

供给侧改革驱动价值重估，AI赋能效率提升

——证券行业2025年中期投资策略【勘误版】

证券分析师：孙 婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

2025年5月4日

- **2025年证券行业回顾：交投仍活跃，市场波动加剧。** 1) 日均成交量显著提升，两融余额维持高位。2024年券商公募代销保有规模小幅提升，ETF具有绝对优势。2) IPO数量及规模延续下降趋势；增发规模同比提升。3) 资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。4) 权益市场震荡加剧，券商自营业务面临较大考验。今年以来权益及固收市场波动加剧，叠加去年固收类产品发行较好，较高基数下公募基金发行有所回落。5) 2025Q1 50家上市券商合计实现营业收入1361亿元，同比增长24%，实现归母净利润558亿元，同比增长80%。扣除因国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉，所带来的营业外收入85亿元，上市券商实现归母净利润469亿元，同比增长51%。
- **一流投行如何炼成？境内外头部券商发展之路。** 继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。
- **AI赋能券商，存量降本增效+新生业务可能性。** 1) AI赋能券商及证券科技存量业务增长：目前头部AI金融公司都在致力于以大模型赋能股基APP或是金融终端，为已有功能注入AI能力，实现智能客服、智能投顾、智能风险等多场景应用，通过大模型多样、便捷、高效的特点，提升原有客户粘性、提高获客能力并吸引客流量，推动公司C端、B端存量业务增长。2) AI催生券商及证券科技新业务发展：金融大模型的继续推出和不断完善，有望催生金融领域新的业务场景和应用，推动金融行业新型业务产生，推动金融行业不断向前发展。金融AI相关产品将逐步进入收费阶段，成为行业新增量。
- **投资建议：谋时而动，顺势而为。** 1) 牛市旗手，直接受益于市场反弹。2) 持仓低，业绩向上空间大。截止至2025年4月28日，证券II（中信）指数估值为1.32x PB，处于历史11.71%分位，处于近十年来的29.35%分位。公募基金一季度持有券商仓位仅0.21%，严重低配。我们认为随着流动性改善、利好性政策出台，券商股估值有望随市场改善而进一步提升。3) 重点推荐：中信证券、招商证券、广发证券、华泰证券、中国银河、中金公司、东方财富、指南针等。
- **风险提示：** 1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济复苏不及预期；3) 资本市场监管趋严；4) 行业竞争加剧。



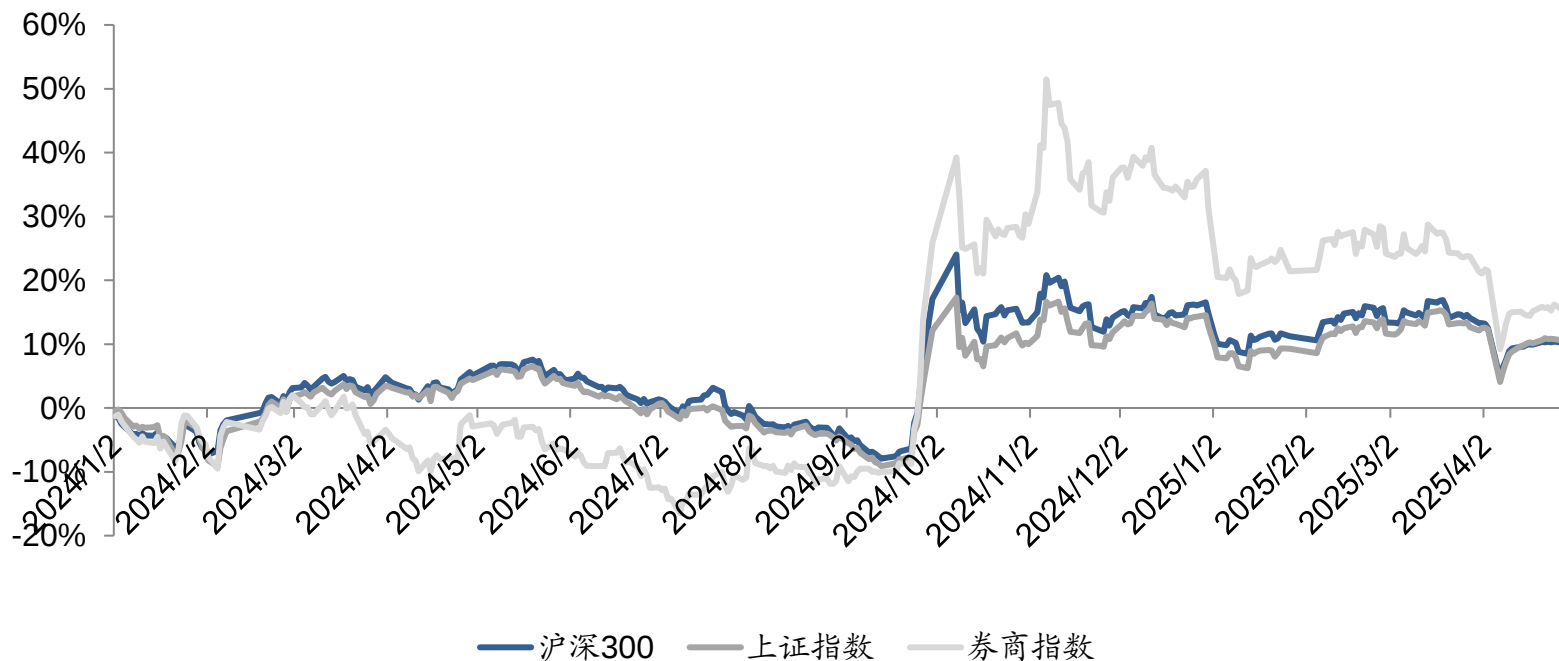
- 1. 2025年证券行业回顾：交投仍活跃，市场波动加剧
- 2. 并购重组或推动行业供给侧改革，打造航母级券商
- 3. AI赋能券商，存量降本增效+新生业务可能性
- 4. 投资建议：谋时而动，顺势而为
- 5. 风险提示

1. 2025年证券行业回顾：交投仍活跃，市场波动加剧

1. 2025年以来券商股表现弱于大市

- 截至2025年04月28日，2025年以来券商股累计下跌11.94%，跑输沪深300指数的-3.90%以及上证综指的-1.89%。
- 我们认为可能是由于2024年9月24日到11月30日，券商作为牛市旗手，已积累不少超额收益，且在今年以来的下跌市场中，beta属性亦有放大效应。

图：2024年以来券商指数表现

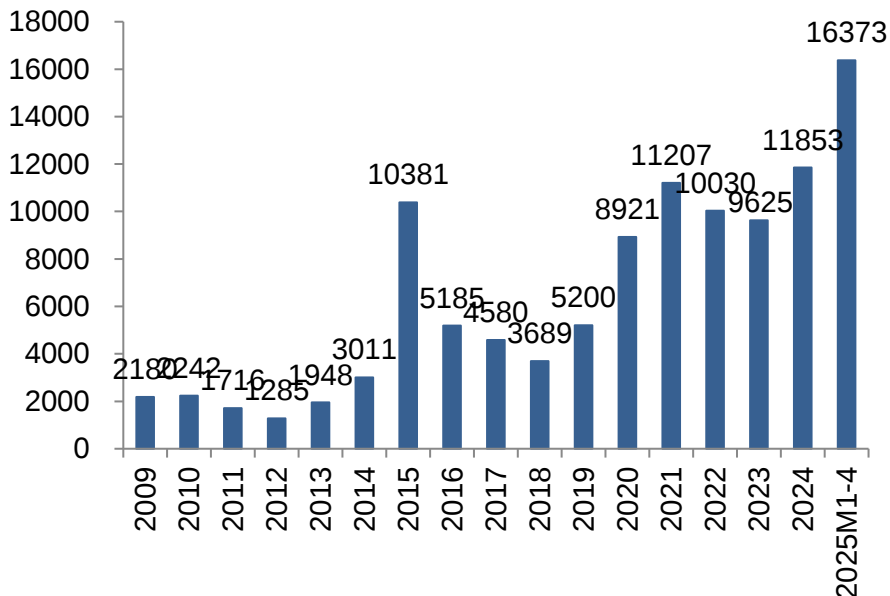


1.1. 日均成交量显著提升，两融余额维持高位

➤ 2025年以来，日均成交量显著提升，两融余额维持高位。

- 截至2025年04月28日，2025年日均成交量16373亿元，较2024年的11853亿元提升38%，较2024年前4月的10013亿元提升64%。2024年9月24日以来，日均交易量高达1.9万亿元。
- 市场活跃度持续提升，交投火热背景下，截至2025年4月25日，全市场两融余额较2024年同期的15121亿元提升19%至18026亿元，较2024年最低点13707亿元提升32%。

图：日均交易额较2024年显著提升（亿元）



图：2025年以来两融余额维持高位（亿元）



1.2 公募代销保有规模小幅提升，ETF具有绝对优势

- 2024年券商公募代销保有规模小幅提升，ETF方面具有绝对优势。
- 券商股+混保有规模占比27%，较24H1提升2.4pct，非货口径下占比为20%，较24H1提升1.8pct。
 - 从股票指数基金销售保有规模上看，券商保有规模占比为58%，具有绝对优势，其中中信证券、华泰证券、银河证券分别位列第2、3、6位。

