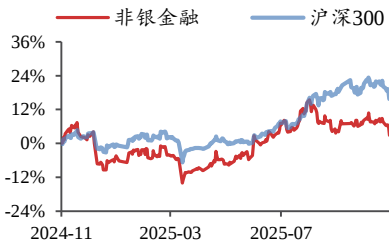


非银金融

2025 年 11 月 23 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《并购实现资本金跃升，综合实力向国际一流投行迈进——中金公司筹划收购东兴证券、信达证券点评》-2025.11.20

《3 季度险企权益配置提升明显，积极备战开门红——行业周报》-2025.11.16
《券商保险 3 季报超预期，公募基金新规防范风格漂移——行业周报》-2025.11.2

开门红展望乐观，人身险产品费用分摊指引发布

——行业周报

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 周观点：开门红展望乐观，人身险产品费用分摊指引发布

本周证券板块/保险板块分别下跌 4.89%/3.03%，股市整体调整带来非银金融板块承压，保险板块跑赢沪深 300 指数的-3.77%。险企积极备战 2026 年开门红，负债端新单和价值率展望良好，长端利率底部企稳支撑资产端逻辑，看好低估值保险标的。券商板块业绩延续高景气，看好低估值龙头券商。

● 保险：2026 年开门红展望乐观，人身险产品费用分摊指引发布

（1）11 月 21 日，为更好地落实“报行合一”相关要求，精算师协会发布了《人身保险产品费用分摊指引》，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。我们认为，在各渠道“报行合一”持续推进下，寿险行业费用率有望持续压降，利好股东价值提升。（2）险企积极备战 2026 年开门红，在“挪储需求”释放、头部险企银保合作网点和人力扩张的推动下，预计银保渠道延续较快增长态势，同时分红险转型有望持续见效，健康险新规有望带动相关产品占比提升。预定利率调降和报行合一利于价值率改善，负债端展望良好；长端利率底部企稳，下行风险可控，权益市场向好和险企增配权益资产为资产端收益率带来支撑，负债成本压降利于负债成本改善，中长期维度看险企利差有望持续改善，带动 ROE 中枢和估值回升，H 股配置价值相对较高，推荐中国人寿 H、中国平安和中国太保。

● 券商：中金拟吸收合并信达证券和东兴证券，国泰海通拟收购印尼证券公司

（1）本周日均股基成交额 2.33 万亿，环比-6.6%。中证报报道，11 月 21 日，16 只硬科技主题基金同日获批，包括首批 7 只科创创业人工智能 ETF、3 只科创板芯片 ETF、4 只科创板芯片设计主题 ETF，以及 2 只科技主题主动权益基金。（2）11 月 19 日晚中金公司公告，筹划通过 A 股股票换股方式吸收合并东兴证券、信达证券。公司计划通过重组各方能力资源、优势互补，力争实现规模经济和协同效应，提升股东回报水平。国泰海通 11 月 17 日晚公告，董事会审议通过境外子公司收购印尼证券公司的议案。这是国泰海通继布局新加坡、越南之后，再次落子东南亚。（3）大财富管理、海外、投行和衍生品等核心业务有望接棒经纪和自营，持续驱动券商盈利改善，内生增长导向下本轮头部券商 ROE 有望明显扩张，板块估值仍在低位，继续看好战略性增配机会。三条主线：推荐海外和机构业务优势突出的华泰证券、中金公司、国泰海通；大财富管理优势突出的广发证券、东方证券 H；零售优势突出、受益于海南跨境资管试点的国信证券。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国人寿 H，中国平安，华泰证券，国泰海通，国信证券，广发证券，东方证券 H，中金公司 H；中国太保，江苏金租，香港交易所。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn