



非银行金融行业研究

买入（维持评级）
行业点评
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：方丽（执业 S1130525080007）
fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
hongxingning@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

25Q4 主动权益公募持仓：非银配置比例环比提升，低配程度进一步收窄

核心观点

非银板块公募主动权益配置比例环比上升，低配程度环比进一步收窄。统计 25Q4 主动权益公募基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型）前十大重仓股配置情况，非银金融板块整体重仓股合计 409 亿元，配置比例为 2.51%，环比上升 1.03pct，低配比例 3.87pct，低配幅度环比收窄 0.92pct。

保险板块

保险板块主动权益持仓市值环比高增，A 股配置比例环比+0.95pct 至 1.72%。25Q4 保险 A 股主动权益公募重仓市值达到 280 亿元，环比+117%，行业配置比例为 1.72%，环比+0.95pct，配置比例为 2018 年以来 71%分位，行业低配比例 0.74pct，环比收窄 0.63pct。从个股看，国寿、平安、太保、新华、人保配置比例分别为 0.08%、1.11%、0.36%、0.14%、0.02%，分别低配 0.88%/超配 0.37%/超配 0.07%/低配 0.01%/低配 0.30%。港股方面，保险港股主动权益公募重仓市值 131 亿元，环比+55%，行业配置比例为 4.18%，环比+2.06pct，行业超配 0.03pct（25Q3 为低配 1.43pct）。从个股看，国寿、平安、太保、新华、人保、中国财险、友邦、太平配置比例分别为 1.08%（超配 0.64pct）、1.06%（超配 0.04pct）、0.74%（超配 0.54pct）、0.57%（超配 0.45pct）、0.17%（超配 0.04pct）、0.23%（低配 0.01pct）、0.12%（低配 1.66pct）、0.22%（超配 0.07pct）。

投资建议：短期资金面扰动及 2025Q4 业绩短期波动不改基本面向上趋势，维持积极推荐。短期维度，负债端延续高增、资产端在低基数+春季躁动行情下预计高弹性，Q1 业绩有望实现亮眼表现。长期维度，负债端进入量价齐升的向上周期，量的方面受益于存款搬家及市占率提升，价的方面，存量成本开始下降、新增保单有利差益；资产端在长牛预期下持续受益、通胀如回升将带来长债利率中枢上移。建议关注调整后的低点配置机会，重点推荐开门红预期较好，以及业务质地较好（负债成本低、资产负债情况较好）的头部险企。

证券板块

券商板块主动权益持仓市值环比提升，A 股低配比例为 2.67pct。25Q4 券商 A 股主动权益公募重仓市值达 118 亿元，环比+14%，行业配置比例为 0.73%，环比+0.10pct，行业低配 2.67pct，环比收窄 0.29pct。个股方面，券商 A 股的持仓主要集中在：华泰证券 0.20%（环比+0.07pct）、中信证券 0.20%（环比+0.07pct）、国泰海通 0.11%（环比+0.07pct）、广发证券 0.05%（环比-0.03pct）、东方财富 0.05%（环比-0.04pct）。港股方面，券商港股主动权益公募重仓市值 11 亿元，环比-19%，行业配置比例为 0.34%，环比+0.01pct，行业低配 0.40pct，环比收窄 0.09pct。核心个股持仓比例提升，券商 H 股持仓比例排名靠前分别是华泰证券 H 的 0.18%（环比+0.04pct）、中金公司 H 的 0.06%（环比-0.01pct）、国泰海通券 H 的 0.05%（环比+0.04pct）、中信证券 H 的 0.02%（环比-0.06pct）。

多元金融方面，九方智投控股配置比例显著提升。A 股方面，江苏金租主动权益公募配置比例为 0.02%，环比-0.01pct，低配 0.02pct；H 股方面，港交所、九方智投控股主动权益公募配置比例为 0.42%、0.22%，环比-0.23pct、-0.40pct。

