



内部编号:2025050061

国联民生证券股份有限公司

及其发行的公开发行债券

定期跟踪评级报告

项目负责人: 王春苗  wangchunmiao@shxsj.com
项目组成员: 高飞  gaofei@shxsj.com
评级总监: 熊荣萍 
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025)100019】

评级对象: 国联民生证券股份有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
22 国联 02	AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 12 月 31 日			
22 国联 03	AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 4 月 21 日			
22 国联 04	AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 20 日			
22 国联 05	AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 9 月 23 日			
23 国联 02	AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 4 月 17 日			
22 国联 C2	AAA/稳定/AA+/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2022 年 8 月 3 日			
23 国联 C1	AAA/稳定/AA+/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 3 月 24 日			
23 国联 C2	AAA/稳定/AA+/2025 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 7 月 7 日			

跟踪评级观点

主要优势:

- 外部支持。作为国联集团下属金融类核心子公司之一,国联民生证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。
- 区域市场竞争优势。国联民生证券特许经营资质较为齐全,作为无锡市本土证券公司,公司在江苏省特别是无锡市具有一定竞争优势。
- 融资渠道畅通。国联民生证券是 A+H 股两地上市公司,资本实力较强,融资渠道畅通,有利于后续业务的开展。

主要风险:

- 宏观经济风险。当前我国经济伴随的区域结构性风险、产业结构性风险以及国际不确定性冲击因素风险仍存在,证券业运营风险较高。
- 市场竞争风险。国内证券公司同质化竞争较严重,同时,互联网金融发展对证券公司业务构成冲击,国联民生证券作为处于行业中游水平的区域性券商,将持续面临激烈的市场竞争压力。
- 盈利波动性较大。国联民生证券经纪业务、信用交易业务及证券投资业务均易受市场环境等因素影响,营收及盈利波动性较大。
- 证券投资业务风险。近年来,国联民生证券证券投资业务中债券投资及股权衍生品投资规模较大。在国内债券市场信用事件频发及股市波动性加大的情况下,公司证券投资业务风险管理能力将持续面临挑战。

跟踪评级结论

通过对国联民生证券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持其 AAA 主体信用等级。认为上述公开发行公司债券还本付息安全性极强,并维持上述公开发行公司债券 AAA 信用等级;认为上述公开发行次级债券还本付息安全性较强,并维持上述公开发行次级债券 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计国联民生证券信用质量在未来 12 个月持稳，给予其主体信用评级展望为稳定。

遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司经营规模或市场地位显著下滑；
- ② 有证据表明外部支持方的支持能力或意愿出现明显弱化；
- ③ 公司财务状况出现明显恶化。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年一季度/末
总资产（亿元）	743.82	871.29	972.08	1745.18
总资产*（亿元）	635.85	780.83	826.43	1428.98
股东权益（亿元）	167.61	181.24	189.48	509.81
净资本（亿元）	163.59	149.02	163.43	497.55
营业收入（亿元）	26.23	29.55	26.83	15.62
净利润（亿元）	7.67	6.75	4.06	3.79
资产负债率*[%]	73.64	76.79	77.07	64.32
短期债务/有息债务[%]	48.94	46.29	53.52	64.61
净资本/自营证券[%]	36.59	28.96	32.95	21.26
货币资金*/短期债务[%]	11.07	14.65	15.12	14.52
流动性覆盖率[%]	160.06	167.36	161.85	237.79
风险覆盖率[%]	192.35	173.98	233.70	299.60
资产管理业务手续费净收入/营业收入[%]	7.39	14.99	24.61	10.38
综合投资收益/营业收入[%]	46.23	62.48	72.26	-
业务及管理费/营业收入[%]	62.55	72.83	86.54	68.59
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.51	0.66	2.26	-
平均资产回报率[%]	1.30	0.95	0.51	-

注：根据国联民生证券经审计的 2022-2024 年财务报表及未经审计的 2025 年一季度财务数据、2022-2024 年末及 2025 年 3 月末母公司净资本数据等整理、计算；行业数据取自中国证券业协会官方网站。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（证券行业）FM-JR002（2022.12）

评级要素		风险程度
初始信用级别		aa
调整因素	合计调整	0
	其中：①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③其他因素	0
个体信用级别		aa
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AAA

调整因素：无

支持因素：(+2)

作为国联集团下属金融类核心子公司之一，国联民生证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2024 年/末主要经营及财务数据					
	股东权益 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债率* (%)	平均资产回报率 (%)	风险覆盖率 (%)	净稳定资金率 (%)
东吴证券	422.59	23.89	67.98	1.85	234.70	142.31
华安证券	225.22	14.89	71.58	2.08	231.97	160.03
南京证券	182.23	10.09	65.70	2.02	459.96	229.45
国联民生证券	189.48	4.06	77.07	0.51	233.70	165.88

注 1：东吴证券全称为东吴证券股份有限公司，华安证券全称为华安证券股份有限公司，南京证券全称为南京证券股份有限公司。

注 2：风险覆盖率及净稳定资金率为母公司口径，其余指标为合并口径。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照国联民生证券股份有限公司¹（以下简称“国联民生证券”或“公司”）发行的国联证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“22国联02”）、国联证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“22国联03”）、国联证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（以下简称“22国联04”）、国联证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（以下简称“22国联05”）、国联证券股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“23国联02”）、国联证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行次级债券（第二期）（以下简称“22国联C2”）、国联证券股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）（以下简称“23国联C1”）及国联证券股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行次级债券（第二期）（以下简称“23国联C2”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的2024年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至2025年4月末，国联民生证券已发行尚未偿付的债券余额为239.00亿元，明细情况详见下表。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 国联民生证券未偿还债券情况（单位：亿元，%）

债券名称	发行规模	票面利率	起息日	备注
22国联02	10.00	3.80	2022-03-23	将于2027-03-23到期
22国联03	10.00	3.60	2022-04-28	将于2027-04-28到期
22国联04	11.00	2.99	2022-06-07	将于2025-06-07到期
22国联C2	15.00	3.10	2022-08-11	将于2025-08-11到期
22国联05	10.00	2.70	2022-11-11	将于2025-11-11到期
23国联C1	10.00	3.65	2023-04-17	将于2026-04-17到期
23国联02	13.00	3.15	2023-04-25	将于2026-03-18到期
23国联C2	10.00	3.28	2023-07-21	将于2026-07-21到期
23国联F1	20.00	2.89	2023-08-25	将于2026-08-25到期
23国联F2	30.00	3.14	2023-10-20	将于2026-10-20到期
24国联01	15.00	2.80	2024-01-22	将于2027-01-22到期
24国联C1	15.00	2.83	2024-02-23	将于2027-02-23到期
24国联02	20.00	2.79	2024-04-01	将于2031-04-01到期
24国联03	20.00	2.20	2024-11-13	将于2027-11-13到期
24国联C2	15.00	2.14	2024-12-04	将于2027-10-13到期
25国民01	15.00	2.13	2025-03-06	将于2028-03-06到期

