

中信证券研究部

核心观点



田良
金融产业首席
分析师
S1010513110005



陆昊
非银行金融业
分析师
S1010519070001



郭子钦
非银行金融业首席
分析师
S1010513110004



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



薛姣
非银行金融业

顺应资本市场双向开放趋势，中资券商加快国际业务布局，这既有利于中资券商提升国际影响力和股东回报，也是证券行业实现高质量发展的重要途径。受益于我国与“一带一路”地区经济联系日益紧密、资本市场制度建设日臻完善以及金融业对外开放水平持续提升，券商国际业务将保持高速增长，收入贡献率有望向国际一流投行靠拢，股东回报水平有望提升。推荐国际业务收入占比领先且机构服务能力出众的中金公司（H）和华泰证券。

■ **代表性券商重要收入来源，发展模式走向差异化。**2022年，中金公司、华泰证券和海通证券国际业务收入占比分别达32%、34%和15%，国际业务已成为代表性重要收入来源。目前中资券商经营国际业务包括两种模式。1) 独立上市海外子公司。以海通国际和国君金控为代表，凭借较为清晰独立的治理结构，在信用评级及融资成本层面具备优势。2) 全资非上市子公司。以中金国际和华泰国际为代表，全资控股的模式降低了跨境业务管理和考核难度，有助于统筹境内外发展。

■ **经纪业务：传统经纪业务竞争激烈，多角度拓展增量空间。**香港市场以机构客户为主的投资者结构和以境外资金为主的资金结构，决定了国际投行在此领域的巨大优势。截至2023年6月，中资券商旗下仅2家中资机构入围联交所参与者市场占有率A组行列。中资A组券商中，富途以零售业务见长，凭借其金融生态优势有效提升了自身客户覆盖能力。其他中资券商在核心客群争夺与基础客户覆盖层面均面临较强挑战。通过并购网络券商的方式增强渠道获客能力、完善新兴市场布局以及深化客户服务是中资券商破局的着眼点。

■ **投资交易业务：客需业务高速发展，扩容资本助力瓶颈突破。**依托于以往方向性客需服务驱动的投资交易业务高速发展，2022年华泰国际营业收入实现了52%的同比增长。截至2021年末，证券行业SAC协议跨境场外衍生品业务存续名义本金规模达4194.28亿元，占场外衍生品总规模的20.8%。但高速增长下，资本短缺仍制约投资交易业务长期发展。在现行外汇管理政策环境下，积极向境外子公司注资和争取跨境资本流动的便利性是投资交易业务发展的基础条件。

■ **投行业务：业务实力持续提升，以协同能力构筑核心竞争力。**股权业务领域，从H股IPO融资规模来看，2018-2021年中资券商合计市占率稳定在30%左右，2022年显著提升至43%。债券业务领域，从离岸人民币债券募资规模来看，中资券商市场份额从2018年的3%提升至2022年的8%。面对项目资产与投资资金分离的市场环境，如何优化人员布局与协同激励机制，提升承做与承销质量是投行业务竞争力提升的关键。中资券商已通过境内外一体化团队、矩阵式管理以及构建人员交流机制等多模式进行了探索，相关成效值得关注。

■ **资管业务：海外布局呈加速趋势，产品中心职能仍需完善。**截至2023年6月，已有近30家公募基金在境外设立子公司。2023年以来，睿远基金香港子公司开业、汇添富新加坡子公司相继获批。但相较于国际投行，中资机构资管产品在覆盖范围和产品类型上均存在较大差距。国内机构资管产品多以发达市场指数基金为主，对于新兴市场 and 主题基金的布局较为有限。长期来看，在构建完整产品库的基础上，打造自有品牌并深化客户认知，是资管业务发展的护城河。

■ **兼顾国家战略落实与企业长期发展，把握市场拓展机遇。**发力国际业务是中资券商推动自身发展的必由之路，也是践行国家战略的重要途径。以高盛为代表的海外投行较好地把握了国内政策转向与海外市场开放的时间节点，循序渐进地实现了地理和牌照布局的完善。在兼具深度与广度的全球服务网络下，全面推动全

分析师
S1010518110002



张文峰
非银行金融业
分析师
S1010522030001

球一体化，通过多业务、多市场的协同，打造了自身国际业务发展的成熟模式。中资券商应积极吸取国际投行海外业务发展经验，在立足香港市场的基础上，积极开拓新兴市场并完善成熟市场的服务链条。

■ **风险因素：**A股市场成交额下滑的风险；财富管理市场发展低于预期；投资业务亏损；信用业务风险暴露；行业过度再融资。

■ **投资策略：**顺应资本市场双向开放趋势，中资券商加快国际业务布局，这既有利于中资券商提升国际影响力和股东回报，也是证券行业实现高质量发展的重要途径。受益于我国与“一带一路”地区经济联系日益紧密、资本市场制度建设日臻完善以及金融业对外开放水平持续提升，券商国际业务将保持高速增长，收入贡献率有望向国际一流投行靠拢，股东回报水平有望提升。推荐国际业务收入占比领先，机构服务能力出众的中金公司（H）和华泰证券。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
中金公司 (H)	3908.HK	14.56	1.57	1.64	1.91	2.20	8	8	7	6	买入
华泰证券	601688.SH	14.00	1.22	1.39	1.52	1.63	11	10	9	9	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2023年6月19日收盘价

非银行金融行业

评级 **中性 (维持)**

目录

国际业务成为重要收入来源，发展模式走向差异化	5
多家代表性券商海外收入占比突破 30%，成为重要收入来源	5
ROE 潜力充足，发展模式走向差异化	6
探索高质量发展道路，助力国际一流投行建设	8
经纪业务：传统经纪业务竞争激烈，多角度拓展增量空间	8
投资交易业务：客需业务高速发展，扩容资本助力瓶颈突破	10
投行业务：业务实力持续提升，以协同能力构筑核心竞争力	12
资管业务：海外布局呈加速趋势，产品中心职能仍需完善	13
兼顾国家战略落实与企业长期发展，把握市场拓展机遇	15
服务资本“引进来”与“走出去”的核心依托	15
国际投行的全球布局进程与国家战略及进军市场环境高度相关	16
中资券商全球布局：多管齐下，把握机遇	17
风险因素	18
投资策略	19

插图目录

图 1: 中资券商境外收入及占比	5
图 2: 代表性券商国际业务收入变动情况	5
图 3: 代表性券商国际业务收入占比	6
图 4: 高盛和摩根士丹利国际业务收入占比	6
图 5: 中金公司和华泰证券的集团 ROE 与海外子公司 ROE	7
图 6: 代表性中资券商国际业务总资产占集团的比例	7
图 7: 代表性中资券商国际业务净资产占集团的比例	7
图 8: 中资券商国际业务收入占比和净利润占比	7
图 9: 香港市场投资者分类构成 (按成交额划分)	9
图 10: 香港市场投资者地域构成 (按成交额划分)	9
图 11: 中国香港与东盟地区主要国家年度股票交易额对比	10
图 12: 南向交易额及占港股总交易额的比重	10
图 13: 中金公司国际业务组织架构	11
图 14: 国泰君安国际业务组织架构	11
图 15: 中资券商国际子公司和摩根士丹利亚太地区的总资产情况	12
图 16: 2022 年港股 IPO 保荐项目数量市场格局	13
图 17: 港股股权融资规模 Top30 机构分类市占率	13
图 18: 离岸人民币债券募资规模 Top30 机构分类市占率	13
图 19: 港股 IPO 规模	13
图 20: 高盛集团全球资管产品体系	14
图 21: 富途大象财富管理 AUM	14
图 22: 富途主要全球合作金融机构 (节选)	14
图 23: 惠理集团管理资产结构 (按地域划分)	15
图 24: 惠理集团管理资产结构 (按产品类型划分)	15
图 25: 北向资金交易额及占港股总交易额的比重	16
图 26: 中资企业国际并购数量及规模	16
图 27: 高盛集团海外布局情况	17
图 28: 中资券商国际化 III 阶段	18

表格目录

表 1: 中资券商国际业务收并购事件	5
表 2: 主要机构全球布局情况	6
表 3: 2022 年代表性中资券商国际子公司财务表现对比	7
表 4: 2023/06/05-2023/06/09 香港股票市场 A 组经纪商	9
表 5: 中资互联网券商客户情况	9
表 6: 银河-联昌证券股票经纪业务排名	10
表 7: 主要中资海外子公司股权融资及资本补充情况	11
表 8: 中金公司 (601995.SH/03908.HK) 盈利预测及估值	20
表 9: 华泰证券 (601688.SH/06886.HK) 盈利预测及估值	21

