

民生证券股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕4196号

联合资信评估股份有限公司通过对民生证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持民生证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA,维持“25 民生 G1”信用等级为 AAA,“23 民生 C1”信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二六年六月二十二日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受民生证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

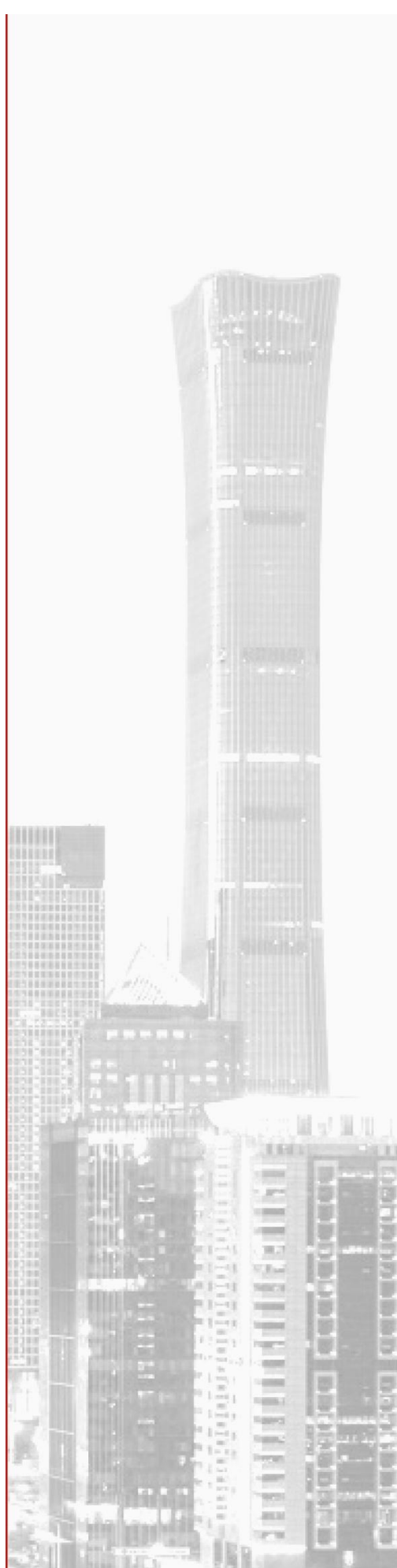
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



民生证券股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
民生证券股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/22
25 民生 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 民生 C1	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

民生证券股份有限公司（以下简称“公司”）股东背景较强，跟踪期内，保持较强经营实力，内控和治理水平较好，风险管理体系完善。2025 年，公司营业收入同比有所增长，财富管理业务和投资交易业务为公司主要收入来源，整体盈利能力较强。截至 2025 年末，公司资本实力较强，流动性指标表现良好，杠杆水平一般。公司投资银行业务和证券公司资产管理业务已分别于 2025 年 9 月和 10 月转出，需关注股东后续针对公司业务的具体部署安排。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东背景较强，能够在管理、业务资源等方面为公司提供较大支持。

评级展望

未来，随着资本市场的持续发展、各项业务的推进以及股东支持，公司整体竞争实力有望保持。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司出现重大亏损，对资本造成严重侵蚀；公司发生重大风险、合规事件或治理内控问题，预期对公司业务开展、融资能力等造成严重不利影响。

优势

- **股东背景较强，股东对公司支持力度较大。**2024 年 12 月，公司控股股东变更为国联民生证券股份有限公司（以下简称“国联民生证券”），实际控制人变更为无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）；国联民生证券作为“A+H”股上市券商，综合实力较强。公司在国联集团内具有较为重要的地位，能够在管理、业务资源和融资等方面得到其较大支持。
- **公司分支机构分布较为广泛。**公司分支机构分布较为广泛，截至 2026 年 3 月末，公司共有 31 家证券分公司及 43 家证券营业部，基本覆盖直辖市和省会城市、基本实现全国网点布局。
- **跟踪期，公司经营状况良好。**2025 年，公司营业收入和利润总额同比均有所增长，整体经营情况良好。

关注

- **业务周期性强，易受宏观经济和市场波动影响；监管趋严使得公司治理及风险管理面临压力。**公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策调整等因素可能对公司经营带来不利影响；外部监管环境趋严，公司治理及风险管理面临压力，需进一步提升公司治理及风险管理水平。
- **需关注股东后续针对公司业务的具体部署安排。**公司投资银行业务和证券公司资产管理业务已迁出，需重点关注国联民生证券后续针对公司业务的具体部署安排，以及相关调整对公司财务与经营带来的影响。
- **债务结构偏短期。**截至 2025 年末，公司短期债务占比为 84.16%，债务期限偏短，债务结构有待优化，需对公司流动性状况保持关注。

本次评级使用的评级方法、模型和打分表及结果

评级方法 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 证券公司主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	3
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	1
			杠杆水平	1
		流动性		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA
个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。				
外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。				
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。				

