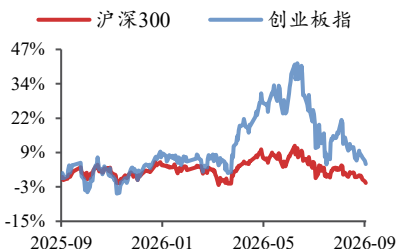


2026 年 09 月 16 日

开源晨会 0916

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	0.751
建筑材料	0.39
煤炭	-0.113
家用电器	-0.321
交通运输	-0.472

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	-2.974
社会服务	-2.331
电力设备	-1.748
综合	-1.691
纺织服饰	-1.626

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】机构关注度环比回升：计算机、通信、电子——机构调研周跟踪-20260915

【固收】长安资管落子西咸，化债破局修复可期——固收专题-20260915

【中小盘】8月新股：科创板高估值、高涨幅特征延续，2026年累计收益已超2025年全年-20260915

行业公司

【非银金融】存款搬家延续, 偏股和 FOF 基金逆势净申购——财富管理月报(2026 年 7 月) -20260915

【银行】司库同业存单策略的新局与选择——行业深度报告-20260915

【商社】8 月社零同比+0.4%，政策推动商品消费扩容升级——行业点评报告
-20260915

【银行】 大行“缺长钱”压力有望在 Q4 缓解——8 月信贷收支表点评-20260915

【非银金融】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-20260915

【非银金融】指数化趋势延续，财富管理竞争转向综合服务能力——2026H1 基金销售渠道数据点评-20260915

研报摘要

总量研究

【策略】机构关注度环比回升：计算机、通信、电子——机构调研周跟踪-20260915

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况：计算机、通信、电子的调研热度有所上升

周度：上周，全 A 的被调研总次数环比下降，低于 2025 年同期，调研热度环比下降。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，电子、机械设备、计算机、基础化工、电力设备的关注度较高。

边际变化上，相较前一周，计算机、通信、电子、纺织服饰等关注度环比上升。

月度：2026 年 8 月，全 A 的被调研总次数环比回升，但仍低于 2025 年同期。最近一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，电子、机械设备、医药生物、电力设备、基础化工的关注度较高。

边际变化上，最近一个月，食品饮料、农林、石油石化、美容护理关注度同比上升。

个股视角看机构调研情况：冰轮环境、比亚迪、秋田微受市场关注较多

周度：上周，冰轮环境、比亚迪、秋田微、安集科技、杰瑞股份、国机精工、奥比中光-W、博盈特焊、康希通信等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

月度：最近一个月，沃尔德、冰轮环境、洁美科技、嘉立创、好想你、比亚迪、行云科技、华锐精密、兴通股份、安井食品、神马电力、敷尔佳、香飘飘、雅戈尔、章源钨业、立昂微等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

以下是重点公司调研细节梳理

冰轮环境：公司深度绑定 AI 数据中心制冷与海外工业制冷高景气赛道，冷机装备业务快速放量。公司上周被机构调研次数达 7 次，受到市场关注。根据本次机构调研披露信息：第一，双引擎驱动业绩高增，上半年冰轮香港实现营收 16.70 亿元，同比增长 40%，净利润 2.06 亿元；数据中心冷机确收约 8 亿元，同比增长 43%，营收占比提升至 22%，北美 IDC 建设景气持续支撑盈利。第二，北美市场壁垒深厚，UL/ETL 认证、百年本土品牌口碑与渠道、高额关税三重门槛构筑护城河，供应链格局基本固化，IDC 专版磁悬浮机组已通过认证并大批量供货。第三，产能与新赛道同步突破，启动烟台、马来西亚、北美三地产能协同扩产；前瞻布局核电冷却并中标浮动小堆冷机项目，热能管理业务依托国家技术发明奖技术充分受益双碳政策。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险

【固收】长安资管落子西咸，化债破局修复可期——固收专题-20260915

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 曾禹童（分析师）证书编号：S0790526030003

化债范式切换，四类路径的比较与筛选框架

地方化债正由“续债”转向“活产”，实质是从流动性纾困迈向资产负债表修复。以主导处置对象与偿债来源为标尺，化债演进可归纳为债务端周转（1.0）、资金端修复（2.0）、资产端修复（3.0）三阶段，三类工具并行共存而非相互替代，判断是否真正跃迁，关键不在工具叠加，而在偿债来源是否从借新还旧的现金流腾挪，切换为资产变现与运营回款的内生回流。按核心约束与处置方式二维观察，山东、广西、湘西、西安分别对应“周转、搬家、清算、经营”四类逻辑，分别回答债务如何接续、风险由谁承接、责任如何重划、资产如何形成偿债来源四个问题。路径并无高下，评估应遵循适配性、兑现周期与复制条件三条主线。当化债的评判标准转向资产回款，经营逻辑便成为检验成效核心。

