

2025年11月24日

超配

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）

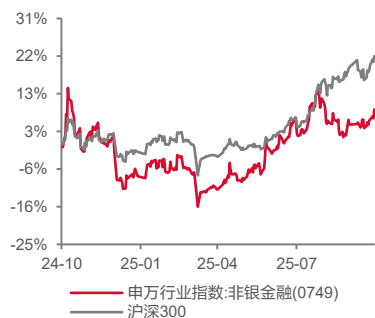
证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn

投资要点：

- **行情回顾：**上周非银指数下跌4.4%，相较沪深300超跌0.6pp，其中券商与保险指数呈现同步下跌态势，分别为-4.9%和-3.0%，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23309亿元，环比上一周降低6.6%；两融余额2.46万亿元，环比上一周降低1.3%；股票质押市值2.85万亿元，环比上一周降低6.5%。
- **券商：汇金系航母券商合并开启，券商国际化进程持续深化。**1）中金公司、东兴证券、信达证券于11月19日晚发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，三家公司正在筹划由中金公司通过向东兴证券和信达证券全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并东兴证券、信达证券。此次吸收合并的趋势符合我们之前预期，但同步推进三家券商整合以及节奏安排仍超市场预期，后续仍存在汇金系其他券商进一步整合的可能，以进一步减少同业竞争、促进资源配置。简单线性统计下，合并后主体2025Q3总资产突破万亿，排名升至行业第四；归母净利润达95亿元，一举上升至行业第六。业务互补上，一方面东兴证券东南区域优势突出，信达证券具有较稳固的东北区域根基，整合有望提升二三线市场客户覆盖率，实现高端财富管理需求的进一步挖掘；另一方面，AMC股东背景在不良资产处理上具有丰富经验，可进一步拓宽现有产业投行边界，信用风险识别等优势也可进一步完善资管和自营风控体系，助力推动中金公司从“精品投行”蜕变为“全牌照、全客群、全周期”的综合金融服务商。2）国泰海通于11月18日公告称董事会审议通过境外子公司收购印尼证券公司的议案，表明公司国际化进程的进一步加深。在打造具有国际影响力的一流投行过程中，强大的本土实力和逐步提升的国际影响力将成为关键因素，我们预计未来券商稳步出海将成为一大趋势。
- **保险：规范人身险产品费用分摊，推动合理定价和精细化管理。**精算师协会于11月21日发布《人身保险产品费用分摊指引》，旨在规范人身险产品定价中的费用分摊，落实“报行合一”监管要求。具体来看，一是明确将费用分为与销售直接相关的变动费用和需合理分摊的固定费用；二是划定四类不得纳入产品定价的成本（如投资相关费用、非持续性支出等）；三是按前台、中台、后台组织架构归集费用，并依据“受益原则”采用工时调查、作业量、成本动因等多种科学方法进行分摊；四是强调“先认定、后分摊”，禁止在新单与续保业务间人为调节费用，确保成本真实透明。该指引适用于一年期以上个人长期人身险产品，我们认为有助于提升行业定价合理性、推动精细化管理，有利于险企可持续经营和消费者权益保障。
- **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。



相关研究

- 1.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）
- 2.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）
- 3.非车险“报行合一”指引落地，把握年末风格切换的配置机遇——非银金融行业周报（20251103-20251109）

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 2025/11/21）	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 2025/11/21）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/11/21）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/11/21）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/11/21）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/11/21）	5
表 6 行业新闻一览	7

1.周行情回顾

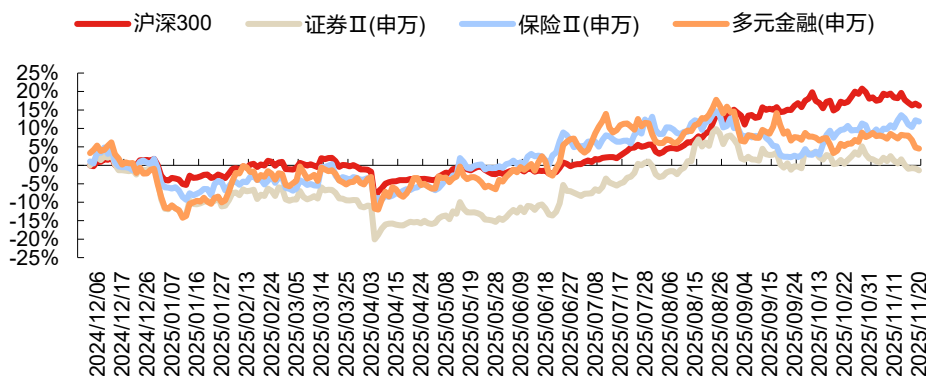
上周宽基指数方面，上证指数下跌 3.9%，深证成指下跌 5.1%，沪深 300 下跌 3.8%，创业板指数下跌 6.2%；行业指数方面，非银金融(申万)下跌 4.4%，其中证券Ⅱ(申万)下跌 4.9%，保险Ⅱ(申万)下跌 3%，多元金融(申万)下跌 6.5%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/11/21）

