

惠誉博华

2025 年信用展望：证券公司

惠誉博华认为，2025 年证券公司行业信用展望为“稳定”。2024 年前三季度，受资本市场表现疲软影响，证券公司多个板块收入延续收缩趋势，投资业务继续成为最大盈利贡献板块。此外，近期监管机构不断强调风险防范，严把发行上市准入，也负面影响证券公司投资银行业务增速。但另一方面，2024 年 12 月中央政治局召开会议，提出 2025 年实施更加积极有为的宏观政策，或有利于资本市场景气度改善，有益于证券公司盈利修复。

资本方面，虽然盈利承压使得行业资本内生能力有所削弱，但业务增速放缓亦使得部分机构资本占用下降，证券公司整体资本水平依然保持在良好水平。2024 年 9 月证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》并将在 2025 年实施，未来部分长期监管评分较好的证券公司将获得一定的资本释放。预计证券公司 2025 年资本水平将继续保持平稳。

自 2023 年 10 月的中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构以来，行业内已有多家机构正在积极推进重组整合。证券公司通过整合可以更好地协同发挥各自资源优势，应对日益激烈的外部竞争压力，但参与合并的机构后续是否能够实现管理及业务上的良好融合，亦将对其未来发展产生较大影响。

惠誉博华

相关报告

惠誉博华 2025 年信用展望：汽车金融公司

惠誉博华 2025 年信用展望：消费金融公司

分析师

李运桥，CFA

+ 86 10 5663 3821

yunqiao.li@fitchbohua.com

王逸夫，CFA, CPA

+ 86 10 5663 3820

leon.wang@fitchbohua.com

媒体联系人

李 林

+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

证券公司信用展望总览

行业整体信用质量料将保持稳定，但收入及利润增长或继续面临一定压力

惠誉博华认为，2025 年证券公司行业信用展望为“稳定”。2024 年前三季度，较弱的资本市场景气度对行业收入及盈利增长造成压力，业内机构多个业务板块收入普遍同比收缩，投资业务继续成为收入的最大来源。2024 年第四季度，市场的改善有利于行业盈利的修复，但预计全年利润增速依然承压。2025 年预计收入增长压力延续，此外在监管机构近期突出强调风险防范的背景下，证券公司业务发展增速亦将受到影响，但若资本市场景气度大幅修复，证券公司盈利亦将迎来改观。展望 2025 年，我们预计行业盈利或承压延续，整体资本水平继续保持充足。在货币政策保持适度宽松的背景下，证券公司流动性将继续保持在良好水平。

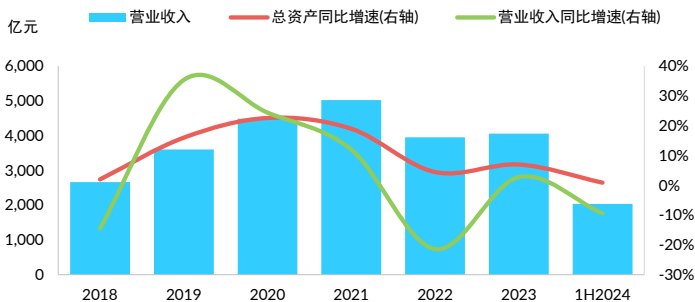
2025 年证券公司信用状况展望			
展望	承压	稳定	乐观
证券公司			

2025 年证券公司信用子因素展望			
展望	承压	稳定	乐观
业务状况			
风险状况及资产质量			
收益和盈利能力			
资本和杠杆水平			
融资和流动性			

行业收入增长承压，业内机构并购整合持续

2024 年上半年，证券行业录得营业收入约 2,033 亿元，较 2023 年同期下降 9.4%。近年证券行业经历诸多变革，证券公司收入增长承压，2023 年行业整体营业收入在 2022 年的低基数效应下出现小幅善，全年实现 2.8% 的增长，但较 2019 年至 2021 年高速发展时期水平存在较大差距。在收入增速下滑的同时，证券公司净利润亦受到侵蚀，2023 年全年实现净利润约 1,378 亿元，同比下滑 3.1%，但较 2022 年利润同比收缩 25.5% 的幅度已有所改善。

证券公司收入及资产增速



数据来源：中国证券业协会，Wind，惠誉博华整理

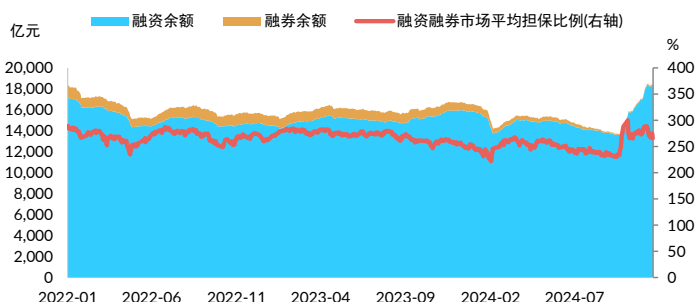
证券行业近年收入及利润的承压源自多方面因素，宏观经济环境的变化、市场景气度下滑、行业竞争日益加剧、监管要求趋严使得部分机构业务发展面临调整。2024 年 4 月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(以下简称“新国九条”)，内容上主要强调风险防范，要求严把发行上市准入，加大对资本市场违法违规打击力度，并严格上市公司持续监督。“新国九条”的发布有助于资本市场长期高质量发展，但也对证券公司业务开展提出了更高的专业要求，并使得部分此前在内控合规方面投入有所欠缺或展业较为激进的机构面临更高的监管处罚风险。但资本市场良好生态的形成有利于包括证券公司在内的多方参与者长期受益。

此外，自 2023 年 10 月中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，证券行业内的并购整合不断加深。其中，国泰君安与海通证券的部分合并细节目前已经公布，预计完成合并之后的新机构收入及资产规模有望成为行业绝对领先。除上述大型机构之外，部分中型证券公司的合并也在进行之中，例如西部证券收购国融证券，国联证券收购民生证券，国信证券收购万和证券皆在积极推进之中。在近年行业内部竞争加剧的情况下，证券公司通过重组并购可以更好地协同发挥各自资源优势，应对外部竞争压力。但另一方面完成合并后的机构需实现对原有机构管理及业务上的融合，能否良好地完成并购后的整合亦将对证券公司后续发展前景产生较大影响。上述一系列因素影响预计将会持续至新的一年，2025 年证券公司业务状况展望为承压。

融资余额三季度触底反弹，股票质押业务收缩延续

证券公司的融资业务余额在 2024 年初出现上升之后持续下行至第三季度末，进入第四季度受到市场情绪的改善出现大幅抬升，2024 年 9 月日均融资余额约 13,749 亿元，而 10 月该数字提升 17.7%，达 16,187 亿元。融券业务余额对比之下自年初以来持续下行。2024 年 7 月证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，存量转融券合约可以展期，但不得晚于 9 月 30 日了结。此外自 7 月 22 日起，融券保证金比例由此前不得低于 80%上调至 100%，而私募证券投资基金参与融券的保证金比例则由此前不得低于 100%上调至 120%。受政策影响 8 月日均融券余额为 154 亿元，较年初规模下降幅度较大，第四季度继续处于历史较低水平。

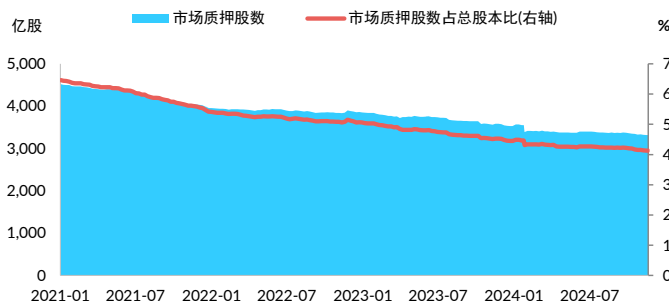
两融市场余额



数据来源: Wind, 惠誉博华

股票质押业务 2024 年则延续此前收缩趋势，11 月末市场质押股数较年初下降约 6%。自 2018 年以来监管机构不断强化化解股票质押风险，2024 年 11 月末市场质押股数占总股本比例由年初的 4.45%下降至 4.13%。质押股数占比的下降有利于证券公司降低信用业务风险，此外证监会于 2 月亦表示将引导证券公司增加平仓线弹性，进一步防范股票质押风险。