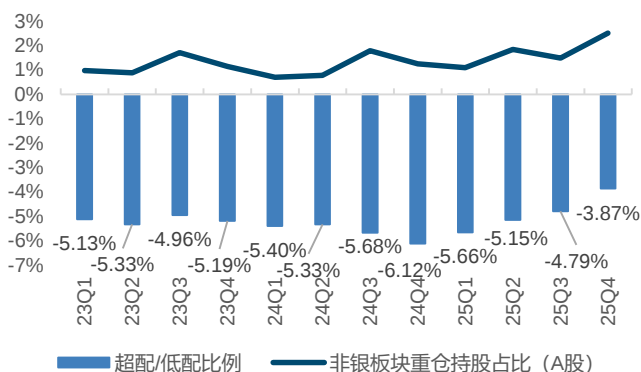
投资建议：预计 26Q1 券商利润增速亮眼，继续重点关注板块补涨机会。推荐估值及业绩错配程度较大的优质券商，重点关注国泰海通；建议关注 AH 溢价率较高、有收并购主题的券商；推荐业绩增速亮眼的多元金融，建议关注易鑫集团、四川双马、远东宏信、九方智投控股。

风险提示

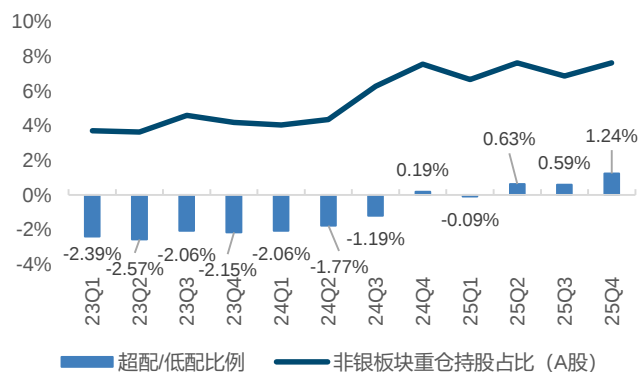
资本市场改革推进不及预期；权益市场极端波动风险；宏观经济复苏不及预期。



图表1：主动权益基金重仓股中非银行业持仓及超配比例



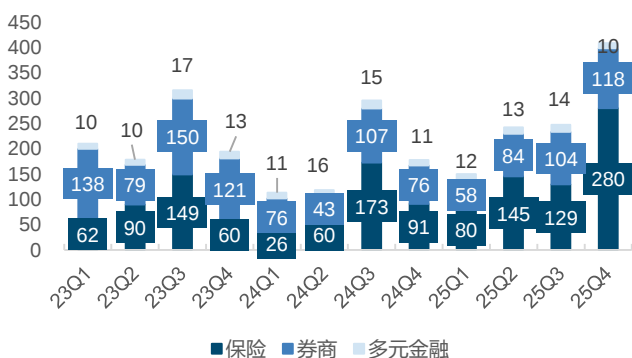
图表2：全部基金重仓股中非银行业持仓及超配比例



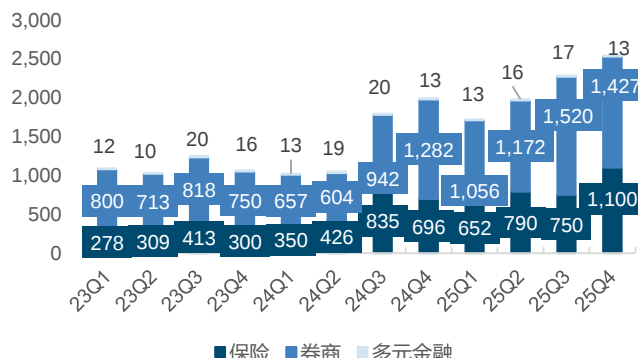
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：主动权益基金重仓股中非银行业各板块持仓市值



