

非金融行业深度报告

“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之四——流投行是如何炼成的？

增持（维持）

投资要点

- 监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。证监会明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做强做优，打造一流的投资银行。早在2019年，证监会表示为打造“航母级证券公司”，积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做强做优”。我们认为，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。对比全球主要市场，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%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过50%。
- 新一轮并购升温，行业整合仍具备较大空间。政策引导叠加内生驱动之下，当前国联+民生、浙商+国都、西部+国融、国信+万和、国君+海通等多起券商并购案例持续推动，呈现出多元化的整合路径。从后续并购的可能性来看，同一实控人背景的券商合并阻力较小，市场相关预期较高，尤其汇金系以及地方国资委内部的金融资源整合有望进一步推动。
- 多维度转型，形成内生增长。
 - 1) 客需类业务需求仍旺盛：国内券商的方向性投资波动大且非常依赖市场环境。而去方向性的做市、衍生品等客需类业务波动更低，可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。
 - 2) 投顾业务空间巨大：历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业已进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，2015年-2022年，投顾人数复合增速达13%，占从业人员比从11%提升至20%。AI大模型的发展也正加速赋能投顾业务，在提升客户体验感的同时，有效提升投顾工作效率。此外，基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件，未来有望加速发展，将极大地有利于培育专业买方中介力量。
 - 3) 强化ETF财富管理布局：我国被动基金规模扩张迅速，已成为投资者参与资本市场的重要载体。ETF费用低廉、交易便捷、投资透明的特点充分契合投顾的配置需求，有望成为券商投顾业务及财富管理转型的重要抓手。从海外市场经验来看，ETF与投顾业务的发展相辅相成。
 - 4) 数字化转型加速：科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈竞逐的赛道。近日Deepseek的走红，也加速了券商智能化转型的步伐。Deepseek具有研发成本低的特点，中小券商也能以非常低的成本接入先进技术，目前应用主要集中对内赋能，能有效提升工作效率。
 - 5) 优化资产配置效能：券商自营在资产配置方面高度集中于固收类资产，但随着低利率环境延续，券商在固收方向的配置难度不断加大。未来券商自营须更重视固收+的机会，增加可转债、永续债的配置，同时辅以权益仓位的低波产品。尤其在权益方向，需要重视红利资产配置以及互换便利工具(SFISF)运用的机遇，优化资产配置效能。
- 风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

2025年02月25日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《保险业资金运用余额超33万亿；监管从严打击证券违法犯罪》

2025-02-23

《权益ETF系列：震荡上涨，围绕AI主线推进》

2025-02-23

内容目录

1. 重组或有望推动供给侧改革	4
1.1. 近年来证券行业并购案例频现.....	4
1.2. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革.....	7
1.3. 上一轮并购稳步推进，新一轮整合仍具备较大空间.....	11
2. 多维度转型，形成内生增长	14
2.1. 做市、衍生品等业务：客户需求仍较大.....	14
2.2. 投顾业务：乘财富管理发展东风.....	15
2.3. 强化 ETF 财富管理布局	17
2.4. 数字化转型：Deepseek 本地化部署加速行业变革	19
2.5. 优化资产配置效能.....	22
3. 风险提示	24

图表目录

图 1: TOP5 券商营业收入和净利润集中度	6
图 2: 日本各类券商利润分布	6
图 3: 美国交易商盈利能力集中度	6
图 4: 中国证券行业收入结构	7
图 5: 美国证券行业收入结构	7
图 6: 2014-2022 年证券从业人员数量 (人)	10
图 7: 日本证券公司及从业人员数量	10
图 8: 美国证券公司及从业人员数量	10
图 9: 21 世纪以来美国 ETF 规模增速远超共同基金 (万亿美元)	17
图 10: 2024M9 被动基金持有 A 股市值已超过主动基金	18
图 11: 美国经纪商和理财顾问配置 ETF 的比例不断上升	18
图 12: 摩根士丹利与美国证券行业不同规模公司信息技术投入对比	19
图 13: 10 年期中债国债到期收益率(%)	23
图 14: 2020-2024H1 证券行业权益及固收自营规模 (亿元)	23
图 15: 中证红利指数现金分红及股息率	23
表 1: 监管鼓励券商并购重组相关表述	4
表 2: 近十年券商合并收购案例	5
表 3: 日本券商经营模式	8
表 4: 美国三大投行/券商经营模式	9
表 5: 券商并购案例进程梳理	11
表 6: 部分券商实控人梳理	13
表 7: 场内金融衍生品做市商名单	14
表 8: 基金投顾牌照机构名单	16
表 9: 券商 Deepseek 本地化部署的主要内容	21

1. 重组或有望推动供给侧改革

监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。证监会明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做强做优，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；推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力，助力构建为实体企业提供多元化接力式金融服务体系。早在 2019 年，证监会于官网发函答复政协十三届全国委员会第二次会议提案时表示，为打造“航母级证券公司”，证监会积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做强做优”。我们认为，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。

表1：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，支持行业做强做优等。
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、并购重组等方式做强做优，打造一流的投資银行，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。

数据来源：证监会，中国政府网，百家号，东吴证券研究所

1.1. 近年来证券行业并购案例频现

行业竞争加剧催生并购需求。费率类业务竞争加剧、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。随着市场环境的日益复杂以及客户需求多样性的提升，促使证券公司通过并购重组来快速扩大业务规模和提升竞争力。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 10 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。

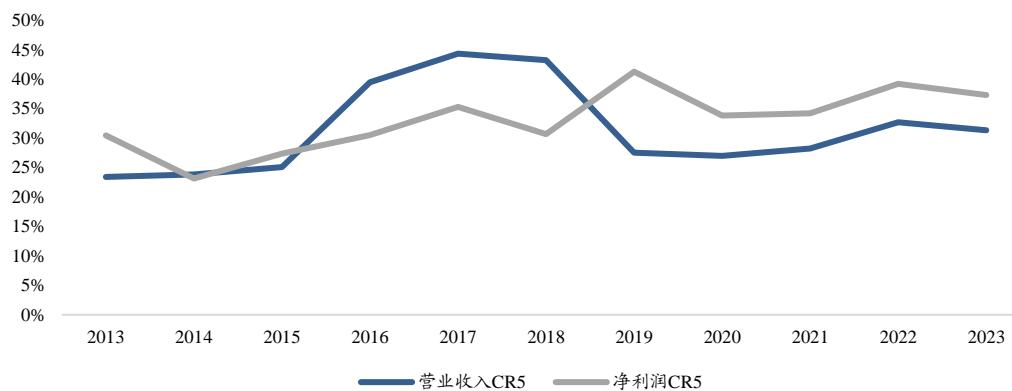
表2：近十年券商合并收购案例

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，实现业务转型升级及全产业、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	
2023年12月	浙商证券	国都证券	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，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	

数据来源：公司公告，券业观察，证券时报网，百家号，东吴证券研究所

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2013年的30%增长至2023的37%。由于大券商相较于小券商拥有更多的资源、资本实力更强、业务布局更综合化，在资本改革加快和市场波动加剧的背景下，公司优势更能体现。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。

图1：TOP5券商业营业收入和净利润集中度



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

注：2022年以后协会停止披露排名，因此使用Wind口径排名计算。

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，若将3家银行系投行纳入统计，市场集中度将进一步提高；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%。