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	-3.9%	-2.0%	0.2%	14.4%
399001.SZ	深证成指	-5.1%	-3.5%	3.1%	20.4%
000300.SH	沪深 300	-3.8%	-3.0%	1.7%	13.2%
399006.SZ	创业板指数	-6.2%	-4.6%	8.9%	36.4%
801790.SI	非银金融(申万)	-4.4%	-3.7%	-10.1%	2.8%
801193.SI	证券Ⅱ(申万)	-4.9%	-5.2%	-12.5%	-0.8%
801194.SI	保险Ⅱ(申万)	-3.0%	-0.4%	-3.9%	10.1%
801191.SI	多元金融(申万)	-6.5%	-3.9%	-12.5%	6.5%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/11/21）



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 2025/11/21）

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
601198.SH	东兴证券	13.13	1.5%	424.42	19.29	1.43	N/A
000712.SZ	锦龙股份	13.40	-0.7%	120.06	75.56	4.73	N/A
601995.SH	中金公司	34.89	-1.5%	1,684.23	17.91	1.73	102%
601066.SH	中信建投	24.80	-2.0%	1,923.66	19.21	2.35	128%
002926.SZ	华西证券	9.64	-2.3%	253.05	16.50	1.04	N/A
600095.SH	湘财股份	11.21	-2.4%	320.51	79.08	2.62	N/A
601236.SH	红塔证券	8.47	-2.5%	399.51	40.91	1.62	N/A
600958.SH	东方证券	10.40	-2.6%	883.65	17.13	1.12	68%
002945.SZ	华林证券	14.84	-3.0%	400.68	81.59	5.57	N/A
601456.SH	国联民生	10.11	-3.9%	574.31	32.55	1.10	112%

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A 股保险最新表现（截至 2025/11/21）

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)
601628.SH	中国人寿	43.48	-1.5%	28.19	85%	0.83
601318.SH	中国平安	58.91	-2.9%	167.41	14%	0.64
601319.SH	中国人保	8.55	-3.0%	32.80	35%	N/A
601336.SH	新华保险	65.40	-4.1%	51.34	55%	0.68
601601.SH	中国太保	34.63	-4.6%	64.27	22%	0.55

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 2025/11/21）

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	21.29	6.3%	162.54	45.36	2.09
600901.SH	江苏金租	6.45	1.4%	373.61	11.82	1.49
603383.SH	顶点软件	37.60	0.1%	77.23	39.39	5.29
601519.SH	大智慧	12.46	-1.9%	247.85	-835.19	18.28
300803.SZ	指南针	117.16	-4.2%	712.58	215.85	26.43
000567.SZ	海德股份	7.50	-4.3%	146.59	-903.08	2.72
002608.SZ	江苏国信	7.73	-4.6%	292.05	8.24	0.84
300033.SZ	同花顺	314.75	-5.1%	1,692.10	71.14	22.55
000617.SZ	中油资本	8.94	-5.4%	1,130.20	26.24	1.08
600061.SH	国投资本	7.28	-5.6%	465.48	13.43	0.87

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 2025/11/21）

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)
HUIZ.O	慧择	USD	3.32	5.7%	0.33	13.26	0.58
WDH.N	水滴公司	USD	1.65	3.8%	5.97	9.56	0.85
XYZ.N	BLOCK	USD	61.95	2.4%	376.45	12.00	1.67
3360.HK	远东宏信	HKD	7.72	-0.6%	369.10	8.54	0.66
FUTU.O	富途控股	USD	161.52	-2.6%	224.74	17.81	4.80
2588.HK	中银航空租赁	HKD	68.85	-2.9%	477.83	7.56	0.94
0388.HK	香港交易所	HKD	409.20	-3.8%	5,187.99	30.16	9.59
NOAH.N	诺亚控股	USD	10.30	-5.2%	6.97	8.73	0.52
1833.HK	平安好医生	HKD	14.30	-6.4%	309.09	177.34	2.90
1299.HK	友邦保险	HKD	76.80	-6.7%	8,067.41	16.97	2.54
6060.HK	众安在线	HKD	14.97	-8.7%	252.22	18.92	1.07
AFRM.O	AFFIRM	USD	64.38	-8.7%	212.50	91.16	6.44
0966.HK	中国太平	HKD	18.00	-11.1%	646.92	7.92	0.87
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	107.30	-12.4%	964.83	43.98	11.26
TIGR.O	老虎证券	USD	8.24	-14.3%	14.64	12.45	1.94

