

行业展望

2025年4月



中国证券行业展望，2025年4月

目录

摘要	1
市场环境及行业政策	2
证券行业动态	4
证券行业业务发展状况	6
证券行业财务及风控指标状况	12
证券行业展望	17

在一系列利好政策的推动下，2024年主要指数较上年末有所上涨，证券行业发展整体呈现先抑后扬趋势。未来证券公司仍将延续目前股权收购、兼并整合浪潮，头部券商与中小券商分化加大。预计2025年资本市场将延续回升向好局面，经纪、信用、自营等业务有望实现较好发展。

中国证券行业的展望为稳定，中诚信国际认为未来12-18个月行业总体信用质量不会发生重大变化。

摘要

- 2024年资本市场在一系列利好政策的推动下呈现积极变化，主要指数均较上年末有所上涨，证券行业整体发展呈现先抑后扬趋势。同时以“新国九条”为核心的“1+N”政策体系加速构建，强监管、严监管仍为未来的主基调，合规稳健经营始终是证券公司行稳致远、可持续发展的生命线。
- 证券行业集中度高，业务同质化严重，证券公司之间发展较不平衡，有较大的整合空间，预计未来证券公司将延续目前股权收购、兼并整合浪潮，行业集中度或将进一步提升，同时政策红利向头部券商倾斜，头部效应将更加凸显，而中小券商特色化经营转型有望进一步加速，行业分化加剧。
- 2024年自营业务收入占比持续提升，成为证券公司业绩分化的决定性因素。投行业务、信用业务受不同因素影响，均有所下滑。国际化战略纵深推进，或成为证券公司利润增长的重要突破点，但复杂的国际政治经济局势对其风险管理能力提出更高要求。
- 受益于一系列利好政策，2024年证券行业资产规模、资本实力、营业收入及净利润均实现增长，预计2025年资本市场将延续回升向好局面，经纪、信用、自营等业务有望实现较好发展。
- 数字化转型及AI技术的迅猛发展正在改变证券公司的业务逻辑，未来将深入渗透至客户服务、风险管理、合规管理等场景，预计不同证券公司对新技术的理解和运用能力或将成为行业竞争格局演化的重要因素。

其他联络人

金融机构部	评级总监
王雅方	010-66428877
	yfwang@ccxi.com.cn
金融机构部	评级副总监
孟航	010-66428877
	hmeng@ccxi.com.cn



一、市场环境及行业政策

2024年资本市场走势与高层级政策变化密切相关，在一系列利好政策的推动下，上证综指和深证成指较上年末均有所上涨。同时以“新国九条”为核心的“1+N”政策体系加速构建，在加强投资者保护、服务新质生产力发展、落实中介机构主体责任、规范市场主体行为等多个领域完善制度建设。

2024年资本市场与高层级政策变化密切相关，A股的表现离不开一系列强有力政策的驱动。2024年开年延续2023年弱预期逻辑，同时在雪球产品出险、量化大幅回撤等事件冲击下，A股遭遇了短时的流动性危机，小盘股出现巨幅下跌。2月证监会发布了一系列市场支持政策，受此影响市场情绪有所回暖，A股市场启动小幅反弹行情。4月以来国务院出台“新国九条”、央行和国家金融监督管理总局联合发布“517楼市新政”等持续释放积极信号，短期内对投资者信心起到一定的提振作用，但国内经济数据表现欠佳与政策预期差之间的负向共振使得A股持续下探，并且经历了持续长达4个月的低迷，尤其是小盘股、尾盘股股价进一步下跌。9月18日美联储进行了4年来首次降息，标志着全球降息周期的正式开始，9月24日央行、国家金融监督管理总局和证监会召开了一场专题为“金融支持经济高质量发展”的新闻发布会，降准、降息、降存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、创设新的市场工具等一揽子政策开启（以下简称“924新政”），A股活跃度大幅提升，10月市场逐渐回归理性，虽仍维持上涨态势，但力度和量能明显降低。11月中国推出总规模达10万亿的化债方案，12月政治局会议召开“稳住楼市股市”、“加强超常规逆周期调节”、“适度宽松”等表述释放了超预期的政策信号，表明当前宽松政策的延续性较高，为2025年市场表现奠定基础。

图 1 2024 年上证综指表现及重要事件



资料来源: choice, 中诚信国际整理

指数表现方面，主要指数均上涨，且波动较大，年内变动超过1,000点，截至2024年末，上证综指收于3,351.76点，较上年末上涨12.67%，深证成指收于10,414.61点，较上年末上涨9.34%。交易量方面，2024年交易量波动较大，“924新政”前交易量普遍较为低迷，新政后市场信心有所修复，交易量大幅提升，2024年两市股基成交额为292.87万亿元，同比增加22.03%。

2024年证券行业资产规模、资本实力仍持续增强，营业收入、净利润均有所增长。截至2024年末，证券行业资产规模达到12.93万亿元，较上年末增长9.30%；净资产为3.13万亿元，较上年末增长6.10%；净资本为2.31万亿元，较上年末增长5.96%；2024年实现营业收入4,511.9亿元，同比增加11.15%，实现净利润1,672.57亿元，同比增加21.35%。

2024年4月12日，国务院发布《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》，是继2004年、2014年两个“国九条”之后时隔10年，国务院再次出台的资本市场指导性文件。在“新国九条”的指引下，证监会陆续出台了多项配套制度，在加强投资者保护、服务新质生产力发展、落实中介机构主体责任、规范市场主体行为等多个领域完善制度建设，共同形成了“1+N”政策体系。

发行人相关制度方面，证监会一方面从推动新质生产力角度，强化了对于科技类企业融资扶持力度，支持上市公司进行并购整合，做大做强；另一方面对于前期市场争议较大的股东减持、上市公司财务信息质量、退市机制等问题加强监管力度，完善相关制度体系。

加强投资者保护方面，证监会一方面细化对公募基金交易运营的管理规范，引导保险公司、养老基金等长期资金入市；另一方面对于程序化交易监管制度进行完善，保证市场平稳运行。

完善证券公司监管方面，作为资本市场重要的参与方，证监会重点完善了对于证券公司的相关监管规定，在融资行为、公司治理、风控管理等领域提出新的要求，全面提升服务实体经济的能力。同时进一步细化了风险控制指标计算标准，在提升资本使用效率的同时强化了创新领域的风控要求。

表1 2024年以来证券行业“1+N”政策体系梳理

发布日期	行业政策	相关内容
2024.4.12	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》	该意见从投资者权益保护、上市公司质量、行业机构能力和监管制度等方面提出更高要求，同时更加突出资本市场的政治性、人民性和强监管、防风险、促高质量发展的主线。
2024.4.12	证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》	该意见通过严格退市标准，加大出清力度，拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护实现提升存量上市公司整体质量的目标。
2024.4.19	证监会发布《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，一是建立科技型企业融资“绿色通道”；二是支持科技型企业股权融资；三是加强债券市场对科技创新的精准支持；四是完善支持科技创新的配套制度。

