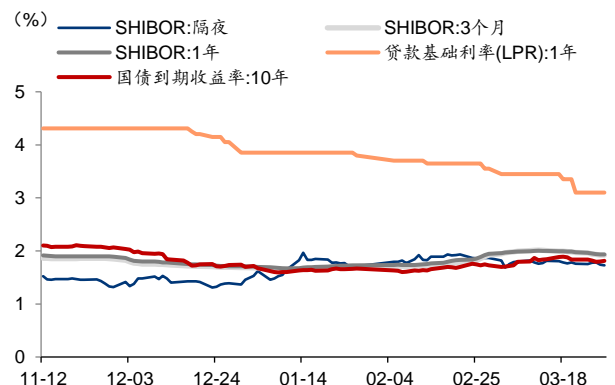
上周市场利率走向一致，其中 10 年期国债收益率收于 1.81%，较前一周下降 0.02 个百分点，Shibor 隔夜利率收于 1.73%，较前一周下降 0.03 个百分点。

图表37：Shibor 走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表38：利率水平对比



资料来源：Wind，华泰研究

## 海外市场跟踪

### 动态新闻

#### 美联储博斯蒂克：今年只预见到一次降息，预计通胀回落将会非常颠簸

美联储博斯蒂克表示，今年只预见到一次降息，预计通胀（回落进程）将会非常颠簸；质疑消费者信心是否将成为经济活动走弱的先行指标；听到更多对经济走势的担忧，但数据尚未显示出这一点。(Wind)

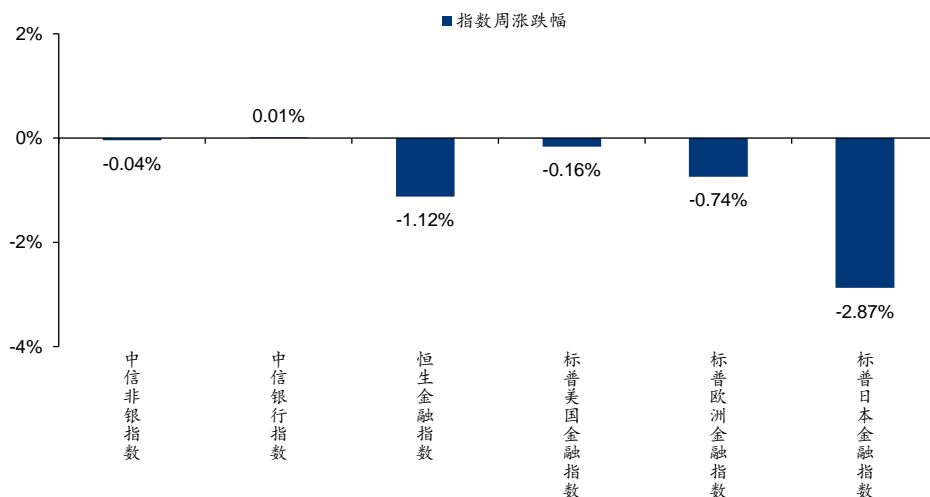
#### 欧洲央行：4月利率决策持开放态度，通胀进展不宜过度乐观

欧洲央行管委 Joachim Nagel 表示，尽管最新通胀数据显示出积极迹象，但央行官员不应对其实现通胀目标过于自信。Nagel 暗示对 4 月 17 日下次会议的利率决定持开放态度。我们在下次会议召开时将研究数据，并讨论如何得出结果。(Wind)