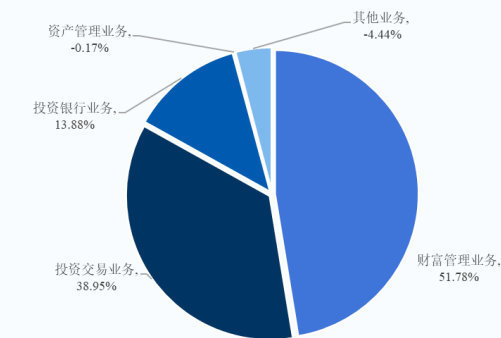
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	594.55	632.16	771.72
自有资产（亿元）	473.23	453.26	558.64
自有负债（亿元）	317.18	288.46	377.83
所有者权益（亿元）	156.05	164.81	180.82
自有资产负债率（%）	67.02	63.64	67.63
营业收入（亿元）	37.57	30.71	33.06
利润总额（亿元）	7.55	6.03	12.14
营业利润率（%）	20.23	20.81	37.09
营业费用率（%）	79.31	79.77	62.72
薪酬收入比（%）	61.23	59.89	46.43
自有资产收益率（%）	1.37	1.20	1.95
净资产收益率（%）	4.20	3.48	5.72
盈利稳定性（%）	64.05	52.56	30.28
短期债务（亿元）	255.69	216.71	304.24
长期债务（亿元）	38.90	50.51	57.25
全部债务（亿元）	294.59	267.22	361.49
短期债务占比（%）	86.80	81.10	84.16
信用业务杠杆率（%）	30.19	33.33	42.86
核心净资本（亿元）	83.97	109.33	131.91
附属净资本（亿元）	4.50	5.00	0.00
净资本（亿元）	88.47	114.33	131.91
优质流动性资产（亿元）	134.76	166.07	219.56
优质流动性资产/总资产（%）	29.10	36.81	39.38
净资本/净资产（%）	59.47	59.49	72.57
净资本/负债（%）	28.15	40.04	35.10
净资产/负债（%）	47.34	58.00	48.37
风险覆盖率（%）	220.29	289.29	332.67
资本杠杆率（%）	17.81	23.84	23.36
流动性覆盖率（%）	151.35	138.82	149.12
净稳定资金率（%）	164.22	177.51	179.81

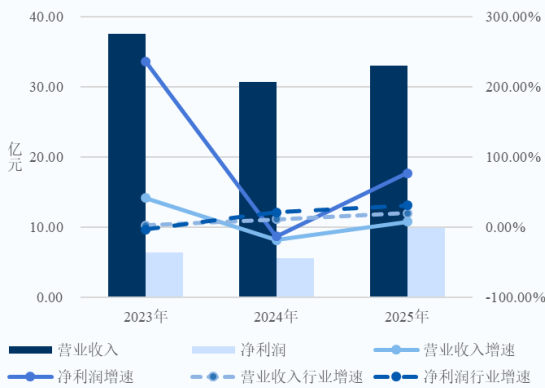
注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2.本报告涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：联合资信根据公司财务报告及风险控制指标监管报表整理

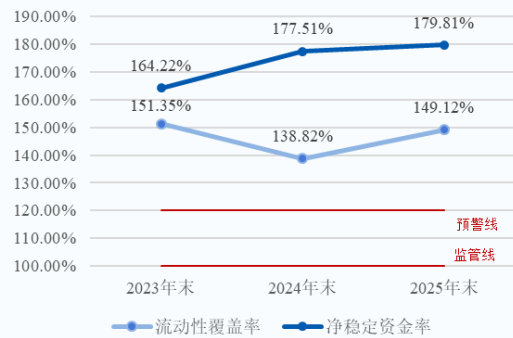
2025 年公司收入构成



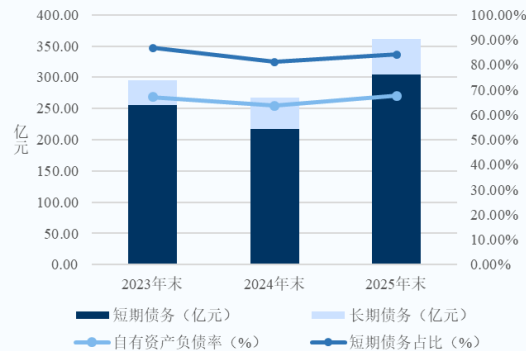
公司营业收入及净利润情况



公司流动性指标



公司债务及杠杆水平



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
23 民生 C1	10.00	10.00	2026/12/13	偿债保障承诺
25 民生 G1	16.50	16.50	2028/03/20	偿债保障承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 民生 C1	AA+/稳定	AAA/稳定	2025/06/27	梁兰琼、杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
	AA+/稳定	AAA/稳定	2024/04/03	梁兰琼、杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
	AA/稳定	AA+/稳定	2023/12/01	梁兰琼、杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
25 民生 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/27	梁兰琼、杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/25	梁兰琼、杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：陈 凝 chenning@lhratings.com

项目组成员：韩 璐 hanlu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于民生证券股份有限公司（以下简称“公司”或“民生证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司的前身是 1986 年 11 月设立的郑州市证券公司，后于 1991 年重新注册登记，注册资本为 1000 万元。后经多次股权变更和增资扩股，其中，2021 年 7 月，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）向上海沅泉峪企业管理有限公司转让民生证券 13.49% 股份，转让完成后，泛海控股对民生证券持股比例下降至 31.03%，随后因董事重新选举致使其在董事会席位低于半数，泛海控股失去对公司的实际控制权，公司自 2021 年 8 月起处于无实际控制人状态。2023 年 3 月，无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）通过公开竞价竞得泛海控股持有的民生证券 34.71 亿股股权，2023 年 12 月，前述股权完成交割后，公司第一大股东变更为国联集团。2024 年 12 月，国联民生证券股份有限公司（原“国联证券股份有限公司”，以下简称“国联民生证券”）通过换股方式依法取得公司 99.2617% 的股份，成为公司控股股东。2026 年 2 月，经公司 2026 年第一次临时股东会审议通过，公司注册资本由 113.73 亿元增加为 115.10 亿元，上述变更已于 2 月 9 日确权。

