

万联证券股份有限公司

2026 年面向专业投资者

公开发行次级债券（第一期）

信用评级报告

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〕5460号

联合资信评估股份有限公司通过对万联证券股份有限公司及其2026年拟面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定万联证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，万联证券股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）信用等级为AAA，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：

二〇二六年七月二日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

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万联证券股份有限公司（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。

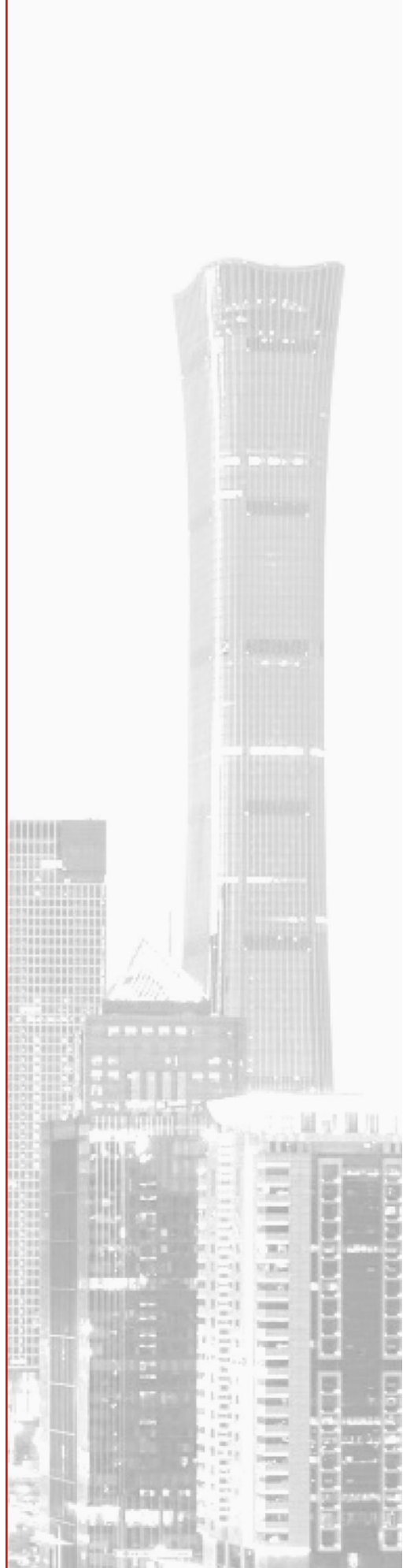
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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。



万联证券股份有限公司 2026 年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/02

债项概况 本期债项发行规模为不超过 10.00 亿元（含），发行期限为 3 年；本期债项面值 100.00 元，按面值平价发行；本期债项票面利率为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付；本期债项无担保；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期有息债务；本期债项为次级债券，在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。

评级观点 万联证券股份有限公司（以下简称“公司”）作为全国性综合类证券公司，股东背景很强，业务体系较为完整；公司建立了较为规范的法人治理结构及风险管理体系，内控及风险管理水平较高。2023—2025 年，公司营业收入和净利润排名居行业中游，业务多元化程度较好，业务竞争力较强，营业收入和净利润均持续增长，盈利指标表现很好，盈利能力较强，整体发展情况良好；2026 年 1—3 月，受证券市场波动的影响，公司营业收入和净利润同比均有所下降。截至 2026 年 3 月末，公司流动性指标表现很好，杠杆水平较低，债务期限偏短，资本充足性较好。相较于公司现有债务规模，本期债项发行规模较小，主要财务指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变动不大，仍属良好水平。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东广州金控集团为广州市核心国有金融控股平台，综合实力很强，可为公司资金补充、业务资源等方面提供较大支持。

评级展望 未来，随着资本市场的持续发展、各项业务的推进，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力有望维持。

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：公司资产质量恶化，预计资产质量将持续下降或资产减值计提严重不足；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影响；公司流动性管理压力显著加大或流动性出现问题。

优势

- **股东综合实力很强，对公司支持力度较大。**公司控股股东广州金控集团作为广州市政府产业整合资本运作平台，综合实力很强，业务范围涵盖金融领域多个子行业，可在资金补充、项目资源、人力资源等方面给予公司较大支持。
- **业务综合竞争力较强，经营情况较好。**2023—2025 年，公司营业收入和净利润均持续增长，整体处于行业中游水平，综合竞争力较强，盈利指标表现很好，整体经营状况较好。
- **资本实力较强，财务表现较为稳健。**截至 2026 年 3 月末，公司净资本 119.29 亿元，所有者权益 153.83 亿元，资本实力较强；流动性指标表现很好，资本充足性较好。

关注

- **公司业务易受经营环境变化影响。**经济周期变化、国内证券市场波动以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。2026 年 1—3 月，受当期证券市场波动较大的影响，公司营业收入和净利润同比均有所下降。
- **短期债务占比相对偏高，存在一定流动性压力。**截至 2026 年 3 月末，公司短期债务占比相对偏高（占比 84.85%），需对短期流动性管理情况保持关注。
- **市场及信用风险上升带来的风险暴露增加。**近年来，证券市场风险事件多发，公司持有较大规模的金融投资资产，面临一定的信用风险和市场风险。

本次评级使用的评级方法、模型、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	2
			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	1
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性		
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。

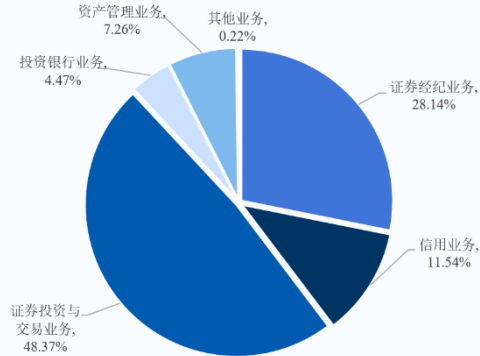
主要财务数据

合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	490.77	569.05	647.29	705.96
自有资产（亿元）	376.04	416.07	460.21	/
自有负债（亿元）	257.31	270.74	308.13	/
所有者权益（亿元）	118.73	145.32	152.08	153.83
自有资产负债率（%）	68.43	65.07	66.95	/
营业收入（亿元）	16.30	20.17	25.27	4.30
利润总额（亿元）	5.42	9.72	13.86	2.14
营业利润率（%）	33.40	48.14	54.97	49.95
营业费用率（%）	65.05	51.22	43.92	48.31
薪酬收入比（%）	44.60	35.48	31.14	/
自有资产收益率（%）	1.18	1.99	2.51	/
净资产收益率（%）	3.77	6.30（5.98*）	7.40	1.12
盈利稳定性（%）	48.51	52.55	35.65	--
短期债务（亿元）	248.35	244.44	292.51	336.20
长期债务（亿元）	30.14	45.10	54.00	60.04
全部债务（亿元）	278.49	289.54	346.51	396.24
短期债务占比（%）	89.18	84.42	84.41	84.85
信用业务杠杆率（%）	58.54	51.52	68.45	/
优质流动性资产（亿元）	140.37	190.33	182.89	169.48
优质流动性资产/总资产（%）	39.24	47.51	41.70	34.12
净资本（亿元）	90.96	117.04	117.87	119.29
净资本/净资产（%）	78.17	82.48	79.71	79.98
净资本/负债（%）	37.68	45.25	40.55	34.32
净资产/负债（%）	48.19	54.86	50.87	42.91
风险覆盖率（%）	273.15	345.72	276.09	242.94
资本杠杆率（%）	22.14	25.90	24.21	22.00
流动性覆盖率（%）	184.63	211.59	193.84	168.68
净稳定资金率（%）	153.25	209.62	198.23	201.91