发布日期	行业政策	相关内容
2024.4.30	证监会发布《关于修改〈科创属性评价指引（试行）〉的决定》	本次修改凸显了科创板“硬科技”特色，强化科创属性，提高研发投入金额及发明专利数量标准；明确发明专利能够产业化的要求，引导企业更加注重科研成果转化能力，促进科研成果转化质效提升；提高营业收入复合增长率标准，看重企业成长性。
2024.5.10	证监会修订发布《关于加强上市公司监管的规定》	本次修订涉及四方面内容，一是优化发展理念，统筹规范融资行为；二是健全公司治理，强化内部管控和风险管理要求；三是促进行业发展，完善信息披露要求；四是践行人民立场，提升投资者保护水平。
2024.5.11	证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	该规定旨在促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平。在交易监测和风险管理方面，由证券交易所加强交易监控，压实证券公司客户管理职责，程序化交易相关机构应制定专门的业务管理和合规风控制度。
2024.5.24	证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》以及《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》	规范了上市公司股东、董监高减持行为，有利于减少因大股东或董监高减持而导致的市场波动，维护股价稳定，保护中小投资者的利益；提升市场效率，维护市场秩序，促进资本市场的健康发展。
2024.9.20	证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》	本次修订内容包括发挥导向作用、强化资本约束、完善指标体系、优化分类计量等四个方面
2024.9.24	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	本意见引导资源向新质生产力方向聚集，同时鼓励传统行业通过重组合理提升产业集中度，发挥并购重组资源配置功能；提升了监管包容度，更好的发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用；提升了交易灵活性和重组审核效率；鼓励重组的同时加强监管，维持投资者权益。
2024.9.26	证监会发布《关于推动中长期资金入市的指导意见》	主要内容包括建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金管理发展；着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
2025.3.6	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	央行行长表示，为进一步加大对科技创新的金融支持力度，人民银行将会同证监会、科技部等部门创新推出债券市场的科技板，优化科技创新和技术改造的再贷款政策。

二、证券行业动态

2024年证券公司并购重组取得实质性进展，预计未来仍将延续目前股权收购、兼并整合浪潮；监管延

续高压态势，罚单数量同比大幅增长；证券公司分类评价总体保持稳定，AA级别券商达14家；证券行业国际化进程加快，外资券商“引进来”和中资券商“走出去”均有所发展

证券公司合并重组情况，2019年11月，证监会表示鼓励证券公司做强做优做大，打造航母级头部券商，并提出包括鼓励市场化并购重组在内的六大措施推动证券公司加快发展步伐。2023年10月底召开的中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”、“培育一流投资银行和投资机构”。2023年11月3日，证监会表示，将“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，打造一流投资银行”。2024年3月，证监会提出适度扩宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强。2024年9月，证监会出台《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出要加大产业整合支持力度。在监管机构的密集发声下，券商并购重组活动明显提速，2024年以来，证券行业正在进行中的并购案件包括国泰君安+海通、国联+民生、国信+万和、浙商+国都、西部+国融、平安+方正、华创+太平洋等，其中国泰君安+海通、国联+民生并购进展较快。从并购动因来看，大体可分为五类，一是被并购方存在一定的风险或业绩承压，基于风险化解的考虑进行重整；二是被并购方原股东暴雷，资金紧张变卖优质资产寻求资金回笼；三是地方国资内部牌照资源整合，一般情况下并购方及被并购方体量相差较大；四是并购方主动寻求业务及区域资源弥补短板，以提升综合竞争力；五是在培育一流投资银行和投资机构愿景下的强强联合。券商合并有助于资源整合、优势互补，提升核心竞争力。截至2024年末，全市场共计150家证券公司，行业集中度较高（2024年上半年营业收入CR10占比约为67%，净利润CR10占比约为54%），业务同质化严重，各证券公司发展较不平衡，有较大的整合空间。预计2025年证券行业将延续目前股权收购、兼并整合浪潮，并且预计将由央国企大中型证券公司作为引领，发挥主导地位，在并购整合趋势下，行业头部集中趋势有望进一步加强，而中小券商特色化经营转型有望进一步加速，行业分化加剧。

行业监管情况，据公开数据不完全统计，2024年证监会及人行系统罚单共计583张，其中证监会系统罚单573张，机构罚单248张，人员罚单325张，同比大幅增加。从具体的业务违规类型来看，经纪业务涉及问题主要包括客户适当性管理不足、未履行客户身份识别义务、从业人员违规炒股、以经营业绩为依据对个别专职合规人员进行考核等；投行业务涉及问题包括保荐违规、发行人上市当年即亏损、发行人上市当年营业利润同比下滑50%以上、持续督导未勤勉尽责、项目质控和内核人员交叉混同、项目质控现场核查、内核把关不到位等；资管业务涉及问题包括存在部分产品具有通道业务特征，主动管理不足，个别产品为其他金融机构违规运作资金池类理财业务提供便利等。从处分类型看，以出具警示函和责令改正为主，被立案调查、暂停业务资质及罚款的情况相对较少。2024年被暂停业务资格的情况包括（1）2024年4月，华西证券暂停保荐业务资格6个月；（2）2024年10月，开源证券、中原证券暂停债券承销业务资格6个月；（3）国信证券暂停新增私募资产管理产品备案3个月。此外，2024年监管对证券从业人员违规炒股行为展开严厉打击，全年开出罚单共计103张，涉及155名违规炒股的从业人员，波及18家证券公司，罚没金额合计达数亿元。目前监管手段日益丰富，除日常自查、现场检查、定期报送、日常监测外，还综合运用大数据分析、舆情、投诉、线索移送等多种手段筛查可疑情况；

此外，监管处罚机制持续优化升级，呈现多种惩戒手段深度融合的特征，监管机构通过“财产罚”与“资格罚”协同运用，“机构罚”和“个人罚”并重的追责模式，构建起立体化追责框架。以往不太常见的行政处罚、暂停和限制相关业务活动、市场禁入、认定不适当人选等措施已实现常态化应用。预计未来监管仍以“严监管、强监管”为主基调，合规稳健经营始终是证券公司行稳致远、可持续发展的生命线。

证券公司分类评价情况，中国证监会公布了2024年证券公司分类评价结果，全行业共146家证券公司参与评价，其中39家子公司合并至母公司评价，2024年分类评价共有参评主体107家。A、B、C类公司数量占比分别为50%、40%、10%，AA级别公司14家。分类评价的指标体系总体保持稳定，证监会每年会根据监管导向和重点方向进行适度调整，2024年聚焦资本市场“1+N”系列文件和强监管防风险促进高质量发展主线对分类评价指标体系进行针对性调整。

证券行业国际化进展情况，2018年，中国证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，在逐步放开合资证券公司业务范围、统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权比例、完善境外股东条件等方面作出修订，是证券领域开放的重要举措。截至目前，由外资全资控股的证券公司包括高盛证券（中国）、摩根大通证券（中国）、渣打证券（中国）、法巴证券（中国）、瑞银证券（中国），其中渣打证券（中国）、法巴证券（中国）均为2024年注册成立。外资券商的加入有助于提升市场活力及竞争力、丰富投资产品与服务、引进先进技术与管理经验，同时能够吸引国际资本流入，提升中国市场的国际化程度。此外，中资券商也在积极的走出去，布局海外市场，2024年广发证券的全资子公司广发香港收购惠理集团3.66亿股（20.04%）普通股，通过此次收购，广发香港进一步推动了在财富和资产管理业务方面的竞争优势，是广发证券全球化布局的战略举措之一。

