仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

非银金融行业深度报告

券商出海系列报告之二：鉴往知来，海外头部投行出海路径的复盘与启示

2026 年 06 月 27 日

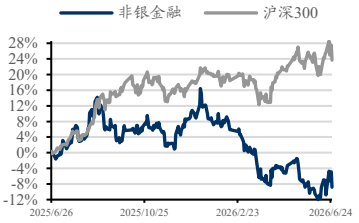
增持（维持）

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn
证券分析师 罗宇康
执业证书：S0600525090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **金融壁垒瓦解加速跨境资本流动，催生投行国际化发展浪潮：1）20 世纪 50 至 60 年代，海外投行出海以零星试水为主。**受布雷顿森林体系约束，世界主要经济体均实行严格的外汇管制、固定汇率制度与金融准入限制，投行的海外布局节奏保守、规模偏小。**2）20 世纪 70-80 年代，金融自由化浪潮大幅推动了海外头部投行的国际业务发展。**自 20 世纪 70 年代起，美、英、日等主要经济体纷纷撤除各类金融壁垒，极大地拓展了投行在跨境投融资、衍生品创新及全球资产配置等领域的业务空间。**3）20 世纪 90 年代至 21 世纪初，海外头部投行的国际业务发展斜率由此进一步陡峭。**跨境资本流动呈现出爆发式、几何倍数级别的增长，同时信息技术的成熟也大幅降低了投行国际化扩张的物理成本与布局周期。**4）2008 年金融危机后，国际头部投行的海外布局节奏趋缓，质量重于速度。**海外头部投行国际化扩张从速度优先转向审慎稳健，正式迈入以轻资本、区域及客户结构优化、强调降本增效的高质量发展阶段。
- **高盛：把握制度窗口顺周期布局，结合自身优势锚定机构业务：**高盛于上世纪 70 年代启动现代意义上的出海，分阶段稳步推进。金融危机以来高盛国际业务发展趋稳，海外净收入、净利润占比稳定在 30%-40%。其发展海外业务的主要经验包括：**①锚定各国制度改革窗口期，顺周期分层布局。**不仅降低了市场进入的制度摩擦成本，更使高盛能够在各国金融开放的红利释放初期抢占先机。**②重点把握核心重点客户，再以点带面扩张，由标杆项目撬动全局渗透。**高盛 1971 年为三井公司发行商业票据的项目可以看作其在日本业务的突破点，此后依托三井商业票据发行成功的品牌与客户基础正式扎根日本。**③立足自身优势，在国际化布局过程中重点聚焦于机构业务。**2025 年全球投行并购交易排名中，高盛以 1.66 万亿美元的交易总额、515 件交易数量位居全球第一。
- **瑞银：以并购驱动国际布局的全球财富管理龙头：**瑞银集团脱胎于 300 余次国际金融机构的整合，生来具备深厚的国际化底色。1998 年瑞银集团整合完成后，瑞银并购整合的步伐并未停歇，反而进入更为主动、系统性的全球扩张阶段，通过持续收购优质标的，不断夯实财富管理、资产管理、投资银行等核心能力。业务层面，其以财富管理为主要抓手，对各区域实施分层差异化运营，资源优先投向高增长、高财富密度区域。同时在进入新市场时，瑞银倾向于通过与当地具有影响力的金融机构建立战略合作、合资或业务交叉，来实现优势互补。当前瑞银国际布局较为稳定，2025 年其财富管理业务在美洲、亚太、EMEA 地区、瑞士的收入占比分别为 47%、15%、19%、16%。
- **野村：乘产业出海东风，海外大型并购未能兑现预期：1）日本企业与产业的全球化浪潮，是野村证券国际业务扩张的重要驱动力。**20 世纪 70-80 年代日本对外投资“先亚洲、后全球”的趋势明显，而野村出海的区域选择战略与之高度契合，使自身成为日本资本走向全球的重要金融纽带。**2）收购雷曼兄弟，短期一度跃升全球最大独立投行，但长期来看问题逐渐暴露。**2008 年野村抢抓危机红利，以低成本收购雷曼兄弟亚太、欧洲区域经营性资产，直接获取全套海外业务牌照、成熟业务团队以及存量机构客户资源。但长期来看，受跨区域企业文化冲突以及野村自身押注欧洲股票交易业务的战略失误的影响，最终整合成效不尽人意。2016 年野村主动缩减欧洲股票核心业务，叫停全球化激进扩张计划。从当前情况看，野村国际业务利润波动较大，盈利稳定性持续承压。2025 财年公司实现海外税前利润 915 亿日元，同比下滑 33%，国际业务税前利润占比仅为 17%。
- **海外头部投行的出海经验总结：**1）顺应时代与制度红利是投行全球化布局的重要前提。2）海外业务行稳致远的关键在于立足自身核心优势打造差异化赛道。3）并购整合是快速实现全球化布局的有效路径，但配套管理能力不可或缺。4）深度绑定本土客户与开展本土化合作，能够有效降低跨境经营摩擦。5）智库资源、研究实力等软实力，可为全球化业务持续赋能。
- **投资建议：**重点看好具备建设全球服务网络能力、境外业务盈利效率高、资本持续加码国际业务的头部券商标的，**推荐中金公司、中信证券、华泰证券、国泰海通、中国银河、广发证券等。**
- **风险提示：**1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《风起云涌，行业供给侧改革进入 2.0 时代——券商差异化发展专题（一）》

2026-06-25

《关注头部券商估值修复：公募规模再创新高》

2026-06-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 金融壁垒瓦解加速跨境资本流动，催生投行国际化发展浪潮 4
2. 高盛：把握制度窗口顺周期布局，结合自身优势锚定机构业务 6
2.1. 依托时代机遇分阶段布局，海外收入利润占比保持稳定 6
2.2. 紧扣各国金融改革窗口期，以标杆客户作为切入点 9
2.3. 立足机构业务优势，智库能力构筑附加长板 11
3. 瑞银：以并购驱动国际布局的全球财富管理龙头 12
3.1. 历经多次并购重组，国际化发展根基深厚 12
3.2. 以财富管理业务为核心抓手，因地制宜步步为营 14
4. 野村：乘产业出海东风，海外大型并购未能兑现预期 16
4.1. 紧随日资出海步伐，逐步搭建全球业务网络 16
4.2. 借行业低谷完成重大海外并购，但长期发展遇阻 19
5. 海外头部投行的出海经验总结 20
6. 投资建议 21
7. 风险提示 22

图表目录

图 1: 1970-2007 年全球外国直接投资净流入（亿美元）.....5
图 2: 1970-2007 年美国长期证券跨境交易净额（亿美元）.....5
图 3: 2007-2025 年高盛杠杆率.....6
图 4: 2007-2025 年瑞银杠杆率.....6
图 5: 高盛海外业务发展历程.....8
图 6: 高盛净收入分地区分布（百万美元）.....9
图 7: 高盛净利润分地区分布（百万美元）.....9
图 8: 2023 年高盛在日净利润排名海外投行第一位.....10
图 9: 高盛客户结构.....11
图 10: 瑞银集团并购整合历程.....13
图 11: 2025 年瑞银分业务资产、收入、税前利润结构.....14
图 12: 瑞银财富管理及资产管理部门可投资资产（万亿美元）.....15
图 13: 瑞银财富管理投顾数量（人）.....15
图 14: 瑞银财富管理投顾人均创收（百万美元）.....15
图 15: 2021-2025 年瑞银财富管理业务收入分地区分布.....16
图 16: 野村海外业务发展历程.....17
图 17: 日本对外直接投资流量及占固定资本形成总额比重.....18
图 18: 日本对外直接投资区域分布.....19
图 19: 野村控股海外业务税前利润及占比（十亿日元）.....20

表 1: 20 世纪 70-80 年代代表性经济体金融自由化进程.....4
表 2: 1963 年美国利息平衡税（IET）法案核心内容（1974 年废除）.....7
表 3: 高盛拓展国际业务时锚定各国改革窗口期.....9
表 4: 2025 年全球投行并购交易总额 Top 10.....11
表 5: 2000 年后部分曾加入高盛国际顾问委员会的国际政要.....12
表 6: 瑞银集团（UBS）成立后的主要并购.....14
表 7: 个股盈利预测与估值（截至 2026 年 6 月 26 日）.....21

仅供内部参考，请勿外传

1. 金融壁垒瓦解加速跨境资本流动，催生投行国际化发展浪潮

20 世纪 50 至 60 年代，海外投行出海以零星试水为主。二战结束后，欧洲、日本百废待兴，金融体系薄弱，叠加布雷顿森林体系约束，世界主要经济体均实行严格的外汇管制、固定汇率制度与金融准入限制，大幅抬高了金融业跨国经营的门槛。以美国头部投行为代表，仅少数机构在伦敦等金融重镇设立简易办公网点（例如摩根士丹利 1967 年才在巴黎设立第一家海外实体），业务范围局限于服务本国出海企业的基础融资与证券发行，交易类、做市类业务几乎处于空白状态。整体来看，这一时期投行的海外布局节奏保守、规模偏小，发展国际业务更多是被动跟进客户需求的配套行为，尚未迎来实质性的突破。

20 世纪 70-80 年代，布雷顿森林体系崩塌背景下的金融自由化浪潮客观上大幅推动了海外头部投行的国际业务发展。进入 1960 年代后，布雷顿森林体系内生矛盾不断激化，叠加美国经济基本面下行，导致其于 1973 年崩塌，标志着固定汇率时代的终结，从而引发全球金融秩序重构。伴随主要货币转向浮动汇率制，市场亟需更灵活的金融工具与更开放的资本账户来应对汇率波动常态化带来的不确定性，由此为金融自由化改革提供了现实土壤。自 20 世纪 70 年代起，美、英、日等主要经济体纷纷推出外汇管制放松、利率市场化、佣金自由化等改革措施，陆续撤除各类金融壁垒，为投行开展全球化经营扫清了制度障碍，极大地拓展了投行在跨境投融资、衍生品创新及全球资产配置等领域的业务空间。与此同时，西欧、日本制造业崛起，世界多极化加速发展，国际资本流动需求不断扩张，也为投行的国际化扩张提供了历史性机遇。在此背景下，头部投行凭借敏锐的市场洞察力和先发优势，顺势在全球主要金融中心布局，逐渐实现了从本土中介机构向具备全球服务能力的综合性金融巨头的转型，深刻改变了国际投行业的竞争格局与发展轨迹。

表1：20 世纪 70-80 年代代表性经济体金融自由化进程

国家	时间	核心举措	影响
美国	1971 年	美元与黄金脱钩	全球固定汇率制根基崩塌
	1973 年	美元正式实行自由浮动汇率制，放弃美元与主要货币固定比价	汇率波动常态化，外汇交易、汇率对冲需求爆发
	1974 年	利息平衡税法案中止	打通跨境资本通道，加速欧洲美元市场扩张、倒逼其他国家跟进开放
	1975 年	美国证券交易委员会，正式废除股票交易的固定佣金制，实行佣金协商制	全球佣金自由化改革的标志性起点
	1980 年	美国颁布 1980 年银行法，逐步取消对定期存款和储蓄存款利率的最高限制（即所谓 Q 项条例）	美国逐步取消利率管制，至 1986 年完全废除 Q 条例，完成了利率自由化进程。
英国	1979 年	英国政府取消外汇管制，实现英镑与资本项目完全自由流动	伦敦逐渐由英镑区封闭市场变为全球自由资本枢纽。

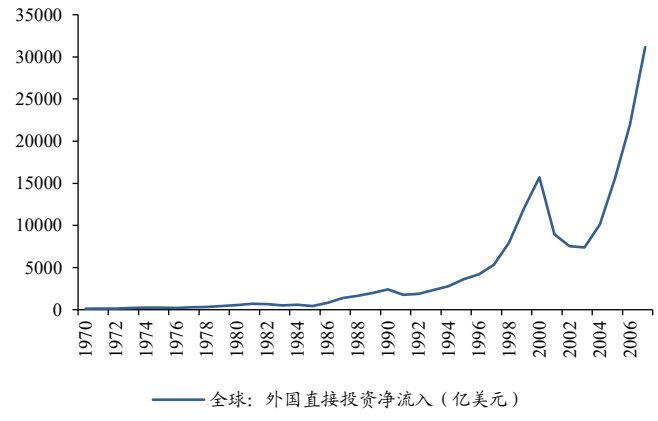
请务必阅读正文之后的免责声明部分

	1986 年	“第一次金融大爆炸”，一揽子变革措施落地，包括取消固定佣金、允许混业经营、放宽跨境资本流动及衍生品限制等	树立金融全面自由化的标杆，巩固伦敦全球金融枢纽地位
日本	1972 年	废除外汇集中管理体制，允许居民持有外汇资产	日本资本内外流动性显著提升
	1973 年	日元实行浮动汇率制	推动资本账户渐进开放，重构跨境资金流动规则
	1978 年	日本取消机构对外证券投资额度上限	日本资本流出基本自由
	1980 年	日本修订《外汇管理法》，外汇管理原则由“如无例外，禁止外汇交易”变为“如无例外，可自由交易”	居民在授权外汇交易的指定银行和证券公司，可以自由购买、出售外汇资产。
	1985 年	美日等五国签署《广场协议》，协议规定日元与德国马克应大幅升值以调整美元价格	倒逼金融市场进一步开放，自由化范围持续扩张

数据来源：中国银行业协会，21 财经，东吴证券研究所

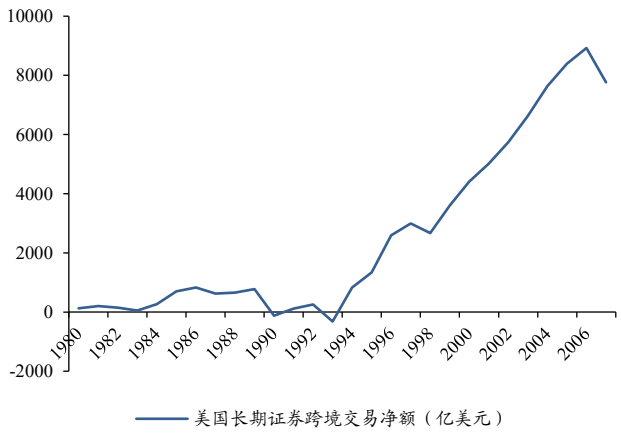
20 世纪 90 年代至 21 世纪初，伴随国际贸易的持续扩张与跨境资本的加速流动，叠加信息技术革命带来的爆发式进步，海外头部投行的国际业务发展斜率由此进一步陡峭。20 世纪 90 年代全球金融市场的互联互通程度空前提升。一方面，1995 年 WTO 成立确立了多边框架，要求成员国逐步开放银行、保险、证券和金融信息市场，各国金融市场准入壁垒被进一步打破；另一方面，新兴经济体的贸易自由化、管制放松以及国企私有化浪潮也催生了庞大的跨境融资与并购需求。受益于此，跨境资本流动呈现出爆发式、几何倍数级别的增长（2000 年全球外资净流入 15695 亿美元，较 1990 年增长 556%）。与此同时，远程通信、互联网、数据传输技术成熟，也彻底改变了投行传统线下作业模式，大幅降低了投行国际化扩张的物理成本与布局周期。在这一阶段，头部投行的全球化布局逐渐从重点突破转向全面渗透。

图1：1970-2007 年全球外国直接投资净流入（亿美元）



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

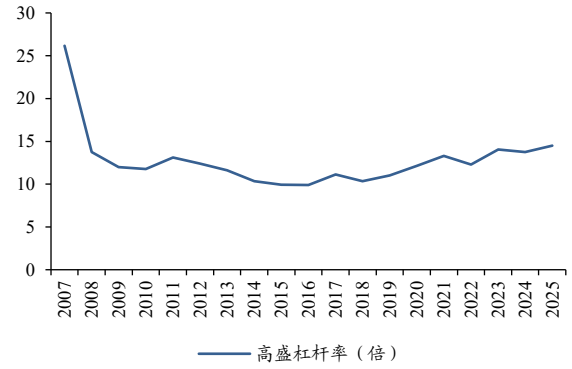
图2：1970-2007 年美国长期证券跨境交易净额（亿美元）



数据来源：美国财政部，东吴证券研究所

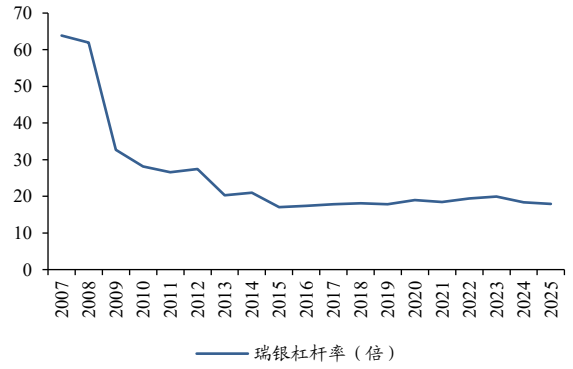
2008 年金融危机后，国际头部投行的海外布局节奏趋缓，质量重于速度。金融危机后，面对巴塞尔 III 框架下严格的资本与杠杆监管，海外头部投行国际化扩张从速度优先转向审慎稳健。①业务结构上，头部投行普遍降低重资产交易占比，收缩跨境自营与高风险衍生品业务，大力发展轻资本、高稳定性的财富管理与资产管理业务，构建抗周期收入底盘。②区域布局上，关闭欧美非核心网点，聚焦主要金融枢纽，选择性布局中东、拉美等高净值市场。③客户覆盖上，从单一依赖机构客户转向机构、高净值、零售客户分层覆盖。④公司运营上，依托全球数字化平台与中后台集中化，在严控跨境风险的同时降低运营成本。至此，海外头部投行国际业务正式迈入以轻资本、区域及客户结构优化、强调降本增效的高质量发展新阶段。