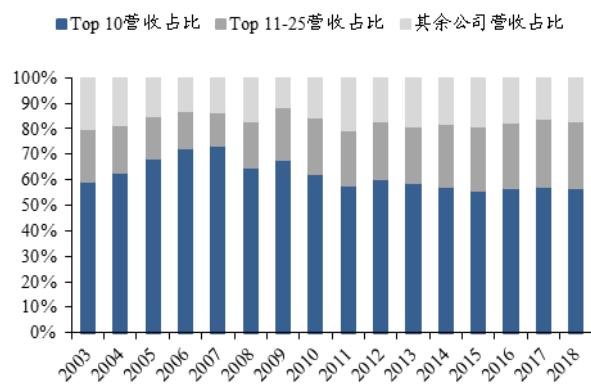
图2：日本各类券商利润分布



数据来源：JSDA，东吴证券研究所

注：大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在1000亿日元以上公司。

图3：美国交易商盈利能力集中度



数据来源：SIFMA，东吴证券研究所

注：交易商为NYSE listed

1.2. 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。相比海外成熟市场，中国资本市场起步较晚，券商业务模式相对单一，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（融资融券及股票质押等）迅速发展，并成为继经纪业务、自营业务后第三大收入来源。尽管如此，相比海外证券行业通道类业务收入结构来说，中国通道类业务占比仍较高，结构也相对单一。尽管近年来也做了一些转型方向，但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4：中国证券行业收入结构

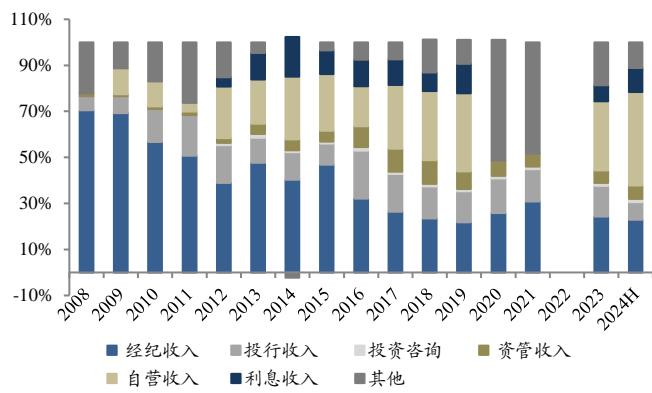
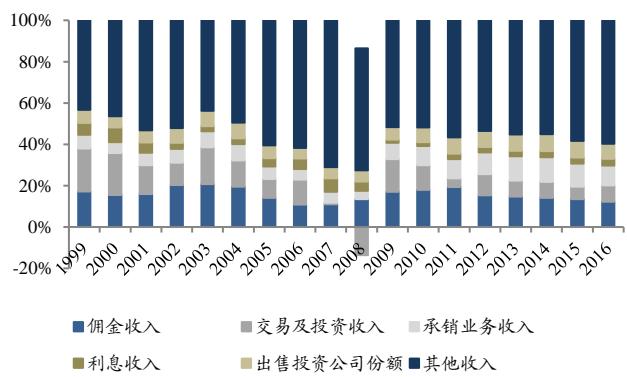


图5：美国证券行业收入结构



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

注：2020、2021年协会未披露自营收入及利息收入，故归在其他收入中，2022年协会未披露行业年度数据

数据来源：SEC，东吴证券研究所

相比国内券商同质化的竞争形态，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。

表3：日本券商经营模式

类型	细分	形成原因	专注领域	典型券商
Top5 大型券商	非银行系	1) 日本投资者结构以海外投资者为主，经过大萧条时期的竞争和兼并，大型券商具有更强的综合服务能力，因此更加专注于机构业务。2) 日本前五大综合性券商近年来受经济大萧条及网络券商冲击更小，虽然经纪业务收入仍没有增加，但投行、资产管理、自营等其他业务发展迅速。尤其是在一级市场业务，主要是由前5大综合券商独揽。	国内外机构业务、零售、国际化	野村、大和
	银行系		国内外机构业务（尤其并购）、银证合作、零售	三菱 UFJ、日兴证券和瑞穗金融集团
中小券商		1) 随着互联网券商加入竞争，中小券商在零售客户方面竞争压力显著加大，同时由于中小券商不如综合型券商具有显著资金及客户优势，因此不得不通过调整收入结构及差异化寻求突围。2) 相比大型综合券商拥有基金、保险、资产管理、私人股权投资及房地产投资等多样化的业务组合，中小券商的业务相对单一。3) 差异化设置营业点，中小型证券公司会避开主要车站等大型证券公司可以轻松占有优势的地区，而大多会选择比较偏远的地方，通常营业点集中在起源地。	国内机构业务、地区零售业务	极东证券、东洋证券
网络经纪商		1) 90年代末后，随着互联网的蓬勃发展以及日本金融体系自由化及市场化的放开，网络券商应运而生。2) 凭借非常低廉的佣金率，网络券商迅速占领了日本零售客户的市场，与此同时日本整个证券行业佣金率快速下滑。	网络经纪	SBI 证券、乐天证券、松井证券、Monex

数据来源：《日本证券行业的荣与衰——日本非银金融调研系列之一》，东吴证券研究所

而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。

表4：美国三大投行/券商经营模式

	机构类型	发展历程	标签	典型代表
机构为核心	综合性大券商	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。	机构化、衍生品、并购重组	高盛、摩根士丹利
零售为核心	折扣服务模式，后期财富管理	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。	折扣券商、财富管理	嘉信理财、Interactive Brokers
	网络券商	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。	网络券商，低佣金 or“零佣金”	E-Trade、Interactive Brokers、Robinhood

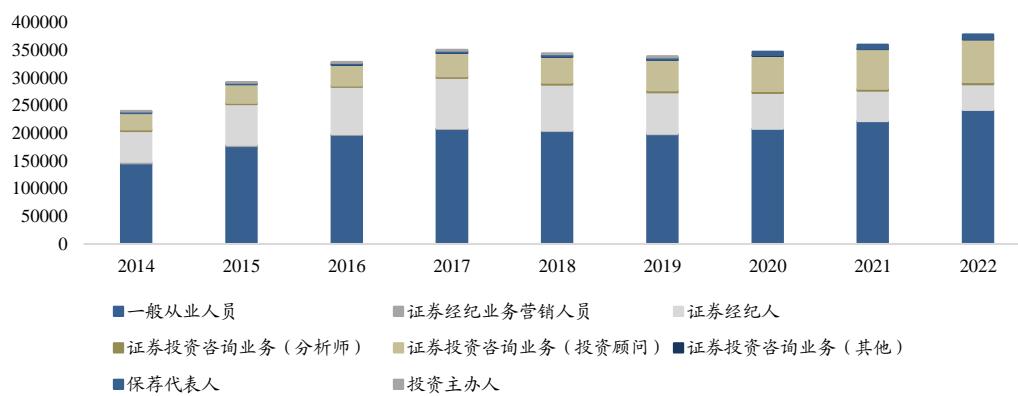
数据来源：银行家，中国基金报，东吴证券研究所

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。我国券商从分类上来看几乎没有形成非常鲜明的特色。一方面牌照进一步放开，2018年-2024年，境内注册券商（含资管子）数量从 131 家增长至 149 家，2018 年证监会发布实施《外商投资证券公司管理办法》以来，三年多的时间，证券业对外开放明显加速，越来越多的外资机构拟在中国扩大证券业务板块的布局，如大和证券、野村控股、法国巴黎银行等等。券商的不断扩容以及外资竞争者的进入，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。另一方面，尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，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

