

2025年09月08日

超配

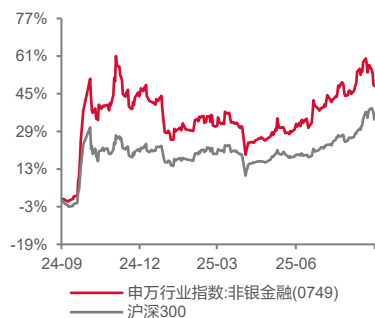
公募销售费用改革启动，险企资本保证金管理迎修订

——非银金融行业周报（20250901-20250907）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.券商分类评价规定修订落地，关注中报配置窗口期——非银金融行业周报（20250818-20250824）
- 2.产品优化+模式创新+科技赋能，激活健康险发展新动能——保险业态观察（九）
- 3.两融余额突破2万亿元，政策助推健康险高质量发展——非银金融行业周报（20250804-20250810）

投资要点:

- **行情回顾：**上周非银指数下跌5%，相较沪深300超跌4.2pp，其中券商与保险指数呈现同步下跌态势，分别为-5.3%和-4%，证券指数超跌明显。市场数据方面，上周市场股基日均成交额30833亿元，环比上一周降低11.7%；两融余额2.29万亿元，环比上一周增长1.1%；股票质押市值3万亿元，环比上一周小幅降低0.5%。
- **券商：公募三阶段费改全面落地，8月上交所A股新开户同比增长165%。**1）证监会于9月5日就《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，主要做了以下方面修订：一是合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平，降低投资者成本；二是优化赎回安排，明确公募基金赎回费全额计入基金财产；三是鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票型、混合型、债券型基金，不再计提销售服务费；四是坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限；五是强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题；六是建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。我们认为公募费率三阶段改革全面落地，通过合理调降费率、优化赎回安排、鼓励长期持有等一系列举措，切实降低了投资者成本，有利于引导投资者树立长期投资理念，促进公募基金行业从规模导向向投资者回报导向转变。2）8月上交所A股新开户265万户，同比增长165.2%，较上月环比增长35.0%，在前期高基数基础上进一步提升，推动2025年1-8月上交所A股新开户1721万户，同比增长47.9%，保持强劲的增长动能。
- **保险：险企资本保证金管理迎修订，关注预定利率调整下的板块催化。**1）金监总局于9月5日修订发布《保险公司资本保证金管理办法》，一是取消资本保证金存放银行类型限制，各类型商业银行均可作为存放银行，全面落地对外开放指引；二是优化存放银行条件，包括将存放银行净资产规模要求从200亿元提高至300亿元，补充完善了存放银行审慎监管指标要求等；三是完善资本保证金存放形式，增加“大额存单”存放形式，将“大额协议存款”调整为“协议存款”；四是完善资本保证金管理要求，增加了资本保证金到期后的续存或转存要求，提高单笔资本保证金存款金额要求；五是将资本保证金处置行为事后备案制调整为事后报告制，精简报送事项，降低合规成本。2）上市险企中报数据表现亮眼，我们预计NBV和利润增长仍将持续催化板块行情。负债端来看，预定利率调整带来的“炒停售”催化已在近几个月的保费数据中有所体现，新产品将一定程度上改善负债结构，缓解利差压力；投资端来看，权益市场火热行情持续提升投资表现，中长期资金入市将进一步提升投资弹性，同时险企作为蓝筹仍有较大的配置需求，建议关注现阶段多重因素下的板块催化。
- **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 2025/9/5）	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 2025/9/5）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/9/5）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/9/5）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/9/5）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/9/5）	5
表 6 行业新闻一览	7

1.周行情回顾

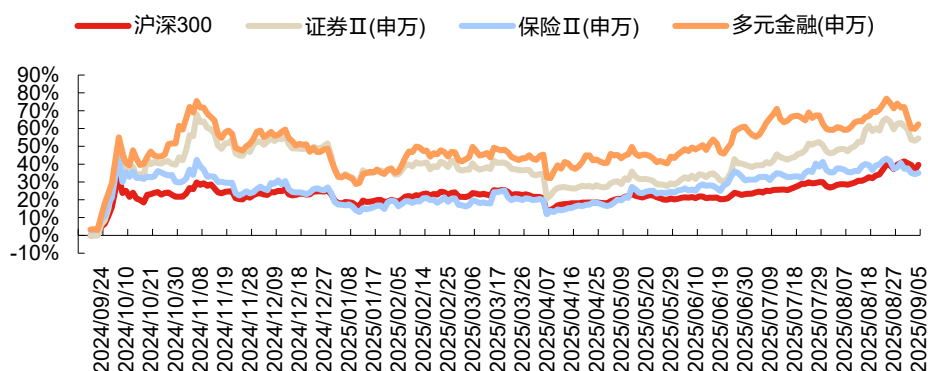
上周宽基指数方面，上证指数下跌 1.2%，深证成指下跌 0.8%，沪深 300 下跌 0.8%，创业板指数上涨 2.4%；行业指数方面，非银金融(申万)下跌 5%，其中证券Ⅱ(申万)下跌 5.3%，保险Ⅱ(申万)下跌 4%，多元金融(申万)下跌 5.5%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/9/5）

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	-1.2%	4.9%	12.6%	13.7%
399001.SZ	深证成指	-0.8%	12.6%	23.6%	20.9%
000300.SH	沪深 300	-0.8%	8.4%	15.1%	13.4%
399006.SZ	创业板指数	2.4%	25.4%	45.0%	38.1%
801790.SI	非银金融(申万)	-5.0%	2.1%	14.0%	7.9%
801193.SI	证券Ⅱ(申万)	-5.3%	4.0%	17.3%	6.6%
801194.SI	保险Ⅱ(申万)	-4.0%	-1.9%	7.8%	9.0%
801191.SI	多元金融(申万)	-5.5%	1.2%	10.2%	13.9%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/9/5）



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 2025/9/5）

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
601099.SH	太平洋	4.71	6.8%	321.05	117.84	3.27	N/A
002945.SZ	华林证券	16.91	0.2%	456.57	80.65	6.45	N/A
601990.SH	南京证券	8.74	-0.8%	322.19	29.94	1.76	N/A
000750.SZ	国海证券	4.50	-2.0%	287.38	43.84	1.29	N/A
601375.SH	中原证券	4.56	-2.1%	211.72	69.44	1.49	83%
600369.SH	西南证券	4.76	-2.5%	316.31	40.43	1.23	N/A
002500.SZ	山西证券	6.49	-2.6%	232.98	25.40	1.27	N/A
601108.SH	财通证券	8.42	-2.9%	391.00	15.67	1.08	N/A
000686.SZ	东北证券	8.47	-3.2%	198.24	16.91	1.03	N/A
600155.SH	华创云信	7.48	-3.2%	165.57	177.88	0.83	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 2025/9/5）

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)
601318.SH	中国平安	57.90	-3.3%	209.06	15%	0.63
601628.SH	中国人寿	40.03	-4.9%	48.02	95%	0.76
601601.SH	中国太保	38.04	-5.6%	68.10	30%	0.60
601319.SH	中国人保	8.39	-6.6%	35.80	38%	N/A
601336.SH	新华保险	63.33	-7.2%	77.17	51%	0.66

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 2025/9/5）

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)
002608.SZ	江苏国信	7.73	-0.4%	292.05	8.81	0.87
000415.SZ	渤海租赁	3.51	-0.6%	217.08	-11.85	0.76
000567.SZ	海德股份	6.40	-0.9%	125.09	126.22	2.33
000935.SZ	四川双马	19.58	-2.7%	149.48	46.05	1.97
600927.SH	永安期货	15.16	-3.0%	220.66	50.42	1.72
600643.SH	爱建集团	5.81	-3.2%	92.56	-15.40	0.78
600901.SH	江苏金租	5.53	-3.3%	320.32	10.43	1.33
600120.SH	浙江东方	6.20	-3.7%	211.75	17.42	1.33
000563.SZ	陕国投 A	3.57	-3.8%	182.57	13.04	0.99
603300.SH	海南华铁	10.17	-4.1%	203.04	33.24	3.11

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 2025/9/5）

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)
1833.HK	平安好医生	HKD	22.20	7.5%	479.84	275.31	4.51
WDH.N	水滴公司	USD	1.81	5.2%	6.55	10.48	0.93
HUIZ.O	慧择	USD	2.58	5.0%	0.26	-11.59	0.47
FUTU.O	富途控股	USD	187.28	0.9%	260.58	25.85	6.14
2588.HK	中银航空租赁	HKD	70.00	0.3%	485.81	7.69	0.95
AFFM.O	AFFIRM	USD	87.35	-1.3%	284.46	545.08	9.27
0966.HK	中国太平	HKD	15.97	-1.3%	573.96	7.02	0.77
3360.HK	远东宏信	HKD	7.34	-1.5%	350.78	8.12	0.63
TIGR.O	老虎证券	USD	12.29	-1.7%	22.97	19.52	3.05
1299.HK	友邦保险	HKD	71.65	-1.7%	7,526.43	15.83	2.37
0388.HK	香港交易所	HKD	435.60	-2.1%	5,522.70	35.76	9.70
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	101.25	-2.7%	899.78	50.32	11.15
NOAH.N	诺亚控股	USD	12.04	-3.3%	8.13	10.18	0.60
6060.HK	众安在线	HKD	18.77	-4.8%	316.24	23.73	1.34
XYZ.N	BLOCK	USD	74.94	-5.9%	456.82	15.44	2.06