国际业务成为重要收入来源，发展模式走向差异化

多家代表性券商海外收入占比突破 30%，成为重要收入来源

国际业务稳步发展，代表性券商具备领先优势。2014 年以来，随着中资券商海外并购的逐步推进以及资本跨境流动的持续活跃，中资券商国际业务规模取得显著增长。根据中国证券业协会数据，证券行业国际业务收入从 2016 年的 190 亿元提升至 2021 年的 387 亿元。在中资券商出海过程中，代表性券商承担了旗手职责。2021 年，中金公司、中信证券、华泰证券、海通证券和国泰君安五家券商海外子公司共实现营业收入 321 亿元，国际业务收入集中度显著高于国内业务。

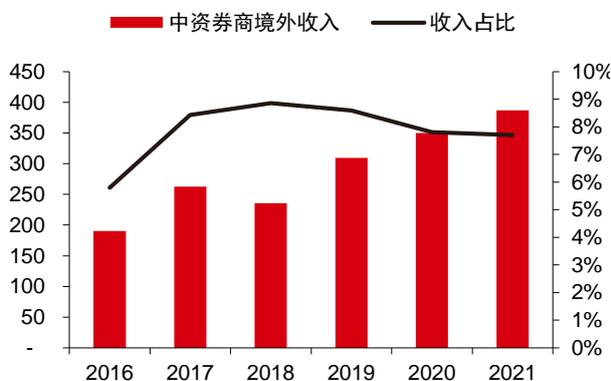
国际业务收入占比有所提升，但较国际一流投行仍存差距。2022 年，中金国际和华泰国际的收入分别达 84 亿和 97 亿人民币，占公司总收入的 32%和 30%。其余国内券商中，海通证券海外子公司 2022 年收入贡献也突破 10%。但当前中资券商国际业务收入贡献率较国际一流投行仍有差距。2022 年，高盛和摩根士丹利海外业务收入分别达 1287 亿和 972 亿人民币，占公司收入的 39%和 26%。相较于国际一流投行较为完善的全球布局和业务体系，中资券商国际业务仍聚焦于中国香港地区以及内资客户海外服务，国际化的深度与广度仍有提升空间。

表 1：中资券商国际业务收并购事件

收购方	被收购方	收购时间	收购价格	被收购方主要业务	被收购方估值
海通证券	香港大福证券	2010	18.22 亿港元	股票交易、期货交易、外汇交易、基金管理	收购价 4.88 港元/股，对应动态 PB 为 1.79 倍，动态 PE 为 22.38 倍
	恒信租赁集团	2014	7.15 亿美元	融资租赁、租赁	
	葡萄牙圣灵投资银行	2015	3.79 亿欧元	金融投资	
中信证券	中信里昂证券	2013	12.5 亿美元	证券经纪、投资银行、私人投资业务	
华泰证券	美国 AssetMark	2016	7.68 亿美元	获得资产管理产品、第三方和自有托管服务和投资顾问产品	

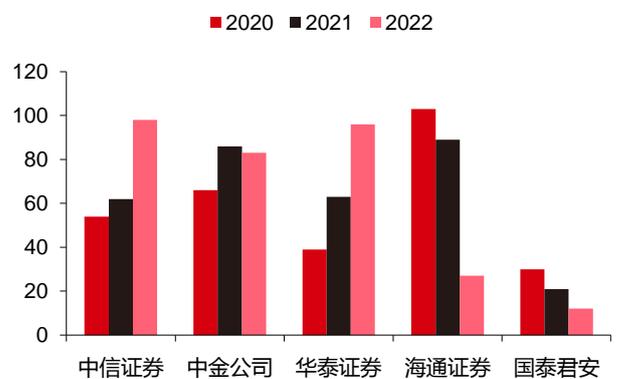
资料来源：各公司财报，各公司官网

图 1：中资券商境外收入及占比（亿元）



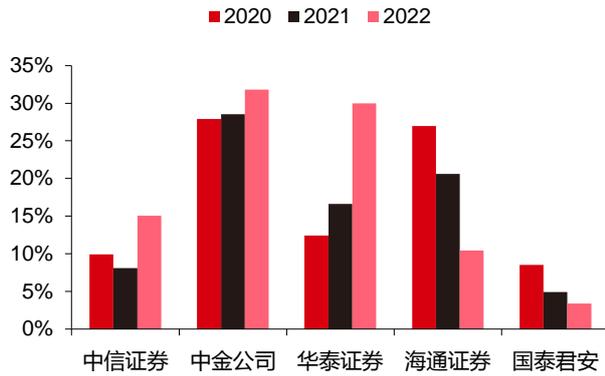
资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部

图 2：代表性券商国际业务收入变动情况（亿元）



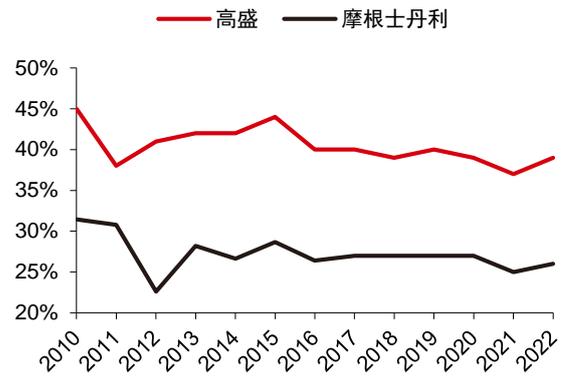
资料来源：各公司财报

图 3：代表性券商国际业务收入占比



资料来源：各公司财报

图 4：高盛和摩根士丹利国际业务收入占比



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：国际业务收入指除美洲以外其他地区收入

表 2：主要机构全球布局情况

	中金公司	中信证券	海通证券	国泰君安	华泰证券	高盛集团	摩根士丹利	瑞银集团
海外布局国家总数	7	13	6	6	4	37	32	39
亚洲	4	9	3	4	2	11	11	14
欧洲	2	2	1	1	1	16	11	16
北美	1	1	1	1	1	2	2	2
南美						5	6	4
非洲						1	1	1
大洋洲		1	1			2	1	2

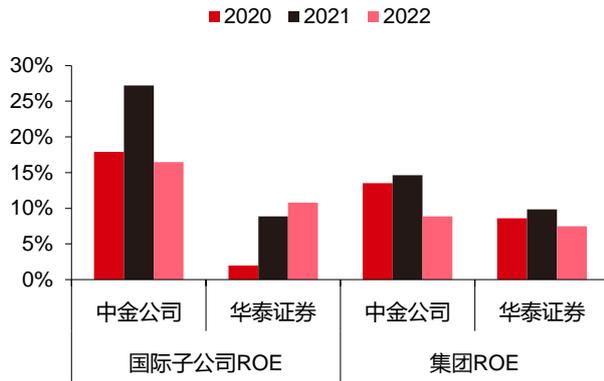
资料来源：各公司财报，各公司官网

ROE 潜力充足，发展模式走向差异化

依托杠杆优势，国际业务 ROE 潜力高于国内业务。在海外相对宽松的净资本监管体系下，中资券商海外子公司杠杆率多在 8-9 倍左右，杠杆率水平已向国际一流投行靠拢，显著高于国内业务 4 倍左右的杠杆。依托较高的杠杆水平，券商海外子公司保持了优于国内业务的股东回报。2022 年，中金国际和华泰国际的摊薄 ROE 分别为 15.1%和 11.9%。同期中金公司和华泰证券合并口径的摊薄 ROE 仅为 7.66%和 6.70%。长期来看，如中资券商海外子公司可以建立去方向性投资的稳定商业模式，国际业务将凭借杠杆优势提供更高的股东回报。

