

## 证券行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望

金融机构部 刘兴堂 魏昊

**摘要：**2024 年，A 股市场波动加剧，上半年先抑后扬，下半年经历阴跌后，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均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。随股票市场指数的波动以及固定收益及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。

近几年，资本市场改革持续深化，纲领性文件“新国九条”落地，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，分类监管思路进一步明确。证券行业对外开放持续推进、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。

展望 2025 年，经济预计稳中向好，房地产在政策刺激下有望边际改善，但出口或将面临挑战，同时仍需警惕地方政府化债进展、外部风险事件等因素对经济增长的制约。宏观政策整体基调更加积极，加大财政政策逆周期调节力度，提高财政赤字率；货币政策适度宽松，保持流动性充裕。在经济稳中向好、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；同时仍需警惕外部风险事件和经济增长不及预期带来的阶段性震荡，且经济结构持续转型背景下，市场的结构性行情或成为常态。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，但政策力度随经济增长波动而产生的节奏变化以及股市与债市跷跷板效应或将使得债市波动幅度加大；预计“资产荒”现象将会延续。在此背景下，预计经纪业务和资本中介业务将有一定支撑，IPO 边际收紧将影响投行业绩；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使其流动性管理难度亦同步增加。

## 一、中国证券行业信用回顾

2024年，A股市场波动加剧，上半年先抑后扬，下半年在经历阴跌后，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，股基交易额和两融余额同比增长，但前三季度指数宽幅震荡背景下交易额不如2023年同期水平；债券发行规模较去年同期小幅增长，二级市场交投维持活跃。在此背景下，2024年前三季度证券公司营收和利润均较去年同期有所下降；2024年四季度，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。证券公司各项业务表现方面，受益于债券市场走强，叠加权益市场的结构化行情，自营业务表现较好，并成为主要业绩贡献点；与市场活跃度关联最紧密的经纪业务同比下滑；受市场两融规模下滑影响，证券公司的利息净收入亦有下滑；IPO及再融资收紧，投行业务收入有所下降；资产管理业务向主动管理转型持续推进，资产管理业务收入略有下降。

从证券公司资产负债端配置来看，随股票市场指数的波动以及固定收益及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，其中卖出回购金融资产规模增长较快。

近几年，资本市场改革持续深化，纲领性文件“新国九条”落地，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，分类监管思路进一步明确。证券行业对外开放持续推进、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。

综合来看，证券公司经营业绩受市场周期影响较大，但随着监管环境的转变、资本中介业务相对稳定的盈利、衍生品投资及交易业务对盈利波动的缓冲，其收入结构有所优化，证券公司信用质量较为稳定。债务融资工具的多样化发行使得证券公司整体流动性风险可控，但股债市波动和信用风险事件的暴露以及股票质押业务存量风险化解将使自营业务风格激进和股票质押业务存量风险较大的证券公司持续承压。

**1. 2024年，A股市场波动加剧，上半年先抑后扬，下半年在经历阴跌后，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，股基交易额和两融余额同比增长，但前三季度指数宽幅震荡背景下交易额不如2023年同期水平；债券发行规模较去年同期小幅增长，二级市场交投维持活跃。**

2024年，A股市场波动加剧，上半年经济弱复苏大背景下，股票市场先抑后扬；下半年在经历阴跌后，随着政策发生积极变化，A股市场快速反弹，并维持在高位震荡。2024年A股市场呈现明显的风格切换和分化，整体看大盘价值股优于小盘成长股，行业中银行、非银

金融、通信、家用电器等表现更优。截至 2024 年末，上证指数收盘于 3,351.76 点，较年初上升 12.75%；深圳成指收盘于 10,414.61 点，较年初上升 9.32%。从交易额及两融余额来看，截至 2024 年末，沪深 A 股市场累计交易额为 254.7 万亿元，较去年同期增长 21.20%；2024 年前三季度，融资融券月均规模较去年同比明显下降，四季度受益于市场行情上涨，融资融券月均规模和余额环比和同比均明显回升。IPO 发行方面，2024 年共 57 家企业上发审会，其中 53 家过会，通过率为 92.98%，上会家数较去年同期减少 251 家，通过率较去年同期增加 2.4 个百分点；定增融资方面，2024 年市场定增实际募资规模为 1730.52 亿元，同比下降 70.11%，减少 4058.99 亿元。从上市公司估值情况来看，截至 2024 年末，沪深 A 股股票平均市盈率约为 18.18 倍，较去年同期上升 13.55%。整体来看，2024 年以来，得益于市场行情，权益市场交易活跃度有所上升，市场交易额和两融余额均有不同程度增长；IPO 政策边际趋严，全年股票首发上市数量下降，通过率仍保持在较高水平。2025 年，预计我国将加大财政刺激力度，维持适度宽松的货币政策，同时在“提振消费”、“稳住楼市股市”等政策方向发力。政策背景下，预计上半年经济确定性较强，为 A 股市场表现提供有利支撑；下半年，海外因素尤其是出口将面临较为严峻的挑战，进而影响 A 股市场表现。整体而言，2025 年权益市场收益率同比有望改善，但仍需关注房地产投资恢复情况、地方政府债务化解进度以及地缘政治风险；在经济结构转型背景下，市场的阶段性震荡依然存在，且结构性行情或成为常态。

2024 年以来，债券市场交投依然活跃，从债券交易情况来看，2024 年银行间和交易所债券合计成交 416.38 万亿元，总成交量较去年增长 18.56%。从债券类型看，金融债、国债、同业存单、地方政府债、中期票据、公司债成交量居前，2024 年各券种分别成交 134.64 万亿元、125.14 万亿元、75.94 万亿元、20.08 亿元、16.26 万亿元和 14.71 万亿元。从债券发行规模来看，2024 年债券市场合计发行额为 79.85 万亿元，发行总量较去年同期增长 12.40%。其中，同业存单发行 31.41 万亿元、金融债发行 10.21 万亿元、地方政府债发行 9.78 万亿元、国债发行 12.48 万亿元、中期票据发行 4.86 万亿元。

**2. 2024 年前三季度证券公司营收和利润均较去年同期有所下降。受益于债券市场走强，叠加权益市场的结构化行情，自营业务表现较好；与市场活跃度关联最紧密的经纪业务同比下滑；受市场两融规模下降影响，证券公司的利息净收入同比亦有下滑；IPO 及再融资收紧，投行业务收入同比有所下降；资产管理业务收入同比略有下降。**

2024 年以来，沪深两市主要指数波动加剧，上半年股票市场先抑后扬，下半年尤其是第四季度随着政策发生积极变化，A 股市场快速反弹，并维持在高位震荡；全年股基交易额和两融余额同比增长，但前三季度沪深两市主要指数宽幅震荡和交易额不如 2023 年同期水平；IPO 节奏放缓，再融资规模亦有所下滑；债券市场发行规模同比有所增长，二级市场交投仍较为活跃。在此背景下，以披露财务数据的部分券商为样本统计，2024 年前三季度上述证券公司营业收入合计为 3,554.32 亿元，同比有所下降。其中，代理买卖证券业务净收入（含席

位租赁)为642.38亿元,较去年同期下降;受IPO政策收紧影响,前三季度证券公司证券承销与保荐业务净收入同比下滑;受益于债券市场走强,叠加权益市场前三季度的结构化行情,证券公司投资收益(含公允价值变动收益)仍表现较好;证券公司资产管理业务向主动管理转型持续推进,资产管理业务净收入较去年同期略有下降;受同期两融月均规模下滑影响,证券公司利息净收入亦较上年同期有所下降。2024年四季度,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。

从资产规模来看,2024年以来,证券公司总资产规模仍呈增长趋势,增速有所回升。净资产方面,得益于盈利积累,证券行业净资产亦有所增长,但增速有所放缓。

**表1: 证券公司经营数据(单位:亿元、家、万亿元)**

	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年 前三季度	2024年 前三季度
统计家数(家)	88	88	88	88	43	43
盈利公司(家)	85	85	79	83	43	41
营业收入	6,178.17	7,455.67	5,746.62	5,881.10	3,671.40	3,554.32
代理买卖证券业务净收入	1,455.12	1,759.17	1,456.67	1,295.67	739.88	642.38
证券承销业务净收入	720.04	750.41	689.41	563.46	342.54	211.95
资产管理业务净收入	432.29	544.01	491.04	495.61	339.63	333.21
利息净收入	713.18	797.46	764.38	600.52	343.58	245.33
投资收益	1,931.29	1,794.92	1,533.59	1,481.11	933.42	859.63
公允价值变动收益	-69.12	311.15	-547.60	170.79	108.52	444.99
净利润	1,702.10	2,299.55	1,496.54	1,545.45	1,094.64	1,032.41
	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2023年 9月末	2024年 9月末
总资产(万亿元)	10.64	12.60	13.28	14.07	11.01	11.94
所有者权益(万亿元)	2.38	2.67	2.91	3.08	2.38	2.49

资料来源:企业预警通

注:上表统计截至2024年末。

整体来看,证券公司盈利水平仍较易受市场景气度影响。投行业务、资产管理业务、投资咨询业务等非通道类业务对整体营业收入的贡献占比仍然较低。从中长期看,证券公司仍需寻求业务转型,加大创新业务的投入,以降低市场波动对经营的影响。

**3.近年来,在资本市场深化改革的大背景下,证券业迎来新一轮业务发展机遇。此外,证券行业监管框架不断完善,引导证券公司实现差异化、专业化发展,加之对外开放持续推进、外部竞争压力逐步加大,此背景下,行业内竞争将依托于各证券公司定位在细分市场展开。**

2024年以来,资本市场改革持续深化。2024年3月,证监会密集发布四项政策文件,内容涉及发行上市准入、上市公司监管、机构监管、证监会系统自身建设等方面。2024年4月,

国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(简称“新国九条”)，突出“强监管、防风险、促高质量发展”主线，强调监管与发展并举；随后证监会、交易所同步更新多项配套规则，与新“国九条”共同构成“1+N”政策体系，共同助力资本市场高质量发展。

从证券行业监管思路看，近几年重点集中在：加强监管执法、建立严格和规范的法律制度环境，明确分类监管思路，放开准入、扩大开放等方面。分类监管方面，2021年，证监会进一步明确分类监管思路，推出证券公司“白名单”，通过白名单分类管理证券公司，实现对于“白名单”券商的业务鼓励，引导券商行业重视合规经营；2023年以来，监管层重提做强做优做大证券行业，支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做强，打造一流的投资银行；上述措施或将使得证券行业强者恒强的局面愈加明显。扩大开放方面，2020年4月，外资直接或间接投资证券公司的投资比例限制放宽至51%，2020年4月外资投资比例不再受限制。截至2024年11月末，已有11家外资控股证券公司获批设立，另有5家设立申请获证监会反馈。未来，随着外资准入门槛进一步降低，外资证券公司将对高净值客户财富管理、跨境并购重组、衍生品等业务产生影响；在衍生品、FICC等创新业务方面，随着市场工具的逐步完善，外资证券公司成熟专业优势亦将在该类业务的开展中逐步体现。

在此背景下，国内证券公司亦在持续加速业务转型。随着传统业务饱和导致的牌照红利逐步消退，确立定位和特色形成差异化竞争成为国内证券公司的竞争核心。未来，国内大型证券公司依托规模优势将加速向综合型投行转型，中小证券公司将根据自身股东资源、特色业务等优势，制定明确的业务定位，争夺细分市场。