截至 2026 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 115.10 亿元，国联民生证券持有民生证券 99.98% 股份，为公司控股股东，公司实际控制人为国联集团；控股股东持有公司的股份无质押；公司股权结构图见附件 1-1。

2025 年 9 月和 10 月，公司投资银行业务和证券公司资产管理业务迁移至国联民生证券下属其他子公司；目前公司主要业务包括财富管理业务和投资交易业务；组织架构图详见附件 1-2。公司主要子公司情况见图表 1。

图表 1 • 截至 2025 年末公司主要子公司情况

子公司全称	简称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	实收资本 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)
民生证券投资有限公司	民生证券投资	100.00	26.50	26.50	24.46	24.11
民生股权投资基金管理有限公司	民生股权基金	100.00	10.00	6.00	5.56	5.42
民生期货有限公司	民生期货	100.00	6.11	6.11	81.74	9.77

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区浦明路 8 号；法定代表人：顾伟。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券共 2 只，合计发行规模 26.50 亿元，其中普通公司债券 1 只，发行规模 16.50 亿元；次级债券 1 只，发行规模 10.00 亿元，次级债券的清偿顺序劣后于公司普通债务，先于公司股权资本；2 只债券募集资金均已按募集说明书约定使用完毕，应付息的债券均已足额按时付息。

图表 2 • 截至 2026 年 5 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)	品种
23 民生 C1	10.00	10.00	2023/12/13	3	次级债券
25 民生 G1	16.50	16.50	2025/03/20	3	公司债券

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好

好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业分析

2025 年以来，A 股沪深两市总体呈“先抑后扬”的格局，主要指数全年涨幅均创近年新高，交投活跃度显著上升，全年沪深两市成交额同比有所增长，债券市场收益率震荡上行；受市场行情向好影响，全行业实现收入和利润同比均有所增长，代理买卖证券业务收入占比提升，但证券投资收益仍为主要收入来源。截至 2025 年末，证券公司数量稳定，但随着证券公司并购重组持续推进，行业集中度加速提升，中小证券公司生存空间受到挤压。

2026 年一季度，股票市场指数冲高回落，沪深两市成交额同比大幅增长，预计财富管理业务收入持续增长；债券市场指数微幅上行，自营投资固定收益业务收入将保持稳定；股票市场指数冲高回落，自营权益类收益同比有所降低；投资银行业务股权融资业务回暖，但整体压力仍在；资产管理产品存续规模小幅提升，但对证券公司营业收入贡献度仍较弱；整体行业业绩预计稳步上升，经营风险可控。完整版证券行业分析详见[《2026 年一季度证券行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

2025—2026 年 3 月末，公司控股股东和实际控制人未发生变化；公司投资银行业务和证券公司资产管理业务已经分别迁移至国联民生承销保荐和国联资管，需持续关注国联民生证券后续针对公司业务的具体部署安排，以及整合事项对公司财务与经营带来的影响。

2025—2026 年 3 月末，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。2025 年以来，国联民生证券通过司法拍卖、受让等方式陆续取得泛海控股对公司部分剩余股权，截至 2026 年 5 月末，国联民生证券持有公司 115.08 亿股股份，泛海控股持有公司 0.02 亿股股份。

截至 2025 年末，公司所有者权益 180.82 亿元，资本实力较强。业务方面，公司作为全国性证券公司之一，截至 2026 年 3 月末，共有 31 家证券分公司及 43 家证券营业部，基本覆盖直辖市和省会城市、基本实现全国网点布局，根据 2025 年公司债券年度报告，公司正有序推进与国联民生证券的整合工作，整合完成后预计涵盖分支机构近 180 家。

根据公司 2025 年 9 月 24 日公告，公司投资银行业务自 2025 年 9 月 23 日起迁移并入国联民生证券承销保荐有限公司（以下简称“国联民生承销保荐”，曾用名为“华英证券有限责任公司”），公司签署的投资银行业务项目相关协议均由国联民生承销保荐继续履行，原协议中民生证券的权利义务全部由国联民生承销保荐承继，并由国联民生承销保荐按照原协议约定继续为客户提供服务。

根据公司 2025 年 10 月 20 日公告，国联证券资产管理有限公司（以下简称“国联资管”）与公司已根据划转方案完成资产管理业务整合事宜，公司旗下所有资产管理产品（含所有存续资产管理计划及资产支持专项计划）的管理人均已由“民生证券股份有限公司”变更为“国联证券资产管理有限公司”，原产品项下管理人的权利和义务均已由国联资管承继，并由其履行管理人的职责。

上述事项落地后，预计将对公司未来的收入结构产生影响，需持续关注国联民生证券后续针对公司业务的具体部署安排，以及上述事项对公司财务与经营带来的影响。

（二）管理水平

2025 年以来，公司内部控制及风险控制体系未发生重大变化，部分董事和高级管理人员发生变动、监事会撤销，未对公司经营造成重大不利影响。

2025 年以来，公司内部控制及风险控制体系未发生重大变化。

2025 年以来，公司按照相关法律、法规的规定，不断完善法人治理结构，健全公司治理制度。2025 年 5 月 9 日，经公司股东会审议通过，公司修订了《公司章程》。根据修订后的《公司章程》，公司不再设置监事会，监事会的相关职权由董事会审计委员会承接。同时，公司设董事 5 名，其中，独立董事 2 名，职工代表董事 1 名。

