

重组并购推动行业格局重塑，强监管强 资本夯实行业信用水平

2025 年 3 月 11 日
行业展望

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
金融机构评级部
陈锐炜
chenrw@cspengyuan.com



中证鹏元给予 2025 年证券公司行业信用展望“稳定”。2024 年以来，资本市场“1+N”监管政策体系加速落地，严监管态势贯穿全年，新一轮资本市场改革全面深化，有利于行业长期稳健发展。在政策支持与新经济形势影响下，证券行业迎来新一轮并购窗口期，2024 年证券行业并购重组活动显著加速，且出现头部机构重组案例，推动行业格局重塑；同时，在分类监管的思路下，政策红利持续向头部券商倾斜，大型券商的综合实力将持续提升，中小券商面临的竞争压力更大，预计行业信用资质进一步分化，马太效应更为明显。

“924 新政”出台以来，资本市场行情及活跃度显著提升，2025 年“更加积极有为的宏观政策”有助于资本市场稳健发展，对证券行业盈利修复形成政策支撑，证券公司经纪、融资融券、自营投资等核心业务业绩均有望实现增长，但需关注复杂严峻的内外部形势对资本市场及证券公司经营带来的不确定性。受 2023 年 8 月 27 日证监会提出“阶段性收紧 IPO 节奏”的影响，2024 年股权融资业务项目数量和金额大幅下滑，预计 2024 年投行业务收入将大幅下滑；但考虑到 2024 年 5 月 IPO 审核重新启动，IPO 恢复常态化，2024 年四季度以来股权融资规模有所回升，且低利率环境下债权融资需求仍相对旺盛，2025 年证券行业投行业务表现有望边际改善。2024 年资产管理业务展现出较强韧性，管理规模同比增长，主动管理转型取得阶段性成果。综合影响下，2024 年前三季度证券公司营收和利润规模均较上年同期略有下降，但全年业绩有望得到一定程度修复。2024 年证券公司债券发行规模同步减少，行业杠杆水平略有下降，合规风控指标整体保持在健康水平；随着市场行情回暖，低利率环境下证券公司发债规模或将回升，但在强监管、轻资本业务转型和风险防控等多重约束下，证券行业杠杆水平预计仍整体可控。整体来看，充足的资本缓冲叠加政策托底，中证鹏元认为证券行业整体信用水平将保持稳定。

新“国九条”重磅发布，与陆续出台的若干配套制度规则共同构成以强监管、防风险、促高质量发展为主线的“1+N”政策体系，我国资本市场开启新一轮全面深化改革，严监管态势贯穿全年，长期来看有利于行业稳健发展

我国经济结构正处于调整转型升级的关键阶段，资本市场作为资源配置重要平台，其健康稳定运行对于经济大局的重要性日益凸显。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》（即新“国九条”），新“国九条”突出“严监严管”，拟实现对发行人从上市到退市的全链条、闭环式管理；同时加大对市场机构的监管，强化其作为资本市场“看门人”的职责；加强对程序化、高频量化等交易行为的监管，维护市场公平。

为落实新“国九条”，中国证监会以及沪深证券交易所陆续发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》《上市公司监管指引第10号——市值管理》等政策文件（见附录），就发行监管、上市公司监管、退市监管、证券公司监管、交易监管等多方面配套规则进行修订，由新“国九条”及多项配套规则构成的资本市场“1+N”政策体系加速落地，我国资本市场开启了新一轮全面深化改革。

在资本市场高质量发展背景下，严监管态势贯穿全年，证券公司面临较大的合规经营压力，但长期来看有利于行业稳健发展。2024年中国证监会及其派出机构出具行政处罚决定书共513份，涉及财务造假、市场操纵、内幕交易等违法违规行为，显著高于2023年的470份，违法违规行为打击力度持续加大。对于发行人和上市公司，监管部门坚决阻断“带病闯关”，多家IPO公司即便撤回发行上市申请，仍被采取行政监管措施或行政处罚；违规信息披露和内幕交易案件占比较大，涉及财务造假、隐瞒非经营性资金占用、隐瞒关联交易等行为。对于中介机构，监管加大力度压实其“看门人”职责，沪深交易所针对IPO和再融资申报项目合计开出了135张罚单，包括纪律处分53次，监管措施82次，罚单数量相比去年分别大幅提升3.8倍、1.1倍。针对从业人员，监管处罚力度不断趋严，员工执业行为、投行业务和内控管理等业务为处罚重灾区。

在政策支持与新经济形势影响下，证券行业开启新一轮并购和股权转让窗口期，推动证券行业格局重塑，行业集中度将进一步提升，中小券商或将面临较大生存发展压力

证券行业长期以来存在业务同质化严重的问题，通过并购重组可实现业务互补，优化资源配置，提升服务质量和效率。在全球经济格局变化和国内经济结构调整的背景下，国家对资本市场及证券行业发展提出新要求，自2023年中央金融工作会议明确提出“培育一流投资银行和投资机构”以来，监管部门发布了一系列支持证券行业并购重组的政策文件，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；同时鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。在此背景下，2024年中国证券行业并购重组活动显著加速，且出现头部机