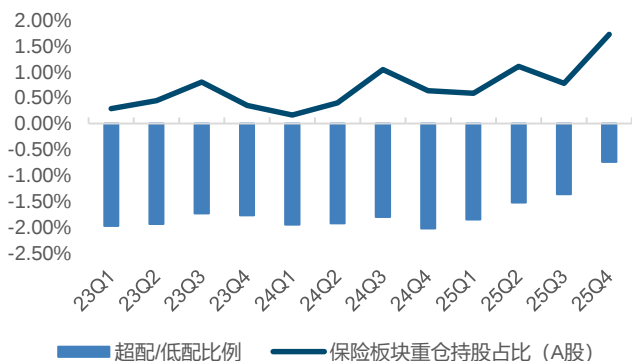
图表4：全部基金重仓股中非银行业各板块持仓市值



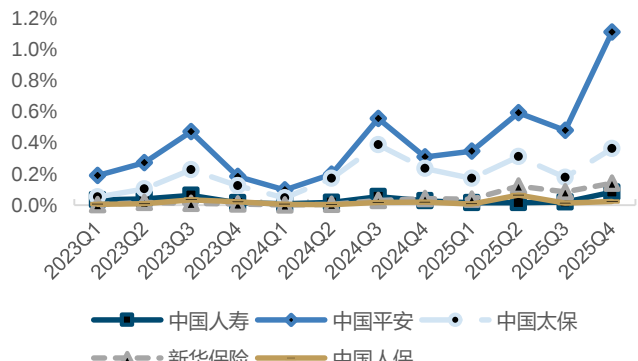
来源：wind，国金证券研究所 注：亿元，A股。

来源：wind，国金证券研究所 注：亿元，A股。

图表5：25Q4 主动权益基金保险板块配置比例环比上升



图表6：保险板块重仓股持仓比例走势 (A股)

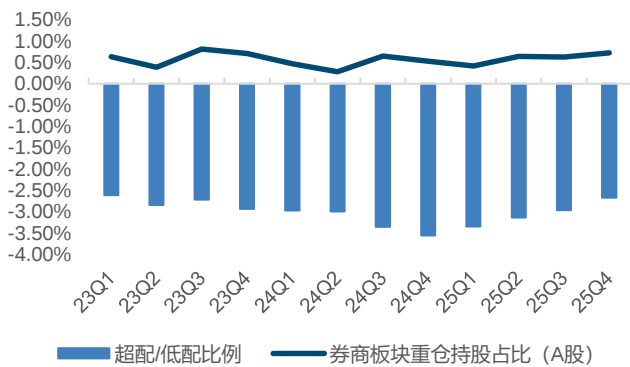


来源：wind，国金证券研究所

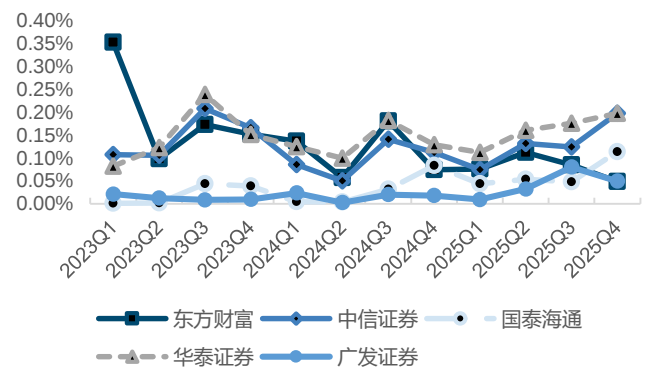
来源：wind，国金证券研究所



图表7：25Q4 主动权益基金券商板块低配幅度收窄



图表8：券商板块重仓股持仓比例走势（A股）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表9：非银机构个股持仓变化