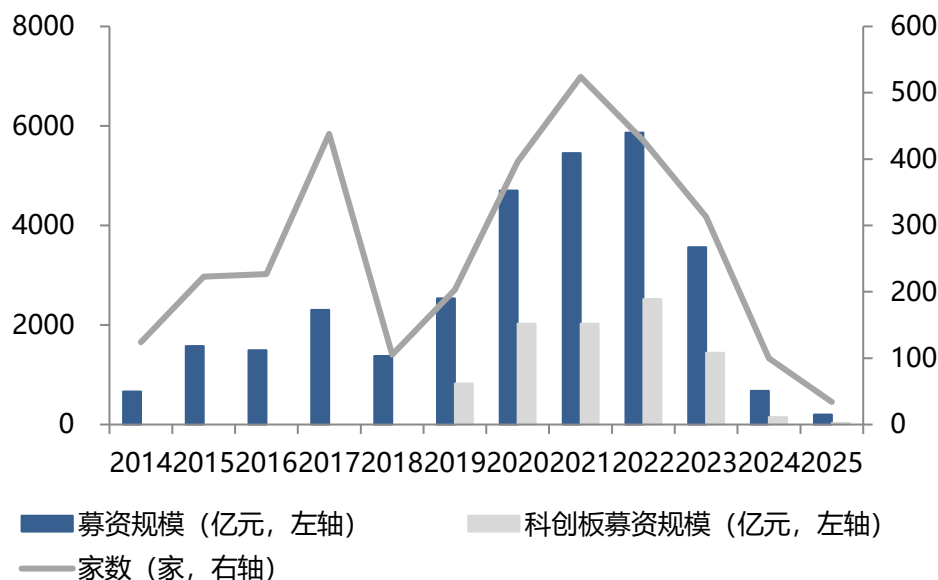
表：2024年末基金代销机构公募基金销售保有规模（前20位）

排名	机构简称	股票+混合保有规模 (亿元)		股票+混合市占率		排名	机构简称	非货币市场保有规模 (亿元)		非货币市场市占率		排名	机构简称	ETF基金保有规模 (亿元)		股票指数型市占率	
		保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2			保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2			保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2
1	蚂蚁	7388	6.8%	9.74%	10.73%	1	蚂蚁	14529	7.5%	7.58%	7.54%	1	蚂蚁	3201	20.9%	8.22%	10.17%
2	招商银行	4105	-12.2%	5.41%	7.25%	2	招商银行	9504	10.3%	4.96%	4.81%	2	中信证券	1090	22.2%	2.80%	3.43%
3	天天基金	3493	1.7%	4.61%	5.32%	3	天天基金	5754	4.2%	3.00%	3.08%	3	华泰证券	1087	19.1%	2.79%	3.51%
4	工商银行	3310	1.5%	4.36%	5.05%	4	兴业银行	4689	1.3%	2.44%	2.58%	4	天天基金	925	14.6%	2.38%	3.10%
5	建设银行	2504	1.7%	3.30%	3.82%	5	工商银行	4687	3.6%	2.44%	2.52%	5	招商银行	582	38.9%	1.49%	1.61%
6	中国银行	1837	0.4%	2.42%	2.84%	6	中国银行	4024	4.2%	2.10%	2.16%	6	中国银河	543	24.5%	1.39%	1.68%
7	交通银行	1537	-1.3%	2.03%	2.41%	7	建设银行	3459	2.5%	1.80%	1.88%	7	招商证券	533	19.8%	1.37%	1.71%
8	中信证券	1357	-1.4%	1.79%	2.13%	8	腾安基金	2976	11.4%	1.55%	1.49%	8	东方财富	464	26.8%	1.19%	1.41%
9	农业银行	1300	-1.7%	1.71%	2.05%	9	平安银行	2707	4.9%	1.41%	1.44%	9	广发证券	455	26.7%	1.17%	1.38%
10	华泰证券	1202	11.2%	1.59%	1.68%	10	中信证券	2088	14.3%	1.09%	1.02%	10	平安证券	430	24.3%	1.10%	1.33%
11	兴业银行	798	-4.7%	1.05%	1.30%	11	上海基煜	2041	-1.2%	1.06%	1.15%	11	国泰君安	407	31.7%	1.05%	1.19%
12	中国人寿	951	16.8%	1.25%	1.26%	12	邮储银行	1987	26.1%	1.04%	0.88%	12	国信证券	394	38.7%	1.01%	1.09%
13	平安银行	786	-0.5%	1.04%	1.22%	13	交通银行	1947	-2.1%	1.02%	1.11%	13	中信建投	387	23.6%	0.99%	1.20%
14	民生银行	728	-4.7%	0.96%	1.18%	14	农业银行	1710	1.5%	0.89%	0.94%	14	海通证券	371	54.6%	0.95%	0.92%
15	浦发银行	728	-2.0%	0.96%	1.15%	14	华泰证券	1666	11.2%	0.87%	0.84%	15	中金公司	274	76.8%	0.70%	0.60%
16	腾安基金	755	5.4%	1.00%	1.11%	16	中信银行	1529	18.9%	0.80%	0.72%	16	工商银行	269	72.4%	0.69%	0.60%
17	中信银行	685	-3.7%	0.90%	1.10%	16	宁波银行	1512	-0.1%	0.79%	0.85%	17	申万宏源	267	33.5%	0.69%	0.77%
18	广发证券	781	11.6%	1.03%	1.09%	18	中国人寿	1412	21.6%	0.74%	0.65%	18	建设银行	258	44.1%	0.66%	0.69%
19	中国银河	719	16.2%	0.95%	0.96%	19	广发证券	1274	13.0%	0.66%	0.63%	19	腾安基金	257	16.8%	0.66%	0.85%
20	招商证券	699	13.5%	0.92%	0.95%	20	京东肯特	1263	15.3%	0.66%	0.61%	20	中银国际	224	13.7%	0.58%	0.76%
前20名合计		35663	1.2%	47%	55%	前20名合计		70758	7.0%	37%	37%	前20名合计		12418	25.7%	31.89%	37.98%

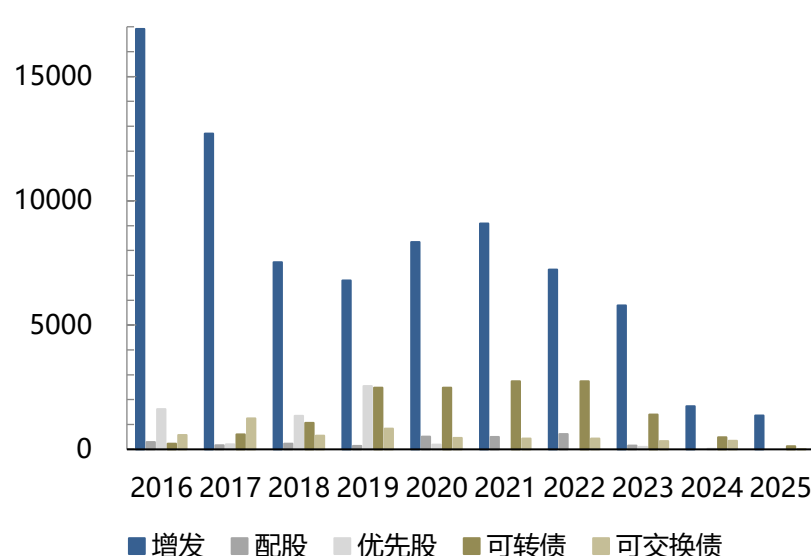
1.3 IPO延续下降趋势，增发规模同比提升

- 2025年以来，IPO发行公司数量及募资规模继续小幅下降。
- 截至2025年04月28日，2025年共发行37家IPO，较去年前4月增加2个，募资规模247亿元，较去年前4月下滑6%；其中科创板发行5家，募资规模32亿元。
- 增发规模大幅提升。
- 2025年以来，增发募集资金1482亿元，较去年前4月提升76%；可转债178亿元，较去年前4月下滑13%。

