



非银行金融行业研究

增持（维持评级）

行业周报
证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 联系人：方丽

shusiqin@gjzq.com.cn

fangli@gjzq.com.cn

非银业绩和估值与市场共振，关注强贝塔行情的持续

证券板块

行业并购重组进展迅速，坚定看好券商板块。12月23日，国泰君安、海通证券发布公告称，本次合并重组申请正式获得证监会及上交所受理。12月27日，国联证券发布公告称发行股份购买资产并募集配套资金获得证监会同意注册及核准批复，意味着国联证券与民生证券的并购重组取得了实质性进展。在监管鼓励证券公司通过并购重组打造一流投资银行的背景下，“国泰君安+海通证券”与“国联证券+民生证券”作为新“国九条”发布以来证券行业并购案例中的标志性事件，并购进展超预期，示范效应有望显现。

投资建议：短期来看，我们认为在政策积极、流动性宽松带来市场交易活跃的催化下，券商板块估值和业绩双提升，有望迎来跨年行情。券商25年基本面预计将在低基数下实现反转，分业务来看，经纪业务受益于9月底行情扩大以来交易量的放大，自营业务受益于股市上涨、权益市场反弹，投行业务IPO已处于相对底部，预计并购新政下并购重组有望贡献增量，两融余额持续修复。复盘历次流动性宽松背景下券商估值扩张至1.9X以上，当前券商估值仅为1.6X，综合来看具有一定的上涨空间。券商板块建议关注三条主线：（1）强贝塔业务（权益投资弹性+交投弹性）券商基本面更加受益权益市场回暖。（2）国君海通并购效应带动下，券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的的机会。（3）权益资管产品发行和管理具备优势的券商。

保险板块

预计25Q1NBV仍有望实现正增长，若权益市场表现较好有望触发β行情。居民风险偏好整体偏低且储蓄需求强劲，叠加传统储蓄险相对优势不变，分红险在市场回暖的情况下销售难度降低，预计销售端较好态势仍将延续，叠加价值率的提升，25年开门红NBV在高基数下仍有望实现正增长，为保险股阶段性行情提供重要支撑。当前长端利率快速下行仍是压制保险股估值的重要因素，因此短期看，保险股仍以β行情为主要驱动，若明年Q1市场表现积极有望带来利润高弹性增长；但Q2-Q3利润基数抬升，预计股市β驱动的逻辑将趋弱，更高估值修复或需顺周期逻辑催化。

医保个账购买商业健康险城市+1，相关经验有望向更多城市拓展，商业健康险有望提速增长。12月19日，广州市医保局等十部门印发《广州市建设开放型多层次医疗保障体系若干措施的通知》，提出赋能商业健康险发展多项举措。一是支持使用医保个账购买普惠型商业健康险，建设医保个账购买商业健康险产品专区并接入“穗好办”移动端平台，预计长期看能带来较好保费增量，参考上海经验，其已在23年10月在“随申办”平台上线保险码二期，支持个账购买商业健康险，数据显示，自“随申办-保险码”推出后，陆续新增27款产品，个人账户产品保费累计4.6亿元，累计覆盖94.3万人次。二是探索成立与基本医保衔接的健康保险大数据实验室，有望赋能更多针对细分群体、带病体的产品开发。三是提出积极推进“穗岁康”惠民保优化升级，结合国家医保药品目录调整情况，动态调整保障范围，确保符合条件的创新药品“应进尽进”；对自费药品不限病种范围、不限药品品种按规定纳入保障。当前“穗岁康”创新药目录仅包括“开坦尼”，但保费已高达180元/人，若将全部创新药纳入保障范围，预计将对赔付率产生较大冲击（“穗岁康”已运行三年，三年总体赔付率为80.3%），保费或面临较大幅度的调整压力。

投资建议：建议保险股关注3条主线：①权益市场β驱动估值反弹，关注高权益弹性标的；②25年开门红销售预期较好的标的。③财险Q1业绩预计在低基数下实现高增，Q1有望实现估值突破。

风险提示

1) 权益市场向下：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	5
风险提示.....	6

图表目录

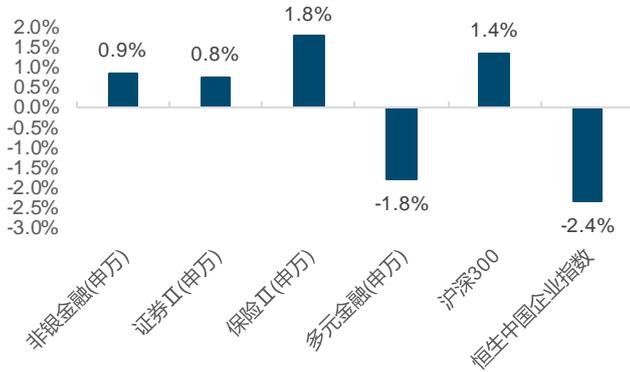
图表 1： 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2： 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3： 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元）.....	4
图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速.....	4
图表 6： 融资融券余额走势（亿元）.....	4
图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份）.....	4
图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速.....	4
图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速.....	4
图表 10： 非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 11： 权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 12： 长端利率走势（%）.....	5
图表 13： 红利指数累计涨跌幅.....	5



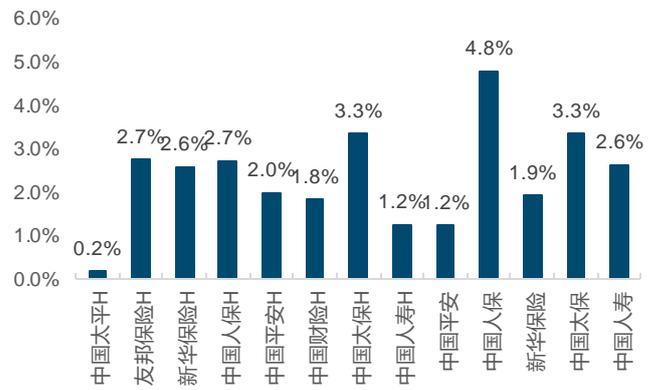
一、市场回顾

本周 A 股行情有所反弹，沪深 300 指数+1.4%，非银金融（申万）上涨 0.9%，跑输沪深 300 指数 0.5pct，其中证券、保险、多元金融分别+0.8%、+1.8%、-1.8%，超额收益分别为-0.6pct、+0.4pct、-3.2pct。从个股表现来看，本周国联证券、红塔证券、信达证券、中国人保涨幅居前，分别+11.7%、+5.0%、+4.8%、+4.8%。

图表1：本周非银金融子行业表现



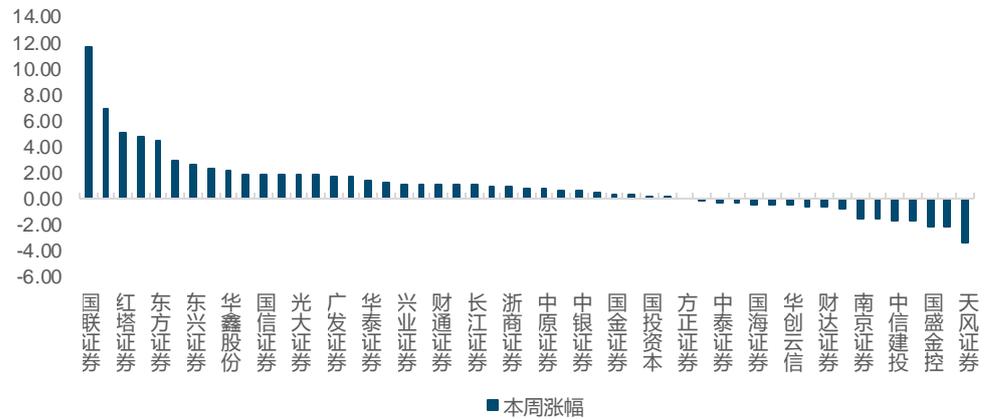
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 23 日至 12 月 29 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 23 日至 12 月 29 日

图表3：券商股周涨跌幅



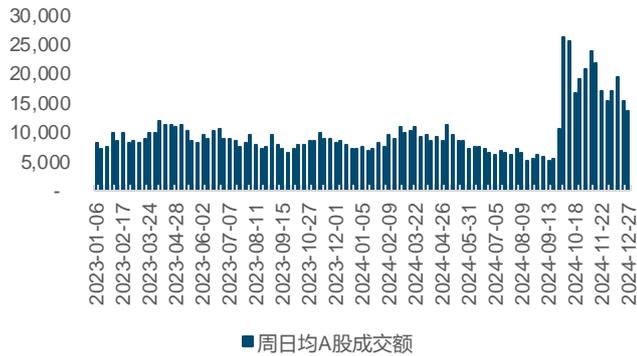
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 23 日至 12 月 29 日

二、数据追踪

券商：1) **经纪业务：**①交投：本周 A 股日均成交额 13791 亿元，环比-9.4%。24 年 1-11 月日均股基成交额 11591 亿元，同比+15.7%。②代销业务：24 年 1-11 月新发权益类公募基金份额合计 2833.3 亿份，同比+7.8%。2) **投行业务：**①股权承销：1-11 月 IPO/再融资合计募资规模分别 580/2172 亿元，同比分别-83%/-70%。②债券承销：1-11 月债券承销规模 125938 亿元，同比-0.5%。3) **资管业务：**截至 24 年 10 月末，①公募：非货公募 18.0 万亿元，较上月末-5.2%。权益类公募 7.9 万亿元，较上月末-2.1%。②私募：私募基金 19.9 万亿元，较上月末+1.5%。