资料来源：国联民生证券

¹ 公司原名“国联证券股份有限公司”，于2025年2月7日更名为“国联民生证券股份有限公司”。

发行人信用质量跟踪分析

数据基础

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对国联民生证券 2022-2023 年财务报表进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）以及其后颁布及修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他规定，并按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定（2023 年修订）》以及《关于印发〈证券公司财务报表附注编制的特别规定（2018）〉的通知》（会计部函[2018]590 号）等适用的相关规定披露有关财务信息。公司自 2024 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 17 号》，该会计政策变更对公司财务报表无重大影响。跟踪期内，公司可比期间数据未发生变化。

截至 2024 年末，国联民生证券纳入合并范围的子公司共 6 家，跟踪期内合并范围未发生变化。

图表 2. 国联民生证券主要控股和参股公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间	是否并表
国联通宝资本投资有限责任公司	国联通宝	6.00	100.00	投资管理	2010.01	是
国联民生证券承销保荐有限公司 ²	国联民生承销保荐	2.00	100.00	承销保荐	2011.04	是
无锡国联创新投资有限公司	国联创新	5.00	100.00	股权投资	2019.07	是
国联证券（香港）有限公司	国联香港	港元 3.00 亿	100.00	证券业务	2020.02	是
国联基金管理有限公司	国联基金	7.50	75.50	公募基金	2013.05	是
国联证券资产管理有限公司	国联资管	10.00	100.00	资产管理	2023.09	是
中海基金管理有限公司	中海基金	1.47	33.41	基金、资管	2004.03	否

资料来源：国联民生证券（截至 2024 年末）

此外，2025 年一季度，国联民生证券完成发行股份购买民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）股权并募集配套资金事项，公司获得民生证券 99.26% 的股权，成为民生证券的控股股东，并将民生证券纳入合并范围内。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2025 年第一季度，我国经济增长好于目标但短期内面临的压力仍不小，在超常规调节与全面扩内需支持下，经济增长有望维持稳定，长期向好的趋势保持不变。

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增长好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服

² 国联民生证券承销保荐有限公司原名华英证券有限责任公司，2025 年 4 月更为现名。

务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025年有望维持经济增速稳定：加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

我国证券业受到高度监管，整体信用质量较为稳定；但证券公司对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度仍较高，经营业绩受市场周期影响较大。

我国证券业受到高度监管，证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司设立和业务实施特许经营。近年来，证券行业监管重点集中在加强监管执法、建立严格和规范的法律制度环境，放开准入、扩大开放等方面，证券行业以及金融市场的规范程度不断提升。证监会提出做大做强投资银行的中长期目标，行业集中度或将进一步提升；行业内竞争将依托于各证券公司定位在细分市场展开。各证券公司业务转型持续推进，发展非通道类业务，但对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度仍较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。

2024年，A股市场波动加剧，上半年先抑后扬，下半年经历调整后，随着政策发生积极变化而快速反弹。市场交投活跃度同比上升，但前三季度指数宽幅震荡背景下交易额不如上年同期水平；债券发行规模小幅增长，二级市场交投活跃。2024年前三季度证券公司营收和利润较去年同期有所下降；四季度，A股市场成交额同比和环比均大幅增长，沪深两市主要指数亦在高位震荡，将对证券公司2024年全年营收和利润形成支撑。2024年以来，证券公司总资产规模仍呈增长趋势，得益于盈利积累，证券行业净资产亦有所增长。随着股票市场指数的波动以及固定收益和衍生品投资规模的增加，证券公司资产端自营及交易业务规模逐年增长，受股票质押业务规模的回落及两融业务规模波动影响，资本中介业务融出资金规模有所波动；负债端为满足相应业务规模增长及流动性需求，债务规模整体呈现上升趋势。

展望2025年，在宏观政策更加积极的背景下，权益市场收益率或将有所提升，同时仍需警惕阶段性震荡，且经济结构转型下市场的结构性行情将成为常态。影响债市波动的核心因素仍将是经济修复进程与宏观政策力度，预计债市利率仍将处于下行区间，但债市波动幅度预计将加大。预计经纪业务和资本中介业务将有一定支撑，IPO节奏变化将影响投行业绩；权益市场收益率有望同比改善，但较大的波动性和持续的结构行情将使得权益类投资收益与风险并存，资产配置压力使得证券公司固收类自营投资交易杠杆较高，同时部分信用下沉较大的证券公司面临信用管理压力；资产管理业务主动管理能力仍需持续加强。资本中介业务和自营投资及交易业务使得证券公司资金需求仍较为旺盛，证券行业整体债务规模亦呈上升趋势；证券公司债务规模的逐步加大将持续挑战其流动性管理能力。

详见[《证券行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》](#)

2. 业务运营

国联民生证券特许经营资质较为齐全，业务规模处于行业中游水平。证券经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务是公司收入和利润的主要来源，资产管理与投资业务对公司的营业利润贡献持续提升。公司业务主要分布在江苏地区，在江苏省特别是无锡市具有一定的区域竞争力。跟踪期内，公司经纪及财富管理业务和资产管理与投资业务收入及利润保持增长，其他业务板块营业收入均有不同程度减少，其中证券投资业务板块营业收入降幅较大，致使公司收入及利润整体下滑。公司股权衍生品业务发展较快，市场波动对其资产公允价值以及收益的影响较大。公司固定收益类投资规模较大，在债券市场信用事件频发的环境下，公司对固定收益投资信用风险的管理压力亦持续上升。信用交易业务方面，公司压降股票质押业务存量规模并审慎开展新业务，信用风险有所缓解。

国联民生证券特许经营资质较为齐全，具有较好的业务发展基础，业务规模及盈利能力居行业中游水平。近年来，公司通过不断增强经营管理水平，提升综合竞争实力，逐渐成长为具有区域优势的综合性证券公司。

从业务种类来看，跟踪期内，国联民生证券经纪及财富管理业务和资产管理与投资业务收入及利润规模保持增长，其他各业务板块营业收入均有不同程度下滑。具体来看，得益于股基交易额的回升及佣金率的提高，公司代理买卖证券业务实现较好收入，当年经纪及财富管理业务板块营业收入同比增长 31.21%，营业利润大幅增长。信用交易业务方面，2024 年末公司两融业务规模回升，但受融资融券业务利率及股质业务规模下降影响，公司信用交易业务板块收入同比减少 23.14%。公司证券投资业务规模小幅下降，跟踪期内公司固定收益类投资及权益类投资业务实现较好收益，场外衍生品业务产生亏损，证券投资业务板块收入及利润均有明显下降。受 IPO 发行节奏放缓及债券承销规模下降影响，公司投资银行业务板块收入及利润降幅较大。公司资管子公司国联证券资产管理有限公司（以下简称“国联资管”）于 2024 年 5 月开始展业，当年资产管理业务规模及收入均保持较好增长，同时子公司国联通宝资本投资有限责任公司（以下简称“国联通宝”）私募股权业务收入较为稳定，公司资产管理与投资业务板块收入及利润大幅增加。综合而言，公司经纪及财富管理业务、信用交易业务、资产管理与投资业务和证券投资业务对公司盈利贡献度较高，受证券投资业务收入下降及人员成本上升影响，2024 年公司营业收入及营业利润均同比下降。