### 全球市场金融行情对比

上周中信非银指数下降 0.04%，中信银行指数上升 0.01%，非银指数和银行指数均强于其他主要国家指数。

图表39：金融板块涨跌幅全球对比



资料来源：Wind，华泰研究

## 估值跟踪

图表40：全球市场银行估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
<b>美股</b>							
花旗集团	USD	70.3	-2.3%	1,882	132,372	11.55	0.69
摩根大通	USD	242.9	0.5%	2,796	679,034	11.94	2.09
富国银行	USD	70.7	-2.5%	3,288	232,442	12.49	1.45
汇丰控股	USD	57.8	-0.1%	17,752	204,211	8.95	1.11
<b>欧洲股市</b>							
法国巴黎银行	EUR	78.6	-1.5%	1,130	88,753	7.08	0.59
桑坦德	EUR	6.5	0.2%	15,388	195,022	5.78	0.62
<b>日本股市</b>							
三菱日联金融集团	JPY	2,108.5	-5.3%	12,068	25,444,768	13.10	1.25
三井住友金融集团	JPY	3,936.0	-4.7%	3,884	15,289,177	11.71	1.01
瑞穗金融集团	JPY	4,240.0	-5.2%	2,514	10,658,333	11.95	1.01
<b>港股</b>							
恒生银行	HKD	105.3	-0.4%	1,882	198,203	11.21	1.17
东亚银行	HKD	11.7	-3.1%	2,630	30,878	7.69	0.31
中银香港	HKD	31.3	4.5%	10,573	330,928	8.66	0.98

资料来源：Wind，华泰研究

图表41：海外证券估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
高盛集团	USD	543.12	-3.9%	311	168,796	12.48	1.56
贝莱德	USD	946.70	-0.5%	155	146,978	23.08	3.09
摩根士丹利	USD	115.33	-4.0%	1,613	186,011	14.53	1.96
嘉信理财	USD	77.81	-0.7%	1,814	141,114	25.76	3.60
SEI INVESTMENTS	USD	77.11	1.7%	127	9,789	16.84	4.35

资料来源：Wind，华泰研究

图表42：全球市场保险估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
<b>美股市场</b>							
美国保德信金融	USD	114.4	3.3%	354	40,501	15.03	1.45
大都会人寿	USD	83.1	0.4%	681	56,576	13.39	2.06
宏利金融	USD	31.1	1.9%	1,723	53,608	15.04	1.70
美国国际集团	USD	84.4	0.8%	593	50,089	-35.13	1.18
<b>欧洲股市</b>							
慕尼黑再保险	EUR	588.0	2.2%	131	77,267	13.59	2.37
安盛集团	EUR	40.1	1.2%	2,215	88,817	11.87	1.78
安联保险	EUR	357.3	1.0%	386	137,977	21.68	3.20
<b>日本股市</b>							
日本 Millea 控股	JPY	6,112.0	0.9%	1,978	12,089,536	11.26	2.45
第一生命保险	JPY	4,814.0	4.4%	953	4,586,516	10.05	1.18
MS&AD 保险集团控股	JPY	3,520.0	1.7%	1,608	5,661,563	7.93	1.35
<b>H 股</b>							
友邦保险	HKD	59.9	-3.9%	10,694	640,048	12.06	2.04
中国太平	HKD	12.1	-5.0%	3,594	43,488	5.16	0.61
中国人民保险集团	HKD	4.2	-2.1%	44,224	186,183	4.52	0.64

资料来源：Wind，华泰研究

**图表43：全球市场信托估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）**

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
A 股							
建元信托	CNY	2.94	0.0%	9,844	28,943	544.41	2.11
陕国投 A	CNY	3.52	1.4%	5,114	18,001	13.23	1.01
美股							
诺亚财富	USD	10.14	-8.7%	335	784	10.28	0.49
北美信托	USD	97.15	-1.6%	195	18,941	9.52	1.59
港股							
领展房产基金	HKD	36.55	-1.5%	2,600	95,020	-41.44	0.55
泓富产业信托	HKD	1.31	0.0%	1,557	2,040	-27.33	0.31
越秀房产信托基金	HKD	0.84	-2.3%	5,091	4,276	-12.35	0.27

