



非银行金融行业研究

买入（维持评级）
行业周报
证券研究报告
国金证券研究所
分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）
shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
hongxining@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）
huangjiahui@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
xiachangsheng@gjzq.com.cn

联系人：方丽
fangli@gjzq.com.cn

政治局会议提到“巩固资本市场向好势头”，高活跃度有望延续

证券板块

7 月 30 日召开的政治局会议提到“巩固资本市场回稳向好势头”，对资本市场的重视程度仍然较高，预计后续资本市场活跃度有望维持高位。券商板块上半年业绩呈现明确的同比改善趋势，截至目前已有 27 家上市券商发布业绩预增/业绩快报，25H1 归母净利润同比增速均在 40% 以上，主要由市场活跃度回升带动经纪、自营等核心业务回暖驱动。

投资建议：建议关注三条主线：（1）券商板块上半年业绩同比改善趋势明确，高盈利与低估值的显著错配凸显配置性价比，建议关注主动基金超低配的权重券商以及估值显著低于平均水平的头部优质券商；稳定币主题催化，建议关注稳定币主题相关券商：已有牌照的国泰君安；券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的的机会。（2）业绩增速亮眼的多元金融，建议关注有望迎来戴维斯双击的香港交易所：未来将继续受益于互联互通深化、A 股企业赴港上市带来的市值扩容与交易活跃提升（25/06 ADT 为 2302 亿元，同比+107%；截至 25/06 末上市公司数量 2645 家，同比+28 家）；以及九方智投控股。（3）四川双马：科技赛道占优，创投业务有望受益。公司管理基金的已投项目：屹唐半导体（科创板待上市）、奕斯伟材料（科创板 IPO 申报）、奕斯伟计算以及群核科技（港交所 IPO 申报）、邦德激光、丽豪半导体等有望在 25 年上市；公司参投基金已投：傅利叶 2025/1/7 完成新一轮融资，奇瑞汽车、慧算账向港交所递表。

保险板块

惠民保产品框架发展重大变化：重申商业属性、强调差异化定价。7 月 31 日，金融监管总局下发《关于推动城市商业医疗险高质量发展的通知》，核心内容包括：1）实现差异化定价，①保险公司应合理拟定惠民保的保险责任、责任免除等重要条款内容，根据充分可靠的疾病发生率、赔付率、费用率等历史数据，科学厘定保险费率。②遵循风险对价原则，实现差异化定价。原则上应当基于不同群体的年龄、性别、健康状况等因素进行相应的责任分级或费率分组。③首次纳入保险合同的责任，应当基于历史经验数据和医疗、医保、医药等相关方提供的基础数据，科学准确定价。2）重申商业属性，回归市场化经营。3）不得预先设定赔付率或设置基金池，不得搞低价无序“内卷式”竞争，鼓励建立医疗、医保、医药、保险等多方参与的交流平台。文件重申惠民保的商业属性与市场化、专业化运作，有助于进一步规范惠民保经营行为，提升惠民保项目的可持续性，助力行业长期健康发展。

恢复征收国债等债券利息收入增值税预计对险企利润影响有限，高股息吸引力或小幅提升。8 月 1 日，财政部、税务总局公告，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。假设各公司今年新增需配置资产=新增资产（人身险保费的 50%）+到期再配置资产（去年末投资资产的 10%），则静态来看，多增税收=2025 年新配债券规模*2%/1.06*0.06，以此测算对保险公司全年利润的影响，预计对平安、国寿、太保、新华、人保、太平全年净利润影响为 4.84、5.74、2.26、1.48、1.11、1.49 亿元（太平为港元），占 2024 年归母净利润比例分别为 0.38%、0.54%、0.50%、0.56%、0.26%、1.77%。动态来看，新发债券的票面利率可能会部分包含 6% 的税收影响，因此预计实际影响更低。此外，在债券性价比小幅下行的当下，高股息资产吸引力预计将有小幅提升。

