

证券研究报告 · 美股个股深度

摩根大通：业务全球标杆、业绩断层领先、估值仍有潜力

分析师：马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号：

S1440521060001

SFC 中央编号：BIZ759

分析师：李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号：

S1440521060002

SFC 中央编号：BSJ178

分析师：王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

SAC 编号：

S1440525070014

发布日期：2026年1月12日

核心观点：业务全球标杆、业绩断层领先、估值仍有潜力

- ◆ **核心观点：摩根大通的商业银行和投行资管业务是全球银行业标杆，两者共同催生了其长期断层领先的盈利能力，近七年ROTE均保持在17%以上。精准匹配美国消费驱动型增长模式的信用卡消费贷业务、深度契合美国直接融资和资本市场体系的投行资管金市业务，是其关键能力。依托于扎实客户基础的低成本存款、不必下沉风险即能规模领先的零售业务、高粘性高价值贡献的交易做市和资管业务，是其业绩的关键保障。我们预计，在美国经济软着陆的情景下，ROTE有望保持在22%-24%区间，估值有望突破上一轮高点。**
- ◆ **摩根大通是商业银行和投行资管业务强强结合的典型代表：**作为全球领先的综合金融集团，摩根大通的商业银行业务主要集中在美国，投行资管业务全球展业，商业银行和投行资管业务都长期保持显著领先优势，这在全球银行业极其罕见。突出的业务能力直接转化为了断层领先的盈利能力，ROTE连续七年保持在17%之上（除2020年疫情），不仅在全球系统重要性银行内遥遥领先，也显著优于美国一众特色鲜明的中小银行。是什么造就了这样的能力？
- ◆ **因为它站在了美国最强的两大主线beta上：1) 领先的信用卡、消费贷业务精准匹配美国消费主导的经济增长模式，2) 强大的投行、资管、金融市场业务深度契合美国全球领先的直接融资及资本市场体系。**我们认为上述两大类业务的共同领先，是摩根大通有别于其他银行的关键能力，这既有其合并收购历程中继承而来的优秀遗产，也有其长期秉持强绩效激励和低风险偏好并重的经营文化、“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系、卓有成效的内部协同联动机制的积极影响。
- ◆ **大、快、稳：**摩根大通作为美国第一大行，仍能实现ROTE持续领先的“快”，“稳”的经营理念至关重要，庞大优质的客群基础是实现这三点的关键，这体现在其全美最低之一的存款成本、不必进行风险下沉就能实现规模占比领先的信用卡消费贷业务、收益水平稳定高于可比同业的金融市场交易做市业务、资产流入最快且盈利能力最强的资管业务。
- ◆ **估值更进一步的空间在哪里？经济软着陆：**摩根大通PTB与ROTE存在显著前瞻正相关，Forward PTB/ROTE（即Forward PE）长期中枢11倍，市场是基于ROTE预期给估值的。当前Forward PE 13倍，尚未至上一轮高点（2017-19年），依托摩根大通的五大宏观情景展望，软着陆、温和通胀的概率最高，我们对该情景下的核心财务指标测算显示，ROTE有望保持在22%-24%区间，显著优于上一轮估值高点周期，结合当前更优的中性利率展望，我们预计估值有突破上一轮高点可能性。
- ◆ **盈利预测及目标价：**我们预计，2025-27年调整后ROTE 21.3%、21.6%、22.0%，估值目标3.5倍PTB，目标价378美元，首次覆盖给予“买入”评级。

目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

1.1 历史沿革及展业范围

- ◆ 摩根大通是全球领先的金融服务集团，总部位于美国纽约，商业银行业务主要集中在美国、投行资管等业务全球展业。作为全球规模最大、盈利最强的银行之一，摩根大通在投资银行、商业银行、资产管理、财富管理及消费者金融等领域均占据重要地位。全美网点分布来看，摩根大通网点主要集中分布在东北部、墨西哥湾以及西海岸地区。
- ◆ 历史沿革来看，摩根大通外延扩张和内生增长并重，不断拓展其零售网络、财富管理、投资银行能力，形成多牌照、集团一体化的服务能力，有效摆脱利率周期对传统商业银行的影响，实现穿越周期的经营能力。

图：摩根大通历史并购进程

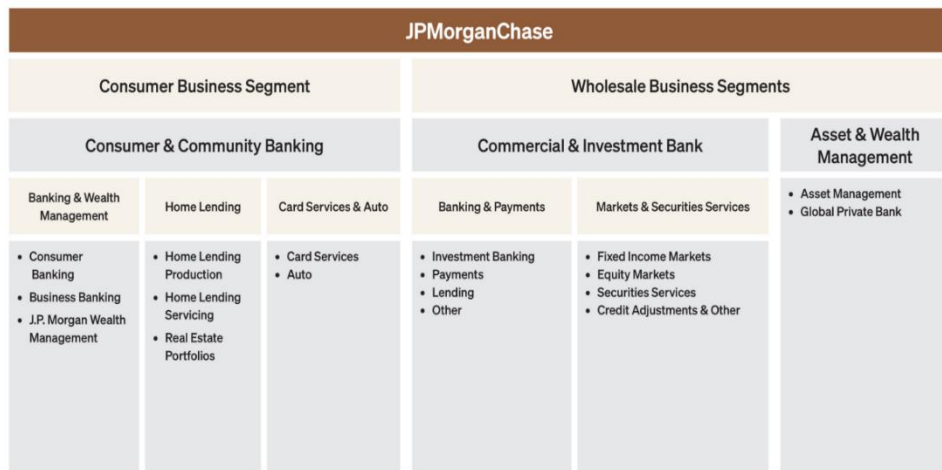
年份	并购对象	交易金额	主要影响
1991	化学银行 (Chemical Banking)	约20亿美元	合并后沿用化学银行，成为当时美国第二大银行。
1996	大通曼哈顿银行 (Chase Manhattan)	约100亿美元	合并后更名为“大通曼哈顿银行”，强化零售与商业银行业务。
2000	杰富瑞集团	约360亿美元	合并成立摩根大通 (JPMorgan Chase)，跻身全球顶级投行与资产管理行列。
2004	第一银行 (Bank One)	约580亿美元	获得芝加哥等中部市场，提升信用卡业务 (如Chase Freedom)。
2008	贝尔斯登	约14亿美元 (美联储支持)	救助式收购，巩固投行业务，吸收其客户与部分资产。
2008	华盛顿互惠银行 (WaMu)	19亿美元	收购破产的WaMu，成为美国最大储蓄机构，大幅扩展零售银行业务网络。
2021	大众银行 (大众金融控股子公司)	约30亿美元	强化西海岸和亚裔社区银行业务，增加超过500家分行。
2023	第一共和银行 (First Republic)	约106亿美元	接管FDIC破产接管的第一共和银行，扩充高净值客户与优质资产。

数据来源：公司财报，中信建投

1.2 业务架构：零售及社区银行、商业及投资银行、资产及财富管理三大业务板块

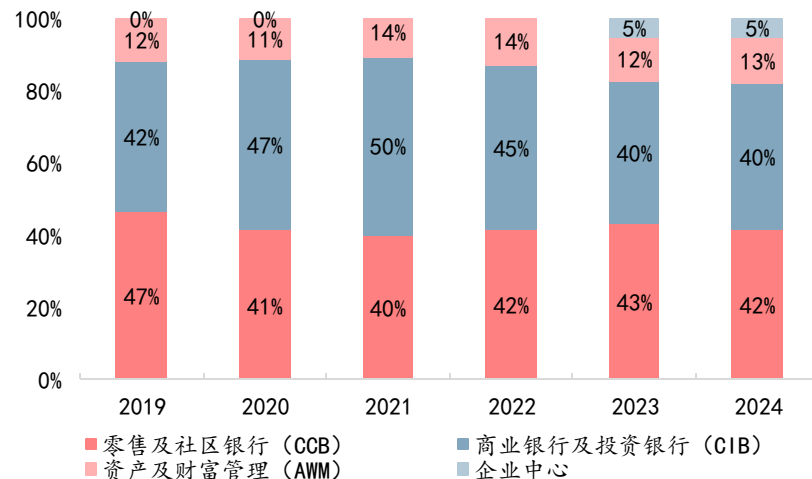
- ◆ 摩根大通采用业务条线（LOB）管理模式，整体分为零售条线和批发条线，进一步细分为三大业务板块：零售银行及社区银行（Consumer & Community Banking）、商业银行及投资银行（Commercial & Investment Bank）、资产及财富管理（Asset & Wealth Management），其余业务活动归入企业中心职能板块。零售银行与社区银行包含三大业务板块，分别为零售银行与财富管理、住房贷款、卡服务与汽车金融。商业银行与投资银行包含两大业务板块，分别为商业银行与支付、金融市场与证券服务。资产及财富管理包含资管业务与全球私人银行。
- ◆ 2024年，零售及社区银行ROTE 32%、商业银行及投资银行ROTE 18%、资产及财富管理ROTE 34%，均为全球银行业同类业务顶尖水平。

图：摩根大通业务板块



数据来源：公司财报，中信建投

图：营收占比：零售、企业银行各40%，财富管理15%左右

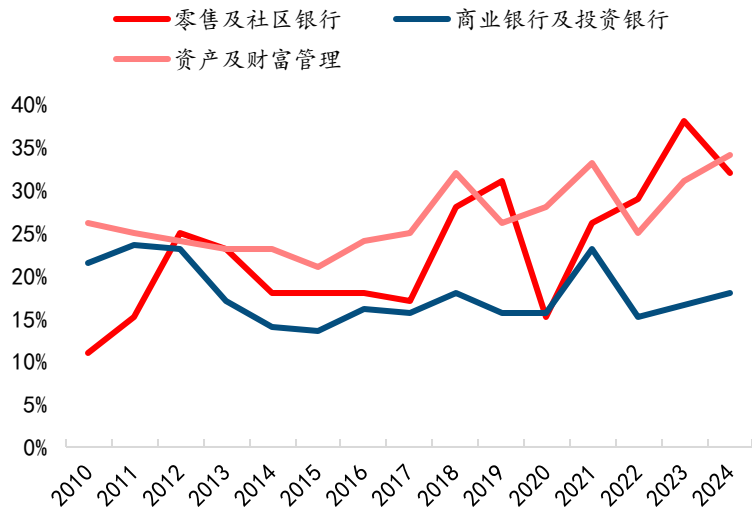


数据来源：公司财报，中信建投

1.2 业务架构：零售及社区银行、商业及投资银行、资产及财富管理三大业务板块

- ◆ 零售及社区银行、资产管理&财富管理业务板块ROTE长期领先，资产管理&财富管理ROTE长期保持在30%以上，是典型的轻资本、高收益业务，助力摩根大通ROTE保持同业高位。作为美国最大商业银行，零售板块有稳定的基本盘，能够获得低成本存款，并加大高收益的信用卡、消费贷投放，净息差表现相对优于同业。
- ◆ 财富管理和投资银行业务是主要的非息收入来源，分别对应商业银行及投资银行（CIB）和资产及财富管理（AWM）两大业务板块。交易手续费、投行手续费、资产管理手续费分别占营收比重14%、10%、5%，交易手续费基于庞大的零售和金融机构客群，能够保持稳定增长，投行手续费和资产管理手续费是主要的增量贡献，均实现双位数以上增长。

图：摩根大通各业务板块ROTE



数据来源：公司财报，中信建投

图：营收结构：净利息收入&非息收入各占50%，非息以投行、金市、资管收入为主

	2022	2023	2024	同比	占比
净利息收入	66,710	89,267	92,583	4%	52%
非息收入	61,985	68,837	84,973	23%	48%
投行手续费	6,686	6,519	8,910	37%	5%
做市交易手续费	19,912	24,460	24,787	1%	14%
存贷相关手续费	7,098	7,413	7,606	3%	4%
资产管理手续费	14,096	15,220	17,801	17%	10%
佣金及其他	6,581	6,836	7,530	10%	4%
按揭手续费	-2,380	-3,180	-1,021	-68%	-1%
卡服务	1,250	1,176	1,401	19%	1%
债券投资收益	4,420	4,784	5,497	15%	3%
其他	4,322	5,609	12,462	122%	7%
营业收入	128,695	158,104	177,556	12%	100%

数据来源：公司财报，中信建投

1.3 管理层及股东：主要管理层经验丰富、长期任职

- ◆ 公司董事会主席兼CEO James Dimon先生自2004年7月摩根大通收购Bank One Corporation之后，即开始担任公司总裁兼首席运营官，在Bank One期间，他从2000年3月起一直担任董事长兼首席执行官。目前已在公司任职20年，领导公司平稳度过次贷危机、大宗商品危机、全球疫情等多次重大危机，管理经验丰富，对公司战略把握紧密。
- ◆ 股权结构分散，均为长期机构投资者。公司前十大股东均为机构投资者，持股比例较为分散。前三大股东分别为先锋集团、贝莱德、摩根士丹利，持股比例分别为9.8%、7.5%、2.5%。

图：公司主要管理层

姓名	职务	年龄	任职日期	履历
James Dimon	董事会主席，CEO	69	2006	自2006年起担任摩根大通董事长，并从2005年起担任公司首席执行官。自2004年7月摩根大通收购Bank One Corporation之后开始担任公司总裁兼首席运营官。在Bank One期间，他从2000年3月起一直担任董事长兼首席执行官。
Daniel Pinto	首席运营官及总裁	62	2022	入职摩根大通35年，从交易员做起，历任企业及投资银行部门CEO、托管业务、金融市场业务总监等。
Jeremy Barnum	首席财务官（CFO）	52	2021	1994年就进入摩根大通工作，历任企业及投资银行（CIB）部门首席财务官等职务，2021年开始任职集团首席财务官，从业经验丰富。
Ashley Bacon	首席风险官（CRO）	56	2013	自2012年6月以来一直担任首席风险官，此前曾担任投资银行全球市场风险主管。

数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通前十大股东

前十大股东	持股比例
先锋集团	9.82%
贝莱德	7.50%
摩根士丹利	2.50%
Geode资管	2.19%
美国银行	1.77%
FMR	1.69%
北方信托	1.19%
T Rowe Price	1.04%
Capital	1.04%
UBS	0.91%

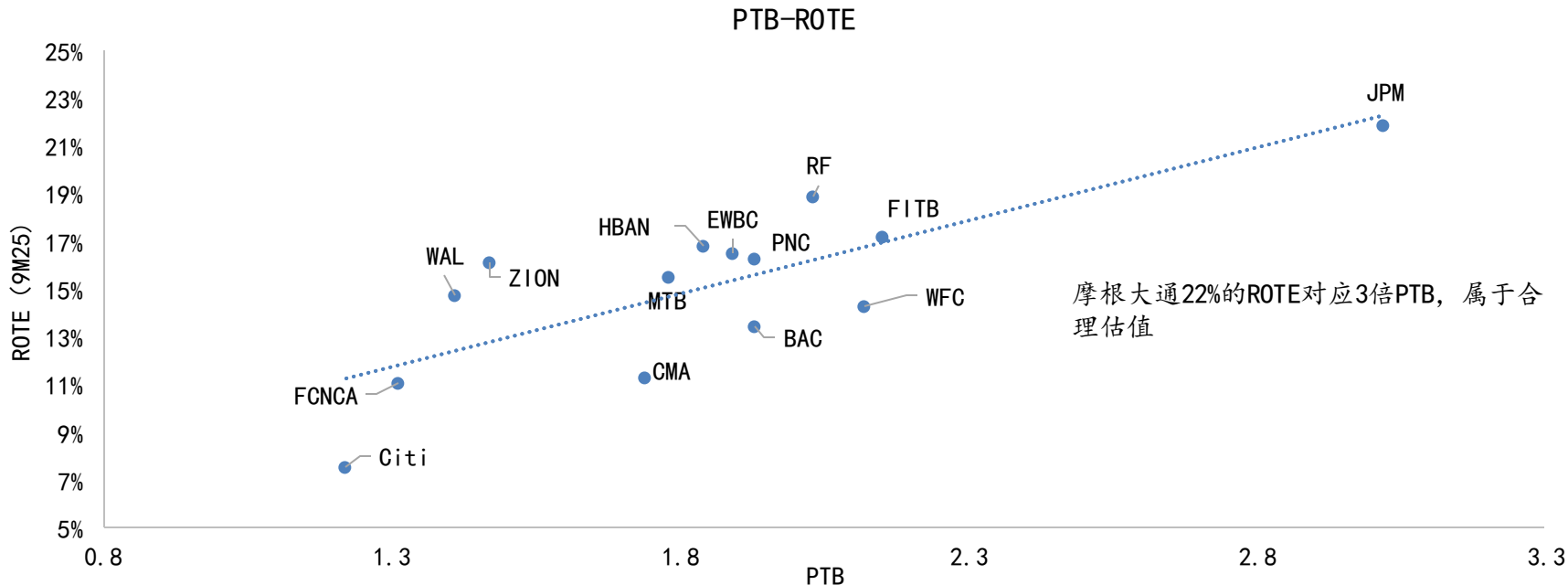
数据来源：Bloomberg，中信建投

目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

2.1 PTB-ROTE横向对比：摩根大通ROTE显著领跑，估值合理

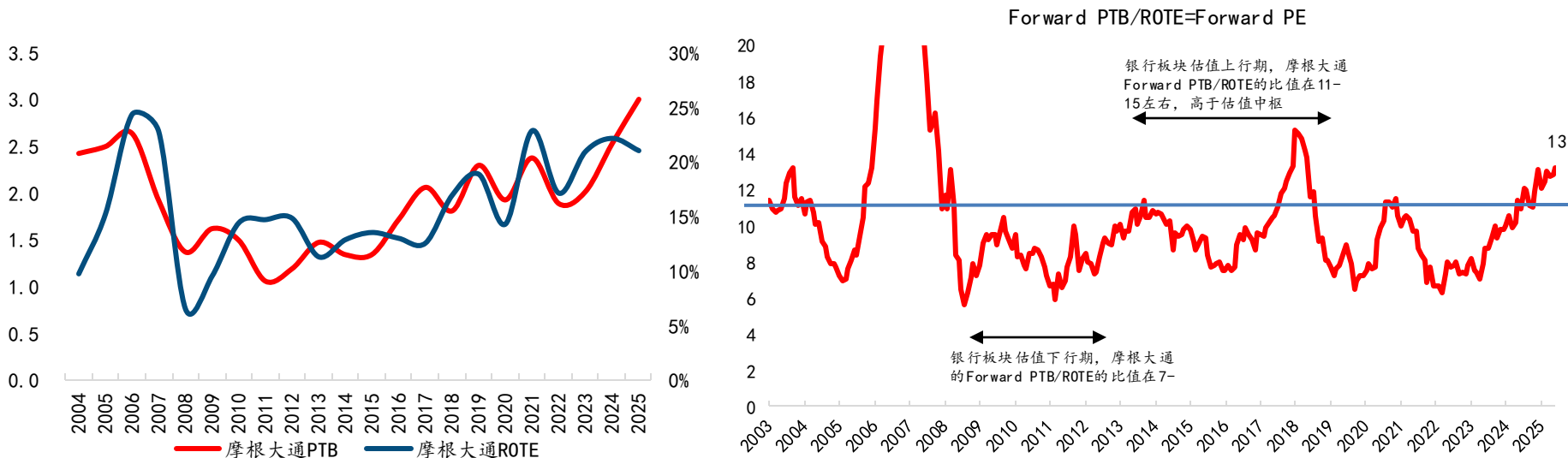
- ◆ 从PTB-ROTE横向对比来看，摩根大通当前3倍左右的PTB是合理的。对于美国银行业而言，PTB-ROTE模型有效性强，各银行估值严格对照各自ROTE预期，在个股ROTE没有明确收敛预期的情况下，个股之间不会发生估值收敛。
- ◆ 美国KBW指数成分银行平均ROTE 15%左右，对应PTB 1.8倍（1.5倍PB）。根据美国股市的一般性估值体系和风险溢价水平，银行股7%-8%的ROTE即可享受1倍PTB。在同业对比角度，当前摩根大通22%左右的ROTE水平对应3倍PTB（2.6倍PB）是合理估值。



2.3 PTB-ROTE纵向复盘：基于ROTE预期给估值，Forward PTB/ROTE长期中枢11倍左右

- ◆ 从PTB-ROTE纵向复盘来看，摩根大通PTB与ROTE存在显著前瞻正相关，Forward PTB/ROTE有稳定中枢，市场是基于ROTE预期给估值的。
- ◆ 摩根大通Forward PTB/ROTE长期中枢(即Forward PE) 11倍左右，银行板块下行周期Forward PE 7-10倍，上行周期Forward PE 11-15倍。
- ◆ 当前Forward PTB/ROTE 13倍左右，尚未至上一轮高点(2017-19年)，且本轮周期美国利率中枢显著优于2017-19年，ROTE预期亦更高，估值水平存在突破上一轮高点可能性。

图：摩根大通PTB与ROTE存在显著前瞻正相关，市场基于ROTE预期给估值，Forward PTB/ROTE长期中枢11倍左右



2.4 未来估值怎么看？核心取决于ROTE如何展望

- ◆ 基于PTB-ROTE框架下的稳定前瞻相关性，摩根大通未来的合理的估值水平取决于不同宏观情景下的ROTE预期：
- ◆ 摩根大通对未来宏观环境及其对应的ROTE预设了五大情景：1) 软着陆：ROTE可保持在20%-24%高位水平。2) 轻度衰退：ROTE 17%-20%左右，3) 高通胀但慢增长，利率Higher for Longer：ROTE为15%-17%。4) 中度衰退：ROTE 13%-15%左右。5) 重度衰退：ROTE 10%-13%左右。值得注意的是，利率维持高位的情景，ROTE不如温和降息情景。
- ◆ 据公司指引，摩根大通跨周期ROTE均值17%左右，这并不是ROTE的短期目标和指引，而是跨周期的长期平均水平。当前美国经济韧性较强，未见衰退趋势，更有可能朝着软着陆、温和通胀的较优情景发展，ROTE有望维持在20%以上，甚至继续向上突破。
- ◆ 根据不同经济情形和公司指引的ROTE水平，我们对背后隐含的核心基本面做了推演：
- ◆ 1) 美国经济不出现恶性衰退的情况下（即美联储利率下降至0.25%），摩根大通净息差下行压力有限。
- ◆ 2) 投行、金融市场、财富管理等非息收入保持可持续的稳定增长是支撑ROTE进一步向上的关键。
- ◆ 3) 轻度或中等衰退情形下，非息收入增量的下滑和信用成本的逐步提升是拖累ROTE的核心因素。
- ◆ 4) 摩根大通17%左右的穿越周期ROTE指引：所有基本面指标的假设值基本与过去20年平均值一致。
- ◆ 5) 当前降息节奏和美国经济形势来看，更有可能呈现温和通胀、软着陆的情形，摩根大通ROTE有望保持22%-24%左右。

2.4 未来估值怎么看？ROTE有进一步向上空间，估值仍有提升潜力

图：从当前降息节奏和美国经济形势来看，更有可能呈现温和通胀、软着陆的情形，摩根大通ROTE有望保持22%左右高位，且有望进一步突破

不同宏观情景下对应 基本面指标 (2026E-2030E)		2025E	软着陆	高通胀、慢增长	轻度衰退	中等衰退	恶性衰退
宏观经济情形	情形描述	-	贸易紧张局势缓和、非衰退性、软着陆	经济韧性强，通胀居高不下	关税和经济形势不明朗	经济形势出现明显下行、市场预期悲观	深度快速的衰退、强烈的反通胀
	美联储利率	3.75%	2Q26降至3.5%，中性利率3%	Higher for Longer, 利率维持在3.75%	2Q26降至3.25%，中性利率3%	3Q26降至2%，并维持不变	3Q26降至0.25%，并维持不变
	失业率	4.40%	3Q25至4.4%达峰	失业率持续下降	2Q26至5.3%达峰，2Q28都在4%以上	2Q26至6.5%达峰	2Q26至7.2%达峰
	通胀	CPI 3.3%	小幅抬高后减弱	维持稳定高通胀	明显抬高后减弱	明显抬高后保持不变	小幅抬高后急剧下降
	GDP	2%+	温和增长	增长趋缓	温和增长、1H26收缩	中度衰退，随后开始温和增长	深度衰退2-3年，此后经济恢复增长
	历史时刻	-	2021、2023-2025	-	2018-2019、2022	2010-2017	2004、2008-2009
核心指标假设 (百万美元)	净息差	2.58%	2.54%-2.56%	2.58%	2.52%-2.54%	2.44%-2.49%	2.30%
	生息资产规模增速	6%	3%-6%	1%-3%	1%-3%	-3%-0%	-5%
	投资银行非息收入年均增量	2,210	1,000-2,000	1,000-2,000	1,000-1,500	600-800	500
	金融市场非息收入年均增量	1,969	1,500-2,000	1,000-1,500	1,000-1,500	600-800	500
	财富管理非息收入年均增量	2,667	2,000-2,500	1,000-2,000	1,000-2,000	600-1,000	500
	营业支出同比	4%	5%-6%	5%-6%	4%-5%	4%-5%	0%-1%
	信用成本	0.65%	0.8%-0.85%	1.1%-1.3%	0.9%-1.1%	1.3%-1.5%	2.5%-3%
业绩表现	营业收入增速	5%	5%-6%	2%-3%	2%-3%	-1%-1%	-2%
	归母净利润增速	6%	5%-8%	(-3%)-0%	(-2%)-1%	(-12%)-(-7%)	-18%
	ROTE	21.3%	21.5%-24.2%	16.8%-18.5%	17.1%-20.2%	13.0%-15.2%	10%
合理估值	Forward PTB/ROTE 比值	14	12-15	11	11	9-10	7-8
	Forward PTB	3.0	2.6-3.6	1.8-2.0	1.9-2.2	1.2-1.5	0.7-0.8
	Forward PB	2.6	2.2-3.0	1.5-1.7	1.6-1.9	1.0-1.3	0.6-0.7

数据来源：公司财报，中信建投

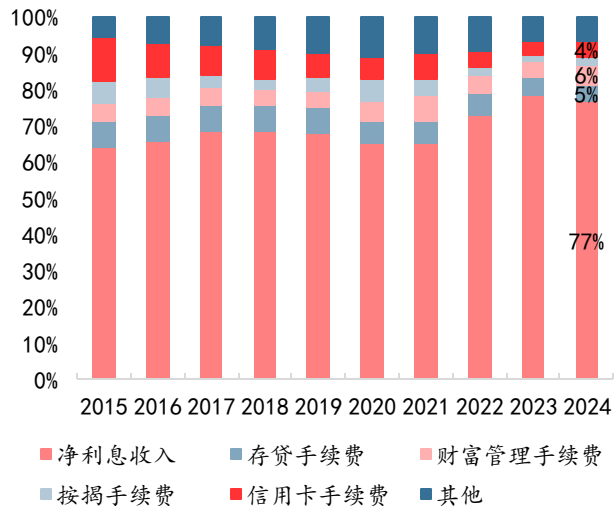
目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于深层次的机制体制优势
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

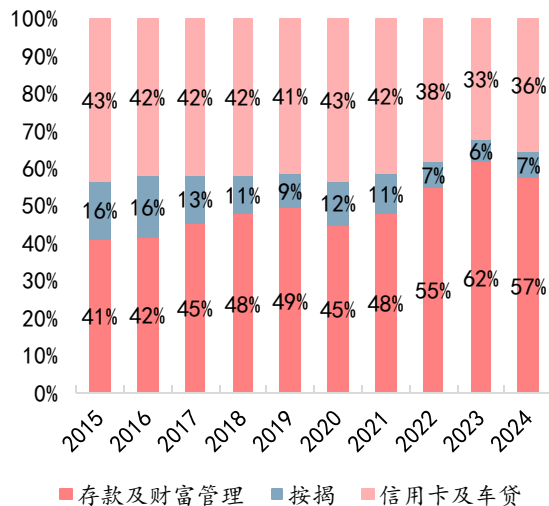
3.1.1 商业银行业务根深叶茂：主要依靠存款和零售贷款赚钱

- ◆ 摩根大通零售及社区银行业务（CCB）中净利息收入接近8成，是传统商业银行业务，主要依靠存款和信用卡、车贷等零售贷款赚钱。
- ◆ 零售及社区银行业务收入中，存款、信用卡及车贷、按揭贷款分别贡献50%、40%、10%。存款贡献的收入占摩根大通传统零售商业银行部分的“半壁江山”，其中30%左右是净利息收入，其余20%是与存款相关的账户手续费或者财富管理手续费收入。而信用卡、车贷、按揭等主要以净利息收入为主。

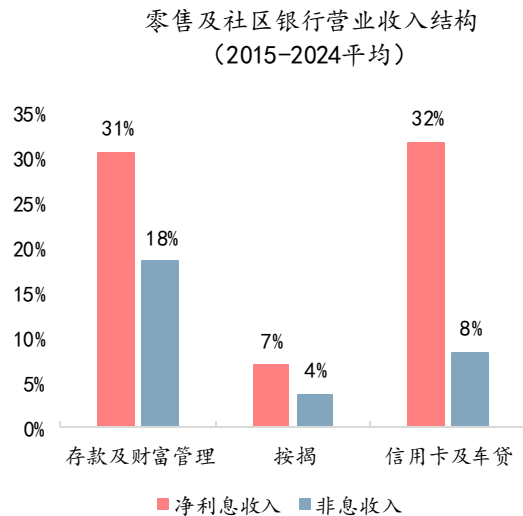
图：零售及社区银行（CCB）业务净利息收入占70%-80% 图：按条线划分，摩根大通CCB业务存款、零售贷款贡献的收入各占一半



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

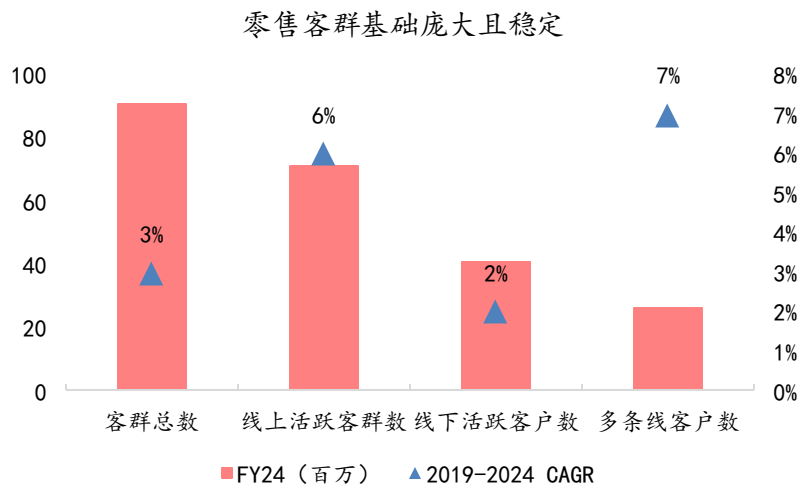


数据来源：公司财报，中信建投

3.1.1 商业银行业务根深叶茂：网点覆盖广、零售基础强

- ◆ 摩根大通零售客户数为9100万，相当于美国总人口数的1/3，2019-2024年CAGR 3%。其中线上活跃客户和线下活跃客户数分别为7100万户和4100万户，2019-2024年CAGR分别为6%、2%。
- ◆ 摩根大通在美国核心城市具备10%甚至20%以上的存款及网点市占率。受益于其继承于大通银行和化学银行的广阔网点布局和200年的长期品牌优势，摩根大通的客群基础极为扎实，在全美核心城市市占率遥遥领先。

图：摩根大通稳定庞大的零售客群基础



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通在主要美国城市的存款和网点市占率

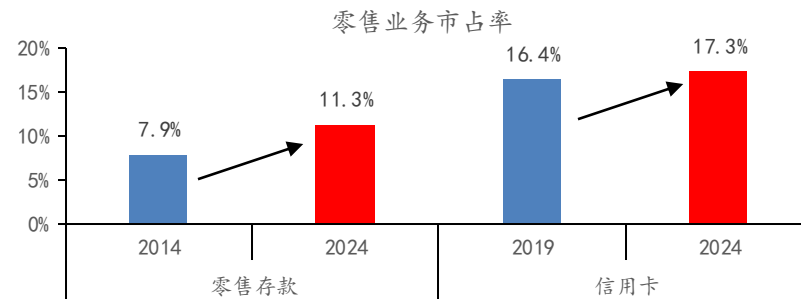
	存款市占率	网点市占率
纽约	25.5%	15.7%
洛杉矶	22.9%	17.1%
芝加哥	23.6%	12.4%
迈阿密	16.0%	13.1%
旧金山	22.8%	16.2%
达拉斯	20.6%	11.6%
休斯顿	24.1%	11.8%
菲尼克斯	27.5%	19.5%
西雅图	19.0%	13.6%
底特律	23.2%	13.8%
圣何塞	22.3%	17.8%
圣地亚哥	26.3%	18.6%
河滨	24.2%	17.5%
亚特兰大	7.0%	9.5%
丹佛	13.3%	11.8%
坦帕湾	9.8%	10.1%
克里夫兰	9.4%	8.5%

数据来源：公司财报，中信建投

3.1.1 商业银行业务根深叶茂：零售存款和中小微企业结算市占率第一

- ◆ 摩根大通全美零售存款市占率达11.3%，高于其他大行1-2pct左右，零售存款市占率较十年前增加3.4pct。
- ◆ 中小微企业主结算行市占率9.7%，高于其他大行1-2pct左右。
- ◆ 零售及中小微企业均是摩根大通重要的存款基石，尤其是低成本存款基石。

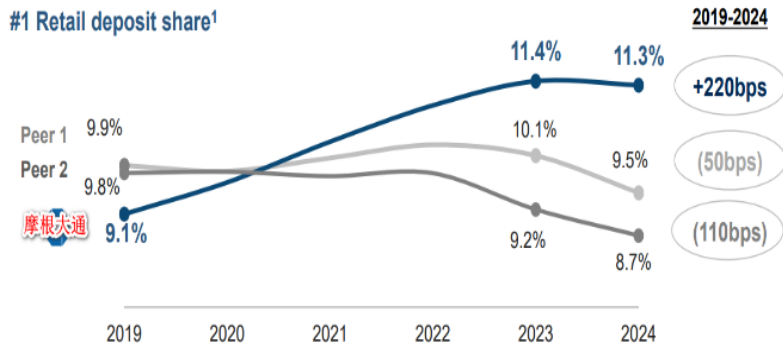
图：摩根大通零售存款、信用卡市占率分别为11.3%、17.3%



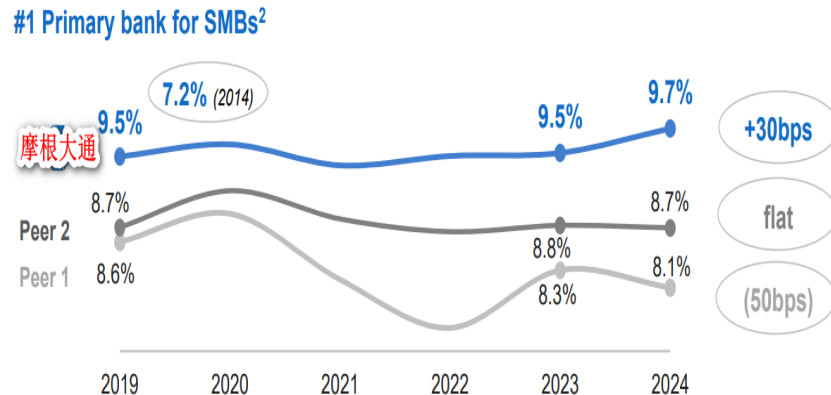
数据来源：公司财报，中信建投

图：全美零售存款市占率11.3%，明显高于其他大行

图：中小微企业主结算行市占率9.7%，领先同业1-2pct



数据来源：公司财报，中信建投

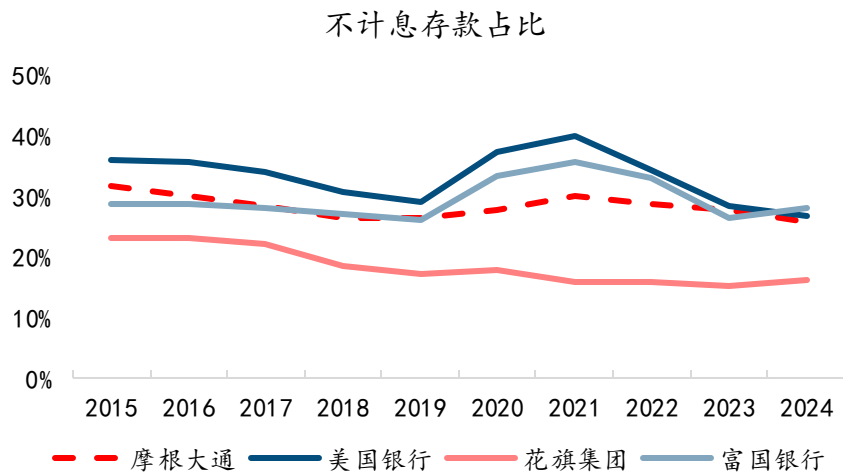


数据来源：公司财报，中信建投

3.1.1 商业银行业务根深叶茂：低成本存款占比高

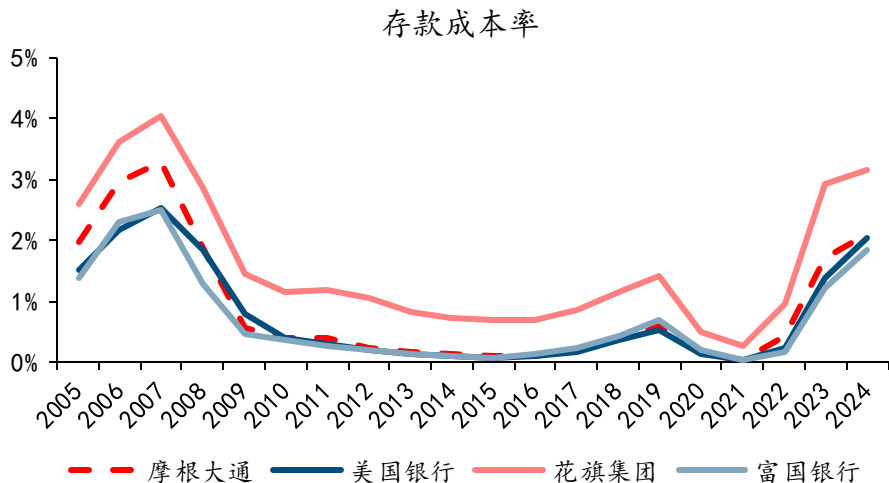
- ◆ 得益于扎实的零售客群基础和中小微结算行粘性，摩根大通具备领先行业的低成本（不计息）存款占比。
- ◆ 存款端方面，摩根大通不计息存款占比稳定在30%的同业领先水平，CASA存款占比更高达90%左右。
- ◆ 同业比较来看，摩根大通存款成本具备相对优势，与美国银行、富国银行基本一致，优于花旗集团。

图：摩根大通不计息存款占比稳定于30%左右



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通存款成本平均1.2%左右，存款端具备相对优势

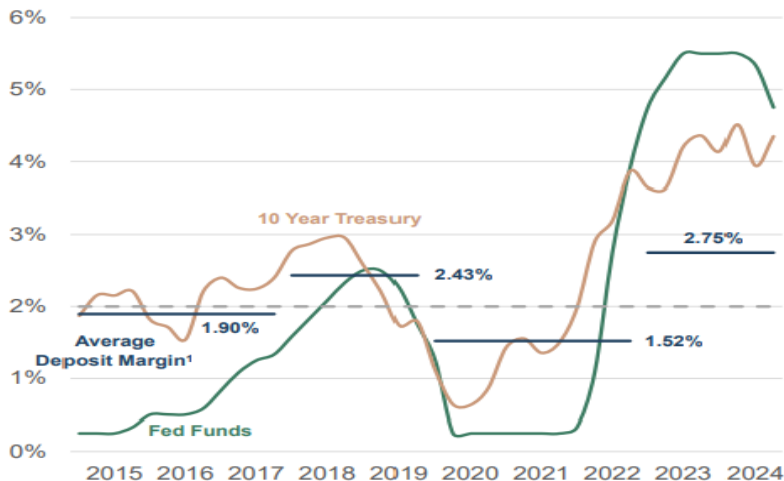


数据来源：公司财报，中信建投

3.1.1 商业银行业务根深叶茂：Deposit margin稳定在2.5%左右，穿越降息周期

- ◆ 展望本轮降息周期，摩根大通预计deposit margin（存款配置息差）能够稳定在2.5%左右，助力息差平稳。从历史复盘来看，除极低利率周期外，通过有效的资负策略，摩根大通的deposit margin基本能保持在2%-3%区间。在美联储当前降息节奏下，通过利率对冲，摩根大通能将deposit margin保持在2.5%左右，穿越本轮降息周期。以此为对照，预计摩根大通净息差能维持在2.4%-2.5%区间，较当前2.68%的水平降幅有限。

图：除极低利率周期外，摩根大通存款配置息差基本稳定在2%-3%区间



数据来源：公司财报，中信建投

图：在美联储当前降息节奏下，通过利率对冲，摩根大通能将deposit margin保持在2.5%左右，穿越本轮降息周期

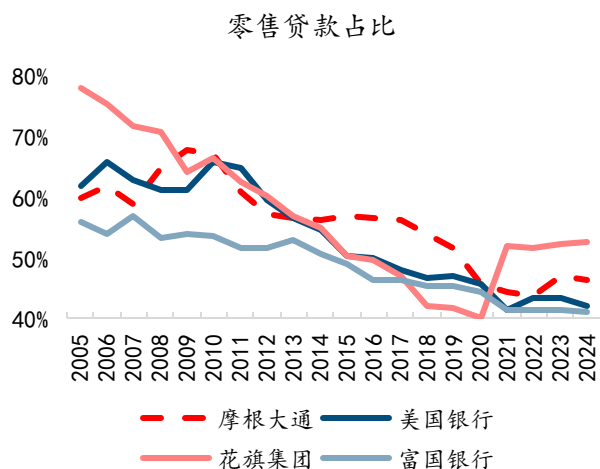


数据来源：公司财报，中信建投

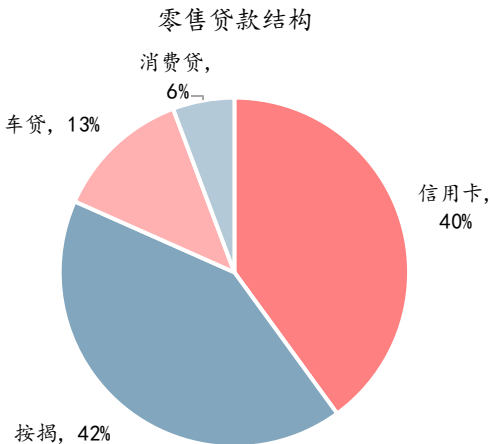
3.1.2 资产端：零售贷款占比高，以信用卡、按揭等标准化产品为主

- ◆ 资产端，**摩根大通零售贷款占比基本保持在50%左右，长期领先美国四大行（花旗集团因业务转型贷款规模持续下降，零售贷款增量上不及摩根大通）**。从收益率水平来看，零售贷款是美国收益率最高的信贷资产。目前高利率环境下，零售贷款平均利率8%以上，主要是车贷、信用卡利率较高，按揭利率也稳定在4%-5%。摩根大通零售贷款中，按揭、信用卡各占四成，是零售业务的主要资产。
- ◆ 摩根大通全行贷款收益率平均5.6%左右，降息周期中保持在4%以上，加息周期中基本处于6%以上。与同业对比来看，摩根大通贷款收益率仅低于花旗集团，优于美国银行及富国银行。

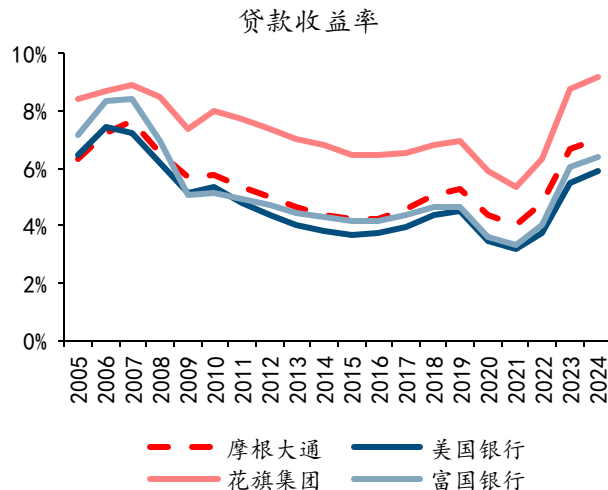
图：零售贷款占比50%左右，高于美国银行及富国银行图：摩根大通零售贷款以信用卡、按揭等标准化产品为主 图：贷款收益率长期保持在4%以上



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

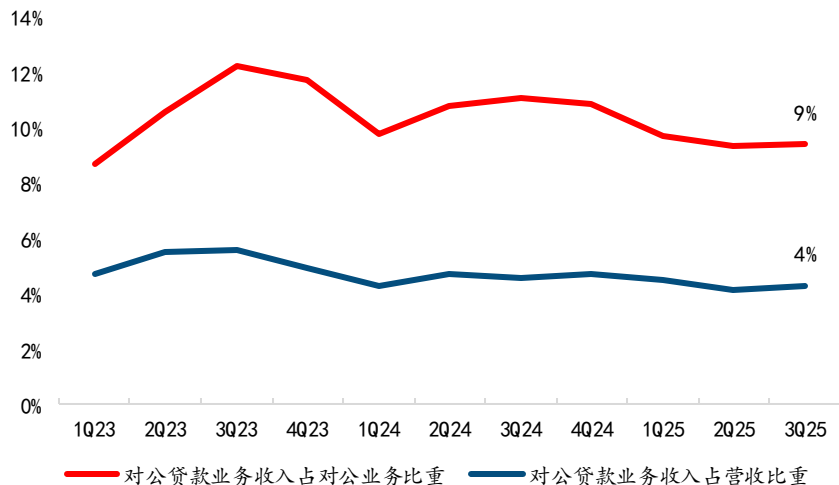


数据来源：公司财报，中信建投

3.1.2 对公业务基本不靠放贷款挣钱

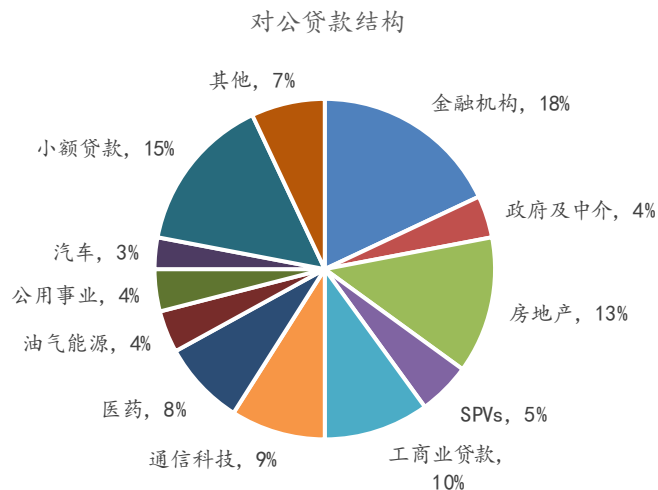
- ◆ 对公端基本不靠放贷赚钱，对公贷款的净利息收入仅占集团营收的4%。摩根大通的大对公条线（CIB）主要依靠投行和金融市场业务赚取收入，通过对公贷款贡献的净利息收入占比极低，对公贷款净利息收入占大对公条线营收比重仅9%，占集团营收比重仅4%。
- ◆ 对公贷款仅是摩根大通维护客户关系的工具，而非主要盈利途径，投向非常分散，基本没有集中度很高的行业。

图：对公贷款净利息收入仅占集团营收4%左右



数据来源：公司财报，中信建投

图：大对公条线贷款投向：非常分散，基本没有高风险行业



数据来源：公司财报，中信建投

3.1.2 资产端不下沉，追求的是高收益资产中质量最优、波动性最小的部分

- ◆ 摩根大通资产端追求的是高收益资产中质量最优、波动性最小的部分（高评级的按揭、消费贷、信用卡，以及高抵押率的工商业贷款），且信贷风险管控比同业更为严格，基本不涉及高风险且评级低的资产。
- ◆ 汽车贷款（Auto loan）：信用评分在660以下（不符合最低借贷分数的次级贷款）的占比为16%，其中LTV在120%的仅有1.1%。车贷期限上也尽量选择能够尽快还款的、还款来源稳定的优质客群，长期（7年以上）的车贷占比远小于同业。但这也意味着贷款利率较低。
- ◆ 按揭贷款：客群平均信用评分高于同业，LTV为47%。LTV目前还在80%以上的大额贷款占比仅7%，基本上是同业的一半。
- ◆ 信用卡：信用评分660以下的占比仅14%，是同业的一半。客户中每月仅还最低额度的人占比为20%，同业平均水平普遍在40%以上，摩根大通的零售客群质量更高。
- ◆ 工商业贷款同样如此，小额低风险贷款占比远高于同业，大额贷款6成以上都有实物资产抵押或担保。

图：摩根大通信贷风险偏好低，风险管控更严格，基本不涉及高风险、高收益的资产。

贷款风险指标		2019	2024	行业平均
车贷	信用评分660以下的贷款占比	18%	16%	22%
	信用评分660以下、且LTV在120%以上贷款占比	2.1%	1.1%	3.9%
	期限大约84个月的车贷	5.0%	5.0%	18.0%
按揭贷款	客户平均信用评分	758	774	738
	平均LTV	55%	47%	50%
	LTV>80%的大额贷款占比	9%	7%	15%
信用卡	信用评分660以下的贷款占比	16%	14%	20%-30%
	信用评分660以下的贷款申请	3%	3%	8%
	最低还款额在2.5%的未结余额及以下的	24%	20%	42%
工商业贷款	小额低风险（有抵押或供应链）贷款占比	18%	24%	10%
	大额贷款中有实物资产抵押或担保的	61%	60%	55%

数据来源：公司财报，中信建投

信用评分	新车贷款	二手车贷款
781-850	4.88%	7.43%
661-780	6.51%	9.65%
601-660	9.77%	14.11%
501-600	13.34%	19.00%
300-500	15.85%	21.60%

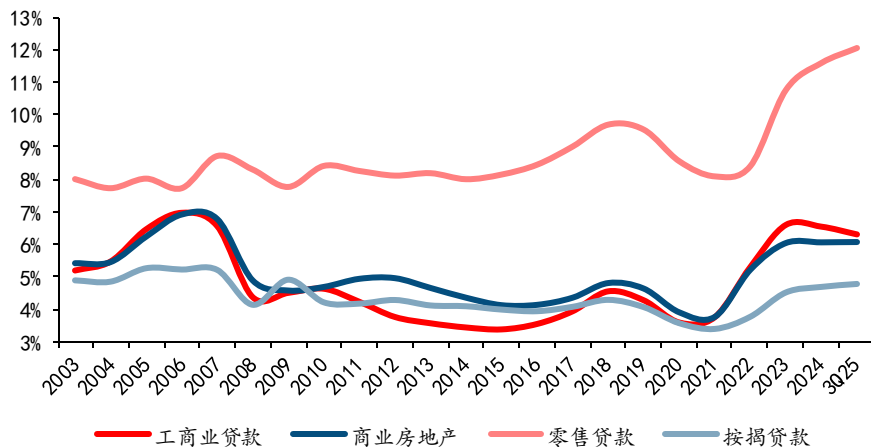
数据来源：公司财报，中信建投

3.1.2 资产端不下沉，追求的是高收益资产中质量最优、波动性最小的部分

- ◆ 摩根大通资产端追求的是高收益资产中质量最优、波动性最小的部分（高评级的按揭、消费贷、信用卡，以及高抵押率的工商业贷款）：
- ◆ 摩根大通在最赚钱的零售贷款上占比高。美国银行业主流贷款中，零售贷款（含信用卡）的利率水平是最高的，基本能够长期保持在8%以上，高利率时期基本在10%以上。摩根大通零售贷款的占比在同业中处于领先水平，因此整体贷款收益率更高。
- ◆ 但在零售贷款中，摩根大通选择的是资产质量最优、波动性最小的优质零售客群，并未下沉。以信用卡为例，摩根大通目前信用卡利率整体稳定在10%左右，在四大行中处于最低水平。即使在加息周期内，摩根大通信用卡利率仍未大幅上行，这意味着摩根大通在客户筛选上要求严格，是信用评分最高的、质量最好的、还款能力最稳定的优质零售客群，并未下沉。

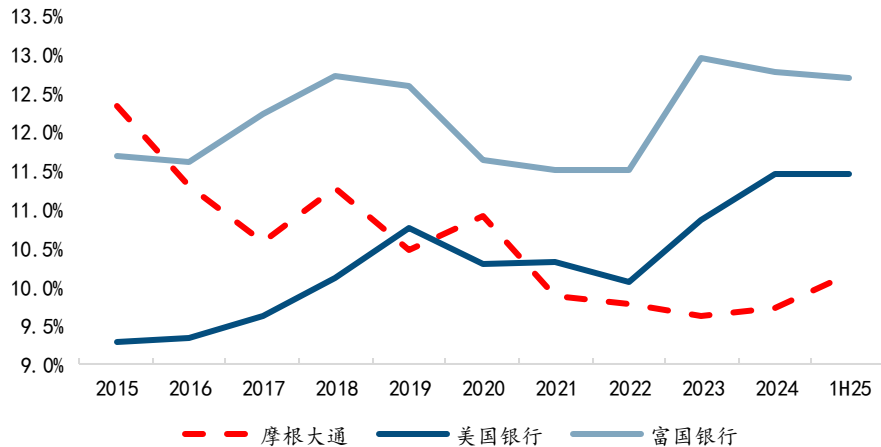
图：摩根大通在利率最高的零售贷款上占比高，但在零售贷款中，摩根大通选择的是资产质量最优的部分，并未下沉

美国银行业贷款利率走势



数据来源：公司财报，中信建投

信用卡利率对比

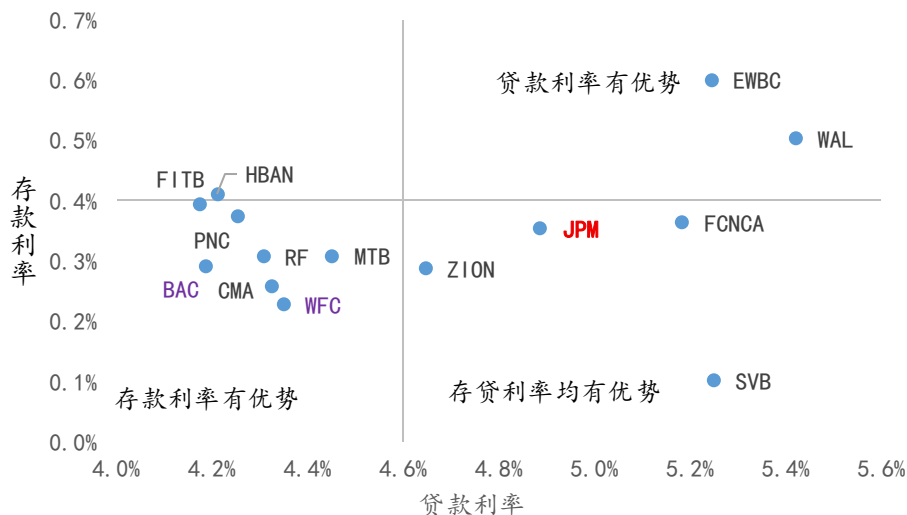


数据来源：公司财报，中信建投

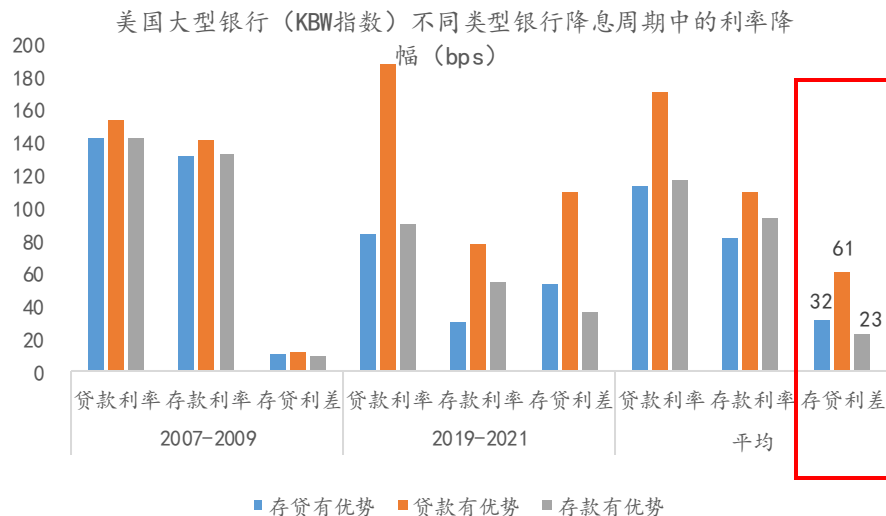
3.1.3 存贷两端都有优势的银行，降息周期中息差降幅优于同业

- ◆ 50%左右的零售贷款、90%以上CASA存款占比，摩根大通是四大行中唯一存贷两端都有优势的银行。从息差绝对水平来看，贷款端有优势的银行息差更高。但从波动性来看，贷款端有优势的银行在加息、降息周期中的变动幅度也更大。而存款端有优势的银行尽管息差绝对水平略低，但能够在不同的利率周期中更加平稳。摩根大通作为存贷款两端都有优势的银行，在存贷利差明显较优的同时，在降息周期中的降幅也更加平稳。

图：摩根大通在美国银行同业中属于存贷两端都有优势的银行



图：存贷两端都有优势的银行能更好兼顾息差绝对值和稳定性



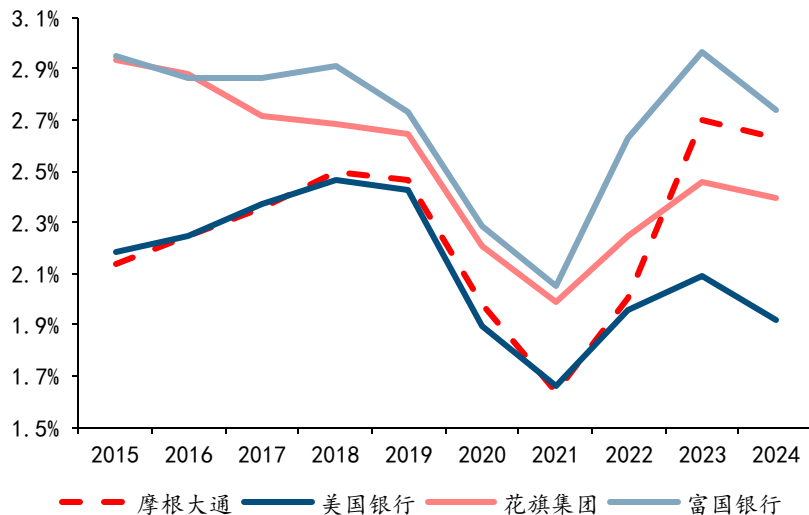
数据来源：公司财报，中信建投

数据来源：公司财报，中信建投

3.1.3 存贷两端都有优势的银行，降息周期中降幅能够好于同业

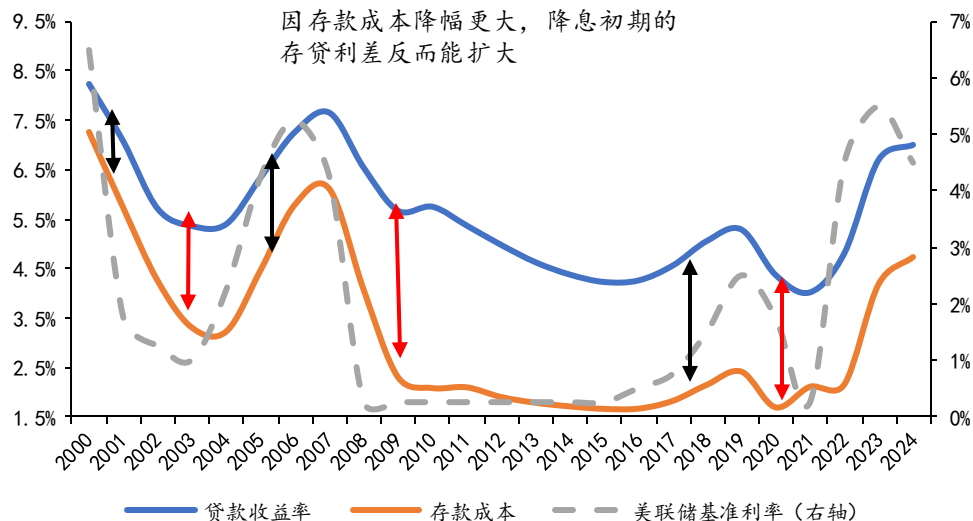
- ◆ 与同业对比来看，摩根大通近两年净息差具备比较优势，息差绝对水平仅略低于富国银行。
- ◆ 在高息环境的后期或暴力加息的情况下，净息差反而会因为存款成本的不断攀升而小幅下降。同样的，因存款成本降幅更大，降息初期的存贷利差反而能扩大。
- ◆ 根据公司敏感性测算，降息100bps，对净息差的影响仅5bps左右。

图：摩根大通近两年净息差在美国四大行中具备比较优势



数据来源：公司财报，中信建投

图：因存款成本降幅更大，降息初期的存贷利差反而能扩大



数据来源：公司财报，中信建投

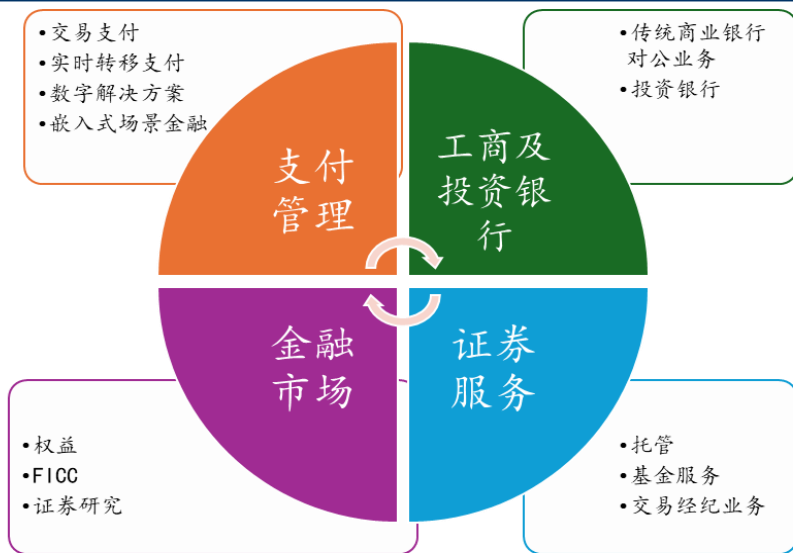
目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

3.2 非息收入有抓手：金融市场、投资银行业务全球领先，贡献估值溢价

- ◆ 摩根大通商业银行及投资银行业务共有工商及投资银行、支付管理、金融市场、证券服务四大条线。
- ◆ 工商及投资银行条线是较为传统的商业银行对公业务，主要为对公贷款投放赚取的净利息收入，和投资银行债券承销赚取的手续费收入。
- ◆ 支付管理、金融市场、证券服务主要赚取非息收入：1) 支付管理主要业务有交易支付手续费、实时账户转移手续费、为客户提供数字解决方案以及嵌入式场景金融赚取的手续费。2) 金融市场业务主要是权益和FICC资产交易做市、以及证券研究赚取的净利息收入。3) 证券服务主要提供托管、基金服务、ETF服务、经纪业务等服务，主要赚取手续费收入。

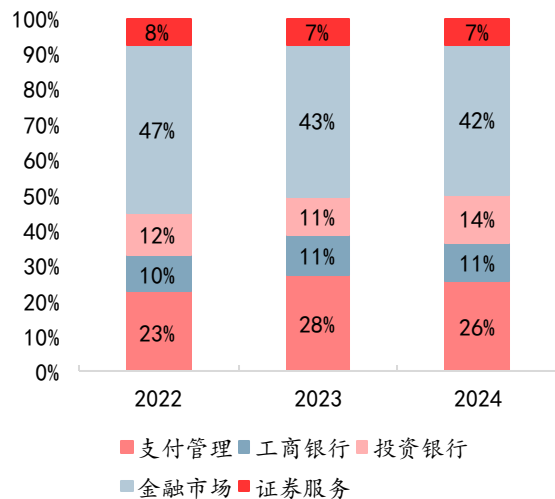
图：摩根大通大对公（CIB）板块有工商及投资银行、支付管理、金融市场、证券服务四大业务条线



3.2 非息收入有抓手：金融市场、投资银行业务全球领先，贡献估值溢价

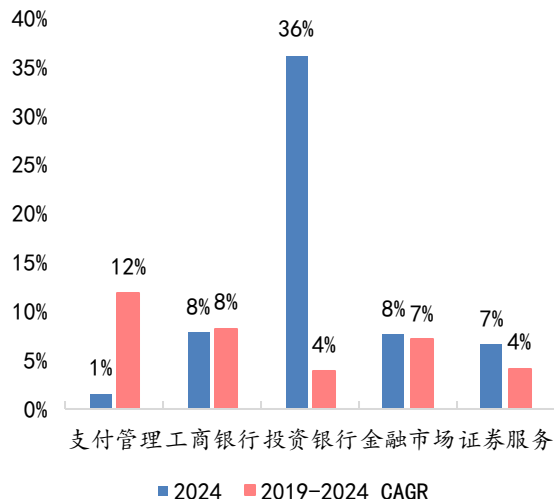
- ◆ 金融市场+投行收入占据对公业务收入的“半壁江山”，非息收入业务合计占比90%左右。
- ◆ 收入结构拆分来看，2024年金融市场业务占CIB板块收入42%，是最大的对公业务收入来源。支付管理、投资银行、证券服务等主要赚取非息收入的业务合计占比90%左右。
- ◆ 摩根大通CIB非息业务长期保持市场第一，市占率都在10%左右。目前摩根大通支付管理业务、投行业务、金融市场业务在美国的市场排名均长期保持第一，市占率分别为9.5%、9.2%、11.4%，证券服务业务市场排名第三，市占率10.7%。

图：CIB收入结构：金融市场+投行业务占半壁江山



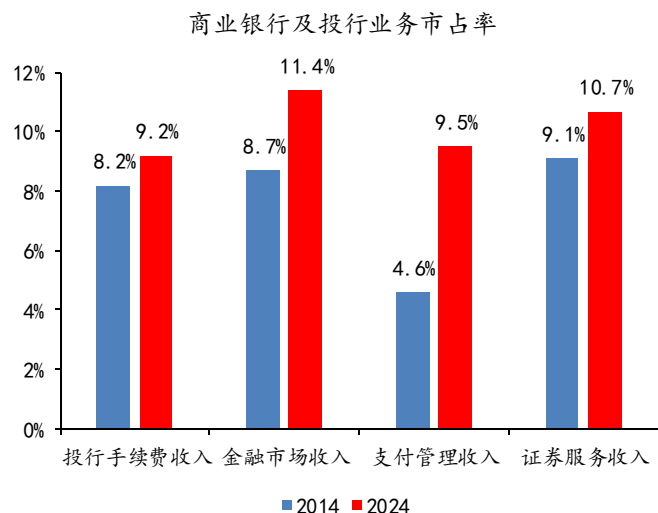
数据来源：公司财报，中信建投

图：金融市场、投行业务增长迅速



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通金市&投行市占率近五年都有明显提高

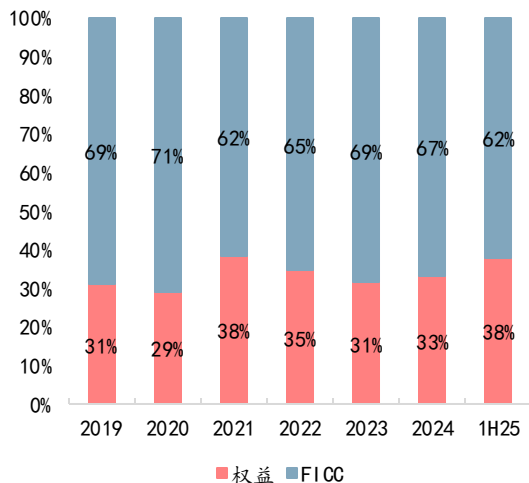


数据来源：公司财报，中信建投

3.2.1 金融市场：交易做市代客收入占比近8成，稳定且非方向性

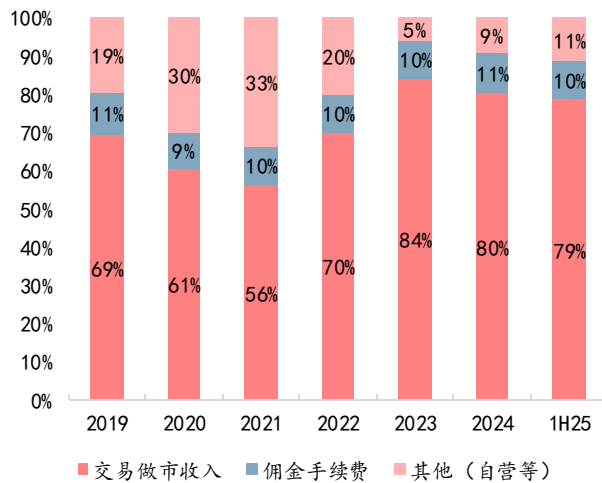
- ◆ 摩根大通金融市场以交易做市的代客业务为主，自营比例很小，收入稳定、且非方向性。摩根大通金市业务中交易代客做市收入占比基本保持在70%-80%，手续费收入占比10%左右，自营账户仅占10%左右。
- ◆ 相对于难以预测、方向性的自营交易收入，交易做市代客收入更稳定，不依赖难以预测的投资结果，能通过可追踪可把握的规模和费率假设合理预判。摩根大通金市业务中，权益类产品收益占比近4成，基本全是代客的交易做市业务，FICC占比60%左右，其中40%-50%是交易做市业务，其余少部分是自营和利率对冲。摩根大通在大对公业务方面具备全流程一站式服务能力，通过大投行、金市、财富管理、信贷等一体化服务，客户粘性强、口碑好，能够支撑交易做市业务的持续增长。

图：金市业务收入组成：权益、FICC四六开



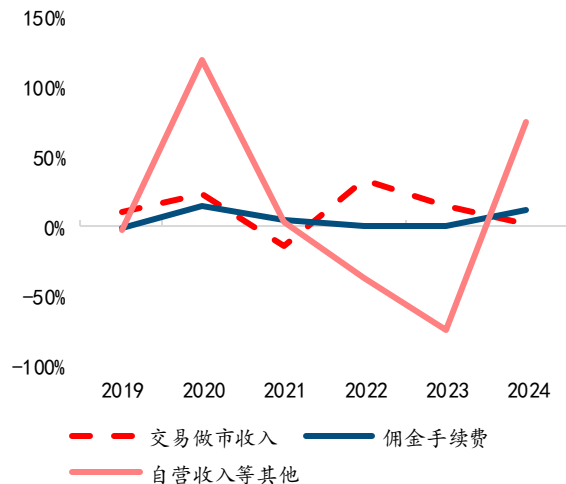
数据来源：公司财报，中信建投

图：交易做市是摩根大通金市业务的核心



数据来源：公司财报，中信建投

图：交易做市的收入增长相较于自营盘更稳定

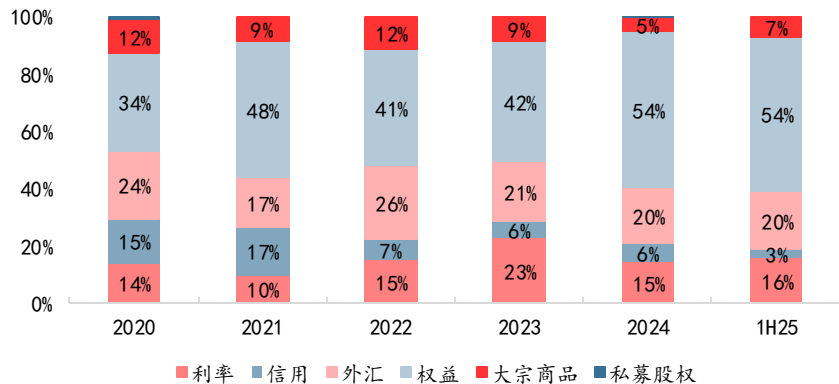


数据来源：公司财报，中信建投

3.2.1 交易做市业务中，权益做市收入占比高，FICC增长更稳定，增速领跑同业

- ◆ 摩根大通8成金市收入均为交易做市，因此我们主要针对做市收入进行拆分：
- ◆ 2019-2024年，摩根大通交易做市收入CAGR为12%，在可比同业中处于最高水平。其中权益、FICC做市收入CAGR分别为19%、5%。更赚钱、占比更高的权益产品以及稳定的FICC收益是支撑摩根大通业务表现好于同业的核​​心原因。
- ◆ 摩根大通交易做市收入中权益产品占比相对同业更高，占比在一半以上，与摩根士丹利接近。此外，值得注意的是，美国大行在做市业务的资产类别上各有侧重：如摩根大通侧重权益、美国银行侧重信用和权益、花旗集团侧重外汇、摩根士丹利侧重权益和利率，高盛侧重权益和外汇。

图：交易做市收入按产品划分：权益产品占一半，外汇占20%左右



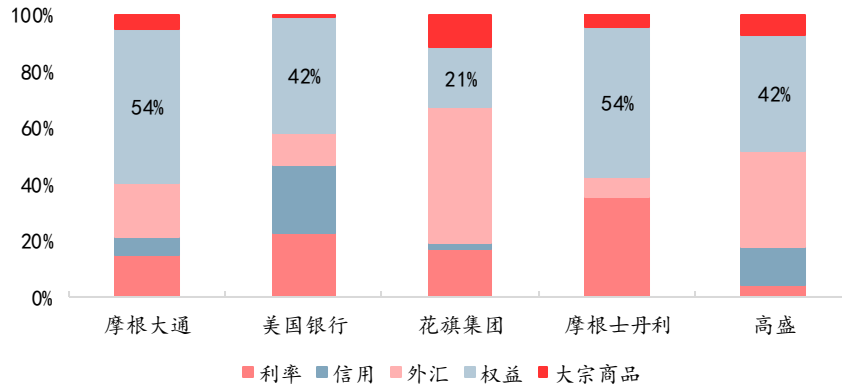
数据来源：公司财报，中信建投

图：相比于同业，摩根大通交易做市收入整体更稳定和均衡

金市交易做市收入同比 (2019-2024 CAGR)	摩根大通	美国银行	花旗集团	摩根士丹利	高盛
利率	6%	7%	-12%	16%	-28%
信用	-1%	5%	-212%	-201%	29%
外汇	9%	8%	8%	24%	17%
权益	19%	11%	25%	11%	21%
大宗商品	1%	-20%	20%	7%	29%
金市收入合计	12%	7%	6%	9%	12%

数据来源：公司财报，中信建投

图：相比于同业，摩根大通权益产品的交易做市收入占比更高



数据来源：公司财报，中信建投

3.2.1 权益产品交易做市收益率更高，收入增长更快，FICC更稳定

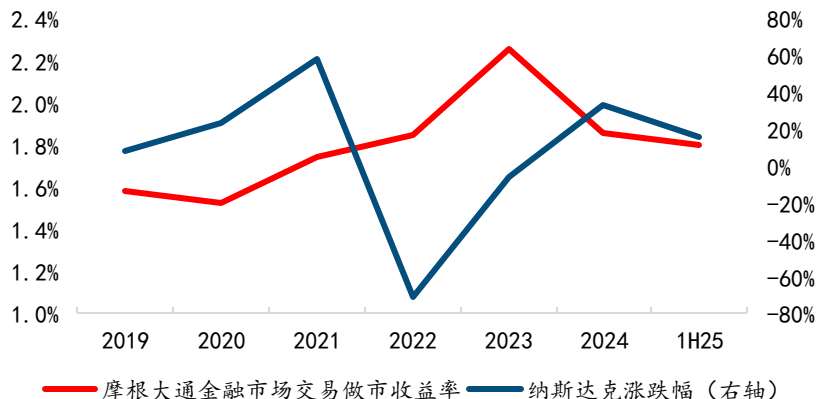
- ◆ 摩根大通权益交易做市业务收益率更高，且具备行业领先优势。从交易做市收益率来看，摩根大通金市业务的优势主要在于权益类做市业务。信用、利率、外汇等做市收益率与同业基本一致。
- ◆ 权益交易做市收入更高的原因：强大的市场研究能力和覆盖全球的对手方是核心优势。摩根大通市场研究能力常年第一，深受市场和企业认可。且摩根大通是金市交易市场上对手方覆盖面极广，在众多品种交易市场上都是前二的龙头，交易量庞大。

图：摩根大通在权益产品的做市收益率上更具优势，FICC更稳定

交易做市收益率 (2019-1H25平均)	摩根大通	美国银行	花旗集团	摩根士丹利	高盛
利率	0.6%	1.3%	0.8%	1.2%	0.4%
信用	1.4%	6.5%	0.6%	0.6%	2.8%
外汇	2.2%	2.0%	3.6%	1.2%	3.1%
权益	5.2%	4.0%	1.7%	4.3%	4.1%
大宗商品	5.9%	5.0%	7.3%	9.5%	6.2%
合计	1.8%	2.6%	1.7%	2.3%	1.9%

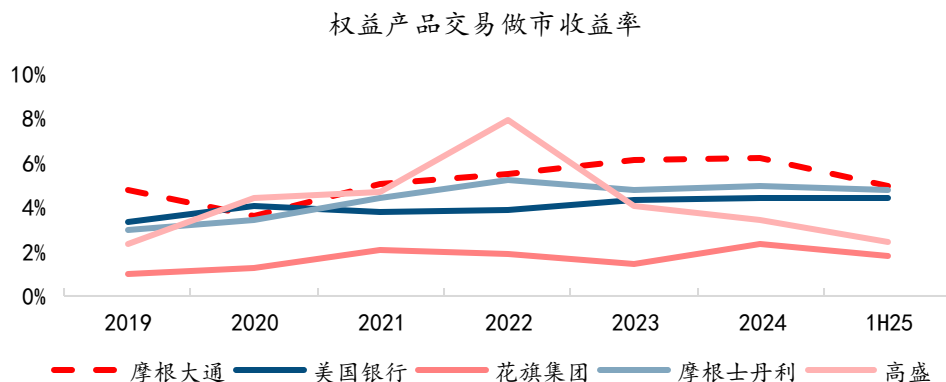
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通交易做市收益率与市场波动关系不大



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通权益产品交易做市收益率稳定高于同业

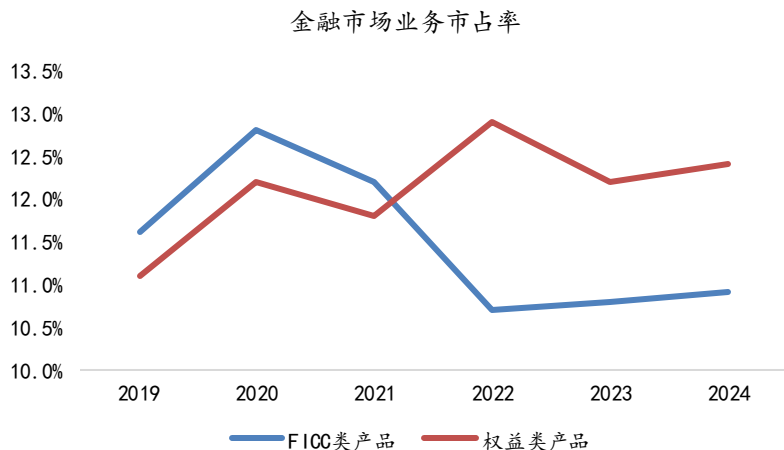


数据来源：公司财报，中信建投

3.2.1 金融市场：强大的市场研究能力和覆盖全球的对手方是核心优势

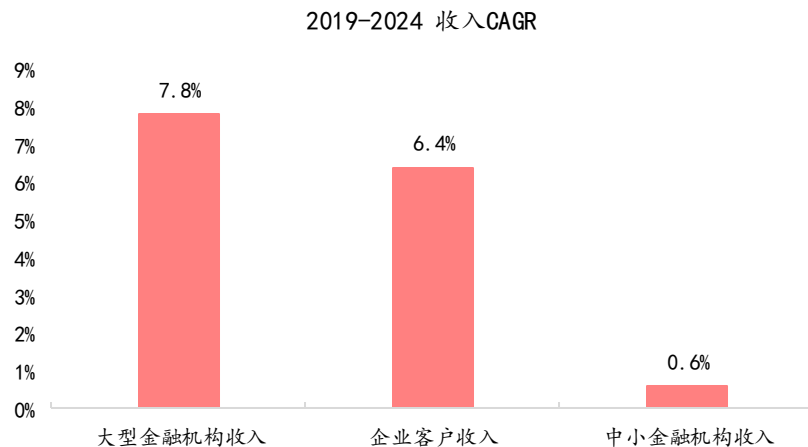
- ◆ 摩根大通权益做市业务市占率在全美排名第一，且仍处于逐步上行趋势。截至2024年末，摩根大通权益、FICC产品交易做市的市占率分别为12.4%、10.9%，均处于全美市场第一。趋势上看，权益类产品的市占率仍在逐步提升，FICC类市占率略有下降。
- ◆ 深厚的市场研究能力是助力摩根大通权益代客做市收益率持续领跑同业的优势之一。根据第三方平台统计，摩根大通已连续数年蝉联北美市场排名第一的研究机构，摩根大通 Markets 平台上的月度活跃客户高达9万人，为全美同类产品中的第一。此外，摩根大通在亚太、中东地区的金融机构中市场研究能力也是一流。
- ◆ 此外，摩根大通金融市场业务具备全球配置和投资的能力，在全球资本市场上属于“大寡头”的存在，对手方遍及全球。根据公司披露，目前摩根大通金融市场业务的对手方覆盖全球87%的机构投资者，且在众多品种的交易市场上都是前二的龙头，交易量庞大。公司本身更注重大型金融机构同业和大企业客户，2019-2024年收入CAGR分别为7.8%、6.4%。

图：金市业务中权益类市占率更高



数据来源：公司财报，中信建投

图：金市业务对手方覆盖全球，更注重大型金融机构及大企业客户



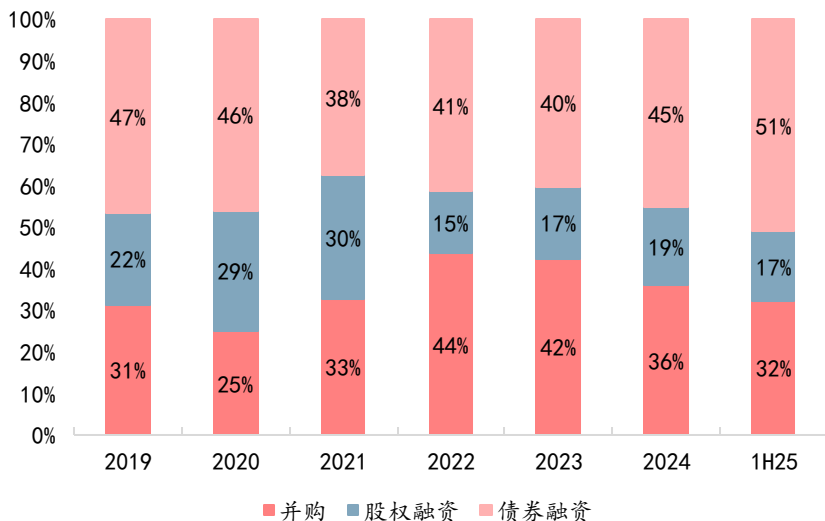
数据来源：公司财报，中信建投

3.2.2 投资银行：并购&债券融资业务为主，收入长期领先同业

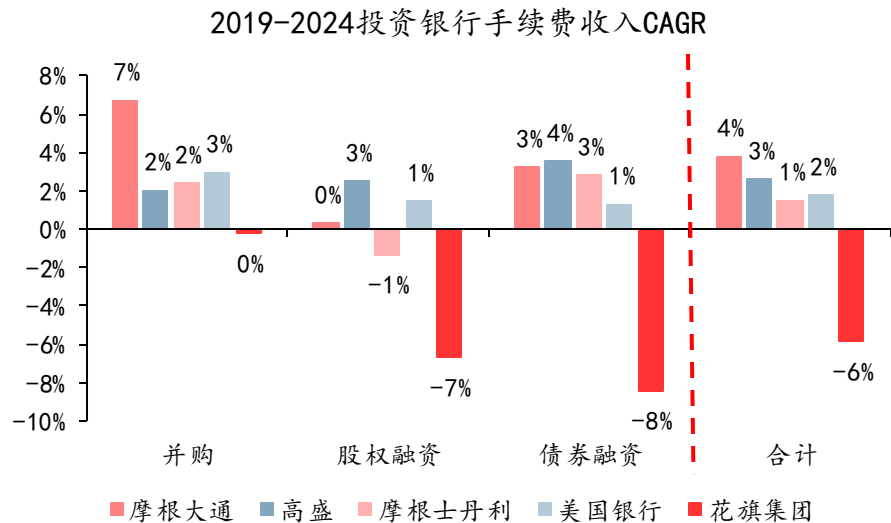
- ◆ 摩根大通投行业务以债券承销、并购咨询业务为主，股权融资为辅，2019-2024年增长CAGR为4%，高于可比同业。
- ◆ 结构上看，摩根大通投行业务主要有并购&咨询、股权融资、债券融资三大业务条线，收入占比分别为32%、17%、51%。从收入增速来看，并购、债券融资两项核心业务2019-2024年CAGR增速分别为7%、3%，均领先同业，并购业务收入优势显著。投行整体中收近年来保持5%左右的稳定增长，要高于美国银行、高盛等金融机构同业。

图：投资银行收入结构：债券融资占一半，并购咨询业务占30%以上

图：2019-2024投资银行手续费收入CAGR：5%左右增长领先同业



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

3.2.2 投资银行：市占率长期全球第一，市场地位极其稳固

- ◆ 摩根大通投行业务市占率长期处于全球第一的市场地位，在全球市占率接近10%，龙头地位极其稳固。分业务条线来看，长期债务承销、贷款分销以及股权分销业务自2022年以来长期处于市场第一，在全球的市占率分别为7%、10%、12%。并购&咨询业务与高盛不分上下，长期处于市场前二的水平，全球市占率在9%左右。

图：摩根大通投资银行业务常年保持全球第一，债券承销、股权融资长期领先，并购业务逐年进步

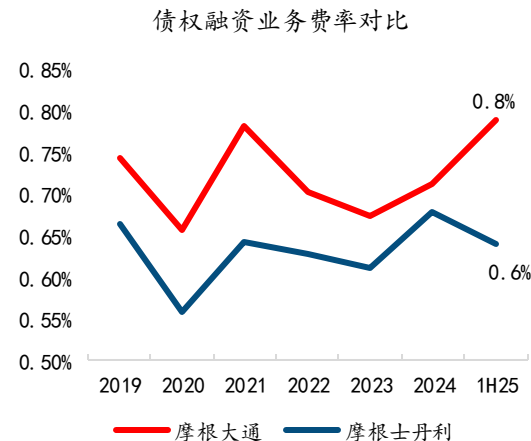
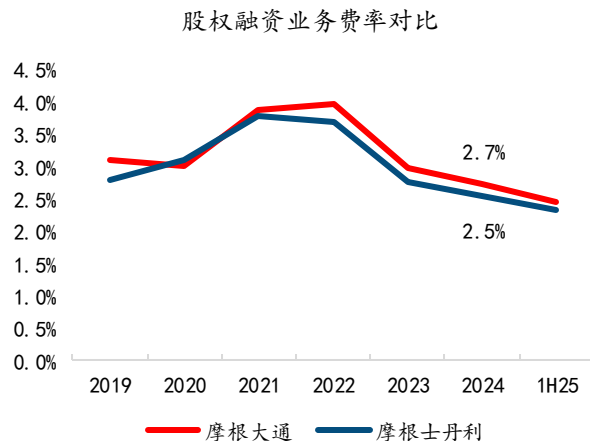
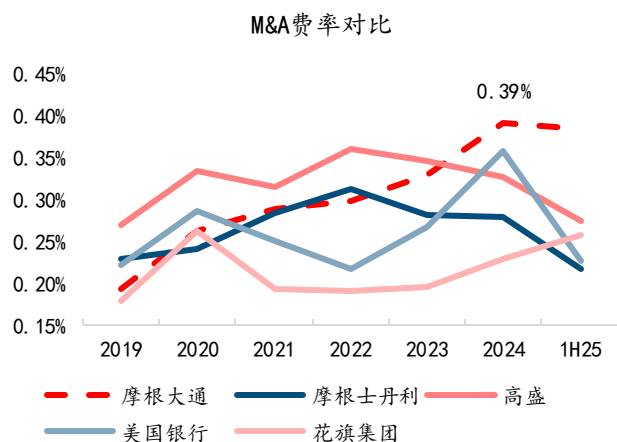
并购&咨询业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
全球	9.0%	9.0%	10.2%	7.9%	9.0%	9.6%	8.6%
美国	9.3%	9.5%	11.3%	8.9%	10.9%	11.4%	9.2%
市场排名	2	2	2	2	2	1	2
股权融资 (ECM) 业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
全球	9.4%	8.9%	8.9%	5.7%	7.7%	11.0%	11.7%
美国	13.5%	12.0%	11.8%	14.0%	14.4%	14.7%	16.4%
市场排名	1	2	2	1	1	1	1
长期债务承销业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
全球	7.8%	8.8%	8.4%	6.9%	7.0%	7.6%	7.1%
美国	12.0%	12.8%	12.1%	12.1%	10.9%	11.4%	10.8%
市场排名	1	2	2	1	1	1	1
贷款分销业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
全球	10.1%	11.1%	10.9%	11.0%	11.9%	10.2%	10.4%
美国	12.4%	12.3%	12.6%	12.9%	15.1%	11.8%	11.8%
市场排名	1	2	2	1	1	1	1
投行手续费合计市占率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
市场排名	1	1	1	1	1	1	1

3.2.2 投资银行：并购业务收益率逐步提高并领先同业，债权、股权融资收益率稳定

- ◆ 收益率上看，摩根大通投资银行在并购业务上更具优势，股债融资服务收益率略高于同业，且基本稳定。
- ◆ 摩根大通并购&咨询业务收益率呈现逐年上升趋势，目前在0.4%左右，为可比同业最高水平，更高的收益率是摩根大通近年来并购业务收入增长快于同业的贡献。摩根大通的主要优势在于商业银行和投资银行均处于全球最顶尖水平，是商投联动能力最强的金融机构之一，能全方位满足并购企业直接和间接融资需求，并购贷款+并购融资+并购咨询三位一体，业务议价能力更强。近年来美国、亚太等地区的并购交易活跃，公司并购业务规模亦逐年增长，助力投行业务整体收入的持续高增。
- ◆ 传统的股权融资、债券融资投行业务收益率分别为2.7%、0.8%，收益率均相对稳定，略高于同业0.2pct左右。

图：摩根大通并购收益率逐步提高并领先同业

图：债权融资、股权融资收益率基本稳定，收益率略高于同业



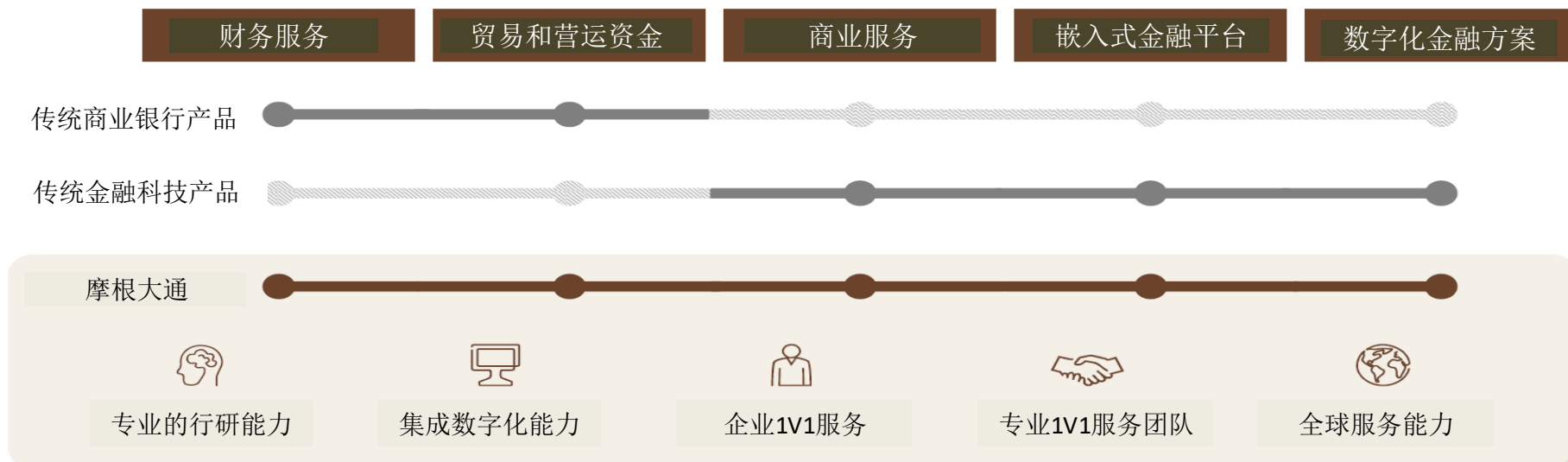
数据来源：公司财报，中信建投 注：上述费率均采用收入/业务规模计算 数据来源：公司财报，中信建投

数据来源：公司财报，中信建投

3.2 深层次机制优势：全流程、全生命周期一站式服务+“一点接入、全集团响应”的服务能力

- ◆ 摩根大通金市、投行等大额对公业务收益率均高于同业，其深层次原因在于组织机制和平台集成的优势：全流程一站式服务、最全面的产品服务货架以及1V1的专业服务团队：
- ◆ 1) 服务广度：作为全美市场最大、牌照最全、产品体系最丰富、金融科技开发走在最前端的大型金融平台，摩根大通具备全生命周期、全金融产品体系、全流程的金融服务集成优势，是商业银行+金融科技+大投行的结合体。
- ◆ 2) 服务深度：在组织机制上，摩根大通采用企业1V1服务，针对每家客户，都采用专职服务团队定向对接需求，针对不同需求联系集团内相应部门协同服务，形成“一点接入、全集团响应”的服务能力，是以客户为中心的明确体现。

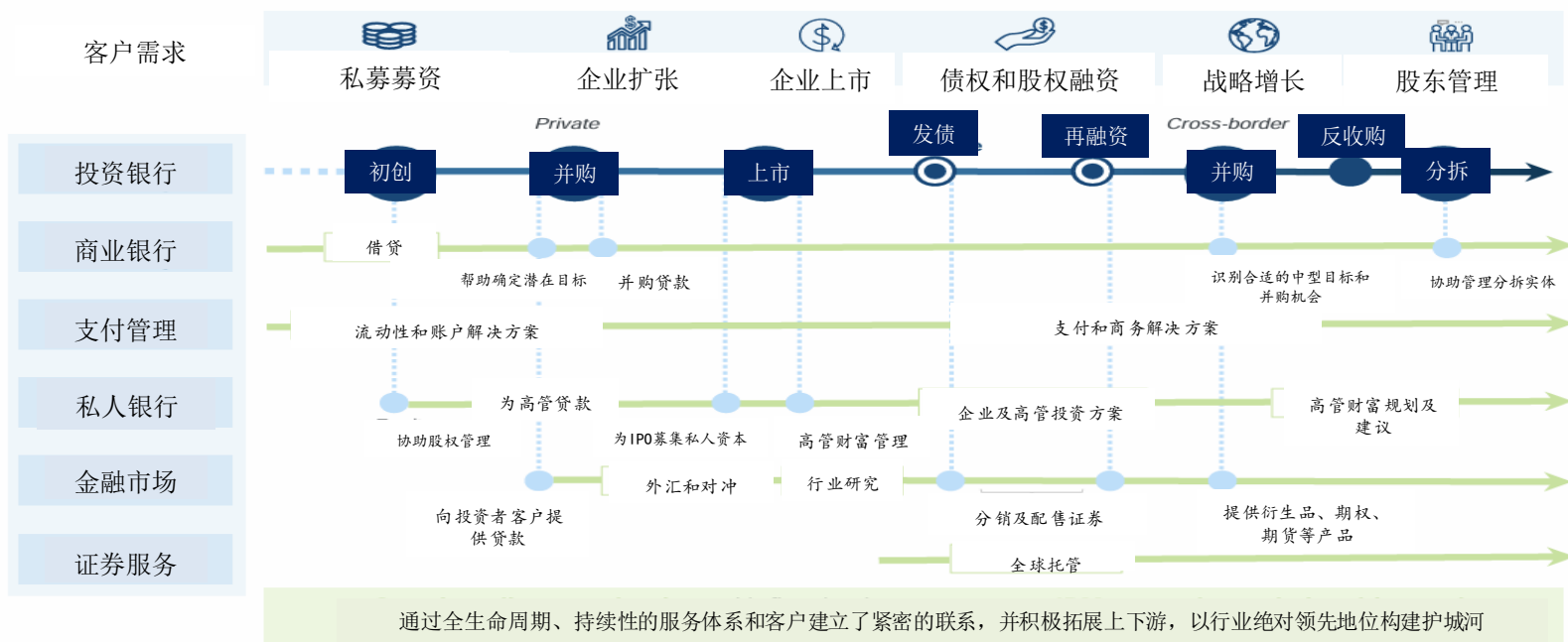
图：摩根大通的服务广度和服务深度都优于同业：全流程一体化、最全面的产品服务货架、专职专业的服务团队



3.2 全牌照、全流程的服务体系、长期积累的口碑是大对公业务的护城河

- ◆ 摩根大通大对公业务的强劲实力主要得益于其全流程的客户服务能力和多层次的客群体系，具备全美乃至全球最大的企业客户“朋友圈”。作为全美市场的第一大投行做市商、全球银行业标杆，摩根大通拥有全面的企业客户网络，具备企业全生命周期的服务能力，能够从流动性管理、支付管理、财务系统管理、国际化服务、资本市场咨询、债券发行、资金管理等多方面为企业客户提供一条龙式的服务。

图：摩根大通大对公业务可以服务各类型企业的全生命周期



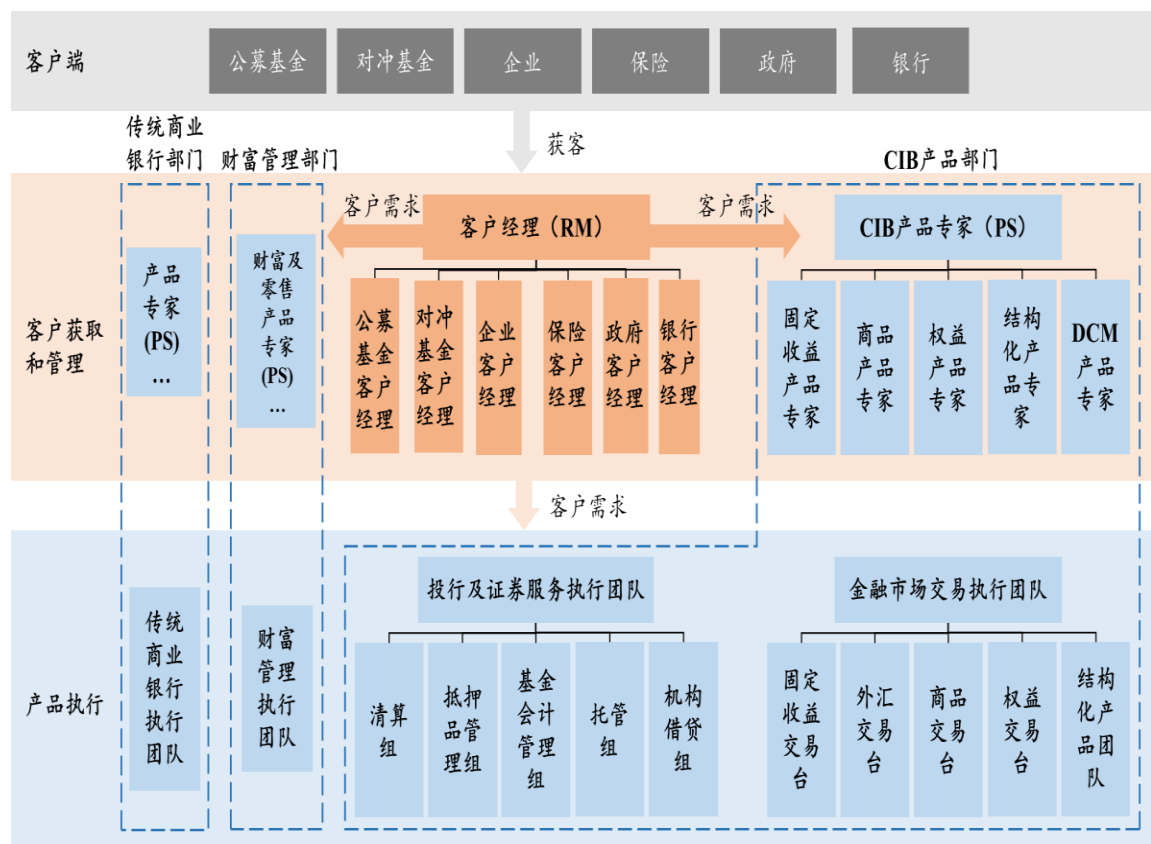
3.2 “一点接入”的专人负责制+“全集团响应”的产品服务架构

◆ 摩根大通在客户对接上，采取“一点接入”的专人负责制，考核综合营收。一个客户经理及其团队（RM）仅覆盖一家或几家头部客户，摩根大通称其为 *Single Coverage Team*，核心职能是负责客户关系维护、统筹客户需求并及时传导到各产品部门，并及时进行内部资源协调以尽快满足客户需求。主要考核客户综合营收，包括金市、投行、商行、财富管理全口径营收。

◆ 在各部门内部，会专门设立与RM对接的产品专家（PS），负责分析客户需求，及时给出合理解决方案，并将方案交付给部门执行团队。此外，由于与客户建立了长期联系，部分熟悉的客户也会直接将需求传递给PS，但此类直接沟通占比较低，PS也无拓客职能。PS主要考核其负责部门产品的创收和客户满意度，创收与RM双记。

◆ 各个部门内部的执行团队负责将客户需求和产品专家的解决方案落地。执行团队主要负责承接RM和PS传导过来的客户需求和解决方案，并落地执行。考核上与交易平台团队的实际营收挂钩，按照不同产品类型设置不同的奖金规则。

图：摩根大通采用客户关系经理专门1V1对接客户，并向集团内对应的业务部门传达客户需求



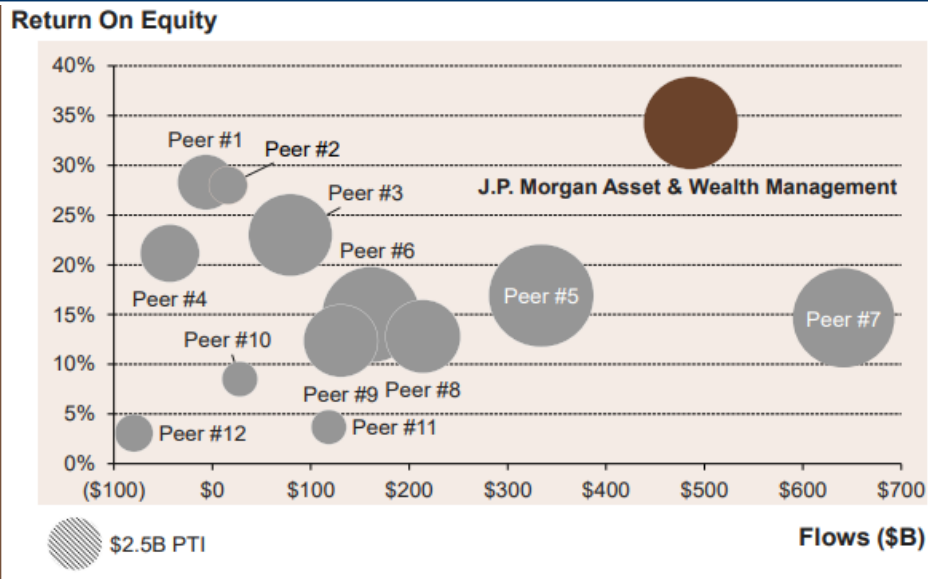
目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
 - 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
 - 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
 - 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
 - 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
 - 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

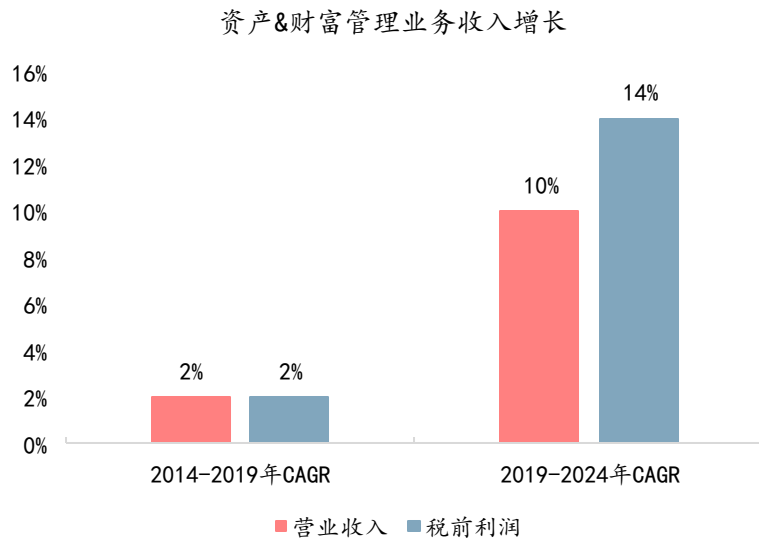
3.3 财富管理：摩根大通财富管理是同业中盈利能力最强的

- ◆ 摩根大通资产管理&财富管理 (AWM) 在可比同业中ROTE最高、资产流入最多。从同业对比来看，摩根大通常年保持行业最高的ROTE和净资产流入水平。资产管理&财富管理2019-2024年营收、利润的CAGR分别为10%、14%，均保持双位数增长，较2014-2019年2%左右的增长水平有明显提高。

图：摩根大通资产管理&财富管理是同业中ROTE最高、资产流入最多的业务



图：近五年资产&财富管理营收、利润增速都在双位数



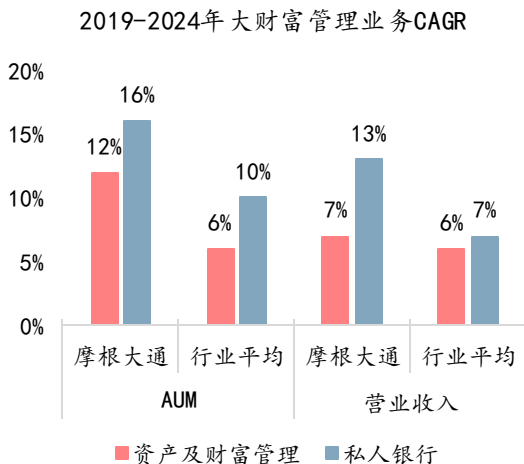
数据来源：公司财报，中信建投

数据来源：公司财报，中信建投

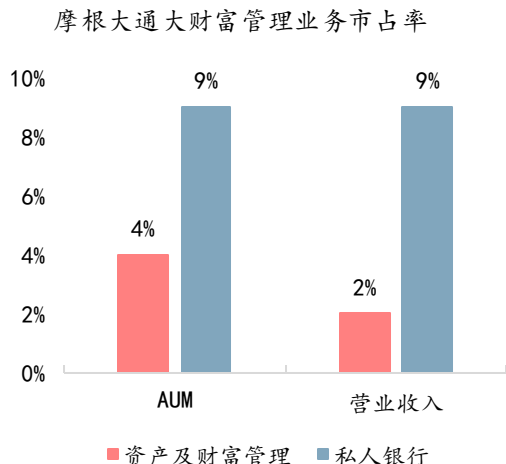
3.3 财富管理：市占率高，预计未来五年财富管理收入保持双位数增长

- ◆ 摩根大通凭借领先的市场地位，各项大财富管理业务增速长期领跑同业，且高增趋势可持续。资产管理方面，摩根大通AUM、营业收入的市占率分别为4%、2%，在全美市场金融机构排名中位列3-5名，银行系机构中第一。私人银行方面，摩根大通AUM、营业收入的市占率均为9%，在全美金融机构中排第二。
- ◆ 展望未来，预计摩根大通能够在未来五年保持AUM的可持续高增，从而带动资产管理&财富管理业务收入保持双位数的强劲增长。根据公司指引，未来五年，权益类资产目标年均增长率为12%，固收类资产目标年均增长率为7%。主动ETF目标年均增长率为35%，私人银行目标年均增长率为9%。若摩根大通能够完成自身AUM增长目标，未来五年资产管理&财富管理业务收入能够保持10%以上的双位数增长。

图：摩根大通大财富管理业务增速长期领跑行业，市占率排名靠前



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

图：主动ETFs、权益类、私人银行是主要的AUM增量来源

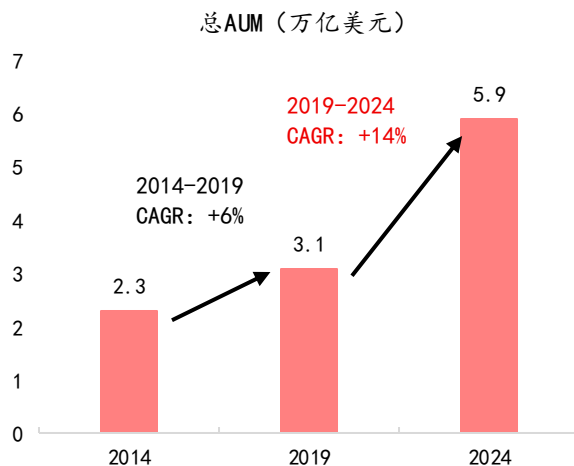
管理资产规模 (万亿)	2024	2030目标	目标年均增长率
权益类	1.0	2.0	12%
固收类	1.0	1.5	7%
主动ETF	0.2	1.0	35%
另类资产	0.6	1.0	10%
私人银行	3.0	5.0	9%

数据来源：公司财报，中信建投

3.3 财富管理：强主动管理+强客户服务，新增客群数量和AUS保持强劲增长

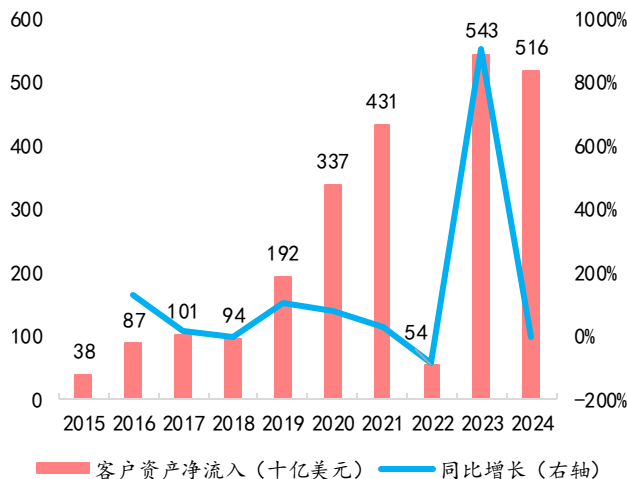
- ◆ 近两年资产净流入屡创新高，带动资产管理&财富管理业务收入保持较高增长。2019年-2024年，摩根大通管理的总资产规模已经由3.1万亿美元提高至5.9万亿美元，增长CAGR为14%，较2014-2019年的过去五年6%的水平有明显提高。2023-2024年，摩根大通客户资产净流入分别达5430、5160亿美元，创下近十年的新高。
- ◆ AUM的持续流入带动资产管理&财富管理业务的营收、利润率持续提高，2024年AWM税前利润率高达34%，近10年AWM的税前利润率区间保持在26%-37%。

图：摩根大通近五年AUM年均增速高达14%



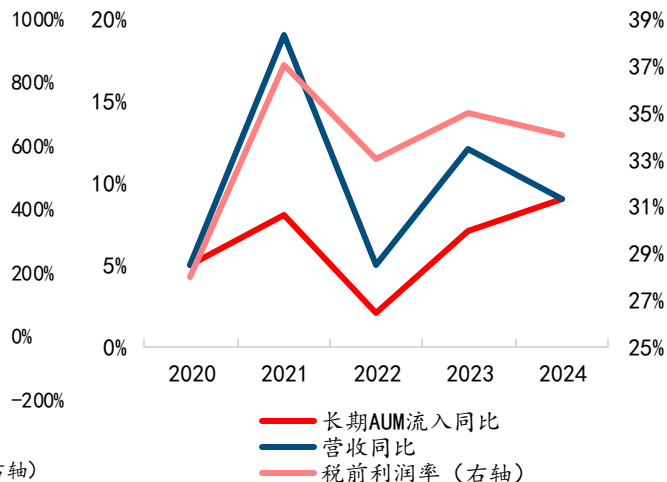
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通近两年客户资产净流入创历史新高



数据来源：公司财报，中信建投

图：AUM持续流入带动营收、利润率水平提高

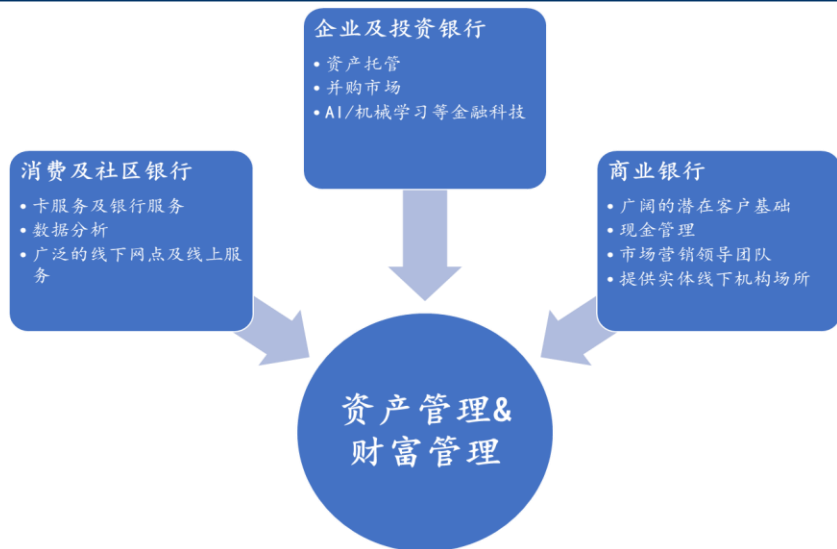


数据来源：公司财报，中信建投

3.3 财富管理：财富管理业务核心优势在于个性化服务+全集团协同，以客户为中心

- ◆ **摩根大通集团协同优势显著。**作为战略重心之一，资管板块充分利用集团资源，其他三大部门均为其提供了广泛的支持，为资管客户提供全方位的个性化服务，从而形成了业务间的联动与客群间的相互转化。
- ◆ 100%的零售客户选择通过摩根大通的财富管理部门理财，同时50%的私人银行客户使用摩根大通的信用卡服务，私行业务产生了2000例以上的客户相互转化，是客户转化数量最高的部门。资产管理&财富管理部门与企业及投资银行部形成了近2万亿美元AUM的协同管理，企业及投资银行部门的对公客户为全球私行提供了近1万亿美元的资产托管业务。

图：摩根大通集团协同优势显著



数据来源：公司财报，中信建投

图：通过部门间协同，各业务条线客户之间形成高效转化

	与资产&财富管理部门的协同效应
消费及社区银行	100%的客户通过AWM理财
	50%的私人银行客户使用信用卡服务或前往分行办理业务
	与私行部门达到2000例以上的客户相互转化
企业及投资银行	近2万亿的资产管理AUM协同
	近1万亿的全球私人银行资产托管
	与私行部门达到700例以上的客户相互转化
商业银行	承载60%以上的私行线下机构
	提供900亿多元资产及流动资产AUM
	与私行部门达到600例以上的客户相互转化

数据来源：公司财报，中信建投

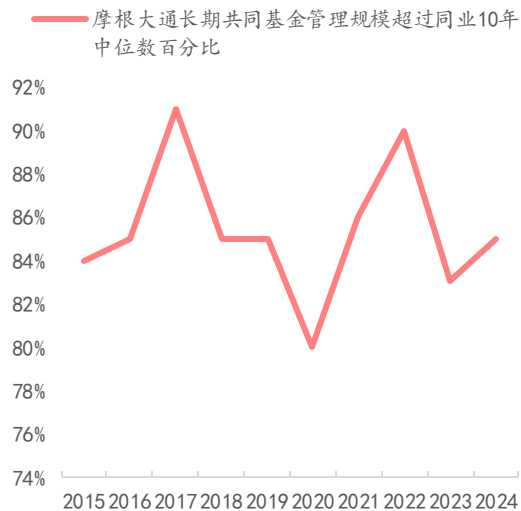
3.3 财富管理：以客户为中心，主动管理能力一流

- ◆ **主动管理能力一流。**以客户为中心，能够持续为客户赚钱才是财富管理的核心价值。摩根大通多资产主动管理能力是长期保持产品优异业绩的基础，也是不断吸引挖潜新客户的关键，摩根大通70%以上的主动管理基金都是美国收益率最高的一批基金产品，80%以上的主动基金管理规模常年高于同业平均水平。
- ◆ **产品规模大、流入高。**摩根大通主动权益和固收产品AUM长期保持全美第三，仅次于摩根士丹利和高盛，是商业银行体系第一。主动管理型ETF规模全美第二，ETF覆盖美国、欧洲、中国等多个市场。近三年来，摩根大通权益、固收、ETF产品的资金净流入都是全美第一。

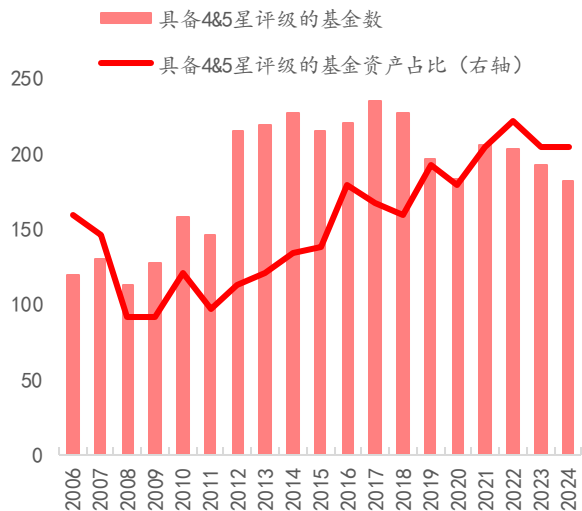
图：摩根大通70%左右的主动管理基金都是最高等级 (4&5星评级是美国收益率最高的基金产品)

图：摩根大通常年有80%以上主动基金规模超过同业平均水平

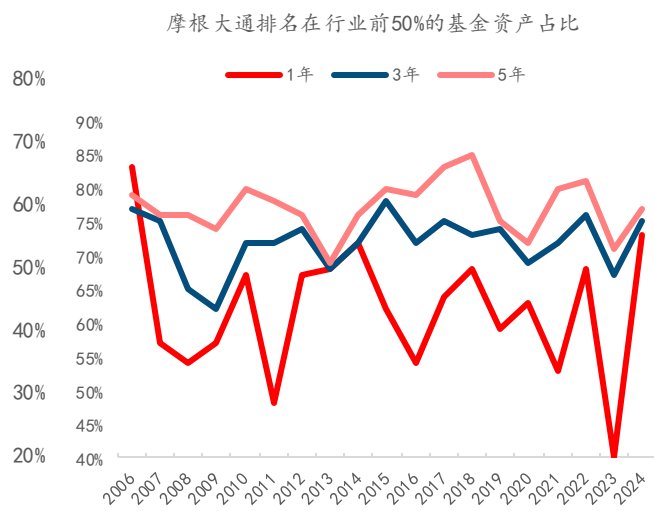
图：摩根大通70%左右的基金产品在美国排名行业前50%



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

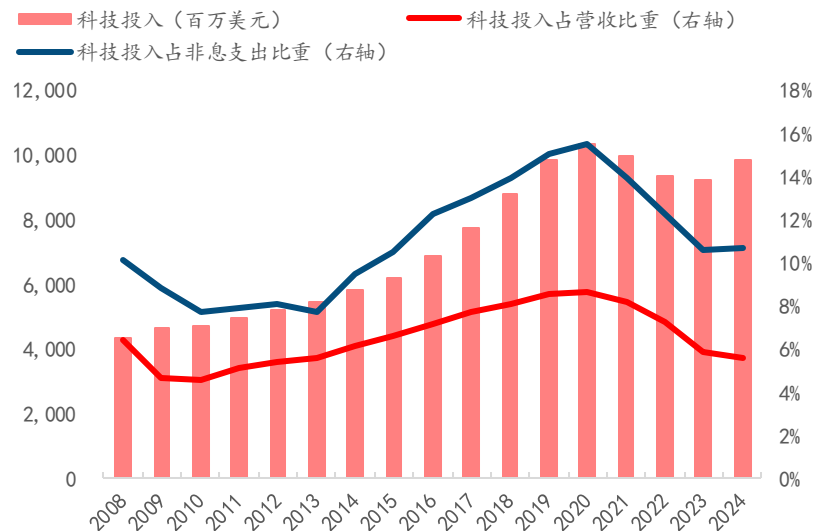


数据来源：公司财报，中信建投

3.3 财富管理：金融科技投入逐年提高，降本增效+个性化服务

- ◆ 发展领先的金融科技是摩根大通资管部门重要战略目标之一。通过金融科技为服务客户赋能，实现降本增效的同时，不断拓展个性化和定制化的专业服务能力，“时刻站在创新服务的最前端”。
- ◆ 金融科技帮助摩根大通在服务客户时更快响应、沟通成本更低、决策链更直接。

图：摩根大通科技投入占收入比重逐步提升并稳定在5%左右



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通通过并购多家金融科技公司发展个性化、一条龙服务

收购企业	企业简介	公司价值	并购意图
55ip	一家帮助财务顾问大规模提供税务智能投资策略的金融科技公司	16000个以上的资管账户，218个咨询子子公司	完善摩根大通在税务管理领域的的能力，提高个性化服务企业客户能力
OpenInvest	一家帮助金融顾问发掘客户投资的真实需求，为客户提供依据个人价值观和财务状况量身定制的金融投资组合的金融科技公司	20多个成功案例	潜在的交互式、个性化、基于价值观的新型金融科技服务平台，可为摩根大通提供基于客户的可持续投资分析平台，提高个性化服务企业客户能力
Global Shares	全球领先的股权薪酬管理解决方案提供商，可为公司及其员工提供股票计划管理、全球托管、股票交易和定制化财务报告服务。拥有600多个企业客户和近2000亿美元的资产	近2000亿美元的资产管理资产 (AUA)，55万个合作企业	完善摩根大通在股权激励管理领域的的能力，获得云上软件解决方案和数字产品能力，提高个性化服务企业客户能力

数据来源：公司财报，中信建投

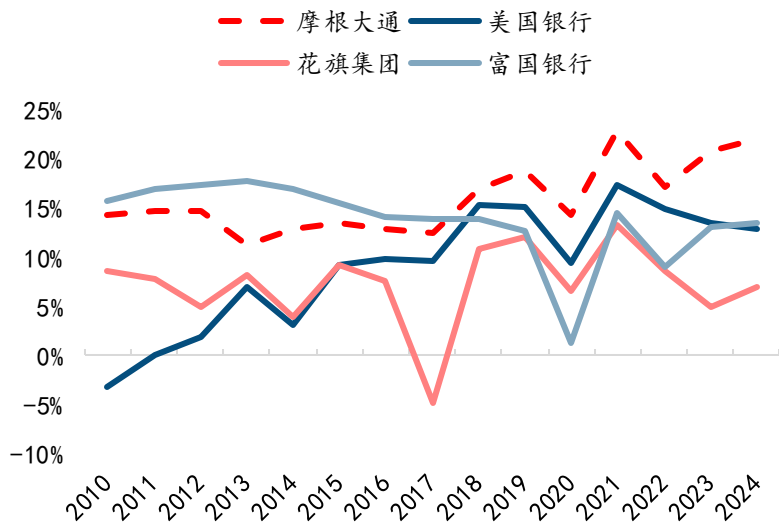
目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- **三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利**
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- **4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利**
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

3.4、总结：摩根大通ROTE何以领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利

- ◆ **传统商业银行关键业务的领先优势：**1) 优质客群奠定的坚实存款基础；2) 在信用卡这个重点高收益业务上的正确布局，即信用卡贷款整体占比高支撑了整体贷款定价，信用卡风险没下沉（体现为相对更低的信用卡贷款利率）避免了信用成本压力。
- ◆ **全球第一的混业全产品服务能力：**1) 强大的投行和金市业务允许与企业客户的重点收入来源在非息和中收，而非波动更大的信贷业务；2) 投行金市业务、资管财富业务在收益率绝对水平和稳定性上的显著优势。

图：摩根大通ROTE在2017年开始长期领跑同业



数据来源：公司财报，中信建投

图：美国四大行ROTE杜邦分析

2017-2024年平均	摩根大通	美国银行	花旗集团	富国银行	四大行平均
净利息收入	2.0%	1.8%	2.3%	2.4%	2.1%
净息差	2.3%	2.1%	2.4%	2.6%	2.4%
有效资产占比	88%	86%	93%	90%	89%
净手续费收入	1.3%	1.3%	0.7%	1.5%	1.2%
其他非息收入	0.7%	0.3%	0.6%	0.4%	0.5%
营业成本	-2.3%	-2.2%	-2.2%	-2.9%	-2.4%
信用成本	-0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
税收	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
ROA	1.2%	0.9%	0.6%	0.9%	0.9%
杠杆率	15	15	13	12	14
ROTE	18.2%	13.6%	7.3%	11.5%	12.7%

数据来源：公司财报，中信建投

3.4、总结：摩根大通 vs. 富国银行：息差和非息是ROTE逆转的关键推手

- ◆ 摩根大通为何能反超富国银行，领跑同业？基本面指标上看是营收能力的改善，即更稳定的息差和更优异的非息收入表现。更稳定的息差对应了摩根大通在传统商业银行关键业务上的优势，而更优异的非息收入彰显着摩根大通全球第一的混业全产品服务能力。
- ◆ 1) 更稳定的息差的背后是稳定低位的负债成本+更有优势的贷款收益率。摩根大通和富国银行都具备广泛的零售客群基础，负债成本稳定低位。但同时摩根大通的贷款利率表现更好，主要得益于在信用卡这一高收益核心业务上的布局和领先优势。聚焦高质量客群、不下沉的信用卡业务使摩根大通高收益的零售贷款占比高的同时，信用成本压力也不大。
- ◆ 2) 更优异的非息收入表现背后是摩根大通全球第一的混业全产品服务能力。投行、金市、财富管理业务服务客群的能力和产品更强，能从客户端获取更多元化的收入贡献，从而建立紧密的、全生命周期的客户联系。

图：摩根大通与富国银行ROTE拆分前后对比：营收能力的改善（更稳的息差+更优异的非息）带动摩根大通完成ROTE的反超

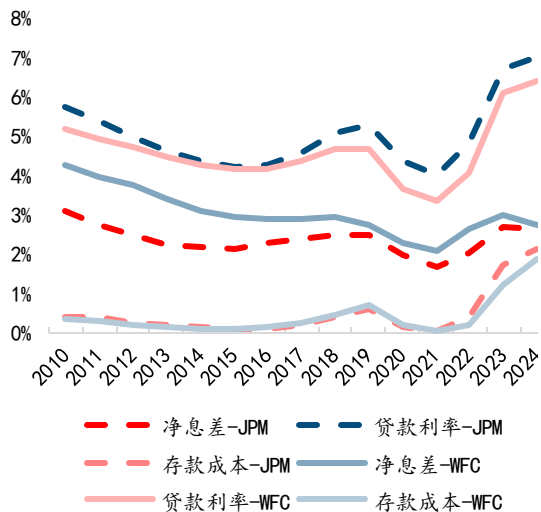
ROTE拆分	摩根大通			富国银行		
	2010-2017	2017-2024	变化 (pct)	2010-2017	2017-2024	变化
净利息收入	2.0%	2.0%	0.0	2.9%	2.4%	-0.5
净息差	2.4%	2.3%	-0.1	3.4%	2.6%	-0.7
有效资产占比	81%	88%	6.7	87%	90%	3.5
净手续费收入	1.6%	1.3%	-0.3	2.3%	1.5%	-0.8
其他非息收入	0.6%	0.7%	0.1	0.3%	0.4%	0.1
营业成本	-2.6%	-2.3%	0.4	-3.3%	-2.9%	0.4
信用成本	-0.3%	-0.2%	0.0	-0.4%	-0.2%	0.2
税收	-0.4%	-0.3%	0.0	-0.6%	-0.2%	0.4
其他	0.0%	0.0%	-0.0	0.0%	0.0%	0.0
ROA	0.9%	1.2%	0.3	1.3%	0.9%	-0.4
杠杆率	15	15	0.1	13	12	-0.7
ROTE	13.3%	18.2%	4.8	16.1%	11.5%	-4.5

数据来源：公司财报，中信建投

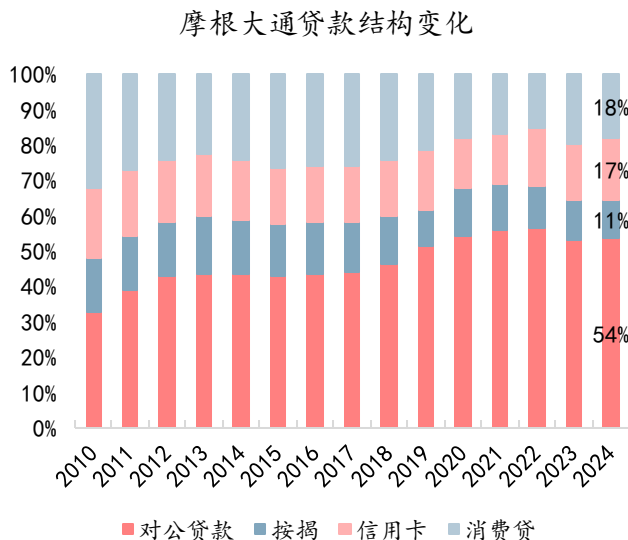
3.4、总结：摩根大通 vs. 富国银行：信用卡业务对息差的重要支撑

- ◆ 传统商业银行关键业务优势助力息差更稳定：坚实的存款基础+信用卡领先优势，信用卡业务的优势来自于历史基础和先发优势。
- ◆ 1) 摩根大通与富国银行作为美国四大行，均具备广泛、扎实的存款基础，因此存款成本端差异不大。
- ◆ 2) 信用卡这一高收益资产的正确布局使摩根大通贷款利率优于富国银行，助力息差更稳定。信贷结构上看，摩根大通信用卡、消费贷占比均长期保持在15%-20%左右，是保障息差的基石业务。而富国银行两类贷款占比一直较低，不具备优势。摩根大通信用卡优势来源于最早并购Bank One和Chase Manhattan带来的历史基础和先发优势，两家机构均是信用卡业务较强、有广泛客群基础的。

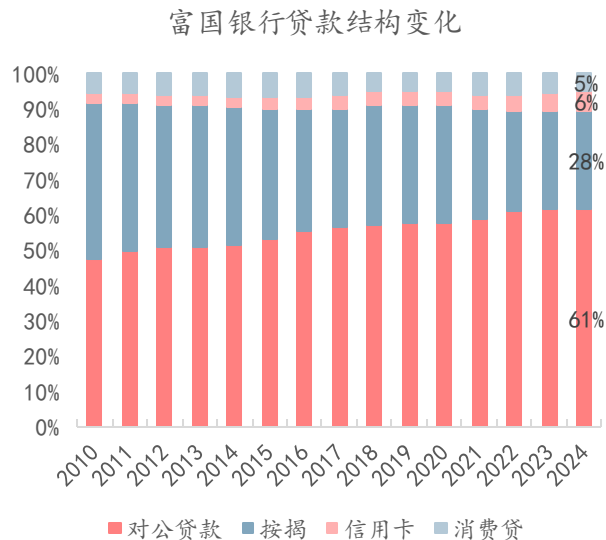
图：摩根大通息差较富国更稳定：信用卡这一高收益资产的正确布局使摩根大通净息差表现优于富国银行



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投



数据来源：公司财报，中信建投

3.4、总结：摩根大通 vs. 富国银行：强大的投行金市业务是非息的重要保障

- ◆ 更优异的非息收入表现背后是摩根大通全球第一的混业全产品服务能力，投行、金市、财富管理业务的市占率、收益率均优于同业。近10年来摩根大通的投行、金融市场、财富管理核心非息业务的市占率一直保持全美市场数一数二的绝对领先地位，且收益率也处于稳定高位水平。投行、金市、私行业务的市占率都在10%上下，且还在保持逐步向上的趋势。
- ◆ 强大的投行和金市业务意味着，摩根大通与企业客户的重点业务往来在直接融资和资本市场相关业务，重点收入来源在非息和中收，而非收益波动更大的表内信贷业务。

图：摩根大通更优异的非息收入表现，得益于更高的市占率、更强劲的客户流入，市场排名长期第一

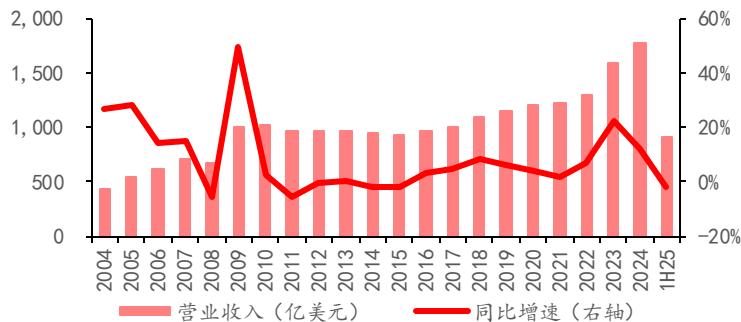
摩根大通各条线市场地位		市占率	市场排名
投资银行	并购	9.2%	1
	股权融资	16.4%	1
	债券融资	10.8%	1
	贷款分销	11.8%	1
	合计	9.1%	1
金融市场 (交易做市)	权益	12.4%	1
	FICC	10.9%	1
	合计	11.5%	1
财富管理	资产管理	4.0%	3
	私人银行	9.0%	2

目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测及推荐

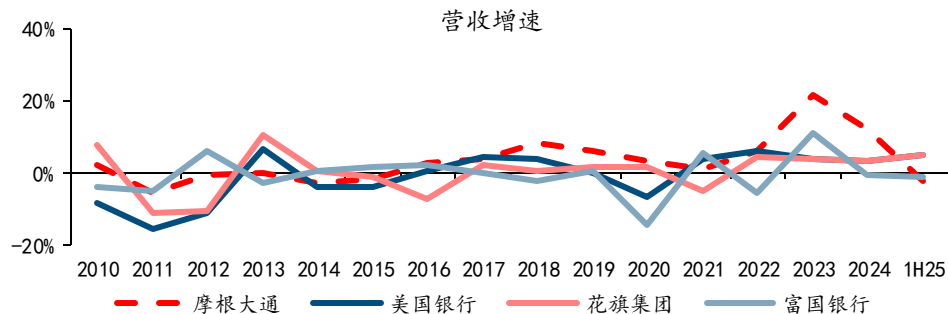
4.1 营收、利润：经营稳健，营收、利润长期大个位数增长，盈利能力长期跑赢同业

图：摩根大通营收近10年CAGR 6%，近20年CAGR 7%



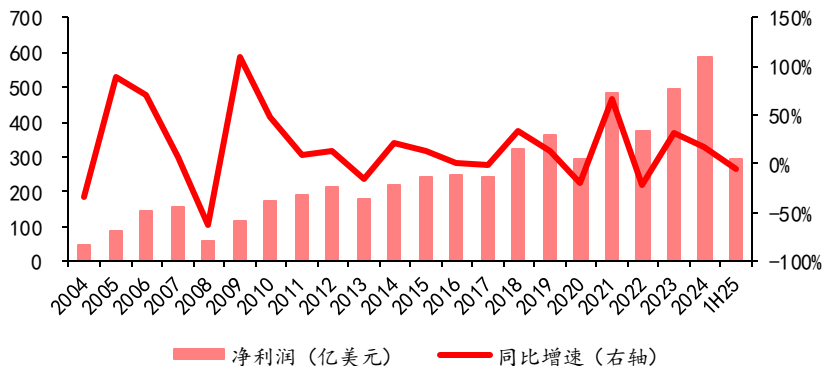
数据来源：公司财报，中信建投

图：近10年摩根大通营收增速基本长期跑赢同业



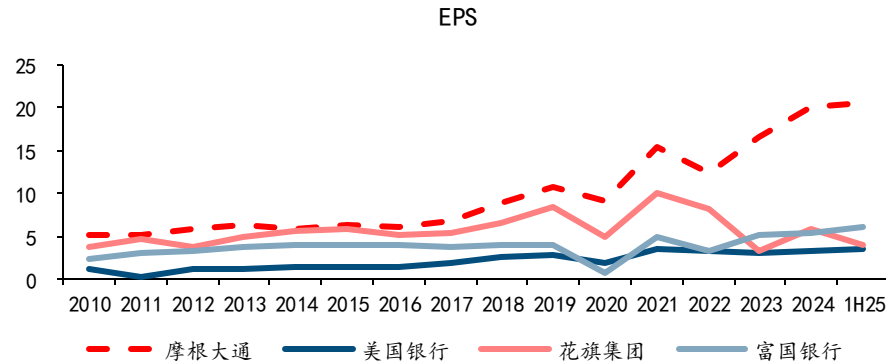
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通净利润近10年CAGR 10%，近20年CAGR 14%



数据来源：公司财报，中信建投

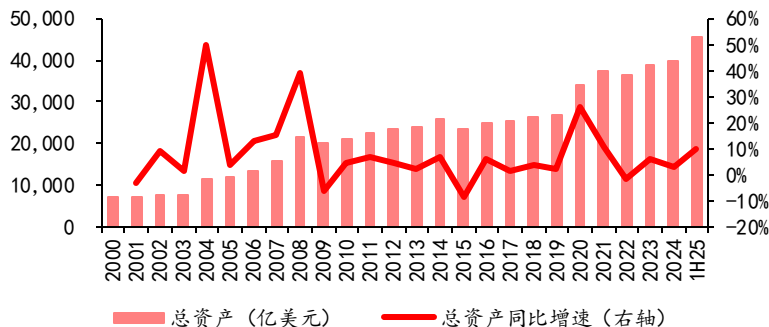
图：EPS已达20美元以上，显著高于同业



数据来源：公司财报，中信建投

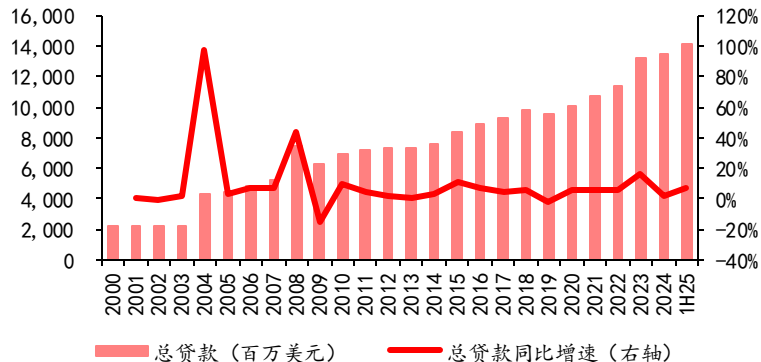
4.2 规模：5%左右稳健扩表，贷款、债券各占30%

图：摩根大通总资产近10年CAGR 5%，近20年CAGR 6%



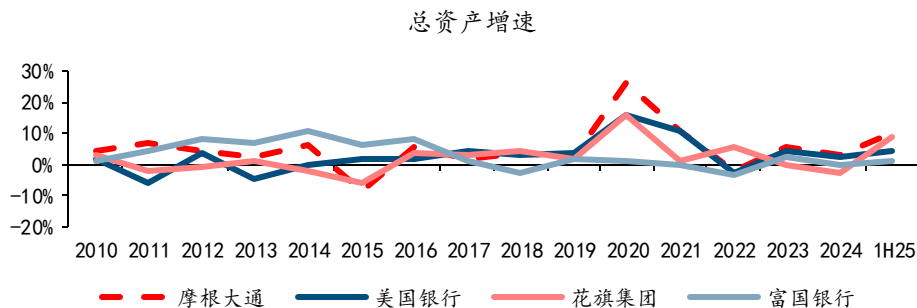
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通净利润近10年CAGR 6%，近20年CAGR 6%



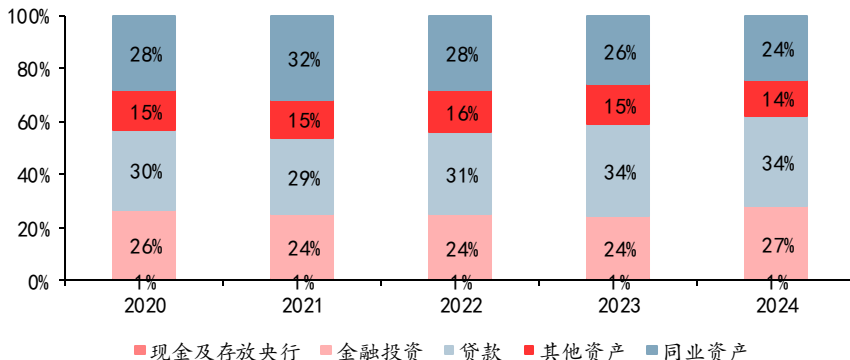
数据来源：公司财报，中信建投

图：美国前四大行扩表速度基本趋同



数据来源：公司财报，中信建投

图：资产端配置平均，贷款、投资各占30%，同业占20%左右

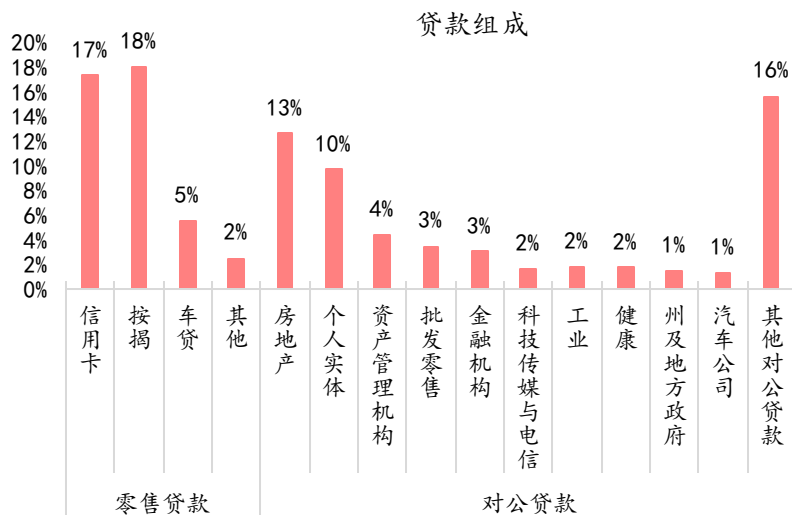


数据来源：公司财报，中信建投

4.3 资产端配置：贷款中零售、对公各占一半，债券配置灵活

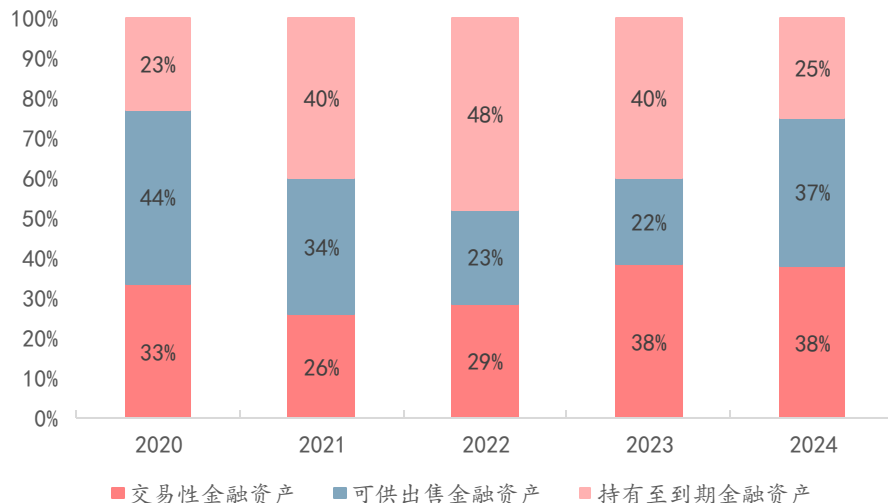
- ◆ 贷款方面，摩根大通零售贷款占比一半左右，其中信用卡、按揭贷款分别占总贷款17%、18%。对公贷款中占比最高的两大行业为房地产和个人实体，分别占比13%和10%。此外，作为最大的银团贷款机构，对公贷款中有部分流向SPVs等资产管理机构（占比4%），最终流向主要是部分资管计划、MBS类资产打包以及部分私人信贷机构（Private credit）。
- ◆ 金融投资方面，摩根大通交易性金融资产占比一半左右，AFS和HTM账户灵活调整。2024年，摩根大通降低持有至到期资产占比从40%至25%，但提升可供出售资产占比从22%至37%，交易性金融资产保持40%左右占比。主要是24年美债利率走势震荡，交易性机会更多。

图：对公、零售贷款各占一半，零售端信用卡、按揭占比高



数据来源：公司财报，中信建投

图：债券配置灵活，AFS和HTM账户根据市场环境灵活调整

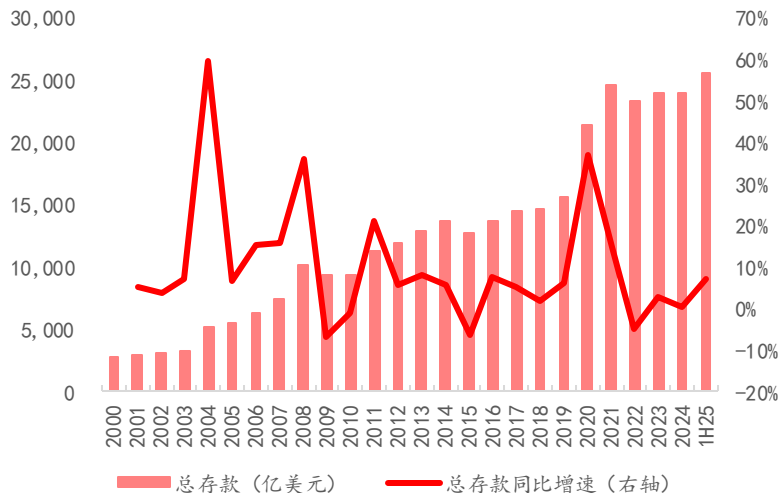


数据来源：公司财报，中信建投

4.4 负债端：存款稳定增长，占总负债七成

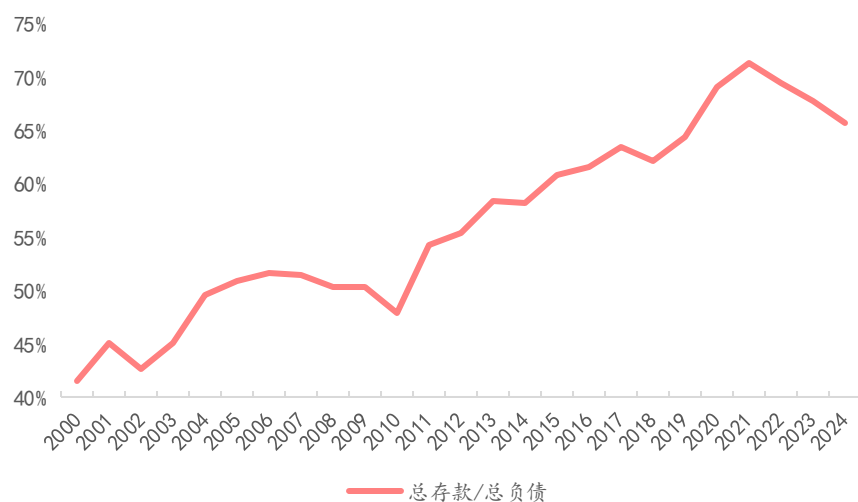
- ◆ 截至1H25，摩根大通存款规模达到2.56万亿美元，同比增长7%。长期来看，摩根大通总负债10年CAGR 5%，20年CAGR 6%；总存款10年CAGR 6%，20年CAGR 8%。负债结构来看，存款占比持续提升至2021年的顶点71%，近几年略有下降但仍高达66%。

图：摩根大通总存款近10年CAGR 6%，近20年CAGR 8%



数据来源：公司财报，中信建投

图：存款仍是主要负债来源，占比逐步提高至7成

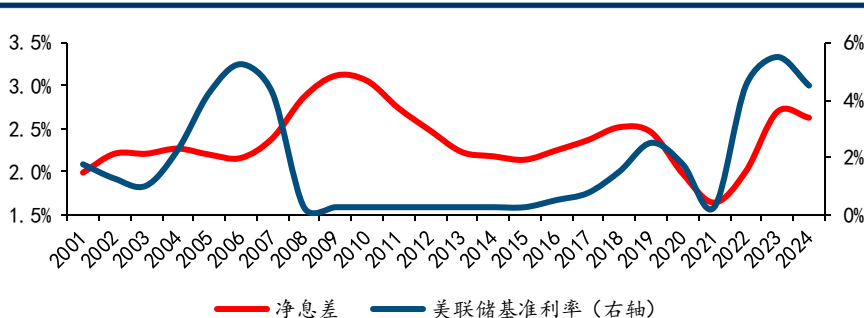


数据来源：公司财报，中信建投

4.5 净息差跟随美联储利率变动：存贷两端利率均有优势，息差有韧性

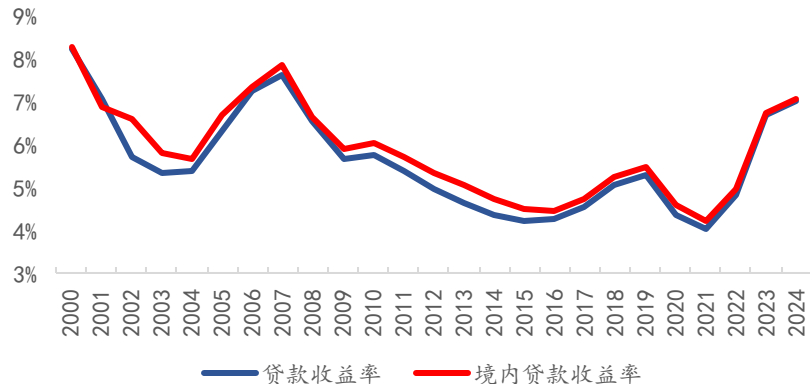
- ◆ 摩根大通净息差在2%左右，即使在快速降息的2020年、2021年，净息差最低为1.64%，2024年净息差同比下降13bps至2.63%。
- ◆ 资产端来看，摩根大通贷款收益率长周期均值为5.6%左右。近两年伴随美国加息回升至6%以上，仅看境内贷款收益率2024年仍继续上升至7.06%。负债端来看，摩根存款成本弹性明显，降息周期中趋近0、加息周期开启后回升，2024年存款成本（考虑非生息存款）上升至2%，存款成本长周期均值在1.2%左右。

图：息差基本随行就市，平均水平在2%左右



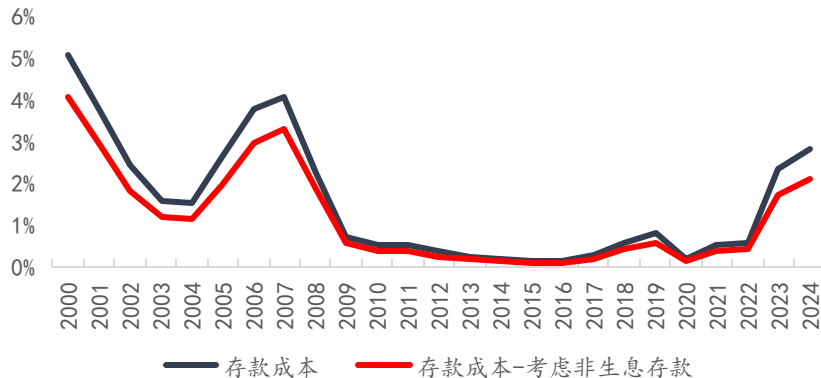
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通贷款利率长周期平均水平为5.6%左右



数据来源：公司财报，中信建投

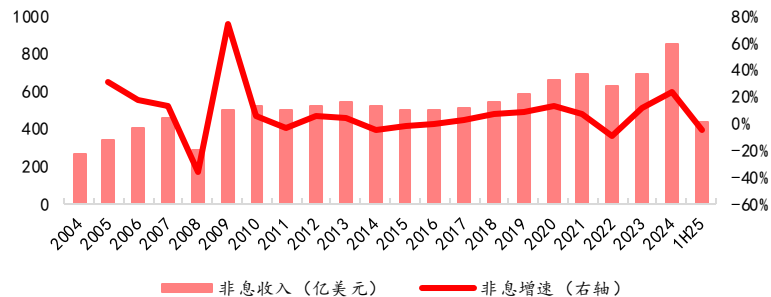
图：摩根大通存款成本长周期平均水平在1.2%左右



数据来源：公司财报，中信建投

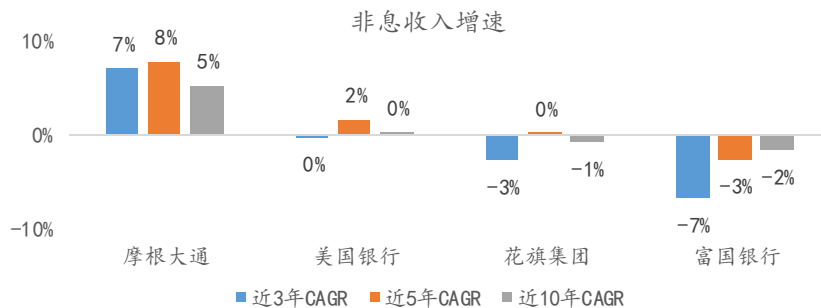
4.6 非息收入：中收及非息收入增速表现均好于同业，近两年呈现向上趋势

图：摩根大通非息收入近5年CAGR为8%，近10年CAGR为5%



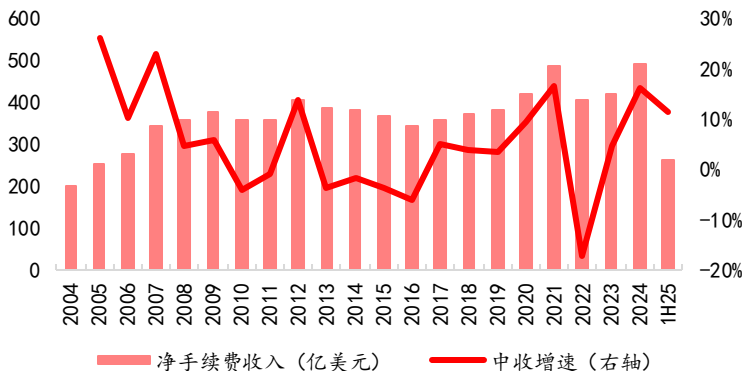
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通非息收入增长一直优于同业



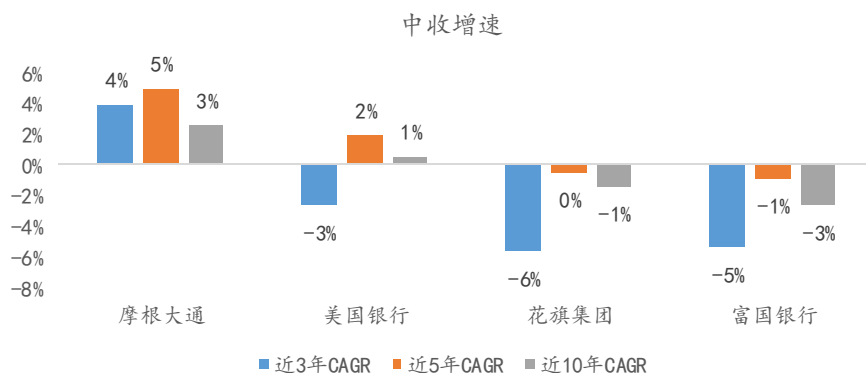
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通中收近5年CAGR 5%，近10年CAGR 3%



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通中收增长稳健，长期保持5%左右增速，比同业更稳定

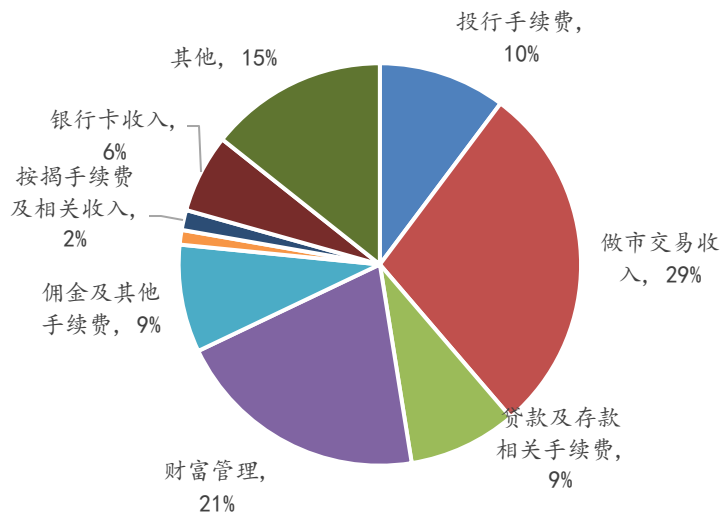


数据来源：公司财报，中信建投

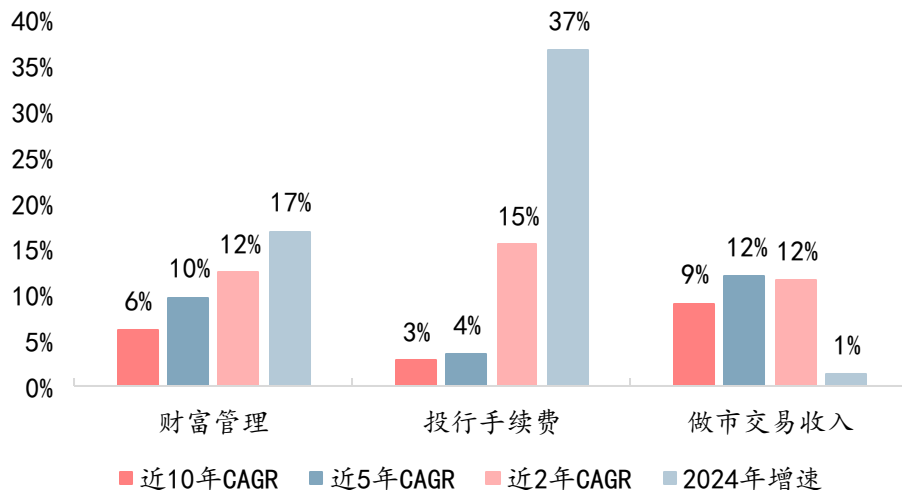
4.6 非息收入：财富管理+投行手续费收入、金融市场做市交易收入实现高增

- ◆ 非息收入中，财富管理、投行中收、做市交易收入占大头，近两年均双位数增长，且趋势向好：
- ◆ (1) 财富管理占非息收入21%，24年实现同比17%高增，近五年CAGR实现10%的双位数增长。
- ◆ (2) 投行手续费占非息收入10%，24年实现同比37%高增，近五年CAGR为4%。
- ◆ (3) 做市交易收入占非息收入29%，近2年和近五年CAGR都实现12%的双位数增长。

图：非息收入中，财富管理、投行中收、做市交易收入占大头



图：近两年财富管理、投行中收，以及做市交易收入均双位数增长，且趋势向好

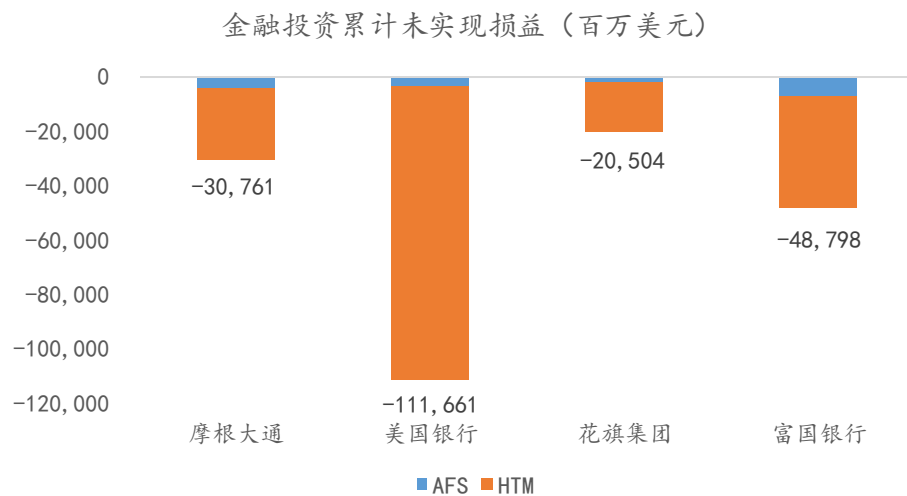
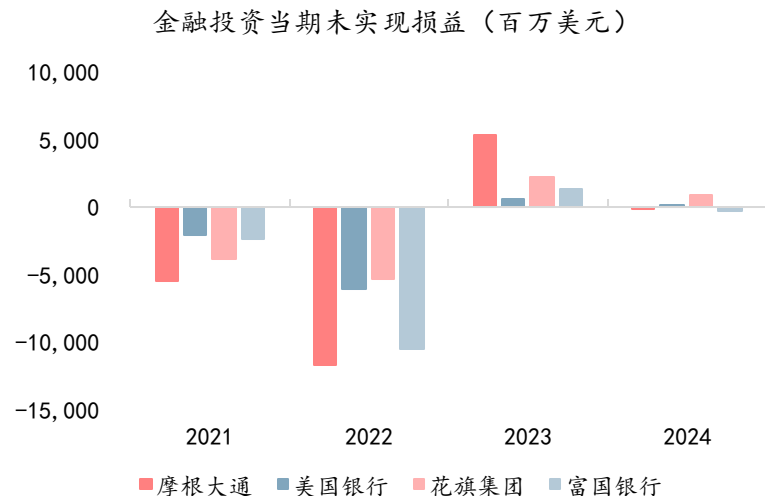


4.6 非息收入：因加息而产生的投资未实现损益已经由负转正，风险可控

- ◆ 随着美国快速大幅加息周期结束，尽管利率环境仍处于高位，但摩根大通债券投资的累计浮亏规模已经开始由负转正。
- ◆ 从趋势上看，22年当年计入OCI的浮亏规模最大，主要由于美联储快速大幅加息导致的债市波动。23年政策利率保持高位稳定，债市波动性下降，2023年的OCI债券投资逐步转向浮盈。展望未来，随着降息周期开启，预计OCI债券投资收益将逐季好转，风险可控。
- ◆ 摩根大通累计未实现损益仅307亿美元，占24年营收17%左右，占总资产比重0.8%。在同业中较小，风险可控。

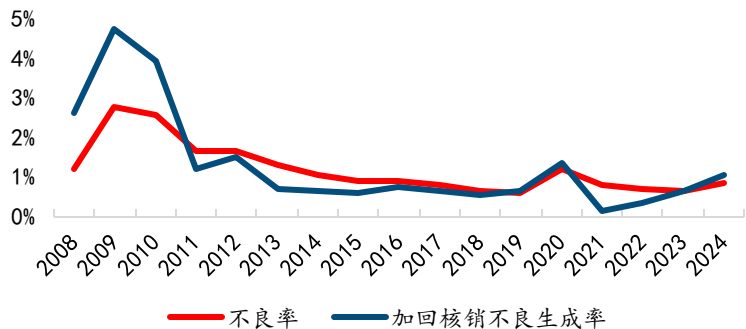
图：此前因加息而产生的投资未实现损益已经由负转正

图：摩根大通未实现损益在同业中较小，风险可控



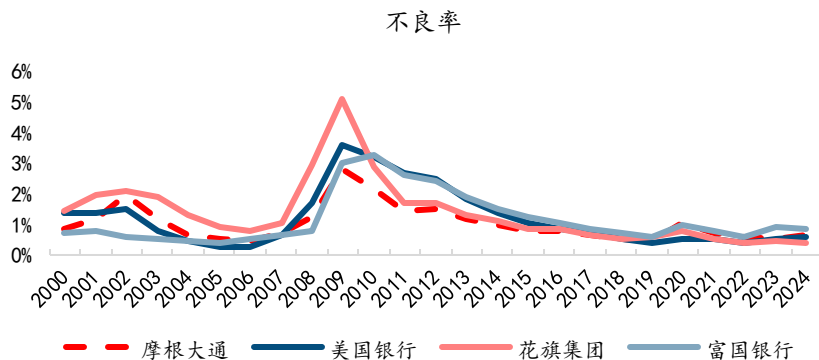
4.7 资产质量：处于历史低位水平，资产质量优于同业

图：摩根大通目前不良率0.85%，加回核销不良生成率1%左右



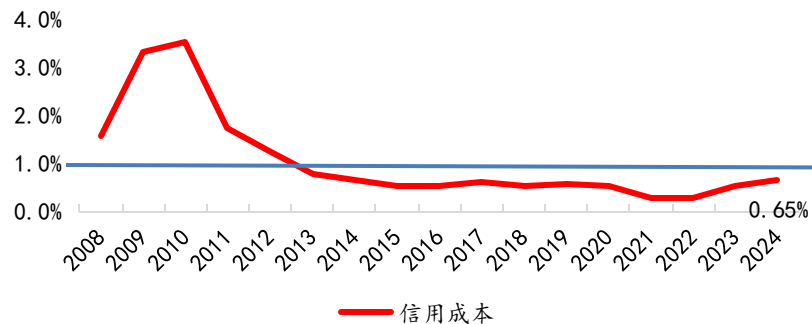
数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通中资产质量优于同业



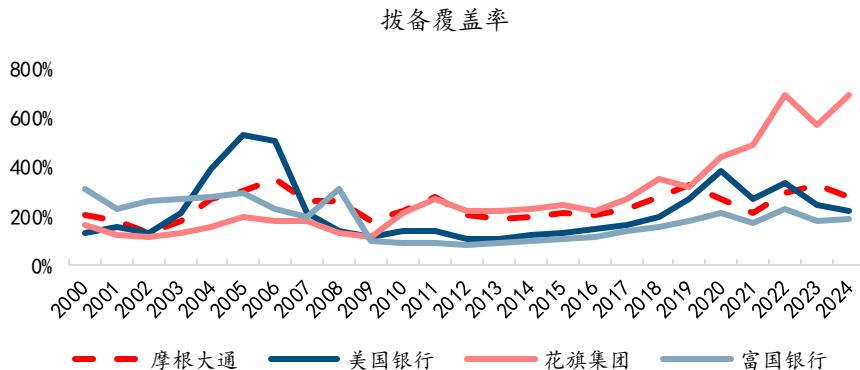
数据来源：公司财报，中信建投

图：信用成本率稳定在0.6%-0.7%左右，低于1%的长周期均值



数据来源：公司财报，中信建投

图：拨备覆盖率275%稳定充裕，相对高于同业，风险递补能力强

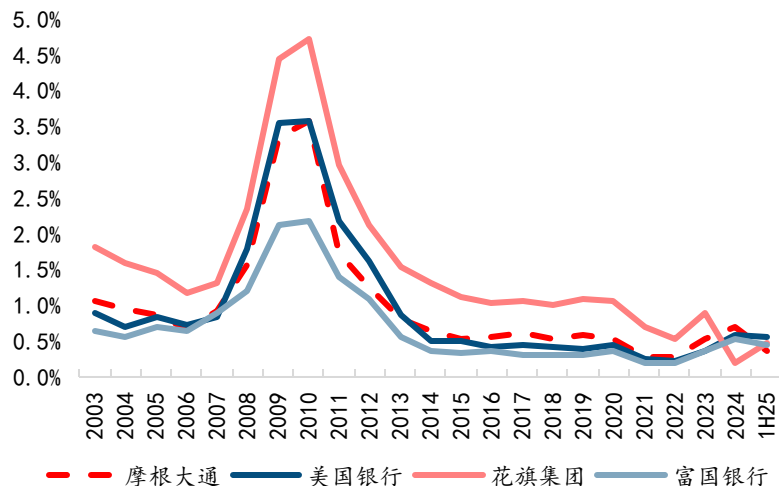


数据来源：公司财报，中信建投

4.7 资产质量：信用卡、对公房地产是主要风险点

- ◆ 不良核销组成来看，信用卡和对公贷款基本各占一半，目前摩根大通不良贷款核销率处于历史长周期低位。
- ◆ 截至1H25，摩根大通净核销率0.35%，2024年为0.7%，低于历史平均水平1%。同业对比来看，摩根大通不良核销率水平好于花旗集团，与美国银行、富国银行水平接近。
- ◆ 分类型来看，摩根大通信用卡、对公贷款核销占比分别为43%、52%，对公贷款中不良大部分是商业房地产贡献。

图：净核销率：当前摩根大通不良核销水平处于长周期历史低位



数据来源：公司财报，中信建投

图：信用卡、对公贷款各占一半核销额，对公不良主要是房地产

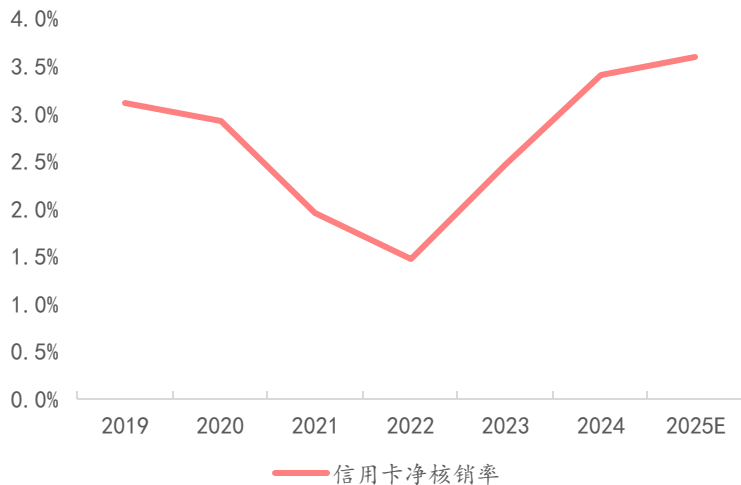


数据来源：公司财报，中信建投

4.7 资产质量：信用卡风险主要关注失业率指标，对利润影响在个位数

- ◆ 2022年后摩根大通信用卡资产质量持续边际恶化。2024年信用卡净核销率同比提高95bps至3.4%。但根据摩根大通展望，2025年信用卡净核销率预计上升幅度收窄，仅20bps至3.6%。
- ◆ 根据摩根大通进行的敏感性测试，信用卡风险主要关注失业率指标。当失业率峰值控制在5%左右的情况下，信用卡年化信用成本能控制在4%左右，新增信用成本10亿美元上下，对利润的影响仅在(-2%,2%)。但若失业率提升至6%以上，经济面临中等甚至深度衰退，信用成本将提升35-40亿美元，对利润影响大个位数。

图：2022年后信用卡资产质量边际恶化



数据来源：公司财报，中信建投

图：信用卡不良暴露风险预期及敏感性测试

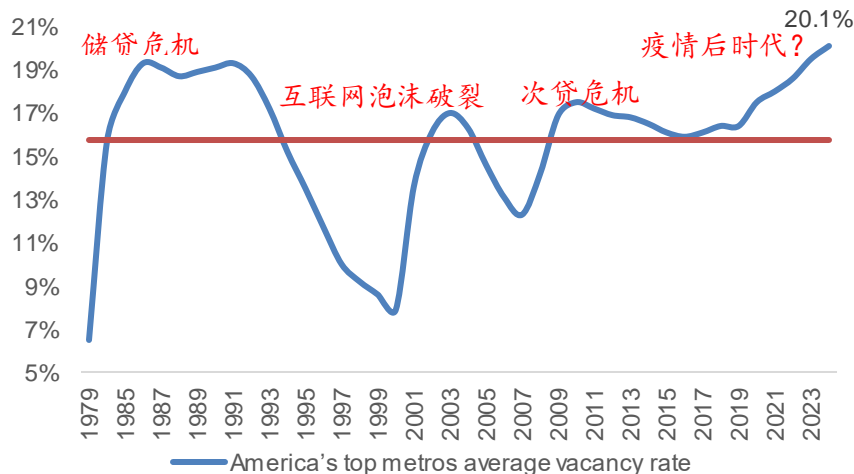
信用卡风险	失业率峰值	年化信用成本	预期增加信用成本 (亿美元)	对利润影响程度
软着陆	4.4%	3.6%	-10	2%
3Q25当前情况	4.6%		-	
预期未来情况	4.8%	3.9%	-	0%
轻度衰退	5.3%	4.3%	10	-2%
中等衰退	6.5%	5.4%	35	-6%
深度衰退	7.2%	5.7%	40	-7%

数据来源：公司财报，中信建投

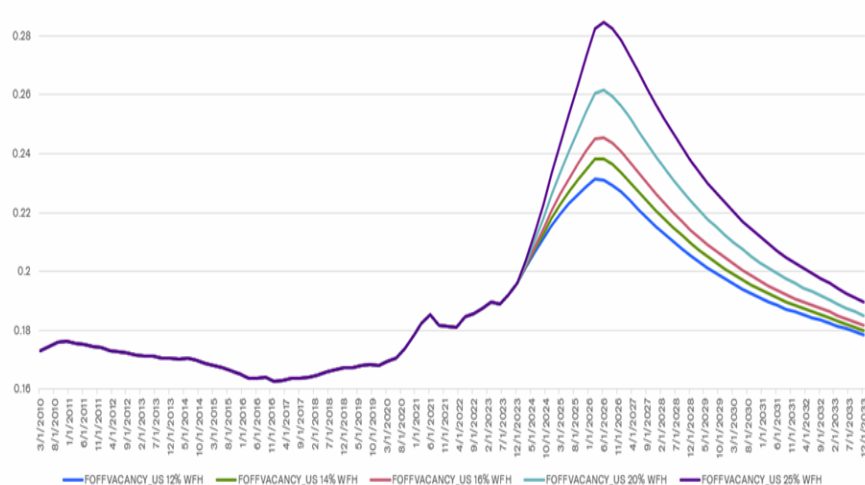
4.7 资产质量：写字楼空置率仍在提高，商业地产贷款资产质量需观察

- ◆ 对公端主要的风险敞口仍在房地产，特别是写字楼等商业地产贷款。目前商业写字楼空置率仍在提高，从美国前五十大都市区（metros）的统计数据来看，截至2Q24，美国写字楼和商业租赁的空置率已经高达20.1%，且仍有持续升高的趋势。目前的空置率水平处于近40年的最高值。从历史趋势来看，金融危机时期常常伴随商业地产空置率的提高，如上世纪80年代的储贷危机，2000年前后的互联网危机、2008年的次贷危机。
- ◆ 根据穆迪判断：由于居家办公规模的持续扩大，预计到2026年，美国的办公楼空置率将达峰，预计将上升到24%-28%。商业地产市场价值下降多达2500亿美元，地产开发商和贷款机构面临惨淡的经营前景，未来十年将是美国商业地产市场的重要转型期。

图：1979-2023年美国商业地产空置率趋势



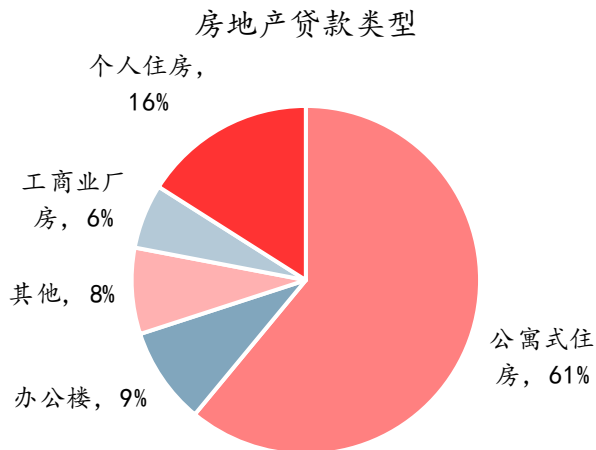
图：不同居家办公比例下的商业地产空置率假设



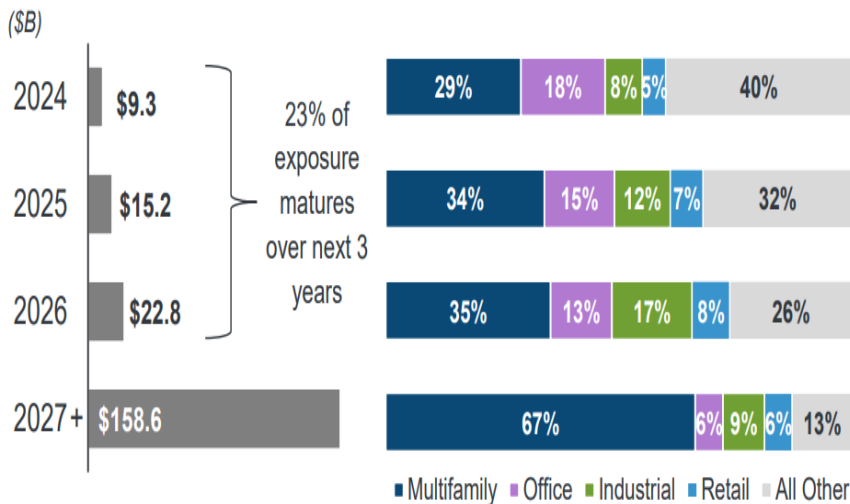
4.7 资产质量：摩根大通商业地产资产质量相对平稳安全

- ◆ 摩根大通商业地产资产质量相对平稳安全。摩根大通商业地产风险敞口总额约2060亿美元，业务结构优良：1) 多户住宅占比约60%：集中于商业定期贷款（Commercial Term Lending）；2) 优质抵押资产：主要位于供应受限市场的B/C类物业；3) 分散化组合：单笔贷款平均规模约200万美元；4) 稳健基本面：现金流稳定且杠杆率较低；5) 办公地产风险可控：占商业地产敞口比例不足10%；6) 近期到期规模：2025年前到期贷款约40亿美元；7) 审慎拨备水平：贷款损失拨备率约8%，充分覆盖市场不确定性。

图：摩根大通商业地产结构：多户住宅占比接近60%



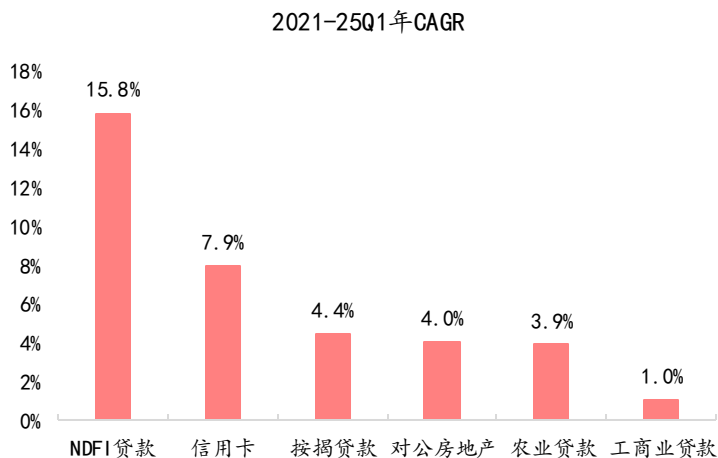
图：摩根大通商业地产贷款到期情况



4.7 资产质量：私人信贷不是高风险信贷，但会在经济衰退时面临压力

- ◆ NDFI贷款在经济衰退期可能是美国银行业潜在的风险点，后续需持续关注。
- ◆ NDFI是指非存款类金融机构贷款（Non Depository financial institution），主要是银行向私人贷款中介、AMC、PE基金、创投基金等金融机构提供的贷款。2023年以来，由于拜登政府在任内加强了美国银行业的资本和风险监管，非银行机构提供的私人贷款因能绕开监管，规模迅速增长。为打入这一市场，美国银行业普遍选择为这些资金中介提供贷款来获取一部分收益。但这部分贷款增长速度很快（年均增长率20%左右），而资金去向又经过多重嵌套，资产质量相对“黑箱”，因此一直受到部分市场投资者关注。2024年下半年，FDIC和美联储也开始要求100亿美元以上的银行在报送的相关监管文件中披露NDFI贷款规模、分类和资产质量情况，表明美国官方监管机构也开始关注这部分信贷的资产质量问题。
- ◆ 从数据上看，美国银行业NDFI贷款资产质量表现指标目前仍非常优异，NDFI贷款不良率仅0.1%，逾期率仅0.15%，远低于信用卡和对公房地产两大风险敞

图：美国银行业NDFI贷款近三年来高速增长



图：美国银行业NDFI贷款具体投向（截至FY24）

(十亿美元)	NDFI 贷款	NDFI贷款组成				
		按揭中 介	商业信 贷中介	PE fund	个人信 贷中介	其他
5000亿美元以上	725.3	103.2	135.4	94.9	91.8	300.1
1000-5000亿美元	291.9	66.0	56.1	89.8	8.9	71.1
500-1000亿美元	48.0	16.5	7.4	11.1	2.8	10.1
100-500亿美元	70.5	33.1	13.7	6.0	3.7	13.6
合计	1156.1	218.8	212.6	201.8	107.2	394.9

4.7 资产质量：摩根大通NDFI贷款占比相对较低，且风险控制更加严格

- ◆ CEO的“蟑螂论”表明了摩根大通对待NDFI贷款更谨慎的态度，风险管控更加严格。目前摩根大通NDFI贷款占比在四大行中占比最低。
- ◆ 摩根大通目前NDFI贷款1333.2亿美元，占总贷款比重9.9%，占总资产比重3.3%，在美国四大行中占比最低，潜在风险最小。摩根大通并未披露NDFI贷款具体投向，但从行业情况来看，主要贷款投向基本集中在PE、企业创投基金以及个人信贷中介，预计最终资产大都流向初创公司、信用卡私人信贷以及部分ABS机构。从摩根大通的业绩会上CEO的表述来看，NDFI贷款大部分都是高度担保或结构化的，甚至因为最终资金会流入实体初创企业的原因，银行往往会要求由金融中介和实体企业双重担保。因此不应因NDFI的贷款属性，就将其单纯的视为高风险领域。
- ◆ 但随着NDFI领域贷款的高速增长以及资产价格长期高企，更广泛的非银行金融机构领域的一些放贷标准可能不如预期的那样严格，这可能会导致一些潜在风险的增加。当经济进入衰退周期之内，NDFI信贷的资产质量可能就会更明显的暴露出来。
- ◆ CEO用“蟑螂论”来表明摩根大通自身对NDFI贷款资产质量保持警惕，并将在未来不断优化风险管控流程和加强审核，目前风险仍相对可控。

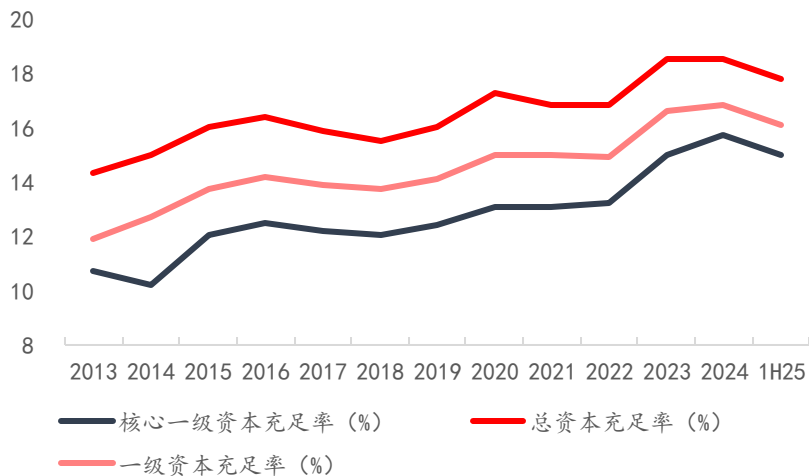
图：美国主要金融机构NDFI贷款情况

(十亿美元)	NDFI贷款规模	占总贷款比重	占总资产比重	NDFI贷款组成				
				按揭中介	商业信贷中介	PE fund	个人信贷中介	其他
富国银行	158.1	17.2%	8.2%	26.04	48.16	42.69	20.71	20.49
美国银行	157.98	14.3%	4.8%	23.02	29.01	24.67	19.63	61.66
摩根大通	133.32	9.9%	3.3%	-	-	-	-	133.32
花旗集团	103.04	13.8%	4.4%	15.37	17.18	1.33	30.45	38.71
高盛	91.23	27.3%	5.4%	28.94	18.04	21.5	8.78	13.97
摩根士丹利	53.68	16.5%	4.4%	30.75	12.11	5.93	1.98	2.89
道富集团	26.12	60.5%	7.4%	0	17.06	7.63	0	1.43
纽约梅隆银行	1.86	2.6%	0.4%	-	-	-	-	1.86

4.8 资本规划：核心一级资本充裕

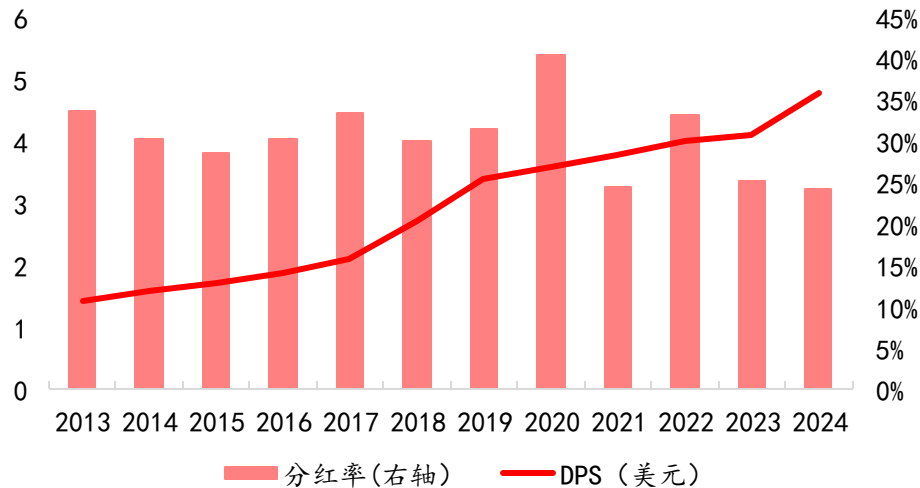
- ◆ 摩根大通是全球系统性重要银行，且为档次最高银行，缓冲要求为2.5%。截至2024年末，摩根大通核心一级资本充足率高达15%，资本实力强。
- ◆ 分红方面，摩根大通分红率保持在30%左右，DPS保持逐年上涨。

图：摩根大通核心一级资本充足率十分充裕



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通分红率保持在30%左右，dps逐年上涨

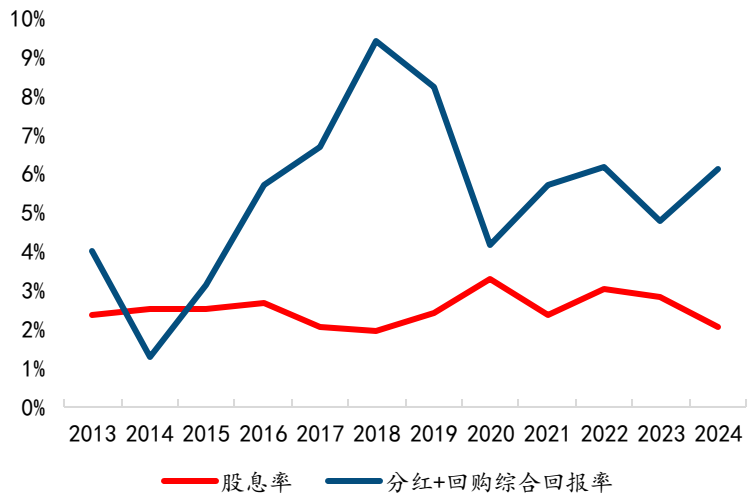


数据来源：公司财报，中信建投

4.8 资本规划：分红、回购各占一半，分红+回购综合回报率5%左右

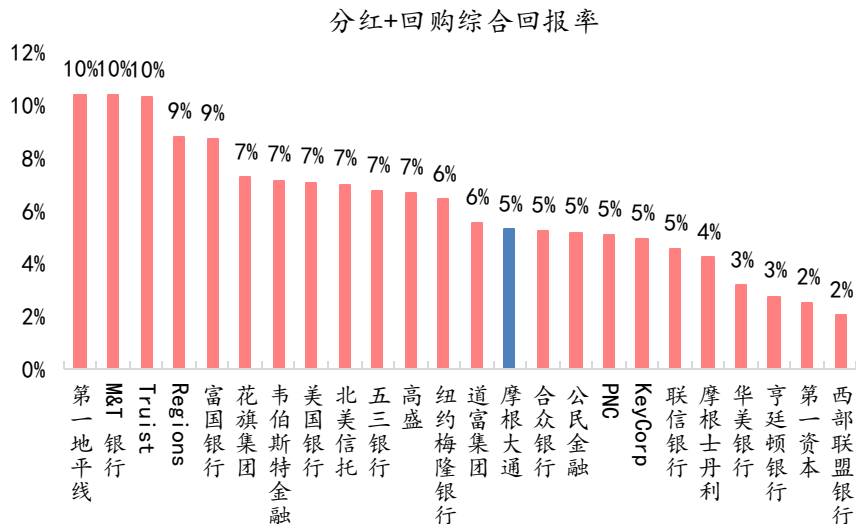
- ◆ 综合股东回报率来看，现金分红和回购基本各占一半，股息率稳定在2.5%左右，分红+回购综合回报率在5%左右。
- ◆ 与同业对比，摩根大通综合回报率在四大行中略低于富国和花旗集团，在美国主要上市银行中处于中等水平。

图：摩根大通股息率稳定在2.5%左右，综合回报率平均在5%左右



数据来源：公司财报，中信建投

图：摩根大通综合回报率处于美国银行业中等水平

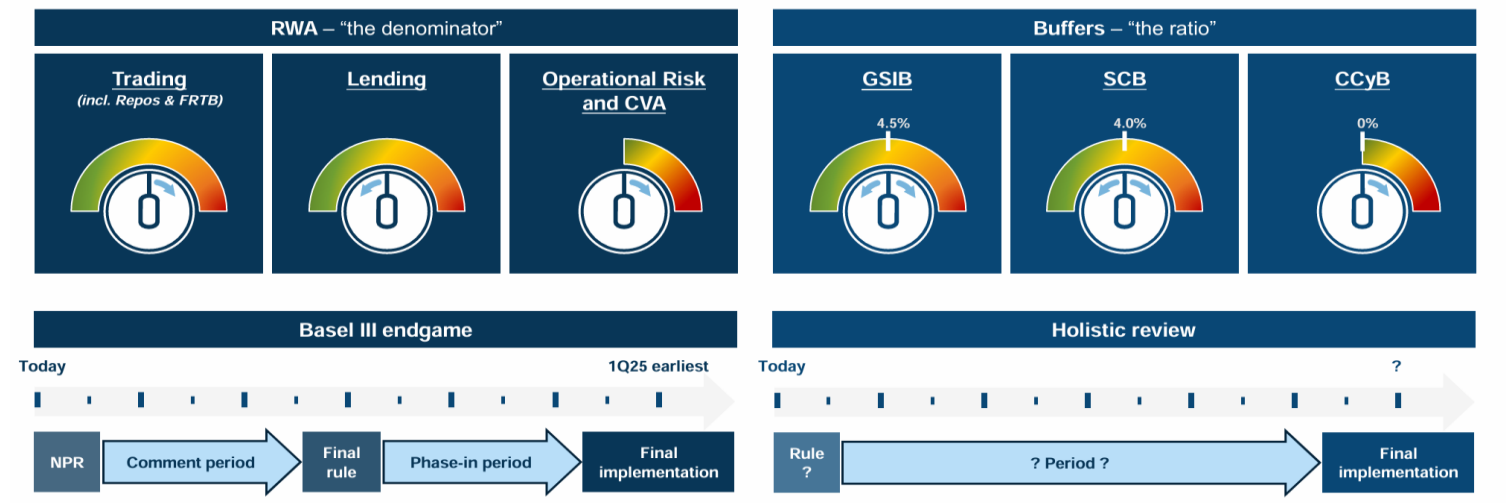


数据来源：公司财报，中信建投

4.8 资本规划：巴塞尔三endgame仍未落地，监管最终可能放松

- ◆ Basel III endgame提出RWA计算新规：要求使用新的标准化ERB法取代高级法，并规定最终使用公司内评法计算出的RWA值不能低于ERB计算结果的72.5%。对于第一、第二类的大银行而言，ERB方法的提出相当于变相的增加了资本充足率的分子端（RWA），压低大型机构的核心资本充足率。
- ◆ 目前美国四大行基本上均已按照endgame的修订版试行。按照endgame的计量规则，美国银行业核心一级资本充足率普遍被“压低”，相当于变相减弱了银行未来分红和回购的空间。根据美联储官方会议，最新修改稿的endgame将影响美国大型银行核心一级资本9%（变动百分比）左右。

图：巴塞尔三endgame对各项资本监管指标的影响



4.8 资本规划：巴塞尔三endgame在26年落地，监管最终可能放松

- ◆ 在特朗普上台后，市场普遍预期特朗普会对银行监管有所放宽，对美国银行核心一级资产充足率的压力必将有所缓解。26年上半年新巴三最终方案将最终落地，美联储计划的条款可能导致大多数大型银行的RWA规模提高约3%至7%。此外，部分消息也表示，美国GSIBs的核心一级资本底线要求可能会放宽，放松到与国际通用标准一致。
- ◆ **核心影响:** 对美国GSIBs核心一级资本的限制明显放松，银行扩表力度能够保持稳定。如果能将CET1底线一并下调，那大部分GSIBs银行的核心一级资本“冗余”反而是上升的。根据测算，若监管底线未放松，RWA提升对CET1的影响也仅控制在0.4pct-1pct之间，对摩根大通影响不大。若底线随之放松，则摩根大通CET1距离底线的空间将扩大1pct-1.5pct，资本更加宽松，形成实质性利好。

图：若美国监管法案最终放松，摩根大通可释放的资金占总市值比例的3.6%

(十亿美元)	当前水平 (3Q25)					假设RWA提升3%，同时CET1监管底线调整				假设RWA提升7%，同时CET1监管底线调整		
	核心一级资本	风险加权资本	CET1 Ratio	CET1 底线	距离底线空间	风险加权资本	CET1 Ratio	CET1 新底线	距离底线	风险加权资本	CET1 Ratio	距离底线
摩根大通	287	1,935	14.8%	11.5%	3.3%	1,993	14.4%	9.5%	4.9%	2,070	13.9%	4.4%
美国银行	203	1,753	11.6%	10.0%	1.6%	1,806	11.2%	8.5%	2.7%	1,876	10.8%	2.3%
花旗集团	158	1,198	13.2%	11.6%	1.6%	1,234	12.8%	10.1%	2.7%	1,282	12.3%	2.2%
富国	137	1,244	11.0%	8.5%	2.5%	1,281	10.7%	8.0%	2.7%	1,331	10.3%	2.3%
摩根史丹利	81	536	15.2%	11.8%	3.4%	552	14.7%	9.8%	4.9%	574	14.1%	4.3%
高盛	104	722	14.4%	10.9%	3.5%	744	14.0%	9.4%	4.6%	773	13.5%	4.1%
纽约梅隆银行	21	177	11.7%	8.5%	3.2%	182	11.5%	8.0%	3.5%	189	11.1%	3.1%
道富银行	15	134	11.3%	8.0%	3.3%	138	10.9%	8.0%	2.9%	143	10.5%	2.5%

目录

- 一、基本情况：全球银行业标杆，美国第一大行
- 二、估值分析：估值为什么高？未来估值怎么看？
- 三、核心逻辑拆分：ROTE领先同业的原因——关键业务优势+全产品能力的胜利
- 1. 传统商业银行关键业务优势显著：庞大优质的存款基础、领先的信用卡业务；
- 2.1 金融市场以代客为主，产品体系丰富全面，单位收益率高；
- 2.2 投行业务市占率长期全球第一，在于“一点接入、全集团响应”的全产品服务体系
- 3. 财富管理强主动管理+强客户服务，新增AUM和新增客户数量持续强劲
- 4. 总结：摩根大通ROTE为什么领跑同业？关键业务优势+全产品能力的胜利
- 四、基本面分析：信用卡、商业房地产是主要风险点，私人信贷风险可控
- 五、盈利预测

5、盈利预测

- ◆ 预计摩根大通2025-2027年营收增速为2%、6.7%、6.3%，普通股股东净利润增速为-1.3%、7.9%、7.9%。
- ◆ 预计2025-2027年调整后ROTCE为21.3%、21.6%、22.0%。

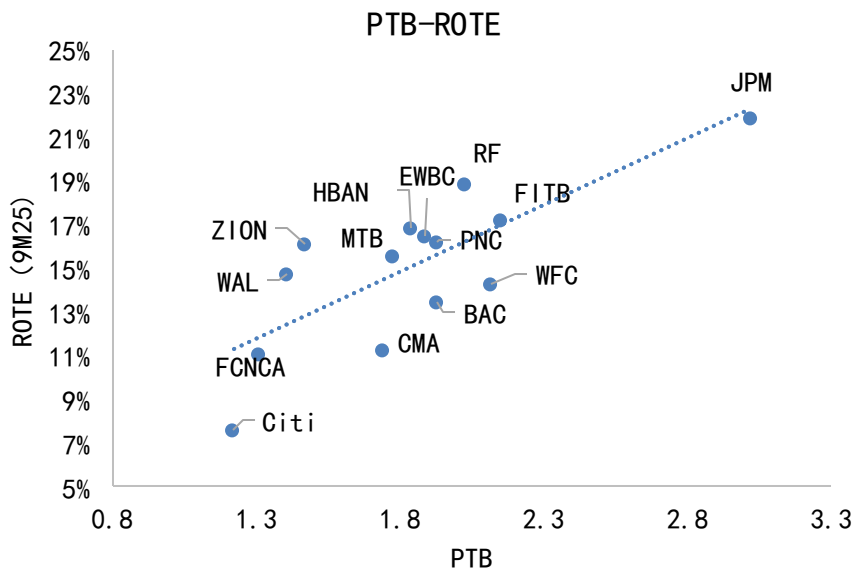
图：摩根大通2025-2027年盈利预测（收盘价：2026年1月9日）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	158,104	177,556	181,184	193,267	205,353
营业收入增长率	22.9%	12.3%	2.0%	6.7%	6.3%
普通股股东净利润（百万美元）	47,760	56,868	56,145	60,606	65,370
普通股股东净利润增长率	33.1%	19.1%	-1.3%	7.9%	7.9%
ROTCE (adjusted)	23.1%	21.1%	21.3%	21.6%	22.0%
EPS（美元）	16.25	19.79	20.32	22.84	25.46
TBVPS（美元）	86.08	97.30	106.32	119.33	134.64
PE	20.3	16.6	16.2	14.4	12.9
PTB	3.82	3.38	3.10	2.76	2.44

5、相对估值法：PTB-ROTE估值

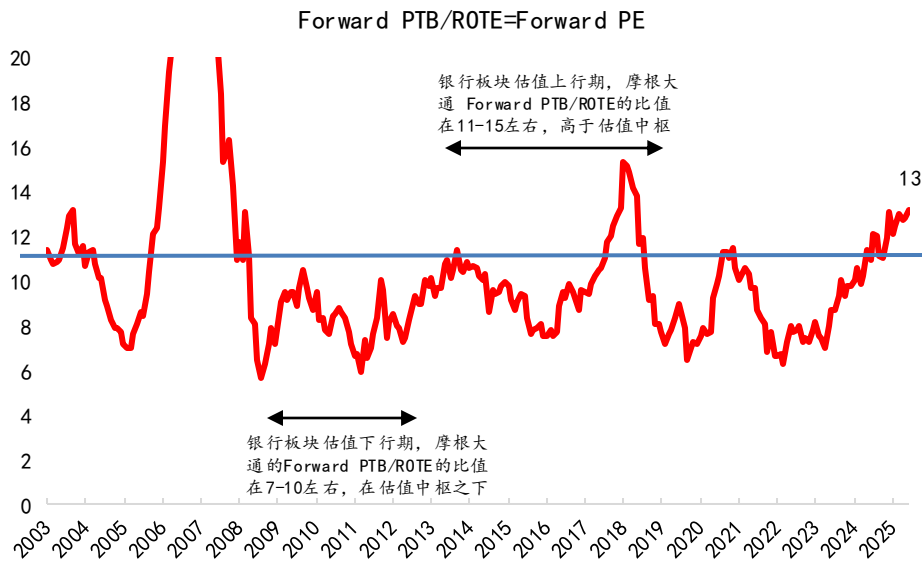
- ◆ 根据横向可比同业PTB-ROTE来看，当前3倍左右PTB是合理的估值区间（在趋势线上）
- ◆ 从纵向历史复盘来看，当前板块估值上行期内，摩根大通Forward PE在13倍左右，预计未来仍有上行空间。假设Forward PE在14-15倍左右，在美国经济软着陆、摩根大通ROTE未来预期在22%-24%左右情况下，合理估值区间在3.1-3.6倍PTB，

图：PTB-ROTE横向同业比较



数据来源：公司财报，Bloomberg，中信建投

图：PTB-ROTE纵向历史复盘



数据来源：公司财报，Bloomberg，中信建投

5、绝对估值法：三阶段DDM模型

- ◆ 根据三阶段DDM绝对估值法，假设长期永续ROTE为17%情况下、折现率为14.3%、分红率保持在25%的情况下，对应摩根大通合理估值为3.5倍PTB。根据敏感性分析，若未来无风险利率下行，摩根大通永续ROTE对应下行的情景下，绝对估值也基本稳定在3.5倍PTB上下。
- ◆ 综合绝对估值法、相对估值法，给予摩根大通3.5倍PTB估值，对应目标价378美元。

图：三阶段DDM模型核心假设及敏感性分析

核心假设		敏感性分析							
First year	2025	永续期ROTE							
Long-term payout ratio	25%	3.5	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%
Long-term ROE	17%	2.7%	5.0	5.1	5.3	5.4	5.6	5.8	5.9
Discount rate	14%	3.2%	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.9	5.0
Beta	1.26	3.7%	3.6	3.7	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3
Rf	4.2%	4.2%	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8
Risk premium	8.0%	4.7%	2.9	3.0	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
		5.2%	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1
		5.7%	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8

图：三阶段DDM模型测算

Year	第一阶段			第二阶段										永续期		
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	.....	.....
# of years	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	.....	.....
EPS	20.32	22.84	25.46	29.56	34.21	39.46	45.37	52.00	59.41	67.65	76.78	86.85	97.93	110.4	.....	.....
Growth rate				16.1%	15.7%	15.4%	15.0%	14.6%	14.2%	13.9%	13.5%	13.1%	12.8%	12.8%	.....	.....
Pay out ratio	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	.....	.....
ROTE	21.3%	21.6%	22.0%	21.5%	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%	17.0%	.....	.....
Dividend	5.1	5.7	6.4	7.4	8.6	9.9	11.3	13.0	14.9	16.9	19.2	21.7	24.5	27.6	.....	.....
Discount factor	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.2	2.5	2.9	3.3	3.8	4.3	5.0	5.7	6.5	.....	.....
PV(dividend)	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	.....	.....
PV(Terminal Value)															315.7	
P/TB	3.51															

5、盈利预测

Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	同比增速 (%)				
						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	89,267	92,583	95,196	97,446	99,110	33.8%	3.7%	2.8%	2.4%	1.7%
Net interest income excl. markets 调整后净利息收入	90,041	92,419	92,214	95,300	97,117	44.4%	2.6%	-0.2%	3.3%	1.9%
Noninterest revenue 非利息收入	68,837	84,973	85,988	95,821	106,243	11.1%	23.4%	1.2%	11.4%	10.9%
Total netrevenue 营业收入	158,104	177,556	181,184	193,267	205,353	22.9%	12.3%	2.0%	6.7%	6.3%
Operating expenses 营业支出	(87,172)	(91,797)	(95,929)	(102,178)	(108,438)	14.5%	5.3%	4.5%	6.5%	6.1%
PPOP 拨备前营业利润	70,932	85,759	85,255	91,090	96,915	35.0%	20.9%	-0.6%	6.8%	6.4%
Provision for credit losses 资产减值损失	(9,320)	(10,678)	(12,419)	(11,273)	(11,047)	45.9%	14.6%	16.3%	-9.2%	-2.0%
Profit before taxation 利润总额	61,612	75,081	72,836	79,816	85,868	33.5%	21.9%	-3.0%	9.6%	7.6%
Income tax 所得税	(12,060)	(16,610)	(15,088)	(17,608)	(18,895)	42.0%	37.7%	-9.2%	16.7%	7.3%
Net income 净利润	49,552	58,471	57,748	62,209	66,973	31.5%	18.0%	-1.2%	7.7%	7.7%
AT1 shareholders 优先股股息	1,792	1,603	1,603	1,603	1,603	0.4%	-10.5%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	47,760	56,868	56,145	60,606	65,370	33.1%	19.1%	-1.3%	7.9%	7.9%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	1,323,706	1,347,988	1,442,184	1,486,759	1,576,696	16.6%	1.8%	7.0%	3.1%	6.0%
Total deposits 存款总额	2,400,688	2,406,032	2,655,624	2,661,698	2,893,183	2.6%	0.2%	10.4%	0.2%	8.7%
Total assets 资产总额	3,875,393	4,002,814	4,258,815	4,355,135	4,591,915	5.7%	3.3%	6.4%	2.3%	5.4%
Total liabilities 负债总额	3,547,515	3,658,056	3,901,598	3,971,715	4,178,703	5.2%	3.1%	6.7%	1.8%	5.2%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	327,878	344,758	357,217	383,420	413,212	12.2%	5.1%	3.6%	7.3%	7.8%
Tangible common equity 有形净资产	27,404	20,050	20,050	20,050	20,050	0.0%	-26.8%	0.0%	0.0%	0.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (美元)										
Common shares issued 普通股股本 (百万股)	4,105	4,105	4,105	4,105	4,105	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Common shares outstanding 流通普通股股本 (百万股)	2,877	2,798	2,663	2,578	2,494	-2.0%	-2.7%	-4.8%	-3.2%	-3.3%
EPS	16.25	19.79	20.32	22.84	25.46	34.3%	21.8%	2.7%	12.4%	11.5%
BVPS	104.45	116.07	126.62	140.93	157.64	15.7%	11.1%	9.1%	11.3%	11.9%
TBVPS	86.08	97.30	106.32	119.33	134.64	17.7%	13.0%	9.3%	12.2%	12.8%
DPS	4.10	4.80	4.88	5.48	6.11	2.5%	17.1%	1.6%	12.4%	11.5%
Main indicators 主要指标 (%)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.31%	1.48%	1.40%	1.44%	1.50%	0.30%	0.17%	-0.09%	0.05%	0.05%
ROE	16.89%	18.19%	16.97%	17.30%	17.28%	3.20%	1.30%	-1.23%	0.34%	-0.02%
ROTCE	23.12%	21.11%	21.29%	21.60%	21.97%	3.55%	-2.02%	0.18%	0.31%	0.37%
Cost-to-income ratio 成本收入比	55.14%	51.70%	52.95%	52.87%	52.81%	-4.03%	-3.44%	1.25%	-0.08%	-0.06%
Effective tax rate 有效所得税率	19.57%	22.12%	20.72%	22.06%	22.00%	1.18%	2.55%	-1.41%	1.35%	-0.06%
LDR 贷存比	55.14%	56.03%	54.31%	55.86%	54.50%	6.61%	0.89%	-1.72%	1.55%	-1.36%
Credit cost 信用成本	0.76%	0.80%	0.89%	0.77%	0.72%	0.18%	0.04%	0.09%	-0.12%	-0.05%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	43.54%	47.86%	47.46%	49.58%	51.74%	-4.63%	4.32%	-0.40%	2.12%	2.16%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	15.01%	15.82%	15.65%	16.76%	17.46%	1.41%	0.81%	-0.17%	1.11%	0.70%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.61%	16.93%	16.92%	17.60%	17.75%	1.35%	0.32%	-0.01%	0.67%	0.15%
CAR 资本充足率	17.70%	17.91%	17.77%	18.35%	18.37%	1.26%	0.21%	-0.14%	0.58%	0.03%

数据来源：公司财报，中信建投

5. 风险提示

- ◆ 特朗普上台后政策未见成效，未来一段时间出现比当前市场预期更严重的全球经济衰退。
- ◆ 美联储加大了降息力度，政策中性利率下降到3%以下，甚至更低的位置。极端情况下全球回归零利率环境，将对全球银行业的净息差和经营能力产生巨大的负面影响。
- ◆ 预期之外的全球地缘政治紧张局势和风险出现，导致灰犀牛事件的出现。
- ◆ 上述所有风险都可能对银行资产质量情况和资本状况产生不利影响。
- ◆ 敏感性测算：摩根大通对未来宏观环境及其对应的ROTE预设了五大情景：1) 软着陆：ROTE可保持在20%-24%高位水平。2) 轻度衰退：ROTE 17%-20%左右，3) 高通胀但慢增长，利率Higher for Longer：ROTE为15%-17%。4) 中度衰退：ROTE 13%-15%左右。5) 重度衰退：ROTE 10%-13%左右。

分析师介绍

马鲲鹏：英国杜伦大学金融与投资学硕士，金融组组长、银行业首席分析师（董事总经理），14年卖方金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，在新财富、水晶球等最佳分析师评选中多年位居前列。

李晨：中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2022年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

王欣宇：中国人民大学金融学学士，新加坡国立大学理学硕士，银行业分析师。

邮箱：wangxinyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charlene.liu@csc.hk



中信建投证券
CHINA SECURITIES