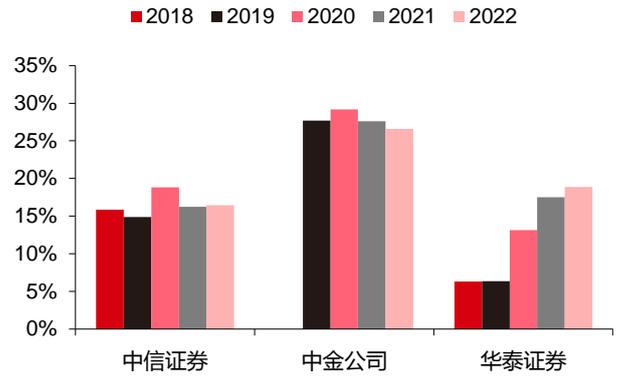
因治理模式和业务禀赋的不同，发展模式走向差异化。目前中资券商经营国际业务主要包括两种模式：1) 独立海外上市子公司；2) 全资控股非上市子公司。第一类子公司以海通国际和国君金控为代表。此类公司依托较早的海外布局及并购积累零售客户资源，推动经纪及孖展业务的发展；同时通过海外上市补充资本，推动自营投资及做市业务发展；凭借较为清晰独立的治理结构，此类公司在信用评级及融资成本层面具备优势。第二类公司以中金国际和华泰国际为代表。此类公司境内机构客户及企业客户资源较为深厚，依托投行业务建立轻资本业务根基，基于机构客户需求推动客需投资交易业务发展。全资控股的模式降低了跨境业务管理和考核难度，有利于统筹境内外发展。

图 5：中金公司和华泰证券的集团 ROE 与海外子公司 ROE



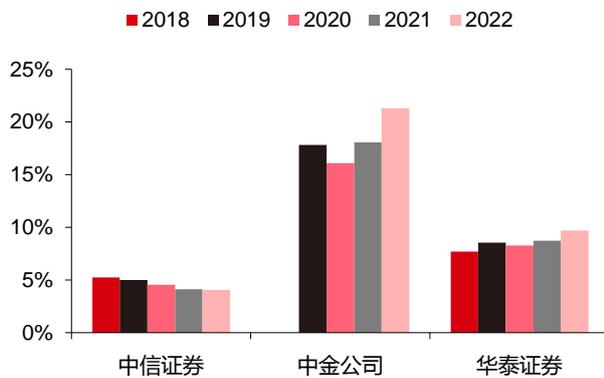
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

图 6：代表性中资券商国际业务总资产占集团的比例



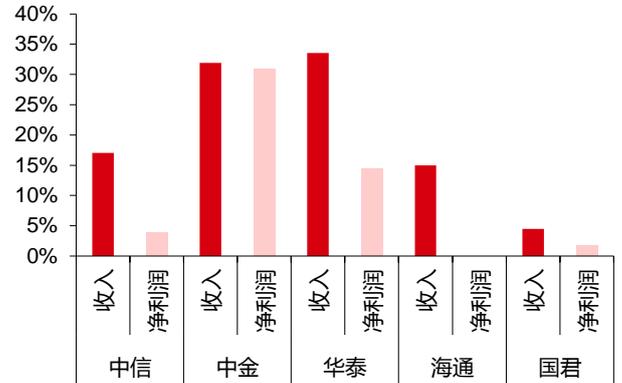
资料来源：各公司财报

图 7：代表性中资券商国际业务净资产占集团的比例



资料来源：各公司财报

图 8：中资券商国际业务收入占比和净利润占比



资料来源：各公司财报

表 3：2022 年代表性中资券商国际子公司财务表现对比

公司	国际子	总资产(亿元)	净资产(亿元)	杠杆率(倍)	ROE	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		国际业务占比	
						规模	同比	规模	同比	收入	净利润
中金公司	中金香港	1,726	212	8.2	15.1%	83.9	-2%	27.6	-34%	32.2%	36.3%
中信证券	中信国际	2,151	105	20.5	9.0%	98.3	59%	8.7	38%	17.2%	4.1%
华泰证券	华泰国际	1,596	163	9.8	11.9%	96.8	54%	17.5	49%	33.9%	15.9%
国泰君安	国君金控	1,127	141	8	1.6%	14	-46%	2.2	-81%	5.1%	1.9%
海通证券	海通国际	2,387	278	8.6	-15.9%	27.1	-70%	-47.6	-673%	15.1%	-72.7%
招商证券	招证国际	427	82	5.2	-3.40%	2.8	-80%	-2.7	-138%	1.60%	-3.40%
广发证券	广发香港	272	47	5.8	-3.30%	2.5	-35%	-1.4	-1031%	1.00%	-1.70%

资料来源：各公司财报

■ 探索高质量发展道路，助力国际一流投行建设

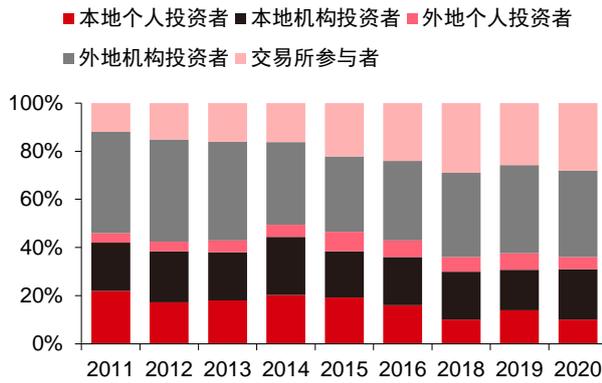
经纪业务：传统经纪业务竞争激烈，多角度拓展增量空间

传统经纪业务遭受海外投行与互联网券商双重挤压。香港市场是海外经纪业务的核心市场。目前香港市场头部集中度较高。根据香港联交所参与者市场占有率统计报告，2023年6月5日至6月9日，14家A组券商占据了H股近2/3的代理交易额。香港市场以机构客户为主的投资者结构和以境外资金为主的资金结构，决定了海外投行在此领域的巨大优势。根据2023年6月数据，国内券商仅富途、中银国际入围14家A组行列，分列第十和第十四位。零售客户群体中，富途等互联网券商凭借其金融生态优势有效提升了自身客户覆盖能力。2023Q1，富途用户数占香港成年人口比例超40%。中资券商在核心客群争夺与基础客户覆盖层面均面临较强挑战。

补足渠道获客能力短板，把握潜在市场增量空间。随着互联网产业的高速发展，证券公司传统模式的展业效率已不具备优势，渠道获客能力成为重要短板。美国头部证券公司摩根士丹利和嘉信理财在基础客群增速放缓后，均选择了以并购零售经纪商的形式继续扩容基础客户规模。在中资券商拓展海外业务过程中，也需要考虑通过并购网络券商的方式强化自身互联网基因，增强渠道获客能力，加大零售客户覆盖。目前主要跨境网络经纪商海外客户规模超过十万量级，其客群基础有望成为传统中资券商的重要补充。长期来看，互联网券商渠道能力和传统券商服务能力的融合，有望改善中资券商竞争力。

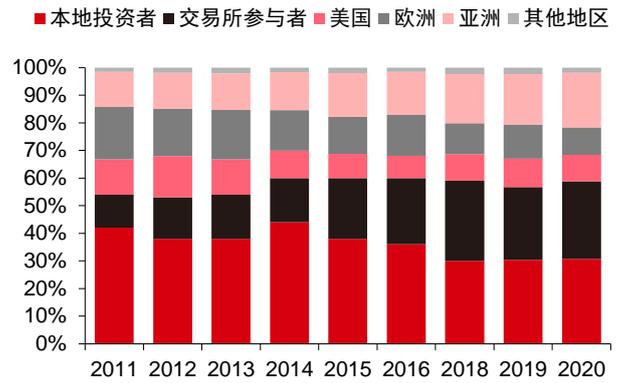
完善新兴市场布局与深化中资客户服务是把握市场增量的两个重要方向。2022年末，泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾等东盟国家的股票市场交易额为3.7万亿、2.1万亿、1.6万亿、0.8万亿、0.2万亿人民币，合计相当于香港股票市场交易额的31%。目前银河证券、国泰君安和太平洋证券等均通过收购和合资的形式实现了对东南亚市场的布局。其中，银河证券收购的联昌证券在马来西亚和新加坡市场经纪业务排名均位列行业第一。在香港市场中，南向交易在H股市场中的交易额占比持续攀升，2022年南向交易占比达22.8%，近五年年均增长率为26.2%。随着港股交易结构的改变，能否以互联互通客户服务为着力点，提升在港经纪业务实力，同样是中资券商国际业务发展的观察点。

图 9：香港市场投资者分类构成（按成交额划分）



资料来源：港交所公司官网，中信证券研究部

图 10：香港市场投资者地域构成（按成交额划分）



资料来源：港交所公司官网，中信证券研究部

表 4：2023/06/05-2023/06/09 香港股票市场 A 组经纪商

名称	周成交总额(亿港元)	市场份额
摩根大通证券（亚太）	352.52	7.66%
瑞银证券香港	228.42	4.96%
美林远东	224.91	4.89%
高盛（亚洲）证券	220.06	4.78%
摩根士丹利（香港）	216.58	4.71%
ABN AMRO Clearing（香港）	209.02	4.54%
巴克莱亚洲	185.58	4.03%
汇丰证券经纪（亚洲）	173.48	3.77%
花旗环球金融亚洲	163.97	3.56%
富途证券国际（香港）	156.81	3.41%
Optiver Trading（香港）	152.23	3.31%
IMC（亚太）	141.09	3.07%
法国兴业银行（香港）	115.79	2.52%
中银国际证券	101.39	2.20%

资料来源：捷利金融云微信公众号，中信证券研究部

表 5：中资互联网券商客户情况

名称	2020	2021	2022	
富途控股	注册用户(万)	1,190	1,740	1,960
	开户客户(万)	142	275	323
	入金客户(万)	52	124	149
老虎证券	开户客户(万)	110	185	201
	入金客户(万)	26	67	78
微牛证券	注册用户(万)			1,000+
华盛证券	注册用户(万)			数百
	开户客户(万)	16+		

资料来源：各公司财报，各公司官网，中信证券研究部

图 11: 中国香港与东盟地区主要国家年度股票交易额对比 (万亿人民币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: 南向交易额及占港股总交易额的比重 (亿人民币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 6: 银河-联昌证券股票经纪业务排名

细分市场	2020	2021	2022
新加坡市场	第 1	第 1	第 1
马来西亚市场	第 3	第 3	第 1

资料来源: 中国银河公司财报, 中信证券研究部

投资交易业务: 客需业务高速发展, 扩容资本助力瓶颈突破

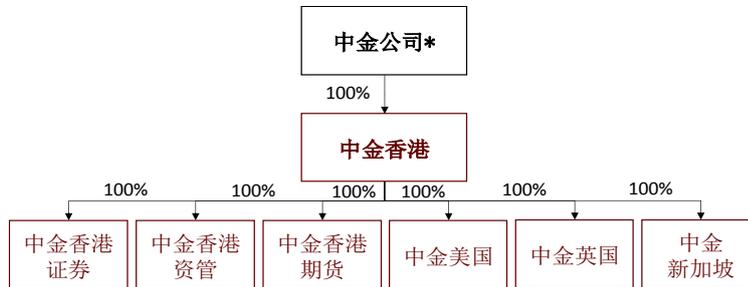
去方向化客需业务高速发展, 但仍受限于资本规模与治理模式。 依托于以往方向性客需服务业务为代表的投资交易业务高速发展, 2022 年华泰国际营业收入实现了 52% 的同比增长。根据中国证券业协会数据, 截至 2021 年末, SAC 协议下跨境场外衍生品业务存续名义本金规模达 4194.28 亿元, 占场外衍生品总规模的 20.8%。高速增长下, 资本短缺和治理结构仍是投资交易业务发展的掣肘问题。

投资交易等重资本业务以资金为基础, 中资券商海外子公司补充资金主要通过两种方式: 1) 境内母公司注资。此方式涉及的跨境资本审批繁琐且单次注资金额普遍低于 20 亿港元; 2) 向境外投资者募集。目前港股金融企业估值较低, 如海通国际与国泰君安国际 PB 均在 0.5 倍以下, 压制股权融资意愿; 债券融资长债发行多需母公司担保增信, 而跨境担保面临监管审核繁琐。因此, 投资交易业务发展面临资金补充难度较大的问题。治理结构是客需投资交易发展的另一障碍。以国泰君安为例, 国君目前国际业务架构较复杂, 国君国际作为独立上市平台, 治理结构较为独立, 垂直管理难度大于中金国际或华泰国际等全资子公司。

争取资本自由流动空间, 长效助力业务发展。 在金融企业助力实体经济发展大背景下, 证券公司跨境业务能力的改善对于优化国内企业海外融资并购及交易服务具有重要作用。构建本外币一体化资金池是扩容海外业务资本以提升跨境业务能力的潜在途径。2021 年 3 月, 中国人民银行、国家外汇管理局决定在深圳、北京开展跨国公司本外币一体化资金池业务首批试点, 中化集团等 5 家企业成为首批试点。针对于试点机构, 国家将适度调整外债和境外放款额度, 提升跨境投融资的自主性和资金利用效率; 进一步便利资金划转和使用, 使国内资金主账户资金可直接下拨至成员企业自有账户办理相关业务; 实现一定额度

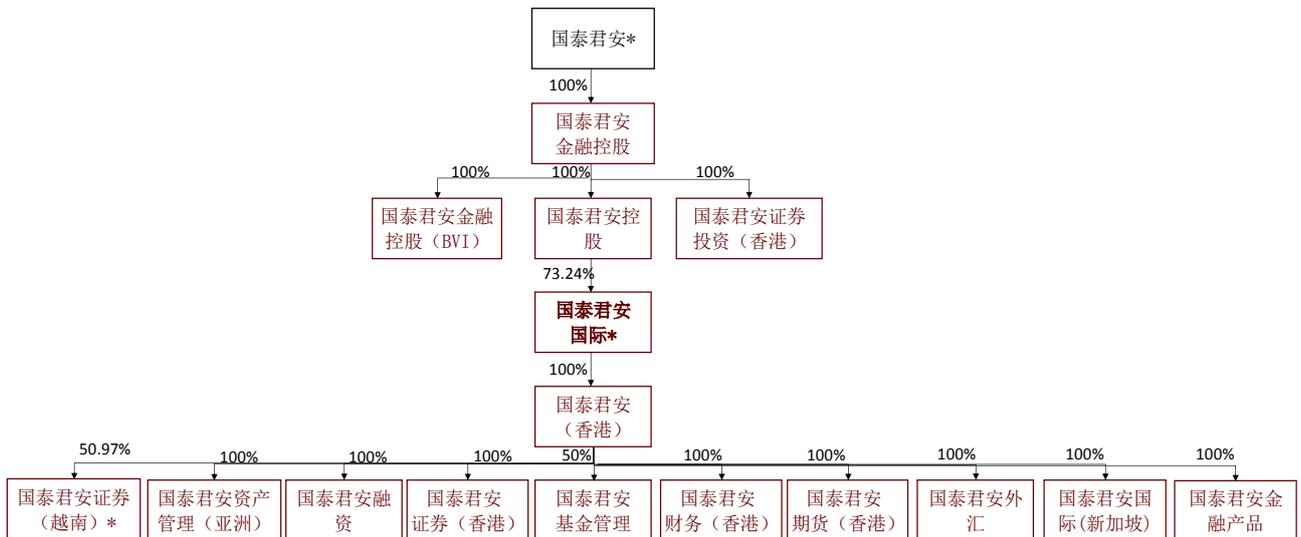
内意愿购汇。目前，虽未有金融机构入选试点，但在此框架下探索证券公司资本双向跨境流动的便利性机制具有现实意义。

图 13：中金公司国际业务组织架构



资料来源：中金公司财报，中信证券研究部

图 14：国泰君安国际业务组织架构



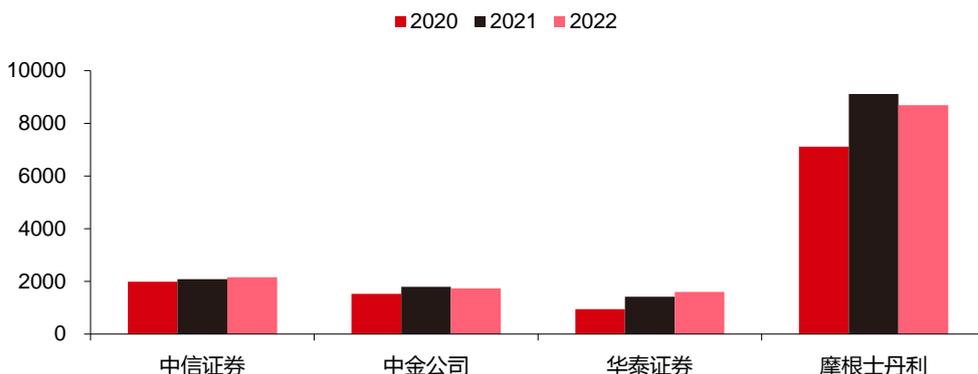
资料来源：国泰君安财报，中信证券研究部

表 7：主要中资海外子公司股权融资及资本补充情况（亿港元）

母公司名称	子公司名称	科目名称	2018	2019	2020	2021	2022
华泰证券	华泰国际	实收资本	88.0	88.0	88.0	102.0	102.0
中信证券	中信国际	实收资本	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2
中金公司	中金香港	实收资本	45.5	45.5	61.5	61.5	61.5
国泰君安	国君金控	实收资本	0.3	26.1	26.1	26.1	26.1
	国泰君安国际	股本	81.3	81.3	109.1	109.1	109.1
海通证券	海通国际控股	实收资本	88.5	111.8	111.8	111.8	111.8
	海通国际	股本	5.8	5.9	6.0	6.0	6.6

资料来源：各公司财报

图 15：中资券商国际子公司和摩根士丹利亚太地区的总资产情况（亿人民币）



资料来源：各公司财报

投行业务：业务实力持续提升，以协同能力构筑核心竞争力

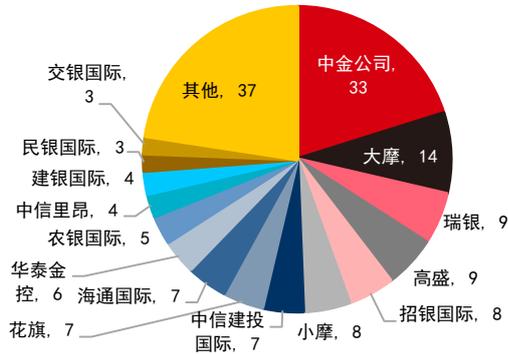
业务实力持续提升，股权业务强于债券业务。 股权业务领域，从香港市场 IPO 保荐项目数来看，根据 Wind 数据，2022 年中金公司、海通国际、华泰国际和中信国际四家已占据全市场超过 50% 的份额。从 IPO 融资规模来看，2018-2021 年中资券商合计市占率稳定在 30% 左右，2022 年显著提升至 43%。中资券商在 H 股股权融资市场有望逐渐占据主导地位。

债券业务领域，从香港市场离岸人民币债券募资规模来看，Top30 机构合计市占率从 2018 年的 97% 下滑至 2022 年的 65%，集中度呈下降趋势。在竞争日趋激烈的市场环境下，中资券商市场份额逆势提升，从 2018 年的 3% 提升至 2022 年的 8%。随着中资券商股权和债券市场份额的持续提升，如何通过跨境协同改善服务水平，将是影响行业格局的重要因素。

探索人员布局及绩效管理优化空间，以协同能力构筑核心竞争力。 资产端与资金端服务的分离是当前海外投行业务发展所面对的重要问题。资产端，海外股权及债券融资的主体多在境内，证券公司境内团队更能把握底层标的基本面情况；资金端，发行市场与投资客群位于境外，海外团队对客户需求及投资关注点更为熟悉。因此，如何优化人员布局与协同激励机制，提升承做与承销质量是投行业务服务能力提升的关键。

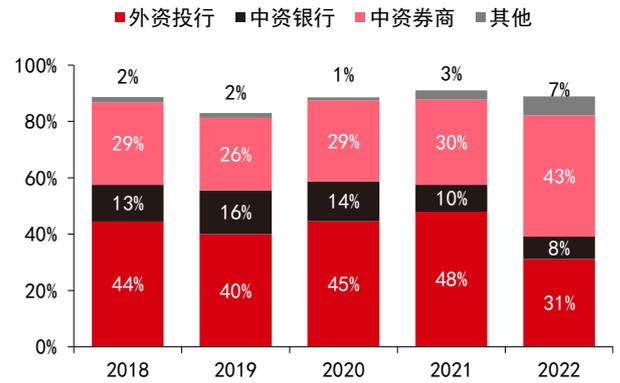
目前代表性券商采用多种模式进行探索。中金公司采取境内外一体化管理，提升团队国际服务能力。国君国际采用矩阵制，员工同时受境内母公司和国君国际管理，香港市场人员主要从境外市场招聘。海通国际主要采用人员交流方式优化境内外协同，截至 2022 年末，海通国际在香港办公地点的员工约 150 人，其中内地外派员工约 50 人。

图 16：2022 年港股 IPO 保荐项目数量市场格局



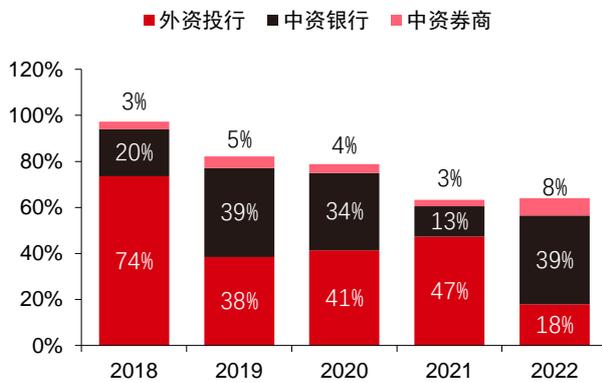
资料来源：Wind

图 17：港股股权融资规模 Top30 机构分类市占率



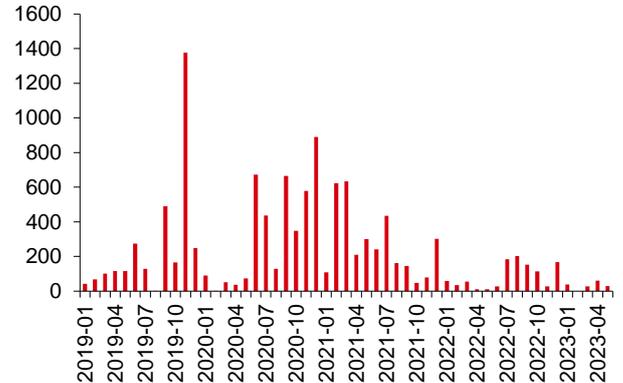
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：离岸人民币债券募资规模 Top30 机构分类市占率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：港股 IPO 规模（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

资管业务：海外布局呈加速趋势，产品中心职能仍需完善

国内公募机构加速海外布局，产品中心职能仍需完善。截至 2023 年 6 月，已有近 30 家公募基金在境外设立子公司，绝大部分位于香港。2023 年以来，睿远基金香港子公司开业、汇添富新加坡子公司相继获批。从实际业务开展情况来看，南方东英、易方达香港和华夏香港在管理规模上更具优势，其中南方东英 2022 年末 AUM 为 120 亿美金。全球布局中，各机构应抓住国内资产管理专业优势，以外国投资者投资 A 股和中资离岸资金服务为业务突破口，长期稳步构建本地化能力，在国际市场中构建自身品牌。

相较于国际投行，中资机构资管产品在覆盖范围和产品类型上均存在较大差距。国内机构资管产品多以发达市场指数基金为主，对于新兴市场和主题基金的布局较为有限。以香港上市基金为例，南方东英的 9 只产品均为指数 ETF、货基、债基，主要覆盖发达市场。高盛资管的 16 只产品均为股基和债基，覆盖中国、欧洲和日本等地域以及新兴市场、医药和科技等主题。

构建自身完整产品池，打造自有资管品牌。广发证券选择通过收购直接获得成熟产品池。2023 年 6 月，广发公告收购惠理集团 20% 股份的收购计划，收购完成后广发证券有

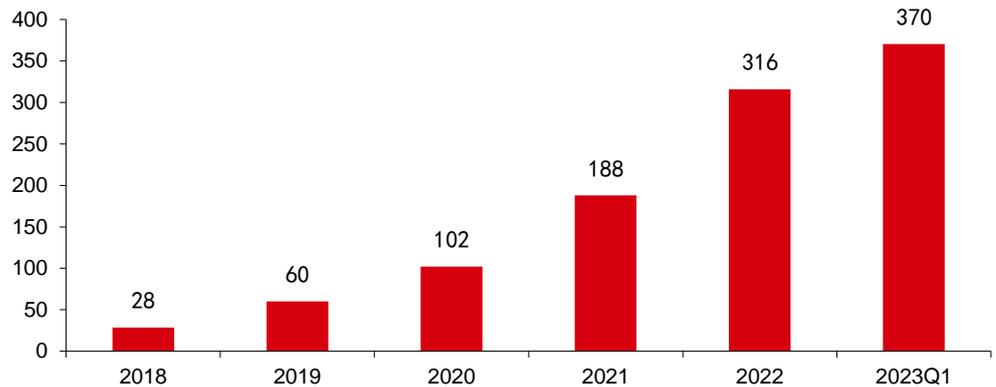
望成为惠理集团第一大股东，获得惠理集团跨地区（中国香港、马来西亚、新加坡和英国）、多品类（绝对回报、固定收益、多元资产和另类投资）的资管产品体系。在构建产品库的基础上，中资机构长期应重视品牌构建并深化客户认知，构建资管业务护城河。

图 20：高盛集团全球资管产品体系

股票型基金	固定收益型基金	另类投资基金
亚洲 高盛全中国股票投资组合 高盛亚洲股票投资组合 高盛中国A股股票投资组合 高盛印度股票投资组合 高盛日本股权合伙人投资组合 高盛日本股票投资组合 新兴市场 高盛新兴市场股票ESG投资组合 高盛新兴市场股票投资组合 高盛新兴市场（中国除外）股票投资组合 美国 高盛美国核心股票投资组合	欧洲 高盛欧洲核心股票投资组合 全球 高盛全球核心股票投资组合 高盛全球环境影响股票投资组合 高盛全球股权合伙人ESG投资组合 高盛全球未来医疗保健股票投资组合 高盛全球未来科技领袖股票投资组合 高盛全球千禧一代股票投资组合 房地产/基础设施 高盛全球房地产股票投资组合	亚洲 高盛亚洲高收益债券投资组合 全球 高盛全球收益债券投资组合 单一板块 高盛新兴市场公司债券投资组合 高盛新兴市场债券投资组合 高盛欧洲高收益债券投资组合 高盛全球高收益投资组合 高盛全球证券化收益债券投资组合 高盛绝对回报追踪投资组合 多资产型基金 高盛全球绝对回报投资组合 高盛全球多元资产收益投资组合 高盛新兴市场多元资产投资组合 货币市场 高盛美元标准VNAV基金

资料来源：高盛公司财报、官网，中信证券研究部

图 21：富途大象财富管理 AUM（亿港元）



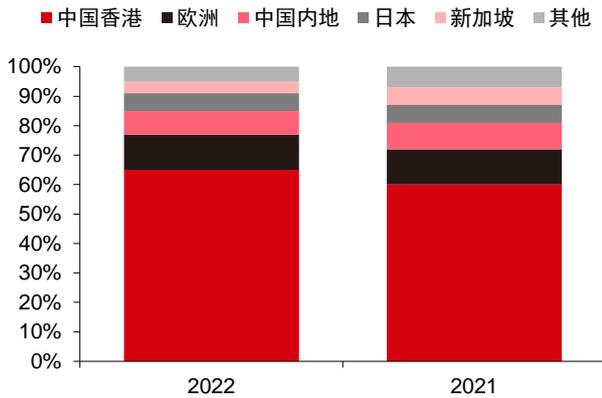
资料来源：富途控股财报、官网，中信证券研究部

图 22：富途主要全球合作金融机构（节选）



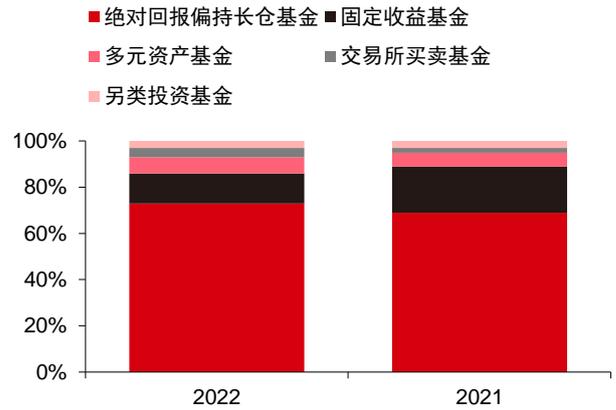
资料来源：富途控股官网

图 23: 惠理集团管理资产结构 (按地域划分)



资料来源: 惠理集团财报, 中信证券研究部

图 24: 惠理集团管理资产结构 (按产品类型划分)



资料来源: 惠理集团财报, 中信证券研究部

■ 兼顾国家战略落实与企业长期发展, 把握市场拓展机遇

服务资本“引进来”与“走出去”的核心依托

发力国际业务是中资券商推动自身发展的必由之路, 也是践行国家战略的重要途径。在服务资本“引进来”的过程中, 中资券商国际业务将成为接引国际资金重要渠道。中资券商可通过研究服务提升国内资本市场透明度, 增强国内资本市场国际影响力; 通过 QFII、互联互通和收益互换引导海外资金进入国内资本市场; 通过柜台业务及做市业务为海外投资者提供投资标的与报价, 多方面组织外资机构参与中国资本市场投资。

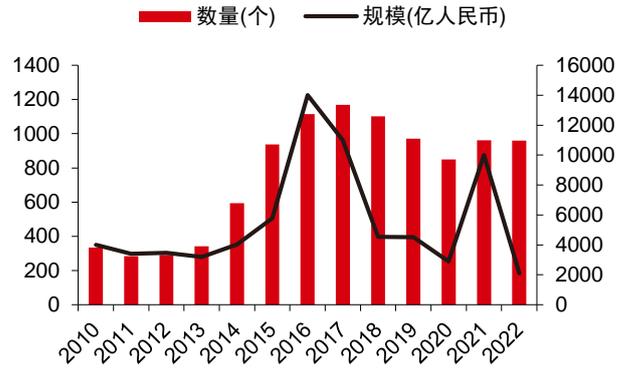
在服务资本“走出去”的过程中, 中资券商可在全球范围内的融资与并购中协助中资企业进行合理定价和风险控制, 全方位助力实体经济发展; 深度参与全球资本市场分工与合作, 强化大宗商品期货价格的影响力; 通过 REITS 等形式将民间资本引入海外投资与基建项目, 完善项目信息披露, 增强海外投资透明度, 完善市场监督机制, 长效助力“一带一路”等国家战略的落实。

图 25: 北向资金交易额及占港股总交易额的比重 (万亿人民币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 26: 中资企业国际并购数量及规模 (亿人民币)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

国际投行的全球布局进程与国家战略及进军市场环境高度相关

以高盛为例，其全球化主要分为三个阶段。1) 在 1970-1985 年期间，高盛的全球布局重点为西欧和日本地区。1970 和 1974 年，高盛分别在伦敦和东京设立办事处。随着 1974 年美国外汇管制制度的取消与战后美国企业全球化程度的提升，国际市场对美国股票需求出现迅猛增长。在此阶段，股票经纪、美国国债以及美国企业欧洲债券发行为其主要业务。依托于前期的布局，高盛在国际化发展的第一阶段通过国内业务国际化有效地打开了市场。

2) 在 1986-2000 年期间，高盛的布局重点仍为欧洲和日本地区，但业务形式从国内业务国际化开始向国际业务本土化转型。在此阶段，各国金融市场开放和冷战结束为高盛国际业务本土化提供了重要机遇。1986 年英国和 1995 年日本“金融大爆炸”政策均以放松牌照管制、打破分业经营限制和开放金融市场为核心，高盛以此为契机深化了海外市场全牌照布局并在成熟市场打造了投资交易业务特色。同时，冷战结束后以东德市场为代表的东欧地区大范围国企私有化，也为高盛投行业务的区域落地提供了重要机遇。

3) 2001 年至今，高盛全球布局重点转向新兴市场，业务形式逐步向全球业务一体化发展。2001 年，高盛在研究业务报告中首次提出“金砖四国”(BRICs)概念，对其后续布局产生了重要影响。2004-2006 年，高盛通过设立合资公司和办事处的形式先后完成了在北京、孟买、莫斯科、圣保罗、迪拜和特拉维夫的布局。高盛在新兴市场的布局一方面在投行业务和投资交易业务端开拓了增量业务，分享了新兴市场发展的红利；另一方面也为资产管理产品的构建铸实了底层资产，增强了美国市场财富管理业务与资产管理业务的竞争力。

参考高盛国际化发展历程，高盛较好地把握了国内政策转向与海外市场开放的时间节点，以文化联系和经济联系为基础，循序渐进地完善区域牌照和业务布局，建立了国际业务发展基础。在国际业务布局过程中，高盛重视自有优势的发挥，依托较强的投行业务能力和机构服务能力，以差异化竞争力形成了自身发展特色。在兼具深度与广度的全球服务网络下，全面推动全球一体化，通过多业务、多市场的协同，打造了自身国际业务发展的