金价战初期，在高度竞争下，美国证券公司开始通过降低固定成本支出、大规模裁员等途径节省开支，以保持自身在佣金自由化竞争中的市场地位。那些未能及时压缩成本且资本实力不足的证券公司在这一阶段被迫退出历史舞台。根据 SEC 的研究报告，1978 年 NYSE 中提供经纪业务的公司数量已由 1974 年的 420 家下降至 361 家。我们认为，在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，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。据中国证券业协会数据，中国券商从业人员数量整体呈波动上升趋势，2014 年到 2022 年证券从业人员数量从 24 万增长至 36 万，复合增长率 6%。

图6：2014-2022年证券从业人员数量（人）



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

图7：日本证券公司及从业人员数量



数据来源：JSDA，东吴证券研究所

图8：美国证券公司及从业人员数量



数据来源：SIFMA，东吴证券研究所

1.3. 上一轮并购稳步推进，新一轮整合仍具备较大空间

政策引导叠加内生驱动，多起券商并购案例稳步推进中。2023年以来公告的多起并购正稳步推进中，流程上基本处于最后收尾阶段或已完成交割。**1)国联证券合并民生证券：**始于国联证券控股股东国联集团于2023年3月通过法拍成功竞得民生证券30.3%股权。相关重组方案于2024年9月获上交所受理，12月获证监会批复并于月底完成股份交割，2025年2月国联证券A股已正式改名国联民生。该项合并标志着证券行业新一轮并购整合窗口期的开启。**2)浙商证券合并国都证券：**聚焦股权交割，通过完成重庆信托等8家机构持有的19.97亿股过户登记，实现单一大股东地位。目前证监会已核准浙商证券成为国都证券主要股东，相关股权已完成过户手续。**3)西部证券合并国融证券：**已通过股东大会审议收购提案，相关申请已获得证监会受理，后续将进入监管审核环节。**4)国信证券合并万和证券：**目前交易事项已获得深圳市国资委批准，即将进入材料申报和监管受理审核环节。该项合并系地方国资整合区域金融资源的典型案例，深圳国资主导的协同性预计降低整合阻力。**5)国泰君安合并海通证券：**采用A+H股换股吸收合并模式，同步配套募资，创下中国资本市场最大规模A+H双边市场合并纪录。该项合并系头部券商合并标杆，从首次公告到证监会核准仅历时134天，目前已进入实质整合阶段。从共性看，本轮券商合并潮直接响应中央金融工作会议与证监会政策导向，虽然各项案例的整合手段与路径有所分化，但大多由国资主导推动，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开。

表5：券商并购案例进程梳理

并购案例	并购进程
国联证券+民生证券	<p>2023/03/15: 国联证券控股股东国联集团以91.05亿元的价格竞拍获得民生证券30.3%股权。</p> <p>2023/12/15: 证监会核准国联集团成为民生证券主要股东。</p> <p>2024/04/26: 国联证券发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告。</p> <p>2024/05/14: 重组预案披露，国联证券拟以11.31元/股向46名交易对方购买民生证券100%股份，国联证券次日复牌。</p> <p>2024/08/08: 重组草案发布，国联证券拟通过发行A股股份向45名对手方购买民生证券99.26%股份，交易价格为294.92亿元。</p> <p>2024/09/03: 重组事项获江苏国资委批准。</p> <p>2024/09/27: 上交所受理重组申请。</p> <p>2024/12/17: 上交所审核通过。</p> <p>2024/12/27: 证监会核准交易方案。</p> <p>2024/12/30: 国联证券完成收购民生证券99.26%股份的过户手续。</p> <p>2025/02/14: 国联证券A股证券简称变更为国联民生。</p>

浙商证券+国都证券	<p>2023/12/08: 浙商证券公告宣布筹划入主国都证券。</p> <p>2024/03/29: 浙商证券董事会通过相关议案，浙商证券受让 5 名对手方持有的国都证券 19.15% 股权，转让价格 29.84 亿元。</p> <p>2024/05/27: 浙商证券竞拍受让国华能源持有的国都证券 7.69% 股份，成交价格为 10.09 亿元。</p> <p>2024/06/07: 浙商证券再次通过竞拍受让同方创投和嘉融投资持有的国都证券 5.95% 和 1.46% 股份，成交价格分别为 9.11 亿元和 2.24 亿元，累计持有国都证券 34.25% 的股权。</p> <p>2024/12/03: 证监会核准浙商证券成为国都证券的主要股东。</p> <p>2024/12/27: 浙商证券完成收购国都证券 34.25% 股份的过户手续。</p>
西部证券+国融证券	<p>2024/06/21: 西部证券首次公告筹划以支付现金方式收购国融证券控股权。</p> <p>2024/11/07: 西部证券宣布拟以 38.25 亿元收购国融证券约 64.6% 的股份，交易完成后将成为国融证券的控股股东。</p> <p>2024/12/06: 西部证券临时股东大会高票通过收购国融证券控股权的提案，合并进入材料申报和监管审核环节。</p> <p>2025/01/24: 国融证券变更主要股东及实际控制人的申请获得证监会受理。</p> <p>2025/02/14: 证监会已依法受理国融证券变更主要股东及实际控制人等申请。</p>
国信证券+万和证券	<p>2024/08/21: 国信证券发布关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告，拟通过发行股份的方式收购深圳市资本运营集团有限公司持有的万和证券 53.09% 的股份。</p> <p>2024/08/22: 国信证券停牌。</p> <p>2024/09/04: 收购预案披露，国信证券拟通过发行 A 股股份的方式收购万和证券 96.08% 的股份。交易完成后，万和证券将成为国信证券的控股子公司。国信证券次日复牌。</p> <p>2024/12/06: 重组草案发布，国信证券收购万和证券 96.08% 的股份，交易作价约 52 亿元。</p> <p>2024/12/20: 交易事项获得深圳市国资委批准。</p>
国泰君安+海通证券	<p>2024/09/05: 国泰君安与海通证券同步发布关于筹划重大资产重组的公告。</p> <p>2024/10/09: 重组预案发布，两家券商进行换股吸收合并，每 1 股海通证券股票可以换得 0.62 股国泰君安同类别股票。同时，此次合并提供收购请求权与现金选择权。</p> <p>2024/10/15: 上海市政府发布批复，同意国泰君安证券与海通证券合并重组。</p> <p>2024/12/13: 两家券商召开股东大会，审议通过合并重组交易方案及相关议案。</p> <p>2024/12/16: 证监会接收国泰君安《证券公司合并核准》的申请，以及海通证券《证券公司停业、解散、破产核准》的申请。</p> <p>2024/12/23: 证监会及上交所受理合并重组申请。</p> <p>2025/01/09: 上交所审核通过。</p> <p>2025/01/17: 证监会核准交易方案。</p> <p>2025/01/20: 合并重组获得香港联交所批准。</p> <p>2025/01/21: 国泰君安与海通证券公告，为异议股东收购请求权及现金选择权的实施顺利进行，两家券商 A 股股票将自 2 月 6 日起停牌。</p> <p>2024/02/06: 海通证券正式停牌，进入退市程序。</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新一轮整合仍具较大空间：同一实控人背景券商合并阻力较小，持续引发市场预期。

1) 汇金系：2025 年 2 月 14 日，中国信达、长城资产、东方资产均发布公告称，公司部分股权将划转至中央汇金。受此影响，三大 AMC 旗下券商信达证券、东兴证券、长城国瑞证券的实控人由财政部变更为中央汇金，至此汇金实控的券商数量已达 6 家。在当