三、证券公司业务发展状况

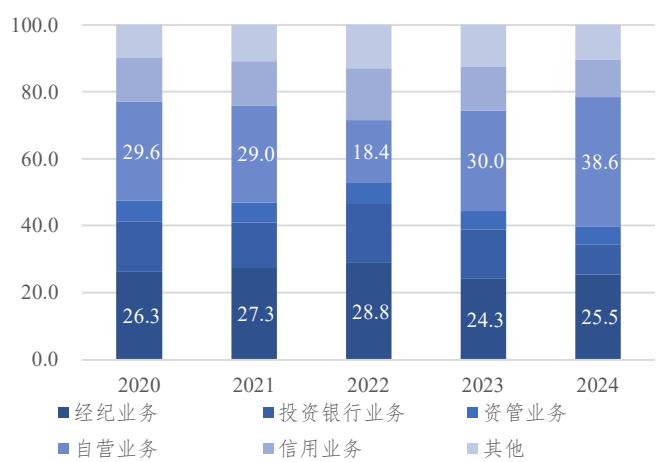
2024年资本市场活跃度提升支撑经纪业务收入贡献度回升，但行业竞争加剧背景下转型压力仍存；自营业务成为证券公司业绩分化的决定性因素之一；谋求国际化布局为证券公司带来新的发展机遇，但复杂的国际政治经济局势对其风险管理能力提出更高要求

证券公司业务大体可分为轻资本和重资本两种模式，前者包括经纪业务、投行业务和资产管理业务，后者包括自营业务和信用业务。目前国内证券公司仍较大程度依赖经纪业务和自营业务，2024年“924新政”行情推动全年股票市场活跃度提升，证券公司经纪业务收入及占比回升至25.5%，但在佣金费率持续承压以及行业竞争加剧的背景下，证券公司传统业务转型压力仍存；同期自营业务收入占比升至38.6%，成为证券公司业绩分化的决定性因素之一。整体来看，近年证券公司收入结构向重资本业务转移，经营情况与市场景气度相关性趋强，对盈利稳定性形成一定挑战。未来在监管资本集约导向下，证券公司仍需向轻资本业务转型，提升实体经济服务能力，实现高质量发展。

同时，随着证券公司同质化竞争日趋激烈、头部效应显著，国际业务成为证券公司寻求利润增

长的重要突破点，部分头部证券公司较早布局海外业务，根植香港并辐射东南亚、美国等地区，并取得初步成效。从样本证券公司数据来看，近年来海外资产占总资产规模的比例介于15%至20%之间，国际业务对营业收入的贡献呈增长趋势，逐步成为头部证券公司的重要利润来源。监管部门提出资本市场深化开放与建设一流投行等目标，为证券公司国际业务创造了较好的政策环境，且随着实体企业出海需求增加，证券公司国际化布局为实体企业高质量发展创造良好机遇，但复杂的国际政治经济局势亦向证券公司的风险管理提出更高要求。

图2 证券公司营业收入构成情况（单位：%）



注：基于数据获取的便利性考虑，2020年至2022年营业收入构成均采用当年三季度数据。

数据来源：中国证券投资基金业协会，中诚信国际整理

图3 样本证券公司海外业务开展情况（单位：亿元）



注：样本选取资产规模位于行业前列的证券公司，包括中信证券、国泰君安、华泰证券、中国银河、海通证券、广发证券、招商证券、申万宏源、中金公司、中信建投。

数据来源：choice，中诚信国际整理

受四季度行情回暖影响，2024年股市交投活跃度同比上升，佣金率下行趋势未改但未来下降空间有限；公募基金费率改革背景下，证券公司财富管理转型短期承压，行业持续加大金融科技赋能以助推经营效率提升

证券公司的经纪业务包含代理买卖证券业务、交易单元席位租赁业务、代销金融产品业务、期货经纪业务和其他经纪业务等。2024年前三季度上市证券公司共实现经纪业务手续费净收入664.4亿元，同比下降13.6%；2024年四季度A股受一系列利好政策影响，交投活跃度环比大幅上升145.0%，在此推动下全年股基成交额同比增加22.0%，全年实现代理买卖证券业务净收入¹为1,151.49亿元，同比提升17.0%。

2023年底公募基金费率二阶段改革正式启动，根据全市场费率变化情况，动态调整公募基金股票交易佣金率，同时降低佣金分配比例上限，受此影响2024年上半年证券公司交易单元席位租赁业务同比下降27.8%，在经纪业务净收入中的占比降至14.1%。受上半年资本市场低迷影响，代理销售金融产品业务有所承压，同期代销金融产品业务净收入同比下降24.6%，在经纪业务净收入中的占比降至9.2%，证券公司财富管理转型成效不及预期，仍待进一步检验。2024年12

¹ 代理买卖证券业务净收入为中国证券投资基金业协会口径。

月27日沪深交易所发布费用减免政策，降低投资者和机构交易成本，或有利于提振投资者信心、提升交投活跃度，为证券公司进一步向“买方投顾”模式转型提供有利环境。未来证券公司佣金价格战仍将持续，传统通道型业务利润不断摊薄使得证券公司向高附加值的财富管理业务转型的重要性进一步凸显。

目前，证券公司佣金类业务已步入存量市场竞争阶段，费率下滑致使“以量补价”策略边际效益渐缓，证券公司转而向成本端寻求节约空间。部分证券公司通过撤并低效网点以降低刚性成本，根据iFind数据统计，证券行业营业部数量自2021年转为负增长，2024年末进一步降至11,577家，降幅为1.6%。同时，科技金融作为“五篇大文章”中的一环，在证券公司经纪业务转型发展中亦扮演着重要角色。近年来行业整体加大金融科技转型力度，从17家已披露相关数据的上市证券公司来看，技术人员数量占比由2019年末的5.1%逐年升至2023年末的7.8%，母公司口径信息技术投入占当年营业收入的比例由2019年的5.1%升至2023年的8.8%，未来数字化转型成效或将成为证券公司经营效益分化的重要因素。

图4 上市证券公司经纪业务净收入结构（单位：%）

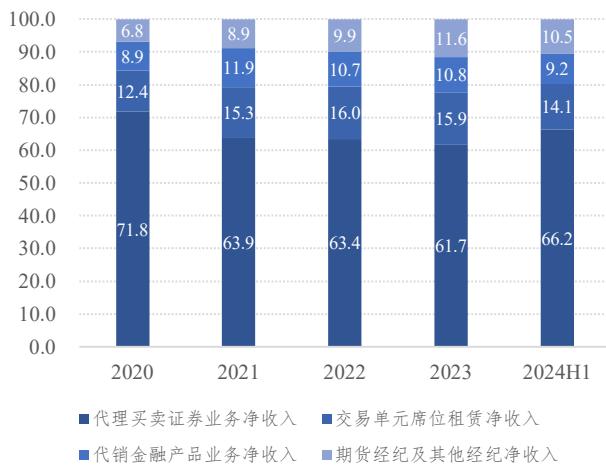


图5 样本证券公司信息科技投入情况（单位：亿元）



数据来源: choice, 中诚信国际整理

证券公司投行业务政策环境延续趋严态势，“看门人”责任不断压实；同质化竞争和马太效应凸显，资源向头部券商集中，中小券商仍缺乏核心竞争力；新“国九条”为并购重组业务营造良好政策环境，未来发展空间广阔。

2024年，证券公司投行业务在政策面延续强监管、严监管态势，中介机构“看门人”责任不断压实。股权融资业务方面，2023年8月，证监会阶段性收紧IPO节奏，叠加2024年前三季度股票二级市场整体低迷影响，2024年证券公司共服务100家企业实现境内上市，同比减少213家，融资金额668.3亿元，同比下滑81.3%；服务上市公司再融资2,551.2亿元，同比下滑67.2%。同年，证券公司投行业务因尽职调查不规范等违规行为收到处罚的次数较多，对证券公司内控体系和执业质量提出更高要求。行业竞争格局来看，近年来证券公司股权承销业务头部效应凸显，CR10自2020年的67.0%升至2024年的81.4%，项目资源向头部集中，中小证券公司整体缺乏核心竞争力，在此背景下，部分证券公司向北交所战略转型以寻求差异化发展路径。2024年4月，新“国九条”提出

多措并举活跃并购重组市场，为证券公司开展并购重组财务顾问业务营造了良好政策环境，未来发展空间较为广阔。

债券融资业务方面，2024年受地方政府化债等因素影响，信用债发行以借新还旧为主，全年证券公司债券总承销金额（不含地方政府债）同比增长4.5%至9.9万亿元，增量空间有限；其中公司债、商业银行债和资产支持证券的占比分别为39.7%、19.9%和14.4%，商业银行债的占比有所上升，公司债占比略有下降，品种结构变化不大。近年来证券公司债券融资业务CR10在60%-65%区间，呈上升态势。

受上述因素影响，2024年证券行业实现投资银行、财务顾问及投资咨询业务收入共计404.7亿元，同比减少32%，整体来看，证券公司投行业务政策面收紧带来的不利影响仍将延续一定时期，且行业同质化竞争现象和马太效应明显，中小证券公司业务拓展压力有所加剧。

图6 证券公司股权融资业务开展情况（单位：亿元）

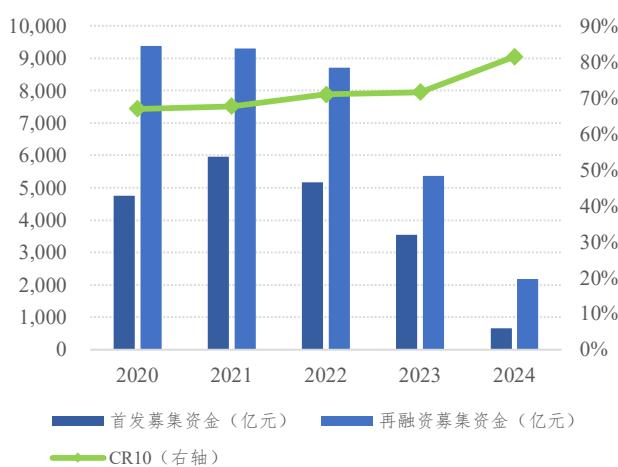
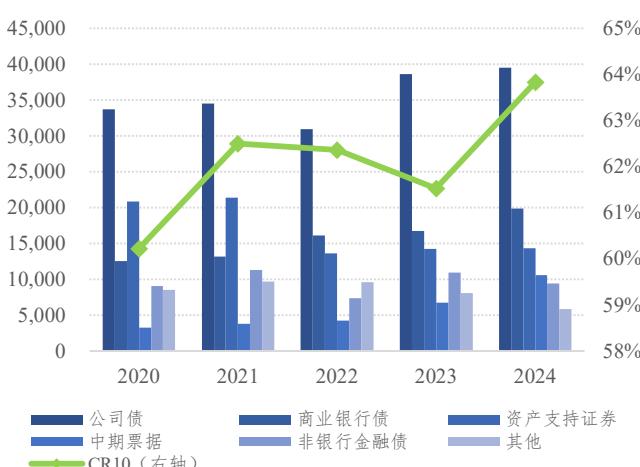


图7 证券公司债券融资业务开展情况（单位：亿元）



数据来源：choice，中诚信国际整理

数据来源：choice，中诚信国际整理

券商资管业务主动管理转型持续深化，集合资管计划规模增长推动整体业务规模触底反弹；“一参一控一牌”制度下券商公募基金管理业务存在较大发展空间，未来行业内外竞争与机遇并存

随着资管新规逐步落实到位，2024年券商资管业务规模结束连续多年的负增长，截至年末存量规模同比小幅增长3.0%至6.1万亿。2024年证券行业资管业务收入同比增长7%至239.5亿元。2024年9月，证监会修订风控指标规定，大幅上调资管业务投资非标资产的计算标准，进一步约束券商开展通道类业务。在此背景下，证券公司持续深化主动管理转型，同步压缩通道类业务规模，截至2024年末集合资产管理计划和单一资产管理计划分别同比上升11.7%和下降5.2%；按投资类型划分来看，近年来固收类产品占比提升至80%以上，权益类产品占比相较于公募基金偏低。此外，自2022年5月“一参一控一牌”制度正式落地，证券公司积极申请公募牌照成为普遍战略布局，截至2024年末，取得公募基金管理资格的券商及券商子公司达14家，但监管批复速度有所放缓；近年来上市券商基金业务净收入在营业收入中占比在6%左右，未来仍有较大的发展空间。从竞争情况来看，券商资管业务面临与银行理财子、保险资管以及公募基金等各类资管机构的竞争，其规模

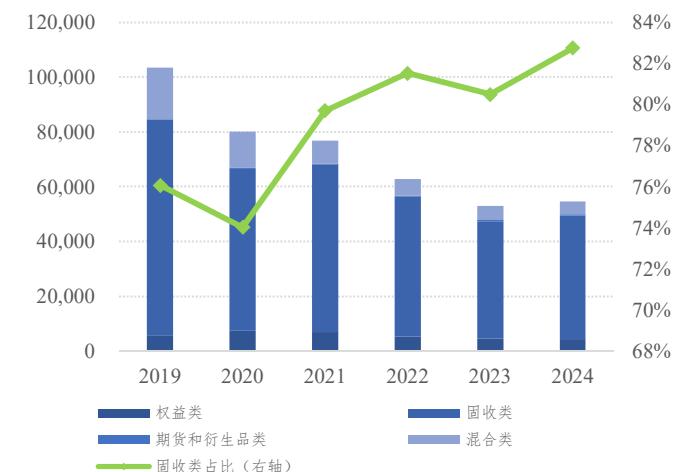
在广义资管业务规模中的占比不足 10%²，但券商资管业务可与财富管理等业务条线共享客户资源，且具有相对成熟的投研团队，协同效应较好，具有一定差异化竞争优势。在当下居民理财需求增加的背景下，券商资管将迎来较好的发展机遇。

