

2025年非银行业春季策略 ——

积极政策下博弈非银板块中枢提升机遇

证券分析师： 夏聿印
分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦
一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 非银行情复盘：强β属性凸显

24年申万非银金融指数涨幅排名第二，较大盘超额收益显著。申万证券指数累计上涨29.57%，较沪深300的超额收益为14.88%；申万保险指数涨幅35.59%，较沪深300的超额收益为20.90%；申万多元金融指数涨幅16.50%，较沪深300的超额收益为1.81%；中证金融科技主题指数涨幅31.54%，较沪深300的超额收益为16.86%。

➤ 券商：交易量中枢有望上移

券商三季报营收增速回升，盈利降幅逐季收窄，自营业务仍是业绩的主要支撑。**展望25年**：1) 随着政策持续落地，权益市场交投情绪显著回暖，25年交易量中枢有望抬升；2) 居民资产配置转换或加速，被动化将成为资管主要增量方向；3) 低基数下投行业务增速企稳，并购重组有望贡献业务增量。

➤ 保险：资产负债或将持续

上市险企三季报业绩同比高增，主要系权益市场表现驱动总投资收益回弹，寿险业绩弹性更高。**展望25年**：1) 在理财收益、定存利率下行的趋势下，储蓄保险仍具备相对优势，预计新单保费增长稳中向好；2) 政策引导+代理人质效改善，预计分红险成为重点发力方向；3) 代理人企稳叠加预定利率动态调整细则落地，利好险企价值表现；4) 财险行业格局有望优化，集中度有望加速提升。

➤ 多元金融及金融科技：多元金融整体向好但分化加剧；资本市场IT弹性可期

多元金融方面，资本市场增量政策驱动多元金融整体表现向好，但强监管周期下预计短期内部分化加剧。金融科技方面，24Q3末至年底资本市场交易量维持高位，证券IT业绩弹性可期；金融高质量发展支持下，中长期金融科技市场未来空间广阔。

➤ 投资建议

1) 券商板块，看好整体业绩弹性，建议关注互联网券商【**东方财富**】，零售业务占比较高的券商【**方正证券**】【**湘财股份**】【**国海证券**】。2) 保险板块，看好险企资产负债共振持续，建议关注纯寿险标的【**中国人寿**】、NBV增速居前且安全边际较高的低估值标的【**中国太保**】、科技有望充分赋能业务发展的标的【**众安在线**】。3) 多元金融板块，建议关注盈利能力稳健、具备差异化经营能力的质优标的【**南华期货**】【**江苏金租**】。4) 金融科技板块，建议关注充分受益于交易量中枢提升的C端证券IT标的【**指南针**】。

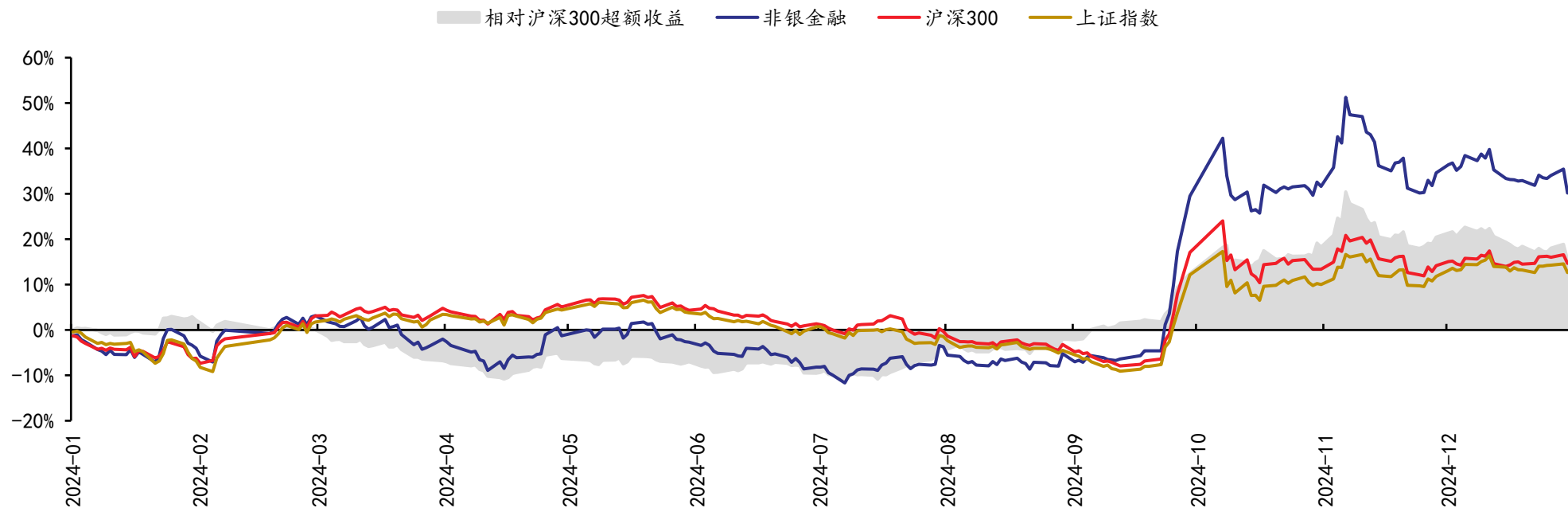
目录

- 1、非银行行情复盘：超额收益显著，强 β 属性凸显
- 2、券商：交易量中枢有望上移
- 3、保险：资产负债共振或将持续
- 4、多元金融：整体向好但分化加剧
- 5、金融科技：资本市场IT弹性可期

1.1 非银板块超额收益显著

- 24年申万非银金融指数涨幅排名第二，较大盘超额收益显著。24年申万非银金融指数累计上涨30.17%，较沪深300的超额收益为15.49%。9月24日前申万非银指数累计涨跌幅为-4.56%，较沪深300的超额收益为1.80%；9月24日至年底申万非银金融累计涨跌幅为36.39%，较沪深300的超额收益为14.63%。

图表：24年申万非银和大盘指数累计涨跌幅

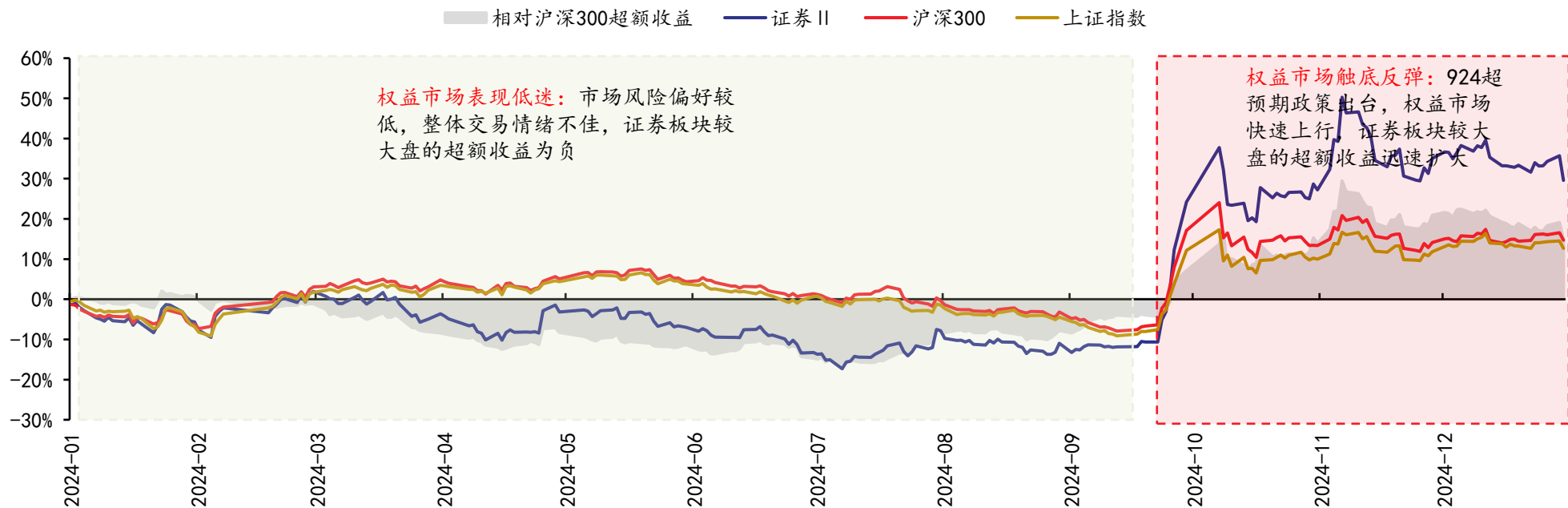


资料来源：iFinD, 太平洋证券

1.2 证券板块超额收益主要受强β属性支撑

- 24年申万证券指数累计上涨29.57%，较沪深300的超额收益为14.88%。2024年9月24日以前，权益市场整体表现不佳，交易情绪低迷，严监管下市场对于券商基本面预期和估值均处于低位。9月24日以后，随着一揽子刺激政策出台，市场交易情绪高涨，驱动权益市场快速上行，证券板块在强β属性驱动下取得显著超额收益。

图表：24年证券板块和大盘指数累计涨跌幅



资料来源：iFinD，太平洋证券

1.3 “924”新政前后资金选股逻辑切换

- “924”新政前后领涨个股分化，选股逻辑切换。9月24日前选股逻辑在于：1) 估值较低的大型券商，如招商；2) 合并重组主线，如国信、浙商、西部。9月24日权益市场快速拉升，选股逻辑在于：1) 高弹性中小券商，如天风、第一创业、华林；2) 强者恒强的头部券商，如中信。

图表：9月24日前后涨跌幅TOP20及估值

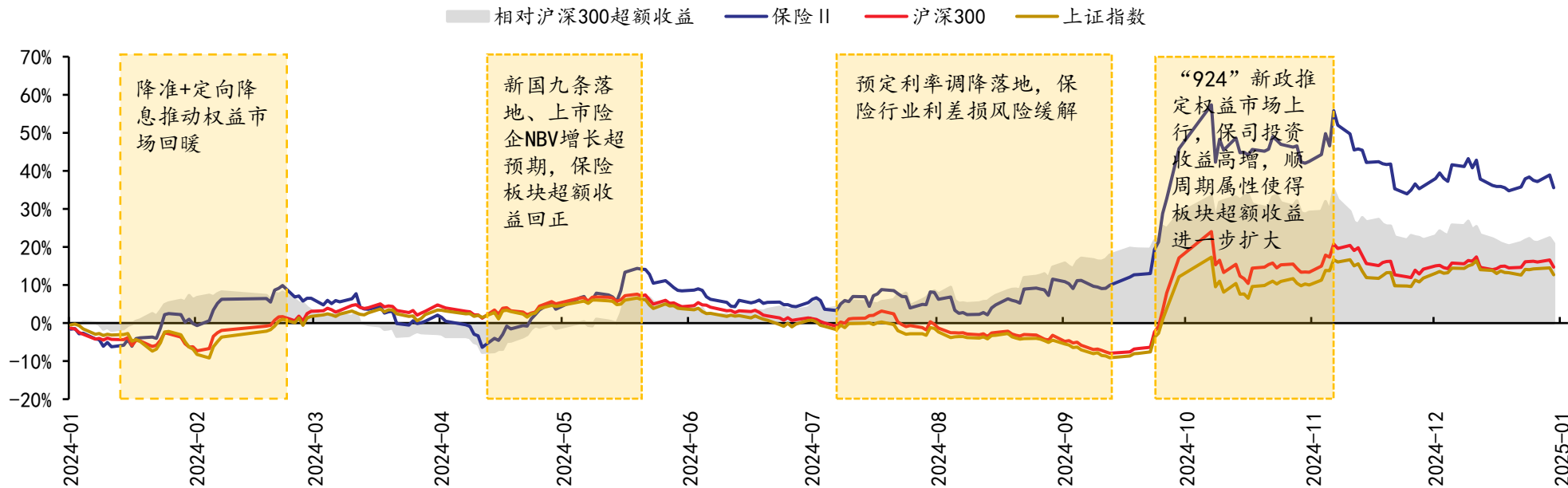
公司简称	9.24前区间涨跌幅	区间起始PB估值	近5年PB分位数	公司简称	9.24后区间涨跌幅	区间起始PB估值	近5年PB分位数
招商证券	13.42%	1.11	1.27%	天风证券	64.10%	1.11	26.84%
国信证券	9.67%	1.02	0.21%	第一创业	59.35%	1.53	7.90%
浙商证券	6.90%	1.54	8.88%	华林证券	58.70%	4.35	4.49%
西部证券	1.91%	1.02	5.16%	中信证券	52.96%	1.24	15.30%
首创证券	1.84%	3.75	42.02%	国海证券	42.67%	0.97	12.01%
国泰君安	1.54%	0.90	9.61%	国联证券	40.10%	1.60	9.80%
东兴证券	0.64%	0.98	8.22%	华安证券	37.73%	1.03	8.65%
东方证券	0.00%	1.00	5.41%	长江证券	36.67%	0.89	6.32%
国元证券	-2.84%	0.86	8.93%	华泰证券	36.04%	0.82	15.53%
中信证券	-2.98%	1.20	3.71%	中国银河	35.91%	1.28	37.13%
华泰证券	-3.29%	0.83	9.97%	东兴证券	35.49%	1.02	27.94%
申万宏源	-3.30%	1.11	16.41%	东北证券	33.90%	0.79	5.99%
光大证券	-3.32%	1.23	32.98%	太平洋	33.54%	2.51	72.08%
中国银河	-4.60%	1.31	36.40%	广发证券	31.15%	0.87	6.74%
长江证券	-5.13%	0.95	0.34%	中信建投	30.78%	2.27	5.61%
南京证券	-5.35%	1.71	2.52%	西南证券	30.08%	0.99	13.82%
海通证券	-5.41%	0.75	17.89%	山西证券	29.22%	1.05	11.25%
山西证券	-7.43%	1.09	4.29%	国元证券	28.81%	0.84	14.33%
华安证券	-7.95%	1.11	9.92%	首创证券	28.54%	4.16	43.95%
中原证券	-8.82%	1.28	9.41%	国泰君安	28.18%	0.88	13.75%

资料来源：iFinD, 太平洋证券

1.4 24年保险板块资产负债共振，4月中旬以来超额收益不断扩大

- 24年申万保险指数涨幅35.59%，较沪深300的超额收益为20.90%。保险板块受资产两端共同驱动，年初降准、定向降息等政策推动权益市场回暖，保险板块顺势上涨；4月中旬“新国九条”出台提振资本市场，叠加上市险企NBV增长超预期，保险板块重新跑出超额收益；8月预定利率调降落地，市场对保险行业利差损担忧缓解，保险板块超额收益持续扩大；9月底超预期政策出台，权益市场表现推动保司投资收益高增，同时顺周期属性推动超额收益进一步扩大。

图表：24年保险板块与大盘指数累计涨跌幅

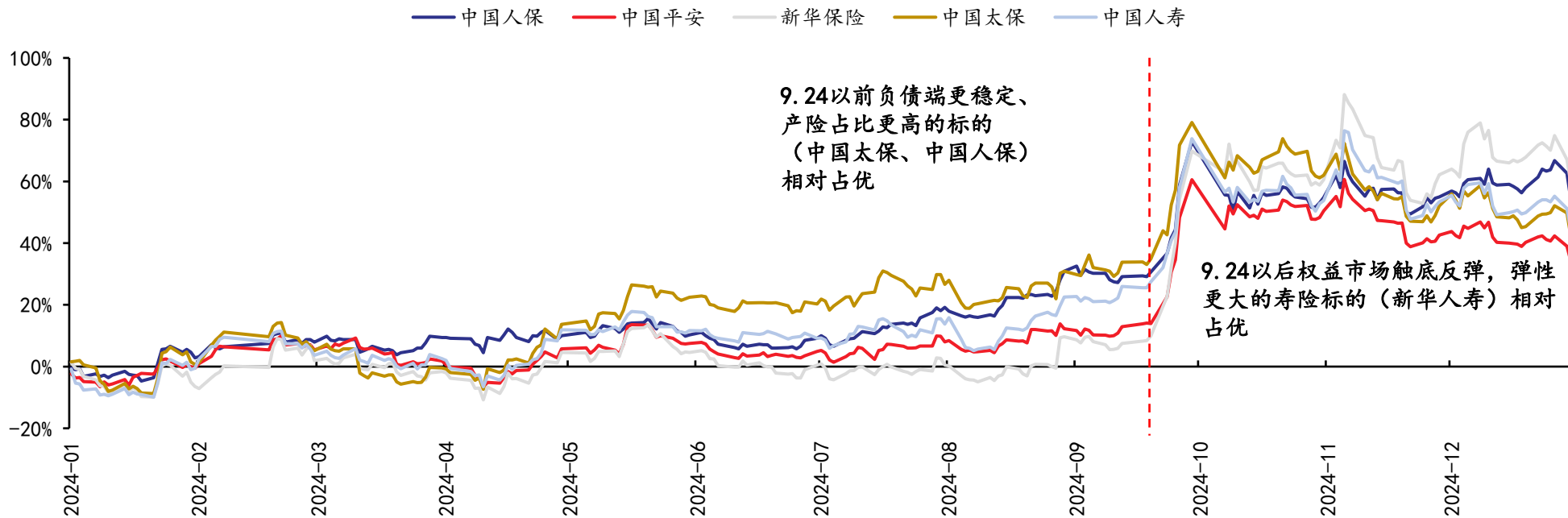


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.5 前期产险占比高个股占优，三季度后更看重弹性

- 前期太保、人保相对占优，9月后新华相对占优。全年涨跌幅排名：新华保险（67.11%）> 中国人保（62.68%）> 中国人寿（51.23%）> 中国太保（49.47%）> 中国平安（39.03%）。分阶段看，9月24日以前负债端更稳定、产险占比更高的标的表现占优，如中国太保、中国人保；9月24日以后市场更看重标的的弹性，新华人寿相对占优。

图表：2024年保险上市个股涨跌幅复盘

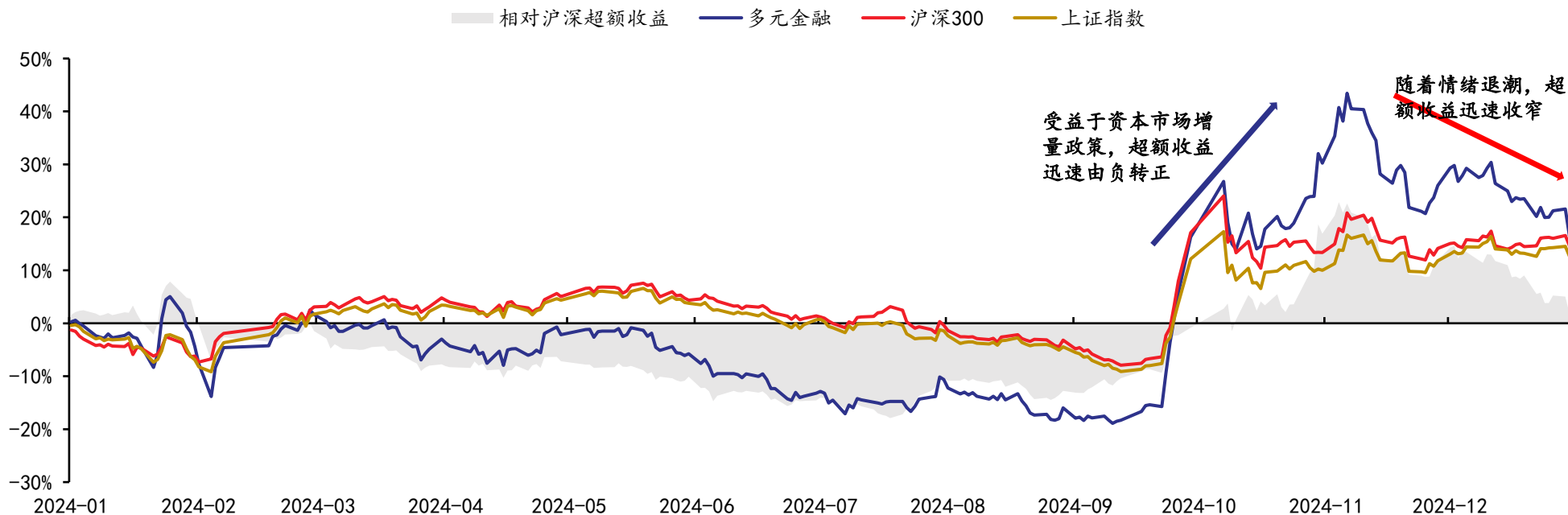


资料来源：iFinD，太平洋证券

1.6 多元金融全年超额收益较低

- 24年申万多元金融指数涨幅16.50%，较沪深300的超额收益为1.81%。受益于9月24日资本市场相关增量政策出台，多元金融指数超额收益迅速由负转正；但随着后续市场情绪退潮，多元金融指数相较于沪深300指数的超额收益迅速收窄，24年全年的超额收益仅为1.81%，低于申万券商指数和申万保险指数。

图表： 24年多元金融板块与大盘指数累计涨跌幅

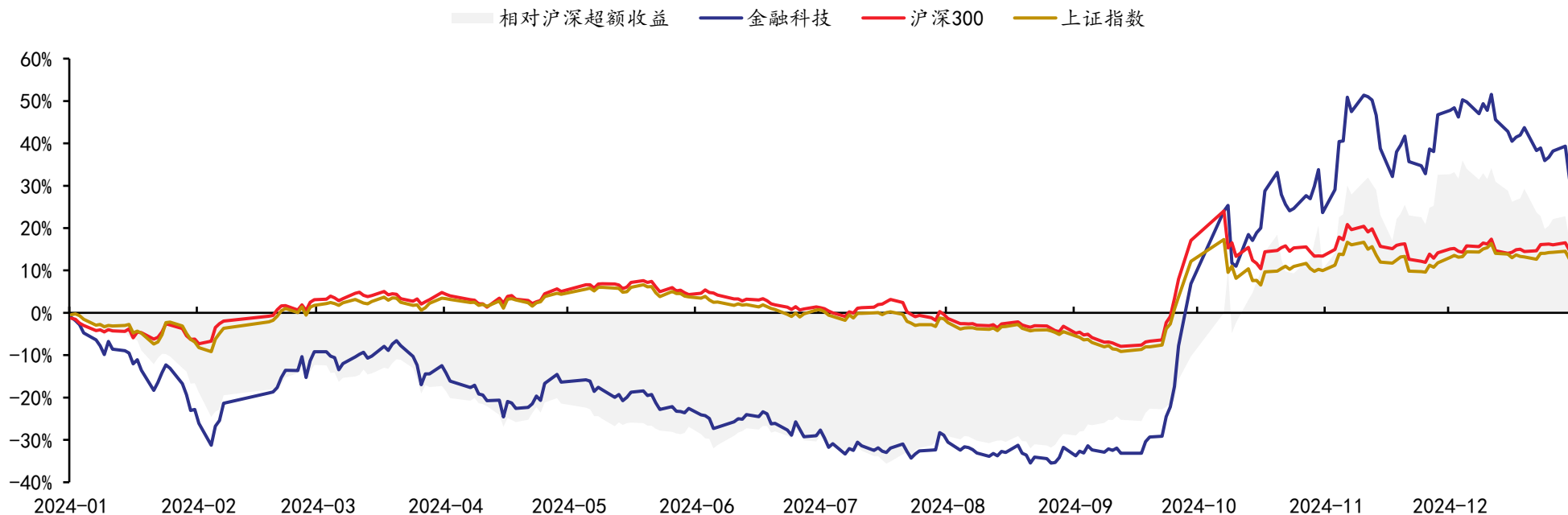


资料来源：iFinD，太平洋证券

1.7 金融科技受益于市场成交量放大，行情持续性较强

- ▶ **24年中证金融科技主题指数涨幅31.54%，较沪深300的超额收益为16.86%**。9月24日资本市场相关政策增强流动性、提振投资者信心，股市成交量迅速放大，有力支撑金融科技指数行情表现。从行情持续性来看，由于9月24日后成交量持续维持高位，年内金融科技指数涨幅最高点在12月12日达到，行情持续性强于其他非银板块。

图表： 24年金融科技板块与大盘指数累计涨跌幅



资料来源：iFinD，太平洋证券

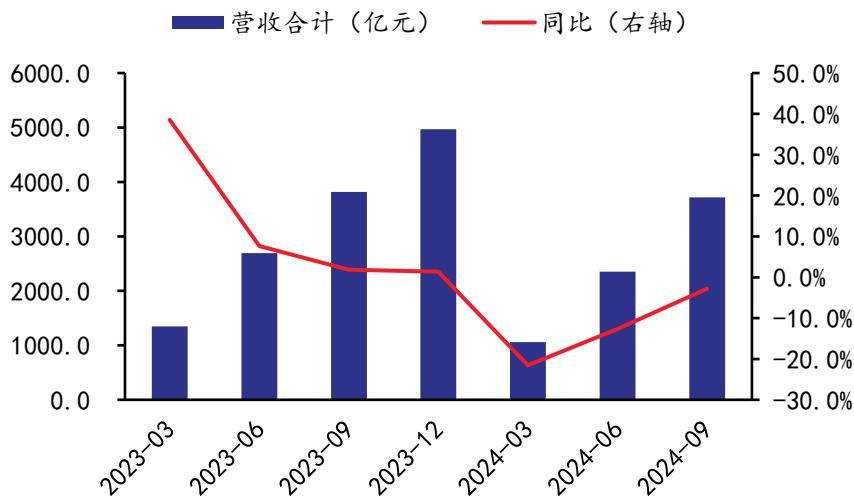
目录

- 1、非银行行情复盘：超额收益显著，强 β 属性凸显
- 2、券商：交易量中枢有望上移
- 3、保险：资产负债共振或将持续
- 4、多元金融：整体向好但分化加剧
- 5、金融科技：资本市场IT弹性可期

2.1 营收增速持续回升，自营占比不断扩大

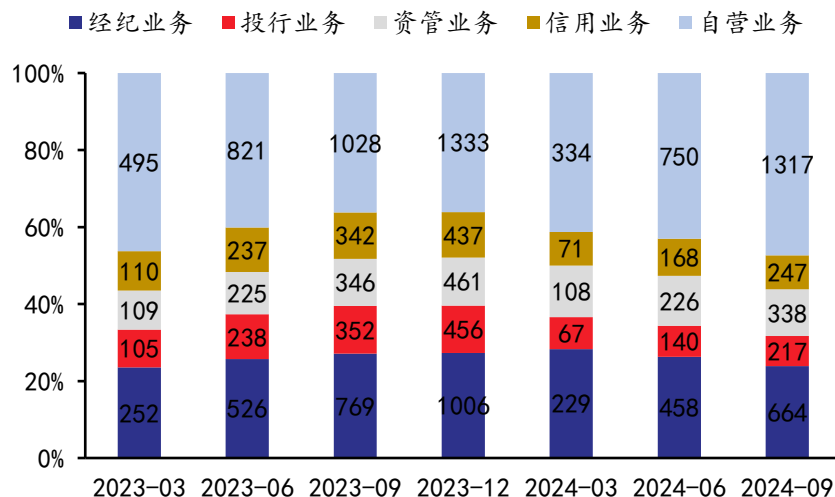
- **营收累计同比仍下滑，但增速持续回升。**24年前三季度独立上市券商营收合计3714.28亿元，营收累计同比增速从24Q1的-21.55%持续回升至24Q3的-2.75%。24Q3单季独立上市券商营收合计1364.05亿元，同比+20.99%、环比+5.58%，预计主要由“924行情”拉动。
- **自营占比不断扩大。**分板块来看，24年前三季度经纪、投行、资管、信用、自营业务营收占比分别为23.88%、7.80%、12.14%、8.86%、47.32%，环比分别-2.40pct、-0.23pct、-0.86pct、-0.79pct、+4.28pct，自营业务占比从23Q4的36.10%不断上升至24Q3的47.32%。

图表：独立上市券商营收合计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：独立上市券商各业务占比

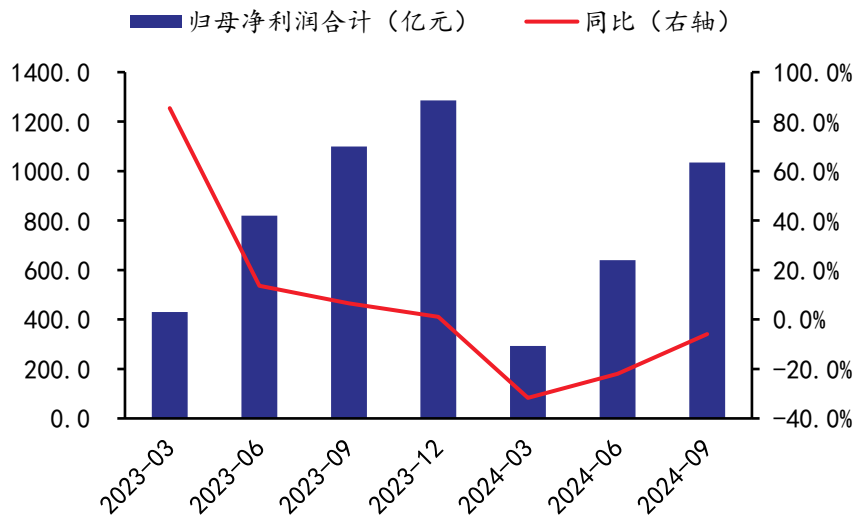


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.2 盈利降幅边际收窄，ROE上升杠杆下行

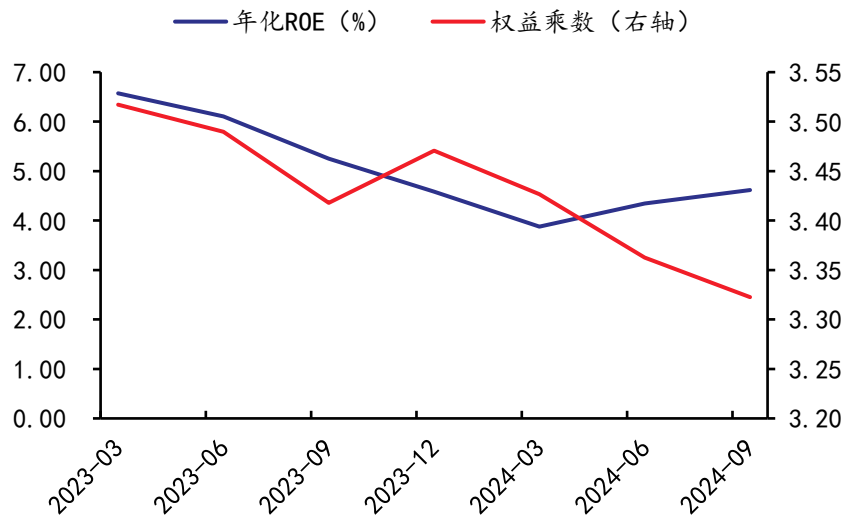
- **盈利降幅逐季收窄。**24年前三季度独立上市券商归母净利润合计1034.49亿元，同比-5.93%。盈利降幅自24Q1开始逐季收窄，我们认为主要是低基数效应和9月权益市场回暖导致。
- **ROE逐步回升，杠杆水平下行。**24年前三季度独立上市券商平均年化ROE为4.61%，平均年化ROE自24Q1开始逐季回升，但仍低于23年同期水平。自23年末开始券商整体杠杆水平持续下降，截至24Q3末，独立上市券商平均权益乘数（剔除客户保证金）为3.32，较23年末-0.15。

图表：独立上市券商归母净利润合计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：独立上市券商年化ROE及权益乘数

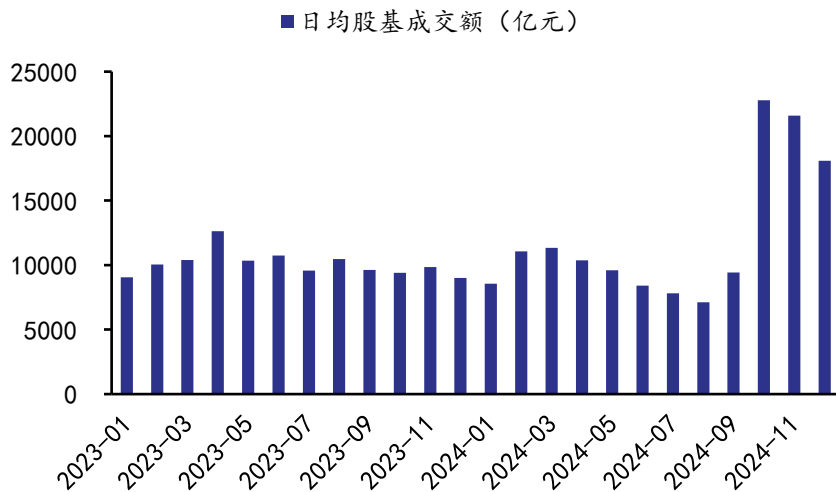


资料来源：iFinD，太平洋证券；注：取算术平均口径

2.3 经纪业务净收入同比仍下滑，预计四季度显著提升

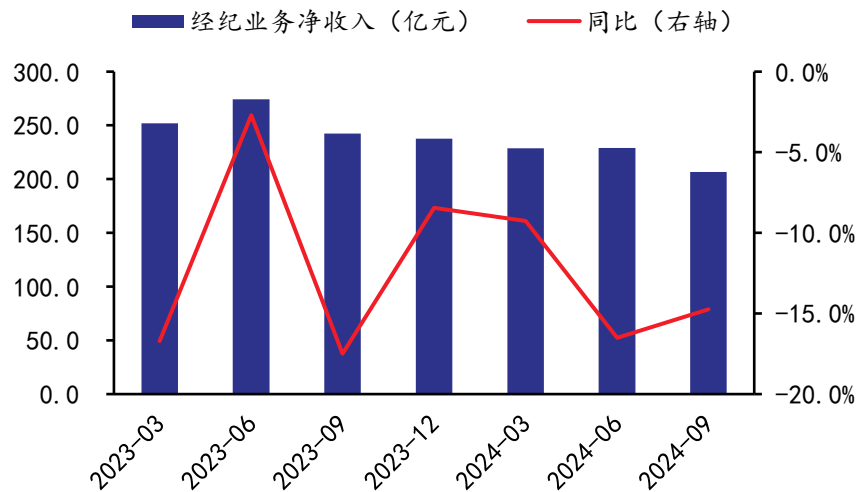
- ▶ **今年一季度后市场交投热情逐步降温，三季度末开始显著提振。**日均股基成交额从一季度后开始逐月收缩，从3月的1.13万亿元持续降至8月的0.71万亿元；9月末受益于增量政策提振，市场交易热情显著回升，10-11月日均股基成交额均在2.10万亿元以上，12月有回落但仍处在1.81万亿元。
- ▶ **经纪业务同比下行，预计四季度同比大幅转正。**单季经纪业务净收入走势基本与市场成交额相同，大致为逐季下降；24Q3独立上市券商单季经纪业务净收入合计206.77亿元，同比-14.74%，受益于9月底行情同比降幅边际收窄。考虑到四季度市场成交额显著放大，我们认为四季度经纪业务收入同比将大幅转正。

图表：日均股基成交额情况



资料来源：iFinD, 太平洋证券

图表：独立上市券商单季经纪业务净收入及同比增速

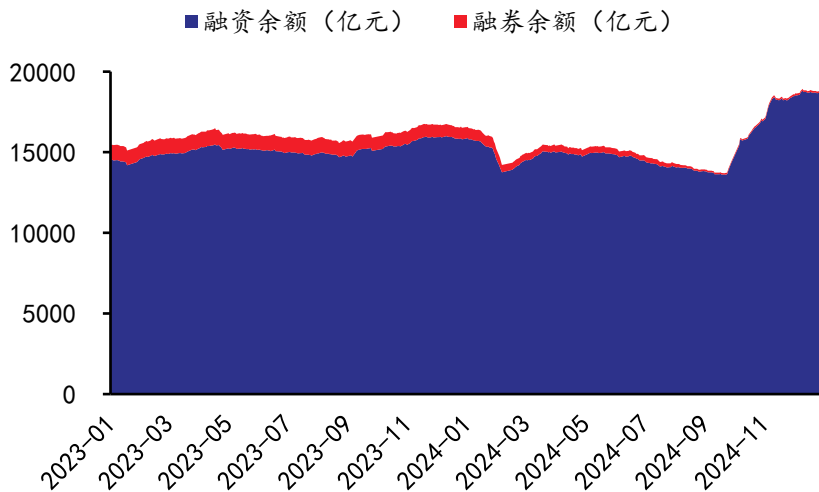


资料来源：iFinD, 太平洋证券

2.4 信用业务量价均承压，交易回暖有望带动两融业务增长

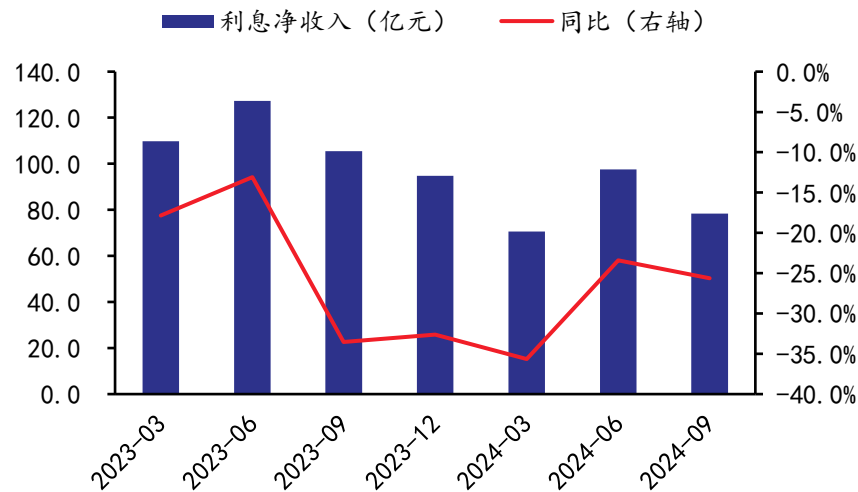
- 两融业务量价均承压，9月24日后两融余额持续扩大。**9月24日以前随着市场交易热情逐步降温，两融余额持续下降，9月23日录得年内最低值1.37万亿元，同时市场利率快速下行，券商两融业务量价两端承压。9月24日开始交投热情快速恢复，两融余额持续提升，截至24年年末两融余额为1.86万亿元，同比+12.94%。
- 券商利息净收入持续下滑，交易回暖有望支撑后续增长。**24Q3独立上市券商单季利息净收入为78.40亿元，同比-25.64%；24年前三季度利息净收入累计为246.55亿元，同比-28.01%。随着四季度交易回暖带动两融余额显著扩大，券商单季利息净收入有望同比转正，利息净收入累计同比降幅有望收窄。

图表：融资融券余额情况



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：独立上市券商单季利息净收入及同比增速

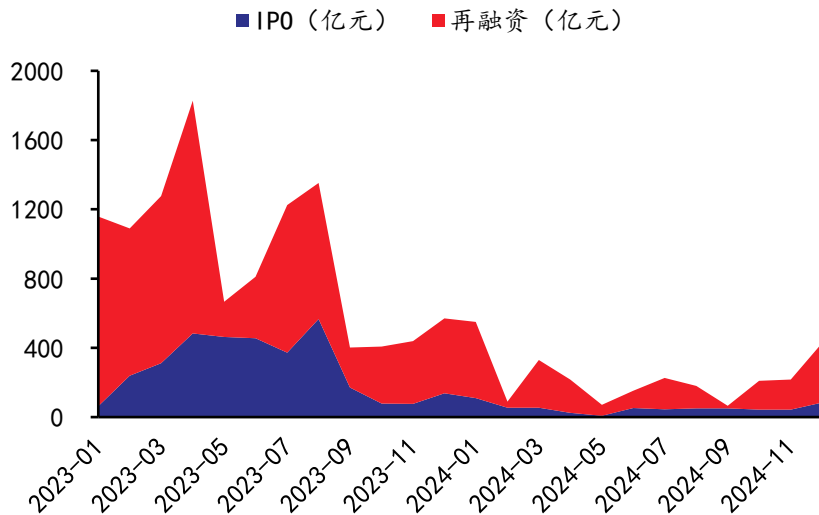


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.5 投融资平衡导向下股权融资收缩，投行业务净收入累计下降近四成

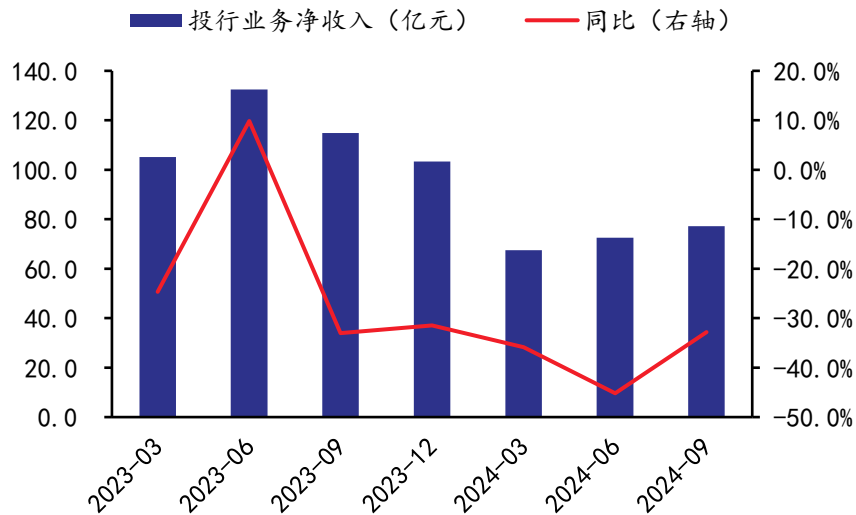
- **股权融资量显著收缩。**为加强投融资市场平衡，完善一二级市场逆周期调节机制，23年8月底以来IPO和再融资政策持续收紧，股权融资维持低位。24年全年沪深京三市IPO、再融资募资金额分别合计622.13、1728.21亿元，同比分别-81.80%、-72.36%。
- **前三季度投行业务净收入累计同比下降近四成。**24年前三季度独立上市券商投行业务净收入累计217.19亿元，同比-38.38%；24Q3单季投行业务净收入为77.16亿元，同比-32.80%，同比降幅边际收窄。