图表 3. 国联民生证券主业基本情况（单位：亿元、%）

业务	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入						
经纪及财富管理业务	7.77	29.61	7.49	25.33	9.82	36.61
信用交易业务	3.18	12.11	3.32	11.23	2.55	9.51
投资银行业务	5.13	19.57	5.17	17.49	3.40	12.68
证券投资业务	6.32	24.10	6.75	22.84	2.17	8.11
资产管理与投资业务	1.97	7.49	4.67	15.80	7.07	26.35
其他	2.02	7.70	2.23	7.56	2.16	8.04
分部间相互抵减	-0.15	-0.59	-0.08	-0.26	-0.35	-1.30
总额	26.23	100.00	29.55	100.00	26.83	100.00
营业利润						
经纪及财富管理业务	2.06	21.35	0.84	10.32	3.02	83.72
信用交易业务	2.99	31.07	3.23	39.83	2.50	69.33
投资银行业务	1.24	12.85	0.63	7.74	0.03	0.78
证券投资业务	5.29	54.95	5.74	70.69	0.85	23.63
资产管理与投资业务	0.92	9.59	0.91	11.16	1.38	38.22
其他	-2.72	-28.21	-3.15	-38.78	-3.99	-110.79
分部间相互抵减	-0.15	-1.61	-0.08	-0.96	-0.18	-4.88

业务	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合计	9.63	100.00	8.12	100.00	3.60	100.00

资料来源：国联民生证券

(1) 业务基础

国联民生证券营业网点集中在无锡市及江苏省内，并在全国范围内进行适当布局。截至 2024 年末，公司共有 16 家分公司及 82 家证券营业部。其中，位于江苏省内的证券营业部合计 51 家，主要分布于无锡、南京、苏州并实现对江苏省内各市的覆盖；无锡市内合计 3 家分公司，分别为宜兴分公司、江阴分公司和无锡分公司，上述各县级市范围内分别有 7 家、4 家及 20 家证券营业部。江苏省外营业部 31 家，主要分布于上海、北京、浙江等 10 个省（市、自治区）。整体来看，公司营业网点呈现以无锡及江苏省为重心，并向其他省、市、自治区不断辐射的格局。互联网渠道方面，跟踪期内公司加强线上业务布局，进一步完善“好医生”服务体系，初步形成业务模式和盈利模式。

图表 4. 国联民生证券营业部数量及分布情况

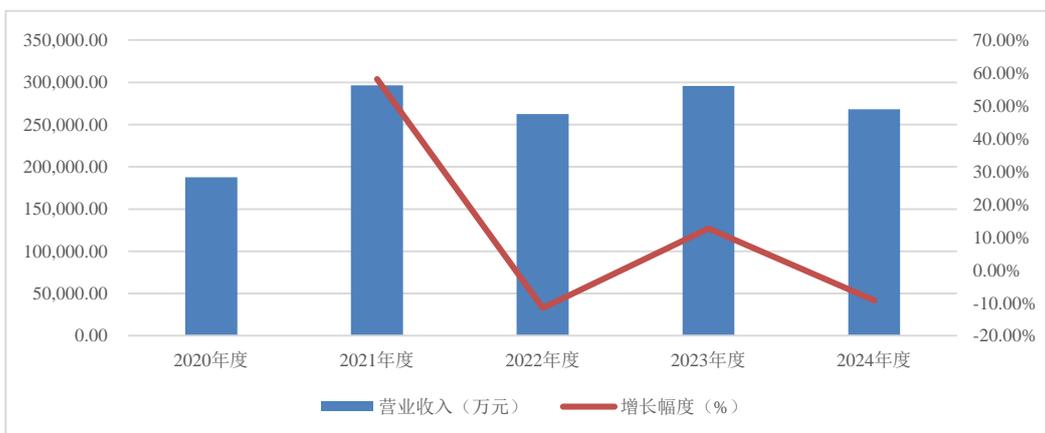
项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
营业网点（个）	87	86	82
其中：江苏省内	58	56	51
——无锡	21	21	20
——宜兴	8	8	7
——江阴	6	4	4
江苏省外	29	30	31

资料来源：国联民生证券

(2) 市场地位

近年来，受市场行情影响，国联民生证券营业收入波动幅度较大。2022 年证券行业业绩整体下滑，公司营业收入降幅较大。2023 年以来，得益于资本市场修复，公司各项业务收入均有不同程度回升，同时公司合并国联基金后并表收入范围有所扩大，当年公司营业收入大幅增长。2024 年，除经纪及财富管理业务和资产管理与投资业务外，公司其他各业务板块营业收入规模均有不同程度下滑，其中证券投资业务收入降幅较大，公司营业收入同比下降。2024 年，公司实现营业收入 26.83 亿元，同比减少 9.21%。

图表 5. 国联民生证券营业收入情况



资料来源：国联民生证券

国联民生证券各业务条线行业排名均处于中游水平，近年来业务排名相对稳定。随着行业景气度提升、资本市场改革创新持续深化影响以及公司各项业务规模进一步扩张，公司竞争力将进一步提升。

经纪及财富管理业务是国联民生证券营业收入的主要来源之一。跟踪期内，公司围绕零售、机构、企业

三类客群，搭建买方视角的服务体系，建立了以资产配置为核心、账户管理为基础的零售业务体系，以综合化经营为核心的机构客户服务体系，以企业家办公室为轴心的企业客户服务体系。公司客户规模保持增长，2024 年公司新增客户数 21.86 万户，累计总客户数 195.50 万户，同比增长 12.59%。跟踪期内，A 股市场先抑后扬，债市震荡走强，两市股基交易额有所回升，公司全年股基交易额随之增加。2024 年，公司股基交易额为 2.48 万亿元，同比增长 12.41%。公司经纪业务佣金率略有回升，2024 年公司实现代理买卖证券业务净收入 5.11 亿元，同比增长 34.50%。基金投顾业务方面，截至 2024 年末，公司基金投顾业务保有规模 92.38 亿元，同比增长 40.10%。

信用交易业务是国联民生证券重要的利润贡献点之一。融资融券业务方面，2024 年监管机构进一步强化了对融资融券业务的监管，政策环境不断完善。跟踪期内，公司融资融券业务不断优化客户分类分层，完善价值体系，稳固存量客户，强化新客开发竞争优势及能力，融资融券业务保持增长，期末融资融券业务余额 115.27 亿元，较上年末增长 12.84%。2024 年公司实现融资融券业务收入 5.26 亿元，同比减少 13.19%，主要受融资融券利率下降影响。股票质押式回购业务方面，跟踪期内，公司根据市场情况在稳健、审慎原则下展业，期末股权质押业务余额有所下降。2024 年末，公司股票质押式回购业务本金余额 15.21 亿元，较上年末减少 8.73 亿元；公司当年实现股票质押式回购利息收入 0.69 亿元，同比下降 31.47%。

国联民生证券的证券投资业务包括固定收益类投资、权益类投资和量化及衍生品类投资，其中固定收益类投资是公司证券投资业务的主要投资方向。2024 年末，公司证券投资规模为 496.06 亿元，较上年末下降 3.60%。公司固定收益业务已形成多品种多策略体系，持仓债券以利率债和 AA+及以上信用债为主，信用债主要分布在金融业和建筑业。2024 年末，公司债券投资业务规模为 288.09 亿元，较上年末减少 1.84%。权益类投资方面，公司始终以绝对收益为目标，坚持价值投资理念，以基本面研究为抓手，在兼顾风险和收益的同时稳健开展业务。跟踪期内，公司权益类投资业务以红利价值股配置为基础，并精选成长股，根据市场波动情况进行仓位调整，期末股票投资规模小幅增长。衍生品投资方面，近年来公司不断进行产品创新，股权衍生品投资规模增长较快，2024 年因公司投资的雪球产品受市场行情影响产生大幅波动，公司为控制风险主动压降衍生品业务规模。2024 年末，公司股票投资规模合计 71.77 亿元，较上年末增长 4.02%，其中持有的高股息股票公允价值 52.01 亿元，其他主要为交易性股票以及股权衍生品业务持有的股票；基金投资规模合计 53.77 亿元，较上年末减少 41.92%，主要为股权衍生品投资业务的对冲基金、量化私募基金和指数基金，以及公司为进行流动性管理配置的货币基金和债券基金；期末衍生金融资产公允价值为 9.23 亿元，较上年末下降 47.16%。2024 年，公司固定收益类投资及权益类投资业务均实现较好收益，投资收益及其他权益工具投资公允价值变动收益大幅增长，但衍生金融工具产生较大规模的公允价值变动净亏损，当期综合投资收益为 19.39 亿元，同比小幅增长 5.00%，综合投资收益率相对稳定。

国联民生证券通过全资子公司国联民生证券承销保荐从事投资银行业务，包括股权融资业务、债券融资业务和财务顾问业务。跟踪期内，A 股股权融资市场发行节奏延续趋缓态势，债券发行市场竞争激烈，当年国联民生承销保荐股权及债券承销金额均有所减少。2024 年，国联民生承销保荐股权承销金额为 26.50 亿元，同比下降 33.01%；债券承销金额 402.68 亿元，同比下降 21.93%。财务顾问业务方面，2024 年国联民生承销保荐完成财务顾问项目 156 单，其中并购重组项目 10 单，推荐新三板挂牌项目 4 单。2024 年，公司实现投资银行业务净收入 3.39 亿元，同比下降 30.70%。

资产管理业务方面，国联民生证券子公司国联资管于 2024 年 5 月正式展业。跟踪期内，国联资管把握财富管理转型发展机遇，以客户需求为核心，搭建了覆盖全生命周期匹配不同风险偏好的产品体系，固收、多元配置、权益与衍生品、ABS 等多项业务实现了协同发展。2024 年国联资管平均受托资产管理规模 1217.16 亿元，同比增长 16.42%。具体来看，2024 年末公司资产管理业务期末受托资金 1425.33 亿元，其中公募基金（含大集合）、集合资产管理计划、单一资产管理计划及专项资产管理计划规模分别为 110.84 亿元、491.25 亿元、402.40 亿元和 420.84 亿元。从资管计划底层资产来看，公司管理的资产管理计划底层资产主要为债券、股票、基金、ABS 等，其中固收类投资为主要的投资方向。2024 年末，公司资产管理业务年末主要受托资产初始成本为 1971.79 亿元，其中债券和 ABS 占比分别为 46.20%和 20.30%。具体来看，底层债券投资以利率债和城投债为主，城投债发行主体区域分布较为分散；ABS 底层资产以消费金融贷款和融资租赁资产为主。2024 年，公司实现资产管理业务净收入 2.53 亿元，同比增长 21.82%。

公募基金业务方面，国联民生证券主要通过子公司国联基金开展公募基金业务。截至 2024 年末，国联基金资产管理总规模 1961.96 亿元，较上年末增长 31.88%，其中非货币公募基金管理规模 1323.36 亿元，较上年末增长 30.29%。2024 年，国联基金实现营业收入 4.32 亿元，净利润 0.62 亿元。此外，公司参股中海基金，持有中海基金 33.41% 的股权。2024 年，中海基金实现营业收入 1.25 亿元，净利润 365.14 万元。

私募股权投资业务方面，国联民生证券通过子公司国联通宝开展私募股权投资业务。2024 年国联通宝新设国联锡洲通瑞医疗投资（无锡）合伙企业（有限合伙）、沪苏国联策源（盐城）投资基金合伙企业（有限合伙）2 支基金，新增管理规模 4.40 亿元。截至 2024 年末，国联通宝存续备案基金 22 只，存续管理规模 65.90 亿元，累计投资 27.87 亿元。2024 年，国联通宝实现营业收入 2309.23 万元，净利润 327.33 万元。

（3）风险管理水平

国联民生证券建立了符合监管要求并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。公司全面风险管理框架包括四个层级：董事会及风险控制委员会、高级管理层及风险管理委员会、风险管理部及其他风险管理职能部门、部门内设的风险管理组织。2022-2024 年，公司的分类监管评级结果均为 A 类 A 级。

近年来，国联民生证券资产配置结构相对稳定，主要集中于证券投资业务条线及信用交易业务条线，其中固定收益投资规模占比较高。跟踪期内，公司主动压降衍生金融工具投资规模，股票投资规模保持增长，债券及基金投资规模有所减少，期末自营投资规模小幅下降；公司融资融券业务规模及占比随二级市场景气度变化有所波动，期末融出资金规模有所回升；公司审慎开展股票质押式回购业务，期末股票质押式回购资金余额相对稳定；公司大力开展债券质押式回购业务，期末买入返售金融资产规模增长较快。受限资产方面，2024 年末，公司所有权受限制的资产规模合计 227.81 亿元，占总资产的比重为 23.44%，主要为因卖出回购交易及债券借贷业务产生的受限资产，计入“交易性金融资产”及“其他债权投资”科目。