前政策持续鼓励优化券业资源配置效率、加速建设国际一流投行的背景下，汇金旗下多个券商牌照或存在进一步整合的可能性。2) 地方系：2024年8月“国信+万和”并购重组启动，意味着地方国资系内部券商牌照开启整合。与跨区域外延并购相比，同一国资股东旗下的券商，由于股权结构和战略目标相近，整合难度相对较低，在当前优化证券行业供给侧政策引导下可行性较高。目前有多个省级国资委实控多家券商，其内部的金融资源整合有望进一步加快。

表6：部分券商实控人梳理

分类	公司	控股/第一大股东	实控人
汇金系	中金公司	中央汇金	国务院
	中国银河	银河金控	国务院
	申万宏源	建银投资	国务院
	信达证券	中国东方	中央汇金
	东兴证券	中国信达	中央汇金
	长城国瑞证券	长城资产	中央汇金
财政系	国开证券	国家开发银行	财政部
	中邮证券	中国邮政集团	财政部
北京系	中信建投	北京金控集团	北京市国资委
	第一创业	北京国资运营	北京市国资委
	首创证券	首创集团	北京市国资委
	恒泰证券	北京华融综合投资	北京市西城区国资委
上海系	国泰君安（已整合）	上海国际集团	上海市国资委
	海通证券（已整合）	上海国盛集团	上海市国资委
	东方证券	申能集团	上海市国资委
	上海证券	百联集团	上海市国资委
	华鑫证券	上海仪电	上海市国资委
安徽系	华安证券	安徽国资运营	安徽省国资委
	国元证券	国元金控	安徽省国资委
浙江系	浙商证券	上三高速	浙江省国资委
	财通证券	浙江金控	浙江省财政厅
	甬兴证券	宁波开发投资集团	宁波市国资委
江苏系	华泰证券	江苏国信	江苏省国资委
	国联民生证券	无锡国联	无锡市国资委
	南京证券	紫金投资	南京市国资委
	东吴证券	苏州国际发展集团	苏州市国资委
	东海证券	常州投资集团	常州市政府
湖北系	天风证券	宏泰集团	湖北省财政厅
	长江证券	长江产业集团	湖北省国资委
	华源证券	武汉开发投资	武汉市国资委
福建系	华福证券	福建金投	福建省财政厅
	兴业证券	福建省财政厅	福建省财政厅
川渝系	西南证券	渝富资本	重庆市政府
	华西证券	泸州老窖	泸州市国资委
广东系	国信证券	深圳市投资控股	深圳市国资委
	万和证券	深圳市资本运营集团	深圳市国资委
	万联证券	广州金融控股集团	广州市国资委
	粤开证券	广州开发区控股集团	广州经济技术开发区
	东莞证券	锦龙股份	东莞市国资委

	华金证券	珠海华发投资控股集团	珠海市国资委
陕西系	西部证券	陕西投资集团	陕西省国资委
	开源证券	陕西煤业化工集团	陕西省国资委

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 多维度转型，形成内生增长

2.1. 做市、衍生品等业务：客户需求仍较大

目前国内券商自营业务方向性投资波动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性，2022年一季度、2024年上半年券商方向性自营投资及跟投收益下行，成为拖累券商ROE与估值的重要因素。相比之下，去方向性的做市业务波动性较低，可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。截至目前，券商在银行间债券市场、银行间外汇市场、场内外衍生品市场、新三板、科创板、公募REITS以及CDR业务中担任做市商角色。其中，场内外权益衍生品市场、银行间债券市场、新三板、科创板是券商主要的做市市场。

券商在场内权益衍生品做市中扮演重要角色。场内期权主要为股指期权，目前主流的产品包括上证50ETF，沪深300ETF及沪深300指数期权，目前场内4个金融期权品种均采取竞价与做市商混合的交易制度，做市商报出的买单和卖单与其他交易者挂单均在报价系统撮合成交。另外，2019年5月中金所正式启动国债期货做市交易，招商证券等8家机构成为国债期货做市商。做市商高门槛下，券商头部效应显著，从期权持仓量集中度来看，排名前列的证券公司均为取得期权做市资格的大型投行。

表7：场内金融衍生品做市商名单

期权	做市商
嘉实沪深300ETF期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源 一般做市商： 长江证券、海通资源、中信中证
华泰柏瑞沪深300ETF期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、中信中证 一般做市商： 西部证券、长江证券、浙江永安
上证50ETF期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信证券、中信中证、海通资源、申万宏源、中信建投 一般做市商： 长江证券、西部证券、浙江永安
沪深300股指期权	招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、海通证券、国信证券、银河德睿、中粮祈德丰、浙期实业、华泰证券、中泰证券、申万宏源、南华资本
国债期货	招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河、国金证券

数据来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中国金融期货交易所，东吴证券研究所

场外衍生品需求仍强烈，具有灵活、个性化等特点。

1) 股票收益互换是指证券公司根据协议，与交易对手方约定在未来某一期限内针对特定股票的浮动收益与固定收益或其他浮动收益进行现金流交换的交易。证券公司主要通过固定收益和浮动收益间的利差获取收益，其他收入包括手续费、佣金收入等。互换交易在业务目的上类似于“两融”业务中的融资买券业务，交易期间一般由证券公司代客户持有证券，并根据客户交易指令调整标的证券仓位，从而实现客户杠杆交易目的。“两融”业务对证券公司资质、交易对手门槛、标的范围、投资额度均有明确的要求和限制性规定。与此相比，互换业务的交易方式更为灵活，杠杆比例更为宽松，其标的也包括境外股票，对交易所“两融”业务在场外有一定的补充作用。**券商场外收益互换净收入**主要来自于利差，个股收益互换收入=个股收益互换累计新增名义本金*利差*久期。

2) 场外期权：场外期权是非标准化合约，投资者不一定能找到期限、数量等条件完全匹配的交易对手。此时就需要证券公司为投资者提供报价、设计期权合约、周转场内期权等来满足投资者的交易需求。**券商场外股指期权**因相对风险较小，涨跌幅较为平稳，券商往往不对其进行 Delta 中性对冲，券商股指期权利润=场外股指期权累计新增名义本金*股指期权费率。**券商场外个股期权净收入**分为两个部分：1) 期权费的收入；2) 配置资产的资金成本。个股期权收入=场外个股期权累计新增名义本金*期权费率*久期-场外期权存续名义本金*资金成本。

FICC 类做市业务受限较多，以固收为主。 FICC 涵盖固收、外汇和大宗商品及衍生品全品类资产，业务模式包括承销、代理交易、产品设计、做市、投资等，核心是为机构客户提供跨风险类别的综合金融服务。国外 FICC 业务主要为机构客户提供中介、融资类服务。相比之下，国内 FICC 业务中自营性质类占比相对较大，通过做市和衍生品等金融工具为客户提供服务的相关业务占比偏小。从原因来看，一是国内市场成熟度较国外偏低，市场基础条件尚未发展完备；二是监管方面受限制较多，分业经营、牌照及经营资格限制下，证券公司经营外汇、大宗商品等衍生品业务受限较多。

2.2. 投顾业务：乘财富管理发展东风

历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业仍处在黄金发展周期。在需求端，我国个人可投资资产总量和高净值人群数量保持快速增长。招商银行和贝恩咨询公司共同发布的《2023 中国私人财富报告》数据显示，截至 2022 年末，中国个人总体可投资资产规模为 278 万亿元，并预计 2024 年将达到 327 亿元，2018-2024 年平均复合增长率达 14%。2022 年末，中国高净值人群规模达到 316 万人，2018-2022 年平均复合增长率达到 18%。根据中国基金业协会数据，在供给端，我国资产管理行业正在快速扩容，产品规模从 2014 年的 19.9 万亿元提升至 2023 年的 67.0 万亿元，复合增长率 14%，其中公募基金产品规模从 4.5 万亿元快速增长到 27.6 万亿元，复合增长率达到 22%。同时，财富管理行业的业态也在发生变化，财