图表：沪深京三市IPO和再融资



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：再融资包括可转债

图表：独立上市券商单季投行业务净收入及同比增速

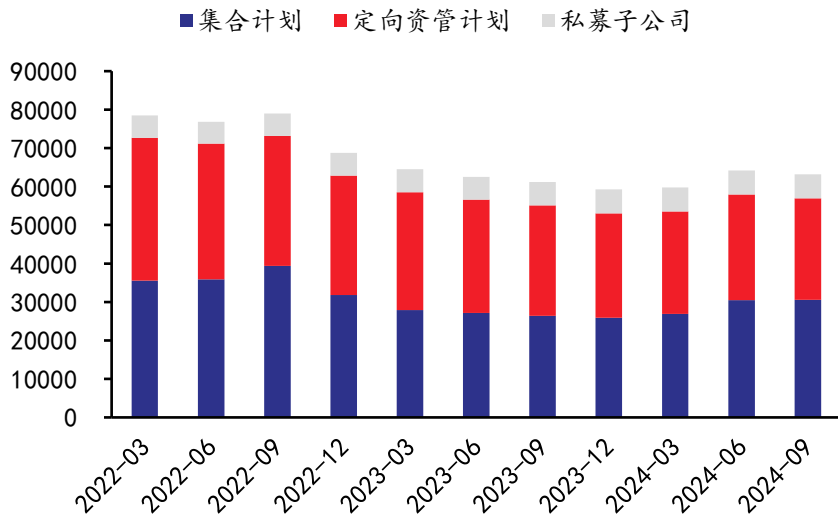


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.6 券商资管规模同比企稳，资管业务净收入环比下滑

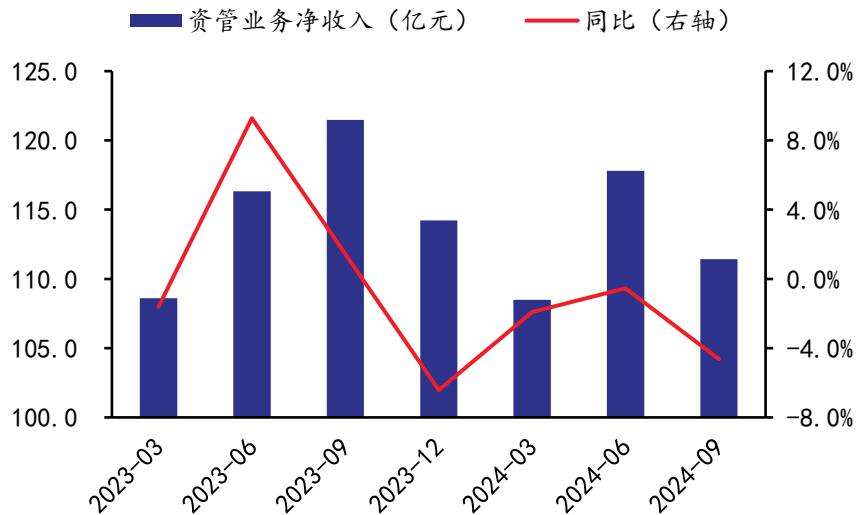
- **券商资管规模同比增速继续上行，集合资管计划占比持续提升。**截至24Q3末，券商资管规模合计6.32万亿元，同比+3.29%，同比增速环比24H1末+0.65pct。分类别看，集合资管计划、定向资管计划、私募子公司私募基金规模分别为3.06、2.63、0.63万亿元，占比分别为48.39%、41.68%、9.92%，占比较24H1末分别+0.86pct、-1.09pct、+0.24pct。
- **资管业务净收入环比下降。**24Q3独立上市券商单季资管业务净收入合计111.43亿元，同比-8.28%、环比-5.40%；24年前三季度独立上市券商资管业务净收入合计337.72亿元，同比-2.51%。

图表：券商资管规模（分类别）



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：独立上市券商单季资管业务净收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

2.7 自营业务是业绩主要支撑，OCI权益占比普遍上升

➤ 投资总收益同比大幅增加，OCI权益占比普遍抬升。24年前三季度独立上市券商自营投资总收益合计为1316.89亿元，同比+28.10%；其中24Q3单季自营投资总收益为567.17亿元，同比+85.95%、环比+36.36%。中小券商自营投资弹性更强，如华林证券、长江证券、红塔证券等自营投资总收益同比增长均超3倍。从资产配置来看，OCI权益占比普遍增加，我们认为一是9月底行情带动其公允价值增速，二是部分券商在今年债牛行情中对持仓债券进行了实现。

图表：独立上市券商自营投资收益及OCI权益占比

序号	证券公司	投资总收益		投资收益率		OCI权益占比		序号	证券公司	投资总收益		投资收益率		OCI权益占比	
		24Q3	同比	24Q3	同比	24Q3	同比			24Q3	同比	24Q3	同比	24Q3	同比
-	合计	1316.89	28.10%	4.25%	0.60pct	5.48%	2.69pct	22	天风证券	12.23	-40.80%	5.30%	-4.35pct	3.24%	-0.34pct
1	中信证券	216.64	37.28%	5.38%	0.59pct	7.52%	7.29pct	23	华安证券	12.09	63.88%	5.21%	1.45pct	4.88%	2.33pct
2	华泰证券	120.39	56.85%	5.47%	1.90pct	0.04%	-0.02pct	24	财通证券	11.85	-15.94%	3.48%	-1.01pct	0.20%	-0.03pct
3	国泰君安	107.15	38.52%	4.70%	0.98pct	2.11%	1.63pct	25	山西证券	11.56	3.44%	6.16%	-0.09pct	0.57%	-0.06pct
4	中国银河	87.47	50.03%	4.68%	1.35pct	12.10%	2.37pct	26	国金证券	11.28	-5.79%	5.80%	-0.46pct	0.86%	0.37pct
5	申万宏源	75.76	8.24%	4.05%	0.13pct	18.08%	0.96pct	27	中泰证券	10.65	-44.59%	3.05%	-2.63pct	2.56%	-0.49pct
6	中金公司	74.60	6.94%	4.24%	0.22pct	0.50%	0.50pct	28	浙商证券	10.30	16.46%	4.16%	0.43pct	2.63%	2.63pct
7	招商证券	71.66	51.88%	3.91%	0.97pct	9.48%	8.98pct	29	第一创业	9.95	131.30%	9.29%	5.74pct	16.76%	12.70pct
8	广发证券	59.35	112.54%	3.07%	1.37pct	2.90%	1.27pct	30	红塔证券	9.48	313.70%	5.38%	3.70pct	13.41%	6.00pct
9	国信证券	56.90	23.76%	3.90%	0.04pct	8.58%	3.06pct	31	国联证券	9.30	-18.06%	3.60%	-1.15pct	9.22%	2.66pct
10	中信建投	52.99	4.66%	3.54%	-0.24pct	1.10%	1.08pct	32	首创证券	8.86	24.18%	5.61%	0.58pct	5.26%	5.26pct
11	东方证券	40.95	69.10%	4.13%	1.42pct	8.35%	6.04pct	33	南京证券	8.86	154.29%	6.00%	3.48pct	0.49%	0.06pct
12	东吴证券	24.34	30.16%	5.02%	0.39pct	3.01%	0.38pct	34	信达证券	8.67	-7.60%	3.87%	-1.78pct	0.00%	-0.92pct
13	兴业证券	22.04	169.15%	3.29%	1.80pct	2.40%	0.69pct	35	长江证券	7.81	393.27%	2.19%	2.91pct	0.10%	0.02pct
14	国元证券	18.65	136.74%	4.55%	2.32pct	2.73%	2.73pct	36	西南证券	7.79	-0.01%	3.49%	0.13pct	2.26%	0.31pct
15	海通证券	17.75	-51.91%	1.32%	-1.33pct	5.16%	2.34pct	37	国海证券	6.40	20.80%	4.91%	0.95pct	0.32%	0.01pct
16	长城证券	16.76	7.94%	5.69%	-0.48pct	4.92%	2.65pct	38	财达证券	5.20	-43.90%	4.54%	-4.18pct	0.57%	0.19pct
17	方正证券	16.22	11.15%	3.13%	-0.09pct	2.81%	1.66pct	39	华西证券	4.30	-6.60%	2.89%	0.18pct	0.72%	0.58pct
18	西部证券	16.09	-12.68%	5.70%	-0.72pct	0.02%	-0.06pct	40	中原证券	4.03	-38.30%	3.72%	-1.42pct	0.01%	0.00pct
19	光大证券	16.00	-17.23%	2.51%	-0.72pct	0.69%	-0.18pct	41	华林证券	3.56	2293.28%	12.89%	13.53pct	5.35%	-5.57pct
20	东兴证券	13.89	204.28%	4.50%	2.90pct	9.39%	1.92pct	42	中银证券	2.29	-2.01%	2.24%	-0.83pct	0.24%	-0.03pct
21	东北证券	12.54	25.88%	6.70%	1.20pct	0.03%	0.00pct	43	太平洋	2.27	-39.53%	8.83%	-6.24pct	1.39%	0.18pct

资料来源：iFind, 太平洋证券

2.8.1 展望：政策发力推动交投情绪升温，25年交易额中枢有望抬升

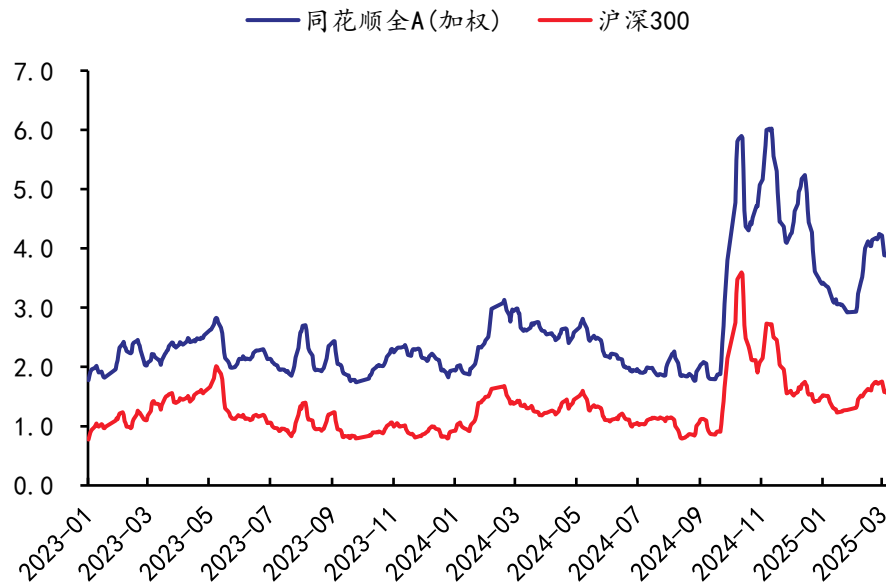
- **“9.24”以来政策持续落地，25年交易量中枢有望抬升。**9月24日金融支持经济高质量发布会以来，政策组合拳接续落地，资本市场成为政策发力主要阵地。政策支持下权益市场交投情绪显著回暖，沪深300指数7日移动平均换手率一度超过3.50%，后续仍维持在1.50%以上。9月24日以前沪深两市股基成交额均值为0.90万亿元，9月24日至24年年底沪深两市股基成交额均值为2.04万亿元；24年全年均值为1.21万亿元，25年交易额中枢有望抬升。

图表：9月24日以来资本市场相关政策梳理

时间	文件/会议	主要内容
2024-09	国务院新闻办公室新闻发布会	1、降准+降息 2、创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款 3、降低存量房贷利率 4、统一首套房和二套房的房贷最低首付比例
2024-09	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	1、助力新质生产力发展 2、加大产业整合支持力度 3、提升监管包容度 4、提高支付灵活性和审核效率 5、提升中介机构服务水平
2024-09	中共中央政治局会议	1、加大宏观调控力度，落实存量政策，推出增量政策 2、加大财政货币政策逆周期调节力度，发行使用好特别国债和地方政府专项债 3、促进房地产市场止跌回稳，调整住房政策 4、提振资本市场，引导中长期资金入市
2024-09	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	1、建设培育鼓励长期投资的资本市场生态 2、大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展 3、着力完善各类中长期资金入市配套政策制度
2024-11	《上市公司监管指引第10号——市值管理》	1、依法合规运用多种方式推动上市公司投资价值提升 2、明确董事会等相关主体的责任义务
2024-12	中共中央政治局会议	1、实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节 2、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 3、稳住楼市股市

资料来源：国务院，证监会，太平洋证券

图表：同花顺全A指数和沪深300指数换手率（MA7）

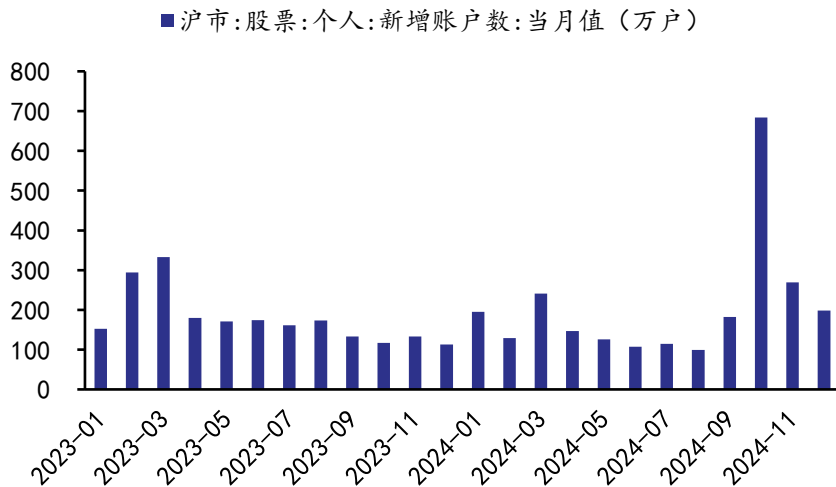


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.8.2 展望：居民资产配置转换或加速，被动化是资管主要增量方向

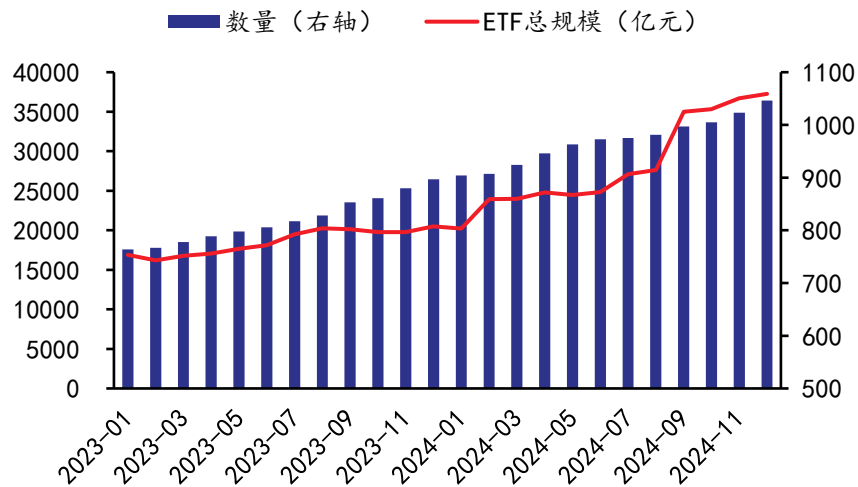
- **居民存款搬家或加速，提振资管需求。**近年来银行为缓解息差压力，存款利率不断调降，当前整存整取3年期、5年期定期存款分别为1.50%、1.55%；同时资本市场相关政策持续落地，居民对资本市场表现预期转好，有望加速居民资产配置切换。24Q4新增账户数显著增加，10月新增账户数684.05万户，仅次于2015年4月和6月。
- **ETF基金是资管主要增量方向。**居民资产配置转换加速下，资管需求有望得到提振。从资管方向来看，被动化有望持续演绎，ETF基金由于低成本、高流动性特性，成为重要配置方向。截至24年末，ETF总规模为3.73万亿元，同比+81.56%，25年有望维持高双位数增长。

图表：沪市单月个人新增账户数



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：ETF基金数量及总规模

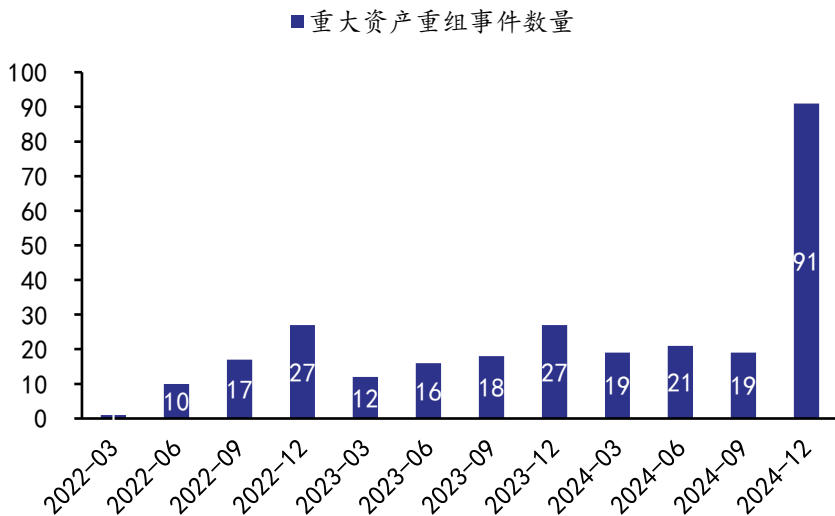


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.8.3 展望：低基数下投行业务增速企稳，并购重组有望贡献业务增量

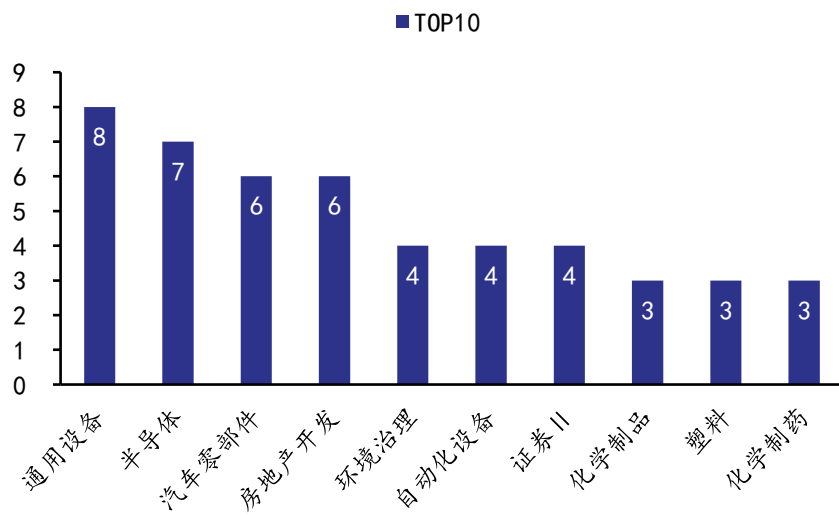
- ▶ **低基数下投行业务增速有望企稳。** IPO和再融资政策收紧已超过1年，24年整体股权融资规模处于低位，同时24年10月证监会座谈会提及逐步实现IPO常态化，低基数下25年投行业务同比增速有望企稳。
- ▶ **政策支持并购重组，有望贡献财务顾问等业务增量。** 24年9月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持上市公司向新质生产力方向转型升级，提升重组市场交易效率。24Q4以来重大资产重组事件明显增加，将为券商带来财务顾问等业务增量；从行业分布来看，主要集中在通用设备、半导体等相关新兴领域。

图表：单季重大资产重组事件数量



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：24Q4以来重大资产重组事件行业分布

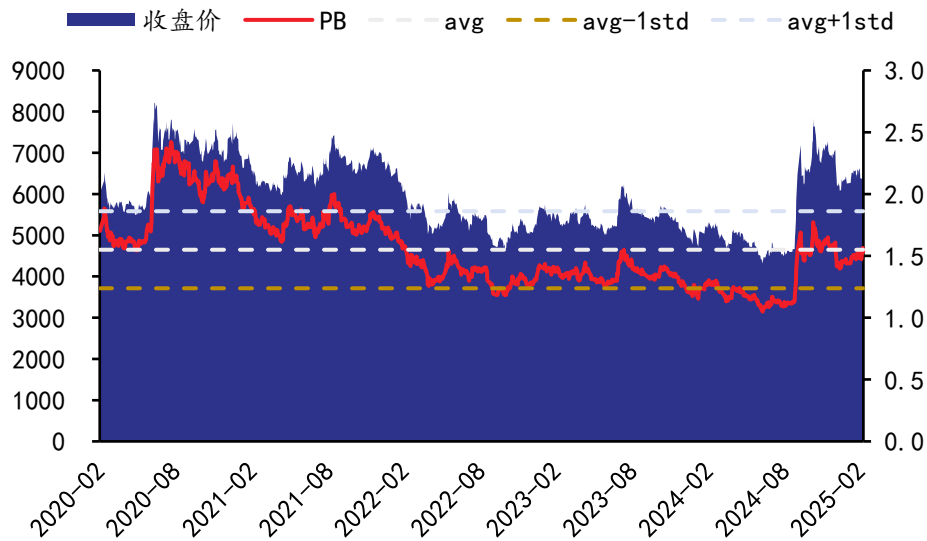


资料来源：iFinD，太平洋证券；注：采用申万二级行业分类

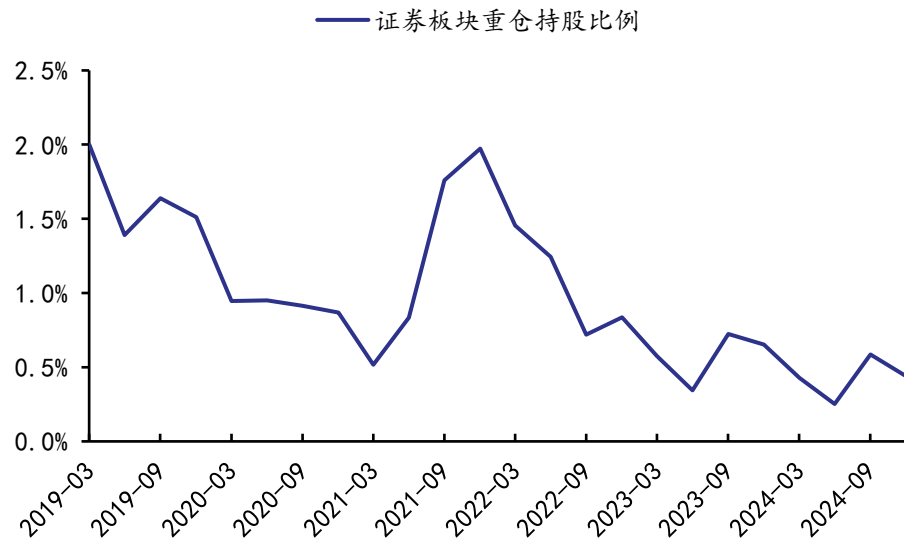
2.9 投资建议-券商板块

- 估值回落至近5年均值附近，主动型基金证券板块持仓仍在低位。截至2025年3月7日，申万证券II指数PB估值为1.54倍，位于近5年56.10%的分位数水平，估值已由此前高位回落至5年均值附近。主动型基金持仓方面，24Q4末证券板块重仓股持仓比例为0.44%，仍处于近年来的低位水平。
- **投资主线：**交易额中枢抬升预期下，券商是直接受益板块，看好整体业绩弹性。建议关注：1) 更加受益于市场成交量提升的互联网券商，如**东方财富**；2) 零售业务占比较高的券商，如**方正证券**、**湘财股份**、**国海证券**。