构重组案例，推动证券行业格局重塑，随着行业开启新一轮并购窗口期，证券行业集中度将进一步提升。

表1 2024 年证券行业并购重组事件

涉及主体	截至 2024 年末最新进度	交易概述
国泰君安与海通证券	交易所审核	国泰君安吸收合并海通证券 100%股权
国联证券与民生证券	已完成	国联证券定增收购民生证券 99.26%股权
浙商证券与国都证券	已完成	浙商证券通过协议转让方式受让国都证券 34.25%股权
西部证券与国融证券	股东大会通过	西部证券拟通过协议转让方式受让国融证券 64.60%股权
国信证券与万和证券	股东大会通过	国信证券拟通过发行 A 股股份方式购买万和证券 96.08%股份
华创证券与太平洋证券	证监会审核	华创证券通过司法拍卖收购太平洋证券 10.92%的股权

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

证券行业“马太效应”显著，中小券商受制于资本金规模、人才储备、品牌影响力等因素，市场份额被不断压缩，未来或将面临较大生存发展压力。为提升综合实力，在鼓励并购重组以及国资企业聚焦主业的政策环境下，多家非金融主业企业选择出售其持有的中小券商股份，2024年中小券商股权变更的速度明显加快，股权受让方主要为地方国资，如东莞国资受让民营企业广东锦龙发展股份有限公司持有的东莞证券股权、山东国资受让民营企业亚东兴业创业投资有限公司持有的德邦证券股权、湖北国资受让央企三峡资本控股有限责任公司持有的长江证券股份等。在行业竞争加剧的背景下，通过引入地方国资资源，有助于提升中小券商自身的资本实力、风险管理能力及品牌影响力，同时中小券商也可为国资企业提供包括资本运作、资产管理等多元化的金融服务，有助于国资企业更好地服务地方金融及经济发展需求。

我国证券公司按股东背景可分为央企下属券商、地方国资系券商、民营及混合所有制券商和外资系券商4类；截至2024年末，证监会公布的证券公司名录扣除资管子、保荐子等各类子公司后，共有109家券商。其中央企下属券商共23家，央企下属券商中股东属于中央金融企业名录或金融板块实力较强的央企共15家，其中中信集团、中央汇金、招商局集团等央企下属共5家券商综合实力位于行业前列（2024年9月末总资产排名前十，本文简称“头部券商”）；股东背景为非金融企业的央企下属券商共8家，自身综合实力及行业竞争力相对较弱，在央企“退金令”等政策影响下，其未来股权变动及发展情况存在一定不确定性。地方国资系券商为我国证券公司主要类型，2024年末共54家，数量占比达49.54%，其中广东、上海、江苏、北京地区分别有7家、6家、6家、5家地方国资控股券商，且上海国资、江苏国资、北京国资分别有2家、1家、1家头部券商，2024年9月末总资产排名10-20位的证券公司中8家为地方国资系券商。整体来看，地方国资系券商数量占比较高，区域分布与地方经济发展状况关联度较高，且经济发达地区有1-2家综合实力较强的券商；地方国资为证券公司股权交易的主要收购方，在行业并购重组加速、地方国资股权及金融财政转型的大背景下，未来区域内部券商整合升级及地方国资对中小民营券商的股权收购案例或进一步增加。

截至2024年末，我国民营及混合所有制券商共20家，其中广发证券、平安证券、方正证券综合实力排名较前，平安证券与方正证券实际控制人均为平安集团，未来可能进行内部整合以满足“一参一控”要求；此外，东方财富证券为依托股东背景资源差异化发展的互联网券商，经纪业务实力处于行业前列，麦高证券自指南针入主后也逐步向互联网券商转型，业绩大幅增长；其余民营券商大多综合实力相对较弱或业务同质化较高，随着行业竞争加剧，需通过寻求并购整合或特色化经营提升自身竞争实力。随着资本市场制度双向开放稳步推进，证券行业对外开放节奏进一步加快，截至2024年末，我国外资系券商共12家，其中3家为外资100%控股，但目前外资系券商业务主要集中在财富管理领域，整体体量较小，短期内竞争实力较弱。

表2 2024 年末我国证券公司股东背景归纳表（单位：家）

证券公司类别	细分类型	数量
央企下属券商	中央金融企业名录内或金融板块实力较强的央企	15
	非金融企业	8
地方国资系券商	广东地区国资	7
	上海市国资	6
	江苏地区国资	6
	北京市国资	5
	浙江地区国资	3
	四川地区国资	3
	山东地区国资	3
	湖北地区国资	3
	福建地区国资	3
	其他地区	15
民营及混合所有制券商	-	20
外资系券商	-	12
合计	-	109

