

2025 年 12 月 13 日

证券研究报告|行业研究|行业点评

非银金融

非银行业周报（2025 年第四十四期）

两融余额再创新高，券商迎来估值修复窗口期

市场表现：

本期（2025.12.8-2025.12.12）非银（申万）指数+0.81%，行业排 7/31，券商 II 指数+0.31%，保险 II 指数+2.36%；

上证综指-0.34%，深证成指+0.84%，创业板指+2.74%。

个股涨跌幅排名前五位：瑞达期货（+7.30%）、华金资本（+6.32%）、九鼎投资（+3.23%）、中国平安（+3.10%）、国泰海通（+3.04%）；

个股涨跌幅排名后五位：亚联发展（-11.26%）、渤海租赁（-5.41%）、新力金融（-5.22%）、爱建集团（-4.39%）、国盛证券（-4.31%）。

（注：去除 ST 及退市股票）

核心观点：

证券：

市场层面，本周，证券板块上涨 0.31%，跑赢沪深 300 指数 0.39pct，跑赢上证综指 0.65pct。当前券商板块 PB 估值为 1.37 倍。

本周，截至 2025 年 12 月 9 日，沪深京三市两融余额达 25105.72 亿元（突破 2.51 万亿元）再创新高，较前一交易日增 100.57 亿元，12 月 10 日进一步升至 25142.89 亿元，连续多日增长。A 股交投活跃，投资者风险偏好提升，11 月份，两融新开账户数达 14.07 万户，环比增长 8.07%，截至 11 月末，两融账户总数增至 1551.73 万户。12 月 6 日，证监会主席吴清在中国证券业协会第八次会员大会上明确提出，“对优质机构优化评价指标、适度拓宽资本空间与杠杆上限，提升资本利用效率，释放定向宽松信号。2025 年内已有 9 家券商通过上调业务规模上限、调整授信管理模式等方式优化两融业务布局，涵盖头部券商与中小券商。12 月 9 日，东吴证券公告称，董事会审议通过《关于调整融资融券业务授信总规模的议案》，同意公司融资融券业务授信总规模不超过公司净资本的 600%，按 9 月末净资本 282 亿元计算，对应上限约 1692 亿元。本轮两融余额创新高，是政策面、资金面与市场情绪共振的结果，反映了杠杆资金对资本市场改革红利与结构性机会的积极布局，短期内将继续为市场提供流动性支撑。当前，在券商板块估值处于历史低位的背景下，两融业务带来的盈利弹性显得尤为突出。市场开始重新评估券商资产端的盈利能力，推动估值进行修复。

综合来看，目前监管明确鼓励行业内整合，在政策推动证券行业高质量发展的趋势下，并购重组是券商实现外延式发展的有效手段，券商并购重组对提升行业整

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

薄晓旭

分析师

SAC 执业证书：S0640513070004

联系电话：0755-33061704

邮箱：boxx@avicsec.com

相关研究报告

非银行业周报（2025 年第四十三期） 并购与出海布局双轮驱动，打造中资一流投资银行 —2025-12-08

非银行业周报（2025 年第四十二期） 看好券商 2026 年投资机会 —2025-12-01

非银行业周报（2025 年第四十一期） 中金筹划吸收东兴、信达，券商并购重组再提速 —2025-11-23

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

体竞争力、优化资源配置以及促进市场健康发展具有积极作用，同时行业整合有助于提高行业集中度，形成规模效应。建议关注有潜在并购可能得标的如中国银河等，以及头部券商如中信证券、华泰证券等。

保险：

本周，保险板块上涨 2.36%，跑赢沪深 300 指数 2.44pct，跑赢上证综指数 2.71pct。

本周，中国人寿发布公告称，今年截至 11 月 30 日公司总保费已突破 7000 亿元。2025 前三季度，中国人保旗下的人保寿险新业务价值可比口径同比增长 76.6%；中国平安的寿险及健康险业务实现新业务价值 357.24 亿元，同比增长 46.2%。

“报行合一”等强监管政策彻底重塑了市场规则，强力扭转了过往依赖费用驱动的粗放模式，将行业推向价值增长的轨道。在此背景下，客户需求已从单一的风险补偿，全面升级为对财富管理、品质养老、高端医疗等综合解决方案的追求，并对数字化服务体验抱有更高期待。在此多重力量推动下，行业现状呈现三大特征：一是价值导向明确，头部险企新业务价值强劲增长，业务结构更趋均衡，二是生态竞争开启，竞争焦点转向构建“保险+健康/养老”的综合性服务生态，三是投资模式转型，为应对长期利率下行压力，险企正通过增配长期债券、高股息资产等进行多元化布局，强化资产负债管理。2026 年，这一良好的转型态势预计将持续深化。

保险板块当前的不确定性主要基于资产端面临的压力，后续估值修复情况仍需根据债券市场、权益市场、以及房地产市场表现进行判断。建议关注综合实力较强，资产配置和长期投资实力较强，攻守兼备属性的险企，如中国平安、中国人寿。

风险提示：行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动

正文目录

一、券商周度数据跟踪.....	5
(一) 经纪业务	5
(二) 投行业务	5
(三) 资管业务	6
(四) 信用业务	7
(五) 自营业务	7
二、保险周度数据跟踪.....	7
(一) 资产端.....	7
(二) 负债端.....	8
三、行业动态.....	9
(一) 券商	9
1、行业动态	9
2、公司公告	9
(二) 保险	10
1、行业动态	10
2、公司公告	11

图表目录

图 1 A 股各周日均成交额（亿元）	5
图 2 A 股各周日均换手率（%）	5
图 3 IPO 承销金额（亿元）及增速.....	5
图 4 增发承销金额（亿元）及增速	5
图 5 债承规模（亿元）及增速	6
图 6 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）	6
图 7 基金市场规模变化情况（万亿元）	6
图 8 近一年两融余额走势（亿元）	7
图 9 2022 年以来股、债相关指数走势.....	7
图 10 国债到期收益率（%）	8

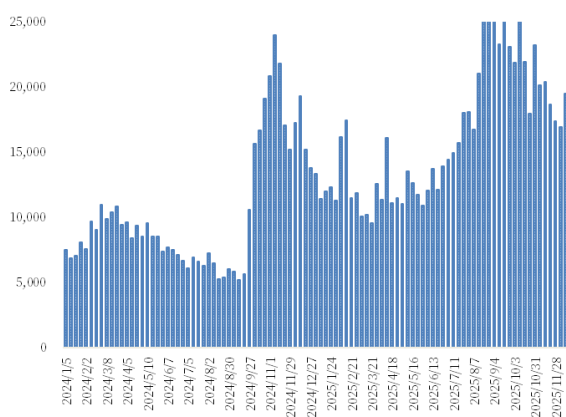
图 11 750 日国债移动平均收益率 (%)	8
图 12 财险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)	8
图 13 人身险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)	8
表 1 2025 年 10 月末保险资产规模及变化.....	8

一、券商周度数据跟踪

(一) 经纪业务

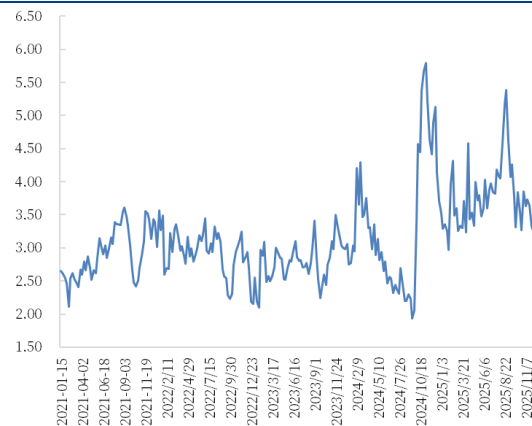
本周（2025.12.8-2025.12.12）A股日均成交额 19530 亿元，环比+15.14%；日均换手率 3.49%，环比+0.23pct，本周，市场活跃度上升。

图1 A股各周日均成交额（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图2 A股各周日均换手率（%）



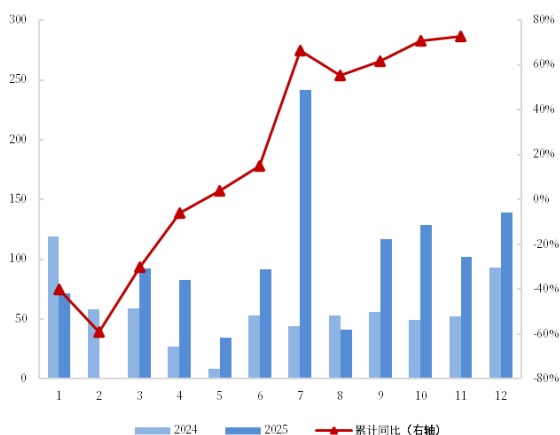
资料来源：WIND，中航证券研究所

(二) 投行业务

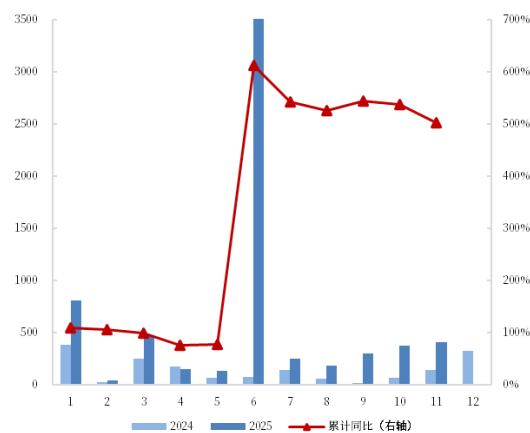
截至2025年12月12日，25年股权融资规模达10,233.23亿元。其中，IPO1,142亿元，增发8485亿元，其中，再融资2932亿元。2025年11月券商直接融资规模为585.75亿元，同比+101.30%，环比+1.97%。截至2025年12月12日，券商累计主承销规模152244.27亿元。2025年11月债券承销规模达到16092.21亿元，同比+1.39%，环比+44.05%。

图3 IPO承销金额（亿元）及增速

图4 增发承销金额（亿元）及增速

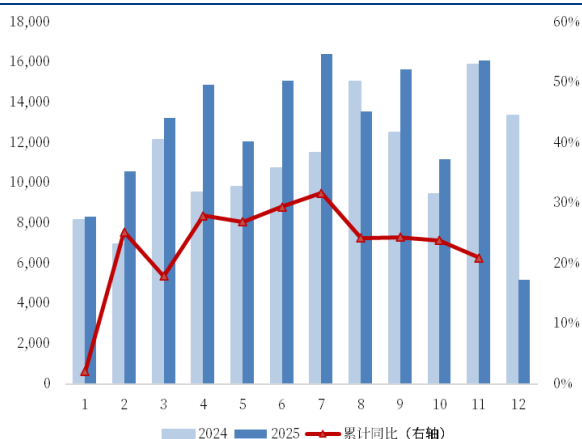


资料来源：WIND，中航证券研究所



资料来源：WIND，中航证券研究所

图5 债承规模（亿元）及增速



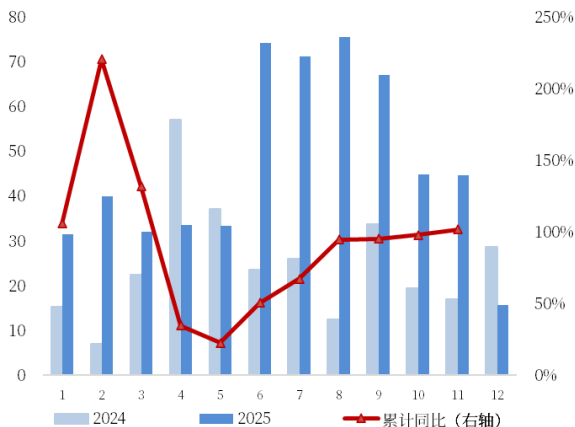
资料来源：WIND，中航证券研究所

(三) 资管业务

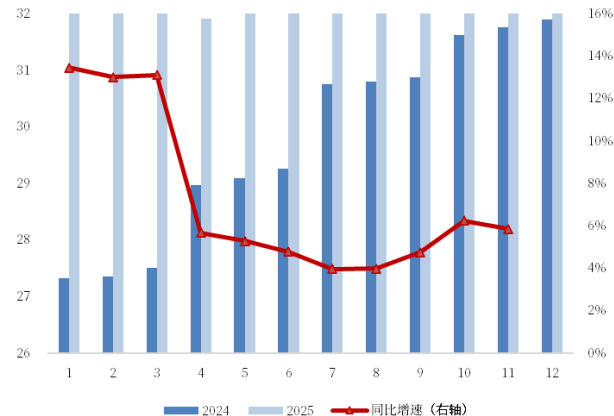
截至2025年12月12日，2025年券商资管累计新发行份额564.45亿份，新成立基金4356只。2025年11月共计新发资管产品482只，同比+138.61%，共计市场份额44.69亿份，同比上涨161.65%。截至2025年12月12日，基金市场份额31.48万亿份，实现基金规模36.03万亿元。

图6 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）

图7 基金市场规模变化情况（万亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所



资料来源：WIND，中航证券研究所

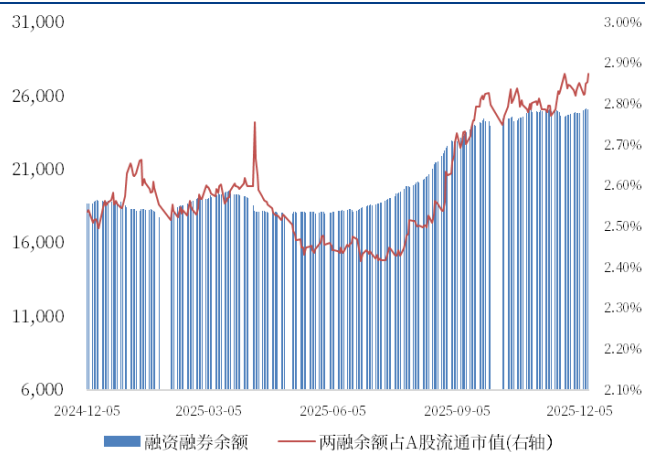
(四) 信用业务

截至 2025 年 12 月 11 日，两融余额 25079.69 亿元，较上周末+263.01 亿元，12 月两融日均余额 24947 亿元，环比+0.25%；截止 12 月 12 日，市场质押股数 2,937.75 亿股，市场质押股数占总股本 3.58%，市场质押市值 29,211.14 亿元。

(五) 自营业务

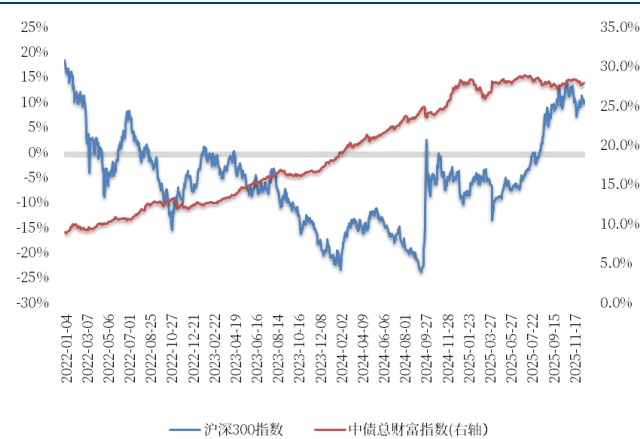
截至 2025 年 12 月 12 日，沪深 300 年内上涨 16.42%，中债总财富（总值）指数年内上涨 0.13%。本周股票市场下行，债券市场上行。

图8 近一年两融余额走势（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图9 2022 年以来股、债相关指数走势



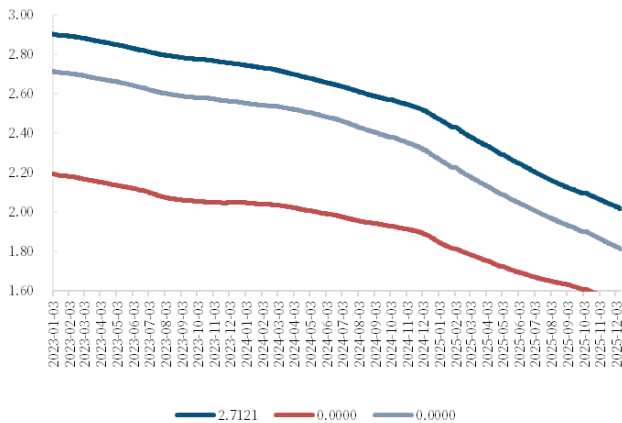
资料来源：WIND，中航证券研究所

二、保险周度数据跟踪

(一) 资产端

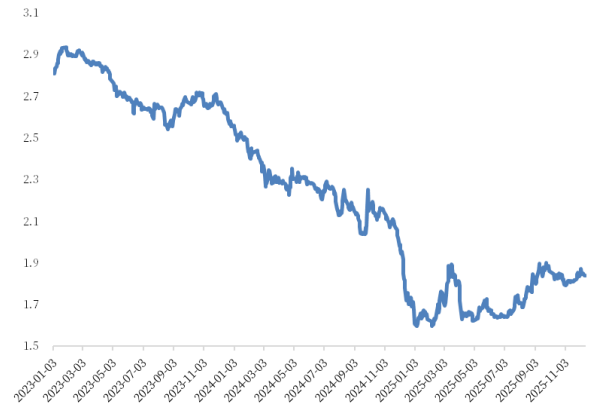
截至 2025 年 12 月 12 日，10 年期债券到期收益率为 1.8396%，环比-0.84BP。10 年期国债 750 日移动平均值为 2.0176%，环比-0.82BP。

图10 国债到期收益率 (%)



资源来源: WIND, 中航证券研究所

图11 750 日国债移动平均收益率 (%)



资源来源: WIND, 中航证券研究所

截至 2025 年 10 月, 保险公司总资产为 40.59 万亿元, 环比+0.46%, 同比+15.90%。其中人身险公司总资产 35.68 万亿元, 环比+0.68%, 同比+16.52%, 占总资产的比重为 87.92%; 财产险公司总资产 3.15 万亿元, 环比-1.15%, 同比+6.22%, 占总资产的比重为 7.77%。

表1 2025 年 10 月末保险资产规模及变化

	人身险公司	财产险公司	再保险公司	资产管理公司	总计
总资产 (亿元)	356,825	31,531	8,557	1,409	405,858
环比变化	0.68%	-1.15%	-0.67%	1.46%	0.46%
同比变化	16.52%	6.22%	4.08%	8.90%	15.90%
占比	87.92%	7.77%	2.11%	0.35%	
占比环比变化	0.19%	-0.13%	-0.02%	0.00%	

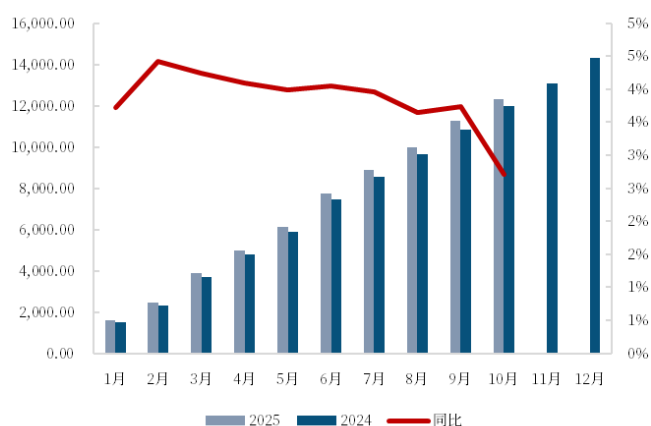
资源来源: 金融监督管理总局、中航证券研究所

(二) 负债端

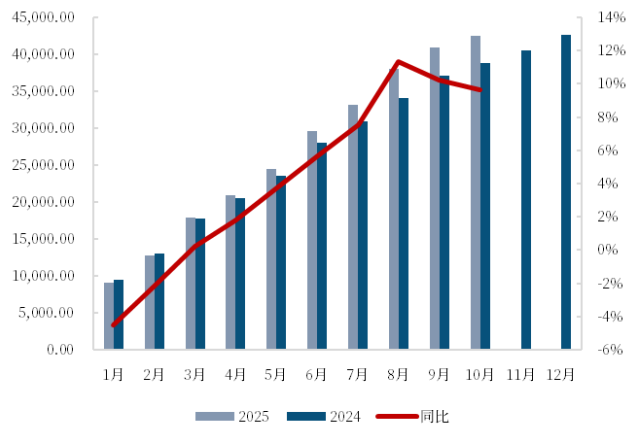
原保费收入: 2025 年 10 月, 全行业共实现原保险保费收入 54,832.64 亿元, 同比+7.99%。其中, 财产险业务原保险保费收入 12,313.95 亿元, 同比+2.70%; 人身险原保费收入 42,518.69 亿元, 同比+9.63%。

图12 财险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)

图13 人身险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)



资源来源：WIND，中航证券研究所



资源来源：WIND，中航证券研究所

三、行业动态

(一) 券商

1、行业动态

- 12月12日，中国人民银行党委书记、行长潘功胜主持召开党委会议，传达学习中央经济工作会议精神，落实全国金融系统工作会议要求，研究部署贯彻落实举措。就做好明年央行工作，会议明确，将继续实施适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具。
- 12月12日，证监会对浙江优策投资管理有限公司及有关责任人员违法违规作出行政处罚。经查，优策投资及实际控制人存在违规挪用基金财产、报送虚假信息等行为，严重违反私募基金法律法规。浙江证监局对优策投资罚款2100万元，对3名责任人员罚款1425万元，对实际控制人采取终身证券市场禁入措施。据悉，相关处罚力度为顶格处罚，在私募监管领域“史上最重”。证监会表示，将坚决贯彻落实新“国九条”相关要求，依法严厉查处私募基金各类违法违规活动，清除害群之马，净化市场环境，促进行业规范健康发展。

2、公司公告

西部证券（002673）：2025年度第五期短期融资券兑付完成的公告

2025年12月10日，西部证券发布公告，公司于2025年6月10日发行了公司2025年度第五期短期融资券，发行金额为人民币15亿元，票面利率为1.67%，发行期限为181天，兑付日为2025年12月9日。2025年12月9日，公司兑付了2025年度第五期短期融资券本息共计人民币1,512,422,054.79元。

中金公司（601995）：关于筹划重大资产重组的停牌进展公告

2025 年 12 月 10 日，中金公司发布公告，鉴于本次重组相关事项存在重大不确定性，为保证信息公平披露，维护投资者利益，避免造成公司股价异常波动，根据上海证券交易所相关规定，公司 A 股股票将继续停牌。

华泰证券（601688）：关于间接全资子公司根据中期票据计划进行发行并由全资子公司提供担保的公告

2025 年 12 月 11 日，华泰证券发布公告，境外全资子公司华泰国际金融控股有限公司的附属公司华泰国际财务有限公司于 2020 年 10 月 27 日设立本金总额最高为 30 亿美元（或等值其他货币）的境外中期票据计划，此中票计划由华泰国际提供担保。2025 年 12 月 10 日，华泰国际财务在上述中票计划下发行一笔中期票据，发行金额为 0.20 亿美元。按 2025 年 11 月 28 日美元兑人民币汇率（1 美元=7.0789 元人民币）折算，担保金额共计为人民币 1.42 亿元。

招商证券（600999）：关于向专业投资者公开发行公司债券获得中国证券监督管理委员会注册批复的公告

2025 年 12 月 11 日，招商证券发布公告，招商证券收到中国证监会《关于同意招商证券股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2025〕2679 号），明确同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 400 亿元的公司债券，为公司中长期融资提供政策支持。

国泰海通（600030）：关于间接全资子公司发行债券并由全资子公司提供担保的公告

2025 年 12 月 12 日，国泰海通发布公告，境外全资子公司国泰海通金融控股有限公司的全资附属公司 GUOTAIJUNAN HOLDINGS LIMITED 于 2025 年 12 月 11 日发行金额为 5 亿元的债券，此债券由国泰海通金融控股提供担保。国泰海通金融控股作为担保人，为发行人本次发行项下的偿付义务提供无条件及不可撤销的保证担保，担保范围包括债券本金、利息及交易文件下的其他付款义务。本次担保金额为 5.13 亿元。

（二）保险

1、行业动态

- 12 月 5 日，金融监管总局日前发布关于调整保险公司相关业务风险因子的通知，调整相关股票投资风险因子，以及出口信用保险业务和海外投资保险业务风险因子。业内人士表示，此次调整有助于引导保险公司提高长期投资管理能力，强化资产负债匹配管理，更好地发挥保险资金耐心资本作用，提高服务实体经济质效，推动资

本市场长期健康稳健发展。

2、公司公告

中国人寿（601628）：关于总保费逾人民币 7,000 亿元的公告

2025 年 12 月 9 日，中国人寿发布公告，截至 2025 年 11 月 30 日，本公司总保费超过人民币 7,000 亿元。公司将在 2025 年年度报告中披露经审计的截至 2025 年 12 月 31 日止年度的总保费数据。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券非银团队致力于券商、保险、多元金融板块研究, 坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪, 并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下, 针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637