图表：申万证券II指数收盘价及PB估值



图表：主动型基金证券板块重仓持股比例



资料来源：iFinD, 太平洋证券

资料来源：iFinD, 太平洋证券

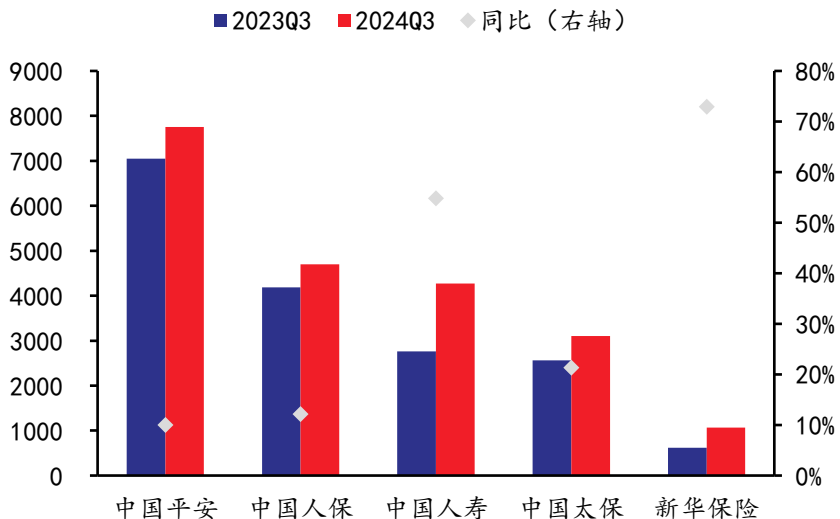
目录

- 1、非银行行情复盘：超额收益显著，强 β 属性凸显
- 2、券商：交易量中枢有望上移
- 3、保险：资负共振或将持续
- 4、多元金融：整体向好但分化加剧
- 5、金融科技：资本市场IT弹性可期

3.1 保险行业业绩同比高增，寿险标的业绩弹性更高

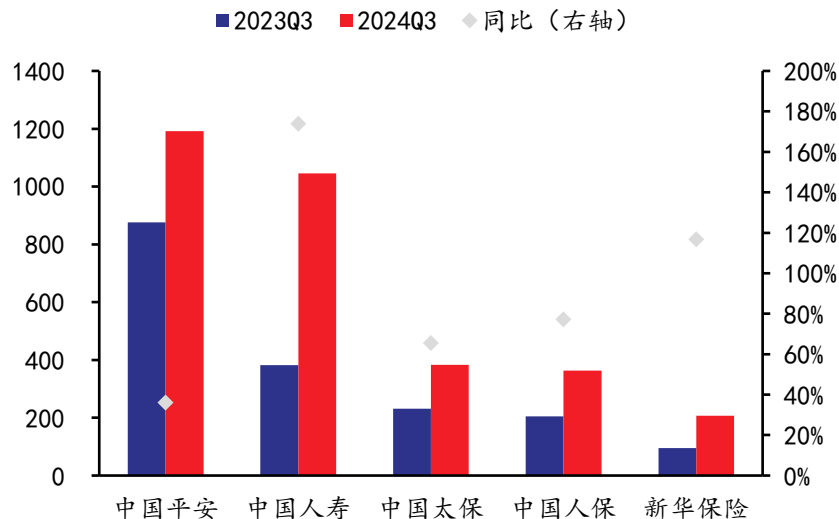
- ▶ **上市险企营收及利润同比高增，寿险业绩弹性更高。**24年前三季度A股上市险企营业收入、归母净利润合计20897.59、3190.26亿元，同比+21.68%、+78.30%。从个股业绩表现来看，纯寿险标的、权益投资占比更高的中国人寿、新华保险业绩弹性更高，中国人寿、新华保险营业收入分别同比+54.80%、+72.91%，归母净利润分别同比+173.90%、+116.73%。

图表：24Q3上市险企累计营业收入（亿元）



资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：24Q3上市险企累计归母净利润（亿元）

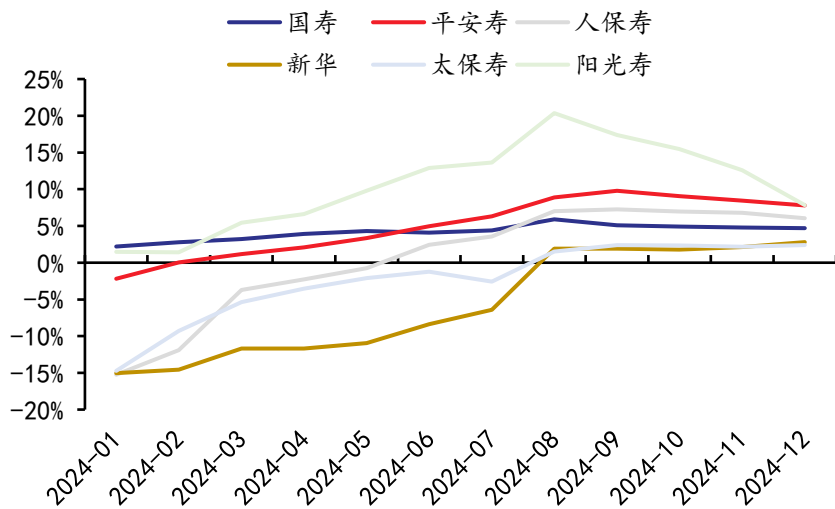


资料来源：各公司公告，太平洋证券

3.2.1 寿险：保费增速前低后高，结构向长期化、期文化转型

- ▶ **寿险保费同比增速逐步上升，24Q3开始边际小幅放缓。**23年8月银保渠道执行“报行合一”，银保端保费收入阶段性承压。节奏上，随着“报行合一”影响边际消化，寿险保费同比增速逐步上行，8月“炒停售”下增长加速，24Q3保证利率调降落地，保费增速小幅放缓。
- ▶ **长期化、期文化转型持续进行。**寿险持续推进行业转型，向长期化、期文化改革，长险期交保费增速显著高于整体保费增速。如国寿24年前三季度首年期交保费达1131.84亿元，同比+6.80%，其中十年期及以上首年期交保费达525.56亿元，同比+17.74%。

图表：上市险企寿险原保险保费收入同比增速



资料来源：iFind, 太平洋证券；注：统计口径包括健康及养老险

图表：上市险企新单期交保费（百万元）

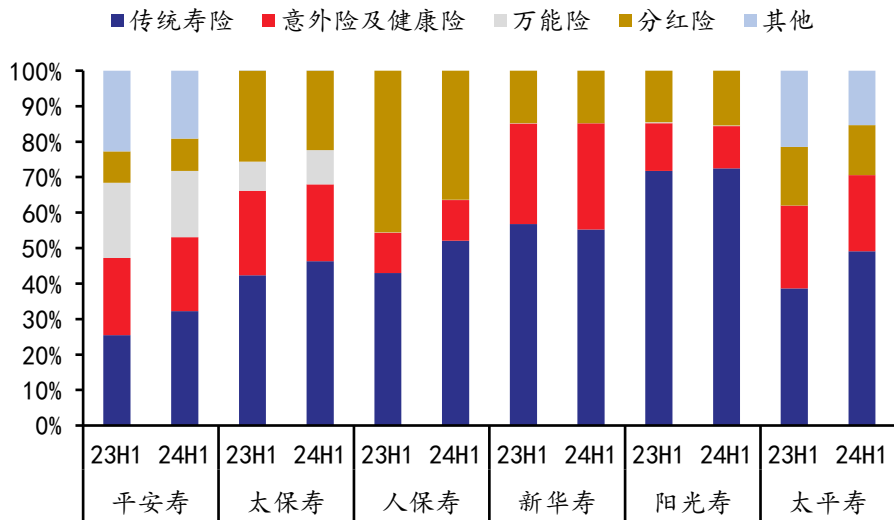
公司简称	保费口径	23Q1-3	24Q1-3	同比
太保寿	新保期缴规模保费	23,567	26,497	12.43%
新华寿	长险首年期交	22,031	24,747	12.33%
平安寿	标准保费	103,625	113,419	9.45%
人保寿	长险首年期交	27,476	29,567	7.61%
国寿	首年期交保费	105,982	113,184	6.80%

资料来源：各公司公告, 太平洋证券

3.2.2 寿险：产品结构上以传统寿险为主，分红险、万能险占比普遍降低

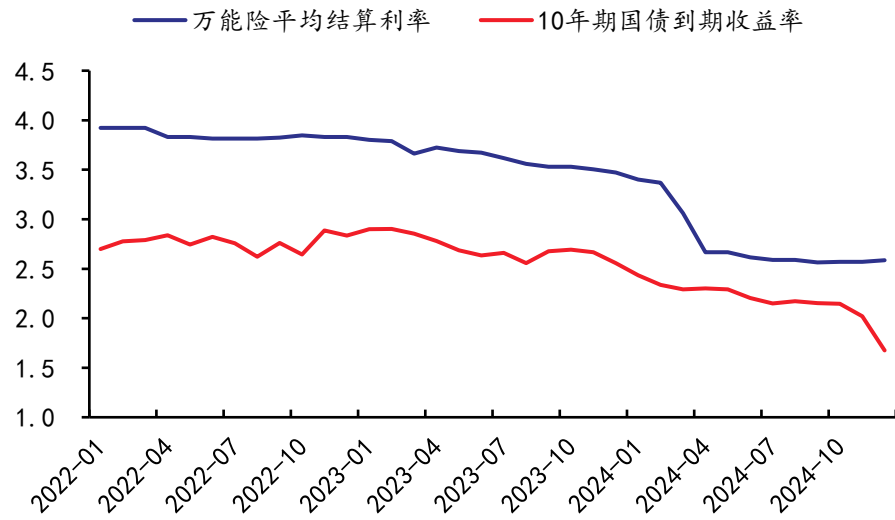
- ▶ **传统寿险仍为保费收入主要来源。**从产品结构来看，传统寿险（不含长期健康险）占大头，占比约在30%至70%；除新华外，上市险企传统寿险占比均提升，平安、太保、人保、阳光、太平传统寿险占比同比分别+6.80pct、+3.99pct、+9.09pct、+0.67pct、+10.51pct。
- ▶ **分红险、万能险占比普遍降低。**24年3月监管引导万能险结算利率上限调降，分红险亦参照执行，叠加长端利率下行压制保司投资收益率，分红险和万能险占比普遍降低。

图表：24H1上市险企寿险保费产品结构



资料来源：各公司公告，太平洋证券；注：平安寿、太保寿为规模保费口径，人保寿、新华寿、阳光寿、太平寿为原保费收入口径

图表：上市险企万能险产品平均结算利率与10年期国债收益率



资料来源：iFinD，太平洋证券

3.2.3 寿险：个险量质持续提升，银保渠道占比普遍下降

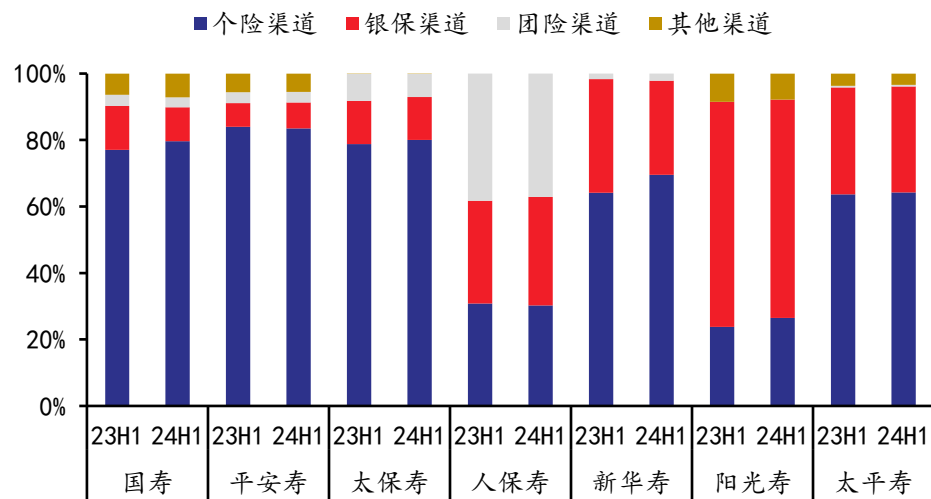
- ▶ **个险转型推动代理人量、质持续提升。** 代理人规模持续回升，截至24Q3末，国寿、平安寿个险销售人力分别为64.1、36.2万人，环比分别+1.9%、+6.5%。人均产能指标同比增速边际上行，24年前三季度国寿、平安寿、太保寿相关产能指标同比增速分别为17.7%、54.7%、15.0%，环比分别+5.3pct、+18.7pct、+4.4pct。
- ▶ **银保渠道占比普遍下降。** 银保渠道受“报行合一”有所承压，24H1上市险企银保渠道占比多数下降，国寿、平安寿、太保寿、人保寿、新华寿、阳光寿、太平寿银保占比同比分别-3.0pct、+0.7pct、-0.2pct、+1.7pct、-5.8pct、-2.0pct、-0.3pct。随着“报行合一”影响边际消退以及“1+3”限制放开，预计后续银保占比将企稳回升。

图表：上市险企代理人规模指标及产能指标

简称	代理人规模指标	2024H1	2024Q3	环比
国寿	个险销售人力（万人）	62.9	64.1	+1.9%
平安寿	个险销售人力（万人）	34.0	36.2	+6.5%
太保寿	月人均核心人力规模（万人）	6.0	5.8	-3.3%
简称	人均产能指标	2024H1	2024Q3	环比
国寿	月人均首年期交保费同比增速	12.4%	17.7%	+5.3pct
平安寿	人均新业务价值同比增速	36.0%	54.7%	+18.7pct
太保寿	月人均首年规模保费同比增速	10.6%	15.0%	+4.4pct

资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：上市险企寿险保费收入渠道结构



资料来源：各公司公告，太平洋证券

3.2.4 寿险：NBV受“报行合一”、预定利率调降影响持续高增

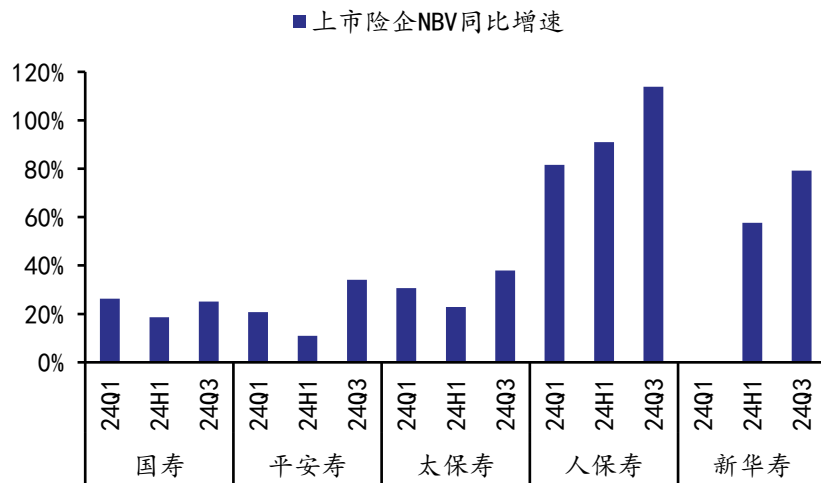
- **“报行合一”推动银保NBV及NBVM高增。**“报行合一”使得银保渠道保费收入承压，但大幅改善银保费差，使得银保NBVM及NBV高增。从上市险企中报数据来看，银保NBVM同比平均+8.78pct，其中太平寿银保NBVM改善最为明显，同比+16.40%，推动其NBV同比+303.66%。
- **预定利率调降缓解利差，继续推动NBV高增。**24年9月1日起普通型寿险预定利率下调至2.5%，10月1日起分红型寿险预定利率下调至2.0%。预定利率调降有效缓解利差压力，推动NBV继续高增。24Q3上市险企寿险NBV增速均边际改善，国寿、平安寿、太保寿、人保寿、新华寿NBV增速环比分别+6.5pct、+23.1pct、+15.1pct、+22.9pct、+21.5pct。

图表：2024H1上市险企银保渠道NBV及NBVM

银保NBV	2023H1	2024H1	同比
太平寿	4.64	18.73	303.66%
人保寿	5.53	19.34	249.73%
新华寿	6.99	13.78	97.14%
阳光寿	16.77	22.03	31.37%
太保寿	13.81	17.48	26.57%
平安寿	22.51	26.41	17.33%
银保NBVM	2023H1	2024H1	同比
太平寿	3.60%	20.00%	+16.40pct
新华寿	2.75%	13.83%	+11.08pct
人保寿	1.82%	8.64%	+6.81pct
平安寿	15.70%	22.50%	+6.80pct
阳光寿	10.27%	16.22%	+5.96pct
太保寿	6.90%	12.50%	+5.60pct

资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：24H1上市险企寿险NBV及NBVM同比

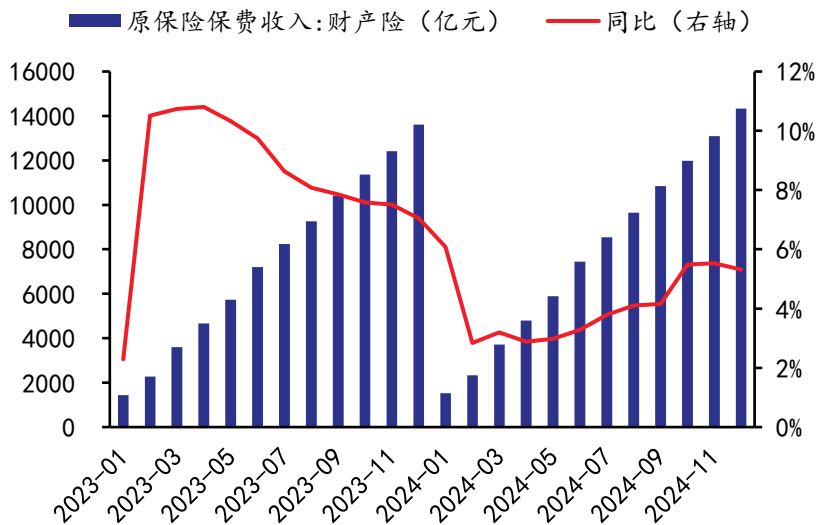


资料来源：各公司公告，太平洋证券

3.3.1 财险：保费收入增速逐步提升，各险企节奏出现分化

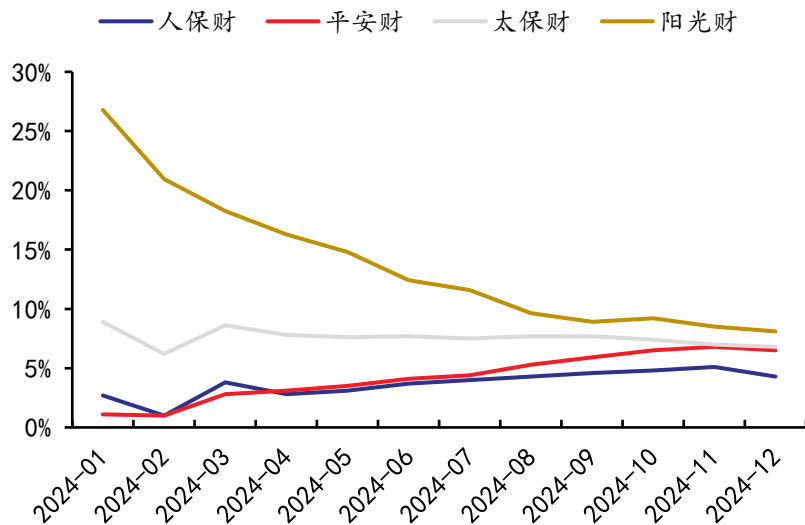
- **4月后财险保费收入增速逐步提升。**24年1-12月财险原保险保费收入1.43万亿元，同比+5.32%；节奏上，4月后财险保费收入同比增速持续提升，预计主要受低基数和4月汽车以旧换新政策影响。
- **上市险企财险保费收入节奏出现分化。**24年1-12月人保财、平安财、太保财、阳光财原保险保费收入同比分别+4.3%、+6.5%、+6.8%、+8.1%，均实现高个位数增长。节奏上，上市险企财险保费收入增速趋势分化，人保财、平安财增速逐步提升，太保财、阳光财增速有所放缓。

图表：财产险原保险保费收入及同比增速



资料来源：iFinD，金管局，太平洋证券

图表：2024年上市险企财险原保险保费收入同比

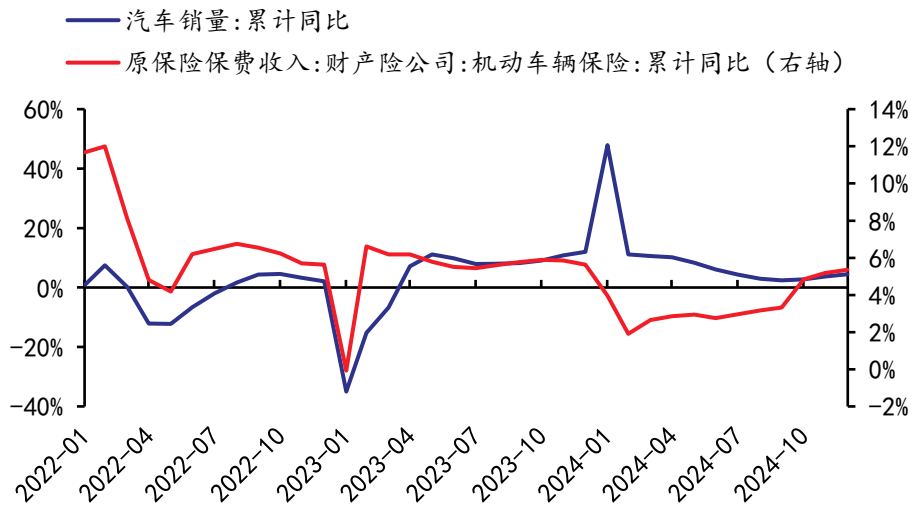


资料来源：公司公告，太平洋证券

3.3.2 财险：车险保费与汽车销量相关，非车险保费维持高增

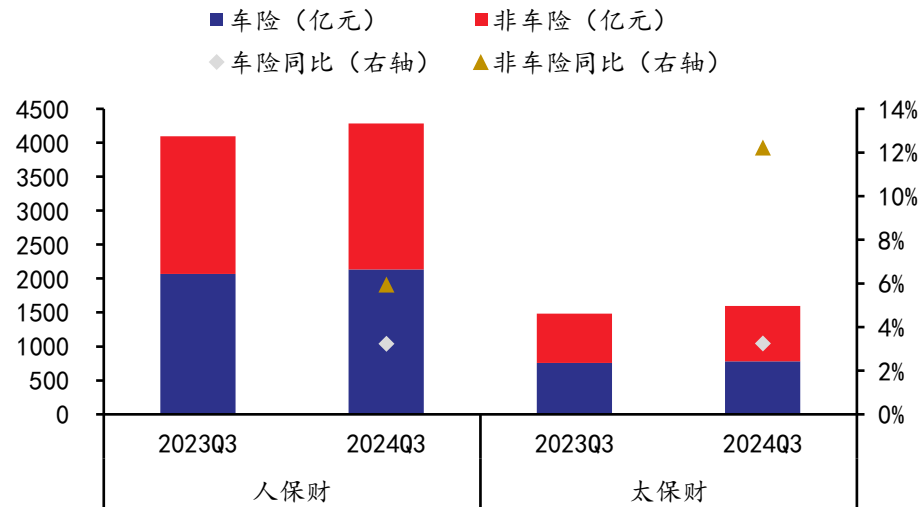
- 车险保费收入增速边际上行。**车险保费收入增速与汽车销量具备强相关性，相关政策接续出台刺激汽车消费，汽车销量于24年3月份进入回升期，带动车险保费收入增速边际上行。24年1-11月车险原保险保费收入合计9136.73亿元，同比+5.4%。
- 非车险保费收入维持高增。**24年前三季度人保财、太保财非车险保费分别为2149.06、816.88亿元，同比分别+5.94%、+12.23%，非车险保费增速显著高于车险；人保财、太保财非车险保费占比分别为50.17%、51.11%，同比分别+0.65pct、+2.08pct。

图表：汽车销量增速与车险保费增速



资料来源: iFinD, 太平洋证券

图表：24Q3上市险企车险、非车险保费收入及同比

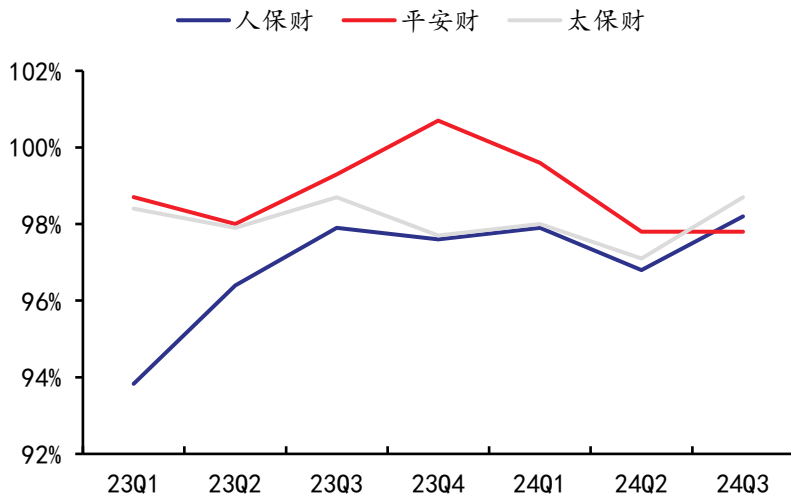


资料来源: 各公司公告, 太平洋证券

3.3.3 财险：综合成本率环比上升，费用率改善赔付率承压

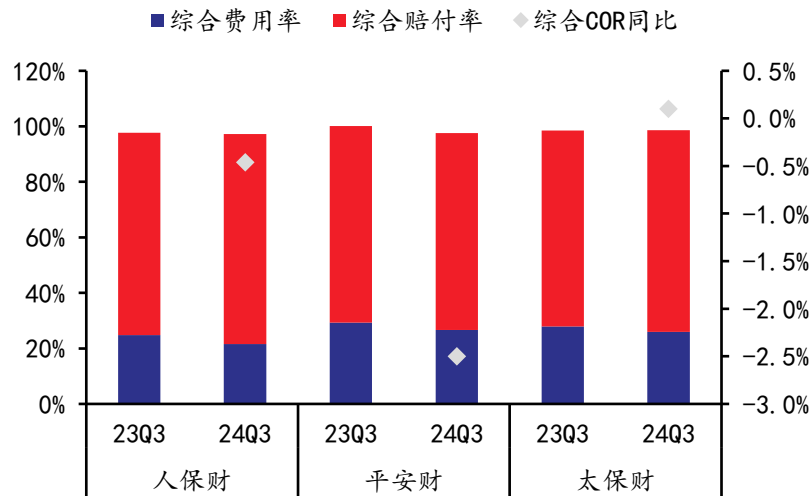
- 综合成本率环比上升，同比表现分化。**24年前三季度人保财、平安财、太保财COR分别为98.2%、97.8%、97.1%，环比分别+1.4pct、持平、+1.6pct，预计受三季度台风及雨雪灾害多发影响。COR同比出现分化，人保财、平安财、太保财COR同比分别+0.3pct、-1.5pct、持平，平安财COR同比大幅下降，主因保证险规模压缩及承保损失大幅收窄。
- 费用率改善，赔付率承压。**分拆来看，24年前三季度人保财、平安财、太保财综合费用率/综合赔付率分别为21.6%/75.7%、26.7%/70.9%、25.9%/72.7%，同比分别-3.2pct/+2.7pct、-2.7pct/+0.1pct、-2.0pct/+2.1pct。费用端明显改善，预计是受车险“报行合一”推进影响；赔付端承压，预计是受台风暴雨灾害同比多发影响。

图表：上市险企财险综合成本率



资料来源：各公司公告，太平洋证券；注：财报口径

图表：上市险企财险综合成本率分解

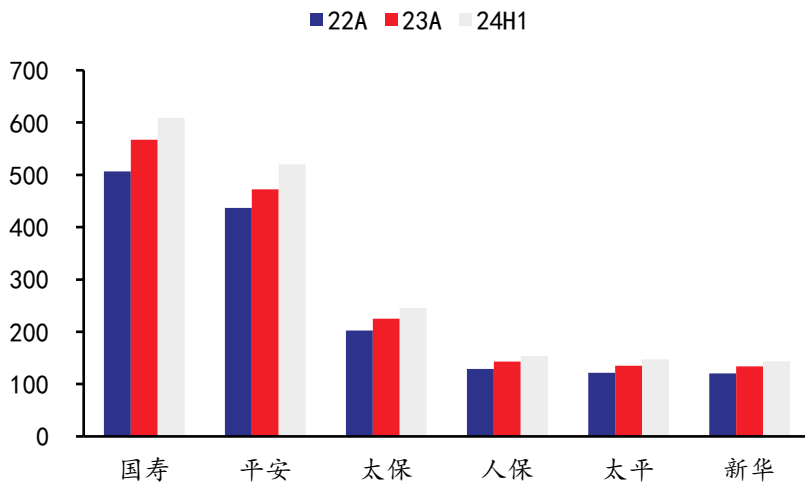


资料来源：偿付能力报告，太平洋证券；注：偿付能力报告口径

3.4.1 投资：险企投资资产规模稳步提升，战略增配长债及高股息资产

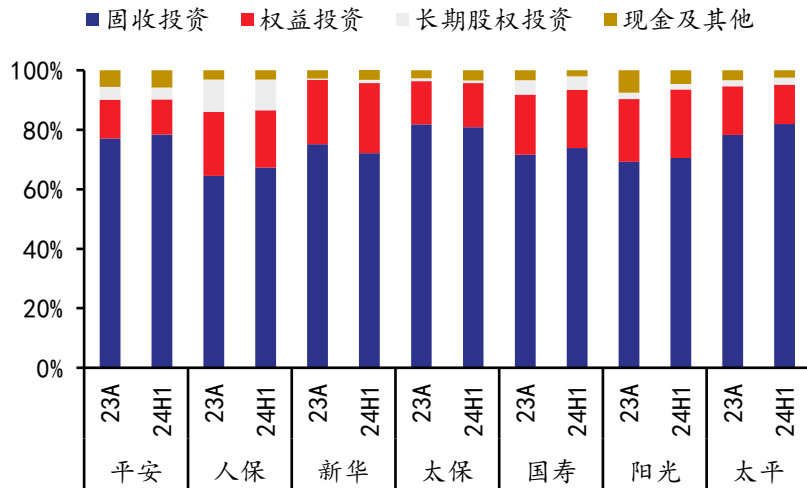
- **总投资资产稳步增长。**截至24H1上市险企（不含太平）总投资资产合计17.23万亿元，较23年年末+8.41%，投资资产规模稳定增长。
- **战略增配长债及高股息资产。**利率下行趋势下险企需要缩减久期缺口以加强资产负债匹配，增配长债是险企拉长资产久期的有效策略；24H1上市险企固收投资占比平均+1.04pct，主要来自于债券资产配置占比提升。同时市场优质高票息资产短缺，而新准则下高股息资产计入OCI，其公允价值波动不计入当期利润，险企可通过增配高股息资产以缓解“资产荒”带来的总投资收益率下滑。

图表：上市险企总投资资产规模（百亿元）



资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：上市险企投资资产结构



资料来源：各公司公告，太平洋证券

3.4.2 投资：净投资收益率趋势下行，权益市场表现驱动总投资收益率回弹

- ▶ **上市险企净投资收益率趋势下行，总投资收益率回弹。**受长端利率持续下行影响，上市险企净投资收益率同比普遍下滑；24年前三季度国寿、平安、太保年化净投资收益率分别为3.3%、3.8%、3.9%，同比分别-0.6pct、-0.2pct、-0.1pct。三季度总投资收益率大幅回升，主要受9月底权益市场回暖影响；24年前三季度国寿、太保、新华年化总投资收益率分别为5.4%、5.5%、6.8%，同比分别+2.6pct、+2.1pct、+4.5pct，环比分别+1.8pct、+1.0pct、+2.0pct，新华、国寿投资收益弹性更高。

图表：上市险企投资收益率

净投资收益率	23Q3	24H1	24Q3	同比	环比
国寿	3.8%	3.0%	3.3%	-0.6pct	+0.2pct
平安	4.0%	3.3%	3.8%	-0.2pct	+0.5pct
太保	4.0%	3.6%	3.9%	-0.1pct	+0.3pct
总投资收益率	23Q3	24H1	24Q3	同比	环比
国寿	2.8%	3.6%	5.4%	+2.6pct	+1.8pct
太保	3.4%	4.5%	5.5%	+2.1pct	+1.0pct
新华	2.3%	4.8%	6.8%	+4.5pct	+2.0pct
综合投资收益率	23Q3	24H1	24Q3	同比	环比
平安	3.7%	4.2%	5.0%	+1.3pct	+0.8pct
新华	3.0%	6.5%	8.1%	+5.1pct	+1.6pct

资料来源：各公司公告，太平洋证券

3.6.1 展望：储蓄保险具备相对优势，预计新单保费增长稳中向好

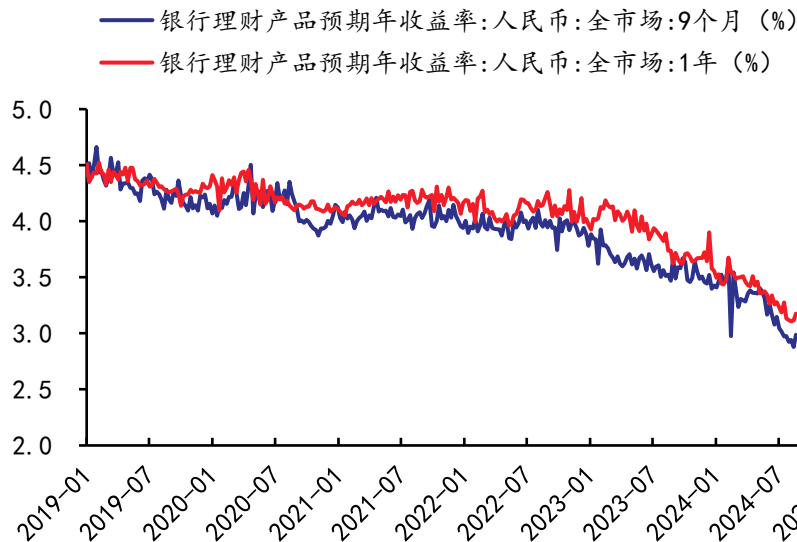
- 储蓄保险产品仍具备相对优势。**长端利率下行趋势下，理财产品预期收益率持续下行，同时净值化导致理财产品收益率波动加大，使得居民更多配置长周期的存款产品。银行资产端收益率承压，为延缓净息差下行，2022年以来持续调降存款利率，当前5年期整存整取定期存款年利率为1.55%。当前储蓄型寿险预定利率上限为2.5%，同时期限更长，较其他竞品仍具备相对优势，预计储蓄险新单保费增长稳中向好。

图表：国有行存款利率

项目	年利率 (%)
(一) 活期	0.10
(二) 定期	
1. 整存整取	
三个月	0.80
六个月	1.00
一年	1.10
二年	1.20
三年	1.50
五年	1.55
2. 零存整取、整存零取、存本取息	
一年	0.80
三年	1.00
五年	1.00

资料来源：农业银行官网，太平洋证券

图表：银行理财产品预期年收益率



资料来源：iFinD，太平洋证券

3.6.2 展望：政策引导+代理人质效改善，预计分红险成为重点发力方向

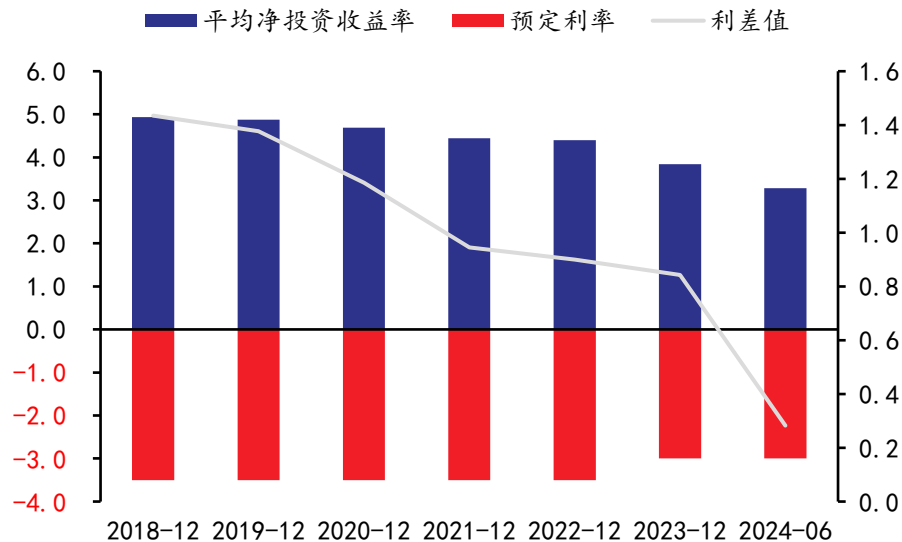
- **分红险有望贡献重要增量。**24年8月金管局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，明确鼓励开发长期分红型保险产品；9月国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》，要求推进产品转型升级，明确支持浮动收益型保险发展。分红险具备保底+浮动收益特性，相对于传统寿险其刚性成本相对较低，利于缓解利差压力。销售端，个险渠道转型推动代理人质效显著改善，从业人员素质提高强化对分红险等复杂险种的销售能力。

图表：政策引导支持分红险发展

时间	文件	相关表述
2024-08-02	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	鼓励开发长期分红型保险产品。 对于预定利率不高于上限的分红型保险产品，可按普通型保险产品精算规定计算现金价值。
2024-09-11	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	持续深化重点领域改革。健全产品定价机制，强化精算技术运用。 推进产品转型升级，支持浮动收益型保险发展。 以新能源汽车商业保险为重点，深化车险综合改革。发展多层次农业保险，推动农业保险扩面、增品、提标，及时规范理赔。探索责任保险和家庭财产保险创新发挥人寿保险的家庭保障和财富传承功能。加快营销体制改革。稳步开展境内外币保单业务

资料来源：金管局，国务院，太平洋证券

图表：上市险企平均净投资收益率及利差

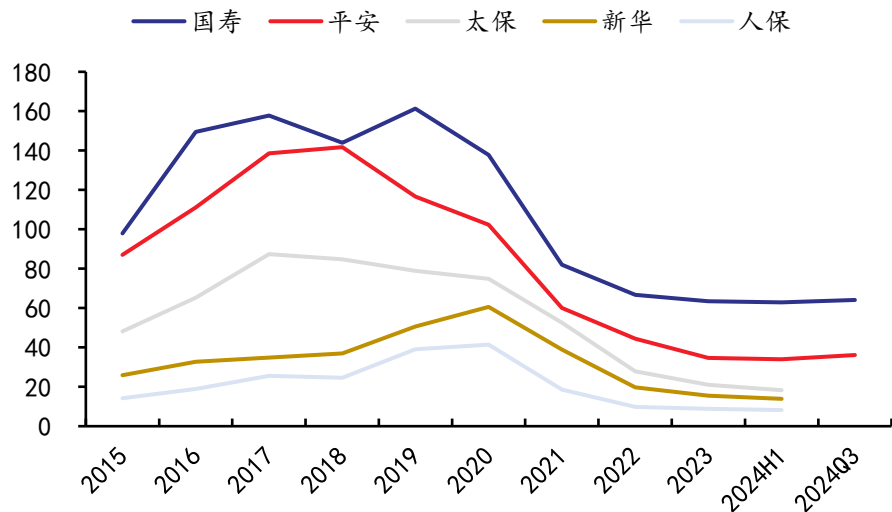


资料来源：各公司公告，太平洋证券；注：预定利率以负数表示

3.6.3 展望：代理人企稳叠加预定利率动态调整细则落地，利好险企价值表现

- ▶ 预计险企NBV增长表现持续向好。前期“报行合一”与预定利率调降持续推动NBVM提升，支撑NBV增长表现出色。后续来看：1) 个险渠道转型成果见效，代理人规模企稳、队伍质效提升，为产品转型进行赋能，进一步提升NBVM推动NBV增长；2) “报行合一”由银保渠道向个险、经代等其他渠道推进，利好整体NBVM持续提升；3) 预定利率动态调整细则落地，险企资负联动机制强化，利好长期险企价值增长表现。

图表：上市险企个险渠道代理人规模（万人）



资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：预定利率动态调整细则主要内容及具体要求

主要内容	具体要求
1、保险业协会定期组织人身保险业准备金评估利率专家咨询委员会召开会议，结合5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。（当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.34%）	1、预定利率最高值取0.25%的整数倍。
2、各公司资产负债管理委员会要切实加强宏观政策和市场利率走势研究，参考保险业协会发布的预定利率研究值，结合自身经营发展、资产负债管理等情况，定期开展预定利率研究。	2、当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续两个季度比预定利率研究值高25个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在两个月内平稳做好新老产品切换工作；当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续两个季度比预定利率研究值低25个基点及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，调整后的预定利率最高值原则上不得超过预定利率研究值
3、各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判，动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。	3、在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值。
	4、当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制研究调整各类产品预定利率最高值。

资料来源：中国银行保险报，太平洋证券

3.6.4 展望：财险行业格局优化，集中度有望加速提升

- **鼓励财险兼并重组，行业格局有望优化。**24年12月初金管总局发布《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》，以20条具体措施，明确了未来5年财险业高质量发展的路线图。方案核心在于强监管、防风险、促改革，明确提出丰富风险化解处置方式，鼓励财险公司兼并重组；监管体现扶优限劣导向，支持大型财险做优做强，鼓励中小财险走差异化发展。伴随方案落地，财险行业格局有望优化，预计后续集中度将加速提升。

图表：《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》内容梳理

核心要点	主要内容
全面监管严格监管	1、强化市场准入退出监管。健全财险分支机构准入退出机制，优化财险机构区域布局。坚持保险保障本源，加大产品监管力度，实施产品智能化审核，坚决淘汰问题产品。 2、推进分级分类监管。健全财险监管评级评价和分类监管制度，完善评级评价结果运用相关规则， 体现扶优限劣导向；突出重点分级监管，加强行业重要性财险公司持续监管。 3、从严整治违法违规行。加强关联交易和资金运用监管，重点整治向股东及关联方输送利益、通过多层嵌套投资规避监管隐匿风险等问题。 4、健全审慎监管制度规则。完善财险重点领域、薄弱环节的监管法规制度。
切实防范化解风险	1、增强资本补充能力。 持续强化“报行合一”监管 ，推进行业降本增效，提升内源性资本积累能力。研究优化股东资质和持股比例要求，增强外源性资本补充吸引力。 支持财险机构增资扩股和发行资本补充工具，增强抗风险能力。 2、健全监测预警体系。加大监测力度，紧盯风险苗头，加强新型业务和业态监管。 3、完善风险防范化解处置机制。健全具有硬约束的财险早期纠正机制，明确对风险机构早期纠正的触发情形和具体措施，有序处置存量风险，坚决遏制增量风险。建立权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，压实财险机构风险处置主体责任，落实地方党委政府风险处置属地责任，强化中央金融管理部门监管责任。 4、丰富风险化解处置方式。 鼓励财险公司兼并重组，支持有条件的机构“迁册化险”，运用市场化、法治化方式出清风险。 对风险大、不具持续经营能力的财险机构，依法开展市场退出，研究相关配套政策。
深化改革推进开放	1、把好机构发展定位。 支持大型财险公司做优做强 ，带头服务实体经济和维护市场秩序。强化政策性财险公司职能定位，落实国家战略。 鼓励中小财险公司结合自身资源禀赋和经营优势，走差异化发展道路。 2、加快业务转型升级。 丰富新能源车保险产品 ，优化市场化定价机制，研究出台推动新能源车险高质量发展的政策措施，持续深化车险综合改革。引导行业加大科技投入，强化科技赋能，加快线上化、数智化转型。 3、提升风险管理能力。引导财险业优化定价模型、方法和工具，加强产品定价管理，探索建立财险产品服务创新保护机制。 4、推进高水平对外开放。支持符合条件的境外金融机构投资我国财险市场，鼓励符合条件的中资财险公司优化境外布局，支持在华外资财险公司高质量发展。
提升服务实体经济质效	1、服务新质生产力发展。推动建立科技保险政策体系，完善配套支持措施；优化首台（套）首批次保险补偿政策机制。 2、促进城乡融合发展。推进农业保险“扩面、增品、提标”；探索推广新型家庭财产保险；强化综合运输大通道保险供给；丰富新市民和银发经济领域保险；加快发展各类雇主、公众、产品、职业等责任保险。 3、保障国家重大战略。主动对接区域协调发展、主体功能区等重大战略的风险保障需求，提供一揽子风险管理服务；加快发展航运保险；鼓励行业提升国内贸易信用险承保能力。 4、支持防灾减灾救灾体系建设。推动构建涵盖基础层、扩展层、补充层的多层次巨灾保险保障机制，扩大综合巨灾保险试点；强化以再保险和风险证券化为核心的风险转移机制，支持符合条件的保险机构在香港发行巨灾债券等保险连接证券。

资料来源：金管总局，国务院，太平洋证券

3.7 投资建议-保险板块

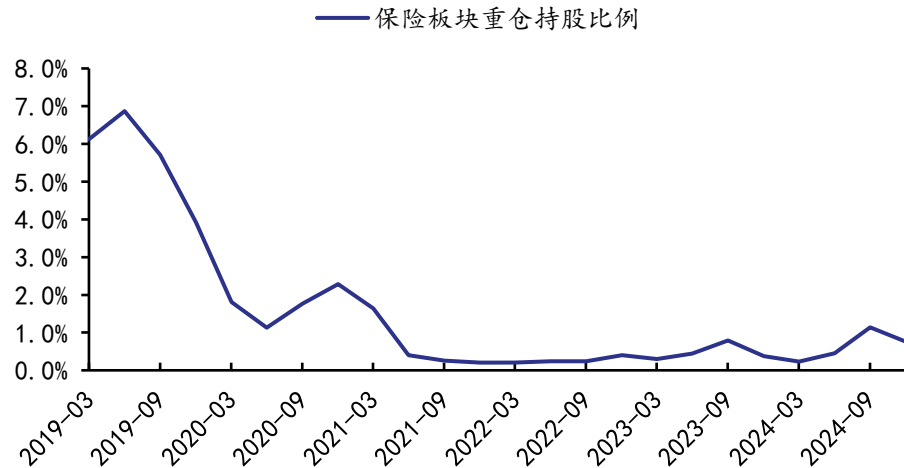
- **估值回落，持仓仍有提升空间。**截至2025年3月7日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华人寿PEV估值分别为0.65、0.58、0.49、0.47倍，位于近5年53.90%、69.50%、48.60%、69.80%分位数水平。主动型基金持仓方面，24Q4末保险板块重仓持仓比例为0.76%，仍远低于此前水平，持仓有提升空间。
- **投资主线：**资产端，政策表述积极，权益市场预期回暖支撑险企总投资收益表现；负债端，渠道及产品转型纵深推进，保证利率动态调降缓解利差损风险，并利好价值表现，险企资负共振有望持续。建议关注：1) 权益投资占比更高、投资弹性更大的寿险标的，如**中国人寿**；2) NBV增速靠前、安全边际较高的低估值标的，如**中国太保**；3) 科技有望充分赋能业务发展的标的，如**众安在线**。

图表：上市险企近5年PEV估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：主动型基金保险板块重仓持股比例



资料来源：iFinD，太平洋证券

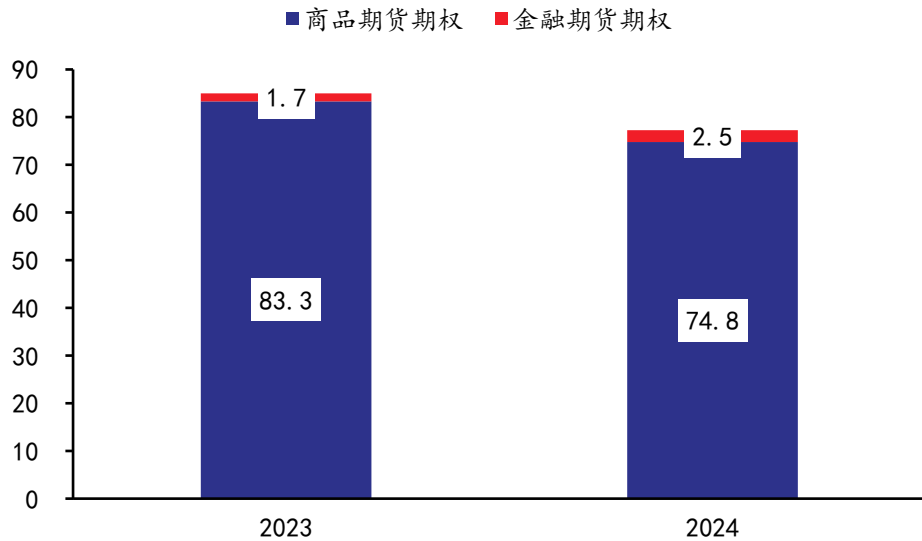
目录

- 1、非银行行情复盘：超额收益显著，强 β 属性凸显
- 2、券商：交易量中枢有望上移
- 3、保险：资负共振或将持续
- 4、多元金融：整体向好但分化加剧
- 5、金融科技：资本市场IT弹性可期

4.1.1 期货市场成交“量缩价升”，金融衍生品占比显著提高

- **2024年期货期权市场“量缩价升”。**2024年期货期权成交量累计77.3亿手，同比-9.1%；成交额累计619.3万亿元，同比+8.9%。
- **高价值合约占比显著提高。**“量缩价升”的主要原因在于以金融衍生品为代表的高价值合约成交占比提升，2024年金融期货期权成交量、成交额分别为2.5亿手、190.9亿元，同比分别+50.5%、+43.4%；占比为3.3%、30.8%，占比同比分别+1.3%、+7.4%。

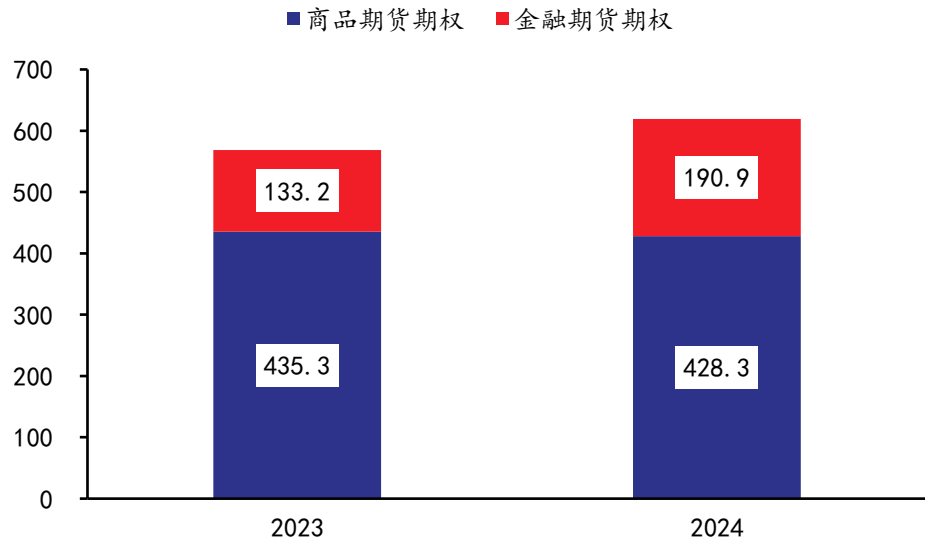
图表：2024年期货期权成交量及结构



资料来源：中国期货业协会，太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表：2024年期货期权成交额及结构



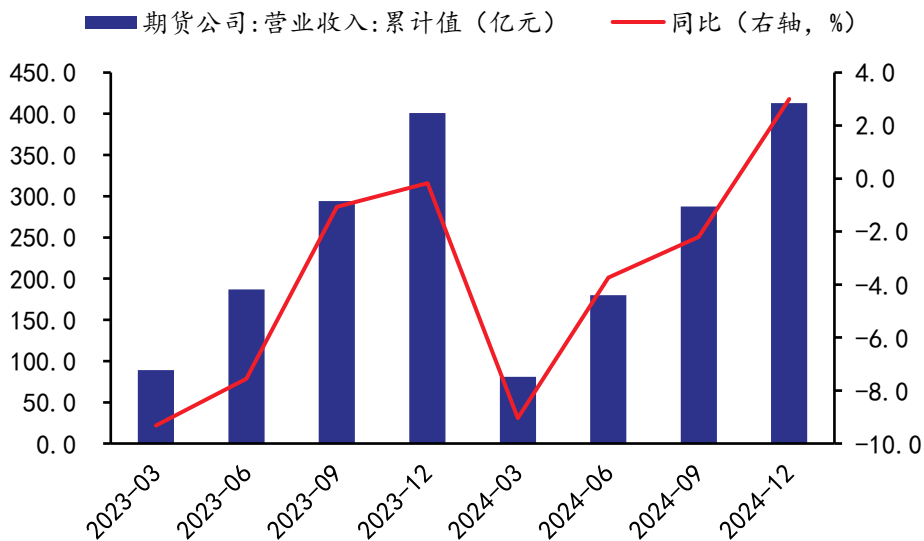
资料来源：中国期货业协会，太平洋证券

守正 出奇 宁静 致远

4.1.2 期货公司营收同比微增，净利润同比下滑

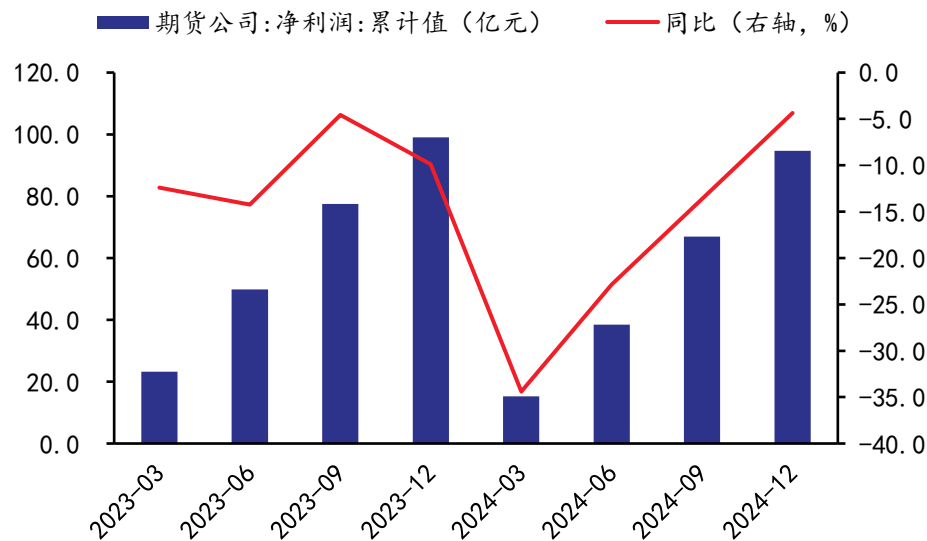
- ▶ **全年期货公司营收增速转正，营收及净利同比逐季改善。**2024年期货公司营收、净利润合计分别为412.93、94.71亿元，同比分别+3.0%、-4.4%。节奏上看，营收及净利同比增速均逐季改善，四季度受益于资本市场行情回暖下金融衍生品交易活跃，期货公司单季营收、净利润同比+17.3%、+29.0%至125.4、27.8亿元，助推全年营收增速转正、净利润降幅收窄。

图表：期货公司营收及同比增速



资料来源: iFinD, 太平洋证券

图表：期货公司净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 太平洋证券

4.1.3 期货期权品种持续扩容，产业客户参与度不断提升

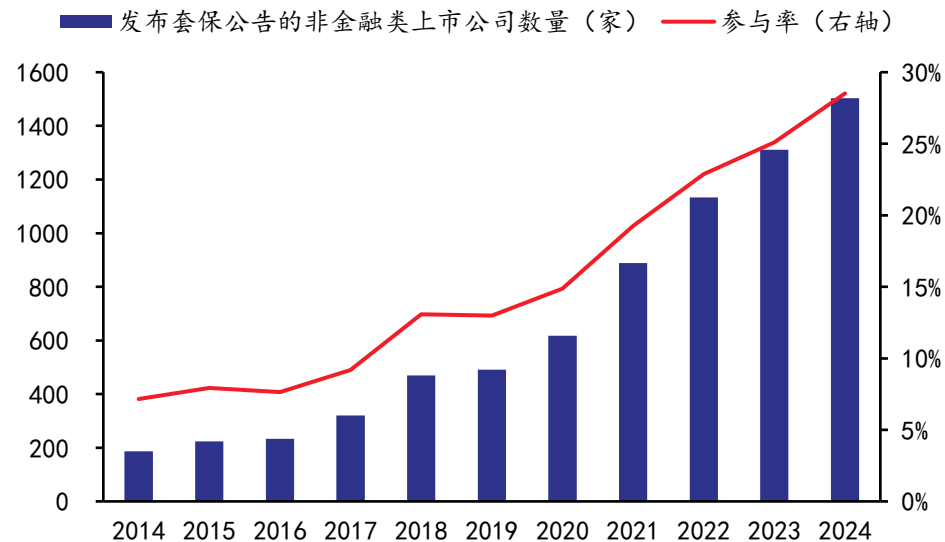
- **2024年新增品种15个，重要领域覆盖度提升。**期货期权品种持续扩容，2024年共15个品种，包括3个期货品种（瓶片、原木、多晶硅）和12个期权品种（红枣、玻璃、鸡蛋、玉米淀粉、生猪、铅、镍、锡、氧化铝、原木、多晶硅、瓶片），其中多晶硅期货、期权的推出进一步完善了新能源产业链风险管理。
- **产业客户参与度不断提升，风险管理需求持续增加。**近年来套期保值愈发受到上市公司关注，2024年发布套保公告的非金融类A股上市公司增加至1503家，同比+192家，套保参与率为28.6%，同比+3.3%。

图表：2024年新增期货期权品种

交易所	上市时间	品种名称
上海期货交易所	2024-09-02	铅期权
		镍期权
		锡期权
		氧化铝期权
郑州商品交易所	2024-06-21	红枣期权
	2024-08-30	玻璃期权
	2024-12-27	瓶片期货
大连商品交易所	2024-08-23	瓶片期权
		鸡蛋期权
		玉米淀粉期权
	2024-11-18	生猪期权
	2024-11-19	原木期货
广州期货交易所	2024-12-26	原木期权
	2024-12-27	多晶硅期货
	2024-12-27	多晶硅期权

资料来源：上期所，郑商所，大商所，广期所，太平洋证券

图表：发布套保公告的非金融类上市公司数量及套保参与率



资料来源：避险网，太平洋证券

4.1.4 重要政策落地，期货行业发展迈入新阶段

- **重磅政策稳健出台，强监管、防风险、高质量发展仍是主线。**2024年10月，证监会等七部门联合发布并由国务院办公厅转发《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，从8方面17条措施为期货行业指定了后续发展方向和具体实现路径。意见延续了当前金融行业强监管、防风险、高质量发展的政策主线，强调穿透式、全过程监管，推进期货市场对外开放，加强期货市场服务实体经济的能力。在中长期资金入市、大宗商品套保需求提升、品种持续扩容等因素驱动下，期货行业将开启发展新阶段，行业出清长效机制完善亦将推动行业格局优化。

图表：《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》政策梳理

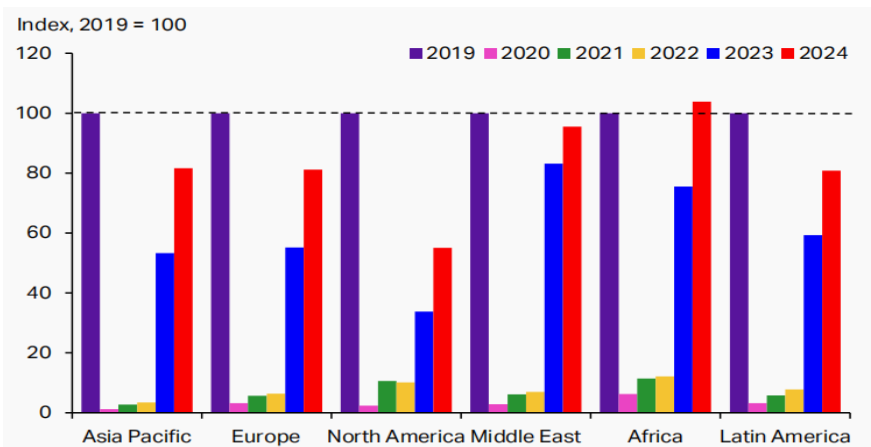
要点	主要内容
总体要求	1、到2029年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架 2、到2035年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系 3、到本世纪中叶，建成产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所
严格监管期货交易行为	加强对各类交易行为的穿透式监管、强化高频交易全过程监管
严厉打击期货市场违法违规行为	坚决抑制过度投机炒作、从严查处违法违规行为
加强期货公司全过程监管	强化期货公司股权管理和法人治理、规范期货公司及其子公司经营活动、健全期货公司风险出清长效机制
强化期货市场风险防范	巩固期货市场风险预防预警体系、提高期货市场风险应对和处置能力
提升商品期货市场服务实体经济质效	充分发挥商品期货期权品种功能、期现联动服务实体经济高质量发展
稳慎发展金融期货和衍生品市场	提高金融期货和衍生品市场发展水平、深化资本市场领域衍生品监管改革
稳步推进期货市场对外开放	持续扩大高水平制度型开放、强化开放环境下监管能力建设
深化期货市场监管协作	优化期货监管资源配置、强化跨部门、跨地区监管协同

资料来源：国务院，证监会，太平洋证券

4.2.1 供需缺口仍在，飞机租赁维持高景气

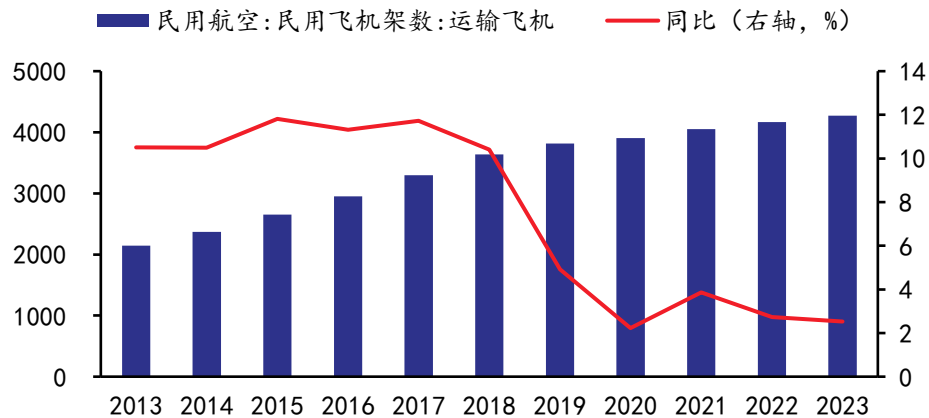
- ▶ **中国国际航班客运仍在复苏，签证政策放宽支撑需求增长。**据IATA数据，24Q3亚太航空客运量同比+12.6%，是全球客运量增长的主要增量来源；我国国际航班仍处在恢复过程中，除中国-非洲航线已恢复至2019的104%，其他国际航线较2019年还有一定距离。另一方面，去年以来我国大幅放宽签证政策，包括扩大单方面免签国家范围、放宽过境免签政策等，有望支撑航空需求持续增长。IATA预计2025年全球航空旅客运输量将达到52亿人次，较2024年+6.7%。
- ▶ **在册运输机队扩张放缓，供应端订单交付受阻。**2019年开始在册运输机队增速由双位数进入低个位数，截至2023年末，我国民用航空飞机共4270架，同比+2.52%。由于供应链恢复缓慢，波音、空客产能有限，2024年波音、空客交付量仅348、766架，而截至2024年底波音、空客储备订单分别为6246、8658架，若按当前产能计算，新订单交付将超过10年。预计飞机市场供需失衡仍将持续，并进一步推升飞机市场价值、租赁费率及续约率，飞机租赁高景气持续。

图表：Q3中国-其他区域航空客运情况



资料来源：IATA，太平洋证券

图表：2013-2023在册运输飞机架数及同比增速

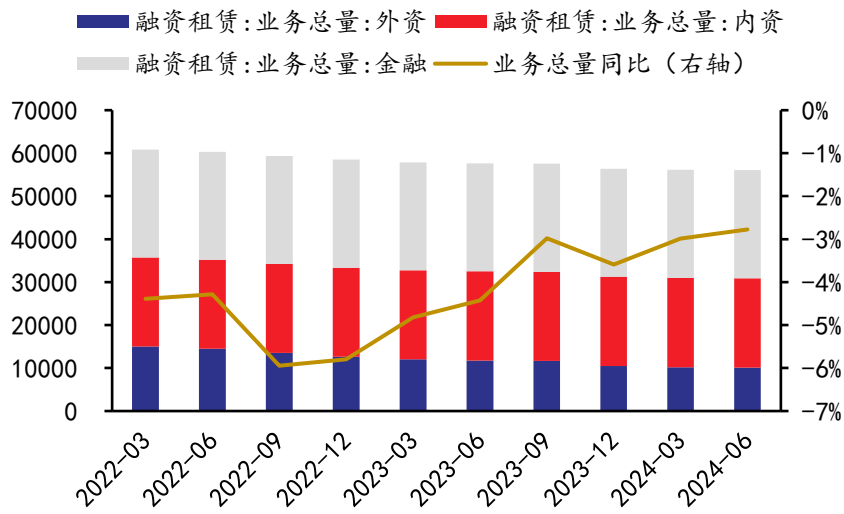


资料来源：民航局，太平洋证券

4.2.2 城投租赁业务收缩，金租资产质量改善确定性更强

- ▶ **转型压力下预计短期业务量保持收缩。**近年来融资租赁行业监管持续加强，重点在于压降高风险业务、强化“融物”属性、服务国家战略。行业转型过程中，一方面以往城投导向、售后回租的业务开展受到限制，另一方面直租、经营性租赁的业务占比尚低，导致整体业务量保持收缩态势。截至24H1，融资租赁业务总量降至5.61万亿元，同比-2.77%。
- ▶ **金租资产质量改善确定性更强。**存量业务端，“134号文”将融资租赁债务纳入化债范围，存量城投租赁业务风险有望缓释。增量业务端，尽管城投租赁投向受到限制，但转型过程中展业受阻、信用下沉等风险亦需要关注。对比来看，金租公司具备更多的资源禀赋、更多元化的业务结构和更全面的风控体系，资产质量改善的确定性强于商租。