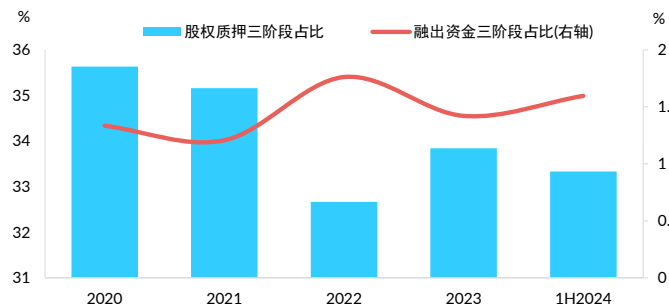
质押股票股数及比例



数据来源: Wind, 惠誉博华整理

惠誉博华选取了 41 家上市证券公司进行观察，样本机构两融业务资产质量 2024 上半年出现小幅波动，6 月末融出资金第三阶段占比 1.6%，较年初的 1.4%出现一定抬升。股权质押业务方面，相当比例机构对增量进行严格控制，此部分资产质量保持相对平稳，6 月末第三阶段资产占比为 33.3%，较年初 33.8%微降。样本机构的股票质押业务资产压力主要来自存量业务，部分机构自 2021 年已出现较大比例的风险暴露，其三阶段资产占比长期高于 80%以上水平。存量资产质量压力的化解需要更多时间，预计 2025 年此部分资产质量大幅转好的可能性相对较小。

样本证券公司信用业务资产质量



数据来源: 公司年报, Wind, 惠誉博华整理

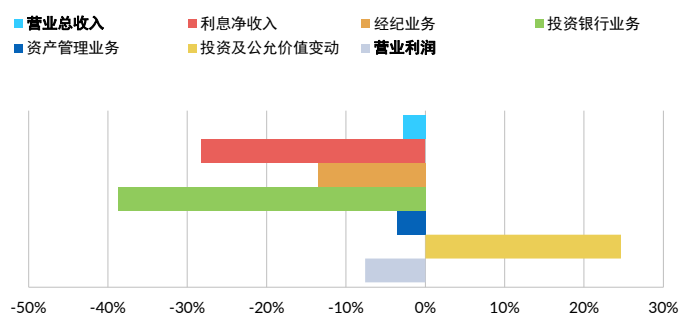
惠誉博华预计 2025 年证券公司资产质量大幅波动可能性相对较低。两融业务平均担保比例在 2024 年第四季度提升至高于 250%水平为证券公司相关信用风险提供良好缓冲；股权质押业务预计在监管机构持续关注下继续保持较为稳定的资产质量水平。综上，我们展望 2025 年证券公司风险状况及资产质量为稳定。

若干业务收入承压或将拖累 2025 年利润水平

样本证券公司 2024 前三季度合并营业收入及营业利润分别同比下滑 2.8%及 7.6%。除投资及公允价值变动代表的投资业务之外，多数业务板块（例如经纪、利息、投资银行）皆出现超过 10%的较

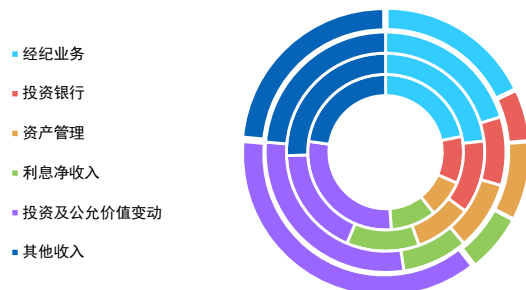
大幅度收缩，资产管理业务收入同比下滑 3.6%，幅度相对缓和。各业务板块中，经纪业务收入在市场活跃度较为低迷，日均成交量下滑的情况下收缩 13.5%；投资银行收入则在首发、再融资规模下降的影响下同比下降 38.7%，为收缩幅度最大的业务板块。整体而言，证券公司 2024 年前三季度收入变化延续上一年趋势，投资及公允价值变动继续成为行业收入的最大来源，其占营业收入的比例由 2021 年的 28%持续提升至 2024 前三季度的 37%。2024 年第四季度，资本市场情绪迎来了较大改善，惠誉博华预计中国证券行业全年营业收入有望追平 2023 年规模。