资料来源：Wind，华泰研究

**图表44：全球市场期货估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）**

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
A 股							
弘业股份	CNY	10.66	8.8%	247	2,631	54.85	1.24
厦门国贸	CNY	6.45	-0.5%	2,167	13,980	18.36	0.70
物产中大	CNY	5.11	0.2%	5,193	26,534	8.24	0.73
港股、台股							
鲁证期货	HKD	0.54	0.0%	1,002	541	110.60	0.20
弘业期货	HKD	2.70	3.8%	1,008	8,914	108.14	1.32
元大期货	TWD	81.10	-0.5%	320	25,950	11.98	1.63

资料来源：Wind，华泰研究

**图表45：全球市场租赁估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）**

中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（亿）	PE(TTM)	PB(MRQ)
A 股							
海南华铁	CNY	10.01	-6.4%	1,973	197	27.22	3.26
晨鸣纸业	CNY	0.61	-4.7%	2,941	42	-1.32	0.00
渤海租赁	CNY	3.36	1.5%	6,185	208	10.27	0.68
东莞控股	CNY	10.12	-0.8%	1,040	105	16.30	1.10
中航资本	CNY	3.44	1.2%	8,821	303	152.72	0.81
港股							
环球医疗	HKD	5.24	-0.8%	1,892	99	4.52	0.53
融众金融	HKD	0.22	0.0%	607	1.33	-10.56	8.40
恒嘉融资租赁	HKD	0.09	13.3%	1,687	1	-1.77	0.42
中国飞机租赁	HKD	3.86	1.3%	745	29	11.16	0.68
远东宏信	HKD	6.32	-2.0%	4,320	273	6.55	0.52

资料来源：Wind，华泰研究

**图表46：全球市场小贷估值比较（截至 2025 年 3 月 28 日）**

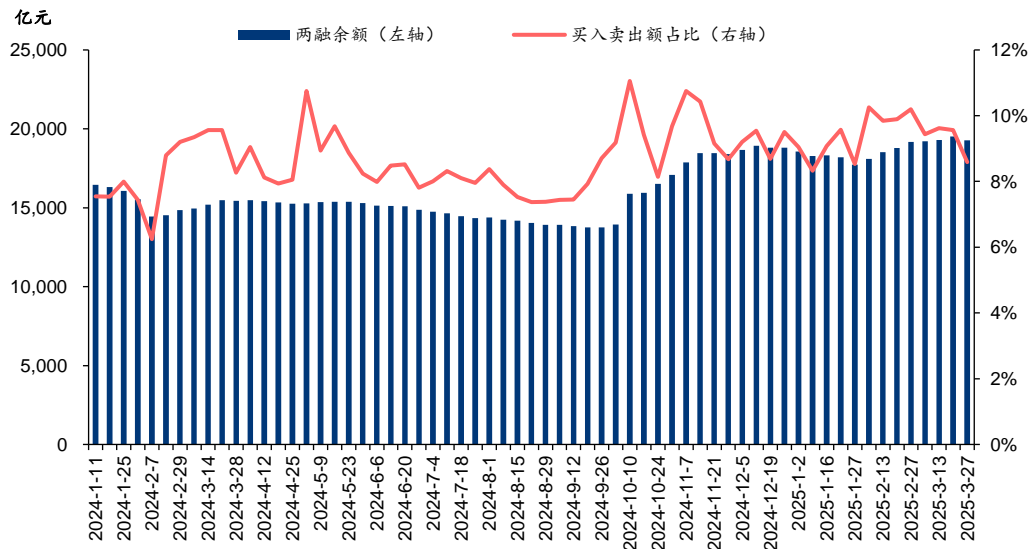
中文简称	币种	最新股价	周涨跌幅	股本（百万）	总市值（百万）	PE(TTM)	PB(MRQ)
A 股							
世联行	CNY	2.38	-3.6%	1,993	4,743	-15.71	1.57
新力金融	CNY	10.05	11.8%	513	5,153	165.35	4.86
美股							
LENDINGCLUB	USD	10.41	-6.0%	113	1,180	22.99	0.88
港股							
佐力小贷	HKD	0.30	0.0%	1,180	348	5.16	0.16
瀚华金控	HKD	0.17	-1.2%	4,600	773	16.60	0.10