图表4: 周度日均A股成交额 (亿元)



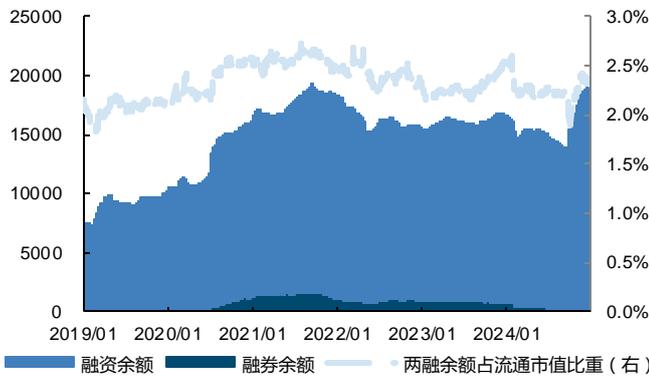
图表5: 月度日均股基成交额 (亿元) 及增速



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 融资融券余额走势 (亿元)



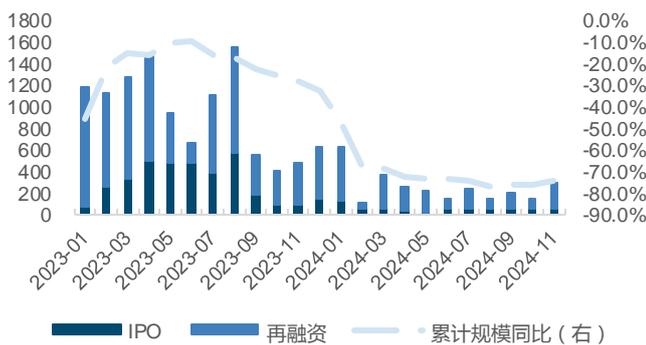
图表7: 各月权益公募新发份额 (亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 各月股权融资规模 (亿元) 及增速



图表9: 各月债承规模 (亿元) 及增速

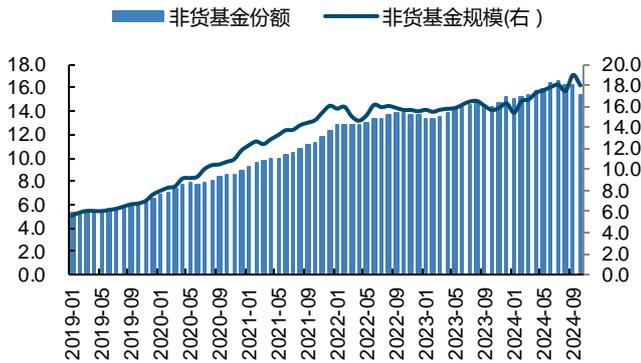


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

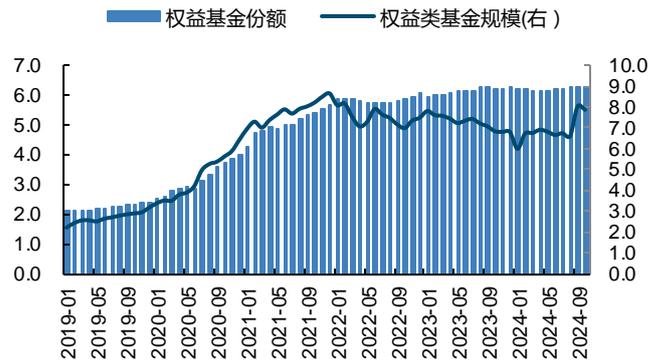


图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

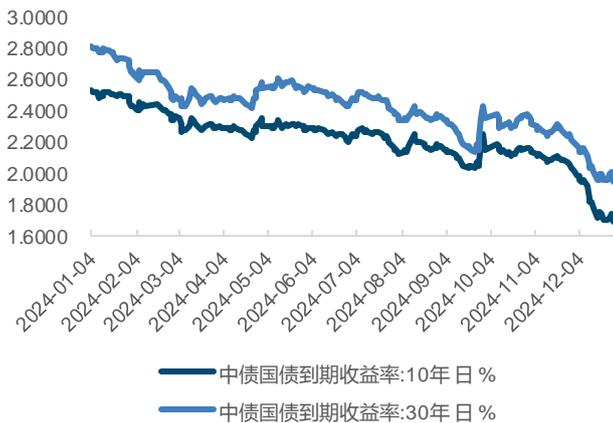
图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

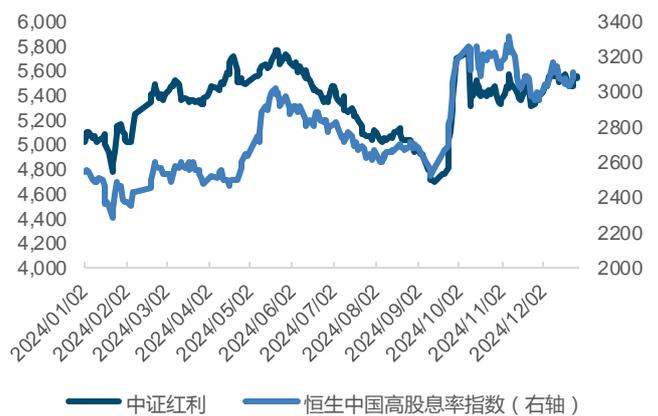
保险: 本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别下跌 0.89bps、0.50bps 至 1.69%、1.95%；本月分别下跌 32.77bps、25.49bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、本月分别上涨 1.34%、2.84%；恒生中国高股息率指数本周、本月分别上涨 3.20%、5.43%。

图表12: 长端利率走势 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 红利指数累计涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

三、行业动态

【金融监管总局: 出口信保公司应当强化偿付能力管理】

12 月 20 日, 金融监管总局印发《中国出口信用保险公司监督管理办法》。其中提到, 出口信保公司应当强化偿付能力管理, 应当同时达到: 核心偿付能力充足率不低于 50%; 综合偿付能力充足率不低于 100%; 风险综合评级在 B 类及以上三项标准。出口信保公司还应当从产品开发与管理、承保与理赔管理、再保险管理、准备金评估等环节管理保险风险, 制定各环节的保险风险管理制度, 定期监测和计量保险风险。

【国会: 审议通过《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定(草案)》】

12 月 23 日, 国务院总理李强主持召开国务院常务会议, 会议审议通过《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定(草案)》, 强调要发挥好中介机构资本市场“看门人”作用, 防止中介机构与发行人不当利益捆绑, 严厉打击财务造假、欺诈发行等违法行为, 切实保护投资者合法权益, 促进资本市场健康稳定发展。



【全国财政工作会议：实施更加积极的财政政策】

12月24日，全国财政工作会议在京召开并指出，要实施更加积极的财政政策，打好政策“组合拳”，适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，大力提振消费。积极扩大有效投资，合理安排债券发行，以政府投资有效带动更多社会投资。

【金融监管总局：金融机构可不设监事会或监事，以审计委员会行监事职权】

12月25日，金融监管总局印发《关于公司治理监管规定与公司法衔接有关事项的通知》。其中提到，金融机构可以按照公司章程规定，在董事会中设置由董事组成的审计委员会，行使公司法和监管制度规定的监事会职权，不设监事会或者监事。职工人数三百人以上的金融机构，除依法设监事会并有职工监事的外，其董事会成员中应当有职工董事。职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。高级管理人员和监事不得兼任职工董事。

【金融监管总局：董监高人员与银保机构的关联交易均应由董事会审批】

12月25日，金融监管总局发布《关于修改部分规章的决定（征求意见稿）》。其中提到，在《银行保险机构关联交易管理办法》中新增规定，强化对涉及董事、监事和高级管理人员关联交易的管理，明确相关交易应由董事会审查批准。对于交易金额较小的日常金融产品或服务，可简化审议程序，由董事会统一作出决议。

【中国人民银行发布了《中国金融稳定报告（2024）》】

12月27日，中国人民银行发布了《中国金融稳定报告（2024）》。报告指出，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策。实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

【上交所：关于暂免收取部分 2025 年度费用的通知】

12月27日，为进一步发挥资本市场服务实体经济功能，持续降低市场成本，上交所决定减免相关交易和服务费用。免收沪市存量及增量上市公司 2025 年上市初费和上市年费；自 2025 年 7 月 1 日起至 2026 年 6 月 30 日，将交易单元使用费收费标准由原每个交易单元每年 4.5 万元下调至每个交易单元每年 3 万元，计费期间、减免政策和计算方式保持不变。

【深交所：关于减免 2025 年度相关费用的通知】

12月27日，为进一步激发市场活力，提升服务实体经济质效，推动经济高质量发展，深交所经研究决定免收深市上市公司 2025 年度的上市初费和上市年费；本所免收深市基金 2025 年度的上市初费和上市年费；本所免收深市基金 2025 年度的交易单元流量费。

风险提示

1) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究