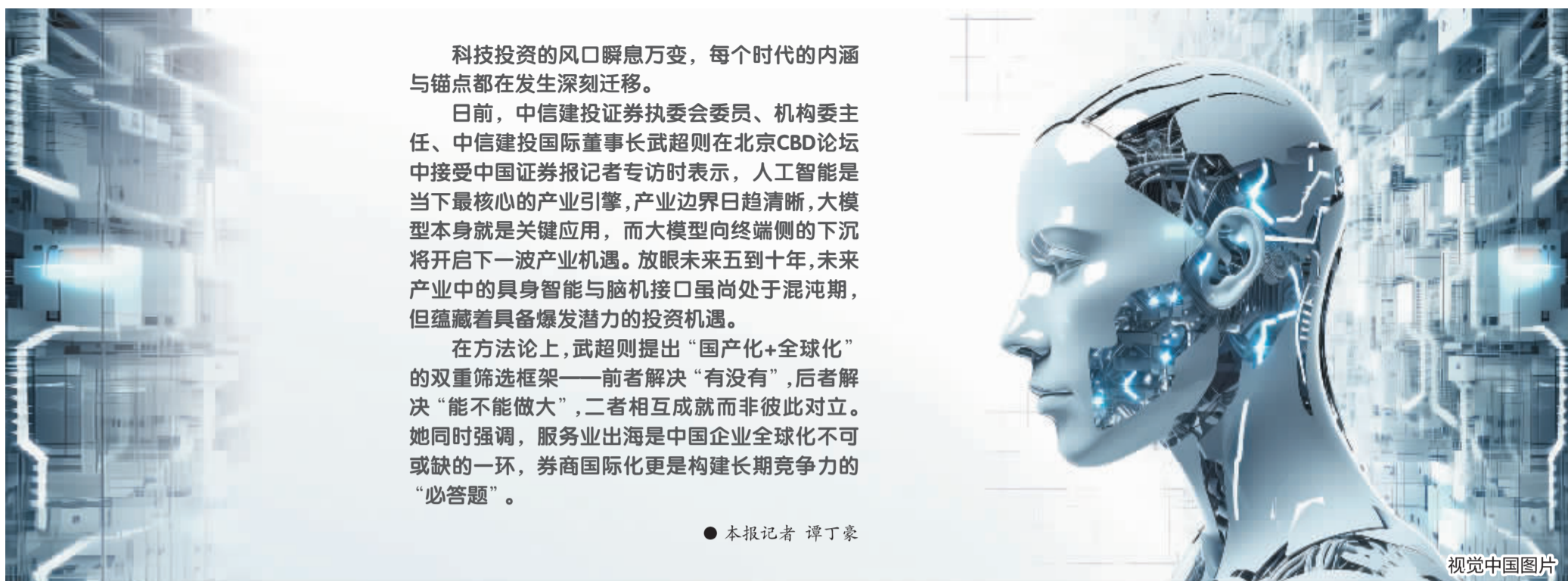


中信建投武超则：

从人工智能到未来产业 科技投资的“变”与“不变”



视觉中国图片

科技投资的风口瞬息万变，每个时代的内涵与锚点都在发生深刻迁移。

日前，中信建投证券执委会委员、机构委主任、中信建投国际董事长武超则在北京CBD论坛中接受中国证券报记者专访时表示，人工智能是当下最核心的产业引擎，产业边界日趋清晰，大模型本身就是关键应用，而大模型向终端侧的下沉将开启下一波产业机遇。放眼未来五到十年，未来产业中的具身智能与脑机接口虽尚处于混沌期，但蕴藏着具备爆发潜力的投资机遇。

在方法论上，武超则提出“国产化+全球化”的双重筛选框架——前者解决“有没有”，后者解决“能不能做大”，二者相互成就而非彼此对立。她同时强调，服务业出海是中国企业全球化不可或缺的一环，券商国际化更是构建长期竞争力的“必答题”。

● 本报记者 谭丁豪

人工智能是当下最核心的产业引擎

提到科技投资，市场上从来不少热词。从TMT到数字经济，从信息化到智能化，概念迭代之快，往往令投资者无所适从。但在武超则看来，与其追逐名词，不如先把每个时代科技的核心驱动力看清楚。