#### 4. 证券公司资本实力小幅提升，杠杆水平及债务覆盖度有所分化。

近年来，证券公司通过增资扩股和发行长期债券等多种方式融入资金支持业务发展，资本实力保持增长、杠杆水平维持在较高位。2020年，得益于股票市场的结构性行情，证券公司杠杆水平整体提升，加之衍生品及FICC业务增长，证券公司整体规模增速有所回升。2021年以来，受股票市场震荡加剧的影响，证券公司相应业务规模增速有所放缓，整体资产负债规模增速有所下滑。

表2： 上市证券公司所有者权益、总负债\*和总资产\*情况表（单位：亿元、%）

	2021年末		2022年末		2023年末		2024年9月末	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
所有者权益	21,811.78	11.88	23,875.00	9.46	25,426.54	6.50	26,148.92	2.84
总负债*	63,293.32	19.87	66,320.81	4.78	73,503.13	10.83	72,312.19	-1.62
总资产*	85,105.10	17.71	90,195.81	5.98	98,929.68	9.68	98,461.11	-0.47

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

2020-2022年，IPO重回常态，证券公司股权融资政策得到放开，多家证券公司通过IPO上市、增资扩股等股权融资方式补充资本，上市证券公司资本实力得到进一步增强。2023年以来，上市证券公司融资政策有所收紧，IPO及再融资节奏明显放缓。伴随着行业整体转型持续推进和融资渠道的丰富拓宽，证券公司亦面临愈加激烈的行业竞争。

**表3: A+H股市场证券公司股权融资情况表 (单位: 家、亿元)**

	2020年		2021年		2022年		2023年		2024年	
	家数	规模	家数	规模	家数	规模	家数	规模	家数	规模
IPO-A股	3	65.95	1	18.80	1	19.32	1	26.75	-	-
IPO-H股 (HKD)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
增发	8	694.64	5	280.68	2	134.33	1	31.92	-	-
配股	6	372.72	3	200.06	4	523.67	-	-	-	-
可转债	2	66.00	-	-	2	148.00	-	-	-	-

资料来源: WIND、新世纪评级整理绘制

随着融资融券、FICC及场外衍生品等重资本型业务的持续发展，证券公司资金需求不断上升，在使用自有资金的基础上，负债经营渠道持续拓宽。目前，我国证券公司的负债渠道主要包括债券正回购、证金公司转融资、两融收益权转让、发行债券（包括短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券等）、同业拆借、收益互换等。但受制于较严格的资格和额度审批以及出于对债券销售和成本的考虑，一般仅有大中型证券公司通过中长期债券进行融资。因此，依托更加畅通的融资渠道和相对丰富的风险管理经验，此类证券公司杠杆水平普遍较高。

随着债券正回购量的增加、短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券的发行，证券行业杠杆水平持续攀升，整体资产负债率\*已处于较高水平。根据WIND咨询数据统计，上市证券公司资产负债率\*逐步攀升并在近些年维持在高位小幅度震荡，整体已由2012年末的36.90%增至2024年9月末的73.44%。

**表4: 上市证券公司平均杠杆水平 (单位: %)**

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年9月末
资产负债率*	74.13	73.53	74.30	73.44
净资本/总负债*	22.78	22.85	21.63	22.38
净资本/有息债务	28.14	28.27	26.53	28.16
货币资金*/总负债*	8.85	9.51	8.25	8.22

资料来源: WIND、新世纪评级整理绘制

**表5: 上市证券公司资产负债率\*分布情况**

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年9月末
0-20 (包含)	0	1	1	1
20-50 (包含)	3	2	2	1
50-60 (包含)	3	1	2	6

60-70 (包含)	16	22	18	17
70-80 (包含)	20	16	19	17
80 以上	1	1	1	1

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

从各证券公司资产负债率\*上看，近年来，各家资产负债率\*上升主要以固定收益类投资及融资融券规模增长为驱动，同时，依托融资以及经营风格的不同，各证券公司杠杆水平结构有所分化。经营风格较为激进的证券公司较善于根据行情调节自身杠杆经营水平及自营业务规模，但同时其盈利稳定性亦受其风格影响而产生较大波动；经营风格稳健的证券公司则偏好于通过通道及资本中介业务积累利润，其杠杆水平主要随资本中介业务规模波动。但整体来看，证券公司杠杆已保持在较高水平，继续向上提升的空间有限。

具体来看，2024 年以来证券公司整体杠杆水平趋于稳健，多数券商杠杆回落或上升券商的提升幅度弱于往年。2023 年末，统计的 43 家上市券商中，约三分之二券商资产负债率\*较年初有所上升，其中东吴证券增幅最大，为 5.95 个百分点，整体杠杆提升力度强于往年，且分化更为明显。2024 年 9 月末，统计的 43 家上市券商中，共 33 家证券公司资产负债率\*较上年末有所下降，其中降幅最大的为长江证券，较年初下降 9.76 个百分点，多数券商杠杆回落或上升券商的提升幅度弱于往年。

**表6： 上市证券公司资产负债率\* (单位：%)**

	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
中金公司	82.13	80.65	80.23
国联证券	73.64	76.79	79.15
国泰君安	78.45	79.21	78.72
中信证券	74.51	76.55	78.45
中信建投	76.68	76.81	76.50
中国银河	79.29	75.97	76.32
招商证券	77.19	78.89	76.08
广发证券	73.98	74.43	75.37
浙商证券	76.49	77.42	75.17
方正证券	70.92	76.07	74.81
申万宏源	77.25	76.09	74.64
华泰证券	75.81	76.04	72.04
国元证券	67.74	67.73	71.81
天风证券	73.23	73.14	71.59
国信证券	68.09	72.85	70.87
东方证券	68.41	71.04	70.74
兴业证券	67.39	70.97	70.62
东吴证券	62.26	68.21	70.02
海通证券	72.16	73.03	69.89

	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
山西证券	72.24	71.13	69.88
东北证券	68.20	70.57	68.96
财通证券	68.59	69.86	68.82
华安证券	64.47	66.97	68.59
首创证券	64.57	67.18	68.26
长城证券	63.45	68.37	67.14
中泰证券	70.93	69.12	66.91
信达证券	69.25	69.77	66.84
东兴证券	69.49	68.53	66.48
光大证券	65.80	66.73	65.55
财达证券	65.31	66.91	65.11
西部证券	66.55	66.27	64.37
华西证券	68.47	64.74	63.52
长江证券	73.85	73.22	63.45
西南证券	63.01	65.06	61.90
中银证券	61.62	66.45	61.62
中原证券	62.94	64.77	59.53
南京证券	57.76	62.66	57.04
第一创业	61.63	59.46	56.75
国金证券	60.87	64.52	56.42
华林证券	47.52	44.26	54.25
国海证券	65.91	58.51	50.44
红塔证券	45.33	45.94	48.91
太平洋	9.81	15.43	9.89

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

从各证券公司净资本对总负债\*来看，资产负债率\*增长幅度靠前的证券公司，净资本对总负债\*的覆盖水平降幅亦处于前列，这些证券公司的金融投资规模亦有不同幅度增长。2024年9月末，净资本对总负债\*覆盖度降幅较大的证券公司为华林证券、红塔证券和华安证券，较上年末分别下降 26.97 个百分点、9.50 个百分点和 5.02 个百分点。

**表7： 上市证券公司净资本对总负债\*覆盖度（单位：%）**

	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
太平洋	708.94	432.49	721.82
红塔证券	101.52	94.59	85.09
国海证券	34.81	50.32	68.43
南京证券	64.63	51.24	62.96
华林证券	71.80	86.25	59.28
国金证券	49.36	41.12	57.54
中银证券	53.03	42.85	53.01
财达证券	52.33	46.45	49.17

	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
第一创业	37.30	39.87	46.87
中原证券	33.61	33.26	45.77
西部证券	42.10	41.61	43.85
首创证券	51.61	45.95	43.67
信达证券	33.45	34.98	42.95
华西证券	33.79	40.29	42.58
东兴证券	34.59	36.99	41.32
西南证券	34.29	33.01	39.34
长江证券	24.17	23.02	37.16
长城证券	47.20	33.33	35.28
光大证券	39.19	34.49	33.27
东北证券	31.60	30.22	32.71
国信证券	34.83	27.71	31.29
中泰证券	28.98	29.35	30.72
华安证券	34.28	35.25	30.24
财通证券	29.03	26.74	29.45
东方证券	28.26	26.18	28.01
山西证券	23.03	27.20	27.54
东吴证券	40.68	30.25	27.49
国元证券	29.31	29.48	26.16
天风证券	23.41	24.71	25.06
中国银河	20.12	24.27	24.93
浙商证券	22.49	20.34	24.85
兴业证券	25.78	23.30	23.62
海通证券	20.38	17.08	22.41
申万宏源	20.47	22.33	21.77
招商证券	18.06	17.41	20.74
方正证券	23.08	19.15	20.48
国联证券	34.94	24.85	20.24
广发证券	22.51	22.75	20.23
中信建投	21.25	20.70	19.93
华泰证券	17.67	16.27	18.91
国泰君安	15.57	14.02	13.95
中信证券	18.03	15.59	13.28
中金公司	9.92	10.10	10.27

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

注：因数据无法获取，东北证券 2024 年 9 月末净资本用 2024 年 6 月末数据替代，本文中其他涉及其 2024 年 9 月末净资本数据的亦采取上述替代方式。

近年来，证券公司固定收益类投资规模增速较快。同时，证券公司积极运用交易性杠杆扩大债券投资规模，债券正回购业务量显著上升。上市证券公司卖出回购金融资产款/净资本

的分布情况随各证券公司交易性杠杆的提升，逐步向“100-150（包含）”和“150及以上”迁徙。

具体来看，2023年以来，各证券公司固定收益业务杠杆有所分化，2024年相较于2023年整体表现更为谨慎。2023年末，东吴证券、长江证券和中金公司涨幅居前，分别较上年末增长68.06个百分点、62.54个百分点和51.89个百分点。2024年6月末，中信证券、国联证券和华林证券涨幅居前，分别较上年末增长76.28个百分点、52.58个百分点和42.81个百分点。运用正回购大幅增加债券投资杠杆的证券公司或面临较大的利率风险，相关证券公司的投资收益或有出现较大波动的可能。

**表8： 上市证券公司卖出回购金融资产款/净资本分布情况（单位：%）**

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年9月末
50及以下	6	5	4	7
50-100（包含）	12	14	11	13
100-150（包含）	17	14	17	12
150及以上	8	10	11	11

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

**表9： 上市证券公司卖出回购金融资产款/净资本（单位：%）**

	2022年末	2023年末	2024年9月末
中信证券	157.33	202.95	279.23
中信建投	187.36	193.63	204.12
国泰君安	186.53	234.15	197.09
广发证券	156.62	165.03	192.34
招商证券	171.49	179.77	182.11
中金公司	95.19	147.08	181.09
国元证券	157.68	145.86	177.04
申万宏源	189.36	178.38	172.31
东吴证券	81.69	149.76	169.32
中国银河	200.43	161.19	166.14
华泰证券	155.02	153.13	150.03
国联证券	91.65	96.78	149.36
兴业证券	99.42	141.49	147.96
方正证券	197.06	192.04	147.70
华安证券	130.00	118.20	137.17
东方证券	131.50	145.71	135.21
光大证券	63.97	93.38	134.33
国信证券	143.75	151.30	132.73
西南证券	147.27	145.86	117.18
东北证券	87.00	103.89	110.87
首创证券	98.74	103.09	110.47

浙商证券	119.26	124.71	104.96
长城证券	63.31	90.81	102.33
东兴证券	128.60	111.45	99.62
财通证券	139.88	107.88	95.50
中泰证券	90.09	92.33	95.35
海通证券	108.39	139.25	83.76
财达证券	93.87	104.48	82.48
长江证券	95.86	158.40	77.72
山西证券	63.38	84.48	77.56
第一创业	135.28	114.07	76.94
西部证券	111.96	107.16	74.74
信达证券	110.84	79.73	70.82
华西证券	101.35	66.54	63.28
红塔证券	44.86	38.82	55.42
国海证券	103.18	95.40	51.06
华林证券	39.50	6.22	49.03
国金证券	75.84	81.07	47.96
中原证券	121.96	122.56	47.38
天风证券	27.81	44.03	42.97
南京证券	50.47	74.61	40.94
中银证券	17.43	63.26	38.78
太平洋	1.19	11.74	5.16

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

### 5. 融资融券波动上升及自营交易业务规模持续增长驱动下，证券公司债务规模逐步提升。

随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，债务规模呈现上升趋势，其中卖出回购金融资产规模增长较快。

具体来看，2020-2021年，股票质押业务规模进一步压缩，但两融余额进一步回升，证券公司资本中介业务规模有所回升，此外，股票市场结构性行情以及固定收益投资规模进一步增加，使得自营业务规模持续增长。2022年以来，受市场持续下行影响，股票质押及两融余额均有不同程度下滑，但自营业务规模仍有所上升。

**表10: 上市证券公司合计资产负债结构（单位：亿元、%）**

资产端	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年9月末
货币资金*	5,147.10	5,539.36	6,916.27	6,066.01	5,946.06
交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资/交易性金融资产+债权投资+其他债权投资	39,730.15	45,248.31	48,374.78	59,062.57	59,225.29
买入返售金融资产+融资融券金额	17,598.21	17,915.90	16,345.47	17,890.78	15,700.65

负债端	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年9月末
卖出回购金融资产款	15,344.71	17,295.69	19,268.71	23,817.37	24,283.45
短期借款+拆入资金+短期融资券+交易性金融负债	11,419.11	11,322.95	11,715.13	14,919.24	13,422.87
长期借款+应付债券	16,550.56	19,190.33	18,725.82	21,174.86	19,767.48
(货币资金*+自营业务规模-卖出回购金融资产)/ (有息债务-卖出回购金融资产)	233.92	253.39	312.91	336.50	459.06

资料来源：WIND、新世纪评级整理绘制

6. 受权益市场持续波动及市场交投活跃度下降、IPO 及再融资收紧等因素影响，2024 年前三季度证券公司自营投资收益同比表现较好，其他业务收入同比多数呈现不同程度的下降。

2024 年前三季度，受益于债券市场走强，叠加权益市场的结构化行情，自营业务表现较好，并成为主要业绩贡献点；与市场活跃度关联最紧密的经纪业务同比下滑；受市场两融规模下滑影响，证券公司的利息净收入同比亦有下滑；IPO 及再融资收紧，投行业务收入同比有所下降；资产管理业务向主动管理转型持续推进，资产管理业务收入同比略有下降。

经纪业务：2024 年前三季度，市场交易活跃度同比仍有所下滑，证券公司代理买卖证券业务收入下降，现阶段证券公司的财富管理服务能力和机构服务能力仍是证券公司经纪业务发展的关键竞争力。

2024 年前三季度，受市场宽幅震荡、交易量下滑影响，证券公司代理买卖证券业务净收入同比下滑。佣金率方面，2024 年上半年证券行业净佣金率为 0.008%，较上年末减少 0.001 个百分点，佣金率仍有下行压力。在佣金率延续下滑趋势的情况下，现阶段证券公司普遍依靠做大机构业务来维持相对较高的佣金率。同时，金融产品代销与基金投顾业务亦成为经纪业务的新增长点。长期来看，经纪业务或将成为流量入口而非变现手段，经纪业务向财富管理转型的趋势下，经纪业务部门需围绕客户的财富管理需求提供更多增值服务来实现增收。

表11: 证券行业佣金率

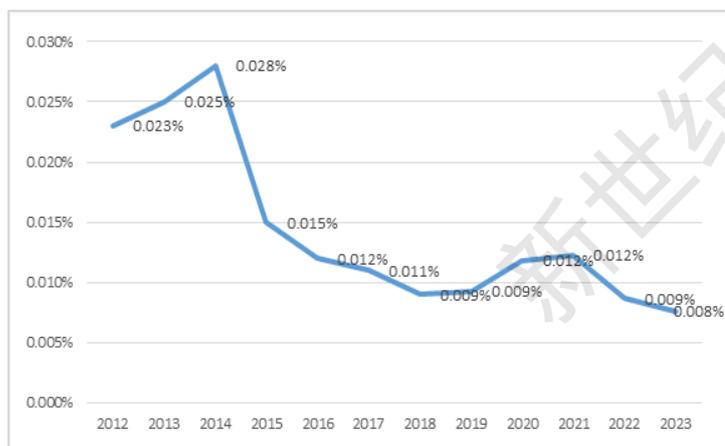
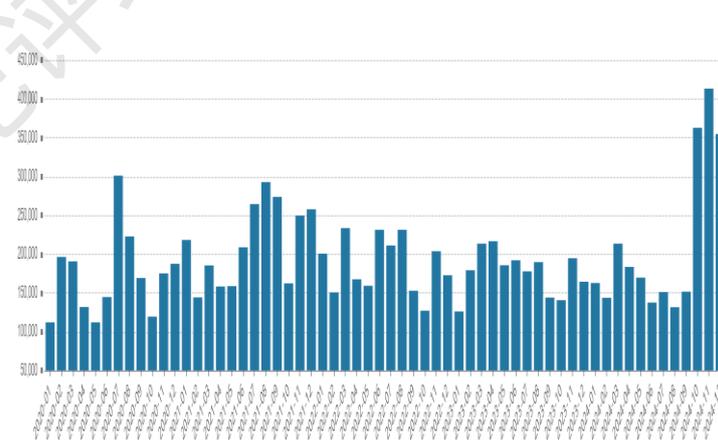


表12: A 股交易额 (单位: 亿元)



数据来源：WIND，新世纪评级整理

数据来源：WIND

注：佣金率=代理买卖证券业务净收入/股基交易额\*100。

经纪业务收入仍为证券公司的主要收入来源，从各年前十大经纪业务手续费净收入情况看，上市公司中前十大证券公司经纪业务手续费净收入占比保持在较高水平，且收入排名前十大公司多为头部证券公司。

**表13： 前十大证券公司经纪业务手续费净收入情况（单位：亿元）**

2021年		2022年		2023年		2024年前三季度	
证券公司	金额	证券公司	金额	证券公司	金额	证券公司	金额
中信证券	139.63	中信证券	111.69	中信证券	102.23	中信证券	71.54
国泰君安	95.05	国泰君安	76.43	国泰君安	67.90	国泰君安	44.54
中国银河	82.31	华泰证券	70.73	华泰证券	59.59	广发证券	39.89
广发证券	79.70	招商证券	64.43	广发证券	58.10	华泰证券	39.66
招商证券	79.16	广发证券	63.87	中信建投	55.63	中信建投	37.43
华泰证券	78.79	中国银河	63.65	招商证券	55.31	中国银河	36.93
国信证券	71.95	中信建投	59.30	中国银河	55.02	招商证券	36.73
申万宏源	62.86	东方财富	52.80	中金公司	45.30	国信证券	30.40
中信建投	62.36	中金公司	52.32	国信证券	43.55	申万宏源	27.09
中金公司	60.31	国信证券	51.29	申万宏源	43.34	中金公司	25.61

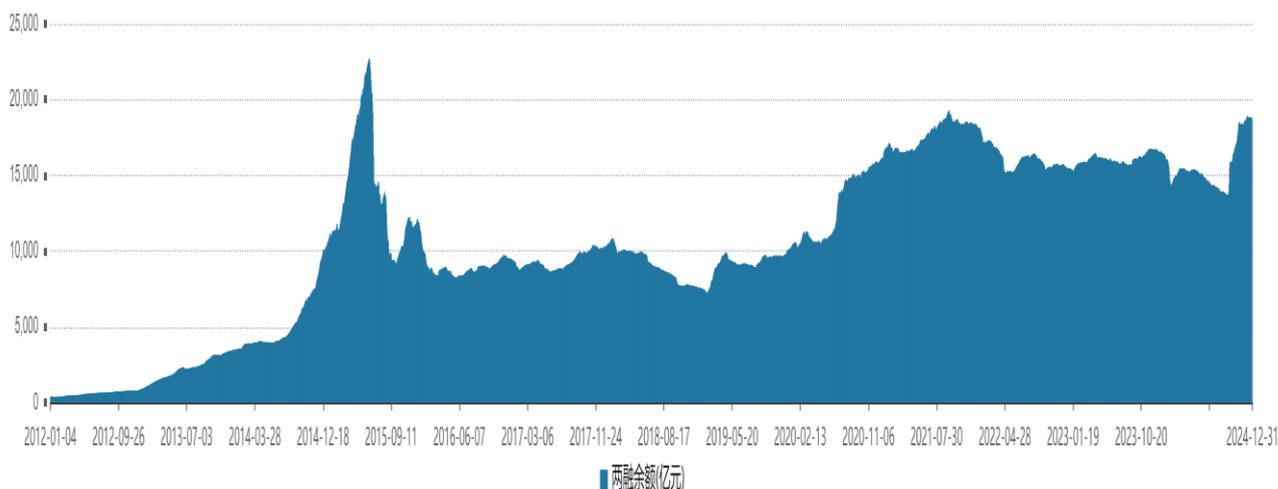
数据来源：WIND，新世纪评级整理

整体来看，证券公司自身提升和维持市场份额的方法仍主要依赖于业务互联网化、线下快速扩张及外聘经纪人等方式，经纪业务转型仍需持续推进。未来，随着我国经济发展，居民财富不断积累，资产配置需求不断上升，证券公司经纪业务将持续向综合财富管理服务转型；同时随客户资源向服务附加值高的证券公司积聚，整体市场份额排名及占比仍将持续波动。

**资本中介业务：2024年9月末之前，市场交易情绪仍不高，两融余额同比下降，月均规模亦有所下滑；股质业务维持在较低水平，证券公司利息净收入同比有所下降。**

历经前期的爆发式增长和迅速回落后，各家证券公司对融资融券业务形成更为理性的认识，适时建立逆周期管理机制，控制经营杠杆，防范业务风险。2024年9月末之前，权益市场宽幅震荡，客户融资需求下滑，融资融券规模亦有所下降；2024年9月末以来，随着政策催化，权益市场快速上升并维持在高位震荡，融资融券规模大幅增长。2024年9月26日，融资融券余额为13,758.20亿元，同比大幅下降，两融月均规模亦大幅下滑；2024年9月27日以及之后，随着指数大幅上升、交投活跃度大幅提升，2024年末融资融券余额大幅增至18,645.83亿元。

表14: 融资融券余额 (单位: 亿元)



数据来源: WIND

从上市证券公司资本中介业务利息收入情况看, 2024年上半年, 受两融月均规模继续下滑的影响, 大部分上市证券公司融资融券利息收入有所下降; 股票质押业务方面, 受业务开展规模的大幅减小, 该业务利息收入亦普遍呈下降的趋势。

从融资融券业务开展情况看, 该项业务已较为成熟, 各证券公司均建立了逆周期调节制度、客户适当性管理和分类分级管理制度, 并通过动态调整机制对客户杠杆水平、标的集中度进行适当控制。短期利息收入增长取决于各证券公司维持担保比例情况, 维持担保比例处于300%以上的证券公司融出资金规模仍有进一步扩大的空间; 处于250%左右的证券公司信用账户融资额度使用已趋于饱和。长期利息收入增长则取决于证券公司研究实力和客户风控指引实施情况, 如标的折算比例调整是否及时和恰当, 集中度管理是否落实到位等。综合而言, 证券公司融资融券业务收入较为稳定, 但业务规模取决于客户信用资产规模, 权衡业务收入和客户信用账户资产稳定增长是融资融券业务可持续发展的关键。

表15: 上市证券公司资本中介业务利息收入情况 (单位: 亿元、%)

融资融券业务利息收入				买入返售金融资产利息收入			
证券简称	2023H1	2024H1	同比变化	证券简称	2023H1	2024H1	同比变化
华泰证券	39.54	34.58	-12.54	中信证券	8.60	13.30	54.74
中信证券	42.07	34.44	-18.14	国泰君安	11.42	8.96	-21.48
国泰君安	30.83	26.37	-14.46	海通证券	9.31	7.20	-22.70
中国银河	28.58	25.99	-9.05	中国银河	5.06	5.08	0.38
广发证券	26.04	24.39	-6.33	招商证券	5.52	4.87	-11.83
招商证券	26.47	22.58	-14.69	广发证券	3.37	3.79	12.61
海通证券	21.16	18.22	-13.92	中金公司	4.14	3.54	-14.57

融资融券业务利息收入				买入返售金融资产利息收入			
证券简称	2023H1	2024H1	同比变化	证券简称	2023H1	2024H1	同比变化
申万宏源	20.05	18.16	-9.45	华泰证券	2.63	2.14	-18.66
国信证券	17.77	16.78	-5.60	国金证券	2.49	2.12	-14.88
中信建投	19.37	15.49	-20.03	中信建投	3.08	1.90	-38.16
中金公司	13.93	11.31	-18.78	中泰证券	2.46	1.67	-32.12
光大证券	11.37	9.78	-13.98	东吴证券	0.69	1.62	134.05
方正证券	9.43	9.35	-0.87	浙商证券	1.75	1.50	-14.27
中泰证券	10.07	9.22	-8.44	华西证券	1.87	1.42	-23.94
兴业证券	9.16	8.25	-9.97	申万宏源	1.55	1.29	-16.54
长江证券	9.32	8.22	-11.79	国信证券	1.51	1.23	-18.93
国金证券	6.07	6.27	3.35	红塔证券	1.31	0.86	-34.31
浙商证券	5.85	5.47	-6.51	财通证券	0.81	0.84	4.52
长城证券	5.93	5.44	-8.24	国元证券	0.81	0.83	2.62
东方证券	5.82	5.33	-8.34	国联证券	0.88	0.82	-6.59
财通证券	5.09	4.96	-2.61	东方证券	2.97	0.70	-76.32
东吴证券	5.35	4.90	-8.37	兴业证券	0.73	0.47	-35.53
华西证券	5.02	4.78	-4.81	山西证券	0.91	0.44	-52.04
国元证券	5.03	4.75	-5.50	西部证券	0.49	0.40	-19.60
东兴证券	4.98	4.12	-17.26	西南证券	0.36	0.38	5.99
东北证券	3.82	3.39	-11.29	长江证券	1.25	0.38	-69.86
中银证券	3.22	3.29	1.95	国海证券	1.02	0.36	-64.62
西南证券	3.50	3.17	-9.56	东北证券	0.56	0.28	-49.07
信达证券	2.95	2.84	-3.46	华安证券	0.46	0.27	-41.24
华安证券	2.84	2.74	-3.31	天风证券	0.42	0.26	-36.77
国联证券	2.68	2.66	-0.62	方正证券	0.50	0.22	-55.99
西部证券	2.50	2.38	-4.48	长城证券	0.32	0.21	-36.38
国海证券	2.54	2.37	-6.84	中原证券	0.29	0.20	-29.91
中原证券	2.37	2.35	-1.05	南京证券	0.26	0.17	-34.96
南京证券	2.35	2.27	-3.52	信达证券	0.04	0.16	362.54
山西证券	2.21	2.08	-5.89	光大证券	0.16	0.16	-4.82
第一创业	1.82	1.83	0.77	中银证券	0.14	0.10	-28.88
财达证券	1.87	1.77	-5.29	财达证券	0.36	0.10	-71.87
华林证券	1.26	1.27	0.46	首创证券	0.14	0.10	-31.58
天风证券	1.40	1.08	-22.65	第一创业	0.15	0.09	-40.08
首创证券	0.71	0.66	-6.58	东兴证券	0.03	0.03	-24.72
太平洋	0.64	0.62	-2.96	太平洋	0.41	0.02	-95.59
红塔证券	0.43	0.44	3.42	华林证券	0.14	0.01	-92.60

数据来源：上市证券公司半年度报告

股票质押方面，2018年股票市场下行使得股票质押业务风险加速暴露，同时，在股票质押新规趋严、项目检查严格等因素影响下，证券公司参与股票质押交易整体占比自2017年以

来持续下降，但 2023 年以来，部分前期业务收缩较为彻底的券商，股票质押业务规模有一定回升。2024 年，累计股票质押交易市值规模为 1.09 万亿元，较 2023 年进一步下降。

**表16: 股权质押规模及各质押方占比 (单位: 亿元、%)**

	股权质押 市值规模	占比					证券公司股权质押市 值规模
		证券公司	银行	一般公司	信托公司	个人	
2024 年	10850.87	28.09	39.47	18.19	13.08	1.17	3047.81
2023 年	13297.14	31.81	35.76	21.87	9.41	1.15	4229.25
2022 年	15439.89	29.63	36.79	23.29	9.11	1.18	4575.20
2021 年	15853.60	27.50	39.16	23.49	9.09	0.75	4359.42
2020 年	22674.31	34.52	39.24	16.81	8.81	0.62	7827.88
2019 年	18763.77	44.66	28.12	13.48	12.79	0.95	8723.14
2018 年	24242.53	48.48	28.04	10.06	12.2	1.22	10721.06
2017 年	36699.62	58.68	13.79	12.15	14.87	0.50	19251.13
2016 年	47446.76	57.34	14.52	17.70	10.12	0.31	10463.28

数据来源: WIND, 新世纪评级整理

注: 证券公司股权质押市值包含各证券公司资管计划资金对接股票质押业务。

从股票质押业务开展情况看，2018 年股票质押业务风险加速暴露，2019 年以来证券公司对于股票质押业务风险容忍度发生较大转变，整体业务开展规模大幅下降，业务发展转为存量风险管理为主，业务开展规模较大的证券公司买入返售金融资产减值准备计提金额逐步增加。2020 年以来证券公司股质业务风险持续出清，整体履约担保比率已处于较健康水平，但个别违约标的仍将持续占用公司资金，且随违约标的处置进展，少数证券公司仍需进一步计提减值的压力。

**表17: 上市证券公司买入返售金融资产减值准备情况 (单位: 亿元)**

证券简称	2022年末	2023年末	2024年6月末
中信证券	65.82	57.13	52.64
东方证券	49.30	48.89	44.27
申万宏源	18.29	17.98	18.20
国信证券	13.06	13.40	16.70
西部证券	15.48	15.50	15.51
东兴证券	12.95	13.78	14.75
国海证券	9.02	8.67	10.53
光大证券	10.43	10.28	10.24
招商证券	8.86	10.03	10.19
东吴证券	-7.15	8.36	7.83
国元证券	9.23	7.61	7.69
海通证券	5.65	-6.63	7.20
华泰证券	11.38	6.53	6.45

证券简称	2022年末	2023年末	2024年6月末
中信建投	5.30	5.29	6.14
广发证券	6.11	5.77	5.88
太平洋	5.41	5.83	5.83
方正证券	4.99	4.99	5.63
中泰证券	2.91	3.23	3.18
长江证券	4.25	-2.57	2.55
第一创业	2.56	2.20	2.20
浙商证券	1.11	1.17	1.25
天风证券	0.51	1.14	1.19
首创证券	0.38	-0.76	0.94
红塔证券	1.19	0.72	0.93
华西证券	0.63	0.27	0.86
中金公司	0.57	0.54	0.59
中国银河	1.91	0.57	0.55
国金证券	1.05	0.57	0.53
中原证券	4.61	2.02	0.21
财通证券	0.16	0.16	0.18
东北证券	1.94	0.16	0.15
山西证券	0.15	0.12	0.12
华安证券	0.20	0.14	0.10
兴业证券	0.30	-0.13	0.10
南京证券	0.04	0.01	0.03
国联证券	0.09	0.01	0.03
西南证券	1.03	0.83	0.02
长城证券	0.02	0.02	0.02
中银证券	0.02	0.02	0.01
华林证券	0.01	0.01	0.01
信达证券	1.51	0.00	0.01
国泰君安	-2.28	0.00	0.00
财达证券	9.08	8.24	-8.50

数据来源：上市证券公司年度及半年度报告

**投行业务：**2024年以来，IPO政策边际收紧，再融资规模亦有所下滑，证券公司股权承销业务增长承压；但债券承销规模保持增长，对投行业务收入略有提振。随着资本市场改革进程持续推进，证券公司投行业务增长仍有支撑。

随着资本市场改革进程持续推进，证券公司投行业务仍有支撑。同时，证监会对券商投行项目实行从严监管，在压实券商责任等方面提出了更高的要求，敦促投行业务稳健发展。2024年，IPO政策边际收紧，再融资规模亦有所下滑，证券公司股权承销业务增长承压；但债券承销规模保持增长，对投行业务收入略有提振。

从股权承销情况看,2024年,证券公司首发和增发承销金额分别为673.53亿元和1730.52亿元,金额合计为2404.04亿元,较去年同比减少74.71%。从股票首发通过率看,截至2024年末,共57家企业上发审会,其中53家过会,通过率为92.98%,上会家数较去年同期减少251家,通过率较去年同期增加2.4个百分点。从IPO审核申报企业排队情况看,截至2024年末,剔除终止审查和暂缓表决等情况的企业,共263家企业处于审核申报状态,项目数量排名前十及前二十的证券公司申报企业数量分别占全部申报企业的72.43%和81.37%。头部证券公司在投行业务方面拥有科创板跟投优势、专业化定价以及国际化优势,业务集中度持续上升。综合来看,审核已逐步趋于常态化,但整体项目资源仍向投行团队实力较强、保荐经验丰富的证券公司集中。

**表18: 2024年前十大证券公司股票承销项目及储备情况(单位:亿元)**

保荐机构	合计	报审家数(按审核状态)					
		已受理	已问询	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	终止审查
中信证券	167	2	7	0	10	0	137
中信建投	121	5	8	0	5	0	97
海通证券	102	1	5	0	4	0	86
民生证券	88	0	4	0	7	0	73
华泰证券	81	1	2	0	4	0	63
中金公司	80	1	7	0	6	0	63
国泰君安	79	5	4	0	10	0	52
招商证券	79	4	1	0	6	0	65
国金证券	77	0	2	0	5	0	65
国投证券	56	2	5	0	6	0	42

数据来源: WIND, 新世纪评级整理(截至2024年末)

注: 表中项目储备统计不包含各家机构的辅导备案登记受理项目数量。

从科创板审核情况来看,2024年,共有15家过会企业正式上市,募集资金合计为151.59亿元,较去年同期下降明显。从科创板项目报审情况看,科创板保荐机构的集中度更高。由于科创板设立了相关子公司跟投机制,绑定了证券公司与申报企业的利益,促使投行选择承揽项目时更加谨慎,也对证券公司净资本金提出了更高的要求。净资本金充足的证券公司在选择项目时具有更大的主动权,跟投带来的流动风险更小。整体来看,科创板为证券公司投行业务发展提供了新的机遇,但注册制下的项目开展更加考验证券公司的综合实力。截至目前,科创板跟投收益表现良好,不过科创板市场运行时间尚短,证券公司退出收益仍有待时间检验。

从再融资市场来看,2020-2021年,受益于再融资新规出台,上市公司增发融资规模与数量逐步回升。2022年以来,受权益市场下行影响,再融资需求有所回落,截至2024年末,市场定增实际募资规模为1730.52亿元,同比下降70.11%,减少4058.99亿元。

从债券市场来看，截至 2024 年末，债券市场合计发行额为 79.85 万亿元，发行总量较去年同期增长 12.40%。其中，同业存单发行 31.41 万亿元、金融债发行 10.21 万亿元、地方政府债发行 9.78 万亿元、国债发行 12.48 万亿元、中期票据发行 4.86 万亿元。从前十大证券公司债券承销项目来看，2024 年，前十大证券公司承销金额同比变化有所分化，债券承销业务集中度仍保持在较高水平，前十大证券公司承销金额占合计金额的比重为 68.55%，集中度较去年同期有所上升。

**表19： 前十大证券公司债券承销项目情况（单位：亿元）**

机构名称	总承销金额(亿元)	债券总承销		
		市场份额(%)	只数	平均承销额(亿元)
中信证券	21,164.49	14.97	5,088	4.16
中信建投	15,912.36	11.26	4,062	3.92
华泰证券	12,896.12	9.12	3,323	3.88
中金公司	12,338.14	8.73	3,611	3.42
国泰君安	11,430.79	8.09	3,081	3.71
东方证券	5,218.19	3.69	1,517	3.44
中国银河	4,971.20	3.52	1,479	3.36
光大证券	4,401.96	3.11	1,496	2.94
申万宏源	4,296.46	3.04	1,247	3.45
招商证券	4,281.59	3.03	1,466	2.92

数据来源：WIND，新世纪评级整理（截至 2024 年末）

此外，新三板市场方面，近年来，通过一系列重大改革，新三板逐步完善自身服务中小企业和民营经济的能力，2019 年 9 月，证监会宣布启动全面深化新三板改革，2021 年 9 月，北交所成立，以精选层为基础构筑新三板新格局，即上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北交所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。但从数据上看，新三板活力仍显不足。自 2017 年末开始，股转系统挂牌公司家数逐月减少（除 2018 年 2 月增加 24 家），2024 年末新三板新挂牌企业家数为 6,101 家，较去年末减少 140 家。2024 年末，北交所上市公司数为 262 家，IPO 融资规模为 527.21 亿元。

**资产管理业务：**资产管理业务去通道化、产品净值化和消除监管套利的进程持续推进，同时，近年来，监管陆续出台公募基金相关政策支持券商资管子公司申请公募牌照，在此背景下，主动管理能力是证券公司资产管理业务的核心竞争力。2023 年以来，行情波动下证券公司集合资管业务规模有所下滑，主动管理能力仍需持续加强。

随着资产管理新规及相应配套细则的落地实施，资产管理业务去通道化、产品净值化和消除监管套利的进程持续推进，同时，近年来，监管部门陆续出台公募基金相关政策，放宽公募牌照限制、支持券商资管子公司依法申请公募牌照，证券公司资管产品体系进一步丰富。在此背景下，主动管理能力是证券公司资产管理业务的核心竞争力，头部证券公司在投研体

系、产品体系及平台效应上具备优势，资管业务发展快于同业。从近六期基金业协会数据来看，证券公司集合资管计划规模有所波动，定向资管计划仍处于逐步清理阶段。截至 2023 年末，证券公司集合资管计划为 25,927.51 亿元，受行情波动产品发行放缓影响，规模较年初略有下滑；定向资管计划为 27,118.34 亿元，去通道仍在持续推进，规模较年初进一步下降。

**表20: 证券公司及其子公司资产管理业务统计数据 (单位: 亿元、%)**

产品类型	资产规模 2020 年末	资产规模 2021 年末	资产规模 2022 年末	资产规模 2023 年末
集合资管计划	20,903.65	36,480.31	31,795.52	25,927.51
定向资管计划/单一资产管理计划	59,202.90	40,373.49	31,048.57	27,118.34
证券公司私募子公司私募基金	5,424.06	5,498.03	5,895.72	6,204.79
合计	85,530.62	82,351.83	68,739.81	59,250.64

数据来源: 中国证券投资基金业协会

2024 年，资产证券化市场发行规模同比有所上升。全国共发行资产证券化产品 20,406.71 亿元，同比增长 8.80%。此外，2024 年公募 REITs 发行总额同比有明显增长。随着资产管理业务去通道化、产品净值化和消除监管套利的进程持续推进，除进一步加强主动管理能力外，资产证券化成为部分证券公司的发展方向之一。

整体来看，随着资产管理新规及相应配套细则的落地实施，证券公司通道业务已逐步退出历史舞台。综合实力强、主动管理能力有限、产品线齐全的证券公司更能在资管业务转型中取得优势。

**自营业务：外部环境多变，证券公司自营投资难度依然较大，证券公司资产配置仍以固定收益类资产为主，近年来，衍生品资产规模增长明显但占比仍较小。**

权益类及衍生品自营业务方面，2024 年前三季度，证券公司权益类资产有所增加，权益类自营业务收益中公允价值变动收益占比较大，在市场外部环境多变和市场行情波动较大且多呈现结构性机会的情况下，权益类自营业务要取得超额收益依然具有挑战性。近年来，证券公司衍生品资产规模增长明显但占比仍较小，头部证券公司的衍生品资质更为齐全，衍生品资产占比更高。衍生品业务有助于降低自营风险敞口，因而衍生品业务发展较好的头部证券公司自营业务表现更具韧性。

固定收益自营业务方面，各公司根据投资风格的不同，规模变化略有分化，其中仍不乏部分风格激进的证券公司利用交易性杠杆扩大债券投资规模。2024 年，证券公司杠杆运用整体趋于谨慎。目前影响市场的外部不确定因素仍然较多，证券公司固定收益自营业务仍然面临一定风险，运用正回购大幅增加债券投资杠杆或通过拉长久期博取收益的证券公司面临一定的利率风险。此外，近年来，信用债板块分化，“资产荒”背景下通过信用资质下沉博取收益的证券公司亦面临一定的信用风险管控压力。

表21: 上市证券公司自营业务情况 (单位: 亿元、%)

证券简称	所有者权益合计		净资本		自营权益类证券及证券衍生品/净资本		自营固定收益类证券/净资本	
	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末
中信证券	2919.63	2741.99	1411.59	1396.15	34.27	51.42	385.07	292.66
华泰证券	1858.32	1822.17	905.59	940.77	33.52	28.58	296.10	366.74
国泰君安	1729.71	1733.78	892.57	926.04	46.34	33.19	320.67	343.14
海通证券	1694.91	1748.00	881.49	808.36	17.49	16.92	181.22	229.18
广发证券	1480.95	1406.76	916.55	931.66	39.77	31.10	338.88	294.25
中国银河	1366.97	1304.95	1098.39	1001.00	24.69	28.22	294.80	273.87
申万宏源	1315.41	1287.94	842.85	914.98	45.71	32.60	332.49	321.59
招商证券	1260.53	1220.37	831.23	793.70	43.93	32.78	360.14	357.81
国信证券	1143.12	1104.60	870.28	821.40	44.55	50.73	282.24	300.74
中金公司	1091.03	1048.97	454.47	441.26	50.52	61.95	362.66	348.48
中信建投	1012.24	975.26	656.96	668.59	31.08	13.98	368.17	350.13
东方证券	812.88	787.60	550.42	505.92	23.79	13.97	305.42	318.58
光大证券	682.64	678.95	432.08	469.70	4.77	6.70	228.89	174.82
兴业证券	618.36	609.71	351.03	347.31	11.85	15.86	303.41	257.23
方正证券	478.28	460.91	290.86	280.60	45.08	35.53	342.20	341.50
中泰证券	447.11	423.28	277.71	278.17	9.92	9.58	195.73	183.68
东吴证券	410.51	402.92	263.55	261.46	22.51	13.78	340.67	304.10
长江证券	379.17	347.71	244.63	218.85	11.91	17.48	205.05	323.76
财通证券	356.99	346.27	232.06	214.60	23.72	19.82	248.56	281.93
国元证券	355.49	345.95	236.90	214.10	11.88	3.11	329.77	290.16
国金证券	331.34	327.97	246.80	245.23	6.14	7.16	120.33	169.81
长城证券	299.50	290.69	215.90	209.41	26.59	18.47	253.88	254.22
浙商证券	292.64	282.71	220.10	197.20	13.24	12.08	196.56	219.17
西部证券	284.60	281.23	225.50	229.89	8.03	10.46	224.18	220.64
东兴证券	276.32	271.08	226.44	218.39	13.50	7.36	231.83	250.74
西南证券	256.21	254.02	163.75	156.13	18.48	15.34	240.31	240.91
红塔证券	239.81	233.37	195.31	187.58	29.77	20.50	149.02	139.75
天风证券	239.00	245.86	150.94	165.47	10.20	7.19	223.44	215.06
华西证券	229.92	228.02	170.51	168.69	29.11	9.58	141.16	171.57
国海证券	225.98	227.19	157.37	161.22	7.89	2.23	125.31	158.24
华安证券	220.73	211.49	145.75	151.16	27.27	14.87	294.50	252.76
信达证券	209.48	183.40	181.39	148.04	0.88	4.52	245.31	272.08
东北证券	191.80	188.99	139.37	136.96	-	28.19	-	231.21
国联证券	187.25	181.24	143.84	149.02	61.38	52.91	301.64	264.15
山西证券	182.69	181.53	116.70	121.67	5.90	15.68	270.85	215.02
南京证券	177.77	175.19	148.63	150.68	10.47	3.72	168.04	202.08

证券简称	所有者权益合计		净资本		自营权益类证券及证券衍生品/净资本		自营固定收益类证券/净资本	
	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末	2024年9月末	2023年末
中银证券	177.66	172.23	151.18	146.16	1.77	1.51	120.50	141.24
第一创业	161.21	152.93	99.15	89.44	45.46	35.64	186.06	215.19
中原证券	142.02	141.50	95.61	86.51	9.71	7.57	201.50	290.44
首创证券	130.12	123.62	122.21	116.29	21.57	6.36	221.74	219.28
财达证券	116.29	115.86	106.70	108.84	7.10	4.91	193.79	206.37
太平洋	96.13	94.84	76.16	74.83	5.67	2.58	60.09	55.57
华林证券	66.19	63.45	46.53	43.46	31.46	23.02	125.89	47.57

数据来源：证券公司年报，新世纪评级整理

此外，注册制改革推进以及跟投制度完善背景下，近年来，新股跟投亦成为证券公司资金配置的方向，跟投收入与投行条线的项目筛选和定价能力密切相关，资金实力雄厚且拥有更加完备投行体系及团队的头部证券公司在跟投业务上更具备优势。

## 二、中国证券行业信用展望

展望 2025 年，从经济基本面看，经济预计稳中向好，房地产在政策刺激下有望边际改善，财政支出力度值得期待；但出口或将面临较为严峻的挑战，进而抑制外商投资和国内私营部门投资，较高的居民和企业杠杆也会对消费和投资带来影响，同时仍需警惕地方政府化债进展、外部风险事件等因素对经济增长的制约。宏观政策整体基调更加积极、首提加强超常规逆周期调节，加大财政政策逆周期调节力度，加力支持地方化解隐性债务，同时出台一揽子有针对性增量政策举措，提高财政赤字率；货币政策适度宽松，保持流动性充裕，保持低利率环境，从而与积极的财政政策协同配合。从股票市场看，在经济稳中向好、宏观政策更加积极背景下，权益市场收益率较今年或将有所提升；预计上半年经济确定性较强，为 A 股市场表现提供有利支撑；下半年，海外因素尤其是出口将面临较为严峻的挑战，进而影响 A 股市场表现。同时仍需警惕外部风险事件和经济增长不及预期带来的阶段性震荡，且经济结构持续转型背景下，市场的结构性行情或成为常态。从债券市场看，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，明年财政政策更加积极、货币政策适度宽松的背景下，叠加经济企稳仍需要时间检验，预计债市利率仍将处于下行区间，但政策力度随经济增长波动而产生的节奏变化以及股市与债市跷跷板效应或将使得债市波动幅度加大。在信贷需求和房地产无法明显改善的背景下，叠加化债进程中的高息资产置换，预计“资产荒”现象将会延续，资质较好且收益较高的信用债的稀缺性将变得更强，仍需关注化债背景下尾部和结构性违约风险，整体信用债板块将延续分化态势。在此背景下，分业务来看，在佣金率降幅趋缓但仍有一定压力的背景下，交易量指标仍是传统经纪业务的关键指标，同时，关注居民配置转变及机构业务壮大带来的财富管理及机构交易机会；市场风险偏好有所上升的背景下，

两融余额有望维持在高位；股票质押减值损失风险有所下降，同时，需警惕少数证券公司股票质押业务规模较大，存量股票质押业务的风险仍将持续影响该类公司的信用质量。IPO 边际收紧影响投行业绩，但资本市场改革仍在继续，投行业务仍有一定增量空间，同时，关注跟投业务对证券公司的业绩贡献。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性价行将使得权益类投资收益与风险并存，在资产配置压力的影响下，证券公司固定收益类自营投资交易杠杆较高，同时尾部和结构性违约风险将导致部分信用下沉较大的证券公司面临信用管理压力，自营业务压力仍将持续加大；此外，关注衍生品及交易业务发展带来的机遇与风险。去通道化进程持续推进，资管业务资金来源以银行委外资金为主的证券公司受托管理资产规模增速将持续下滑，主动管理转型下，主动管理能力是证券公司资产管理业务的核心竞争力，仍需持续加强。

近两年，证券公司首发及再融资节奏有所放缓，但未来，随着业务发展需要及再融资受限期限逐步到期，证券公司仍有动力通过增发和配股进一步扩充其资本实力。随着资本中介业务规模增长和自营投资及交易业务规模增加，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使其流动性管理难度亦同步增加，股市黑天鹅事件、信用风险事件以及债券市场收益率的大幅波动都将持续挑战证券公司的流动性管理能力。

**1.市场及政策环境对证券公司盈利形成支撑，但不确定因素依然较多，增量资金仍然是改善市场环境的重要因素。**

从股票市场看，2025 年在经济稳中向好、宏观政策更加积极的背景下，权益市场收益率较 2024 年或将有所提升，结构性行情仍会是常态；从债券市场看，预计债市利率仍将处于下行区间，“资产荒”现象将会延续，仍需关注化债背景下尾部和结构性违约风险。IPO 及再融资阶段性收紧，但随资本市场改革将持续深化，股权融资仍有一定增长空间。在此情况下，我们认为短期内影响证券行业各条线业务的外部因素变化相对稳定，这将为证券行业整体良好的信用质量提供支撑。

**2.资本市场改革持续深化，资本市场纲领性文件“新国九条”落地，随后配套政策以及监管层发声密集落地，“1+N”系列政策持续优化，共同助力资本市场高质量发展；证监会提出做大做强投资银行的中长期目标，利好头部证券公司，行业集中度或将进一步提升；行业维持严监管，分类监管成为常态。**

2024 年以来，资本市场改革持续深化。2024 年 3 月，证监会密集发布四项政策文件，内容涉及发行上市准入、上市公司监管、机构监管、证监会系统自身建设等方面。2024 年 4 月，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(简称“新国九条”)，突出“强监管、防风险、促高质量发展”主线，强调监管与发展并举；随后证监

会、交易所同步更新多项配套规则，与新“国九条”共同构成“1+N”政策体系，共同助力资本市场高质量发展。

此外，2024年3月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称《意见（试行）》），直接提出做大做强投资银行的中长期目标。对于做大做强证券公司，早在2019年，证监会就曾提出打造“航母级证券公司”，做大做强证券业，并鼓励市场化并购重组。2023年11月，中央金融工作会议提出要“培育一流投资银行和投资机构”、“支持国有大型金融机构做优做强”，同月，证监会再次表示支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。本次发布的《意见（试行）》聚焦于校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力及监管效能，提出了25项具体措施。该文件提出了建设一流投行和投资机构的中长期目标，在未来五年左右时间内，形成“教科书式”的监管模式和行业标准，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。

证券公司做优做强的可能路径包括业务创新、集团化经营、并购重组等，目前阶段，并购重组成为证券公司尤为重要的选择路径。自1987年以来，证券行业共经历过四次较大的并购重组浪潮，早期的三次并购重组以监管清理乱象和规范管理为主，政策因素是并购的主要动力；而2012年以来的并购重组潮则主要源于市场化因素，即证券公司为扩大经营范围或弥补业务短板进行主动收并购。2023年以来，得益于做大做强政策支持，券商并购重组再次提速，多家券商释放出行业内并购整合的信号，行业集中度将进一步提升。

**表22: 2023年以来主要的证券公司并购重组情况**

最新公告日期	标的公司名称	受让方/吸并方	出让方	股份占比(%)	进展
2023/2	恒泰证券	北京华融	天风证券	9.58	过户完成
2023/12	太平洋证券	华创证券	北京嘉裕	10.92	证监会对太平洋证券变更主要股东提出反馈意见
2023/12	民生证券	国联集团	泛海控股	30.30	证监会已核准股东申请
2024/12		国联证券	国联集团、沅泉峪等45名交易对手方	99.26	证监会发布《关于同意国联证券股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金注册、核准国联证券股份有限公司和民生证券股份有限公司变更主要股东、民生基金管理有限公司和民生期货有限公司变更实际控制人等的批复》
2024/12	国都证券	浙商证券	重庆信托、国华能源、同方创投等多名转让方	34.25	证监会核准浙商证券成为国都证券主要股东，并已过户完成

2024/8	东莞证券	东莞金控	锦龙股份	20.00	已签署股权转让协议
2024/5	长江证券	湖北国资	湖北能源、三峡资本	15.60	已获国务院国资委批复，待省国资委、证监会等相关部门审批通过
2024/12	万和证券	国信证券	深圳资本运营集团等 7 名股东	96.08	国信证券发布发行股份购买资产暨关联交易草案，深圳市国资委原则同意交易方案
2024/12	海通证券	国泰君安	全体换股股东	/	合并重组申请正式获得证监会及上海证券交易所受理，并回复上交所审核问询
2024/12	西部证券	国融证券	通过协议受让方式受让北京长安投资集团有限公司等股东	64.60	股东大会审议通过

数据来源：上市公司公告（截至 2024 年末），新世纪整理

此外，2024 年 9 月，证监会修订并发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，此次修订旨在为优质券商拓宽业务空间提供支撑，同时进一步提高风险控制指标的科学性。上述背景下，证券行业内部分化有可能进一步加剧。

我们预计未来市场仍将延续强监管的态势，随着监管政策的逐步细化和深入，分类监管成为常态，同时对证券公司风险把控和业务合规的要求亦将逐步提高；长期来看，市场环境规范和重塑有利于资本市场改革顺利推进，资本实力雄厚和融资渠道畅通的证券公司依然具有相对竞争优势。

**3.监管政策和内部竞争环境趋使证券公司分化转型，外部竞争环境将跟随金融对外开放进度逐步加剧。**

从证券公司设立审批限制放松、放开地方证券经营机构的家数限制、非现场开户到“一人三户”政策放开，伴随金融科技的普及和应用，证券行业内部竞争环境日趋激烈。在佣金率维持低位的情况下，加之场外资金对未来市场仍持较为谨慎的态度，获取客户的边际收益难以抵补持续增长的边际成本，简单的采取价格战争夺通道业务市场份额的竞争策略已不能很好的提升通道业务份额，证券公司的内部竞争逐步向财富管理能力和综合金融服务能力的竞争转变。大型证券公司和中小证券公司将根据自身资源禀赋依靠差异化发展寻找竞争优势。未来，大型证券公司将更专注于综合金融服务能力的提升，通过业务协同，形成以融资业务、财富管理、资产管理、产业资源等为核心的业务链。中小证券公司资本和业务实力较为弱势，在行业竞争格局中将根据自身股东资源、特色业务等优势，逐步拓展专业化证券公司的发展道路。此外，近年来，监管层提出做强做优证券行业，建设一流投行，同时分类监管思路更加明确，或将使得证券行业强者恒强的局面愈加明显。

从外部竞争环境看，金融对外开放将随时间稳步推进，2020 年，证券公司外资股比限制

取消，截至 2024 年 11 月末，已有 11 家外资控股证券公司获批设立，另有 5 家设立申请获证监会反馈。证券行业的外部竞争环境将随海外机构涌入国内市场后变的更为胶着。不同于国内证券公司同质化竞争，海外机构拥有较为成熟且丰富的金融产品体系，亦有专业性极强的证券公司，其能否适应国内市场仍有较大的不确定性，而证券公司如何发挥主场优势应对海外机构的入驻仍需时间观察。

#### 4. 资本实力小幅提升，杠杆分化依然持续。

近两年，证券公司首发及再融资规模增幅有所放缓，但证券行业资本实力仍小幅提升。未来，随着业务发展需要及再融资受限期限逐步到期，证券公司或将通过增发和配股进一步扩充其资本实力。

目前，证券公司负债经营渠道已经得到拓宽及完善。但受制于较严格的资格和额度审批以及出于对债券销售和成本的考虑，一般仅有中大型证券公司通过中长期债券进行融资，依托更加畅通的融资渠道和相对丰富的风险管理经验，此类证券公司杠杆水平普遍较高，且预计后续杠杆水平仍将维持在较高水平。同时，根据经营策略的不同，证券公司杠杆经营程度亦出现分化，较为激进的证券公司市场持续调整的情况下，依然积极进场寻求再配置机会，并通过债券正回购加大杠杆水平，而较为稳健的证券公司则通过资本中介业务积累利润。2024 年证券公司固定收益业务交易杠杆持续分化，预计未来各公司杠杆情况仍将随经营策略及债券市场走势变化。

#### 5. 流动性管理压力持续存在，部分证券公司的高杠杆经营不利于流动性管控。

随着自营投资及交易业务规模的增加、资本中介业务规模的波动以及存量股票质押业务风险的化解，证券公司资金需求不减。中期限公司债券的陆续到期以及业务资金需求的增长，证券行业整体债务规模亦呈上升趋势。股票质押业务方面，资金流动性受质押标的影响较大，且证券公司缺乏对资金流向上的管控措施，在标的经营恶化时其融出资金流动性极易受限；固定收益业务方面，因证券公司常通过债券正回购加大交易性杠杆，整体可变现金融资产规模通常有限。整体来看，证券公司债务规模的逐步加大，其流动性管理难度亦同步增加，股票黑天鹅事件、信用风险事件以及债券市场收益率的大幅波动都将持续挑战证券公司的流动性管理能力。

**6. 收入及盈利增长更多依赖市场机会，收入结构持续波动；在严监管的背景下，业务转型情况仍有待观察。**

2024 前三季度沪深两市主要指数宽幅震荡和交易额不如 2023 年同期水平，IPO 节奏放缓、再融资规模亦下滑，2024 年前三季度证券公司营业收入和净利润同比均有所下降。2024 年四季度，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。展望 2025 年，在佣金率降幅趋缓但仍有一定压力的背景下，交易量指标仍是传统经纪业务的关键指标，同时，业务模式持续向财富管理及机构服务转型；融资融券仍将为资本中介业务的增长点，股票质押业务标的结构将有所调整；IPO 及再融资阶段性收紧，但随资本市场改革将持续深化投行业务仍有一定增量空间，同时，关注投行跟投对证券公司的业绩贡献。自营业务方面仍将维持收益和风险并存，权益投资收益率较今年或将有所提升，但波动性仍会较大，结构性行情或将成为常态；在当下信用债尾部及结构性违约风险仍存的背景下，证券公司固定资产配置或仍将向利率债和城投债倾斜，“资产荒”背景下，或将向长久期和低资质要收益，考虑到证券公司债券投资规模较大、占比较高，需警惕其所面临的信用管理压力。去通道化进程持续推进，证券公司资管业务仍持续向主动管理转型。

### **经纪业务佣金率下行趋势渐缓，竞争转向综合金融服务。**

经纪业务的收入情况仍受市场行情影响。长期的同质化竞争以及金融科技的普及使得价格战获取市场份额的策略不再通用，行业佣金率下行趋势有所放缓；但网点和业务人员的成本刚性亦使得业务成本面临压缩难度。证券公司经纪业务收入的表现更多依赖于成交量、基金申赎量的弹性。同时，经纪业务的竞争将持续向金融服务能力的竞争转变。近年来，居民财富不断积累、房地产投资属性弱化、资管新规后券商资管公募化、基金投顾试点放开等综合因素均有助于券商财富管理业务扩容。

### **两融业务仍是资本中介业务的增长引擎，股票质押业务标的结构将继续调整。**

近年来，受两融余额中枢提升及市场行情波动影响，证券公司融资融券业务规模整体波动下滑；2024 年四季度，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，两融余额快速攀升。未来，市场风险偏好有所上升的背景下，两融余额有望维持在高位，融资融券业务仍有一定空间，有助于支撑资本中介业务业绩。但仍需注意两融业务市场份额占比仍很大程度上取决于证券公司存量客户情况以及证券公司对于投资者风险偏好的指引。

股票质押业务方面，2018 年下半年股票质押业务风险的爆发，各证券公司业务风控压力均有所提升。近年来，随股票市场持续升温加之证券公司普遍提高股票质押风控标准，压缩业务规模，股质风险有所缓解。但在存量业务风险尚未化解以及业务风险偏好改变的情况下，未来证券公司该项业务的标的结构将持续调整，逐步改善资产结构，限制业务规模发展速度，同时持续对存量风险的进行化解。

### **资管业务继续向主动管理深化转型。**

近年来，证券公司资产管理业务相关监管规定陆续出台。在新规的影响下，资产管理业

务定向资管计划规模增速自 2017 年二季度起开始逐季下滑，在行业刚性兑付被打破以及监管套利被消除后，资金逐步向合规渠道和产品回流。此外，近年来，监管部门陆续出台公募基金相关政策，放宽公募牌照限制、支持券商资管子公司依法申请公募牌照，证券公司资管产品体系进一步丰富，主动管理转型进一步深化。目前各家证券公司的资管业务结构差异仍然较大，对于通道业务占比仍然较高的部分证券公司，短期业绩下滑风险仍然存在，但中长期来看，资管新规倒逼行业转型有利于行业长期发展。

**IPO 及再融资阶段性收紧，证券公司投行业务承压，但资本市场改革仍持续深化，长期来看仍有一定增量空间，同时，证券公司将加大对投行综合业务能力的提升。**

近年来，二级市场持续弱势抑制了股权融资规模的进一步增长，加之 IPO 及再融资阶段性收紧，证券公司投行业务承压。但长期来看，资本市场改革持续深化，相关制度建设加快推进，投行业务仍有一定增量空间。此外，证监会提出要深化并购重组市场化改革，支持优质科技创新企业通过并购重组做大做强，丰富并购重组支付方式等，除 IPO 及再融资外，并购重组、可转债、VC/PE 等其他股权融资方式成为未来政策鼓励的方向。

在投行业务开展方面，大型证券公司将通过全产业链模式，以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”运作模式为客户提供综合金融服务解决方案。中小证券公司则将在产品、客户、区域和渠道方面，与大型证券公司进行差异化竞争。

**自营业务收益和风险并存，衍生品及交易业务的发展或将为自营业务波动提供一定缓冲。**

权益类自营方面，2024 年，权益市场前三季度宽幅震荡、第四季度表现亮眼，整体同比有所改善，展望 2025 年，权益市场行情有望在政策积极和经济稳中向好的背景下得以延续，但经济企稳节奏和海外因素将会影响 A 股市场表现，使得 A 股市场呈现较大的波动性和持续的结构行情。固定收益类自营方面，2024 年债券市场走强，利率债收益率震荡下行，虽然三季度信用债收益率阶段性震荡上行、信用利差有所走阔，但亦整体下行，信用利差持续压缩。从证券公司固定收益类证券持仓来看，在当下信用债尾部及结构性违约风险仍存的背景下，证券公司资产配置或仍将向利率债和城投债倾斜，“资产荒”背景下，或将向长久期和低资质要收益，考虑到证券公司债券投资规模较大、占比较高，需警惕其所面临的信用管理压力。近年来，衍生品及代客交易业务亦成为自营资金配置的方向，相关资产配置有助于降低自营风险敞口，为自营业务波动提供一定缓冲。

**附录一 上市证券公司 2024 年前三季度规模与盈利能力情况（单位：亿元、%）**

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产回报率	平均资本回报率	费用率
中信证券	13547.03	1411.59	10627.40	461.42	174.51	1.38	6.16	43.64
国泰君安	8126.56	892.57	6396.86	290.01	99.14	1.20	5.72	35.97
华泰证券	6646.95	905.59	4788.63	314.24	127.38	1.79	6.92	37.59
广发证券	6012.19	916.55	4531.25	191.37	74.97	1.30	5.19	53.19
中国银河	5772.21	1098.39	4405.24	270.86	69.64	1.24	5.21	30.46
海通证券	5628.44	881.49	3933.52	128.99	-2.12	-0.03	-0.12	60.23
中金公司	5517.24	454.47	4426.21	134.49	28.60	0.52	2.67	76.29
招商证券	5269.34	831.23	4008.81	142.79	71.53	1.29	5.77	47.31
申万宏源	5187.39	842.85	3871.97	174.56	47.11	0.89	3.62	39.83
中信建投	4308.25	656.96	3296.01	143.15	43.06	1.01	4.33	53.88
国信证券	3924.87	870.28	2781.75	122.71	48.79	1.22	4.34	46.01
东方证券	2777.70	550.42	1964.83	140.79	33.02	1.20	4.13	36.68
兴业证券	2104.52	351.03	1486.16	88.11	18.44	0.88	3.00	54.22
光大证券	1981.46	432.08	1298.82	64.06	20.08	1.00	2.95	62.40
方正证券	1898.63	290.86	1420.36	54.33	19.17	1.00	4.08	63.40
东吴证券	1369.26	263.55	958.74	84.37	18.36	1.39	4.52	32.62
中泰证券	1351.06	277.71	903.95	74.24	6.23	0.46	1.43	75.94
国元证券	1260.97	236.90	905.48	50.55	15.71	1.35	4.48	39.18
浙商证券	1178.52	220.10	885.87	118.96	13.09	1.08	4.55	20.61
财通证券	1145.00	232.06	788.01	44.41	14.71	1.28	4.18	59.48
长江证券	1037.48	244.63	658.31	48.04	14.35	1.23	3.95	63.70
长城证券	911.40	215.90	611.90	28.50	11.09	1.21	3.76	56.49
国联证券	898.04	143.84	710.79	20.05	4.02	0.48	2.18	78.03
天风证券	841.22	150.94	602.22	13.41	-5.06	-0.58	-2.09	120.07
东兴证券	824.32	226.44	548.00	80.68	9.50	1.13	3.47	19.10
西部证券	798.86	225.50	514.26	44.31	7.48	0.92	2.64	37.86
国金证券	760.28	246.80	428.94	42.91	9.03	1.07	2.74	75.48
华安证券	702.77	145.75	482.04	31.77	11.39	1.70	5.27	41.45
西南证券	672.40	163.75	416.20	17.64	4.82	0.69	1.89	70.30
信达证券	631.76	181.39	422.28	23.50	9.01	1.45	4.59	61.02
华西证券	630.32	170.51	400.40	22.32	2.53	0.40	1.11	74.27
东北证券	617.93	139.37	426.12	45.43	5.22	0.83	2.74	47.16
山西证券	606.46	116.70	423.77	21.66	5.13	0.83	2.82	62.71
红塔证券	469.35	195.31	229.54	16.25	6.38	1.42	2.70	39.34
中银证券	462.88	151.18	285.22	19.21	6.61	1.35	3.78	60.55
国海证券	455.94	157.37	229.96	29.20	2.49	0.50	1.10	50.32
南京证券	413.82	148.63	236.05	23.68	7.00	1.59	3.97	45.23
首创证券	409.99	122.21	279.87	18.53	7.50	1.91	5.91	51.18

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产回报率	平均资本回报率	费用率
第一创业	372.74	99.15	211.54	24.01	6.93	1.85	4.41	66.28
中原证券	350.92	95.61	208.90	12.92	1.41	0.38	1.00	64.05
财达证券	333.28	106.70	216.99	17.05	3.70	1.08	3.19	55.53
华林证券	144.68	46.53	78.49	10.16	3.02	2.34	4.66	54.48
太平洋	106.68	76.16	10.55	8.65	1.36	1.25	1.43	79.22

资料来源：WIND，经新世纪评级整理绘制

注：净资本为母公司口径数据。

## 附录二 上市证券公司 2024 年前三季度杠杆与流动性情况（单位：%）

名称	资产负债率*	净资本/总负债*	净资本/有息债务	货币资金*/总负债*	卖出回购金融资产款/净资本	短期债务/有息债务
中金公司	80.23	10.27	14.31	12.40	181.09	54.35
国联证券	79.15	20.24	25.25	8.60	149.36	55.35
国泰君安	78.72	13.95	22.07	3.81	197.09	68.16
中信证券	78.45	13.28	19.13	7.94	279.23	81.78
中信建投	76.50	19.93	22.98	8.09	204.12	61.59
中国银河	76.32	24.93	29.75	3.53	166.14	71.85
招商证券	76.08	20.74	23.79	4.11	182.11	70.60
广发证券	75.37	20.23	24.07	5.78	192.34	72.72
浙商证券	75.17	24.85	40.11	8.17	104.96	45.90
方正证券	74.81	20.48	25.45	6.78	147.70	70.45
申万宏源	74.64	21.77	27.62	8.63	172.31	64.72
华泰证券	72.04	18.91	26.01	11.64	150.03	63.02
国元证券	71.81	26.16	27.78	3.41	177.04	76.21
天风证券	71.59	25.06	27.84	20.04	42.97	26.95
国信证券	70.87	31.29	37.14	3.66	132.73	70.21
东方证券	70.74	28.01	30.66	11.19	135.21	64.70
兴业证券	70.62	23.62	28.34	9.28	147.96	54.80
东吴证券	70.02	27.49	29.21	2.79	169.32	75.27
海通证券	69.89	22.41	24.93	15.70	83.76	40.85
山西证券	69.88	27.54	29.50	14.81	77.56	58.99
东北证券	68.96	32.71	47.22	9.13	110.87	78.89
财通证券	68.82	29.45	35.38	7.88	95.50	47.00
华安证券	68.59	30.24	31.44	3.66	137.17	65.71
首创证券	68.26	43.67	46.05	3.62	110.47	63.84
长城证券	67.14	35.28	37.34	3.94	102.33	53.89
中泰证券	66.91	30.72	34.00	13.66	95.35	45.77
信达证券	66.84	42.95	45.21	16.59	70.82	71.38
东兴证券	66.48	41.32	47.83	2.89	99.62	77.74

名称	资产负债率*	净资本/总负债*	净资本/有息债务	货币资金*/总负债*	卖出回购金融资产款/净资本	短期债务/有息债务
光大证券	65.55	33.27	40.49	13.01	134.33	72.36
财达证券	65.11	49.17	55.19	6.34	82.48	52.44
西部证券	64.37	43.85	50.77	15.90	74.74	63.57
华西证券	63.52	42.58	46.92	6.27	63.28	44.30
长江证券	63.45	37.16	42.44	11.36	77.72	51.49
西南证券	61.90	39.34	42.59	4.16	117.18	79.11
中银证券	61.62	53.01	93.53	7.80	38.78	78.06
中原证券	59.53	45.77	50.32	15.62	47.38	68.96
南京证券	57.04	62.96	68.43	4.13	40.94	38.67
第一创业	56.75	46.87	51.09	12.64	76.94	61.54
国金证券	56.42	57.54	65.36	12.80	47.96	67.72
华林证券	54.25	59.28	66.94	16.46	49.03	97.18
国海证券	50.44	68.43	74.69	34.94	51.06	67.18
红塔证券	48.91	85.09	90.24	10.68	55.42	71.82
太平洋	9.89	721.82	1281.97	128.11	5.16	100.00

资料来源：WIND，经新世纪评级整理绘制

注：净资本为母公司口径数据。

### 附录三 上市证券公司 2023 年规模与盈利能力情况（单位：亿元、%）

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产回报率	平均资本回报率	费用率
中信证券	11695.03	1396.15	8953.04	600.68	205.39	1.88	7.71	48.27
国泰君安	8340.73	926.04	6606.95	361.41	98.85	1.24	5.86	43.50
华泰证券	7605.79	940.77	5783.61	365.78	130.36	1.79	7.45	46.69
海通证券	6480.48	808.36	4732.49	229.53	-3.11	-0.05	-0.18	48.35
招商证券	5780.01	793.70	4559.64	198.21	87.69	1.62	7.39	44.13
广发证券	5501.71	931.66	4094.95	233.00	78.63	1.53	5.92	59.59
中国银河	5429.44	1001.00	4124.49	336.44	78.84	1.52	6.76	30.83
中金公司	5419.96	441.26	4370.98	229.90	61.64	1.12	6.03	68.82
申万宏源	5385.67	914.98	4097.73	215.01	54.75	1.04	4.46	49.08
中信建投	4205.66	668.59	3230.39	232.43	70.47	1.72	7.39	49.35
国信证券	4068.45	821.40	2963.86	173.17	64.27	1.73	5.91	43.44
东方证券	2719.98	505.92	1932.38	170.90	27.57	1.07	3.53	45.14
兴业证券	2100.07	347.31	1490.37	106.27	26.68	1.39	4.53	54.55
光大证券	2040.80	469.70	1361.84	100.31	43.01	2.19	6.48	63.53
方正证券	1926.38	280.60	1465.47	71.19	22.48	1.31	5.00	71.82
中泰证券	1370.94	278.17	947.66	127.62	20.61	1.51	5.03	62.89
长江证券	1298.26	218.85	950.55	68.96	15.41	1.24	4.70	66.82
东吴证券	1267.33	261.46	864.41	112.81	20.12	1.76	5.10	34.54

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产回报率	平均资本回报率	费用率
浙商证券	1252.25	197.20	969.54	176.38	18.24	1.51	6.56	20.06
财通证券	1148.89	214.60	802.61	65.17	22.51	2.05	6.66	58.05
国元证券	1072.14	214.10	726.19	63.55	18.69	1.78	5.53	38.25
国金证券	924.28	245.23	596.32	67.30	17.46	2.02	5.44	67.57
长城证券	918.91	209.41	628.21	39.91	14.28	1.69	5.00	58.38
天风证券	915.39	165.47	669.53	34.27	4.19	0.46	1.73	79.39
东兴证券	861.54	218.39	590.45	47.35	8.22	0.96	3.09	45.55
西部证券	833.72	229.89	552.49	68.94	11.98	1.46	4.33	33.09
国联证券	780.83	149.02	599.59	29.55	6.75	0.95	3.87	72.83
西南证券	726.94	156.13	472.91	23.29	5.99	0.85	2.38	73.76
华西证券	646.68	168.69	418.66	31.81	4.20	0.62	1.86	80.41
东北证券	642.27	136.96	453.28	64.75	6.96	1.13	3.70	48.29
华安证券	640.26	151.16	428.77	36.52	12.92	2.14	6.25	43.35
山西证券	628.78	121.67	447.25	34.71	5.92	0.93	3.29	59.03
信达证券	606.59	148.04	423.19	34.83	15.43	2.89	9.49	50.76
国海证券	547.61	161.22	320.42	41.88	4.20	0.75	2.00	55.01
中银证券	513.31	146.16	341.07	29.40	9.02	1.92	5.36	64.60
南京证券	469.25	150.68	294.05	24.76	6.83	1.57	3.98	50.74
红塔证券	431.68	187.58	198.31	12.01	2.86	0.67	1.23	71.95
中原证券	401.64	86.51	260.13	19.68	2.02	0.52	1.43	70.20
第一创业	377.22	89.44	224.29	24.89	3.88	1.00	2.54	83.72
首创证券	376.70	116.29	253.07	19.27	7.01	1.95	5.73	55.64
财达证券	350.16	108.84	234.30	23.17	6.06	1.81	5.33	64.70
华林证券	113.83	43.46	50.39	10.15	0.32	0.27	0.50	73.18
太平洋	112.14	74.83	17.30	13.71	2.51	2.34	2.68	71.30

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注：净资本为母公司口径数据。

#### 附录四 上市证券公司 2023 年杠杆与流动性情况（单位：%）

名称	资产负债率*	净资本/总负债*	净资本/有息债务	货币资金*/总负债*	卖出回购金融资产款/净资本	短期债务/有息债务
中金公司	80.65	10.10	13.95	13.35	147.08	52.99
国泰君安	79.21	14.02	19.74	4.65	234.15	71.31
招商证券	78.89	17.41	19.77	3.10	179.77	69.13
浙商证券	77.42	20.34	34.57	8.59	124.71	51.69
中信建投	76.81	20.70	23.67	8.97	193.63	63.61
国联证券	76.79	24.85	32.24	5.28	96.78	45.77
中信证券	76.55	15.59	22.07	10.82	202.95	77.20
申万宏源	76.09	22.33	27.11	8.16	178.38	59.34

名称	资产负债率*	净资本/总 负债*	净资本/有 息债务	货币资金*/总 负债*	卖出回购金融 资产款/净资本	短期债务/ 有息债务
方正证券	76.07	19.15	24.38	6.69	192.04	75.22
华泰证券	76.04	16.27	21.69	8.00	153.13	63.00
中国银河	75.97	24.27	29.02	4.63	161.19	70.85
广发证券	74.43	22.75	26.63	5.86	165.03	70.39
长江证券	73.22	23.02	25.38	9.03	158.40	53.13
天风证券	73.14	24.71	27.38	25.35	44.03	26.17
海通证券	73.03	17.08	18.63	11.69	139.25	45.55
国信证券	72.85	27.71	32.13	2.72	151.30	73.60
山西证券	71.13	27.20	29.39	18.21	84.48	61.82
东方证券	71.04	26.18	28.21	10.93	145.71	66.46
兴业证券	70.97	23.30	28.57	11.74	141.49	48.75
东北证券	70.57	30.22	37.76	10.05	103.89	69.35
财通证券	69.86	26.74	31.58	5.79	107.88	55.58
信达证券	69.77	34.98	36.73	7.54	79.73	76.07
中泰证券	69.12	29.35	32.52	8.07	92.33	44.69
东兴证券	68.53	36.99	41.01	3.02	111.45	74.61
长城证券	68.37	33.33	35.26	3.13	90.81	52.94
东吴证券	68.21	30.25	32.13	4.09	149.76	72.45
国元证券	67.73	29.48	30.37	5.51	145.86	72.01
首创证券	67.18	45.95	47.72	8.90	103.09	62.87
华安证券	66.97	35.25	36.80	2.37	118.20	62.45
财达证券	66.91	46.45	50.81	5.81	104.48	71.00
光大证券	66.73	34.49	42.06	15.93	93.38	63.08
中银证券	66.45	42.85	70.21	5.77	63.26	70.72
西部证券	66.27	41.61	47.03	5.48	107.16	68.72
西南证券	65.06	33.01	35.38	13.30	145.86	80.16
中原证券	64.77	33.26	35.92	6.99	122.56	80.40
华西证券	64.74	40.29	42.11	6.66	66.54	54.66
国金证券	64.52	41.12	45.23	8.72	81.07	79.53
南京证券	62.66	51.24	53.99	3.48	74.61	49.86
第一创业	59.46	39.87	43.46	10.41	114.07	70.22
国海证券	58.51	50.32	53.61	28.99	95.40	73.46
红塔证券	45.94	94.59	110.29	13.48	38.82	63.86
华林证券	44.26	86.25	99.67	38.94	6.22	75.60
太平洋	15.43	432.49	633.28	95.32	11.74	100.00

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注：净资本为母公司口径数据。

### 附录五 证券行业公开发债主体信用等级分布（截至 2024 年 9 月末）

发行主体信用等级	存续主体数量（家）	占比（%）
AAA	53	71.62
AA+	16	21.62
AA	5	6.76
合计	74	100.00

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

### 附录六 证券行业发债主体信用等级迁移情况

2023 年末 \ 2024 年 9 月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	52	-	-	-
AA+	1	16	-	-
AA	-	-	5	-
AA-	-	-	-	-

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注：仅统计截至 2024 年 9 月末发债存续主体信用等级迁移情况。

### 附录七 各项数据与指标计算公式

指标名称	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
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
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
有息债务	期末短期借款+期末应付短期融资券+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款+期末应付债券+期末长期借款
短期债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产款+期末拆入资金+期末应付短期融资券
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
费用率	业务及管理费用/营业收入×100%
净资本/总负债*	期末净资本/期末总负债*×100%
净资本/有息债务	期末净资本/期末有息债务×100%
货币资金*/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[（上期末总资产*+期末总资产*）/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[（上期末股东权益+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，净资本为母公司数据。

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，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，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。