图 8 证券公司资产管理业务按产品类型情况（单位：亿元）



数据来源：中国证券投资基金业协会，中诚信国际整理

图 9 证券公司资产管理业务按投资类型情况（单位：亿元）



数据来源：choice，中诚信国际整理

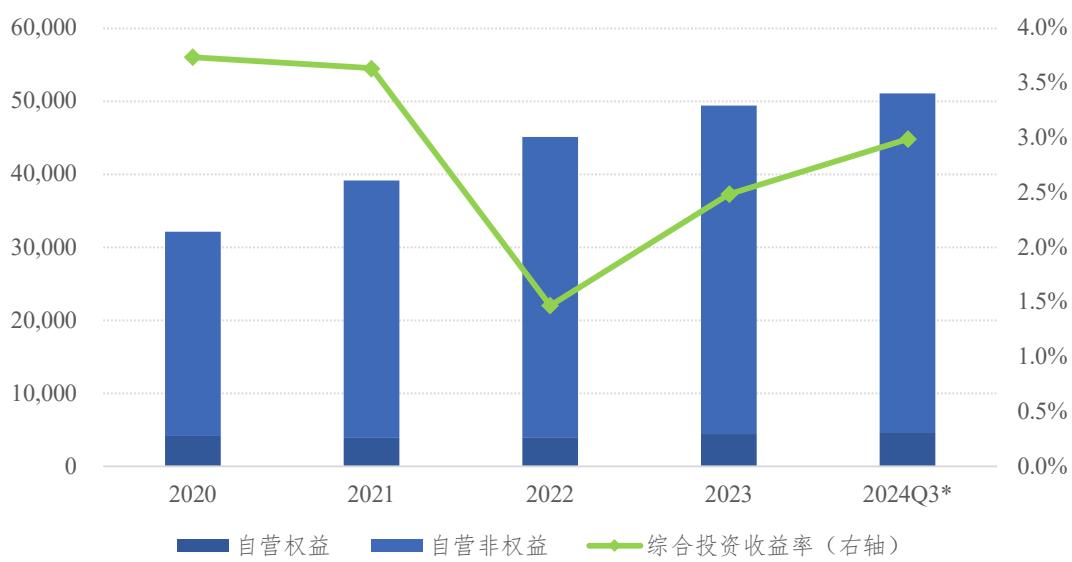
2024 年股票市场呈先抑后扬、整体震荡上行态势，国内债券市场走出上涨行情；证券公司投资风格保持稳健，投资收益大幅提升成为业绩增长主要驱动力；2025 年中长期资金入市或落到实处，资本市场或将延续回升向好局面

2024 年股票市场整体呈先抑后扬、震荡上行态势，截至 2024 年末，上证综指、沪深 300 指数和深证综指分别较上年末上涨 12.7%、14.7% 和 9.3%。债券市场方面，2024 年国内债券市场走出上涨行情，全年国债收益率整体呈波动下行走势，各期限国债收益率下行幅度在 80-110bp 之间；信用债方面，各期限普遍跟随利率债下行，以三年期债券为例，中短期票据、企业债、城投债等普遍下行 90-110bp，高息信用债资产快速消失。在此背景下，2024 年证券行业实现自营业务收入 1,740.7 亿元，同比增长 43%。近两年证券公司业务收入整体承压，自营投资业务逐步成为业绩增长的主要驱动力。持仓结构方面，近年来上市证券公司自营非权益投资占比约为 90% 左右，2024 年三季度股票行情推动自营权益投资占比略有上升，仍低于 10%。整体来看，证券公司自营投资风格保持稳健，非权益类投资为资产配置的“压舱石”，而权益类投资则很大程度上决定了证券公司投资收益表现，近四年及一期上市证券公司投资收益率与沪深 300 指数收益率的相关系数为 0.76，呈现较强相关，但市场整体不确定性对证券公司投资策略和风险管理带来较大挑战。为有效管理市场风险，证券行业逐步向场外衍生品等业务“去方向化”转型，近年来衍生品投资占比呈上升趋势，截至 2024 年 9 月末上市证券公司持有衍生金融资产的占比小幅增至 2.2%，部分头部证券公司持仓占比在 4%-5%，衍生品业务的发展对证券公司风险控制能力提出进一步要求。此外，2025 年中长期资金入市或将落到实处，资本市场将迎来增量资金，2024 年 9 月中央金融办、中国证监会联合印发《关于推

² 数据来自中国证券投资基金业协会。

动中长期资金入市的指导意见》，通过加强顶层设计、形成工作合力，实现资本市场稳健运行与中长期资金稳定回报的良性互动。2025年1月六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度，提高权益配置能力，巩固资本市场回升向好局面。同时，央行创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力；创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。上述举措均为资本市场提供长期稳定资金，提升资本市场活跃度，预计2025年资本市场将延续回升向好局面。

图 10 上市证券公司自营业务开展情况（单位：亿元）



注：2024年综合投资收益率为年化后口径。

资料来源：choice，中诚信国际整理

2024年两融业务规模有所增加，其中融券业务受政策影响大幅收缩；担保物较为充足，风险整体可控；股票质押业务风险基本出清，未来证券公司将在有限范围内审慎开展股票质押业务

融资融券规模与股票市场行情整体保持较强相关性，两者走势基本一致，截至2024年9月末，两市融资融券余额为14,401.7亿元，较上年末下降12.8%；四季度在“924新政”行情带动下，截至2024年末，两市融资融券余额为18,645.5亿元，环比增长29.5%，全年规模增幅为12.9%；2024年以来融券业务政策面大幅收紧，7月证监会批准中证金融公司暂停转融券业务申请，受此影响，融券业务余额较上年末大幅下降85.2%，在两融余额中的占比不足1%。2024年两融余额占A股流通市值的比重均值为2.25%，较上年均值小幅下降0.04个百分点，投资者信心仍有待进一步提振。从担保品情况来看，2024年平均维持担保比例超过250%，风险整体可控。

股票质押业务方面，随着股票质押风险防范化解工作的不断推进，全市场股票质押规模维持收缩态势，截至2024年6月末，上市证券公司股票质押规模降至2,087.3亿元，较上年末下降5.4%。近年来证券公司股票质押业务风险逐步出清，预计未来在监管趋严的背景下，证券公司将在有限范围