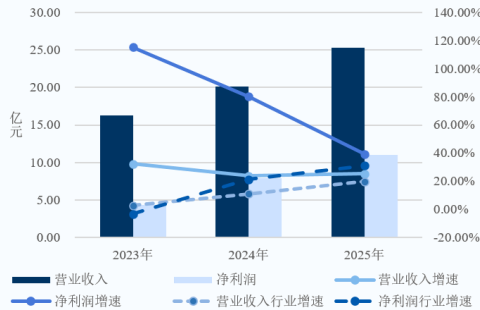
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2026 年 1—3 月的财务数据未经审计，相关指标未经年化处理；4. 本报告中“/”表示未获取到相关数据，“--”表示相关指标不适用；5. “*”代表通过本报告附件 2 中计算公式所得数据，但考虑公司 2024 年 10 月末存在增资事项，本报告 2024 年净资产收益率指标调整为根据《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号--净资产收益率和每股收益的计算及披露》（2010 年修订）相关要求加权平均计算结果；6. 2024 年风险控制指标按照证监会《证券公司风险控制指标计算标准规定》（证监会公告〔2024〕13 号）重述

资料来源：联合资信根据公司财务报表及定期报告整理

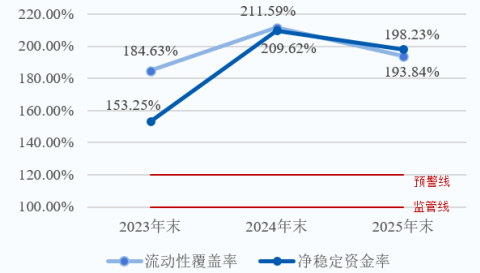
2025 年公司收入构成



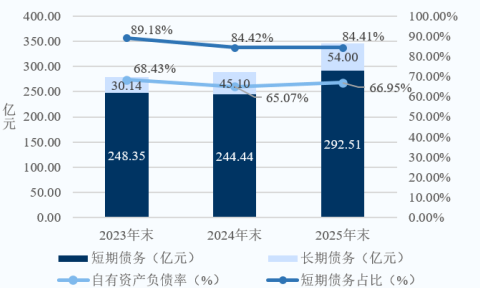
公司营业收入及净利润情况



公司流动性指标



公司债务及杠杆水平



同业比较（截至 2025 年末/2025 年）

主要指标	信用等级	净资本 (亿元)	净资产收益率 (%)	盈利稳定性 (%)	流动性覆盖率 (%)	净稳定资金率 (%)	风险覆盖率 (%)	资本杠杆率 (%)
公司	AAA	117.87	7.40	35.65	193.84	198.23	276.09	24.21
国联民生证券	AAA	131.91	5.72	30.28	149.12	179.81	332.67	23.36
华西证券	AAA	191.08	6.07	56.78	301.03	211.86	223.53	28.84
西南证券	AAA	178.44	4.08	30.25	250.39	167.45	235.25	19.56

注：国联民生证券股份有限公司简称为“国联民生证券”；华西证券股份有限公司简称为“华西证券”；西南证券股份有限公司简称为“西南证券”

资料来源：联合资信根据公开信息整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/06/26	韩璐 刘鹏	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	2024/11/27	卢芮欣 韩璐	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	--
AA+/稳定	2018/04/18	陈凝 张晨露	原联合信用评级有限公司证券行业评级方法（2018 年 1 月）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；“—”代表非公开项目，不对外公开披露；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：韩 璐 hanlu@lhratings.com

项目组成员：刘 鹏 liupeng@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、主体概况

万联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“万联证券”）前身是 2001 年成立的万联证券经纪有限责任公司；2002 年更名为万联证券有限责任公司，业务范围由原来以经纪业务为主变更为比照综合类证券公司执行；2017 年 2 月改制为股份有限公司，并更名为现名。2010—2018 年，公司历经四次增资扩股；2024 年 10 月，公司收到股东增资款 20.00 亿元，新引入 11 家市级地方国有企业合计出资 6.29 亿元，公司控股股东广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控集团”）及其控制企业合计出资 13.71 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和股本均为 68.04 亿元；广州金控集团为公司控股股东，直接和间接持有公司股份的比例为 75.06%；公司实际控制人为广州市财政局，股权结构图见附件 1-1。截至 2026 年 3 月末，因公司股东广州国际信托投资公司处于暂停开展金融业务、行政重组阶段，其所持公司 3.25%的股权处于冻结状态；其他股东所持公司股份不存在质押、标记或冻结的情况。

公司主营证券业务，主要包括证券经纪业务、信用业务、证券投资与交易业务、投资银行业务、资产管理业务等。截至 2026 年 3 月末，公司建立了完整的前中后台部门架构（组织架构图详见附件 1-2）。

截至 2025 年末，公司主要控股一级子公司共 3 家（详见图表 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	业务性质	注册资本 （亿元）	持股比例 （%）	总资产 （亿元）	净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）
万联天泽资本投资有限公司	万联天泽	股权投资管理、受托管理股权投资基金	10.00	100.00	4.73	2.65	0.26	0.10
万联广生投资有限公司	万联广生	以自有资金从事投资活动；创业投资（限投资未上市企业）	10.00	100.00	12.57	9.59	1.05	0.69
万联证券资产管理（广东）有限公司	万联资管	证券资产管理业务	10.00	100.00	47.93	10.68	1.43	0.01

注：财务数据为 2025 年/末数据
资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

公司注册地址：广东省广州市天河区珠江东路 11 号 18、19 楼全层；法定代表人：王达。

二、本期债项概况

本期债项名称为“万联证券股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）”，发行规模为不超过 10.00 亿元（含），发行期限为 3 年；本期债项面值 100.00 元，按面值平价发行；本期债项票面利率为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期有息债务。

本期债项为次级债券，在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。

本期债项无担保。

三、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）》](#)。

四、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；债券市场指数小幅上行，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》](#)。

五、规模与竞争力

公司作为全国性综合类证券公司之一，主要业务排名位居行业中游，具备较强的资本实力和业务竞争力。

作为全国性综合类证券公司之一，公司资本实力较强，资产规模较大，截至2026年3月末，公司资产总额705.96亿元，净资本119.29亿元，保持行业中游水平。公司已形成综合化经营的发展模式，业务体系较为完整，截至2025年末，公司共设有分支机构94家（按已完成筹建并开业口径统计），其中位于广东省内各类分支机构40家，依托于股东资源优势，公司在广东省内具有关系良好的客户群，具有较强的区域竞争优势。公司主要业务发展较好，根据Wind公开数据查询，2025年，公司营业收入排名居行业第53位、净利润排名居行业第38位，同比均上升2位，业务综合竞争力较强。

公司综合实力较强，联合资信选取了行业内综合因素相近的可比企业。2025年，与对标企业相比，公司资本实力较弱，盈利指标表现很好，盈利稳定性一般，杠杆水平尚可。

图表2·2025年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	国联民生证券股份有限公司	华西证券股份有限公司	西南证券股份有限公司
净资本（亿元）	117.87	131.91	191.08	178.44
净资产收益率（%）	7.40	5.72	6.07	4.08
盈利稳定性（%）	35.65	30.28	56.78	30.25
资本杠杆率（%）	24.21	23.36	28.84	19.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了较为完善的公司治理架构，“两会一层”稳定运行，治理水平较好；高级管理人员从业经验丰富。

公司依照《公司法》《证券法》等相关法律法规以及公司《章程》的规定，建立了股东会、董事会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构，治理体系较为完善。

股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。

公司作为国有企业，根据《中国共产党章程》及有关规定，设立中国共产党的组织。公司党委发挥领导作用，把方向、管大局、促落实，依照规定前置讨论和决定公司重大事项。

公司设董事会：截至 2026 年 3 月末，公司董事会由 13 名董事组成，其中董事长 1 名、独立董事 5 名、职工董事 1 名；董事长由董事会选举产生，非职工代表担任的董事由股东会选举产生，职工董事由公司职工代表大会选举产生；董事会下设风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会、发展战略委员会等专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成，审计委员会、薪酬与提名委员会的负责人由独立董事担任。

2025 年 11 月，公司取消监事会及监事，由董事会审计委员会依据《中华人民共和国公司法》行使监事会的职权，负责审核公司财务信息及其披露、监督及评估内外部审计工作和内部控制。

截至 2026 年 3 月末，公司高级管理人员共 10 名，包括总裁 1 名、副总裁 1 名、董事会秘书 1 名、合规总监 1 名、首席信息官 1 名、首席风险官 1 名、总裁助理 3 名，财务总监 1 名。总裁由公司股东或董事会薪酬与提名委员会提名、董事会聘任，负责公司的日常经营管理工作。公司高级管理人员大多拥有较高的专业素质及在大型金融机构多年的从业经验，有助于管理职能的发挥。

公司党委书记、董事长王达先生，1980 年出生，硕士研究生学历。王达先生曾在广州市发展和改革委员会历任多项管理职务，曾任广州金控集团总经理助理，广州金控资本管理有限公司董事长，自 2022 年 5 月起任公司董事长。王达先生现任公司党委书记、董事长，广州金控集团党委委员、副总经理。

公司总裁张毅峰先生，1968 年出生，硕士研究生学历，经济师；曾在顺德市农村信用合作社联合社、广东顺德农村商业银行股份有限公司、广州证券股份有限公司历任多项管理职务，曾任公司党委委员、副总裁（其间，兼任机构业务部总经理、万联广生投资有限公司董事长、代为履行总裁职务、兼任金融工程部总经理），2023 年 10 月起任公司总裁。张毅峰先生现任公司党委副书记、总裁、董事。

2 管理水平

公司建立了较为健全的内控机制，内控水平较高；公司受处罚情况很少，且正在根据相关要求整改。

公司根据业务发展逐步调整和完善内部组织架构，形成了较为完善的内部控制管理制度体系，确保公司规范化治理与保障业务顺利开展。公司按照《企业内部控制基本规范》等规定，建立了《万联证券股份有限公司内部控制制度》《万联证券股份有限公司“三重一大”决策制度实施办法》《万联证券股份有限公司全面风险管理制度》《万联证券股份有限公司合规管理制度》《万联证券股份有限公司子公司合规管理实施规定》等一系列制度，内部控制制度较为健全，能够保证公司经营管理的运行。根据公司内部控制审计报告，2023—2025 年，审计机构认为公司在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

子公司管理方面，公司通过人员委派、垂直管理、业务审核、稽核检查等方面对子公司进行内部管理，三家子公司均建立了较为完善的法人治理结构和内部控制体系，制定了较为完备的业务管理制度和流程。

处罚方面，2023 年—2026 年 5 月末，公司被采取监管措施 1 次，具体事由为因关联交易管理不到位、与控股股东之间未保持独立、个别重大事项未及时主动报告而被采取责令改正的监管措施，针对该次处罚，公司已完成整改并报送监管部门；公司受到行政处罚 1 次，具体事由为因违反反洗钱管理有关规定而受到中国人民银行广东省分行予以警告并处罚款 61 万元。截至出具评级报告日，针对该次处罚，公司已组织全面整改。

七、经营分析

1 经营概况

2023—2025 年，公司营业收入持续增长，发展良好，其中证券经纪业务、信用业务、证券投资与交易业务对营业收入的贡献度较高，但上述业务易受证券市场行情的影响，收入存在不确定性。2026 年 1—3 月，证券市场波动较大，公司营业收入同比下降。

公司主营业务包括证券经纪业务、信用业务、证券投资与交易业务、投资银行业务、资产管理业务和其他业务等。2023—2025 年，受益于证券市场回暖和交投活跃度提升，公司营业收入持续增长，年均复合增长 24.49%，其中 2025 年公司营业收入同比增长 25.27%，增幅超同期行业平均水平（增速 19.95%）。

从收入构成看，2023—2025 年，公司收入结构有所调整、但变动不大，主要系证券投资与交易业务收入波动引起的结构调整；受益于公司投资策略调整和对市场趋势良好把握，金融投资资产实现了较好的收益，证券投资与交易业务收入逐年增加，收入占比持续提升，收入贡献度始终最高；证券经纪业务方面，市场交投活跃度提升带动公司证券经纪业务收入持续增加，收入占比先降后增，为第二大收入来源；信用业务收入受市场利率水平下行、业务规模增长等综合因素影响，收入波动增长，收入占比持续下降；受证券市场震荡、市场交投活跃度变化、超额业绩报酬波动等综合因素的影响，资产管理业务收入先增后降，但收入贡献受证券投资与交易业务挤压持续下降；投资银行业务开展持续向好，收入逐年增长，收入占比波动下降；其他业务主要包括研究业务、托管业务、公司中后台部门相关业务等，对营业收入的贡献相对较小。

图表 3 • 公司营业收入结构

项目	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
证券经纪业务	4.82	29.54	5.63	27.92	7.11	28.14	2.00	46.48
信用业务	2.66	16.33	2.59	12.81	2.92	11.54	0.79	18.42
证券投资与交易业务	5.47	33.56	8.35	41.37	12.22	48.37	1.15	26.81
投资银行业务	0.82	5.03	1.06	5.25	1.13	4.47	0.08	1.91
资产管理业务	2.48	15.20	2.50	12.42	1.83	7.26	0.25	5.73
其他业务	0.05	0.34	0.05	0.23	0.05	0.22	0.03	0.66
营业收入	16.30	100.00	20.17	100.00	25.27	100.00	4.30	100.00

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业收入同比下降 28.33%；一季度股票市场保持了较高的交投活跃度，受益于此，公司经纪业务收入、信用业务收入同比分别增长 19.64%、12.11%；一季度证券市场波动很大，受此影响，公司证券投资与交易业务收入同比下降 62.43%；受超额业绩报酬减少的影响，资产管理业务收入同比下降 31.48%；投资银行业务收入同比下降 54.16%。

2 业务经营分析

（1）证券经纪业务

公司证券经纪业务以代理买卖证券为主，在广东省内具有一定的竞争优势。2023—2025 年，股票市场震荡上行、交投活跃度提升，公司代理买卖证券业务收入持续增长。证券经纪业务持续受行业竞争加剧、费率下降等因素的影响，收入增长承压。

公司证券经纪业务主要由代理买卖证券、代销金融产品和交易席位租赁业务构成。

证券经纪业务是公司的主要收入来源之一，公司经纪业务坚持“以华南为中心，辐射全国”的基础策略，不断拓展线下渠道，提升团队获客能力；截至 2025 年末，公司共设有分支机构 94 家（按已完成筹建并开业口径统计），公司分支机构共覆盖全国 24 个主要省市地区，其中广东省内设有 40 家分支机构，具有一定区域竞争优势。

证券经纪业务易受证券市场行情和交易活跃度的影响。2023—2025 年，公司证券经纪业务收入逐年增加，年均复合增长 21.51%；2025 年，公司经纪业务收入同比增长 26.25%。

代理买卖证券业务对证券经纪业务收入贡献度较大。2023—2025 年，公司代理买卖的证券品种结构为股票及基金、债券（含回购）并重，代理买卖证券交易额逐年提升。2025 年，公司代理买卖各类证券的交易总额同比增长 46.75%，其中股票及基金交易额同比增长 65.48%，债券（含回购）代理买卖交易额同比增长 28.24%，市场份额有所提升；当期，行业内竞争压力持续加大，公司代理买卖证券的平均佣金率下降至 0.2081‰。

图表 4 • 公司代理买卖证券业务情况

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	交易额（万亿元）	市场份额（%）	交易额（万亿元）	市场份额（%）	交易额（万亿元）	市场份额（%）
股票及基金	1.45	0.30	1.68	0.29	2.78	0.28
债券（含回购）	1.37	0.14	1.70	0.15	2.18	0.17
代理证券交易额合计	2.83	0.19	3.38	0.20	4.96	0.21
平均佣金率（‰）		0.2184		0.2332		0.2081

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

公司代销金融产品以基金、资管产品为主。2023—2025 年末，公司代销金融产品保有规模（母公司口径，下同）逐年上升，年均复合增长 15.16%，当期代销收入亦同向波动，年均复合增长 16.16%。截至 2025 年末，公司代销金融产品保有规模较上年末增长 14.80%，受行业竞争压力加大、代销金融产品费率降低的影响，当期代销金融产品收入同比增长 6.06%，收入增幅不及 2024 年同期。

图表 5 • 公司代销金融产品业务情况（母公司口径）

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
代销金融产品保有规模（亿元）	91.72	105.96	121.64
代销金融产品收入（亿元）	0.39	0.50	0.53

资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

2023—2025 年，公司交易单元席位租赁收入波动下降，年均复合下降 6.19%，主要系行业竞争加大等因素影响致使相关费率下降；2025 年，公司交易单元席位租赁实现收入 0.20 亿元，同比下降 18.26%。

（2）信用业务

公司信用业务以融资融券业务为主，2023—2025 年，公司期末信用业务余额持续增长，但受利率中枢下移的影响，信用业务收入先降后增；公司信用业务杠杆率处于行业一般水平。

公司信用业务主要由融资融券和股票质押式回购业务构成。

2023—2025 年，公司信用业务余额持续增长，但受利率中枢下移的影响，收入波动增长，年均复合增长 4.63%。2023—2025 年末，公司信用业务杠杆率波动上升，处于行业一般水平。

融资融券业务方面，2023—2025 年末，公司融资融券业务余额持续增长，年均复合增长 19.44%；但受利率水平下降的影响，融资融券利息收入先降后增，年均复合增长 2.58%，收入增幅有限。2023—2025 年末，融资融券业务平均担保比例均处于较高水平，其中 2025 年为 285.00%。截至 2025 年末，公司融出资金计提减值准备余额 0.38 亿元，2025 年新增计提 0.08 亿元，不存在处于第 3 阶段（已发生信用减值）的信用损失。

股票质押式回购业务方面，2023—2025 年末，公司股票质押业务余额先稳后增，年均复合增长 90.95%，2025 年，公司新增 10 单合计 5.88 亿元股票质押式回购业务，较上年末大幅增长，平均担保比例为 308.97%；股票质押式回购业务减值计提余额 2.24 亿元，当年新增计提 0.04 亿元，处于第 3 阶段（已发生信用减值）的信用损失 2.20 亿元，涉及违约客户共计 2 户、涉及金额 2.22 亿元，均系历史违约项目，违约项目将通过诉讼等方式进行债务清收，需关注风险项目处置回收的情况。

图表 6 • 公司信用业务情况（单位：亿元）

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
信用业务余额	69.50	74.87	104.10
其中：融资融券业务余额	67.28	72.34	95.99
股票质押式回购业务余额	2.22	2.52	8.11
信用业务杠杆率（%）	58.54	51.52	68.45
信用业务利息收入	3.57	3.32	3.83
其中：融资融券业务利息收入	3.57	3.31	3.76
股票质押式回购业务利息收入	0.00	0.01	0.07

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

（3）证券投资与交易业务

2023—2025 年末，公司证券投资规模持续增长，投资结构始终以债券为主，投资收益实现较好；公司持仓的金融投资资产规模较大，需关注面临的市场风险与信用风险。

公司证券投资与交易业务由股权及固定收益业务条线运用自有资金进行投资。2023—2025 年，受益于股票市场 2024 年 9 月末以来快速回升、债券市场的良好表现及公司对市场趋势的较好把握，公司证券投资与交易业务收入逐年增加，年均复合增长 49.47%；2025 年，公司证券投资与交易业务收入同比增长 46.46%。

2023—2025 年末，公司证券投资规模逐年提升，年均复合增长 7.96%；截至 2025 年末，公司证券投资规模 320.93 亿元，较上年末增长 4.36%，除资管计划外的其他各主要投资品种的金额均有所增加。

从投资结构来看，公司视市场行情调整持仓结构，但以债券为主。截至 2025 年末，债券投资资产较上年末小幅下降 1.54%，占比较上年末降低 4.82 个百分点至 80.42%；股票投资规模增幅显著，投资金额较上年末大幅增长 618.49%，占比上升 1.94 个百分点至 2.27%，投资规模仍相对偏小；期末公募基金规模增长 66.42%，占比提升 1.99 个百分点至 5.32%，当期新增私募基金投资 2.21 亿元；券商资管计划投资规模较上年末下降 49.02%，占比降低 3.16 个百分点至 3.03%；其他类投资由非上市股权投资和银行理财产品构成，规模较上年末增长 76.49%，非上市股权投资增长 58.39%、银行理财产品增长 92.46%。

截至 2025 年末，公司债券投资规模 258.09 亿元，有评级的债券投资规模 220.29 亿元，占比 85.35%，AA+及以上信用级别的债券规模 208.25 亿元，占全部持仓债券规模的 80.69%；未评级的债券投资规模为 37.80 亿元，占比 14.65%，此类未评级的金融资产主要包括国债、政策性金融债、地方政府债；计入交易性金融资产的债券投资 122.41 亿元（投资成本 120.93 亿元）；其他债权投资 135.68 亿元，以企业债、地方债和中期票据为主，公司对其他债权投资计提减值准备余额 0.12 亿元，较上年末减少 0.02 亿元，不存在处于第 3 阶段（已发生信用减值）的其他债权投资信用损失。

2023—2025 年末，公司（母公司口径）自营权益类证券及其衍生品/净资本指标先稳后增，自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标持续下降，均优于监管预警标准（≤80%和≤400%）。

截至 2025 年末，公司债券投资业务不存在有违约风险的债券。整体来看，公司金融投资资产规模较大，需对持仓证券的市场风险和信用风险情况保持关注。

图表 7 • 公司证券投资情况

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	251.90	91.48	262.14	85.24	258.09	80.42
股票	2.51	0.91	1.01	0.33	7.27	2.27
公募基金	3.22	1.17	10.26	3.33	17.07	5.32
私募基金	0.00	0.00	0.00	0.00	2.21	0.69
券商资管计划	11.58	4.21	19.05	6.19	9.71	3.03
其他	6.15	2.23	15.06	4.90	26.58	8.28
投资资产账面价值	275.36	100.00	307.51	100.00	320.93	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本（母公司口径）（%）	0.97		1.00		8.14	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（母公司口径）（%）	252.92		222.29		198.81	

注：投资资产=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、定期报告整理

（4）投资银行业务

2023—2025 年，公司投资银行业务收入持续增长，股权项目承销数量较为稳定，债权项目承销数量和承销金额均波动增长；财务顾问业务发展良好，对投资银行业务收入形成较好补充；公司投行项目储备情况尚可。

公司的投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务、财务顾问业务等。2023—2025 年，公司投资银行业务净收入持续增长，年均复合增长 17.40%；2024 年，公司投资银行业务净收入同比增长 29.01%，其中证券承销与保荐业务净收入同比增长 11.06%，财务顾问净收入同比增长 68.81%；2025 年，公司投资银行业务净收入同比增长 6.84%，其中证券承销与保荐业务净收入同比增长 38.97%，财务顾问净收入同比下降 40.04%。