根据上述公司章程的修改，2025 年 5 月 9 日公司召开了民生证券股份有限公司 2024 年度股东会进行了换届选举，公司第五届董事会由顾伟（董事长）、景忠、高立（职工代表董事）、韩剑（独立董事）和何德明（独立董事）组成。2025 年 9 月，公司职工代表董事由高立变更为王凯。截至 2026 年 5 月末，公司董事 5 名，其中独立董事 2 名，职工代表董事 1 名。

高管人员方面，2025 年 5 月 9 日公司换届选举聘任 12 名高级管理人员，后陆续离任 6 名高级管理人员，新任 3 名高级管理人员；其中，公司总裁变更为姜晓林。截至 2026 年 5 月末，公司共有 9 名高级管理人员。

公司总裁姜晓林先生，1968 年出生，工商管理硕士，历任中信证券股份有限公司大连营业部总经理、沈阳营业部总经理；中信证券（山东）有限责任公司总经理、董事长；国联民生证券股份有限公司首席财富官、总裁助理等。2025 年 12 月，姜晓林起任公司总裁、执行委员会委员。

监管处罚方面，2025 年以来，公司收到的责令改正措施和警示函主要涉及股票保荐业务，针对上述函件，公司已采取相关整改措施。公司股票保荐业务已迁移至国联民生承销保荐。

（三）经营分析

1 经营概况

2025 年，公司营业收入同比有所增长，财富管理业务和投资交易业务为公司主要收入来源。

2025 年，公司营业收入同比增长 7.64%（同期行业平均水平为增长 19.95%），低于行业平均增速，主要系投资银行业务等迁移并入国联民生证券其他子公司，相关业务收入随之减少所致。

从收入构成看，2025 年，公司财富管理业务收入同比增长，占比进一步上升至 50%以上，为公司第一大业务收入来源；受益于市场回暖，交易活跃度提升，投资交易业务同比增长 48.90%，收入占比进一步上升至 38.95%，为公司第二大业务收入来源；受投资银行业务迁出影响，投资银行业务收入占比进一步下降至 13.88%；资产管理业务由盈转亏，主要系证券公司资产管理业务迁出、子公司民生股权基金持有的未上市公司股权估值变动所致，规模较小；其他业务主要归集公司的负债融资利息支出、总部行政成本、费用和政府补贴等，因此为负值，2025 年同比变动不大。

图表 3 • 公司营业收入结构

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
财富管理业务	14.76	39.30	15.32	49.88	17.11	51.78
投资交易业务	0.62	1.64	8.65	28.15	12.88	38.95
投资银行业务	21.92	58.35	8.14	26.52	4.59	13.88
资产管理业务	0.99	2.62	0.29	0.96	-0.06	-0.17
其他业务	-0.72	-1.91	-1.69	-5.51	-1.47	-4.44
合计	37.57	100.00	30.71	100.00	33.06	100.00

注：2025 年投资银行业务和资产管理业务只统计迁出前相关收入
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 业务经营分析

（1）财富管理业务

公司财富管理业务包括经纪及财富管理业务、信用业务。其中，经纪及财富管理业务主要包括证券经纪、金融产品销售和期货经纪业务，信用业务主要包括融资融券及股票质押业务。

2025 年，公司股票、基金代理买卖交易量和收入，代销金融产品金额及收入同比均有所增加。

公司证券经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。公司推动财富管理转型，在原有公募、资管产品布局之上，新增引入头部私募基金，扩大金融产品销售规模；同时依托现有传统业务，深化内部业务协同，拓展信用业务，丰富收入来源。公司作为全国性证券公司之一，截至 2026 年 3 月末，共有 31 家证券分公司及 43 家证券营业部，基本覆盖直辖市和省会城市、基本实现全国网点布局。

2025 年，受市场行情影响，公司代理买卖股票、基金交易额较上年增长 71.55%，证券经纪业务净收入同比增长 10.90%；公司代销金融产品金额较上年大幅增长 118.32%，代销金融产品收入同比增长 58.82%；公司平均佣金率 0.22%，仍略高于行业水平。

图表 4 • 公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
股票、基金代理买卖交易量	10284.65	13096.70	22466.99
证券经纪业务净收入	7.29	7.52	8.34
代销金融产品金额	92.55	84.24	183.91
代销金融产品收入	0.24	0.17	0.27

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司融资融券业务收入和期末规模均有所增长，期末无存续股票质押业务，整体信用业务杠杆率较低。

融资融券业务方面，2025 年，受市场行情影响，公司期末融资融券业务规模较上年末增长 41.07%，融资融券业务收入同比增长 20.17%。截至 2025 年末，融资融券违约客户合计 6 位，违约本金合计 6234.63 万元，占融资融券业务总规模 0.80%；公司针对融资融券业务违约本金已全额计提减值准备。

股票质押回购业务方面，2025 年，公司无存续的股票质押业务，股票质押式回购业务仍产生 0.01 亿元收入，主要系当期收回部分违约项目本息所致；公司自有资金股票质押业务无存续违约项目，前期违约项目相关本金、利息已全部收回。

截至 2025 年末，受两融业务规模增长的影响，公司信用业务杠杆率较上年有所上升，但仍处于行业较低水平。

图表 5 • 公司（合并报表口径）信用交易业务情况

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
融资融券账户数目（个）	23368	25669	28324
信用业务余额（亿元）	47.12	54.93	77.49
其中：融资融券业务余额（亿元）	46.91	54.93	77.49
股票质押式回购业务余额（亿元）	0.20	0.00	0.00
融资融券利息收入（亿元）	3.29	2.85	3.43
股票质押利息收入（亿元）	0.09	0.17	0.01
信用业务杠杆率（%）	30.19	33.33	42.86

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

（2）投资交易业务

2025 年，公司投资交易业务收入同比大幅增长，期末证券投资账面价值有所增加，证券投资仍以债券为主。

公司投资交易业务由固定收益业务、证券投资交易业务以及另类投资业务组成。2025 年，公司投资交易业务收入较上年增长 48.90%，主要系当年股票、固定收益市场均有所回暖，相关投资业务收益增加所致；期末自营投资规模较上年末增长 26.06%，主要系债券、基金和其他投资规模增加所致。公司 2023 年以来投资的项目无违约情况。

固定收益业务方面，公司固定收益业务以销售交易和做市交易见长，依托金融科技赋能，提升竞争能力和管理效率，业务主要包括利率债及高等级信用债的销售与做市业务。截至 2025 年末，公司债券持仓规模较上年末增长 17.77%，占比小幅下降，债券持仓以利率债（占比超 50%）为主；持仓的信用债中，以高等级信用债为主。

证券投资交易业务方面，公司证券投资交易业务贯彻价值投资的理念，持续加强基本面研究，稳健开展股票投资业务。截至 2025 年末，公司股票投资规模较上年末小幅增长，占比小幅下降，投资策略延续以高股息策略为主。

截至 2025 年末，公司基金投资规模较上年末增长 57.56%，占比亦小幅上升，规模较小；其他类投资较上年末大幅增长，主要系公司购买银行理财产品规模大幅增长所致。

截至 2025 年末，公司（母公司口径）自营权益类证券及其衍生品/净资本较上年末微幅下降，自营非权益类及证券衍生品/净资本指标较上年末有所上升，二者均优于监管标准（≤100%和≤500%）。

图表 6 • 公司自营投资账面价值合计情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
债券	230.48	65.94	220.84	71.58	260.08	66.87
股票	57.77	16.53	47.98	15.55	52.60	13.52
基金	53.17	15.21	24.72	8.01	38.95	10.01
其他	8.09	2.32	14.99	4.86	37.29	9.59
合计	349.52	100.00	308.53	100.00	388.92	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本 (%)	47.54		39.19		38.57	
自营非权益类证券及衍生品/净资本 (%)	311.92		239.47		255.59	

注：自营投资账面价值合计=交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资
 资料来源：联合资信根据公司财务报告、公司提供资料整理

3 未来发展

国联民生证券和公司的整合方案正推进中，后续需重点关注公司在国联民生证券规划中的安排以及公司未来业务发展情况。

根据国联民生证券 2024 年 12 月 28 日发布的《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暨关联交易报告书》中披露的国联民生证券所出具的《关于防范利益冲突的承诺函》以及对公司的整合管控安排，国联民生证券将在公开承诺的期限内，通过进行资产和业务整合或采取其他合法方式，解决国联民生证券与民生证券之间可能存在的利益冲突问题，实现业务、资产、财务、人员、机构等方面的有效整合。2025 年 9 月和 10 月，公司投资银行业务、证券公司资产管理业务已经分别迁移至国联民生承销保荐和国联资管。国联民生证券和民生证券正按照报送监管机构的整合方案稳妥有序推进整合，后续需重点关注公司在国联民生证券规划中的安排以及公司未来业务发展情况。

（四）财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报表，均由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计¹，均被出具了无保留的审计意见。

2023—2025 年末，公司无对财务报表产生重大影响的重要会计政策变更和会计估计变更；公司合并范围未发生重大变化。

综上，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

截至 2025 年末，公司负债规模有所增长，杠杆水平一般；债务期限偏短，需持续加强流动性管理。

公司主要通过拆入资金、卖出回购金融资产、发行收益凭证、发行次级债及公司债券的方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

截至 2025 年末，负债总额较上年末增长 26.44%。其中，自有负债增长 30.98%，主要系卖出回购金融资产款、拆入资金以及应付短期融资款增加综合所致；非自有负债增长 19.11%，主要系代理买卖证券款增加所致。按科目来看，应付短期融资款较上年末大幅增长 104.33%，主要系短期债券规模增加所致；拆入资金增长 23.15%，主要系从非银行金融机构拆入的资金增加所致；交易性金融负债较上年末小幅下降，构成为回购业务及债券借贷；卖出回购金融资产款较上年末大幅增长 75.21%，主要系公司根据资金市场情况，增加债券回购规模所致；应付债券较上年末小幅增加，主要为公司债券；受市场交投活跃影响，公司代理买卖证券款较上年末增长 19.11%；其他主要是应付职工薪酬、租赁负债等。

¹ 2021—2023 年审计报告为三年连审的审计报告。

图表 7 • 公司负债结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
负债总额	438.50	100.00	467.35	100.00	590.91	100.00
按权属分：自有负债	317.18	72.33	288.46	61.72	377.83	63.94
非自有负债	121.32	27.67	178.90	38.28	213.08	36.06
按科目分：应付短期融资款	29.79	6.79	19.70	4.22	40.25	6.81
拆入资金	49.21	11.22	89.79	19.21	110.57	18.71
交易性金融负债	31.43	7.17	41.76	8.94	38.71	6.55
卖出回购金融资产款	145.26	33.13	65.47	14.01	114.71	19.41
应付债券	36.84	8.40	48.85	10.45	52.90	8.95
代理买卖证券款	121.32	27.67	178.90	38.28	213.08	36.06
其他	24.66	5.62	22.90	4.90	20.69	3.51