“科技可能是一个大的框架，但在每一个时代背景下，它的内涵其实是完全不一样的。”武超则说。

她认为，从过去十年的信息化、网络化，到此刻的数字化和智能化，再到未来产业，科技在每个时代都有不同的内涵。

在她的逻辑里，阶段不同，投资的锚点就截然不同：信息化时代的主线是网络和终端，智能化阶段的重心则完全不同。从前大家理解的科技主线更多是网络化，也就是我们所熟知的信息化时代；而今天关注的主线更多是数字化和智能化，比如当前热度持续攀升的人工智能。

谈到当下最看好的方向，武超则表示，“如果谈今天，肯定还是要以人工智能作为最核心的引擎去理解这件事情。”

但她对AI产业链的理解，与市场习惯的“算力—模型—应用”线性叙事有着微妙差异。过去两年，投资热点沿着这条产业链依次转移，仿佛大模型只是应用的“供给侧”。

但武超则不那么看：“大模型本身就是人工智能的关键应用，是整个产业链里重要的环节

之一。大模型能力每一次跃升，本身就重新定义应用的边界，它不只是上游，它就是核心。”

聊到未来，武超则表示，“未来大模型终端化，或者说终端侧的计算、存储和大模型能力密度的提升，将成为下一阶段AI应用中绕不开的重要落脚点，AI应用也可能走向硬件形态。”

她透露，中信建投的研究团队今年围绕AI PC、AI手机，甚至AI玩具都做了大量深入研究。说到AI玩具时，武超则说：“听起来好像不是那么硬核，但你想，当大模型的推理能力从云端迁移到终端，芯片算力、存储架构、功耗管理全都要跟着重构，这里面的产业机会其实非常大。”

“再往后看五到十年，还有更多处于更早期、成长性更快、爆发力更强但确定性也更小的方向。比如具身智能、脑机接口、核聚变等，这些未来产业就是五年前所指的‘未来产业’，如半导体和人工智能。”武超则说。

她坦言，这些未来产业跟如今已经相对成熟的AI、新能源汽车不一样，其产业链的边界还没有定型。“更多的还是技术或者说科研在引领这件事情向前发展，目前还处于混沌期”。

但恰恰是这种混沌，往往孕育着最具爆发力的投资机遇。

在混沌中锚定长期价值

如果说人工智能是当下科技投资的“主航道”，那么具身智能和脑机接口则是武超则眼中下一个十年的“深水区”。

“如果一定要谈一两个方向，我个人相对比较看好的，一个是具身智能，另一个是脑机接口。”武超则说，具身智能跟她前面谈到的AI终端其实是一种相互包含的关系。

这句话值得多想一层：AI终端是把大模型装进手机和电脑，具身智能则是把大模型装进一个能走、能抓、能跟物理世界打交道的躯体，是AI参与物理世界创造的“最后一公里”。逻辑一脉相承，但产业纵深发展远不是手机、PC可比的。

当然，她也不回避早期阶段的模糊感。“以具身智能为例，它肯定也有上下游——从传感器、控制系统，再到算法等，产业链边界还没有那么清晰。”武超则反倒觉得这正是机会所在，产业格局还没有固化，有原创技术的企业反而有实现弯道超车的窗口期。

对于脑机接口，武超则说：“站在当下看，脑机接口不管是对人类的未来价值，还是说真正的‘科技向善’，能解决人类真实的需求，创造从0到1的变革，我觉得这种改变会非常大。”

武超则说的从0到1，不是商业模式的创新，而是让失语者重新开口、让瘫痪者恢复行动这种此前被认为根本不存在的可能。从她的投资标准来看，这不是在存量市场争份额，而是开辟一个全新的市场。

“当然，脑机接口也有很多困难，比如一些材料的问题等。”武超则坦言，但总体来讲，整个产业正处于一个重要的拐点上，未来发展空间很大。

不过，武超则提醒，未来产业不能照搬成熟

行业的分析套路。“像未来产业跟如今相对比较具象、成熟的AI、新能源汽车相比，首先，它的产业链边界不是很清晰。”

按图索骥行不通，那怎么办？武超则给出了自己的方法论：换一个维度去筛选，从国产化和全球化两条线索入手。

“接下来，中国在未来产业上最大的投资机会，首先肯定还是在国产化的链条上。”武超则表示，“这跟我们十年前谈移动互联网是很不一样的。”

她认为，“那个年代中国科技企业更多是放在全球分工里做应用层创新，底层技术靠进口。而今天局面完全变了，国产技术的崛起、科技的自主可控，将是一个非常重要、可以孕育从0到1的发展方向，这是过去从未有过的局面。”