图3：2007-2025 年高盛杠杆率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图4：2007-2025 年瑞银杠杆率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 高盛：把握制度窗口顺周期布局，结合自身优势锚定机构业务

2.1. 依托时代机遇分阶段布局，海外收入利润占比保持稳定

作为美资投行，高盛的全球化布局根植于二战后特定的时代经济与制度背景，是多重因素叠加的结果。1）二战后美元霸权建立，为美资投行在发展国际业务方面赋予天然优势。二战结束后，布雷顿森林体系确立美元全球储备货币地位，纽约取代伦敦成为全球核心金融中心，美资投行天然拥有美元定价、跨境资本调度、国际规则制定的核心优势。**2）战后美国金融市场内卷加剧。**20 世纪 50-60 年代美国本土资本市场趋于饱和，国内 IPO 承销、企业并购、机构经纪业务竞争白热化，本土增长空间见顶。这一阶段的竞争加剧主要体现在行业格局的松动，例如美林等零售导向公司通过庞大经纪网络扩张，逐步进入顶级行列。在此背景下，出海成为头部投行突破规模瓶颈的必然选择。**3）欧洲美元市场的崛起，成为投行全球化的关键催化剂。**1963 年美国出台利息平衡税，对本国居民持有的海外证券征收高额税负，大幅抬高了境外企业赴美融资的成本。在此背景下，脱离美国本土监管与税收约束的欧洲美元（存在美国境外的银行，不受美国联邦储备系统监管之美元）、欧洲美元债券市场快速崛起，美资投行得以在伦敦开展美元计价、跨境

结算的金融业务，实现监管与税负套利，正式打开了跨洋布局的大门，为后续全球化扩张搭建了核心业务载体。

表2：1963 年美国利息平衡税（IET）法案核心内容（1974 年废除）

项目	内容说明
立法目的	遏制美国资本外流、改善国际收支逆差；抵消欧美利差，减少美国人购买外国证券
征税对象与纳税人	纳税人为美国境内主体（个人、企业、机构），针对美国人收购外国股票、境外债务凭证的行为征税；仅针对境外组合投资，美国居民之间转让外国证券无需缴税。
税种性质	联邦特别消费税（excise tax），按证券购买价值计税
股票税率	统一 15%（按购入价）
债券税率	债务凭证根据剩余期限差异化计税，最低 2.75%（3-3.5 年期），最长 28.5 年及以上债券税率达 15%
豁免范围（部分）	①美国企业对外直接投资（子公司/联营）；②剩余期限＜3 年的短期外债/票据；③美国银行普通境外贷款、海外分支机构以外币开展的借贷；④从美国人手中购买已持有的外国证券；⑤对发展中国家的证券投资。
最终废止	1974 年 6 月 30 日正式废除
核心影响	提高外国在美国融资成本，倒逼美元融资转向欧洲美元/欧洲债券市场

数据来源：美国联合税务委员会，东吴证券研究所

基于以上背景，高盛于上世纪 70 年代启动现代意义上的出海，分阶段稳步推进，进入新市场方式以自建据点以及设立合资公司为主，最终整合成为全球化的控股集团：

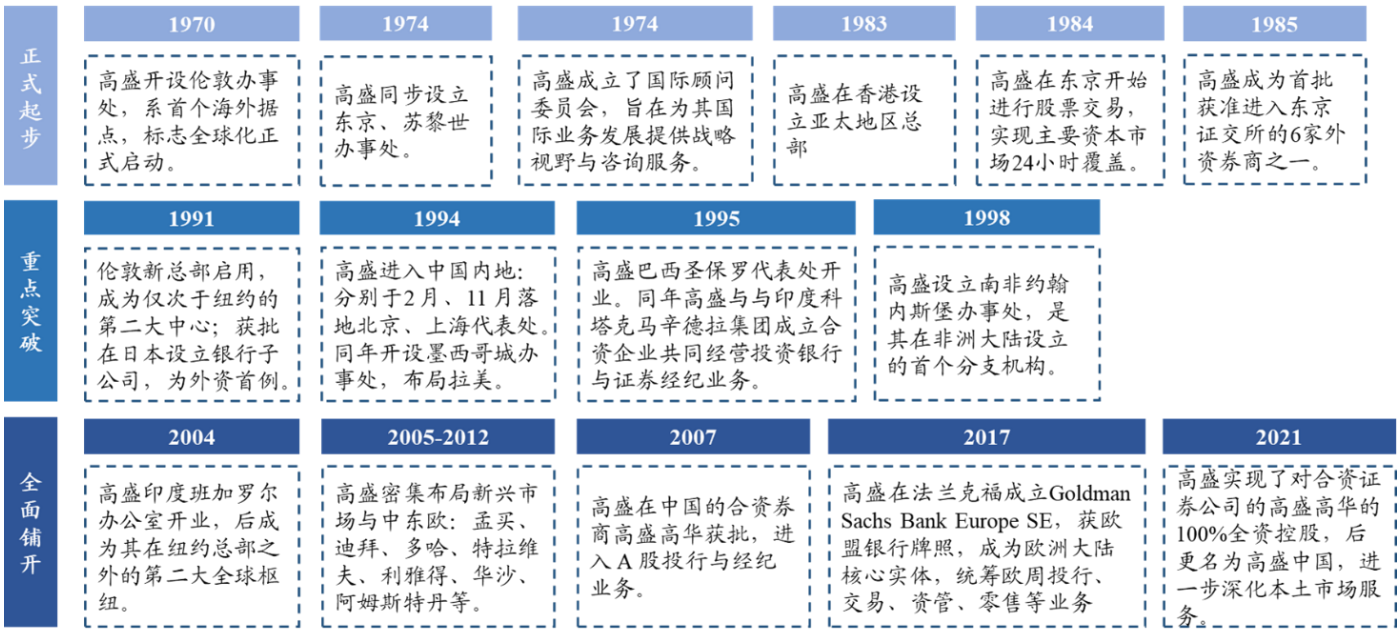
1）1970-1980 年代初步探索：1970 年是高盛国际化的关键起点，其在伦敦设立首个海外办公室，聚焦欧洲美元债券与跨境企业融资，正式开启全球化布局。1974 年高盛同步进入东京与苏黎世，东京办公室重点服务日本大企业与金融机构，切入亚洲核心市场；苏黎世则作为欧洲离岸金融支点，强化外汇与贵金属业务。在 1980 年代，高盛持续夯实亚太业务网络，1983 年进入香港，1984 年在港设立亚太总部，辐射东南亚市场；同年，高盛在东京开展股票交易，实现全球主要市场 24 小时覆盖；1985 年高盛成为首批获准进入东京证券交易所的非日资券商。这一阶段，高盛在出海方面主要着眼于全球金融市场的枢纽城市，集中资源在核心战场站稳脚跟。

2）1990 年代重点突破：1991 年，高盛启用伦敦新总部，系仅次于纽约的第二大中心，同时获批在日本设立银行子公司，为外资首例，进一步巩固成熟市场优势。1994 年，高盛进入中国内地，先后设立北京、上海代表处，并开设墨西哥城办事处布局拉美市场。1995 年，高盛巴西圣保罗代表处开业，同年高盛与印度塔塔集团成立合资企业，进入印度投资银行与证券经纪业务。1998 年，高盛设立南非约翰内斯堡办事处，实现非洲市场零的突破。伴随高盛全球化版图的持续完善，高盛海外业务逐渐从本土业务的附属成长为独立增长引擎。

