



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） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 联系人：方丽

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

fangli@gjzq.com.cn

市场活跃催化券商业绩，科技占优利好四川双马业绩提升

证券板块

市场交投活跃度持续提升，2025Q1 券商多业务线迎业绩催化。本周 A 股日均成交额 19916 亿元，环比+4.1%；截至 2/27，融资/融券余额分别为 19050/117 亿元，分别较前周+1.6%/+2.9%，分别较上年末+2.7%/+11.7%。2025 年日均两融余额 18433 亿元，同比+18%。当前市场环境为券商板块创造利好：经纪业务有望直接受益于交易量放大，自营业务受益于股市上涨、权益市场反弹，同时两融余额持续修复带来信用业务改善，从而有助于推动券商业绩提升。

券商板块呈现阶段性滞涨特征，估值修复节奏显著落后于市场风险偏好抬升幅度。节后（2025/2/5-2025/3/2）申万证券指数仅录得 2.1%涨幅。当前市场正反馈机制已现强化迹象，日均成交额稳居万亿上方、两融余额突破 1.91 万亿创年内新高，但券商板块 PB 估值不到 1.5X，处于近五年 50%分位，建议关注后续券商板块补涨行情。

投资建议：我们认为在市场交易活跃、券商业务改善以及并购预期增强等因素催化下，看好券商板块估值和业绩双提升。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，当前券商估值不到 1.5X，综合来看具有一定的上涨空间。券商板块建议关注四条主线：（1）四川双马：科技赛道占优+退出渠道改善，业绩弹性可期，公司跟投群核科技、傅利叶标的受益当前科技成长风格占优，同时受益于一级市场回暖，公司投资的奕斯伟、屹唐半导体等项目上市进程有望提速。（2）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。（3）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。（4）关注 AI 应用进展，关注 AI+金融标的。

保险板块

商业健康险对创新药械支付规模连续三年年均增长 103%，DRG/DIP 改革深化叠加政策支持下医疗险需求有望加速释放。2 月 27 日，中再寿险等联合发布《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，2024 年我国健康险保费规模为 9773 亿元，同比增长 8.2%，预估疾病险占比约 47%，医疗险约 44%，护理失能险约占 9%。预估 2024 年商业健康险针对创新药械的总赔付额约为 124 亿元，连续三年高速增长，且年复合增长率达 103%，分险种看，以惠民保为代表的普惠医疗险和以百万医疗险为代表的补充医疗险，成为商业健康险中创新药械最主要的直接支付方，支付规模合计约 45 亿元，占比超过商业健康险支付的 37%；高端医疗险通常不加限定对所有医疗费用提供保障，包括创新药械，支付规模合计约 1 亿元，占比 1%；企业补充医疗险大部分未设置单独的特药责任或目录，支付规模合计约 10 亿元，占比 8%；重疾险为给付型保障，在被保险人确诊重疾后给付大额赔付，为创新药械提供间接支付，支付规模约 58 亿元，占比 47%；带病体特病特药保险面向特定患病群体，探索患者、保司及药企共担风险的支付模式，支付规模约 9.6 亿元，占比 8%。考虑到基本医保更注重保障广覆盖与支付公平性，对部分高值创新药械的支付仍有限制，叠加 DRG/DIP 改革持续深化，预计居民对创新药械的需求将转向通过中高端健康险，叠加基本医保数据共享的落地与医保个人账户购买商业健康险等措施也有望出台，预计商业健康险有望提速发展。

投资建议：财险板块承保投资双改善，Q1 利润有望高增带来估值向上动力；寿险板块长端利率低位带来的利差压力仍是压制估值的核心因素，股市向上反弹叠加低基数，有望带来 25Q1 利润较好增长，驱动保险股阶段性的 β 行情。建议保险股关注 3 条主线：①财险属于高股息防御型板块，Q1 业绩预计在低基数下实现高增，有望实现估值向上突破。②权益市场 β 驱动估值反弹，关注高权益弹性寿险标的以及港股低估值寿险标的。

风险提示

1) 权益市场波动；2) 长端利率大幅下行；3) 资本市场改革不及预期。



内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	7
风险提示.....	8

图表目录

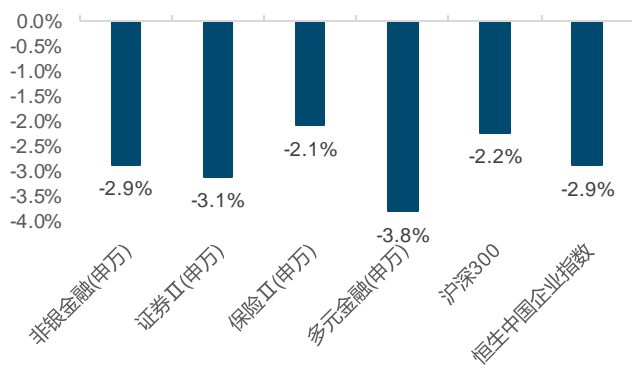
图表 1： 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2： 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3： 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元）.....	4
图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速.....	4
图表 6： 融资融券余额走势（亿元）.....	4
图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份）.....	4
图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速.....	4
图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速.....	4
图表 10： 非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 11： 权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 12： 长端利率走势（%）.....	5
图表 13： 红利风格指数表现.....	5
图表 14： 长端利率走势（%）.....	6
图表 15： 红利风格指数表现.....	6
图表 16： 2024 年来保险公司举牌/增持信息汇总.....	6



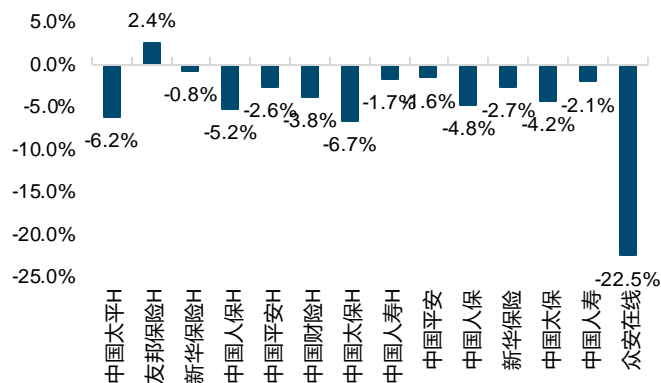
一、市场回顾

本周 A 股行情有所下降，沪深 300 指数-2.2%，非银金融（申万）下跌 2.9%，跑输沪深 300 指数 0.6pct，其中证券、保险、多元金融分别-3.1%、-2.1%、-3.8%，超额收益分别为-0.9pct、+0.1pct、-1.6pct。从个股表现来看，本周中国银河、中金公司、首创证券涨幅居前，分别+8.5%、+3.2%、+2.6%。

图表1：本周非银金融子行业表现



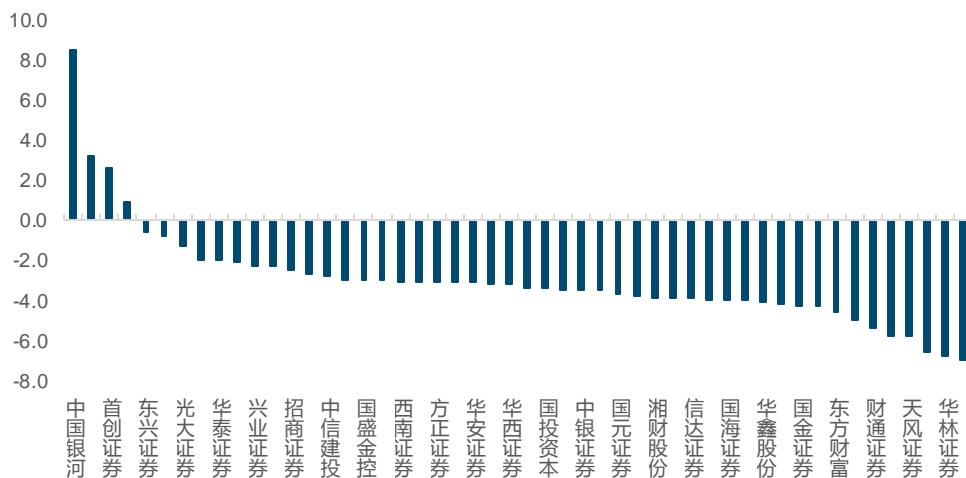
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 2 月 24 日至 3 月 2 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 2 月 24 日至 3 月 2 日

图表3：券商股周涨跌幅



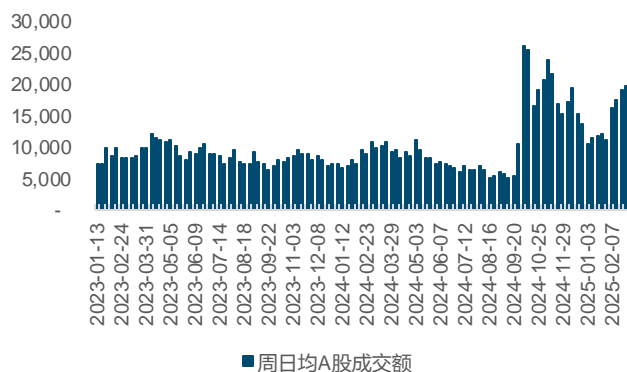
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 2 月 24 日至 3 月 2 日

二、数据追踪

券商：1）经纪业务：①交投：本周 A 股日均成交额 19916 亿元，环比+4.1%。25 年 1 月日均股基成交额 14253 亿元，同比+64.2%。②代销业务：25 年 1 月新发权益类公募基金份额合计 604.9 亿份，同比+195.3%。**2）投行业务：**①股权承销：2025 年 2 月 IPO/再融资累计募资规模分别 73/898 亿元，同比分别-59%/+59%。②债券承销：2025 年 2 月债券累计承销规模 18911 亿元，同比+22.8%。**3）资管业务：**截至 25 年 1 月末，公募非货公募 18.7 万亿元，较上月末-2.5%。权益类公募 7.8 万亿元，较上月末-1.8%。截至 25 年 1 月末，私募基金 19.9 万亿元，环比+0.1%。

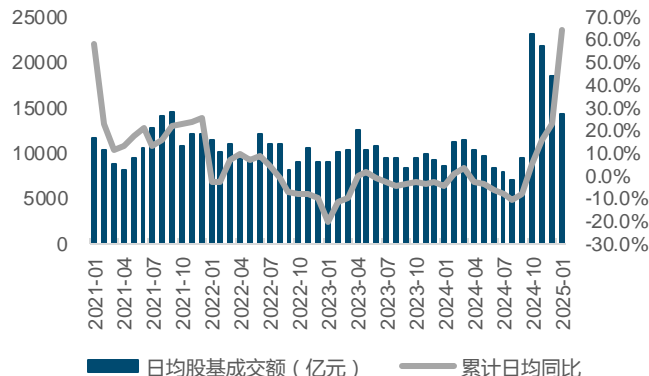


图表4：周度日均A股成交额（亿元）



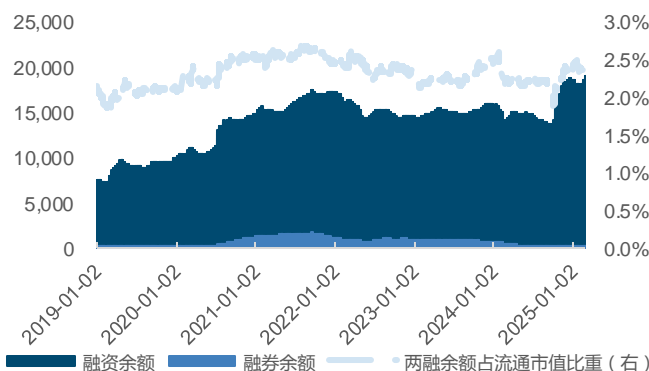
来源：wind，国金证券研究所

图表5：月度日均股基成交额（亿元）及增速



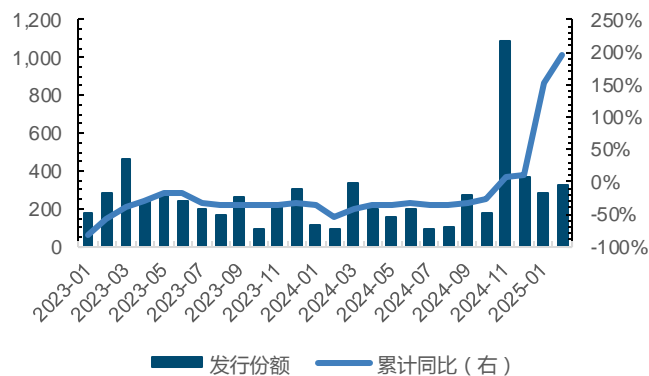
来源：wind，国金证券研究所

图表6：融资融券余额走势（亿元）



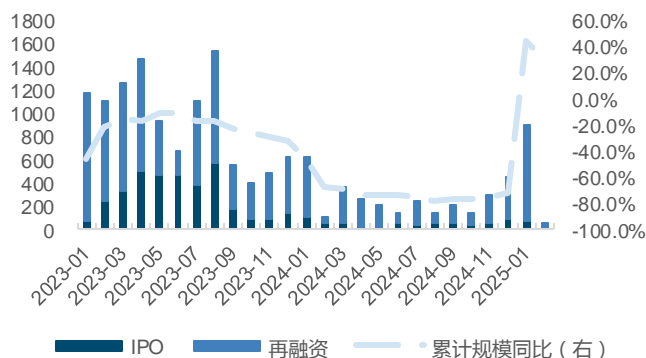
来源：wind，国金证券研究所

图表7：各月权益公募新发份额（亿份）



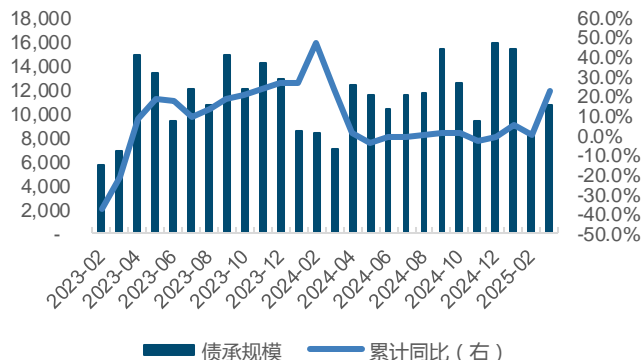
来源：wind，国金证券研究所

图表8：各月股权融资规模（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

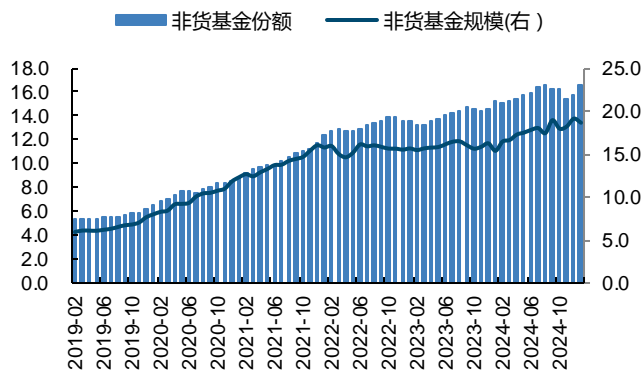
图表9：各月债承规模（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

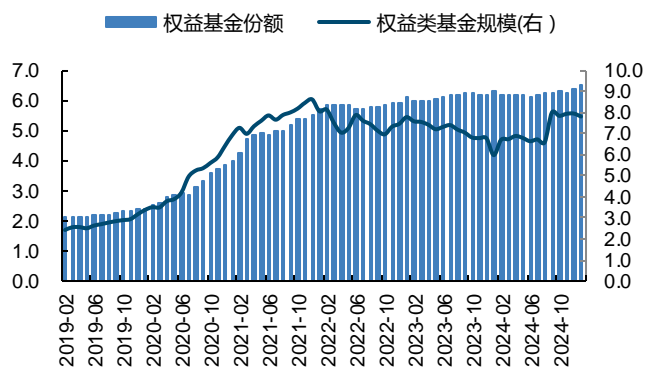


图表10：非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）



来源：wind，国金证券研究所

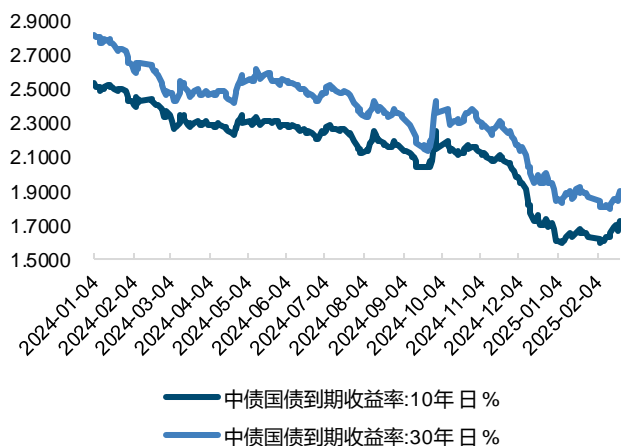
图表11：权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）



来源：wind，国金证券研究所

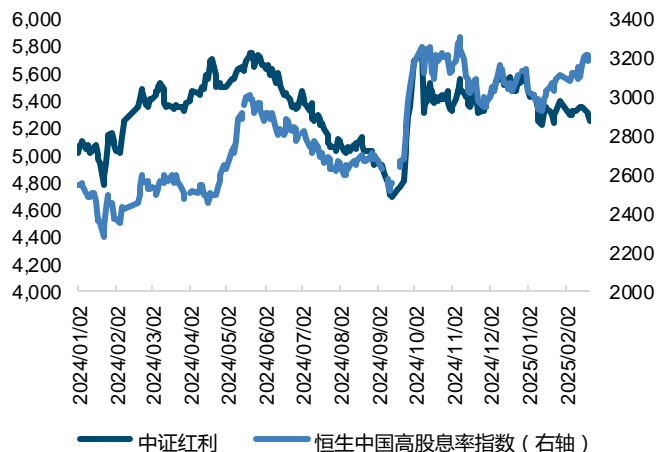
保险：本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别+6.54bps、+8.50bps 至 1.72%、1.91%，本月分别+9.01bps、+3.75bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、本月分别下跌 1.91%、2.61%；恒生中国高股息率指数本周、本月分别上涨 1.16%、2.90%。

图表12：长端利率走势（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表13：红利风格指数表现

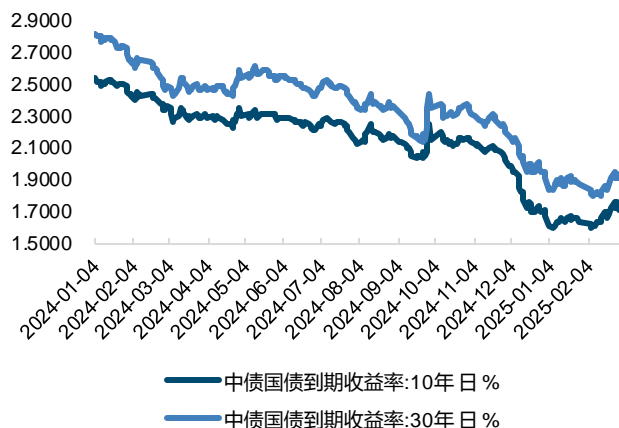


来源：wind，国金证券研究所

保险：本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别-0.48bps、持平至 1.72%、1.91%，2 月分别+8.53bps、+3.75bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、2 月分别+1.04%、-1.60%；恒生中国高股息率指数本周、2 月分别-0.83%、+2.04%。



图表14：长端利率走势 (%)



图表15：红利风格指数表现



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

保险资金持续增持高股息标的。中国平安持续增持大行H股：1) 2月24日，平安人寿增持农业银行H股3746.3万股，每股作价4.6287港元，总金额约为1.73亿港元，增持后持股比例升至6.02%。2) 2月25日，平安人寿增持邮储银行H股2605.1万股，每股作价4.9281港元，总金额约1.28亿港元，增持，最新持股比例升至7.04%。

据不完全统计，2024年至今保险资金举牌/增持共计31家公司，红利风格尤其是H股红利偏好明显，除中国平安增持/举牌工行、建行、邮储、农行、招商等大型银行外，公用事业、交通运输也是重要方向。

图表16：2024年来保险公司举牌/增持信息汇总

时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量(亿股)	占A股/H股比例	占总股本比例	持股余额(亿元)	2023年股息率	行业
2024.1.2	紫金财险	华光环能	600475.SH	0.47	4.94%	4.94%	4.21	3.93%	公用事业
2024.1.11	阳光人寿	首程控股	0697.HK	5.87	8.06%	8.06%	9.21	3.22%	非银金融
2024.3.27	中国太保及一致行动人	光大环境	0257.HK	3.65	5.94%	5.94%	11.07	6.69%	环保
2024.6.30	长城人寿	中原高速	600020.SH	2.05	9.13%	9.13%	8.13	3.76%	交通运输
2024.8.7	瑞众人寿	中国中免	1880.HK	0.06	5.00%	0.28%	2.52	3.86%	商贸零售
2024.8.30	新华保险	国泰君安	2611.HK	4.23	30.41%	4.75%	46.40	3.70%	非银金融
2024.9.30	长城人寿	无锡银行	600908.SH	1.53	6.97%	6.97%	8.63	3.55%	银行
2024.9.30	长城人寿	江南水务	601199.SH	0.96	10.23%	10.23%	4.94	2.02%	环保
2024.9.30	长城人寿	赣粤高速	600269.SH	1.48	6.35%	6.35%	7.75	3.07%	交通运输
2024.9.30	长城人寿	城发环境	000885.SZ	0.41	6.34%	6.34%	5.05	2.03%	环保
2024.10.22	中邮保险	安徽皖通高速公路	0995.HK	0.25	5.04%	1.50%	2.39	6.33%	交通运输
2024.11.1	中国太保及一致行动人	华能国际电力	0902.HK	2.83	6.03%	1.80%	11.37	5.07%	公用事业
2024.11.1	中国太保及一致行动人	华电国际电力	1071.HK	1.21	7.02%	1.18%	4.74	3.87%	公用事业
2024.11.12	新华保险	上海医药	601607.SH	1.49	5.35%	4.02%	28.64	2.14%	医药生物
2024.11.12	新华保险	上海医药	2607.HK	0.38	4.12%	1.02%	4.12	3.74%	医药生物
2024.11.12	新华保险	国药股份	600511.SH	0.38	5.07%	5.07%	11.39	2.87%	医药生物
2024.11.15	利安人寿	深圳国际	0152.HK	1.21	5.00%	5.00%	7.92	5.62%	交通运输



时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量(亿股)	占A股/H股比例	占总股本比例	持股余额(亿元)	2023年股息率	行业
2024.11.29	中国太保及一致行动人	中远海能	1138.HK	0.65	5.04%	1.37%	3.91	5.91%	交通运输
2024.12.05	新华保险	海通证券	6837.HK	2.06	6.05%	1.58%	12.28	1.70%	非银金融
2024.12.18	中国平安	建设银行	0939.HK	120.54	5.01%	4.82%	732.90	6.65%	银行
2024.12.20	瑞众人寿	龙源电力	0916.HK	5.02	15.12%	6.00%	27.67	4.09%	公用事业
2024.12.30	长城人寿	绿色动力环保	1330.HK	1.22	30.11%	8.74%	3.58	5.17%	环保
2025.1.13	长城人寿	大唐新能源	1798.HK	2.76	11.04%	3.79%	5.27	3.72%	公用事业
2025.1.24	新华保险	杭州银行	600926.SH	3.57	5.87%	5.87%	51.38	3.61%	银行
2025.1.27	阳光保险	中国儒意	0136.HK	11.42	7.96%	7.96%	24.01	0.00%	传媒
2025.2.12	长城人寿	新天绿色能源	0956.HK	0.92	5.00%	2.19%	3.15	6.34%	公用事业
2025.2.12	平安资管	工商银行	1398.HK	165.11	19.02%	4.63%	837.81	6.10%	银行
2025.2.19	平安资管	农业银行	1288.HK	24.78	8.06%	0.71%	105.85	5.47%	银行
2025.2.19	长城人寿	秦港股份	3369.HK	2.16	26.00%	3.86%	4.16	4.36%	交通运输
2025.2.20	长城人寿	中国水务	0855.HK	0.82	5.02%	5.02%	4.54	5.67%	环保
2025.2.20	中国平安	招商银行	3968.HK	3.23	7.04%	1.28%	135.71	4.75%	银行
2025.2.25	平安人寿	邮储银行	1658.HK	13.99	7.04%	1.41%	63.63	5.80%	银行

来源: wind、中保协、披露易、各公司公告, 国金证券研究所 注: 长城人寿举牌后仍有增持无锡银行、江南水务、赣粤高速、城发环境, 因此数据已根据三季报更新至最新; 港股数据均已更新至最新; 中国平安及一致行动人增持/举牌数据, 仅保留持股比例最高的一条

三、行业动态

【两部门: 保险公司要通过投资绿色债券等参与绿色项目投资】

2月27日, 金融监管总局、央行联合印发《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》。其中提到, 保险公司要通过投资绿色债券、绿色资产支持证券、保险资产管理产品等形式参与绿色项目投资。采取市场化方式投资绿色发展领域的股权项目和股权基金, 积极向绿色、低碳、循环经济等领域倾斜。保险公司要优化巨灾保险、环境责任保险等业务, 积极开拓碳汇价格保险, 创新发展碳排放权交易保险等碳保险, 丰富绿色保险产品体系。积极运用保险资产管理产品等工具, 为客户提供综合化绿色金融产品方案。

【八部门: 促进普惠养老服务高质量发展, 培育发展服务机构】

2月28日, 发改委、民政部、财政部等八部门联合印发《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》。其中提到, 支持各类经营主体发展连锁化、集团化普惠支持型养老机构。统筹利用存量资产, 对于党政机关和国有企事业单位培训疗养机构的原生产经营性划拨用地, 改革后用于建设普惠养老服务设施的, 可采取作价出资(入股)、授权经营等方式处置。

【友邦人寿重庆分公司获批开业】

2月27日, 金融监管总局重庆监管局发布行政许可信息, 友邦人寿重庆分公司获批开业。同日, 张维获批担任友邦人寿重庆分公司总经理。此前, 友邦人寿在上海、北京、四川等地设有九家分公司, 安徽、山东、重庆、浙江分公司在2024年获批筹建。

【金融监管总局: 不再执行港澳金融机构入股险企总资产不低于20亿美元规定】

2月26日, 金融监管总局发布《关于香港、澳门金融机构入股保险公司有关事项的通知》。其中提到, 自3月1日起, 香港、澳门金融机构入股保险公司, 不再执行“最近一年末总



资产不低于二十亿美元”的规定。

【香港保监局：7月1日起港元分红保单演示利率或将限高6%】

蓝鲸新闻消息，香港保监局相关人士称，7月1日起，香港分红险演示利率或将港元保单演示利率上限定为6%，非港元保单亦锁定6.5%上限。此次调整意在防止市场中出现过度进取的投资回报假设，又一定程度遏制内地游客赴港投保热潮中的销售乱象。

【第二批22家险企将接入“车险好投保”平台】

《证券时报》消息，中国保险行业协会、上海保险交易所称，第二批22家保险公司将于2月28日正式接入“车险好投保”平台。这22家保险公司包括紫金保险、大家财险、鼎和保险、安盛天平、英大财险、中银保险、华泰财险、浙商保险、利宝保险、永诚保险、比亚迪保险等。“车险好投保”平台运行1个月，已有超11万辆新能源汽车成功投保上海保险交易所消息，截至2月25日，“车险好投保”平台累计注册用户18.5万，首批接入的10家大中型财险公司已通过平台承保11.4万辆新能源汽车，覆盖家用汽车等非营运汽车和营运汽车，提供保险保障944.9亿元，最多时单日投保量已超过1万单。

【平安集团或18亿元收购黑石集团华南3项物流资产】

2月27日，财联社消息，平安集团拟收购黑石集团位于华南3个物流资产100%股权，分别为东莞大岭山、东莞常平、佛山南海TCL项目，其中，常平、大岭山、佛山项目可出租净面积分别为5.6万、15万和18万平方米；这3个项目交易的股权对价金额约18亿元，物业对价约27亿元。本次交易平安集团将通过险资直投来实现，或在今年第二季度完成交易。对此，平安资管表示，一旦有确切信息，将及时对外披露。

【上海市委金融办、上海证监局和上海证券交易所：再次联合举办沪市上市公司并购重组交流座谈会】

将积极贯彻落实新“国九条”精神，按照中国证监会统一部署，坚持稳中求进、以进促稳。一是积极落实“并购六条”和《行动方案》，通过联合走访、座谈调研等方式，为沪市上市公司做好政策服务，推动更多高质量并购重组案例落地。二是以高质量并购重组为抓手，推进产业链上下游纵向整合、同行业横向强强联合，推动沪市上市公司质量迈上新台阶。三是坚持强本强基、严监严管，切实防范各类“忽悠式”并购重组，有效保护中小投资者权益。

【海通证券：关于公司A股股票终止上市的公告】

海通证券A股股票不进入退市整理期交易，公司A股股票终止上市日期为2025年3月4日。公司A股股票终止上市后，国泰君安换股吸收合并海通证券A股换股实施股权登记日收市后在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的海通证券全体A股股东持有的公司股票将按照1:0.62的比例转换为国泰君安的A股股票，即每1股海通证券A股股票可以换得0.62股国泰君安A股股票。

【西部证券：2024年度业绩快报】

公司全年实现营业收入67.16亿元，较上年同期减少2.59%；实现归母净利润13.93亿元，较上年同期增加19.52%，主要系投资收益、经纪业务手续费净收入以及利息净收入较上年同期有较大增长。2024年末，公司总资产961.76亿元，较上年末减少0.05%。归母所有者权益288.91亿元，较上年末增加3.39%。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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