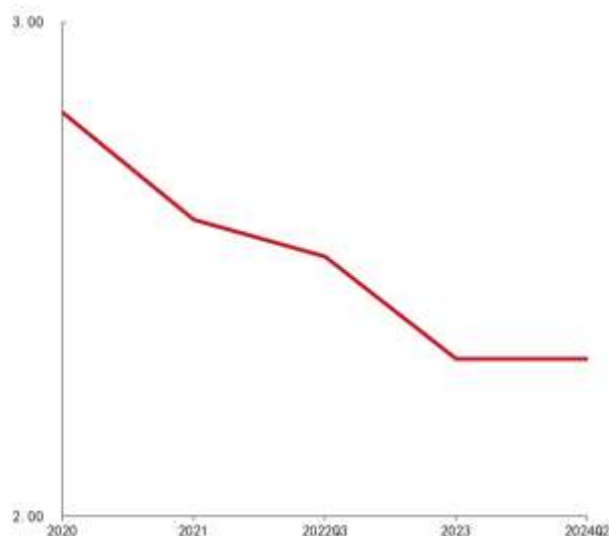
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

“924新政”出台以来，资本市场活跃度显著提升，在国家努力提振资本市场政策背景下，成交有望继续保持相对活跃，对证券公司经纪业务业绩表现形成较强支撑

经纪业务是证券公司的传统及核心业务，也是支持证券公司其他各类业务发展的基石业务，近年来43家上市券商经纪业务手续费及佣金净收入在营业收入中的占比维持在20%左右。经纪业务收入与资本市场交投活跃度（即成交额）相关性较高，2022-2023年我国资本市场景气度较低，市场交易活跃度持续下降，经纪业务收入持续承压；2024年9月，中国人民银行、金融监管总局和中国证监会联合宣布了一系列重磅政策（本文简称“924新政”），我国资本市场活跃度显著提升，2024年全年成交额达257.33万亿元，同比增长21.22%，对我国证券行业2024年经纪业务经营业绩形成支撑。

图1 资本市场交易及上市券商经纪业务净收入情况

图2 我国证券行业佣金率测算



注：此表经纪业务净收入含期货经纪业务。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

注：佣金率=代理买卖证券业务净收入/（成交额×2）。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

随着互联网金融的发展，线上交易平台的普及使得券商之间的竞争更加激烈，叠加监管提倡减费降佣以提升投资者利益，证券行业佣金率持续降低，在竞争激烈和政策引导的双重压力下，未来证券行业佣金率仍有持续下滑的可能。受佣金率持续下降的冲击，券商营业部运营成本压力较大，多家券商采用裁撤及优化分支机构的方式降本增效。根据公开资料，2024年内包括光大证券、中国银河、中泰证券等在内的36家券商，先后宣布裁撤旗下营业部、分公司，裁撤总数达213家；其中国投证券裁撤了46家营业部，裁撤力度最大，华福证券、国信证券和中信证券分别裁撤了32家、26家和10家分支机构。在证券行业整体呈现营业部裁撤和优化趋势的同时，也有部分券商根据自身战略和市场情况增加了营业部或进行了布局调整，如广发证券新设了11家营业部，兴业证券新设了7家分公司。

虽然线上服务的重要性和占比日益加大，但线下营业部在客户黏性、投教工作等方面仍具有不可替代的作用，在证券行业财富管理转型的大背景下，线下营业部将从服务高净值客户、品牌形象展示、综合金融服务平台、客户关系维护等方面，促进财富管理从收入驱动的销售模式向客户驱动的顾问模式转型。根据43家上市券商2024年半年报，营业部数量排名前十的券商有8家为头部券商，相对为应对成本压力大规模裁撤分支机构的中小券商来说，在财富管理转型方面拥有较大的优势。

前三季度两融日均余额继续下滑，上市券商融出资金利息收入随之减少；随着权益市场行情快速回暖，2024年四季度两融日均余额已回升至2021年全年日均水平，2025年两融业务规模有望企稳回升；两融利率水平持续降低，伴随融资成本同步下降，两融业务利差水平整体稳定；维持担保比例处于较高水平，两融业务信用风险整体可控

受资本市场交投活跃度下滑影响，2022年以来客户融资需求下滑，我国资本市场融资融券日均余额持续下滑，2022-2024年两融日均余额分别为1.62万亿元、1.61万亿元和1.57万亿元，上市券商融出资金利息收入随之减少。值得关注的是，随着“924新政”出台以来，权益市场行情快速回暖，2024年四季度两融日均余额上升至1.78亿元，已回升至2021年全年日均水平，2025年两融业务规模有望企稳回升。近年来，两融利率水平持续降低，43家上市券商两融利率平均水平¹于2022年跌破7%，2024年上半年降低至5.84%，在宏观利率下行及行业竞争加剧背景下，两融利率水平仍有一定下降空间；但得益于券商融资成本同步下降，两融业务利差水平的变动对该业务盈利规模的影响有限。风险控制方面，目前各大券商通过建立逆周期调节机制、加强客户适当性管理、实施分类分级管理、建立动态调整机制、强化异常交易管理和优化担保品管理等方式提升风险管理能力，维持担保比例多处于较高水平，两融业务信用风险整体可控。