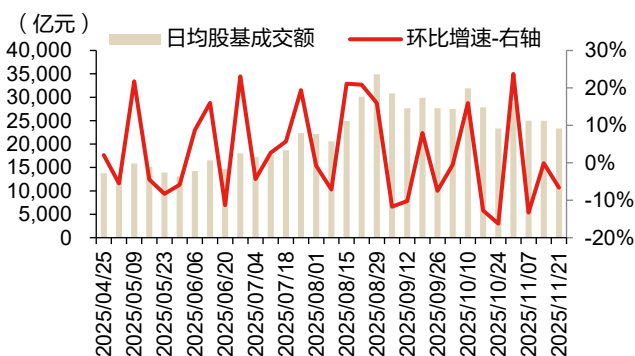
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.市场数据跟踪

经纪：上周市场股基日均成交额 23309 亿元，环比上一周降低 6.6%；上交所日均换手率 1.22%，深交所日均换手率 3.1%。

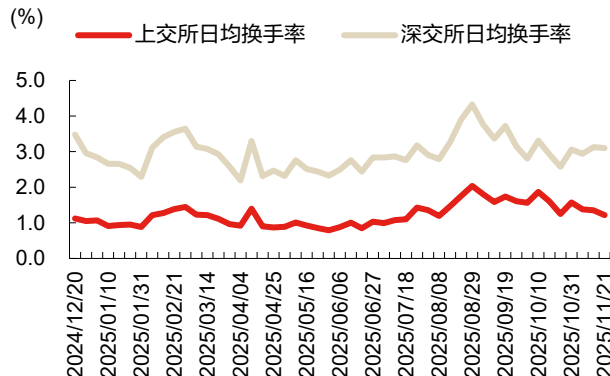
信用：两融余额 2.46 万亿元，环比上一周降低 1.3%，其中融资余额 2.45 万亿元，环比上一周降低 1.2%；融券余额 163 亿元，环比上一周降低 9.6%；股票质押市值 2.85 万亿元，环比上一周降低 6.5%。

图2 日均股基成交额表现



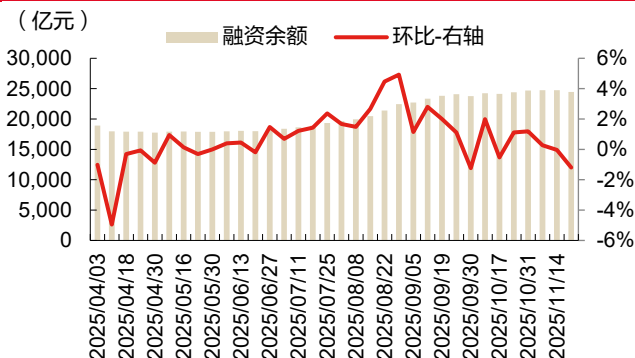
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



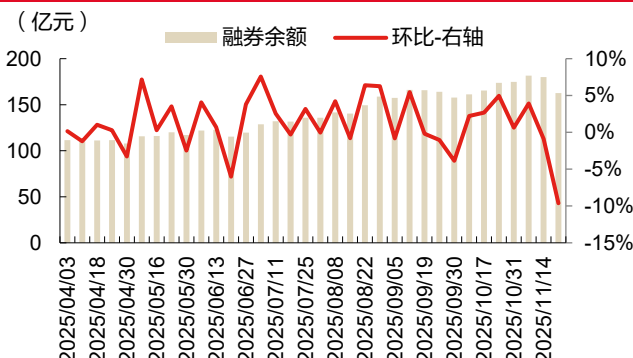
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



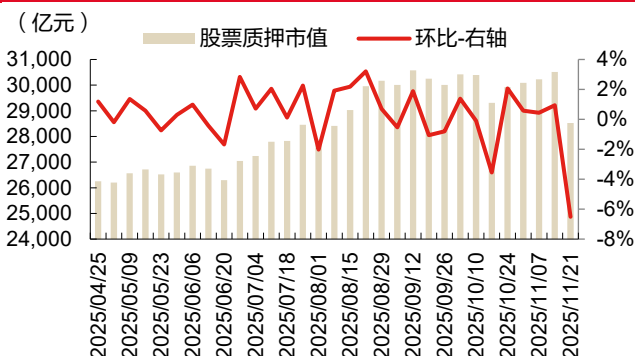
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



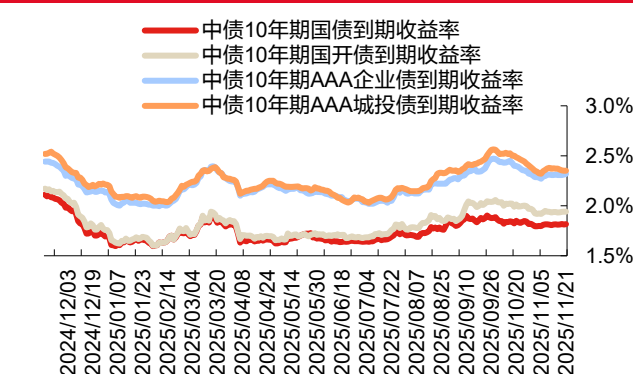
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



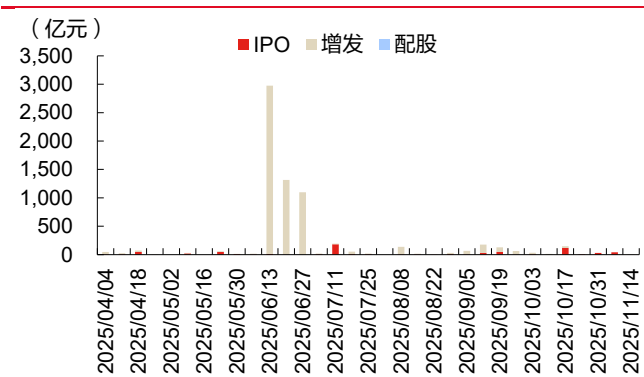
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

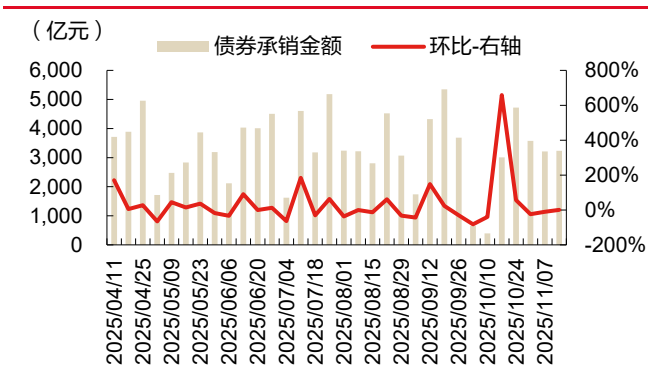
图8 股票承销金额表现



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
2025/11/18	金监总局	在海南召开外资金金融机构座谈会。李云泽局长表示，党的二十届四中全会对扩大高水平对外开放作出战略部署。11月6日，习近平总书记听取海南自由贸易港建设工作汇报并发表重要讲话。金融业要切实增强责任感、使命感，全力服务国家重大战略。外资金金融机构作为连接中国与世界经济的重要桥梁，要进一步坚定对中国经济高质量发展前景的信心，顺应大势、主动融入，更好分享中国发展红利。坚持科学的市场定位，专注主业、完善治理，充分发挥在财富管理、养老金融、绿色低碳、跨境服务等方面的专业优势，实现特色化经营、差异化发展。深刻把握重大机遇，积极服务海南跨境金融需求，引荐更多优质国际企业到海南投资兴业，引入更多专业人才，有力支持海南自由贸易港建设和高质量发展。金融监管总局将坚决贯彻习近平总书记关于高标准建设海南自由贸易港的重要指示批示精神，认真落实党中央、国务院有关决策部署，着力打造市场化、法治化、国际化营商环境，推动更多金融改革开放措施在琼先行先试，全力支持把海南自由贸易港打造成为引领我国新时代对外开放的重要门户。
2025/11/21	财政部、证监会	发布《关于开展会计师事务所从事H股企业审计业务名单增补工作的通知》。在目前10家从事H股企业审计业务的会计师事务所基础上，推荐增补两家符合要求的会计师事务所加入H股企业审计业务名单。申请加入H股企业审计业务名单的会计师事务所应当满足已完成从事证券服务业务备案、业务收入和注册会计师人数达到一定水平、内部治理相关制度健全并有效执行、在香港发展有成员所或与香港会计师事务所同为某一国际会计网络的成员所等基本要求。
2025/11/21	精算师协会	发布《人身保险产品费用分摊指引》。《指引》立足行业人身保险产品费用分摊工作实际，并结合“报行合一”要求进一步细化，明确了费用的定义、分类和分摊范围，提供了费用归集、认定与分摊的方法，可进一步提升保险公司费用管理的科学性与合理性，夯实精细化管理基础。《指引》为身保险业费用分摊提供了科学指导，有助于保险公司持续提升费用管理水平，更好地执行“报行合一”政策，促进行业公平竞争与平稳健康发展。

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