内审慎开展股票质押业务。但受融资融券利率大幅降低影响，2024 年证券公司实现信用业务收入 501.2 亿元，同比减少 6%。

图 11 近年来融资融券业务发展情况（单位：亿元）



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 12 近年来股票质押业务余额情况（单位：亿元）



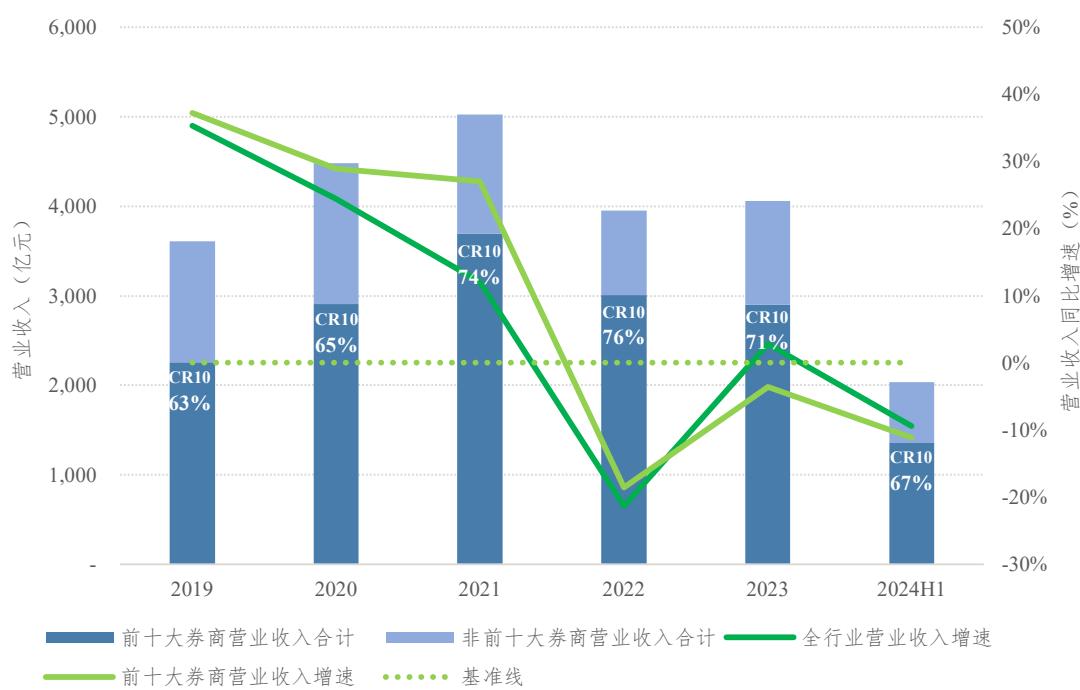
数据来源：choice，中诚信国际整理

四、证券行业财务及风控指标状况

受益于“924新政”，2024 年全年营业收入及盈利水平有所增长；行业集中度仍保持较高水平。预计 2025 年资本市场延续回升向好局面，证券公司营业收入及盈利水平或将有所提升

证券行业发展与宏观经济环境、资本市场及监管政策变动高度相关，并且行业内部竞争激烈，集中度水平较高。营业收入方面，2024 年上半年证券公司营业收入同比降幅较大，下半年在“924新政”多重利好的推动下交投活跃度大幅提升，全年实现营业收入 4,511.7 亿元，同比增长 11.2%，其中经纪业务、资管业务、自营业务收入均实现不同程度增长，投行及信用业务收入有所下降。2024 年上半年营业收入 CR10 占比约为 67%，较以前年度有所下降，但仍维持高位，此外，2023 年以来头部券商营业收入的降幅高于中小券商。一方面，相较于中小券商，头部券商的收入结构更为依赖投行业务和资管业务，而 2023 年以来 IPO 发行速度放缓冲击投行业务收入、减费让利政策及行业竞争加剧压缩资管业务收入，头部券商以上两项业务收入降幅显著高于中小券商收入降幅；另一方面，个别头部券商营业收入大幅下降亦加剧了上述现象。

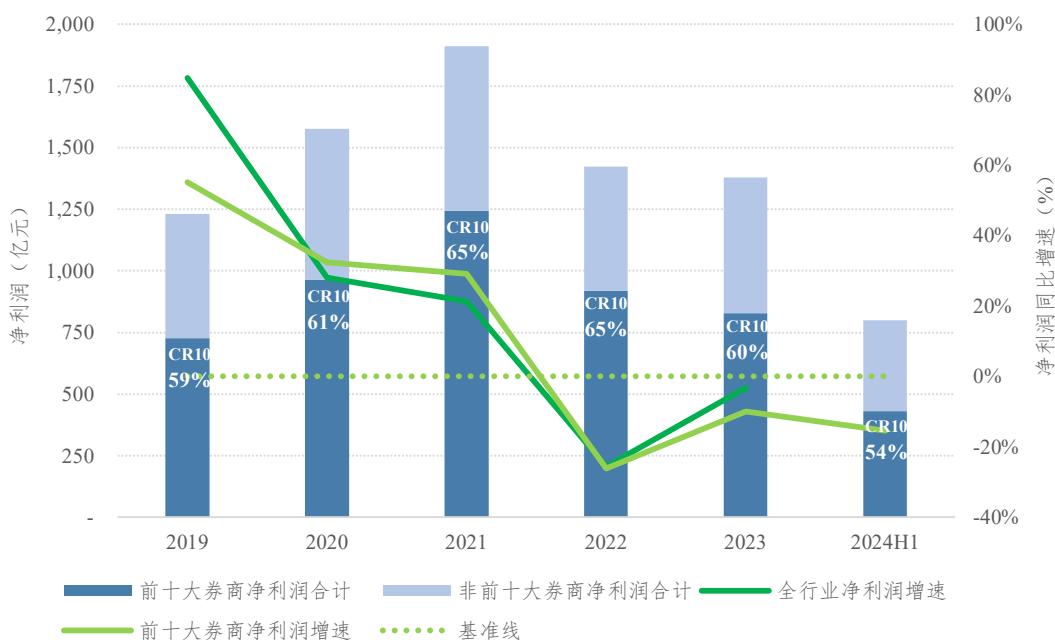
图 13 证券行业近年来营业收入情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

盈利水平方面，证券公司盈利水平变动除了受到营业收入影响以外，还主要与费用支出管控、减值损失计提等因素有关，不同主体之间差异较大。受益于“924新政”带来的市场情绪回暖，交投活跃度提升，2024年全行业实现净利润1,672.57亿元，同比增长21.4%。同时叠加第四季度利率快速下行推动其他债权投资公允价值变动增加，预计2024年全年证券公司综合收益总额增幅或将大于净利润增幅，盈利水平有所提高。集中度方面，2024年上半年净利润CR10占比约为54%，较以前年度有所下降，但仍维持较高水平。预计2025年资本市场或将延续回升向好局面，证券公司受益于资本市场的良好表现，经纪业务、信用业务、自营业务有望实现较好发展，营业收入及盈利水平或将有所提升。

图 14 证券行业近年来净利润情况 (单位: 亿元, %)



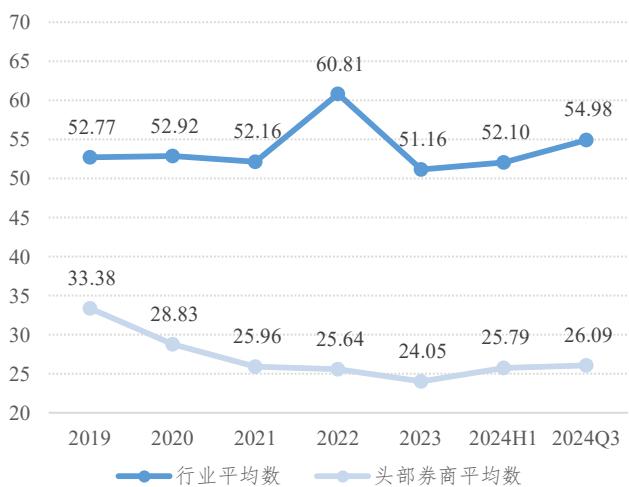
注: 2024H1 全行业净利润数据不可得。

数据来源: iFind, 中诚信国际整理

2024 年前三季度, 证券行业杠杆水平有所下降; 上半年风险覆盖率上升至历史较高水平, 第三季度有所下降但仍高于年初水平; 头部券商和中小券商的流动性覆盖率、净稳定资金率差距有所收窄。2024 年 9 月证监会修订发布“风控指标新规”, 新规扶优限劣程度加强, 利好头部券商开拓展业空间