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年末，公司全部债务规模较上年末增长 35.28%，主要系短期债务中卖出回购金融款等增加所致；从债务结构来看，公司债务结构以短期为主，符合证券行业特性，需持续做好流动性管理。

从杠杆水平来看，截至 2025 年末，公司自有资产负债率水平有所上升，处于行业一般水平；母公司口径净资产/负债和净资产/负债指标能够满足相关监管要求。

图表 8 • 公司债务及杠杆水平

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
全部债务（亿元）	294.59	267.22	361.49
其中：短期债务（亿元）	255.69	216.71	304.24
长期债务（亿元）	38.90	50.51	57.25
短期债务占比（%）	86.80	81.10	84.16
自有资产负债率（%）	67.02	63.64	67.63
净资产/负债（%）（母公司口径）	28.15	40.04	35.10
净资产/负债（%）（母公司口径）	47.34	58.00	48.37

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司风险控制指标监管报表整理

图表 9 • 截至 2025 年末公司有息债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
1 年以内	301.23	94.60
1~2 年	0.71	0.22
2~3 年	16.50	5.18
合计	318.44	100.00

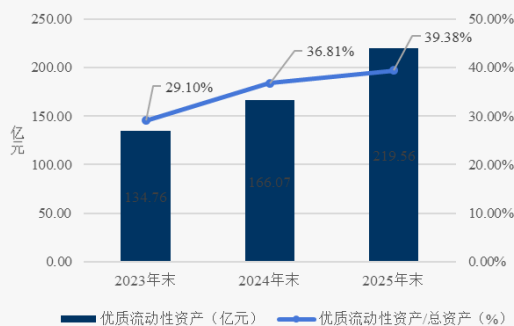
注：上表中有息债务为公司提供口径，不含租赁负债及交易性金融负债

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司流动性指标整体表现良好。

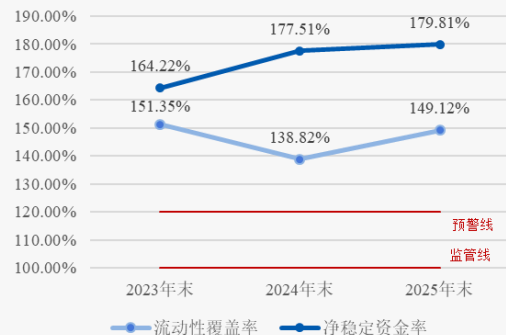
公司持有充足的高流动性资产以满足应急流动性需求。截至 2025 年末，公司优质流动性资产/总资产指标有所上升，流动性覆盖率 and 净稳定资金率均优于监管预警标准，流动性指标表现良好。

图表 10 • 公司优质流动性资产相关指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

图表 11 • 公司流动性相关指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

2 资本充足性

截至 2025 年末，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较好；主要风险控制指标显著优于监管标准，资本充足性良好。

截至 2025 年末，公司所有者权益较上年末增长 9.71%，主要系利润留存及其他权益工具投资形成的其他综合收益增长所致；所有者权益中股本及资本公积合计占比较大，权益稳定性较好。

利润分配方面，公司 2025 年末未进行利润分配，利润留存能够对资本形成一定补充。

图表 12 • 公司所有者权益结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
归属母公司所有者权益	155.79	99.83	164.81	100.00	180.82	100.00
其中：股本	113.84	72.95	113.73	69.01	113.73	62.90
资本公积	8.01	5.13	8.08	4.90	8.10	4.48
一般风险准备	11.59	7.43	14.35	8.71	16.58	9.17
未分配利润	17.35	11.12	17.09	10.37	24.16	13.36
其他	5.00	3.21	11.56	7.01	18.25	10.09
少数股东权益	0.26	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	156.05	100.00	164.81	100.00	180.82	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从主要风控指标来看，截至 2025 年末，公司净资本较上年末增长 15.38%，主要系公司净资产增长所致；净资产规模进一步增加，主要风险控制指标保持良好，资本充足性良好。

图表 13 • 母公司口径风险控制指标

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	监管标准	预警标准
核心净资本 (亿元)	83.97	109.33	131.91	--	--
附属净资本 (亿元)	4.50	5.00	0.00	--	--
净资本 (亿元)	88.47	114.33	131.91	--	--
净资产 (亿元)	148.76	165.61	181.76	--	--
各项风险资本准备之和 (亿元)	40.16	39.52	39.65	--	--
风险覆盖率 (%)	220.29	289.29	332.67	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率 (%)	17.81	23.84	23.36	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产 (%)	59.47	59.49	72.57	≥20.00	≥24.00

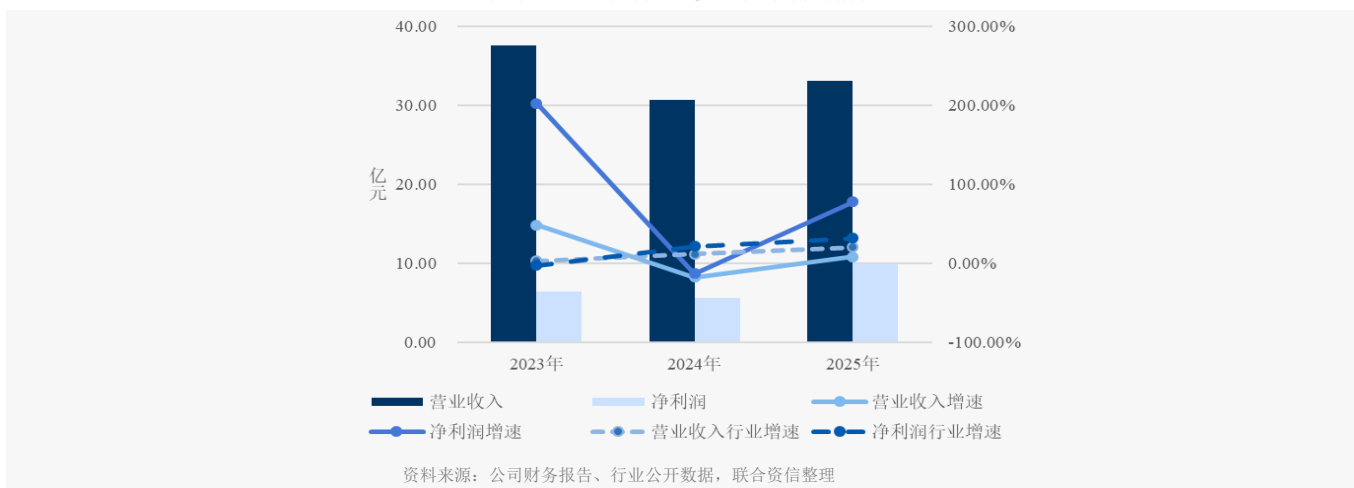
资料来源：联合资信根据公司提供整理

3 盈利能力

2025 年，公司营业收入及净利润同比均有所增长，盈利指标有所上升，盈利具备一定稳定性，整体盈利能力较强。

2025 年，公司营业收入同比增长 7.64%，变动原因详见“经营概况”；同期，公司净利润同比增加 77.21%（同期行业平均水平为增长 31.20%）。

图表 14 • 公司营业收入和净利润情况



2025 年，公司营业支出较上年下降 14.49%。从构成来看，业务及管理费是公司营业支出最主要的组成部分，业务及管理费主要为人力成本，2025 年公司业务及管理费支出同比下降 15.37%，主要系为员工成本下降所致；公司当期各类减值损失合计转回 0.15 亿元，主要系其他应收款坏账损失转回所致。

图表 15 • 公司营业支出构成

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
业务及管理费	29.79	99.42	24.50	100.74	20.73	99.69
各类减值损失（“-”代表转回）	-0.13	-0.45	-0.40	-1.66	-0.15	-0.74
其他	0.31	1.03	0.22	0.92	0.22	1.05
营业支出	29.97	100.00	24.32	100.00	20.80	100.00

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2025 年，公司营业费用率、薪酬收入比均有所下降，成本控制能力有所增强；各项收益率指标有所上升；公司整体盈利能力较强，具有一定的盈利稳定性。

图表 16 • 公司盈利指标表

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业费用率（%）	79.31	79.77	62.72
薪酬收入比（%）	61.23	59.89	46.43
营业利润率（%）	20.23	20.81	37.09
自有资产收益率（%）	1.37	1.20	1.95
净资产收益率（%）	4.20	3.48	5.72
盈利稳定性（%）	64.05	52.56	30.28

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 其他事项

公司或有负债风险较小。

截至 2026 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对外担保的情况。

截至 2026 年 3 月末，联合资信未发现公司存在作为被告且涉诉金额超过公司净资产 5%的重大未决诉讼及仲裁。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 6 月 5 日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类信贷信息记录。

截至 2026 年 3 月末，公司获得商业银行的授信额度 519.60 亿元，其中尚未使用额度 319.17 亿元，能满足公司业务发展需求。

截至 2026 年 6 月 22 日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录；未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（五）ESG 分析

公司环境风险很小，较好地履行了社会责任，公司治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。

社会责任方面，公司锚定公益捐赠、消费帮扶，教育振兴三大领域发力，公益帮扶方面，2025 年公司累计捐款超 13 万元，所筹善款全部用于困难群体帮扶、公益事业发展等民生领域；消费帮扶方面，公司落实集团对口支援工作要求，为全体员工发放对口支援地区特色农产品，累计投入约 120 万元，以消费赋能对口支援地区经济发展；教育帮扶方面，公司持续 8 年结对助力浙川一高发展，累计捐赠助学金 240 余万元，资助千余名困难学子。公司纳税情况良好，2025 年度为纳税信用 A 级纳税人。此外，截至 2025 年末，公司解决就业 1705 人，公司员工激励机制健全。

公司建立了较为完善的治理架构，尚无专门的 ESG 管治部门或组织。公司推行董事会的多元化建设，截至 2026 年 5 月末，公司董事会成员在技能、经验、知识等方面均呈现多样化，其中独立董事占比 2/5，公司无女性董事。

七、外部支持

公司股东背景较强，能够在管理、业务资源等方面给予公司支持。

公司控股股东国联民生证券为“A+H”股上市券商，其深耕无锡市场，在无锡市内机构和零售客户资源丰富，经纪业务、信用业务、投行业务拥有良好基础，上述优势有利于公司拓宽与其他机构的合作广度，促进公司业务协同提升。国联民生证券的控股股东国联集团是无锡市政府下属国有资产运营和资本运作的综合性投资企业，战略定位清晰，在无锡市国有企业中地位突出。国联集团业务包括环保能源板块、纺织板块、金融板块和物流服务及电子制造板块，其中金融业务是国联集团的核心产业，是国联集团收入和利润的重要来源；国联集团拥有众多下属公司和关联公司，行业涉及较广泛，能够为公司业务提供支撑。截至 2025 年末，国联集团合并资产总额 3282.04 亿元，所有者权益 869.08 亿元；2025 年，国联集团实现营业总收入和净利润分别为 286.88 亿元和 34.48 亿元。