模式。高盛在布局节奏、布局契机、业务选择和内部协同领域的国际化经验值得中资券商参考。

图 27: 高盛集团海外布局情况



资料来源：高盛公司官网

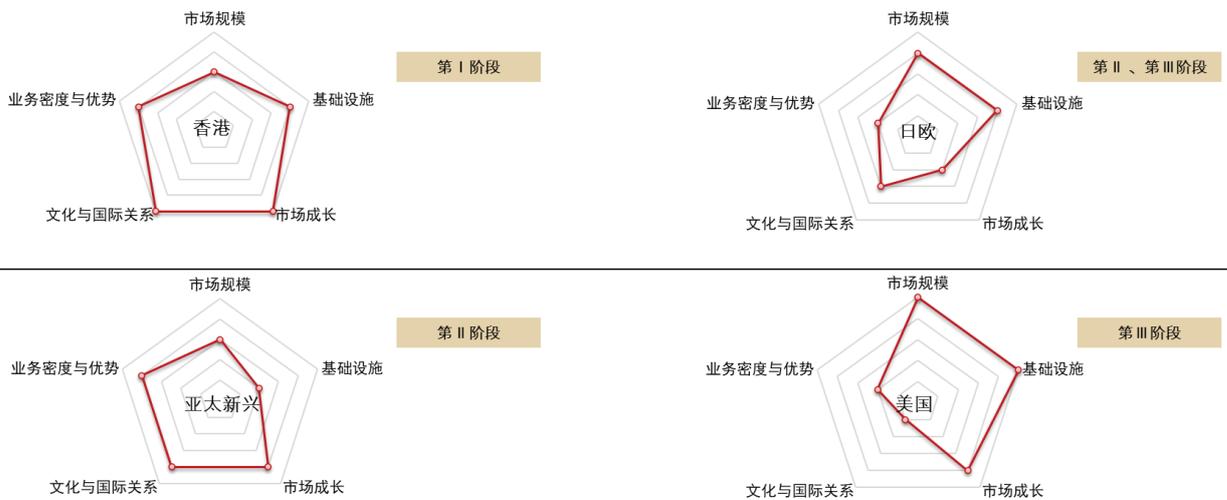
中资券商全球布局：多管齐下，把握机遇

立足香港市场：轻重资本、机构零售业务并举。中资券商在香港市场中具有先天优势，香港与内地市场业务联系紧密、经营风险小、发展空间大。目前中资券商已在香港市场开展了投行、资管、财富管理等多项业务，投行业务发展初有成效。中资券商正在香港市场打造轻重资本业务、机构零售并举的业务布局，部分公司尝试在组织架构上进行垂直管理，尽最大可能与内地市场形成合力和协同效应。

开拓新兴市场：轻资本驱动、机构零售业务并举，逐步过渡本地化。新兴市场体量小、活跃度低，但其更具成长性。目前，国际投行在新兴市场的布局尚未完善，业务覆盖面较小，中资券商有望通过布局轻资本业务积累客户资源，机构与零售业务并举，快速占据市场份额，同时可抓住“一带一路”战略机遇，投入到“一带一路”沿线国家的文化交流和经济建设中，进而融入当地市场，逐步实现本土化经营。

学习成熟市场：从中资机构需求出发，完善自身服务体系。美国、西欧、日本等成熟市场，市场结构稳定，对手强劲。中资券商只有从中国资产和中国机构出发，才能打造差异化的竞争优势，成熟市场是机遇也是挑战。中资券商在满足本土企业需求过程中，应不断学习当地先进的业务特色和发展模式，加强自身经营实力，进而在当地客户多元化的金融需求中找到新的业务空间和利润增长点。

图 28：中资券商国际化 III 阶段



资料来源：中信证券研究部

■ 风险因素

A 股市场成交额下滑的风险：经纪业务是证券行业的重要收入来源，2022 年经纪业务收入占比为 32.55%。A 股市场成交额下滑将直接降低其代理买卖手续费收入，并为席位租赁和代销金融产品收入增长带来压力。

财富管理市场发展低于预期的风险：财富管理业务是证券行业业绩的潜在增长点。财富管理市场遇冷可能造成基金代销规模下滑，基金投顾规模萎缩，降低证券行业发展潜力，负面影响行业估值区间。

投资业务亏损的风险：投资业务是证券行业的重要收入来源，2022 年投资业务收入占比为 15.40%，收入规模同比下滑 55%。预计 2023 年，资本市场波动风险仍存，券商投资收益和公允价值变动损益可能变动较大，会给行业整体业绩带来不利影响。

信用业务风险暴露的风险：信用业务是证券公司减值计提的主要来源。截至 2023 年 5 月 31 日，市场两融维持担保比例为 272.10%，整体处于较高水平。但 2023 年资本市场波动风险仍存，但个体交易违约风险仍值得关注。

行业过度再融资的风险：2022 年以来，多家证券公司相继推出配股及定增计划，再融资占证券行业净资产增长额的比重由 2021 年的 22% 提升至 2022 年的 38%。在 2022 年证券行业利润下滑的情况下，较大规模的再融资不利于提升证券行业整体 ROE 回报，可能会导致行业整体估值继续承压。

■ 投资策略

长期来看，中资券商国际业务的发展有利于提升自身股东回报与国际影响力，符合国家战略方向，是证券行业实现高质量发展的重要途径。从基本面上看，受益于资本市场建设的日臻完善、金融业对外开放水平的持续提升以及我国“一带一路”地区经济联系的日益紧密，国际业务仍有较大增量空间，长期收入贡献率有望向国际一流投行靠拢。从政策面上看，2023 陆家嘴论坛定调我国将始终坚持金融对外开放不动摇，坚持“引进来”和“走出去”并举，稳步推进金融业高水平对外开放。优化跨境金融服务，大力支持共建“一带一路”。政策端激励措施有望持续落地。推荐国际业务收入占比领先，机构服务能力出众的中金公司（H）和华泰证券。

中金公司

国际业务收入利润贡献超 3 成，ROE 水平达 15.1%。2022 年，中金公司实现国际业务收入 83.9 亿元人民币，同比下降-2%，收入贡献率达 32%；实现国际业务净利润 27.6 亿元人民币，同比下降 34%，利润贡献率达 34%。国际业务杠杆率和 ROE 分别为 8.2 倍和 15.1%。国际业务占总资产和净资产的比重分别为 30%和 17%。

布局中东，锁定头部优质客户实现长业务链条变现。2023 年 2 月，中金公司 CEO 黄朝晖前往沙特阿拉伯拜访重要战略合作伙伴【沙特公共投资基金（PIF）、沙特阿拉伯投资部（MISA）及国家发展基金（NDF）】。中金与沙特阿拉伯投资部的合作值得关注，此次双方签署了谅解备忘录，旨在加强双边资本与投资合作。目前沙特阿拉伯投资部主要负责监督与审核外国投资者在沙投资许可证，同时致力于吸引外国投资，推动合资企业开发沙特本土项目机会。

股票业务：打造一站式股票业务平台，推动业务高质量发展。中金公司覆盖境内外机构投资者 9000 余家，为境内外机构投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”等一站式股票业务平台金融服务。市场份额层面，2022 年，国内外市场大幅波动下，机构客户交易市占率再创新高；QFII 客户市占率连续 19 年排名市场首位。产品创新层面，境内业务创设中金战略硬科技指数（CSHT.WI）等金融创新产品；境外业务不断丰富产品及客户结构，综合优势在境外中资券商中名列前茅。

跨境联动方面，中金（香港）跨境业务持续领先，互联互通交易份额保持市场前列；中金（新加坡）已成功落地产品业务，不断拓展东南亚影响力；中金（美国）在当地市场进一步确立中资机构领导地位；中金（英国）获批成为全球首家及独家完成沪、深交易所对德国、英国、瑞士三国备案的互联互通 GDR 跨境转换机构，并成为首家获批加入卢森堡证券交易所的中资上市和交易会员。同时，股票业务继续拓展中东、东南亚、日韩等其他国际市场，扩大海外客户服务广度和深度。

固定收益业务：搭建全球化销售网络，积极拓展业务范围。渠道布局层面，中金公司不断加强国际化客户覆盖和交易服务能力，以内地和香港为双中心，搭建纽约、伦敦、新加坡、东京等地的全球化销售网络，跨境结算量持续增加。产品创新层面，中金公司持续布局公募 REITs、碳交易、绿色金融等市场机会，加强境内外产品创新；持续发展跨境行

衍生品业务，拓展利率和外汇业务范围，大宗商品做市重点品种排名市场前列。

风险因素：A 股成交额大幅下降；公司信用业务风险暴露；公司投资交易业务表现不及预期；公司海外业务发展受限；公司财富管理业务发展不及预期。

盈利预测、估值与评级：考虑到市场交投现况、全面注册制落地等多重因素的影响，我们维持中金公司 2023/2024/2025 EPS 预测 1.64/1.91/2.20 元，BVPS 预测 19.00/20.71/22.70 元。中金公司业务特质契合资本市场改革方向，长期受益于股权衍生品、全面注册制推行会带来的发行费率改善和财富管理业务发展，受益于 A 股市场机构化和国际化。此外，中金公司当前杠杆率较高，风控指标相对紧张；若公司杠杆运用限制得以放宽，中金公司将明显受益。根据上市以来 PB 估值的 20%分位数给予 A 股 2023 年 2.3 倍 PB，根据 2019 年 PB 估值的 30%分位数给予 H 股 2023 年 1.0 倍 PB，对应目标价 44 元/22 港元，维持 A 股“持有”/H 股“买入”评级。

表 8：中金公司（601995.SH/03908.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,131.05	26,087.37	30,621.39	33,811.78	37,247.82
增长率 YoY（%）	27%	-13%	17%	10%	10%
净利润（百万元）	10,777.90	7,597.62	10,317.06	12,000.21	13,815.85
增长率 YoY（%）	50%	-30%	36%	16%	15%
EPS（元）	2.23	1.57	1.64	1.91	2.20
BVPS（元）	15.73	17.15	19.00	20.71	22.70
ROE（%）	13%	8%	8%	8%	9%
PB（A 股）	2.54	2.33	2.10	1.93	1.76
PB（港股）	0.82	0.76	0.68	0.63	0.57

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 6 月 19 日收盘价

华泰证券

国际业务收入贡献超 3 成，收入利润同比增速超 40%。2022 年，华泰证券实现国际业务收入 96.8 亿元人民币，同比增长 54%，收入贡献率达 34%；实现国际业务净利润 17.5 亿元人民币，同比增长 49%，利润贡献率达 14%。国际业务杠杆率和 ROE 分别为 9.8 倍和 11.9%。国际业务占总资产和净资产的比重分别为 19%和 10%。

并购 AssetMark 以拓展业务版图。AssetMark 属于统包资产管理服务行业（TAMP），公司为美国独立投资顾问提供全面的财富管理技术与解决方案，是美国独立投资顾问展业的基础设施供应商。2016 年 4 月，华泰证券以 7.8 亿美元价格，全资收购了 AssetMark。基于 AssetMark 技术和业务经验，华泰在国内经纪业务体系推出了“Aorta”平台，一个集洞察客户、严选方案、精准服务和过程管理于一体的一站式投顾工作平台。与面向客户的移动服务平台“涨乐财富通”相结合，构建了基于数据驱动的客户需求与投资顾问服务匹配机制。

投资交易业务：推进客需交易导向转型，优化全方位产品体系。权益方面，华泰证券贯彻去方向化战略，优化以大数据交易、宏观基本面和创新投资为核心的投资体系；作为首批获准开展科创板做市的券商之一，华泰证券持续迭代做市策略，业务开展平稳有序。FICC 方面，固收自营采用去方向化的对冲基金组合管理模式；做市业务积极推进与大交易平台的双向赋能，做市规模、报价质量、做市效率等维度实现全方位提升；大宗商品和

外汇业务持续创新，落地首单经常项下 H 股“全流通”结售汇交易；业务平台推进数字化转型，优化 HEADS 大象平台业务功能模块，提升投资交易和风险管理能力。

场外衍生品交易业务方面，华泰证券以交易为驱动力，不断提升业务创新能力和交易定价能力，为客户提供全方位的衍生品交易服务。此外，公司充分发挥金融科技优势，积极打造集主要资产品种与交易类型的一体化账户，全面赋能业务发展。根据 SAC 协议数据口径，2022 年末，华泰证券收益互换业务存续合约笔数 6576 笔，存续规模 1113.19 亿元；场外期权业务存续合约笔数 1489 笔，存续规模 1260.07 亿元；2022 年公司通过中证机构间报价系统和柜台市场发行私募产品 3310 只，合计规模 295.42 亿元。

资本中介业务：依托平台生态和金融科技禀赋，增强业务竞争力。华泰证券一方面不断丰富与持牌金融机构的合作模式，积极挖掘机构客户的出借潜力，拓展券池规模；另一方面通过平台建设引领数字化转型，全新发布的“融券通 4.0”能高效联通券源的供给方和需求方，持续优化证券借贷数字化运营模式。截至 2022 年末，华泰证券母公司两融业务余额为 1123.47 亿元，市场份额达 7.29%，其中融券余额为 172.41 亿元，市场份额达 17.98%，两项规模排名均稳居行业第二。两融维持担保比例为 255.98%，表内股票质押履约保障比例为 252.62%，整体风险可控。

风险因素：A 股成交额大幅下降；财富管理市场发展低于预期；信用业务风险暴露；投资业务亏损风险；汇率波动风险。

盈利预测、估值与评级：考虑到市场交投现况、全面注册制落地等多重因素的影响，我们维持华泰证券 2023/2024/2025 年 EPS 预测 1.39/1.52/1.63 元，BVPS 预测 17.01/18.08/19.20 元。公司配股融资受阻，若杠杆放松则有利于公司通过债务融资实现扩表。公司客需业务能力较强，信用业务充分运用科技禀赋以推进数字化转型。如杠杆限制得以放宽，华泰证券将明显受益。根据 2019 年以来 PB 估值的 30%分位数，给予 A/H 股 2023 年 1.0 倍/0.6 倍 PB，对应 A/H 股目标价 17 元/12 港元。维持公司 A/H 股“增持”评级。

表 9：华泰证券（601688.SH/06886.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	37,905.14	32,031.57	38,206.31	40,833.26	43,293.38
增长率 YoY (%)	21%	-15%	19%	7%	6%
净利润（百万元）	13,345.46	11,052.72	12,579.76	13,767.86	14,763.87
增长率 YoY (%)	23%	-17%	14%	9%	7%
EPS（元）	1.47	1.22	1.39	1.52	1.63
BVPS（元）	15.25	16.07	17.01	18.08	19.20
ROE (%)	8.99%	6.70%	7.25%	7.51%	7.63%
PB（A 股）	0.92	0.88	0.83	0.78	0.73
PB（港股）	0.57	0.54	0.51	0.48	0.45

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 6 月 19 日收盘价

■ 相关研究

- 非银行金融行业基金投顾新规点评—新规是奠定投顾业务独立基础的里程碑 (2023-06-13)
- 证券行业 2023 年下半年投资策略—把握基本面与政策面共同驱动的估值修复 (2023-06-09)
- 证券行业资本杠杆专题研究—探索杠杆扩容之路，助力行业高质量发展 (2023-05-08)
- 非银行金融行业寿险转型专题报告—优秀企业的最好机遇 (2023-04-20)
- 非银行金融行业《证券公司监督管理条例》修订点评—深化规范管理主线，预留长线发展空间 (2023-04-03)
- 非银行金融行业民生证券股权转让事项点评—控股权溢价及并购稀缺性推高成交估值 (2023-03-16)
- 保险行业重大事项点评—宏观政策助力寿险实现中长期修复 (2023-03-05)
- 《政府工作报告》金融产业点评—推动风险化解，加速市场改革 (2023-03-05)
- 非银行金融行业证券公司财富管理模式展望—多渠道扩大客群基础，多业务促进价值实现 (2023-02-27)
- 非银行金融行业全球支付行业专题报告—传统与科技结合重塑金融生态 (2023-02-20)
- 财富管理行业基金保有量点评—债市疲弱拖累非货基保有量，券商市占率提升 (2023-02-17)
- 金融科技行业投资观察—ChatGPT 影响金融科技的几个猜想 (2023-02-13)
- 非银行金融行业证券行业估值及政策空间展望—估值步入上行周期，政策空间值得期待 (2023-01-28)
- 非银行金融行业保险行业专题报告—正困境反转，未来三年走向健康发展 (2023-01-09)
- 非银行金融行业蚂蚁集团跟踪点评—实控人变更，IPO 尚需等待 1 年以上 (2023-01-09)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。