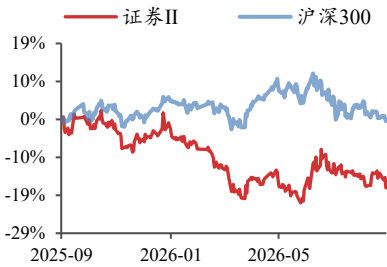


证券 II

2026 年 09 月 15 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《财富管理奏响时代强音，买方投顾进入加速期——券商财富管理深度研究》-2026.9.12

《券商中报预告超预期，高增背后的成长性尚未定价——行业点评报告》-2026.7.16

《预计中报全业务线增长，科创直投跟投放大弹性——上市券商中报前瞻》-2026.7.8

业务转型抬升 ROE 中枢，盈利持续性驱动估值重塑

——高盛与摩根士丹利深度复盘

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 从海外复盘经验，看好国内头部券商 ROE 改善带动的估值抬升

通过深度复盘高盛和大摩基本面和估值，我们得到业务结构改善带来的盈利持续性提升，是估值中枢抬升的核心驱动。近年来高盛、大摩在保持投行、财富管理核心优势的同时，推动业务转型，实现更高、更稳定的 ROE，盈利改善逐步获得估值认可。因此，我们看好国内头部券商重估机会：（1）大财富管理：资本市场回报与波动持续改善，叠加持续的低利率环境，资管产品保有与券商买方投顾规模增长空间广阔，带来持续性的费类收入；（2）国际业务：企业出海、机构跨境交易与风险管理的需求旺盛，头部券商投入加码，扩表带来可预期的收入增长；

（3）科创投行投资：IPO 及综合投行业务进一步向头部集中，投行作为企业客户入口可带动融资、交易、资管等全业务链收入，直投跟投贡献阶段性利润弹性。头部券商在三条业务主线上布局较深，客户与项目获取优势有望进一步转化为市场份额，叠加资本纪律改善，看好 ROE 中枢抬升带来的估值修复。推荐华泰证券、广发证券、中信证券、中金公司 H、国泰海通。

● 海外资本市场景气与投行经营改善共振，ROE 中枢上新台阶

高盛、摩根士丹利的盈利变化大体经历危机后下行、低位调整和中枢回升三个阶段。金融危机后，去杠杆和监管约束压低资本回报；2010—2017 年，两家公司持续调整业务结构，财富管理和资管逐步发展；2018 年以来，资本市场景气回升与业务转型成效共同推动盈利改善。2026H1 高盛、大摩年化 ROE 分别为 21.7%、20.9%。本轮 ROE 上行既有市场活跃度提升带来的 Beta，也有财富管理、资本中介业务结构以及经营效率改善带来的 Alpha。

● 财富管理增强盈利持续性，机构融资业务亦是高 ROE 稳定器

高盛和大摩业务结构不同，但近年来均通过业务转型推动 ROE 中枢和稳定性提升。高盛在保持投行和机构业务优势的同时，一方面财富管理转型逐步见效，另一方面机构业务收入结构更加多元，融资类业务占比提升，自营投资收入持续压缩，机构业务稳定性增强。大摩以财富管理和资管为核心，客户资产持续沉淀带动管理费和利息收入增长，财富管理轻资本、ROE 较高且波动更低，明显抬高集团盈利下限。两家公司路径不同，但无论财富管理还是机构业务，只要能够形成较高且稳定的 ROE，市场都会给予估值认可；其中财富管理资本占用更低、盈利波动更小，稳定性溢价更为明显。

● 高盛业务结构转型推动 PE 重估，大摩更早获得稳定性溢价

高盛 2021 年超级投行年和自营业绩高增带来的高 ROE 并未换来 PE 估值抬升，市场未对周期盈利波动做估值定价，2024 年开始，针对高盛一系列转型（去方向性，剥离亏损消费金融业务，私财转型见效，机构业务中融资类业务占比提升）下的 ROE 中枢抬升预期，市场给予 PE 估值抬升定价，PE 均值从 9 倍提升至 15 倍（2020-2022 年 vs 2023 年至今）。摩根士丹利财富管理转型带来的 ROE 中枢改善更早获得市场认可。2013 年以来，大摩持续做大财富管理，通过整合并购 Smith Barney、E*TRADE、Eaton Vance 扩大客户资产和资管规模，财富管理较高且稳定的 ROE 带动公司 PE 估值中枢抬升，PE 从 11 倍提升至 16 倍（2020-2022 年 vs 2023 年至今）。2021 年大摩 ROE 虽然低于高盛，但 PB、PE 估值水平均显著高于高盛，反映市场对盈利稳定性的估值溢价。股东回报方面，海外投行普遍重视回购，分红与回购共同构成股东资本回报。

● **风险提示：**资本市场大幅波动；利率及融资成本变化；业务转型与跨境业务发展不及预期；行业竞争加剧。

目 录

1、长周期复盘：市场景气与业务转型推动 ROE 中枢回升	4
2、业务模式：财富管理增强持续性，机构业务贡献弹性	10
2.1、机构业务：融资业务增强稳定性，资本中介业务保留市场弹性	11
2.2、投行业务：费率相对稳定，市场规模和份额决定收入弹性	13
2.3、财富/资管：大摩 WM 抬高 ROE 中枢，高盛 AWM 提升经常性收入占比	16
2.4、利息净收入分析：大摩以财富管理为主，高盛来源更偏机构融资与私行	20
2.5、总结：业务路径不同，但均指向更高、更稳定的 ROE	21
3、股价与估值：盈利持续性与资本回报支撑重估	22
4、国内启示：业务转型与份额提升打开成长空间	27
5、投资建议：关注国内头部盈利持续性改善，看好估值重估	31
6、风险提示	32

图表目录

图 1：2026H1 高盛 ROTE/ROE 分别为 23.4%/21.7%，盈利能力明显提升	4
图 2：外延并购使大摩 ROTCE 长期高于 ROE，2026H1 升至 26.8%	4
图 3：长周期视角下，海外投行 ROE 周期分为三大主要阶段	5
图 4：第一阶段承压，第二阶段转型+复苏	6
图 5：第三阶段财富管理和机构业务全面提升，经营效率持续提升	6
图 6：海外投行权益乘数 A/E：危机后去杠杆、近年温和回升	7
图 7：高盛 ROE 与 ROA 方向一致，ROA 改善决定 ROE 趋势	7
图 8：大摩 ROE 与 ROA 方向一致，财富转型抬高 ROA 中枢	7
图 9：高盛：2010 年后投行、资管和利息净收入提升，做市稳定，自营压缩，结构优化	8
图 10：大摩：2010 年后，财富管理和利息净收入占比持续扩张，盈利持续性突出	8
图 11：高盛 2017-2025 年全球银行与市场、资管财富管理板块营收占比演变及复合年化增长率	10
图 12：大摩机构证券、财富管理及投资管理收入结构与增速	10
图 13：机构业务由资本中介与融资业务构成，融资增强稳定性	11
图 14：高盛&大摩机构业务线 ROE	12
图 15：美国 IPO 募资额自 2022 年低点逐步回升	14
图 16：高盛投行收入结构：财务顾问（并购）占比较高（单位：百万美元）	14
图 17：大摩和高盛合计投行业务中，咨询类收入占比平均达到 44%	15
图 18：从 MS 三项业务分部的 ROE 趋势看，财富管理最稳定且更高	16
图 19：大摩 WM 收费资产扩张对冲费率下降	18
图 20：大摩 IMAUM 扩张快于费率下降	18
图 21：2020 年以来高盛、大摩相对标普 500 超额明显	22
图 22：2020 年以来高盛、大摩股价明显跑赢标普 500	23
图 23：大摩超额更早修复，高盛 2024 年以来弹性更强	23
图 24：高盛 2024 年以来 PE、PB 同步提升	24
图 25：大摩财富管理稳定性溢价更早兑现	24
图 26：高盛资本返还以回购为主	25
图 27：大摩分红率更高，回购同样重要	25
图 28：财富管理商业模式迁移：从交易佣金向基于客户资产的持续收费拓展	28

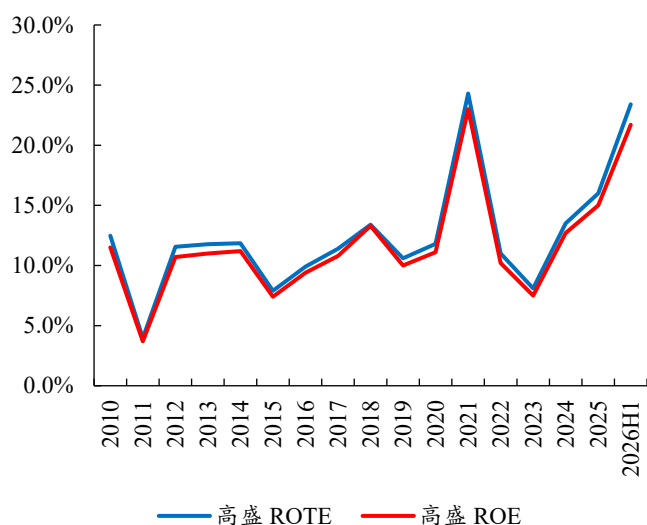
图 29: 投行积累企业客户, 带动融资、交易与资管业务.....	29
图 30: 业务转型、头部集中与资本管理共同支撑券商重估.....	30
表 1: 2017-2025 年高盛、摩根士丹利营收与核心经营成本增长对比 (CAGR)	6
表 2: 高盛 2025H1-2026H1 分科目收入、利润同比拆分及增长驱动.....	9
表 3: 2026H1 高盛主动扩表, 交易与客户融资相关资产贡献主要增量.....	9
表 4: 高盛融资类业务收入占比由 2017 年的 25% 升至 2025 年的 35%.....	11
表 5: 高盛 FICC、股票业务拆分: 客户中介业务 vs 融资业务商业模式对比.....	11
表 6: 股票业务和 FICC 业务线对比.....	12
表 7: 融资类、做市类业务一定程度对冲利率周期影响.....	12
表 8: 高盛长周期验证: 费率整体稳定, 收入波动主要由市场规模驱动.....	13
表 9: LBO 交易全流程中投行角色与对应收入来源拆解.....	15
表 10: 大摩财富管理收入结构: 管理费为主、净利息收入为辅, 多账户综合变现.....	16
表 11: 摩根士丹利 WM/IM、高盛 AWM 财富管理板块对比.....	17
表 12: 高盛 2025 年 AWM 收入以管理费和私行及贷款业务为主.....	17
表 13: 大摩投资管理规模扩张支撑管理费收入增长.....	18
表 14: 高盛 AWM 经常性收入占比由 2020 年的 59% 升至 2025 年的 89%.....	18
表 15: 高盛 AUS 2020-2025 年 CAGR 约 11%, 管理费率基本稳定.....	19
表 16: 高盛 AWM 收入结构: 管理费与私人银行及贷款业务贡献提升.....	19
表 17: 大摩 2025 年生息资产同比+10%, 客户应收款及其他同比+27%.....	20
表 18: 大摩 2025 年存款平均余额同比+10%, 平均成本率降至 2.8%.....	20
表 19: 高盛存款来源更加多元, 财富/交易银行及零售存款共同支撑负债端.....	21
表 20: 高盛与大摩商业模式对比: 财富管理抬高中枢, 机构业务贡献弹性, 投行获取客户.....	21
表 21: 2010 年至今分阶段: 高盛、摩根士丹利股价年化收益率、对标标普 500 总回报指数超额收益测算.....	22
表 22: 高盛与大摩分阶段股价表现及盈利、估值驱动.....	23
表 23: 海外投行估值框架梳理.....	25
表 24: 高盛与大摩分红率、股息率及总资本返还收益率比较.....	26
表 25: 国内三类增长抓手: 财富/资管、海外客需、综合投行共同支撑 ROE 改善.....	27
表 26: 大摩 2015-2025 收费类资产复合增速 13%, 抵消费率下降.....	27
表 27: 2026H1 头部券商国际业务延续高景气, 国际子公司扩表与盈利释放同步加速.....	28
表 28: 中外投行商业模式对比.....	29
表 29: 投行+投资: 投行获取企业客户, 直投/跟投放大收益弹性.....	30
表 30: 受益标的估值表.....	31

1、长周期复盘：市场景气与业务转型推动 ROE 中枢回升

高盛和大摩的 ROE 经历了危机后下行、低位调整和中枢回升三个阶段。2010-2017 年危机后资本与流动性约束加强，做市等业务面临调整压力，低利率环境亦制约部分利息收入；尽管财富管理、资管和投行业务逐步增长，两家公司整体 ROE 仍处于相对低位。2018 年以来，股市与利率环境更有利，叠加财富/资管、融资等业务扩张和费用效率改善，形成 Beta 与 Alpha 共振。长期看，ROE 方向更多由 ROA 决定，杠杆是放大器。