图：2025年IPO募集数量及规模同比均下滑



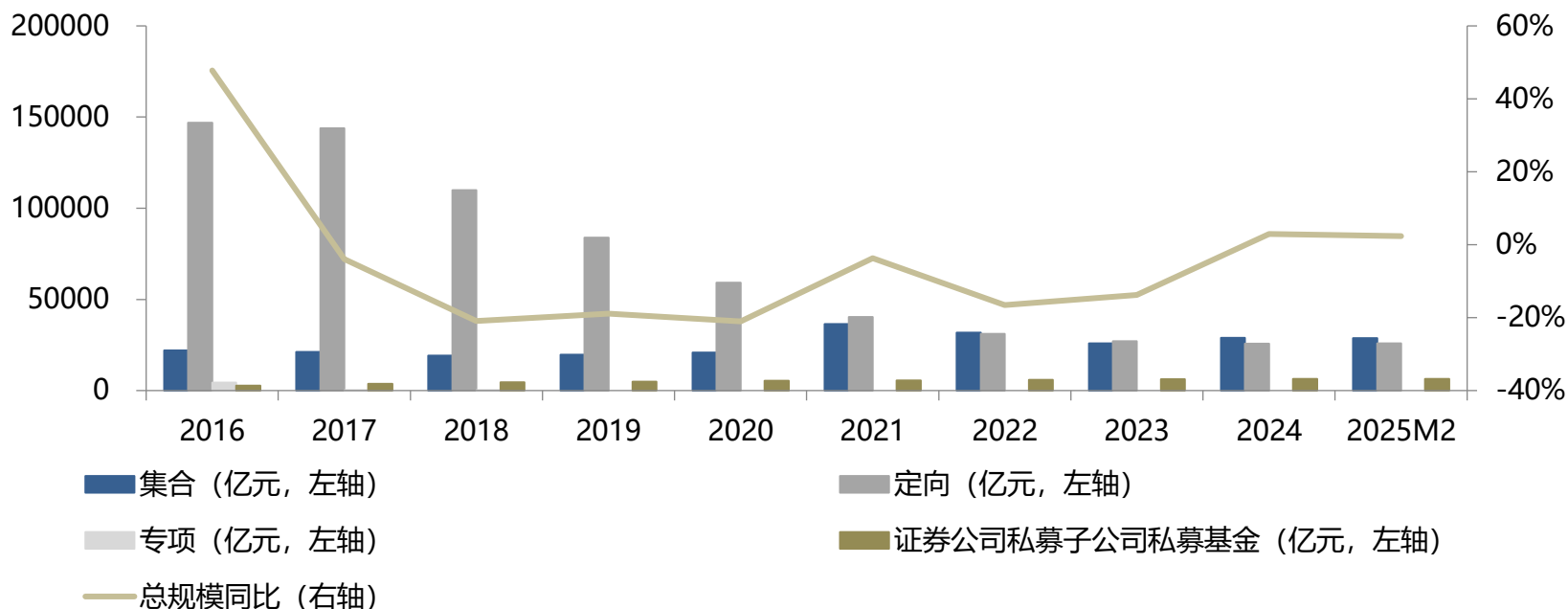
图：2025年以来再融资规模同比下滑（亿元）



1.4. 资管转型趋势显现

- 资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，随着资管新规过渡期结束，我们预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。
- 截止2025年2月末券商资管规模6.1万亿元，较24年同期提升2%。其中，集合类资管规模2.9万亿元，较2024年同期提升8%。

图：券商资管规模及同比增速



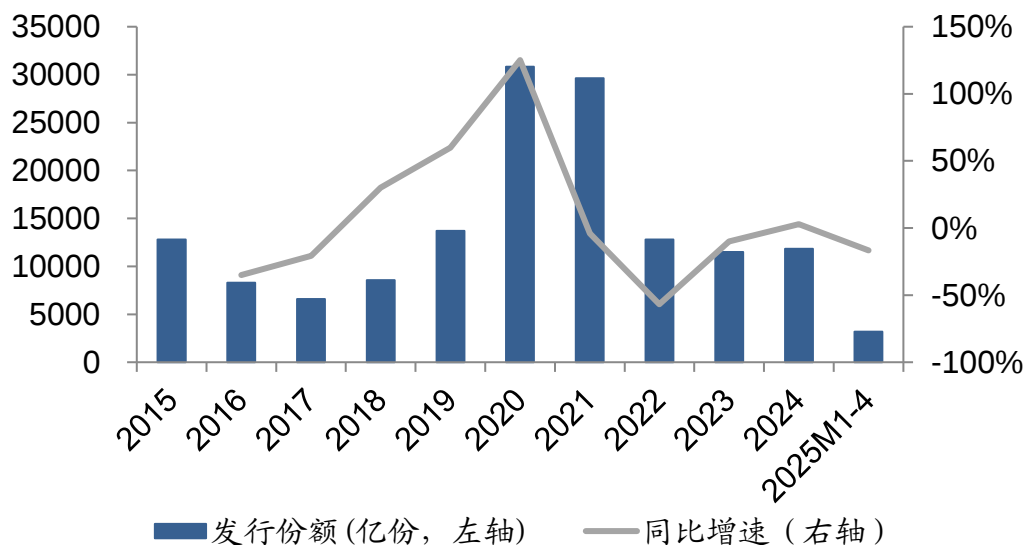
1.5. 权益市场震荡加剧，公募发行有所回暖

- 权益市场震荡加剧；高基数下，固收业务难度加大。券商自营业务面临较大考验。
- 截止至2025年04月28日，2025年以来沪深300指数下跌3.90%，万得全A下跌1.91%，去年前4月（截至4.28）沪深300上涨4.46%，万得全A下跌3.01%。
- 中债总全价指数下跌0.64%，去年同期上涨1.33%。
- 公募基金发行小幅回落。
- 截止2025年04月28日，发行份额3202亿份，较去年前4月下滑17%，我们认为发行规模同比下滑的主要原因是今年股债市场波动加大，叠加去年固定收益类产品发行较好，基数较高。

表：主要股、债指数涨跌幅

	沪深300指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全A
2024年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2024年1-4月 (截至4.28)	4.46%	-3.58%	3.82%	1.33%	-3.01%
2025年1-4月 (截至4.28)	-3.90%	-9.67%	-1.89%	-0.64%	-1.91%

图：公募基金发行份额



1.6. 25Q1上市券商业绩：归母净利润同比增长80%

- 2025Q1 50家上市券商合计实现营业收入1361亿元，同比增长24%，实现归母净利润558亿元，同比增长80%。扣除因国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉，所带来的营业外收入85亿元，上市券商实现归母净利润469亿元，同比增长51%。

表：2025年一季度上市券商经营数据（百万元）

	营业收入	营业收入同比	归母净利润	归母净利润同比	ROE	杠杆率	费用率
国泰海通	11773	47%	12242	392%	6.46%	4.03	42%
中信证券	17761	29%	6545	32%	2.37%	4.63	43%
华泰证券	8232	35%	3642	59%	2.10%	3.27	38%
中国银河	7558	5%	3016	85%	2.44%	4.09	37%
广发证券	7240	46%	2757	79%	2.06%	4.31	49%
东方财富	3486	42%	2715	39%	3.31%	2.66	17%
国信证券	5282	57%	2329	90%	2.26%	3.45	41%
招商证券	4713	10%	2308	7%	1.87%	4.12	46%
中金公司	5721	48%	2042	65%	1.98%	4.83	57%
申万宏源	5479	-4%	1977	42%	1.87%	5.18	44%
中信建投	4919	15%	1843	50%	2.04%	4.35	49%
东方证券	5382	49%	1436	62%	1.79%	3.69	41%
方正证券	2964	49%	1195	52%	2.47%	4.17	52%
东吴证券	3092	39%	980	115%	2.33%	3.67	33%
长江证券	2514	89%	980	144%	2.70%	2.55	50%
光大证券	2505	14%	819	20%	1.22%	3.10	59%
国投资本	3305	3%	680	94%	1.27%	3.90	46%
国元证券	1519	8%	641	38%	1.73%	3.73	45%
长城证券	1277	41%	605	72%	2.00%	3.06	43%
国金证券	1885	27%	583	59%	1.71%	3.01	60%
浙商证券	2994	-23%	556	24%	1.57%	3.92	31%
华安证券	1431	72%	525	88%	2.32%	3.38	37%
兴业证券	2792	17%	516	57%	0.90%	3.88	58%
东兴证券	1429	-28%	380	5%	1.33%	3.01	37%
国联民生	1562	801%	376	扭亏为盈	0.96%	2.83	69%
中泰证券	2545	0%	370	12%	0.88%	3.25	78%
华西证券	1085	68%	301	138%	1.27%	2.90	63%
红塔证券	566	46%	296	147%	1.20%	1.81	37%
西部证券	1216	-24%	291	48%	1.01%	2.98	47%
财通证券	1069	-24%	290	-37%	0.79%	3.04	71%
合计	136107	24%	55818	80%	1.43%	3.34	47%

2. 并购重组或推动行业供给侧改革，打造航母级券商

2.1.监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商

- 监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。国务院及证监会密集表态将支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流投行。
- 国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。

表：监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019年11月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020年7月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023年10月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023年11月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。
2024年3月	证监会	《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）》提出适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，做精做细。
2024年4月	国务院	国九条提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。
2024年4月	国务院	国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告指出：要推动金融国资国企提质增效，集中力量打造金融业“国家队”，不断提升竞争力和国际影响力，推动头部证券公司做强做优。

2.2. 近年来证券行业并购案例频现

- 行业竞争催生并购需求。费类业务竞争加剧、全面注册制、机构化的大背景下，券商竞争转向专业化、综合化业务，头部券商综合业务优势带来市占率持续提升，行业集中度提升趋势进一步凸显。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。
- 近十年间，券商与券商间的合并整合案例有11起，基本都是大型券商与中小券商或者中小券商之间的整合。而国君与海通的合并是首例大型券商与大型券商之间的整合，并由此开启行业供给侧改革的新时代。