图3 两融日均余额及上市券商两融利息收入情况

图4 上市券商两融利率及融资成本测算表



资料来源：公开资料，中证鹏元整理



注：发债利率仅统计主体评级为 AAA 券商发行的 3 年期公司债券票面利率。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资产配置规模逐年增长，配置结构以固定收益类资产为主，2024年国内债券市场震荡走强，叠加权益市场行情自9月份以来明显回暖，2024年行业自营业务收入有望保持增长，未来市场走势和投资环境存在较大不确定性，对证券公司投研能力提出较高要求

近年来，我国证券公司资产配置规模逐年增长，且金融投资占自有资产的比重持续提升，截至2024年9月末，43家上市券商金融投资合计6.27万亿元，是2020年末的1.57倍；占同期末自有资产（总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款）的63.64%，较2020年末上升8.33个百分点；随着互换便利工具（SFISF）的落地，

¹两融利率=年度融资融券利息收入/按年初及每季度末融出资金计算出的年度平均融出资金。

证券公司资产配置规模有望持续增长。我国证券公司主要聚焦绝对收益策略，资产配置以固定收益类资产为主，近年来固定收益类证券投资占比均在90%以上，风险偏好相对稳健。证券公司自营业务收入与证券市场高度关联，受各家券商投研能力强弱影响程度略有差异，2022年资本市场景气度相对低迷，当年43家上市券商自营收入净收入大幅下降；2023年国内债券市场震荡走强，叠加权益市场行情同比改善，证券行业自营业务有所回暖，成为主要业绩贡献点。2024年国内债券市场继续走强，权益市场行情自9月份以来明显回暖，2024年上证指数、深证成指和创业板指分别同比上涨13.15%、10.78%和15.39%，证券行业自营业务收入有望保持增长。目前我国资本市场仍面临全球经济形势、政策调整、市场情绪等因素的综合影响，未来市场走势和投资环境仍存在较大不确定性，证券公司自营业务仍面临较大的市场风险，对证券公司投研能力提出较高要求。

图5 上市券商金融投资规模及收益情况

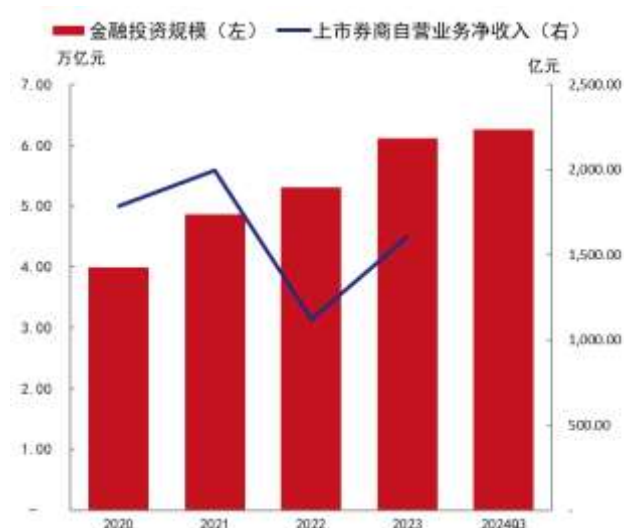
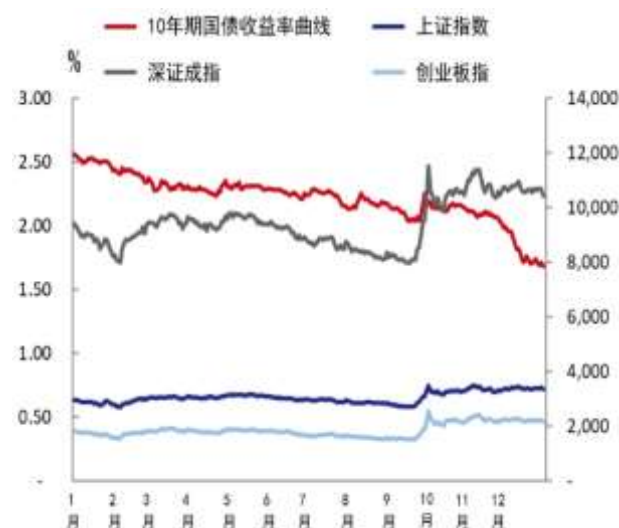


图6 2024 年债券、权益市场景气度情况



注：自营业务净收入=利息净收入×（1-融出资金利息收入/利息收入）+投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