类型	公司	持仓占自由流通比例（%）				持仓占自由流通比例环比变化（pct）			
		合计	公募主动	公募被动	北上资金	合计	公募主动	公募被动	北上资金
		25Q4	25Q4	25Q4	25Q4	25Q4-25Q3	25Q4-25Q3	25Q4-25Q3	25Q4-25Q3
证券	国泰海通(H)	20.51	0.76	19.76	0.00	-0.34	0.71	-1.06	0.00
证券	广发证券	18.79	1.29	8.94	8.56	-0.86	-0.93	0.30	-0.23
证券	华泰证券	18.43	2.60	10.27	5.55	-0.86	-0.03	2.24	-3.07
证券	中信证券	18.37	1.25	12.32	4.81	1.39	0.48	1.68	-0.77
证券	中金公司	16.86	0.18	8.01	8.68	-3.90	-0.50	0.34	-3.74
证券	东方财富	16.76	0.28	13.37	3.11	-6.69	-0.15	-5.25	-1.30
证券	招商证券	14.71	0.08	10.45	4.18	0.50	0.07	1.20	-0.78
证券	国泰海通	12.95	0.83	9.51	2.61	1.82	0.44	1.20	0.18
证券	申万宏源	12.76	0.05	7.95	4.76	0.36	-0.01	0.63	-0.26
证券	兴业证券	12.18	1.09	8.69	2.41	0.65	0.76	0.43	-0.54
证券	东方证券	11.94	1.01	8.44	2.49	-0.36	0.60	-0.30	-0.66
证券	中金公司(H)	10.98	0.68	10.30	0.00	0.76	-0.19	0.96	0.00
证券	华泰证券(H)	10.46	1.78	8.68	0.00	-0.26	0.17	-0.43	0.00
证券	中信证券(H)	8.96	0.15	8.81	0.00	-1.33	-0.42	-0.91	0.00
证券	中信建投(H)	8.48	0.02	8.47	0.00	-0.69	0.00	-0.69	0.00
证券	中国银河(H)	8.05	0.01	8.05	0.00	-2.17	-0.07	-2.10	0.00
证券	广发证券(H)	7.54	0.07	7.47	0.00	-0.72	-0.12	-0.60	0.00
证券	中信建投	7.46	0.22	0.05	7.19	-0.51	0.06	0.05	-0.62
证券	国元证券	7.36	0.01	0.00	7.35	-1.50	-0.35	-0.31	-0.84
证券	中国银河	7.20	0.34	0.97	5.89	-1.14	-0.49	0.17	-0.81
证券	国投资本	6.51	0.01	0.01	6.49	-0.99	-0.01	0.00	-0.99
证券	东兴证券	5.25	0.44	1.98	2.83	2.68	0.19	1.98	0.50
证券	国信证券	5.11	0.21	0.17	4.73	-0.36	0.09	-0.01	-0.44
证券	财通证券	4.79	0.17	1.38	3.25	1.59	0.09	0.59	0.91
证券	东吴证券	4.26	0.46	0.20	3.61	-1.83	-0.60	-0.36	-0.87
证券	长城证券	4.26	0.04	0.00	4.22	-0.66	0.03	0.00	-0.69
证券	山西证券	4.25	0.00	0.00	4.25	-0.12	-0.02	0.00	-0.10
证券	国金证券	4.06	0.01	0.07	3.98	-1.54	-0.14	-0.12	-1.28
证券	东北证券	3.93	0.00	0.02	3.91	-0.08	0.00	0.02	-0.11
证券	方正证券	3.90	0.12	0.00	3.78	-5.50	-0.06	0.00	-5.44



证券	华安证券	3.57	0.06	0.07	3.44	0.55	0.06	-0.05	0.53
证券	西南证券	3.54	0.00	0.11	3.43	-0.69	0.00	0.04	-0.73
证券	中泰证券	3.49	0.00	0.60	2.89	0.30	0.00	0.60	-0.30
证券	长江证券	3.24	0.01	0.18	3.04	0.23	-0.03	-0.01	0.27
证券	首创证券	3.18	0.21	0.00	2.96	-0.80	0.00	0.00	-0.80
证券	国联民生	3.08	0.01	0.08	2.99	-1.11	-0.44	-0.24	-0.44
证券	中银证券	3.02	0.33	0.62	2.07	-0.01	0.33	0.62	-0.96
证券	光大证券	2.93	0.02	0.50	2.41	-0.50	0.00	-0.01	-0.49
证券	华西证券	2.72	0.03	0.00	2.69	-0.56	0.03	-0.23	-0.36
证券	西部证券	2.66	0.00	0.02	2.65	0.12	0.00	0.02	0.10
证券	东方证券(H)	2.64	0.08	2.56	0.00	0.16	-0.24	0.41	0.00
证券	浙商证券	2.44	0.12	0.13	2.20	-0.35	-0.11	0.03	-0.27
证券	华林证券	2.30	0.00	0.00	2.30	-0.19	0.00	0.00	-0.19
证券	太平洋	2.18	0.00	0.00	2.18	-0.14	0.00	0.00	-0.14
证券	天风证券	2.10	0.00	0.00	2.10	0.58	-0.02	-0.01	0.62
证券	信达证券	2.00	0.42	0.00	1.58	0.43	0.40	0.00	0.02
证券	财达证券	1.93	0.00	0.00	1.93	-0.38	0.00	0.00	-0.38
证券	湘财股份	1.80	0.00	0.00	1.80	-0.10	-0.05	-0.04	-0.02
证券	华鑫股份	1.79	0.00	0.00	1.79	-0.29	0.00	0.00	-0.29
证券	华创云信	1.66	0.00	0.01	1.64	0.15	0.00	0.00	0.15
证券	南京证券	1.25	0.00	0.00	1.25	-0.60	0.00	0.00	-0.60
证券	红塔证券	1.18	0.00	0.00	1.18	-0.45	0.00	0.00	-0.45
证券	国海证券	1.05	0.00	0.00	1.05	0.11	0.00	0.00	0.11
证券	中原证券	0.95	0.00	0.00	0.95	0.00	-0.01	-0.03	0.04
证券	申万宏源(H)	0.85	0.85	0.00	0.00	0.78	0.85	-0.07	0.00
证券	第一创业	0.83	0.00	0.00	0.83	-0.97	0.00	-0.05	-0.92
证券	哈投股份	0.82	0.00	0.00	0.82	-0.52	0.00	-0.01	-0.50
证券	招商证券(H)	0.08	0.08	0.01	0.00	-13.06	-0.03	-13.03	0.00
证券	国联民生(H)	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.14	-0.12	-0.02	0.00
证券	光大证券(H)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
多元金融	渤海租赁	8.61	4.25	0.04	4.33	0.40	-1.29	0.04	1.66
多元金融	中国船舶租赁	8.47	1.37	7.10	0.00	7.39	0.30	7.09	0.00
多元金融	国投资本	6.51	0.01	0.01	6.49	-0.99	-0.01	0.00	-0.99
多元金融	远东宏信	6.30	0.00	6.30	0.00	2.91	0.00	2.91	0.00
多元金融	江苏金租	5.38	2.23	1.02	2.13	-1.67	-0.93	-1.16	0.43
多元金融	越秀资本	5.14	0.01	0.42	4.71	0.04	0.01	0.42	-0.39
多元金融	国网英大	4.80	0.02	0.05	4.74	0.17	0.02	0.05	0.11
多元金融	四川双马	2.77	0.51	0.53	1.73	-1.43	-0.09	-0.48	-0.85
多元金融	香港交易所	2.26	0.28	1.98	0.00	0.30	-0.23	0.53	0.00
多元金融	拉卡拉	2.13	0.04	0.28	1.81	0.74	0.04	0.28	0.42
多元金融	中银航空租赁	1.77	0.10	1.66	0.00	-0.58	-0.29	-0.29	0.00
多元金融	海南华铁	1.70	0.02	0.00	1.68	0.79	0.00	-0.06	0.85
多元金融	华金资本	1.68	0.00	0.00	1.68	0.25	0.00	0.00	0.25
多元金融	五矿资本	1.29	0.00	0.06	1.23	0.33	0.00	0.06	0.27
多元金融	陕国投A	0.91	0.00	0.00	0.91	0.10	0.00	0.00	0.10
多元金融	首程控股	0.61	0.00	0.61	0.00	-0.74	-0.43	-0.31	0.00