长安落子西咸，市级统筹机制的四重穿透

长安资管的制度创新，在于以市级资本与治理能力统筹西咸区级资产，首期认缴 50 亿元，货币出资 10 亿元（市财政 8 亿元），其余 40 亿元为股权、实物等非货币资产；西安投资控股指定子公司与西咸新区管委会按 60%和 40%持股，形成市级主导、区级注入的治理结构。信用基础不能只看资本规模，更取决于注入资产的估值公允性、权属清晰度与变现能力。按西咸集团 2025 年末有息债务约 1958.68 亿元测算，货币出资与全部注册资本覆盖比例 0.51%和 2.55%，注册资本承担信号与组织功能，银行授信、银团组建与提款进度才是市级信用落地的首要验证。后续沿“资本实缴与资产准入→融资提款与经营回款→市场退出、回款归集与本金净压降”三阶段六项里程碑逐步验证，政策底能否转化为信用底，取决于资产核验、资金到位、运营回款等五项风险变量的缓释节奏。

沿两条链条布局，核心平台与省属国企的中短端机会

截至 9 月 11 日，西安城投债地域利差约 72.17bp，仍高于成都、武汉、长沙、郑州、济南等可比城市，区域信用改善尚未被充分定价，估值修复仍有空间。内部板块分层明显，西咸新区与曲江利差居高位，高新区利差 71.61bp，在较强产业基本面之上保留较充分收益补偿，是承接区域修复逻辑的重点方向。主体层面，高新控股公开债发行保持畅通，主体利差 71.63bp，高于经发控股（49.42bp）与西安城投（20.37bp）；期限上 1 至 2 年边际补偿 21.72bp，显著优于 2 至 3 年的 2.78bp，风险补偿与久期成本最为均衡。情景测算下持有收益与长端接近而回撤敏感性更低，重点关注 24 高控 03、25 西安高新 MTN011A、MTN014。省属国企方面，陕建受益于区域信用修复与省级稳债支持，半年内品种估值收益率 4.27%—4.79%，在资产荒延续背景下短久期高收益特征凸显，重点关注 26 陕西建工 CP001、CP002。

风险提示：化债政策及资产盘活进度不及预期、区域信用风险及融资接续压力超预期、利率及信用利差变化超预期、数据口径及情景测算存在不确定性。

【中小盘】8 月新股：科创板高估值、高涨幅特征延续，2026 年累计收益已超 2025 年全年-20260915

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

8 月全市场新股数量达 19 只，创 2024 年 9 月以来单月新高，但随着 7 月科创板大项目集中上市的高基数效应消退，全市场募资额环比大幅下滑 73.3%至 216.63 亿元。科创板发行 PE 连续两个月超过 100 倍，发行 PE 相对行业溢价率大幅攀升至 149.24%，新股首日平均涨幅环比提升至 419.9%，其中本月上市的宇树科技单账户顶格申购打新收益达 314.10 万元，为 2026 年以来沪深新股第二高。

行业公司

【非银金融】存款搬家延续，偏股和 FOF 基金逆势净申购——财富管理月报（2026 年 7 月）-20260915

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 印梓铭（联系人）证书编号：S0790126070027

7月市场调整明显，存款搬家延续，居民风险偏好仍具韧性

(1) 2026年7月，科技板块带动市场调整明显，科创创业50指数下跌27%，沪深300指数下跌8%，基金亦出现较明显回撤，主动偏股基金指数下跌18%，债基方面，中证债券基金指数下跌0.2%。7月A股新增开户数265.5万户，同比+35%，环比-7%。(2) 2026年7月，新增居民存款-0.6万亿元（2025年7月为-1.1万亿），非银存款新增1.3万亿元（2025年7月为2.2万亿）。全年来看，2026年1-7月居民存款新增6.96万亿元，较2025年同期少增2.7万亿元，非银存款新增6.2万亿元，较2025年同期多增1.5万亿元。(3) 7月居民存款同比增速小于M2增速0.3个百分点（6月小于M2增速0.9个百分点），存款搬家延续但边际放缓。

偏股基金、FOF逆势净申购，私募规模环比增长1.1万亿

(1) 公募基金：净值拖累非货规模下降，股票ETF净申购明显，偏股、FOF逆势净申购。截至2026年7月末，公募非货AUM为22.9万亿元，环比-4.6%，份额17.7万亿份，环比增加0.3万亿份。偏股类基金（扣减货币、债券型基金）规模为11.0万亿元，环比-8%，份额为8.0万亿份，环比增加0.44万亿份。其中股票型ETF规模为2.7万亿元，环比+4%，份额为2.3万亿份，环比增加0.43万亿份。扣除股票型ETF后，偏股类基金份额为5.7万亿份，环比增加85亿份，为连续三个月净赎回以来首次转为净申购。债基、FOF、QDII规模分别环比-1.3%、-1.6%、-4.9%，份额分别环比减少1345亿份、增加45亿份、减少287亿份，FOF逆势实现净申购。(2) 私募基金规模同环比高增，反映2季度净值大幅上涨及申购热情。截至2026年7月末，私募基金存量规模为25.7万亿元，同比+24%，环比+9%。其中私募证券投资基金为9.1万亿元，同比+55%，环比+13%，增长1.1万亿元，7月规模逆势环比增长预计受统计递延等因素影响，递延反映了2季度净值和净申购的积极影响。7月私募基金新备案规模为1222亿元，其中私募证券投资基金新备案规模为728亿元，环比+1.2%。

固收、混合类理财规模增速较快，单月保费收入同比下降

(1) 理财增速略有放缓，固收类、混合类规模同比增速较快。根据普益标准，截至2026年7月末，银行理财存量规模为33.4万亿元，同比+8%，较年初+3.7%（2024、2025年1-7月分别增长12%、4%）。其中，现金类、固收类、混合类、权益类分别同比-2%、+10%、+24%、+1%。(2) 7月保费收入同比下降，拖累全年累计增速。2026年7月人身险公司保费收入0.3万亿元，单月同比-13%（2026年6月单月同比-2%），2026年累计为3.2万亿元，同比+1.8%（2025年1-7月同比+7%）。增速略有放缓，主要受基数抬升和银保报行合一深化影响。

居民资金行为韧性较强，财富管理价值凸显

2026年7月权益市场调整明显，居民风险偏好边际回落但仍具韧性，存款向非银体系迁移的中长期趋势未改。市场调整背景下，偏股基金、FOF实现逆势净申购，股票ETF份额明显增长，反映居民权益配置需求仍较旺盛；理财固收及混合类产品增速较快，保费收入相对承压，但居民长期资产配置需求仍具支撑。市场波动不改变中长期趋势，反而凸显财富管理的价值。看好存款搬家背景下财富管理发展机遇，利好券商大财富管理业务，保险负债端短期增速波动但长期有望延续高质量增长，非银板块估值和机构持仓仍在历史低位，看好红利特征下非银机会。

推荐标的组合：广发证券、中金公司H、华泰证券、中国太保、中国人寿；国泰海通、中信证券、中国平安；财通证券，同花顺；香港交易所。

风险提示：政策不确定性风险；市场大幅波动风险；宏观经济持续下行。

【银行】司库同业存单策略的新局与选择——行业深度报告-20260915

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

司库管理优先级明确，2026Q4同业存单供给格局将边际改善

当前银行司库主动负债管理呈现“缺口管理>指标约束>成本管控”的目标排序，同业存单作为灵活的司库工具，当前发行策略核心围绕中长期流动性缺口、修复有效久期的思路布局。展望2026年四季度，随着财政支出--核心存款稳定性修复、替代型负债工具（商金债等）供给放量，同业存单供需压力将边际缓解，发行定价中枢趋于

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

下行，大行同业存单配置价值凸显。

短期流动性压力可控，中长期缺口和期限错配比是核心矛盾

央行高频隔夜逆回购已有效平抑税期等时点资金波动，DR 利率波动率显著收窄，叠加同业存单到期规模回落，短期到期滚续压力整体温和，以及资产端中长期贷款需求偏弱、政府债承接力度有限。整体看，银行体系不具有头寸缺口恶化的压力。但从预期管理角度看，负债端定存利率下行可能推高提前支取概率，非银存款占比提升、波动率提高，央行对长端流动性投放态度不明确，银行稳定长钱供给不足，中长期流动性缺口承压，成为同业存单发行的核心驱动因素。2026H1 样本行在 3M-1Y 的流动性敞口占比总资产-3.7%，趋势上负向扩大，而同时 1-5Y、5Y 流动性敞口占比均为提升状态，反映其期限错配比进一步提高。

流动性监管约束平缓，银行账簿利率风险指标约束仍强

当前国股行 LCR、NSFR 指标均保持平稳，流动性风险指标监管对同业存单发行不构成重大干扰。但存款非银化趋势叠加定期存款有效久期收缩，推升银行账簿利率风险， ΔEVE 对一级资本的侵蚀压力持续存在，构成长期限同业存单需求的核心支撑（金融债未获批文时，修复错配的需求）。经测算，为维持负债久期稳定，2026Q4 国有行同业存单发行规模约 1.6 万亿元~2.0 万亿元，考虑商金债、次级债的替代效应后，净融资规模大概率转负。

负债端压力有望缓释，司库存单策略将转向成本优化

后续财政支出节奏加快将沉淀企业活期存款，股市情绪回落推动居民资金回流储蓄体系，核心存款稳定性有望逐步修复；同时普通金融债发行放量、财政部注资释放负债久期间，银行拉长同业负债期限的必要性下降。预计 2026Q4 国有行同业存单发行期限趋于收缩，发行定价将沿 1.50% 向 1.48%~1.45% 区间渐次回落，成本管控将成为司库策略主线。

投资建议：聚焦“负债端护城河”和“资产端定价权”两大核心维度。负债端的稳定性决定了银行在低利率环境下的息差韧性和扩表能力，资产端的定价权则决定了银行能否在信贷需求偏弱时保持营收增长。（1）优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的国有大行+招商银行等；（2）精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的杭州银行、江苏银行、苏州银行、成都银行等；（3）中长期推荐中信银行，强集团协同背景，具备综合化经营优势，近年来持续优化资产负债结构，展现出较强的经营韧性。

风险提示：资金面波动超预期，政府债发行节奏超预期，存款稳定性下降等。

【商社】8 月社零同比+0.4%，政策推动商品消费扩容升级——行业点评报告-20260915

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚响（联系人）证书编号：S0790126070042

2026 年 8 月社零同比+0.4%，社会消费修复有所放缓

国家统计局发布社会消费品零售总额(下简称“社零”)数据:2026 年 1-8 月社零总额为 327569 亿元(同比+1.1%，下同)，其中 8 月社零总额 39824 亿元(+0.4%，低于 Wind 一致预期+0.7%)。分地域看，1-8 月城镇/乡村社零同比分别+1.0%/+2.3%。8 月消费市场修复有所放缓，我们认为，随着《扩大消费“十五五”规划》等政策加快落实，政策有望协同发力，推动消费市场扩量提质。

必选品类同比持续增长，可选品类中化妆品表现较好

价格因素方面，8 月整体/食品类 CPI 同比分别+0.8%/-1.4%，环比+0.4%/+0.4%；整体 CPI 同比温和回升，食品类 CPI 同比降幅较 7 月收窄 0.1pct、环比由持平转为上涨，猪肉价格影响 CPI 同比下降 0.2pct。分消费类型，2026 年 1-8 月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+1.0%/+4.9%/+2.4%，其中 8 月商品零售额 35280 亿元(+0.3%)。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒 8 月同比分别+4.0%/+4.9%/+12.5%，增速环比分别-1.3pct/+1.4pct/+6.5pct，烟酒增速明显提升；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比+4.9%/-17.5%/-0.5%/+2.3%，增速环比分别-1.9pct/-7.4pct/+0.5pct/+4.2pct，化妆品保持增长，金银珠宝降幅扩大。

1-8 月线上渠道稳健增长，七部门出台具体举措推动商品消费扩容升级

线上渠道方面，2026 年 1-8 月全国网上商品和服务零售额 134766 亿元（+4.6%），其中网上商品零售额 84195 亿元（+4.3%），占社零总额比重为 25.7%（同比+0.7pct）；其中吃类、穿类、用类商品网上零售额同比分别 +15.9%/+4.9%/+1.1%，吃类商品增长相对较快。线下渠道方面，2026 年 1-8 月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别 +3.8%/+5.5%/-3.0%/-2.2%/-10.0%，增速环比分别持平/-0.6pct/-0.6pct/-0.4pct/-0.7pct，超市、便利店表现相对较好。此外，8 月 31 日，商务部等 7 部门印发《关于推动商品消费扩容升级的实施意见》，提出 20 项具体措施，推动“十五五”时期，商品消费规模稳步扩大。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

消费复苏主旋律下，关注契合“情绪消费”主题且品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，重点四条投资主线。（1）黄金珠宝：关注在高端、时尚赛道具备产品力和洞察力的品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金等，受益标的六福集团、周生生等。（2）零售电商：关注品牌力提升、库存改善和 AI 赋能的跨境电商龙头，重点推荐赛维时代、华凯易佰、吉宏股份等，受益标的希音-W 等。（3）社会服务：关注出行复苏、体验消费升级和 AI 提效赋能服务消费企业，重点推荐长白山，受益标的科锐国际、学大教育、中国中免等。（4）医美化妆品：关注具备科研创新、深耕情绪消费与高端消费赛道的医美化妆品企业，重点推荐珀莱雅、若羽臣、巨子生物、朗姿股份、毛戈平等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【银行】大行“缺长钱”压力有望在 Q4 缓解——8 月信贷收支表点评-20260915

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

NCD 发行期限拉长、配债增速回落、融出规模低于往年反映大行资产负债压力

8 月大小行存贷增速差走势分化，大行为 2.84%（环比-0.17pct），中小行为 3.33%（环比+0.35pct）。剔除非银存款后，大行存贷增速差走阔，但从同业存单净融、配债力度和资金融出情况来看，仍反映一定缺口压力，或主要源于负债稳定性下降和有效久期的缩短。（1）8 月以来大行同业存单净融资以 9M 及以上长期限为主，9 月加权平均发行期限提升至 9.60 年。（2）债券投资增速延续回落，8 月为 18.05%（环比-0.28pct）。（3）资金融出规模低于往年同期，8 月大型银行（国股行）日均融出规模 2.95 万亿元，低于 2023-2025 年均值 3.6 万亿元。

负债端：非银存款占比维持高位，中小行存款策略有变

（1）非银存款增长放缓，占比维持高位。8 月大行、中小行非银存款分别同比少增 3604 亿元/1189 亿元，但大行和小行非银存款占比仍处于 13.7%和 12.1%的相对高位，需关注存款非银化趋势下负债有效久期缩短对资产投向形成的制约。

（2）中小行逆势提升存款挂牌利率，个人定存修复性增长。8 月大小行个人定存分别同比多增 4339 亿元/1914 亿元，中小行则在 7 月以来扭转了连续多月同比少增趋势，实现修复式增长，与 8 月开始，多地城商行、农商行及村镇银行上调挂牌存款利率或特色存款产品利率有关。

（3）8 月单位存款有活期向定期迁移趋势，中小行保证金存款诉求减弱。8 月大小行单位定存分别同比多增 1318 亿元和 3797 亿元，活期存款当月均为负增，与企业盈利预期下降，资本开支意愿减弱相关。此外，中小行 5-6 月保证金存款同比合计多增超 4000 亿元，7-8 月保证金存款均同比少增，反映其存款策略从对公开票揽存转向提价竞争更稳定的个人定期存款。

资产端：中小行债市存在感低，资金融出规模高于往年

一般性贷款投放偏弱，大行票据冲量，中小行“偏躺平”。内生融资需求偏弱，高利率长期贷款到期，发债对贷款的替代效应等多重因素下，8 月大小行短贷和中长贷均同比负增，扩表诉求下大行用票据冲量（同比+467 亿元）。2026 年以来中小行债券投资增速持续回落（8 月为 4.87%），但资金净融出规模高于往年。

投资建议

展望下阶段，预计大行“缺长钱”不会持续太久，2026Q4 有望缓解。(1) 财政支出加快，股市情绪降温，有望贡献企业/居民核心存款；(2) 商金债供给节奏滞后，Q4 或放量发行，对负债久期形成有效支撑。(3) 财政部为农发行和工行注资可释放负债久期额度，我们测算可释放 1Y 负债规模合计约为 6800 亿元左右。此外，从 9 月大型银行数据来看，20-30Y 长债卖出力度已开始下降。

(1) 优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的国有大行+招商银行等；(2) 精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的杭州银行、江苏银行、苏州银行、成都银行等；(3) 中长期推荐中信银行。

风险提示：宏观经济增速下行；政策落地不及预期；存款竞争加剧息差收窄等。

【非银金融】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-20260915

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）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降，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 vs2023 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。

【非银金融】指数化趋势延续，财富管理竞争转向综合服务能力——2026H1 基金销售渠道数据点评-20260915

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

事件：近日，基金业协会披露 2026 上半年基金销售机构前 100 保有规模数据。

渠道指数基金 AUM 增速领先，三方渠道多口径份额全面回升

（1）权益、非货保有均较上年末增长约 18%，股票指数增速快于主动权益和固收类。2026H1 前 100 家代销机构权益/非货保有规模分别为 7.06/13.79 万亿元，较 2025H2 增长 17.8%/17.9%，同比增长 37.5%/35.2%。股票型指数/主动权益（权益-指数）/固收类（非货-权益）保有规模分别为 2.94/4.12/6.73 万亿元，较 2025H2 分别增长 21.9%/15.1%/18.0%。即使部分指数产品受到资金面赎回影响，渠道保有的股票指数 AUM 增速仍明显快于主动权益，指数占权益比重升至 41.7%，较上年末提升 1.4pct，低费率、工具化产品仍是权益基金增量的重要来源。

（2）三方渠道各主要口径份额全面回升。非货口径，银行/三方/券商份额分别为 38.5%/37.5%/22.2%，环比 -3.0/+3.0/基本持平 pct，三方与银行差距由 7.0pct 收窄至 1.0pct；权益口径三者份额分别为 38.0%/32.7%/26.6%，环比 -2.1/+2.6/-0.6pct；股票型指数口径分别为 15.7%/32.0%/52.1%，环比 +0.9/+1.6/-2.4pct；主动权益口径分别为 53.9%/33.2%/8.4%，环比 -3.3/+3.3/-0.4pct。整体看，三方在非货、股票指数和主动权益多个口径实现份额提升，互联网渠道竞争力由广谱流量转化进一步向产品配置和综合财富管理延伸。券商仍占据股票指数渠道绝对优势，但份额边际下降。

蚂蚁综合优势进一步扩大，招行指数业务提速，天天固收类表现突出

（1）蚂蚁综合领先优势进一步扩大。2026H1 蚂蚁权益保有 1.32 万亿元，份额 18.8%，环比提升 1.8pct，继续显著领先其他机构。分产品看，蚂蚁股票指数保有 6313 亿元，份额提升至 21.4%左右，在指数渠道一枝独秀；主动权益保有 6933 亿元，增长 29.5%，份额提升 1.9pct 至 16.8%。蚂蚁在指数和主动权益两个权益产品方向均持续提升份额。

（2）招行主动权益优势稳固，指数份额增长突出。招行主动权益保有 5,991 亿元，较 2025H2 增长 14.8%，份额基本稳定在 14.5%，继续保持行业头部位置；股票型指数保有 1,474 亿元，增长 66.4%，份额提升 1.3pct 至 5.0%，排名升至第四，指数占自身权益保有比例由 14.5%升至 19.7%。银行股票指数保有增量中，招行贡献约 55.7%。招行传统主动权益优势保持稳定，产品结构进一步向指数基金延伸，体现出头部银行较强的客户经营和产品配置能力。

（3）天天基金权益份额略降，固收类份额有所提升。主动权益/指数分别增长 13.3%/11.1%，份额微降，固收类（非货-权益）保有增长 33.5%，份额提升约 0.7pct 至 6.4%。天天基金固收 AUM 市占率提升，与蚂蚁权益市占率增长而固收市占率下降的结构有所不同，公司近年来持续发力基金投顾等财富管理业务，实现一定差异化。

指数化趋势延续，三方份额回升，财富管理竞争转向综合服务能力

2026H1 股票指数基金保有增速继续快于主动权益和债基，指数化趋势延续，三方渠道在权益、非货、指数和主动权益多个口径份额均有提升，银行除指数外份额有所下降，券商仍保持指数基金渠道优势但份额有所回落。低利率、净值化、房地产新周期背景下，居民资产配置由房地产、存款向其他金融资产迁移的趋势仍在延续，叠加资本市场可投性改善，财富管理市场迎来黄金发展周期。公募基金降费改革于 2026 年底结束过渡期，依赖产品费率和首发销售的渠道模式弱化，客户触达、产品筛选、资产配置和持续服务能力的重要性进一步提升，头部互联网平台、财富管理能力领先的银行及券商有望持续受益。未来财富管理竞争的核心将由“产品销售规模”逐步转向“客户 AUM 沉淀和综合变现能力”，看好具备较强客户基础、积极转型买方投顾的头部券商，继续推荐中信证券、广发证

券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通，同时看好互联网财富管理龙头东方财富。

风险提示：市场波动风险；行业竞争加剧。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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