股权项目方面，2023—2025 年，公司股权类业务发展相对平稳，其中 2023 年完成广钢气体 IPO 联席主承销项目，2024 年公司完成对广东芭薇生物科技股份有限公司的保荐及上市发行，2025 年完成 1 单 IPO 项目（联席主承销誉帆科技）以及 1 单上市公司再融资业务（华立科技以简易程序向特定对象发行股票）。

债权项目方面，2023—2025 年，公司债权承销家数波动增长，承销规模亦同向波动；2025 年，公司承销发行债券数量 67 只，同比增加 25 只，承销金额 260.75 亿元，同比增长 58.45%，债权承销业务开展良好。

财务顾问业务方面，2023—2025 年，公司财务顾问项目数量逐年下降，收入分别为 0.25 亿元、0.43 亿元和 0.26 亿元，年均复合增长 0.61%，其中 2024 年收入增幅明显，主要系公司加大拓展收费水平相对较高的广东省外的项目所致，该板块对投资银行业务收入形成较好的补充。

从投行项目储备来看，截至 2025 年末，公司投行业务已申报项目 7 个（均为债券类项目），项目储备程度尚可。

图表 8 • 公司投行业务情况

项目	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)
股权承销:	1	--	1	0.53	2	1.49	--	--
其中: IPO	1	--	1	0.53	1	--	--	--
再融资	--	--	--	--	1	1.49	--	--
债权承销	46	169.06	42	164.56	67	260.75	9	31.89
新三板挂牌	--	--	--	--	--	--	--	--
财务顾问	28	--	24	--	21	--	8	--

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

（5）资产管理业务

2023—2025 年，公司期末受托管理规模持续增长，受托管理规模较大，全部为主动管理，资产管理业务收入先增后降。

公司的资产管理业务主要由子公司万联资管和万联天泽负责，业务涵盖集合资产管理业务、单一资产管理业务和专项资产管理业务以及私募投资基金管理业务。万联资管成立于 2023 年 2 月，于 2023 年 8 月正式展业，承接了原公司本部的全部资产管理业务，公司管理的存续资产管理计划管理人变更为万联资管。

2023—2025 年，公司资产管理业务收入先增后降，年均复合下降 13.97%。2025 年，公司资产管理业务收入同比下降 26.76%，主要系证券市场波动致使超额业绩报酬收入减少所致。

2023—2025 年末，公司受托管理规模逐年上升，年均复合增长 72.28%，受托管理规模较大；公司集合和单一产品受托管理规模均持续增长，专项资产管理产品受托管理规模有所下降。

产品结构方面，2023—2025 年末，公司资管业务以集合资产管理业务为主。截至 2025 年末，集合资产管理业务规模较上年末增长 92.11%，占全部在管产品规模的比重为 58.99%；集合资产管理产品主要投向债券和基金，其中个人投资者占比 30.53%，机构投资者占比 66.86%，公司自有投资规模 8.31 亿元，占期末集合类产品规模的比重为 2.61%。截至 2025 年末，公司单一资产管理业务管理规模较上年末增长 144.14%，主要投向于债券和同业存款，机构投资者占比 86.86%，公司自有资金投入 25.35 亿元，占比 13.09%。截至 2025 年末，公司专项资产管理业务管理规模较上年末小幅下降 4.43%，投资者均为机构客户。公司使用自有资金投资的资管产品未出现风险事项。

主动管理方面，截至 2025 年末，公司主动管理业务占比保持 100.00%。

图表 9 • 公司资产管理业务情况表（单位：只、亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	管理数量	管理规模	管理数量	管理规模	管理数量	管理规模
集合资产管理业务	115	107.97	145	165.68	214	318.28
单一资产管理业务	7	28.44	9	79.34	33	193.70
专项资产管理业务	4	45.40	2	28.90	2	27.62
合计	126	181.81	156	273.91	249	539.59

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

万联天泽成立于 2015 年 12 月，注册资本为 10.00 亿元，为万联证券全资的私募投资基金子公司，是万联开展私募股权投资基金业务的重要平台。万联天泽通过设立并管理股权投资基金，聚焦新能源、新材料、医疗健康、高端装备、新一代信息技术等战略性新兴产业领域具有发展潜力的非上市企业开展投资。

截至 2025 年末，万联天泽的总资产为 4.73 亿元，净资产 2.65 亿元。2025 年，受益于在管基金规模的提升，万联天泽手续费收入增长，万联天泽实现营业收入 0.26 亿元，同比增加 0.13 亿元；万联天泽实现净利润 0.10 亿元，同比增加 0.08 亿元。

3 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，未来发展前景较好。

公司“扎根广州、深耕湾区”，做实财富管理、证券自营、资产管理、投资银行四大业务板块，按照“做强财富、做优自营、做大资管、做精投行”的总体思路，培育万联固收、万联资管、万联股权投资三大品牌，坚持稳中求进，贯彻新发展理念，稳固根基、护牢底盘、打造特色、培育品牌，深化专业化、特色化、精品化策略，打造专业突出、特色明显、协同高效、经营稳健，具有

全国影响力的一流综合金融服务商，实现高质量发展。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，风险管理水平较好。但随着业务规模增长及新业务的发展，公司风险控制能力需进一步提高。

公司按照《证券公司内部控制指引》《证券公司全面风险管理规范》《公司章程》等内外规定的要求及自身风险管理的需要，制定了《全面风险管理制度》等基本制度，并针对各业务制定了相应的风险管理规定；将各类型及各业务的风险管理流程、风险计量与评估、风险管理措施、风险报告要求予以明确并在日常贯彻实施。

公司建立了风险管理的组织体系，设立了“董事会（及下属风险控制委员会）—经营管理层（总裁办公会）—风险管理监督部门及职能部门—一线业务部门及分支机构（子公司）”四级的风险管理组织架构。董事会是公司风险管理的最高决策机构。经营管理层在董事会授权范围内全面负责公司经营层面的风险管理工作，对全面风险管理承担主要责任。公司首席风险官负责全面风险管理工作，风险管理部在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作。稽核部负责督导、稽核、审计工作。公司授权办公室统筹管理公司声誉风险，主动、有效地防范声誉风险和应对声誉事件。合规法律部负责实施合规检查和监督工作，防范和控制合规风险。

九、财务分析

公司提供了 2023—2025 年度财务报告以及 2026 年 1—3 月的财务报表，2023—2025 年财务报告均经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留的审计意见，2026 年 1—3 月的财务报表未经审计。本报告 2023 年和 2024 年财务数据均取自次年审计报告中的期初数/上期数，2025 年和 2026 年 1—3 月的数据取自当年审计报告或财务报告的期末数/本期数。

2023—2025 年和 2026 年 1—3 月，公司无对财务数据产生重大影响的会计政策及会计估计变更事项；合并范围未产生重大变化。

综上，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

2023—2025 年末，公司负债规模及全部债务逐年增加，杠杆水平较低。截至 2026 年 3 月末，公司负债规模较上年末增长，短期债务占比相对偏高，需对短期流动性管理情况保持关注。

公司主要通过卖出回购金融资产、发行各类债务融资工具等方式来满足日常业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

2023—2025 年末，公司负债总额持续增加，年均复合增长 15.37%；公司负债以自有负债为主，占比始终超过 60.00%。截至 2025 年末，公司负债总额较上年末增长 16.87%，应付短期融资款、交易性金融负债、代理买卖证券款和应付债券均有不同程度的增长。按科目来看，负债主要构成中，拆入资金主要是同业拆入资金和转融通融入资金；卖出回购金融资产款是回购业务形成，标的物以债券为主，其他为融出资金收益权、基金公司资产管理计划；代理买卖证券款是代理客户买卖证券业务形成的款项；应付债券是公司发行的债券、收益凭证等；其他类负债由交易性金融负债和卖出借入债券构成，2025 年末交易性金融负债 63.05 亿元，较上年末增长 70.23%，第三方在结构化主体中享有的权益占交易性金融负债的比重为 76.27%。

图表 10 • 公司负债结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
负债总额	372.04	100.00	423.72	100.00	495.21	100.00	552.13	100.00
按权属分：自有负债	257.31	69.16	270.74	63.90	308.13	62.22	/	/
非自有负债	114.73	30.84	152.98	36.10	187.08	37.78	/	/
按科目分：拆入资金	66.01	17.74	98.72	23.30	95.85	19.35	92.86	16.82
卖出回购金融资产款	107.46	28.88	90.38	21.33	74.35	15.01	116.18	21.04
代理买卖证券款	85.06	22.86	121.67	28.71	138.99	28.07	148.01	26.81
应付债券	60.72	16.32	60.99	14.39	89.13	18.00	103.31	18.71
其他	52.79	14.20	51.96	12.27	96.89	19.57	91.77	16.62

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年末，公司全部债务规模逐年增加，年均复合增长 11.55%；从债务结构来看，2023—2025 年末，公司短期债务占比持续下降，但始终维持在 80.00%以上，占比相对偏高，需做好流动性管理。

从杠杆水平来看，2023—2025 年末，公司自有资产负债率先降后增，属行业较低水平；母公司口径净资产/负债和净资产/负债指标均先增后降，远优于监管预警标准（ $\geq 9.60\%$ 和 $\geq 12.00\%$ ）。

图表 11 • 公司债务及杠杆水平

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
全部债务（亿元）	278.49	289.54	346.51	396.24
其中：短期债务（亿元）	248.35	244.44	292.51	336.20
长期债务（亿元）	30.14	45.10	54.00	60.04
短期债务占比（%）	89.18	84.42	84.41	84.85
自有资产负债率（%）	68.43	65.07	66.95	/
净资产/负债（%）（母公司口径）	37.68	45.25	40.55	34.32
净资产/负债（%）（母公司口径）	48.19	54.86	50.87	42.91

注：全部债务含衍生金融负债，未含租赁负债；短期债务包含应付债券一年内到期的部分
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

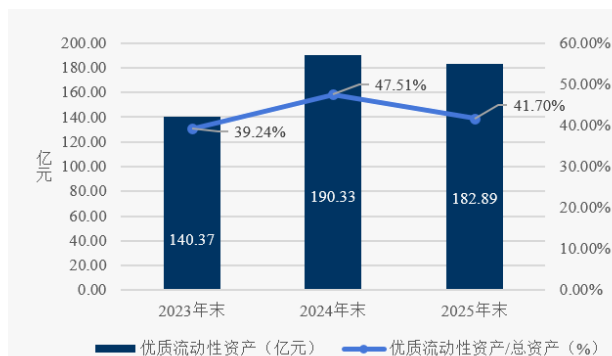
截至 2026 年 3 月末，公司负债规模较上年末增长 11.49%，主要系质押融资产生的卖出回购金融资产款和应付债券增长所致；受上述原因影响，自有负债占比有所提升；全部债务规模较上年末增长 14.35%，债务期限偏短，流动性管理压力较大。

公司流动性指标整体表现很好。

2023—2025 年末，公司优质流动性资产持续增长，年均复合增长 14.14%；截至 2025 年末，公司优质流动性资产/总资产（母公司口径）指标很高，优质流动性资产主要包括货币资金、结算备付金、未被质押或冻结的国债、政策性金融债、地方政府债券、同业存单、AA+级及以上的信用债等。2023—2025 年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率均先增后降，处于行业较好水平。

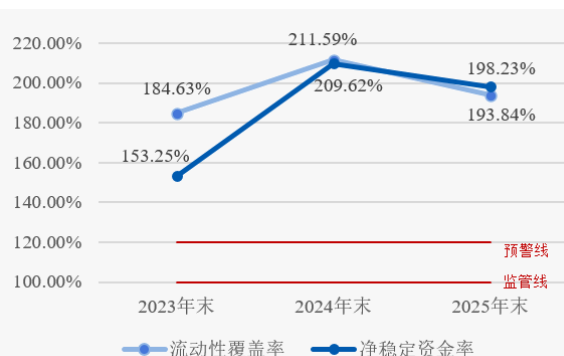
截至 2026 年 3 月末，公司优质流动性资产 169.48 亿元，较上年末下降 7.33%，主要系为融资质押的国债、中央银行票据、国开债规模增加所致，优质流动性资产占总资产的比重为 34.12%，较上年末下降 7.58 个百分点，仍属很好水平；公司流动性覆盖率较上年末下降 25.16 个百分点至 168.68%，净稳定资金率较上年末上升 3.68 个百分点至 201.91%。整体来看，公司流动性指标表现很好。

图表 12 • 公司资产流动性情况（母公司口径）



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 13 • 公司流动性指标情况（母公司口径）



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

2023 年以来，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性较好；资本充足性较好。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续提升，年均复合增长 13.18%。2024 年末，公司所有者权益较上年末增长 22.40%，主要系公司收到 20.00 亿元的股东增资款所致（其中 8.50 亿元计入股本，11.50 亿元计入资本公积）；2025 年末，公司所有者权益较上年末增长 4.65%，主要系利润留存和一般风险准备累积所致。截至 2025 年末，公司权益结构以股本（占比 44.74%）和资本公积（占比 31.18%）为主，权益稳定性较好。

利润分配方面，2023—2025 年，公司分配现金红利 0.82 亿元、2.19 亿元和 3.95 亿元，占上一年归属于母公司所有者净利润的

40.08%、50.00%和 50.00%，分红力度较大，利润留存仍可对资本形成一定补充。

截至 2026 年 3 月末，公司所有者权益较上年末小幅增长 1.15%，主要系利润留存所致，权益结构较上年末变动不大，权益稳定性保持较好水平。

图表 14 • 公司所有者权益结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
所有者权益	118.73	100.00	145.32	100.00	152.08	100.00	153.83	100.00
其中：股本	59.54	50.15	68.04	46.82	68.04	44.74	68.04	44.23
资本公积	35.93	30.26	47.41	32.63	47.41	31.18	47.41	30.82
一般风险准备	10.51	8.85	11.98	8.24	13.87	9.12	13.87	9.02
未分配利润	8.50	7.16	12.05	8.29	16.20	10.65	17.91	11.65
其他	4.25	3.58	5.84	4.02	6.56	4.32	6.60	4.29

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，2023—2025 年末，公司（母公司口径）净资产和净资本均持续增长，风险覆盖率和资本杠杆率均先增后降，整体处于行业较好水平。

截至 2026 年 3 月末，公司净资本和净资产均较上年末小幅增长，资本充足性仍属较好。

本期次级债券预计发行规模为不超过 10.00 亿元，成功发行后将对公司净资本形成一定补充。

图表 15 • 母公司口径风险控制指标

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末	监管标准	预警标准
净资本 (亿元)	90.96	117.04	117.87	119.29	--	--
核心净资本 (亿元)	90.96	117.04	117.87	119.29	--	--
净资产 (亿元)	116.35	141.91	147.86	149.15	--	--
各项风险资本准备之和 (亿元)	33.30	33.86	42.69	49.10	--	--
风险覆盖率 (%)	273.15	345.72	276.09	242.94	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率 (%)	22.14	25.90	24.21	22.00	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产 (%)	78.17	82.48	79.71	79.98	≥20.00	≥24.00