投资建议：基本面过度悲观预期改善带来的价值重估将继续，短期关注二季报表现较好的公司。当前估值仍然非常便宜，同时可以获取市场上涨的期权，仍有较大的长期配置价值。后续关注三条主线：1）2 季报表现预计较好的众安在线、新华保险；2）主动基金超低配及低估值的权重股、业务质地较好（负增成本低、资产负债情况较好）的头部寿险公司；3）后续建议关注估值便宜、分红险转型构筑先发优势的中国太平。

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

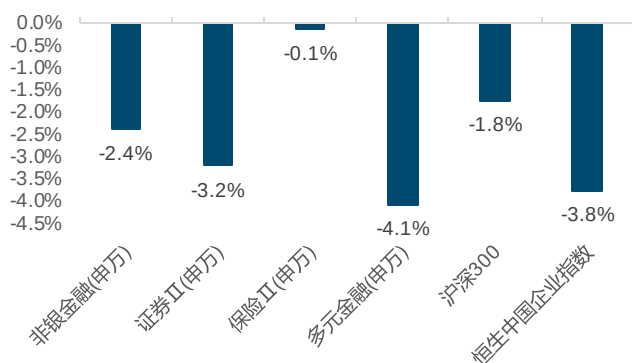
图表 1： 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2： 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3： 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元）.....	4
图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速.....	4
图表 6： 融资融券余额走势（亿元）.....	4
图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份）.....	4
图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速.....	4
图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速.....	4
图表 10： 非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 11： 权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 12： 联交所市场平均每日成交额（百万港元）.....	5
图表 13： 沪深港通日均成交额.....	5
图表 14： 长端利率走势（%）.....	5
图表 15： 红利风格指数表现.....	5
图表 16： 2024 年来保险公司举牌/增持信息汇总.....	6



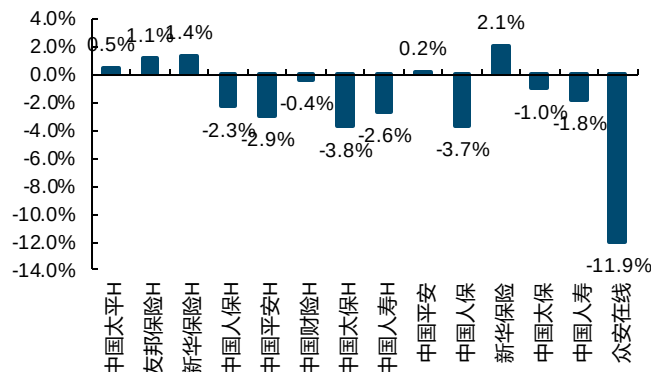
一、市场回顾

本周 A 股行情方面，沪深 300 指数-1.8%，非银金融（申万）-2.4%，跑输沪深 300 指数 0.6pct，其中证券、保险、多元金融分别-3.2%、-0.1%、-4.1%，超额收益分别为-1.5pct、+1.6pct、-2.3pct。

图表1：本周非银金融子行业表现



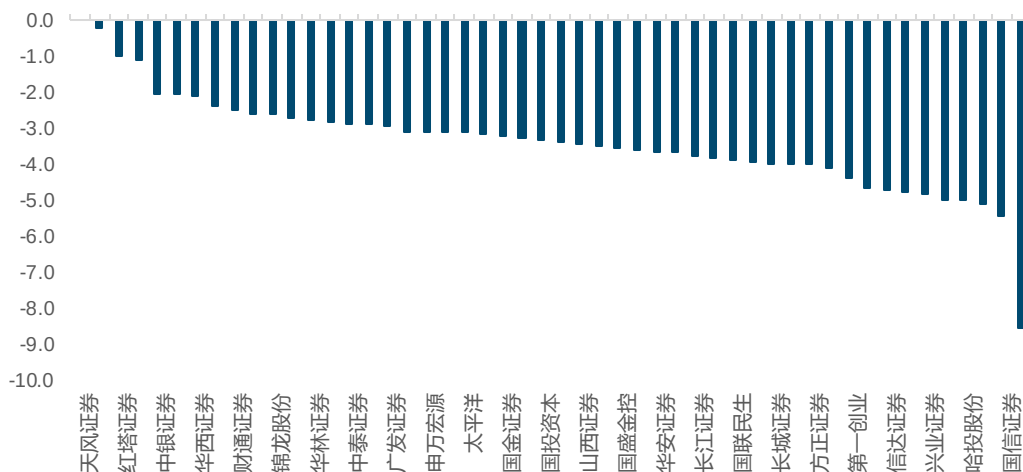
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 28 日至 8 月 3 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 28 日至 8 月 3 日

