

# 现代投资银行进化系列之六

## 从证券公司到投资银行：美国当代投行的进化与经验

优于大市

### 核心观点

传统券商与现代投行的本质区别源于商业模式与资本运用效率差异。国内券商长期处于以经纪、自营为主的通道模式，受净资本监管与分业经营限制，杠杆率多在4-5倍徘徊，导致ROE呈现强周期波动，压制了估值中枢。相比之下，现代投行依托成熟的衍生品做市体系和多元化的融资渠道，杠杆率长期维持在10倍以上。这种重资本与非方向性的中介业务模式，不仅平滑了市场周期带来的冲击，还通过稳定的利差和机构服务费优化了资产结构。从通道提供商向全产业链价值创造者的跨越，这是现代投行确立高ROE与高估值基底的核心逻辑。

海外顶尖投行如高盛、摩根士丹利和瑞银集团，凭借差异化的客户定位构建了深厚竞争壁垒。高盛敏锐捕捉美国机构化浪潮，将核心资源倾注于服务保险、基金等机构投资者，其以做市为核心的机构业务贡献了超70%营收，成为业绩压舱石；摩根士丹利则深耕企业客户，通过“投行+财富管理”的闭环生态，将企业高管转化为高净值客户，实现了双向引流；瑞银将高净值客户服务做到极致，通过全球化的资产配置和精细分层确立了行业标杆。经验表明，紧扣市场需求变革管理模式，通过深度绑定核心客群，方能完成向全能型、国际化投行的蜕变。

当前国内证券行业的竞争格局加速转型，头部集中趋势愈发显著。在政策鼓励并购整合与创新型业务门槛抬升的双重驱动下，行业资源加速向龙头聚拢，市场格局已从昔日的“三中一华”演变为如今的“两强相争”。一方面，中信证券展现出极强的盈利韧性，2026年一季度狂赚超百亿元利润，单体优势难以撼动；另一方面，国泰君安与海通证券的史诗级合并催生了资产规模破2.1万亿的崭新巨头。这种“两超多强”的寡头竞争格局标志着国内券商供给侧结构性改革的初步落地，具备综合实力与规模效应的头部机构将在未来的行业版图中占据绝对主导地位。

迈向现代全能投行，将成为国内头部券商估值体系重估的关键催化剂。(1) 随着资本中介、场外衍生品等非方向性业务的扩张，券商的盈利底层逻辑正从“看天吃饭”转向赚取稳定利差，这不仅确立了确定的杠杆空间，更有望将有竞争优势的券商ROE中枢长期稳定在10%以上。(2) 深度嵌入超高净值客户与“超级企业”的战略需求，构建了极高的转换成本与客户粘性。(3) AI等前沿科技降低边际运营成本，头部券商的规模效应与集约化优势将充分显现。这种由稳定高ROE和强大客户壁垒支撑的弱周期属性，将吸引资本市场给予高于传统券商的估值溢价，头部机构将是估值重估的最大受益者，推荐中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券。

风险提示：宏观经济下行，市场大幅波动，监管政策收紧、行业竞争加剧等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.08	3,865	2.40	2.65	10.85	9.82
601995.SH	中金公司	优于大市	34.36	1,659	2.47	2.77	13.91	12.41
601211.SH	国泰君安	优于大市	15.31	2,699	1.59	1.78	9.60	8.62
601688.SH	华泰证券	优于大市	18.57	1,676	2.14	2.39	8.68	7.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 非银金融

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《寻找中国保险的Alpha系列之五-保险还要买多少红利?》——2026-05-17
- 《“资产荒”的新叙事——2025年财报里的金融机构配置线索》——2026-04-17
- 《机构配置更新专题-去杠杆与再平衡》——2026-04-03
- 《验证“存款搬家”：居民财富的视角——机构行为更新专题》——2026-03-08
- 《RWA政策点评-RWA的严监管时代——证监会2026年1号文点评》——2026-02-07

## 内容目录

一、从券商到投行：商业模式决定估值差异 .....	5
二、高盛的结构业务定位 .....	9
三、摩根士丹利的企业金融服务定位 .....	14
四、瑞银集团的高净值客户服务定位 .....	16
五、国内投行迈向全能投行的实践 .....	18
投资建议 .....	23
风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 证券公司的业务模式保持进化 .....	4
图 2: 标普 500 与中证 A500 的 PE TTM 估值差异 .....	5
图 3: 标普 500 与中证 A500 的 PB LF 估值差异 .....	5
图 4: 中信证券与高盛、摩根士丹利的估值及 ROE 差异 .....	6
图 5: 中信证券与高盛、摩根士丹利的杜邦分析指标差异 .....	6
图 6: 资本市场的多元化生态是金融机构展业的基石 .....	7
图 7: 证券行业的杠杆率逐步提升 .....	8
图 8: 中信证券大部分股票持仓用于对冲业务 (单位: 亿元) .....	8
图 9: 我国直接融资占比尚处于较低水平 (单位: 万亿元) .....	8
图 10: 中国上市券商的资产结构变化 .....	9
图 11: 高盛客户资产管理规模结构 .....	10
图 12: 2009 年前高盛的转型变化 .....	11
图 13: 2009 年后高盛的转型变化 .....	12
图 14: 高盛三大主营业务营收情况 (单位: 亿美元) .....	13
图 15: 高盛机构证券业务权益板块收入结构图 .....	13
图 16: 2025 年高盛各细分业务营收结构 .....	14
图 17: 摩根士丹利的发展历程 .....	15
图 18: 摩根士丹利三大主营业务结构 .....	16
图 19: 摩根士丹利三大主营业务营收情况 (单位: 亿美元) .....	16
图 20: 瑞银集团营收情况 (单位: 亿美元) .....	18
图 21: 中信证券 A 股市场承销规模均排名市场第一 .....	19
图 22: 中金公司境外业务收入及占比 .....	21
图 23: 中金公司经纪业务收入及占比 .....	22
图 24: 中金公司资管业务收入及占比 .....	22
图 25: 中金公司总资产规模 (单位: 亿元) .....	23

近年来，国内证券行业集中度呈现加速提升的态势，背后的核心驱动力来自政策引导与业务门槛的双重加持。政策层面，新“国九条”及证监会相关指导意见明确鼓励头部机构通过并购重组做优做强，直接推动了行业供给侧结构性改革。业务层面，财富管理的复杂化、衍生品等创新业务的兴起大幅抬高了行业的资本与专业门槛。随着资本中介、资本投资等重资本业务战略地位的不不断提升，头部券商在资产配置和风险控制上的优势进一步凸显，行业资源正加速向具备综合实力的龙头聚拢。

行业竞争格局正进一步头部化，国内券商市场已从过去几年“三中一华”演变为“两强相争”的新格局。一方面，中信证券作为行业“老大哥”展现出极强的盈利韧性，其 2026 年一季度实现营业收入 231.55 亿元，归母净利润高达 102.16 亿元，同比增长超 54%，单家盈利优势进一步夯实。另一方面，国泰君安与海通证券的合并催生了崭新投行，其 2025 年年报数据显示，合并后公司总资产一举突破 2.1 万亿元，实现归母净利润 278.09 亿元。这两家巨头在资产规模和利润占比上的持续提升，标志着中国证券业“两超多强”的寡头竞争格局已愈发清晰。

图1：证券公司的业务模式保持进化

## 传统证券公司与现代投资银行的区别



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外投行巨头如高盛、摩根士丹利的发展历程，为中国券商提供了从传统证券公司向现代投资银行跨越的经典范例。高盛自 1869 年成立以来，逐步从一家传统的商业票据商号，历经数次战略转型，特别是在 20 世纪后期大力拓展大宗商品、固定收益交易及资产管理业务，最终成长为业务遍布全球的综合投行。摩根士丹利则在 1935 年从摩根大通的投资银行部门独立后，于上世纪 70 年代主动打破仅服务蓝筹客户的传统，大举进军股票交易、并购咨询和财富管理领域。二者的共

同经验在于：紧扣市场需求变革管理模式，通过优秀的领导力把握时代契机，并借助持续的业务模式革新与市场化激励机制，完成向全能型、国际化投行的蜕变。

值得关注的是，2020 年以来在海外高通胀与加息周期的宏观环境下，美国投资银行的资本市场表现却格外靓丽，为投资者带来了丰厚的回报。以高盛和摩根士丹利为例，从 2020 年初至 2025 年底，高盛的股价区间累计涨幅高达 340.88%，摩根士丹利涨幅也达到 319.61%。更为重要的是，其估值中枢实现了系统性抬升。在盈利模式向泛财富管理和非方向性机构业务转变的驱动下，高盛和摩根士丹利的市净率也呈现系统性抬升。这一“高 ROE 支撑高 PB”的估值逻辑，不仅印证了其业务变革的成功，也为国内券商未来的价值重估提供了有力的参考坐标。

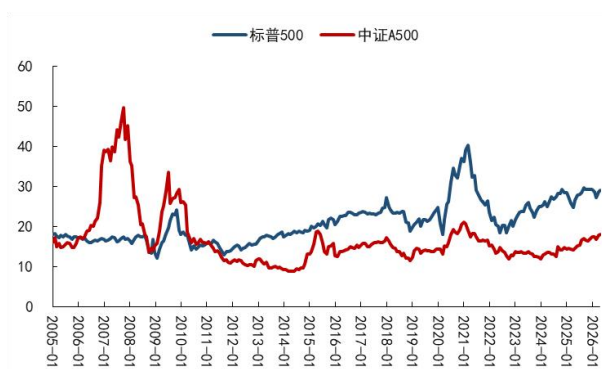
## 一、从券商到投行：商业模式决定估值差异

### （一）估值差距来自市场和业务差异

国内证券公司与国际投行的估值差异，核心来自两类因素：一是所处资本市场的环境差异（ $\beta$ ），二是公司业务结构与资本运用效率的差异（ $\alpha$ ）。

在  $\beta$  层面，中国资本市场总体估值中枢偏低、风格分化明显，金融等大市值板块低估值对全市场估值形成拖累，而成长风格、小盘风格长期享有溢价，这一结构性特征直接影响券商板块的外部定价环境。同时，A 股投资者结构以个人为主、机构化仍在提升阶段，估值波动区间较大、价值发现效率与海外成熟市场存在差距，这也导致同业估值体系难以完全对标美股等成熟市场。从 DDM 视角看，国内市场对长期盈利预期、无风险利率与风险溢价的定价嵌入了阶段性国情与投资者偏好，进而带来估值体系的本土特征。

图2：标普 500 与中证 A500 的 PE TTM 估值差异



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：标普 500 与中证 A500 的 PB LF 估值差异