3）2000 年以来的全面铺开期：2004 年高盛在印度班加罗尔的办公室开业，后续发

展为纽约总部之外的第二大全球枢纽；2005 至 2012 年间，高盛密集布局孟买、迪拜、多哈、华沙等新兴市场与中东欧关键节点，持续完善全球业务网络；2007 年合资券商高盛高华获批，正式进入中国 A 股投行与经纪业务；2017 年在法兰克福成立高盛欧洲银行并获取欧盟银行牌照，统筹欧元区全业务线，实现欧洲大陆业务一体化；2021 年高盛实现对高盛高华的 100%全资控股并更名为高盛中国，完成中国市场的本土化深耕。整体来看，高盛的国际化进程遵循先核心成熟市场再新兴市场、先物理据点布局再业务落地推进的清晰路径，通过搭建跨区域枢纽、完善牌照与业务布局、推进区域一体化管理，逐步构建起覆盖全球主要市场的本地化服务能力，成为具有代表性的全球投行国际化标杆。

图5：高盛海外业务发展历程

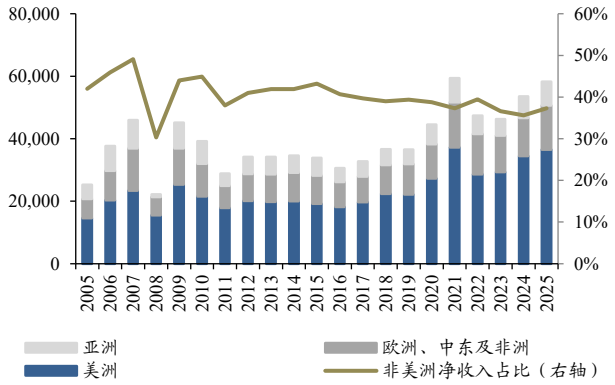


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金融危机以来，高盛国际业务发展趋稳，海外净收入、净利润占比基本稳定在 30%-40%。截至 2025 年，高盛已在全球超过 35 个国家设立办公室。2025 年高盛在非美洲地区实现净收入 217 亿美元，占比 37%；在非美洲地区实现净利润 53 亿美元，占比 31%。金融危机以来，高盛非美洲地区净收入、净利润基本稳定在 30%-40%，表明其海外业务已建立了深厚的市场根基以及跨周期盈利能力。

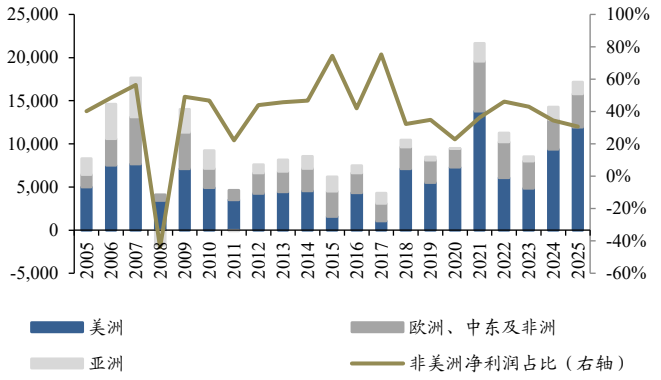
仅供内部参考，请勿外传

图6：高盛净收入分地区分布（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：高盛净利润分地区分布（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 紧扣各国金融改革窗口期，以标杆客户作为切入点

高盛出海锚定各国制度改革窗口期，顺周期分层布局。高盛国际版图扩展过程中的每一步都与当地金融制度核心改革节点高度契合。1970 年设立伦敦办事处，恰逢英国废除外汇管制的前夜，随后更借 1986 年“金融大爆炸”之机启用伦敦新总部，深度融入全球自由资本中枢。1974 年高盛进驻东京，敏锐捕捉到日元国际化启动的早期信号。1990 年高盛在法兰克福设点，则紧扣德国推出第一部《金融市场促进法》的政策红利。而在新兴市场，这种顺周期布局特征也非常显著。1983 年港元联系汇率制确立，高盛迅速跟进设立香港办事处并定为亚太总部。1994 年高盛分别进入中国大陆和墨西哥，前者对应中国资本市场初创及后续入世承诺，后者则受益于北美自贸协定生效及当地国企私有化浪潮。1995 年高盛进入印度市场，直接响应了印度 1991 年新经济政策下外资准入大幅松绑的历史机遇。这种将自身全球化战略与东道国制度改革节奏深度绑定的做法，不仅降低了市场进入的制度摩擦成本，更使高盛能够在各国金融开放的红利释放初期抢占先机，实现了国际业务版图的稳健扩张与高效渗透。

表3：高盛拓展国际业务时锚定各国改革窗口期

	高盛进入当地市场的关键节点	当地核心改革窗口期
英国	1970 年开设伦敦办事处，1991 年启用伦敦新总部。	1979 年英国废除外汇管制，资本流动全面放开。 1986 年“金融大爆炸”改革：废除固定佣金、放开交易所会员准入、放松分业限制。
日本	1974 年设立东京办事处。	1980 年新《外汇法》实施，资本项目原则上可兑换。 1984 年《日元美元委员会协议》签署，推动日本金融自由化与市场开放。
德国	1990 年高盛在法兰克福设立办事处。	1990 年推出第一部《金融市场促进法》，取消证券交易税，放松银行证券业务限制。
中国大陆	1994 年高盛分别设立北京、上海办事处；2007 年高盛高华获批。	1990 年中国大陆资本市场初创。 2001 年加入 WTO，承诺银行业、证券业、保险业逐步对外开放。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国香港	1983 年设立办事处，1984 年定为亚太总部。	1983 年港元联系汇率制度建立，巩固香港国际金融中心地位。
墨西哥	1994 年设立墨西哥城办事处。	1994 年北美自由贸易协定（NAFTA）生效，墨西哥资本项目开放，国企私有化浪潮启动。
印度	1995 年与印度 KotakMahindra 成立合资公司。	1991 年印度退出新经济政策，外资准入大幅松绑。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

高盛出海重点把握核心重点客户，再以点带面扩张，由标杆项目撬动全局渗透。高盛在创立之初以商业票据业务见长，以至于在其后全球化布局的过程中，商业票据业务往往会成为打开新市场的敲门砖。在进入日本市场的过程中，高盛 1971 年为三井公司发行商业票据的项目可以看作其在日本业务的突破点。彼时美国的商业票据市场对于日本企业信用歧视严重，认为日本企业财务不透明，缺乏国际评级，因此高盛安排美国顶级银行进行增信，承诺三井违约时无条件兑付本息，有效地消除了投资者顾虑。在三井公司的票据得到美国市场的接纳后，高盛迅速将成功经验推广至其他日本大型公司。依托三井商业票据发行成功的品牌与客户基础，高盛于 1974 年设立东京办事处，正式扎根日本。此后高盛逐渐将在日业务从单一票据业务向大型股权承销、债券承销等多元业务过渡，市场地位不断提升。2023 年，高盛日本证券部门实现净利润 392 亿日元（约 2.51 亿美元），排名在日外资投行第一位。

图8：2023 年高盛在日净利润排名海外投行第一位

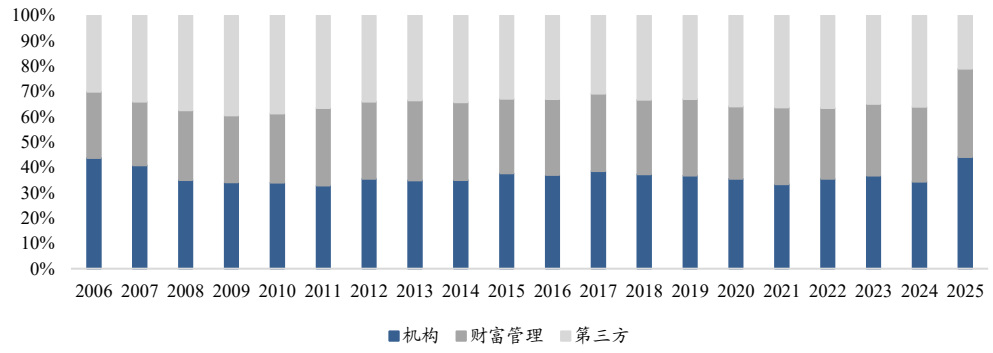


数据来源：彭博，东吴证券研究所

2.3. 立足机构业务优势，智库能力构筑附加长板

高盛立足自身优势，在国际化布局过程中重点聚焦于机构业务。高盛始终秉持以客户需求为核心的理念，机构客户占比高，2006 年以来，公司机构客户+第三方分销渠道客户管理规模占比基本超过 70%。基于自身优势，高盛在国际化进程中也主要以机构客户为核心锚点，通过并购投行、机构交易等业务建立全球竞争力。从业务竞争力来看，2025 年全球投行并购交易排名中，高盛以 1.66 万亿美元的交易总额、515 件交易数量位居全球第一，交易规模与交易数量均大幅领先摩根大通、摩根士丹利等同行，一定程度上可以体现出其在国际化过程中深耕机构客户、聚焦企业并购与资本市场服务的直接成果。