图表3：券商股周涨跌幅



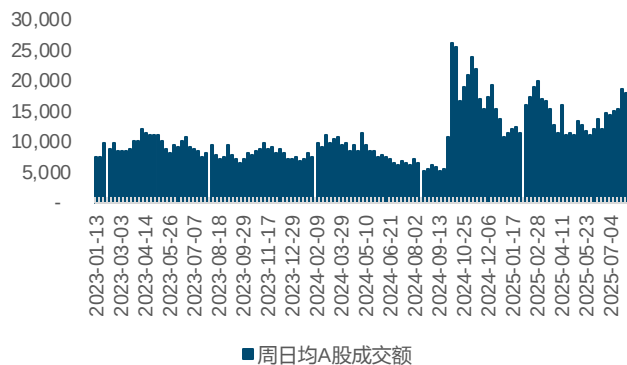
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 28 日至 8 月 3 日

二、数据追踪

券商：1）经纪业务：①交投：本周 A 股日均成交额 18096 亿元，环比-2.1%。25 年 1-6 月日均股基成交额 16432 亿元，同比+65.7%。②代销业务：25 年 1-7 月新发权益类公募基金份额合计 2858.5 亿份，同比+140.1%。**2）投行业务：**①股权承销：2025 年 7 月 IPO/再融资累计募资规模分别 615/7663 亿元，同比分别+67%/+379%。②债券承销：2025 年 7 月债券累计承销规模 90306 亿元，同比+24%。**3）资管业务：**截至 25 年 6 月末，公募非货公募 20.2 万亿元，较上月末+4.2%，权益类公募 8.4 万亿元，较上月末+3.3%。截至 25 年 6 月末，私募基金 20.3 万亿元，环比-0.1%。



图表4：周度日均A股成交额（亿元）



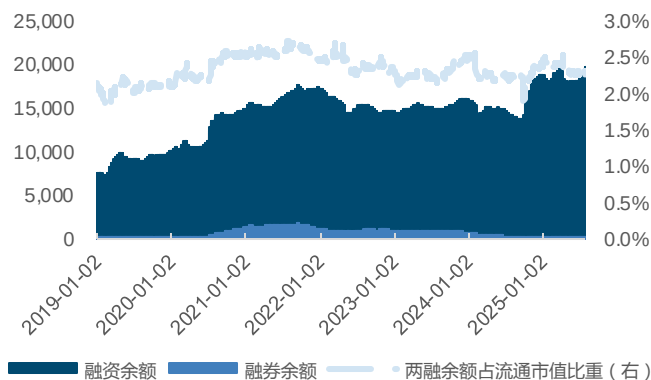
图表5：月度日均股基成交额（亿元）及增速



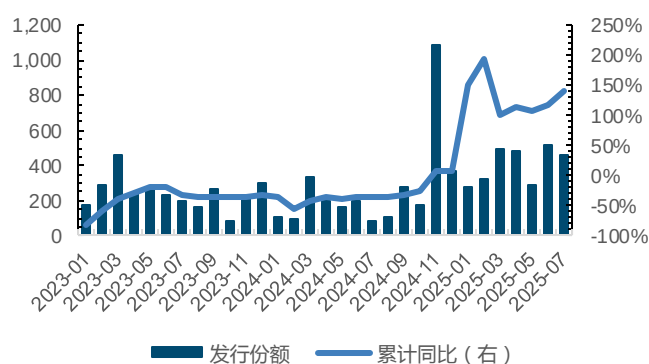
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表6：融资融券余额走势（亿元）