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在  $\alpha$  层面，国际投行依托更成熟的衍生品与做市体系、丰富的融资渠道与更高的杠杆使用，形成较高且可持续的 ROE 与更强的 PB-ROE 传导；而国内券商受限于融资结构与业务生态，杠杆显著偏低， $\alpha$  的释放受约束。对比来看，国内头部券商杠杆多在 4-5 倍，而美国头部投行长期在 10 倍以上，差距直接压制 ROE 与估值中枢。同时，国内做市与衍生品仍处早期，非方向性中介业务与“ETF+投顾”转型尚在推进， $\alpha$  结构优化空间仍大。综合而言， $\beta$  决定了行业估值的中枢， $\alpha$  决定了个股估值的上限，两者共同塑造了中外券商估值长期差异。

我们以中信与高盛、摩根士丹利为例分析估值及 ROE 差异。2014-2026Q1，中信

证券与高盛、摩根士丹利的估值差异经历了从中信溢价到国际投行全面溢价的反转，ROE 的相对变化是驱动这一差异的根本来源。2014–2018 年中信 ROE 最高达 16.62%，显著高于两家国际投行，对应 PB 峰值 2.9 倍，是同期高盛的 2.57 倍；2019 年中信 ROE 首次倒挂，2025 年中信 ROE 9.81%，低于高盛 13.91%、摩根士丹利 15.60%，2026Q1 摩根士丹利 PB 2.7 倍已是中信 1.43 倍近 2 倍。中信 ROE 偏低的核心原因是监管约束下的杠杆率不足，其业务利润率表现实际上更强劲。2025 年中信净利率 35.56%，高于高盛 28.92%、摩根士丹利 24.22%，且领先优势持续扩大；资产周转率三者基本相当；但中信权益乘数仅 5.06 倍，高盛 10.47 倍、摩根士丹利 8.92 倍。若中信杠杆提升至高盛水平，ROE 将突破 20%。三者 ROE 及拆分指标差异本质是业务模式不同：摩根士丹利通过财富管理转型，轻资产高周转驱动 ROE 稳步提升且波动最小；高盛以交易业务为核心，依靠高杠杆放大收益，ROE 波动较大；中信虽持续优化业务结构，高附加值业务占比提升推高净利率，但受净资本监管限制，杠杆率无法突破，ROE 提升空间受限，估值持续承压。

图4：中信证券与高盛、摩根士丹利的估值及 ROE 差异

	PE TTM			PB LYR			ROE		
	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利
2014	23.63	9.94	18.19	1.71	1.08	1.03	12.14%	10.51%	5.07%
2015	21.05	10.49	18.65	2.90	1.13	1.08	16.62%	7.18%	8.39%
2016	13.10	14.12	12.61	1.43	0.92	0.85	7.36%	8.52%	7.91%
2017	19.82	11.99	13.92	1.45	1.20	1.24	7.82%	5.07%	7.97%
2018	18.70	19.41	13.71	1.43	1.24	1.27	6.20%	12.13%	11.10%
2019	25.42	8.32	9.34	1.75	0.94	1.03	7.77%	9.38%	11.18%
2020	26.04	10.97	9.44	2.13	0.90	1.11	8.68%	10.16%	12.00%
2021	19.70	8.73	13.19	1.80	1.46	1.79	11.82%	21.02%	14.51%
2022	13.29	6.76	11.24	1.51	1.14	1.54	9.22%	9.92%	10.73%
2023	14.81	12.35	14.59	1.32	1.05	1.57	7.56%	7.28%	9.12%
2024	16.68	15.86	17.54	1.30	1.42	1.84	7.72%	11.95%	13.16%
2025	17.47	14.51	16.34	1.58	1.93	2.40	9.81%	13.91%	15.60%
2026Q1	13.52	16.38	17.05	1.43	2.41	2.70	3.12%	4.54%	4.93%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中信证券与高盛、摩根士丹利的杜邦分析指标差异

	净利率			资产周转率（资产剔除客户保证金）			权益乘数（资产剔除客户保证金）		
	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利	600030.SH 中信证券	GS.N 高盛	MS.N 摩根士丹利
2014	39.70%	24.55%	10.70%	8.08%	4.61%	5.11%	3.79	9.29	9.26
2015	35.13%	17.99%	17.86%	14.19%	4.55%	5.67%	3.33	8.76	8.29
2016	27.78%	24.17%	17.68%	8.26%	4.19%	5.24%	3.21	8.42	8.54
2017	26.24%	13.36%	16.38%	8.56%	4.04%	5.51%	3.48	9.40	8.82
2018	25.93%	29.10%	22.15%	6.69%	4.94%	6.13%	3.58	8.43	8.18
2019	28.20%	23.86%	22.30%	6.77%	4.50%	5.88%	4.07	8.73	8.53
2020	28.94%	22.81%	23.19%	6.53%	4.81%	6.63%	4.59	9.26	7.81
2021	29.27%	36.68%	25.31%	8.18%	5.77%	7.27%	4.94	9.93	7.89
2022	32.12%	25.22%	20.94%	6.98%	4.39%	6.30%	4.11	8.95	8.14
2023	32.00%	18.83%	17.22%	5.33%	3.73%	6.29%	4.43	10.35	8.42
2024	32.77%	27.37%	22.00%	5.05%	4.29%	7.51%	4.67	10.19	7.96
2025	35.56%	28.92%	24.22%	5.45%	4.60%	7.22%	5.06	10.47	8.92
2026Q1	44.90%	33.29%	27.53%	1.37%	1.12%	1.79%	5.07	12.21	10.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

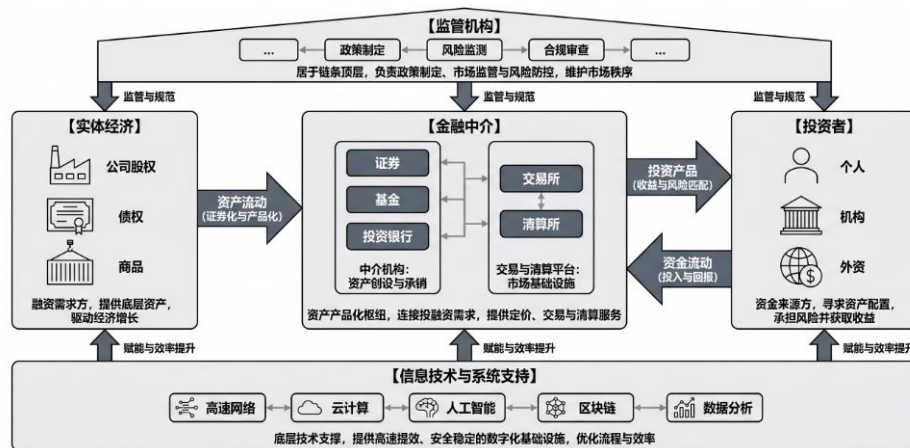
## （二）估值差异根源在于资本市场生态

资本市场是一个复杂的多元化生态系统。其中：实体经济是资本市场的基座，从资本市场中获取融资支持，并向资本市场提供股权、债权等回报凭证。金融中介负责将实物资产进行金融产品化，包括证券、基金等众多金融中介机构，也包括

交易所、清算所等平台型机构；投资者为资金来源方。资本市场是一个从底层资产到金融中介再到资金方的完整链条，监管机构居于链条的所有环节之上，信息技术是整个链条高速发展、提高效率的重要支持手段。

**中国券商与国际投行的估值与经营差异，根源在于所处资本市场生态的系统性不同。**简单来说：监管层面，中国实行严格分业经营与净资本约束，国际投行则可混业综合经营；实体经济层面，中国仍以间接融资为主，美国直接融资占比较高；金融中介层面，中国是银行主导体系，美国投行在金融体系中居核心地位；投资者层面，中国仍以个人投资者为主，美国则以机构投资者为主。

图6：资本市场的多元化生态是金融机构展业的基石



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**国际投行得以维持更高 ROE 与估值，根源在于监管与市场制度对杠杆、产品与融资的更大包容度。**

国际投行可运用客户存款、商业票据、结构化票据等多元无抵押融资工具，抵押融资更灵活、再抵押与表外工具发达，形成低成本、多元期限结构的资金曲线，支撑做市与资本中介业务扩张。

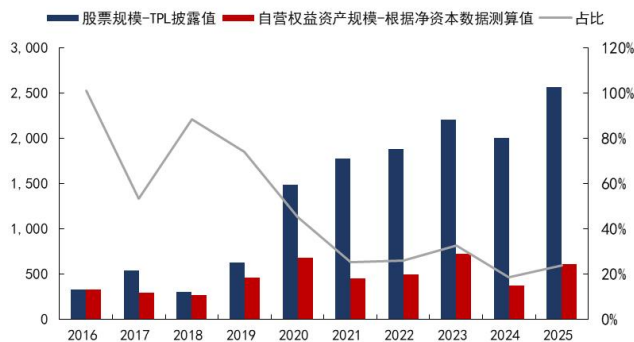
国内方面，分业经营与第三方存管约束下，券商不得动用客户交易结算资金，无抵押融资渠道有限，中长期债工具与结构化票据仍在完善期，融资结构“短、贵、少”抬升负债成本，抑制杠杆弹性。监管取向上，国内坚持扶优限劣，叠加“建设一流投行、做强做优”导向，优化风险资本计量与放宽优质券商资本约束，力求在稳风险与促发展间平衡，逐步提高资本使用效率。同时，政策推动注册制、投融资两端改革、衍生品与做市扩容，为非方向性中介与财富管理转型创造土壤，有助于从制度端改善 ROE 与 PB 的传导链条。这与海外市场“以规则促创新、以市场化工具丰富融资结构”的路径相辅相成，但发展阶段存在显著差异。这决定了短中期内中资券商在杠杆、产品谱系与定价权方面与国际投行存在差距，进而体现为估值体系的结构性的差异。

图7: 证券行业的杠杆率逐步提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 中信证券大部分股票持仓用于对冲业务 (单位: 亿元)



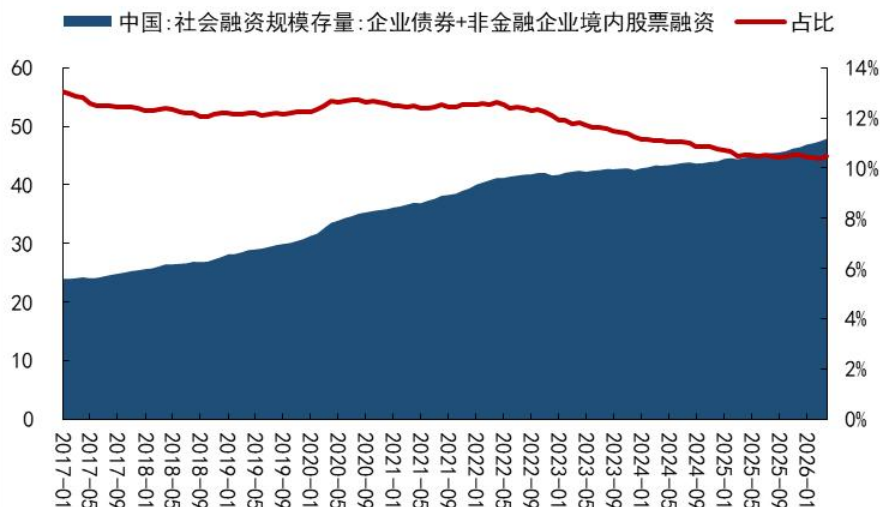
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**金融结构与实体需求决定资本市场的广度与深度, 并反向塑造中介机构的业务边界与盈利模式。**

