

中金公司 (03908.HK)

2025 年 08 月 24 日

国际投行品牌优势突出，核心业务迎来复苏拐点

——中金公司 H 股首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

高超 (分析师)

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790524040002

日期 2025/8/22

当前股价(港元) 22.940

一年最高最低(港元) 24.650/7.810

总市值(亿港元)	1,107.37
----------	----------

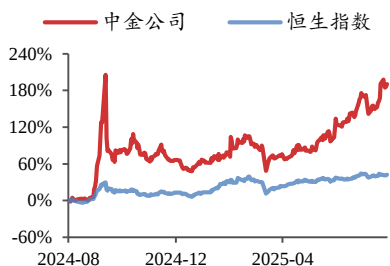
流通市值(亿港元) 436.71

总股本(亿股)	48.27
---------	-------

流通港股(亿股) 19.04

近3个月换手率(%)	131.04
------------	--------

股价走势图



数据来源：聚源

● 国际投行品牌优势突出，核心业务迎来复苏拐点

公司是中央汇金旗下品牌优势突出、国际特色鲜明的投资银行，综合实力强，核心的投行与衍生品业务竞争优势明显。公司 ROE 多数年份高于上市券商整体，投行、衍生品、机构业务是核心驱动，近年来受港股市场波动以及 IPO 监管趋严影响，公司 ROE 有所波动。我们认为公司核心业务有望迎来复苏拐点，预计收入边际改善驱动利润高增。2025 年以来港股市场交易量活跃、IPO 景气度较高，公司海外投行收入或明显改善，跨境衍生品业务收入有望受益于客需增加而增长，境内 IPO 有所恢复利好投行复苏。中金财富品牌口碑优秀，买方投顾模式稳健发展，有望持续受益于低利率下居民存款向权益资产迁移。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 85/101/126 亿元，同比+49%/+20%/+24%，加权 ROE 8.2%/8.9%/10.2%，H 股股价对应 PE 为 11.7/9.8/1/7.9 倍，A 股对应 PE 为 21.7/18.2/14.7 倍。中金公司 H 股 ROE/PB7.4%高于可比公司，结合 AH 溢价率 82%高于可比公司的 34%，我们认为中金公司 H 股更具性价比，未来充分受益于港股流动性回升以及美联储降息带来的估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。

● 投行受益于港股高景气以及 A 股 IPO 边际改善，中金财富买方投顾模式领先

(1) 国际投行业务充分受益于港股高景气度，A 股 IPO 环境改善：2025 年 1-7 月港股市场景气度较高，公司港股保荐 IPO 项目数 16 单，市场份额 31%，承销规模 35 亿美元，市场份额 22%，均排名第一，往后看 AtoH 浪潮开启，看好公司海外投行收入增长。2025 年 6 月科创板创新层相关政策出台，重启未盈利企业上市，A 股 IPO 环境有望边际改善，看好境内投行业务复苏。**(2) 中金财富品牌口碑优秀，受益于居民存款搬家：**2025 年 7 月，公司买方投顾资产保有规模突破 1000 亿元，“中国 50”客户平均持有期达 2.5 年，远超行业平均水平；截至 2025 年 6 月末，“中国 50”私享专户超 90% 客户实现盈利，近半客户追加复购。在持续的低利率环境下，居民存款搬家趋势有望加速，公司买方投顾业务品牌优势突出，权益类客户基础良好，看好产品 AUM 增长带来的收入增长。

● 资本金业务投资收益率相对稳健，港股市场回暖或驱动跨境衍生品客需恢复

(1) 公司自营权益投资收益 2021 年达峰后有所回落，2022 股市下跌导致公司投行跟投的股票持仓以及一级股权的收益减少，2024 年收益下降主因衍生品业务受监管影响规模下降。(2) 自营权益资产包括交易性金融资产中的股票、基金以及其他权益工具投资。公司股票和基金持仓主要为衍生品对冲仓，2024 年 TPL 股票类资产的 85% 为衍生品对冲仓，基金及其他类资产 32% 为衍生品对冲仓。TPL 股票类资产剩余的 15% 约 108 亿预计为一级股权和科创板跟投的被动权益持仓，受股市波动影响；TPL 基金剩余部分包括公募 retis，一定程度受 REITS 市场影响。(3) 2024Q4 以来港股市场回暖，市场回暖或驱动跨境衍生品客需恢复，2024 年中金国际杠杆水平 6.6 倍已止跌（2020 年杠杆峰值 13 倍）。

● **风险提示：**国内股市波动；国际资本市场环境不确定性风险；监管政策风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,990	21,333	26,304	29,409	33,317
YOY(%)	-11.9	-7.2	23.3	11.8	13.3
净利润(百万元)	6,156	5,694	8,490	10,146	12,555
YOY(%)	-19.0	-7.5	49.1	19.5	23.7
毛利率(%)	30.8	32.1	38.2	40.8	44.6
净利率(%)	26.8	26.7	32.3	34.5	37.7
平均 ROE(%)	6.0	5.2	7.1	8.0	9.1
EPS(摊薄/元)	1.3	1.2	1.8	2.1	2.6
P/E(倍)	16.1	17.4	11.7	9.8	7.9
P/B(倍)	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、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

1 / 24

目 录

1、中央汇金旗下券商，国际化投行形象突出.....	4
2、投行、衍生品、机构业务是公司 ROE 核心驱动因素.....	7
3、市场环境改善，看好公司核心业务复苏.....	11
3.1、投资银行：国际化特点突出，港股市场高景气驱动投行收入改善.....	11
3.2、资本金业务：投资收益率稳健，跨境衍生品客需有望复苏.....	13
3.3、财富管理：中金财富品牌口碑优秀，50 系列产品客户体验良好.....	16
3.4、私募股权：手续费类收入稳健，一级市场回暖利好投资收益改善.....	18
4、盈利预测与估值.....	19
5、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1：中金公司国际化布局较早，境内外业务广泛覆盖.....	4
图 2：中金公司组织架构符合公司发展需要，治理效能卓越.....	6
图 3：中金公司 ROE 多数时间高于上市券商.....	8
图 4：中金公司杠杆水平高于上市券商.....	8
图 5：2023 年监管趋严，投行收入降幅较大；资本金业务收入体量在 2021 年达峰；2022 年以来机构佣金下降拖累经纪业务.....	8
图 6：中金国际杠杆 2021-2023 年快速下降，2024 年企稳回升；中金公司母公司杠杆 2021 年至今持续下降.....	8
图 7：2021 年以来中金公司与上市券商轻资本收入比例相近.....	9
图 8：2022 年以来中金公司自营投资收益率优于上市券商.....	9
图 9：中金公司业务及管理费用率高于上市券商.....	9
图 10：公司 2020 年净稳定资金率接近监管红线.....	10
图 11：公司 2022 年资本杠杆率 11.24%，近五年最低.....	10
图 12：2022 年金融资产体量下降，2023 年同比微增，2024 年有所增长.....	10
图 13：公司境外业务收入占比 25%，行业领先.....	11
图 14：分部报告口径，投行收入占比下降，财富管理占比提升.....	11
图 15：2023 年 IPO 监管趋严导致投行收入下降明显.....	12
图 16：海外投行收入占比在 2-4 成.....	12
图 17：公司 2023 年以来规模和项目数下降.....	12
图 18：公司 2022、2023 年港股 IPO 承压.....	12
图 19：债券承销规模稳健增长.....	12
图 20：跨境并购业务 2023、2024 年有所回暖.....	12
图 21：2022 年以来公司自营投资收益体量相对稳定.....	13
图 22：收益率相对稳定，规模增速放缓.....	13
图 23：2024 年自营权益投资收益同比下降.....	14
图 24：2024 年监管趋严导致规模下降，收益率相对稳定.....	14
图 25：2020 年衍生品名义本金明显增长，品类丰富.....	15
图 26：2024 年权益衍生金融工具名义本金规模有所下降.....	15
图 27：公司非权益类自营投资收益率表现相对稳健.....	15
图 28：交易性金融资产结构来看，2024 年债券增长较多.....	15

图 29: 财富管理客户规模快速增长, 2024 年末近 850 万	16
图 30: 2024 年末客户资产总值 3.18 万亿	16
图 31: 公司打造“中国 50 计划”产品池	17
图 32: 公司提供多种投资策略, 满足客户个性化需求	17
图 33: 买方投顾转型深化, 代销收入和财富管理性质的资管收入增长明显	17
图 34: 产品 AUM 持续增长, 买方投顾 AUM 破 1000 亿	17
图 35: 2023 年起私募业务投资收益下降, 手续费及佣金收入保持稳健	18
图 36: 2024 年末私募在管规模 4576 亿元, 同比+14%, 行业领先	18
表 1: 中央汇金为公司实控人, 持股比例为 40.11%	4
表 2: 公司设置“管理委员会”作为专门经营管理层, 保障集体决策的同时提高管理效率	5
表 3: 中央汇金拥有 8 张券商牌照	6
表 4: 中金公司通过全资子公司实现业务多元化覆盖	7
表 5: 2024 年交易性金融资产结构: 85%股票、32%基金及其他为衍生品对冲仓	14
表 6: 公司通过多维度优势全面构筑行业壁垒, 深化买方投顾转型	17
表 7: 预计 2025-2027 年归母净利润 85/101/126 亿元, 同比+49%/+20%/+24%, 加权 ROE 8.2%/8.9%/10.2%	19
表 8: 中金公司港股 PE 短期高于可比公司平均	20
表 9: 中金公司港股 ROE 低于可比公司, PB 低于可比公司, ROE/PB 高于可比公司	20

1、中央汇金旗下券商，国际化投行形象突出

中央汇金旗下券商，国际化投行形象突出。截至 2025 年 Q1，中金公司的控股股东中央汇金持股比例为 40.11%。发展历程来看，中国国际金融股份有限公司于 1995 年 7 月 31 日成立，发起人为前中国人民建设银行、摩根士丹利国际公司、中国经济技术投资担保公司、新加坡政府投资公司和名力集团，是中国首家中外合资的投资银行。2010 年公司控股股东转为中央汇金。2015 年 11 月，公司港股上市，2020 年 11 月，公司在上交所上市 A 股。中金公司在境内拥有包括中金财富证券、中金资本运营等多家子公司，国际布局方面，公司建立了覆盖中国香港、纽约、伦敦、新加坡、法兰克福、东京、越南、迪拜在内的国际网络。近年来，公司致力于提高核心竞争力、加速创新业务的投入、深化境外业务的全面发展，力图实现均衡发展的主营业务结构，成为一家业务全面、结构合理、具有全球影响力的世界级金融机构。

图1：中金公司国际化布局较早，境内外业务广泛覆盖



资料来源：公司官网、开源证券研究所

表1：中央汇金为公司实控人，持股比例为 40.11%

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	中央汇金投资有限责任公司	40.11
2	香港中央结算（代理人）有限公司	39.42
3	香港中央结算有限公司（陆股通）	1.03
4	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.41
5	中国投融资担保股份有限公司	0.41
6	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	0.39
7	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.34
8	易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	0.28
9	国寿资产-乾元优势甄选 2374 资产管理产品	0.23
10	国寿资产-乾元优势甄选 2373 资产管理产品	0.23
合计		82.85

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2025 年一季度

董事长根植汇金，公司治理效能卓越。公司高管团队大多来自知名的境内外金融机构，董事长陈亮在汇金系券商任高管多年，对于境内外资本市场及证券行业有着深刻理解。陈亮曾于2014年12月至2019年5月任申万宏源集团股份有限公司党委委员、总经理及申万宏源证券有限公司党委委员，于2015年8月至2019年5月任申万宏源西部证券有限公司执行董事、党委书记，于2019年6月至2023年10月任中国银河证券股份有限公司、总裁、副董事长、董事长，于2023年11月入职中金公司。

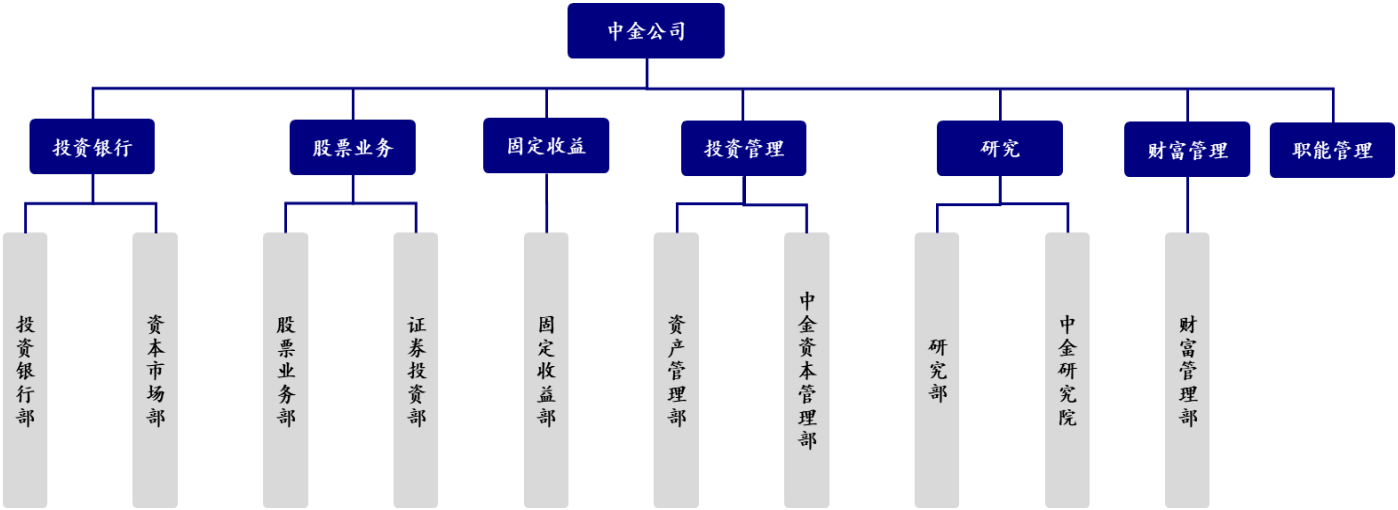
表2：公司设置“管理委员会”作为专门经营管理层，保障集体决策的同时提高管理效率

姓名	职位	从业经历
陈亮	董事长；执行董事；管理委员会主席	曾任新疆宏源信托投资股份有限公司计算机部主任、证券部副总经理兼文艺路证券营业部经理、证券业务总部副总经理；宏源证券股份有限公司乌鲁木齐业务总部总经理、总经理助理、新疆营销经纪中心总经理、经纪业务总部总经理；宏源证券股份有限公司副总经理、宏源期货有限公司董事长；申万宏源集团股份有限公司党委委员、总经理；申万宏源证券有限公司党委委员；申万宏源西部证券有限公司执行董事、党委书记；中国银河证券股份有限公司、总裁、副董事长、董事长。2023年加入中金公司任董事长、党委书记、管理委员会主席。
张克均	党委委员；纪委书记；管理委员会成员	曾任兴业银行厦门分行部门经理、支行副行长；申万宏源证券有限公司分公司副总经理、总部部门总经理、总经理助理；申万宏源集团股份公司和申万宏源证券有限公司党委委员、纪委书记。2021年起任公司党委委员、纪委书记并获委任为公司管理委员会成员。
徐翌成	党委委员；管理委员会成员	2000年1月加入公司投资银行部，曾任董事总经理、总裁助理、董事会秘书、战略发展部负责人、综合办公室负责人、资产管理部负责人。2019年起任公司党委委员，2023年获委任为公司管理委员会成员。
王建力	党委委员；中金财富证券执委会主任、总裁；管理委员会成员	曾任中金财富证券广东分公司总经理、客群发展部落负责人、总裁助理、交易运行部总经理、经纪业务总部总经理、营销服务总部总经理、市场部总经理、产品中心总经理、财富管理部总经理；中国建银投资证券有限责任公司经纪业务总部副总经理、市场部总经理、广州水荫路营业部总经理；南方证券股份有限公司广州、济南管理总部副总经理、人力资源部总经理助理。2022年起任公司党委委员，2023年获委任为公司管理委员会成员、中金财富证券执行委员会主任、总裁。
王曙光	党委委员；管理委员会成员	1998年加入公司投资银行部，曾任公司成长企业投资银行部负责人、中金资本管理部联席负责人、投资银行部负责人，2010年1月成为董事总经理。2022年起任公司党委委员，2023年获委任为公司管理委员会成员。
杜鹏飞	党委委员；党委组织部部长；人力资源部负责人；管理委员会成员	曾任中国建银投资有限责任公司党委组织部部长、人力资源部总经理；建投控股有限责任公司党委委员、监事长；建投华文投资有限责任公司党委书记、董事长；建投投资有限责任公司党委书记、董事长；中国建银投资有限责任公司执委会成员；中国银河证券股份有限公司执行委员会委员、业务总监、董事会秘书、党委组织部部长、人力资源部总经理、党校办公室主任；银河金汇证券资产管理有限公司董事长。2023年加入公司任党委委员、管理委员会成员兼党委组织部部长、人力资源部负责人。
梁东擎	党委委员；执委会委员；副总裁；工会主席兼产品与解决方案部负责人；管理委员会成员	2008年加入公司研究部，曾任公司财富研究部负责人、财富服务中心联席执行负责人；中投证券投资有限公司总经理、董事长，中金财富产品中心总经理等职务。2024年起任公司管理委员会成员、党委委员，现任中国中金财富证券有限公司（以下简称“中金财富”）党委委员、执委会委员、副总裁、工会主席兼产品与解决方案部落负责人，中金财富期货有限公司董事。
胡长生	管理委员会成员	曾任证监会政策研究室综合处副处长、规划发展委员会委员、机构监管部调研员、深圳专员办处长；汇金资本市场部副主任、主任；汇金非银行部资深业务主管、资本市场处主任；中国银河证券股份有限公司董事、副董事长及代理总裁；中国银河金融控股有限责任公司董事；中国光大实业（集团）有限责任公司董事；中信建投证券股份有限公司副董事长；中投长春创业投资基金管

姓名	职位	从业经历
		理有限公司董事长；中投瑞石投资管理有限责任公司董事长；中金财富证券董事、副董事长、总裁、执委会副主任、执委会主任；中金基金管理有限公司董事长。2017 年起获委任为公司管理委员会成员。
孙男	中金财富证券监事长； 董事会秘书；管理委员会成员	2003 年加入公司投资银行部，曾任投资银行全球并购业务负责人、投资银行保荐业务负责人、投资银行业务委员会成员、投资银行运营团队成员、战略研究部负责人、综合办公室负责人、战略发展部负责人、监事会办公室负责人、资产管理部负责人。2024 年获委任为公司管理委员会成员，2023 年获委任为中金财富证券监事长，2020 年起获委任为公司董事会秘书。
张逢伟	首席风险官；风险管理部负责人	曾任 STONE Group 程序员及网络工程师，Bank One N.A.北京分行助理副总裁；2004 年加入公司，曾任运作部高级经理、风险管理部副总经理、董事总经理及风险管理部执行负责人；2011 年任公司联营企业浙商金汇信托股份有限公司首席风险官。2017 年起获委任为本公司首席风险官及风险管理部负责人。
程龙	首席信息官；信息技术部负责人	曾任中泰证券股份有限公司首席信息官、金融科技委员会主任、财富管理委员会副主任兼互联网金融部总经理；东兴证券股份有限公司首席信息官；中信证券股份有限公司首席架构师、信息技术总监、PMO 负责人；IBM SOA 中国设计中心、IBM 中国研究院金融市场解决方案负责人、高级研究员。2021 年加入公司，获委任为公司首席信息官，2021 年 3 月至 2024 年 10 月任公司信息部负责人。
周佳兴	合规总监；法律合规部负责人	曾任香港伟凯律师事务所、香港司力达律师事务所律师。2009 年加入公司法律部，2016 年成为董事总经理，2017 年起获委任为中国国际金融（香港）有限公司香港地区法律负责人。2021 年 12 月起获委任为公司合规总监，2021 年 11 月起获委任为公司法律合规部负责人。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：中金公司组织架构符合公司发展需要，治理效能卓越