投资银行业务政策敏感度较高，2024年我国债券发行规模稳步增长；在“严把上市关”的政策基调下，监管IPO审核标准趋严，IPO融资规模大幅下滑，预计2024年证券行业投行业务收入将大幅下滑；考虑到2024年5月IPO审核重新启动，IPO恢复常态化，2024年四季度以来股权融资规模有所回升，且低利率环境下债权融资需求仍相对旺盛，2025年证券行业投行业务表现有望边际改善

证券公司投资银行业务政策敏感度较高，债券融资方面，2024年以来宏观利率持续下行，我国债券发行

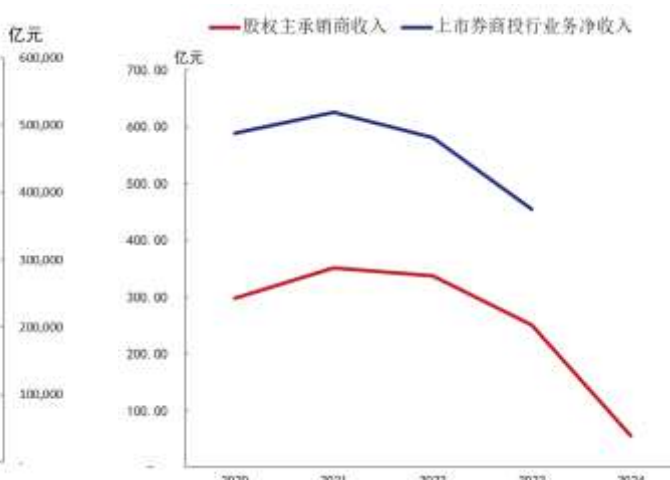
规模稳步增长，债券发行总额²合计51.64万亿元，同比增长15.78%。股权融资方面，2024年初以来，IPO与再融资持续收紧，在“严把上市关”的政策基调下，监管审核标准趋严，同时不少IPO公司选择主动终止，2024年IPO融资规模呈现大幅下滑态势，当年IPO审核通过家数53家，较2023年减少226家，资本市场全年首发募集资金667.76亿元，同比减少81.27%。受此影响，2024年证券行业资本市场股权主承销商收入同比下降77.87%至55.49亿元，预计2024年证券行业投行业务收入将大幅下滑。考虑到IPO审核已于2024年5月重新启动，IPO恢复常态化，2024年四季度以来股权融资规模有所回升，叠加低利率环境下，债权融资需求仍相对旺盛，在2024年的低基数下，2025年证券行业投行业务表现有望得到边际改善。

图7 资本市场首发募集资金及债券发行情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图8 资本市场主承销商收入情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2024年以来，证券公司资产管理业务展现出较强韧性，管理规模同比增长，主动管理转型取得阶段性成果；券商系公募产品规模提升，提前布局公募基金业务的券商形成较好的先发优势；大资管同台竞争格局下考验券商资产管理业务投研能力，且行业持续降费让利使得现阶段资管业务版块收入贡献度较低

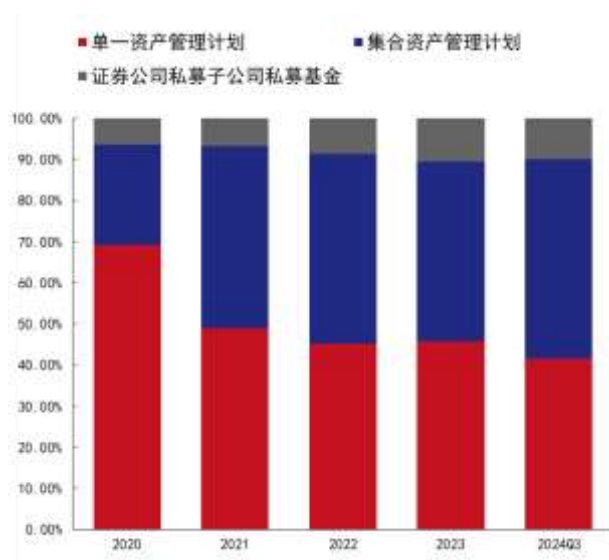
自资管新规实行以来，证券行业资产管理业务规模持续收缩。近年来，证券公司在注重稳健与安全的基础上，持续优化丰富产品结构，提升自主管理能力，2024年以来证券行业资产管理业务管理规模实现同比增长，其中固收类私募资管产品贡献了主要增量，公募产品、企业ABS等产品规模也实现了不同程度的增长。截至2024年9月末，证券公司及其子公司私募资产管理计划产品数量共2.13万只，管理规模为6.32万亿元，同比增长3.29%，以证券公司私募子公司私募基金和集合资管为代表的主动管理业务规模占比达到58.32%，券商资管主动管理转型已取得阶段性成果。