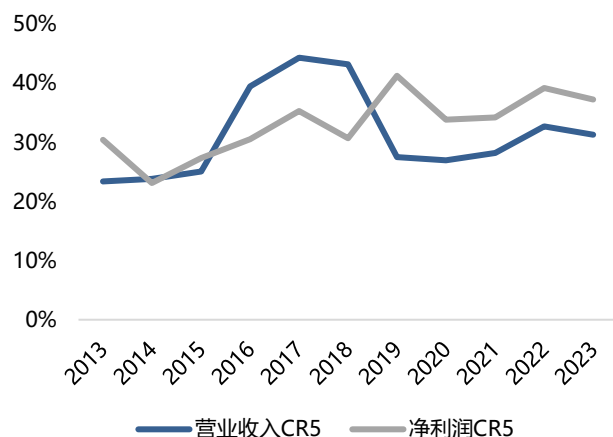
表：近十年券商合并收购案例

时间/公告时间	合并方	被合并方	原因	效果
2014年7月	国泰君安	上海证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司成功上市后，应监管要求解决同业竞争问题而交出控制权
2014年8月	方正证券	民族证券	主动收购，扩大业务规模	成功完成营业部等各方面资源的整合，民族证券转变为方正证券的承销保荐子公司
2015年1月	申银万国	宏源证券	中央汇金主导合并，目标打造一流券商	合并后内部协同不及预期，营业收入和归母净利润跑输行业，ROE回落至合并前。
2019年6月	天风证券	恒泰证券	主动收购，实现业务转型及全产业、全网点布局	当前天风证券已终止并表计划
2019年7月	中金公司	中投证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司整体规模显著扩大，经纪业务短板得到补齐，主要指标跃升至行业第一梯队。
2020年1月	中信证券	广州证券	主动收购，扩张经纪业务版图	快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，提升公司在广东省的市场份额
2023年3月	国联证券	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务	研究所、投行业务等排名大幅提升
2023年12月	浙商证券	国都证券	主动收购，扩大业务规模	
2024年6月	西部证券	国融证券	主动收购，扩大业务规模	
2024年8月	国信证券	万和证券	主动并购，同属深圳国资体系，统筹客户资源，挖掘更多业务机会	
2024年9月	国泰君安	海通证券	主动并购，由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行	

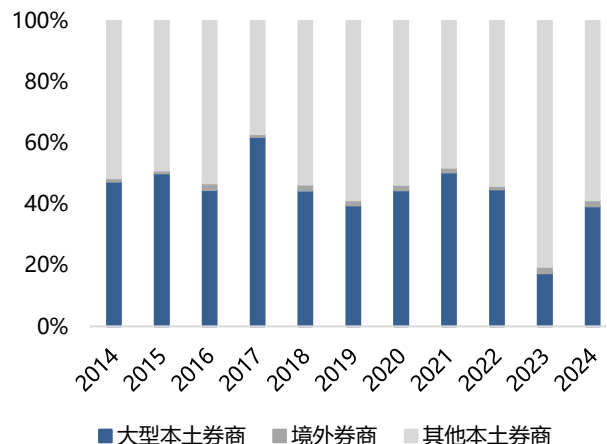
2.2. 近年来证券行业并购案例频现

- 行业集中度高，券商龙头呈现马太效应，中小券商通过并购更快形成规模效应。从营业收入和净利润的角度来看，近年来前五大券商在行业中的份额不断提升。营业收入占比从2013年的24%增长至2023年的31%；净利润占比从30%增长至37%。我们认为在未来行业竞争进一步加强，衍生品、海外业务、创新业务不断试点的背景下，大型券商更能凭借自身底蕴，形成马太效应，中小型券商也能通过多渠道充实公司资本及外延式并购快速扩大业务规模，从而形成规模效应。
- 全球主要市场，证券行业集中度亦较高。日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在40%中枢波动；在美国投行中，以NYSE交易商口径统计，2018年前十位交易商营业收入占到57%。

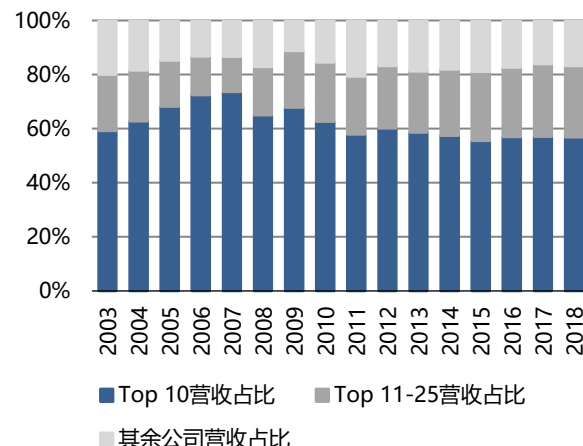
图：TOP5券商营业收入和净利润集中度



图：日本各类券商利润分布



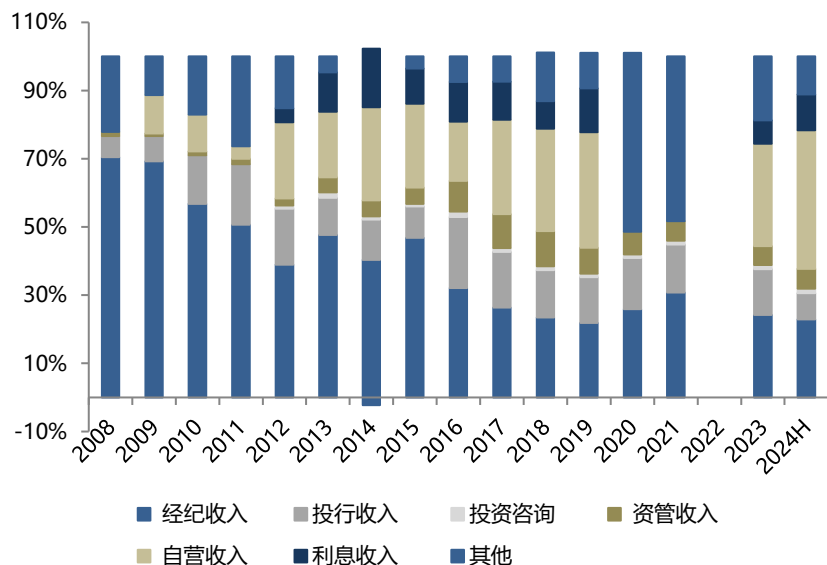
图：美国交易商盈利能力集中度



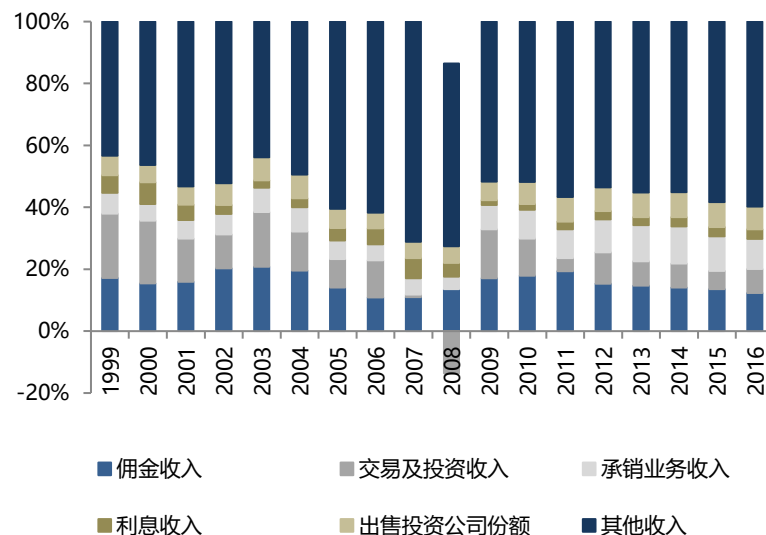
2.3. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 中国券商通道业务占比高，结构相对单一。以赚取高额通道费为主要业务模式，因此2012年以前通道业务（包括经纪业务和投资银行业务）收入占比非常高（超过70%）。2012年券商创新大会鼓励券商创新转型以后，券商资本中介类业务迅速发展，但相比海外投行，中国通道类业务占比仍较高，结构也相对单一。
- 业务同质化程度依然很高。业务拓展方面的创新不足，主要源于牌照审批导致事实上的垄断、市场基础设施不完善，抑制了创新的动力。产品研发方面的创新不足，则主要与证券行业及证券公司的人员结构不合理、人才短板突出有较大关系。

图：中国证券行业收入结构



图：美国证券行业收入结构



2.3. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 海外券商从经营模式或细分赛道上各有特点。
- 如日本券商主要可分为三大类：
 - **1) 五大综合类大券商**，包括银行系和非银行系，专注国内外机构业务、零售、银证合作等业务。其中，三菱UFJ、日兴证券和瑞穗金融集团属于银行系证券公司，野村证券和大和证券属于非银行背景的证券公司。
 - **2) 专注于区域的中小型券商**，以“匠人精神”服务本地客户，聚焦国内机构业务、地区零售业务，典型代表如极东证券、东洋证券等。
 - **3) 互联网浪潮下快速发展的网络券商**，专注网络经纪业务，典型代表如SBI证券、乐天证券、松井证券、Monex。

2.3. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

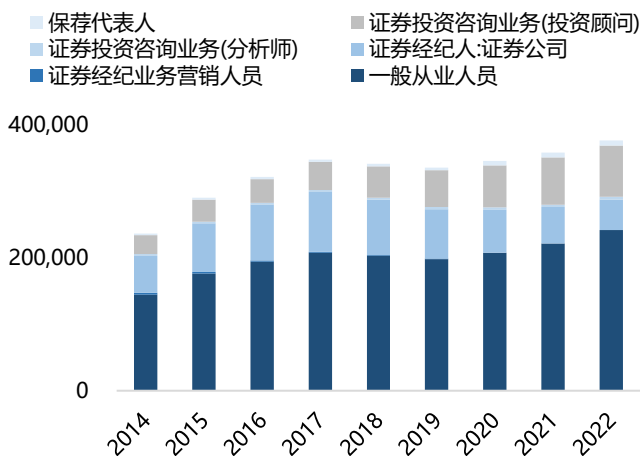
➤ 美国的投资银行模式也可以分为三大类：

- **1) 综合券商模式：**1975年证券法修正后，佣金自由化使得价格竞争加剧。随着大宗交易占比提升，大型投行顺势大力发展机构交易业务。此外，大型投行通过开发各类创新工具，通过并购重组类业务扩大投行业务收入，各类衍生品也在这个时期有了较快发展，大型投行业务呈现多元化。典型代表如高盛、摩根士丹利等。
- **2) 折扣服务转型财富管理模式：**佣金自由化后，零售客户初期并没有享受太多的佣金折扣，一批传统证券经纪商此时针对这些客户引入折扣经纪服务模式，为零售客户提供廉价的经纪交易服务。2000年后，行业竞争加剧，部分折扣券商开始探索财富管理模式。典型代表：嘉信理财、Interactive Brokers。
- **3) 网络券商模式：**随着互联网技术与电子交易技术的发展融合，美国出现了纯粹以网络为展业渠道的线上证券公司。凭借低廉的佣金价格和便捷的交易模式，线上券商的交易规模不断扩大，换手率持续增长。2015年后，网络券商纷纷推出“零佣金”策略，并通过为客户提供增值服务获取利润。这类券商的典型代表有E-Trade、Interactive Brokers、Robinhood。

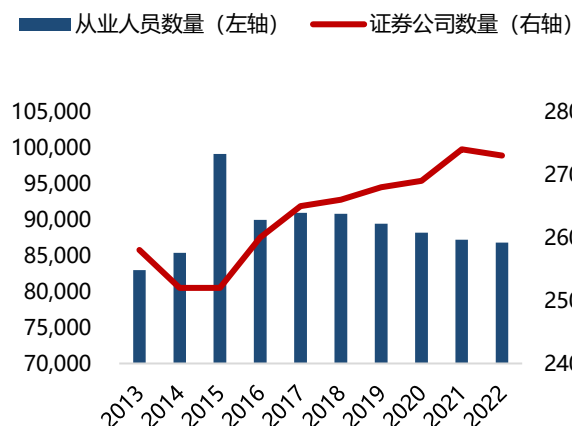
2.3. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，但并未形成鲜明特色。另一方面，近几年互联网金融的融合逐步加深，出现了以互联网为特色的小型券商，但主要仍基于导流、线上经纪等业务，差异化不显著。
- 降费大背景下，并购重组或推动供给侧改革。相比起美国日本等发达市场层次分明，分工明确的行业结构，当前我国券商开展业务同质化仍较为严重。参考美国70年代佣金价格战初期，在高度竞争下，未能及时压缩成本且资本实力不足的证券公司被迫退出历史舞台。
- 我们认为，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。由于成本的相对刚性，部分小型券商可能会产生较大的经营压力。此时通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

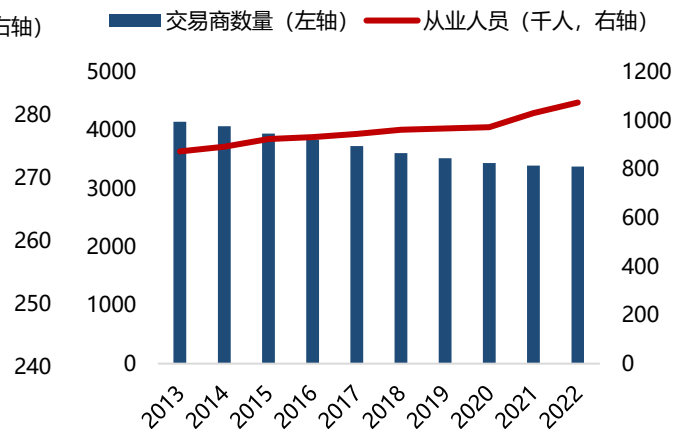
图：2014-2022年证券从业人员数量（人）



图：日本证券公司及从业人员数量



图：美国证券公司及从业人员数量

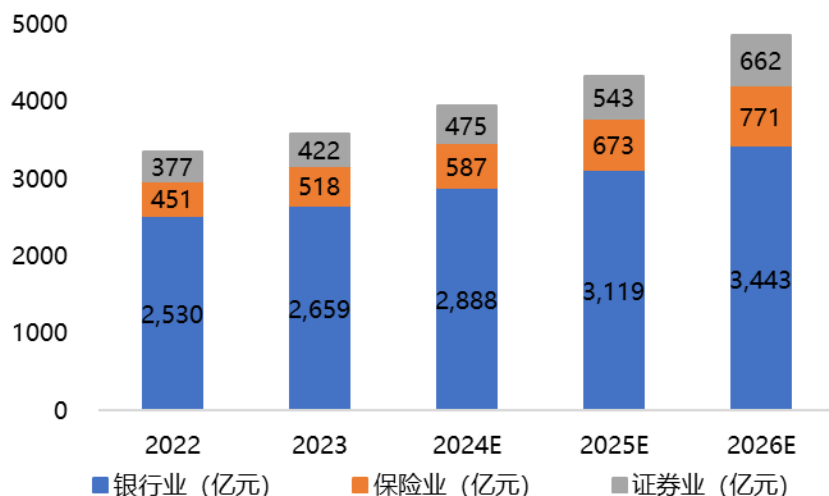


3. AI赋能券商，存量降本增效+新生业务可能性

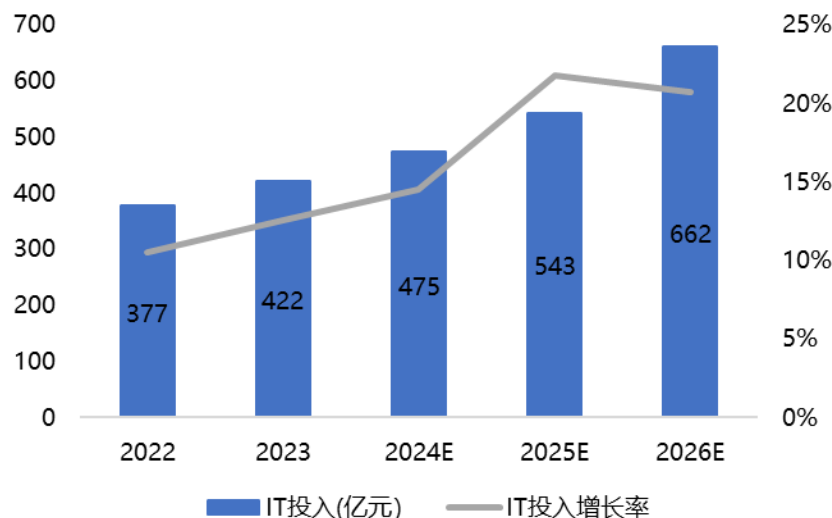
3.1. 金融行业科技投入逐年提升

- 金融科技资金投入年均复合增速快，证券IT投入占比逐年提升。随着数字经济的全面发展，为数字金融创造更多技术创新的资源和应用的需求场景，银行、保险、证券等传统金融机构作为信息科技服务的主要需求方近年来不断加大技术资金投入，据艾瑞咨询，2023年中国金融机构技术资金总投入达3,598亿元，银行占比74%；除银行外，各行业技术资金投入占比逐年提升，预计国内证券科技投入规模将以约20%的复合增长率于2026年超过662亿元。

图：2022-2026E中国金融机构技术资金投入情况



图：2022-2026E中国证券业科技投入及发展预测



3.2. AI将同时赋能金融行业存量及增量业务

➤ 我们认为AI+金融时代的到来将从存量、增量2个方面利好金融行业：

- 存量：①后台部门效率提升；②投资者数量增长、用户基数提升，投融资需求提升，市场交投活跃促进存量业务边际增长率提高。金融行业的发展与市场交易情绪、投资者数量等方面息息相关，以证券业务、资管业务为例，二者以交易量、换手率、产品规模等交易面指标为驱动源，我们将以市场交易面为增长力的传统金融业务定义为存量。金融科技赋予投资者更为简便、快速、全面的服务，在一定程度上有利于使投资者单位交易量、交易次数提升，乃至吸引更多主体使得市场投资者数量实现增长。此外，金融信息服务商产品不断更新迭代能够自研自用的同时向外输出，二次赋予传统金融机构更优质服务效用，金融信息服务高质量的输出将在已有存量增长的基础上赋予更高的边际增长率。
- 增量：AI赋能下新兴产品及应用应运而生。AI金融时代是金融与技术场景的融合，诞生了以智能投顾、大数据征信、虚拟人等新兴产品，我们将具有新兴应用场景或具有先进技术的金融产品定义为增量。随着人工智能技术的成熟，金融业大模型应运而生，底层技术的丰富与完善为大模型嵌入现有产品并实现降本增效提供契机，同时催生更多以金融大模型为基础的新产品和应用领域，AI金融时代蓝海市场可期。

AI金融时代

存量

经纪业务

投研、投顾

两融业务

资管业务

投行业务

自营业务

增量

新生金融业务

... ..

3.3. AI赋能券商行业逻辑链条梳理



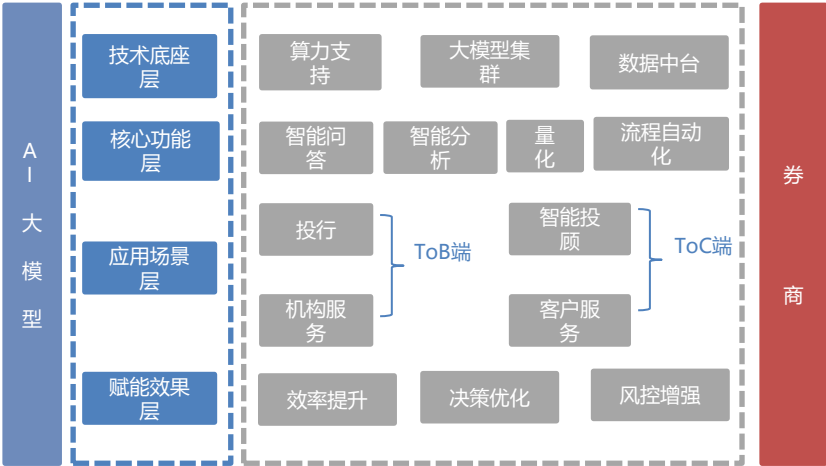
➤ AI赋能券商业务的三种形式

- ✓ 与现有模型合作
- ✓ 本地化部署开源模型与自研模型结合
- ✓ 纯自研模型

3.3. AI+券商，DeepSeek本地化部署浪潮

- 在金融科技与人工智能深度融合的浪潮下，国内券商正以“竞速”姿态接入DeepSeek等大模型技术。截至2025年3月，已有超过20家券商完成DeepSeek-R1模型的本地化部署，覆盖头部及中型机构，包括华泰证券、国泰海通、广发证券、财达证券等。
- 技术优势：DeepSeek-R1凭借“性能倍增、成本递减”特性，在数据处理、逻辑推理及多模态分析方面表现突出。
 - 安全合规：本地化部署满足金融行业数据安全要求，结合RAG（检索增强生成）和AI Agent技术，构建自主可控的智能中台。
 - 场景渗透：应用已从内部效率工具（如智能问答、流程指引）延伸至核心业务。
 - 行业展望：DeepSeek将进一步推动智能投顾、个性化财富管理等场景落地，助力机构拓宽科技护城河，重塑金融服务体验。

图表：AI大模型与券商结合



图：券商与通用AI大模型合作梳理

时间	券商名称	合作大模型	赋能方向	后续进程
2024年12月	华泰证券	豆包 DeepSeek	股票投资服务智能体	优化财富管理
2024年12月	国泰海通	DeepSeek	智能问答/行业研究/合规风控等	探索投研、客户服务等
2025年2月	广发证券	DeepSeek	机构客户服务	制定全面人工智能布局
2025年2月	中金公司	DeepSeek	投顾服务领域三位一体服务生态	攻关自主可控大模型
2025年2月	中信建投	DeepSeek	舆情监测、风险管控	部署全天候舆情监测
2025年2月	申万宏源	DeepSeek	基金分析/智能客服/舆情监测等	进入全面智能化时代
2025年2月	兴业证券	通义千问 DeepSeek	数智中台赋能业务场景	诸多场景全面赋能升级
2025年3月	招商证券	通义千问 DeepSeek	办公交流软件	智能投顾/投资/投研等核心业务落地
2025年4月	东吴证券	豆包 DeepSeek	股票投资服务智能体	全尺寸版本地化部署

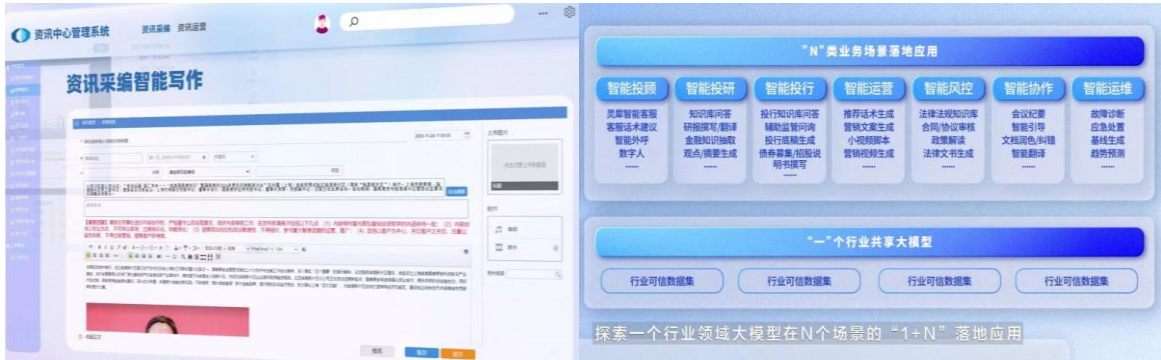
3.4. AI赋能券商后台，基础工作效率提升

- AI终端辅助人力，后台部门更加高效。合规风控、人力资源、战略支持等岗位对基础工作投入人力成本较大，例如文件审核、流程处理、会议纪要、资料润色等。券商引入AI金融系统后将在一定程度上提高基础工作的效率，成为金融从业人员的智能助手。部分券商已经引入AI工具（如DeepSeek），自动提取会议录音中的关键信息并生成结构化纪要，减少人工整理时间；并通过AI整合内部制度文件和案例库，生成标准化培训材料，辅助新员工快速掌握合规流程。
- 科技赋能风控，保障行业稳健发展。部分券商已具有更加前瞻性的风险管理意识，将金融科技逐渐应用于全面风险管理工作。兴业证券将AI应用于合规问答与敏感信息防护，通过本地化部署的“燎元智能助手”（基于DeepSeek大模型），实现合规问答自动化，例如实时解答业务人员关于反洗钱、信息披露等合规问题，并结合隐私计算技术，确保客户数据在风险分析中的安全使用。同花顺通过企洞察、证券预警系统等产品，多场景智能风控系统帮助券商降低业务进行的风险成本。

图：同花顺赋能券商风控产品

产品	核心功能
企洞察	智能搜索、组合查询、概念图谱、产业链图谱、舆情监控、隐匿关系查询
证券预警系统	舆情监控、风险追踪、企业云、诚信库、法律法规、社交媒体
互联网舆情分析	舆情采集、舆情分析、情感提炼、负面预警、可视化呈现

图：君弘灵犀大模型功能页面



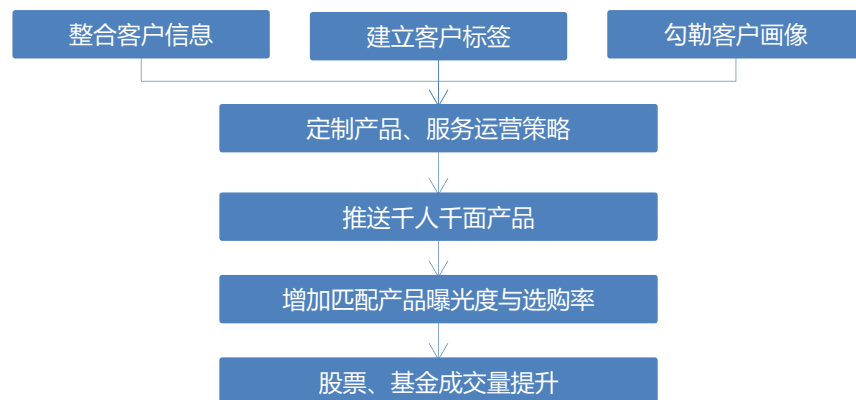
3.4. AI赋能券商业务，各业务线收入提升

- **AI智能客服嵌入股基APP，助力客户交互率提升。**证券业务进入“一人多户”时代和非现场开户限制开放，券商传统人工客服“一对一”服务效率较低。智能客服通过人工智能技术与传统客服结合，实现智能化业务查询、业务办理、服务投诉等功能。现广发证券、华泰证券、东方财富等均接入智能客服系统，可为投资者提供智能理财助理和理财投顾服务，降低运营成本的同时，提升客户交互率，推动app获客能力的提升。
- **AI支撑分析客户画像，智能营销推动金融产品精准推送。**AI智能营销从原有的业务导向营销模式转向以客户为中心的服务模式，构建智能化、精细化的互联网客户运营平台，全流程提升客户体验。在开户引流上，通过渠道追踪和数据分析，对线上线下渠道引流效果进行评估，帮助券商选择最优引流组合，降低获客成本。在提升转化上，可分析用户面信息，为券商提供更深入的客户洞察，帮助券商更好地了解客户需求，根据客户需求精准推送金融产品及服务，推动存量业务增长。

图：君弘灵犀个性化投顾sop、广发元始股原宇宙



图：AI智能营销精准投送促进市场股基成交额增长逻辑



3.4. C端智能投顾普惠化，B端投研效能跃迁

- **C端：智能投顾自动化定制投资建议，AI赋能人工投顾提高服务效能。**智能投顾在一定程度上克服了传统人工客服有休息时间，及依赖投顾个人能力，成本较高等痛点，具有低门槛、普惠性、个性化等优势。且证券科技机构可以通过AI大模型分析用户风险偏好、持仓组合及市场动态，提供实时调仓建议、个股诊断和资产配置方案。东方财富、同花顺等代表性证券科技机构较早布局智能投顾业务，其智能投顾机器人都已经是证券领域落地较为成功的自然语言及语音问答系统。从流量变现到智能匹配，提高投资者使用意愿。利用AI大模型分析用户行为数据，优化广告投放精准度。同花顺基于用户画像推荐开户券商或基金产品，东方财富通过大模型预测用户投资需求，动态调整广告内容。
- **B端：随着金融科技嵌合加深，金融终端服务质量和效率将大幅提高。**AI大模型通过实时解析海量市场数据（财报、新闻、政策文件）和跨模态信息（图表、交易数据），生成结构化研报报告，支持证券分析师快速提炼关键结论。例如，东方财富的妙想大模型可将研报流程从数小时压缩至30秒内完成。以自研自用方式为主的金融机构将实现内部业务协同，赋能存量业务增长；以销售金融信息产品为主的公司，受益于产品创新性的提升，市场份额扩大带动销量上升。

图：市场主要智能投顾产品

所属企业	产品	上线时间
东方财富	妙想	2023 年
同花顺	i问财	2023 年
九方智投控股	九哥	2024 年
万得	Alice	2023 年
恒生电子	WarrenQ	2020 年
蚂蚁金服	帮你投	2020 年
京东集团	京东智投	2016 年
口袋财富	理财魔方	2016 年

图：同花顺i问财、天天基金小天AI智能投顾



3.5. 新生业务条线的可能性

- **AI驱动的金融产品创新。**基于大模型的策略生成能力，推出智能量化基金或AI策略组合。例如，同花顺可联合基金公司开发“AI选股指数基金”，东方财富则通过妙想大模型动态优化固收产品定价。
- **企业级AI解决方案。**为中小金融机构提供定制化AI工具，如智能客服系统、自动化财报分析平台。例如，同花顺的iFind金融数据终端可集成大模型功能，为私募机构提供量化接口优化服务。
- **跨境金融服务与多语言支持。**利用多语言大模型拓展海外市场，如为境外投资者提供中文市场分析报告，或为国内用户解析全球资产配置机会。东方财富可通过妙想大模型支持多语种投研服务，同花顺则布局港股、美股智能交易助手。
- **AI投教与认证体系。**开发互动式投教课程（如模拟交易实训、AI陪练），并结合大模型生成个性化学习路径。例如，九方智投的智能投教课程已形成差异化竞争力，同花顺可进一步整合问答社区与AI导师功能。
- **数据资产化与API经济。**将AI处理后的结构化数据（如行业产业链图谱、舆情风险评分）封装为标准化API，供第三方开发者调用。例如，东方财富的“金融超脑数据库”可向研究机构开放接口。

4. 投资策略：谋时而动，顺势而为

4. 投资策略：谋时而动，顺势而为

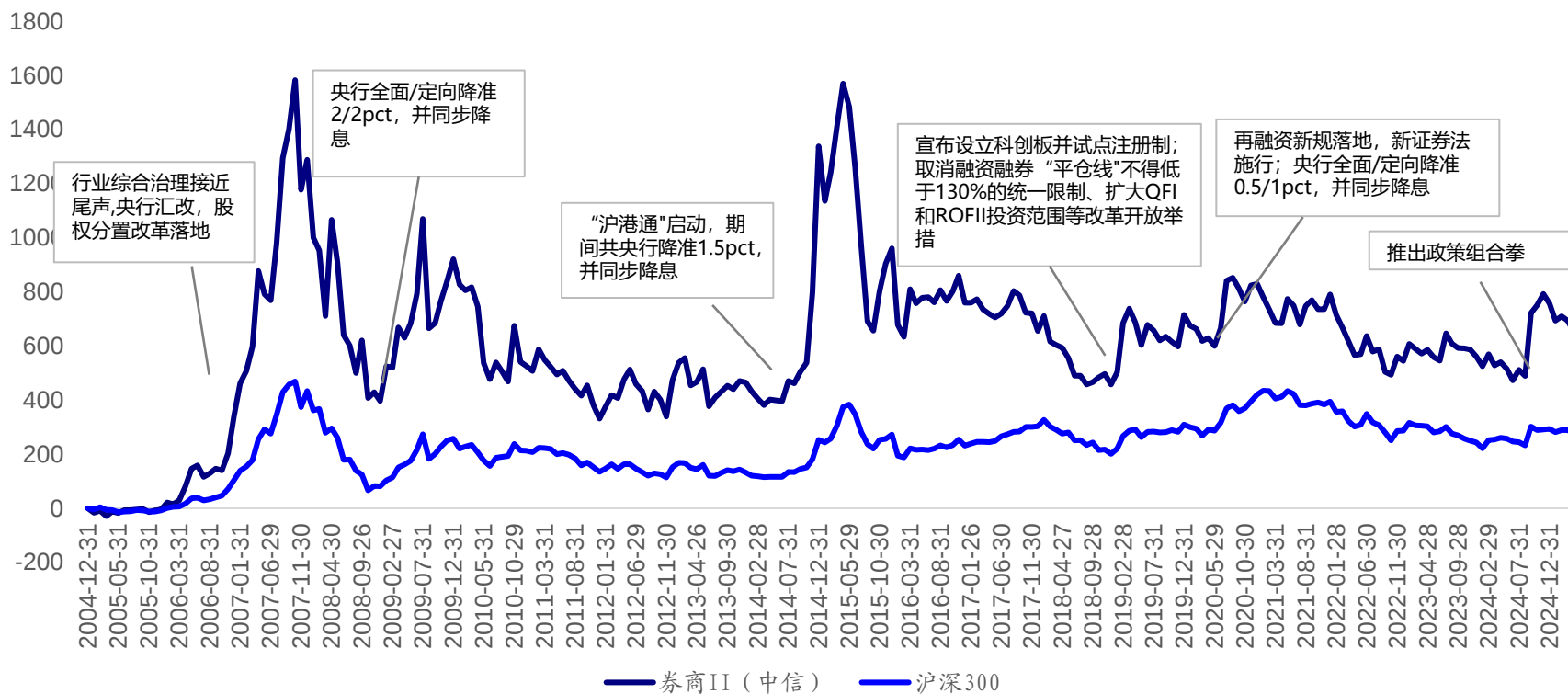
➤ 复盘券商历次行情，我们发现两大规律：规律一：权益市场进入牛市，会带动券商业务的扩张，抬高估值中枢，使券商股股价上涨。规律二：监管政策的宽松以及资本市场的创新改革为券商业务带来增量预期，驱动券商行情带来超额收益。

表：证券行业估值大幅提升阶段统计

期间	期初PB	期末PB	超额收益	影响事件或因素	领涨标的
2005.3-2007.12	1.88	7.19	883.70%	宏观经济较快增长；2005年4月股权分置改革启动；券商综合治理结构优化；增量资金入市	国金证券、中信证券、东北证券
2008.4-2008.5	4.2	5.69	29.00%	2008年4月，印花税由千分之三调节为千分之一	国金证券、海通证券、长江证券
2008.9-2008.10	2.51	3.42	15.10%	2008年9月，交易印花税调整为单边征收；国家队出手救市	海通证券、中信证券、长江证券
2009.1-2009.12	2.41	4.07	8.82%	政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施	东北证券、国投资本、西南证券
2012.1-2013.2	1.55	2.26	37.94%	2012年5月，证监会发布《关于推进券商改革开放、创新发展的思路与措施》的征求意见稿，央行双降，融资融券业务崛起；成交额均迅速增长；	国金证券、海通证券、方正证券
2014.7-2015.5	1.63	4.55	95.43%	2014年1月IPO重启；5月“国九条”出台；7月发布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿；央行降准降息；	同花顺、东方财富、西部证券
2015.9-2015.11	1.73	2.67	21.01%	2015年10月，央行再次降准降息；成交额及两融余额增长	西部证券、同花顺、东方财富
2018.10-2019.4	1.24	1.83	24.97%	2018年11月，习近平宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制；取消融资融券“平仓线”不得低于130%的统一限制、扩大QFI和ROFII投资范围等改革开放举措推出资本市场改革开放进一步深化，创业板试点注册制，	同花顺、太平洋、东吴证券、华鑫股份
2020.6-2020.7	1.43	2.05	13.13%	2020年2月再融资新规落地，3月新证券法施行；金融供给侧改革；成交额大幅上行；	光大证券、东方财富、浙商证券
2024.9-2024.11	1.03	1.53	26.19%	推出政策组合拳：两项货币政策工具、支持保险机构设立私募证券投资基金、发展权益类公募基金，推动宽基类基金产品创新。发行超长期特别国债和地方政府专项债、降低存款准备金率、促进房地产市场止跌回稳。提振资本市场，大力引导中长期资金入市。	东方财富、天风证券、第一创业、中信证券

4. 投资策略：谋时而动，顺势而为

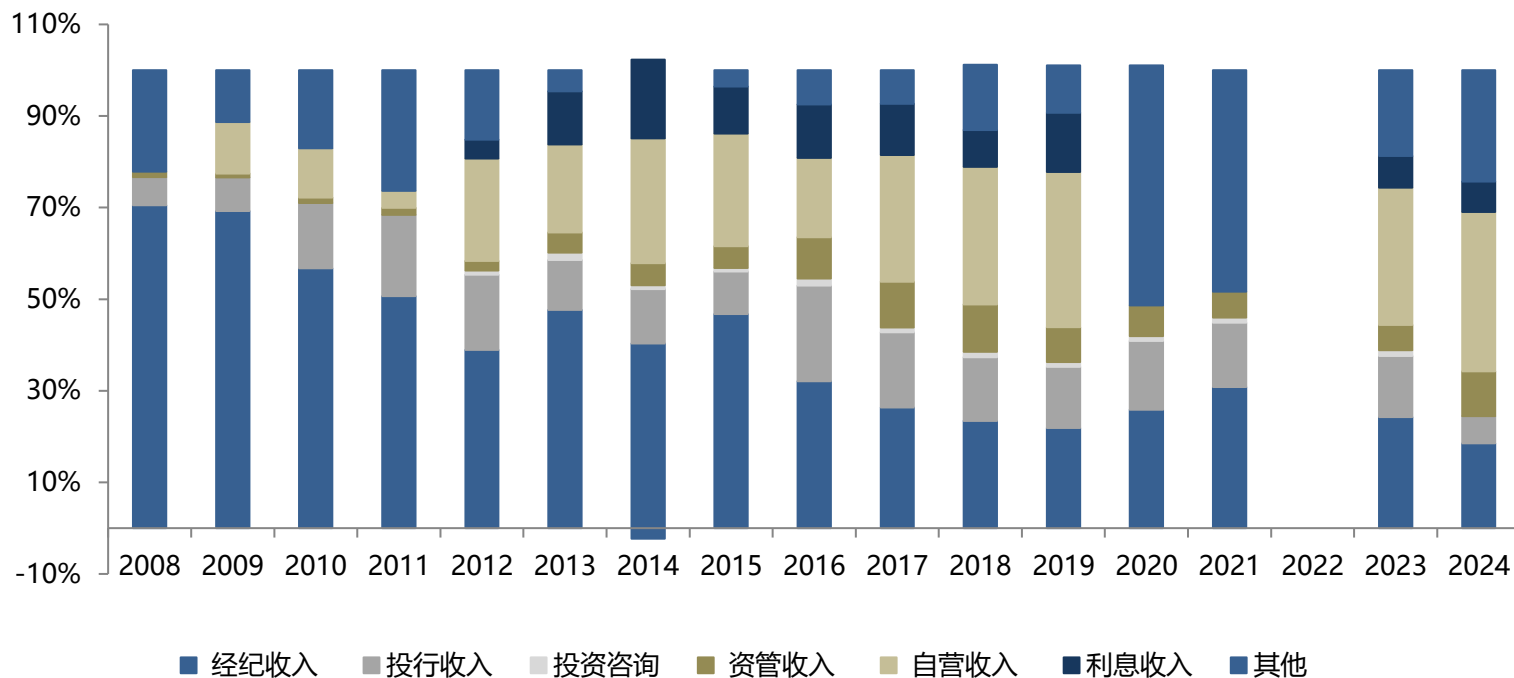
图：券商历史大涨行情驱动因素



4.1. 牛市旗手，直接受益于市场反弹

- 牛市旗手，直接受益于市场反弹。证券板块作为牛市的“旗手”，在市场行情向好时，交易活跃度大幅提升，券商的经纪、自营、资管、资本中介等业务均直接获得利好。成交量的放大将增加券商的佣金收入，市场上涨也会带来自营业务的丰厚收益。2024年券商经纪、投行，资管，利息，自营，其他收入占比分别为19%，6%，10%，7%，35%，24%。

图：证券行业各业务收入占比



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所 注：2022年协会未披露证券行业业务收入细项，因此无数据。2024年为已披露业绩的上市券商合计数，与协会口径有差异

4.2 预计2025年证券行业净利润有望继续增长

- 中性假设下，我们预计2025年行业净利润将同比+13%，预计经纪业务收入同比增长35%，投行业务基本持平，资本中介业务收入增长6%，资管业务增长5%，自营同比增长10%。

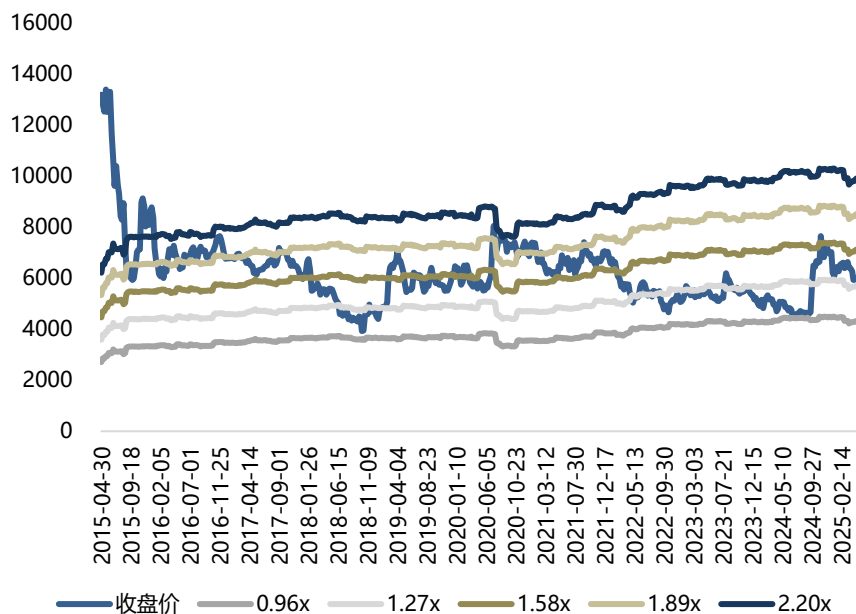
表：2024及2025年证券行业盈利预测（亿元）

		2023	2024E	2025E悲观	2025E中性	2025E乐观
经纪业务	日均股基交易额	9625	10800	13000	15000	17000
	增速	-4%	12%	20%	39%	57%
	代销金融产品收入	166	149	149	164	179
	增速	0%	-10%	0%	10%	20%
	经纪业务收入	984	1038	1187	1398	1578
	增速	-26%	5%	14%	35%	52%
投行业务	股权融资收入	172	36	28	31	36
	债券融资收入	292	330	260	298	330
	投行业务收入	543	469	401	452	520
	增速	-23%	-14%	-14%	-4%	11%
资本中介业务	资本中介收入	532	488	480	518	540
	增速	-40%	-8%	-2%	6%	11%
资管业务	资管收入	225	236	224	248	260
	增速	10%	5%	-5%	5%	10%
自营业务	自营收入	1217	1582	1503	1740	1899
	增速	50%	30%	-5%	10%	20%
营业收入		4059	4212	4196	4756	5196
净利润		1378	1474	1468	1665	1819
增速		-3%	7%	0%	13%	23%

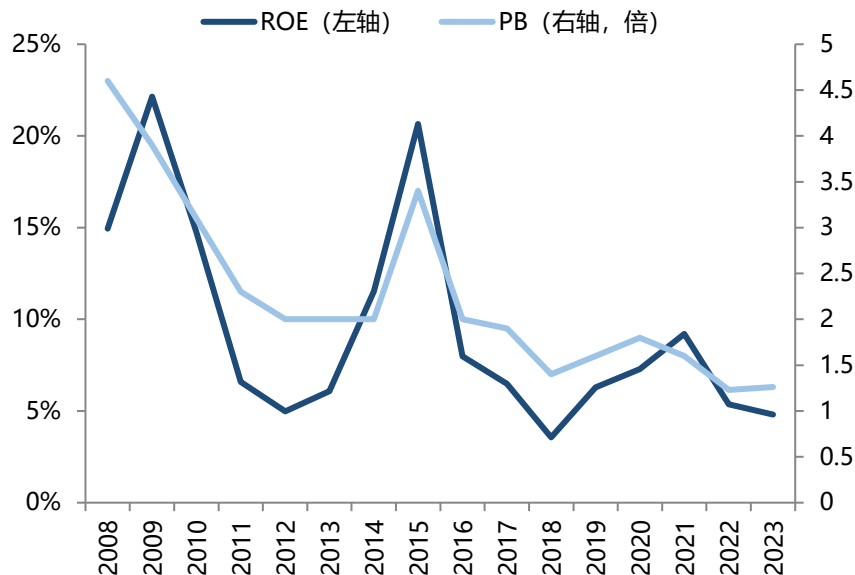
4.3. 持仓低，业绩向上空间大

- 持仓低，业绩向上空间大。截止至2025年4月28日，证券II（中信）指数估值为1.32x PB，处于历史12%分位，处于近十年来的29%分位。公募基金一季度持有券商（包含互联网+券商）仅0.21%，严重低配。我们认为随着流动性改善、利好性政策出台，券商股估值有望随市场改善而进一步提升。
- 重点推荐：中信证券、招商证券、广发证券、华泰证券、银河证券、中金公司、东方财富、指南针等。

图：证券II（中信）指数PB band



图：证券行业PB与ROE关系



5. 风险提示

5. 风险提示

- **1) 权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- **2) 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- **3) 资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- **4) 行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园