图9：高盛客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4：2025 年全球投行并购交易总额 Top 10

	并购交易总额（亿美元）	并购交易件数	并购交易总额同比增速
高盛	16,623	515	38.9%
摩根大通	14,354	473	44.2%
摩根士丹利	11,713	376	32.8%
美银	8,860	301	42.7%
花旗	7,692	254	24.0%
Evercore	6,087	233	43.4%
巴克莱	5,528	177	34.1%
Centerview	5,423	120	52.3%
富国银行	4,499	73	61.7%
Jefferies	3,644	325	15.1%

数据来源：Mergermarket，东吴证券研究所

高盛通过设立国际顾问委员会强化海外业务布局的适配性与落地能力。高盛于1982年成立国际顾问委员会，成员普遍在政府、外交和跨国商业领域拥有广泛的经验，为公司及其庞大的客户群提供市场和行业洞察。早期成员包括美国前国务卿亨利·基辛格、德国联邦银行前董事长奥特马尔·埃明格、世界银行前行长罗伯特·麦克纳马拉、联合利华前董事长大卫·奥尔爵士。设立国际顾问委员会是高盛推进国际化战略的一项关键制度创新，对其全球业务扩张起到了重要的智力支撑与资源链接作用，不仅有效弥补了跨国展业中的信息不对称与认知盲区，降低了海外合规与市场准入风险，也借助顾问深厚的政商网络为高盛在目标市场的业务拓展提供了稀缺的战略资源，从而显著提升了其全球化经营的适应性与竞争力。

表5：2000年后部分曾加入高盛国际顾问委员会的国际政要

姓名	任职时间	主要履历
马里奥·蒙蒂	2005年	1995年-2004年先后担任欧盟负责内部市场事务和竞争事务的委员；2011年-2013年担任意大利总理
罗伯特·佐利克	2007年	2005年-2006年担任美国副国务卿；2007年-2012年担任世界银行行长。
若泽·曼努埃尔·巴罗佐	2014年	2002-2004年担任葡萄牙总理；2004-2014年担任欧盟委员会主席。
里希·苏纳克	2025年	2022-2024年担任英国首相。2001年-2004年进入政坛前曾在高盛任职分析师。

数据来源：公司官网，新浪财经，东吴证券研究所

高盛强大的研究能力及市场话语权亦可反哺其国际业务发展。2001年，高盛经济学家吉姆·奥尼尔首次提出金砖国家（BRIC）概念（巴西、俄罗斯、印度、中国），预测这些新兴市场将驱动全球经济增长，为全球机构客户提供了清晰的新兴市场配置框架，使得高盛成为全球资本布局金砖市场的首选服务商。概念走红后，高盛顺势推出金砖四国基金以及定制化资管产品与跨境投行服务，快速提升了其在新兴市场的市场份额与客户粘性。

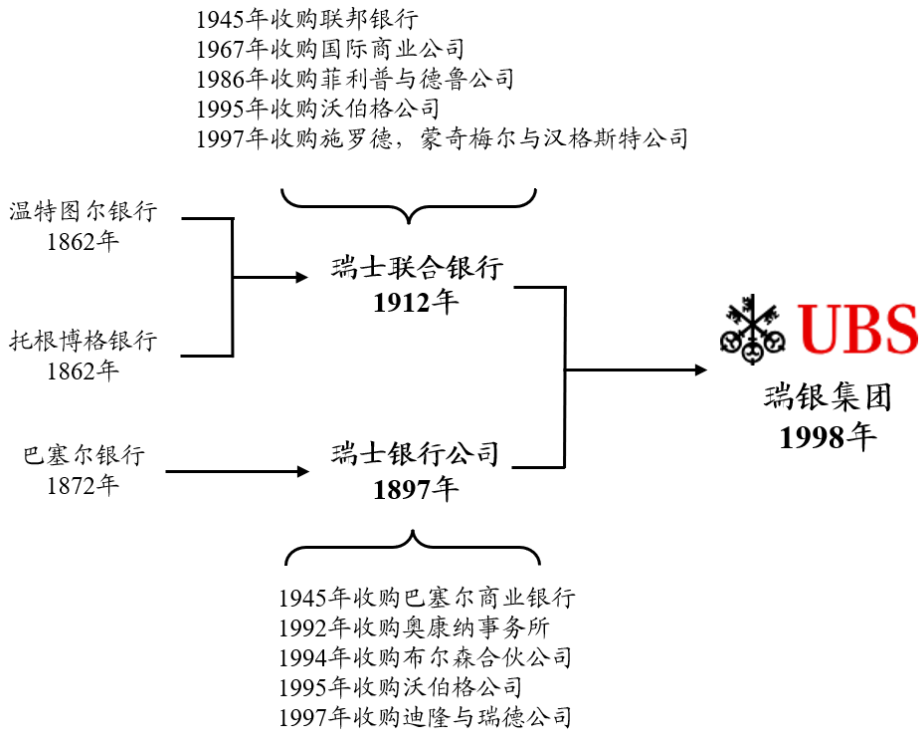
3. 瑞银：以并购驱动国际布局的全球财富管理龙头

3.1. 历经多次并购重组，国际化发展根基深厚

瑞银集团脱胎于300余次国际金融机构的整合，生来具备深厚的国际化底色。瑞银集团由瑞士联合银行（UBS）与瑞士银行公司（SBC）两大主体合并而来，其发展历史可以追溯至1862年瑞士联合银行（UBS）的前身温特图尔银行成立以及1872年瑞士银行公司（SBC）的前身巴塞尔银行的成立。20世纪中期至80年代，两家银行在巩固本

土优势的同时，逐步开启跨境布局。瑞士联合银行在 1945 年完成对联邦银行的收购，进一步稳固国内市场地位，并陆续在欧美地区设立分支机构；瑞士银行公司持续整合本土区域银行，同时在 1992 年收购美国期权交易公司奥康纳，借此切入全球衍生品业务领域。进入 20 世纪 90 年代，行业全球化提速，两家机构加快并购步伐，重点布局国际投行与资产管理领域。瑞士银行公司动作尤为激进，1994 年收购资管机构布尔森合伙公司，补强全球资产管理能力；1995 年并购英国投行华宝，搭建欧洲投行业务平台；1997 年再收购美国投行 Dillon Read，整合形成跨欧美一体化投行体系。1998 年，经历了 300 多次兼并重组后，瑞士联合银行（UBS）和瑞士银行公司（SBC）在 1998 年完成合并，最终组成了瑞银集团。瑞银集团的发展历程，本质是国内外金融机构整合重组的漫长过程。依托海量并购整合积淀，集团自诞生之初便拥有鲜明的全球化基因，国际化运营能力与跨境业务布局根基尤为深厚。

图10：瑞银集团并购整合历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1998 年合并完成后，瑞银仍然在通过高频的并购强化国际扩张。1998 年瑞银集团整合完成后，瑞银并购整合的步伐并未停歇，反而进入更为主动、系统性的全球扩张阶段，通过持续收购优质标的，不断夯实财富管理、资产管理、投资银行等核心能力，显著拓展全球业务版图与客户覆盖。2001 年，瑞银收购了在资产管理和证券经纪业务方面久负盛名的美国著名投资银行普惠公司，落子美国市场；2003 年开始，瑞银先后收购美国、英国、荷兰等多家知名投行的财富管理分部，完善欧洲布局；2005 年，瑞银登陆中

国市场。在外部兼并收购和内部有机增长的同时促进下，瑞银集团的国际化程度迅速提高，全球范围的高净值客户也进一步增加。

表6：瑞银集团（UBS）成立后的主要并购

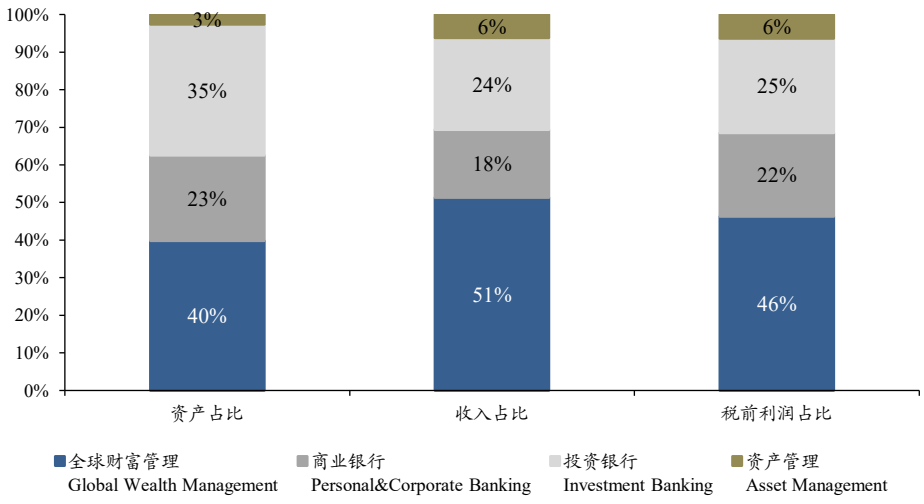
时间	事件
2000 年	开拓美国市场，收购美国普惠公司（PaineWebber）。普惠公司在资产管理和证券经纪方面久负盛名。
2003 年	收购英国 Lloyds 银行在法国的财富管理业务；
	收购美林银行在德国的财富管理业务；
	收购荷兰银行在美国的主经纪商业务。促进了投资银行对对冲基金金客户的服务；
2004 年	收购两家英国财富管理机构 Laing & Cruickshank 和 Goodman Harris；
2005 年	与中国国家开发投资公司合资成立国投瑞银基金管理公司，登陆中国。

数据来源：瑞银集团官网，UBS 2003 handbook，东吴证券研究所

3.2. 以财富管理业务为核心抓手，因地制宜步步为营

业务层面，财富管理是瑞银集团发展的核心引擎，也是其拓展海外布局的主要抓手。瑞银具备发展财富管理业务的天然优势，依托瑞士永久中立、1934 年银行保密法、低税负、货币稳定等多重制度红利，形成全球高净值客户认可的安全港标签。中立身份使其在两次世界大战中资本持续沉淀，保密法与低税负吸引全球富人资产长期配置，为跨境扩张提供天然信任背书与低成本资金池。2011 年，瑞银确立“瑞银集团的战略以全球领先的财富管理业务及位于瑞士的卓越全能银行业务为核心，协同发展资产管理和投资银行业务”的战略目标，重心向财富管理业务倾斜。2025 年瑞银全球财富管理分部的资产、收入、税前利润占集团比重分别为 40%、51%、46%。

图11：2025 年瑞银分业务资产、收入、税前利润结构



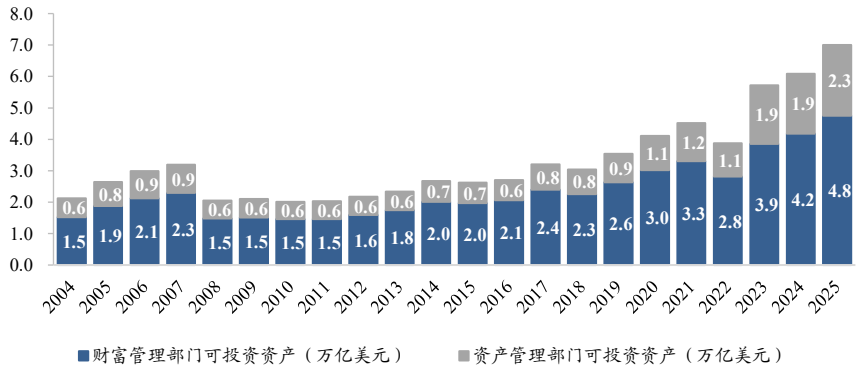
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：计算占比时忽略各部门之间重叠抵消部分。

仅供内部参考，请勿外传

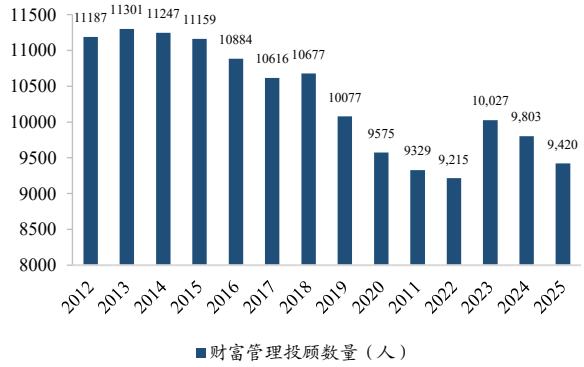
瑞银财富管理业务以经营效率与盈利水平为核心标尺对各区域实施分层差异化运营，资源优先投向高增长、高财富密度区域。金融危机后，瑞银财富管理业务对低 ROE、低财富密度市场主动收缩，陆续退出巴西、西班牙、奥地利、阿根廷等 20 余个回报薄弱国家与地区，关停约 300 家低效网点并剥离非核心在岸业务，仅保留离岸服务能力。对于美国、中东等高创收、高利润率市场，瑞银则持续加大人员、网点与家族办公室等高端服务资源投入，全力做大 AUM 与高费率业务。对于潜力市场则通过轻量级代表处及离岸服务维持布局，兼顾全球网络完整性与长期发展机遇。整体来看，瑞银在保留全球化服务网络的品牌与业务壁垒的同时也有效优化了整体人效与盈利水平。2012-2025 年，瑞银财富投顾人数由 11187 人下降至 9420 人，而财富管理投顾人均创收规模则由 116 万美元提升至 276 万美元，创收效率大幅提升，与瑞银区域分层差异化运营的战略选择亦高度相关。

图12：瑞银财富管理及资产管理部门可投资资产（万亿美元）



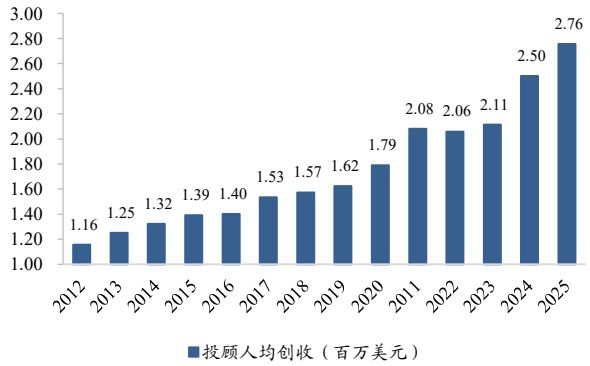
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：瑞银财富管理投顾数量（人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：瑞银财富管理投顾人均创收（百万美元）



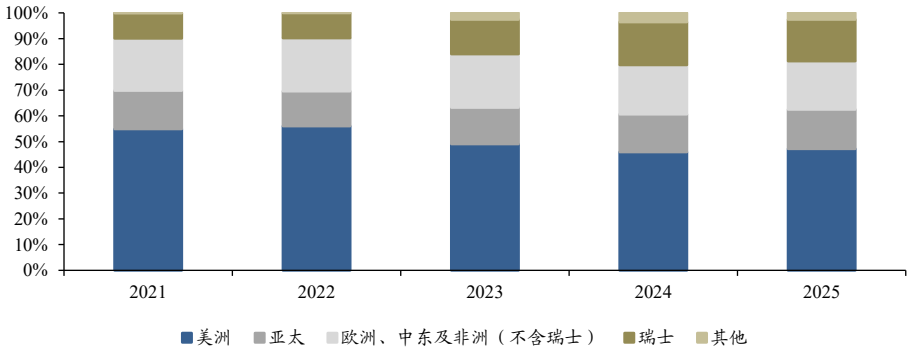
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

瑞银财富管理业务进行海外布局时倾向于因地制宜的本土化合作模式。瑞银在进入不同国家或地区时，并未盲目选择单打独斗，而是通过与当地具有影响力的金融机构建立战略合作、合资或业务交叉，来实现优势互补。在日本，瑞银于 2019 年 6 月与本土龙头三井住友信托控股签署战略合作，2020 年 5 月正式成立合资公司，瑞银持股 51%、三井住友信托持股 49%。在该项合作中，瑞银输出 160 年全球财富管理经验、跨境资产配置能力与国际投研体系，三井住友信托则提供本土稀缺的信托牌照、不动产管理、家族传承与遗产规划等在地化服务能力，填补瑞银单独经营难以覆盖的业务短板。在中国，瑞银于 2023 年 9 月与工商银行签署全面战略合作备忘录，依托工行庞大的零售与对公客户网络，在跨境理财通、基金互认、全球产品分销、外汇与固收交易等领域深度协同，快速触达国内高净值与富裕客群。