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：中央汇金拥有 8 张券商牌照

序号	公司名称	中央汇金持股比例（%）
1	中国国际金融股份有限公司	40.11
2	中信建投证券股份有限公司	30.76
3	申万宏源证券有限公司	48.93
4	中国银河证券股份有限公司	48.20
5	光大证券股份有限公司	48.70

序号	公司名称	中央汇金持股比例（%）
6	长城国瑞证券有限公司	67.00
7	信达证券股份有限公司	78.67
8	东兴证券股份有限公司	45.00

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：截至 2025 年一季度

中金公司通过其全资子公司实现全球业务多元化覆盖，子公司布局支撑其综合投行服务能力。公司境内以中金财富、中金资本、中金基金、中金期货等为核心开展各项业务，境外业务则通过子公司中金国际（境外投资控股公司）的若干子公司开展业务。

表4：中金公司通过全资子公司实现业务多元化覆盖

序号	公司名称	主营业务	持股比例（%）
1	中金浦成投资有限公司	另类投资业务	100.00
2	中金基金管理有限公司	公开募集证券投资基金	100.00
3	中金期货有限公司	商品期货经纪	100.00
4	中国国际金融（国际）有限公司	控股公司服务	100.00
5	中金资本运营有限公司	私募股权投资基金业务	100.00
6	中国中金财富证券有限公司	资产管理	100.00
7	中金私募股权投资管理有限公司	私募股权投资基金业务	100.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

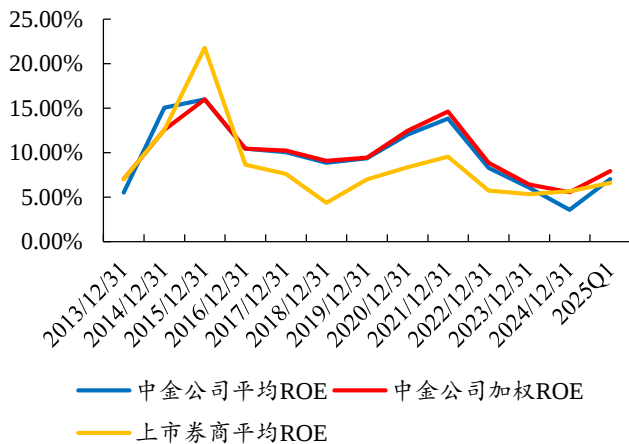
注：上述数据截至 2024 年末

2、投行、衍生品、机构业务是公司 ROE 核心驱动因素

杠杆驱动盈利能力优于上市券商，资本使用效率高，资产配置风险中性，支撑维持高杠杆。2013 年至今，中金公司 ROE 水平多数时间高于上市券商整体，核心是杠杆水平高于上市券商，反映公司资本使用效率较高，资产配置主要为满足客户需求并通过对冲保持整体资产风险中性，自营投资收益率相对稳健，支撑了较高杠杆水平。2023、2024 年 ROE 下降较多主因公司核心业务（投行、衍生品、机构业务）受监管趋严以及市场环境波动影响而下降，杠杆随之下降。

投行+衍生品+机构业务的兴衰是公司 ROE 变化核心。（1）公司 2017 年完成收购中投证券，实现了扩表和零售资源提升；2020 年实现 A 股上市，公司用资能力优秀，再融资后杠杆水平仍然保持快速增长，实现 ROE 跃升，2020-2021 年 ROE12%/14% 领跑行业，投行+场外衍生品+机构业务驱动 ROE 增长。（2）2022 年之后机构交易活跃度下降，机构业务手续费收入承压，衍生品业务监管趋严，全球资本市场不确定性提升，风险防控的基调下，公司杠杆水平有所下降，2023 年 IPO 收紧导致公司投行收入快速下降，进一步拖累 ROE 水平。

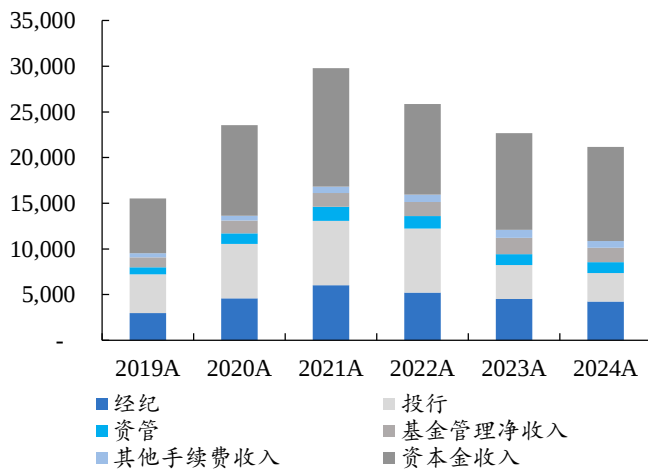
图3：中金公司 ROE 多数时间高于上市券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述 ROE 已年化处理，ROE=归母净利润/期初期末平均归母净资产；加权 ROE 剔除了永续债影响，2020 年起公司发行的高息永续债摊薄了平均 ROE，未来低息置换将使得平均 ROE 回升

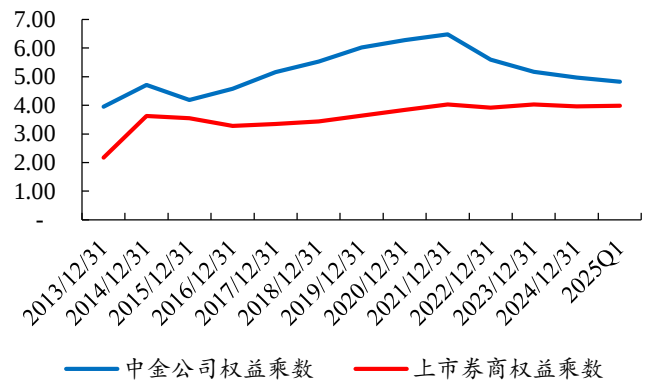
图5：2023 年监管趋严，投行收入降幅较大；资本金业务收入体量在 2021 年达峰；2022 年以来机构佣金下降拖累经纪业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：资本金收入包括投资收益（不含对联营企业和合营企业投资收益）、公允价值变动损益、利息净收入、汇兑损益

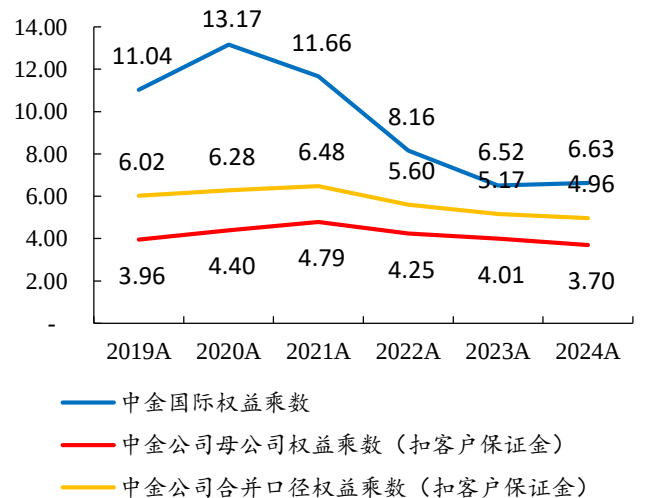
图4：中金公司杠杆水平高于上市券商



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-客户保证金）/归母净资产

图6：中金国际杠杆 2021-2023 年快速下降，2024 年企稳回升；中金公司母公司杠杆 2021 年至今持续下降

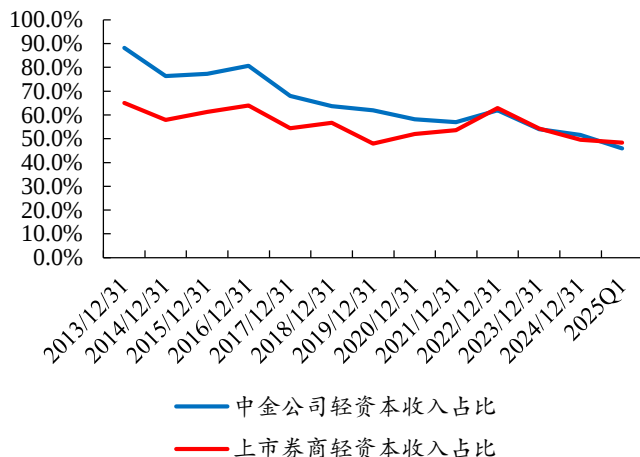


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-客户保证金）/归母净资产

重资本化明显，自营投资收益率稳健。公司资本金业务收入占比提升，投行等轻资本收入占比下降，呈现出一定的重资本化趋势。与上市券商整体相比，公司自营投资收益率整体表现稳健，2022 年以来优于上市券商。公司业务及管理费用率相对较高，公司人员薪酬水平高于同业。

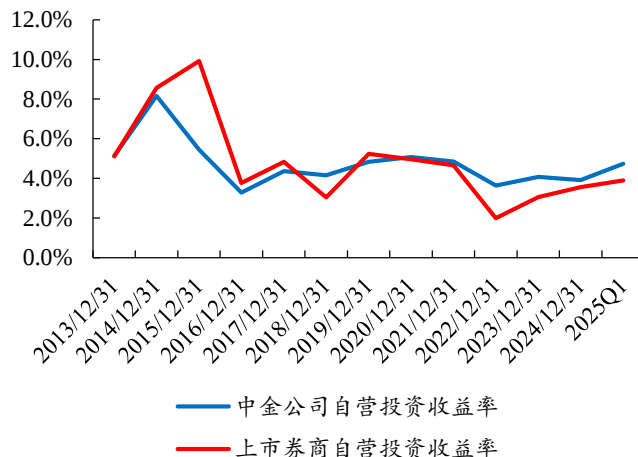
图7：2021 年以来中金公司与上市券商轻资本收入比例相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：轻资本收入占比=1-重资本业务收入占比；重资本业务收入占比=（投资收益+公允价值变动损益+利息净收入）/调整后营收；调整后营收=营业收入-其他业务成本