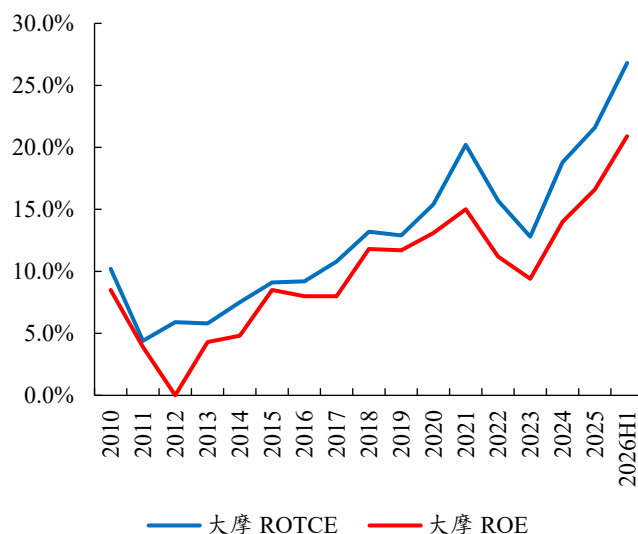
ROTE/ROTCE 较 ROE 更能反映并购较多的美国投行有形普通股资本回报，差异主要来自分母端剔除商誉及无形资产。高盛历史并购形成的商誉及无形资产相对较少，ROTE 与 ROE 差异有限；大摩先后整合 Smith Barney、E*TRADE 和 Eaton Vance，ROTCE 与 ROE 差距更大。2026H1 高盛年化 ROE/ROTE 约 21.7%/23.4%，大摩年化 ROE/ROTCE 约 20.9%/26.8%。

图1：2026H1 高盛 ROTE/ROE 分别为 23.4%/21.7%，盈利能力明显提升



数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

图2：外延并购使大摩 ROTCE 长期高于 ROE，2026H1 升至 26.8%



数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

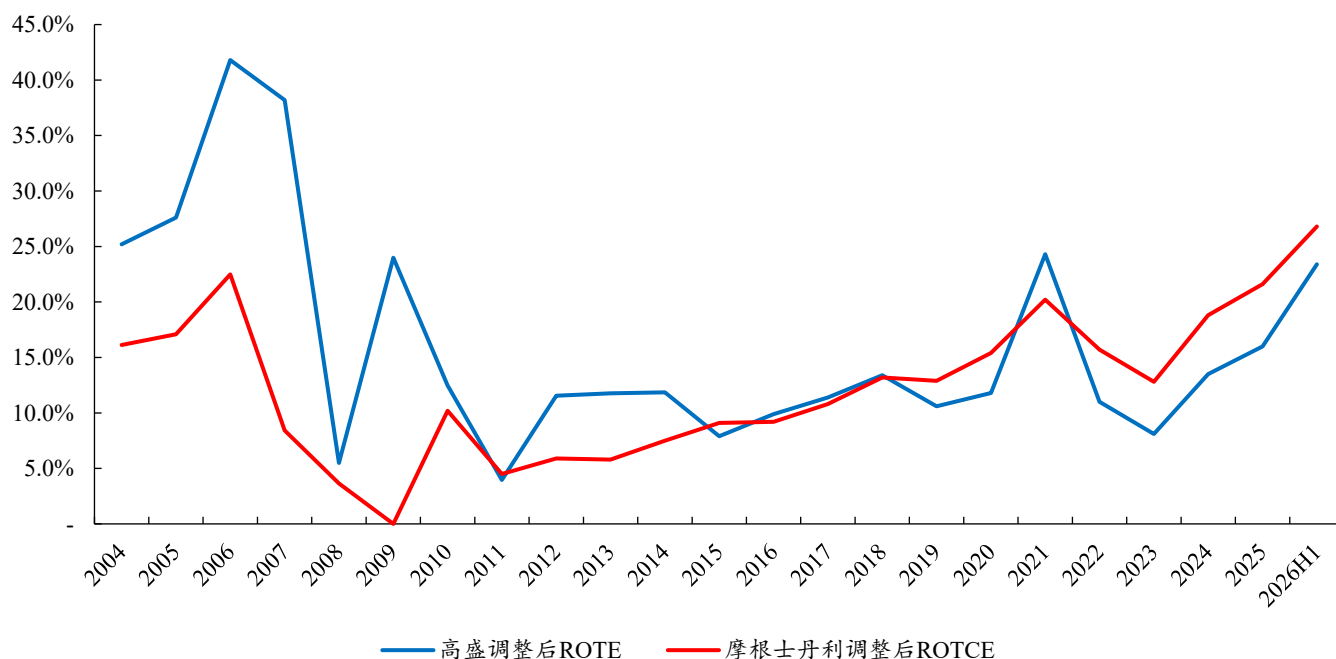
长周期看，两家公司 ROTE/ROTCE 大体可分为“危机后降轨—低位震荡—中枢抬升”三个阶段。

第一阶段（2004-2009 年）：金融危机推动去杠杆，ROE 快速下行。高盛危机前杠杆更低、风险对冲更及时，受次贷资产拖累相对较小；大摩机构证券业务和资产减值影响更大，盈利下行更明显。

第二阶段（2010-2017 年）：严监管叠加低利率、低 Beta，ROE 在低位震荡。危机后资本和流动性监管落地，重资本业务继续收缩，做市收入承压；慢牛环境下投行、财富和资管稳步增长但不足以驱动 ROE 明显抬升，大摩财富管理转型仍处投入和整合阶段。

第三阶段（2018-2026H1）：Beta 与 Alpha 共振，ROE 中枢重新上台阶。Beta 来自资本市场景气和更高利率环境：2020-2021 年交易、投行高景气，2022-2023 年市场回落但融资和利息净收入提供一定支撑，2024 年以来市场再度走强；Alpha 来自财富/资管、融资类业务占比提升、本金投资压降和经营效率改善。大摩依靠财富管理率先抬高 ROE 下限，高盛则在机构业务修复阶段体现更强上行弹性。

图3：长周期视角下，海外投行 ROE 周期分为三大主要阶段



数据来源：高盛官网、摩根士丹利官网、开源证券研究所

注：我们调整一次性税项损益、并购影响等因素，使 ROTE、ROTCE 更反映经常性盈利能力

图4：第一阶段承压，第二阶段转型+复苏

阶段	宏观、利率和股市环境	监管政策环境	ROE	归母净利润	财务指标驱动	战略关键词和业务分部
第一阶段： 2004—2010年 高杠杆放大收益，金融危机后去杠杆压低ROE，高盛强于大摩。	先加息、信用扩张和股市繁荣，2008年金融危机大幅降息至零利率和QE，2009年市场修复。	危机前资本和流动性约束宽松；危机后两家公司转为银行控股公司，并接受TARP等支持；2010年Dodd-Frank及Volcker Rule框架启动，监管转向限制自营交易，提高资本和流动性要求。	高盛：18.2%→10.4%，下降7.8pct。	高盛：45.5→77.2亿美元，CAGR+9.2%。	1) 净营收约209.5→389.7亿美元，CAGR约10.9%。主要来自交易证券及本金业务收入增加85亿美元，手续费及佣金类收入增加71亿美元。 2) ROA由0.86%小幅升至0.88%，但资产/普通股权益杠杆由21.2x降至11.9x，ROE下降主要由危机后去杠杆和权益资本扩张导致。	高盛：“批发投行+做市交易+本金投资”；业务分部以交易及本金投资业务为绝对核心。 2006年开始做空次贷衍生品，对冲了次贷风险。
			大摩：15.9%→6.9%，下降9.0pct。	大摩：44.9→35.9亿美元，CAGR-3.6%。	1) 净营收约237.7→316.3亿美元，CAGR约4.9%。主要增长来自交易收入约+38.7亿美元，资产管理收入约+35.5亿美元，投行及佣金收入合计约+34.6亿美元；NII约-28.5亿美元，部分与Discover信用卡业务剥离有关。 2) ROA由0.58%降至0.46%，杠杆由27.5x降至15.2x，盈利能力与杠杆共同下降。	大摩：“出售Discover等资产+Smith Barney合资+财富管理转型+压降FICC风险”。 次贷衍生品业务体量和持仓均更大，拖累盈利修复。
第二阶段： 2010—2017年 监管趋严，高盛承受FICC收缩，大摩兑现财富管理规模效应，大摩转型占优。	长期零利率、QE和经济温和复苏；美股进入长牛，市场波动率和利率长期偏低；2015—2017年美联储开始渐进加息。低波动和低利率压制FICC及息差，股市上涨则推动AUM和财富管理收入增长。	Dodd-Frank和Volcker Rule全面落地，同时实施CCAR、Basel III、LCR、SLR及TLAC。监管核心是提高资本、流动性及可处置性要求，限制自营交易并推动去杠杆。	高盛：10.4%→10.8%，2017年是调整后数据（美国税改产生44亿一次性税费影响）	高盛：77.1亿→80.9亿美元，CAGR+4.8%	高盛：净营收约389.7→327.3亿美元，CAGR-2.5%。其中做市及其他本金业务收入减少77亿美元，NII减少约26亿美元，是主要拖累；手续费及佣金类收入减少约32亿美元，其中投行和资产管理增长较好。ROA由0.9%升至1%，杠杆由11.9x降至10.5x，ROA稳定，去杠杆带来ROE小幅下降。	高盛：“压降FICC及资产负债表+资本轻型化+强化投行和资产管理+Marcus试水零售银行”。机构客户服务收入约218→119亿美元，是主要拖累；投行约48→74亿美元，投资管理约50→62亿美元，增长相对较好；L&L波动较大。
			大摩：6.9%→7.3%，上升0.4pct。	大摩：35.9→55.9亿美元，CAGR+6.5%。	大摩：净营收约316.3→379.5亿美元，CAGR+2.6%。主要来自财富管理收入约+38亿美元，NII约+24亿美元，交易收入约+17亿美元；交易佣金及投资收益偏弱。ROA由0.46%升至0.67%，杠杆由15.2x降至10.9x，经营回报改善抵消了持续去杠杆影响。	大摩：“完成Smith Barney全资产化+财富管理为战略枢纽+压缩固定收益资本”。财富管理收入约126→168亿美元，机构证券约162→188亿美元，均贡献增长；机构证券内部主要由股票和投行支撑，FICC偏弱；投资管理基本没有增长。

数据来源：Wind、高盛公司公告、摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

2017年以来，两家公司收入增长快于费用，经营效率改善进一步推动利润增长。2017-2025年高盛/大摩净营收CAGR分别约8.0%/8.1%，剔除交易执行费用后的核心经营成本CAGR约6.3%/7.0%，收入增速快于成本；大摩财富管理与投资管理收入合计超过五成，高盛AWM及融资类收入占比提升，业务结构同步改善。

图5：第三阶段财富管理和机构业务全面提升，经营效率持续提升

阶段	宏观、利率和股市环境	监管政策环境	ROE	归母净利润	财务指标驱动	战略关键词和业务分部
第三阶段： 2017—2025年 业务全面扩张，大摩财富管理转型深化ROE领跑	2018年加息及市场波动；2020年疫情后零利率、资本市场繁荣；2022—2023年快速加息并进入高利率环境；2024—2025年股市上涨、交易和投行业务修复。 高利率推动利息净收入提升，股市上涨推动财富管理AUM相关收入增长，市场活跃度提升推动交易与投行收入。	Volcker规则适度简化(放松)；2023年提出Basel III Endgame方案(收紧)，监管继续聚焦资本、流动性和操作风险；2025年开始重新校准eSLR(放松杠杆率硬性约束)。整体表现为监管约束仍强，但边际上由持续收紧转向结构性优化。	高盛：10.8%→13.2%，上升2.4pct。	高盛：81→163.0亿美元，CAGR+9.2%。	高盛：净营收约327.3→582.8亿美元，CAGR+7.5%。主要增量为NII约+106亿美元，手续费及佣金类收入约+89亿美元，财富和资产管理贡献最大；交易及本金业务收入约+60亿美元。ROA整体持平于0.90-1%，杠杆由10.5x升至14.1x，适度加杠杆推动ROE回升。	高盛：“One Goldman Sachs+扩大AWM/AUS和经常性管理费+收缩消费者业务”。GBM仍是最大利润引擎；AWM成为第二增长曲线。
			大摩：7.3%→15.0%，上升7.7pct。	大摩：55.9→162.5亿美元，CAGR+14.3%。	大摩：净营收约379.5→706.5亿美元，CAGR+8.1%。主要增量为资产管理收入约+133亿美元、交易收入约+74亿美元，NII约+67亿美元，投行及佣金收入分别约+22和+19亿美元。ROA由0.67%升至1.23%，杠杆由10.9x升至12.2x，ROA提升仍是ROE上行的核心，杠杆提供辅助贡献。	大摩：“E*TRADE+Eaton Vance并购+WM/IM平台化”。财富管理收入约168→318亿美元，是最稳定、最大的增量；机构证券约188→331亿美元，提供资本市场弹性；投资管理约26→65亿美元，并购后规模明显提升。

数据来源：Wind、高盛公司公告、摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表1：2017-2025年高盛、摩根士丹利营收与核心经营成本增长对比（CAGR）