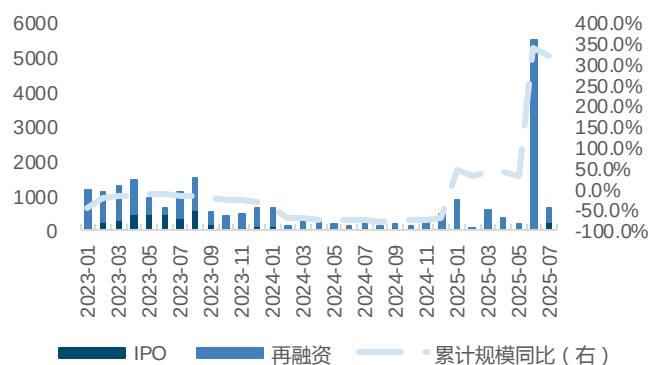
图表7：各月权益公募新发份额（亿份）



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

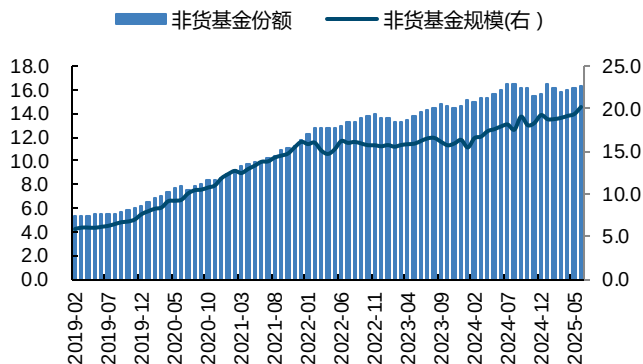


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

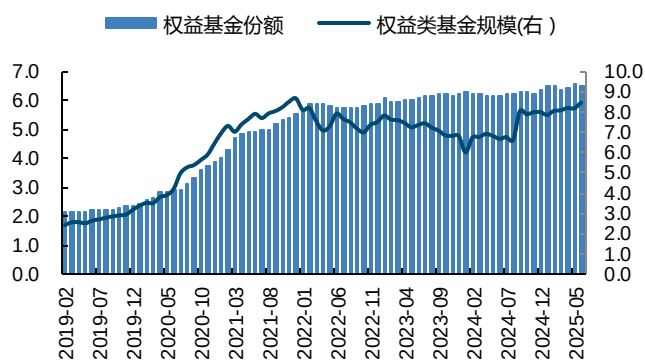


图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



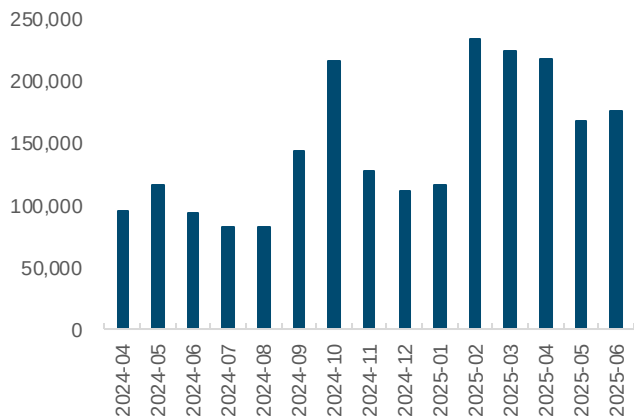
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



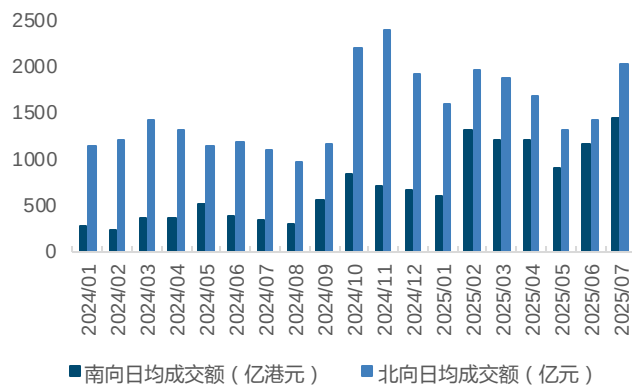
来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 联交所市场平均每日成交额 (百万港元)



