

2025年12月01日

超配

看好年末风格切换与“开门红”推进下的板块配置机会

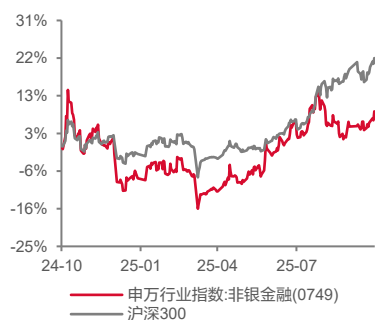
——非银金融行业周报（20251124-20251130）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn

投资要点:



相关研究

- 1.中金开启汇金系券商合并进程，人身险产品费用分摊指引出台——非银金融行业周报（20251117-20251123）
- 2.从中金合并东兴&信达，看汇金系航母券商功能型整合的新范式——资本市场聚焦（十）
- 3.非车险“报行合一”落地，引导险企合理定价与良性竞争——保险业生态观察（十一）

- **行情回顾：**上周非银指数上涨0.7%，相较沪深300超跌0.9pp，其中券商与保险指数呈现同步上涨态势，分别为0.7%和0.2%，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21586亿元，环比上一周降低7.4%；两融余额2.47万亿元，环比上一周小幅增长0.5%；股票质押市值2.94万亿元，环比上一周增长2.9%。
- **券商：商业不动产REITs开启试点，部分券商调入中证宽基指数。**1）证监会于11月28日发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》，标志着在基础设施REITs试点五年后，我国REITs市场正式向商业不动产领域拓展。截至2025年11月27日，已上市77只REITs，融资金额2070亿元，总市值2201亿元。2024年以来，中证REITs全收益指数上涨22.46%，REITs已逐步成为重要的大类资产配置品种。意见稿明确了商业不动产REITs的产品定义，同时对基金注册、运营管理、尽职调查、资产准入（如权属清晰、已产生稳定现金流、符合国家战略）以及基金管理人和专业机构责任等作出规范，并明确监管与自律管理机制。我们认为此举不仅有助于盘活写字楼、商业综合体、酒店等存量资产，提升房地产行业流动性与转型能力，也为普通投资者提供了参与优质不动产投资的新渠道，有望重塑房地产金融生态，增强资本市场服务实体经济的效能。2）近期部分券商在中证系列指数成分中有所调整，例如国泰海通调入中证A500、国联民生调入沪深300、东方财富调入中证A100而中信证券调出，合并后的头部券商凭借规模与交易活跃度获得认可，互联网券商因科技赋能金融更契合龙头指数定位，而传统龙头则因结构优化被动态替换，但仍在其他宽基指数中。我们认为这一调整不仅强化了各指数的行业代表性和市场适应性，还将引导被动资金重新配置，对板块后续配置需求和力度保持相对乐观。
- **保险：财险赔付压力提升但有望深化风险减量，关注2026“开门红”业务节奏。**1）香港大埔火灾初步预估给保险业带来20亿元的赔付压力，也对H股保险板块带来一定冲击，但考虑到大多数承保主体会通过成数分保和超额再保进行风险分摊，可有效缓释系统性风险，财险业务综合成本率上行压力有限。此外，基于此次突发事件，国务院安委会部署开展高层建筑重大火灾风险隐患排查整治行动，我们认为对重点风险的事前预防将显著推动风险减量能力的提升，看后续逐步优化的成本率表现。2）险企2026“开门红”稳步推进，预定利率下调后的产品主要以1.75%的分红险为主，既缓解险企利差损压力，又迎合客户对长期抗通胀和养老储蓄的需求，我们认为新产品价值率有所提升，进一步夯实险企内含价值增长基础。此外，叠加年末风格切换与蓝筹配置需求提升，认为险资四季度仍有较大的资产配置弹性，建议关注权益弹性更为显著的纯寿险标的。
- **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 2025/11/28）	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 2025/11/28）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/11/28）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/11/28）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/11/28）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/11/28）	5
表 6 行业新闻一览	7