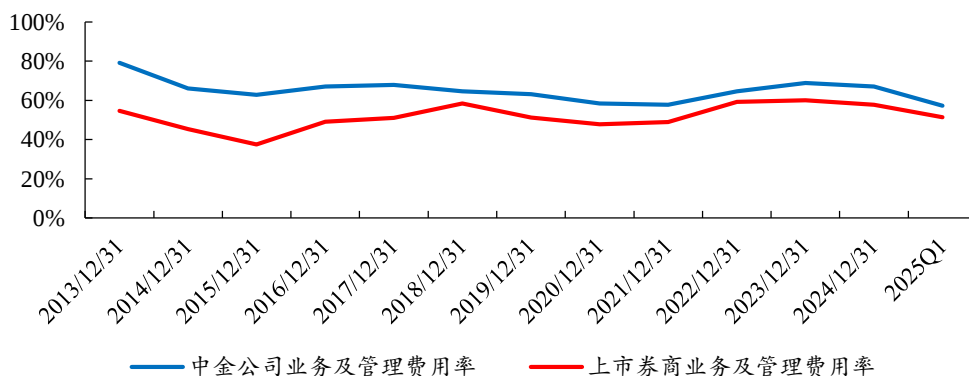
图8：2022 年以来中金公司自营投资收益率优于上市券商



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：自营投资收益=投资净收益-对联营、合营企业的投资收益+公允价值变动损益；自营投资收益率=自营投资收益/（期初自营投资资产规模+期末自营投资资产规模）*2，自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+可供出售金融资产+持有至到期投资+衍生金融资产，下同

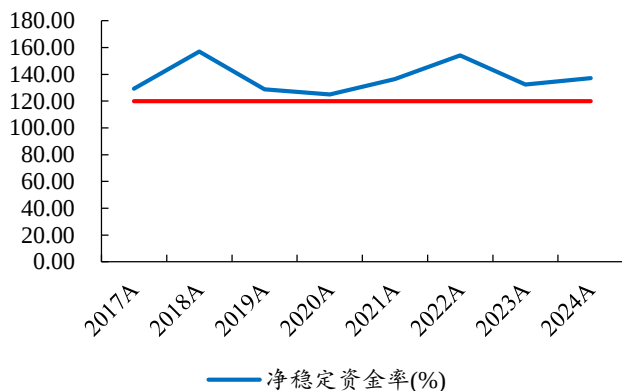
图9：中金公司业务及管理费用率高于上市券商



数据来源：公司公告、开源证券研究所

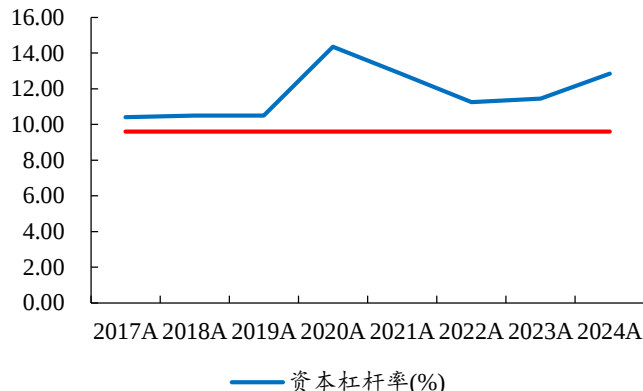
公司券商风控指标距离监管预警线仍有较大空间。历史来看，公司净稳定资金率和资本杠杆率出现过相对紧张的情形，2020 年净稳定资金率 125%距离监管预警线 120%，2022 年资本杠杆率达到近 5 年最低值 11.24%（监管预警线 9.6%）。公司 2022 年 9 月发布配股预案，后续因券商再融资收紧而终止。

图10：公司 2020 年净稳定资金率接近监管红线



数据来源：公司公告、开源证券研究所

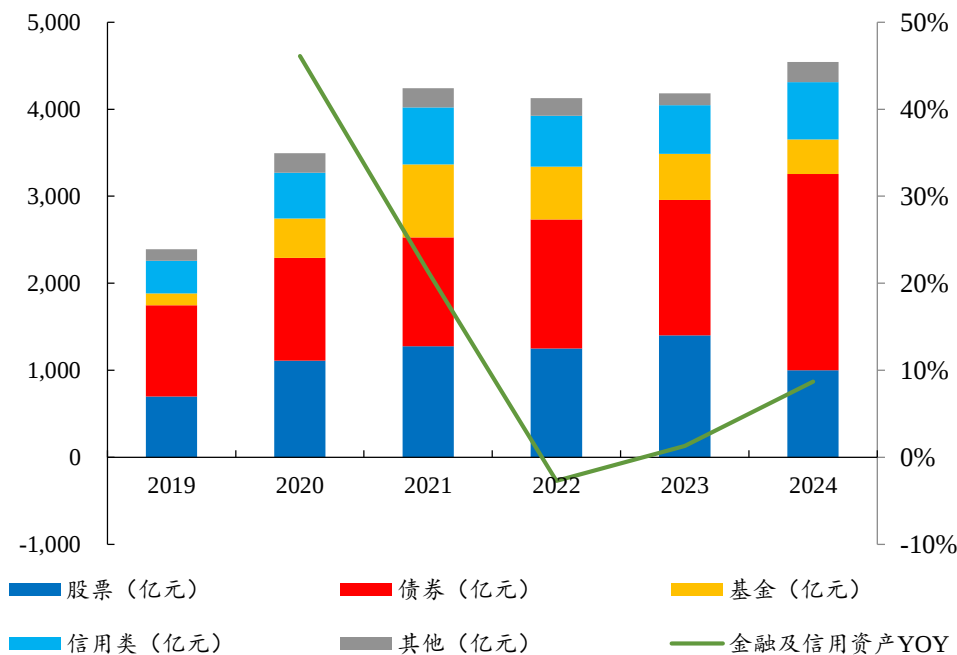
图11：公司 2022 年资本杠杆率 11.24%，近五年最低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

金融资产配置结构均衡多元，2024 年债券占比有一定提升，股票类资产减少较多。2024 年公司股票/债券/基金/信用/其他资产分别占比 22%/50%/9%/15%/5%，较 2023 年分别-11/+12/-4/+1/+2 个百分点，公司资产资产配置相对均衡多元。(1) 2020、2021 年公司资产增速较高，核心是衍生品业务以及投行跟投业务驱动的资产体量快速增长。具体来看，2020 年、2021 年股票类与基金类资产快速增长，主要因为市场景气度较高，客需旺盛驱动公司衍生品业务快速发展，股票与基金资产作为衍生品业务对冲仓而快速增长；同时科创板 IPO 数量高增，公司投行跟投带来较多被动的股票持仓。(2) 2022 年股市下跌，公司用于衍生品业务对冲仓的股票和基金规模下降拖累整体资产增长。2023 年基金规模有所下降主因持有的 REITS 估值下降。2024 年债牛环境下，公司债券资产体量增长，股票和基金体量下降主因衍生品监管趋严。

图12：2022 年金融资产体量下降，2023 年同比微增，2024 年有所增长



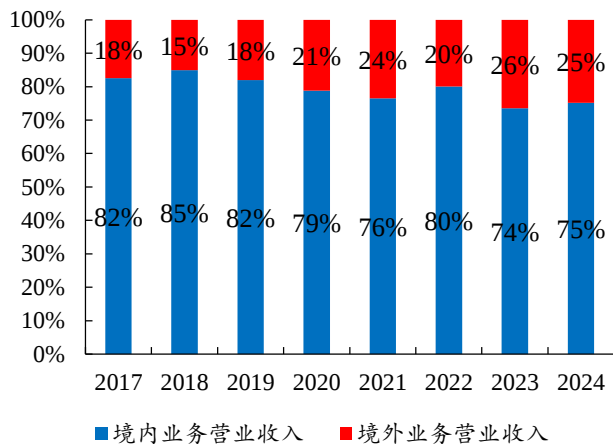
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：(1) 金融及信用类资产包括金融投资、融出资金、买入返售金融资产、衍生金融资产；(2)

股票为交易性金融资产中的股票；债券为交易性金融资产中的债券+其他债权投资；基金为交易性金融资产中的基金和其他权益工具投资；信用类包括融出资金及买入返售金融资产；其他为交易性金融资产中的其他+衍生金融资产

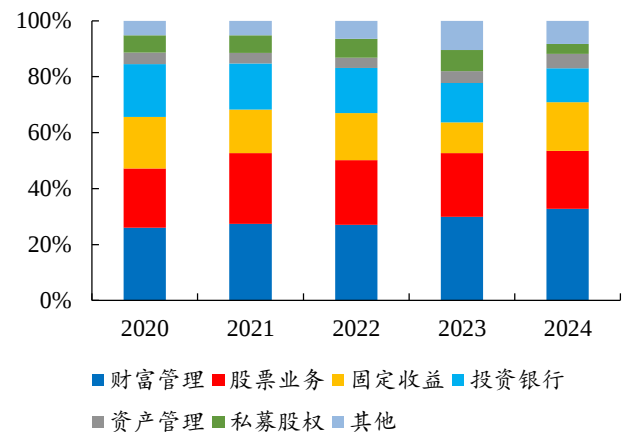
境外收入占比 25%行业领先, 投行收入占比有所下降。公司国际投行品牌优势较强, 2024 年境外业务收入占比 25%, 行业领先。收入结构来看, 2024 年公司财富管理/股票业务/固定收益/投资银行/资产管理/私募股权业务占比 33%/21%/17%/12%/5%/4%, 相较 2020 年有较大变化, 主要体现为 (1) 受一级市场监管趋严影响, 公司投行和私募资管收入占比下降; (2) 随着财富管理转型深化, 公司财富管理收入占比持续提升; (3) 股票业务和固定收益业务受市场波动影响较大, 2024 年固定收益受益于债牛占比有所提升, 股票业务受衍生品监管趋严影响占比有一定下降。

图13: 公司境外业务收入占比 25%, 行业领先



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 分部报告口径, 投行收入占比下降, 财富管理占比提升



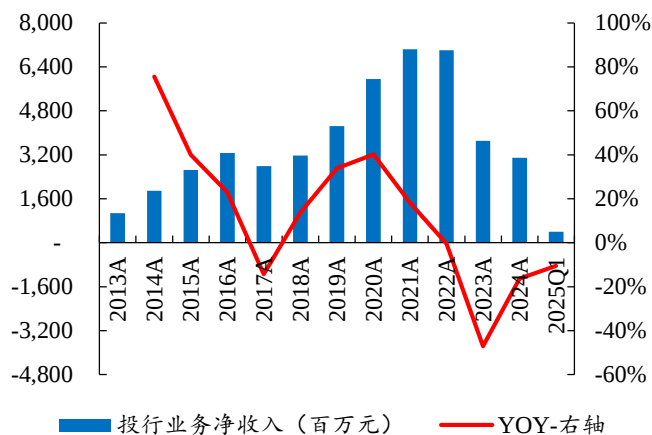
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、市场环境改善, 看好公司核心业务复苏

