下载日志已记录，仅供内部参考

证券Ⅱ

行业专题报告

2026 年 10 月 13 日

提升可持续收入、优化资本配置、强化战略执行

——高盛对国内券商高质量发展的启示

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

陆韵婷

SAC：S1350525050002

luyunting@huayuanstock.com

沈晨

SAC：S1350525090002

shenchen@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **高盛作为全球顶尖投行之一，在投行、机构交易及资产财富管理等领域长期保持领先，业务体系和资本管理机制成熟。在监管持续推动建设一流投资银行和投资机构、提升头部券商国际竞争力的背景下，我们认为，高盛在盈利模式、资本管理及战略执行方面的经验，对国内券商具有较强借鉴意义。**

- **1、盈利模式：优化收入结构，提升盈利稳定性。**高盛近年来持续降低对高波动、自有资金驱动收入的依赖，重点做大客户需求和管理规模驱动的持续性收入。具体来说，高盛将 Global Banking & Markets 中的 FICC Financing 和 Equities Financing，Asset & Wealth Management 中的 Management fees 和 Private banking and lending 收入定义为可持续性收入（more durable revenues），该类业务收入波动较低，且能够通过规模扩张实现持续增长。2019–2025 年，公司持续性收入（durable revenue）由 122 亿美元增至 263 亿美元，增长 115%，同期历史自有资金投资由 635 亿美元降至 60 亿美元，减少 91%。

- **2、资本管理：建立清晰资本配置优先级，提高股东回报。**高盛资本管理遵循“高回报业务投入—持续分红—剩余资本回购”的明确顺序：优先将资本投向高回报业务，同时退出低回报或与长期战略不匹配的历史自有资金投资；分红方面，2020–2025 年公司的 DPS CAGR 达到 23%，并长期保持季度分红；回购方面，高盛 2025 年实施约 123.6 亿美元股票回购，年末仍拥有约 320 亿美元回购授权额度。我们认为，资本配置纪律和灵活的资本返还机制有助于其提升 ROE 及估值水平。

- **3、战略执行：战略主线保持稳定，业务组合动态优化。**高盛于 2018 年开始启动 One GS 战略，此后持续迭代升级，从强调客户覆盖、跨业务协同进一步升级至 One GS 3.0，以 AI 推动组织和流程重构。与此同时，公司持续检视战略执行效果及投入产出效率，例如，2022 年起逐步收窄零售金融战略，陆续退出 Marcus 消费贷款、GreenSky 消费贷款、GM 信用卡等零售信贷业务，并启动 Apple Card 业务的转让安排；我们认为，这体现出战略规划的价值并非长期坚持最初设定的所有方向，而是围绕自身竞争优势持续优化资源配置，对长期无法形成合理 ROE 的业务及时调整。

- **投资建议：**关注具备稳定性收入扩张、优秀资本管理能力和 ROE 提升潜力的头部券商。我们推荐能满足多元化客户综合需求的【中信证券】、资管业务护城河较深且财富管理转型成果兑现的【广发证券】、科技类股权投资布局较好的【招商证券】和【财通证券】，建议关注【中金公司 H】。

- **风险提示。资本市场大幅波动风险，财富管理、资产管理发展不及预期，海外经验适用性风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

引言 4
1. 盈利模式：优化收入结构，提升盈利稳定性 5
1.1. 做大客需融资业务 7
1.2. 扩张资产管理和财富管理业务 8
2. 资本管理：明确的资本管理计划，优化股东回报 9
3. 战略执行：战略主线稳定，业务组合动态优化 11
3.1. One Goldman Sachs 两次迭代，3.0 聚焦运营流程优化 11
3.2. 持续复盘战略方向，动态优化业务组合 13
4. 投资建议：关注可持续性收入扩张、优秀资本管理能力、综合平台能力和战略执行能力突出的券商 14
5. 风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 2015 年 1 月 30 日至 2026 年 10 月 9 日高盛股价累计涨跌幅（%）.....4
图表 2： 2015-2026H1 高盛的 ROE 变化情况（%）.....4
图表 3： 2015-2026H1 高盛营业收入变化（亿美元）.....5
图表 4： 2015-2026H1 高盛净利润变化（亿美元）.....5
图表 5： 高盛以 GBM 和 AWM 为核心的业务架构.....5
图表 6： 高盛三大业务板块营业收入占比情况（%）.....6
图表 7： 高盛三大业务板块税前利润变化情况（亿美元）.....6
图表 8： 高盛定义为产生可持续性收入（more durable revenues）的四类业务.....6
图表 9： 高盛于 2020 年初计划降低自有资金权益投资，提升管理费及贷款收入占比....7
图表 10： 2019-2025 年，高盛大幅提升持续性收入，压降历史本金投资.....7
图表 11： Capital Solutions Group 的业务模式.....8
图表 12： 2021-2025 年 Financing 业务收入占比逐渐提升.....8
图表 13： 2021-2025 年 AWM 板块稳定性收入持续增加.....9
图表 14： AWM 板块收购情况.....9
图表 15： 高盛 AWM 板块的中期目标.....9
图表 16： 高盛另类资管业务的增长目标.....9
图表 17： 高盛具有明确的资本管理思路.....10
图表 18： 2019-2025 年，公司提升可持续性收入，历史本金投资大幅压降.....11
图表 19： 近年来历史自有资金投资（HPI）对于高盛的税前利润影响程度有所收敛（百万美元，%）.....11
图表 20： 高盛重视股东资本回报（亿美元）.....11
图表 21： 2020-2025 高盛的每股股息情况（美元/股）.....11
图表 22： One GS 战略下跨业务协同.....12
图表 23： One GS 战略多次迭代.....13
图表 24： 2023 年消费金融板块拖累高盛整体 ROE 水平.....14
图表 25： 2020-2026H1 高盛的信用减值损失/税前利润的变化（%）.....14

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

海外头部投行的发展经验对国内券商提升盈利质量和资本效率具有较强借鉴意义。近年来，国内券商业务结构优化，经纪业务向财富管理转型不断深化、投资业务扩大非方向性客需业务规模等，但资本使用效率、收入稳定性及股东回报水平仍有提升空间。

作为全球顶尖综合投行之一，高盛在投行、机构交易及资产财富管理等领域长期保持全球领先地位，业务体系和资本管理机制较为成熟。2015-2025 年，高盛的营收和净利润分别实现了 5.6%和 10.9%的 CAGR，ROE 水平从 2015 年的 7.4%提升至 2025 年的 15.0%。从涨跌幅看，2015 年初至今（截至 2026 年 10 月 11 日）高盛股价已增长超 4 倍。高盛在不同市场环境下展现出较强的盈利韧性和价值创造能力，我们认为其发展路径对国内头部券商具有较强借鉴意义。

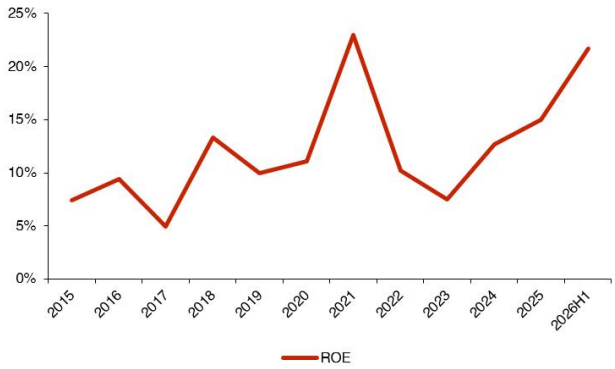
在监管持续推动建设一流投资银行和投资机构、提升头部券商国际竞争力的背景下，高盛适合作为国内头部券商的重要海外对标样本。我们认为，高盛在盈利模式、资本管理及战略执行方面的经验，对国内券商具有较强借鉴意义：一是优化收入结构，通过发展客需融资和资产管理、财富管理业务提升盈利稳定性和可持续性；二是建立明确的资本管理机制，在支持业务增长的同时提高股东回报；三是持续迭代业务战略和组织模式，强化跨业务协同，并及时调整低回报业务。下文将围绕上述三个方面展开陈述。

图表 1：2015 年 1 月 30 日至 2026 年 10 月 9 日高盛股价累计涨跌幅（%）



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：截至 2026 年 10 月 9 日

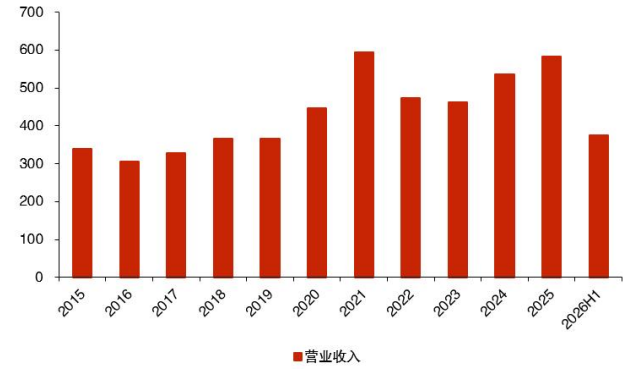
图表 2：2015-2026H1 高盛的 ROE 变化情况（%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所
备注：2026H1 ROE 为年化口径

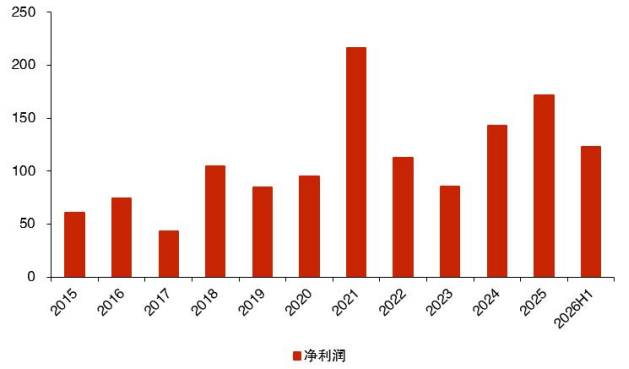
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：2015-2026H1 高盛营业收入变化（亿美元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2015-2026H1 高盛净利润变化（亿美元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1. 盈利模式：优化收入结构，提升盈利稳定性

高盛以 Global Banking & Markets（GBM）、Asset & Wealth Management（AWM）为主，Platform Solutions 业务处于收缩中。其中，GBM 覆盖投行、FICC 及股票交易和融资业务；AWM 主要包括传统及另类资产管理、财富顾问、私人银行与贷款及投资；Platform Solutions 主要包括 Apple Card 信用卡及存款业务，2026 年公司宣布将 Apple Card 项目转给 JP Morgan Chase，零售金融业务逐步缩减。

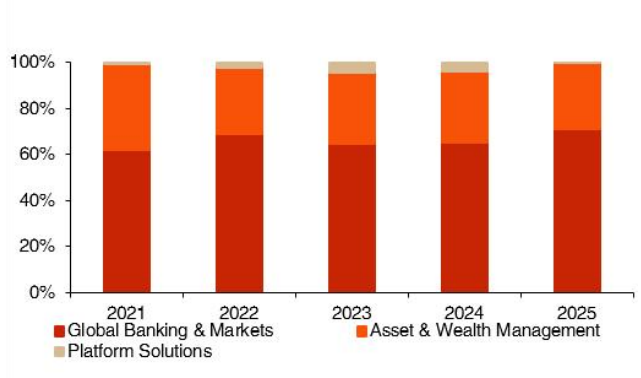
图表 5：高盛以 GBM 和 AWM 为核心的业务架构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：高盛三大业务板块营业收入占比情况（%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：高盛三大业务板块税前利润变化情况（亿美元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

从业务结构看，GBM 是高盛最主要的收入和盈利来源。与此同时，不同业务模式在收入波动和资本占用上存在明显差异：投行、交易及自有资金投资更易受到市场周期影响，而客户融资、资产管理和财富管理收入相对更具持续性。因此，高盛近年来并非单纯追求各业务板块规模扩张，而是持续优化板块内部收入结构，提高持续性收入占比。

2020 年初，高盛提出计划提升可持续性收入（more durable revenues），逐步降低表内权益投资。具体来说，高盛将 Global Banking & Markets 中的 FICC Financing 和 Equities Financing，Asset & Wealth Management 中的 Management fees 和 Private banking and lending 收入定义为可持续性收入（more durable revenues），计划提高这类持续性收入并降低权益投资。我们认为，这本质上是推动盈利模式从更多依赖自有资金投资，逐步转向以客户需求和管理规模驱动的收入，通过降低高波动、重资本业务占比，提高盈利稳定性和资本使用效率。

近年来，这项战略的执行成果显著。2019–2025 年，高盛的可持续性收入从 122 亿美元增长了 115%至 263 亿美元，与此同时，历史自有资金投资从 2019 年的 635 亿美元减少了 91%至 2025 年的 60 亿美元。

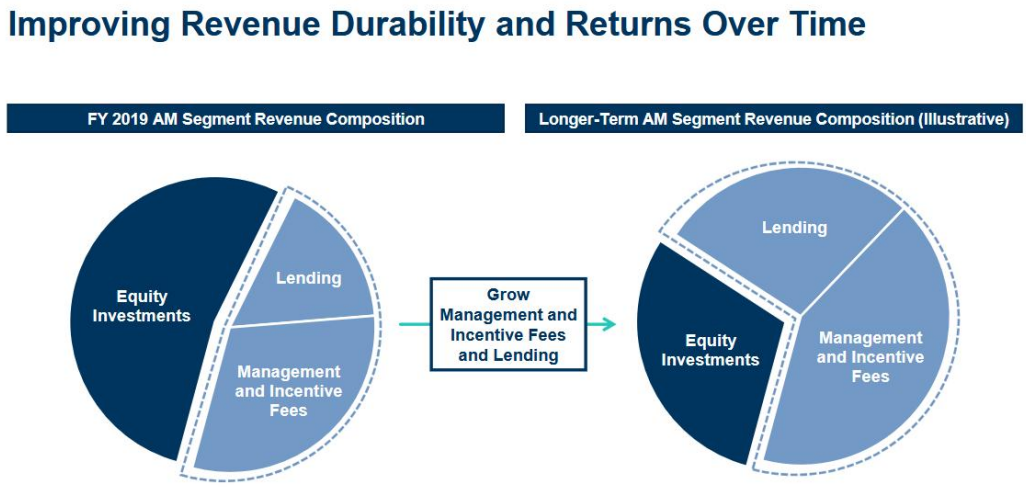
图表 8：高盛定义为产生可持续性收入（more durable revenues）的四类业务

业务	主要产品	收费类型
FICC Financing	结构化按揭及其他资产支持贷款、买入返售融资、大宗商品结构化融资、机构贷款一级发起及银团分销、结构化信用证等	利差、融资收入及相关费用
Equities Financing	Prime Financing，包括保证金融资、证券借贷、掉期；以及 Portfolio Financing、证券质押贷款等	融资利差、证券借贷收入、掉期融资收益等
Management and other fees	管理客户资产、投资及财富顾问、财务规划、财富客户经纪等产生的费用；绝大多数是基于客户资产规模收取	管理费、顾问费等
Private Banking and Lending	向财富管理客户提供贷款，同时通过私人银行及 Marcus 吸收存款；贷款通常由证券、房地产或其他资产抵押	贷款和存款产生的净利息收入

下载日志已记录，仅供内部参考

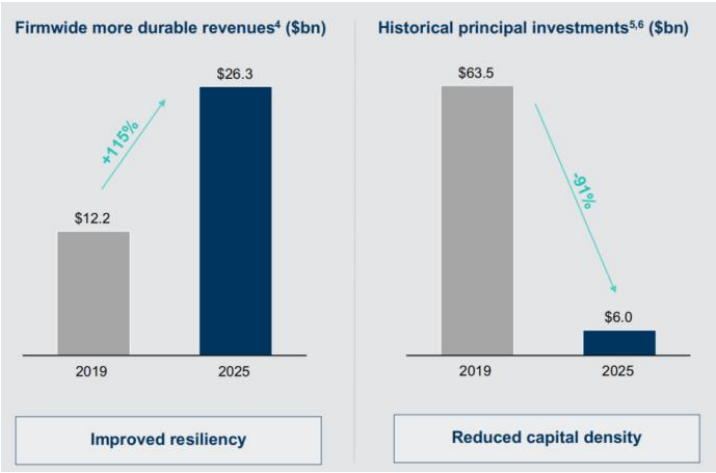
资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 9：高盛于 2020 年初计划降低自有资金权益投资，提升管理费及贷款收入占比



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 10：2019-2025 年，高盛大幅提升持续性收入，压降历史本金投资



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

我们认为，高盛提升持续性收入主要通过两条路径：一是做大 FICC 和 Equities Financing 等客户融资业务，提升客户需求驱动的重资本收入，二是扩张资产及财富管理业务，增加管理费等经常性收入，两类业务共同降低公司对自有资金投资收益和市场周期的依赖。

1.1. 做大客需融资业务

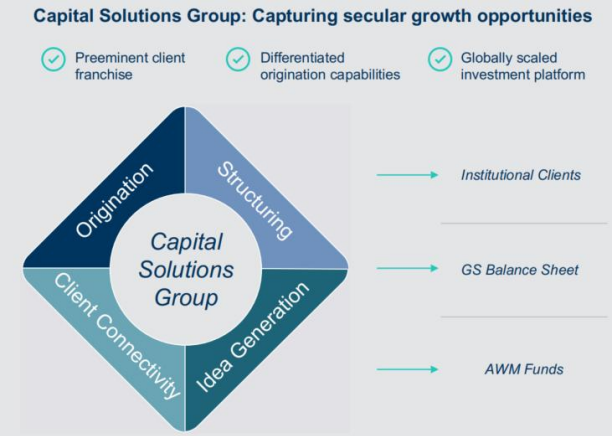
过去五年内，高盛战略性提高 Financing 业务收入占比。2021-2025 年，FICC financing 和 Equities financing 业务净收入从 60.3 亿美元增长至 114.5 亿美元，实现 17%的 CAGR，在 FICC&Equities 整体净收入中的占比从 27%提升至 37%。2026Q2，Equities financing 收入 32.59 亿美元，同比+91%，主要由 Prime Financing 增长驱动，FICC financing 收入 12.16 亿美元，同比+14%，并创历史新高。

下载日志已记录，仅供内部参考

成立新部门 CSG，强化融资项目获取与资产创设能力。2025 年 1 月，高盛成立新部门 Capital Solutions Group(CSG),将原来 Financing Group、Investment Banking 中的 Financial Sponsors Coverage，以及 FICC & Equities 中对 Alternative Asset Managers 的客户覆盖整合至一个部门，为客户提供涵盖融资、项目发起、结构设计及风险管理的一整套综合解决方案。

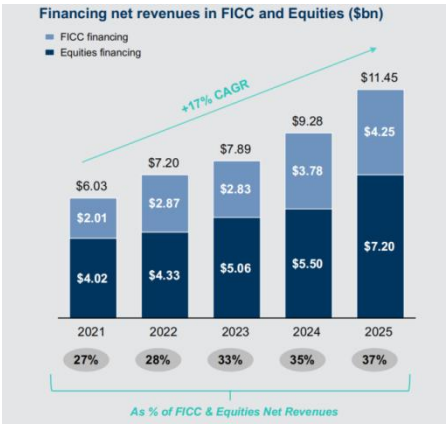
CSG 的业务模式逐步从传统的销售单一金融产品，转变为连接融资方和资金方、覆盖项目获取—结构设计—融资—风险管理全流程的综合资本解决方案平台。业务模式方面，高盛依靠强大的客户网络持续获取融资需求，再根据资产的风险收益特征，将项目匹配至高盛自己的资产负债表、外部机构投资者以及 AWM 管理的第三方基金。我们认为，CSG 这一套业务模式的优势在于，在承接客户融资需求后，公司根据风险收益特征分别匹配内外部不同的资金来源而不仅限于表内资金，从而提升资产负债表使用效率。

图表 11：Capital Solutions Group 的业务模式



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 12：2021-2025 年 Financing 业务收入占比逐渐提升



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

1.2. 扩张资产管理和财富管理业务

做大资产及财富管理业务，持续提升可持续性收入贡献。高盛将 AWM 中的管理费及其他费用、私人银行及贷款收入视为持续性收入的重要组成部分，随着资产管理规模扩大和财富客户资产持续流入，相关收入能够降低公司对投行、交易及自有资金投资等周期性收入的依赖。2021—2025 年，高盛 AWM（Asset & Wealth Management）中管理费及其他费用、私人银行及贷款两类收入合计的 CAGR 达到 12%；2026Q2 高盛的 AWM 中的管理费及其他费用收入为 33.55 亿美元，同比+20%，创历史新高。

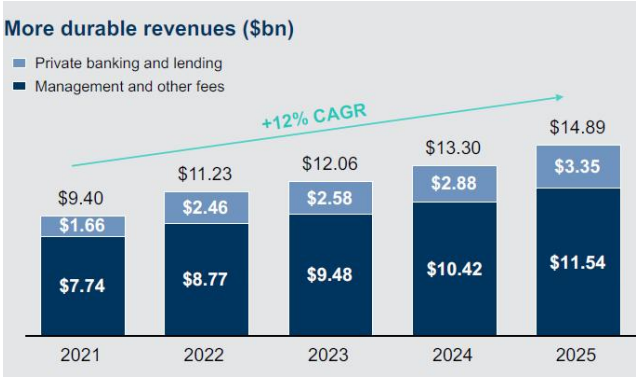
公司对 AWM 业务中长期发展提出明确目标。1）盈利能力提升：2025 年末，公司将 AWM 中期税前利润率目标由此前约 25%进一步提高至约 30%，同时将 AWM 业务的 ROE 目标从中双位数提至高双位数；2）财富管理持续获取净流入：新增长期收费类现金流每年实现约 5%的净流入的目标；3）另类资管继续扩张：每年实现 750 亿—1000 亿美元另类资产募资，

下载日志已记录，仅供内部参考

另类投资管理费及其他费用收入保持双位数增长，并计划到2030年底将收费型另类资产AUS提升至7500亿美元。

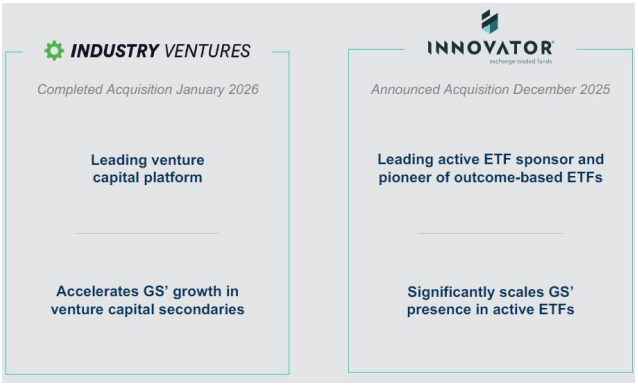
2025年以来高盛通过外部合作、收购等方式不断扩大自身的资管能力圈。外部合作方面，2025年公司与T. Rowe Price建立战略合作，将高盛私募股权、私募信贷等另类投资能力嵌入T. Rowe Price优势明显的退休金和财富管理渠道。**收购方面，2026年开始公司明显加快资管领域的外延式扩张。**2026年1月完成收购Industry Ventures，增强了高盛在VC Secondaries的投资能力；4月完成收购Innovator，将Defined Outcome ETF等差异化主动ETF能力纳入平台；2026年8月，公司又连续宣布拟收购NEOS和LCN：NEOS主要提供基于期权策略的收益型ETF产品，此次收购有望进一步为高盛补充约300亿美元主动收益型ETF资产；LCN则管理约30亿美元售后回租、Build-to-Suit和NNN房地产基金。

图表13：2021-2025年AWM板块稳定性收入持续增加



资料来源：GS官网，华源证券研究所

图表14：AWM板块收购情况



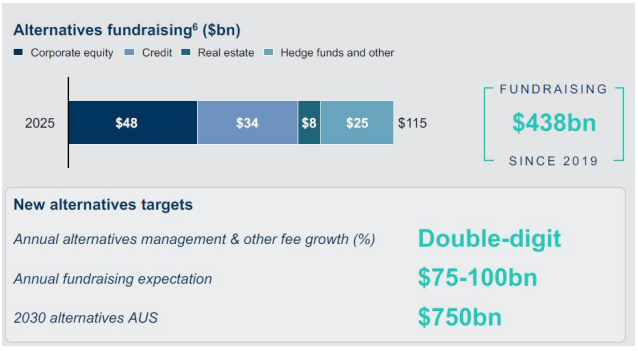
资料来源：GS官网，华源证券研究所

图表15：高盛AWM板块的中期目标



资料来源：GS官网，华源证券研究所

图表16：高盛另类资管业务的增长目标



资料来源：GS官网，华源证券研究所

2. 资本管理：明确的资本管理计划，优化股东回报

下载日志已记录，仅供内部参考

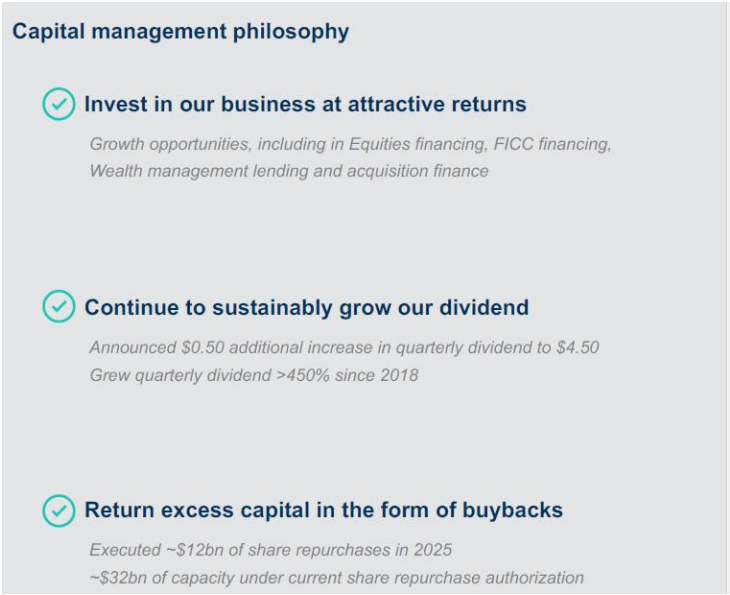
高盛建立了明确的资本配置优先级。首先服务于高 ROE 业务增长，其次将无法获得足够回报的资本退出，最终将剩余资本返还股东。

第一，**首要优先级是将资本配置至具备较高回报的业务。**一方面，高盛当前明确提出的增长方向包括 Equities Financing、FICC Financing、Wealth Management Lending 及 Acquisition Finance 等。另一方面，高盛会主动压降对于回报收益较差或与长期战略不再匹配的资本，例如，公司 2020 年提出要减少自身资产负债表内的另类投资规模以提升资本使用效率，Historical Principal Investments 相关规模由 2019 年末的 635 亿美元下降至 2025 年末约 60 亿美元，降幅超过 90%；对应看这部分投资对于利润的影响，2023–2025 年分别为–20.76 亿美元、9.39 亿美元、–0.86 亿美元，投资对于利润的影响逐渐收窄。

第二，在资本实力允许的情况下持续提高股息，增强股东长期回报。1）2020 年以来，高盛的每股股息每年保持增长，2020–2025 年期间 DPS 实现了 23%的 CAGR；2）高盛长期实行稳定的季度现金分红政策，我们认为，相较国内券商年度和中期分红的模式，季度分红能够更高频地兑现经营成果，缩短股东现金回报周期；同时，稳定的派息节奏有助于提升股东回报的连续性和可预期性；3）在盈利与资本水平支持下，高盛的季度股息再次高增，2026Q1、Q2 分别宣告派发每股股息 4.5 美元、5 美元，同比分别+50%、25%。

第三，剩余资本用于回购。2025 年高盛执行约 123.6 亿美元股票回购，年末仍有约 320 亿美元授权额度。我们认为，回购能够成为分红之外的重要资本调节工具，有助于提高券商在不同业务周期下资本返还的灵活性和资本使用效率。

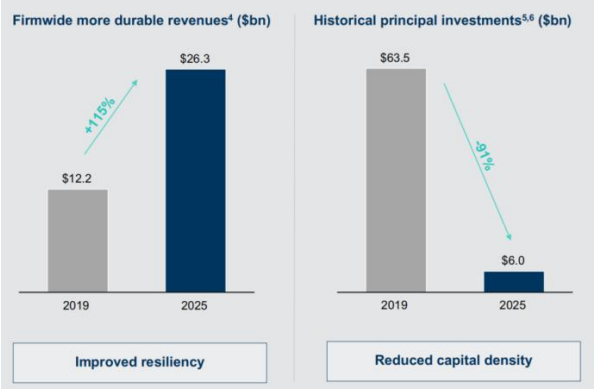
图表 17：高盛具有明确的资本管理思路



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

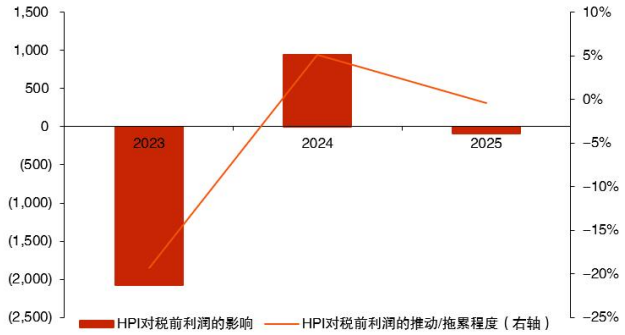
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：2019-2025 年，公司提升可持续性收入，历史本金投资大幅压降



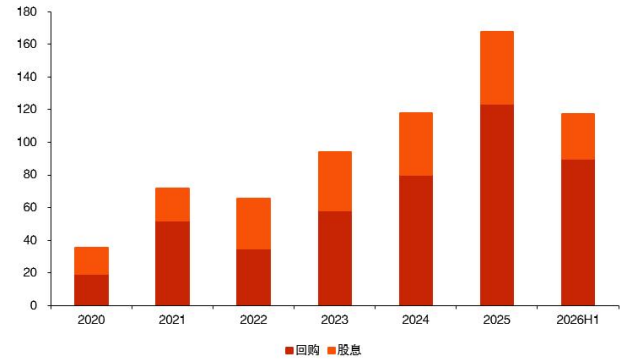
资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 19：近年来历史自有资金投资（HPI）对于高盛的税前利润影响程度有所收敛（百万美元，%）



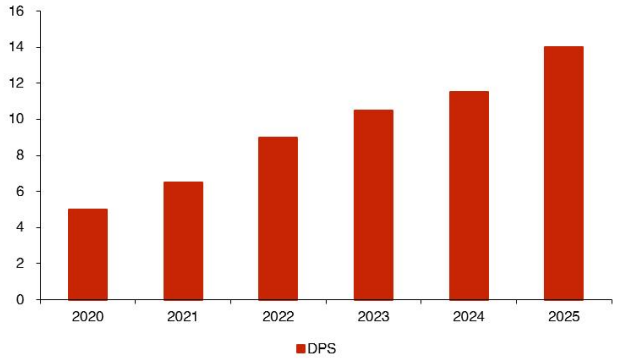
资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 20：高盛重视股东资本回报（亿美元）



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 21：2020-2025 高盛的每股股息情况（美元/股）



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

3. 战略执行：战略主线稳定，业务组合动态优化

高盛战略演进体现出“主线稳定、业务动态调整”的特点。一方面，One Goldman Sachs 始终贯穿公司战略主线，通过打通客户、产品和资本在不同业务条线间的协同，提升全公司资源配置效率；另一方面，在具体业务层面，高盛持续检验投入产出和资本回报，对回报不足或不符合自身禀赋的业务及时退出，不断优化业务组合。

3.1. One Goldman Sachs 两次迭代，3.0 聚焦运营流程优化

高盛于 2018 年开始启动 One Goldman Sachs(简称 One GS)战略，此后 One Goldman Sachs 战略持续迭代升级。One GS 1.0 以客户覆盖为核心，强调“将整个高盛提供给客户”；One GS 2.0 进一步打破业务条线壁垒、强化跨部门协同；One GS 3.0 则在此基础上延伸至内部运营模式，通过人工智能推动组织和流程重构。

One Goldman Sachs 战略的核心在于围绕客户需求整合公司内部不同业务能力。以高盛的一个私企客户为案例：Wealth Management 团队首先将客户需求转介至 Investment Banking，随后投资银行部门为客户提供 Sell-side Mandate 及 Staple Financing 等交易解决

下载日志已记录，仅供内部参考

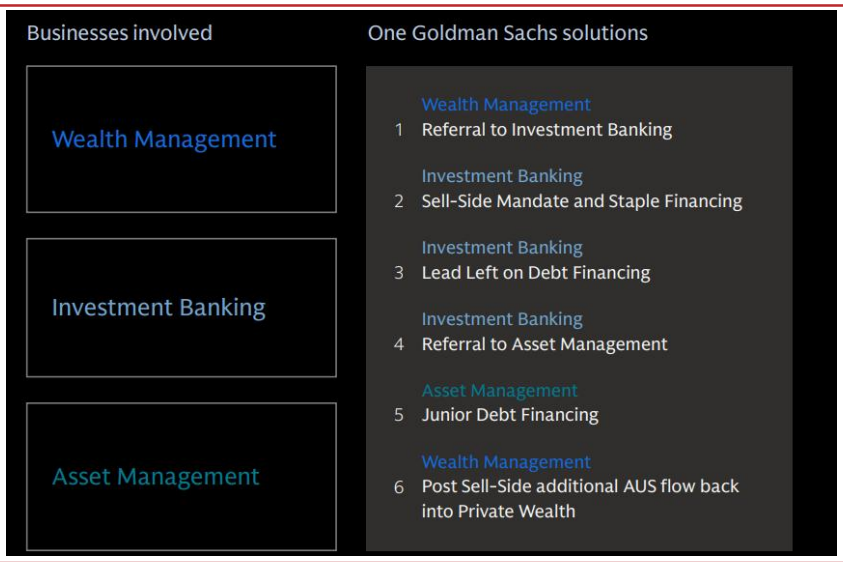
方案，并进一步协调 Debt Financing；同时，Investment Banking 将客户转介至 Asset Management，由其参与 Junior Debt Financing。在交易完成后，客户出售资产形成的新增资金进一步回流至 Private Wealth 业务，实现客户资产在高盛内部的持续承接。通过不同业务条线的协同，高盛将一次性交易服务延伸至更长期的客户关系维护，并提升单一客户的综合价值贡献。

One Goldman Sachs 3.0：通过人工智能推动组织和流程重构，从前台协同进一步延伸到整个内部运营体系。2025 年高盛正式提出 One Goldman Sachs 3.0。与此前主要聚焦客户覆盖及业务协同不同，3.0 开始把 One GS 理念进一步延伸到内部运营，首批应用于六个场景：客户开户/KYC、供应商管理、监管报送、贷款、企业风险管理、销售赋能。

One GS 3.0 的核心目标包括六个方面：1）提升盈利能力。优化费用结构，将节约资源重新投入战略增长领域，并持续优化人员配置。2）提升生产率和运营效率。推动流程简化与自动化，加强跨业务协同，并加快 AI 在员工端的应用渗透。3）增强业务韧性及规模化扩张能力。升级基础技术架构，提高系统扩展能力，自动化高差错率流程，并强化数据采集、存储及调用能力。4）改善客户体验。降低客户开户及服务过程中的摩擦，优化跨平台用户体验，并缩短业务响应和交付时间。5）提升员工体验。加大对客户洞察能力的投入，简化内部流程，减少低附加值、重复性工作。6）强化风险管理。提升运营风险管理能力，加强数据可追溯性和审计能力，并提高风险识别和反馈的及时性。

我们认为，“One Goldman Sachs”最底层的思想一直没变，One GS1.0 更整体地向客户提供全公司能力，One GS2.0 进一步将 One GS 定义为覆盖客户的组织理念，到 2025 年，公司又将这一理念从客户服务延伸至内部运营，以 AI 为抓手，从前到后重新审视人员组织、决策机制及业务流程。一方面，长期保持相对清晰的战略主线，有助于公司围绕统一目标持续推进客户覆盖、跨业务协同及运营效率提升。另一方面，One GS 3.0 的独特性在于，AI 对高盛的价值并不是简单裁员，而是通过生产率提升释放资本和人力，再投入高回报增长业务。

图表 22：One GS 战略下跨业务协同



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：One GS 战略多次迭代



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

3.2. 持续复盘战略方向，动态优化业务组合

2020 年 Investor Day 时，高盛提出四个业务增长方向，包括 Transaction Banking、Third Party Alternatives、Digital Consumer Banking 和 Wealth Management。但由于面向大众消费者的数字银行业务需要承担较高信用成本及运营投入，零售金融业务板块后续开始收缩。

2022 年起，高盛收窄面向大众消费者的零售金融战略。2023 年停止新增 Marcus 无抵押消费贷款、出售绝大部分 Marcus 的贷款组合（数字零售贷款业务）、宣布出售 GreenSky（家装场景消费融资平台）。2025 年，高盛进一步将 GM 信用卡项目出售，2026 年宣布计划将 Apple Card 项目及相关账户转给 JP Morgan Chase，持续数年的消费金融业务收缩基本进入最后阶段。

随着高盛退出消费金融，信用减值损失对于利润表的影响逐步释放。2020、2022 年时，公司信用减值损失分别为 30.98、27.15 亿美元，分别拖累税前利润 25%、20%；到 2024、2025 年时，信用减值损失/税前利润的比例分别为 7%和-5%，可以看出，随着零售金融业务的逐渐收窄，信用减值对于公司利润波动的影响逐渐减小。

通过对高盛近年对零售金融战略调整的梳理，我们认为，其中的重要启示可能是：战略规划的价值并不在于长期坚持最初制定的每一个方向，而在于持续检验资本回报和竞争优势。对于长期无法形成合理 ROE 的业务，即使此前投入较大，也应及时收缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：2023 年消费金融板块拖累高盛整体 ROE 水平

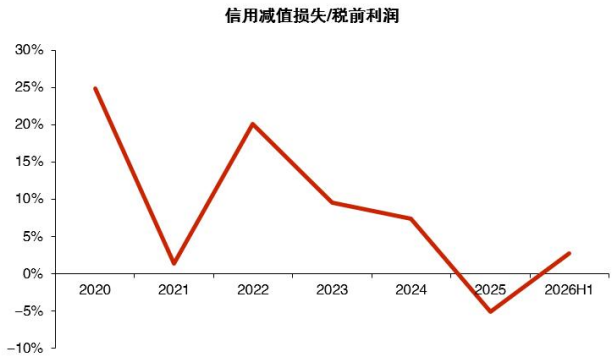
Selected Items and FDIC Special Assessment Fee[14]

$ in millions, except per share amounts	2023	4Q23
Pre-tax earnings:		
AWM historical principal investments[6]	$ (2,076)	$ (61)
GreenSky	(1,227)	(154)
Marcus loans portfolio	233	(7)
Personal Financial Management (PFM)	276	345
General Motors (GM) Card	(65)	109
FDIC special assessment fee	(529)	(529)
Total impact to pre-tax earnings	$ (3,388)	$ (297)
Impact to net earnings	$ (2,781)	$ (283)
Impact to EPS	$ (8.04)	$ (0.83)
Impact to ROE	(2.6)pp	(1.0)pp

10

资料来源：GS 官网，华源证券研究所

图表 25：2020-2026H1 高盛的信用减值损失/税前利润的变化（%）



资料来源：GS 官网，华源证券研究所

4. 投资建议：关注可持续性收入扩张、优秀资本管理能力、综合平台能力和战略执行能力突出的券商

关注稳定性收入扩张、优秀资本管理能力、综合平台能力和战略执行能力突出的券商。高盛近年来的发展经验表明，券商长期价值创造并不依赖单纯扩大资产规模，而在于持续优化收入结构、资本配置效率和业务组合。一方面，通过做大客需融资、财富管理及资产管理等业务，提高客户需求和管理规模驱动的稳定性收入，降低方向性投资及市场周期对盈利的影响；另一方面，以 ROE 为核心优化资本配置，将资本优先投向高回报业务，并通过分红和回购及时返还冗余资本；同时，持续迭代组织和业务战略，强化跨业务协同，并根据实际投入产出及时收缩低回报或与自身禀赋不匹配的业务。

映射国内，我们认为，更值得关注的是具备三类特征的头部券商：一是客需型资本中介、财富管理及资产管理业务经营优异，稳定性收入占比持续提升的券商；二是资本配置思路清晰，能够兼顾高回报业务投入与股东回报的券商；三是综合平台能力和战略执行能力突出，能够强化跨条线协同，并持续优化低效业务和资源配置的券商。这三类券商更有望实现更稳定的盈利表现、实现 ROE 中枢提升，有望获得估值溢价。

我们推荐能满足多元化客户综合需求的【中信证券】、资管业务护城河较深+财富管理转型成果兑现的【广发证券】、在科技类股权投资方面有较好布局的【招商证券】、【财通证券】，建议关注【中金公司 H】。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1、资本市场大幅波动风险。若权益及固收市场出现较大波动，可能对券商投资收益、经纪、投行等各业务线产生不利影响。

2、财富管理、资产管理发展不及预期。若资金流入或产品创新低于预期，券商稳定性收入占比及 ROE 改善可能不及预期。

3、海外经验适用性风险。高盛所处市场环境、客户结构、监管体系及业务模式与国内券商存在差异，其发展经验未必能够完全复制至国内市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。