1.周行情回顾

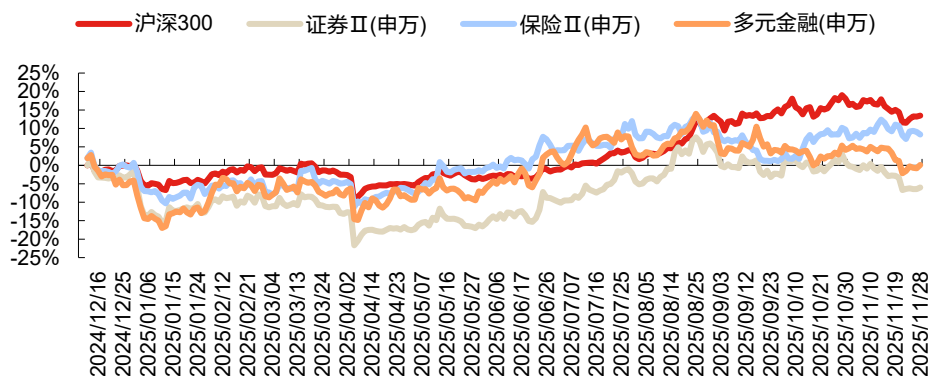
上周宽基指数方面，上证指数上涨 1.4%，深证成指上涨 3.6%，沪深 300 上涨 1.6%，创业板指数上涨 4.5%；行业指数方面，非银金融(申万)上涨 0.7%，其中证券 II (申万)上涨 0.7%，保险 II (申万)上涨 0.2%，多元金融(申万)上涨 2.3%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/11/28）

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	1.4%	-3.2%	0.8%	16.0%
399001.SZ	深证成指	3.6%	-5.2%	2.3%	24.7%
000300.SH	沪深 300	1.6%	-4.7%	0.7%	15.0%
399006.SZ	创业板指数	4.5%	-8.2%	5.6%	42.5%
801790.SI	非银金融(申万)	0.7%	-6.5%	-8.8%	3.5%
801193.SI	证券 II (申万)	0.7%	-8.8%	-11.2%	-0.1%
801194.SI	保险 II (申万)	0.2%	-1.6%	-2.8%	10.3%
801191.SI	多元金融(申万)	2.3%	-5.0%	-9.6%	9.0%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/11/28）



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 2025/11/28）

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
002670.SZ	国盛证券	18.02	3.7%	348.70	106.85	3.08	N/A
601377.SH	兴业证券	6.77	3.4%	584.66	17.37	1.04	N/A
000686.SZ	东北证券	9.20	2.4%	215.32	14.68	1.08	N/A
601688.SH	华泰证券	21.10	2.2%	1,904.67	12.24	1.11	27%
601696.SH	中银证券	12.92	2.1%	358.92	32.63	1.92	N/A
601211.SH	国泰海通	19.16	1.5%	3,377.70	13.21	1.08	35%
601236.SH	红塔证券	8.60	1.5%	405.64	41.54	1.64	N/A
600906.SH	财达证券	6.86	1.5%	222.61	22.70	1.81	N/A
600864.SH	哈投股份	6.80	1.3%	141.48	22.79	1.07	N/A
601099.SH	太平洋	4.13	1.2%	281.51	85.46	2.83	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A 股保险最新表现（截至 2025/11/28）

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)
601319.SH	中国人保	8.66	1.3%	29.94	35%	N/A
601336.SH	新华保险	65.67	0.4%	39.91	56%	0.69
601601.SH	中国太保	34.75	0.3%	45.23	24%	0.55
601318.SH	中国平安	58.99	0.1%	141.75	14%	0.64
601628.SH	中国人寿	43.52	0.1%	23.61	78%	0.83

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 2025/11/28）

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)
000935.SZ	四川双马	23.34	9.6%	178.19	49.72	2.29
002961.SZ	瑞达期货	22.29	5.9%	99.20	19.96	3.31
603093.SH	南华期货	19.15	4.7%	116.83	25.90	2.66
300803.SZ	指南针	122.62	4.7%	745.79	225.91	27.66
001236.SZ	弘业期货	10.28	3.5%	103.60	668.56	5.55
000567.SZ	海德股份	7.72	2.9%	150.89	-929.57	2.80
601519.SH	大智慧	12.78	2.6%	254.21	-856.64	18.75
000617.SZ	中油资本	9.16	2.5%	1,158.01	26.89	1.10
603300.SH	海南华铁	7.44	2.3%	148.56	22.94	2.27
000415.SZ	渤海租赁	3.56	2.3%	220.17	-10.69	0.76