3.1、投资银行: 国际化特点突出, 港股市场高景气驱动投行收入改善

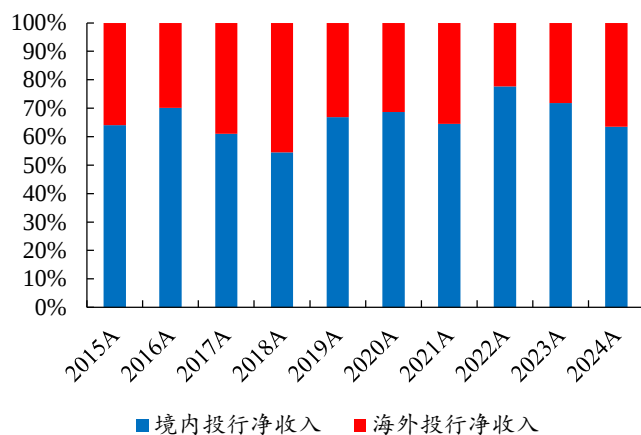
A 股 IPO 环境有望边际改善, 国际投行业务充分受益于港股高景气度。(1) 境内投行业务: 2023 年起监管统筹一二级市场平衡, 优化 IPO、再融资监管安排, 一级市场股权融资规模下降明显, 公司境内投行收入受此影响而下降明显。2025 年以来二级市场市场高质量发展, 2025 年 6 月 18 日, 证监会加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施, 发布实施《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》, 重启未盈利企业上市, A 股 IPO 环境有望边际改善。(2) 公司国际投行品牌优势突出, 2023 年至 2025 年 7 月末, 公司累计保荐 56 单港股 IPO, 市场份额约 30%, 行业排名第一。2025 年 1-7 月港股市场景气度较高, 公司港股保荐 IPO 项目数 16 单, 市场份额 31%, 承销规模 35 亿美元, 市场份额 22%, 均排名第一。港股 IPO 前五大项目保荐三单, 承销比例超 50%的保荐项目 11 单。

图15：2023 年 IPO 监管趋严导致投行收入下降明显



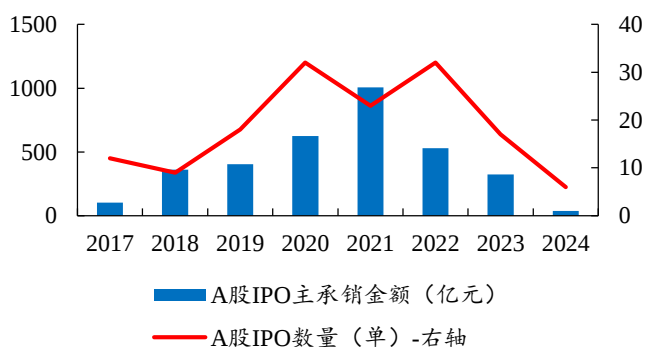
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：海外投行收入占比在 2-4 成



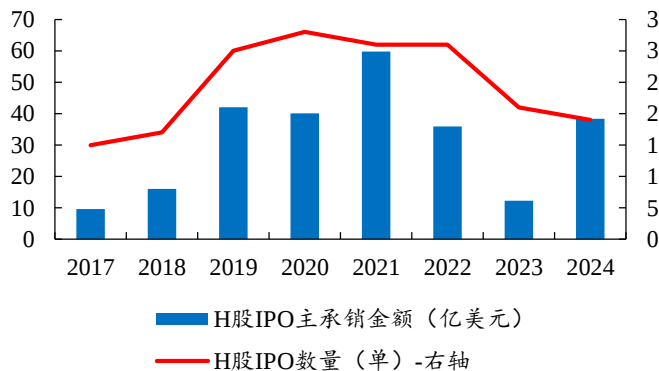
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司 2023 年以来规模和项目数下降



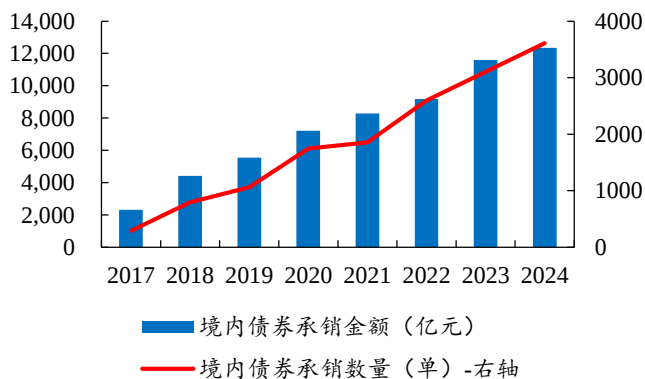
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司 2022、2023 年港股 IPO 承压



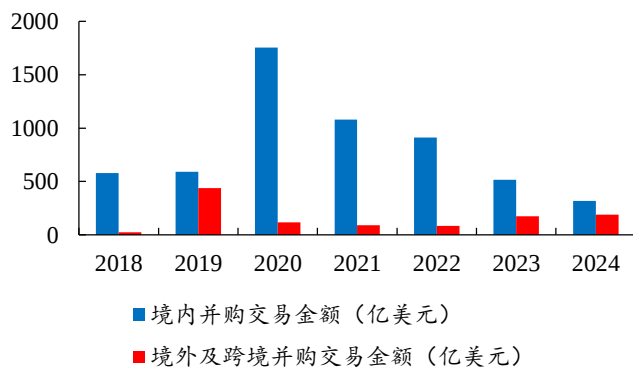
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：债券承销规模稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：跨境并购业务 2023、2024 年有所回暖



数据来源：公司公告、开源证券研究所

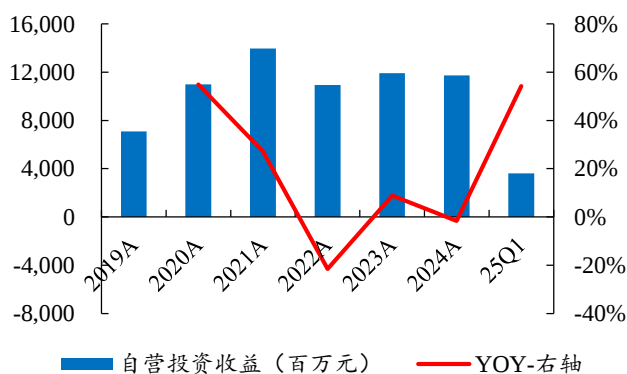
3.2、资本金业务：投资收益率稳健，跨境衍生品客需有望复苏

资产规模增速放缓导致自营投资收益增速放缓，收益率相对稳健。2022 年以来公司自营投资收益体量相对稳定，整体的投资收益率相对稳健，近年来自营投资收益增速放缓主因业务规模增长放缓导致。

自营权益收益率相对稳健，港股市场回暖或驱动跨境衍生品客需恢复。(1) 公司自营权益投资收益 2021 年达峰后有所回落，波动受多种因素影响，2022 股市下跌导致公司投行跟投的股票持仓以及一级股权的收益减少，2024 年收益下降主因衍生品业务受监管影响规模下降。(2) 公司自营权益收益率相对稳健，反映公司衍生品业务能力优秀。(3) 自营权益资产包括交易性金融资产中的股票、基金以及其他权益工具投资。公司股票和基金持仓主要为衍生品对冲仓，2024 年 TPL 股票类资产的 85% 为衍生品对冲仓，基金及其他类资产 32% 为衍生品对冲仓。TPL 股票类资产剩余的 15% 约 108 亿预计为一级股权和科创板跟投的被动权益持仓，受股市波动影响；TPL 基金剩余部分包括公募 retis，一定程度受 REITS 市场影响。其他权益工具由 2023 年的 0 增长至 2024 年末的 79 亿，主要为非交易目的持有的公募 REITs 和股票投资。

(4) 场外衍生品业务监管严格：2023 年 DMA 产品暂停新增，2024 年 4 月末，头部券商场外衍生品业务部门陆续接到通知，要求限制雪球产品的新增，以控制产品净敞口，衍生品业务监管趋严。**(5) 港股市场回暖或驱动跨境衍生品客需恢复：**2024 年中金国际杠杆水平止跌，2025 年以来港股市场景气度较高，客需有望回暖进而驱动公司跨境衍生品业务规模增长。**(6) 非权益类自营以债券为主，2024 年规模增长较多，收益率相对稳健。**

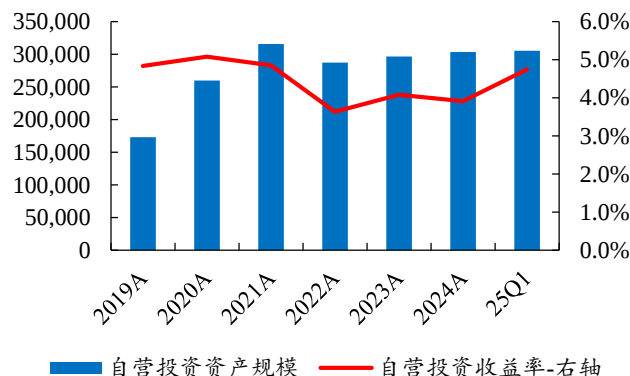
图21：2022 年以来公司自营投资收益体量相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益=投资净收益+公允价值变动损益-联合合营投资收益+汇兑净损益