美国长期资本市场导向、股债与场外衍生品市场高度发达, 投行业务可在 IPO/再融资、债务资本市场、并购融资与风险对冲链条中形成全周期服务, 并依托庞大 OTC 衍生品规模稳定做市与资本中介利润, 增强逆周期属性与 ROE 韧性。

中国历史上以银行主导的间接融资为主, 直接融资占比提升仍在推进中。券商的投行、做市、衍生品等业务正在持续发展, 业务结构仍在从“经纪-两融-自营”的顺周期框架向“投行+机构业务+财富管理+衍生品中介”的均衡框架演进。此外, 国内新旧动能转换与新质生产力导向带来股权与债权融资结构的重塑, 注册制与并购重组市场化改革提升优质资产供给, 有利于券商在投融资与做市两端夯实收入。但短期内, 场外衍生品与做市等业务仍处起步期, 难以完全复制美式盈利曲线, 导致 PB-ROE 的传导效率与国际投行存在缺口, 估值难享同等溢价。实体经济发展阶段与金融结构差异, 最终沉淀为资本市场规模与结构差异, 并投射到券商的盈利能力与估值体系之上。

图9: 我国直接融资占比尚处于较低水平 (单位: 万亿元)

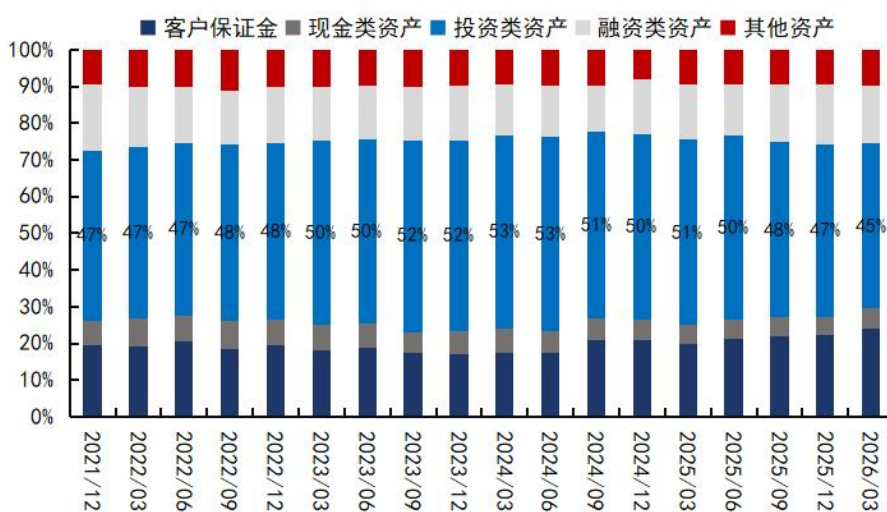


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际投行的核心竞争力在于重资本业务+轻资本业务的协同。做市/交易（FICC、股票与衍生品）、资本中介与自营对冲构成稳定的风险中性收益基础，叠加财富管理与投行，形成“轻主导、重赋能”的高 ROE 结构。其资产结构更均衡，金融工具占比高且主要用于做市与客户交易配套，风险对冲与杠杆运用能力更强。

国内券商资产端更集中，自营与信用业务受行情与政策影响较大，对冲工具与做市能力不足，资本中介缺乏信用创造机制，杠杆扩张的载体与工具链条不完备，导致 ROE 与估值对  $\beta$  波动更敏感。近年国内正通过“ETF+投顾”、机构经纪、衍生品与做市扩容等方向补齐短板，指向“非方向性中介”与“财富管理”两大抓手，以期提高资产与服务盈利能力，向 PB-ROE 高效传导靠近。本质上，业务体系的深度与广度决定了“ $\alpha$ ”的高度：工具越全、融资越顺、风控越强，越能在同样  $\beta$  下实现更高、更加稳健的 ROE，从而获得更高的 PB 定价。

图10: 中国上市券商的资产结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资者结构决定了市场的偏好曲线与估值分布。

美国机构化程度高、长期资金占比大，PB-ROE 关系更稳定，头部标的 ROE 提升更易通过估值扩张兑现。中国 A 股个人投资者数量超过 2 亿，机构化与中长期资金仍在提升中，市场对成长题材的偏好与风格轮动更明显，银行、非银等金融权重的低估值长期“压中枢”，而小盘与成长品种估值溢价更易出现并维持。

在此背景下，券商估值更易受交易活跃度与风格因子的牵引，而非仅由稳态 ROE 决定；当  $\beta$  偏弱且机构定价力量不足时，PB 对 ROE 改善的呈现效率偏低，估值修复更依赖“投资者结构优化+长期资金入市+分红与回购稳定器”的共振。因此，投资者结构与估值文化的转变，也是国内券商从“低估值-高  $\beta$  弹性”向“高质量-高 ROE-高 PB”跃迁的重要变量。

## 二、高盛机构业务定位

### (一) 环境契机

在美国的分层机构市场中，保险、共同基金与私募对冲基金形成三足鼎立的格局，

其本质源于三类机构在资金属性、风险偏好及投资目标方面的差异。这种结构分化不仅塑造了美国资本市场的深度与流动性，也为高盛等以机构客户为核心的投资银行奠定了业务基础。美国机构投资者的崛起始于第二次世界大战以后，伴随居民财富证券化、养老金体系改革与金融自由化三大趋势的推进，资金逐渐由散户转向专业机构集中。美联储数据显示，截至 2024 年末，美国机构投资者持有的股票市值占总市值比例超过 62%。其中，保险机构、共同基金与私募对冲基金形成“三极”结构——三者规模呈梯度分布、需求各有侧重，既在市场份额层面相互竞争，又构建起互补的生态闭环。

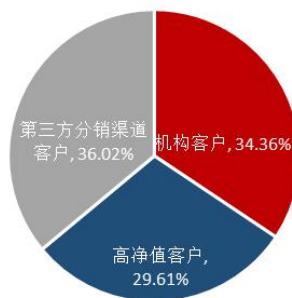
表1: 机构客户主体的核心特征与需求差异

机构类型	核心资金属性	投资偏好与目标	对投行的核心需求
保险资金	负债驱动型，久期极长（寿险资金久期可达20-30年）；风险偏好极低，需匹配保单赔付的稳定现金流	重仓高评级信用债、国债、不动产、基础设施等低波动资产；追求“绝对收益+久期匹配”，厌恶净值大幅波动	1. 资产负债管理（ALM）解决方案，如长期债券承销、利率衍生品对冲；2. 另类资产（如REITs、基建基金）的定制化配置；3. 跨境资产布局的合规与交易服务
共同基金	普惠型资金，来源是散户投资者；流动性要求高，需满足申赎需求；受监管约束严格（如《投资公司法》）	以公募股票型、债券型、指数型基金为主，风格偏向被动投资；追求“相对收益”（跑赢基准指数），规模效应导向	1. 高效的二级市场交易执行（如大宗交易、算法交易）；2. 指数成分股调整的前瞻研报；3. 基金产品的创设与发行承销；4. 流动性支持（如ETF做市）
私募对冲基金	高门槛资金，来源是高净值个人、家族办公室、机构LP；风险偏好极高，允许使用高杠杆、做空工具	策略灵活多元（量化对冲、多空策略、事件驱动、宏观套利等）；追求“超额收益（Alpha）”，对费率不敏感但对收益弹性要求高	1. 融资融券、杠杆融资等资本中介服务；2. 复杂衍生品（如期权、互换、CDS）的定制化交易；3. 另类资产定价与估值服务；4. 跨境交易的清算与托管

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

从资产定价权看，保险资金主导长期信用债市场，共同基金主导公募指数与被动投资市场，对冲基金主导衍生品与高频交易市场，三类机构各自在细分领域掌握定价权，彼此难以替代。这些机构客户资金规模庞大、投融资需求稳定且多元化，既需要投行提供证券承销、并购咨询等基础服务，也依赖做市、清算等复杂交易服务。20 世纪 70 年代起高盛便聚焦机构客户需求，机构客户与第三方分销渠道客户管理规模占比基本超 60%，其中机构业务收入长期占据总收入近 40%，成为支撑其发展的核心动力。

图11: 高盛客户资产管理规模结构



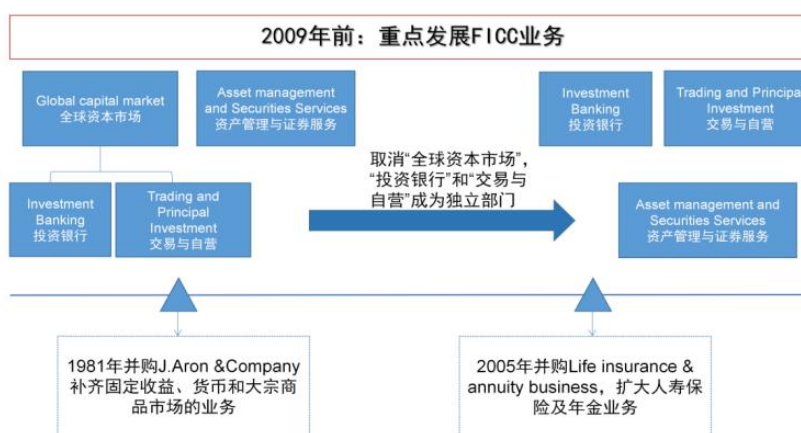
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## （二）发展历程

在美国市场机构化浪潮下，高盛围绕机构客户需求进行了一系列创新创设，强化内部合规与风险管理。从高盛百年发展历程来看，公司自 20 世纪 70 年代起以票

据经纪业务起步，聚焦机构客户需求，通过制定“高盛 14 条业务原则”推进改革，成为机构交易领军者，并设立“投行服务部”专业化服务客户，深耕机构证券业务。1980 至 1990 年不断拓展海外分支机构，同时强化固定收益、货币等机构核心业务线。2000 年后，美国投行自营业务的扩张得益于流动性宽松以及监管放松的双重驱动。2002 年，高盛撤销“全球银行与市场业务”板块，将“交易与自营业务”提升为一级部门，标志着自营及 FICC 业务从支撑职能转向核心盈利板块，与传统投行业务并列。2008 年金融危机后，美国投资银行自营业务遭遇监管重压，步入深度调整期。在 2009 年之前，随着机构投资者转型，高盛实现进一步突围，其业务发展脉络始终是围绕机构客户需求，进行相关产品和业务模式的创设。通过这些举措，高盛成功地将业务重心从传统的投资银行服务转向了资本中介和资本市场交易等重资产业务，为其长期的增长和成功奠定了基础。