资料来源：Wind，华泰研究

## 市场统计

**融资融券：**截至3月27日收盘，两融规模 19,266 亿元，环比-0.09%；其中融资余额 19,152 亿元，融券余额 114 亿元。融资期间买入额 4,410 亿元，期现比 8.55%。

图表47：沪深两融余额规模及期间买入卖出占比（截至 2025 年 3 月 27 日）



资料来源：Wind, 华泰研究

**承销发行：**截至3月28日，券商承销数量 998 家，主承销商募集金额合计 3626 亿元。其中首发 4 家、增发 2 家、配股 0 家、可转债 2 家、可交债 0 家；债券承销 990 家，募资规模 3469 亿元。上市券商主承销 631 家，募资规模 2262 亿元，占比 62.37%。

## 风险提示

- 1) 经济修复力度不及预期。近期各项高频数据有所回温，但经济复苏的强度与可持续性仍有不确定性。
- 2) 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、李健、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 渝农商行（601077 CH）、招商银行（600036 CH）、兴业银行（601166 CH）、中国平安（2318 HK）、中信证券（6030 HK）、招商银行（3968 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 宁波银行（002142 CH）、兴业银行（601166 CH）、上海银行（601229 CH）、中国平安（2318 HK）、中国太保（2601 HK）、交通银行（3328 HK）、中信证券（6030 HK）、中金公司（3908 HK）、友邦保险（1299 HK）、招商银行（3968 HK）、工商银行（1398 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、李健、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 苏州银行（002966 CH）、成都银行（601838 CH）、招商银行（600036 CH）、兴业银行（601166 CH）、交通银行（3328 HK）、中金公司（3908 HK）、招商银行（3968 HK）、工商银行（1398 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 苏州银行（002966 CH）、兴业银行（601166 CH）、交通银行（3328 HK）、中金公司（3908 HK）、工商银行（1398 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 成都银行（601838 CH）、招商银行（600036 CH）、宁波银行（002142 CH）、兴业银行（601166 CH）、交通银行（3328 HK）、中信证券（6030 HK）、中金公司（3908 HK）、招商银行（3968 HK）、工商银行（1398 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 渝农商行（601077 CH）、招商银行（600036 CH）、兴业银行（601166 CH）、中国平安（2318 HK）、中信证券（6030 HK）、招商银行（3968 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 宁波银行（002142 CH）、兴业银行（601166 CH）、上海银行（601229 CH）、中国平安（2318 HK）、中国太保（2601 HK）、交通银行（3328 HK）、中信证券（6030 HK）、中金公司（3908 HK）、友邦保险（1299 HK）、招商银行（3968 HK）、工商银行（1398 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

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(含此期间的股息回报)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,台湾市场基准为台湾加权指数,日本市场基准为日经 225 指数,新加坡市场基准为海峡时报指数,韩国市场基准为韩国有价证券指数,英国市场基准为富时 100 指数),具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准

**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平

**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15%以上

**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%

**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出:** 预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格,经营许可证编号为:AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员,具有在美国开展经纪交易商业业务的资格,经营业务许可编号为:CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证,并且是豁免财务顾问。公司注册号:202233398E

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码:210019

电话:86 25 83389999/传真:86 25 83387521

电子邮件:ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码:518017

电话:86 755 82493932/传真:86 755 82492062

电子邮件:ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码:100032

电话:86 10 63211166/传真:86 10 63211275

电子邮件:ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码:200120

电话:86 21 28972098/传真:86 21 28972068

电子邮件:ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话:+852-3658-6000/传真:+852-2567-6123

电子邮件:research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)

电话:+212-763-8160/传真:+917-725-9702

电子邮件:Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话:+65 68603600

传真:+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司