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 2025/11/28）

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)
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	128.49	19.7%	1,155.37	52.66	13.49
AFRM.O	AFFIRM	USD	70.95	10.2%	234.19	100.47	7.10
WDH.N	水滴公司	USD	1.80	9.1%	6.51	10.43	0.93
XYZ.N	BLOCK	USD	66.80	7.8%	405.92	12.94	1.80
TIGR.O	老虎证券	USD	8.82	7.0%	15.67	13.32	2.08
FUTU.O	富途控股	USD	169.66	5.0%	236.07	18.71	5.04
1299.HK	友邦保险	HKD	80.60	4.9%	8,466.58	17.81	2.66
3360.HK	远东宏信	HKD	7.96	3.1%	380.58	8.81	0.68
2588.HK	中银航空租赁	HKD	70.85	2.9%	491.71	7.78	0.96
1833.HK	平安好医生	HKD	14.71	2.9%	317.95	182.42	2.99
6060.HK	众安在线	HKD	15.37	2.7%	258.96	19.43	1.10
HUIZ.O	慧择	USD	3.37	1.5%	0.34	13.46	0.59
0388.HK	香港交易所	HKD	411.00	0.4%	5,210.81	30.30	9.63
NOAH.N	诺亚控股	USD	10.16	-1.4%	6.74	7.30	0.48
0966.HK	中国太平	HKD	17.37	-3.5%	624.28	7.64	0.84

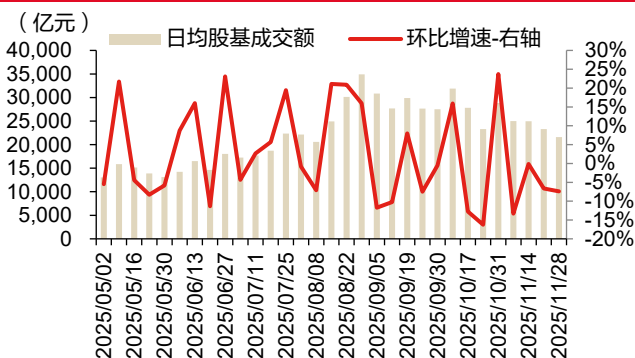
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.市场数据跟踪

经纪：上周市场股基日均成交额 21586 亿元，环比上一周降低 7.4%；上交所日均换手率 1.12%，深交所日均换手率 2.77%。

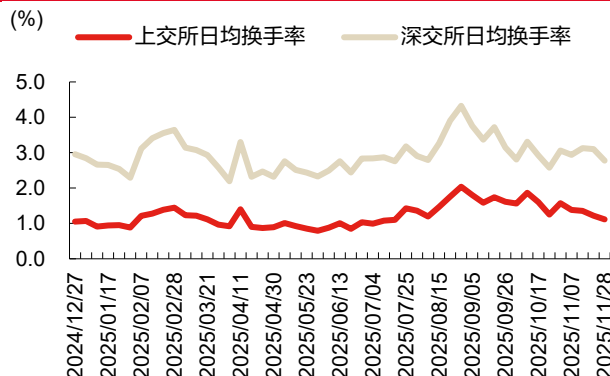
信用：两融余额 2.47 万亿元，环比上一周小幅增长 0.5%，其中融资余额 2.46 万亿元，环比上一周小幅增长 0.5%；融券余额 171 亿元，环比上一周增长 4.9%，股票质押市值 2.94 万亿元，环比上一周增长 2.9%。

图2 日均股基成交额表现



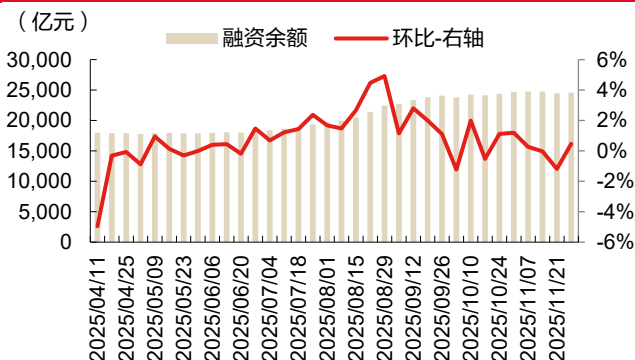
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



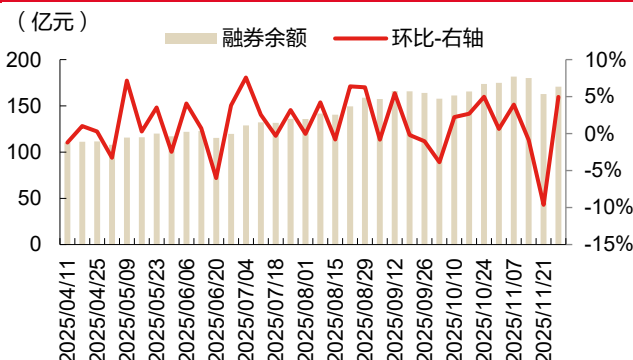
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