富管理机构从早前单纯的金融产品销售，到现在探索根据客户个性化需求，提供包括资产配置、投资咨询、风险管理等在内的综合性和一站式的财富管理服务的模式，并与客户建立长期稳定的合作关系。

证券投顾业务发展迅猛，投顾队伍持续扩容。近年来，随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，据中证协数据，截至 2022 年末，证券行业共计有从业人员 38 万人，其中投资顾问数量为 77113 名，2015 年至 2022 年投顾人数复合增速达 13%。投顾人员扩充的同时，客户资产规模亦快速增长，截至 2023 年，客户交易结算资金规模（含信用交易）达 1.8 万亿元，5 年复合增速 13%。据中证协数据，2024 年上半年证券行业实现投资咨询业务收入 26.91 亿元，占经纪收入（代买+投资咨询）比维持在 5% 左右，具有较大增长空间。此外，随着科技的飞速发展，AI 大模型正加速赋能投顾业务，智能投顾助手目前可以实现：①客户画像与需求匹配；②辅助投顾高效完成市场热点分析和大盘解读，快速生成方案；③提升投顾效率，将更多精力集中在客户服务和配置决策上等方面。

基金顾投业务未来可期，转向常规有望加速发展。2019 年 10 月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金管理人投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点正式落地。三年多来，基金投顾业务从三批 18 家试点机构，截至 2023 年 3 月，已有 60 家机构取得试点资格，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户。证监会表示，基金投资顾问业务运行平稳，业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持，试点达到了预期目的，已基本具备转常规条件。2025 年 2 月，证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，再次提到“推动基金投顾业务试点转常规，探索构建行业执业标准，培育壮大人才队伍，有序扩大可投产品范围”，有望继续推动基金投顾试点转常规的进程。推动基金投资顾问业务转向常规，极大地有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。

表8：基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、申万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、国投证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29

银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

2.3. 强化 ETF 财富管理布局

从海外经验来看，以 ETF 为代表的被动投资的发展是资本市场成熟和投资者需求演变的必然趋势。以美国为例，进入 21 世纪后，美国股市遭遇 2001 年互联网泡沫破裂以及 2008 年次贷危机两次重创，主动管理产品收益下滑，跑赢大盘指数难度增加。此外，2008 年金融危机以来，美国宏观和政治风险频发，导致股票价格的驱动因素趋同，各种风格权益基金的收益率同向波动，使得主动管理型权益基金难以通过资产配置来获得 α 。在此背景下，低费率、高透明度、高便利性的被动产品迅速兴起，获得投资者青睐。2000-2023 年，美国 ETF/共同基金规模 CAGR 分别为 23%/6%，且历年 ETF 规模同比增速均高于共同基金。总体而言，美国 ETF 市场的发展历程表明，随着市场成熟度的提升和投资者需求的多样化，被动投资工具将成为资本市场的重要组成部分。

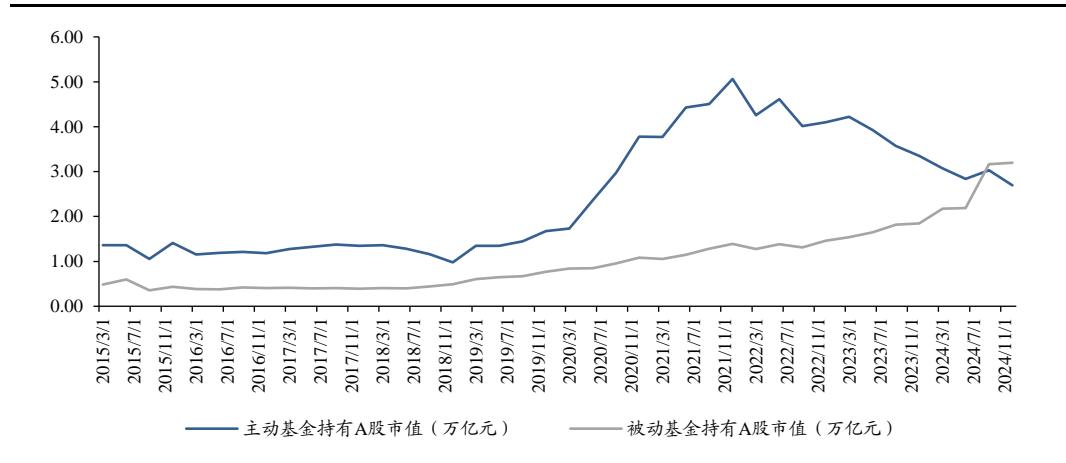
图9：21 世纪以来美国 ETF 规模增速远超共同基金（万亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前我国被动基金呈现爆发趋势，24M9 持股规模首超主动基金，成为投资者参与资本市场的重要载体。伴随市场波动加大，被动基金产品凭借其成本低廉、透明度高、风险分散等优势愈发受到投资者青睐。此外，监管部门大力推动中长期资金入市背景下，险资等机构资金借道被动指数基金密集入市，也使得被动基金成为了 A 股市场近年来重要的边际增量。截至 24Q3，被动基金持有 A 股市值达到 3.16 万亿元，首次超过主动基金（3.03 万亿元）。截至 2024 年末，被动基金持有 A 股市值达到 3.20 万亿元，与主动基金（2.69 万亿元）的差距进一步拉开。

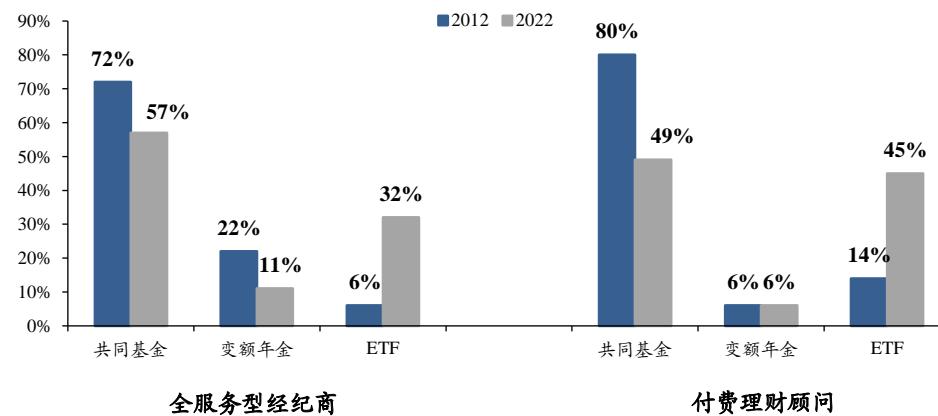
图10：2024M9 被动基金持有 A 股市值已超过主动基金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