2024年前三季度样本证券公司合并收入同比变动



数据来源：公司披露报告，Wind，惠誉博华整理

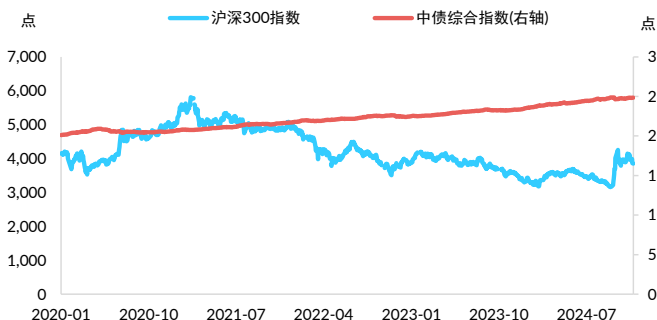
样本证券公司收入结构变化



注：图中环形由内而外分别为2021、2022、2023、2024前三季度合并收入
数据来源：公司披露报告，Wind，惠誉博华整理

进入 2024 年，A 股市场整体处于波动下行，9 月末超预期政策使得市场表现出现改观。与股权市场形成对比的是，债权市场表现延续此前走强的趋势，中债综合指数 2024 年 11 月末较年初上升超过 5%。

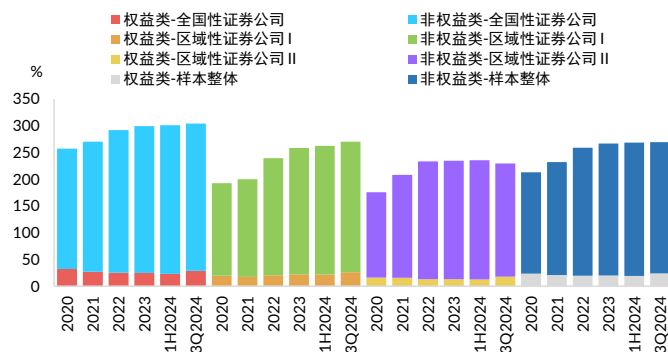
深沪300及中债指数



数据来源：Wind，惠誉博华

债权市场良好的表现为证券公司投资业务收入增长提供了动力。为方便观察，惠誉博华将样本证券公司划分为 3 个类别，其中包括业务遍及全国的机构以及区域经营特征较为明显的机构。在区域经营特征较为明显的证券公司中，业务集中于东南沿海发达地区或一线城市的机构将在下文中标识为“区域性证券公司 I”，而其他区域经营证券公司将使用“区域性证券公司 II”予以划分。样本中全国性证券公司普遍较区域性机构投资规模比例更高，但近年来各类型证券公司投资比例皆有所提升，样本机构权益及非权益投资合并占净资产比例由 2020 年的平均 213%上升至 2024 年第三季度的 269%。投资比例的提升主要来自非权益类投资规模的上升，这一趋势与同期债权市场良好的表现吻合。权益类投资比重事实上自 2020 年以来持续下滑，2024 年 9 月股市场提振之后，三季度末各类型样本证券公司权益类投资比重皆出现上升。惠誉博华认为，在多个板块业务面临收入增长压力的背景下，证券公司在盈利方面更加依赖投资业务的贡献，但 2025 年各机构能否保持该业务收入的增长将与市场表现存在较大关联。

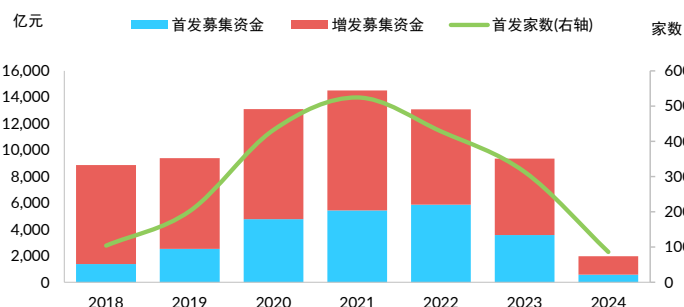
证券公司权益与非权益投资占净资产比例



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2023 年 8 月，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》的通知，阶段性收紧 IPO 节奏，并引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。2024 年发布的“新国九条”中也提及严把发行上市准入关，提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准。截至 2024 年 11 月下旬，境内市场上市首发企业数及募集资金规模皆较上一年出现收缩，增发再融资规模亦呈现缩减。近期发布的政策有利于提升上市公司质量，促进资本市场长期良性发展，但短期内或对证券公司投资银行业务收入造成一定的影响。2025 年资本市场融资端调整出现放松的概率或将一定程度受市场表现影响，若资本市场景气度长时间维持高位，则融资逆周期调节存在较大放松的可能。

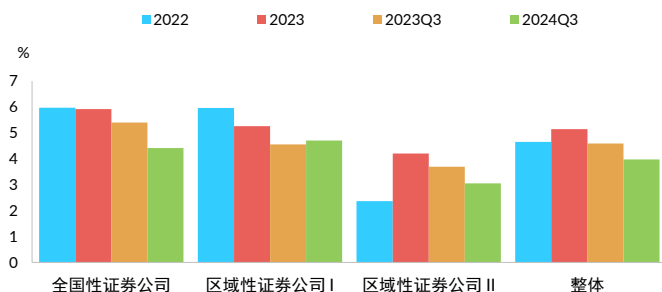
境内市场IPO及增发统计



注：2024年数据截至11月
数据来源：Wind，惠誉博华整理

在收入规模出现收缩的背景下，样本证券公司 2024 年前三季度利润同比下滑 3.9%，其同期“税前利润/平均净资产”指标由 2023 年前三季度的 4.6%下降至 4.0%。2024 年第四季度市场景气度的提升有利于证券公司经纪、信用业务收入的恢复，预计其全年利润增速将较前三季度有所改观，但对于相当比例机构而言依然面临利润收缩的压力。2025 年预计证券行业整体利润增长依然存在较多的不确定性，贸易与地缘政治摩擦等复杂的外部环境皆将影响市场情绪，并对证券公司业务造成影响。2024 年 12 月 9 日中央政治局召开会议提出 2025 年将实施更加积极有为的宏观政策，若资本市场景气度改善预计亦将有益于证券公司盈利修复，但整体而言我们认为多数证券公司未来利润增长依然面临一定压力。综合上述因素，我们展望证券公司 2025 年收益和盈利能力将继续承压。

样本证券公司税前利润/平均净资产



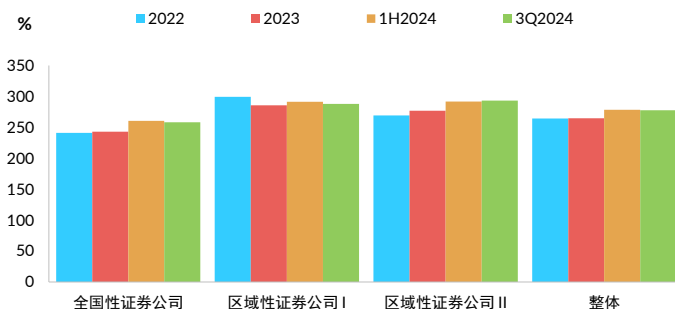
数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

资本水平小幅提升，风险指标新规利好优质券商

样本证券公司 2024 年二季度末资本水平出现不同程度抬升，平均风险覆盖率由 2023 年末的 264.9%上升至 2024 年二季度末的 278.7%，第三季度末保持平稳在 277.8%水平。样本机构资本水平的提升，部分源自证券公司业务增长减缓之下，风险准备之和的下降。样本中“全国性证券公司”由于在高资本消耗的业务上投入较多，其资本水平长期以来普遍低于区域性证券公司，但 2024 年随着部分头部机构不断开展外源性补充，叠加业务增速放缓导致资本占用水平下降，上述差距有所缩小。2024 年第三季度末，“全国性证券公司”平均风险覆盖率达 258.5%，为近年较高水平。2024 年第四季度随着资本市场景气度提升，部分机构业务投入加大，但预计不会对证券公司整体资本水平产生重大影响，年末资本水平将与三季度末保持平稳。

2024 年 9 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下称“《风控指标规定》”）并将于 2025 年 1 月 1 日正式实施。《风控指标规定》着重于完善指标计量标准，并支持证券公司开展长期投资，其中在计算风险资本准备时，上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数成分股的权重由现行版本下的 10%下降至 8%，而一般上市股票则由此前的 30%下降至 25%。此外对于监管评分保持连续三年 A 类 AA 级以上的机构，其风险资本准备调整系数由此前的 0.5 下调至 0.4，连续三年 A 类结果机构的调整系数由此前的 0.7 下降至 0.6。根据监管评分结果采用不同的系数调整体现了监管机构近年强调分类监管的思路，支持合规稳健的机构提升资本使用效率。

样本证券公司风险覆盖率



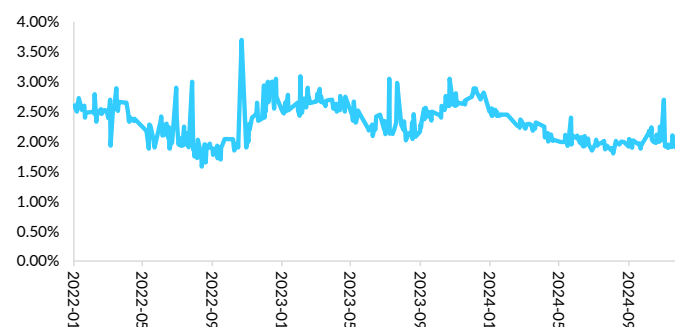
数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

惠誉博华认为，虽然证券行业近年来在盈利增速承压的背景下，资本内生能力受到削弱，但部分机构业务上的收缩亦使得其近期资本占用有所下降，叠加头部机构持续进行外源性资本补充，使得 2024 年行业整体资本水平较年初有所提升。《风控指标规定》的实施将会对证券公司资本水平产生一次性影响，其中监管评分长期保持良好的机构或将迎来一定的资本释放。我们认为，2025 年证券行业资本水平将继续保持稳定。

流动性水平预计保持良好

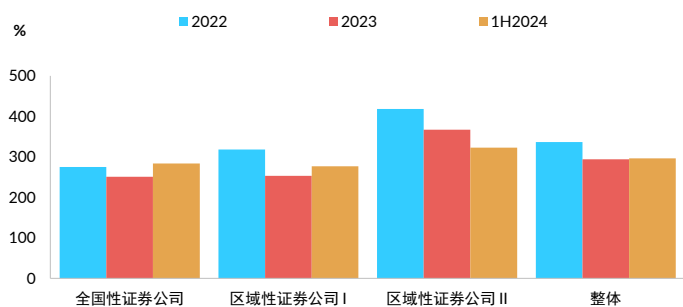
2024 年市场整体流动性水平较 2023 年出现改善，证券公司融资成本呈现下行，短期融资债券加权平均发行利率由 2023 年的 2.53%，下降至 2024 年前 11 个月的 2.06%。从流动性覆盖率观察，样本机构 2024 年第二季度末该指标平均值为 296.5%，较年初 293.8%保持稳定，流动性水平整体良好，远高于 120%的监管预警值。

证券公司短期融资券发行利率



数据来源：Wind，惠誉博华

样本证券公司流动性覆盖率



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2024 年 12 月召开的中央政治局召开会议明确了 2025 年将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，预计市场整体流动性水平将保持充裕。惠誉博华认为，2025 年证券公司将延续 2024 良好的流动性水平，行业整体面临流动性大幅度收缩的概率较小，融资和流动性水平保持稳定。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。