

非银金融行业深度报告

“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之二——投石问路，海外一流投行的发展轨迹

增持（维持）

投资要点

- 高盛：始终围绕客户需求为核心，投行和机构业务双轮驱动，ROE 稳定且具有优势。** 高盛作为顶级国际投行，2012-2023 年主营业务收入占美国证券行业总收入 10%以上，税前利润占行业比重达 40%以上，即便是金融危机后杠杆率下降，高盛 ROE 中枢仍能达到 10%左右。稳定且具有优势的 ROE 来源于公司投行和机构业务的双轮驱动，公司持续建立机构业务和投行业务的协同合作，利用积累的庞大机构投资者，可以快速将机构投资者和发行人进行对接，有效降低承销风险及承销费用，此外将大宗交易推广到一级市场也可以降低客户的发行融资成本。此外，高盛始终围绕客户需求为核心，过去二十年间的三次主要业务架构调整也都是基于适应客户对不同业务需求的变化。
- 野村证券：坚持国际化战略。野村证券历史悠久，是目前日本的第一大券商。** 公司业务结构多元化，收入来源均衡，尤其是佣金、投行及资管收入较为稳定，即使在金融危机期间也没有太大的降幅。野村证券之所以能够保持市场龙头地位，一方面是由于公司拥有日本最大规模的零售机构网络，同时公司具有很强的内部系统能力，能有效进行客户管理；另一方面是由于公司一直坚持走国际化战略，业务范围涉及亚太 (APAC)，EMEA（欧洲、中东和非洲）和美洲。
- 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势。摩根士丹利通过三次多元化并购迅速补齐业务短板，夯实财富管理领先地位：**1) 1997 年，与专为零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。2) 合并花旗美邦，融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，迈进全球财富管理第一梯队。3) 收购折扣经纪商 E-Trade，获得 E-Trade 的所有客户账户和管理资产，同时拓展了数字访问及数字银行服务，完善财富管理全业务链条。公司坚持“把客户放在第一位”的核心价值观，全面围绕客户需求进行业务布局 and 战略转型。客户群体以高净值客户为主，高费率业务规模占比较高。
- 嘉信理财：多维度并购，同类企业强强联合，稳固龙头地位。** 嘉信理财是世界最大的互联网理财交易公司。成立之初，公司通过降低交易佣金实现了客户的快速积累，中期敏锐地捕捉到了客户财富管理需求正由单一向多元化转移，并开始打造开放平台，陆续推出基金超市和投顾服务。2000 年开展多维度并购：1) 拓展业务线：收购美国信托、401(k)和 OXPS，拓展了信托、期权期货和企业退休计划等金融业务；2) 提高服务能力：收购 Windward、Motif 的技术和知识产权，提高了包括投资管理、智能金融研究等多方面的能力；3) 扩大规模：并购 TD Ameritrade、USAA 等同行机构，减少了外部竞争。
- 瑞银集团：外部兼并和内部有机增长形成共振。** 2023 年收购瑞信后，瑞银将管理 5 万亿美元资产，成为全球最大财富管理机构。瑞银此前也经历过多次并购重组，通过国际化的扩张加大对投行、财富管理业务的投入，包括：2001 年收购惠普公司，落于美国市场；2003 年始，先后收购美国、英国、荷兰等多家知名投行的财富管理分部，完善欧洲布局；2005 年，登陆中国市场。在外部兼并收购和内部有机增长的同时促进下，瑞银的国际化程度迅速提高，全球范围的高净值客户也进一步增加。瑞银深耕财富管理领域，通过深度协同投资银行、资产管理、商业银行和财富管理部门，形成研究、销售、结构产品和客户的有机链接，构建以客户为中心的“一个公司”（One-firm）战略。
- 风险提示：**1) 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；2) 日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑。

2025 年 02 月 11 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

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之一——海外证券市场的发展逻辑与路径》

2025-02-10

《保险业开展黄金投资试点；资本市场着力做好金融“五篇大文章”》

2025-02-09

内容目录

1. 内生增长，改革创新做大版图	5
1.1. 高盛：把握时代节奏，改革推动做大做强.....	5
1.1.1. 投行和机构业务双轮驱动，ROE 稳定且具有优势.....	7
1.1.2. 以客户需求为核心.....	8
1.2. 野村证券：坚持国际化战略.....	9
2. 多元化并购快速拓展业务版图	12
2.1. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势.....	12
2.1.1. 三次并购夯实财富管理领导地位.....	14
2.1.2. 坚持“把客户放在第一位”的核心价值观.....	16
2.2. 嘉信理财：多维度并购，同类企业强强联合，稳固龙头地位.....	18
2.3. 德意志银行：并购美国信孚银行扩展美国市场.....	23
2.4. 瑞银集团：外部兼并和内部有机增长形成共振.....	25
2.4.1. 瑞银集团 30 亿瑞士法郎收购瑞信.....	26
2.4.2. 外部兼并迅速提高国际化程度.....	27
2.4.3. 深耕财富管理领域，构建 One-firm 战略.....	27
3. 风险提示	30

图表目录

图 1:	高盛营业收入及行业占比.....	7
图 2:	高盛税前利润及行业占比.....	7
图 3:	高盛 1999-2023 年 ROE 及杠杆率	8
图 4:	高盛 1999-2023 年收入分布	8
图 5:	高盛客户结构.....	8
图 6:	高盛业务部门划分变迁.....	9
图 7:	野村证券收入结构 (百万日元)	11
图 8:	野村证券全业务链布局.....	12
图 9:	摩根士丹利收购历程.....	14
图 10:	摩根士丹利 2002-2008 年财富管理业务收入及增速	15
图 11:	摩根士丹利 2001-2008 年收入分布	15
图 12:	摩根士丹利客户资产规模 (百万美元)	15
图 13:	摩根士丹利财富管理板块收入及占比.....	15
图 14:	E-Trade 2015-2019 经营业绩 (百万美元)	16
图 15:	E-Trade 资产规模 (十亿美元)	16
图 16:	摩根士丹利财富管理产品平均费率 (bps)	18
图 17:	摩根士丹利各类财富管理产品结构.....	18
图 18:	嘉信理财 1992-2023 年收入结构	20
图 19:	嘉信理财投顾服务业务逻辑.....	21
图 20:	嘉信理财的主要外延并购.....	21
图 21:	德美利营业收入及分布 (百万美元)	22
图 22:	德美利客户资产规模及账户数量.....	22
图 23:	嘉信理财客户资产.....	22
图 24:	嘉信理财活跃经纪账户数 (百万户)	22
图 25:	瑞银四大业务紧密协同, 为财富管理服务提供及时支持.....	28
图 26:	瑞银财富管理部门及资产管理部门可投资资产规模.....	28
图 27:	瑞银投行分部税前利润及占比.....	30
图 28:	2023 年瑞银业务架构及分部贡献.....	30
表 1:	高盛发展历程.....	5
表 2:	当前美国大型券商监管框架.....	7
表 3:	野村证券发展历程.....	10
表 4:	摩根士丹利发展历程.....	13
表 5:	摩根士丹利财富管理业务账户模式.....	17
表 6:	摩根士丹利财富管理业务服务内容.....	17
表 7:	嘉信理财发展历程.....	19
表 8:	德意志银行发展历程.....	23
表 9:	德意志银行与信孚银行合并前后主要指标.....	25
表 10:	瑞银集团发展历程.....	25
表 11:	瑞银集团 (UBS) 成立后的主要并购	27
表 12:	全球 Top10 财富管理机构排名 - 按资产管理规模排名	29
表 13:	全球 Top10 财富管理机构排名 - 财富管理细分领域排名	29

1. 内生增长，改革创新做大版图

1.1. 高盛：把握时代节奏，改革推动做大做强

高盛（Goldman Sachs）成立于 1869 年，是一家国际领先的投资银行和证券公司，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务，拥有大量的多行业客户，包括私营公司、金融企业、政府机构以及个人。其总部设在纽约，在中国香港设有分部。高盛的发展经历四个阶段，从备受歧视的犹太裔票据商，到掌控世界经济命脉的“顶级投行”。**家族式经营、合伙人制度和轻资本运作是上市前高盛集团经营的主要特征。**后期高盛引入了股份制度并完成上市，补充了资本，实现了多元化发展，创造了卓越业绩。金融危机后，虽然杠杆率较危机前大幅度下降，但是高盛专注投行业务和全球化运营的核心战略并未发生改变。

表1：高盛发展历程

阶段	大事件
1869-1930 年间，金融监管框架尚未成型、工业大发展	<p>1) 1869 年：高盛公司成立于 1869 年，在 19 世纪 90 年代到第一次世界大战期间，投资银行业务开始形成，但与商业银行没有区分。在此阶段最初从事商业票据交易。</p> <p>2) 1885 年，马库斯·戈德曼儿子亨利和 Ludwig Dreyfuss 加入公司，公司取名为高盛。公司成为了在此阶段最初从事商业票据交易的先锋，并于 1896 年加入了纽约证券交易所。</p> <p>3) 20 世纪初，股票承销包括首次公开募股业务使高盛成为真正的投资银行，公司 1906 年帮助 Sear Roebuck 公司发行了当时规模最大的首次公开募股。</p> <p>4) 1928 年底，高盛成立了股票交易公司，以每天成立一家信托投资公司的速度推销包括垃圾债券在内的各种新型金融业务，高盛股价因此由每股几美元快速涨到 200 多美元。但是好景不长，1929 年华尔街股灾使得高盛股价一落千丈，跌到约 1 美元。高盛的声誉也因此一落千丈，公司濒临倒闭，直到上世纪 50 年代才慢慢恢复元气。</p>
1930-1980 年间，重振投行，分业经营、并购潮	<p>1) 继任者悉尼·温伯格决定把注意力从股票交易转移到投资银行部门，挽回了公司当时较差的声誉。</p> <p>2) 温伯格鼓励公司以免费方式开发新客户，重塑高盛的品行和价值，在 1956 年拿到福特汽车 IPO 订单业务，创造了当时最大的融资计划，高盛由此跻身顶级投行榜单。</p> <p>3) 高盛开展为地方政府或城市发行地方债券的业务，并且最先开始发明了类似对冲基金使用的投资风险管理体系。</p>
1980-2007 年间，机构投资者崛起、佣金自由化、储架发行制	<p>1) 1981 年，高盛公司收购 J·阿朗公司，进入外汇交易、咖啡交易、贵金属交易的新领域。到 1989 年高盛公司 7.5 亿美元的总利润中，阿朗公司贡献了 30%。</p> <p>2) 1990 年代，开设资本投资业务，成立 GS 资本合作投资基金，依靠股权包销、债券包销或公司自身基金，进行 5 年至 7 年的长期投资，然后出售获利。</p> <p>3) 1983 年 SEC 正式采纳“415 条规则”，储架注册制推出。这两项变革加剧了投行的传统领域竞争，提高证券发行的灵活性和降低发行成本方面产生积极作用。</p>
2008 至今，混合经营，打造全能银行	<p>2008 年爆发全球金融危机，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，行业格局重塑，独立投行向全能银行转变。</p>

数据来源：高盛官网，百度百科，杜若娴《人民文摘》，郑子牧《美国证券储架注册制度研究及对我国证券发行注册制改革的启示》，东吴证券研究所

高盛在面对时代变革时，巧妙地抓住机遇实施了一系列战略，塑造了其在金融界的领导地位。1976年，约翰·温伯格和约翰·怀特黑德成为高盛的联席董事合伙人，开创了业界著名的“双头管理”时代。怀特黑德制定了“高盛14条业务原则”，采取了大刀阔斧的改革，将高盛推向了新的高度：

首先，高盛成为机构交易领军者。公司承担了信息不对称和资本损失的风险，与各大机构建立了紧密联系。1976年，高盛赢得了‘老鹰行动’(纽约市养老基金5亿美元转换为指数基金)的交易订单。高盛在大宗交易中承担库存风险，把服务和风险资本结合起来开拓业务，增加了市场份额，为其在机构服务领域赢得了声誉。

其次，高盛变革了投行业务的商业模式，实施了专业化分工。70年代中期，高盛关注500强之外的中小企业客户群，通过分离交易执行和业务承揽等举措，高盛设立了“投行服务部”，专门负责发展和维护客户关系。在1979-1984年的5年间，高盛客户数量增加了500个，每个人跟踪的企业家数大幅下降，但服务质量显著提高，对越来越多的企业进行越来越深入的研究。