当前瑞银的国际布局已较为稳定。从 2021-2025 年的财富管理业务收入分布来看，瑞银已形成美洲、欧洲、亚太三足鼎立的均衡布局。美洲作为传统核心市场规模稳步增长，收入占比虽略有回落但仍贡献近半业务；欧洲市场在收购瑞信后显著强化，本土业务与区域网络协同发力；亚太市场规模与占比持续提升，成为重要增长引擎。各区域业务协同互补、风险分散，体现了瑞银全球化战略的深度渗透与均衡发展成效。2025 年，瑞银财富管理业务在美洲、亚太、EMEA 地区、瑞士的收入占比分别为 47%、15%、19%、16%。

图15：2021-2025 年瑞银财富管理业务收入分地区分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 野村：乘产业出海东风，海外大型并购未能兑现预期

4.1. 紧随日资出海步伐，逐步搭建全球业务网络

1）早期发展：野村的国际化探索可以追溯至 1927 年，当年野村开设纽约办事处，成为首家设立海外办事处的日本证券公司，迈出国际化的第一步；1936 年受国际局势影响，纽约办事处被迫关闭，初次尝试中断；二战后，野村于 1953 年重开纽约办事处，重

启美洲布局，1964 年设立伦敦代表处正式进入欧洲，1967 年于香港成立首个海外子公司，并在 1970-1972 年密集布局泰国、新加坡等东南亚市场，逐步搭建起覆盖亚洲与欧美主要市场的早期网络。

2）全面扩张：20 世纪 80 年代，伴随全球金融自由化程度加深以及日本经济进入鼎盛时期，野村国际化进程加速，先后于 1981 年、1986 年成为纽交所、伦交所会员，完成了东京-香港-伦敦-纽约的全球主干网搭建；同时加速新兴市场布局，通过设立代表处的方式卡位中东及中国市场。借力日本金融自由化与泡沫经济浪潮，野村海外经纪、投行与资管业务全面铺开，跻身全球主流券商之列。

3）战略收缩：20 世纪 90 年代，受日本泡沫经济崩盘及 1997 年亚太金融危机冲击，野村本土营收暴跌，海外业务亏损加剧，欧美扩张进程踩下刹车，从规模扩张转向盈利修复与成本优化。

4）并购提质：进入 21 世纪，野村的国际布局主要由并购驱动。2008 年金融危机中野村收购雷曼兄弟亚洲、欧洲、中东及印度后台业务，一步跃升为全球顶级投行；此后又于 2016 年收购美国世纪投资公司股权，于 2025 年收购麦格理欧美公共资管业务，持续补充业务短板，逐渐形成全球协同的业务格局。

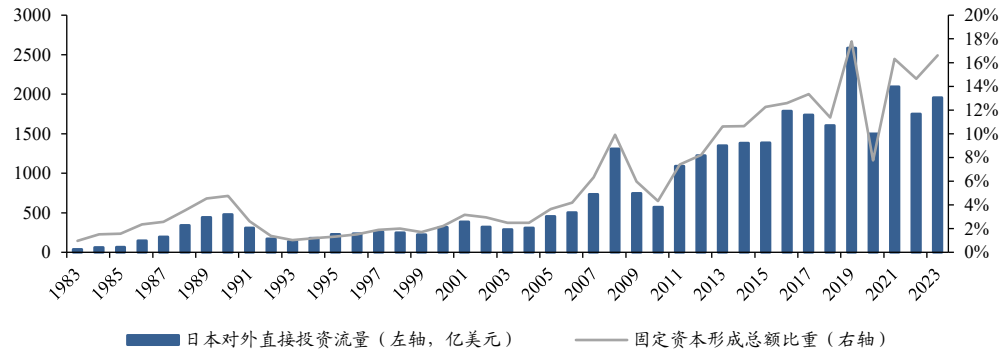
图16：野村海外业务发展历程

阶段	时间	事件
早期发展	1927 年	开设纽约办事处，成为首家设立海外办事处的日本证券公司。
	1936 年	因国际局势紧张、外汇交易受限，纽约办事处被迫关闭，国际化初次尝试中断。
	1953 年	二战后重开纽约办事处，重启美洲布局。
	1964 年	设立伦敦代表处，正式进入欧洲。
	1967 年	成立野村国际（香港），系首个海外子公司。
	1969 年	野村证券国际（美国）成立，获波士顿交易所会员资格。
	1970-1972 年	先后设立泰国、新加坡子公司，密集布局东南亚。
全面扩张	1982 年	设立巴林代表处，进入中东市场。
	1981 年	获纽约证券交易所会员资格，正式登陆美国主流市场。
	1982 年	成为首家在北京设代表处的外资投行，卡位中国市场。
	1986 年	野村国际（英国）成为伦敦证券交易所会员。
战略收缩	1990 年代	日本泡沫经济崩盘，叠加 1997 年亚太金融危机影响，野村本土营收暴跌，海外业务亏损加剧，欧美扩张踩下刹车。
并购提质	2001 年	公司改组为野村控股，实现控股与证券业务分离；通过发行 ADR 在纽约证券交易所上市。
	2007 年	野村收购证券经纪电子平台 Instinet，补强全球电子交易与经纪基础设施。
	2008 年	野村收购雷曼兄弟在亚洲、中东及欧洲的业务，以及印度后台业务。
	2016 年	野村收购美国世纪投资公司 41%的股权。
	2025 年	野村收购澳大利亚投行麦格理在美国和欧洲的公共资产管理业务。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

日本企业与产业的全球化浪潮，是野村证券国际业务扩张的重要驱动力。20 世纪 70-80 年代，日本对外直接投资迎来第一轮高峰，对外直接投资流量从 1983 年的 36 亿美元大幅增长至 1989 年的 441 亿美元，占固定资本形成总额的比重也从不足 1%攀升至 4.5%，标志着日本企业大规模海外布局的开端。在这一进程中，野村证券凭借与本土企业的深厚联系，跟随客户出海，为其提供跨境融资、并购顾问与全球资产配置服务，由此快速搭建起覆盖欧美、亚洲的国际业务网络，完成了从本土券商向全球投行的初步跨越。泡沫经济破裂后，日本对外投资虽短期回调，但进入 21 世纪后再度呈现上升趋势，尤其在 2008 年金融危机后，日本企业海外并购与产业转移需求持续释放。野村则通过收购雷曼兄弟相关业务，进一步强化了全球服务能力，深度绑定日本企业的全球化战略，其国际业务也随之在投行、资管等领域持续深化，成为日本资本走向全球的重要金融纽带。

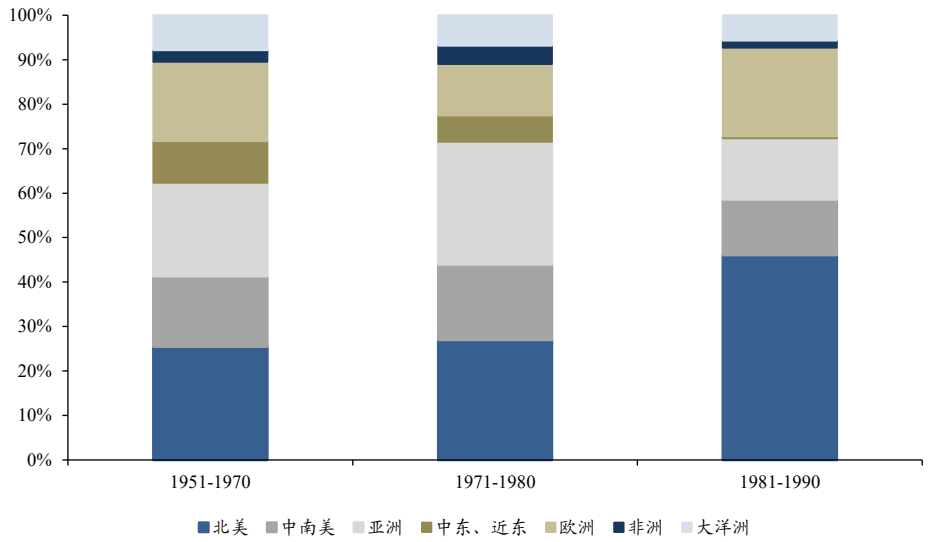
图17：日本对外直接投资流量及占固定资本形成总额比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

野村海外布局的区域选择与日本对外直接投资的地区分布变迁趋势高度契合，以亚洲为起点，逐步拓展至其他地区。日本在完成战后高速工业化、跃居全球第二经济大国后，迎来了两轮由被动规避摩擦到主动全球布局的产业出海浪潮。①1970 年代两次石油危机冲击本土重化工业，叠加国内劳动力成本上升、环保约束收紧，日本率先将纺织、轻工、基础化工等劳动密集型与高耗能产业向亚洲四小龙、东盟等地区转移。②1985 年《广场协议》成为关键转折点，日元短期内大幅升值，国内流动性泛滥与泡沫经济推动对外投资从制造业向金融、地产、商业、服务业全面蔓延。从日本的对外投资的区域结构来看，1970 年代亚洲、北美、欧洲占比分别 28%、27%、12%，1980 年代则分别变为 14%、46%、20%，“先亚洲、后全球”的趋势明显。而从野村的国际业务布局历程来看，其区域选择的变化趋势与日本对外直接投资的地区分布变迁高度契合，先深耕文化与产业联系紧密的亚洲市场，再随日本资本的全球扩张转向欧美主流市场，业务布局与客户出海趋势形成了高度的战略共振。

图18：日本对外直接投资区域分布



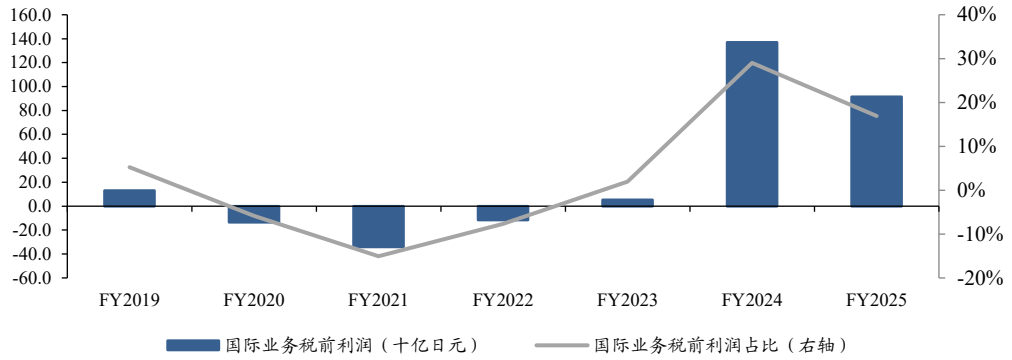
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 借行业低谷完成重大海外并购，但长期发展遇阻

收购雷曼兄弟，短期一度跃升全球最大独立投行。2008 年全球金融危机引爆全球资本市场，老牌华尔街投行雷曼兄弟宣告破产。市场系统性风险爆发的同时，行业资产估值大幅缩水，也为金融机构跨境低价并购优质资产创造了绝佳窗口期。彼时野村控股凭借日本本土稳固的基本盘与充足的资本储备，抢抓危机红利，以低成本收购雷曼兄弟亚太、欧洲区域经营性资产，直接获取全套海外业务牌照、成熟业务团队以及存量机构客户资源。得益于此次收购，野村迅速补齐了欧洲核心投行市场，强化了亚太机构业务，从以日本本土为主的券商变成了真正全球化布局的国际投行，海外分支机构数量大幅增加。

长期来看，受文化差异及资产战略选择失误影响，低成本并购雷曼兄弟并未兑现野村的全球化战略预期。伴随时间推移，野村并购雷曼兄弟的问题逐渐暴露。1）跨区域企业文化冲突：野村依托日式管理体系，实行层级化管控，整体经营风格偏保守，决策链路较长；而原雷曼海外团队沿用华尔街运行模式，绩效考核激进，崇尚个人价值，偏好高收益高风险交易业务，两类管理体系与价值理念难以兼容。2）自身战略失误：野村后期盲目加码欧洲股票交易等高风险自营业务，不仅偏离自身核心竞争优势，还遭遇欧债危机外部冲击。叠加集团未配套适配海外市场的风控合规体系、薪酬激励机制与华尔街行业标准脱节，海外核心人才持续流失，海外板块长期陷入亏损。2016 年野村主动缩减欧洲股票核心业务，叫停全球化激进扩张计划。从当前情况看，野村国际业务利润波动较大，盈利稳定性持续承压。2025 财年公司实现海外税前利润 915 亿日元，同比下滑 33%，国际业务税前利润占比仅为 17%。

图19：野村控股海外业务税前利润及占比（十亿日元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 海外头部投行的出海经验总结

1）顺应时代与制度红利是投行全球化布局的重要前提。从海外投行的国际化进程来看，全球金融格局演变、金融自由化改革以及跨境资本流动扩张是其顺利出海的宏观基础。精准把握不同经济体金融开放、产业转移、汇率制度变革等窗口期推进海外布局，可有效降低市场准入门槛与合规成本。反之，脱离宏观趋势盲目进行跨境扩张，则极易面临政策壁垒与市场阻力。

2）海外业务行稳致远的关键在于立足自身核心优势打造差异化赛道。在出海过程中，海外头部投行均依托自身禀赋选择了差异化的发展路径，形成专属核心竞争力：高盛深耕机构客户，聚焦大型企业跨境融资、并购顾问等业务，凭借专业服务能力稳居全球投行第一梯队；瑞银依托瑞士金融声誉与长期积淀，聚焦财富管理主业，围绕高净值客户搭建全球化服务网络，通过精细化运营提升人均产出与盈利水平；野村则依托本土产业资源，跟随日本企业出海同步拓展跨境服务。由此观之，找准自身优势、聚焦主力赛道，避免全面撒网式发展，能够显著提升海外市场的生存能力与盈利稳定性。

3）并购整合是快速实现全球化布局的有效路径，但配套管理能力不可或缺。就投行出海而言，并购是短时间补齐牌照、网点、客户与团队短板的主流方式。但并购并非简单的资产叠加，野村因忽视跨地域企业文化的融合、路径规划失误等原因，导致并购效果不及预期，说明跨境并购只是扩张手段，组织管理、文化融合、制度适宜、战略匹配才是决定并购成败的核心。

4）深度绑定本土客户与开展本土化合作，能够有效降低跨境经营摩擦。头部投行在海外拓展过程中，普遍重视本土化落地。依托本土伙伴、贴合当地市场规则、适配区域客户需求，是化解地域隔阂、快速扎根海外市场的重要手段。

5）智库资源、研究实力等软实力，可为全球化业务持续赋能。优质的投研能力与

高端智库资源，是头部投行巩固全球话语权、挖掘市场机遇的隐形竞争力。软实力建设能够打破信息壁垒、提升品牌公信力，帮助投行在全球竞争中抢占先机，也是中长期提升综合实力的重要一环。

6. 投资建议

看好券商行业国际业务业绩贡献逐级提升，具备先发优势的头部券商将充分受益。在“打造一流投行”目标引领下，随着资本市场双向开放深化、中资企业全球化融资与跨境财富管理需求持续释放，国际业务有望成为券商业绩增长的重要支撑。另一方面，券商出海行业呈现显著的头部集中特征，马太效应持续加剧，核心源于头部券商在先发优势、资本壁垒、客户资源、牌照布局等方面的领先性。中小券商受资本、人才、客户限制，境外业务多以香港单点突破为主，难以形成全球化竞争力；而头部券商已构建较好的海外业务基础，资本持续向境外业务注入，且在港股投行、跨境衍生品、境外财富管理等核心业务中具备显著优势，将充分受益于券商出海的战略机遇期。结合券商国际化布局的进度、境外业务收入贡献、资本投入力度等维度，重点看好具备建设全球服务网络能力、境外业务盈利效率高、资本持续加码国际业务的头部券商标的，**推荐中金公司、中信证券、华泰证券、国泰海通、中国银河、广发证券等。**

表7：个股盈利预测与估值（截至 2026 年 6 月 26 日）

证券代码	公司名称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	营业总收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PB		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	4,111	27.74	749	859	939	301	355	391	1.46	1.28	1.18
601211.SH	国泰海通	3,067	17.40	631	719	792	278	280	313	0.96	0.89	0.84
601688.SH	华泰证券	1,842	20.41	358	410	448	164	193	214	1.06	0.94	0.87
601995.SH	中金公司	1,974	35.56	285	344	376	98	121	134	1.72	1.31	1.22
601881.SH	中国银河	1,364	12.47	283	312	340	125	144	159	1.16	1.06	0.97
000776.SZ	广发证券	1,749	22.35	355	415	454	137	168	188	1.31	1.11	1.02

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：盈利预测数据来自 2026 年 6 月 26 日 Wind 一致预期。

7. 风险提示

1）宏观经济不及预期：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑；

2）政策趋紧抑制行业创新：若宏观经济出现超预期下滑，势必造成证券行业监管政策趋于审慎，证券公司开拓新盈利增长点势必受限；

3）市场竞争加剧风险：行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn