

2025年07月29日

超配

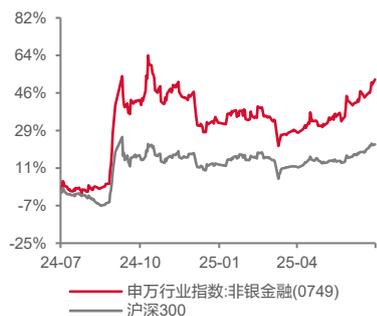
# 首创证券拟H股上市，预定利率迎下调窗口期

——非银金融行业周报（20250721-20250727）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 预定利率研究值下调至1.99%，非对称调整催化分红险销售节奏——保险业观察（七）
2. 市场回暖叠加政策催化，券商2025H1业绩同比高增——资本市场聚焦（七）
3. 关注中报业绩超预期和预定利率调整下的催化机遇——非银金融行业周报（20250714-20250720）

投资要点:

- **行情回顾:** 上周非银指数上涨3.5%，相较沪深300超涨1.8pp，其中券商与保险指数呈现同步上涨态势，分别为4.8%和1.8%，证券指数超额明显。市场数据方面，上周市场股基日均成交额22338亿元，环比上一周增长19.4%；两融余额1.95万亿元，环比上一周增长2.4%；股票质押市值2.85万亿元，环比上一周增长2.3%。
- **券商: 首创证券拟H股上市，券商国际化战略布局趋势持续深化。** 首创证券公告拟发行H股并在香港联交所上市，以进一步提高公司的资本实力和综合竞争力，更好地整合国际资源，提升国际影响力。我们认为通过港股融资，一方面可以通过多元资本注入带来国际经验的参考借鉴，进而在原有业务基础上增强实力，并拓宽业务能力边界，实现资本补强；另一方面也有助于推动国际化战略的落地和品牌影响力的提升，进而提升公司市场认可度和估值水平，实现公司投资价值提升的A+H联动。今年以来，券商对香港市场的重视程度持续提升，呈现出三个明显趋势：一是增资节奏加快，多家券商对港子公司注入新一轮资本，强化其资管、投行等核心功能；二是业务维度更广，不再仅局限于IPO、债券发行等传统业务，转向全链条服务，包括跨境FOF、ETF互通的结构化产品；三是金融科技与合规基础建设同步推进，不少券商开始探索链上清算、KYC优化、投研系统国际化等路径，为后续服务外资与全球客户做储备。我们认为未来券商国际业务将呈现三大核心发展趋势：一是区域布局从单一枢纽向全球网络升级，二是业务模式从通道服务向生态化创新转型，三是技术驱动从工具应用向底层架构重构深化。
- **保险: 预定利率研究值下调至1.99%，非对称调整催化分红险销售节奏。** 保险业协会于7月25日组织召开了人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会2025年二季度例会，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为1.99%，环比上季度下降14bps。多家大型险企随即宣布将其传统型/分红型/万能型产品预定利率分别从2.5%/2.0%/1.5%下调至2.0%/1.75%/1.0%，并将在8月31日前完成新老产品切换。我们认为此次各大险企的调整有三大看点，一是下调幅度超预期，其中传统险预定利率下调50bps，而非25bps，主要出于对三季度及之后利率走势的展望，若仅下调25bps，可能会存在再次连续两个季度触发动态调整机制的可能性，导致产品持续性和稳定性受到影响，进而影响到客户投保体验；二是不同险种非对称下调，其中传统险和万能险预定利率上限分别下调50bps，而分红险仅下调25bps，非对称调整导致分红险竞争力边际提升，既契合监管对分红险销售支持的指引，也助力险企加大分红险销售力度，优化负债产品结构；三是调整后产品吸引力仍在。利率持续下行背景下，同业产品亦有同步下调，例如5年期定存利率已降至1.3%，中低风险理财收益已滑落至2%水平附近，而分红险以“1.75%+分红”的产品属性仍有较强的竞争力与吸引力，预计今年7-8月的过渡期或许仍会进一步催化“炒停售”。
- **投资建议:** 1) 券商: 资本市场新“国九条”顶层设计指引明确了培育一流投资银行的有效性和方向性，活跃资本市场的长逻辑不变，建议把握并购重组、财富管理转型、创新牌照展业和ROE提升在内的逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇；2) 保险: 新“国十条”聚焦强监管、防风险框架下的高质量发展，并以政策支持优化产品设计、提升渠道价值，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。
- **风险提示:** 系统性风险对券商业绩与估值的压制、长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动，监管政策调整导致业务发展策略落地不到位。