图表 6. 国联民生证券各类资产占总资产的比重情况

指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
货币资金*（%）	3.25	4.05	5.22
证券投资业务规模（%）	70.31	65.90	60.02
其中：债券（%）	42.77	37.59	34.86
股票（%）	6.19	8.84	8.68
基金（%）	15.90	11.86	6.51
其它（%）	5.45	7.62	9.97
买入返售金融资产（%）	5.13	6.80	12.67
其中：股票质押式回购（%）	3.42	1.71	1.61
融出资金（%）	13.86	12.97	13.98
小计（%）	92.56	89.72	91.90
总资产*（亿元）	635.85	780.83	826.43

资料来源：国联民生证券

（4）市场与信用风险

国联民生证券涉及市场风险的业务主要包括权益投资业务、固定收益业务、股权衍生品业务等境内外金融业务等。公司建立了自上而下的市场风险限额管理体系，将公司整体的风险限额分配至各业务部门及业务条线。业务部门作为市场风险的直接承担者和一线管理人员，对业务敞口和限额指标进行动态管理，风险管理部独立对公司整体的市场风险进行全面的评估、监测和管理，并将结果向公司管理层进行汇报。此外，公司通过每日计算损益、敞口、基点、久期、衍生品希腊字母等指标对市场风险进行全面监测，不断完善 VAR 和压力测试计量机制，对公司的潜在损失进行监控和分析；持续优化互换业务的损益分析和期权损益归因，提升风险管理的敏感性。

国联民生证券面临的信用风险主要来自固定收益投资业务，融资融券业务、股票质押回购交易、约定式购回交易等融资类业务，以及场外衍生品交易等涉及的交易对手违约风险等方面。公司针对不同的业务制定了不同的风险防范措施。针对固定收益投资业务信用风险，公司建立了交易标的债券产品库，对现券交易、债券回购交易、债券远期交易、债券借贷业务等相关交易业务的债券进行必要的尽职调查和内部评级，并建立了分层审批机制。对于交易标的债券产品库，公司建立了定期和不定期的跟踪机制，持续跟踪信用状况变化情况。同时，公司建立了单一主体集中度、行业集中度等信用风险指标体系。针对融资类业务信用风险，公司建立了严格的分层审查评估机制，形成了多级审批和授权机制。通过分析融资方的股东背景、经营情况、财务状况等判断融资方的信用风险水平，对于质押标的的评估，通过定性和定量相结合的形式，分析质押标的的质量，并根据标的的流动性指标、市场表现等指标进行量化测算。同时，公司建立了多方面的融资类业务指标体系，包括集中度指标、维保比例、预警平仓线、质押率上限以及单客户授信额度等，并通过及时的盯市管理来管理信用风险敞口。

近年来，国联民生证券通过并购、新设子公司等方式扩大业务范围及规模，净资本耗用较快。2024年，得益于经营积累及发行次级债补充净资本，期末公司净资本规模有所回升。公司自营证券投资规模较大，2024年公司主动压降衍生品投资规模，债券投资规模也有所减少，期末自营证券投资规模小幅下降，公司净资本对自营证券的覆盖率回升，风险覆盖率随之上升。固定收益类投资方面，2024年末，公司自营业务中固定收益类投资（含债券、票据及资产支持计划）规模为313.12亿元，占证券投资业务规模的63.12%，其中利率债占比21.29%，AA+及以上信用债占比70.57%。此外，近年来公司股权衍生品业务发展较快，衍生金融工具公允价值受市场波动影响较大，公司自营业务综合投资收益随之波动。

信用交易业务方面，2024年末，国联民生证券融资融券余额为115.27亿元，较上年末增长12.84%；股票质押式回购业务本金余额为15.21亿元，较上年末下降36.47%。跟踪期内，公司股票质押式回购业务审慎展业，近三年股质业务无新增不良，业务风险水平整体有所下降。

自营业务风险资产方面，受市场信用风险持续暴露影响，国联民生证券固定收益类投资中部分持仓债券出现逾期或违约，其中规模较大的为华夏幸福债券，初始投资成本为1.65亿元，累计公允价值变动合计-1.54亿元，2024年末账面价值0.11亿元。针对华夏幸福相关违约债券，公司根据外部第三方估值进行定期估值，并将持续关注剩余债券的处置进展。除华夏幸福债券外，2024年末公司其他违约债券账面价值（含利息及利息调整）为0.03亿元，减值准备余额为0.18亿元。

图表 7. 国联民生证券市场与信用风控指标（单位：%）

指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
净资本/自营证券	36.59	28.96	32.95
风险覆盖率	192.35	173.98	233.70

资料来源：国联民生证券

整体来看，国联民生证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理体系。公司固定收益类业务投资规模较大，在债券市场信用事件频发的环境下，较高的业务规模和投资杠杆将持续挑战公司的信用风险管理能力。公司股权衍生品业务发展较快，相应资产的公允价值及业务收益受市场波动影响较大。随着公司审慎开展信用交易业务，尤其是股票质押业务，公司信用交易业务风险得到较好控制。

（5）流动性风险

流动性风险是指国联民生证券无法以合理成本及时获得充足资金以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

针对流动性风险，国联民生证券公司建立每日头寸管理和定期流动性分析机制，对各业务资金使用规模进行动态管理，制定相应的融资计划，通过完善流动性应急计划、压力测试等，完善流动性风险日常管控机制。公司实施流动性风险限额管理，根据业务规模、性质、流动性风险偏好、市场情况等因素，设定流动性风险限额并对其执行情况进行监控。同时，公司还建立了流动性储备资产管理制度，通过持有充裕的可随时变现的优质流动性资产应对潜在资金需求。2024年末公司流动性风险监管指标（母公司口径）流动性覆盖率为161.85%，指标有所下降，但仍优于监管标准。

国联民生证券综合运用短期和中长期融资渠道筹措资金，包括开展债券卖出回购、转融通、债券借贷、债权收益权转让与回购、发行公司债券、发行收益凭证等方式。公司上市后，还可以公开或非公开发行股票、发行优先股、可转债等方式进行融资。公司短期债务以拆入资金和卖出回购金融资产为主，长期债务主要为应付债券。2024年末，公司拆入资金余额99.72亿元，较上年末增长87.66%，均为银行拆入资金；卖出回购金融资产款余额173.49亿元，较上年末增长20.30%；期末应付债券规模247.87亿元，较上年末减少1.10%。期限结构方面，2024年末公司短期债务增幅较大，长期债务规模有所回落，短期债务占有息债务的比重回升。公司持有有一定规模的货币资金*，近年来货币资金*对短期债务的覆盖率持续提升。

图表 8. 国联民生证券债务构成及债务覆盖情况

指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
短期债务（亿元）	186.78	216.02	285.38
有息债务（亿元）	381.67	466.64	533.25
短期债务/有息债务（%）	48.94	46.29	53.52
货币资金*/短期债务（%）	11.07	14.65	15.12
流动性覆盖率（%）	160.06	167.36	161.85