亿美元	指标	2017年	2025年	2017—2025 CAGR	亿美元	2017年	2025年	2017—2025 CAGR
高盛（调整后）	净营收	327.3	605.4	8.00%	摩根士丹利	379.5	706.5	8.10%
	原总营业费用	209.4	375.1	7.60%		275.4	483.4	7.30%
	减：交易执行相关费用	-28.8	-80	——		-20.9	-46.8	——
	剔除交易执行后的核心经营成本	180.7	295.1	6.30%		254.5	436.6	7.00%

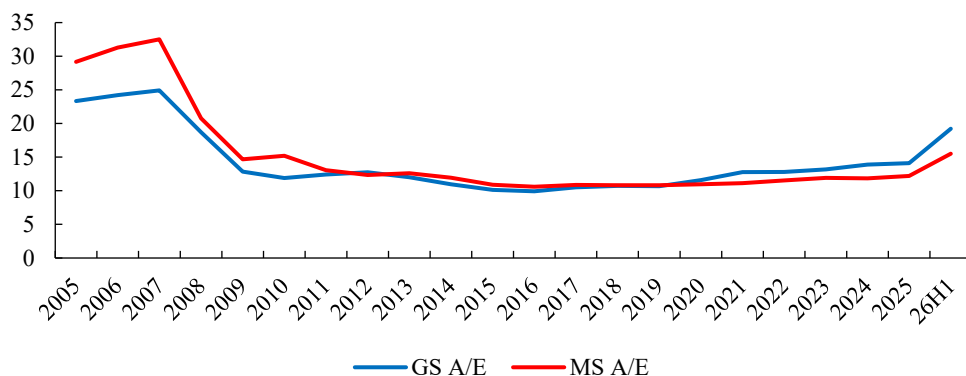
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

亿美元	指标	2017 年	2025 年	2017—2025 CAGR	亿美元	2017 年	2025 年	2017—2025 CAGR
	其中：薪酬及福利	116.5	189.1	6.20%		171.7	292.2	6.90%
	其中：非薪酬、非交易 执行费用	64.1	106	6.50%		82.8	144.5	7.20%
	薪酬收入比	35.60%	31.20%	下降 4.4pct		45.20%	41.40%	下降 3.9pct
	调整后核心成本率	55.20%	48.70%	下降 6.5pct		67.10%	61.80%	下降 5.3pct

数据来源：高盛公司公告、摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

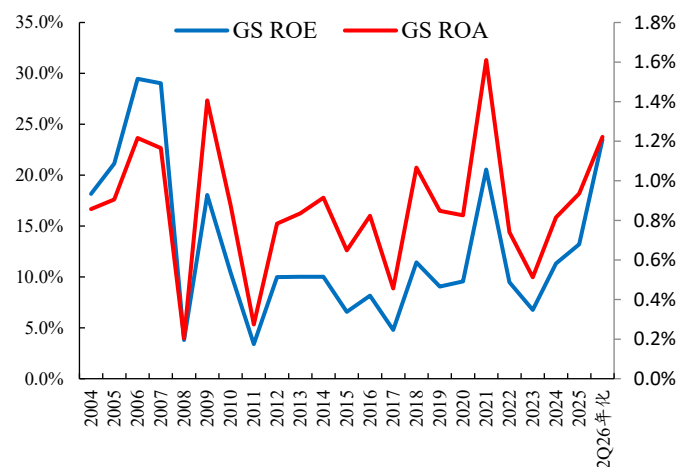
从财务拆解看，ROA 与权益乘数共同影响 ROE，危机后不同阶段的主导因素有所变化。危机后去杠杆是 ROE 中枢降轨的重要原因；2010 年以来杠杆相对稳定后，ROE 与 ROA 变化更为一致。近年两家公司伴随客需业务扩张重新温和加杠杆，ROA 改善与权益乘数回升共同推动 ROE 上行。

图6：海外投行权益乘数 A/E：危机后去杠杆、近年温和回升



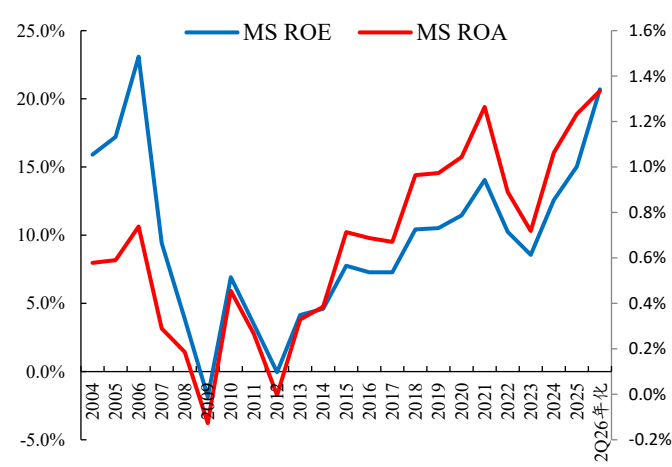
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：高盛 ROE 与 ROA 方向一致，ROA 改善决定 ROE 趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：大摩 ROE 与 ROA 方向一致，财富转型抬高 ROA 中枢

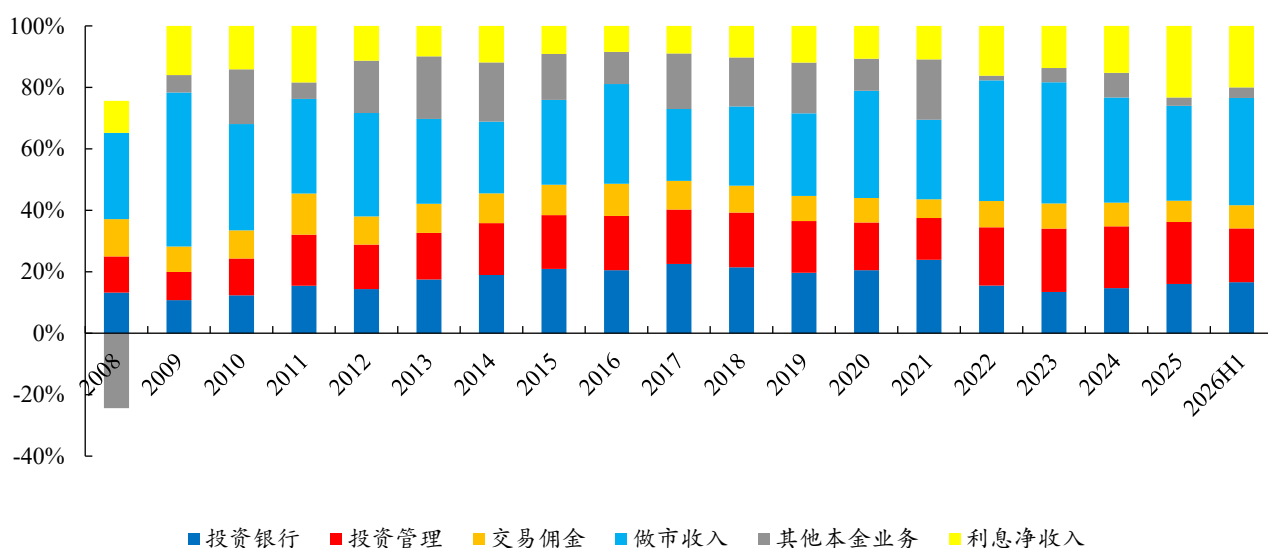


数据来源：Wind、开源证券研究所

高盛长期以机构业务为核心，近年来降低本金投资贡献，提高客户融资与资管收费收入占比。2010-2025 年投行和投资管理收入占比提升，其他本金业务占比由 17.8% 降至 2.7%；2022 年以来公司进一步压降历史本金投资，并将更多资本配置到 GB&M 客户融资及 AWM 等业务。结构优化并未消除周期性，但提高了 ROE 下限和盈利持续性。

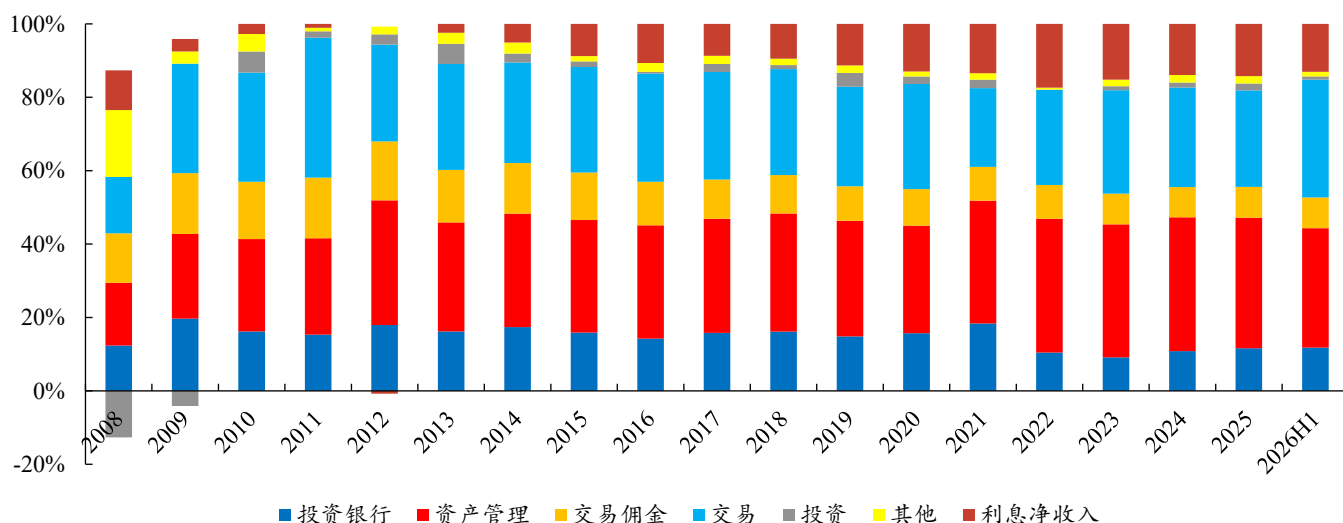
大摩财富管理与资管扩大持续性收入，机构证券业务贡献市场回暖时的盈利弹性。2010-2025 年资产管理类收入和利息净收入占比持续提升，交易佣金和投资收入占比下降；即使 2022-2023 年资本市场承压，ROE 仍高于转型早期水平，体现财富管理对盈利下限的支撑。

图9：高盛：2010 年后投行、资管和利息净收入提升，做市稳定，自营压缩，结构优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：大摩：2010 年后，财富管理和利息净收入占比持续扩张，盈利持续性突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

2026H1 两家公司 ROE 继续提升，资本市场活跃带动投行与交易收入增长。以高盛为例，净营收同比+27%，其中投行、做市收入同比+52%/+25%，是主要增量；投资管理和利息净收入同比+17%/+25%，提供结构性支撑。费用同比+20%，低于收入增速，经营杠杆继续释放。资产端看，高盛总资产同比+18%，交易资产、客户及其他应收款和证券借贷相关资产是主要增量，扩表更多服务做市、主经纪商及客户融资需求。

表2：高盛 2025H1-2026H1 分科目收入、利润同比拆分及增长驱动

亿美元	会计科目	2025H1	2026H1	同比增量	同比增幅	核心增长原因
一级合计	净营收	296	376	79	27%	GBM 是核心驱动，股票、投行及 FICC 均增长；财富管理收入亦有提升
一级组成	非利息收入合计	236	301	64	27%	投资银行、做市、投资管理及佣金收入全面增长
二级	投资银行收入	41	62	21	52%	并购顾问、股票承销和债券承销共同增长；其中股票承销增幅最大，受 IPO 和增发活动恢复
二级	投资管理收入	56	66	10	17%	平均管理资产规模上升，管理费增加；市场上涨、资金净流入及 Innovator Capital 收购均有贡献
二级	佣金及手续费	24	29	4	18%	股票、衍生品和客户交易活动增加，带动交易执行与清算佣金增长
二级	做市收入	105	131	26	25%	最大增量来源：主要由股票衍生品、现金股票及客户做市活动增长推动，FICC 做市亦有一定贡献
二级	其他本金交易收入	11	13	2	24%	私募股权等投资的净收益增加，但该科目通常存在较大市场波动性
一级组成	净利息收入 NII	60	75	15	25%	股票融资、证券借贷、主经纪业务及贷款规模扩大，生息资产增长快于利息负债成本
利润桥接项	营业费用	184	221	37	20%	主要是业绩改善带来的薪酬费用增长，以及交易量增长带来的交易相关费用增加
利润指标	利润总额/税前利润	106	150	44	42%	净营收增加 79.20 亿美元、拨备减少 2.54 亿美元，扣除营业费用增加 37.30 亿美元后，税前利润增加 44.44 亿美元
补充指标	普通股股东净利润	81	118	37	47%	普通股净利润增速略高于整体净利润

数据来源：Wind、高盛公司公告、开源证券研究所

表3：2026H1 高盛主动扩表，交易与客户融资相关资产贡献主要增量

亿美元	资产科目	2026 年 6 月末	增加额	同比增量	占总资产增量	增长驱动
总计	总资产	21277	3184	18%	100%	全球银行与市场业务主动扩表，交易、做市、主经纪及客户融资活动明显增长
一级类别	抵押协议资产小计	3658	316	10%	10%	主要由证券借贷和主经纪客户活动增加推动
二级，抵押物	借入证券	2446	364	18%	11%	对冲基金客户、股票卖空、证券借贷和主经纪业务增长
一级科目	客户及其他应收款	2303	444	24%	14%	主经纪客户融资、保证金、交易结算及经纪商应收款增加
一级科目	交易资产	7891	1323	20%	42%	最大增量来源：股票、债券和衍生品交易头寸增加
一级类别	投资类资产小计	2556	614	32%	19%	主要是美国国债债券增加，具有流动性管理和资产负债管理属性
二级，投资类	可供出售证券 AFS	1556	564	57%	18%	投资类资产增长的绝大部分，主要为美国国债债券配置增加

数据来源：Wind、高盛公司公告、开源证券研究所

2、业务模式：财富管理增强持续性，机构业务贡献弹性

高盛与大摩的业务结构差异决定了 ROE 的弹性与稳定性：高盛机构业务更强，大摩财富管理更强。2025 年高盛 GB&M 贡献约七成收入，股票业务、FICC 和投行是核心；大摩 IS 占比约 47%，WM+IM 合计超过五成。高盛盈利对资本市场景气更为敏感，大摩财富管理收入占比较高，盈利相对稳定。

从增长驱动看，两家公司均在扩大管理费和客户融资相关收入。高盛 AWM 管理费、私人银行及贷款增长较快，GB&M 中融资业务占比提升；大摩 WM/IM 依靠客户资产和 AUM 扩张带动管理费及利息净收入增长。

图11：高盛 2017–2025 年全球银行与市场、资管财富管理板块营收占比演变及复合年化增长率

高盛	英文名称/缩写	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	2017-2025 8年CAGR
合并净收入	Firmwide Net Revenues	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	7.8%
全球银行与市场	GBM - Global Banking & Markets	60.1%	59.2%	61.2%	68.4%	62.3%	69.2%	64.8%	65.5%	71.1%	75.2%	10.0%
投资银行手续费	Investment Banking Fees	23.0%	21.9%	20.8%	20.4%	23.8%	15.5%	13.4%	14.4%	16.0%	16.6%	3.0%
固收、外汇及大宗商品	FICC	16.5%	16.8%	20.2%	25.7%	18.1%	31.2%	26.3%	24.9%	24.9%	22.9%	13.4%
股票业务	Equities	20.6%	20.5%	20.2%	22.2%	19.8%	23.2%	25.0%	25.1%	28.4%	33.9%	12.2%
其他	Other	-	-	-	0.1%	0.7%	(0.7%)	0.2%	1.0%	1.8%	1.8%	
资产与财富管理	AWM Asset & Wealth Management	39.9%	40.8%	38.8%	30.9%	37.0%	28.3%	30.7%	30.5%	28.6%	23.1%	3.4%
管理及其他费用	Management and Other Fees	17.1%	16.1%	16.6%	15.1%	13.0%	18.5%	20.5%	19.5%	19.8%	17.1%	9.7%
激励费	Incentive Fees	1.3%	2.3%	0.6%	0.9%	1.0%	0.8%	0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	2.0%
私人银行及贷款	Private Banking and Lending	2.5%	2.3%	2.1%	3.1%	2.8%	5.2%	5.6%	5.4%	5.7%	3.5%	19.8%
投资收益	Investments				11.7%	20.1%	3.8%	4.3%	4.9%	2.2%	1.7%	
平台解决方案	PS - Platform Solutions	-	-	-	0.7%	0.7%	2.5%	4.4%	4.0%	0.3%	1.7%	

数据来源：Wind、高盛公司公告、开源证券研究所

图12：大摩机构证券、财富管理及投资管理收入结构与增速

大摩	英文名称/缩写	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	2017-2025 8年CAGR
合并净收入	Firmwide Net Revenues	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	8.1%
机构证券	IS - Institutional Securities	49.6%	51.3%	48.2%	54.3%	49.9%	45.5%	42.6%	45.5%	46.8%	51.9%	7.3%
投资银行	Investment Banking	14.6%	15.2%	13.8%	14.8%	17.2%	9.8%	8.5%	10.0%	10.8%	10.9%	4.1%
股票业务	Equity	21.0%	22.5%	19.6%	20.3%	19.1%	20.1%	18.4%	19.8%	22.1%	27.3%	8.8%
固定收益业务	Fixed Income	13.0%	13.3%	14.4%	18.1%	12.6%	16.8%	14.2%	13.6%	12.3%	13.9%	7.4%
其他/调节项	Other / Reconciliation	1.0%	0.4%	0.2%	1.0%	1.0%	(1.2%)	1.5%	2.0%	1.6%	(0.1%)	-
财富管理	WM - Wealth Management	44.4%	43.0%	42.8%	39.1%	40.6%	45.5%	48.5%	46.0%	44.9%	41.4%	8.3%
资产管理收入	Asset Management Revenues	24.6%	25.3%	24.6%	22.5%	23.4%	25.8%	25.9%	26.7%	26.4%	24.7%	9.0%
交易型收入	Transactional Revenues	8.2%	6.4%	7.2%	7.6%	7.1%	4.6%	6.6%	6.3%	6.5%	5.5%	4.9%
净利息收入	Net Interest Income	10.8%	10.7%	10.2%	8.2%	9.0%	13.8%	15.0%	11.8%	11.2%	10.6%	8.5%
其他	Other	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	0.9%	0.8%	11.1%
投资管理	IM - Investment Management	6.8%	6.8%	9.1%	7.7%	10.4%	10.0%	9.9%	9.5%	9.2%	7.6%	12.3%
资产管理及相关费用	Asset Management and Related Fees	5.8%	6.2%	6.3%	6.2%	9.3%	9.9%	9.7%	9.1%	8.6%	7.2%	13.5%
业绩报酬及其他	Performance-based Income and Other	(0.1%)	0.7%	2.7%	1.5%	1.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	

数据来源：Wind、摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

2.1、机构业务：融资业务增强稳定性，资本中介业务保留市场弹性

海外投行机构业务（不含投行）主要由股票业务和 FICC 构成，盈利模式可进一步分为资本中介和融资类。资本中介围绕客户交易、做市和风险管理需求赚取佣金与价差，主要受成交、波动率和市占率影响；融资业务包括主经纪商、保证金融资、证券借贷以及 FICC 结构化/资产支持融资等，主要由融资余额、利差和资金成本驱动。

图13：机构业务由资本中介与融资业务构成，融资增强稳定性

$$\begin{aligned} \text{Markets 收入} &\approx \text{客户流量} \times \text{价差} \times \text{市场份额} \\ &+ \text{融资余额} \times \text{利差} \\ &+ \text{衍生品及风险管理收入} \end{aligned}$$

资料来源：开源证券研究所

表4：高盛融资类业务收入占比由 2017 年的 25% 升至 2025 年的 35%

高盛	2017 年	2019 年	2021 年	2023 年	2025 年
FICC 总收入	49%	47%	47%	51%	45%
FICC 资本中介	40%	39%	39%	39%	32%
FICC 融资类业务	9%	9%	8%	12%	13%
股票交易总收入	48%	47%	52%	49%	51%
股票资本中介业务	32%	28%	34%	27%	29%
股票融资业务	16%	19%	18%	21%	22%
其他	3%	5%	1%	0%	3%

数据来源：Wind、高盛公司公告、开源证券研究所

高盛机构业务的一个显著变化是融资类业务占比提升。FICC+股票融资业务占相关业务收入比重由 2017 年的约 25% 升至 2025 年的约 35%，增加了客户融资余额相关收入，对纯交易型收入形成补充。

表5：高盛 FICC、股票业务拆分：客户中介业务 vs 融资业务商业模式对比

业务	资本中介：客户流	融资类业务：资产负债表
FICC	利率、信用、外汇、商品等客户执行、做市、衍生品风险管理	抵押融资、结构化融资、仓储融资等
股票业务	股票、ETF、期权、场外股衍等机构执行和做市	主经纪商融资、保证金融资、证券借贷等
怎么赚钱	交易量 $\times$ 价差 $\times$ 市占率	融资余额 $\times$ 利差 / 费率
主要驱动	客户活跃度、波动率、市场成交、产品复杂度	对冲基金 AUM、客户杠杆需求、融资余额、资金成本
收入属性	周期弹性更强，资本占用相对较低	收入持续性更强，但资本占用更高

资料来源：开源证券研究所

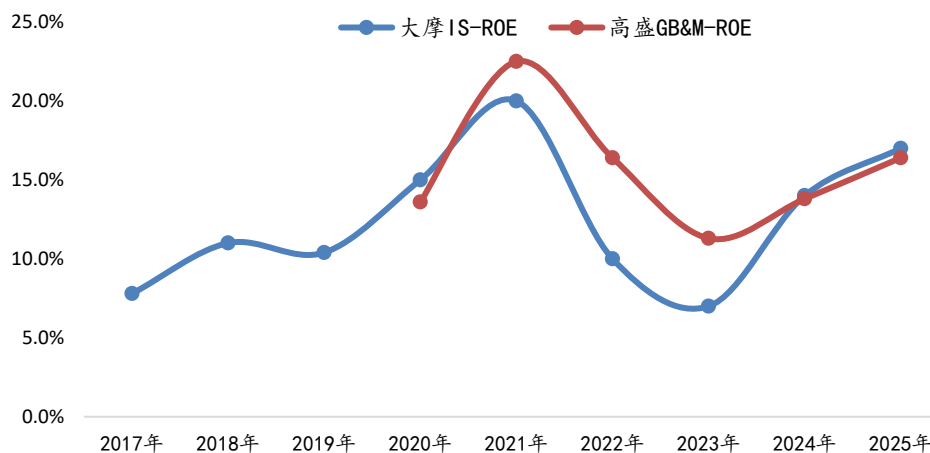
机构业务仍具有较强周期性，利率变化的影响也并非单向。降息和资本市场高景气通常利好交易、投行和客户杠杆；加息阶段融资利差可能改善，但资金成本、客户去杠杆及资本市场回落又会压制部分业务。高盛 FICC 和融资类业务占比更高、业务结构更均衡，因此机构业务跨周期表现相对更稳。整体看，机构业务提供 ROE 上行弹性，融资类业务提高业务结构的稳定性，但并不能消除资本市场和利率周期影响。

表6：股票业务和 FICC 业务线对比

百万美元	高盛	大摩
股票类融资 (Equities Financing)	7,195	7,810
股票类资本中介 (Equities Intermediation)	9,340	7,821
FICC 融资 (FICC Financing)	4,251	露
FICC 资本中介 (FICC Intermediation)	10,271	未披露
FICC/Fixed Income 合计	14,522	8,716

数据来源：高盛和摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

图14：高盛&大摩机构业务线 ROE



数据来源：高盛和摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表7：融资类、做市类业务一定程度对冲利率周期影响

周期	融资类业务	做市 / 交易类业务	净影响
2020–2021: 低利率 + QE	融资成本较低，客户加杠杆意愿较强，主经纪商余额提升，LBO 和再融资需求旺盛；但现金及高流动性资产收益率偏低。	2020 年市场高波动带动客户交易需求大幅增加；2021 年资产价格上涨，IPO、衍生品等业务保持活跃。	交易和投行业务高景气成为主要盈利驱动，足以覆盖低利率对利息收入的拖累，ROE 升至周期高位。
2022–2023: 快速加息 + QT	利率上行带动现金、存款及浮息资产收益率提升；但客户去杠杆，LBO 融资需求转弱，桥贷等资产风险上升。	利率、汇率和商品市场波动较大，支撑 FICC 收入；但权益市场走弱、信用利差扩大，股票及投行业务承压。	利息净收入和 FICC 对盈利形成一定支撑，但难以完全弥补投行和权益业务下滑，整体 ROE 较 2021 年明显回落。
2024–2026: 利率见顶回落	融资利差仍处较好水平，同时客户融资余额、并购及资本市场融资需求逐步恢复；但客户资产竞争和资金成本仍需关注。	权益交易、主经纪商、衍生品及发行活动同步回暖，客户活跃度和资本使用效率改善。	资本市场业务恢复的同时，利息净收入仍保持较强贡献，融资和资本中介业务共同推动 ROE 中枢回升。

资料来源：开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2.2、投行业务：费率相对稳定，市场规模和份额决定收入弹性