来源: wind, 国金证券研究所

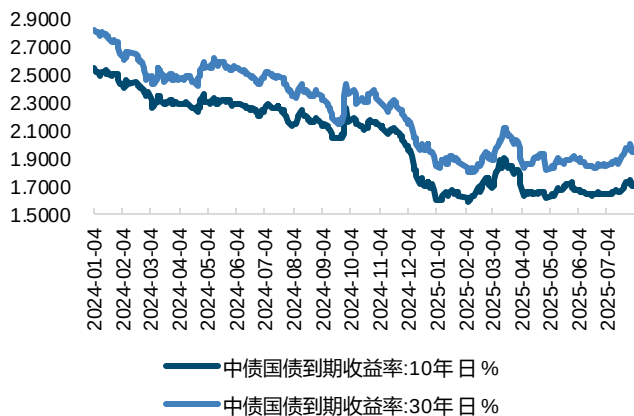
图表13: 沪深港通日均成交额



来源: wind, 国金证券研究所

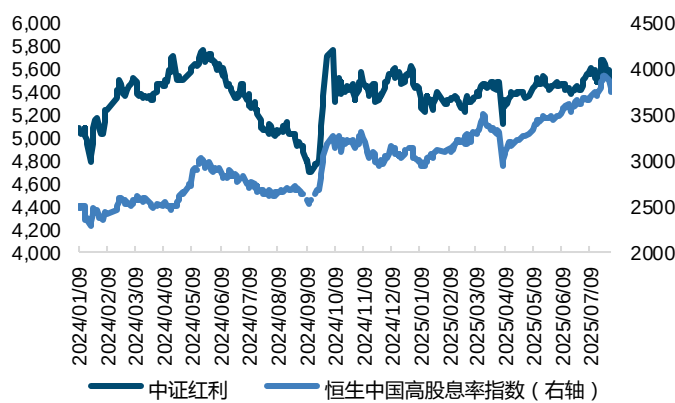
保险: 本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别-2.65bps、-2.35bps 至 1.71%、1.95%。7 月分别+5.75bps、+8.39bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、7 月分别-2.65%、+1.38%；恒生中国高股息率指数本周、7 月分别-4.23%、+5.12%。

图表14: 长端利率走势 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所

图表15: 红利风格指数表现



来源: ifind, 国金证券研究所



保险资金持续增持高股息标的。1) 中国平安：①7月28日，平安资管增持招商银行H股374.3万股，平均每股作价52.85港元，涉及资金1.98亿港元，增持后最新持股比例升至16.03%；②7月29日，中国平安增持招商银行H股859.8万股，平均每股作价52.34港元，涉及资金4.50亿港元，增持后最新持股比例升至16.10%；③7月29日，平安人寿增持招商银行H股859.8万股，平均每股作价52.34港元，涉及资金4.50亿港元，增持后最新持股比例升至16.10%；2) 弘康人寿：①7月29日，弘康人寿增持郑州银行H股3,862万股，平均每股作价1.35港元，涉及资金5,223.4万港元，占已发行有投票权股份的12.36%；②7月31日，弘康人寿增持郑州银行H股1,495万股，平均每股作价1.33港元，涉及资金1,988.8万港元，增持后占已发行有投票权股份的12.36%。