第三，高盛大力开发了商品、衍生品和资管业务。八九十年代，国际投行面临政治舆论压力和监管的挑战，但高盛通过收购杰润(J.Aron & Co)等措施，成功开发了商品业务。1988年设立资产管理部门GSAM，重新启动资管业务。这使得高盛在不景气的时期也能够稳健盈利。

最后，高盛积极进行国际化扩张。在80年代，高盛抓住英国私有化浪潮，进入欧洲市场，与老牌本土投行竞争。90年代，高盛将目光转向新兴市场，1991年高盛成为第一家获准在日本开设银行子公司的国际证券公司，1994年进入中国市场，分享了各个国家和地区的发展红利，推动了国际资本市场的建设。

次贷危机中遭受亏损，获批成为银行控股公司。2008年爆发全球金融危机，雷曼兄弟破产，美林被美国银行收购，贝尔斯登被摩根大通收购，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，行业格局重塑，独立投行向全能银行转变。2008年高盛营业收入同比骤减51.7%。当年第四季度，高盛筹集207.5亿美元股权融资，其中50亿美元来自巴菲特。此外，高盛获批成为银行控股公司，在《巴塞尔协议III》的要求下根据银行资本充足度的监管规则下去杠杆，并依照《多德-弗兰克法案》、《沃尔克规则》重组业务条线。2010年巴塞尔III实施后，建立了一套完整的国际通用的、以加权方式衡量表内与表外风险的资本充足率标准；此外美国大型投行受到2010年《多德-弗兰克法案》的约束，该法案中的“沃尔克规则”禁止银行控股公司利用自有资金进行高风险的自营投资业务，且对于对冲基金的投资不得超过公司一级资本的3%，每只对冲基金投资额不得超过基金净值的3%。

表2: 当前美国大型券商监管框架

监管法案	内容	具体要求
巴塞尔协议 III	资本充足率	1. 确定了三个最低资本充足率: ①核心一级资本充足率 $\geq 5\%$; ②一级资本充足率 $\geq 6\%$; ③总资本充足率 $\geq 8\%$ 2. 新增两个超额资本要求: ①由普通股构成的资本留存缓冲 $\geq 2.5\%$; ②逆周期资本缓冲, 要求为 0-2.5% (在信贷过快增长时启用)
	杠杆监管标准	杠杆率 $\geq 3\%$
	流动性风险监管标准	引入两个流动性风险监管指标: ①流动性覆盖率 $\geq 100\%$; ②净稳定融资比率 $> 100\%$
多德-弗兰克法案	修改监管框架	增设金融稳定监管委员会、消费者金融保护局、联邦保险办公室等机构来强化联邦层级的监管, 赋予了美联储更大的监管权力, 具有系统重要性的银行和非银行金融机构纳入美联储的监管之下
	沃克尔规则	规定银行仅能从事借贷业务, 禁止商业银行从事自营交易, 并且限制其对特定投资工具的投资, 比如对冲基金或私募股权基金, 要求银行不得持有此类机构超过 3% 的股权。
	加强对场外衍生品业务的监管	加强了对证券化市场 (资产支持证券) 和场外衍生品市场监管和限制, 要求大型商业银行剥离信用违约掉期业务; 加强了对利率和互换等衍生品的监管

数据来源: 原银保监会, 百度百科, 中国银行, 《后金融危机时代的美国金融监管改革法案》杨巍, 董安生, Amplify Trading 实训公众号, 东吴证券研究所

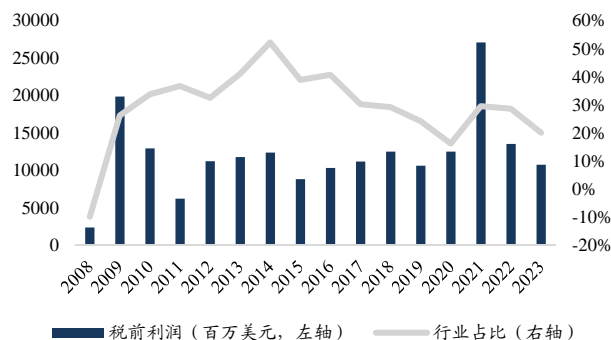
1.1.1. 投行和机构业务双轮驱动, ROE 稳定且具有优势

无论是次贷危机前还是次贷危机后, 高盛始终围绕客户需求为核心, 盈利水平稳定。从 2012-2023 年的财务数据来看, 高盛的主营业务收入常年维持在 300-500 亿美元的区间内, 占美国证券行业总收入基本在 10% 以上, 2009 年金融危机期间因为经营相对稳健, 收入行业占比高达 16%。高盛的税前利润常年位于 100-150 亿美元, 行业占比基本在 30% 以上。为满足巴塞尔协议 III 等外部监管的要求, 控制经营风险, 以美国投行为代表的金融机构都纷纷加速去杠杆, 其中高盛的杠杆比例从 2007 年高峰时期的 26.2 倍下降至 2015 年约 10 倍的水平, 此后基本维持该水平。随着杠杆率的下降, 高盛 ROE 中枢降到 10% 左右, 但无论是盈利能力还是规模仍在行业中具有显著优势。

图1: 高盛营业收入及行业占比



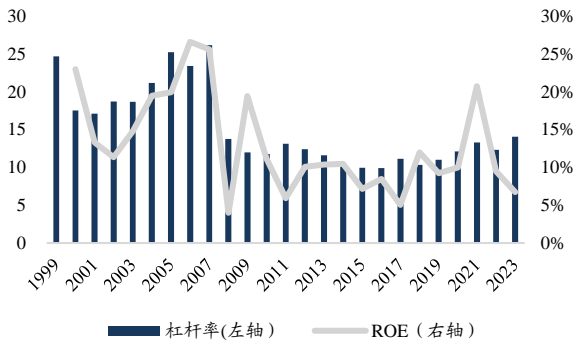
图2: 高盛税前利润及行业占比



数据来源: 高盛年报 (2006-2023), SEC, FIRNA, 东吴证券研究所

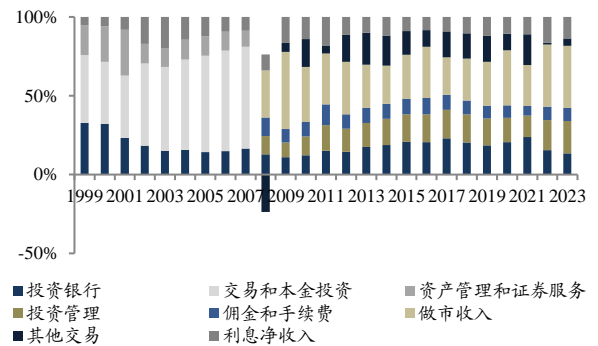
数据来源: 高盛年报 (2008-2023), SEC, FIRNA, 东吴证券研究所

图3: 高盛 1999-2023 年 ROE 及杠杆率



数据来源: 高盛年报 (1999-2022), 东吴证券研究所

图4: 高盛 1999-2023 年收入分布

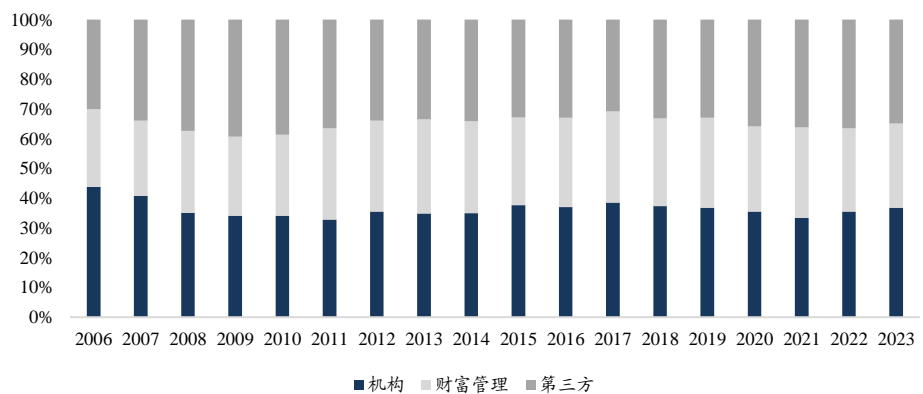


数据来源: 高盛年报 (1999-2022), 东吴证券研究所

1.1.2. 以客户需求为核心

以客户需求为核心，机构客户占比高。以美国为代表的海外发达市场中，机构客户是主要的资本市场参与者，机构客户自身规模较高，且具有稳定的投融资需求。高盛始终秉持以客户需求为核心的理念，机构客户占比高，2006 年以来，公司机构客户+第三方分销渠道客户管理规模占比基本超过 70%。公司的全球投行及市场分部收入占比也最高，基本超过公司总收入的 60%。

图5: 高盛客户结构



数据来源: 高盛年报 (2006-2023), 东吴证券研究所

近二十年，高盛经历了三次主要业务架构的调整，每次调整的主要原因是适应客户对不同业务需求的变化。Phrase 1: 2002 年之前，高盛设有两大一级部门：交易和自营部门、全球资本市场部门。后者涵盖投资银行和交易与自营两个部分，分别负责财务咨询与证券承销服务，以及投资、交易、清算和做市商业业务。下辖三大主要业务单元：固定收益、

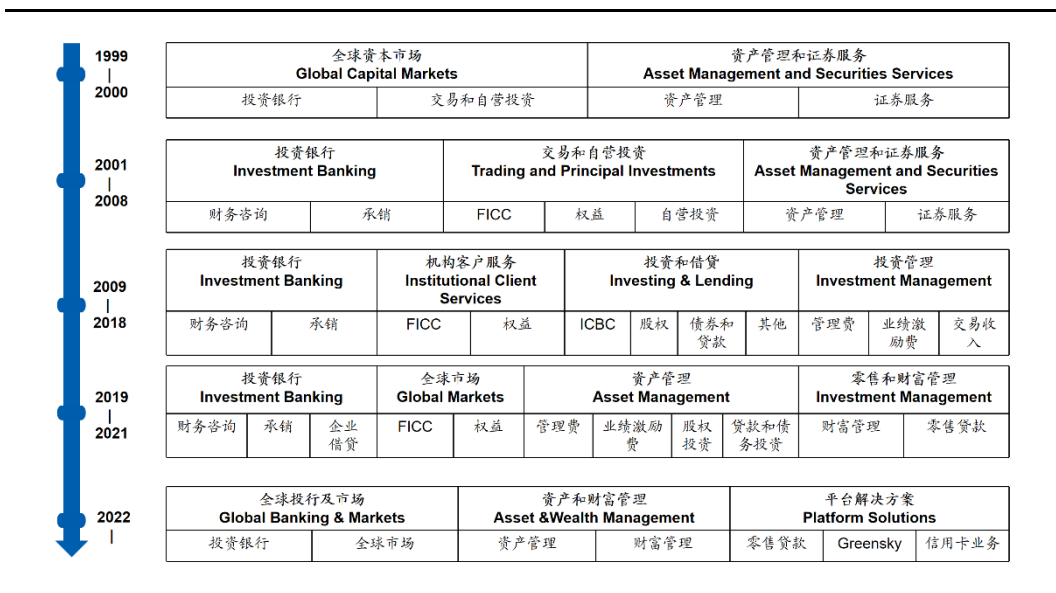
货币与商品交易部、股票部和本金投资部。资产管理与证券服务部则协助全球机构和政府部门满足投资需求,提供资产管理及各类证券服务。

Phrase 2: 鉴于 2001 年固定收益、货币与商品交易业务收入在集团总收入中所占比重高达 40%,高盛于 2001 年进行架构调整。全球资本市场部门被撤销,自营交易和投资银行业务被提升为一级部门。

Phrase 3: 2008 年为更集中高效地服务机构客户,高盛在全球金融危机的背景下再次调整架构。固定收益、货币与商品交易业务与股权产品业务并入机构客户服务部门,组织架构分为投资银行、机构客户服务、投资与借贷和投资管理四大板块。

Phrase 4: 2022 年,高盛集团进入发展新阶段,再次重组业务版图。投资银行与交易业务整合为一个部门;资产管理与财富管理业务亦合二为一,并将面向个人消费者的 Marcus 借贷平台并入该部门;第三个部门则整合交易银行业务、银行金融科技平台、Greensky 专业贷款机构,以及与苹果、通用汽车的合资企业。董事长兼 CEO 大卫·所罗门表示,公司推出这一计划旨在凭借多元化产品和服务组合,促进核心业务增长,提升运营效率,实现更高更持久的回报,并在“一个高盛”的运营模式下,为客户提供更完善的服务。

图6: 高盛业务部门划分变迁



数据来源: 高盛年报 (1999-2022), 东吴证券研究所

个股风险提示: 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

1.2. 野村证券: 坚持国际化战略

野村证券历史悠久,是目前日本的第一大券商。1925 年大阪野村银行证券部门被拆分,成立为野村证券股份有限公司。野村证券最初专注于债券市场,到 1938 年公司获

得股票交易资格。2001年野村采用控股公司架构，成立野村控股公司，野村证券公司成为野村控股的全资子公司。2008年金融危机期间，野村证券收购了雷曼兄弟在亚太、欧洲和中东的业务，成为全球最大的独立投资银行。野村全球投资银行总部于2009年4月迁出东京至伦敦，这也标志着公司的重点从日本本土转移到全球市场。

表3: 野村证券发展历程

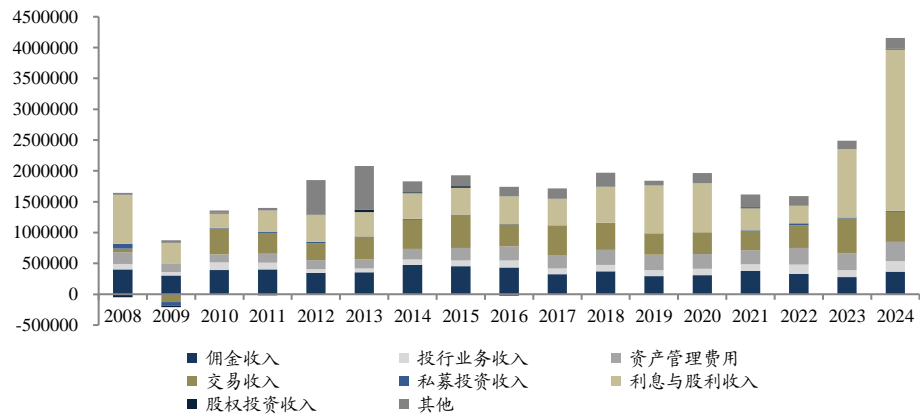
阶段	大事件
1925-1949 年间，野村证券创立与早期发展阶段	<p>1925 年 12 月 25 日：野村证券从大阪株式会社野村银行的证券部中分离出来，正式成立。</p> <p>1927 年 3 月：开设纽约办事处，成为首家设立海外办事处的日本证券公司。</p> <p>1938 年 6 月：获得日本市场证券交易资质。</p> <p>1941 年 11 月：在日本首次获批发行投资信托。</p> <p>1948 年 11 月：依据日本证券交易法，注册成为一家证券公司。</p> <p>1949 年 4 月：成为东京证券交易所成员，牵头经办日本的首次可转换债券发行。</p>
1949-1986 年间，野村证券全球业务拓展阶段	<p>1951 年 6 月：根据《证券投资信托法》获得投资信托管理审批。</p> <p>1961 年 10 月：野村证券在东京证券交易所、大阪证券交易所、名古屋证券交易所上市，</p> <p>1970 年：野村证券牵头经办首次亚洲开发银行日元债券发行。</p> <p>1981 年 7 月：野村证券国际成为纽约证券交易所注册会员。</p> <p>1986 年 3 月：野村国际有限公司成为伦敦证券交易所注册会员，是伦敦证券交易所的首批两家外资会员之一。</p>
1986-2008 年间，野村证券业务全球化持续拓展与业务重组阶段	<p>1999 年 1 月：野村基金网证券株式会社成立。</p> <p>1999 年 11 月：野村资本投资有限公司成立。</p> <p>1999 年 11 月：野村不动产资本管理有限公司成立。</p> <p>2000 年 3 月：收购野村资产管理株式会社的大部分股份。该公司成为野村证券株式会社的子公司。</p> <p>2001 年 12 月：通过发行美国存托凭证(ADR)在纽约证券交易所上市。</p> <p>2003 年 6 月：收购野村-中信国际经济咨询有限公司的大部分股权。该公司成为野村控股株式会社的子公司，并更名为野村企业咨询（中国）有限公司。</p> <p>2007 年 2 月：收购极讯公司(Instinet)，Instinet 成为野村控股公司（Nomura Holdings Inc.）。</p> <p>2008 年 2 月：私募股权基金研究与投资有限公司成立。</p>
2008 至今，野村证券战略投资与全球化深入阶段	<p>2008 年 10 月：收购雷曼兄弟亚太地区特许经营权以及在欧洲和中东的部分业务。收购雷曼兄弟在印度的服务平台。通过把雷曼兄弟与野村的客户资源整合，将有助于加强野村银行业务以及进一步实现其全球扩展的战略。</p> <p>2011 年 10 月：野村证券开始提供 Nomura Net & Call 服务。</p> <p>2016 年 5 月：以 10 亿美元收购美国最著名的共同基金管理公司之一美国世纪投资公司 41% 的股权</p> <p>2019 年 12 月：野村宣布将收购 Greentech Capital Advisors，这是一家精品投资银行，其既定目标是在可持续技术和基础设施上为客户提供帮助。</p> <p>2019 年 11 月：野村证券宣布，其外资控股合资证券公司，野村东方国际证券有限公司已获得中国证券监督管理委员会颁发的经营证券业务许可证，可开展的经营业务范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券自营及证券资产管理。</p> <p>2020 年 4 月 9 日：野村证券应中国金融四十人论坛（以下简称“CF40”）邀请，公司正式加入成为理事单位。野村是首家成为 CF40 理事单位的日本企业和第 13 家外资公司。</p>

数据来源：野村证券官网，东吴证券研究所

野村证券业务结构多元化，收入来源均衡。2024 财年，佣金收入、投行收入、资管

收入、交易收入、私募投资收入及利息及股利收入分别占总收入的 9%、4%、7%、12%、0.3%、63%，利息及股利收入占比提升较多主要是由于全球加息导致的利息收入大幅增长。野村佣金、投行及资管收入较为稳定，即使在金融危机期间也没有太大的降幅。交易收入虽然受金融危机冲击较大，但也在 2010 年开始便迅速恢复。业务的稳定得益于野村的多元化经营，收入结构分散，轻重业务配置均衡。

图7：野村证券收入结构（百万日元）

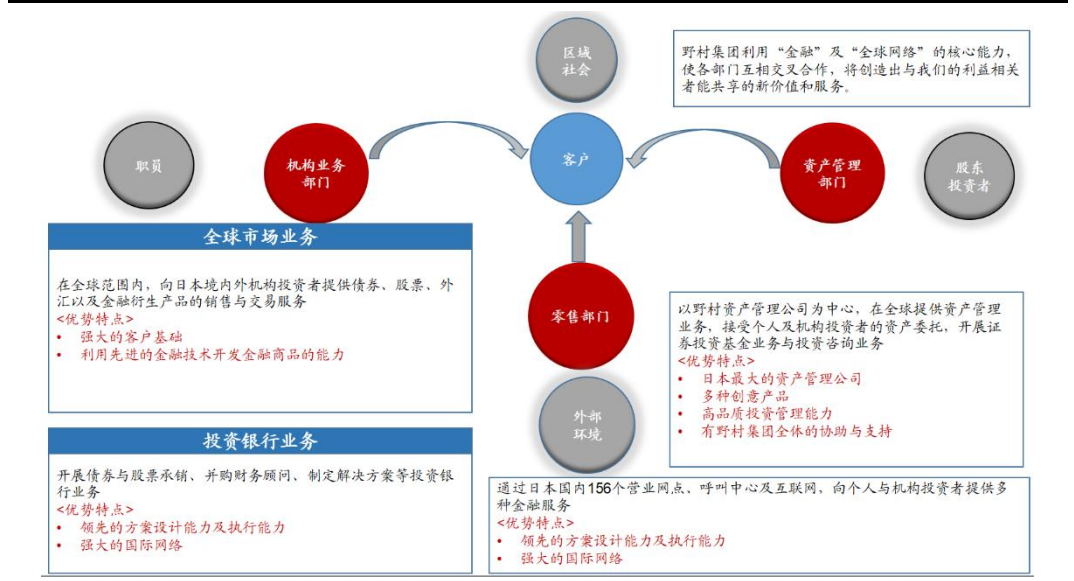


数据来源：野村历年财报（2008-2024），东吴证券研究所

野村证券之所以能够保持市场龙头地位，一方面是依赖于稳定的客户基础。公司成立已经超过 90 年，拥有日本最大规模的零售机构网络，截至 2019 年，公司分支机构数达 159 个，积累了固定的客户群体，在市场上拥有良好的声誉。受益于良好的品牌和零售网点布局优势，野村证券在零售业务有较大优势。公司强调以客户为基础的理念，提供多样化产品。公司始终坚持通过面对面交流、线上和电话联系等渠道向零售客户提供高质量的产品和金融服务，零售业务收入一直保持增长势头，主要来源于投信产品、自由裁量合同的销售。除了能够及时根据客户需求调整产品外，公司具有很强的内部协作能力，能够有效地进行客户管理。

另一方面，公司一直坚持走国际化战略，业务范围涉及亚太(APAC), EMEA(欧洲、中东和非洲)和美洲。公司员工遍布约 30 个国家及地区，公司立足亚洲特别是日本母市场，积极开展国际业务。在中国香港和新加坡，公司主要开展财富管理业务；在泰国和菲律宾，公司开展了零售业务；对于在欧美，公司立足于自身强项开展批发业务。此外，公司拥有成熟的员工培训机制，在薪酬设计等方面优势显著。公司提供给员工的薪酬包括固定薪酬和变动薪酬两个部分。其中，固定薪酬包括固定工资、住房补贴和加班工资，变动薪酬包括现金奖金和递延薪酬。薪酬组合中包含固定与变动两个部分，能够有效吸引、留住优秀员工，并且激励他们提升工作效率。

图8：野村证券全业务链布局



数据来源：野村证券 2018 财报，东吴证券研究所

个股风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2. 多元化并购快速拓展业务版图

2.1. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

摩根士丹利成立于 1935 年，是一家全球性的金融服务机构。其成立是作为对《格拉斯-斯蒂格尔法案》的回应，该法案要求美国商业银行与投资银行业务分离。摩根士丹利在成立初期便处理了大量金融交易，并在华尔街市场中占据了一席之地。20 世纪中叶，摩根士丹利通过参与美国钢铁公司和通用汽车等重要客户的债券发行，确立了其在金融市场的地位。公司随后扩展至国际市场，开设了巴黎办事处，并参与了世界银行首次债券发行等重要金融活动。1960 年代，摩根士丹利继续其国际化进程，开设了更多海外办事处，并在 1970 年代发展成为提供全面金融服务的公司。1980 年代，公司通过技术创新和业务拓展，如开发交易分析处理系统，进一步增强了其服务能力。1997 年，通过收购添惠，公司扩大了其资产管理业务。进入 21 世纪，摩根士丹利在中国建设银行 IPO 中扮演了重要角色，并成为中国首家获得独资商业银行牌照的外资银行。2008 年金融危机期间，摩根士丹利转型为银行控股公司，并与三菱日联金融集团建立了战略联盟。这一转型为公司带来了新的业务机会，包括收购 Solium Capital Inc.，增强了其股权管理和财务报告服务。近年来，摩根士丹利通过收购 E-TRADE 和伊顿万斯，扩展了其财富管理和投资管理业务。同时，公司也关注可持续投资和金融包容性，成立了摩根士丹利可持续投资研究所和多元文化客户战略小组。

表4：摩根士丹利发展历程

阶段	大事件
1935-1959 年间，起步与市场领导地位确立	<p>1935 年 9 月：摩根士丹利作为一家合伙企业成立。</p> <p>1938 年：摩根士丹利作为主承销商为美国钢铁公司发行了 1 亿美元的债券。</p> <p>1941 年：摩根士丹利清算其股票并进行重组，获得纽约证券交易所 (NYSE) 会员资格，使公司获得纽约证券交易所会员资格并扩展到经纪业务，并于 1942 年加入该交易所。</p> <p>1947 年，摩根士丹利牵头发行了国际复兴开发银行（也称为世界银行）的首次债券。</p> <p>1953 年：摩根士丹利为通用汽车管理着创纪录的发行活动，首先发行了 3 亿美元的债券，使通用汽车能够为更多创新提供资金并提高产量。</p>
1959-1979 年间，全球扩张与业务多元化发展	<p>1967 年：摩根士丹利开设了第一个国际办事处，并与摩根担保信托公司 (Morgan Guaranty Trust Co.) 在巴黎成立了 Morgan & Cie. International，以开拓不断增长的欧洲国际股票和债券市场。</p> <p>1969 年：摩根士丹利收购了著名的抵押贷款经纪商 Brooks, Harvey & Co.，大幅增加了其房地产融资和咨询业务。1977 年，该公司成立了摩根士丹利房地产公司，提供全方位的机构房地产服务。</p> <p>1970 年：摩根士丹利成为首批在日本设立分支机构的全球投资银行之一。</p> <p>1972 年至 1977 年间：摩根士丹利推出了销售和交易、研究、投资管理、房地产和私人财富管理业务，作为公司更广泛转型的一部分。</p> <p>1977 年：20 世纪 70 年代，国际扩张成为摩根士丹利的首要任务。摩根士丹利将其国际办事处从巴黎迁至伦敦，在更好地服务跨时区的全球客户方面迈出了重要一步。</p>
1979-2006 年间，现代化转型与全球网络构建	<p>1984 年：摩根士丹利开发了第一个交易分析处理系统 (TAPS)，提高了交易量的准确性。</p> <p>1986 年：摩根士丹利成立摩根士丹利国际公司，在欧洲、中东、非洲、美洲和亚洲开展金融服务业务。</p> <p>1988 年：摩根士丹利购买了客户资本国际公司的股份，并以新名称摩根士丹利资本国际公司 (MSCI) 扩大其全球股票市场指数。这是发展中国家股票市场的第一个综合指数。</p> <p>1994 年：摩根士丹利在北京和上海开设办事处。</p> <p>1997 年：摩根士丹利和添惠 1997 年合并，创建了美国股权资本最大的资产管理公司和证券公司，这次收购使摩根士丹利在资产管理领域站稳了脚跟。</p> <p>2005-2006 年：2005 年，摩根士丹利共同管理了中国建设银行 92 亿美元的 IPO。次年摩根士丹利成为第一家在中国获得独资商业银行牌照的外资银行。</p>
2006-2008 年，金融危机应对与战略调整	<p>2008 年：摩根士丹利和其他七家美国大型银行通过问题资产救助计划 (TARP) 获得了资本投资。</p> <p>2008 年：摩根士丹利根据《银行控股公司法》成为一家金融控股公司。同年，它与三菱日联金融集团 (MUFG) 结成战略联盟，三菱日联金融集团同意投资 90 亿美元收购摩根士丹利 21% 的股份。除了提供 90 亿美元资本和 1.1 万亿美元银行存款的坚实基础外，三菱日联金融集团还带来了深厚的商业专业知识和全球平台，帮助摩根士丹利转型为银行控股公司。</p> <p>2009 年：摩根士丹利成立了一家新的经纪交易商，将摩根士丹利的全球财富管理集团与花旗旗下的美国美邦、英国 Quilter 和澳大利亚美邦零售部门合并为一家新的财富管理公司。它以摩根士丹利美邦的名义运营，并成为世界上最大的财富管理公司。</p>
2008 至今，创新驱动与战略性收购拓展	<p>2012 年：推出了首个影响力投资平台，使客户能够将其投资组合与环境、社会和治理 (ESG) 目标保持一致。</p> <p>2013 年：成立了摩根士丹利可持续投资研究所，旨在创建可扩展的可持续投资解决方案。</p> <p>2013 年：摩根士丹利收购了花旗集团在这家财富管理合资企业中最后 35% 的股份，此后更名为摩根士丹利财富管理公司。</p> <p>2019 年：摩根士丹利同意收购 Solium Capital Inc.，这是一家全球领先的股权管理、财务报告和合规软件即服务 (SaaS) 提供商。此次收购为该公司推出 Morgan Stanley at Work 铺平了道路。</p>

2020年：摩根士丹利收购 E-TRADE，全股票交易价值约 130 亿美元，使摩根士丹利能够通过 E-TRADE 的直接面向消费者和数字能力来补充其全方位服务、顾问驱动的财富管理业务。

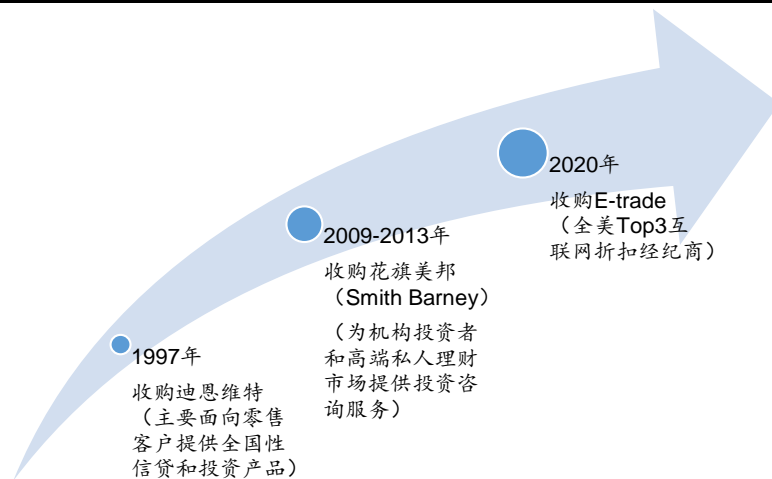
2021年：摩根士丹利收购伊顿万斯 (Eaton Vance) (包括 Calvert 和 Parametric)，扩大了摩根士丹利投资管理业务的规模和战略范围。

数据来源：摩根士丹利官网，东吴证券研究所

2.1.1. 三次并购夯实财富管理领导地位

摩根士丹利通过多元化并购迅速补齐业务短板，强化综合服务实力。受美国《格拉斯蒂格尔法案》影响，1935 年摩根财团分家，摩根士丹利作为一家独立的投资银行正式成立。起初，摩根士丹利凭借摩根财团的背景专注于传统投行业务，随后其根据市场结构和客户需求变化及时进行业务创新和战略转型，通过积极地多元化并购迅速补齐业务短板，业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理及销售交易等业务，完善财富管理的全业务链条，逐步夯实在财富管理领域的领导地位。

图9：摩根士丹利收购历程

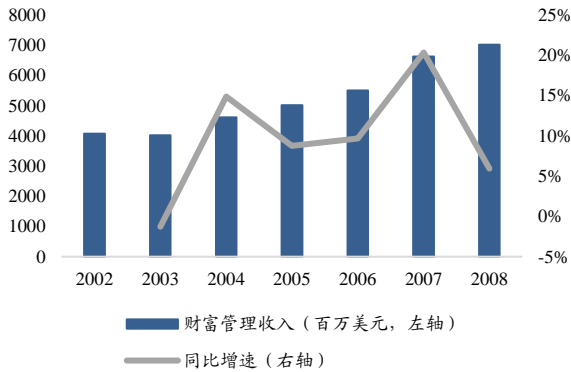


数据来源：摩根士丹利官网，东吴证券研究所

收购迪恩威特，补足零售经纪业务。1997年，摩根士丹利与专为零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。迪恩威特是一家多元化的金融服务机构，主要面向零售客户提供全国性信贷和投资产品。公司有两条主要业务线：信贷服务和证券。

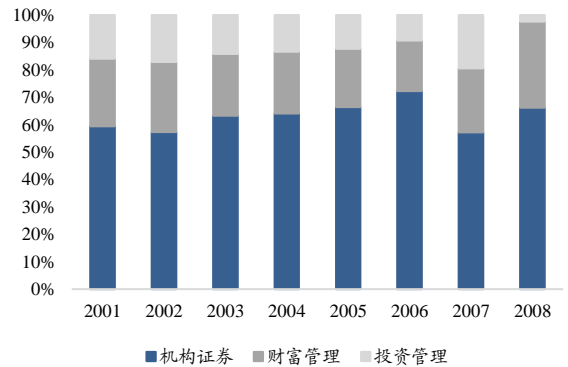
调整组织架构，财富管理板块进入增长快车道。2002年摩根士丹利对业务组织架构进行了一次较大的调整，将原本证券部的私人客户业务拆分出来，先后更名为私人客户集团、经纪业务，2006年起改名为全球财富管理集团。此次组织架构改革明确了财富管理业务对于公司的战略地位，自此公司财富管理板块收入快速增长，从2002年的40.7亿美元提升至2008年的70.2亿美元，复合增速9.5%。

图10: 摩根士丹利 2002-2008 年财富管理业务收入及增速



数据来源: 摩根士丹利年报 (2002-2008), 东吴证券研究所

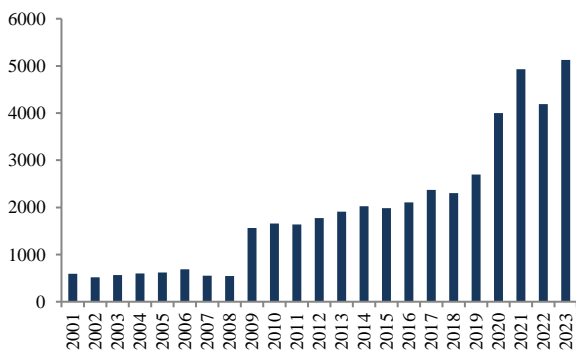
图11: 摩根士丹利 2001-2008 年收入分布



数据来源: 摩根士丹利年报 (2002-2008), 东吴证券研究所

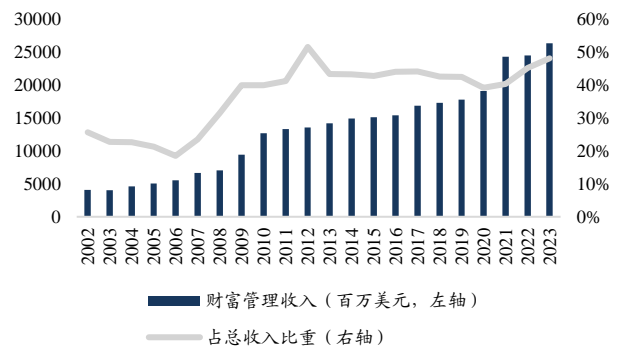
合并花旗美邦，迈进全球财富管理第一梯队。2009年，摩根士丹利收购花旗美邦 (Smith Barney) 经纪业务部门的控制权 (持股 51%)，两者实现强强联合，随后逐年收购花旗持有的剩余股份，直至 2013 年实现全资控股，有效助力大摩跨入全球顶尖财富管理机构行列。2009 年摩根士丹利成功融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，投资顾问数量迅速提升至 18000 人，客户资产规模从 2008 年的 5460 亿美元跳升至 2009 年的 1.56 万亿美元。财富管理业务收入同比增长 34% 至 94 亿美元，占比总收入从 25% 中枢提升至 40% 以上。

图12: 摩根士丹利客户资产规模 (百万美元)



数据来源: 摩根士丹利年报 (2001-2023), 东吴证券研究所

图13: 摩根士丹利财富管理板块收入及占比

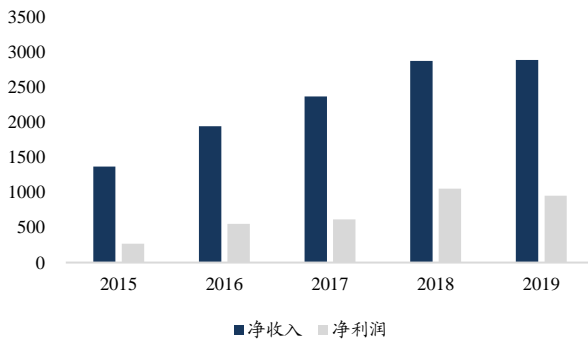


数据来源: 摩根士丹利年报 (2001-2023), 东吴证券研究所

收购折扣经纪商 E-Trade，夯实财富管理领导地位。2020 年 2 月摩根士丹利宣布以 130 亿美元价格收购亿创理财 (E-trade)，每股 E-Trade 股份可置换 1.0432 股摩根士丹利股份，根据 2 月 19 日收盘价计算，大摩以每股 58.74 美元的价格收购。E-Trade 成立于

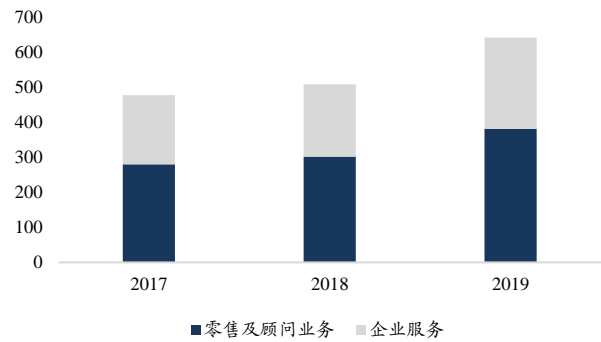
1982年，是全美 Top3 互联网折扣经纪商，为零售、企业及机构客户提供全球理财服务。2019年 E-Trade 实现营收 28.86 亿美元，同比增长 0.45%，净利润 9.55 亿美元，同比下滑 -9.2%；从 2016-2018 年业绩表现来看，营收增速分别为 41.7%/21.9%/21.4%；净利润增速分别达 106%/11.2%/71.3%，发展势头迅猛。截至 2019 年末，E-Trade 合计拥有 723 万个客户账户，较 2018 年增加 30.4 万个，其中零售客户账户 517 万个，机构客户账户 191 万个，顾问服务账户 15 万个；管理客户资产规模达 6415 亿美元，较 2018 年增长 26%。此次交易完成后，摩根士丹利获得 E-Trade 的所有客户账户和管理资产，同时拓展了数字访问及数字银行服务，完善财富管理的全业务链条，进一步夯实其在财富管理领域的领导地位。

图 14: E-Trade 2015-2019 经营业绩 (百万美元)



数据来源: E-Trade 年报 (2015-2019), 东吴证券研究所

图 15: E-Trade 资产规模 (十亿美元)



数据来源: E-Trade 年报 (2017-2019), 东吴证券研究所

2.1.2. 坚持“把客户放在第一位”的核心价值观

始终坚持“把客户放在第一位 (Putting Clients First)”的核心价值观，全面围绕客户需求进行业务布局 and 战略转型。为准确进行客户定位和产品服务匹配，满足客户个性化和多元化需求，维持其在客户关系上的核心竞争力，摩根士丹利在财富管理业务中提供全谱系分级化账户和服务。其中，账户模式涵盖独立账户管理模式、统一管理模式、顾问模式、投资组合管理模式以及现金管理模式。不同模式在透明度、风险、投资方向、财富顾问的权限以及手续费率等方面存在差异。而在服务模式上，摩根士丹利不仅为客户提供财富保值计划、住房抵押贷款与商业融资规划、退休计划等传统服务，还设置了私人财富管理、国际财富管理、工作场所解决方案、访问投资、虚拟顾问和全球体育与娱乐顾问等个性化服务。

表5: 摩根士丹利财富管理业务账户模式

模式	简述
独立管理模式	账户由一个第三方理财顾问团队, 根据投资经理的决策进行管理。
统一管理模式	账户可以由单独管理的账户、共同基金和交易所交易基金合并组成。投资决策和自主权可由客户、财务顾问或投资组合经理行使。
顾问模式	财富顾问仅提供建议, 投资决策必须得到客户的批准。
投资组合管理模式	财富顾问对投资组合具有自主裁量权
现金管理模式	财务顾问向机构客户提供分散的现金管理服务的账户。根据客户的投资标准进行投资和再投资, 通常投资集中于短期固定收益产品和现金等价物。

数据来源: 摩根士丹利年报, 东吴证券研究所

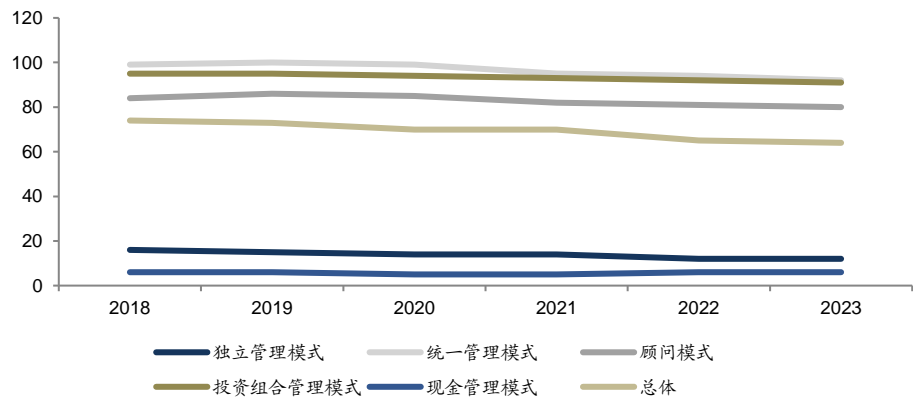
表6: 摩根士丹利财富管理业务服务内容

服务模式	简述
私人财富管理	为富裕的个人、家庭和组织提供定制的综合方案, 帮助其保护和增加资产、并创造持久的资产
国际财富管理	专注于居住在美国以外的企业家、高管和专业人士的财务需求, 帮助其应对跨境财富管理的挑战
工作场所解决方案	提供工作场所财务解决方案, 帮助组织最大限度地提高员工的财务收益
全球体育和娱乐顾问	致力于满足体育和娱乐专业人士的独特和复杂需求
访问投资	智能投资, 通过自动化投资建立多元化的投资组合
虚拟顾问	通过来自高技能财务顾问团队和创新平台的个性化建议来帮助实现客户的财富管理目标

数据来源: 摩根士丹利年报, 摩根士丹利官网, 东吴证券研究所

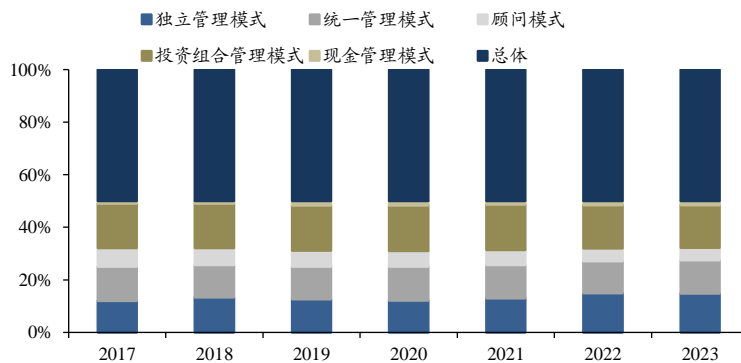
摩根士丹利的客户群体以高净值客户为主, 高费率业务规模占比较高。财富管理账户模式为客户提供了手续费率的多种选择, 五种账户模式中, 统一管理模式平均费率最高, 投资组合管理模式次之, 这两种模式的目标客户群主要为富裕客户群。近年来, 统一管理账户及投资组合管理模式的资产管理规模维持着相对稳定且较高的比重, 2022年, 统一管理账户及投资组合管理模式资产管理规模占比分别达到 24.31%和 32.90%, 二者占比之和已超过 55%。

图16: 摩根士丹利财富管理产品平均费率 (bps)



数据来源: 摩根士丹利年报 (2018-2023), 东吴证券研究所

图17: 摩根士丹利各类财富管理产品结构



数据来源: 摩根士丹利 2017-2023 年年报, 东吴证券研究所

个股风险提示: 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 嘉信理财: 多维度并购, 同类企业强强联合, 稳固龙头地位

嘉信理财成立于1971年, 目前是世界上最大的互联网理财交易公司。1975年, 美国证监会 (SEC) 开始在证券交易中实行议价佣金制, 嘉信理财公司抓住机会, 把自己定位成为客户提供低价服务的折扣经纪商而获得初期的发展。1979年, 公司敏锐意识到, 计算机电子化的交易系统将成为业界主流, 因而, 投资建立了自动化交易和客户记录保持系统。这时, 公司的口号是成为“美国最大的折扣经纪商”。80年代初期, 共同基金开始获得美国投资者的广泛认可, 成为分散风险的方便工具, 嘉信理财公司开始把和经纪业务高度技术关联的基金业务纳入公司的主营业务。90年代中期, 互联网规模兴起, 嘉信理财公司推出在线交易, 这一组合推动了客户资产的大幅增长。从此开始, 嘉信理财公司把传统的经纪和基金等业务捆绑在高速前进的互联网列车上, 整个公司的业绩突飞

猛进，迅速成为美国最大的在线证券交易商。

表7：嘉信理财发展历程

阶段	大事件
1973-1986 年间，引领投资者革命，折扣经纪商模式	<p>1973 年：该公司正式更名为嘉信公司。</p> <p>1975 年：美国放开佣金限制，嘉信开创了「折扣经纪商」的全新模式，向所有个人投资者大幅降低交易佣金。</p> <p>1979 年：当绝大多数经纪商还普遍采用纸质交割单的时候，嘉信投资开发了「BETA」电子化交易系统，交易业务得到了效率上的快速提升。</p> <p>1983 年：美国银行以 5500 万美元收购嘉信。此后，嘉信积极探索多元化服务，相继推出了 Schwab One（统一账户）、Mutual Fund MarketPlace（共同基金销售）、SchwabQuotes（报价服务）以及 The Equalizer（接入计算机交易）等诸多产品化的服务，主打低收费、高效率的自助账户服务，逐渐改变单一的经纪业务模式</p> <p>截至 1985 年 8 月，嘉信理财记录了第 100 万个客户账户，客户总数达到 120 万，客户资产规模 76 亿美元，成为全美最大的折扣经纪商。</p>
1987-1994 年间，扩大服务范围，业务线进一步完善	<p>1987 年：嘉信创始人 Chuck Schwab 以 2.8 亿美元价格将嘉信从美国银行手中购回，并于同年 9 月在纽交所挂牌上市，随后推出了针对独立投顾的服务，为他们提供展业平台和工具，仅一年时间，独立投顾服务的客户资产规模便超过 10 亿美元。</p> <p>1990 年：开始将业务重心转向共同基金业务的开发，1990 年推出货币市场基金服务 Schwab Funds，1991 年推出股票指数基金 Schwab 1000 Fund。</p> <p>1992 年：取消对 IRA 账户收取年费，此举使其 IRA 账户规模及客户资产大幅增长。同时推出以共同基金统一账户为基础的「一账通」业务（OneSource），集合了多家资产管理机构的产品，为投资者省却了开立多个账户的繁琐程序。</p>
1995-2000 年间，抓住互联网红利，推出在线投资，转型线上券商	<p>1995 年：嘉信官网 schwab.com 上线；同年收购了英国的折扣经纪商 ShareLink，以及当时最大的 401(k) 计划服务商 Hampton Company。</p> <p>1996 年：推出著名的「eSchwab」网上交易服务。截至 1998 年底，嘉信的在线经纪账户数达到了 200 万。</p> <p>2000 年：与美国信托合并，并收购了一家专注于活跃互联网交易者的公司 CyBerCorp。</p>
2001-2007 年间，为个人投资者、独立顾问和公司计划发起人提供增值服务	<p>2000 年：1999 年美国《金融服务现代化法案》发布，银行、证券、保险联营获政策许可，金融混业时代来临。嘉信顺势布局混业业务，通过业务的自然增长，以及频繁的并购动作，产品和服务体系进一步得到完善，客群划分（个人投资者、独立投顾以及企业客户）也更为清晰。</p> <p>2001 年：将 CyBerCorp 更名为 Cyber Trader，通过改进交易软件、发布投资者教育工具以及阶梯式定价，加强其互联网交易服务。</p> <p>2002 年：继续完善客户服务体系。启动了 Schwab Equity Ratings（股票排行榜）项目，为投资研究和产品评价提供智力支持；推出 Schwab Private Client 和 Schwab Advisor Network，为大众富裕客户提供咨询服务；「嘉信投顾网络中心」开始运行，成为外部投顾在线服务客户的业务平台。</p> <p>2003 年：嘉信银行成立，嘉信完成了涵盖证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。</p> <p>2005 年：继续降低零售客户以及小型企业客户的账户服务和交易费用，并将 Schwab Equity Ratings 开放给所有客户，并将其自主开发的共同基金销售渠道拓展至第三方平台，同时推出了自己的目标日期基金。</p> <p>2006 年：推出「嘉信管理组合」，为 5 万美元起步的中小客户提供专业化的财富管理方案。</p> <p>2007 年：收购了专为计划退休人群提供解决方案的 The 401(k) Company。</p>

2008 年至今，专注于创新客户服务

2008 年：金融危机改变了投资者对于大类资产风险收益的认知，寻求 Alpha 收益的主动管理型基金开始显现出增长颓势，被动化投资热潮兴起。嘉信着力发展 ETF 和目标日期基金，做大客户资产规模。

2009 年起：继续丰富其共同基金产品线，并降低旗下多个投资品种的交易费率。2009 年，推出 Real Life Retirement 系列目标日期基金，并实现了零费用的线上 ETF 交易。2013 年，推出 ETF 版「一账通」（Schwab ETF OneSource），为客户提供免交易费 ETF 的供应商覆盖了多数基金公司。到 2015 年，「一账通」下免交易费的 ETF 已逾 200 只。

2015 年：「嘉信智能组合」服务上线，基于现代投资组合理论，通过构建差异化的 ETF 组合，帮助资金体量偏小的投资者实现全球资产配置。

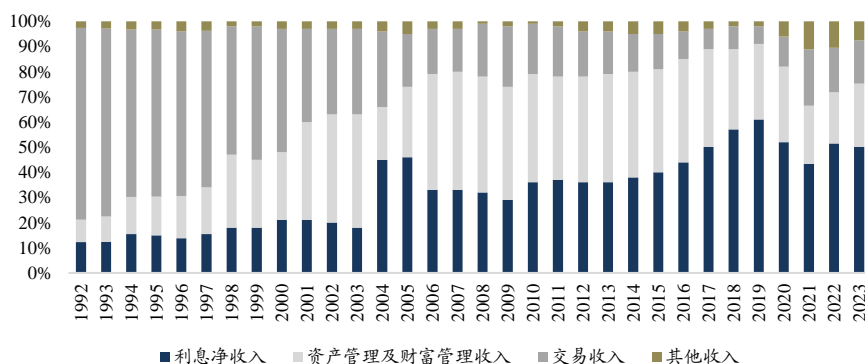
2019 年：将美国股票、ETF 和期权在线交易佣金从 4.95 美元降至 0.4 美元。

2020 年：完成对 TD Ameritrade 的收购，并启动两家公司的整合。

数据来源：嘉信理财官网，东吴证券研究所

“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，已成为全球领先的财富管理机构。
截至 2022 年末，嘉信理财拥有 7.05 万亿美元的客户资产，3380 万活跃经纪账户。对比 2001 年和 2020 年公司的收入结构，佣金收入占比大幅下滑，利息净收入占比大幅提升。

图18：嘉信理财 1992-2023 年收入结构



数据来源：嘉信理财历年年报（1992-2023），东吴证券研究所

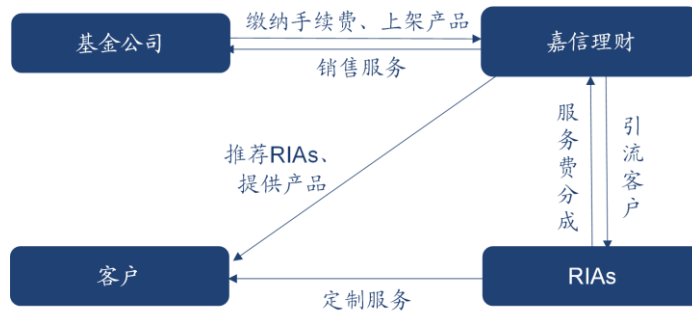
在成立之初，公司通过降低交易佣金实现了客户的快速积累，但由于业务模式仍然单一，依旧是一家以给个人投资者提供交易服务为主的零售经纪商，客户粘性较弱。但嘉信理财敏锐地捕捉到了客户财富管理需求正由单一向多元化转移，并开始打造开放平台，陆续推出基金超市和投顾服务。同时积极精确地进行外延并购提升其服务能力和产品能力，实现 AUM 快速增长，也实现了从流量收费向存量收费模式的转变。

- 1992 年，嘉信理财推出了市场上第一个不收附加费和交易费共同基金超市“OneSource 平台”。该平台上的共同基金相互竞争，投资者可以在众多品种中进行挑选。公司一方面向基金公司收取管理费分佣，一方面为它们提供上柜空间、营销广告和会计服务来作为回馈。嘉信理财的共同基金超市消除了基金转换的壁垒，降低了共同基金投资者在不同基金公司之间的转换成本，改变了美国共同基金产品的销售模式。嘉信理财平台的基金开户数也从 1981 年的 30 万

户增长到 1992 年 200 万户。

- 1995 年，嘉信理财开发出“投顾服务”（Advisor Source）模式。公司本身不直接提供投顾服务，而是由外部独立投顾（RIAs）提供。在该模式下，由 RIAs 向投资者收取顾问费，嘉信理财获得一定比例的分成。该模式既可以适应客户对咨询服务的需求、填补顾问服务上的缺口，也能够成为独特的渠道来联系嘉信理财和投资者。

图19: 嘉信理财投顾服务业务逻辑



数据来源：金融界，东吴证券研究所

- 多维度开展并购：1) 拓展业务线：2000 年收购美国信托、2007 年收购 401(k) 和 2011 年收购 OXPS，公司拓展了信托、期权期货和企业退休计划等金融业务；2) 提高服务能力：2010 年收购 Windward、2020 年收购 Motif 的技术和知识产权，提高了包括投资管理、智能金融研究等多方面的能力；3) 扩大规模：2020 年并购 TD Ameritrade、USAA 等同行机构，减少了外部竞争，客户数量和资产体量都有增长。

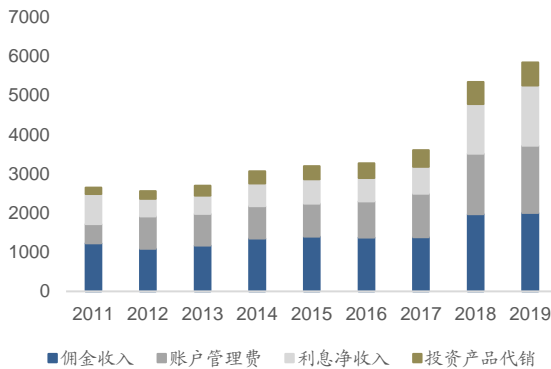
图20: 嘉信理财的主要外延并购



数据来源：嘉信理财官网，东吴证券研究所

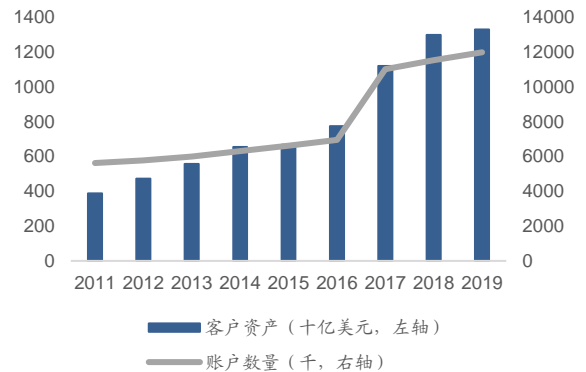
以嘉信理财收购 TD Ameritrade 为例：2019 年 11 月 25 日，嘉信理财宣布以 260 亿美元收购竞争对手德美利证券（TD Ameritrade）。从德美利经营情况来看，2019 年公司实现营收 58.38 亿美元，2015-2019 年复合增长率达 16.67%，其中佣金收入、账户管理费、净利息收入、投资产品代销占比分别为 33%、29%、25%、10%。截至 2019 年末，德美利共拥有客户账户数 1197 万户，管理客户资产规模达 1.33 万亿美元。

图21：德美利营业收入及分布（百万美元）



数据来源：德美利年报（2011-2019），东吴证券研究所

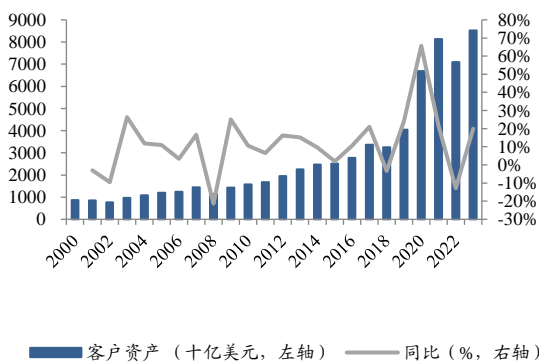
图22：德美利客户资产规模及账户数量



数据来源：德美利年报（2011-2019），东吴证券研究所

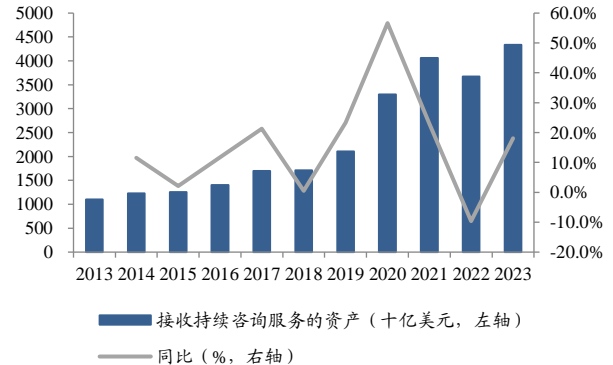
强强联合，用户数量及资产规模迅速大幅提升。嘉信理财收购德美利后，客户资产从 2019 年的 4.04 万亿美元跳升至 2020 年的 6.7 万亿美元，同比增长 65.7%，活跃经纪账户数从 2019 年的 1233 万户大幅提升至 2020 年的 2963 万户，公司作为大型互联网理财交易公司的领头羊位置更加稳固。此外同类公司的收购在业务的融合方面难度较小，可以更加高效的释放规模效应。2021 年-2023 年公司营业收入为 185/208/188 亿美元，净利润为 53/66/46 亿美元。

图23：嘉信理财客户资产



数据来源：德美利年报（2011-2019），东吴证券研究所

图24：嘉信理财活跃经纪账户数（百万户）



数据来源：德美利年报（2011-2019），东吴证券研究所

个股风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.3. 德意志银行：并购美国信孚银行扩展美国市场

德意志银行（Deutsche Bank）历史悠久，在其长达 150 余年的历史中，德意志银行逐渐从一家本土信贷银行发展成为全球化的全能型银行。1870 年，德意志银行在德国柏林成立，之后在不来梅和汉堡等地设立分行。1873 年在伦敦设立第一家国外欧洲分行。从 1880 年开始提供贷款和资本市场产品，在北美、南美、东亚和土耳其进行国外投资。从 1914 年开始，通过收购几家地区性银行，德意志银行建立起了全国的分支网络。1959 年，开始小额银行业务，提供小额个人贷款。1986 年，收购意大利的 Banca d’America e d’Italia 公司，第一次在本国以外的欧洲国家拥有了庞大的分支网络。1989 年，收购英国的摩根建富集团（Morgan Grenfell Group），提高了其在国际证券市场的地位，扩大了其在伦敦资本市场的份额。2001 年德意志银行在纽约证券交易所挂牌交易。2002 年购买美国资产管理公司 Scudder Investments。2003 年收购瑞士私人银行 Rued Blass & Cie。2006 年收购俄罗斯投资银行 United Financial Group。从 20 世纪 80 年代中后期开始，德意志银行致力于创建一个欧洲范围内的全能银行以及一个全球化的投资银行。除了内部有机增长外，德意志银行的成功转型与迅速成长的关键在于其一系列成功的并购活动。

表8：德意志银行发展历程

阶段	大事件
	1870 年：德意志银行在柏林成立。章程声明：公司的目的是开展各种银行业务，特别是促进和便利德国、其他欧洲国家和海外市场之间的贸易关系。这造就了德意志银行地区性和全球性的双重基因。
1870-1918 年间，帝国时期，实现银行现代化转型和挑战英国银行霸权	1871-1872 年：首批国内分支机构在不来梅和汉堡开设。 1876 年：整合和收购地方性银行，收购柏林银行协会和德国联盟银行。 1883 年：投资美国北太平洋铁路公司。 1888 年：与土耳其政府合作，特许建造和运营连接伊斯坦布尔和安卡拉的安纳托利亚铁路。 1898 年：投资和参与山东铁路和河北矿业公司和山东矿业公司的经营。
1919-1957 年间，大幅扩展海外投资和分支机构	1920 年：收购汉诺威银行、布劳恩施魏格尔私营银行和哥达私人银行。 1926 年：投资和参与汉莎航空的成立和组建戴姆勒-奔驰公司。 1927-1928 年：收购吕贝克私人银行和希尔德斯海姆银行。 1939 年-1940 年：在被德意志帝国吞并的领土上开设银行分支机构。 1945 年：关闭柏林总部和苏联占领区的所有分行。 1952 年：北德银行、莱茵-西法州银行和南德意志银行成立。五年后三者合并为德意志银行。
1957-1988 年间，进军零售商业银行业务领域，国际化水平迅速提升	1958 年：为南非英美公司发行外币债券，借此向外国公司重新开放德国债券市场。 1959 年：德意志银行通过开辟小额个人贷款业务进军零售银行业务。随着国内分行网络的强劲增长，私人客户的数量几年内大幅增加。 1976-1979 年：开辟东京、巴黎、布鲁塞尔、安特卫普、纽约、香港、米兰和马德里分支机构。 1986-1988 年：收购意大利的 Banca d’America e d’Italia 公司，在亚太地区 12 个国家以及巴西、加拿大、葡萄牙和荷兰开展业务。

1989 至今，发展为全球金融参与者和国际化的全能型银行

1989 年：收购英国的摩根建富集团(Morgan Grenfell Group)，提高了其在国际证券市场的地位，扩大了其在伦敦资本市场的份额。

2001 年：德意志银行在纽约证券交易所挂牌交易。

2002 年：德意志银行以 21 亿美元购买美国资产管理公司 Scudder Investments，通过这次收购，德银成为了全球第四大资产管理集团。

2003 年：收购瑞士私人银行 Rued Blass & Cie，加强了德银在欧洲私人银行业务的地位。

2006 年：收购俄罗斯投资银行 United Financial Group。

2023 年：德银宣布以每股 350 便士的价格收购英国精品投行 Numis Corp.，对后者的估值约为 4.1 亿英镑（约合 5.12 亿美元），可能会重塑伦敦金融城投资银行业的格局。

数据来源：德意志银行官网，东吴证券研究所

德意志银行从 20 世纪 70 年代开始通过分行形式在美国扩展业务，并在 1991 年组建德意志银行北美控股公司。90 年代后期，面对迅速发展的美国资本市场和公司并购业务市场，德意志银行计划在美国进一步扩张和资本市场相关的公司业务。当时，德意志银行在欧洲资本市场业务方面已经是龙头老大，在美国资本市场业务领域内也占有一席之地，但在其他业务，包括盈利丰厚的投资银行业务，私人银行业务等方面，还未达到理想水平，仅仅靠自身扩张难以成为美国市场上重要的战略性参与者，也不足以迅速提升其在美国市场上的地位。

合并前的信孚银行是美国第八大银行，是一家成熟的投资银行和以批发业务为主的金融机构。主要为大公司、金融机构、政府以及高端个人客户提供投资银行、全球销售和交易、资产管理、财务顾问等业务，同时也从事广泛的非银行业务，包括证券承销等。信孚在美国市场不仅具有全面的资本市场业务产品组合，而且在许多业务领域，包括私人银行、批发支付清算、信托等方面具有产品创新和品牌优势，在固定收益债券交易、风险管理、衍生交易、成长企业投资银行等资本市场专项业务方面名列前茅。在信息技术方面，信孚也是银行业的领导者。

当年并购后德意志银行成为资产规模最大的银行，大幅增强美国市场实力。1998 年，德意志银行宣布将动用 101 亿美元收购美国第 8 大银行——信孚银行的全部股权，合并后的银行总资产达 8200 亿美元，成为全球资产规模最大的银行。此次合并大幅增强了德意志银行在许多业务领域，特别是在美国市场上的实力，从一个区域性银行向全球银行过渡。一方面，合并实现了地区性的互补，德意志银行的业务主要集中在欧洲，而美国信孚银行的主要业务集中于美国，合并后的业务则遍及欧美，新集团整体盈利稳定增长；另一方面，合并实现业务互补，德意志银行在商业银行业务有优势，信孚银行在投资银行业务方面有优势，可以开展更全面的服务；此外，可以实现产品交叉销售，合并后可以互相利用对方的客户基础、经销渠道，通过交叉销售来扩大经销网络，增加销售额。

表9: 德意志银行与信孚银行合并前后主要指标

	德意志银行	信孚银行	合并后
市值(1998年10月19日)	514.37 亿马克	49.41 亿美元	364.68 亿美元
97年营业收入	234.75 亿马克	62.5 亿美元	206.39 亿美元
97年税前利润	20.42 亿马克	12.93 亿美元	25.45 亿美元
员工数(人)	76141	15228	超 80000

数据来源:《从德意志银行收购信孚银行看国际银行业的发展趋势》宗良, 东吴证券研究所

个股风险提示: 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.4. 瑞银集团: 外部兼并和内部有机增长形成共振

瑞银集团(UBS Group AG)是全球唯一将财富管理业务作为战略核心的国际银行, 在财富管理领域拥有强大实力。瑞银集团的历史长达 160 年, 其前身是瑞士联合银行(UBS)和瑞士银行公司。1862 年, 瑞士银行公司的前身温特图尔银行成立, 1872 年瑞士联合银行的前身巴塞尔银行协会成立。两家银行在经历了 300 多次兼并重组之后, 在 1998 年完成了合并, 组建了瑞银集团。1998 年, 原瑞士联合银行旗下的美国对冲基金长期资本管理公司(LTCM)造成了 7.93 亿瑞郎的损失, 刚成立的瑞银在危机的倒逼下开始大规模整顿业务: 退出保险领域并出售了部分全球贸易融资业务, 放弃高收益证券和对冲基金投资, 同时, 加大对投行和财富管理业务的投入; 2001 年收购美国著名投资银行惠普公司, 开辟美国市场; 2003 年始, 先后收购美国、英国、荷兰等多家知名投行的财富管理分部, 强化欧洲的布局 and 地位; 2005 年登陆中国市场。然而在次贷危机中, 瑞银集团是美国之外受损情况最严重的银行。

表10: 瑞银集团发展历程

阶段	大事件
1862-1960: 扎根国内	1862 年: 温特图尔银行以 500 万瑞郎启动股金注册成立的, 这也是瑞银发展历史中第一个里程碑。
	1863 年: 位于瑞士东部圣加仑州的托跟堡银行以 150 万瑞郎启动股金创立。
	1872 年: 六所在巴塞尔的私人银行成立了巴塞尔银行协会。
	1897 年: 通过陆续的合并接收, 巴塞尔银行协会终于在 1897 年发展成为瑞士银行协会。
	1912 年: 温特图尔银行和托跟堡银行合并组成瑞士银行公司。
	1919 年: 瑞士银行公司吞并阿尔高信贷银行。
	1928 年: 瑞士银行公司兼并建于 1893 年的苏特尔银行。
	1938 年: 瑞士银行公司兼并建于 1863 年的伯尔尼商业银行。
	1945 年, 瑞士银行公司总部从温特图尔和圣加仑迁至如今瑞士的经济中心——苏黎世, 并接管了当时剧烈动荡的联邦银行。

1961-1997: 快速发展

1975年，瑞士银行协会在纽约成功开设了一个分行。

1995年，瑞士银行协会以13.9亿美元的代价收购自1946年成立的英国伦敦最大的投资银行S.G.Warburg Group的投资银行业务，形成今日的瑞银华宝公司。

1997年，其收购了美国纽约成立自1832年的Dillon, Read & Co.。瑞士银行协会通过收购Dillon Read及S.G.Warburg为日后的瑞银集团创建起了全球投资银行业务。

1997年7月30日瑞士银行协会更名为瑞士联合银行。

1998-2007: 破茧重生

1998年：瑞士联合银行（SBV）与瑞士银行公司（SBG）在法律上于1998年4月27/28日完成合并，由此形成了今天的瑞银集团。

1999年：瑞银集团接管了专门从事为私人机构和机构提供投资组合管理及投资基金业务的GAM公司。并在同年中止了与瑞士再保险长达10年的合作协议，出售有其参与的股份，由此退出保险业。

2000年：瑞银出售几家业务在瑞士本土的机构，收购了几家美国公司，逐步完善在美国业务上的布局，尤其是以120亿美元成功收购了美国当时第四大证券经纪商普惠公司（PaineWebber）。

2008年至今: 二次转型

2008年：瑞银受全球金融危机的重创，对银行丧失信心的客户撤资达858亿瑞郎。全年瑞银亏损197亿瑞郎，消减约2000个工作岗位。瑞士政府10月16日宣布向瑞银集团注资60亿瑞郎，以此获得该行9%的股权。与此同时，瑞士央行还宣布了将通过发放长期贷款的方式从瑞银资产负债中购买价值为600亿美元不良资产的计划。

数据来源：瑞银集团官网，《瑞银集团160年推动进步和创新》，东吴证券研究所

2.4.1. 瑞银集团30亿瑞士法郎收购瑞信

2023年3月初，受硅谷银行倒闭波及，叠加瑞信自身财报暴露“重大缺陷”，3月15日，瑞信股价开盘大幅下挫近30%至历史新低。3月19日，在瑞士政府的斡旋下，瑞士联合银行集团（简称瑞银）同意以30亿瑞士法郎收购瑞士信贷银行（简称瑞信），该项收购已于6月12日完成。收购瑞信后，瑞银成为资产负债表达1.6万亿美元的“巨无霸”银行，并将管理5万亿美元资产，成为全球最大财富管理机构。

瑞士信贷银行成立于1856年，有167年历史，总部设在瑞士苏黎世，是全球第五大财团，瑞士第二大银行，也是全球银行业监管机构认定的30家全球系统重要性银行之一。该行是一家经营个人、公司金融服务、银行产品及退休金、保险服务的投资银行和金融服务公司，主要为富人提供财富管理服务，并在华尔街拥有投行业务，是国际金融市场的主要参与者。

瑞信危机的形成是由一系列内部及外部因素导致的：

内部因素：1) 业绩持续亏损。2022年，瑞信连续四个季度出现亏损，全年净亏损73亿瑞士法郎，亏损同比扩大，2021年净亏损16.5亿瑞士法郎。瑞信经营不善累积的巨额亏损迟迟未能有效填补，造成资产负债表的持续恶化和收缩，总资产从2007年的1.36万亿瑞士法郎收缩至2022年底的5314亿瑞士法郎，十余年间缩水六成以上；瑞信已经失去基本的资金自给能力。2) 内控违规与风控缺位。2023年3月14日，瑞信称在2022财年和2021财年的报告程序中发现“重大缺陷”，事关未能在财务报表中设计和维持有效的风险评估，并正在采取补救措施，但可能需要花费“大量资源”。

外部因素：持续加息。2022年3月，美联储开始持续加息、快速收紧货币政策，此举削弱了民众的风险偏好，加剧全球资本市场尤其是金融市场的波动性与脆弱性。此外，美联储加息外溢效应影响持续，主要发达经济体跟随美国进入加息周期，金融资产价值大幅度缩水，银行资产负债结构被重塑，脆弱性进一步增加。

2.4.2. 外部兼并迅速提高国际化程度

瑞银集团（UBS）此前也经历了多次并购重组，成为全球唯一将财富管理业务作为战略核心的国际银行。1862年，瑞银前身温特图尔银行成立。经历了300多次兼并重组后，瑞士联合银行（UBS）和瑞士银行公司（SBC）在1998年完成合并，组成了瑞银集团。1998年，原瑞士联合银行旗下的美国对冲基金长期资本管理公司（LTCM）造成了7.93亿瑞士法郎的损失，瑞银在此倒逼下开始改革业务线，退出了保险业并出售了部分全球贸易融资业务，放弃了高收益证券和对冲基金的投资。另一方面，瑞银通过国际化的扩张加大对投行、财富管理业务的投入：2001年收购了在资产管理和证券经纪业务方面久负盛名的美国著名投资银行惠普公司，落子美国市场；2003年始，先后收购美国、英国、荷兰等多家知名投行的财富管理分部，完善欧洲布局；2005年，瑞银登陆中国市场。在外部兼并收购和内部有机增长的同时促进下，瑞银集团的国际化程度迅速提高，全球范围的高净值客户也进一步增加。

表11：瑞银集团（UBS）成立后的主要并购

时间	事件
2000年	开拓美国市场，收购美国普惠公司（PaineWebber）。普惠公司在资产管理和证券经纪方面久负盛名。
	收购英国Lloyds银行在法国的财富管理业务；
2003年	收购美林银行在德国的财富管理业务；
	收购荷兰银行在美国的主经纪商业务。促进了投资银行对对冲基金金客户的服务；
2004年	收购两家英国财富管理机构Laing & Cruickshank和Goodman Harris；
2005年	与中国国家开发投资公司合资成立国投瑞银基金管理公司，登陆中国。

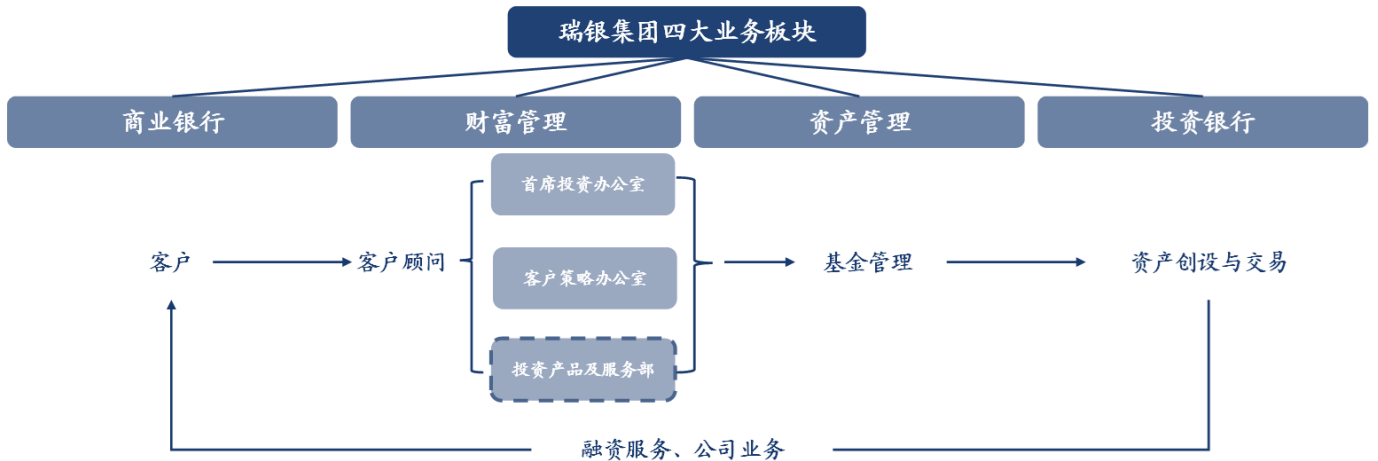
数据来源：瑞银集团官网，UBS 2003 handbook，东吴证券研究所

2.4.3. 深耕财富管理领域，构建 One-firm 战略

瑞银深耕财富管理领域，通过深度协同投资银行、资产管理、商业银行和财富管理部门，形成研究、销售、结构产品和客户的有机链接，构建以客户为中心的“一个公司”（One-firm）战略。瑞银集团通过以下机制达到业务协同：1）商业银行通过渠道提供庞大的客户群体，并通过门槛进行筛选，推至财富管理部门；2）投行部门通过投研服务提供支持，提供发行、交易、咨询等一揽子解决方案；3）资产管理部门则发行公募、私募等各类产品供客户选择；4）同时，投行和商业银行还可通过抵押为客户提供融资服务，形成了业务的闭环。

设立多个职能部门，保证财富管理业务质量。1) 客户战略办公室 (CSO): 负责了解客户需求、行为和偏好, 设计产品并更好地为客户服务。2) 投资产品及服务部 (IPS): 是“一个公司”财富管理模式的核心, 该部门是投资银行、全球资产管理以及财富管理和瑞士银行顶尖投研团队的聚集地, 致力于为客户提供产品、投资解决方案、综合性金融服务等一揽子解决计划。IPS 也使得投行、资产管理与财富管理部门建立了联系。3) 首席投资办公室 (CIO): 负责战略制定层面, 在了解各方意见的基础上, 做出对宏观经济的预测和对各类工具的投资判断。

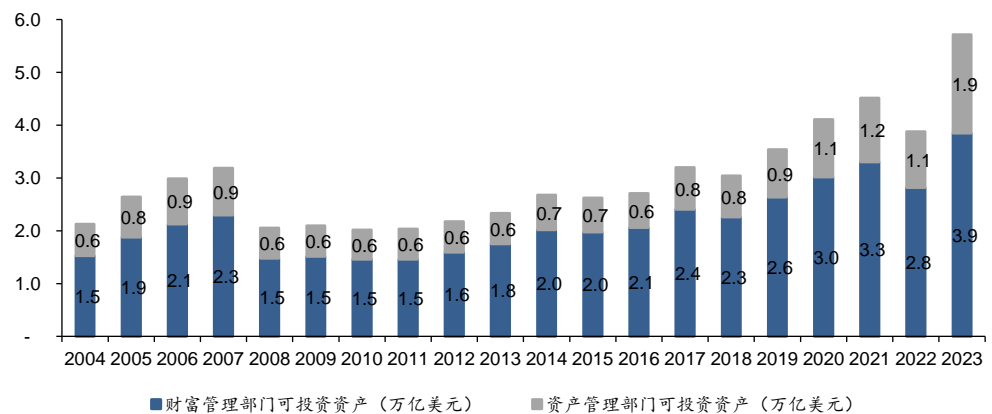
图25: 瑞银四大业务紧密协同, 为财富管理服务提供及时支持



数据来源: 《UBS 2018 GWM Investor Update》, 新财富援引恒大研究院, 东吴证券研究所

资管规模维持近 20 年稳定增长, 行业地位全球领先。瑞银集团的资管规模在 2004-2023 年间从 2.1 万亿美元增长至 5.7 万亿美元, 年复合增速为 5.3%。根据 ADV Ratings 公布的结果, 截至 1H2020, 瑞银集团已经成为全球第一大财富管理机构。公司的 AUM 主要来自财富管理部门和资产管理部, 公司 2023 年财富管理部门贡献了 3.9 万亿美元可投资资产, 占可投资资产总额的 67%。

图26: 瑞银财富管理部门及资产管理部可投资资产规模



数据来源: UBS 历年年报, 东吴证券研究所

表12: 全球 Top10 财富管理机构排名 - 按资产管理规模排名

排名	财富管理机构	国家/性质	资产管理 AUM (万亿美元)
1	贝莱德 (BlackRock)	美国	10.47
2	先锋 (Vanguard)	美国	9.30
3	富达 (Fidelity)	美国	5.50
4	道富 (State Street)	美国	4.34
5	摩根士丹利 (MS WM)	美国	3.63
6	摩根大通 (JPM)	美国	3.56
7	法国农业信贷银行 (Credit Agricole)	法国	2.86
8	高盛(Goldman Sachs)	美国	2.85
9	瑞银 (UBS)	瑞士/银行系	2.62
10	资本集团(Capital Group)	美国	2.60

数据来源: 东吴证券研究所

表13: 全球 Top10 财富管理机构排名 - 财富管理细分领域排名

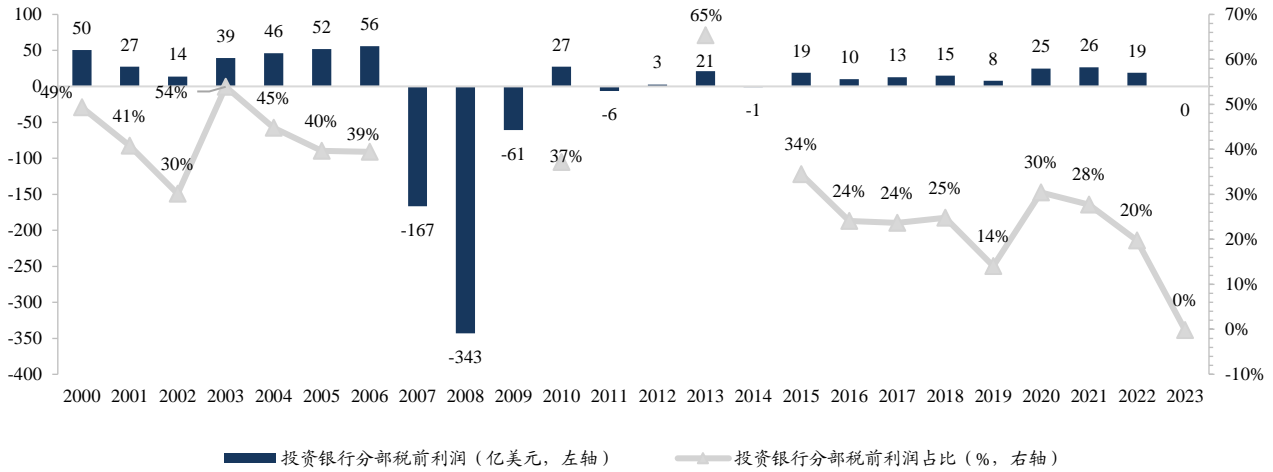
排名	财富管理机构	地区	财富管理 AUM (万亿美元)
1	瑞银 (UBS Global WM)	瑞士	2.6
2	爱德华琼斯 (Edward Jones)	美国	1.3
3	瑞士信贷 (CS)	瑞士	1.3
4	摩根士丹利 (MS WM)	美国	1.2
5	美国银行 (BoA GWIM)	美国	1.2
6	摩根大通 (JPM Private Bank)	美国	0.7
7	高盛 (GS WM)	美国	0.6
8	嘉信理财 (Charles Schwab)	美国	0.5
9	花旗 (CITI Private Bank)	美国	0.5
10	法国巴黎银行 (BNP Paribas WM)	法国	0.4

数据来源: ADV Ratings, 东吴证券研究所

财富管理优势提供强支撑, 投资银行业务寻求新突破。公司首先锚定美国市场进行投资银行业务的突破, 2000-2003 年, 公司在美国市场的份额快速从 1%增长至 5.4%。与此同时, 公司将固定收益、利率、汇率业务线进一步拓展, 并积极关注新兴市场和欧洲市场的衍生品业务。2003 年, 瑞银投行税前利润为 39 亿瑞士法郎, 占集团税前收入比重高达 54%, 投行业务发展初现成效。2005 年, 瑞银集团宣布对所有业务采取统一品牌的策略, 瑞银华宝 (UBS Warburg, 投资银行业务)、瑞银普惠 (UBS PaineWebber, 投资银行业务)、瑞士银行私人银行 (UBS Private Banking, 私人银行和资产管理业务)、瑞银环球资产管理 (UBS Global Asset Management, 国际业务) 等原有的四大业务品牌重组为以 UBS 命名的三大业务: 瑞银财富管理 (UBS Wealth Management)、瑞银环球资产管理 (UBS Global Asset Management)、瑞银投资银行 (UBS Investment Bank)。2008 年在金融危机冲击下, 瑞银集团投行业务发生巨额亏损, 压力下瑞银集团进行改革, 将成本与人力逐步投入了财富管理部门。2011 年, 瑞银确立“瑞银集团的战略以全球领先的财富管理业务及位于瑞士的卓越全能银行业务为核心, 协同发展资产管理和投资银行

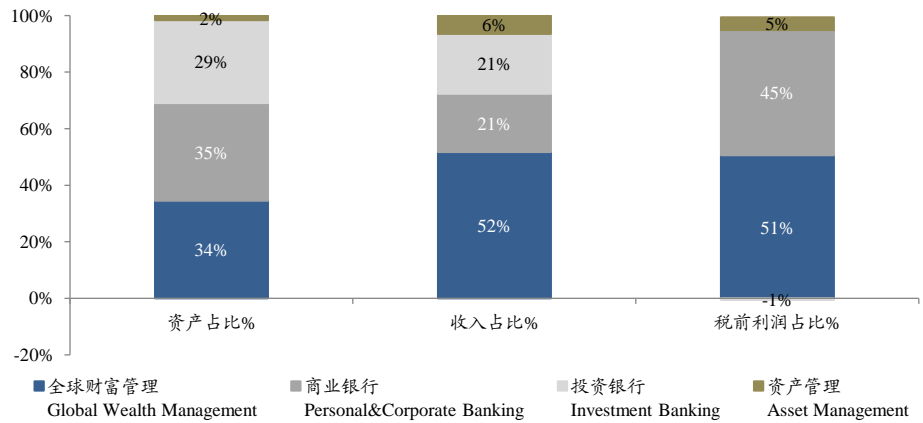
业务”的战略目标，重心向财富管理业务倾斜。2023年，瑞银财富管理业务仅占用集团34%的资产，但贡献了52%的营收和51%的税前利润。

图27: 瑞银投行分部税前利润及占比



数据来源: UBS 年报 (2000-2023), 东吴证券研究所

图28: 2023年瑞银业务架构及分部贡献



数据来源: UBS2023 年年报, 东吴证券研究所

注: 计算占比时忽略各部门之间重叠抵消部分东吴证券研究所

个股风险提示: 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

3. 风险提示

- 1) 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力;
- 2) 日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑。

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>