图表：2022-2024融资租赁业务总量及同比



资料来源：中国租赁联盟，太平洋证券

图表：“一揽子”化债政策核心内容梳理

文件简称	核心内容
35号文	1、明确融资平台债务定义及范围 2、划分城投平台分类，实施差异化债务管理 3、债务风险化解措施 4、严控融资平台新增债务 5、建立债务化解长效机制
47号文	1、划定12个重点省份，严控新建政府投资项目 2、严格清理规范在建政府投资项目 3、加强重点省份政府类投资审批管理，压实主体责任
14号文	1、允许19个非重点省份自主选报辖区内债务负担重的地区为化债重点，获批后参照12个重点省份的相关政策化债
134号文	1、对35号文进行修订补充，延期至2027年6月 2、将双非债务纳入债务置换和重组范畴 3、禁止新增1年以内的境外债，境外债可用境内债做借新还旧 4、要求城投退平台后，地方政府对该主体要做至少1年的风险监测

资料来源：金融界，太平洋证券

4.2.3 货币政策宽松环境下负债端融资成本优化

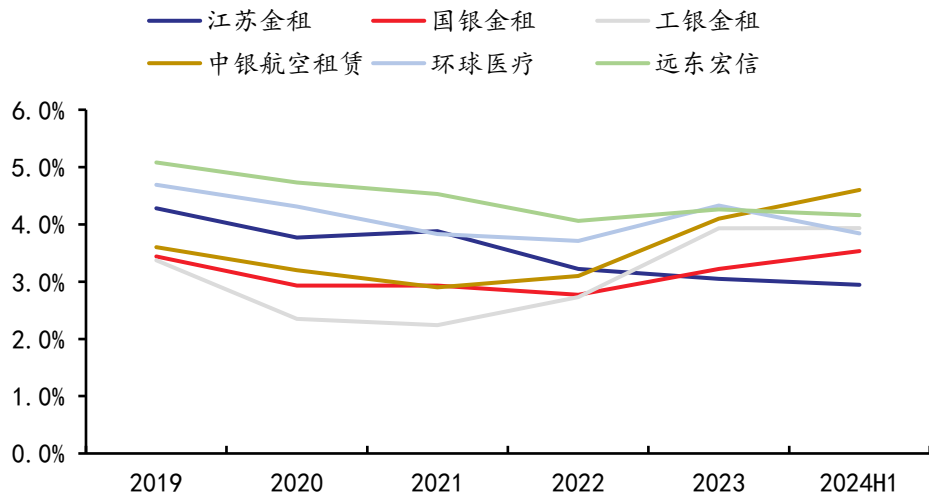
- **国内货币宽松周期下租赁融资成本明显下降。**面对国内需求不足，国内货币政策维持宽松，国内融资成本下行明显。以金租债为例，今年以来AAA级金租债共发行8只，平均利率仅为1.83%，较2024年的2.30%下行47bp。
- **以境内公开市场融资为主的租赁公司融资成本下行更为显著。**在近年国内外货币政策周期错位下，境外融资占比高的租赁公司整体融资成本有所上行（如国银金租、中银航空租赁），而境内公开市场融资占比高的租赁公司成本下行（如江苏金租）。考虑到美联储降息预期降温 and 国内中长期货币政策定调“适度宽松”，金租负债端融资成本优化确定性更高。

图表：今年以来AAA级金租债发行情况

代码	债券名称	发行日期	发行总额 (亿元)	期限 (年)	当期利率 (%)
2522001.IB	25建信金租债01	2025-01-09	15	3	1.69
2522002.IB	25海晟金租债01	2025-01-10	10	3	1.96
2522003.IB	25徽银金租绿色债01	2025-01-10	20	3	1.8
252500004.IB	25浦银金租债01BC	2025-01-17	15	3	1.75
252580001.IB	25江苏金租债01	2025-01-13	20	3	1.75
252580003.IB	25永赢金租债01	2025-02-20	30	3	1.95
262500004.IB	25光大金租绿债01	2025-02-25	30	3	1.88
平均利率：1.83% VS 2024年 2.30%					

资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：2019-2024年主要租赁公司融资成本



资料来源：各公司公告，太平洋证券

4.2.4 金租新规出台，调整准入门槛、放宽展业限制

- **金租新规调整准入门槛，放宽展业限制。**2024年9月金租新规正式稿出台，相较于征求意见稿主要有以下修改：1) 调整发起人的财务指标要求，如将银行系发起人总资产的要求下调至5000亿元；2) 新增租赁应收款拨备率监管指标要求；3) 明确金租公司可全国展业，放开金租设立项目公司开展境外业务的限制。

图表：《金融租赁公司管理办法》正式稿与征求意见稿对比

内容	征求意见稿	2024年正式稿
发起人	1、境内外商业银行：最近1个会计年度末总资产不低于 8000 亿元人民币或等值货币 2、境内外大型制造企业：最近1年的营业收入不低于500亿元人民币或等值货币；最近3个会计年度连续盈利；最近1个会计年度末净资产不低于总资产的40% 3、境外融资租赁公司：最近1年年末总资产不低于200亿元人民币或等值货币；权益性投资余额原则上不得超过本公司净资产的 50% 4、国有金融资本投资、运营公司：最近1个会计年度末总资产不低于 8000 亿元人民币或等值货币，且注册资本不低于 100 亿元；最近 2 个会计年度连续盈利	1、境内外商业银行：最近1个会计年度末总资产不低于 5000 亿元人民币或等值货币 2、境内外大型制造企业：最近1年的营业收入不低于500亿元人民币或等值货币；最近3个会计年度连续盈利；最近1个会计年度末净资产不低于总资产的40% 3、境外融资租赁公司：最近1年年末总资产不低于200亿元人民币或等值货币；权益性投资余额原则上不得超过本公司净资产的 40% 4、国有资本投资、运营公司：最近1个会计年度末总资产不低于 3000 亿元人民币或等值的可自由兑换货币，且注册资本不低于 30 亿元； 国有金融资本投资、运营公司最近1个会计年度末总资产不低于5000亿元人民币或等值的可自由兑换货币，且注册资本不低于50亿元；最近3个会计年度连续盈利
监管指标	杠杆率：一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于 4% 财务杠杆倍数：总资产不得超过净资产的10倍 拨备覆盖率：租赁应收款项损失准备与不良租赁资产余额之比不得低于100% 流动性指标：流动性比例、流动性覆盖率等流动性风险指标应当符合国家金融监督管理总局的相关监管要求 同业拆借比例：同业拆入和同业拆出资金余额均不得超过资本净额的100%	杠杆率：一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于 6% 财务杠杆倍数：总资产不得超过净资产的10倍 拨备覆盖率：租赁应收款项损失准备与不良租赁资产余额之比不得低于100% 流动性指标：流动性比例、流动性覆盖率等流动性风险指标应当符合国家金融监督管理总局的相关监管要求 同业拆借比例：同业拆入和同业拆出资金余额均不得超过资本净额的100% 租赁应收款拨备率：租赁应收款项损失准备与租赁应收款余额之比不得低于2.5%
展业要求	不得通过直接在境外设立项目公司方式开展境外业务	金融租赁公司可以在全国范围内开展业务。 租赁物为飞机（含发动机）或船舶（含集装箱）且项目公司需设在境外的，原则上应当由专业子公司开展相关业务；专业子公司可以在境内外设立项目公司开展融资租赁及相关业务。

资料来源：金融监管总局，太平洋证券

4.2.5 金租监管评级办法修订配套落地，明确扶优限劣导向

- **金租监管评级办法修订，明确扶优限劣导向。**2025年1月23日金融监管总局修订发布《金融租赁公司监管评级办法》，作为《金融租赁公司管理办法》的配套政策，金租监管评级办法进一步细化了金租公司的评级方式及差异化监管措施。主要修订在于：1) 根据当前行业现状修订评级要素和权重，将管理质量要素整合进公司质量要素，新纳入信息科技管理要素；2) 细化高风险评级，通过划分5级级新增S级，精准识别高风险机构。

图表：《金融租赁公司监管评级办法》修订前后对比

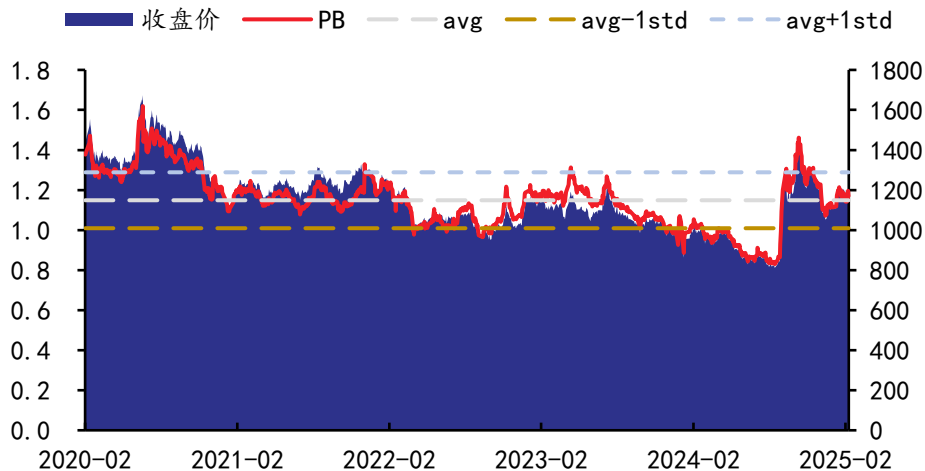
内容	修订前	修订后
评级要素及权重	四个维度：资本管理（15%）、 管理质量（25%） 、风险管理（35%）、战略管理与专业能力（25%）	五个维度： 公司治理（20%） 、资本管理（15%）、风险管理（30%）、专业能力（25%）、 信息科技管理（10%）
评级结果	分为1级、2级（A、B）、3级（A、B）、4级和5级共5个级别7个档次，级数越大表明评级越差	从优到劣分为1—5级和S级，其中2级和3级进一步细分为A、B两个档次。出现重大风险的，直接划分为5级。 处于重组、被接管、实施市场退出等情况的金融租赁公司经监管机构认定后直接列为S级，不参加当年监管评级。
评级流程	未明确动态调整机制	明确动态调整环节 ，评级结束后若发生重大情势变化或发现未掌握的重大事件，可调整评级结果
评级结果运用	主要用于监管资源配置，未明确与市场准入直接挂钩	评级结果作为业务范围调整、机构设置、资本工具发行等 市场准入 的审慎条件，支持优质机构试点创新业务

资料来源：金融监管总局，太平洋证券

4.3 投资建议-多元金融板块

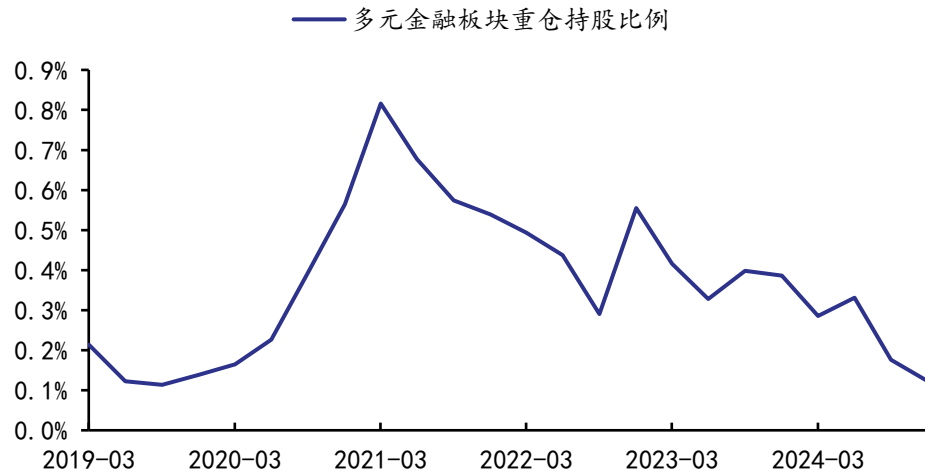
- 估值位于5年均值附近，主动型基金持仓持续下降。截至2025年3月7日，申万多元金融指数PB估值为1.17倍，位于近5年56.30%的分位数水平。主动型基金持仓方面，24Q4末证券板块重仓股持仓比例为0.12%，自21Q1以来持续呈现波动下滑趋势。
- **投资主线：**期货、租赁等各金融子行业正向高质量发展迈进，我们认为该过程中差异化能力是突围关键。推荐盈利能力稳健、具备差异化经营能力的质优标的：**1) 南华期货**，境内业务长期受益于行业高质量发展，境外业务优势持续释放；**2) 江苏金租**，公司秉持“厂商+区域”双线展业方式拓展业务，盈利能力表现良好，同时兼具高股息特征。

图表：申万多元金融指数收盘价及PB估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：主动型基金证券板块重仓持股比例



资料来源：iFinD，太平洋证券

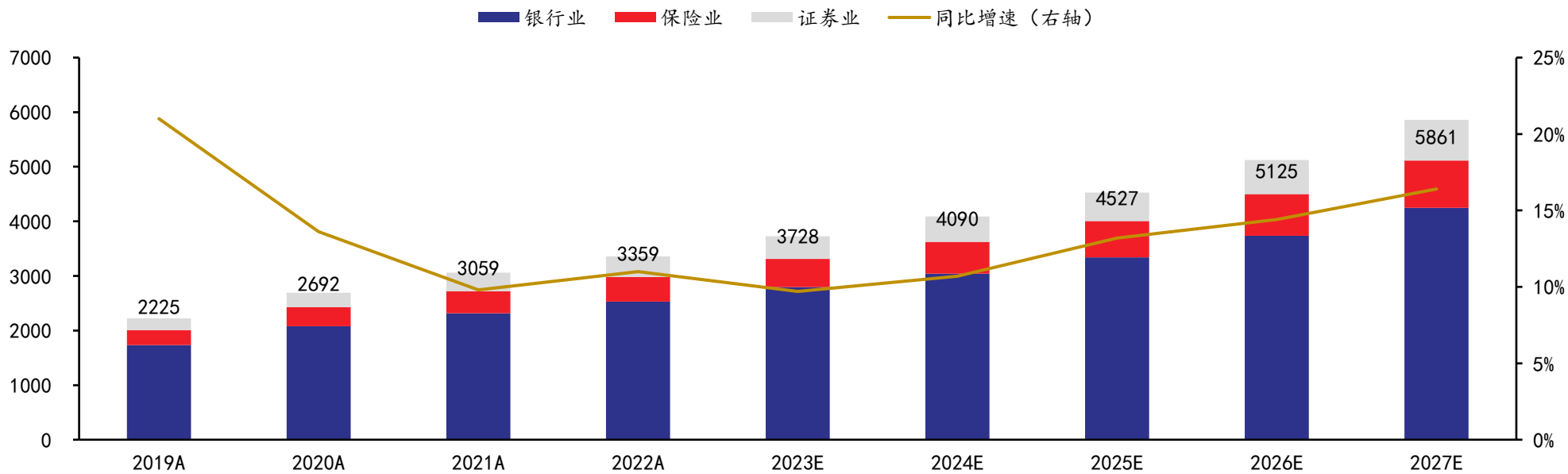
目录

- 1、非银行行情复盘：超额收益显著，强 β 属性凸显
- 2、券商：交易量中枢有望上移
- 3、保险：资负共振或将持续
- 4、多元金融：整体向好但分化加剧
- 5、金融科技：资本市场IT弹性可期

5.1 金融科技市场空间广阔

- **2027年国内金融科技市场预计超5800亿元。**在当前金融机构服务和产品同质化较高的背景下，数字化、智能化转型成为金融高质量发展的有力抓手。据艾瑞咨询，2025年国内金融科技市场预计超4500亿元，2027年将加速超过5800亿元。
- **银行IT占比超7成，保险IT和证券IT占比逐步提升。**从构成上看，银行IT占比始终维持在70%以上，2022年占比为75.3%；保险IT和证券IT占比稳步提升，2022年占比分别为13.4%和11.2%，较2019年分别+1.0pct、+1.5pct。

图表：2019-2027年金融机构科技投入情况（单位：亿元）

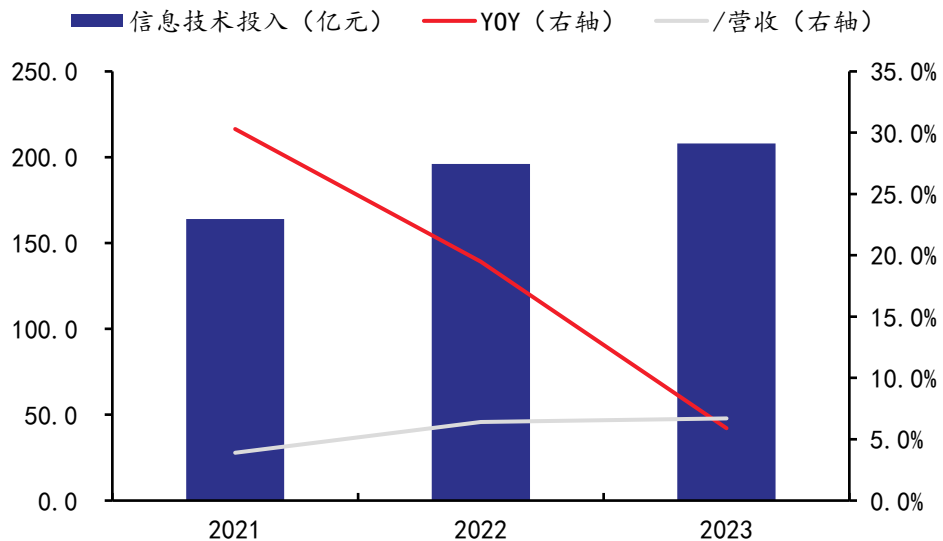


资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券

5.2.1 证券IT：券商信息技术投入增速放缓，占营收比例稳步提升

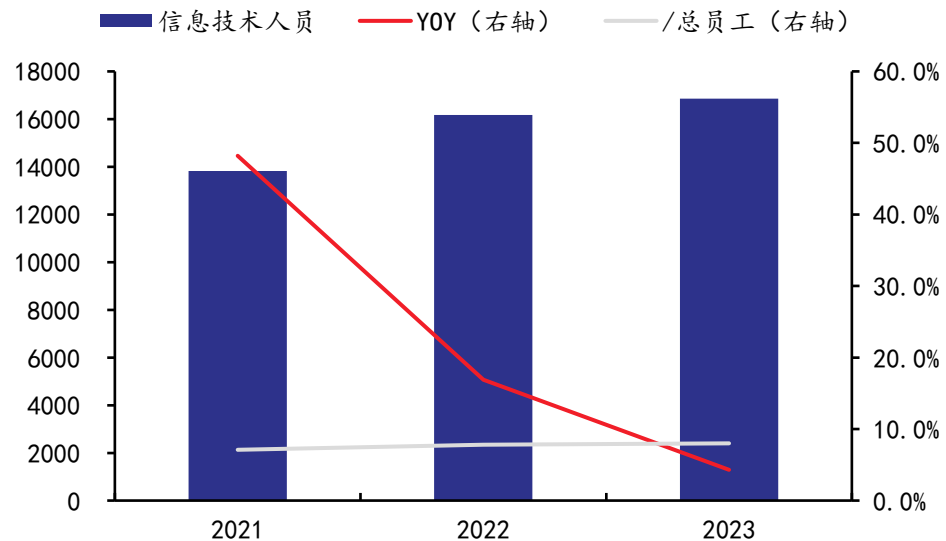
- ▶ 《三年提升计划》为券商信息技术支出提出量化指导。2023年中证协印发《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，鼓励金融科技平均投入金额不少于2023年-2025年平均净利润的10%或平均营业收入的7%，鼓励有条件的券商结合自身实际情况逐步提升金融科技专业人员比例至企业员工总数的7%。
- ▶ 信息技术投入增速回落，占营收比例稳步提升。以2020-2023年披露信息技术投入的券商为样本，2023年信息技术投入合计208亿元，同比+5.9%，增速逐年回落；占营收的比例为6.7%，同比+0.3pct，较三年计划中的7%仍有提升空间。

图表：2021-2023年样本券商信息技术投入情况



资料来源：各公司公告，太平洋证券

图表：2021-2023年样本券商信息技术人员情况

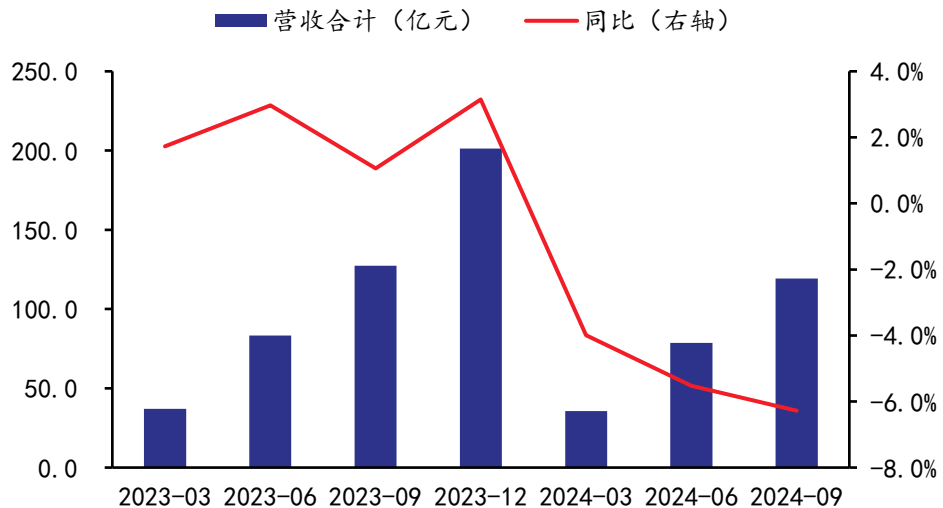


资料来源：各公司公告，太平洋证券

5.2.2 证券IT：2024年前三季度业绩整体承压，看好2C公司业绩弹性

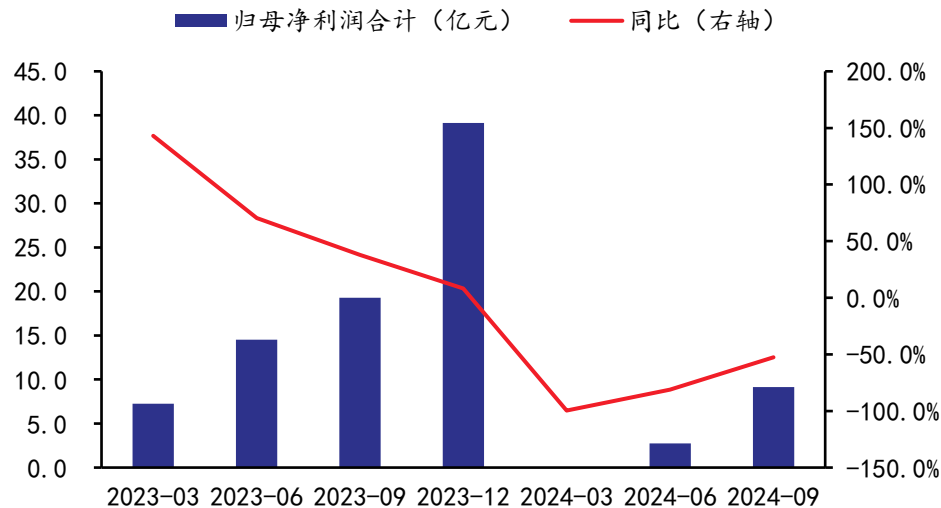
- ▶ **2024年前三季度样本公司营收同比-6.28%，归母净利润同比-52.51%**。2024年前三季度权益市场表现低迷、交投冷淡，证券IT业绩整体承压，同花顺、指南针、大智慧、恒生电子、金证股份、顶点软件、财富趋势前三季度营收、归母净利润合计119.26、9.15亿元，同比-6.28%、-52.51%。
- ▶ **Q4交投回暖有望带来2C公司业绩弹性**。“924”政策组合拳支撑Q4成交维持高位，Q4日均股基成交额达2.07万亿元，同比+119.25%。交投活跃直接利好2C公司，全年业绩弹性可期；而在新一轮资本市场改革推动下，券商基本面持续向好，带动2B公司业绩逐步回暖。

图表：23Q1-24Q3证券IT营收及同比情况



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表：23Q1-24Q3证券IT归母净利润及同比情况

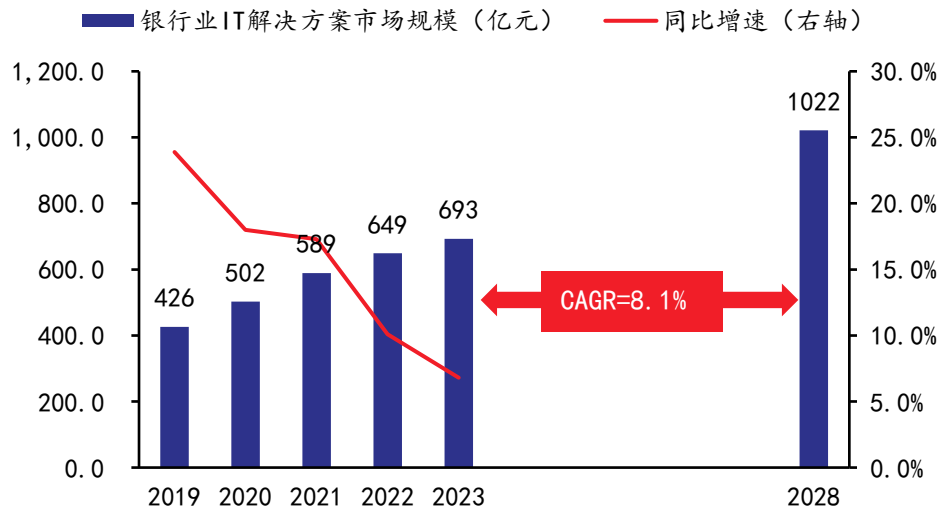


资料来源：iFind, 太平洋证券

5.3 银行IT：解决方案市场增速放缓，信创向中小行加速渗透

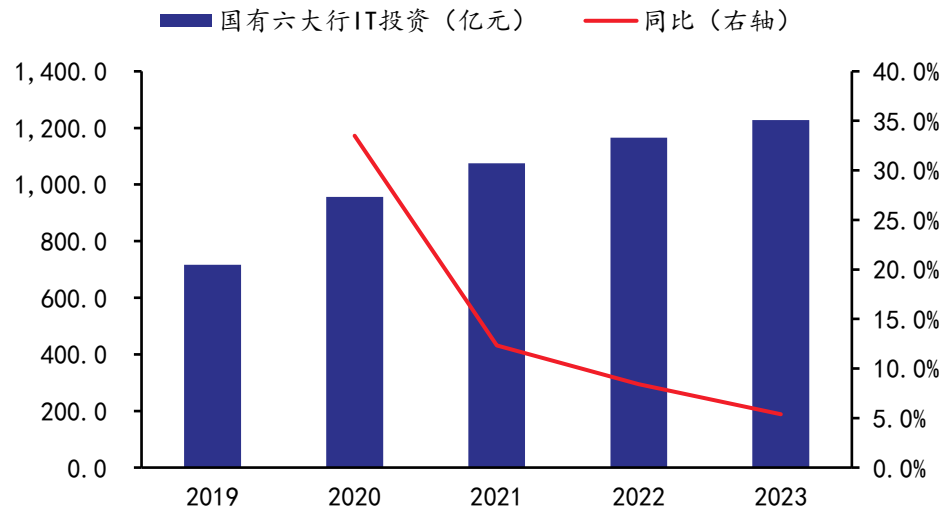
- ▶ **银行IT解决方案市场规模稳健增长，但增速有所放缓。**据IDC，2023年银行IT解决方案市场整体规模为692.96亿元，同比+6.8%；预计到2028年市场规模将达到1021.7亿元，2023—2028年CAGR为8.1%。在政策推进、技术持续创新等因素叠加下，银行业IT解决方案市场将会继续保持增长态势，但是增速预计放缓。
- ▶ **大行IT投资放缓，信创将加速向中小行进行渗透。**2023年国有六大行IT投资合计1228.22亿元，同比+5.38%，增速持续下降。我们认为原因有二：一是近年来净息差收窄较快，压低了IT支出计划；二是大行信创升级已较为深入，预计后续信创将向中小行快速铺开。

图表：2019-2023年银行业IT解决方案市场规模及同比增速



资料来源：IDC，太平洋证券

图表：2019-2023年国有六大行IT投资及同比增速

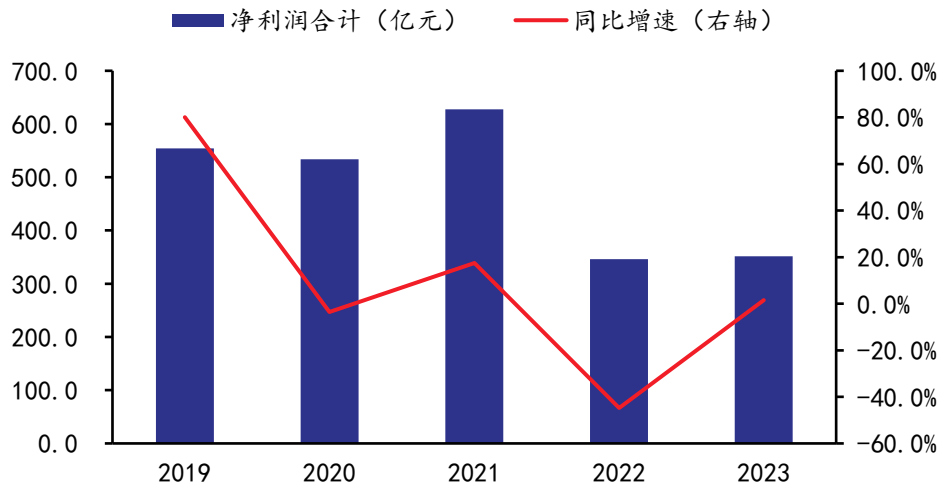


资料来源：各公司公告，太平洋证券

5.4 保险IT：增速进一步放缓，关注AI大模型应用和IFRS17解决方案推进情况

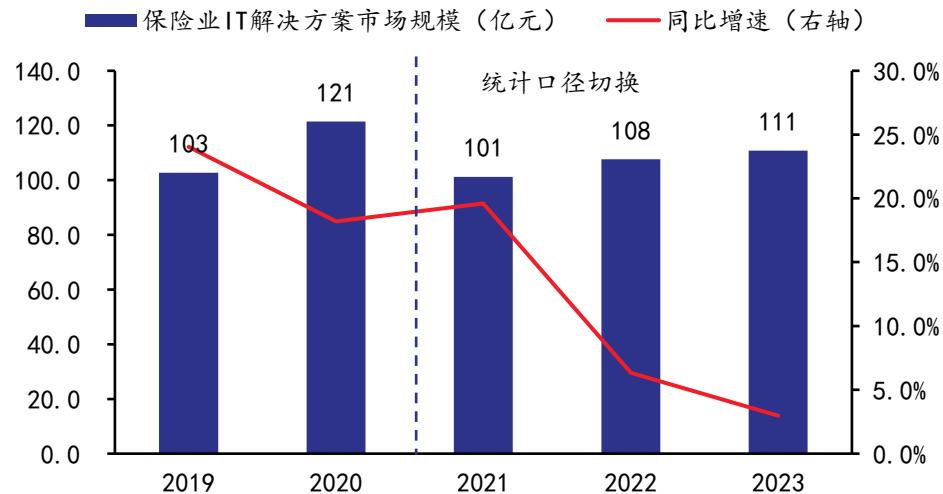
- **保险IT解决方案市场规模增速放缓。**由于近年保险行业利润承压，部分险企缩减金融科技投入，导致保险IT解决方案市场规模增速进一步放缓。据IDC，2023年保险IT解决方案市场规模为110.8亿元，同比+3.0%，增速较2022年-3.3pct。
- **AI大模型应用、IFRS17解决方案将带来新增量。**后续来看，在资本市场表现向好、价值转型持续推进下，保险行业业绩有望重回上升通道，带动保险IT市场规模增速回升。从细分方向看，核心系统改造依然是主要阵地，IFRS17准则切换带来的财务系统更新、AI大模型在业务场景中的应用或将开启保险IT市场的第二增长曲线。

图表：2019-2023年样本公司净利润合计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：统计口径为2018-2023年披露年报的寿险、财险、养老险、健康险

图表：2019-2023年保险业IT解决方案市场规模及同比增速



资料来源：IDC，太平洋证券

5.5 DeepSeek推动价值链重塑，AI大模型商业应用进度加快

- **DeepSeek助力金融行业价值链重构。**1) 低成本特性使得其在金融机构的广泛应用上具备充分的经济效益；2) 高性能和开源特性显著提升内外部业务工作效率；3) 低算力特性降低了中小机构应用和部署的门槛，推动“算力平权”。
- **AI大模型商业应用加快。**券商、银行、保险、基金、多元金融、金融科技等多领域金融机构均在加快DeepSeek接入和本地化部署脚步。从金融科技公司接入情况来看，DeepSeek主要用于提升复杂问题处理效率以及深度融入自研平台，从而赋能业务拓展和智能化转型。

图表：金融科技公司接入DeepSeek情况梳理

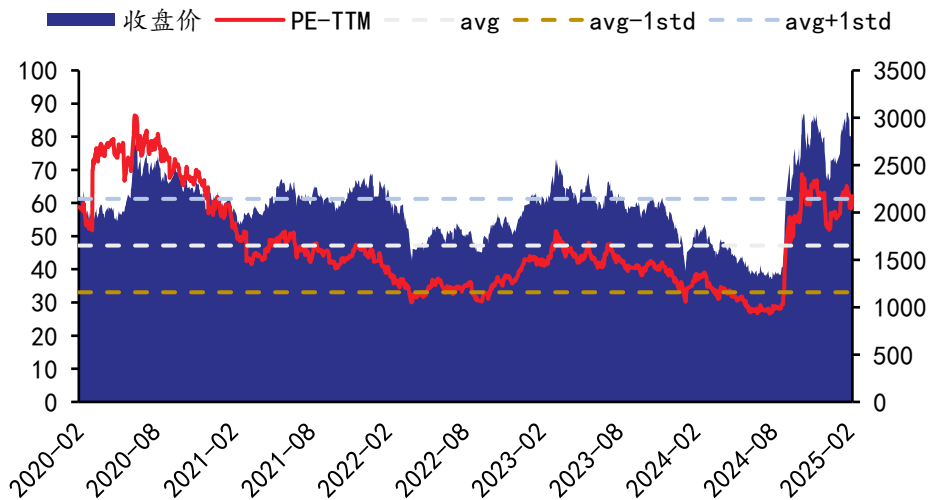
公司名称	应用场景	技术特点/部署方式
奇富科技	数据分析、风险控制、决策支持（ChatBI产品升级）	深度融合DeepSeek-R1的MOE（混合专家）和COT（思维链）能力，提升复杂任务处理效率
信也科技	语义理解、决策类场景支持（两大自研平台接入）	提升复杂问题处理能力，扩展服务边界，支持私有化部署
连连数字	业务、研发、办公场景	结合自身技术完成私有化部署，集成自然语言处理与推理能力
乐信	电销、客服流程优化、研发提效（“奇点AI大模型”）	本地化部署，结合金融数据预训练和微调，形成垂直领域模型
金融壹账通	银行业全场景AI解决方案（智能体平台）	联合DeepSeek与通义千问等模型，支持智能客服、风险评估等场景
联易融科技	供应链金融场景（智能风控、数据解析）	第一时间接入DeepSeek-V3/R1，优化模型推理成本与效率
恒生电子	资本市场服务（智能投研、合规管理）	结合自研技术完成本地化部署，适配昇腾、英伟达等硬件

资料来源：各公司公告，太平洋证券

5.6 投资建议-金融科技板块

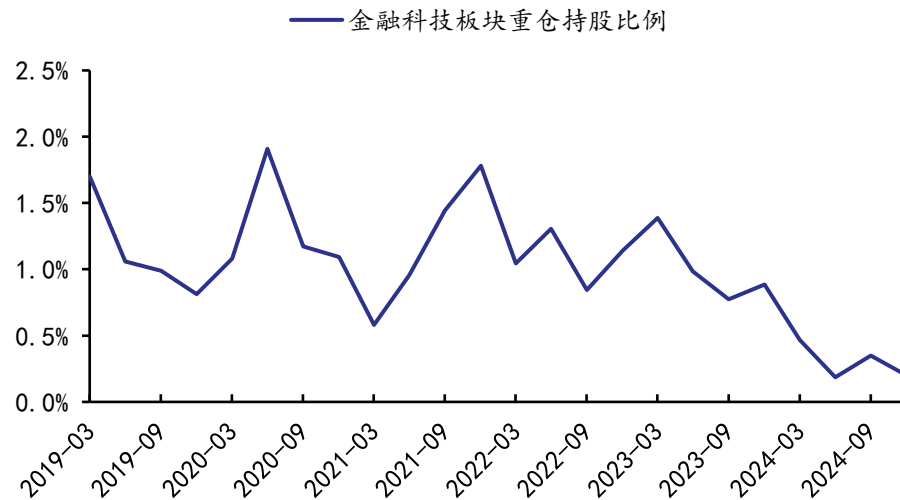
- **估值偏高，主动型基金持仓低位。**截至2025年3月7日，中证金融科技主题指数PE（TTM）估值为60.76倍，位于近5年80.10%的分位数水平。主动型基金持仓方面，24Q4末金融科技板块重仓股持仓比例为0.20%，自23Q1以来持仓比例持续下行，当前主动型基金持仓处于近5年的底部水平。
- **投资主线：**政策发力推动宏观经济和市场情绪修复提速，金融行业基本面有望改善；中长期来看金融高质量过程将不断加大对金融科技的需求，板块具备投资价值。建议关注充分受益于交易量中枢提升的C端证券IT标的，如**指南针**。

图表：中证金融科技主题指数收盘价及PE估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表：主动型基金证券板块重仓持股比例



资料来源：iFinD，太平洋证券

盈利预测

东方财富	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,081.44	10,903.04	12,620.07	13,964.10
营业收入增长率	-11.25%	-1.61%	15.75%	10.65%
归母净利润（百万元）	8,193.47	8,494.55	9,882.06	10,969.79
归母净利润增长率	-3.71%	3.67%	16.33%	11.01%
摊薄EPS（元）	0.52	0.54	0.63	0.69
市盈率（PE）	27.00	43.50	37.40	33.69
每股净资产（元）	4.54	4.96	5.51	6.12
市净率（PB）	3.09	4.72	4.25	3.83

方正证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,118.75	7,284.50	7,862.00	8,994.00
营业收入增长率	-8.46%	2.33%	7.93%	14.40%
归母净利润（百万元）	2,152.45	2,296.00	2,502.25	3,001.33
归母净利润增长率	0.21%	6.67%	8.98%	19.95%
摊薄EPS（元）	0.26	0.28	0.31	0.36
市盈率（PE）	30.55	28.14	25.84	21.69
每股净资产（元）	5.50	5.76	6.03	6.42
市净率（PB）	1.45	1.37	1.31	1.23

湘财股份	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,321.22	2,184.45	2,325.72	2,484.46
营业收入增长率	-33.98%	-5.89%	6.47%	6.83%
归母净利润（百万元）	119.42	202.62	250.15	290.88
归母净利润增长率	136.60%	69.67%	23.46%	16.28%
摊薄EPS（元）	0.04	0.07	0.09	0.10
市盈率（PE）	178.97	96.14	77.62	65.15
每股净资产（元）	4.15	4.31	4.34	4.38
市净率（PB）	1.80	1.56	1.55	1.54

国海证券	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,188.48	4,219.75	4,933.42	5,597.03
营业收入增长率	15.81%	0.75%	16.91%	13.45%
归母净利润（百万元）	326.96	431.96	605.40	826.39
归母净利润增长率	31.18%	32.11%	40.15%	36.50%
摊薄EPS（元）	0.06	0.07	0.09	0.13
市盈率（PE）	59.00	61.21	43.67	31.99
每股净资产（元）	3.44	3.46	3.48	3.52
市净率（PB）	1.03	1.20	1.19	1.18

资料来源：iFind，太平洋证券

盈利预测

中国人寿	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,272.00	662,646.08	677,950.46	730,788.10
营业收入增长率	-11.47%	92.48%	2.31%	7.79%
归母净利润（百万元）	46,181.00	102,237.16	90,185.43	95,739.57
归母净利润增长率	-30.74%	121.38%	-11.79%	6.16%
摊薄EPS（元）	1.63	3.62	3.19	3.39
市盈率（PE）	16.97	10.45	11.85	11.16
每股净资产（元）	16.28	20.20	22.04	24.63
市净率（PB）	1.70	1.87	1.72	1.54

中国太保	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	323,945.00	384,042.11	394,888.37	429,543.67
营业收入增长率	-2.47%	18.55%	2.82%	8.78%
归母净利润（百万元）	27,257.00	43,082.57	46,386.61	52,702.89
归母净利润增长率	-27.08%	58.06%	7.67%	13.62%
摊薄EPS（元）	2.83	4.48	4.82	5.48
市盈率（PE）	8.40	6.96	6.47	5.69
每股净资产（元）	25.94	29.97	33.21	37.05
市净率（PB）	0.92	1.04	0.94	0.84

众安在线	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33,392.89	34,999.00	40,097.00	44,107.00
营业收入增长率	47.06%	4.81%	14.57%	10.00%
归母净利润（百万元）	4,029.63	446.00	690.00	912.50
归母净利润增长率	462.24%	-88.93%	54.71%	32.25%
摊薄EPS（元）	2.77	0.30	0.47	0.62
市盈率（PE）	5.87	39.00	25.21	19.06

南华期货	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,246.53	5,954.46	6,372.55	6,926.19
营业收入增长率	-8.45%	-4.68%	7.02%	8.69%
归母净利润（百万元）	401.85	482.70	563.94	628.87
归母净利润增长率	63.32%	20.12%	16.83%	11.51%
摊薄EPS（元）	0.66	0.79	0.92	1.03
市盈率（PE）	18.18	16.01	13.71	12.29
每股净资产（元）	6.07	6.82	7.74	8.78
市净率（PB）	1.98	1.86	1.64	1.44

资料来源：iFind，太平洋证券

盈利预测

江苏金租	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,786.84	5,258.18	5,781.36	6,376.20
营业收入增长率	10.14%	9.85%	9.95%	10.29%
归母净利润（百万元）	2,660.09	2,929.91	3,232.84	3,601.68
归母净利润增长率	10.30%	10.14%	10.34%	11.41%
摊薄EPS（元）	0.63	0.51	0.56	0.62
市盈率（PE）	7.68	9.65	8.74	7.85
每股净资产（元）	4.20	3.99	4.12	4.26
市净率（PB）	1.15	1.22	1.18	1.15

指南针	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,528.74	1,955.64	2,390.57	2,826.91
营业收入增长率	37.37%	27.93%	22.24%	18.25%
归母净利润（百万元）	104.20	224.26	347.82	480.52
归母净利润增长率	43.50%	115.23%	55.10%	38.15%
摊薄EPS（元）	0.25	0.54	0.84	1.16
市盈率（PE）	383.80	165.33	106.60	77.16
每股净资产（元）	5.44	5.99	6.83	7.99
市净率（PB）	17.63	15.01	13.16	11.24

资料来源：iFind，太平洋证券

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 长端利率大幅下行。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究所

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。