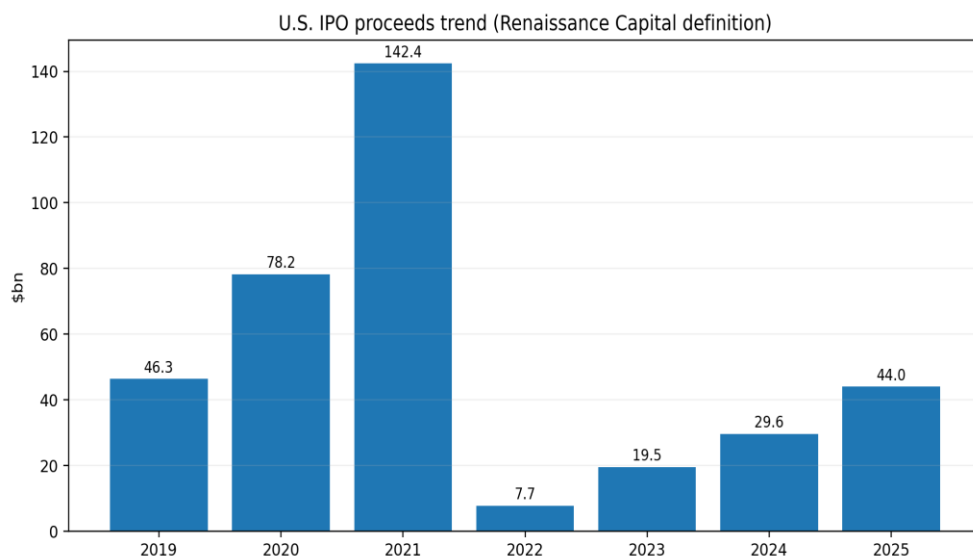
投行业务收入具有明显周期性，波动主要来自市场规模而非费率变化。高盛 2021 年投行收入 149 亿美元，2022-2023 年随资本市场活动下降至 74/62 亿美元，2024-2025 年修复至 77/93 亿美元，2026H1 达 62 亿美元；长周期看，并购、权益融资和债务融资费率整体相对稳定，收入弹性核心取决于“市场规模×市场份额”。

表8：高盛长周期验证：费率整体稳定，收入波动主要由市场规模驱动

百万美元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
财务顾问（并购）									
高盛并购交易规模 (Dealogic)			1,270,308	1,060,465	1,588,182	1,356,646	1,015,414	909,303	1,243,831
财务顾问手续费收入	3,161	3,444	3,197	3,064	5,654	4,704	3,299	3,534	4,726
手续费占交易规模比重			0.25%	0.29%	0.36%	0.35%	0.32%	0.39%	0.38%
股权承销（ECM）									
高盛股权融资承销规模 (Dealogic)			67,349	114,909	140,255	32,826	42,529	56,808	67,978
股权承销手续费收入	1,235	1,628	1,482	3,376	4,985	848	1,153	1,677	1,784
股权承销费率			2.20%	2.94%	3.55%	2.58%	2.71%	2.95%	2.62%
债务承销（DCM）									
高盛债务融资承销规模 (Dealogic)			359,379	375,162	404,945	257,821	226,213	332,111	368,193
债务承销手续费收入	2,680	2,358	2,119	2,660	3,497	1,808	1,763	2,521	2,829
债务承销费率			0.59%	0.71%	0.86%	0.70%	0.78%	0.76%	0.77%
高盛市场份额（基于 Dealogic 交易规模）									
已完成并购			32.10%	27.90%	27.90%	30.70%	31.20%	28.40%	29.50%
股权融资承销			9.30%	9.80%	9.30%	6.30%	7.70%	8.50%	8.30%
债务融资承销			4.90%	4.10%	4.50%	3.90%	3.40%	3.70%	3.70%

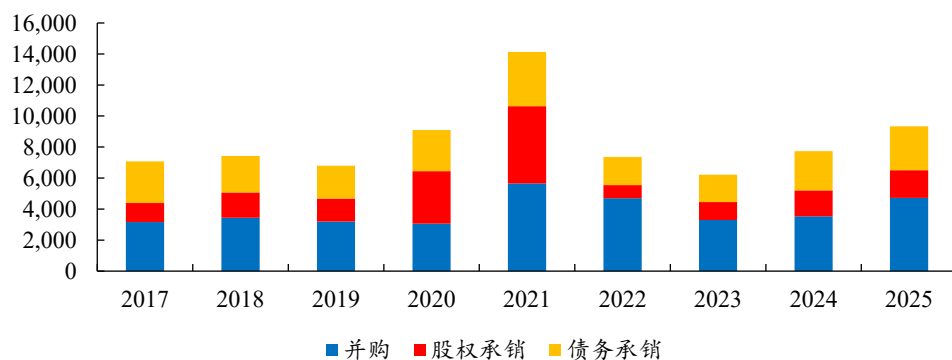
数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

图15：美国 IPO 募资额自 2022 年低点逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

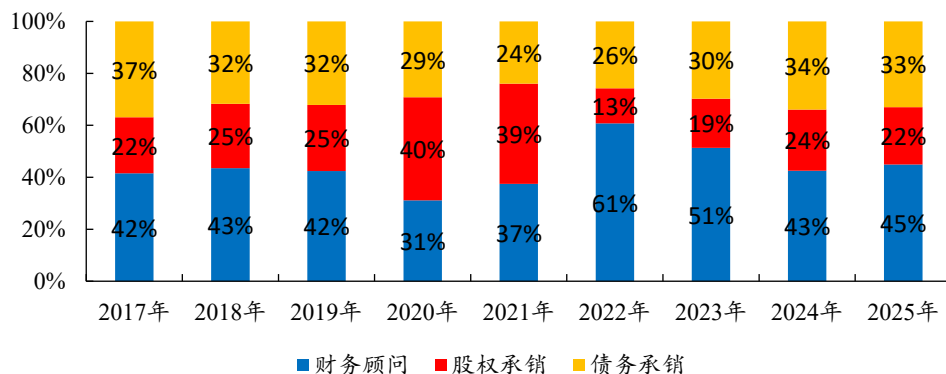
图16：高盛投行收入结构：财务顾问（并购）占比较高（单位：百万美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

并购咨询收入占比更高、稳定性也强于股票承销。2017-2025 年高盛和大摩合计投行收入中，咨询/债券承销/股票承销平均占比约 44%/31%/25%；并购顾问和承销业务能够带动客户融资与风险管理需求。以杠杆收购为例，投行除提供并购顾问服务外，还可参与过桥融资、债券发行及利率和汇率对冲，从而获得顾问费、承销费及融资等收入。同时，投行业务也是积累企业客户的重要途径。高盛通过并购、上市和融资服务建立客户关系，再为客户提供交易、融资和资管服务，扩大综合收入贡献。

图17：大摩和高盛合计投行业务中，咨询类收入占比平均达到 44%



数据来源：高盛和摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表9：LBO 交易全流程中投行角色与对应收入来源拆解

环节	投行角色	主要收入
竞标与交易设计	估值、LBO 模型、交易结构、谈判和公平性意见	M&A 顾问费
融资确定性	承诺融资、桥贷、循环额度	承诺费、桥贷利息及原始发行折扣
长期融资	结构化融资安排：银团贷款、高收益债、资产支持和私募信贷协调	承销 / 分销费、安排费
风险管理	利率、汇率、商品和股权对冲	衍生品价差与做市收入
退出和再融资	IPO、二次出售、再融资和资产处置	股权 / 债券承销及再次顾问费

资料来源：开源证券研究所

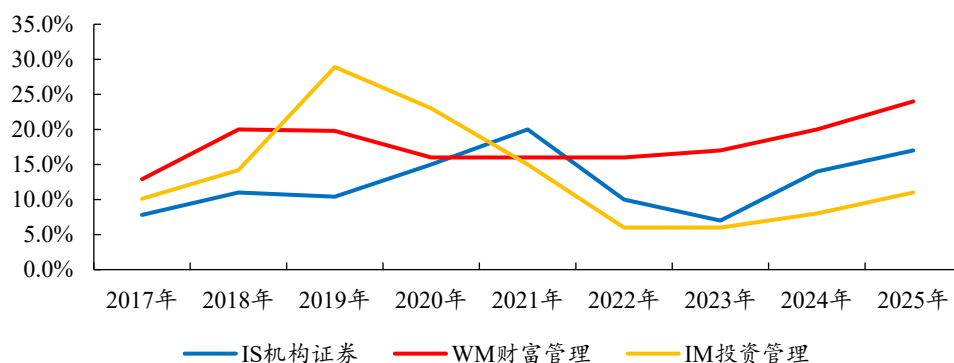
2.3、财富/资管：大摩 WM 抬高 ROE 中枢，高盛 AWM 提升经常性收入占比

大摩财富管理 ROE 较高、波动较小，是集团盈利的重要支撑。2017-2025 年大摩 WM/IS/IM 平均 ROE 约 18%/12%/14%，财富管理提供较稳定的利润贡献，机构证券业务则在市场回暖时带来更大的盈利弹性。

收费资产规模增长是大摩财富管理费收入扩张的主要来源。2015 年的 0.80 万亿美元增至 2025 年的 2.75 万亿美元，即使综合费率从 80bp 降至 63bp，规模增长仍推动管理费收入扩张；IM 同样通过并购、净流入和市场升值扩大 AUM。

大摩与高盛财富/资管业务的差异主要在客户来源和收入结构。大摩通过 E*TRADE、StockPlan 与顾问渠道覆盖大众富裕及高净值客户，更偏“平台化”；高盛聚焦超高净值、家族办公室和机构客户，更依赖资管产品、管理费和私人银行贷款。前者对集团 ROE 稳定性的贡献更直接，后者主要提升经常性收入占比、改善 ROE 下限。两家公司均通过扩大客户资产和管理规模提高经常性收入，但大摩的财富管理占比更高，因此盈利可见性更强；高盛仍以 GB&M 为核心，保留更强资本市场 Beta。

图18：从 MS 三项业务分部的 ROE 趋势看，财富管理最稳定且更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：大摩财富管理收入结构：管理费为主、净利息收入为辅，多账户综合变现

大摩 2025 财富管理收入	亿美元	占分部收入	业务模式
资产管理 (Asset management)	186.3	58.7%	收费型投顾、账户管理 / 服务、部分产品分销；与收费资产和市场水平相关。
交易型业务 (Transactional)	45.9	14.4%	股票 / 期权交易、现金产品、部分新发行产品销售及客户活动。
利息净收入	79.1	24.9%	保证金、证券质押、按揭、客户现金和银行资产负债管理。
其他	6.3	2.0%	其他服务和无法稳定分类收入。
合计	317.5	100%	以顾问关系和数字入口吸收客户资产，多科目重复变现。

数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：摩根士丹利 WM/IM、高盛 AWM 财富管理板块对比

维度	大摩 WM/IM	高盛 AWM
核心客户	大众富裕、高净值、公司股权计划客户	超高净值、家族办公室、机构客户
客户入口	E*TRADE + 企业员工股权激励计划 + 财富顾问	私人财富管理 + 机构/第三方渠道
核心资产	收费型账户、证券账户、存款、贷款、IM AUM	管理/监督资产规模 (AUS)、另类 / 权益 / 固收产品、私行贷款
主要收入	管理费 + 利息净收入 + 交易收入	管理费 + 私行贷款利差收入 + 业绩报酬
盈利模式	客户资产 $\times$ 收费率；现金 / 贷款余额 $\times$ 利差	AUS $\times$ 管理费；贷款余额 / 资产规模 $\times$ 业绩报酬
资本属性	WM 主体偏轻资本，存贷款及证券质押业务适度使用资产负债表	资管业务偏轻资本，PBL 使用资产负债表；历史本金投资持续压降
核心优势	客户入口和漏斗、账户资产沉淀、低成本资金	高净值客户、另类产品、机构资管能力
对集团 ROE 作用	抬高中枢、降低波动	提高经常性收入、改善高盛 ROE 下限

资料来源：开源证券研究所

表12：高盛 2025 年 AWM 收入以管理费和私行及贷款业务为主

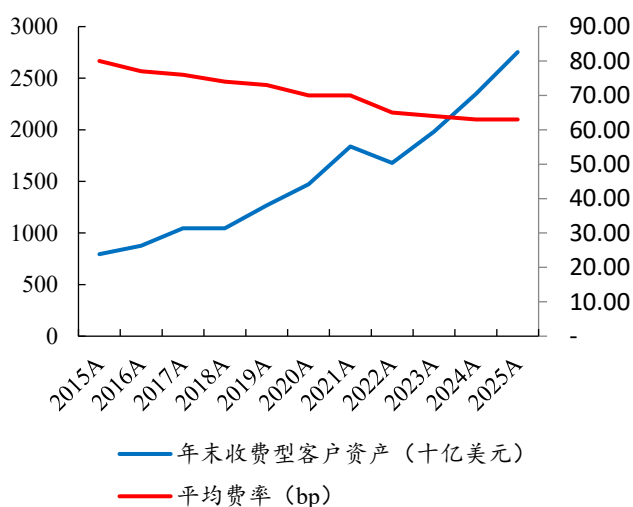
高盛 AWM 2025	收入	占比
管理费收入【43% 资管 / 57% 财富管理】	115 亿美元	69%
私行及贷款业务	33 亿美元	20%
激励费用	5 亿美元	3%

数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

大摩收费收入增长主要由规模扩张驱动，费率下降更多来自资产结构变化。WM 收费资产向低费率产品扩张，IM 中国收、流动性管理及组合叠加策略等低费率策略增长较快，拉低综合费率，但规模效应仍支撑收费收入增长。

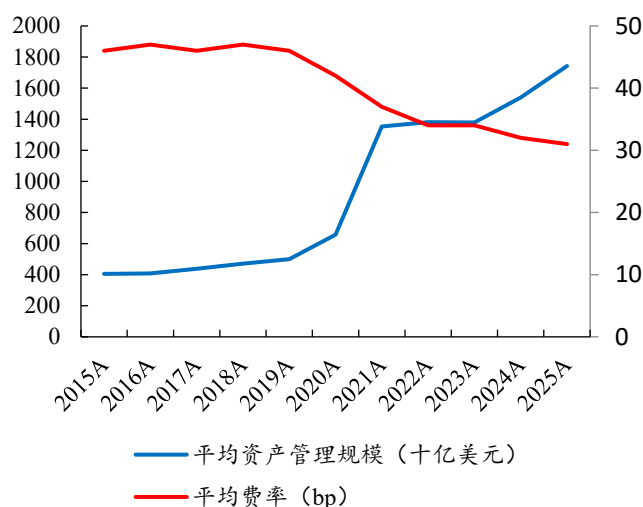
高盛 AWM 同样在从本金投资收益向管理费和私行贷款等经常性收入迁移。2020-2025 年管理费+私行及贷款业务（PBL）占比由 59%升至 89%，历史本金投资收益占比明显下降；平均 AUS 由 1.98 万亿美元增至 3.32 万亿美元，管理费率基本稳定在 34-36bp，说明管理费增长主要来自规模扩张。私行贷款是 AWM 新的收入增长来源，2020-2025 年收入由 14 亿美元增至 33 亿美元。AWM 收入质量改善有助于抬高高盛 ROE 下限，但高盛整体 ROE 弹性仍主要由 GB&M 决定。

图19：大摩 WM 收费资产扩张对冲费率下降



数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

图20：大摩 IM AUM 扩张快于费率下降



数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表13：大摩投资管理规模扩张支撑管理费收入增长

年度	期末 AUM(\$bn)	净流入(\$bn)	市场影响(\$bn)	并购及其他	核心驱动
2021	1,565	132	91	561	收购 Eaton Vance 带来约 5890 亿美元 AUM，规模实现台阶式跃升
2022	1,305	-55	-175	-30	股债市场回撤为主要拖累，同时出现净流出
2023	1,459	32	145	-23	市场升值主导 AUM 修复，净流入贡献较小
2024	1,666	111	138	-42	市场升值与净流入共同驱动
2025	1,895	107	140	-18	市场升值与净流入延续，内生增长趋势较好

数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表14：高盛 AWM 经常性收入占比由 2020 年的 59%升至 2025 年的 89%

收入类别	2020	2021	2022	2023	2024	2025
管理费收入	49%	35%	66%	67%	64%	69%
业绩报酬	3%	3%	3%	1%	2%	3%
私行和贷款	10%	8%	18%	18%	18%	20%
投资	38%	54%	13%	14%	16%	8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：高盛 AUS 2020-2025 年 CAGR 约 11%，管理费基本稳定

(\$ millions)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
另类投资	182	211	250	270	313	362
权益类	400	547	562	610	736	851
固定收益类	822	914	956	1,050	1,165	1,262
长期管理资产规模合计	1,403	1,672	1,768	1,931	2,214	2,474
流动性产品	575	625	688	756	751	848
平均管理资产规模 (AUS)	1,978	2,297	2,456	2,686	2,965	3,322
资产结构						
另类投资	9%	10%	10%	10%	11%	12%
权益类	22%	25%	22%	23%	25%	26%
固定收益类	42%	38%	40%	40%	38%	37%
长期管理资产规模合计	73%	72%	72%	74%	73%	75%
流动性产品	27%	28%	28%	26%	27%	25%
平均管理资产规模 (AUS)	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：高盛 AWM 收入结构：管理费与私人银行及贷款业务贡献提升

(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
管理费及其他费用收入	6,750	7,750	8,781	9,477	10,415	11,538
管理费率 (占平均 AUS)	0.34%	0.34%	0.36%	0.35%	0.35%	0.35%
业绩报酬	401	616	359	161	393	489
业绩报酬费率 (占平均 AUS)	0.02%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%
私人银行及贷款业务 (PBL)	1,372	1,661	2,458	2,576	2,881	3,347
PBL 收入 / PBL 贷款余额				7.52%	8.32%	7.97%
PBL 净利息收入 / PBL 贷款余额				5.00%	5.67%	
自营投资	5,234	11,938	1,778	1,988	2,627	1,305
股权投资	3,902	8,794	610			
债权投资	1,332	3,144	1,168			
净收入	13,757	5	13,376	14,202	16,316	16,679

数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

2.4、利息净收入分析：大摩以财富管理为主，高盛来源更偏机构融资与私行

高盛和大摩利息净收入模式差异主要来自生息资产、负债来源和业务归属不同。大摩更多依托财富客户存款及贷款，高盛则同时覆盖私行、交易银行及机构融资相关资产。利息净收入是会计口径，融资业务是业务口径，二者并不等同；股票业务/FICC 部分融资利差及对冲损益计入交易业务，因此不能仅用利息净收入衡量机构融资业务。

大摩利息净收入主要与财富管理客户资产沉淀相关，负债端以财富客户存款为主，资产端配置贷款及客户融资。2025 年 WM 利息净收入约 79 亿美元，占 WM 收入约 25%；2024-2025 年存款平均余额同比+10%至 3844 亿美元、平均成本率由 3.0%降至 2.8%，贷款平均余额同比+14%，美国客户应收款及其他同比+27%。客户资产、存款和贷款共同构成较稳定的利差收入基础。

从量价看，大摩利息净收入增长更多由余额扩张和资金成本改善驱动，但仍受利率、客户将低息存款转向收益较高的现金管理产品以及客户融资需求影响，并非与市场周期完全脱钩。大摩通过财富管理业务积累客户存款，并提供证券抵押贷款、住房按揭等服务，获取利息净收入。

表17：大摩 2025 年生息资产同比+10%，客户应收款及其他同比+27%

平均余额项	2024	2025	增速	2024 利率	2025 利率
生息资产合计	9046 亿美元	9974 亿美元	+10%	6.0%	5.9%
贷款	2265 亿美元	2575 亿美元	+14%	6.1%	5.4%
美国客户应收款及其他	525 亿美元	668 亿美元	+27%	11.9%	11.4%

数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表18：大摩 2025 年存款平均余额同比+10%，平均成本率降至 2.8%

平均余额项	2024	2025	增速	2024 成本率	2025 成本率
存款	3505 亿美元	3844 亿美元	+10%	3.0%	2.8%
借款	2655 亿美元	3071 亿美元	+16%	5.0%	4.1%
计息负债合计	8930 亿美元	9785 亿美元	+10%	5.1%	5.0%

数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

高盛利息净收入来源更加多元，资产端除私人银行和贷款外，还包括与机构业务相关的生息资产；负债端则来自零售存款、私人银行、交易银行、经纪存单等多类资金。2025 年高盛利息净收入约 136 亿美元，同比+68%，公司披露主要受较低资金成本和生息资产增长推动；2026H1 利息净收入继续同比+25%。与大摩相比，高盛利息净收入与财富管理的绑定程度更低，机构客户融资的重要性更高。

总体看，大摩更偏零售/财富管理存贷款模式，高盛更偏机构融资+私行的多元模式。融资类业务提高了业务组合对不同利率环境的适应能力，是第三阶段 ROE 下限抬升的重要结构性因素之一。

表19：高盛存款来源更加多元，财富/交易银行及零售存款共同支撑负债端

存款类型	2025 年末余额	占比
零售存款	2080 亿美元	42%
私行存款	1010 亿美元	20%
交易银行存款	700 亿美元	14%
经纪商渠道大额存单	470 亿美元	9%

数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

2.5、总结：业务路径不同，但均指向更高、更稳定的 ROE

高盛和大摩业务模式不同，但业务转型最终都指向 ROE 中枢抬升和盈利稳定性改善。大摩以财富管理和资管为核心，通过客户资产持续沉淀扩大管理费及利息净收入收入，财富管理轻资本、ROE 较高且波动较低，持续抬高集团 ROE 中枢和盈利下限。高盛则在保持投行和机构业务优势的同时，一方面持续发展 AWM 和私人财富管理，另一方面机构业务收入结构更加多元，融资类业务占比提升、交易驱动型业务占比下降，并持续压降历史本金投资，推动 ROE 中枢和稳定性同步改善。

不同商业模式对应的资本属性和周期特征不同，但只要能够形成较高且可持续的 ROE，均能获得市场认可。财富管理和资管业务资本占用较低、盈利波动较小，稳定性溢价更为明显；机构业务仍保留较强市场 Beta，但随着融资类业务占比提升、收入来源更加多元，其盈利下限和可预测性也有望改善；投行业务则通过获取企业客户，进一步带动融资、交易和资管等业务需求。因此，判断 ROE 极值量，不能只看当期高低，更要看 ROE 中枢、盈利波动和业务结构。

表20：高盛与大摩商业模式对比：财富管理抬高中枢，机构业务贡献弹性，投行获取客户

业务	业务分部	对集团 ROE 的作用	周期属性	资本属性	估值意义
财富/资管	MS: WM/IM; GS: AWM	抬高 ROE 中枢和下限	低—中	轻资本为主	提高盈利可预测性、降低股权资本成本 (COE)，支撑 PB 中枢
Equities/FICC/融资	GS: GB&M; MS: IS	决定 ROE 上行弹性	中—高	中重资本	决定景气上行期盈利斜率；回报可持续时可推动 PB 上修
投行	GS/MS 投行	获取企业客户与事件流，提供周期增量	高	较轻资本	单笔收入有限，但扩大融资、风险对冲、交易与资管服务收入
历史本金投资	GS 历史 Principal Investments 等	放大盈利波动，弱化 ROE 可持续性	高	重资本	提高盈利波动与 COE，压制估值；高盛持续压降

资料来源：开源证券研究所

3、股价与估值：盈利持续性与资本回报支撑重估

长期股价回报源于 BVPS 持续增长，阶段性超额收益则来自市场对“中周期 ROE 能否持续”的重新定价：大摩凭借财富管理更早获得稳定性溢价（2017 年开始 PE 站上 12 倍），高盛则随资本市场修复和业务质量改善（利息净收入占比提升）获得更强重估弹性（2024 年开始 PE 提升至 15 倍中枢）。

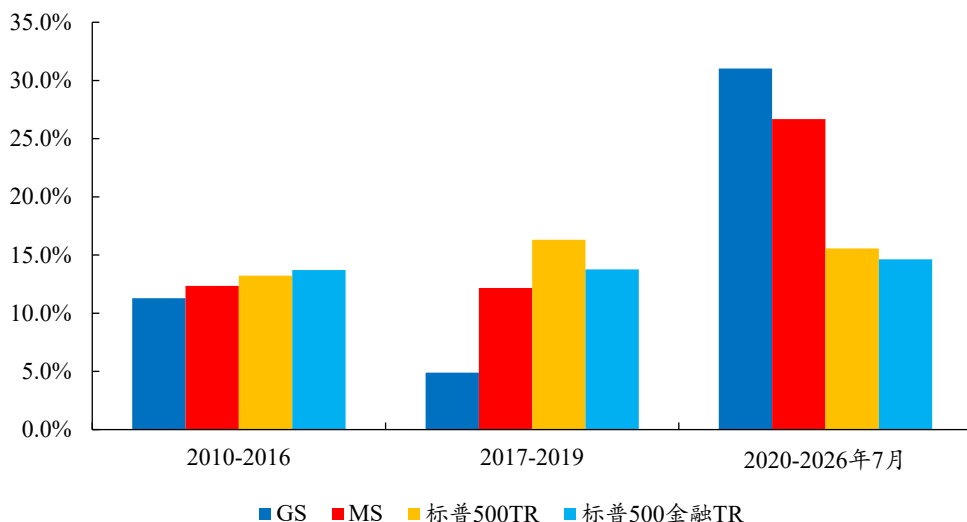
股价超额：大摩转型更早，2020 年以来两家公司显著跑赢。2010 年以来，高盛和大摩全周期年化股价回报与标普 500 总回报接近，但分阶段差异明显。2010-2016 年两家公司均明显跑输；2017-2019 年大摩受财富管理转型兑现影响相对表现领先高盛；2020 年以来两家公司 ROE 和资本回报改善，年化超额收益均转正。大摩的相对超额出现更早，核心是市场更早相信财富管理能够提高盈利下限；高盛的超额更多集中在 2020 年以来，尤其 2024 年后 ROE 中枢上修带来更强估值弹性。

表21：2010 年至今分阶段：高盛、摩根士丹利股价年化收益率、对标标普 500 总回报指数超额收益测算

阶段	GS 年化	MS 年化	标普 500TR 年化	GS 超额	MS 超额
2010-2016：监管重塑与 ROE 压缩	6.5%	6.5%	12.8%	-6.3%	-6.3%
2017-2019：战略转型启动但兑现分化	0.2%	9.1%	15.3%	-15.1%	-6.2%
2020 - 至今：盈利韧性与资本回报驱动重估	29.0%	28.6%	15.8%	13.2%	12.7%
全周期	GS 年化	MS 年化	标普 500TR 年化	GS 超额	MS 超额
2010 年至今	13.7%	15.3%	14.5%	-0.8%	0.8%