图12: 2009 年前高盛的业务转型变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

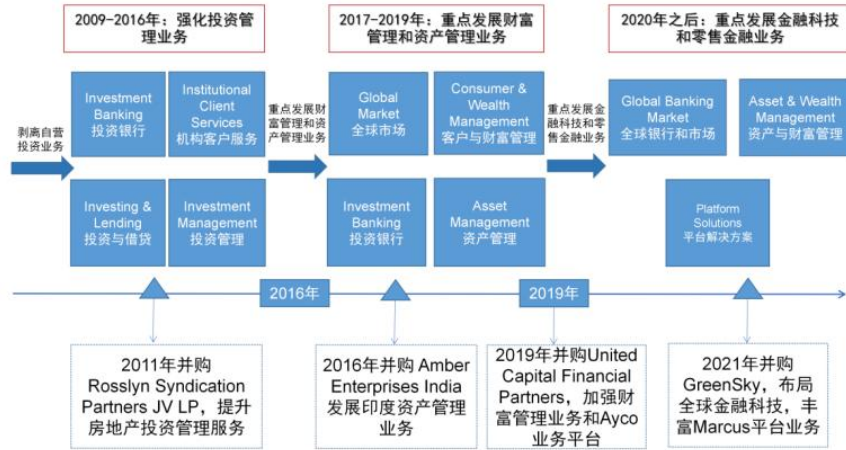
高盛专注改善客户服务，积极实施业务结构的转型，专注于服务中长期资金、提升投资回报，同时加大金融科技布局，以更好发挥自身功能，促进自身发展。2009 年，高盛进行了重要的业务调整，重点剥离自营投资业务。这一战略举措使得公司能够更加专注于客户需求，进而根据客户群体和市场需求，重新梳理并设立了投资银行、机构客户服务、交易与投资管理、投资及借贷等部门。随后，高盛将资产管理、财富管理业务视为中长期发展的重点，通过提供专业的资产管理和财富管理服务，满足中长期资金的需求。

此次调整主要围绕客户需求，将旗下业务划分为四大板块。从调整后的业务组织架构来看，剥离自营投资业务后，高盛将其余客需业务按照客户需求划分为四大业务板块，分别为投资银行、机构服务、投资&借贷，以及投资管理。从对应客户类型来看，投资银行业务主要服务于一二级市场企业客户的上市融资活动，机构服务定位服务于机构投资者的交易需求，证券服务线条被调整至机构服务板块，投资&借贷主要服务处于发展早期或未上市的企业客户的融资活动，投资管理主要向零售及机构客户提供投资组合产品。

在 2017 至 2019 年间，高盛将发展重点放在了财富管理和资产管理业务上，专注于服务中长期资金、提升投资回报。同时，高盛也展现了其对金融科技领域的前瞻性布局，通过并购 Honest Dollar，在全球金融科技领域迈出了重要步伐，并

利用科技手段提升价值发现能力。这一并购使高盛能够提供创新的数字退休储蓄平台和账户，满足客户对便捷金融服务的需求。

图13: 2009年后高盛的转型变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

为更好发挥功能性作用、服务科技创新，高盛进一步优化了其组织架构，适配“一个高盛”战略。2020年，高盛将投资银行和交易业务合并成“全球银行与市场”部门（GBM），将资产管理和财富管理业务合并成“资产和财富管理”部门（AWM），并将交易银行业务及银行技术平台等整合成“平台解决方案”部门，适配“一个高盛”（One GS）战略。其核心目标是打破部门壁垒，以客户为中心整合全球银行与市场与资产与财富管理两大核心板块，实现从“多业务孤岛”到“一体化金融平台”的根本性转变。

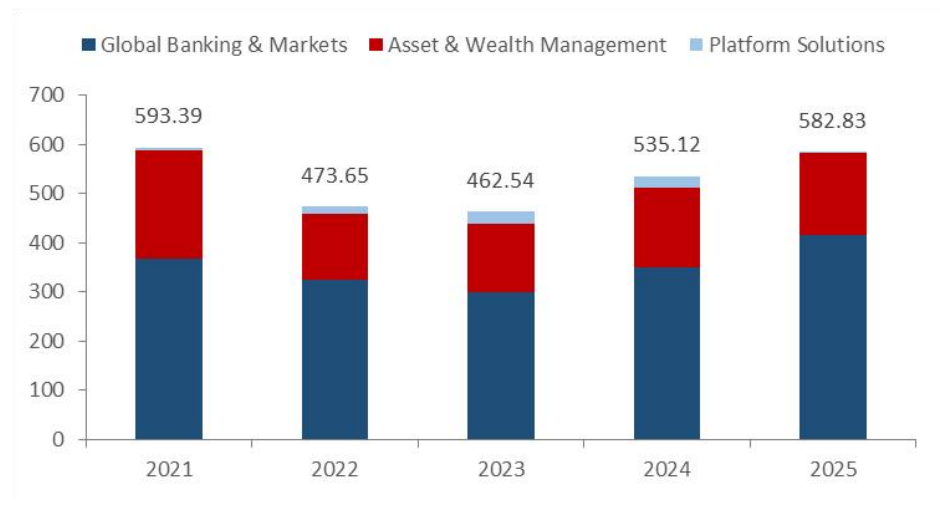
### （三）收入结构

全球投行行业在经历 2022-2023 年的调整后，在 2024 年进入复苏通道，2025 年呈现加速态势，为高盛提供了良好的外部环境。2024 年，高盛果断退出大众零售银行业务，重新聚焦核心领域——全球银行与市场业务及资产与财富管理业务，凭借清晰的战略定位与深厚的行业积累，成为 2026 年全球核心资产的重要标的。

高盛当前收入集中于三大业务板块，即全球银行与市场业务，包括投资银行佣金与费用、FICC 交易、权益相关业务收入；资产及财富管理，包括管理费、另类投资收益等；平台解决方案，包括交易银行、消费相关金融服务等。根据财报显示，2025 年，高盛业绩持续稳健增长：营收达 582.83 亿美元，同比增长 13.86%，稀释后 EPS 同比增速 30%，ROE 提升至 13.91%，较上年增加 2.2 个百分点。随着消费金融业务包袱逐步出清，公司盈利能力持续改善，估值体系正从传统周期投行向高质量增长标的缓慢切换。

2025 年，全球银行与市场业务 (GBM) 营收 414.53 亿美元，贡献率超 71%；资产与财富管理业务 (AWM) 营收 166.79 亿美元，贡献率超 28.5%，两大业务占比达 99.7%。全球银行与市场业务主要定位机构融资和机构交易业务，是核心收入和利润来源。

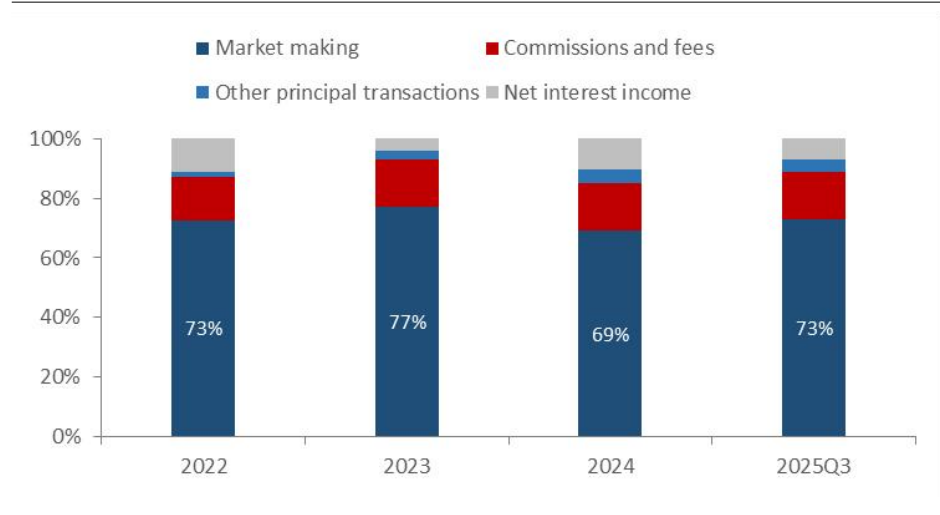
图14: 高盛三大主营业务营收情况（单位：亿美元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2025 年财报数据显示其整体营收结构清晰且机构相关业务占比突出，全球银行与市场业务收入占比达 71.12%。高盛机构证券业务权益板块以做市业务为绝对核心，这一服务中介模式直接塑造了其高度中性化的持仓结构。业务模式层面，根据 2025 年 Q3 数据显示，超 72% 的权益相关收入来源于做市业务，收入贡献占据主导地位同时，其做市产品种类丰富，权益类包括股票、基金、股票及股指的场内衍生品等，为客户提供全方位的流动性。

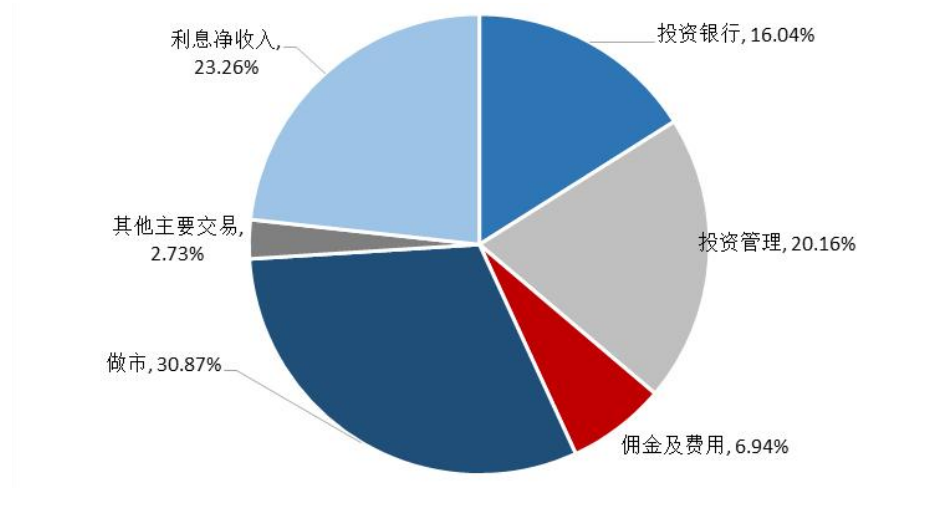
图15: 高盛机构证券业务权益板块收入结构图



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

从收入构成来看，做市业务的关键作用在于其贡献的稳定性。自 2021 年以来，做市业务收入占总收入的比例持续稳定在约 35%，有效对冲了其他类别（如利率及汇率产品）的周期性波动，成为平滑整体收入的“压舱石”。