图22：收益率相对稳健，规模增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

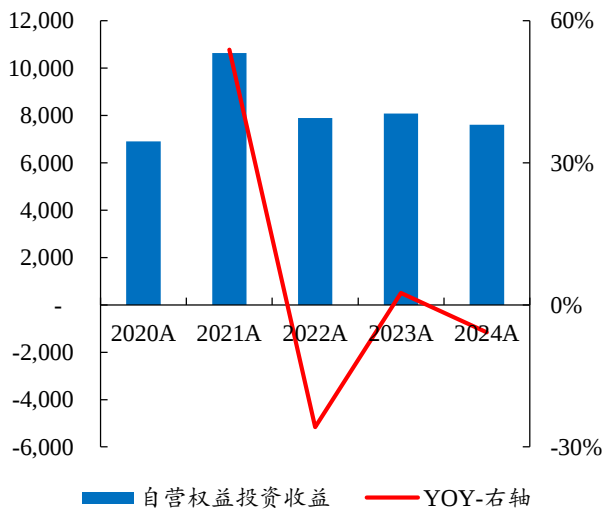
注：自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产；自营投资收益率=自营投资收益/平均自营投资规模

表5：2024 年交易性金融资产结构：85%股票、32%基金及其他为衍生品对冲仓

单位：亿元	2023 年	2024 年	YOY
股票 / 股权			
衍生品对冲持仓	1,224.37	854.79	-30.19%
合并结构化主体项下金融资产	32.97	38.87	17.90%
直接持有的股票/股权	143.71	107.81	-24.98%
小计	1,401.05	1,001.47	-28.52%
债券			
合并结构化主体项下金融资产	117.28	109.40	-6.72%
直接持有的债券	784.16	1,295.96	65.27%
小计	901.44	1,405.36	55.90%
基金及其他			
衍生品对冲持仓	83.78	123.66	47.59%
合并结构化主体项下金融资产	46.26	25.09	-45.75%
直接持有的基金及其他	414.29	234.17	-43.48%
小计	544.33	382.92	-29.65%
合计	2,846.81	2,789.75	-2.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

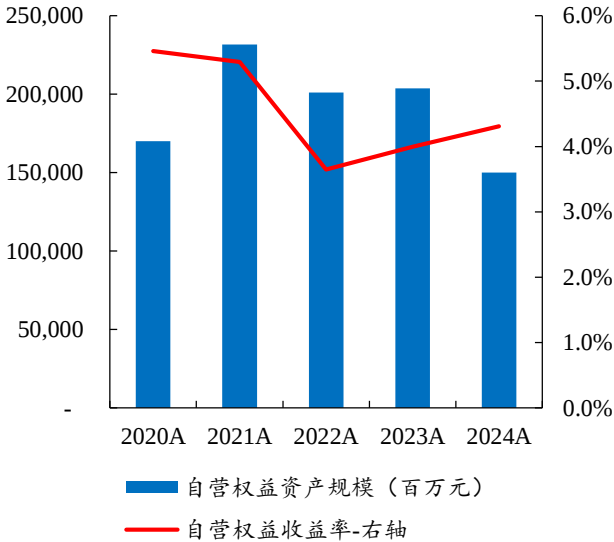
图23：2024 年自营权益投资收益同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营权益投资收益=持有其他权益工具投资的收益+权益类与其他类的投资收益与公允价值变动损益+汇兑净损益

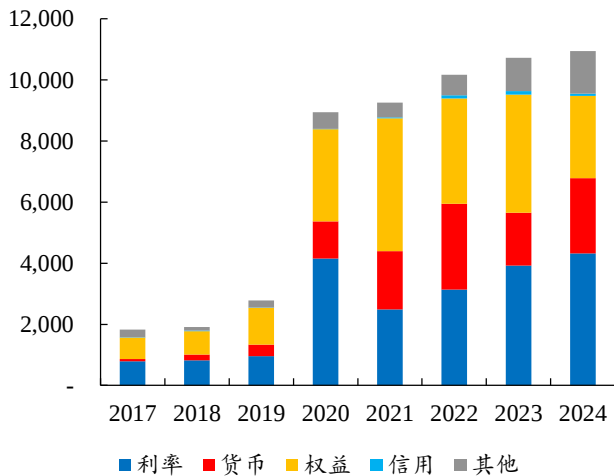
图24：2024 年监管趋严导致规模下降，收益率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

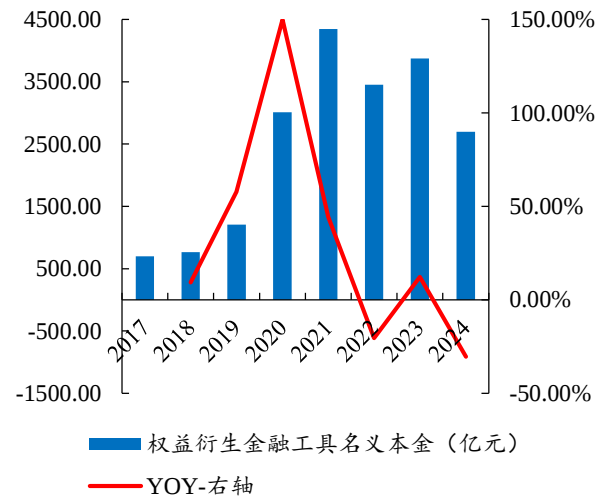
注：（1）自营权益规模=交易性金融资产的股票、基金+其他权益工具投资+衍生金融资产；（2）自营权益投资收益率=自营权益投资收益/期初期末平均的自营权益资产规模；（3）交易性金融资产股票类包括衍生品对冲仓与直接持有的股票股权；基金类包括指数基金对冲仓与直接持有的基金。

图25：2020 年衍生品名义本金明显增长，品类丰富



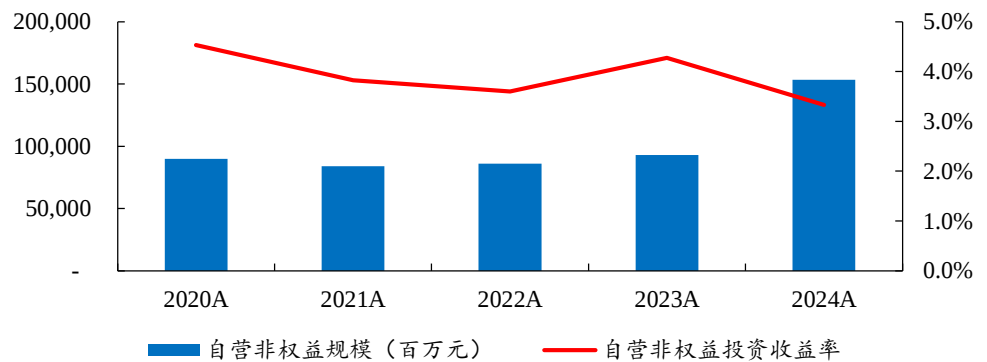
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2024 年权益衍生金融工具名义本金规模有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：公司非权益类自营投资收益率表现相对稳健

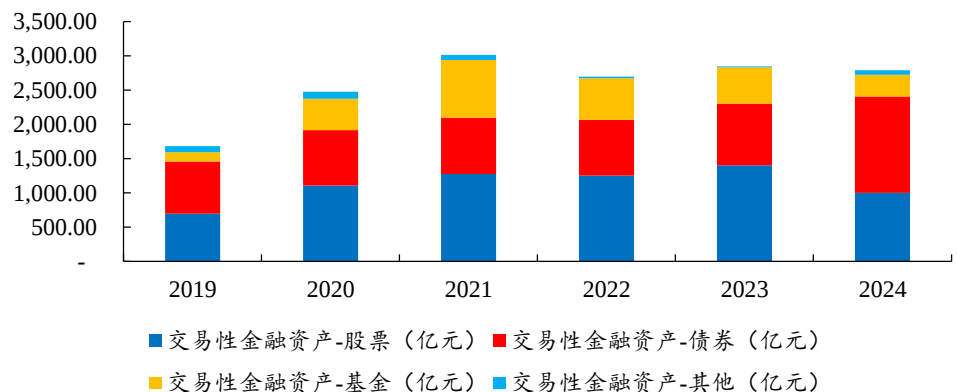


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：自营非权益规模=交易性金融资产的债券类与其他类资产

自营非权益收益率=（投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益-自营权益投资收益）/期初期末平均的自营非权益规模

图28：交易性金融资产结构来看，2024 年债券增长较多



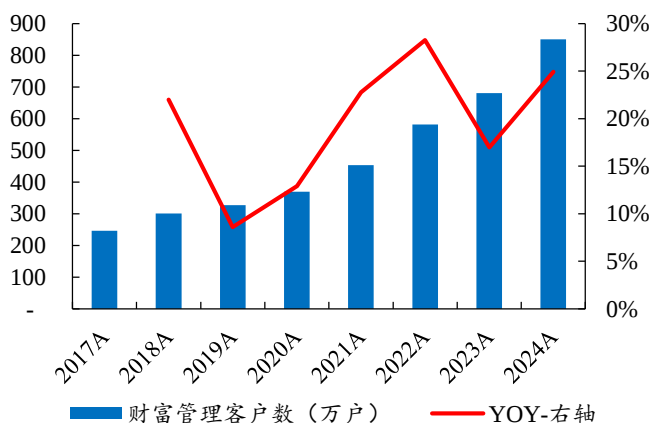
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、财富管理：中金财富品牌口碑优秀，50 系列产品客户体验良好

整合中投证券，打造“中金财富”品牌。2017 年 3 月中金公司完成收购中投证券，补强自身零售客户以及相关服务能力，2019 年 8 月中投证券更名为中金财富证券。2019 年 10 月 18 日，中金公司在深圳举行品牌发布会，宣布“中金财富”作为统一财富管理品牌启用，整合原中金财富管理业务与中投证券资源。

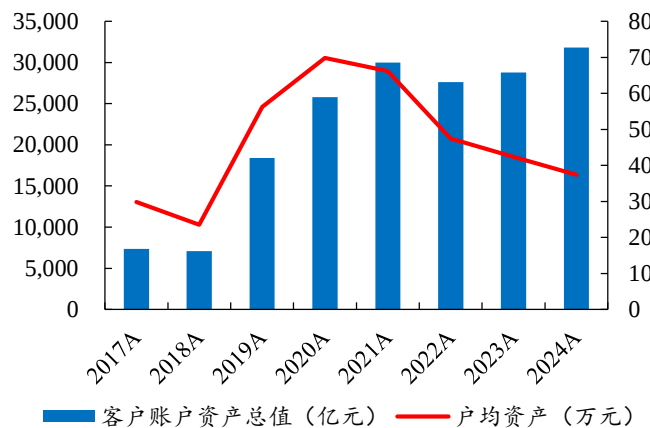
客户体量持续增长，买方投顾转型深化。公司通过买方投顾和资产配置助力居民“长钱长投”和降低短期波动。通过资产配置，产品规模连续五年正增长，增长至近 3,700 亿元。2024 年末中金公司财富管理总客户数近 850 万户，客户账户资产总值 3.18 万亿元。公司高净值客户占比相对同业较高，且客户权益属性较强，未来有望受益于股市回暖带来的居民存款搬家，财富管理产品代销收入以及投顾收入有望实现增长。