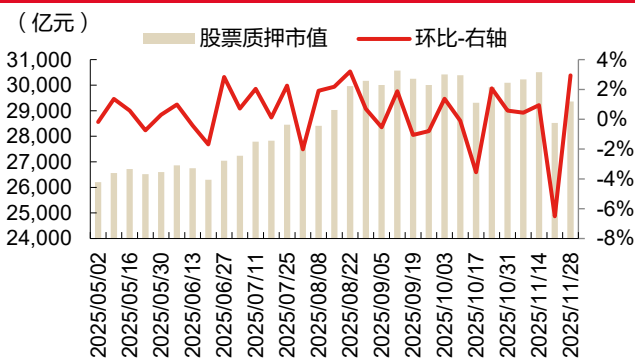
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



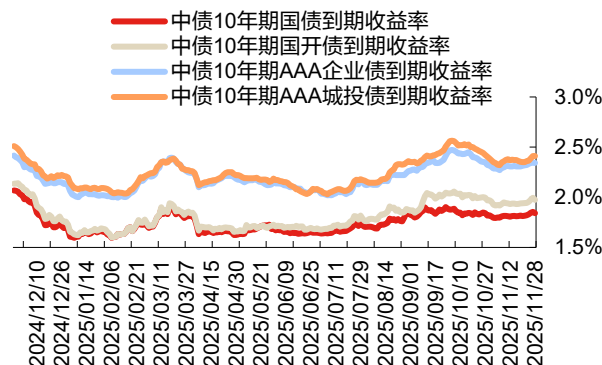
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



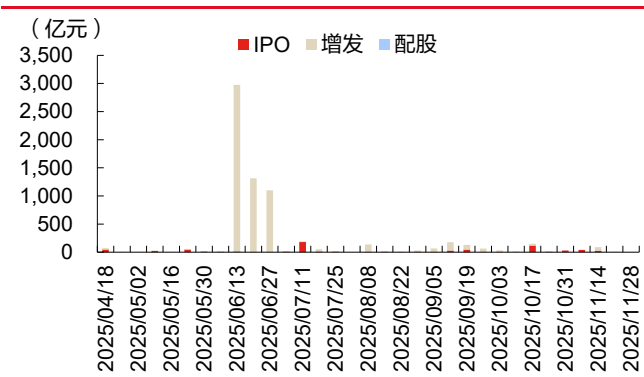
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



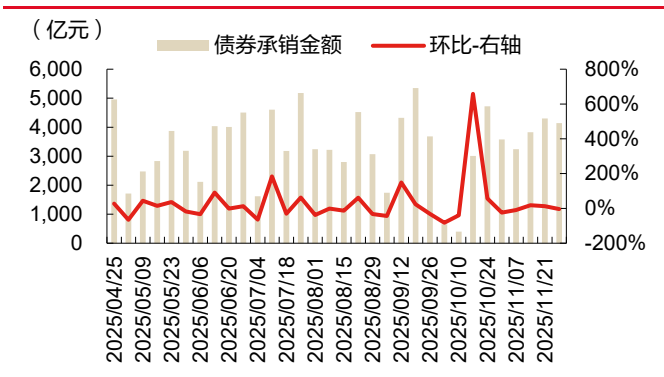
资料来源：Wind，东海证券研究所

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
2025/11/26	金监总局	李云泽局长出席中国银行保险资产管理业协会更名暨第四届会员代表大会并讲话，指出中国保险资产管理业协会更名为中国银行保险资产管理业协会，将银行理财公司纳入自律管理和服务范围，是健全理财行业自律管理体系的重大举措，也是促进两类资管机构协同发展的重要支撑，标志着我国银行保险资管行业自律管理进入了新阶段。
2025/11/28	证监会	发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》，主要包括以下内容：一是产品定义，商业不动产 REITs 是指通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金。二是基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任。三是发挥基金管理人和专业机构作用，压严压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求。四是强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。此外，商业不动产 REITs 其他有关事宜，参照《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》有关规定执行。
2025/11/29	金监总局	发布关于银行业保险业做好香港大埔火灾金融保障服务有关工作的通知，要求一要提高政治站位，增强大局意识和责任意识；二要高效查勘理赔，做好保险保障服务；三要加强金融信贷支持，积极助力受灾重建；四要开辟绿色通道，提供安全便捷金融服务；五要强化统筹协调，形成有效合力。

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所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
 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
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089