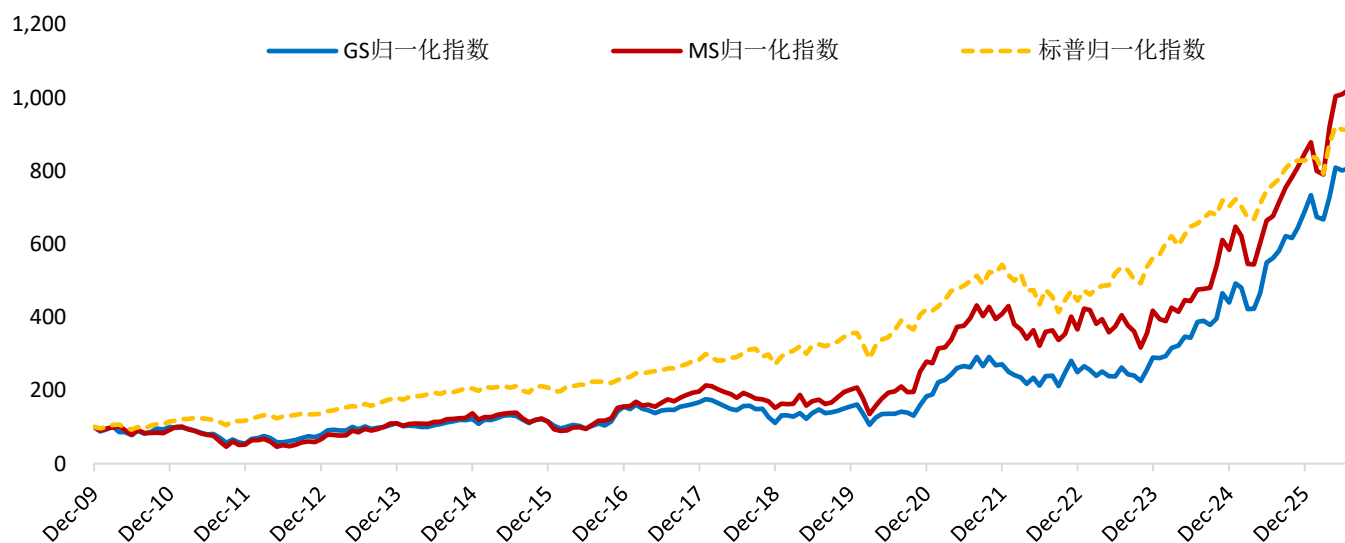
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2020 年以来高盛、大摩相对标普 500 超额明显



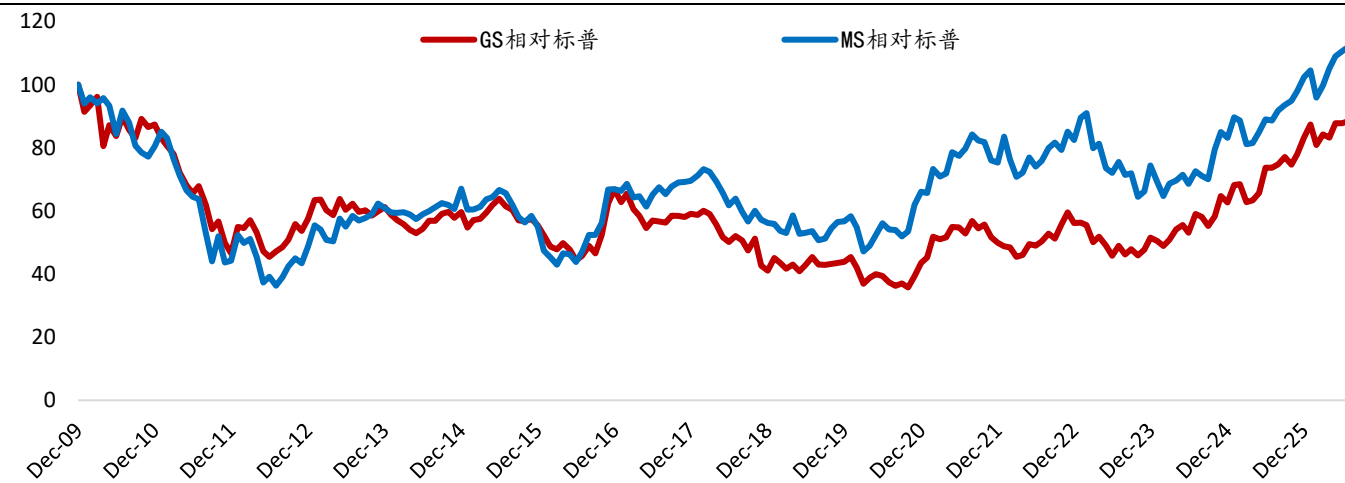
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020 年以来高盛、大摩股价明显跑赢标普 500



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：大摩超额更早修复，高盛 2024 年以来弹性更强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表22：高盛与大摩分阶段股价表现及盈利、估值驱动

阶段	相对表现	盈利/ROE 驱动	估值驱动
2010—2016	GS/MS 均显著跑输	严监管+低杠杆，去杠杆，高盛 ROE 10%、大摩 7%横向震荡	PB 长期 1x
2017—2019	MS 好于 GS、均跑输 SPX	GS 三年增收 50 亿美元计划启动(50%完成)，FICC 未完成，ROE 横向震荡，市场担忧盈利增长持续性。 MS 调整后 ROE 小幅提升，核心是财管整合效果兑现，盈利稳定性强	MS 盈利可见性改善，PE 估值相对溢价 GS 受 1MDB 事件影响，处罚不确定性带来估值影响
2020—至今	开始跑赢，超额波动上行	业务转型见效、宏观政策环境支持，两家券商业务全面扩张，ROA 和杠杆率共振，ROE 持续攀升	MS 先于 GS 估值改善，超额更强

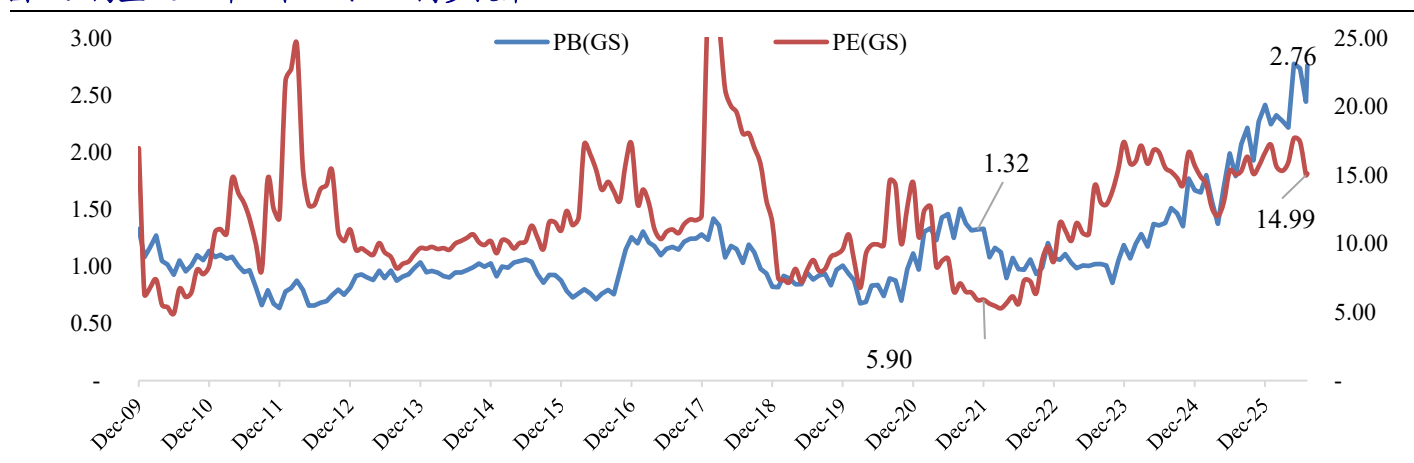
资料来源：开源证券研究所

估值重构：ROE 中枢是基础，盈利持续性决定估值上限。高盛 2021 年的高 ROE 并未带来估值体系永久上移，反映市场仍将其视为周期高点。2010-2023 年高盛 PB 大体在 0.7-1.4 倍、PE 约 10 倍中枢波动，2021 年投行和本金投资景气推动 ROE 快速上行，但 2022-2023 年又明显回落，市场并未确认 ROE 中枢发生结构性变化。

2024 年以来高盛 PB、PE 同步提升，核心变化是业务结构改善与盈利修复，为估值提升提供支撑。出售 GreenSky、聚焦 GB&M 和 AWM、持续压降历史本金投资，同时机构融资、私行业务和管理费收入扩张，提升了盈利持续性的可信度；PE 由过去约 10 倍提升至约 15 倍，说明估值不再只反映当期 ROE，而开始定价更高的中周期 ROE。

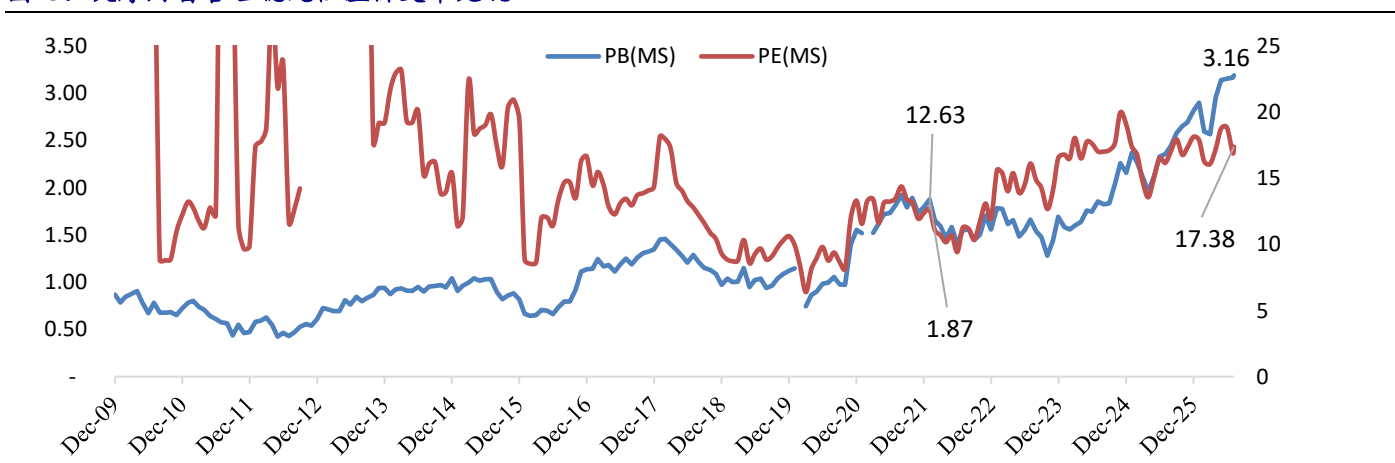
大摩的估值重塑更早，财富管理转型是核心。2013-2019 年随着 WM 占比和 ROE 持续提升，PB 由低位逐步回升，PE 中枢高于高盛，市场率先给予盈利稳定性溢价。2020 年以来 E*TRADE、Eaton Vance 进一步强化财富/资管底盘，资本市场高景气又带动 IS 放量，大摩形成“稳定 ROE+周期弹性”的双引擎；即使 2022-2023 年资本市场承压，ROE 下限仍明显高于转型早期，因此估值中枢保持相对韧性。

图24：高盛 2024 年以来 PE、PB 同步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：大摩财富管理稳定性溢价更早兑现



数据来源：Wind、开源证券研究所

估值方法：PB 和 PE 均受盈利能力、增长预期与股权资本成本影响；盈利持续性改善，有助于市场上调正常化盈利预期及合理估值。

PB 和 PE 在海外投行估值中并行使用，但关注点不同。PB 更适合重资本、盈利波动较大的业务，本质上取决于 ROE 能否持续高于股权资本成本；即使资产质量没有问题，当 ROE 长期低于必要回报率时也可能破净。

随着财富/资管、Financing 和利息净收入等相对稳定收入占比提升，PE 的重要性上升，因为市场更关注正常化盈利和稳态 ROE。高盛 2024 年以来 PE 同步抬升、大摩更早获得 PE 溢价，均说明盈利持续性改善可以带来估值中枢上移。

市场对估值溢价的认可主要来自三类 Alpha：市场份额提升、经营效率改善，以及业务结构优化带来的稳态 ROE 提升。对应国内券商，估值重塑同样需要在下行周期中验证 ROE 下限，而非仅依赖牛市高点盈利。

表23：海外投行估值框架梳理

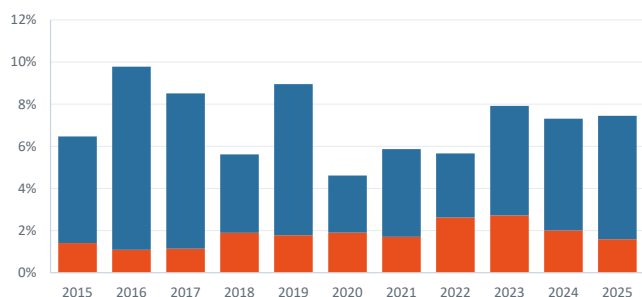
方法	适用对象	核心变量	优势	主要陷阱
P/B、P/TBV	集团 / 资本密集业务	ROE/ROTCE、CoE、增长	直接映射资本回报	高 PB 可能是真改善，也可能是周期顶部
正常化 P/E	投行、交易、融资、集团	中周期租金流量	便于与市场 / 历史比较	盈利高点造成低 PE 假象
SOTP	GBM/IS、WM、AWM/IM	分部盈利、倍数、配置资本	识别稳定业务溢价	分部口径与资本分配假设敏感

资料来源：开源证券研究所

股东资本返还：回购为主，单看股息率低估股东回报。

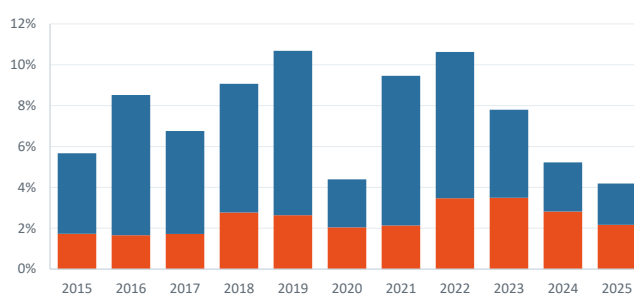
2015-2025 年两家公司分红+回购的资本返还收益率总体接近，差异不足以解释估值分化。结构上回购占比较高，多数年份回购收益率高于现金股息率，因此仅比较股息率会低估实际股东回报。回购除现金返还外，还通过减少流通股增厚 EPS 和 BVPS，是海外投行资本纪律的重要组成部分。大摩现金分红率相对更高，但两家公司长期总资本返还水平相近。

图26：高盛资本返还以回购为主



数据来源：高盛公司公告、开源证券研究所

图27：大摩分红率更高，回购同样重要



数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

表24：高盛与大摩分红率、股息率及总资本返还收益率比较

年份	GS 分红率	MS 分红率	GS 股息率	MS 股息率	GS 总收益率	MS 总收益率
2015	21%	18%	1.4%	1.7%	6.1%	4.5%
2017	32%	30%	1.1%	1.7%	8.3%	6.4%
2019	20%	25%	1.8%	2.5%	8.9%	10.3%
2021	11%	26%	1.7%	2.1%	5.8%	9.4%
2022	30%	48%	2.6%	3.5%	5.6%	10.2%
2023	45%	63%	2.7%	3.5%	8.0%	7.5%
2024	28%	45%	2.0%	2.8%	7.4%	5.4%
2025	27%	38%	1.6%	2.2%	7.5%	4.7%
10 年均值	23.8%	33.0%	1.8%	2.4%	7.0%	7.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、国内启示：业务转型与份额提升打开成长空间

海外经验对中国的启示,不是机械复制美国投行的高杠杆资产负债表,而是理解 ROE 中枢如何被业务结构和竞争格局抬升。国内缺乏银行账户和保证金存款等稳定资金来源,复杂全球资本中介和并购融资能力也仍在发展,预计杠杆率和 ROE 上限低于美国头部投行;但财富/资管仍处成长阶段,机构和跨境业务渗透率较低,头部券商市占率也明显低于高盛、大摩成熟市场水平,国内仍有自身 Alpha。

表25：国内三类增长抓手：财富/资管、海外客需、综合投行共同支撑 ROE 改善

海外经验	对 ROE 的作用	国内对应方向	国内当前变化	结论
大摩财富管理和资产管理业务	抬高中枢、降低波动	财富管理 + 公募 / 资管	存款搬家、代销、公募规模及利润增长	提高 ROE 下限
股票、FICC、融资业务	提高 ROA、提供上行弹性	客需机构业务 + 海外业务	海外扩表、股衍 / FICC / 融资增长	当前最重要的 ROA 提升抓手
投行业务	获取上市、并购和再融资项目、带动客户融资、交易和资管等收入	投行 + 直投 / 跟投	科技 IPO、再融资、港股 IPO、科技资产证券化	连接企业客户与一二级收益
高盛压降本金投资业务	降低盈利波动	方向自营占比下降	股票方向自营贡献持续降低	提高盈利质量

资料来源：开源证券研究所

财富/资管：客户资产沉淀有望抬高盈利下限。财富管理对国内券商最现实的借鉴是“客户资产沉淀”，而非照搬大摩的银行 NII 模式。国内券商难以复制保证金存款、按揭等完整闭环，但可通过经纪客户入口、代销、买方投顾、公募/资管产品扩大客户资产保有，提高管理费和服务费等经常性收入占比。

国内财富管理仍处更早成长阶段,客户资产和产品 AUM 增长速度有望高于美国成熟市场。即使佣金率和管理费率承压,只要产品保有和客户资产持续扩张,规模效应仍有助于抬高 ROE 下限和盈利可预测性。

表26：大摩 2015-2025 收费类资产复合增速 13%，抵消费率下降

大摩财富管理	2015	2025
收费类资产	0.80 万亿美元	2.75 万亿美元
管理费率	80bp	63bp

数据来源：摩根士丹利公司公告、开源证券研究所

图28：财富管理商业模式迁移：从交易佣金向基于客户资产的持续收费拓展



资料来源：开源证券研究所

机构与海外：客需业务扩张是 ROA 提升的重要抓手。海外业务的意义不只是“收入出海”，更在于提供更丰富的客需交易和融资场景。头部券商境外资产持续扩张，海外子公司 ROE 普遍高于集团中枢，股衍、FICC、主经纪商、融资和跨境投行等业务有望提高资产创收效率。与高盛成熟模式相比，中资券商当前仍以服务中国企业和跨境客户为主，非中资客户覆盖、产品广度和全球融资能力存在差距；但机构业务渗透率和头部市占率仍有较大提升空间，形成国内额外 Alpha。因此，对标海外更应关注盈利机制是否向客需型资本中介迁移，而非简单比较杠杆率：资产负债表更多服务客户交易和融资需求，ROA 提升后再由适度扩表放大 ROE。

表27：2026H1 头部券商国际业务延续高景气，国际子公司扩表与盈利释放同步加速

券商 (亿元人民币)	国际子公司	2026H1 总资产	较年初	2026H1 净资产	较年初	权益乘 数	较年初 变化	2026H1 收入	同比	2026H1 净利润	同比	年化 ROE
中信证券	中信证券国际	6,227	30%	330	15%	18.9x	+2.3x	160.1	49%	57.2	105%	37%
中金公司	中金国际	3,896	64%	338	7%	11.5x	+3.9x	90.9	43%	37.8	56%	23%
国泰海通	国泰海通金控	3,757	54%	229	0%	16.4x	+5.8x	62	54%	15.5	76%	14%
华泰证券	华泰金控（香港）	3,101	67%	268	7%	11.6x	+4.2x	63.4	85%	26.8	157%	20%
广发证券	广发控股香港	1,236	16%	113	5%	11.0x	+1.1x	16	87%	9.1	77%	17%
中国银河	银河国际金控	926	51%	94	0%	9.8x	+3.3x	16.9	54%	4.5	175%	10%
中信建投	中信建投国际	858	43%	66	29%	12.9x	+1.2x	8.7	24%	5.5	19%	19%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：境外子公司原币数据统一折算为人民币，其中资产负债表采用期末汇率，利润表采用期间平均汇率；同比增速基于人民币折算后数据计算，受汇率波动影响，与公司原币披露增速存在差异。

表28：中外投行商业模式对比

维度	高盛成熟模式	中资券商当前阶段
客户	全球对冲基金、资管、企业、私募	中资企业/机构、南向为基本盘
股票业务	主经纪商、衍生品、融资、做市	股行已成为海外核心业务之一
FICC	利率、信用、外汇及大宗商品全产品线	FICC 快速发展, 但产品深度仍有差距
融资业务	主经纪商业务、回购融资、证券借贷、结构化融资	正在扩张, 是下一阶段重点
投行	承接全球企业的并购、上市和融资项目	港股 IPO/中资企业出海为主要入口
核心差距		非中资客户、产品广度、资本定价、全球清算网络

资料来源：开源证券研究所

投行+投资：综合投行获取客户，直投跟投放大阶段性弹性。海外经验表明，投行的长期价值高于单笔承销手续费，并购咨询、IPO 等企业事件能够进一步带来融资、风险对冲、机构交易和资管等客户需求。国内头部券商投行业务也在向债承、再融资、财务顾问和境外投行等综合服务延伸，企业客户入口的价值有望持续提升。

直投/跟投能够放大景气上行阶段盈利弹性，但相关收益受项目上市、退出节奏和估值变化影响，不应直接资本化为长期 ROE。估值上更应关注持续获取优质项目和综合服务客户的能力。

图29：投行积累企业客户，带动融资、交易与资管业务



资料来源：开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表29：投行+投资：投行获取企业客户，直投/跟投放大收益弹性

业务	核心角色	收益来源	资本/周期属性	估值含义
投行	企业客户获取与综合服务	承销保荐、财顾、再融资、并购	轻资本；强周期但能力可持续	持续能力，适合给予更高估值权重
直投	一级资产获取	上市/并购退出、估值增值、业绩报酬	中重资本；退出周期明显	优质项目可创造 Alpha，但需看成本与退出能力
跟投	保荐利益绑定	上市后二级股价相对发行价涨跌	资本占用；市场 Beta 最高	事件收益，弹性大但可持续性最低

资料来源：开源证券研究所

国内券商估值提升的关键，在于 ROE 改善能否持续并转化为股东回报。A 股长期必要股权回报率低于美股，若头部券商 ROE 中枢稳定在 10%-15%，并在下一轮市场下行阶段验证盈利下限没有重新回到过去水平，市场对盈利持续性的认可有望进一步强化。我们认为，财富/资管增长、机构与海外渗透率提升、头部市占率提升和经营效率改善，是国内头部券商中长期 ROE 与估值中枢抬升的主要支撑。

图30：业务转型、头部集中与资本管理共同支撑券商重估



资料来源：开源证券研究所

5、投资建议：关注国内头部盈利持续性改善，看好估值重估

通过深度复盘高盛和大摩基本面和估值，我们得到业务结构改善带来的盈利持续性提升，是估值中枢抬升的核心驱动。近年来高盛、大摩在保持投行、财富管理核心优势的同时，推动业务转型，实现更高、更稳定的 ROE，盈利改善逐步获得估值认可。因此，我们看好国内头部券商重估机会：（1）大财富管理：资本市场回报与波动持续改善，叠加持续的低利率环境，资管产品保有与券商买方投顾规模增长空间广阔，带来持续性的费类收入；（2）国际业务：企业出海、机构跨境交易与风险管理的需求旺盛，头部券商投入加码，扩表带来可预期的收入增长；（3）科创投行投资：IPO 及综合投行业务进一步向头部集中，投行作为企业客户入口可带动融资、交易、资管等全业务链收入，直投跟投贡献阶段性利润弹性。头部券商在三条业务主线上布局较深，客户与项目获取优势有望进一步转化为市场份额，叠加资本纪律改善，看好 ROE 中枢抬升带来的估值修复。推荐华泰证券、广发证券、中信证券、中金公司 H、国泰海通。

表30：受益标的估值表

2026/9/14 代码	证券简称	市值（亿 人民币）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比		PE		PB (LF)	评级
			2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		
600030.SH	中信证券	4,157.6	300.8	376.0	416.0	25%	11%	11.06	9.99	1.33	买入
601211.SH	国泰海通	3,053.8	278.1	321.0	366.0	15%	14%	9.51	8.34	0.92	买入
601688.SH	华泰证券	1,697.1	164.0	212.0	246.0	29%	16%	8.00	6.90	0.95	买入
000776.SZ	广发证券	1,603.3	137.0	207.0	237.0	51%	14%	7.75	6.77	1.16	买入
3908.HK	中金公司	828.4	97.9	151.0	181.0	55%	20%	5.49	4.58	0.80	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述盈利预测来自开源证券研究所

6、风险提示

- **全球资本市场波动风险：**股票、债券及并购融资活动大幅回落，可能压低投行、交易、融资及资管相关收入。
- **利率与融资环境变化风险：**利率快速变化、存款及批发融资成本上升，可能影响 NII、Financing 业务利差及客户融资需求。
- **业务转型及监管风险：**财富/资管、跨境及客需型业务增长不及预期，或场外衍生品、跨境业务等监管政策变化，可能影响 ROE 改善节奏。
- **行业竞争加剧风险：**财富管理费率、交易佣金及融资利差竞争加剧，可能削弱规模增长对收入和 ROE 的转化效率。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn