

申万宏源证券有限公司 2026 年面向 专业投资者公开发行永续次级债券 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〕2885号

联合资信评估股份有限公司通过对申万宏源证券有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的2026年永续次级债券的信用状况进行综合分析和评估，确定申万宏源证券有限公司主体长期信用等级为AAA，申万宏源证券有限公司2026年面向专业投资者公开发行永续次级债券信用等级为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：

二〇二六年六月二日

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申万宏源证券有限公司（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。

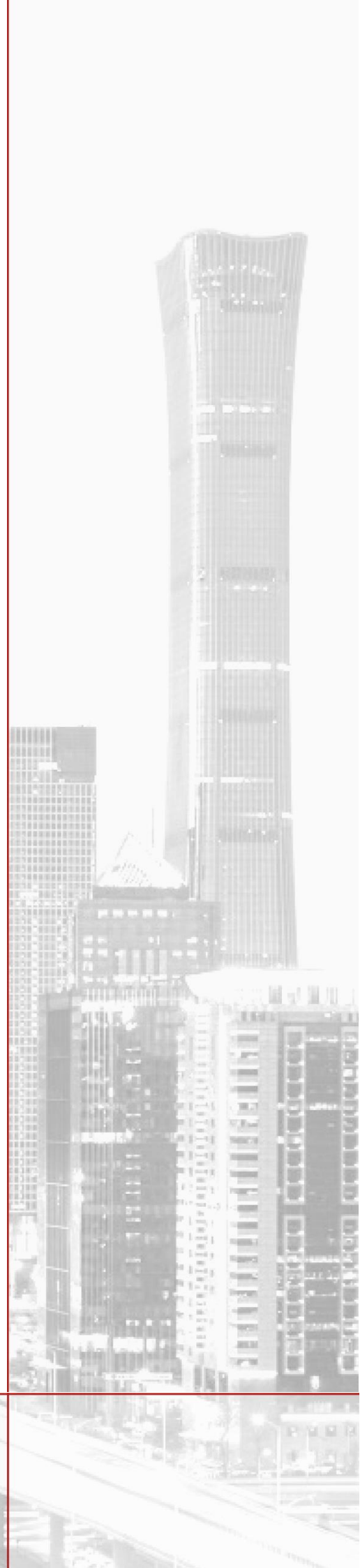
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



申万宏源证券有限公司 2026 年面向专业投资者 公开发行永续次级债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/02

债项概况 本次债项发行规模不超过 300 亿元（含），采用分期发行方式。本次债项以每 5 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本次债项期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年），或全额兑付本次债项。本次债项采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。本次债项附设公司续期选择权、赎回选择权、延期支付利息权。本次债项在清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，先于公司的股权资本。本次债项募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金，偿还到期债务。本次债项为无担保债券。

评级观点 申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”）作为全国大型综合性主流证券公司之一，具有很强的股东背景及品牌影响力，已形成多元化经营的业务体系，分支机构众多，多项业务排名稳居行业第一梯队，具备很强的综合实力；公司治理结构和风险管理体系较为完善。财务方面，2023—2025 年，公司盈利能力保持很强水平。截至 2025 年末，公司资本实力很强，资本充足性很好，杠杆水平较高，流动性指标整体表现很好。相较于公司现有债务规模，本次债项的发行规模一般，主要指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变化不大。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

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增长，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影响。

优势

- **股东背景很强，股东能够对公司形成较大支持。**公司控股股东申万宏源集团股份有限公司为“A+H”股上市公司，实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东背景很强，能够在资本支持、品牌背景和人员派驻等方面为公司发展给予较大支持。
- **品牌影响力显著，综合实力领先。**公司拥有历史悠久的资本市场品牌影响力，分支机构众多，经营规模保持行业前列，业务资质齐全，已形成多元化经营的业务体系；公司营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，整体综合实力很强。
- **资本实力很强，资产流动性很好。**截至 2025 年末，公司净资本（母公司口径）为 895.45 亿元，规模很大；资产流动性很好，资本充足性很好。

关注

- **公司经营易受环境影响。**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变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
- **面临一定短期集中偿付压力。**2023—2025 年末，公司债务结构以短期债务为主，短期债务占比波动上升，需持续做好流动性管理。
- **关注投资资产的信用风险和市场风险。**公司自营投资业务规模较大，投资结构以债券为主，且其他权益工具投资占比较高，需关注公司投资资产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	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		流动性	1	
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
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无变动。

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。

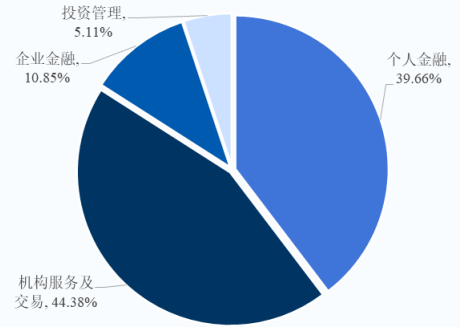
主要财务数据

项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年
资产总额（亿元）	5965.30	6585.57	6995.46
自有资产（亿元）	4929.36	5211.63	5442.43
自有负债（亿元）	3660.55	3894.08	4054.28
所有者权益（亿元）	1268.81	1317.55	1388.14
自有资产负债率（%）	74.26	74.72	74.49
营业收入（亿元）	190.99	175.94	231.59
利润总额（亿元）	60.62	72.75	127.84
营业利润率（%）	32.06	41.67	55.35
营业费用率（%）	52.52	56.85	43.61
薪酬收入比（%）	38.39	41.38	32.19
自有资产收益率（%）	1.14	1.22	1.96
净资产收益率（%）	4.54	4.77	7.71
盈利稳定性（%）	48.48	32.80	33.60
短期债务（亿元）	1991.05	2518.78	2601.63
长期债务（亿元）	1128.77	901.44	1001.88
全部债务（亿元）	3119.82	3420.22	3603.51
短期债务占比（%）	63.82	73.64	72.20
信用业务杠杆率（%）	52.62	58.44	69.73
核心净资本（亿元）	614.78	660.55	687.65
附属净资本（亿元）	300.20	243.60	207.80
净资本（亿元）	914.98	904.15	895.45
优质流动性资产（亿元）	1016.31	1239.32	983.13
优质流动性资产/总资产（%）	21.83	25.01	19.22
净资本/净资产（%）	76.54	73.06	69.08
净资本/负债（%）	26.44	24.32	23.44
净资产/负债（%）	34.55	33.30	33.94
风险覆盖率（%）	300.77	380.21	368.76
资本杠杆率（%）	11.28	17.37	17.76
流动性覆盖率（%）	169.61	201.05	142.20
净稳定资金率（%）	130.47	152.71	143.77

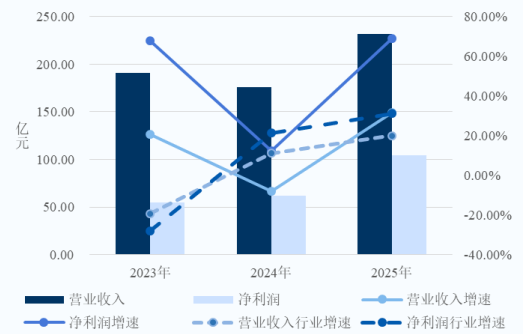
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：联合资信根据公司财务报表及定期报告及提供资料整理

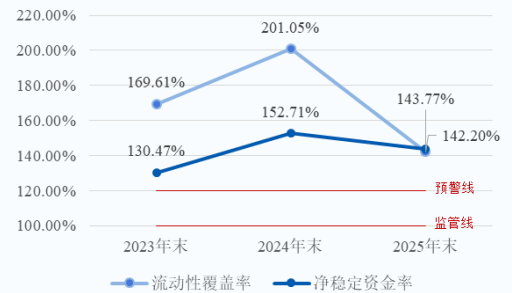
2025年公司收入构成



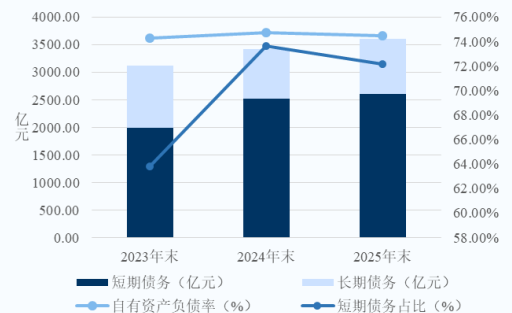
公司营业收入及净利润情况



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	895.45	7.71	33.60	142.20	143.77	368.76	17.76
广发证券	AAA	985.31	9.48	29.82	185.72	145.32	231.61	11.32
银河证券	AAA	1152.00	8.69	23.48	298.00	154.59	250.17	14.92
华泰证券	AAA	945.67	8.21	11.09	190.37	142.88	298.67	13.27

注：广发证券股份有限公司简称为“广发证券”，中国银河证券股份有限公司简称为“银河证券”，华泰证券股份有限公司简称为“华泰证券”
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	2026/05/22	吴一凡 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	阅读全文
AAA/稳定	2020/04/03	寇妙融 余淼 刘彦良	证券公司行业评级方法（2018年）	阅读全文

注：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：吴一凡 wuyifan@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、主体概况

申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源证券”）系由申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”）和宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”）合并设立。申银万国是国内最早的一家股份制证券公司；宏源证券前身是1993年以社会募集方式设立的新疆宏源信托投资股份有限公司，1994年1月首次向社会公众发行人民币普通股5000万股，于1994年2月在深圳交易所上市。2000年9月，其整体改组为宏源证券。2015年，申银万国以换股方式吸收合并宏源证券，并以申银万国和宏源证券的全部证券类资产及负债（净资产）设立申万宏源证券有限公司。2015年1月，公司正式开业，注册资本为330.00亿元，原申银万国变更为投资控股公司，更名为“申万宏源集团股份有限公司”（证券简称“申万宏源”，证券代码“000166.SZ”，以下简称“申万宏源集团”）并于2015年1月在深圳证券交易所上市，原宏源证券人民币普通股股票于当天起终止上市并摘牌。后历经多次股东增资，截至2025年末，公司注册资本及实收资本均为535.00亿元，申万宏源集团持有公司100.00%股权，为公司控股股东，其所持公司股权不存在质押或其他有争议的情况；中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）为公司实际控制人（股权结构图详见附件1-1）。

公司主要业务包括机构服务及交易、企业金融、个人金融、投资管理等；公司组织架构图详见附件1-2。截至2025年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司59家；证券营业部300家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的108个地级市；公司拥有1级子公司9家，具体情况详见下表。

图表1·截至2025年末公司一级子公司情况

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)
上海申银万国证券研究所有限公司	申万研究所	证券投资研究	0.20	90.00	3.59	0.82	4.61	0.002
申万菱信基金管理有限公司	申万菱信	基金管理业务	1.50	67.00	18.62	14.76	4.72	0.71
申银万国期货有限公司	申万期货	期货经纪业务	14.42	97.87	438.20	46.44	6.73	2.31
申银万国投资有限公司	申万投资公司	投资咨询和财富管理业务	10.00	100.00	10.80	10.18	0.43	-0.11
申银万国创新证券投资有限公司	申万创新投资	投资管理和投资咨询服务	25.00	100.00	29.89	29.43	1.89	1.23
申万宏源（国际）集团有限公司	申万宏源（国际）集团	投资控股	港币 40.71	100.00	港币 277.11	港币 54.57	港币 8.06	港币 2.79
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	申万宏源承销保荐	证券承销与保荐业务	10.00	100.00	13.21	8.15	4.07	-2.39
申万宏源西部证券有限公司	申万西部证券	证券经纪与融资融券业务	57.00	100.00	225.79	95.29	14.97	6.78
申万宏源证券资产管理有限公司	申万宏源证券资管	证券业务	25.00	100.00	29.79	27.91	5.41	1.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

公司注册地址：上海市徐汇区长乐路989号45层；法定代表人：张剑。

二、本次债项概况

本次债项名称为“申万宏源证券有限公司2026年面向专业投资者公开发行永续次级债券”。本次债项发行规模不超过300亿元（含），采用分期发行方式。本次债项以每5个计息年度为1个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本次债项期限延长1个重定价周期（即延续5年），或全额兑付本次债项。本次债项采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。在债券存续的前5个计息年度的票面利率将根据发行时的市场情况及相关规定依法确定，在前5个计息年度内保持不变。自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。

公司续期选择权：本次债项附设公司续期选择权，不设投资者回售选择权。即在本次债项每个重定价周期末，公司有权选择将本次债项期限延长1个重定价周期（即延长5年），或全额兑付本次债项，而投资者无权要求公司赎回本次债项。

延期支付利息权：本次债项附设延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息事件：付息日前 12 个月内，若发生以下事件的，公司不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

满足特定条件时公司赎回选择权：在满足特定条件时公司可行使赎回选择权，具体条件详见本次债项募集说明书。

偿付顺序：本次债项在清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，先于公司的股权资本；除非公司清算，投资者不能要求公司加速偿还本次债项的本金。

会计处理：根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）、《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13 号）、《关于印发〈永续债相关会计处理的规定〉的通知》（财会〔2019〕2 号），公司将本次债项分类为权益工具。

本次债项在清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，先于公司的股权资本。

本次债项募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金，偿还到期债务。

本次债项为无担保债券。

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。工业企业利润高位增长，“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

公司是国内大型综合性证券公司，品牌历史悠久，具有很强的资本实力和经营实力。

公司是国内大型综合性证券公司之一，可为投资者提供综合性的证券金融服务。公司自成立以来，经历多个市场周期以及监管环境变化，拥有在中国资本市场历史悠久的品牌。截至 2025 年末，公司合并资产总额 6995.46 亿元，母公司口径净资本 895.45 亿元，资本实力很强。

目前，公司已形成多元化经营的业务体系。其中，期货、股权投资、国际业务由子公司进行专业化运营，有利于综合经营体系的构建和专业能力的形成。公司综合实力领先，多项业务排名居行业第一梯队；资管业务、经纪业务和信用交易业务具有很强竞争优势，业务多元化程度很高，业务综合竞争力很强。截至 2025 年末，公司拥有证券营业部 300 家，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 108 个地级市，分支机构数量居行业前列，全国性的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。

公司综合实力很强，故联合资信选取了综合实力位居行业上游的可比企业。与可比企业相比，公司资本实力一般，盈利指标表现一般，盈利稳定性偏弱，资本杠杆率较高。

图表 2 • 2025 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	华泰证券股份有限公司	广发证券股份有限公司	中国银河证券股份有限公司
净资本（亿元）	895.45	985.31	1152.00	945.67
净资产收益率（%）	7.71	9.48	8.69	8.21
盈利稳定性（%）	33.60	29.82	23.48	11.09
资本杠杆率（%）	17.76	11.32	14.92	13.27

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

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，能够满足业务开展需求；管理层具备多年金融机构从业经历和丰富的管理经验。

公司依据相关法律法规要求，不断完善法人治理结构，健全公司治理制度。

根据相关法律法规，公司设立党委，党委研究讨论是董事会、执行委员会决策重大问题的前置程序。

公司股东为单一股东，不设股东会。

公司设立董事会，对股东负责。根据公司《章程》规定，董事会由 9~13 名董事组成，董事会设董事长 1 人，董事会成员中独立董事人数不低于董事会人数的 1/4。截至本报告出具日，公司董事会共有 11 名董事，其中独立董事 3 名。董事会下设合规管理与风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会。

2025 年 10 月，公司不再设置监事会，由董事会审计委员会行使监事会职权。

经营管理层面，截至本报告出具日，公司高级管理人员合计 9 名，均由董事会聘任，其中执行委员会主任 1 名，执行委员会副主任、总经理 1 名，执行委员会成员 6 名（其中 1 人兼副总经理、首席风险官、合规总监，1 人兼副总经理，1 人兼董事会秘书、财务总监），首席信息官 1 名。

公司董事长刘健，男，博士，1973 年生，历任中国人民银行非银行金融机构管理司干部；中国证券监督管理委员会主任科员、副处长、处长；中央汇金投资有限公司综合部主任；中国投资有限责任公司副总监、总监；财政部巡视员、司长；中银投资有限公司党委书记，中银集团投资有限公司执行总裁、执行董事，中银集团投资有限公司董事长、执行总裁。刘健现任申万宏源集团和公司党委书记，申万宏源集团董事长、执行委员会主任，2022 年 9 月起任公司董事长，2022 年 12 月起任公司执行委员会主任。

公司总经理张剑，男，博士，1977 年 11 月生，中共党员；历任中信证券股份有限公司投资银行部项目主管、运营部负责人、并购业务线负责人（B 角）、国际业务组负责人、并购业务线负责人等，申万宏源承销保荐总经理、党委副书记、执行董事，申万宏源（香港）有限公司执行董事，申万宏源（国际）集团董事，申万宏源集团党委委员，申万宏源证券总经理助理、党委委员、副

总经理，申万宏源承销保荐党委书记、董事长；2024年2月起担任申万宏源集团和申万宏源证券党委副书记以及申万宏源证券总经理，2024年3月起任申万宏源证券副董事长和执行委员会副主任。

2 管理水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，内控管理水平很高。

公司围绕四大业务板块建立了涵盖前、中、后台的部门组织架构。形成了较为严密的内控机制。同时，公司持续建立、健全业务制度和管理制度，已针对各项业务和管理事项建立了较完善的规章制度体系，包括基本制度、实施办法、操作细则等，并根据最新监管规定和公司实际情况，及时开展相关制度的制订、更新和修订工作，不断完善公司制度体系。根据公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的《2023年度内部控制专项审核报告》和经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的《2024年度内部控制审计报告》和《2025年度内部控制审计报告》，公司内部控制有效性较强。

受到处罚方面，2023年—2025年末，公司不存在由中国证监会及其派出机构实施的行政处罚或者与公司信用类债券相关的行政监管措施；亦不存在其他行政机关实施的与公司信用类债券相关的行政处罚或者行政监管措施。

七、经营分析

1 经营概况

2023—2025年，公司营业收入波动增长，机构服务及交易收入和个人金融业务对公司营业收入贡献很高，业务结构稳定，整体经营情况良好。

公司业务范围涵盖企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大业务板块。

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务；其中，本金投资业务由公司和全资子公司申万创新投资使用自有资金开展投资。个人金融主要向个人及非专业机构投资者提供证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。机构服务及交易主要包括为证券交易机构提供主经纪商服务、研究咨询、FICC销售及交易、权益类销售及交易和衍生品业务等。投资管理主要包括资产管理、公募基金管理和私募基金管理业务。

2023—2025年，公司营业收入波动增长，年均复合增长10.12%，其中，2024年营业收入同比有所减少，主要系当期相关会计科目进行重述调整所致；2025年营业收入同比有所增长，主要系机构服务及交易业务、个人金融业务收入增长所致。

从收入构成来看，机构服务及交易业务、个人金融为公司的两大主要收入来源。2023—2025年，公司机构服务及交易收入波动增长，该收入占比先稳后升，其中2025年该收入同比大幅增长，主要系自营业务投资收益和衍生品业务收入增长所致。2023—2025年，个人金融业务收入持续增长，该收入占比先升后降，其中2025年该收入同比有所增长，主要系证券经纪业务收入增长所致。公司企业金融业务收入主要来自于投资银行业务，2023—2025年，公司企业金融业务收入规模波动减少，其中投资银行和本金投资业务收入均有所波动。2023—2025年，公司本金投资业务收入和投资管理业务收入均波动增长，对营业收入贡献较低。

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(%)
机构服务及交易	76.45	40.03	69.82	39.69	102.78	44.38
个人金融	74.65	39.08	76.86	43.68	91.84	39.66
企业金融	28.69	15.02	19.35	11.00	25.14	10.85
其中：投资银行	19.59	10.26	14.22	8.08	15.86	6.85
本金投资	9.11	4.77	5.13	2.91	9.27	4.00
投资管理	11.20	5.86	9.91	5.63	11.84	5.11
合计	190.99	100.00	175.94	100.00	231.59	100.00

注：财政部于2025年7月8日发布《标准仓单交易相关会计处理实施问答》，公司自2025年1月1日起执行上述企业会计准则修订及解释，涉及合并利润表中的其他业务收入、其他业务成本和投资收益科目的调整，并对上年同期进行追溯调整。

资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

2 业务经营分析

(1) 企业金融业务

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务。

2023—2025 年，公司股权承销金额波动增长，债权承销金额持续增长。截至 2025 年末，公司投资银行业务具有较充足的项目储备。

投资银行业务主要包括股权融资、债权融资、财务顾问、并购重组、资产证券化等业务。投资银行业务收入为公司企业金融板块的主要收入来源，2023—2025 年，公司投资银行业务收入波动减少，其中 2024 年受监管收紧 IPO、再融资发行节奏等因素影响，该收入同比有所减少；2025 年该收入同比有所增长，主要系股权融资和债权融资业务收入同比均有所增长所致。

从股权融资业务来看，2023—2025 年，公司股权承销金额先减后增、波动增长。2025 年，股权承销金额同比大幅增长，其中受一级市场整体发行节奏较上年有所恢复等因素影响，IPO 家数及承销金额均实现同步回升。

从债权融资业务来看，公司承销的债券产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主。2023—2025 年，公司债券承销业务落地情况较好，承销项目数量和金额均逐年增长。

新三板业务方面，2023—2025 年，公司新三板推荐挂牌企业数量波动增长。财务顾问业务方面，2023—2025 年，公司财务顾问项目数量持续增长。

图表 4 • 公司投资银行业务情况表

项目	2023 年		2024 年		2025 年		
	数量 (个)	金额 (亿元)	数量 (个)	金额 (亿元)	数量 (个)	金额 (亿元)	
股权	IPO	14	82.18	1	1.89	5	20.95
	再融资	14	64.14	3	9.16	6	186.37
	小计	28	146.32	4	11.04	11	207.32
债券承销	1024	3710.25	1247	4210.79	1869	5892.30	
新三板	21	/	15	/	29	/	
财务顾问	12	/	13	/	18	/	
合计	1073	3856.57	1266	4221.83	1927	6099.62	

注：1.上表包括 IPO 精选层数据，股权（含精选层）数量、金额为发行日 Wind 查询结果；2.债券承销为债券总承销情况；3.新三板按照挂牌项目数量统计；4.2025 年再融资项目统计口径新包含增发项目

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从投行项目储备来看，截至 2025 年末，公司储备股权融资类项目共 21 个，其中 IPO（不含北交所）在审项目（包含已过会尚未领取批文项目）5 个；北交所在审项目 7 个；股权再融资已过会待发行项目 1 个，在审项目 7 个；新三板挂牌在审项目 3 个，新三板定向发行项目已通过待发行 2 个；公司债权融资类主承项目在审 16 个，已取得批文未发行项目有 394 个。整体看，公司项目储备较充足。

本金投资业务规模有所上升，是企业金融板块的重要补充。

本金投资业务由公司及其全资子公司申万创新投资负责运营。

近年来，公司本金投资业务与投资银行、资产管理等业务协同合作，共享客户资源，开发优质投资标的。申万创新投资布局股权资产，加快从传统债权投资向股权投资业务转型；申万投资公司加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，大力发展并购基金、产业基金和轻资本股权基金等。2025 年，公司本金投资业务收入同比大幅增长。

(2) 个人金融业务

个人金融业务主要涵盖证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资、金融产品代销和投资顾问等。2023—2025 年，公司个人金融收入持续增长。

公司经纪业务资格齐全，2023—2025 年，代理买卖证券业务手续费及佣金净收入持续增长。

公司证券经纪业务通过强化科技应用、优化用户体验、加强投顾建设、提升专业服务、推进客户分层、布局风口业务等系列举

措，加大客户资产引进和盘活力度，加快推进向财富管理转型。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。经纪业务主要受市场成交及佣金率影响。受证券市场回暖等因素影响，2023—2025年，公司代理买卖证券业务手续费及佣金净收入持续增长（分别为28.20亿元、35.32亿元和48.39亿元），年均复合增长30.99%。其中，2025年，该业务手续费及佣金净收入同比增长37.03%。

公司期货经纪业务发展较好，申万期货连续多年获得中国证监会期货公司分类评价A类AA级，具备较强行业竞争优势。

公司主要通过控股子公司申万期货开展期货经纪业务。

近年来，申万期货以产品化业务、综合金融业务、风险管理业务为主要业务持续推进创新业务发展和业务结构、客户结构、收入结构转型。申万期货连续多年获中国证监会期货公司分类评价A类AA级的行业最高评级。申万期货运用期货期权等金融衍生工具服务国家战略，持续扩大做市商业范围和规模，服务完善大宗商品定价机制和期货市场功能发挥。2025年，申万期货通过场外期权、基差贸易服务国家粮食能源安全战略和中小微企业，完成基差贸易购销总额50.96亿元。

公司金融产品销售业务发展较好，业务规模很大。

公司持续加强自有资产管理计划创设及管理，在与基金公司开展权益类公募基金做市服务的同时，推进私募业务，重点发展产品型客户。2023—2025年，公司销售金融产品规模持续增长（分别为4726.69亿元、5912.27亿元和8362.63亿元），年均复合增长33.01%，销售金融产品以自行开发金融产品为主。2025年，公司销售金融产品规模同比增长41.45%，其中自行开发金融产品7456.78亿元。

2023—2025年末，公司信用业务规模持续增长，其中受主动控制风险业务规模等因素影响，股票质押业务余额持续减少，信用业务杠杆率处于一般水平。

公司开展的信用交易业务主要包括融资融券、约定购回式证券交易产品、股票质押式回购。2023—2025年末，公司信用业务余额持续增长；信用业务杠杆率持续上升，处于一般水平。

融资融券业务方面，受证券市场活跃度回升等因素影响，2023—2025年末，公司融资融券余额逐年增长。2023—2025年，融资融券利息收入波动增长，其中2024年利息收入同比减少，主要系市场融资利率下行及行业竞争加剧导致息差收窄所致；2025年，利息收入同比有所增长，主要系融资融券规模增长所致。

股票质押式回购业务方面，近年来，公司应对市场环境变化，加强股票质押式回购项目风险管理，持续压降股票质押业务规模，2023—2025年末，公司股票质押业务回购余额持续减少。受业务规模收缩等因素影响，2023—2025年，股票质押业务利息收入持续减少。

图表5·公司信用交易类业务情况

项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末
期末融资融券余额（亿元）	626.41	732.38	950.71
融资融券利息收入（亿元）	39.98	36.72	42.47
股票质押业务回购余额（亿元）	23.31	21.60	8.22
股票质押业务利息收入（亿元）	3.00	1.74	0.08
信用业务杠杆率（%）	52.62	58.44	69.73

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）机构服务及交易业务

机构服务主要为专业机构客户提供主经纪商服务与研究咨询等服务；以及FICC、权益类及权益挂钩类证券交易，并基于此向机构客户提供销售、交易、对冲及场外衍生品服务。

自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源，2023—2025年，公司自营投资收入逐年增长；自营业务投资结构以债券投资为主，其他权益工具投资的占比较高，需关注公司投资资产的信用风险和市场风险。

公司自营投资业务主要包括固定收益类、权益类以及衍生品等的投资。自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源，2023—2025年，公司自营业务投资收益（含公允价值损益，下同）逐年增长，年均复合增长26.37%，主要系公司对市场行情的良好把握等因素所致。其中，2025年自营业务投资收益为136.13亿元，同比增长39.21%。

2023—2025年末，公司证券投资规模波动增长，其中债券投资波动下降、公募基金投资规模波动增长。从投资结构来看，2023—2025年末，投资结构以债券投资为主，其中2025年末债券投资占比较上年末有所下降。公司自营业务规模较大，且以债券为主，

需关注公司投资资产的信用风险。

2023—2025 年末，公司债券投资规模波动减少，其占比波动下降。截至 2025 年末，公司债券投资规模较上年末下降 29.51%，投资债券以国债、地方政府债、金融债、信用债为主，其中信用债规模占比较高，持仓的信用债以 AA⁺以上评级为主。2023—2025 年末，股票投资规模波动减少，占比亦波动下降；公募基金投资规模波动增长，占比亦波动上升。截至 2025 年末，公司银行理财产品、券商资管产品及信托计划规模及占比均很低。

其他投资主要是可交债、ABS、定向工具、非券商资管产品、私募基金、非交易性权益工具等。截至 2025 年末，其他投资规模较上年末增长 10.23%，主要系其他权益工具投资增长所致，其他权益工具投资占其他投资、证券投资总规模的比重分别为 78.44%、22.95%，占比较高，需关注其他权益工具投资的市场风险。截至 2025 年末，其他权益工具投资中，受限部分占比为 82.35%，主要为卖出回购业务、债券借贷和转融通业务设定质押。

2023—2025 年末，自营非权益类证券及其衍生品/净资本水平先升后降、有所波动；自营权益类证券及其衍生品/净资本水平波动上升，均满足监管标准（≤500%和≤100%）。

图表 6 • 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	1799.39	48.14	2266.66	57.65	1597.88	41.70
股票	491.45	13.15	281.42	7.16	359.47	9.38
公募基金	361.94	9.68	331.29	8.43	678.79	17.71
银行理财产品	19.15	0.51	30.75	0.78	71.86	1.88
券商资管产品及信托计划	1.69	0.05	4.35	0.11	3.05	0.08
其他	1064.34	28.47	1017.15	25.87	1121.20	29.26
合计	3737.96	100.00	3931.63	100.00	3832.25	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)		32.60		29.20		43.93
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)		321.59		347.70		320.34

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

申万研究所多次获奖，研究实力保持很强。

公司及控股子公司申万研究所开展研究咨询业务。截至 2025 年末，申万研究所连续 23 次上榜重量级团体奖项，并连续四年获“可持续发展研究机构”第一名。

公司主经纪商服务发展较好。

公司主经纪商服务涵盖交易席位租赁、PB 系统及基金行政服务。

PB 业务方面，公司不断规范发展 PB 交易系统，实现全市场、全品种覆盖，并持续加强对银行理财子公司等重点机构客户的个性化服务；截至 2025 年末，PB 系统的资产规模较上年末增长至约 9710.55 亿元。

基金行政服务方面，2025 年，公司新增托管私募产品 237 只，托管及运营服务新增规模 433.94 亿元。

席位租赁业务方面，2025 年，公司交易单元席位租赁收入为 5.65 亿元，同比增长 35.86%；基金分仓交易份额 4.21%，保险分仓交易份额 4.64%，交易份额同比均有所上升。

(4) 投资管理业务

投资管理业务包括资产管理、公募基金管理以及私募基金管理等。2023—2025 年，公司投资管理业务收入波动增长。其中，2025 年，公司投资管理业务实现收入同比增长 19.41%。

2023—2025 年末，公司管理资产规模逐年下降，业务结构以定向资管业务和集合资管业务为主，主动管理业务占比持续提升。

申万宏源证券资管于 2022 年 10 月取得设立批复，并于 2023 年 10 月展业。申万宏源证券资管、申万菱信、申万期货均开展资产管理业务。2023—2025 年，公司资产管理业务手续费净收入（分别为 4.97 亿元、3.61 亿元和 3.39 亿元）逐年减少，主要系资产管理业务规模减少和管理报酬下降综合所致。

从管理规模来看，2023—2025 年末，公司资产管理规模逐年减少，主要系定向资产管理规模减少等所致；其中定向资产管理规模和集合资产管理规模占比较高。

从管理方式来看，2023—2025 年末，公司主动管理规模占比持续上升。截至 2025 年末，公司主动管理规模占比约为 100%，主动管理能力较上年进一步提升。

图表 7 • 资产管理业务情况表

项目		2023 年末		2024 年末		2025 年末	
		规模 (亿元)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
产品类型	集合	740.59	36.71	824.83	45.09	713.67	45.11
	定向	858.10	42.53	649.75	35.52	503.89	31.85
	专项	418.76	20.76	354.86	19.40	364.65	23.05
管理方式	主动管理	1816.86	90.06	1719.61	94.00	1582.20	100.00
	被动管理	200.58	9.94	109.83	6.00	0.01	0.00
合计		2017.45	100.00	1829.45	100.00	1582.21	100.00

注：部分数据加总与合计数存在差异系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

公司公募基金管理业务发展良好。

公司主要通过控股子公司申万菱信和参股公司富国基金管理有限公司（以下简称“富国基金”）开展公募基金管理业务。

申万菱信持续根据行业经营形势变化调整经营策略，截至 2025 年末，申万菱信公募管理规模 1088 亿元，较上年末增长近 241 亿元。富国基金于 2021 年取得基金投顾业务试点资格，截至 2025 年末，富国基金管理资产总规模超 2.01 万亿元，较上年末有所增长，其中，公募基金管理规模为 1.35 万亿元。

私募基金管理业务发展良好。

公司主要通过全资子公司申万投资公司开展私募基金管理业务。

作为公司私募基金管理平台，申万投资公司重点服务生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，设立涵盖 PE 投资基金、产业投资基金、母基金、地方政府基金、并购基金、定增基金及夹层基金在内的全品类股权投资基金，通过 PE+产业集团、PE+政府投资平台，以“PE+”业务模式服务产业集团、政府投资平台扩规模、建生态和布局新兴产业，提升行业整合能力。截至 2025 年末，申万投资公司累计管理总规模超过 178 亿元，累计投资企业超 70 家，已退出项目平均年化收益率约 16.59%。

3 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，具有较好发展前景，同时需关注证券市场环境及政策环境变化对公司发展规划带来的不确定影响。

公司明确未来坚持一体化、集约化、专业化、国际化、数字化的总体发展策略，总体发展目标是“成为以证券业务为核心，以高质量发展为主题，以稳中求进为主基调，以投资+投行为特色，金融科技赋能的一流综合金融服务商”。公司以强党建、促发展、严管理、防风险为工作主线，积极融入经济社会发展全局，把牢资本市场改革发展机遇，聚焦主业锻造价值创造能力，推进关键性改革，坚决守牢不发生重大风险底线，坚定不移走中国特色金融发展之路。

八、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险管理体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。

公司根据相关要求，不断建立健全全面风险管理体系，公司风险管理架构由董事会、经理层、风险管理部门与其他职能管理部门，各业务部门、分支机构及子公司共同组成。公司根据监管规定和内部风险管理需要，以《风险管理制度》为基本制度，以市场、信用、流动性、操作、声誉等各类专业风险管理办法及业务层面的操作规程和具体风险管理制度等为配套规则的风险管理制度体系。《风险管理制度》明确了公司风险管理基本原则、基本要求、组织架构、风险管理指标体系、风险分级分类管理、子公司风险管理、系统和数据、监督与考核、风险信息报告、风险文化和人才建设等相关要求；各类专业风险管理办法明确了公司专业风险管理基本理念和思路、日常管理机制和管控措施等相关要求；业务操作规程和具体风险管理制度覆盖各类业务，明确了业务全流程和风险识别、评估、监测、应对、报告等风险管理环节的管控要求。

九、财务分析

公司 2023 年财务报告经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2024—2025 年财务报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报告均被出具了标准无保留的审计意见。本报告 2023 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 年财务数据取自当年审计报告或财务报告的期末数/本期数。

2023—2024 年，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，合并范围无重大变化。2025 年，公司合并范围无重大变化；在重要会计政策变更方面，公司根据财政部发布的《标准仓单交易相关会计处理实施问答》，对合并利润表中的其他业务收入、其他业务成本和投资收益科目进行调整，并对上年同期进行追溯调整，本次会计政策变更未对财务数据产生重大影响。

综上，公司财务数据可比性尚可。

1 资金来源与流动性

2023—2025 年末，公司负债总额和全部债务均持续增长，杠杆水平尚可，债务结构以短期债务为主，需关注其流动性管理情况。

公司主要通过卖出回购金融资产款、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。

2023—2025 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 9.27%，构成以自有负债为主，但占比持续下降。截至 2025 年末，公司负债总额较上年末增长 6.44%，主要系应付短期融资券、应付债券和代理买卖证券款增加等所致；自有负债较上年末增长 4.11%，主要系有息债务增长等所致，构成以卖出回购金融资产款、应付债券和应付短期融资款等为主；非自有负债较上年末增长 13.03%，主要系代理买卖证券款增加所致，构成以代理买卖证券款为主。

图表 8 • 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	4696.49	100.00	5268.02	100.00	5607.32	100.00
按权属分：自有负债	3660.55	77.94	3894.08	73.92	4054.28	72.30
非自有负债	1035.94	22.06	1373.94	26.08	1553.04	27.70
按科目分：卖出回购金融资产款	1615.30	34.39	1837.95	34.89	1848.02	32.96
代理买卖证券	881.23	18.76	1119.10	21.24	1270.73	22.66
应付债券	1118.16	23.81	872.93	16.57	973.56	17.36
应付短期融资券	290.78	6.19	497.86	9.45	591.16	10.54
应付款项	407.33	8.67	327.56	6.22	278.25	4.96
其他	383.69	8.18	612.63	11.63	645.60	11.52

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 7.47%。从债务结构来看，2023—2025 年末，公司始终以短期债务为主，占比较高且波动上升，需持续做好流动性管理。

从杠杆水平来看，2023—2025 年末，公司自有资产负债率变动不大，杠杆水平尚可；母公司口径净资产/负债和净资产/负债指标均满足相关监管要求（ $\geq 9.60\%$ 和 $\geq 12.00\%$ ）。

图表 9 • 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）	3119.82	3420.22	3603.51
其中：短期债务（亿元）	1991.05	2518.78	2601.63
长期债务（亿元）	1128.77	901.44	1001.88

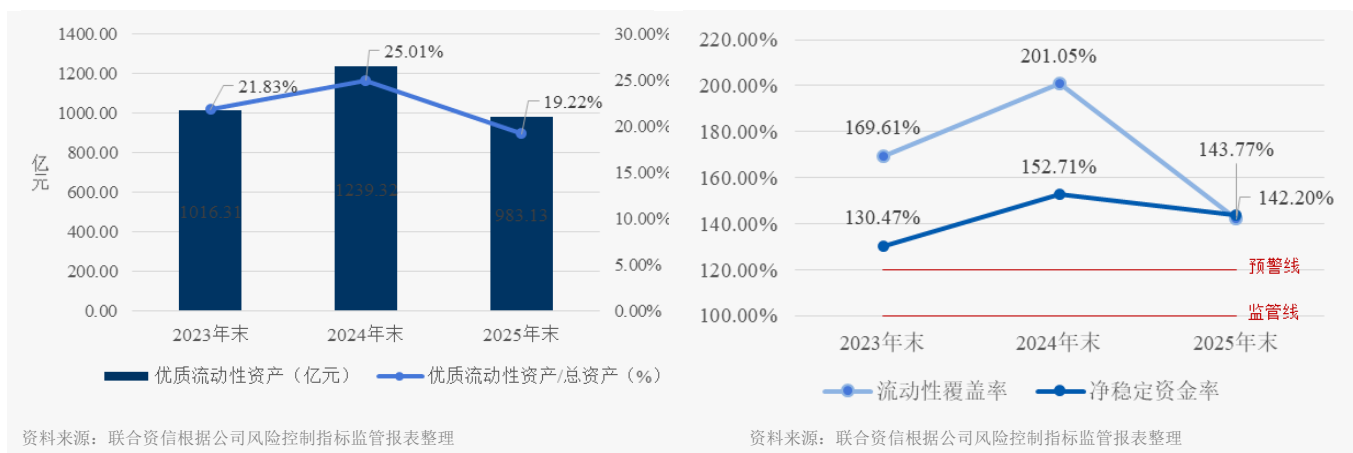
短期债务占比 (%)	63.82	73.64	72.20
自有资产负债率 (%)	74.26	74.72	74.49
净资本/负债 (%) (母公司口径)	26.44	24.32	23.44
净资产/负债 (%) (母公司口径)	34.55	33.30	33.94

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

公司流动性指标整体表现很好。

公司持有充足的高流动性资产以满足公司应急流动性需求。2023—2025 年末，公司优质流动性资产/总资产波动下降，整体处于较好水平；净稳定资金率波动上升，流动性覆盖率波动下降，流动性指标表现较好。截至 2025 年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别较上年末有所下降。整体来看，公司高流动性资产应对短期内资金流失的能力很强，长期稳定资金支持公司业务发展的能力较强，公司流动性指标整体表现很好。

图表 10 • 公司流动性相关指标



2 资本充足性

2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，权益稳定性一般，资本充足性很好。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.60%，主要系利润留存所致。截至 2025 年末，公司所有者权益中未分配利润占比略高，同时其他权益工具占比维持较高水平，所有者权益稳定性一般。

利润分配方面，2023—2025 年，公司分别分配上年利润 7.66 亿元、16.00 亿元和 17.53 亿元，占上年净利润的 23.40%、29.14% 和 28.41%，利润留存力度较高，对资本形成较好补充。

图表 11 • 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 (%)
归属于母公司所有者权益	1255.12	98.92	1303.73	98.95	1373.54	98.95
其中：股本	535.00	42.63	535.00	41.04	535.00	38.95
其他权益工具 (永续次级债券)	266.33	21.22	266.33	20.43	266.33	19.39
资本公积	31.79	2.53	31.79	2.44	31.53	2.30
一般风险准备	134.29	10.70	147.76	11.33	168.60	12.27
未分配利润	222.09	17.69	235.80	18.09	280.83	20.45
其他	65.62	5.23	87.05	6.68	91.25	6.64
少数股东权益	13.69	1.08	13.82	1.05	14.61	1.05
所有者权益	1268.81	100.00	1317.55	100.00	1388.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

风险控制指标方面，2023—2025 年末，公司母公司口径净资产持续增长，受附属净资本下降影响，净资本持续下降；公司净资本/净资产持续下降；公司风险覆盖率波动上升，资本杠杆率持续上升，资本充足性整体处于行业很好水平。本次债项发行后，

可以进一步增强资本实力。

图表 12 • 母公司口径期末风险控制指标

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）	614.78	660.55	687.65	--	--
附属净资本（亿元）	300.20	243.60	207.80	--	--
净资本（亿元）	914.98	904.15	895.45	--	--
净资产（亿元）	1195.45	1237.61	1296.18	--	--
各项风险资本准备之和（亿元）	304.21	237.80	242.82	--	--
风险覆盖率（%）	300.77	380.21	368.76	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率（%）	11.28	17.37	17.76	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产（%）	76.54	73.06	69.08	≥20.00	≥24.00

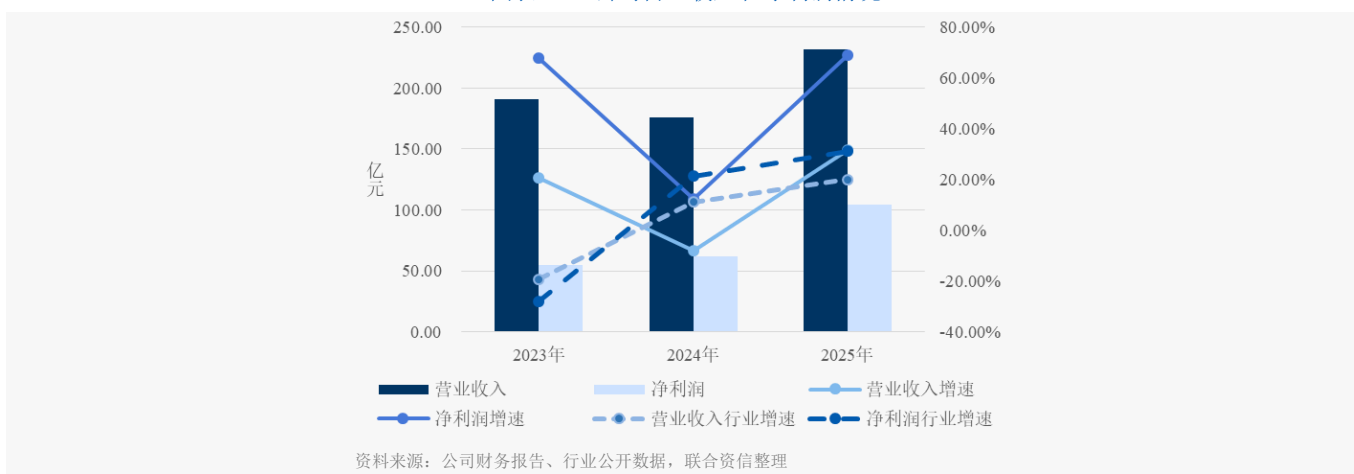
资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

3 盈利能力

2023—2025 年，公司营业收入波动增长，净利润持续增长，整体盈利能力很强。

2023—2025 年，公司营业收入波动增长，变动原因详见“经营概况”。

图表 13 • 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司财务报告、行业公开数据，联合资信整理

公司营业支出主要由业务及管理费等构成。2024—2025 年，公司营业支出基本保持稳定。

公司业务及管理费主要为人力成本。2023—2025 年，公司业务及管理费变动不大。

2023—2025 年，公司计提各类减值损失规模持续减少，主要为信用减值损失。其中，2025 年，计提减值损失规模同比大幅减少，主要系其他债权投资和债权投资减值损失同比均有所减少等所致。

2023 年，其他业务成本主要为期货子公司的大宗商品销售成本；2024—2025 年，受相关会计政策变更的影响，其他业务成本占比很小。

图表 14 • 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	100.31	77.30	100.02	97.45	101.00	97.68
各类减值损失 (“-”代表转回)	3.13	2.41	1.27	1.24	0.60	0.58
其他业务成本	25.16	19.39	0.28	0.27	0.24	0.24
其他	1.17	0.90	1.07	1.04	1.55	1.50
营业支出	129.76	100.00	102.63	100.00	103.40	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

综合以上因素，2023—2025 年，公司利润总额和净利润均持续增长；营业费用率和薪酬收入比均波动下降；营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均逐年提升，盈利指标表现较好，盈利稳定性很好，整体盈利能力很强。

图表 15 • 公司盈利指标表

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业费用率 (%)	52.52	56.85	43.61
薪酬收入比 (%)	38.39	41.38	32.19
营业利润率 (%)	32.06	41.67	55.35
自有资产收益率 (%)	1.14	1.22	1.96
净资产收益率 (%)	4.54	4.77	7.71
盈利稳定性 (%)	48.48	32.80	33.60

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 其他事项

公司或有风险很低。

截至 2025 年末，联合资信未发现公司存在对外担保。

截至 2025 年末，联合资信未发现公司存在涉案金额超过 5000 万元，且占公司上年末合并报表范围净资产 5%以上；或者可能导致的损益超过 1000 万元，且占公司上年度合并报表范围净利润 10%以上的重大诉讼、仲裁事项。

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 22 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 6 月 2 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，亦未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至 2025 年末，公司共获得百余家银行的授信，授信额度合计为 5847 亿元，尚未使用的授信额度为 3993 亿元，尚未使用授信规模很大，能够满足公司业务发展需求。

十、ESG 分析

公司环境风险很小，较好地履行了社会责任，治理结构和内控制度较为完善，公司 ESG 表现很好，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。公司落实国家碳达峰碳中和战略，助力绿色金融，公司支持清洁能源、节能环保等绿色产业融资，助力环保企业上市。2025 年，公司主承销绿色债券 51 只，承销金额共计 218.06 亿元，此外，公司作为保荐机构和联席主承销商，助力新能源电池相关领域的企业完成定向增发。

社会责任方面，公司深耕乡村振兴、教育医疗、生态保护等公益领域，积极履行社会责任。公司纳税情况良好，2023—2025 年均均为纳税信用 A 级纳税人。截至 2025 年末，公司解决就业人数为 10732 人。

公司治理结构和内控制度较为完善，由控股股东申万宏源集团牵头建立了 ESG 治理体系。公司推行董事会的多元化建设，截至本报告出具日，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，其中独立董事占比 3/11，女性董事占比 1/11。

十一、外部支持

公司股东背景很强，股东能为公司发展提供较大支持。

公司控股股东申万宏源集团为“A+H”上市公司，是中央汇金控股的投资控股集团；业务覆盖证券、信托、基金、期货、资管等多个领域。申万宏源集团利用“投资控股集团+证券子公司”的双层架构，持续巩固和提升证券业务行业地位。申万宏源集团资产规模很大，资本实力很强；截至 2025 年末，申万宏源集团资产总额 7415.47 亿元，所有者权益合计 1401.77 亿元。

公司实际控制人中央汇金是由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。中央汇金控股参股多家大型金融机构，其多元化的金融布局能够为公司的业务开展提供一定的资源。

2018 年至今，申万宏源集团对公司合计增资 205.00 亿元，对公司业务发展提供了较大支持；同时，申万宏源集团及中央汇金在品牌背景、人员派驻等方面为公司提供了较大支持。

十二、债券偿还风险分析

本次债项发行对公司债务水平的影响一般，相关指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变化不大。考虑到公司股东背景很强、自身资本实力很强、经营竞争力很强及本次债项性质等因素，公司对本次债项的偿还能力极强。

1 本次债项对公司现有债务的影响

本次债项为永续次级债券，破产清算时的清偿顺序位于公司的普通债务之后、先于公司股权资本。公司根据相关会计规定将本次债项分类为权益工具，考虑到募集资金部分用于偿还到期债务，发行后将降低公司现有债务水平并优化公司资本结构。

同时，联合资信测算了本次债项在首个周期末赎回情况下的债务水平，即将本次债项视为普通有息债务（假设计入负债）测算其发行后对公司债务水平的影响。截至 2025 年末，公司全部债务*规模 3869.84 亿元（将永续债券调整计入，下同），本次债项发行规模不超过 300.00 亿元，发行规模相较于公司现有债务规模一般。

以 2025 年末财务数据为基础，假设本次债项募集资金净额为 300.00 亿元，在不考虑其他因素变化的情况下，本次债项发行后，公司全部债务*规模将增长 7.25%。本次债项募集资金扣除发行费用后部分用于偿还到期债务，本次债项发行后，公司实际的债务规模将小于测算水平。此外，本次债项的发行条款设置了公司续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权，上述条款的设置有利于公司合理安排偿还计划，减轻集中偿还压力。

2 本次债项偿还能力

以相关财务数据为基础，按照本次债项发行 300.00 亿元估算，公司调整后所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本次债项发行前、后的调整后全部债务覆盖程度变化不大，本次债项发行对公司偿债能力影响不大。

图表 16 • 本次债项偿还能力测算

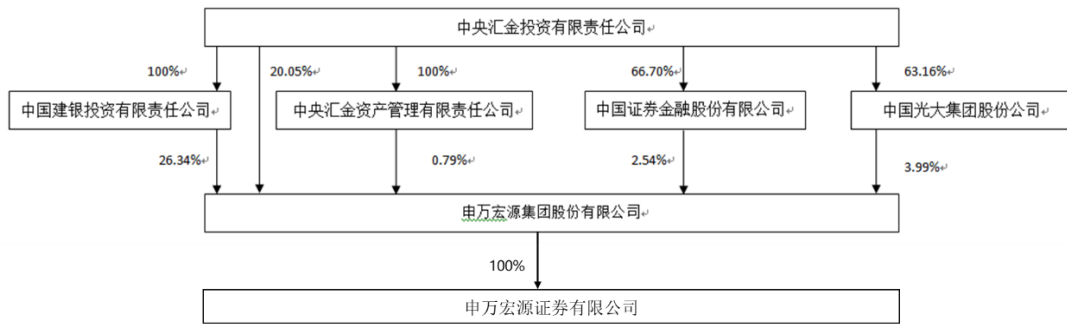
项目	2025 年/末	
	发行前	发行后
全部债务*（亿元）	3869.84	4169.84
所有者权益*/全部债务*（倍）	0.29	0.27
营业收入/全部债务*（倍）	0.06	0.06
经营活动现金流入额/全部债务*（倍）	0.14	0.13

注：表中的全部债务*为将永续债计入后的金额，所有者权益*为将永续债剔除后的金额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十三、评级结论

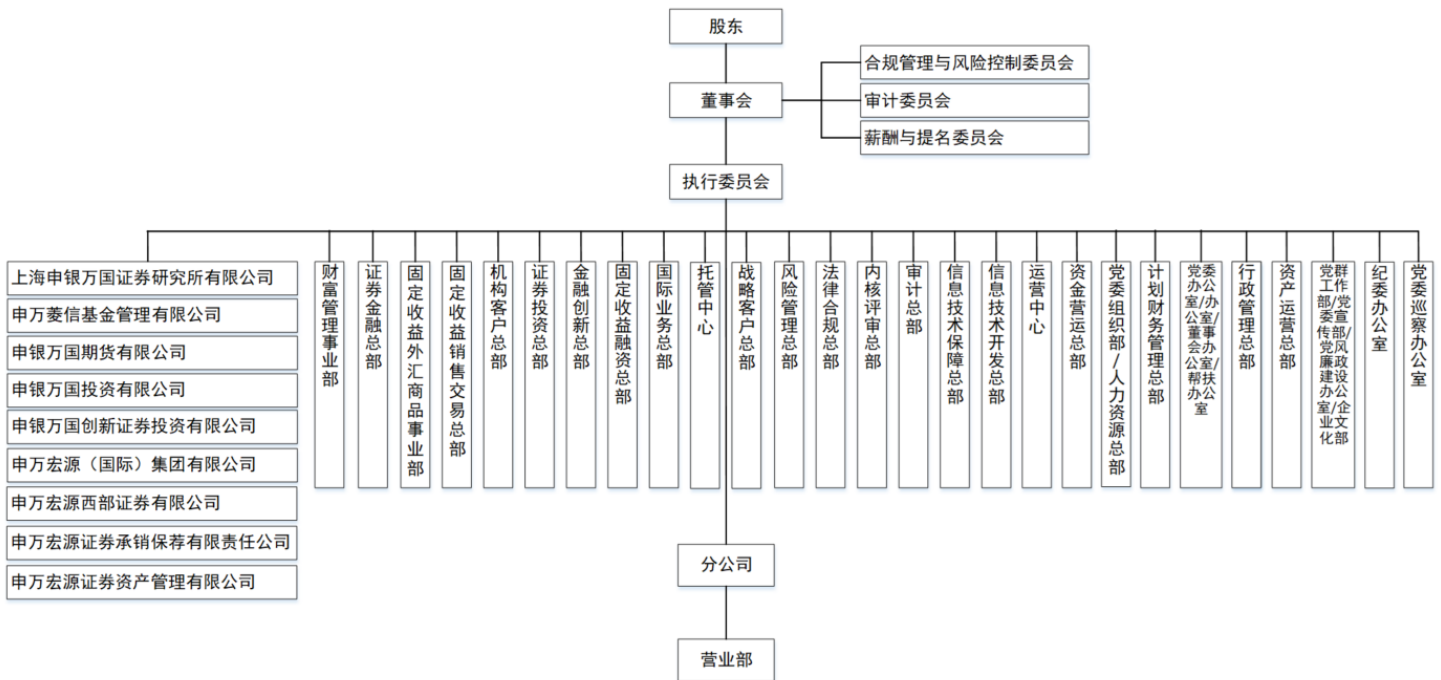
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本次债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年末）



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 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

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，联合资信将在本次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。

申万宏源证券有限公司（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次债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次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、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次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。