公司作为国联集团旗下综合金融平台的重要业务板块之一，在国联集团内具有较为重要的地位，能够获得国联集团在管理、业务资源等方面的支持。管理方面，国联集团已在董事会派驻相关代表，公司现任董事长为国联集团的党委副书记、董事、总裁，国联民生证券党委书记、董事长；业务方面，国联集团将导入无锡市的各项资源，深入与公司业务相融合。

八、债券偿还能力分析

公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般；考虑到公司资本实力较强，资产流动性很好及融资渠道畅通等因素，公司对本次跟踪的普通优先债券的偿还能力极强，对次级债券的偿还能力很强。

截至 2026 年 5 月末，公司存续期债券 6 只，合计金额 81.50 亿元，其中存续次级债券 25.00 亿元。

截至 2025 年末，公司全部债务 361.49 亿元，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对全部债务的覆盖程度一般。

图表 17 • 公司债券偿还能力指标

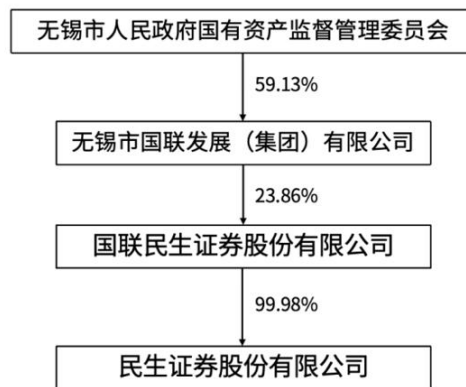
项目	2025 年/末
全部债务（亿元）	361.49
所有者权益/全部债务（倍）	0.50
营业收入/全部债务（倍）	0.09
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.22

资料来源：联合资信根据公司定期报告及公开资料整理

九、评级结论

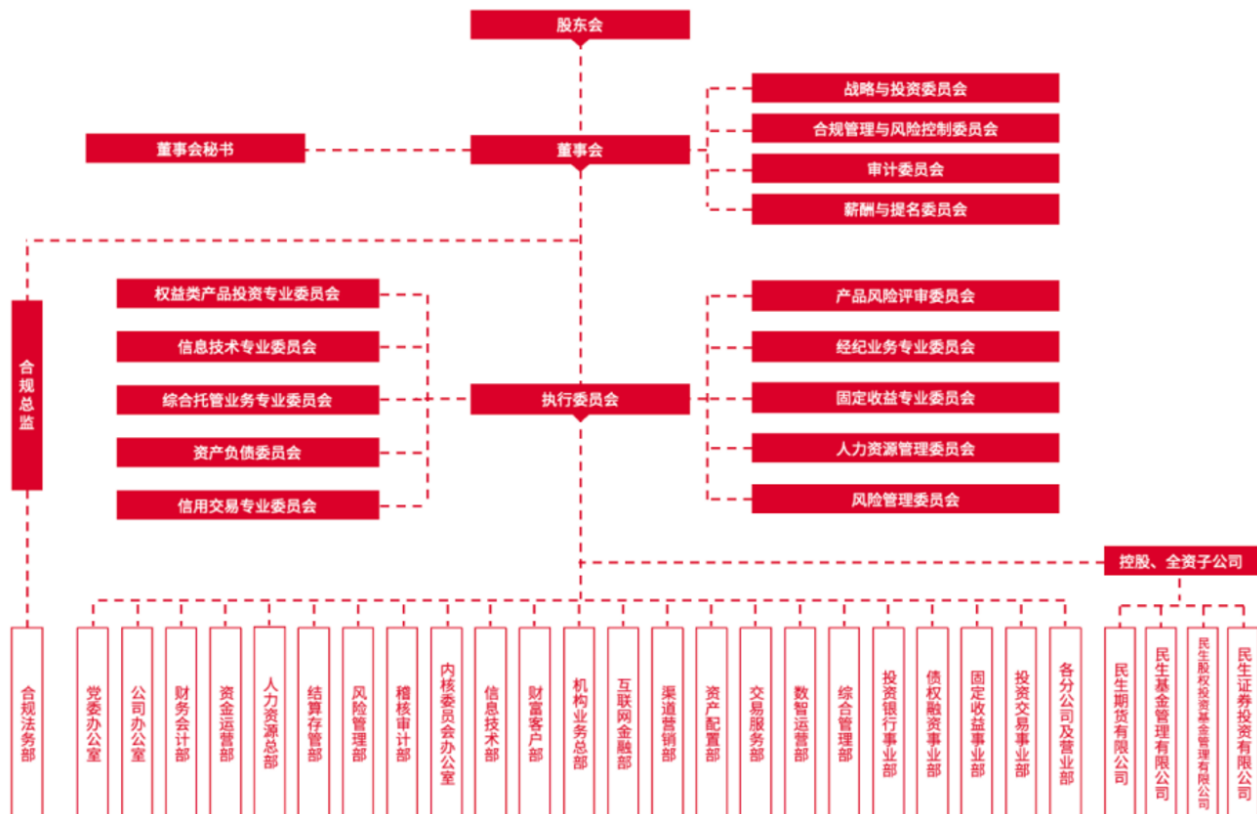
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 民生 G1”信用等级为 AAA，“23 民生 C1”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件2 公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+其他负债科目中的短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他负债科目中的长期有息债务
全部债务	短期债务+长期债务

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持