图29：财富管理客户规模快速增长，2024 年末近 850 万



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2024 年末客户资产总值 3.18 万亿

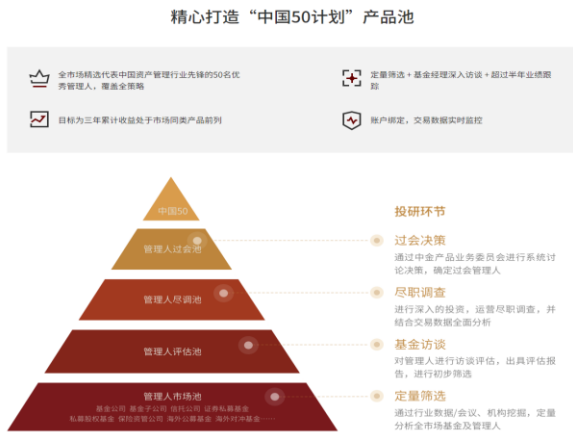


数据来源：公司公告、开源证券研究所

打造 50 系列产品，客户持有期远超行业平均水平，9 成盈利和近半客户复购。(1) 2025 年 7 月，公司买方投顾资产保有规模突破 1000 亿元。中金财富面向多元化客群推出“中国 50”、“微 50”、“公募 50”、“ETF50”等多种服务模式。(2) “中国 50”客户平均持有期达 2.5 年，远超行业平均水平；截至 2025 年 6 月末，“中国 50”私享专户超 90%客户实现盈利，近半客户追加复购；“公募 50”在经历 2024 年低迷震荡行情后，保有规模仍稳步增长并跨越百亿台阶，稳居行业前列；“ETF50”截至 2025 年 6 月累计签约客户超 6.3 万人次，签约客户 ETF 保有规模较同比+291%。

AUM 驱动收入稳健增长，买方投顾特点突出。在持续的低利率环境下，居民存款搬家趋势有望加速，公司买方投顾业务品牌优势突出、权益类客户基础良好，看好产品 AUM 增长带来的收入增长。财富管理业务收入结构来看，公司代销收入占比高于同业，体现出买方投顾特点，同时买方投顾收费模式核心转变是基于 AUM 进行收费，该模式做到了与客户利益绑定，财富管理性质的资管收入已初具规模，看好 AUM 成长空间。

图31：公司打造“中国50计划”产品池



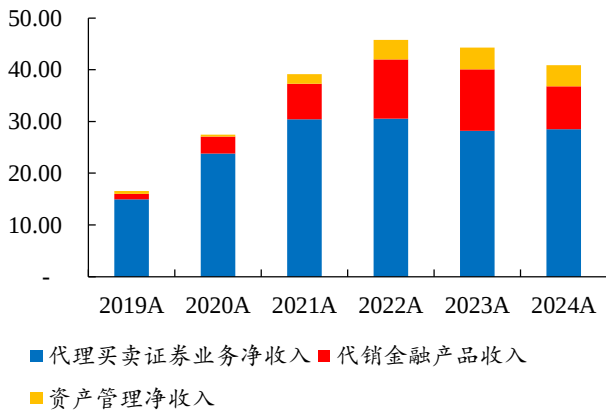
资料来源：公司官网

图32：公司提供多种投资策略，满足客户个性化需求



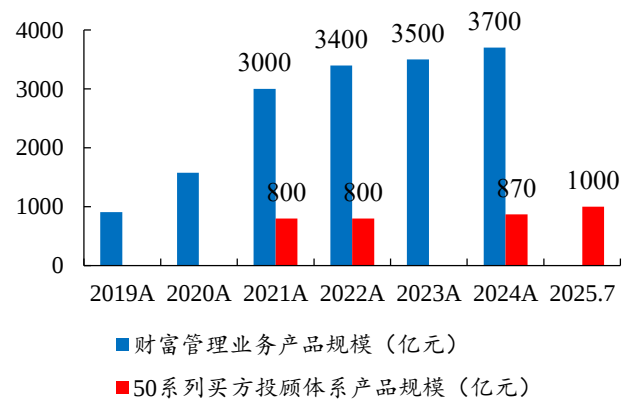
资料来源：公司官网

图33：买方投顾转型深化，代销收入和财富管理性质的资管收入增长明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：产品 AUM 持续增长，买方投顾 AUM 破 1000 亿



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：公司通过多维度优势全面构筑行业壁垒，深化买方投顾转型

维度	优势
服务立场	重视 AUM 的增长，与客户利益一致，真正以买方立场为客户提供服务。
研究能力	CIO、研究部具有强大研究资源，覆盖宏观经济、市场策略、行业、公司的全领域研究体系。
科技赋能	自研 RITAS 买方投顾数字化平台、FTS 极速交易平台、券结系统、PB 系统及算法服务。
资源壁垒	中金公司推动其投行、国际、资管资源协同互通。

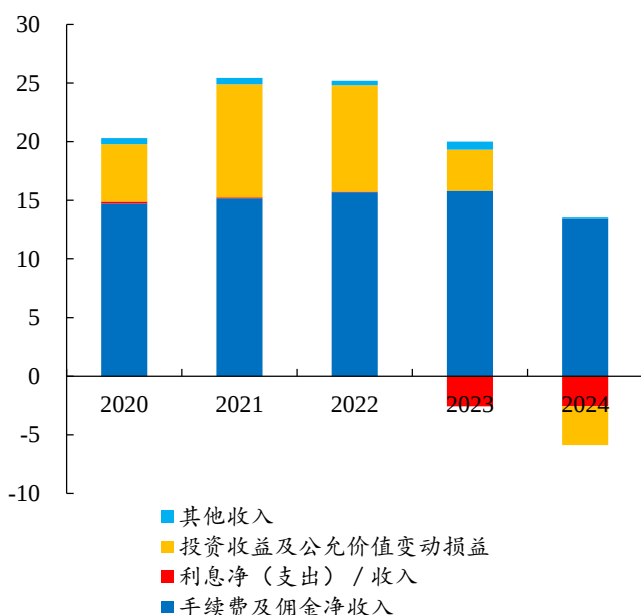
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、私募股权：手续费类收入稳健，一级市场回暖利好投资收益改善

私募资管 AUM 稳健增长，投资收益未来受益于 IPO 重启及市场回暖。截止 2024 年末私募在管规模 4,576 亿元，同比+14%，保持行业领先，自有资金投资规模约 40 亿。2023 年起，IPO 监管趋严导致一级投资退出渠道受阻，私募业务投资收益下降明显，手续费类收入受益于公司 AUM 增长保持稳健。往后看，监管重启未盈利企业上市，鼓励科创企业发展，一级市场回暖有助于公司投资项目退出，投资收益有望回暖。

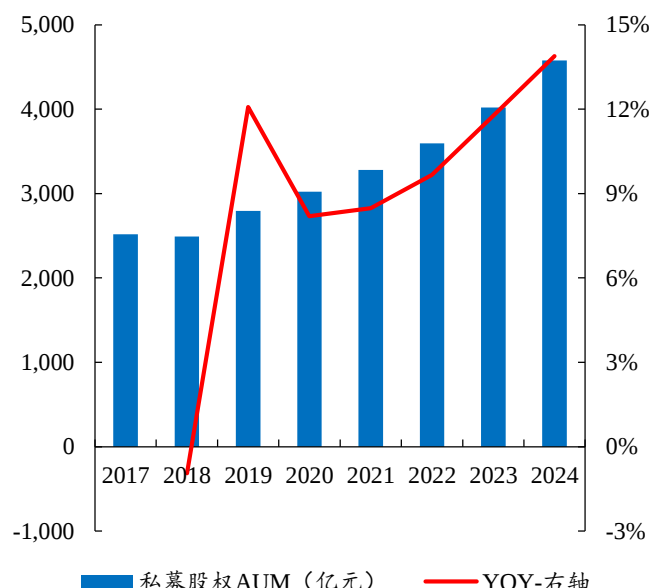
逆势募集战略基金，深化产融合作。2024 年公司私募股权业务逆势募集大量直投基金和母基金，与各级政府、产业集团、金融机构等深度合作，落地具有重大战略意义的中金启元二期科创母基金、四川省先进制造投资引导基金、西部（重庆）科学城基金等，为服务国家战略提供长期风险资本。

图35：2023 年起私募业务投资收益下降，手续费及佣金收入保持稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2024 年末私募在管规模 4576 亿元，同比+14%，行业领先



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

考虑到股市向好及港股的高景气，我们预计 2025 年公司投行、投资业务改善，假设 2025-2027 年市场股基 ADT 同比+50%/+10%/+10%，公司 2025-2027 年境外投行净收入同比+63%/+12%/+9%；我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 85/101/126 亿元，同比+49%/+20%/+24%，ROE 7.12%/7.96%/9.14%，剔除永续债影响后，归属于母公司普通股股东 ROE 8.2%/8.9%/10.2%。