## 正文目录

1. 周行情回顾 .....	4
2. 市场数据跟踪 .....	6
3. 行业新闻 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1 A 股大盘走势（截至 2025/7/25）	4
图 2 日均股基成交额表现	6
图 3 沪深交易所换手率表现	6
图 4 融资余额及环比增速	6
图 5 融券余额及环比增速	6
图 6 股票质押参考市值及环比增速	6
图 7 十年期利率走势	6
图 8 股票承销金额表现	7
图 9 债券承销金额及环比	7
表 1 指数涨跌幅（截至 2025/7/25）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/7/25）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/7/25）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/7/25）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/7/25）	5
表 6 行业新闻一览	7

## 1.周行情回顾

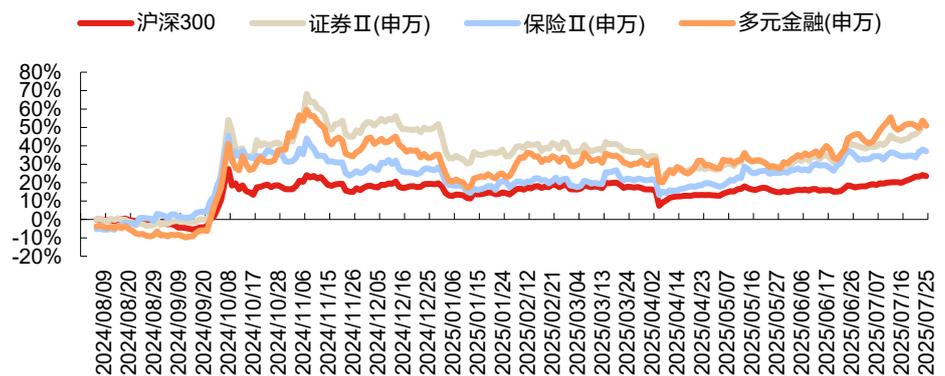
上周宽基指数方面，上证指数上涨 1.7%，深证成指上涨 2.3%，沪深 300 上涨 1.7%，创业板指数上涨 2.8%；行业指数方面，非银金融(申万)上涨 3.5%，其中证券 II (申万)上涨 4.8%，保险 II (申万)上涨 1.8%，多元金融(申万)下跌 0.6%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/7/25）

代码	指数名称	周涨跌幅	1 个月 涨跌幅	3 个月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
000001.SH	上证指数	1.7%	4.0%	9.1%	7.2%
399001.SZ	深证成指	2.3%	7.5%	12.6%	7.2%
000300.SH	沪深 300	1.7%	4.2%	9.0%	4.9%
399006.SZ	创业板指数	2.8%	9.9%	20.2%	9.3%
801790.SI	非银金融(申万)	3.5%	3.8%	16.7%	6.6%
801193.SI	证券 II (申万)	4.8%	5.6%	17.7%	4.2%
801194.SI	保险 II (申万)	1.8%	-0.3%	14.5%	9.4%
801191.SI	多元金融(申万)	-0.6%	4.8%	16.4%	16.5%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/7/25）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/7/25）

证券代码	中文简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)	A/H 溢价
601555.SH	东吴证券	10.37	15.2%	515.25	17.83	1.22	N/A
002736.SZ	国信证券	14.08	13.9%	1,353.43	14.53	1.50	N/A
601696.SH	中银证券	15.13	13.3%	420.31	42.69	2.30	N/A
600958.SH	东方证券	11.63	12.5%	988.16	25.34	1.27	60%
002673.SZ	西部证券	8.78	10.4%	392.43	26.20	1.35	N/A
000776.SZ	广发证券	19.93	10.2%	1,515.85	13.96	1.23	25%
002670.SZ	国盛金控	15.62	8.8%	302.26	140.72	2.71	N/A
000712.SZ	锦龙股份	14.71	8.6%	131.80	-157.05	5.82	N/A
000783.SZ	长江证券	7.65	7.7%	423.05	17.53	1.24	N/A
601688.SH	华泰证券	19.89	7.6%	1,795.53	10.75	1.08	18%