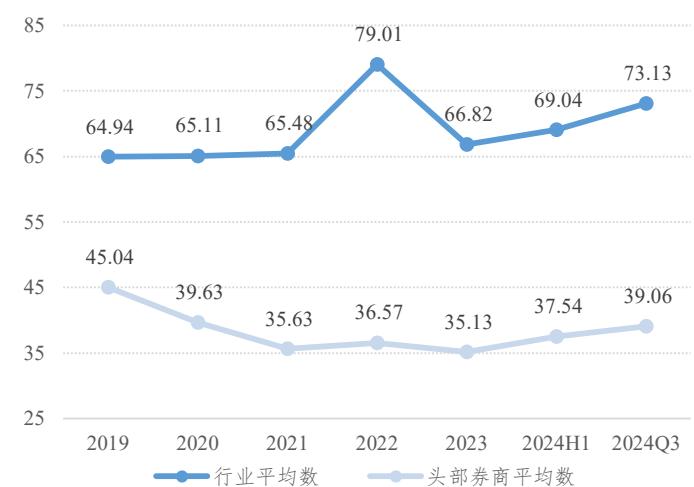
杠杆水平方面, 在行业再融资监管趋严、资本金扩充步伐放缓的背景下, 证券公司主要通过发行债券等方式进行融资。证券公司的负债规模随市场行情变化动态调整, 截至 2024 年 6 月末负债规模为 8.8 万亿, 较年初减少 1.58%, 年末证券行业负债规模为 9.8 万亿元, 较年初增加 10.4%。2024 年上半年及三季度末证券公司的净资本/负债、净资产/负债、资本杠杆率均较年初有所上升, 杠杆水平有所下降; 预计 2024 年末, 证券公司上述指标将有所回落。头部券商凭借着较强的风险控制能力, 叠加业务开展的需要, 对于资本的利用更为充分, 杠杆水平相对更高, 净资本/负债、净资产/负债、风险覆盖率以及资本杠杆率等指标均低于行业平均水平, 对资本的充分利用也是驱动头部券商 ROE 水平高于同业的重要因素之一。

图 15 净资本/负债(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

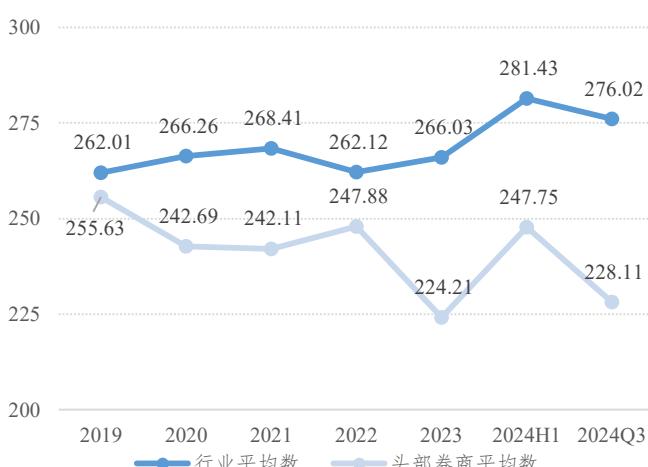
图 16 净资产/负债(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

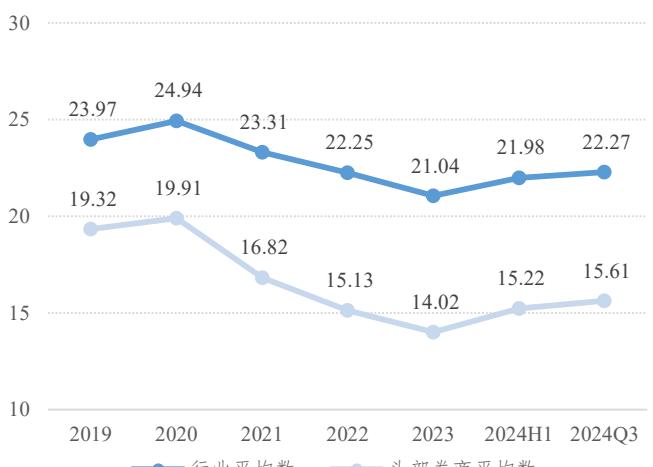
风险覆盖指标方面，近年来证券行业平均风险覆盖率为 260%至 280%之间，2024 年上半年证券公司业务增速放缓使得资本占用下降，证券行业风险覆盖上升至历史较高水平，直至 2024 年 9 月末行情转暖推动证券公司业务拓展得以恢复，风险覆盖率为第三季度有所下降但仍高于年初水平。

图 17 风险覆盖(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

图 18 资本杠杆率(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

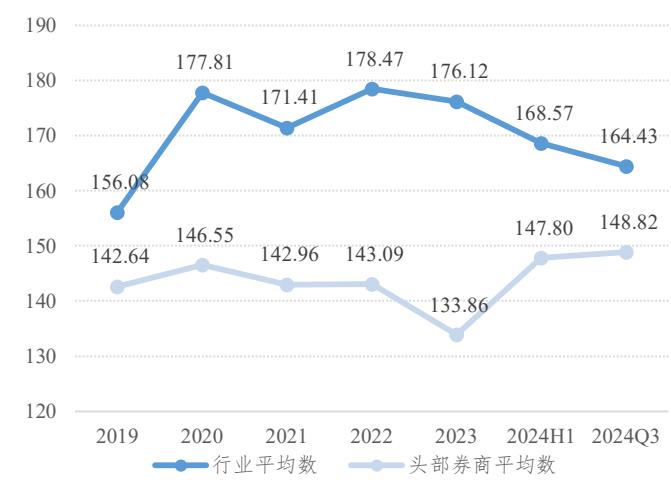
流动性指标方面，证券公司普遍保持较高的流动性覆盖率 (LCR)，大多在 200%至 400%之间，远高于监管 100%的要求，以确保短期资金安全；净稳定资金率 (NSFR) 作为衡量长期流动性的指标，对证券公司的资金结构和稳定性提出了更高的要求，大多在 120%至 180%之间，在监管允许的范围内尽可能提高资金使用效率。头部券商由于资金运用效率高，以上两项流动性指标常年处于行业较低水平，其中净稳定资金率指标通常更为贴近监管 120%的预警线。2024 年以来，头部券商和中小券商的流动性覆盖率、净稳定资金率差距有所收窄，整体来看在资本市场行情回暖的推动下，2024 年 9 月末证券公司的流动性覆盖率、净稳定资金率普遍较 6 月末有所下降。

图 19 流动性覆盖率(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

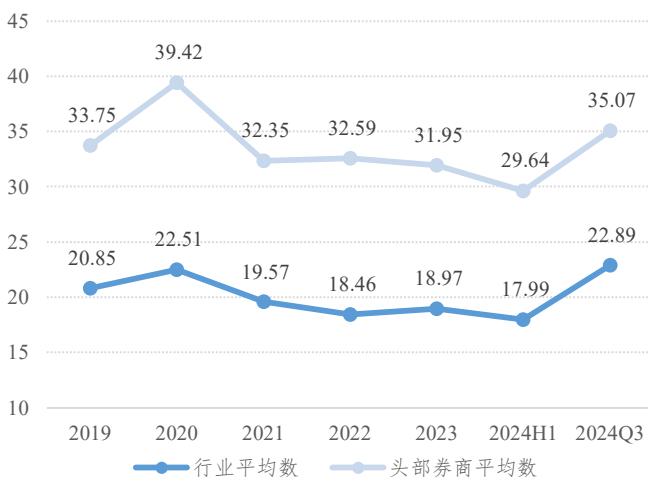
图 20 净稳定资金率(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