保险	中国平安(A)	19.33	2.72	11.31	5.30	2.37	1.23	0.56	0.58
保险	新华保险(A)	14.61	4.71	2.64	7.26	4.54	1.40	1.07	2.07
保险	中国太保(A)	13.61	4.64	3.35	5.62	2.51	1.79	0.52	0.20
保险	中国人保(A)	10.53	1.44	0.63	8.47	0.62	0.47	-0.13	0.28
保险	新华保险(H)	7.77	3.79	3.99	0.00	1.56	-0.12	1.67	0.00
保险	中国人寿(A)	6.47	2.00	1.85	2.63	2.52	1.45	0.45	0.63
保险	中国人保(H)	5.89	1.40	4.49	0.00	1.51	-0.10	1.61	0.00
保险	中国太平	4.74	2.14	2.60	0.00	2.76	0.16	2.60	0.00
保险	中国太保(H)	4.23	2.37	1.86	0.00	0.73	0.69	0.04	0.00
保险	中国财险	3.94	0.96	2.99	0.00	-0.05	-0.28	0.23	0.00
保险	中国人寿(H)	3.07	1.65	1.42	0.00	0.62	0.50	0.12	0.00
保险	中国平安(H)	1.96	0.79	1.17	0.00	0.57	0.41	0.16	0.00
保险	友邦保险	0.72	0.05	0.67	0.00	0.12	0.03	0.09	0.00
保险	众安在线	0.04	0.03	0.00	0.00	-0.03	-0.03	0.00	0.00
保险	保诚	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
证券		11.09	0.60	7.11	3.38	-0.98	0.08	-0.40	-0.66
多元金融		2.77	0.37	1.78	0.61	0.38	-0.21	0.50	0.08
保险		6.79	1.44	3.61	1.75	1.19	0.55	0.40	0.24
非银金融		7.98	1.00	4.74	2.24	0.04	0.31	-0.05	-0.22

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期;
- 2) 权益市场极端波动风险;
- 3) 机构化进程不及预期;
- 4) 宏观经济复苏不及预期。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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