ETF 崛起有望为投顾业务提供新机遇，将成为券商财富管理转型的重要抓手。¹⁾ ETF 产品的各项特征能较好匹配投顾的配置需求。首先，ETF 持仓每日披露，满足买方投顾对投资组合穿透式管理要求；其次，ETF 支持日内交易，便于动态再平衡操作，有助于提升买方投顾的调仓效率；另外，ETF 底层资产涵盖股票、债券、商品等大类资产，跨境 ETF 甚至能够覆盖多个市场，有助于丰富投顾配置策略的多样性。²⁾ **ETF 与投顾有望实现商业生态的协同进化。**在费率方面，买方投顾服务费与 ETF 管理费能够形成“双低”结构。在服务范围方面，ETF 能够使得投顾服务突破场内外限制，拓宽服务半径。在服务模式方面，ETF 标准化特征便于算法模型处理，便于智能投顾赋能。³⁾ **从海外市场来看，ETF 与投顾业务的发展相辅相成。**在美国买方投顾格局逐步形成的过程中，买方投顾模式以资产配置和风险收益偏好的匹配为导向，更加注重基金的长期业绩和清晰的投资风格，因此以 ETF 为代表的被动投资工具愈发受到美国投顾的青睐。据 ICI 统计，2022 年美国全服务型经纪商和付费理财顾问分别将所管理的 32%/45% 的客户资产投向 ETF，相较于 2012 年的 6%/14% 大幅提升。

图11：美国经纪商和理财顾问配置 ETF 的比例不断上升



数据来源：ICI，东吴证券研究所

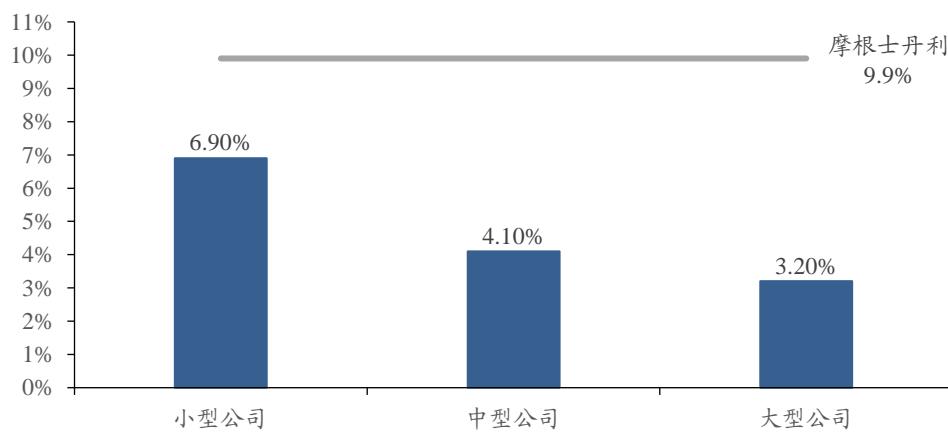
2.4. 数字化转型：Deepseek 本地化部署加速行业变革

随着金融科技影响力不断提升，证券行业数字化转型日渐提速，科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈竞逐的赛道。

数字化转型从三个方面赋能券商财富管理：一是通过运用互联网、大数据分析技术，券商能够便捷、迅速地得到准确的客户画像，从而可以进行精准化营销，如此便能大大降低获客成本和营销成本，推荐产品契合度的提升还能增强客户好感度，优化用户体验，提高客户忠诚度，成功实现科技赋能营销和数字化展业；二是数字化技术可以帮助券商完善产品筛选方法与评价模型，并搭建一体化、高效智能的策略系统和动态风险管理系统，促进财富管理产品体系的升级；三是数字化有利于券商集中运营管理平台，建立高速、安全、稳定、专业的一体化运营管理系统，既降低了内部管理和跨平台协调的成本，又能提升自身的服务效率。对于券商而言，客户的真实需求决定了其数字化转型的方向和策略，不同客户对应着不同的数字化服务需求：零售财富客户希望获得一站式的财富管理服务与全生命周期的财富陪伴，追求优质的客户体验；机构客户希望获得以交易管理为核心的一体化数字解决方案，强调服务的专业性、低成本、高效率与定制化，这意味着券商的数字化转型方案需要兼顾不同客户的诉求。

以摩根士丹利为例，公司高度重视现代信息技术对市场的冲击、引领和融合。根据美国《CIO》杂志的调查，年收入 20 亿美元以上的大型公司一般在 IT 方面投入占营业收入 3.2%，摩根士丹利的投入远超过同一级别的其他公司。除了在经费上进行投入，公司对人员方面也做了安排，建立了董事会运营和技术委员会来监督公司的运营和技术战略。

图12：摩根士丹利与美国证券行业不同规模公司信息技术投入对比



数据来源：NIFD 财富管理研究百家号援引 CIO，东吴证券研究所

摩根士丹利主要投入建设了三个财富管理有关平台，借助现代信息技术更高效地服务客户。三个平台分别为核心平台 Next Best Action (NBA)、长期投资管理系统 Goals Planning System (GPS)，以及移动支付系统 Morgan Stanley Send Money with Zelle。

NBA 平台是摩根士丹利财富管理业务的核心综合平台，其他的系统都与之对接。它有三个主要功能：1) 提供投资建议：应用大数据、人工智能等科技，通过分析研究报告、客户数据、市场数据，对客户提供投资洞察和选择。2) 提供操作预警：包括保证金通知、低现金余额警报，以及客户投资组合大幅增加或减少的通知等等。财务顾问可以将个性化的文本与警报信息附在一起并通过多种通信渠道发布。3) 辅助解决客户日常事务：针对用户个人生活信息提供服务，例如为有孩子的客户推荐最好医院和学校、在客户生日之前进行提醒。这种服务功能有助于在客户和财务顾问之间建立牢固的累积信任。我们认为 NBA 这样基于机器学习的系统可以更好地适配投资潜在选择与客户的偏好，帮助财务顾问在海量投资选择中进行精准追踪并呈递给客户，并在市场发生重大事件时第一时间传达给所有客户。

Morgan Stanley Send Money with Zelle 是一项方便快捷的 P2P 支付服务。2017 年 9 月，摩根士丹利升级该系统。它可以在公司的移动应用程序上使用，使财富管理客户能够通过收件人的电子邮件地址或电话号码从几乎任何拥有美国银行账户的人那里收发钱款而无需支付任何额外费用，由此满足客户的日常现金管理需求。并且，摩根士丹利将该系统的注册和使用与其 Premier 理财现金管理计划的资格挂钩。Premier 计划涵盖了直接存款、支票书写、ATM 接入、费用回扣等等功能和优待，回报比其他金融公司的更高，对客户而言极具吸引力。摩根士丹利将二者挂钩以奖励客户巩固其与公司的日常现金管理活动，用便捷的科技助力各项财富管理业务的协同发展。

国内券商围绕智能投研、客户观察、产品洞察、投资分析、资产配置、数字营销及智慧风控等领域，积极寻找数字化赋能机会。具体而言，通过挖掘数字化赋能场景、加强大数据分析与运用、完善配套数字化工具建设等手段，全面提升数字化经营能力。以牢牢占据 MAU (月活跃用户人数) 第一梯队的华泰证券涨乐财富通 App 为例，智能资产配置和专属在线投顾是其特点，通过大数据结合金融逻辑的方式，涨乐财富通 App 可基于不同客户的投资风险偏好和需求，智能匹配不同的资产配置计划：安心回报、衡稳睿丰、乐享智盈等风险不同的投资选择省去了客户多产品调仓的繁琐操作；“专属投顾在线服务”和“投顾专栏”打破了投顾服务的时空限制，延伸了投顾服务的触达半径，实现线上线下联动。

随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长，券商数字化转型逐渐由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。成功的数字化转型需要业务和技术之间的有机协同和深度融合，深入推进业务变革并促进业绩改善和业务增收，如此才能最大化数字化转型价值，然而国内券商目前有效克服这一痛点的转型者不多。许多券商的数字化转型仍停留在传统 IT 转型层面，业务驱动型技术创新不足，只有充分将数字化转型节奏与业务发展需求高度契合，券商的数字化转型才能真正地实现“业技融合”。数字化转型还需要积极培养和引进既懂金融又了解信息技术更熟悉业务的复合型人才，与国外同类机构相比，国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

券商陆续完成 Deepseek 本地化部署，有助于提升业务效率。随着 Deepseek 的走红，截至 2025 年 2 月，已有近 25 家券商宣布完成 DeepSeek-R1 或 V3 模型的本地化部署，包括国泰君安、国金证券、中泰证券、兴业证券、国元证券、华福证券、光大证券、华安证券、广发证券、国盛证券、中金财富证券、华西证券、国信证券、中信建投、东兴证券、西南证券等。Deepseek 的本地化部署具有研发成本低的特点，开源模式能实现技术普惠，中小券商也能以非常低的成本接入先进技术。目前应用主要集中在智能办公、投研辅助、智能客服及合规风控方面，比如赋能信息检索、文档处理、行业研究、市场研判、辅助软件研发、辅助制定营销方案、合规问答、业务办理指引等多个业务场景，能有效提升工作效率。此外，deepseek 的接入也将有助于推动行业智能化转型，为券商探索新的业务模式和服务领域提供可能，可能也会催生出新型投顾模式。

表9：券商 Deepseek 本地化部署的主要内容

券商名称	具体内容
国泰君安	公司完成 DeepSeek R1 模型的引入，将赋能和拓展“君弘灵犀”在智能问答、智投服务、投教、行业研究、市场分析、合规风控、信息检索、文档处理等多个核心业务场景的应用，将为员工和用户提供更加精准、高效的 AI 服务。
广发证券	公司已上线基于 DeepSeek 的微信小程序，赋能投顾和公司员工开展相关客户服务。此外，广发证券已完成 DeepSeek 模型的本地化部署，以进一步优化已经建成的智能客服、代码生成辅助、智能投研等各类 AI 场景的应用。
中信建投	公司早在 2024 年上半年业内率先接入 DeepSeek 大模型，推动人工智能技术在风险管理及业务创新等领域的深度应用。尤其是在风控领域，该系统充分发挥了 DeepSeek 语义理解能力，构建起全天候 7×24 小时的舆情监测网络，将新闻响应时效缩短至分钟级。公司信息技术部于春节期间完成了 Deepseek 的本地部署。
光大证券	AI 中台新增 DeepSeek 大模型本地化部署和多场景应用测试，并基于华为 NPU 算力平台实现国产化适配。此次部署以“自主可控+创新应用”为核心，依托国产化算力基础设施，自主研发知识库构建引擎和多模态数据处理框架，大幅降低大模型应用成本，在保护金融数据隐私与安全的前提下，逐步构建“服务客户、赋能员工”的智能服务生态。
兴业证券	公司已搭建数智中台，支持包括 QWen 等不同开源大模型接入及融合应用，日前又追加完成了 DeepSeek V3 和 R1 两款大模型产品接入中台大模型矩阵，可实现诸多业务场景的全面赋能升级。
东兴证券	DeepSeek 正式发布后，公司研发团队结合 RAG 和 AI Agent 技术搭建出一整套完善的大模型技术平台，同时以此大模型平台为依托，公司重磅推出智能化服务产品——“智多兴”，为公司内部员工提供智能问答、信息检索等服务，在规则解读、业务流程指导及软件使用查询等方面已实现员工问答精准检索、秒级响应，助力工作效率飞跃提升。
西南证券	公司日前追加完成 DeepSeek 的本地部署与适配，并基于 DeepSeek-R1 模型实现公司已有的大模型产品——智能知识库助手的升级改造，高效赋能知识查询与问答。后续，公司将 DeepSeek 及智能化中台扩展应用至更多核心业务领域，如智慧投研、智能投顾、智能客服、合规风控、智慧办公等，不断打造完善智慧金融服务体系。
中泰证券	公司已完成 DeepSeek-R1 的本地化部署，正在进行问答、文档、投顾、投研、代码生成等场景的测试研究，计划应用于财富管理、投行业务等领域。
华西证券	公司在现有“孔明 AI 助手”大模型平台基础上新增了 DeepSeek 大模型，在流程审批、文档处理、会议纪要生成等日常办公场景中，引入智能解决方案，实现办公效率的提升。

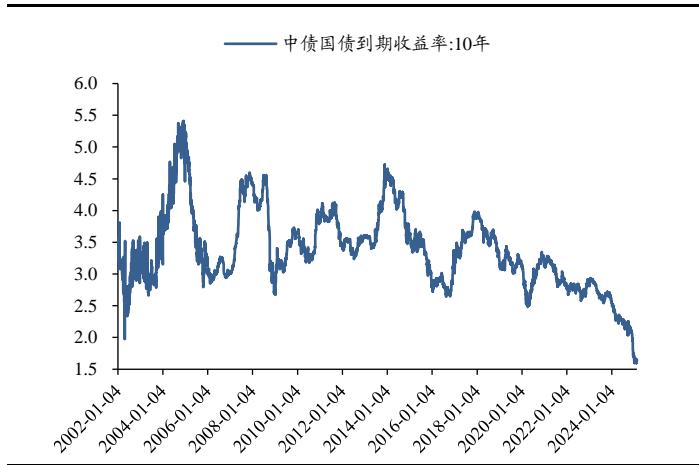
国金证券	公司在经过充分的适配性测试后，已将 Deepseek R1 的不同版本深度融入多个核心业务领域，比如信息检索、文档处理、行业研究及市场研判等多个场景。公司基于国产大模型 DeepSeek 的思维链（CoT）技术打造的“深度思考”产业链智能挖掘系统已投入应用。
东吴证券	公司已完成 DeepSeek-R1 模型的本地化部署。显著提升了 AI 平台语义理解、逻辑推理和多轮对话等能力，同时兼顾了响应速度和数据安全性。
中金财富	公司已完成了与 DeepSeek-R1 大模型深度融合。此次技术应用不仅实现了智能投顾助手 IC-Copilot 的升级迭代，更开创性地构建投顾服务领域“热点发现-资讯处理-策略生成”的三位一体的服务生态，同时也标志着中金财富智能化转型进入深度应用阶段。
华安证券	公司成功完成了 DeepSeek-R1 大模型的本地化部署及场景适配。针对金融行业高复杂度、高合规性、高实时性的特点，公司已初步打造 AI 中台，以大模型作为中枢，整合、调配各类 AI 能力，实现 AI 资源的高效利用与协同运作，为后续业务的智能化升级和创新发展提供有力支撑。
国信证券	公司完成了 DeepSeek-R1-Distill-32B 模型的本地部署，并引入云端的 V3、R1 等系列版本，为后续应用打下坚实基础。公司计划后续将 Deepseek 大模型更广泛地应用于金太阳 APP、财富管理、投资银行、投研分析等核心的证券业务领域。
东方证券	公司完成了 DeepSeek 官方 API 的接入，并实现 DeepSeekV3 和 R1671B 大模型量化版本在东方大脑人工智能平台的本地化部署，为客户提供精准、及时的智能问答服务。
华福证券	公司接入 DeepSeekV3 和 R1 大模型，赋能知识问答、软件研发、营销方案、客户陪伴等业务。
长城证券	公司充分借助 DeepSeek-R1 在 AI 对话、数学推理、编程任务和复杂问题解决场景中的表现卓越，赋能“客户流失分析预测”“基金 AI 评测报告生成”“报账一网通”等十余项证券业务应用场景，提升员工效率。
财通证券	公司自主研发的“财小智”已完成与 DeepSeek 大模型的对接，实现了知识智能检索、智能办公等多个应用场景。

数据来源：第一财经，中国证券报，新浪财经，东吴证券研究所

2.5. 优化资产配置效能

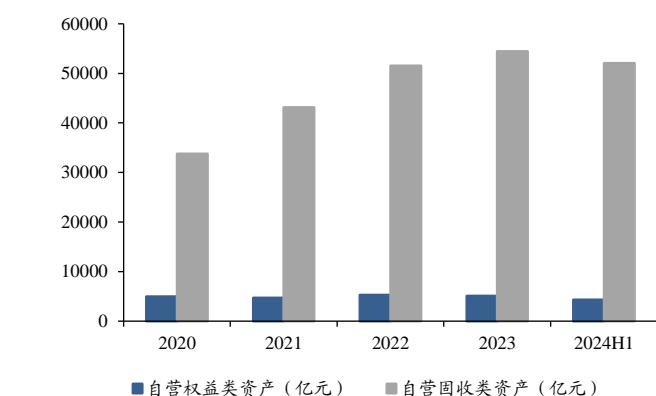
摆脱固收“躺赢”思维，更多关注多元化配置机会。近二十年以来，我国十年期国债收益率水平在一个逐渐收敛的区间内震荡向下，特别是近十年以来十年期国债收益率的阶段性最高点持续显著下降，致使券商自营在资产配置方面高度集中于固收类资产。但考虑到目前利率已在历史低位，继续下行空间持续缩窄，利率债的黄金时代或已过去。此外，信用债相关利差均已压缩至历史低位，未来配置难度不断加大。在这样的背景下，未来券商自营应更加关注固收+的机会，更加增加可转债、永续债的配置，同时辅以权益仓位的低波产品。

图13: 10 年期中债国债到期收益率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

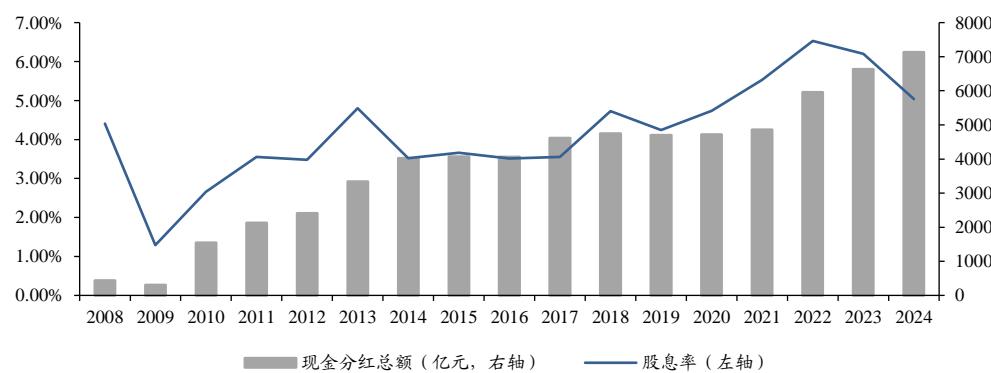
图14: 2020-2024H1 证券行业权益及固收自营规模(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重视其他权益工具 (OCI), 红利类资产仍是重点。未来伴随着债券收益率下行、固收类资产配置难度加大, OCI 账户下的红利类资产仍将是券商自营资产配置的重要方向。2024 年末, 十年期国债收益率破 1.8%, 中证红利平均股息率仍有 5.04%, 超额收益超过 3%。

图15: 中证红利指数现金分红及股息率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

充分利用互换便利工具 (SFISF), 强化权益投资布局。2024 年 10 月 10 日, 央行决定创设互换便利工具, 首期互换便利操作规模 5000 亿元, 未来可视情况扩大规模。2024 年 10 月 18 日, 央行与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 相关工作的通知》, 宣布正式启动证券、基金、保险公司互换便利操作。目前 SFISF 已分别在 2024 年 10 月 21 日及 2025 年 1 月 2 日落地两批, 合计规模达 1050 亿元, 中标费率从第一批的 20bp 下降到最新一批的 10bp。同时在首批 20 家的基础上, 增选了 20 家参与机构, 形成 40 家备选机构池, 大多为券商。SFISF 的操作设计中, 换入的国债和央票不纳入“自营非权益证券/净资本”分子计算范围, 相关的自营权益资产、做市持有的权益资产也不纳入“自营权益证券/净资本”分子计算范围。这意味着券商在

参与该工具时，可以在不增加过多风险敞口的情况下，优化自身的资产负债表。此外，SFISF 为券商提供了新的杠杆经营模式，有助于其拓展非方向性投资策略，如通过股指期货、场外期权等工具对冲风险，进一步优化资产配置。

3. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑；
- 2) **政策趋紧抑制行业创新：**若宏观经济出现超预期下滑，势必造成证券行业监管政策趋于审慎，证券公司开拓新盈利增长点势必受限；
- 3) **市场竞争加剧风险：**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提供。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：

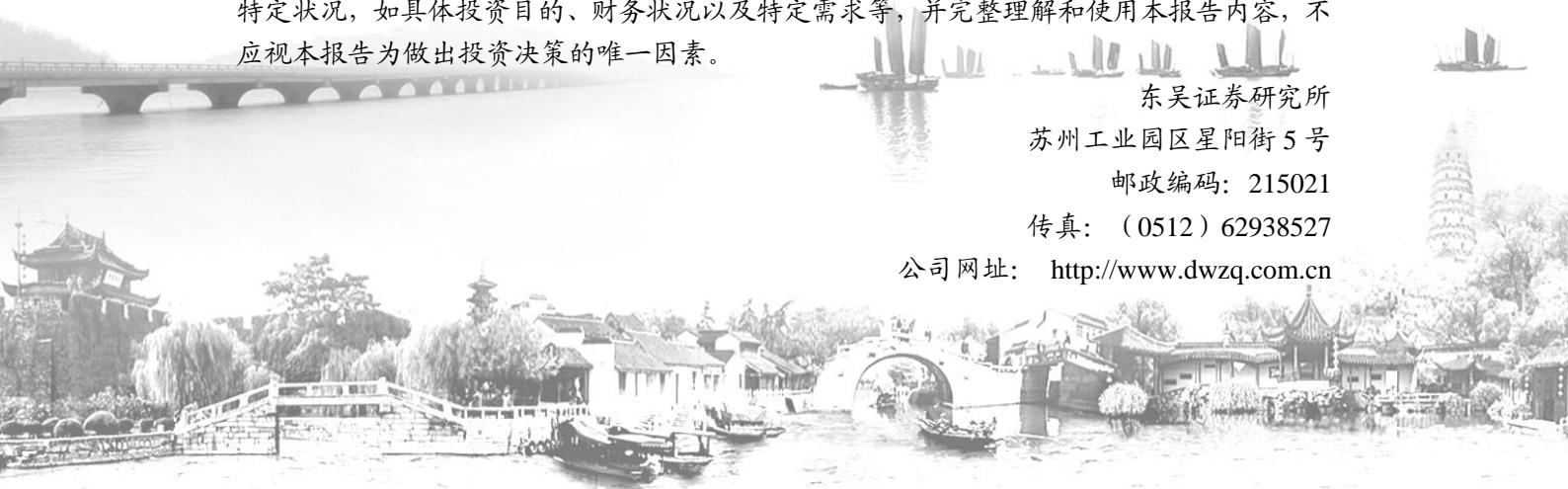
公司投资评级：

- 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>