图16: 2025 年高盛各细分业务营收结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### 三、摩根士丹利的企业金融服务定位

#### (一) 环境契机

美国长期维持以直接融资为主导的金融体系，债券发行、权益融资及私募股权投资等业务持续保持繁荣。众多企业在各个发展阶段均呈现出多元化的金融需求：初创阶段依赖于私募股权投资的支持，成长阶段仰赖股权融资以扩大规模，成熟阶段则需要并购咨询与债券发行等服务以优化资本结构。此种全周期需求为摩根士丹利的企业综合金融服务创造了广阔的市场空间，特别是自 2025 年以来，资本市场呈现复苏态势，并购与私募股权投资活动显著增加，进一步强化了其战略优势。

摩根士丹利实现了高净值客户与企业客户资源的双向转化，构建了“企业客户-高管与股东-高净值个人客户-综合财富管理”的闭环生态。根据公司财务报告数据，截至 2025 年末，摩根士丹利机构证券部门实现收入达 330.8 亿美元，其中投资银行业务实现净收入 76.19 亿美元，较去年同期增长 23.3%；具体而言，顾问费收入增长 21.4%，达到 28.88 亿美元，股权承销收入增长 23.5%，至 19.65 亿美元，债券承销收入增长 26.1%，达到 27.66 亿美元。该部门主导了超过 270 亿美元的重大项目，如：IBM 包括收购 Confluent Meta 交易及为 Hyperion 数据中心融资等多项重大交易。此类交易的受益方，例如企业创始人、高管及机构投资者等，被系统性地引入财富管理板块，促使财富管理部门在 2025 年全年实现营收 317.54 亿美元，创下历史新高，全年净新增资产超过 3,500 亿美元。

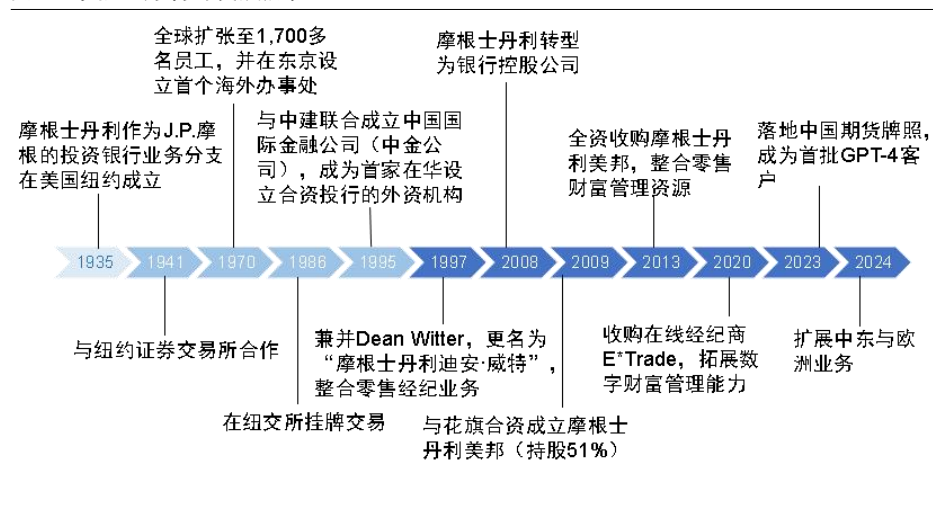
#### (二) 发展历程

摩根士丹利发展早期依托 J. P. 摩根资源，主要承销大型成熟企业的投行项目。摩根士丹利原为 J. P. 摩根旗下的投资银行部门，由于 1935 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》推出，规定美国金融业必须实行分业经营，自此摩根士丹利从 J. P. 摩根集团剥离，成为华尔街一家独立投行。20 世纪 70 年代起，随着纳斯达克推出，投行项目逐步转向新兴产业，摩根士丹利快速做出战略变化，进入人力和资本的快速扩张阶段，并在 90 年代通过收购进一步做大做强。

21 世纪以来摩根士丹利逐渐向全方位金融领域发展，致力于为客户提供一站式金融服务。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，原本证券部更名为机构证券，投资管理板块更名为资产管理。调整后，全球财富管理集团专注于为个人客户提供财务规划和投资咨询服务，机构证券业务主要为企业及机构客户提供证券服务，资产管理业务主要为集团、分支机构、财务顾问提供投资组合产品。除此之外，为集中力量投入高速发展中的机构证券业务，2006 年摩根士丹利剥离了信用卡业务。

2008 年金融危机后，摩根士丹利从传统投资银行模式加速向综合性金融服务集团转型，重点强化财富管理业务，以降低对高波动性投行业务的依赖。公司全面转向“买方投顾”模式，取代传统卖方销售体系，逐步将收入结构从以交易和承销为主，转向以稳定管理费和佣金收入为核心。截至 2025 年末，财富管理业务已成为其最大收入来源之一，收入贡献占比超 44%，全年营收达 318 亿美元。

图17: 摩根士丹利的发展历程



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### （三）收入结构

2007 年至今，摩根士丹利集中于三大业务板块：机构证券（主要服务对象包括企业、政府、金融机构以及高净值客户。该部门提供全方位的投资银行业务，如 IPO、并购咨询和融资服务，同时涵盖销售与交易、机构研究以及企业信贷等多元化服务。）、财富管理（面向个人、中小型企业以及大型机构客户，其财富管理业务提供经纪、投资咨询、财务规划、年金保险产品、信贷服务、退休计划服务以及银行服务等全方位金融服务。）、投资管理（为政府、企业、养老基金、主权财富基金、对冲基金、私募股权基金、保险公司及个人投资者等提供多元化的投资产品和服务。其服务范围涵盖股票、固定收益、流动性管理以及另类投资等）。

近年来摩根士丹利通过收购进一步发力布局财富管理及机构业务领域。2020 年，摩根士丹利宣布以 130 亿美元价格收购美国折扣券商 E-Trade，开始进军大众财富管理业务领域，财富管理业务贡献率占比达 60%。

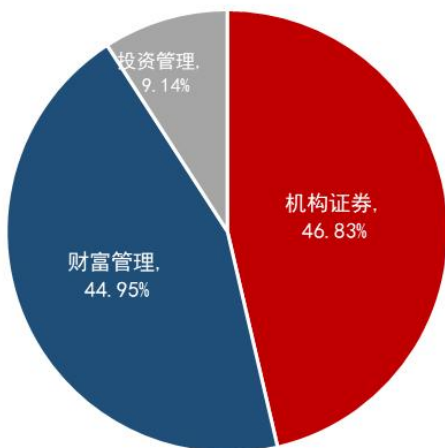
摩根士丹利三大业务板块间的协同效应正通过客户资源共享与产品深度嵌套实

现系统性价值倍增，尤其在财富管理与机构证券业务的双向引流中表现突出。财富管理板块持续扩大的客户资产规模为机构证券提供了稳定且高价值的潜在客户池。根据公司财报，截至 2025 年末，财富客户资产规模达 9.3 万亿美元，同比增长 14%，其中收费客户资产达 2.75 万亿美元，驱动管理费收入同比增长 12.88%。这一庞大的高净值客户基础，直接转化为对 IPO、可转债及并购咨询等高附加值投行业务的强劲需求。2025 年，摩根士丹利股票承销收入达 19.65 亿美元，同比增长 22.89%，固定收益承销收入 27.66 亿美元，同比增长 26.13%，均创同期新高，其背后正是财富管理客户对资本运作与资产配置升级的迫切需求所驱动。

与此同时，机构证券部门在股权与债券承销领域的活跃表现，亦反向强化了财富管理团队的专业能力，使其能为客户提供更具前瞻性的融资与退出路径建议。这种双向赋能不仅体现在交易量上，更反映在客户粘性提升上：2025 年全年，公司财富客户资产规模达到 9.3 万亿美元，长期净流入持续增长，印证了客户在财富管理、投资银行与资产管理间的多元化产品持有趋势。

从机构证券业务及财富管理业务收入分拆来看，销售交易及做市业务是机构证券业务收入的主要来源。虽然其收入规模受市场影响波动较大，但机构证券业务与财富管理业务营收依然成为稳定业绩的核心支柱，截至 2025 年末，两大业务营收占总营收比重的 91%。其中，机构证券业务营收达 330.8 亿美元，收入贡献占比超 46%；财富管理业务收入贡献占比超 44%，全年营收达 317.54 亿美元，客户总资产达 9.3 万亿美元，全年净新增资产超 3,500 亿美元。

图18: 摩根士丹利三大主营业务结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图19: 摩根士丹利三大主营业务营收情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 四、瑞银集团的高净值客户服务定位

### （一）环境契机

美国经济长期发展积累了规模庞大的高净值客户群体，这类客户对财富保值增值、资产全球配置、传承规划等需求日益复杂，传统财富管理服务已难以匹配。战后美国经济的持续繁荣催生了大量企业家、企业高管及专业人士，构成了可观的高净值人群基础；而全球金融市场的多元化发展与跨境资产流动的便利化，进一步

强化了高净值客户对专业化、全球化财富管理服务的诉求，为瑞银聚焦高净值财富管理业务创造了得天独厚的市场条件。

## （二）发展历程

瑞银集团（UBS）是全球领先的金融服务机构，更是全球规模最大、布局最广、产业链最完整的财富管理标杆，其发展历程跨越 160 余年，始终以并购整合与战略聚焦为核心主线，从依托瑞士本土根基的区域性银行，经多轮扩张、危机调整与模式升级，逐步跻身全球金融巨头行列，最终形成以财富管理为核心的轻资产、高壁垒核心竞争力，该业务的发展与集团整体演进深度融合、同频进阶。

瑞银的财富管理业务溯源至 1862 年集团初创之初，历经百余年积淀与战略深耕，形成了定位清晰、分层精细、产品高附加值的成熟业务模式：在客户定位上，精准锚定三大核心客群，即可投资产 5000 万美元以上的超高净值客户、200 万美元以上的高净值客户及 25-50 万美元的富裕客户；在服务产品上，重点布局全权代客理财、部分委托等委托类核心服务，同步配套抵押、质押、保证融资等高附加值借贷类产品，实现客群需求与产品服务的精准匹配。