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A股保险最新表现（截至 2025/7/25）

证券代码	证券简称	最新收盘价	周涨跌幅	周成交额（亿元）	A/H 溢价率	A-PEV(25E)
601336.SH	新华保险	63.79	3.2%	62.38	47%	0.67
601628.SH	中国人寿	41.50	3.2%	40.62	100%	0.79
601318.SH	中国平安	58.08	1.8%	187.23	17%	0.63
601601.SH	中国太保	37.49	1.1%	91.95	29%	0.59
601319.SH	中国人保	8.47	1.0%	41.17	52%	N/A
000627.SZ	天茂集团	1.66	-4.0%	18.70	N/A	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表4 A股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/7/25）

证券代码	证券简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
000567.SZ	海德股份	7.02	8.5%	137.21	70.77	2.58
000935.SZ	四川双马	19.80	6.9%	151.16	36.23	1.99
300803.SZ	指南针	92.32	6.8%	561.44	248.35	25.16
601519.SH	大智慧	13.81	5.8%	274.70	-210.95	19.26
300033.SZ	同花顺	289.12	5.1%	1,554.31	84.48	23.99
603383.SH	顶点软件	42.81	1.9%	87.93	44.16	5.87
600061.SH	国投资本	7.82	1.8%	500.01	16.53	0.95
000987.SZ	越秀资本	7.64	1.5%	383.31	15.44	1.25
603300.SH	海南华铁	11.94	1.4%	237.68	37.21	3.70
600816.SH	建元信托	3.04	1.3%	299.27	508.49	2.16

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 主要港美股最新表现（截至 2025/7/25）

证券代码	证券简称	币种	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
WDH.N	水滴公司	USD	2.04	21.4%	7.38	13.41	1.09
XYZ.N	BLOCK	USD	80.74	10.9%	496.57	18.99	2.31
6060.HK	众安在线	HKD	21.10	7.9%	355.50	54.55	1.57
0966.HK	中国太平	HKD	17.02	4.9%	611.70	8.23	0.86
1833.HK	平安好医生	HKD	10.08	3.9%	217.87	247.78	5.62
3360.HK	远东宏信	HKD	8.30	3.8%	395.21	9.48	0.75
1299.HK	友邦保险	HKD	70.55	2.5%	7,499.46	14.13	2.39
FUTU.O	富途控股	USD	163.61	1.9%	227.65	27.03	5.84
NOAH.N	诺亚控股	USD	12.43	1.6%	8.39	12.22	0.59
2588.HK	中银航空租赁	HKD	74.70	1.4%	518.43	7.23	1.05
0388.HK	香港交易所	HKD	435.80	1.3%	5,525.23	39.03	10.64
TIGR.O	老虎证券	USD	10.57	-0.1%	19.75	25.06	2.83
AFRM.O	AFFIRM	USD	67.09	-2.6%	216.43	-348.00	7.53
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	104.85	-4.5%	925.27	58.19	11.63
HUIZ.O	慧择	USD	2.65	-5.5%	0.27	-11.87	0.48

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.市场数据跟踪

**经纪：**上周市场股基日均成交额 22338 亿元，环比上一周增长 19.4%；上交所日均换手率 1.43%，深交所日均换手率 3.18%。

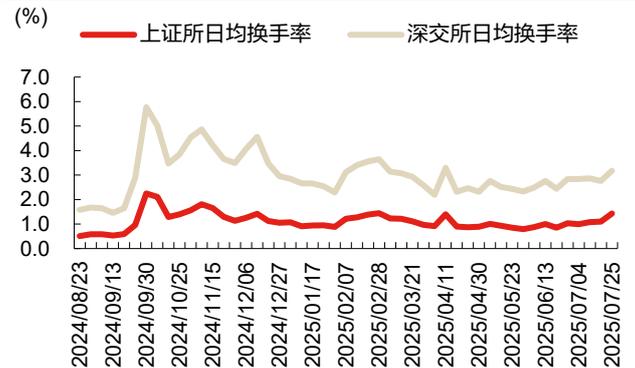
**信用：**两融余额 1.95 万亿元，环比上一周增长 2.4%，其中融资余额 1.93 万亿元，环比上一周增长 2.4%，融券余额 136 亿元，环比上一周增长 3.2%，股票质押市值 2.85 万亿元，环比上一周增长 2.3%。