表7：预计 2025-2027 年归母净利润 85/101/126 亿元，同比+49%/+20%/+24%，加权 ROE 8.2%/8.9%/10.2%

单位：百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、经纪业务净收入	6,031	5,232	4,530	4,263	5,784	6,401	7,097
YOY	31%	-13%	-13%	-6%	36%	11%	11%
市场股基 ADT（亿元）	11,340	10,215	9,920	12,207	18,311	20,142	22,156
YOY	25%	-10%	-3%	23%	50%	10%	10%
2、投行业务净收入	7,036	7,006	3,702	3,095	4,232	4,718	5,198
YOY	18%	0%	-47%	-16%	37%	11%	10%
境外投行净收入	2,496	1,566	1,042	1,131	1,797	2,022	2,197
YOY	34%	-37%	-33%	9%	59%	12%	9%
境内投行净收入	4,087	4,540	5,440	2,660	2,435	2,696	3,000
YOY	44%	11%	20%	-51%	24%	11%	11%
3、资管业务净收入	1,533	1,365	1,213	1,209	1,290	1,401	1,531
YOY	35%	-11%	-11%	0%	7%	9%	9%
4、利息业务净收入	-990	-1,023	-1,335	-1,390	-1,452	-2,015	-2,703
YOY	-7%	3%	30%	4%	4%	39%	34%
5、自营投资收益	13,963	10,948	11,917	11,721	13,324	15,386	18,266
YOY	13%	-29%	0%	-5%	32%	15%	19%
自营投资资产规模	315,738	287,188	296,687	303,306	338,071	394,444	462,659
YOY	21%	-9%	3%	2%	11%	17%	17%
自营投资收益率	4.85%	3.63%	4.08%	3.91%	4.15%	4.20%	4.26%
收入及利润							
调整后营收	30,130	26,087	22,989	21,331	26,301	29,406	33,313
YOY	27%	-13%	-12%	-7%	23%	12%	13%
归母净利润	10,778	7,598	6,156	5,694	8,490	10,146	12,555
YOY	50%	-30%	-19%	-8%	49%	20%	24%
平均 ROE	13.81%	8.28%	6.04%	5.18%	7.12%	7.96%	9.14%
加权 ROE（扣永续债影响）	14.62%	8.88%	6.43%	5.53%	8.22%	8.92%	10.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益包含投资净收益、公允价值变动损益和汇兑损益，不含联营合营子公司投资收益

选取头部券商作为可比公司，中金公司港股 PE 低于可比公司。考虑到公司境外投行品牌优势较强，充分受益于港股高景气，投资、投行业务收入改善，内生盈利能力提升，净利润增速有望优于行业，2025-2027 年 PE 低于可比公司。

表8：中金公司港股 PE 短期高于可比公司平均

代码	公司简称	市值-8.20 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2611.HK	国泰海通	2,810.83	130.2	259.5	273.3	333.8	21.6	10.8	10.3	8.4
6030.HK	中信证券	4,210.93	217.0	249.8	272.1	296.6	19.4	16.9	15.5	14.2
6886.HK	华泰证券	1,706.08	153.5	148.5	163.8	180.3	11.1	11.5	10.4	9.5
1776.HK	广发证券	1,314.29	96.4	107.5	119.8	132.9	13.6	12.2	11.0	9.9
6881.HK	中国银河	1,223.30	100.3	113.8	126.6	140.7	12.2	10.8	9.7	8.7
6099.HK	招商证券	1,418.43	103.9	116.1	125.6	137.1	13.7	12.2	11.3	10.3
6066.HK	中信建投	1,038.79	72.2	94.2	104.3	114.6	14.4	11.0	10.0	9.1
可比公司平均							15.1	12.2	11.2	10.0
3908.HK	中金公司	993.56	56.9	84.9	101.5	125.6	17.4	11.7	9.8	7.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国泰海通盈利预测来自开源证券研究所，使用的是 2025Q1 扣非 ROE 数据；中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、招商证券、中信建投使用的是 wind 一致预期数据。

公司 ROE/PB 7.4% 高于可比公司平均的 7.1%，中金公司港股估值具有性价比。当前中金公司港股 PB 水平 1.06 倍，低于可比公司的 1.18 倍，ROE/PB 高于可比券商，估值性价比更高。从 AH 溢价率来看，中金公司 AH 溢价率高于可比公司，我们认为中金公司 H 股更具性价比，伴随港股流动性回升以及美联储降息，港股券商估值系统性提升，公司亦充分受益。

表9：中金公司港股 ROE 低于可比公司，PB 低于可比公司，ROE/PB 高于可比公司

H 股代码	简称	市值 (亿人民币) -8.20	2025Q1 年化 ROE	PB-MRQ (8.20)	ROE/PB	AH 溢价率 (8.20)
2611.HK	国泰海通	2,810.8	6.76%	0.91	7.4%	24.5%
6030.HK	中信证券	4,210.9	9.48%	1.58	6.0%	8.7%
6886.HK	华泰证券	1,706.1	8.40%	1.03	8.1%	12.6%
1776.HK	广发证券	1,314.3	8.24%	1.07	7.7%	19.2%
6881.HK	中国银河	1,223.3	9.76%	1.10	8.9%	61.2%
6099.HK	招商证券	1,418.4	7.48%	1.23	6.1%	10.7%
6066.HK	中信建投	1,038.8	8.16%	1.34	6.1%	97.3%
可比公司平均			8.33%	1.18	7.1%	33.5%
3908.HK	中金公司	993.6	7.92%	1.06	7.4%	81.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国泰海通使用的是 2025Q1 扣非加权平均 ROE 数据

公司是中央汇金旗下品牌优势突出、国际特色鲜明的投资银行，综合实力强，核心的投行与衍生品业务竞争优势明显。公司 ROE 多数年份高于上市券商整体，投行、衍生品、机构业务是核心驱动，近年来受港股市场波动以及 IPO 监管趋严影响，公司 ROE 有所波动。我们认为公司核心业务有望迎来复苏拐点，预计收入边际改善驱动利润高增。2025 年以来港股市场交易量活跃、IPO 景气度较高，公司海外投行收入或明显改善，跨境衍生品业务收入有望受益于客需增加而增长，境内 IPO 有所恢复利好投行复苏。中金财富品牌口碑优秀，买方投顾模式稳健发展，有望持续受益于低利率下居民存款向权益资产迁移。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 89/107/133 亿元，同比+56%/+20%/+24%，平均 ROE 7.46%/7.37%/9.62%，对应 PE 为 11.9/10.1/8.3 倍。中金公司 H 股 ROE/PB7.4%高于可比公司平均，结合 AH 溢价率 82%高于可比公司的 34%，我们认为中金公司 H 股更具性价比，未来充分受益于港股流动性回升以及美联储降息带来的估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

国内股市波动风险：公司业务与股市具有一定相关性，股市波动将导致公司业绩波动。

国际资本市场环境不确定性风险：公司境外业务占比较高，国际环境的不确定性或影响公司盈利。

监管政策风险：监管政策对公司部分业务有不确定性影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	513,492	544,070	613,640	695,691	797,876
现金	118,820	128,501	163,963	179,692	202,815
应收账款	34,009	40,308	42,308	44,308	46,308
存货	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他流动资产	360,663	375,262	407,369	471,692	548,753
非流动资产	110,814	130,645	126,860	130,951	135,338
固定资产及在建工程	1,072	1,007	1,217	1,427	1,637
无形资产及其他长期资产	77,792	128,632	124,587	128,415	132,535
资产总计	624,307	674,716	740,500	826,642	933,213
流动负债	355,206	403,820	451,349	505,353	573,619
短期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
应付账款	95,677	104,490	114,490	129,490	149,490
其他流动负债	259,529	299,330	336,858	375,863	424,129
非流动负债	164,203	155,274	165,754	188,988	216,222
长期借款	148,738	140,479	154,527	177,706	204,362
其他非流动负债	15,465	14,795	11,227	11,282	11,859
负债合计	519,409	559,094	617,103	694,341	789,841
股本	4,827	4,827	4,827	4,827	4,827
储备	2,100	2,592	3,441	4,456	5,711
归母所有者权益	104,603	115,348	122,969	131,841	142,874
少数股东权益	294	274	429	460	498
负债和股东权益总计	624,307	674,716	740,500	826,642	933,213

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	52,504	57,114	65,000	71,750	79,251
税前利润	6,164	5,674	8,460	10,110	12,511
折旧和摊销	866	966	1,066	1,166	1,266
营运资本变动	-14,902	-9,902	-4,902	98	5,098
其他	61,016	61,116	61,216	61,316	61,416
投资活动现金流	-23,237	-23,037	-22,837	-22,637	-22,437
资本开支	-1,581	-1,581	-1,581	-1,581	-1,581
其他	1,963	2,063	2,163	2,263	2,363
融资活动现金流	-5,800	-5,600	-5,400	-5,200	-5,000
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	-31,300	-31,200	-31,100	-31,000	-30,900
其他	0	0	0	0	0
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	-27,342	9,681	35,462	37,195	12,014
期末现金总额	118,820	128,501	163,963	179,692	202,815

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,990	21,333	26,304	29,409	33,317
营业成本	15,916	14,481	16,251	17,399	18,462
营业费用	5	5	9	9	9
管理费用	15,823	14,302	16,018	17,139	18,167
其他收入/费用	1,582	1,582	1,582	1,582	1,582
营业利润	7,074	6,853	10,053	12,010	14,855
净财务收入/费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他利润	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
除税前利润	7,074	6,853	10,053	12,010	14,855
所得税	659	1,131	1,534	1,834	2,269
少数股东损益	8	(20)	(30)	(36)	(44)
归母净利润	6,156	5,694	8,490	10,146	12,555
EBITDA	7,940	7,818	11,119	13,175	16,120
扣非后净利润	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
EPS(港元)	1.28	1.18	1.76	2.10	2.60

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.9	-7.2	23.3	11.8	13.3
营业利润(%)	-22.5	-3.1	46.7	19.5	23.7
归属于母公司净利润(%)	-19.0	-7.5	49.1	19.5	23.7
获利能力					
毛利率(%)	30.8	32.1	38.2	40.8	44.6
净利率(%)	26.8	26.7	32.3	34.5	37.7
ROE(%)	6.0	5.2	7.1	8.0	9.1
ROIC(%)	2.4	2.2	3.0	3.3	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	83.2	82.9	83.3	84.0	84.6
净负债比率(%)	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	3.6	3.3	3.7	3.8	3.8
应收账款周转率	60.7	57.4	63.7	67.9	73.5
应付账款周转率	15.5	14.5	14.8	14.3	13.2
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	1.2	1.8	2.1	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	10.9	11.8	13.5	14.9	16.4
每股净资产(最新摊薄)	21.7	23.9	25.5	27.3	29.6
估值比率					
P/E	16.1	17.4	11.7	9.8	7.9
P/B	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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