“所以不管是人工智能还是未来产业，我自己一直坚持的观点就是在国产化链条中寻找，去寻找具有自主可控技术和具备原创能力的产业链环节。”武超则强调。

紧接着，她抛出了一个看似矛盾的观点。“国产化和全球化看起来是矛盾的，但说到底还是向内深耕还是向外拓展。”

但她马上给出了自己的理解：“未来在科技或者未来产业上，能做到高市值、行业头部的公司，一定是有全球化产品销售能力的公司。国产化不意味着其技术只能在国内应用，它也能够出海，甚至在全球产业竞争中取得优势地位。”

她举了两个方面的例子：中国在开源大模型和视频类多模态大模型方面具有较强的全球

多因素共振 券商板块再现强势上涨

● 本报记者 胡雨

在经历周一的强势大涨后，6月25日，A股券商板块再度上攻，其自6月9日以来的这轮反弹行情，累计涨幅已超过15%。

业内人士表示，行业业绩增长预期强化、政策信号密集发布以及板块估值处于低位或是此轮券商板块上涨的主要因素。此外，近期市场风格的再平衡一定程度上也提升了市场对券商板块投资性价比的关注度。从更长期视角看，低利率背景带来的财富管理发展历史性机遇等叙事逻辑有望驱动券商板块实现估值重塑，综合实力领先的头部券商更加值得关注。

两大因素压制券商股行情

对持有券商股的投资者而言，近期券商板块的表现堪称“扬眉吐气”：6月22日，券商指数大涨7.52%，创下2024年11月7日以来日涨幅新高；6月25日，券商指数再度发力上涨3.43%，成分股中，长江证券拉升封板，中信建投盘中一度涨停，财达证券、浙商证券等表现活跃。从6月9日开启本轮反弹行情至今，券商指数累计涨幅已超过15%。

券商板块历来被视为A股“行情旗手”，其走势往往与市场整体走势高度一致。不过，自2025年8月下旬创出阶段高点后，券商板块指数便一直震荡下行，并在不久前创下一年多以来新低，不仅与上证指数震荡走高的趋势明显背离，也与行业自身稳健的基本面形成严重错配，在相当长一段时间内影响了投资者的持股体验。

是什么引发了券商板块此前持续近一年的调整？在采访中记者了解到，两方面因素或是主要推手。

一是市场对券商盈利的持续性存在疑虑。结合对券商板块整体市净率处于历史极低分位的分析，广发证券非银首席分析师陈福认为，当前券商板块在被低估的同时也被低配，在市场看来，身处降费和低利率的大环境，券商能否维持高ROE还需等待更多信号验证：“券商作为强周期品种，投资者对市场高成交额的可持续性以及券商投行和资管业务的转型成效还在观望当中。”

二是来自资金面的压制。开源证券非银金融首席分析师高超认为，2026年以来A股科技股行情火热，一定程度上给大金融板块造成资金抽离效应，不仅是券商，保险、银行板块也出

现不同程度的调整。此外，部分头部券商推进再融资等因素也对券商板块行情形成压制。

三因素共振驱动板块修复

回溯A股历史，券商板块出现“大盘涨、业绩涨但股价不涨”的情形并非首次。

据高超介绍，此前在2021年一季度，券商板块也是受资金面减持、头部券商配股融资和市场对盈利景气持续性存在担忧等因素影响，在股市明显上涨的背景下，头部券商出现较为明显的调整，超额收益大幅收窄，不过自当年二季度起，券商板块迎来了超额收益扩张，此后进入2022年上半年，尽管股市出现较明显回落，但低估值的头部券商整体仍相对抗跌，累计超额收益明显高于2021年一季度的低点。

“借鉴2021年一季度和后续行情的演绎，当下券商板块在筹码、估值均处于底部位置且基本面持续改善的背景下，具有较高的配置价值。”高超总结道。从近期A股市场表现看，在科技板块表现亮眼的同时，不少相对低估值板块已出现活跃迹象，市场风格正经历再平衡已成共识。对于券商板块6月初以来的反弹，陈福认为，风格再平衡可能只是表面原因，更核心的驱动力在于基本面，有三大因素值得关注：

一是券商业绩增长预期强化。二季度市场交易活跃，日均成交额维持在相对高位，权益市场整体走强，券商业绩高增长基本是大概率事件。随着中报披露期临近，业绩数据的公布可能成为估值修复的重要催化剂。

二是政策信号密集发布。在日前举行的2026陆家嘴论坛上，监管层释放了不少制度利好，包括科创板扩容、并购重组机制优化、主动ETF推出、商业不动产REITs试点等。这些政策对券商来说意味着投行、资管、财富管理等业务都有新的增量空间。

三是估值确实处于较低的位置。在业绩向好的情况下，券商板块估值却处在历史底部，这种背离持续的时间越长，修复的动力可能就越强。

风险收益比仍具吸引力

结合对估值、资金面等因素的分析，对于券商板块盈利的可持续性，中信建投非银及金融

科技首席分析师赵然认为，当前其处于盈利复苏的验证期，而非处于繁荣的顶点，券商板块处于“业绩高增、估值低位、产业趋势加速”三者共振的窗口期，在科技板块交易拥挤度攀升、资金高切低轮动的背景下，板块的风险收益比仍具吸引力。

拉长长时间线看，高超认为，低利率背景带来的财富管理发展历史性机遇、企业出海和跨境投资需求催生的海外业务新叙事、科技浪潮为

加码国际业务 券商竞逐业绩新增长极

● 本报记者 林倩

中资券商出海明显换挡提速，资本注入从“零星试探”变成“集中加码”。据中国证券报记者不完全统计，2026年以来，至少已有7家上市券商披露海外业务布局进展。在具体业务拓展中，券商海外业务已从单一的经纪业务服务走向FICC、资管、衍生品等综合服务。在业内人士看来，随着资本金陆续到位、业务逐步落地，国际业务对券商的利润贡献还有进一步抬升空间，头部券商有望在国际化布局中保持行业竞争优势。

国际化布局提速

随着中资企业出海加速，券商国际化布局已成为行业趋势。2026年以来，券商延续出海热情，密集向境外子公司增资，夯实资本实力，以支撑各项境外业务的发展。

头部券商在国际业务上的竞争也日趋白热化。6月初，国泰海通公告称，拟向子公司国泰海通金控增资90亿元，以进一步推动公司国际化业务发展，持续培育跨境金融优势。5月底，中信证券公告称，拟向大股东中国中信金融控股有限公司定向发行7.94亿股，发行价格为每股23.13港元，募集资金总额为160亿元，将全部留存境外用于发展公司国际化业务，其中对境外全资子公司中信证券国际增资不超过160亿元。

此外，今年1月，华泰证券拟向全资子公司华泰国际增资不超过90亿港元，用于支持境外业务发展；3月，广发证券董事会批准对广发香港增资61.01亿港元。

券商大投行业务带来长期机遇这三大叙事逻辑有望驱动券商板块实现估值重塑。此外，随着资本市场稳定性有望提升以及券商资产多元化配置，行业盈利稳定性有望持续提升，叠加券商再融资更加审慎、更加重视分红和投资者回报，这些新趋势也构成板块估值重塑的重要动力。

国金证券非银行分析师洪希行认为，与过去相比，券商板块最大的变化在于资本市场波动率下降、投融资改革深化、国际业务拓展等因素

加码国际业务 券商竞逐业绩新增长极

部分中小券商也在积极布局，不过与头部券商动辄数十亿甚至百亿级的投入相比，差距悬殊。2月，华安证券公告称，向香港全资子公司增资事项取得中国证监会复函，对香港全资子公司华安金控增加注册资本5亿港元。同月，东吴证券也获得证监会复函，同意公司向东吴香港增资不超过20亿港元。

除了增资的形式，也有中小券商以设立子公司的形式加码国际布局。4月，东北证券公告称，公司全资子公司东证国际在香港完成注册。

境外业务更加丰富

从各家券商的表述中可以看到，其境外业务已从单一的经纪业务服务走向FICC、资管、衍生品等综合服务。

广发证券在增资公告中表示，近年来，广发香港持续聚焦交易与机构业务、财富管理、投资银行等核心业务领域，为中国企业、机构和居民投资境外市场，以及为境外机构和个人投资境内市场提供综合性跨境金融解决方案，并取得了良好的业绩。

对于160亿元增资的具体用途，中信证券表示，一是开展跨境以及境外股权衍生品、大宗商品、固定收益类的资本中介业务，增强为客户提供全球风险管理和资产配置的综合服务能力；二是为境外持牌子公司提供资本金，进一步完善覆盖全球的综合金融服务网络；三是补充境外流动性，保障流动性安全并降低融资成本。

“国际化是建设一流投行的必由之路，行业机构正在加快海外业务布局，在服务企业境外融资、跨境财富管理、全球资产配置等领域发

竞争力；光通信整个产业链也服务于全球领先的科技公司，包括美国的一些公司。

“说白了，国产化解决的是有没有的问题，而全球化解决的是能不能做大的问题。不是非此即彼，而是相互成就。”武超则认为，如果有自主可控的核心技术，同时又能在全球化的市场和产品能力上有竞争力，从这种“国产化+全球化”的思路出发，可能筛选到比较好的标的。

券商国际化是一道“必答题”

从产业投资的视角回到自身业务，身为中信建投国际董事长的武超则，对中国金融机构出海有着切身的观察与思考。在她看来，服务业出海是一条被市场严重低估的发展路径。

武超则将中国企业的全球化进程梳理为一条清晰的升级路径：“过去中国企业出海，背后的推动力其实是先有贸易出海，比如说出口衣服鞋帽和家电消费品；然后是制造业，比如新能源汽车、光伏等。而如今，中国企业正进入高科技出海阶段。从最早的媒体出海，比如短剧出海、游戏出海；到现在有通信设备出海，也有大模型出海。”

但她也指出了容易被忽视的环节：服务业出海实际上是与贸易和货物出海相伴相生的。武超则引用了国际经验来论证这一判断：“我们看美国七十年代，包括日本八十年代，都是类似的。先是具象的货物或者产品出海，再到后面所谓的服务业出海，其内涵很丰富。”武超则列举了法律服务、金融投行、会计审计等领域，她认为当实体经济走出去之后，配套的专业服务必然将紧随其后。

这也正是中信建投将国际化提升至“十五五”战略核心位置的深层逻辑。武超则透露，公司正投入大量人力、财力与物力，将香港作为国际化的“桥头堡”。

对于中国投行出海的前景，武超则有着清醒而坚定的判断。“中国投资银行出海不一定都能成功，但最终有可能成长为具有全球竞争力的大型公司。而行业头部的公司，必然是全球化的公司。”

在她看来，国际化不是一道可做可不做的加分题，而是决定金融机构长期竞争力的“必答题”。

从服务实体经济到服务国家战略，从科技产业的投资洞察到金融服务的出海实践，武超则的视角始终贯穿一条主线——在变化中寻找确定性。无论是人工智能的应用落地、未来产业的混沌突围，还是中国金融机构的全球化布局，她坚信，真正的长期价值，属于那些既掌握核心技术又具备全球化能力的企业。

“从长期来讲，这也是我们践行金融服务实体经济、服务国家对外开放这一大战略的一个具象举措。”武超则总结道。

带来的业绩韧性增强。对投资者而言，有两类投资机遇值得关注：“一是综合实力领先的头部券商，在打造国际一流投行的大背景下，优质头部券商的业绩韧性更强，其也有望通过优化国际业务布局来打开成长空间、增强盈利能力；二是在一级市场投资上具备特色的券商，当前券商一级子公司纷纷聚焦符合国家战略导向的领域，部分所投企业在上市后具有较大的估值提升潜力，也增厚了券商的股投和保荐收益。”

加码国际业务 券商竞逐业绩新增长极

挥关键纽带作用。”广发证券日前在投资者关系活动中如此表示。

该公司提出，将坚持全球视野与本土优势相结合，持续提升国际化经营的韧性与质量，包括深耕跨境协同发展，提升跨境展业效能；做强香港核心平台，提升境外客户服务能力；前瞻布局新兴市场，为长远发展储备动能。

国际业务贡献进一步提升可期

在业内人士看来，国际业务有望成为券商业绩新的增长极，业务贡献将持续提升，头部券商凭借更加完备的业务链条，有望在国际化布局中保持行业竞争优势。

中航证券非银首席分析师薄晓旭表示，伴随我国资本市场双向开放不断纵深推进，国内头部券商全球化布局正式从战略筹划期，步入资金到位、业务落地的实操阶段，行业全球化建设步伐明显提速。

中原证券非银首席分析师张洋表示，龙头券商全链条、全生命周期服务能力显著领先，并有望通过国际化布局构建新的利润增长极，更加契合“十五五”规划的战略定调。

“2025年券商国际子公司ROE表现亮眼，据测算中信证券国际2025年ROE达到25.0%，显著高于中信证券、中金公司、国泰海通、广发证券等券商国际子公司ROE水平也表现更佳。”从盈利规模上看，方正证券非银首席分析师许旖珊表示，2025年券商国际子公司净利润普遍同比高增，对其母公司的利润贡献度也明显提升。随着券商国际子公司陆续通过增资夯实资本实力，券商国际业务贡献进一步提升可期。