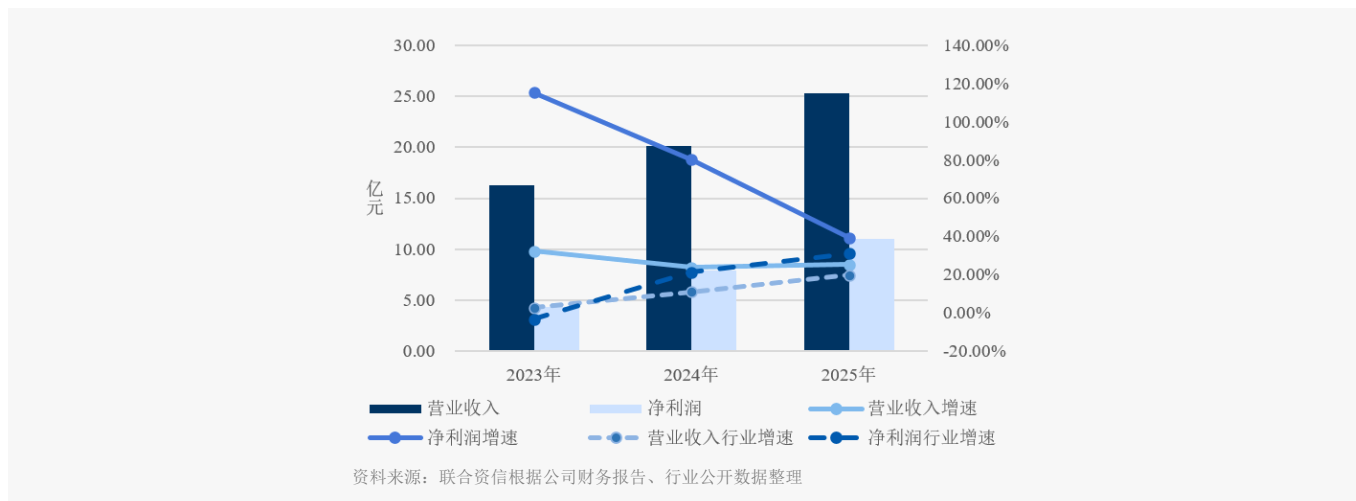
资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

3 盈利能力

2023—2025 年，公司营业收入和净利润均持续增长，成本管控能力有所提升；公司盈利指标表现较好，盈利能力较强；2026 年 1—3 月，受证券市场波动较大的影响，公司营业收入和净利润同比均有所下降。

2023—2025 年，公司营业收入详见“经营概况”，其中 2025 年公司营业收入同比增长 25.27%，净利润同比增长 39.34%，均高于行业平均水平（营业收入增速 19.95%和净利润增速 31.20%）。

图表 16 • 公司营业收入和净利润情况



2023—2025 年，公司营业支出小幅波动，年均复合增长 2.37%；从构成来看，公司营业支出主要由业务及管理费构成。2025 年，公司营业支出同比增长 8.77%，其中业务及管理费增长 7.43%，主要系职工薪酬增长所致，职工薪酬占业务及管理费的比重为 70.90%；当期，公司计提信用减值 0.10 亿元，主要是信用业务产生的计提，计提规模很小。

2023—2025 年，公司营业费用率和薪酬收入比均逐年下降，成本控制能力有所提升。

图表 17 • 公司营业支出构成

项目	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
税金及附加	0.11	1.02	0.15	1.48	0.18	1.56	0.03	1.28
业务及管理费	10.61	97.67	10.33	98.76	11.10	97.54	2.08	96.51
信用减值损失	0.14	1.32	-0.03	-0.24	0.10	0.90	0.05	2.20
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
营业支出	10.86	100.00	10.46	100.00	11.38	100.00	2.15	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年，受益于营业收入的持续增长以及公司对成本的良好控制，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均持续增长；整体来看，公司盈利能力较强且盈利稳定性较好。

图表 18 • 公司盈利指标表

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业费用率（%）	65.05	51.22	43.92	48.31
薪酬收入比（%）	44.60	35.48	31.14	/
营业利润率（%）	33.40	48.14	54.97	49.95
自有资产收益率（%）	1.18	1.99	2.51	/
净资产收益率（%）	3.77	6.30 (5.98*)	7.40	1.12
盈利稳定性（%）	48.51	52.55	35.65	--

注：“*”代表通过本报告附件 2 中计算公示所得数据，但考虑公司 2024 年 10 月末存在增资事项，当年净资产收益率指标调整为根据《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号--净资产收益率和每股收益的计算及披露》（2010 年修订）相关要求加权平均计算结果；2026 年 1—3 月的相关指标未经年化处理

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—3 月，证券市场波动较大，公司营业收入同比下降 28.33%，营业支出同比下降 13.40%；综上因素，公司实现净利润 1.72 亿元，同比下降 38.32%，未经年化的净资产收益率为 1.12%。

4 其他事项

公司或有风险较小。

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涉案金额超过 1000.00 万元且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10.00%以上的重大诉讼、仲裁事项。

截至 2026 年 3 月末，公司预计负债 150.00 万元，主要系公司涉及纠纷事项，根据企业会计准则的要求，基于审慎性原则确认相关预计负债，预计负债规模很小。

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 4 月 10 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 7 月 1 日，联合资信未发现公司在公开市场发行债务融资工具的本息偿付存在逾期或违约记录，也未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至 2026 年 3 月末，公司获得商业银行的授信额度 923.97 亿元，未使用规模 712.40 亿元，授信规模较大，能满足公司业务发展需求。

十、ESG 分析

公司环境风险很小，较好地履行了作为国有证券公司的社会责任，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。绿色金融方面，公司通过绿色金融服务实体经济，2025 年，公司成功助力广新控股集团、广州番禺污水处理有限公司、顺德农商行、唐山银行及江西泰和农商行发行绿色债券，主承销规模合计 8.78 亿元；公司在满足整体投资策略的前提下寻求 ESG 投资机会，2025 年，全年共交易 146 只绿色债券，结算金额合计约 163.99 亿元。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2023—2025 年度均为纳税信用 A 级纳税人。2025 年，公司解决就业 1958 人；公司参与产业帮扶、文化帮扶、公益帮扶、组织帮扶、智力帮扶、消费帮扶等措施近 50 项，投入帮扶资金 158 万元，主要用于“保险+期货”产业帮扶项目；全年采购特色农产品超 110 万，助力当地农民增产增收；助力广州市番禺污水处理有限公司、洛阳国兴产业投资有限公司成功发行乡村振兴公司债券，募集资金总规模 9 亿元，其中公司主承销金额 8.40 亿元。整体来看，公司较好地承担了作为国有证券公司的社会责任。

公司治理结构和内控制度较为完善，未单独设立 ESG 或可持续发展等管理部门，通过年度报告公开信息定期披露社会责任履行情况。公司推行董事会的多元化建设，公司董事会成员在性别、技能、经验、知识及独立性方面均呈现多样化，截至 2026 年 3 月末，公司董事会成员中独立董事占比 38.46%，女性董事占比 30.77%。

十一、外部支持

股东综合实力很强，能够在项目资源、人力资源及资金补充等方面给予公司较大支持。

公司控股股东广州金控集团是广州市委、市政府整合市属金融资产的核心国有金融控股平台，业务范围涵盖证券、银行、期货、基金等金融领域多个子行业，金融牌照较为齐全，在当地金融体系中具有重要的战略地位。截至 2025 年末，广州金控集团总资产 10503.30 亿元，所有者权益 746.12 亿元；2025 年，广州金控集团实现营业总收入 175.76 亿元，实现净利润 20.32 亿元。

公司作为广州金控集团旗下重要金融板块之一，具有较高的战略地位，公司实际控制人为广州市财政局，作为广州市唯一市属证券公司，公司能够在项目资源、人力资源及资金补充等方面获得股东和实际控制人的较大支持。

2024 年 10 月，公司获 20.00 亿元增资，广州金控集团及其控制企业合计出资认购 13.71 亿元，广州金控集团为最主要出资方，体现出控股股东对公司经营状况的认可和未来发展的信心；本次增资系由广州市国资委、财政局牵头协调推进，体现出公司对广州市政府的重要性；本次增资新引进的 11 名股东主要为广东省、市、区属国有企业，股东的多元化有助于优化公司治理，同时带来丰富的股东资源，有利于公司业务在广州市内及广东省内部分重要经济圈的拓展。

十二、债券偿还风险分析

相较于公司债务规模，本期债项发行规模较小，各项指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变动不大，仍属良好。考虑到公司资本实力较强、资产流动性很好、融资渠道畅通，以及本期债项性质、发行条款设置等因素，公司对本期债项的偿还能力极强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

截至 2026 年 3 月末，公司全部债务规模 396.24 亿元。本期债项发行规模合计不超过 10.00 亿元，相较于公司的债务规模，本期债项的发行规模较小。

以 2026 年 1—3 月/3 月末的财务数据为基础进行测算，假设本期债项发行规模为 10.00 亿元，在不考虑募集资金用途且其他因素不变的情况下，本期债项发行后，公司全部债务规模将增长 2.52%，债务负担有所增加。考虑到本期债项募集资金拟全部用于偿还到期有息债务，故本期债项发行对公司债务负担的实际影响不大。本期债项发行期限为 3 年，有利于优化公司债务期限结构。

2 本期债项偿还能力

以相关财务数据为基础，按照本期债项发行 10.00 亿元估算，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债项发行后的全部债务覆盖程度较发行前变化不大，仍属良好，本期债项发行对公司偿债能力影响不大。

图表 19 • 本期债项偿还能力测算

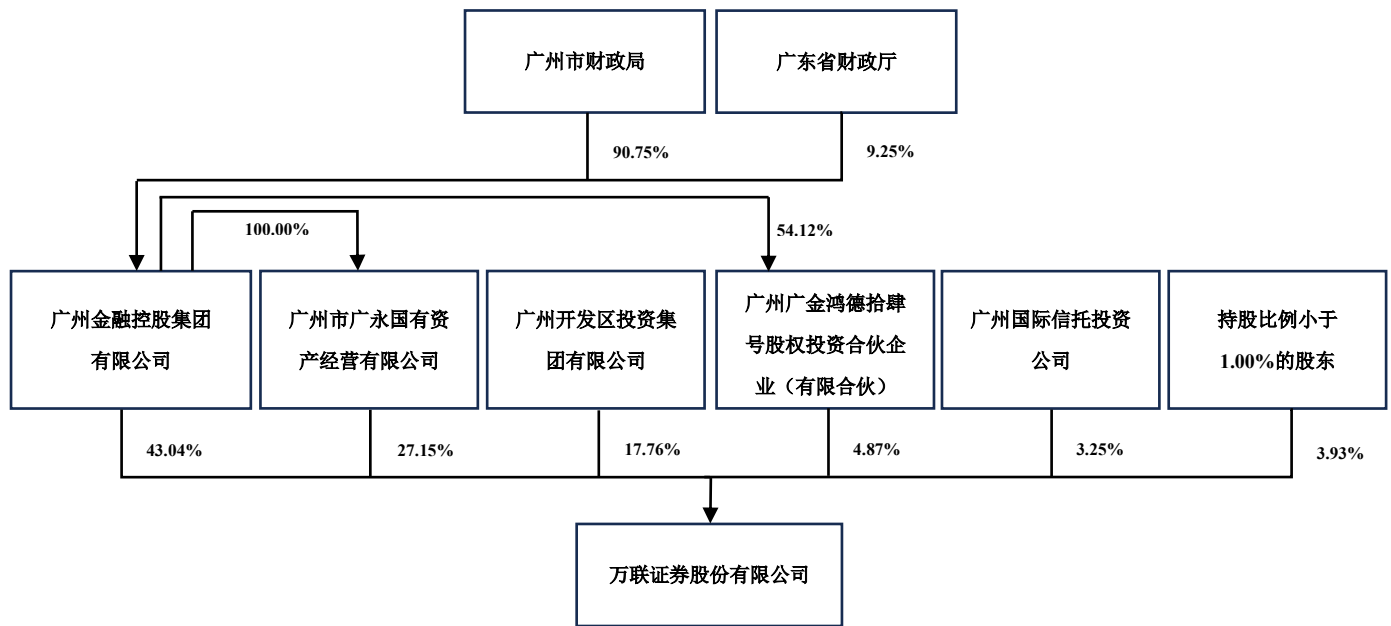
项目	2025 年/末		2026 年 1—3 月/3 月末	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务（亿元）	346.51	356.51	396.24	406.24
所有者权益/全部债务（倍）	0.44	0.43	0.39	0.38
营业收入/全部债务（倍）	0.07	0.07	0.01	0.01
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.19	0.18	0.15	0.14

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

十三、评级结论

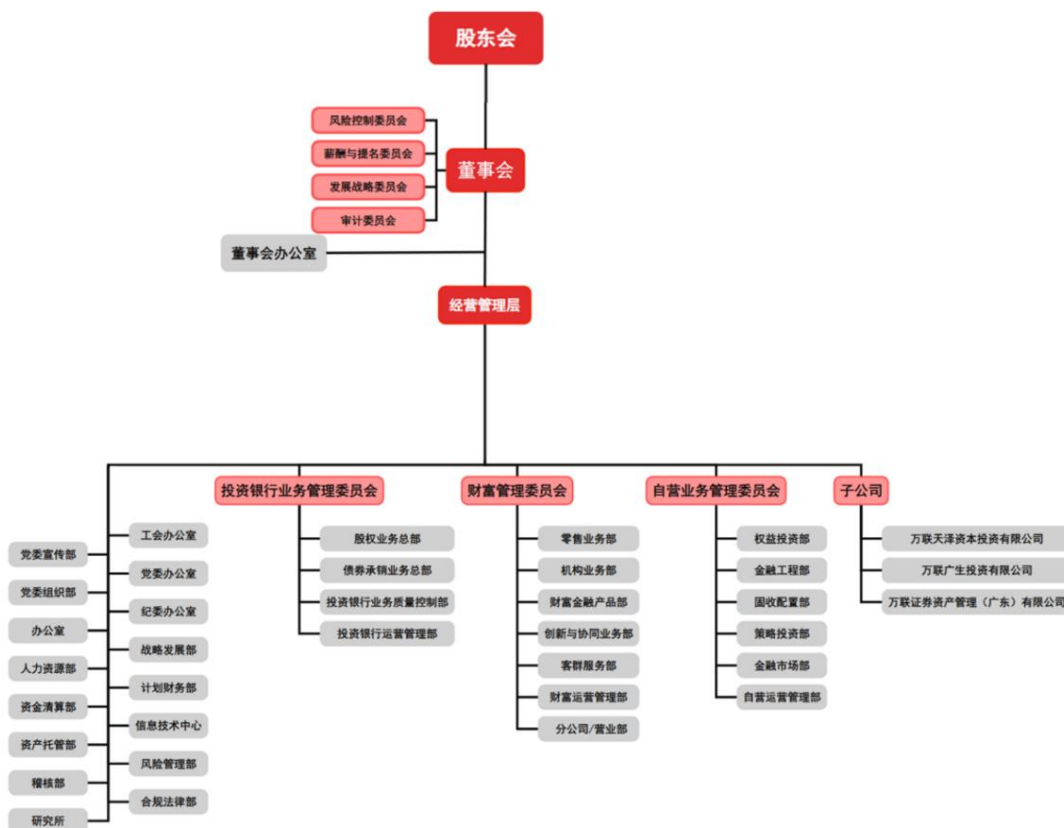
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 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+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

附件 3-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

万联证券股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。