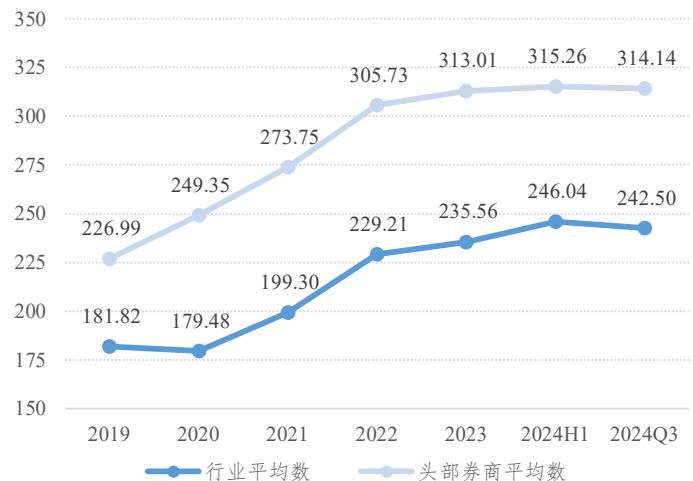
投资类指标方面,近年来证券行业自营投资类风控指标变动趋势较为一致,头部券商自营权益/净资本以及自营非权益/净资本指标均高于行业平均水平,头部券商的自营投资对业绩的拉动作用更为明显。2024年上半年,证券公司的风险偏好更为谨慎,权益类投资资产逐步向固收类投资资产迁移;9月末权益市场行情大幅反转,证券公司第三季度自营权益类证券及其衍生品/净资本显著拉升。

图 21 自营权益/净资本(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

图 22 自营非权益/净资本(%)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

2024年9月证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》(证监会公告〔2024〕13号)(以下简称“风控指标新规”),根据证券公司经营情况进一步完善管理指标体系,一方面对证券公司投资权益类市场指数成份股、标准化资产等风险准备系数予以放松,另一方面对证券公司创新业务和风险较高的业务风险准备系数予以收紧。与此同时,风控指标新规针对连续三年分类评价居前的证券公司下调风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数,差异化充实可用稳定资金,促进头部优质券商进一步扩大业务规模、提升杠杆水平。相比其他风控指标,目前头部券商在净稳定资金率指标上相对更为紧张,影响公司整体杠杆率的提升,预计风控指标新规正式实施后将为头部

券商减轻资本补充压力、减少营运资金限制，带来杠杆水平和盈利能力的释放。同时，证券公司之间的业务发展及资本管理道路将出现更大程度的分化。

五、证券行业展望

展望一：证券行业股权收购、兼并整合浪潮仍将继续，目前有潜在合并预期的并购重组事项预计将在监管的支持下取得快速进展，同时并购动因及方式将呈现多样化趋势。

2024年3月15日，中国证监会发布《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）》，明确了建设一流投资银行和投资机构的路线图。在这一纲领性文件的指引下，证券公司的竞争格局正在发生重大变化，国泰君安证券吸收合并海通证券，预计合并完成后新机构的总资产、净资产、营业收入、净利润等关键财务指标将显著提升，或将改变现阶段前十大券商的位次及名额。在行业集中度较高、业务毛利率大幅下降，同质化经营较严重的当下，大量的中小证券公司生存环境更加恶劣，被中大型证券公司并购重组或许能通过资源的优化配置实现1+1>2的效果。另外在监管稳健经营、资本节约的倡导下，证券公司的再融资几乎暂停，合并中小券商可以为中大型证券公司补充资本，提升资本实力，为业务发展奠定基础。预计在监管的支持下，有潜在合并预期的并购重组进展将提速，如国信+万和、浙商+国都、西部+国融、平安+方正、华创+太平洋等或将在2025年取得实质性进展，同时并购动因及方式将呈现多样化趋势。

展望二：证券行业监管处罚力度加大，进一步释放“零容忍”监管信号，为资本市场高质量发展注入法治动能。

2024年以来证券行业监管处罚力度加大，无论是罚单数量还是处罚金额均创历史之最。此外，2025年2月最高检与证监会联合召开“依法从严打击证券违法犯罪促进资本市场健康稳定发展”新闻发布会，系统通报了近年来证券犯罪检查与执法成效，本次发布会以“全链条惩治、行刑协同、立体追责”为核心，进一步释放“零容忍”监管信号，为资本市场高质量发展注入法治动能。预计2025年证券行业严监管态势仍将持续，这对证券公司的风险控制和合规管理提出了更高要求。

展望三：预计2025年中长期资金入市将落到实处，要素资源和金融资源将更多向科技创新等重点领域集聚，资本市场延续回升向好局面，证券行业多项主营业务收入有望实现同比增长。

预计2025年资本市场有望延续回升向好局面，更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策有望全方位扩大内需，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定投资者预期，推动资本市场回升向好。同时，资本市场增量资金涌入以及海外资金回流中国市场，宽松的流动性叠加供需再平衡操作，将为资本市场提供持续向上的动力。此外，为响应国家对于新质生产力的发展诉求，要素资源和金融资源将更多向科技创新等重点领域集聚，或将为证券公司带来新的业务增长点。随着资本市场回升向好、中长期资金入市以及科技金融带来的新机遇，证券公司的经纪业务、

资管业务、自营业务收入有望实现同比增长。

展望四：证券行业对外开放水平将进一步提高，“走出去”及“引进来”为行业发展带来新机遇。

近年来，中国企业“走出去”的需求不断扩大，尤其是“一带一路”沿线国家和地区的市场潜力，为内资券商提供了新的业务增长点。同时，新“国九条”将“一流投资银行和投资机构建设取得明显进展”列为2035年目标之一，推动中资证券在境外业务和跨境业务方面加大投入力度。在“引进来”方面，通过不断完善沪深港机制，扩大交易标的范围，持续放宽合格境外投资者准入条件，扩大投资范围，提高外资参与A股投资的便利性，同时取消证券基金期货公司外资持股比例限制，外资机构在经营范围和监管要求上实现国民待遇，吸引更多外资机构来华展业。截至2024年末，外资独资券商已增长至5家，年内新设渣打证券（中国）、法巴证券（中国），外资在华投资的积极性有所提高。外资券商能为投资者提供更为丰富的投资产品和服务，同时也能促进中国证券行业提升竞争力和服务水平，推动中国资本市场健康发展，预计未来证券行业对外开放水平将进一步提高。

展望五：数字化转型及人工智能应用或将深刻重塑证券行业的生产力和竞争格局。

2025年2月证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》明确要求提升证券行业数字化水平，推动机构数字化转型。稳妥推进资本市场金融科技创新试点和“要素市场×资本市场”专项试点。同时，AI技术发展迅猛，2025年初DeepSeek推向市场后引起极大反响，广发证券、国泰君安证券、中信建投证券、国信证券等均完成DeepSeek的本地化部署，主要应用于智能客服、投研分析、合规问答等场景，预计随着AI技术的发展，将进一步渗透至客户服务、风险管理、合规管理等场景，预计未来不同证券公司对新技术的理解和运用能力或将成为行业竞争格局演化的重要因素。

附表：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
赵婷婷	金融机构部	高级分析师
徐济衡	金融机构部	高级分析师
盛雪宁	金融机构部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO., LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,
Beijing, PRC. 100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>