“公募+私募”双轮驱动的发展模式已成为券商资管业务转型的共识，公募资管业务成为券商资管业务

² 不包括利率债、政府支持机构债、国际机构债和境外债。

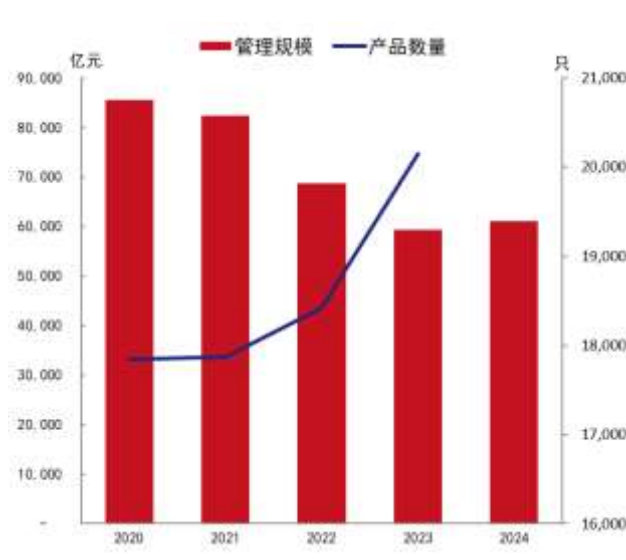
重要的业绩增长点。截至2024年末，券商及其资管子公司管理的公募产品（含参公大集合产品）规模共计1.11万亿元，同比增长10.47%，其中非货管理规模同比增长3.48%。获批牌照是券商资管转型公募的重要前提，截至2024年末，证券行业内已设立的券商资管子公司数量为30家，其中已有11家获批公募基金牌照。目前广发资管、光大资管、安信资管、国金资管等多家券商资管子公司的公募基金管理业务资格仍在审批进程中，自2023年11月兴证证券资管获批公募业务资格后，未有其他券商资管子公司的公募牌照申请获批，监管新发牌照审核趋紧，提前布局公募基金业务的券商形成较好的先发优势。随着行业持续降费让利，资管机构的盈利空间或进一步收窄，公募牌照收紧环境下，部分中小券商资管基于自身投研实力将特色权益、固收+或ABS产品作为未来展业的重点之一。

图9 证券行业资产管理结构图



资料来源：中国证券投资基金业协会，中证鹏元整理

图10 证券行业资产管理规模及产品数量

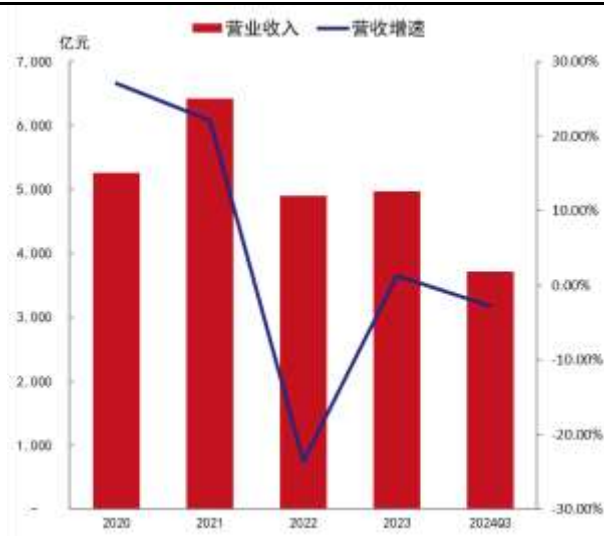


资料来源：中国证券投资基金业协会，中证鹏元整理

2024年前三季度证券公司营收和利润均较去年同期略有下降；自“924新政”出台以来，资本市场景气度快速回升，预计2024年全年业绩有望得到一定程度修复；2024年证券公司股权融资停滞，债券发行规模同步减少，行业杠杆水平趋于稳健，合规风控指标整体保持在健康水平

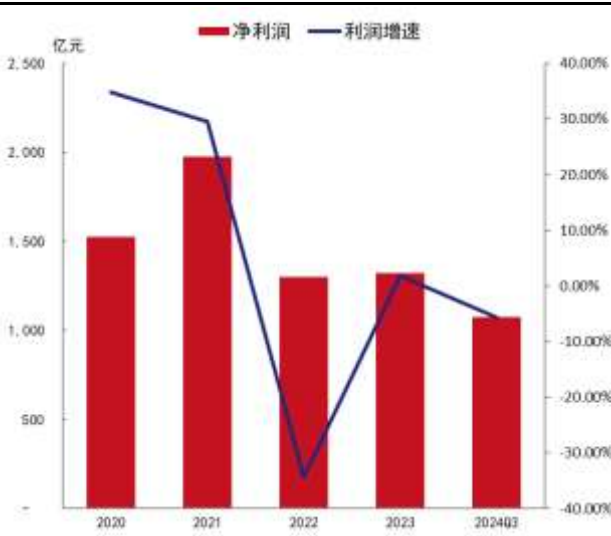
证券公司整体盈利水平受资本市场景气度影响较大，受宏观经济下行、资本市场波动较大等因素影响，近年来证券公司经营业绩持续承压，2024年前三季度43家上市券商营业收入合计为3,714.28亿元，同比下降2.75%，净利润合计为1,076.34亿元，同比下降5.64%。自“924新政”出台以来，政策驱动下资本市场景气度快速回升，证券公司经纪业务、融资融券业务、自营投资业务收入大幅增长，预计全年业绩有望得到一定程度修复。

图11 43家上市券商营业收入及增速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图12 43家上市券商净利润及增速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资本补充方面，近年来，证券公司股权融资募资金额逐年下降，2023年至今仅信达证券在全面注册制实施之前完成上市，目前还在排队上市的券商有5家，包括东莞证券、财信证券、华龙证券、开源证券、渤海证券，排队时长1-9年不等。2023年1月，证监会倡导证券公司聚焦主责主业，走资本节约型、高质量发展的新路，近两年已有多家券商撤回或终止再融资项目。整体来看，2024年证券公司股权融资停滞，全年证券行业零股权融资。受资本市场行情低迷及IPO、再融资节奏放缓影响，证券公司业绩承压，对重资本业务的资金需求趋于谨慎，2024年证券行业境内发债规模为1.31万亿元，同比减少12.36%。在此背景下，2024年证券行业杠杆水平趋于稳健，截至2024年9月末43家上市券商自有资产负债率为73.44%，较上年末略有下降。

表3 证券行业融资及杠杆情况（单位：家、亿元）

项目	2024年/（9月末）	2023年（末）	2022年（末）	2021年（末）	2020年（末）
IPO家数	0	1	1	1	4
IPO发行规模	0.00	26.75	19.32	18.80	197.93
股权再融资规模	0.00	31.92	806.00	480.74	1,133.36
股权融资规模	0.00	58.68	825.32	499.54	1,331.29
证券公司债	8,380.67	10,466.63	7,109.74	10,962.38	8,742.81
证券公司短融	4,761.40	4,529.70	3,988.30	5,937.00	7,983.00
债权融资规模	13,142.07	14,996.33	11,098.04	16,899.38	16,725.81
上市券商净资产	26,148.92	25,426.54	23,875.00	21,811.78	19,496.09
上市券商自有资产负债率	73.44%	74.30%	73.53%	74.37%	73.03%

注：1、自有资产负债率=（43家上市券商总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款）/（43家上市券商总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款）；2、2024年时点数为9月末数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

从合规风控指标表现来看，截至 2024 年 6 月末，证券行业净资本为 2.23 万亿元，平均风险覆盖率为 266.55% ($\geq 100\%$)，平均资本杠杆率为 19.54% ($\geq 8\%$)，平均流动性风险覆盖率为 241.09% ($\geq 100\%$)，平均净稳定资金率为 158.58% ($\geq 100\%$)，除 1 家证券公司的 1 项风控指标突破预警标准外，其余证券公司的各风险控制指标均优于监管和预警标准，合规风控指标整体保持在健康水平。

展望 2025 年，“924 新政”出台以来，资本市场信心和活跃度大幅提升，2025 年“更加积极有为的宏观政策”有助于资本市场稳健发展，对证券行业盈利修复形成支撑，但需关注复杂严峻的内外部形势对资本市场及证券公司经营带来的不确定性；整体来看，充足的资本缓冲叠加政策托底，证券行业信用水平预计保持稳定

展望 2025 年，中央经济工作会议明确“稳中求进、以进促稳”，宏观经济层面风险防范需求强化，目前我国资本市场正处于持续深化改革的关键时期，监管环境趋严将成为常态，2025 年开年以来多地证监局密集处罚券商违规行为，严控风险的同时将引导行业高质量发展，提升行业整体信用水平。自监管层明确鼓励头部券商通过并购打造“航母级投行”以来，证券行业迎来新一轮并购潮，推动行业格局重塑。同时，在证券行业分类监管思路下，行业政策红利持续向头部券商倾斜，大型券商的综合实力将持续提升，中小券商面临的竞争压力更大，预计行业信用资质进一步分化，马太效应更为明显。

2024 年“924 新政”出台以来，一揽子增量政策主动发力，资本市场信心和活跃度大幅提升。2025 年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力，对证券行业盈利修复形成支撑，证券公司经纪、融资融券、自营等核心业务业绩有望实现增长，但需关注复杂严峻的内外部形势对资本市场及证券公司经营带来的不确定性。

资本管理方面，中国证监会修订发布的《证券公司风险控制指标管理办法》于 2025 年 1 月 1 日起正式施行。此次修订提升了证券公司风控指标体系的完备性和科学性，加强重点业务风险防范，引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用。同时，计算标准的分类监管思路将拓宽优质券商资本空间，有助于头部券商释放资金活力，进一步做优做强，推动证券行业供给侧改革加速。随着资本市场行情回暖，低利率环境下证券公司发债规模或将回升，但在强监管、轻资本业务转型和风险控制等多重约束下，证券行业杠杆水平预计仍整体可控，充足的资本缓冲叠加政策托底，证券行业整体信用水平预计保持稳定。

附录：2024 年证券行业主要监管政策梳理

政策文件/重大事件	发布日期	发布机构	主要内容
《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	2024.3.15	中国证监会	着眼于从源头提高上市公司质量，通过多项政策措施，加强对企业发行上市的监管，包括严把拟上市企业申报质量，压实中介机构“看门人”责任，加强拟上市公司股东的“穿透式”监管，研究提高上市标准、从严审核未盈利企业等。
《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）》	2024.3.15	中国证监会	提出 25 项政策举措，进一步压实资本市场“看门人”责任，校正行业机构定位、促进其功能发挥、提升专业服务能力 and 监管效能。
《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	2024.3.15	中国证监会	围绕打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等各方关注的重点问题提出了 18 项措施。
《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》	2024.3.15	中国证监会	加强党对资本市场的全面领导，切实维护好广大中小投资者的合法权益。着力打造堪当重任的监管干部队伍，健全激励干部担当作为和严格问责的政策措施。从严从紧整治政商“旋转门”，重拳纠治“四风”顽疾，持续保持惩治腐败的高压态势。
《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》	2024.4.12	国务院	主要内容包括：严把发行上市准入关；严格上市公司持续监管；加大退市监管力度；加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强；加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展；推动形成促进资本市场高质量发展的合力等。
《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	2024.5.15	中国证监会	加强交易监控，明确高频交易差异化管理要求。具体规定包括：明确证券交易所依法建立程序化交易报告制度；交易监测和风险管理，对申报速率高、撤单频率快、导致多只证券交易异常或市场运行异常等异常交易行为实施重点监控，并规定具体标准；加强信息系统管理，明确程序化交易技术系统要求；明确高频交易差异化管理要求；明确证券交易所、证券业协会和基金业协会对程序化交易的自律管理措施等。
《上市公司股东减持股份管理暂行办法》	2024.5.24	中国证监会	针对绕道减持、大股东违规减持、违规减持后惩处措施等做出系列规范。
《上海证券交易所程序化交易管理实施细则(征求意见稿)》、《深圳证券交易所程序化交易管理实施细则(征求意见稿)》	2024.6.7	上海证券交易所、深圳证券交易所	针对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、沪股通管理、监督检查等具体事项作出细化规定。
《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	2024.6.19	中国证监会	提出：强化科创板“硬科技”定位；开展深化发行承销制度试点；优化科创板上市公司股债融资制度；更大力度支持并购重组；完善股权激励制度；完善交易机制，防范市场风险；加强科创板上市公司全链条监管；积极营造良好市场生态等措施。
《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》	2024.7.5	中国证监会、公安部、财政部	明确五个重点举措。坚决打击和遏制重点领域财务造假；优化证券监管执法体制机制，健全线索发现机制，提升行政执法效能，深化行刑衔接协作；加大全方位立体化追责力度，强化行政追责

		部、中国人民银行、金融监管总局、国务院国资委	威慑力，推动加大刑事追责力度，推动完善民事追责支持机制；加强部际协调和央地协同，国有资产出资人加强监督管理，金融监管部门提升协同打击力度，压实地方政府责任；常态化长效化防治财务造假，增强公司治理内生约束，压实中介机构“看门人”责任，完善财务信息相关制度，加强联合惩戒与社会监督。
暂停转融券业务	2024.7.10	中国证监会	为维护市场稳定运行，中国证监会依法批准中证金融公司暂停转融券业务的申请；同时批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于 80%上调至 100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于 100%上调至 120%。
修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》	2024.9.13	中国证监会	对净资本计算表、风险资本准备计算表、表内外资产总额计算表、流动性覆盖率计算表、净稳定资金率计算表、风险控制指标计算表等 6 张计算表相关标准进行了系统性修订。主要修订内容包括完善业务计量标准、优化分类计量、结合市场实践提升指标体系完备性、强化资本约束加强重点业务风险防范等。
国务院新闻办公室举行新闻发布会，多项政策同时推出	2024.9.24	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会	中国人民银行：降低存款准备金率和政策利率，带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例；创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展等。中国证监会：推动构建“长钱长投”的政策体系；发布促进并购重组的措施等。金融监管总局：优化“无还本续贷”政策，阶段性扩大到中型企业；对六家大型商业银行，增加核心一级资本；扩大大型商业银行下设的金融资产投资公司股权投资试点范围等。
发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，并就《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》公开征求意见	2024.9.25	中国证监会	积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。
《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	2024.11.15	中国证监会	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。

本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518058
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140