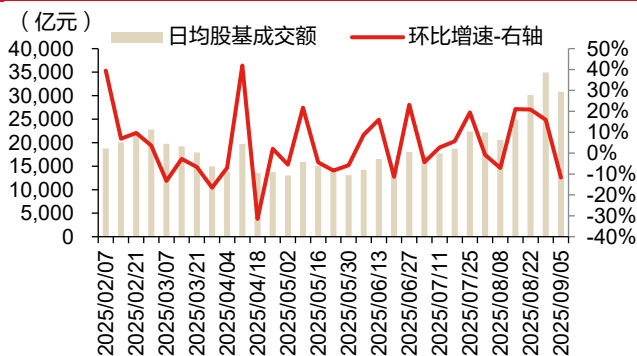
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.市场数据跟踪

经纪：上周市场股基日均成交额 30833 亿元，环比上一周降低 11.7%；上交所日均换手率 1.8%，深交所日均换手率 3.76%。

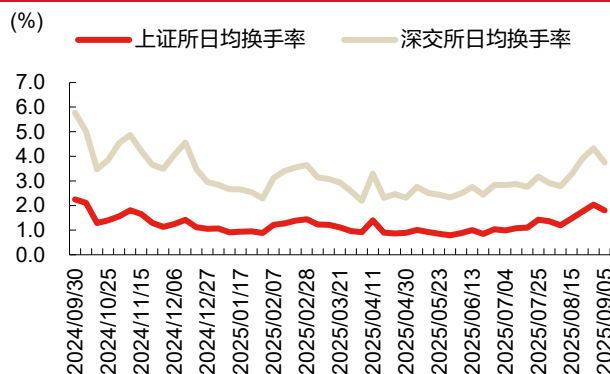
信用：两融余额 2.29 万亿元，环比上一周增长 1.1%，其中融资余额 2.27 万亿元，环比上一周增长 1.2%，融券余额 157 亿元，环比上一周小幅降低 0.8%；股票质押市值 3 万亿元，环比上一周小幅降低 0.5%。

图2 日均股基成交额表现



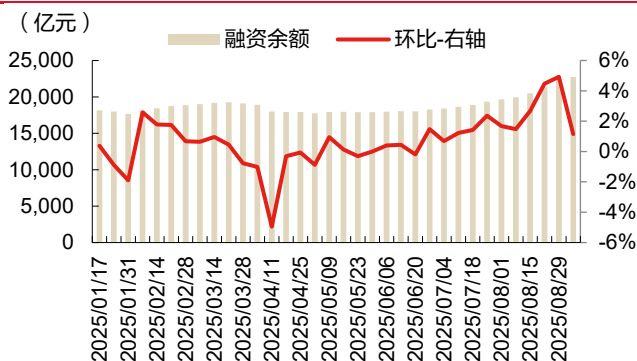
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



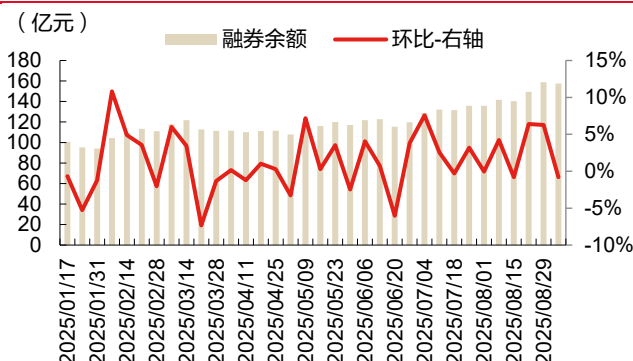
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



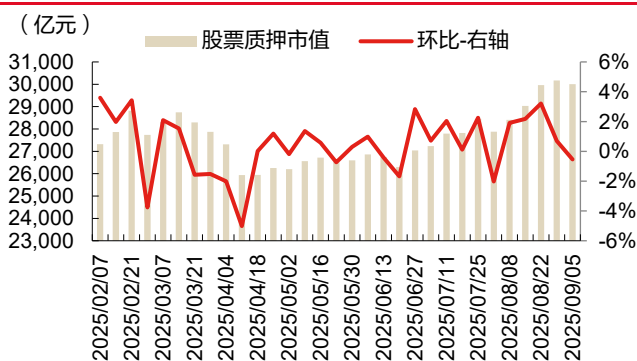
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



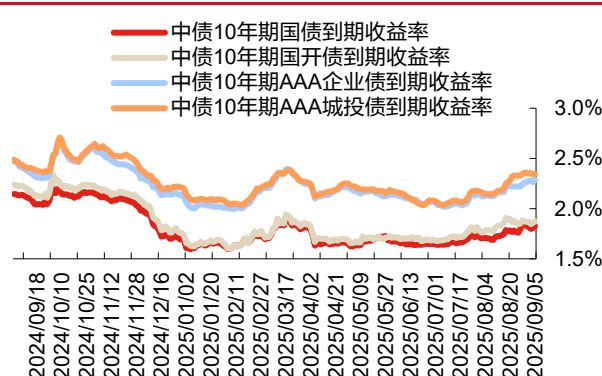
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



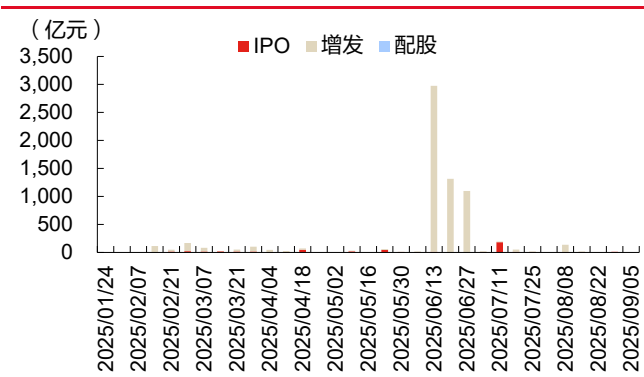
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



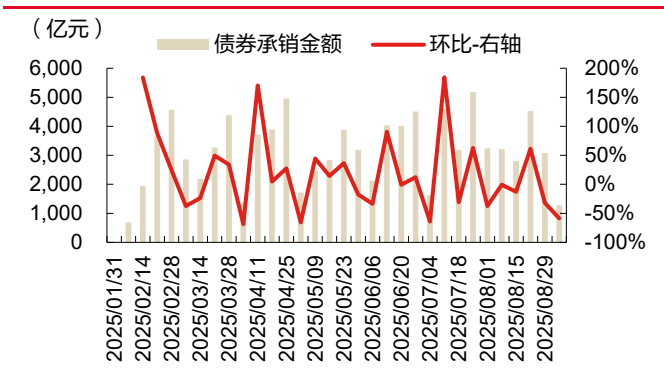
资料来源：Wind，东海证券研究所

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
2025/9/5	金监总局	修订发布《保险公司资本保证金管理办法》，旨在改进保险公司资本保证金监管，推动提高管理水平。主要修订包括：1）取消存放银行类型限制，各类商业银行均可作为存放银行；2）优化存放银行条件，提高净资产规模要求，补充审慎监管指标约束；3）完善存放形式，增加“大额存单”，并将“大额协议存款”调整为“协议存款”；4）加强管理要求，增加到期续存或转存的规定，提高单笔存款金额下限；5）调整处置规则，将事后备案制改为事后报告制。办法明确资本保证金须遵循“足额、安全、稳定”原则，存款期限不得少于一年，不得用于质押融资或随意动用。办法自发布之日起实施，2015 版旧规同时废止。下一步，监管部门将加强督导，确保新规落地实施，进一步维护保险市场稳定与投保人利益。
2025/9/5	证券业协会	发布《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法(试行)》，明确通过定量+定性指标综合评价证券公司在科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五大领域的质效表现。其中科技金融指标相对丰富、权重最高（50 分），涵盖债券融资、股权融资、并购重组、股权投资等；绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融各赋 10 分。定性指标则包括战略纳入、组织架构、激励机制和资源投入等。协会强调，此举旨在通过专项评价发挥激励约束作用，引导证券公司突出功能性和差异化发展，推动行业高质量发展。
2025/9/5	证监会	发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》，一是合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平，降低投资者成本。二是优化赎回安排，明确公募基金赎回费全额计入基金财产。三是鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不再计提销售服务费。四是坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限。五是强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题。六是建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。

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