图2 日均股基成交额表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



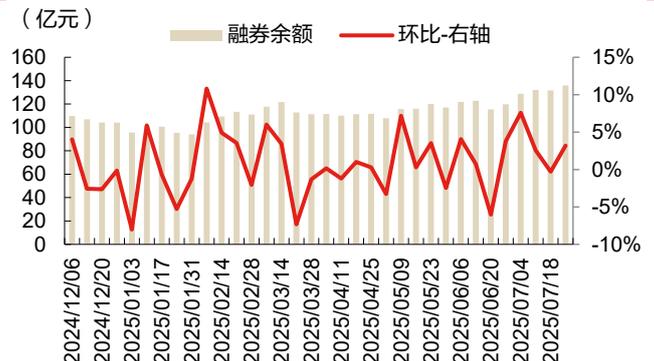
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



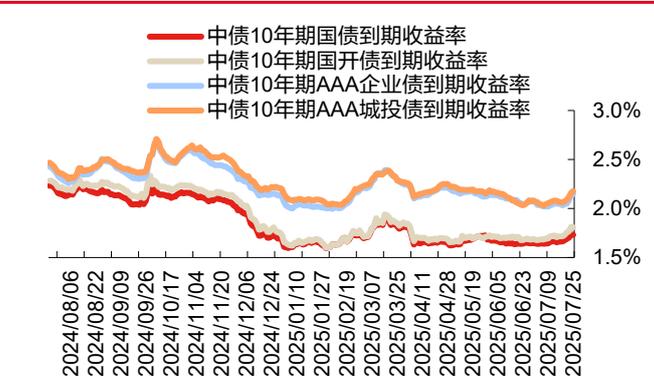
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

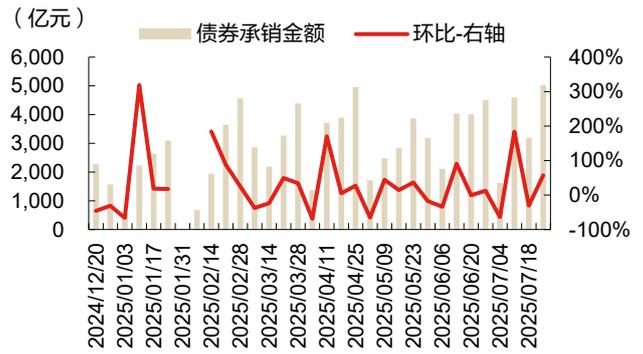
图8 股票承销金额表现



注：2025/6/13 所在周出现极值为中国银行和交通银行分别增发 1650 亿元和 1200 亿元所致，2025/6/20 所在周出现极值为邮储银行增发 1300 亿元所致，2025/6/27 所在周出现极值为建设银行增发 1050 亿元所致。

资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 债券承销金额及环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.行业新闻

表6 行业新闻一览

日期	来源	内容
2025/7/25	证监会	就《上市公司治理准则(修订征求意见稿)》公开征求意见。此次修订重点包括以下方面：一是完善董事、高级管理人员监管制度，从任职、履职、离职等方面进行全面规范，督促董事高管忠实、勤勉地履行职责。二是健全董事、高级管理人员激励约束机制，要求上市公司建立薪酬管理制度，规定董事高管薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配，促进董事高管和公司更好实现利益绑定。三是规范控股股东、实际控制人行为。严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争，进一步完善关联交易审议责任、决策要求。四是做好与其他规则的衔接。根据《证券法》《上市公司独立董事管理办法》等，完善公开征集股东权利以及董事会提名委员会、薪酬与考核委员会职责等规定，提升规则协调性。
2025/7/25	证监会	召开证监会系统党的建设暨 2025 年年中工作会议。会议强调，一是全力巩固市场回稳向好态势；二是深化改革激发多层次市场活力；三是从资产端、资金端进一步固本培元；四是持续提升监管执法效能；五是精准防控资本市场重点领域风险；六是稳步推进高水平制度型开放；七是增强资本市场重大问题研究的权威性和影响力，更好服务国家战略和监管需要。
2025/7/25	保险业协会	组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会 2025 年二季度例会，就宏观经济形势、市场利率走势和行业发展情况进行研究，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%。

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.风险提示

1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险。

2) 长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动，导致保险公司资产端投资收益率下降以及负债端准备金多提。

3) 监管政策调整导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，人身险代理人分级制度推出导致队伍规模下滑，金融控股公司加强监管等。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089