据不完全统计，2024年至今保险资金举牌/增持共计41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)	2024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%	6.81	3.12%	公用事业
2024.1.11	阳光人寿	首程控股	0697.HK	5.87	7.59%	7.59%	9.57	2.50%	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%	13.81	5.53%	环保
2024.6.30	长城人寿	中原高速	600020.SH	2.05	9.13%	9.13%	9.24	3.78%	交通运输
2024.8.7	瑞众人寿	中国中免	1880.HK	0.06	5.00%	0.28%	2.98	2.03%	商贸零售
2024.8.30	新华保险	国泰君安	2611.HK	4.23	30.41%	2.40%	64.00	2.83%	非银金融
2024.9.30	长城人寿	江南水务	601199.SH	0.96	10.23%	10.23%	5.30	2.35%	环保
2024.9.30	长城人寿	城发环境	000885.SZ	0.41	6.34%	6.34%	5.68	2.55%	环保
2024.10.22	中邮保险	安徽皖通高速公路	0995.HK	0.25	5.04%	1.45%	2.76	5.41%	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%	13.65	5.53%	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%	1.11%	4.61	5.47%	公用事业
2024.11.12	新华保险	上海医药	601607.SH	1.49	5.35%	4.02%	28.79	1.92%	医药生物
2024.11.12	新华保险	国药股份	600511.SH	0.38	5.07%	5.07%	11.41	2.68%	医药生物
2024.11.15	利安人寿	深圳国际	0152.HK	1.21	5.00%	4.93%	8.66	7.58%	交通运输
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%	3.78	7.42%	交通运输
2024.12.05	新华保险	海通证券	6837.HK	2.06	6.05%	1.58%	12.12	0.51%	非银金融
2024.12.18	中国平安	建设银行	0939.HK	120.54	5.01%	4.61%	866.25	5.51%	银行
2024.12.30	长城人寿	绿色动力环保	1330.HK	1.22	30.11%	8.74%	5.63	6.47%	环保
2025.1.27	阳光保险	中国儒意	0136.HK	11.42	7.96%	7.96%	32.54	0.00%	传媒
2025.2.12	平安资管	工商银行	1398.HK	165.11	19.02%	4.63%	899.26	5.61%	银行
2025.2.20	长城人寿	中国水务	0855.HK	0.82	5.02%	5.02%	4.55	4.60%	环保
2025.3.5	长城人寿	大唐新能源	1798.HK	3.64	14.55%	5.00%	7.49	4.38%	公用事业
2025.3.7	长城人寿	赣粤高速	600269.SH	1.66	7.09%	7.09%	8.40	3.35%	交通运输
2025.3.12	瑞众人寿	中信银行	0998.HK	7.44	5.00%	1.34%	49.41	5.29%	银行
2025.3.18	中国人寿	电投产融	000958.SZ	43.31	25.05%	25.05%	290.59	1.03%	非银金融
2025.3.27	长城人寿	无锡银行	600908.SH	1.57	7.17%	7.17%	9.50	3.64%	银行
2025.4.16	长城人寿	新天绿色能源	0956.HK	1.84	10.03%	4.39%	7.07	5.46%	公用事业



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)	2024 年 股息率	行业
2025. 5. 14	新华保险	上海医药	2607. HK	0. 46	5. 00%	1. 24%	5. 23	3. 23%	医药生物
2025. 5. 30	新华资管	北京控股	0392. HK	0. 75	6. 00%	6. 00%	22. 14	5. 03%	公用事业
2025. 6. 6	新华保险	杭州银行	600926. SH	3. 63	5. 09%	5. 00%	58. 95	4. 00%	银行
2025. 6. 12	长城人寿	秦港股份	3369. HK	2. 58	31. 09%	4. 62%	5. 22	4. 19%	交通运输
2025. 6. 12	长城人寿	秦港股份	601326. SH	0. 21	0. 45%	0. 38%	0. 69	2. 62%	交通运输
2025. 6. 17	中国平安	农业银行	1288. HK	49. 46	16. 09%	1. 41%	230. 22	5. 16%	银行
2025. 6. 30	平安人寿	邮储银行	1658. HK	26. 01	13. 10%	2. 17%	129. 83	5. 15%	银行
2025. 7. 1	中邮人寿	东航物流	601156. SH	0. 79	5. 00%	5. 00%	11. 20	4. 80%	交通运输
2025. 7. 2	利安人寿	江南水务	601199. SH	0. 47	5. 03%	5. 03%	2. 60	2. 35%	环保
2025. 7. 3	信泰人寿	华菱钢铁	000932. SZ	3. 45	5. 00%	5. 00%	19. 52	1. 77%	钢铁
2025. 7. 3	信泰人寿	龙源电力	0916. HK	3. 41	10. 27%	4. 08%	21. 70	3. 56%	公用事业
2025. 7. 16	大家人寿	大唐环境	1272. HK	1. 50	24. 06%	5. 06%	1. 61	7. 54%	环保
2025. 7. 16	中国平安	中国电信	0728. HK	6. 95	5. 00%	0. 76%	38. 72	4. 62%	通信
2025. 7. 18	瑞众人寿	龙源电力	0916. HK	5. 64	17. 00%	6. 75%	35. 91	3. 56%	公用事业
2025. 7. 18	中邮人寿	绿色动力环保	1330. HK	0. 21	5. 07%	1. 47%	0. 95	6. 47%	环保
2025. 7. 21	瑞众人寿	中国神华	1088. HK	2. 04	6. 03%	1. 02%	62. 09	7. 31%	煤炭
2025. 7. 29	中国平安	招商银行	3968. HK	7. 39	16. 10%	2. 93%	338. 67	4. 35%	银行
2025. 7. 31	弘康人寿	郑州银行	6196. HK	2. 65	13. 10%	2. 91%	3. 18	1. 66%	银行

来源: wind、ifind、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江南水务、城发环境, 因此数据已根据三季报更新, 无锡银行更新至 2024 年年报; 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

【保险业前 6 月原保费收入增长 5. 04%至 3. 74 万亿元】

7 月 25 日, 国家金融监管总局发布保险业经营情况表显示, 2025 年前 6 月, 保险业实现原保费收入 3. 74 万亿元, 同比增长 5. 04%。其中财产险保费收入 0. 77 万亿元, 同比增长 3. 9%。人身险保费收入 2. 96 万亿元, 同比增长 5. 34%。原保险赔付支出 1. 35 万亿元, 同比增长 8. 6%。截至 6 月末, 保险业总资产 39. 22 万亿元, 净资产 3. 75 万亿元。

【人社部: 个人养老金制度将探索默认投资模式】

财联社消息, 人社部相关负责人在中基协养老金业务委员会 2025 年工作会议上指出, 个人养老金当前缴存率不足的核心在于产品吸引力不足, 需从“税优驱动”转向“产品驱动”, 人社部正在会同相关部门研究探索个人养老金“默认投资”机制。“默认投资”意味着参保人若未主动选择具体投资产品, 系统将根据其风险偏好、年龄等特征自动配置投资组合。

【太保寿险: 在上海成立私募基金, 出资额 49. 99 亿】

7 月 28 日, 太保鑫稳一期私募投资基金(上海)合伙企业(有限合伙)成立, 执行事务合伙人为太保私募基金管理有限公司, 出资额约 49. 99 亿, 经营范围为以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动。合伙人信息显示, 该基金由中国太平洋人寿保险股份有限公司、太保私募基金管理有限公司共同出资。

【中共中央政治局会议: 宏观政策要持续发力、适时加力】

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署下半年经济工作。会议强调, 保持政策连续性稳定性, 增强灵活性预见性, 着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期, 有力促进国内国际双循环, 努力完成全年经济社会发展目标任务, 实现“十四五”



圆满收官。会议也指出，增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。

【发改委：关于向社会公开征求《政府投资基金布局规划和投向工作指引》和《加强政府投资基金投向指导评价管理办法》意见的公告】

为贯彻落实《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，加强政府投资基金布局规划和投向指导评价，发改委会同有关方面起草了《政府投资基金布局规划和投向工作指引（公开征求意见稿）》和《加强政府投资基金投向指导评价管理办法（公开征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

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：北京市东城区建国门内大街 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