瑞银集团高 C 端业务发展历经三个阶段：

**第一阶段，基础布局期（20 世纪 80 年代-2000 年）：**依托本土并购扩大客户覆盖，搭建财富顾问团队，重点服务瑞士本土高净值客户；1998 年合并与 2000 年普惠收购，为后续全球化打下基础。

**第二阶段，体系完善期（2001-2010 年）：**并购后推进专业化升级，成立 CIO 策略办公室，构建标准化服务与投资策略体系，同步开启跨境财富管理探索，实现从“规模扩张”到“质量提升”的转型。

**第三阶段，全球化扩张期（2011 年至今）：**契合“以财富管理为核心”的战略，依托全球网络拓展全球资产配置服务，通过收购海外财富管理机构扩大国际份额，形成“本土精细化服务+全球一体化资源”模式；2023 年收购瑞信后，进一步整合跨境资源，强化超高净值客户服务能力。

表2: 瑞银集团高 C 端业务发展历程

阶段划分	时间段	主要内容
第一阶段	基础布局期 (20 世纪 80 年代-2000 年)	依托本土并购扩大客户覆盖，搭建财富顾问团队，重点服务瑞士本土高净值客户；1998 年合并与 2000 年普惠收购，为后续全球化打下基础。
第二阶段	体系完善期 (2001-2010 年)	并购后推进专业化升级，成立 CIO 策略办公室，构建标准化服务与投资策略体系，同步开启跨境财富管理探索，实现从“规模扩张”到“质量提升”的转型。
第三阶段	全球化扩张期 (2011 年至今)	契合“以财富管理为核心”的战略，依托全球网络拓展全球资产配置服务，通过收购海外财富管理机构扩大国际份额，形成“本土精细化服务+全球一体化资源”模式；2023 年收购瑞信后，进一步整合跨境资源，强化超高净值客户服务能力。

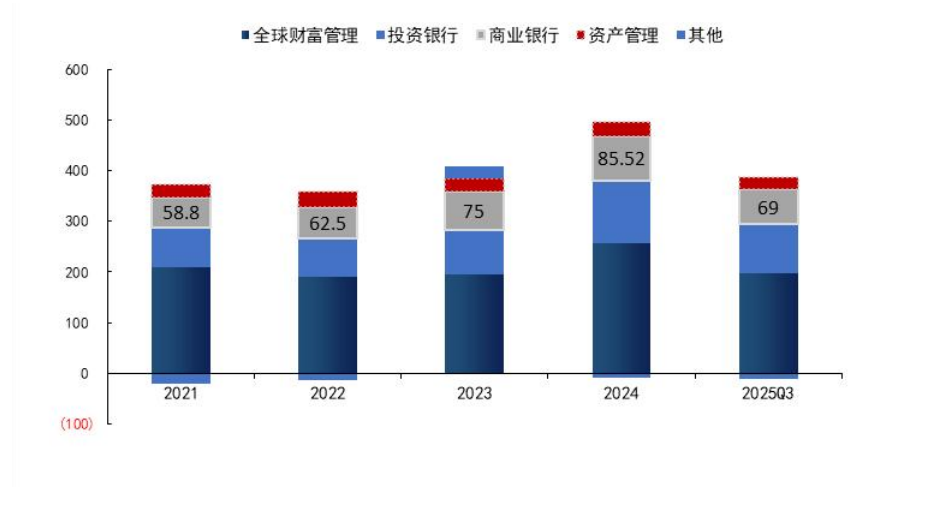
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## （三）收入结构

瑞银财富管理业务收入呈现“稳中有升、结构优化”的良好态势。2021 年至 2025 年前三季度，全球财富管理业务始终是集团第一大收入引擎，2024-2025 年营收占比稳定在 52%-53% 区间，核心驱动力来自客户资产净流入与交易/手续费收入增长；投资银行与个人和公司银行业务构成核心支撑，非核心及遗留业务占比持续收缩。非利息收入长期为营收主力，2023 年受瑞信合并影响出现阶段性波动，2025

年核心业务收入重回稳健增长轨道。

图20: 瑞银集团营收情况（单位：亿美元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 五、国内投行迈向全能投行的实践

在全球金融市场深度融合、客户需求多元化及监管体系不断完善的背景下，国内投行告别传统通道业务依赖，向“全业务协同、全客户覆盖、全周期服务”的全能投行转型已成行业共识。国内头部券商依托自身资源禀赋与战略定位，探索出差异化转型路径，为行业发展提供了宝贵经验。

### （一）中信证券：机构与投行业务双核心，构建协同生态

中信证券作为国内券商龙头，以机构业务与投行业务为核心，通过资源整合与协同运作，打造“投行+机构”双轮驱动模式，实现服务能力持续升级，其实践路径具有鲜明的标杆特征。

#### 1、机构业务：全球化科技赋能双轮并进

机构业务是中信证券夯实行业龙头地位的核心战略抓手，围绕产品供给、服务边界、科技赋能与全球化协同持续深化，既契合资本市场机构化、全球化的发展趋势，又能通过全链条服务深度绑定高价值客户，实现客户覆盖与收入规模稳步提升，成为其核心支柱业务。

**机构股票经纪业务：**境内外协同效应显著，境内覆盖各类专业机构投资者，公募基金分仓佣金收入多年稳居市场第一，QFII/RQFII 交易客户数量从 2020 年 219 家增至 2025 年上半年超 320 家；境外在亚太地区市场份额领先，通过 13 个国家及地区分支机构提供服务，实现从现金服务到资产服务、单一业务到多方协同驱动的转型。

**资产托管与基金服务：**紧抓大资管行业机遇，服务规模持续扩大，托管及外包服务产品数量从 2020 年 7476 只、8059 只增长至 2023 年 15014 只、16983 只，2024 年后聚焦优质客群，拓展新加坡市场并推出增值服务。2025 年上半年持续完善公募基金托管产品谱系，深化与优质私募证券管理人合作，通过构建产品销售、做

市、托管等全链条服务提升产品规模，服务质量稳步提升，适配公募、私募行业规范化发展趋势。

跨境与创新服务：推进全球机构业务一体化整合，打通跨境交易通道，拓展多元化业务类型。2025年，落实战略客户经营思路，通过机构主经纪数字平台加强过程管理，以资本引荐为核心工具提升经营质效，加强一二级市场联动合作，实现各客群业务增量突破。

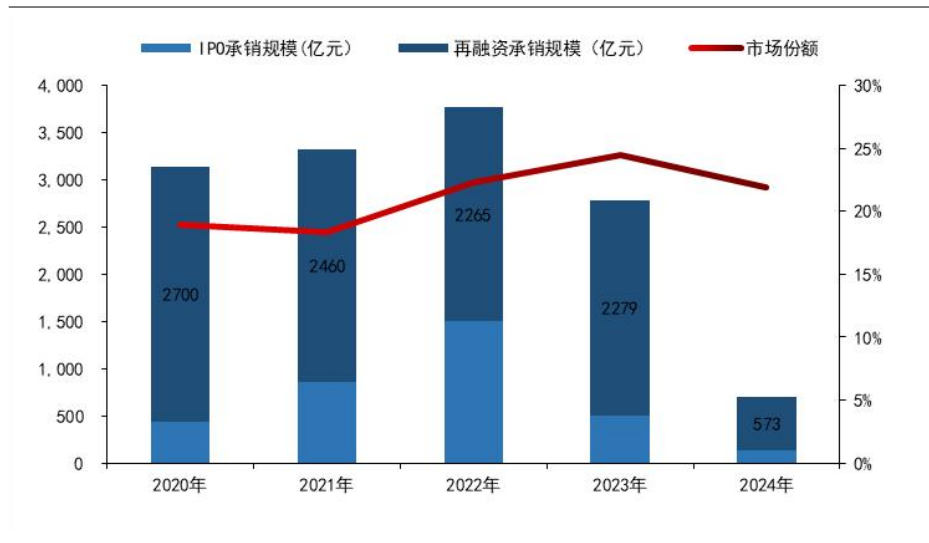
## 2、投行业务：全牌照优势凸显，境内外业务协同扩张

中信证券依托全牌照优势，在股权融资、债券融资、并购重组三大核心领域持续领跑，同时加速国际化布局，实现“境内深耕+境外拓展”双轨模式。

### (1) 股权融资：境内外市场联动，跨境服务能力持续升级

境内业务始终稳居行业第一。2020-2024年持续以高市场份额领跑A股主承销业务，即便2023年市场下行，仍以24.50%的份额保持第一；2025年上半年把握结构性增长机遇，完成A股主承销规模1485.28亿元，市场份额19.19%，顺利落地首批四家国有大行定增项目，科创板、创业板及北交所股权承销规模排名市场第一。境外业务重点布局新经济行业，市场覆盖从香港扩展至欧洲、东南亚、美国、印度等地区，业务结构更趋多元。

图21：中信证券A股市场承销规模均排名市场第一



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### (2) 债券融资：规模持续扩容，覆盖多元融资需求

境内承销规模逐年增长，2020-2024年持续位居全市场第一，2024年成为业内首家年度承销规模突破2万亿元的机构，2025年上半年科技创新债、绿色债券、乡村振兴债券承销规模均排名同业第一；境外业务竞争力快速提升，2023-2024年位居中资券商第一，2025年上半年完成160单项目，包括百度集团、国家电网等标杆项目，市场份额4.36%，排名市场第二。

### (3) 并购重组：服务产业升级，跨境协同深化

境内业务多年保持领先，完成多单央企重组与产业整合项目，2025年上半年完成6单重大资产重组交易，包括中航电测、瀚蓝环境等大型项目，交易单数排名市

场第一。跨境并购服务能力突出，覆盖全球主要经济体，2024 年完成 72 单全球并购项目，交易规模 300.19 亿美元；2025 年上半年参与瑞士龙沙集团资产转让、汇顶科技出售德国芯片公司等跨境项目，交易规模 209.62 亿美元。

### 3、组织结构与关键要素：动态优化配置，支撑业务升级

组织结构与资源配置优化是中信证券保障“投行+机构”双核心战略落地的关键支撑，通过构建专业化委员会体系、强化全球协同机制及筑牢全面风控防线，为全能投行转型提供坚实保障。

组织结构方面：构建以专业委员会为核心的管理架构，设立投资银行管理委员会、财富管理委员会等核心业务委员会，其中投资银行管理委员会实现对投行业务的精细化管理与深耕布局。为强化境内外协同，公司贯彻全球一体化管理理念，从客户资源、产品服务、IT 系统及中后台管理四大维度搭建协同机制，通过 13 个国家及地区的分支机构网络，实现全球业务资源共享与高效联动。通过全面梳理各部门业务类型与工作职责，细化制度流程体系，打破部门间业务壁垒，同步建立适配全业务链协同的考核机制，倒逼各业务线深度联动。

风险管理方面：建立三级风险管理体系，针对机构、投行及跨境业务特点，搭建专项风险管控机制，通过实时盯市、风险预警、压力测试等手段严控信用风险，风险抵御能力强劲。同时，设立首席风险官统筹全面风险管理工作，保障其独立性与履职权限，建立新业务评估流程，所有新业务需经内控部门审核通过后方可上线，筑牢合规经营底线。

## （二）中金公司：以“跨境、客需与杠杆”为核心，推进差异化转型

在国内投行向全能投行转型的浪潮中，中金公司依托自身的国际化基因与客需导向优势，聚焦跨境布局、客需业务与杠杆管理三大核心方向，在复杂市场环境中构筑差异化竞争壁垒。

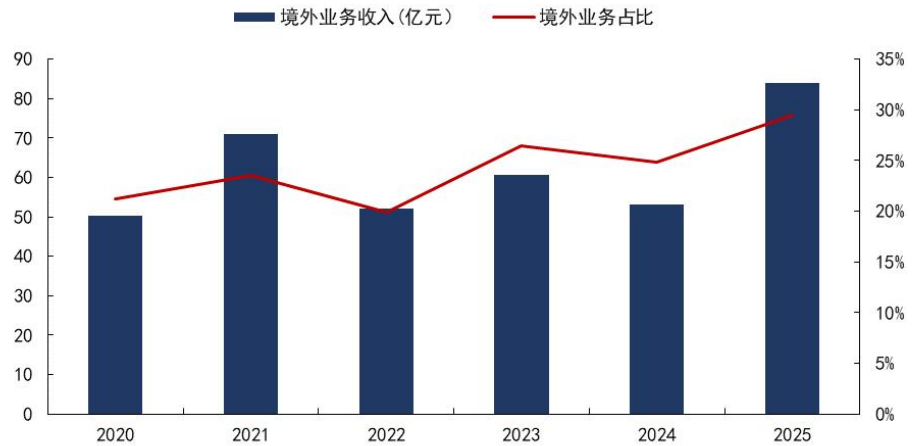
### 1、深耕跨境业务：构筑全球化服务壁垒，激活双向资本流动价值

中金公司跨境业务历经多年沉淀，从早期的基础跨境融资服务，逐步升级为“全球布局+全链条服务”的综合模式，核心指标实现持续突破。

#### （1）收入贡献

跨境业务收入占比从 2020 年 21%稳步提升，2025 年上半年境外业务收入达 40.24 亿元，占比升至 31.37%，首次突破 30%，成为公司最核心的收入增长引擎之一，为公司整体业绩增长提供了强劲支撑。

图22: 中金公司境外业务收入及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## (2) 全球布局

作为中金传统优势领域，跨境业务持续深化全球化布局，以中国内地和中国香港为双中心，联动纽约、新加坡、东京等核心节点，构建覆盖全球主要金融市场的服务网络，同时稳步拓展新兴市场据点，2025年5月迪拜国际金融中心分公司正式开业，成为中资券商在海湾地区的首家持牌分支机构，标志着其中东市场布局迈入实质性阶段。通过这一据点，中金联动当地资源与阿布扎比投资局等知名机构深化合作，搭建中阿双向投资桥梁，进一步完善全球服务版图。

## (3) 业务优势

跨境业务核心竞争力持续凸显，在港股IPO领域保持绝对领先地位，2025年前八个月港股IPO承销金额达266.83亿元，超2024年全年水平，较排名第二的机构优势悬殊。2025年，牵头完成的宁德时代以410.06亿港元的募资金额位列全球第二。境外债券承销、跨境并购等业务多点开花，中资企业境外债券承销规模稳居中资券商前列，2025年上半年牵头执行多宗重大跨境并购与债务重整项目，交易总额超328亿美元。在服务双向资本流动方面成效显著，2025年上半年，累计引入外资约1300亿元，覆盖境外央行及主权类机构超90家，QFII业务市占率连续22年位居市场首位。此外，积极助力人民币国际化，为港交所全部24支人民币双柜台股票提供做市服务，“债券通”“全球通”业务交易份额稳居前列，为跨境资本流动与人民币跨境使用提供高效支撑。

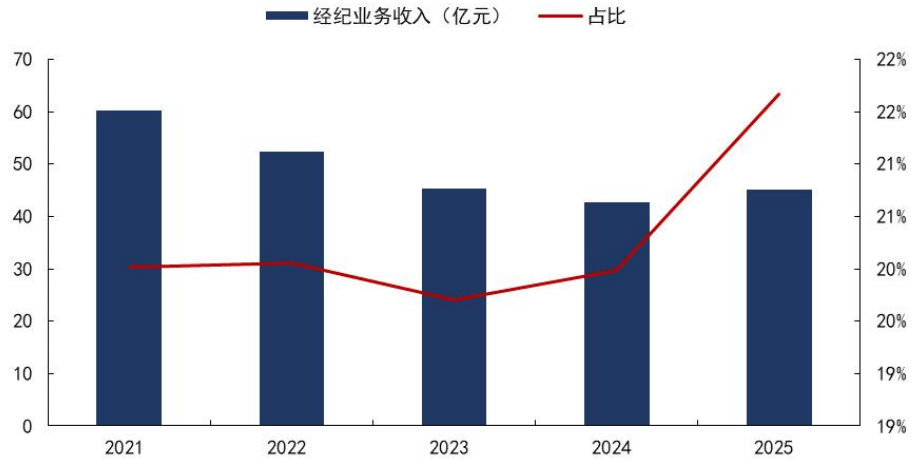
## 2、聚焦客需业务：深化买方转型，构建全链条服务生态

中金以客户需求为核心，持续深化客需业务布局，形成财富管理、资产管理两大核心板块协同发展的格局，推动服务模式从“产品导向”向“客户导向”全面升级，成为全能投行转型的坚实根基。

### (1) 财富管理：深耕买方投顾转型

2025年客需业务规模与质效同步提升，为公司业绩增长提供稳定支撑，经纪业务收入达45.16亿元，同比增长76%，占比提升至22%。

图23: 中金公司经纪业务收入及占比



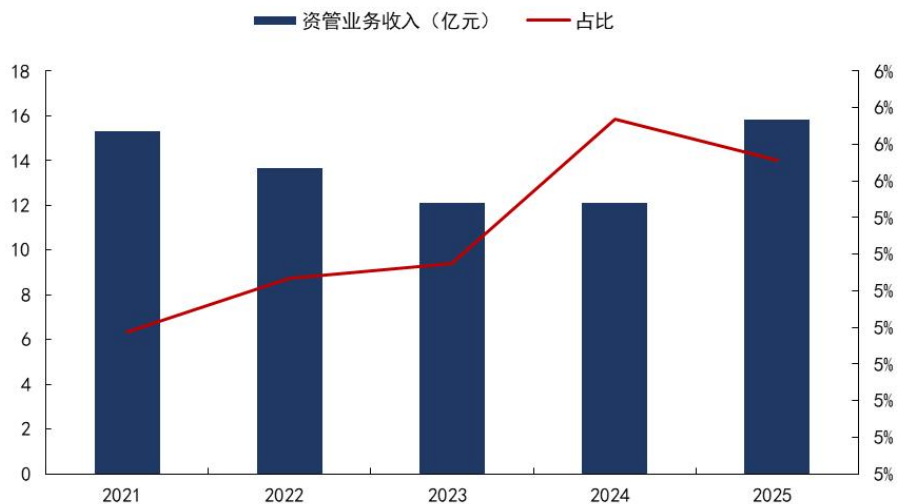
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

买方投顾成效显著。2025年上半年,买方投顾旗舰产品“中国50”保有规模增长至近1000亿元,创历史新高;客户基础持续扩容,中金财富全渠道管理客户达939万户,账户资产总值约3.4万亿元,不断推动个人交易创新服务,全新推出ETF50恒享,行业内首次探索基于ETF保有的收费、服务模式,创新交易业务累计签约客户超过39万人次,2025年净增超6万人次。

### (2) 资产管理: 多元化布局持续深化

资产管理业务巩固龙头地位,多元布局持续深化。2025年,资管业务实现收入10.62亿元,同比增长27%,占比长期稳定在5%-6%之间。

图24: 中金公司资管业务收入及占比

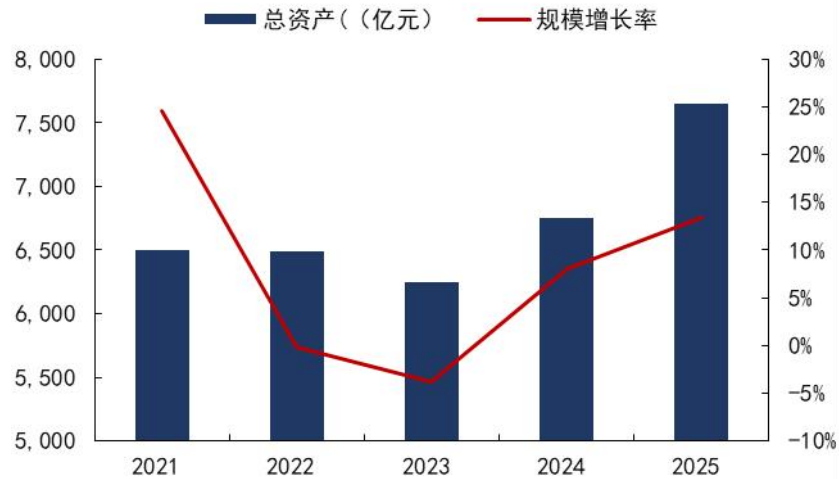


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3、优化杠杆策略: 稳健扩表提效, 赋能业务规模增长

中金秉持稳健经营理念，持续优化杠杆策略，以合理扩表支撑业务发展，同时精准调控资产结构，实现杠杆率与风险管控的动态平衡，为全能投行转型提供资本赋能。

图25: 中金公司总资产规模（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

杠杆资金精准投向核心业务，重点赋能投资业务与资本中介业务，形成高效的资本循环。投资业务作为业绩核心驱动力之一，2025年收入同比增长40%至142亿元，占营收比例达50%。资产配置结构持续优化，交易性金融资产、其他债权投资等板块稳步增长，自营资产布局兼顾收益性与安全性。在杠杆扩张过程中，中金强化风险管控体系，动态调整资产负债结构，2025年末母公司自营权益类、非权益类证券及衍生品与净资本比例保持合理区间，有效抵御市场波动风险，实现杠杆赋能与风险管控的良性互动，为业务持续增长筑牢安全防线。

## 投资建议

中资券商迈向全能投行，国际大型投行的发展具有借鉴意义。

第一，国际投行自营业务以FICC为核心，覆盖全球多资产类别。海外投行通过衍生品工具精准对冲风险，实现从“方向型投资”向“交易+做市”转型，收入占比控制在30%以内，盈利稳定性显著提升。国内券商自营业务占比普遍超50%，高度依赖权益市场涨跌，周期性较强。国内券商应优化业务结构，压降方向性权益投资占比，大力发展FICC做市和衍生品交易，丰富资产配置品类，通过对冲工具平滑业绩波动，提升抗周期能力。

第二，国际投行财富管理已成为核心收入来源。例如摩根士丹利相关业务占比达45%，采用AUM收费模式，费率稳定且客户粘性高，通过整合投行、资管与客户服务，提供一站式综合金融解决方案。国内券商仍以产品销售佣金为主。国内券商应加快从“卖方销售”向“买方投顾”转型，提升资产配置能力，打造全品类产品货架，深耕高净值客户，通过科技赋能提升服务效率，构建稳定盈利增长极。

第三，国际投行跨境业务收入占比普遍超60%。比如摩根士丹利海外业务占比近达74%，形成覆盖全球50+国家的网络布局，为客户提供跨境并购、离岸融资、全球资产配置等全链条服务。国内券商跨境业务仍集中在香港市场，业务单一且收入占比低。国内券商应跟随中企全球化步伐，加快海外网点布局，重点拓展东南亚、欧洲市场，完善

跨境投行、资管和交易体系，提升跨境风险管理能力，打造具有全球竞争力的综合金融服务平台。

表3: 国际投行与国内券商自营业务情况对比

代表机构	自营业务收入占比	主要品类
高盛	29%	FIGC（固定收益/外汇/大宗商品）、股票、ETF，覆盖全球多类资产，包括企业资产、房地产、私募股权、基础设施及私人信贷等
摩根士丹利	9.24%	以固定收益、外汇和大宗商品（FIGC）为核心，涵盖货币、利率、商品及股票等多市场交易，并运用衍生工具进行风险对冲
中信证券	56.62%	权益+FIGC 双轮驱动，跨境对冲与做市增强
中金公司	52.82%	聚焦权益套利+跨境衍生品+港股做市；与投行联动，服务中概股与跨境并购；衍生品定价与对冲能力行业领先
国泰海通	41%	“固收为基、权益增效、衍生品对冲”，摆脱传统“单一权益投资”模式，形成“权益业务+FIGC 业务”协同发力的格局，且客需型业务占比持续提升，从“方向性投资”向“交易+做市”多元拓展。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表4: 国际投行与国内券商财富管理业务情况对比

代表机构	财富管理业务收入占比	主要品类
高盛	29%	“一个高盛”战略有效整合了投资银行、资产管理和客户资本服务，显著增强客户黏性与收入稳定性。AWM 板块税前利润率稳定在 30%以上，AUM 达 3.45 万亿美元，创历史新高。财富管理业务呈现“美洲主导、亚太提速、中东突破”的新格局。
摩根士丹利	45%	AUM 达 9.3 万亿美元，买方投顾按 AUM 收费，费率约 0.5%-1.5%；产品以另类+跨境+ESG 为主，高净值客户人均资产超 3000 万美元；全球协同与科技赋能领先。为投行业务提供客户资源与资金支持，形成业务闭环。
瑞银	10.62%	AUM 为 4.7 万亿美元，其客户筛选采用地域+财富双重标准，重点覆盖美国、瑞士及大中华区的富裕客群，并通过高端定制投顾模式提供多元化产品服务。
中信证券	27%	全客群覆盖，托管 AUM 约 12 万亿元，财富管理相关业务（含资管、基金、产品保有）规模超 8,000 亿元；“信 e 投”APP 月活超 500 万，低佣金获客，控股华夏基金（规模 1.7 万亿元）构建全品货架。
中金公司	33%	高端定位，私行客户人均资产超 1500 万元，高净值贡献收入 70%+；2025 上半年买方投顾规模破 1000 亿元，产品以私募股权+海外资产为主，毛利率约 50%；“1+N”投顾服务，聚焦科技、医疗等高净值客群。
国泰海通	40.93%	数字化平台“君弘 APP”与“通财 APP”合并后月活用户达 1,558 万户，位居行业第一，并上线行业首个千亿参数多模态证券大模型“君弘灵犀”，提升智能化服务效率。通过分客群经营模式（如私人订制服务、企业家办公室），深化财富管理特色。2025 年上半年，私人订制服务资产规模增长 57.7%，金融产品月均保有规模达 4,530 亿元，同比增长 13.4%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表5: 国际投行与国内券商跨境业务情况对比

代表机构	境外业务收入占比	主要品类
高盛	62%	美洲（71%）、欧洲（22%）、亚太（7%），全球布局超 50 个国家，形成欧美（核心）、亚太、中东、拉美（辐射）的网络。其全球网络与牌照优势支撑其在跨境并购、离岸融资、全球资产配置中的主导地位。
摩根士丹利	74%	美洲（74%）、欧洲（12%）、亚太（14%），全球财富与机构客户网络领先。
中信证券	20.9%	香港（98%），少量伦敦、新加坡等。覆盖港股 IPO、跨境并购、衍生品等，中东与东南亚布局加速，经纪业务市场份额在亚太地区领先，深度参与中资企业离岸债发行与跨境并购，境外股权融资承销规模居中资券商前列。
中金公司	31.4%	香港（65%），建立了覆盖中国香港、纽约、伦敦、新加坡、法兰克福、东京、越南、迪拜在内的国际网络。
国泰海通	10.3%	海外布局已扩展至 17 个国家和地区，包括美国、英国、日本、澳大利亚等，中资券商中覆盖最广。依托海通证券境外客群资源，强化南向跨境业务，如港股承销、离岸债券等。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

为什么迈向现代投行后，国内头部券商的资本市场估值中枢应该提升，我们判断有下面三方面原因。

**一是形成客户尤其是超高净值和“超级企业”的客户粘性。**迈向现代投资银行的核心标志是从“交易通道提供者”向“全产业链价值创造者”的深刻转型，这种

转型首先体现在客户维度的深度绑定上。传统券商往往面临零售与机构客户极低的切换成本，导致佣金价格战频发，盈利稳定性较差。而现代投行通过打通投资银行、机构交易、衍生品与财富管理等业务条线，能够为核心客群提供一站式、全生命周期的综合金融服务解决方案。对于超高净值个人及其家族办公室，现代投行不仅能提供全球资产配置与集中托管服务，还能通过复杂的跨境衍生品和结构化产品满足其保值增值与风险隔离需求；对于企业客户特别是“超级企业”，现代投行则能提供从 IPO、再融资、并购重组到流动性管理、员工持股计划的全方位资本支持。这种深度嵌入客户战略发展乃至家族传承的深度服务模式，构建了极高的转换成本与坚实的竞争壁垒。强大的客户粘性不仅保障了存量业务的基本盘，更确保了未来各项创新业务落地时的首选合作地位，这种基于长期互生关系的稳定预期，能够有效平滑券商盈利的周期性波动，从而支撑估值体系从传统的周期股向弱周期的消费/服务类白马股靠拢，理应享受更高的估值溢价。

**二是有确定的利差和杠杆空间，ROE 中枢有望稳定在 10%以上。**中国证券行业过去估值中枢长期受到压制，其核心痛点在于盈利高度依赖方向性自营与市场成交量，导致 ROE 呈现出大开大合的强周期特征。而在迈向现代投行的进程中，随着资本中介、FICC（固定收益、货币及商品）、场外衍生品等重资本业务的战略比重不断提升，券商的盈利底层逻辑发生了根本性重构。这类业务的核心本质在于赚取确定的利差与中收，通过高效的资产负债管理、严密的对冲策略以及非方向性的做市交易，将原本暴露在市场风险下的“靠天吃饭”模式，转变为赚取低风险甚至无风险利差的“精耕细作”模式。在这种成熟的业务架构下，只要宏观经济保持正增长，投行便能凭借日益完善的金融工具体系持续放大经营杠杆，同时保持极低的信用与市场风险敞口。海外顶尖投行如高盛、摩根士丹利的长期实践证明，依托非方向性业务构筑的利差护城河，完全有能力将 ROE 中枢长期稳定在 10%甚至 15%以上的高位。对于资本市场而言，一旦中国证券行业整体展现出穿越牛熊的确定性盈利能力和稳定的高 ROE 中枢，市场定价逻辑将发生质变，直接打开估值向上修复的估值空间。

**三是更好地利用包括 AI 在内的科技工具，更集约化经营，发挥规模效应。**现代投资银行与传统券商的另一个分水岭，在于对前沿科技的深度融合以及由此催生的集约化经营模式，这为估值提升提供了显著的效率溢价支撑。在传统经营范式下，券商业务的扩张往往伴随着线性的人员编制增加与物理网点铺设，导致边际成本居高不下，难以形成真正的规模经济。而现代投行则将人工智能、大数据及高性能算力深度植入投研决策、量化交易、风险管理与财富管理推荐等核心业务场景。在机构业务端，基于 AI 算法的高频交易与智能做市系统能够以毫秒级的速度捕捉市场定价偏差，在承担极低风险的同时贡献海量利润；在财富管理端，智能投顾与自动化运营系统大幅降低了服务长尾客户以及超高净值客户的边际成本。这种由科技驱动的集约化经营，使得头部券商在实现业务规模跨越式扩张的同时，能够有效把控成本费用率，释放出巨大的经营杠杆。这种强大的成本控制能力与高效的内部管理架构，不仅直接转化为净利润率的提升，更意味着企业具备了强大的可复制性与广阔的市场边界，资本市场对于具备卓越科技赋能与集约化管理能力的现代金融服务巨头，历来愿意给予远超传统企业的估值水平。

**投资建议：**截至 2026 年 5 月 20 日，行业平均 PB 仅 1.24 倍，处于十年来 12% 分位，逾 10 家上市券商破净，安全边际高。2025 年及 2026Q1 行业净利润保持连续显著增长，业绩与估值形成罕见剪刀差，具备显著修复空间。

证券行业当前核心投资逻辑在于 ROE 中枢上移与估值体系重构。优质券商杠杆上限有望从当前 5 倍左右提升，行业 ROE 中枢有望向上突破，向国际成熟水平靠拢。同时，全面注册制深化、衍生品扩容、中长期资金入市等政策红利持续释放，将推动券商业务结构从通道型向资本中介和财富管理转型，降低盈利周期性。建议关注：综合实力领先的头部券商，优先推荐中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券，其资本实力

雄厚、风控体系完善，将率先受益于杠杆松绑和行业集中度提升，投行、衍生品和机构业务优势显著。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/E	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.08	3,865	2.40	2.65	10.85	9.82
601995.SH	中金公司	优于大市	34.36	1,659	2.47	2.77	13.91	12.41
601211.SH	国泰海通	优于大市	15.31	2,699	1.59	1.78	9.60	8.62
601688.SH	华泰证券	优于大市	18.57	1,676	2.14	2.39	8.68	7.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累非银板块核心业务盈利表现。

市场大幅波动风险：A股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及资管等核心业务收入。

金融监管政策收紧风险：资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。

行业竞争加剧风险：非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。

资金持续流出与流动性风险：市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。

标的业绩不及预期风险：推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032