资料来源：国联民生证券

注 1：短期债务=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资券+其他负债中应计入部分；

注 2：有息债务=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资券+应付债券+长期借款+其他负债中应计入部分。

总体来看，国联民生证券通过多种融资手段来满足业务资金需求，近年来公司有息债务规模提升较快。鉴于融资融券等信用业务的波动以及自营投资业务将持续挑战公司的外部融资能力和风险管理能力，公司仍需持续加强流动性风险监控和流动性风险应急预案管理能力。

（6）操作风险

操作风险指在国联民生证券运营过程中，由于不恰当或失效的内部流程、人员和系统或外部事件导致公司发生损失的风险。针对操作风险，公司不断优化内控机制，针对性开展操作风险识别和有效性评估工作，持续开展各类业务评估、业务流程梳理与制度审核，规范业务流程，识别操作风险点，并形成控制方案，防范风险事件发生；持续收集整理内、外部风险事件，补充操作风险事件案例库。同时，公司建立了操作风险管理系统，实现操作风险三大工具的系统性管控。此外，公司通过内部培训、考核等多种方式不断强化各岗位人员的行为适当性与操作规范性，加强风险文化宣导，增强员工风险意识；完善风险应急处置预案并定期开展演练，确保设备、数据、系统的安全，防范信息系统故障造成的操作风险。

财务

国联民生证券盈利能力在行业内居中游水平，公司营业收入及净利润水平受市场行情影响较大。2024年，受证券投资业务收入降幅较大影响，公司营业收入同比下降。公司综合投资收益对营业收入贡献较高，但易受市场波动影响。成本费用方面，跟踪期内公司人员成本的增加带动业务及管理费的增长，当年净利润规模仍有下降。公司资本实力居行业中游水平，权益结构较为稳定。为满足业务发展需求，近年来公司债务规模持续增长，杠杆水平进一步提高。

1. 盈利稳定性

国联民生证券连续多年保持盈利，营业收入与净利润均处于行业中游水平。公司各项业务受市场行情影响较大，2024年公司因雪球产品集中敲入导致衍生品业务产生亏损，证券投资业务板块收入大幅下降，公司营业收入同比减少9.21%。受成本费用规模增长影响，2024年公司净利润降幅扩大。整体来看，公

司营业收入及净利润波动程度高于行业平均水平。

图表 9. 国联民生证券收入与利润情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入（亿元）	26.23	29.55	26.83
同比变动（%）	-11.59	12.68	-9.21
行业同比变动（%）	-21.38	2.77	11.15
净利润（亿元）	7.67	6.75	4.06
同比变动（%）	-13.66	-12.09	-39.78
行业同比变动（%）	-25.54	-3.15	21.35
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.51	0.66	2.26

资料来源：国联民生证券、中国证券业协会

近年来证券投资业务逐渐成为国联民生证券盈利的重要来源，但收益表现易受市场环境的影响。2024 年，公司固定收益类及权益类投资业务实现较好收益，虽然衍生品业务产生较大规模的公允价值变动亏损，但得益于投资收益的增长以及其他权益工具投资公允价值变动收益的增加，公司综合投资收益小幅上升 5.00%，综合投资收益对营业收入的贡献进一步提升。得益于前期在人力、研发方面的投入，公司资产管理业务保持较好的发展势头，近年来资产管理业务手续费净收入对公司营业收入的贡献度不断增长。

图表 10. 国联民生证券受托资产管理收入与综合投资收益对收入贡献情况（单位：%）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
资产管理业务手续费净收入/营业收入	7.39	14.99	24.61
综合投资收益/营业收入	49.16	62.48	72.26

资料来源：国联民生证券

2. 盈利效率

从成本及费用结构看，国联民生证券管理费用主要分布于人工成本。2023 年，受公司并表范围扩大以及业务规模拓展影响，公司人工成本及营销费用增长较快；2024 年，公司为进行业务转型发展引进人才并进行人员结构调整，人员成本进一步增长，带动业务及管理费用同比增长，业务及管理费占营业收入的比重持续上升。减值计提方面，2024 年公司其他债权投资规模有所下降，公司转回相应科目计提的减值，当年公司合计转回信用减值损失 0.20 亿元。整体来看，2024 年公司成本费用规模仍有增长，占营业收入的比重大幅提升，考虑到未来同业竞争加剧、业务扩张及业务转型需求等因素影响，公司面临较大的成本费用管控压力。

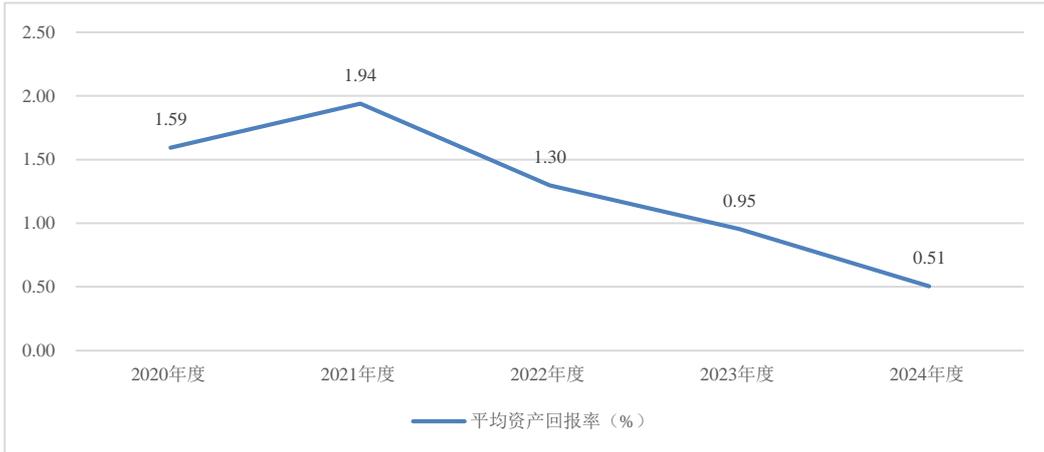
图表 11. 国联民生证券营业成本构成

指标	2022 年	2023 年	2024 年
业务及管理费用变动（%）	-5.57	31.20	7.88
业务及管理费/营业收入（%）	62.55	72.83	86.54
信用减值损失（亿元）	0.03	-0.29	-0.20

资料来源：国联民生证券

近年来，得益于并表范围扩大及业务规模增长，国联民生证券总资产规模快速增长。公司各项业务受市场环境的影响较大，2022 年净利润随行业趋势整体下滑；2023 年及 2024 年，公司营业收入受市场行情影响产生波动，且成本费用规模有所增长，公司净利润规模下降，平均资产回报率持续下行。

图表 12. 国联民生证券平均资产回报率情况



资料来源：国联民生证券

3. 资本与杠杆

经过多次增资扩股，国联民生证券资本实力逐步增强。公司资本实力在行业中居中游水平，资本补充渠道主要为股东投入资本及自身利润留存积累。2020 年上市融资及 2021 年非公开发行 A 股后，公司资本实力得到进一步增强，融资渠道亦得到拓宽。公司所有者权益主要分布于股本、资本公积、未分配利润及一般风险准备，2024 年末占所有者权益的比重分别为 14.94%、43.14%、17.88%和 11.62%，所有者权益结构相对稳定。

此外，国联民生证券于 2025 年一季度完成发行股份购买民生证券股权并募集配套资金事项。此次交易共发行新股 28.49 亿股，取得民生证券 99.26%的股权，并募集资金 20.00 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本增至 56.81 亿元，资本实力进一步提升。

净资本方面，2023 年国联民生证券并购国联基金，并设立资管子公司国联资管，使得公司期末净资本规模有所下降。2024 年，公司通过经营积累及发行次级债券补充净资本，期末净资本规模有所回升。为满足并购及业务开展需求，近年来公司债务融资规模保持增长，期末杠杆水平持续上升。

图表 13. 国联民生证券资本实力

指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
净资本（亿元）	163.59	149.02	163.43
资产负债率*（%）	73.64	76.79	77.07

资料来源：国联民生证券，中国证券业协会

注：本表中净资本为母公司口径。

调整因素

1. ESG 因素

国联民生证券控股股东为无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”），实际控制人为无锡市国资委。截至 2024 年末，国联集团直接持股 19.21%，通过其控制的国联信托股份有限公司、无锡市国联地方电力有限公司、无锡民生投资有限公司、无锡一棉纺织集团有限公司、无锡华光环保能源集团股份有限公司间接持股 29.40%，合计持股 48.60%，跟踪期内公司控股股东及实际控制人未发生变化。

此外，国联民生证券于 2025 年一季度完成发行股份购买民生证券股权并募集配套资金事项，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本增至 56.81 亿元，其中国联集团直接持股比例增至 23.86%，通过关联公司间接持股 14.65%，合计持股 38.52%，此次变更后公司控股股东及实际控制人未发生变化。

国联民生证券为 A+H 两地上市企业，公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规以及监管规定，建立了股东大会、董事会、监事会和管理层之间分权制衡的公司治理结构，其中股东大会是公司的权力机构。公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会共有 9 名董事，其中独立董事人数为 3 人；设董事长一人，由全体董事的过半数以上通过选举和罢免；董事长及董事任期 3 年，可以连选连任。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 人。根据公司于 2025 年 5 月披露的 2024 年度股东大会会议资料，公司将依据《公司法》《关于新<公司法>配套制度规则实施相关过渡期安排》等法律法规要求取消监事会，监事会相应职责后续将由董事会下设的审计委员会承接。公司设经理一名，由董事会聘任或解聘，经理每届任期 3 年，连聘可以连任；公司设董事会秘书一名，董事会秘书为公司的高级管理人员，对公司和董事会负责。

环境与社会责任方面，国联民生证券通过积极践行 ESG 理念，持续完善公司可持续发展管理体系，围绕 ESG 重点领域开展实践行动。公司于 2025 年 3 月发布《2024 年度国联民生证券股份有限公司可持续发展报告》，对可持续发展相关事项进行披露。

2. 其他因素

2024 年以来，国联民生证券持续推进并购民生证券相关事项。公司关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项于 2024 年 12 月 17 日获上海证券交易所审核通过，并于 12 月 27 日获中国证监会批复并完成注册。根据相关方案，公司拟通过发行 A 股股份的方式向国联集团、沅泉峪等 45 名交易对方购买其合计持有的民生证券 99.26% 股份，并向不超过 35 名特定投资者发行 A 股股份募集配套资金不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。2024 年 12 月 30 日，民生证券向公司签发《民生证券股份有限公司股权证》并将公司登记在股东名册中，公司获得民生证券 99.26% 股权，成为民生证券控股股东。截至 2024 年末，民生证券合并口径总资产规模 632.16 亿元，净资产 164.81 亿元；当年实现合并口径营业收入 30.71 亿元，净利润 5.57 亿元。

2025 年 1 月 3 日，国联民生证券发行股份购买资产的新增股份登记手续办理完毕，新增 A 股股份 26.40 亿元。2025 年 3 月 10 日，公司发行股份募集配套资金的新增股份完成登记手续，共发行新股 2.09 亿股，募集资金总额 20.00 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司 A 股股份总数 52.38 亿股，股份总数（含 H 股）56.81 亿股。

国联民生证券及其子公司与民生证券及其子公司主要在投资银行业务、资产管理业务、财富管理业务及投资交易业务等方面存在相似业务，公司承诺将在监管部门相关规定要求的时限内，通过进行资产和业务整合或采取其他合法方式，解决公司与公司控股子公司（包括民生证券）之间可能存在的利益冲突、同业竞争问题，包括国联基金管理有限公司与民生基金管理有限公司之间的利益冲突、同业竞争问题。公司整合进展及整合效果尚存在一定的不确定性，本评级机构将持续关注公司整合事项的后续进展及对公司经营情况及盈利情况的影响。

外部支持

国联民生证券的控股股东为国联集团。国联集团成立于 1997 年 12 月 16 日，是无锡市国资委出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有企业集团，业务包括环保能源板块、纺织板块、金融板块和物流服务及电子制造板块，其中金融业务是国联集团的核心产业，是国联集团收入和利润的重要来源。国联集团控股无锡市大部分地方国有非银行金融资产，重要金融板块子公司包括国联民生证券、国联信托有限公司、国联期货有限责任公司、国联财务有限公司、江苏资产管理有限公司和无锡联合融资担保股份有限公司等。业务支持方面，国联集团拥有众多下属公司和关联公司，行业涉及较广泛，能够为公司投资银行和研究等业务提供支撑。

国联集团资本实力强，截至 2024 年末，国联集团合并口径资产总额 2221.14 亿元，所有者权益 596.70 亿元；2024 年实现合并口径营业总收入 265.52 亿元，净利润 35.09 亿元。总体来看，公司能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持国联民生证券主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持前述公开发行公司债券信用等级为 AAA，维持前述公开发行次级债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年一季度/末	-
总资产 [亿元]	743.82	871.29	972.08	1745.18	-
总资产* [亿元]	635.85	780.83	826.43	1428.98	-
总负债* [亿元]	468.24	599.59	636.95	919.17	-
股东权益 [亿元]	167.61	181.24	189.48	509.81	-
归属于母公司所有者权益 [亿元]	167.61	177.69	185.84	504.90	-
营业收入 [亿元]	26.23	29.55	26.83	15.62	-
营业利润 [亿元]	9.63	8.12	3.60	4.97	-
净利润 [亿元]	7.67	6.75	4.06	3.79	-
资产负债率*[%]	73.64	76.79	77.07	64.32	-
净资本/总负债*[%]	34.94	24.85	25.66	54.13	-
净资本/有息债务[%]	42.86	31.93	30.65	60.84	-
短期债务/有息债务[%]	48.94	46.29	53.52	64.61	-
净资本/自营证券[%]	36.59	28.96	32.95	21.26	-
货币资金*/短期债务[%]	11.07	14.65	15.12	14.52	-
资产管理业务手续费净收入/营业收入[%]	7.39	14.99	24.61	10.38	-
综合投资收益/营业收入[%]	46.23	62.48	72.26	-	-
业务及管理费/营业收入[%]	62.55	72.83	86.54	68.59	-
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.51	0.66	2.26	-	-
营业利润率[%]	36.71	27.47	13.43	31.79	-
平均资产回报率[%]	1.30	0.95	0.51	-	-
平均资本回报率[%]	4.63	3.87	2.19	-	-
监管口径数据与指标	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年一季度/末	监管标准值
净资本 [亿元]	163.59	149.02	163.43	497.55	-
流动性覆盖率[%]	160.06	167.36	161.85	237.79	≥100%
风险覆盖率[%]	192.35	173.98	233.70	299.60	≥100%
净资本/净资产[%]	99.00	85.42	90.34	36.05	≥20%
自营权益类证券及证券衍生品(包括股指期货)/净资本[%]	48.76	52.91	44.82	38.17	≤100%
自营固定收益类证券/净资本[%]	232.66	264.15	244.41	235.45	≤500%

注：根据国联民生证券 2022-2024 年经审计的财务报表、未经审计的 2025 年一季度财务数据、2022-2024 年末及 2025 年 3 月末母公司净资产计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算；行业数据取自中国证券业协会官方网站。

指标计算公式

总资产* = 期末资产总额 - 期末代理买卖证券款 - 期末代理承销证券款 - 期末信用交易代理买卖证券款
总负债* = 期末负债总额 - 期末代理买卖证券款 - 期末代理承销证券款 - 期末信用交易代理买卖证券款
货币资金* = 期末货币资金 - 期末客户存款
短期债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末卖出回购金融资产 + 期末拆入资金 + 期末应付短期融资券 + 期末应付合并结构性主体权益持有者款项 + 其他负债中应计入部分
有息债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末拆入资金 + 期末卖出回购金融资产 + 期末应付短期融资券 + 期末应付债券 + 期末长期借款 + 期末应付合并结构性主体权益持有者款项 + 期末其他负债中应计入部分
综合投资收益 = 投资收益 - 长期股权投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益 + 公允价值变动收益 + 其他综合收益中应计入部分 + 利息收入中应计入部分
资产负债率* = 期末总负债* / 期末总资产* × 100%
净资产/总负债* = 期末净资产 / 期末总负债* × 100%
净资产/自营证券 = 期末净资产 / (期末交易性金融资产 + 期末债权投资 + 期末其他债权投资 + 期末其他权益工具投资 + 期末衍生金融工具) × 100%
短期债务/有息债务 = 期末短期债务 / 期末有息债务 × 100%
货币资金*/短期债务 = 期末货币资金* / 期末短期债务 × 100%
资产管理业务手续费净收入/营业收入 = 资产管理业务手续费净收入 / 营业收入 × 100%
综合投资收益/营业收入 = 综合投资收益 / 营业收入 × 100%
业务及管理费/营业收入 = 业务及管理费用 / 营业收入 × 100%
营收与利润波动性与行业倍数 = (近三年平均营收波动率*0.4 + 近三年平均净利润波动率*0.6) / (近三年行业平均营收波动率*0.4 + 近三年行业平均净利润波动率*0.6)
营业利润率 = 营业利润 / 营业收入 × 100%
平均资产回报率 = 净利润 / [(上期末总资产* + 本期末总资产*) / 2] × 100%
平均资本回报率 = 净利润 / [(上期末股东权益 + 本期末股东权益) / 2] × 100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资产为母公司数据。

附录二：

国联民生证券调整后资产负债表

财务数据	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
总资产* [亿元]	635.85	780.83	826.43	1428.98
其中：货币资金* [亿元]	20.68	31.66	43.16	76.73
结算备付金* [亿元]	11.01	22.64	20.76	14.16
交易性金融资产 [亿元]	324.36	390.27	379.21	656.87
买入返售金融资产 [亿元]	32.64	53.07	104.74	105.09
其他债权投资 [亿元]	83.63	70.83	55.61	70.02
其他权益工具投资 [亿元]	29.26	36.00	52.01	111.88
融出资金 [亿元]	88.16	101.27	115.51	180.78
长期股权投资 [亿元]	0.97	0.76	0.77	0.82
总负债* [亿元]	468.24	599.59	636.95	919.17
其中：卖出回购金融资产款 [亿元]	149.93	144.22	173.49	291.79
拆入资金	9.00	53.14	99.72	158.27
应付短期融资款 [亿元]	7.05	2.56	0.15	21.16
应付债券 [亿元]	194.89	250.62	247.87	289.46
股东权益 [亿元]	167.61	181.24	189.48	509.81
股本 [亿元]	28.32	28.32	28.32	56.81
少数股东权益 [亿元]	-	3.55	3.64	4.91
负债和股东权益 [亿元]	635.85	780.83	826.43	1428.98

注：根据国联民生证券经审计的 2022-2024 年财务报表及未经审计的 2025 年一季度财务数据整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，其他负债*已剔除期货公司客户保证金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款、代理承销证券款和期货公司客户保证金后的净额。

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录四：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021年1月13日	AAA/稳定	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	-
	前次评级	2024年5月22日	AAA/稳定	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA/稳定	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22国联02）	历史首次评级	2021年12月31日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22国联03）	历史首次评级	2022年4月21日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22国联04）	历史首次评级	2022年5月20日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22国联05）	历史首次评级	2022年9月23日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23国联02）	历史首次评级	2023年4月17日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AAA	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22国联C2）	历史首次评级	2022年8月3日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AA ⁺	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23国联C1）	历史首次评级	2023年3月24日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
	前次评级	2024年5月22日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论(2022) 金融机构评级方法与模型(证券公司)FM-JR002(2022.12)	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AA ⁺	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论(2022) 金融机构评级方法与模型(证券公司)FM-JR002(2022.12)	-
债项评级 (23国 联C2)	历史首次 评级	2023年7月7日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论(2022) 金融机构评级方法与模型(证券公司)FM-JR002(2022.12)	报告链接
	前次评级	2024年5月22日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论(2022) 金融机构评级方法与模型(证券公司)FM-JR002(2022.12)	报告链接
	本次评级	2025年5月23日	AA ⁺	王春苗、高飞	新世纪评级方法总论(2022) 金融机构评级方法与模型(证券公司)FM-JR002(2022.12)	-