

中国光大控股 (00165.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

跨境资管标的，业绩弹性可期

投资逻辑

中国光大控股是国内领先的跨境投资与资产管理平台，拥有超 28 年私募股权投资经验。公司以“资产管理+自有投资”双轮驱动，25 年末管理资产规模 1214 亿港元，覆盖一级市场、二级市场、母基金及不动产等多条产品线。控股股东为中国光大集团（持股 49.74%），具备强大的股东背景与跨境协同优势。2025 年，公司实现收入总额 16.43 亿港元（同比大幅增长 322%），但归母净利润为 -20.08 亿港元，同比小幅增亏（2024 年亏损 19.09 亿港元）。主要原因在于受房地产行业调整影响，公司商业地产项目受租金下行、预期偏弱及流动性压力拖累，计提减值损失 16.37 亿港元。

1、行业周期回暖，公司业绩拐点已现：私募股权市场在经历调整后逐步回暖，公司 AUM 已触底回升，项目退出节奏加快，公司直接受益。2025 年投资收入达 9.98 亿港元（上年同期亏损 0.54 亿港元），成为利润核心驱动；退出回报倍数达 2.04 倍，现金回流加速，业绩弹性充分释放。

2、“管理人+投资者”双重视角：公司不仅是资产管理人（GP），也是重要投资者（LP）。25 年末其自有资金投资账面价值超 320 亿港元，其中持有的光大银行、光大证券等基石性资产提供稳定股息与盈利。基金管理业务贡献稳定管理费与表现费收入，25 年末来自第三方 AUM 约 866 亿港元，参照国际同业应享有管理规模溢价，当前估值对此反映不足。

3、聚焦高成长赛道：2025 年以来，二级市场环境好转及相关产业政策支持，为公司持有资产的估值修复创造条件。公司重点布局人工智能、半导体、生物医药等战略性新兴产业，项目储备质量较高，未来财务性投资及基金管理业务的收益有望持续提升。

盈利预测、估值和评级

公司正处于行业回暖、自身资产重估阶段，其业务模式使其兼具业绩弹性与资产价值深度，预计 2026-2028 年归属于公司股东盈利分别为 14.68 亿港元、18.19 亿港元、23.19 亿港元，同比增长 173%、24%、28%。采用分部估值法，基金管理业务按 0.05 的 P/AUM 倍数估值约 46 亿港元；自有资金投资业务因波动性给予 0.45 倍 PB，估值约 71 亿港元；基石性投资折价 80%后估值约 46 亿港元。我们给予公司整体 2026 年 163 亿港元估值，对应目标价 9.65 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

资产管理规模增长不及预期；项目投资回报不及预期；退出环境的不确定性；私募股权业务弹性较大。

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）

fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）

hongxingning@gjzq.com.cn

市价（港币）：6.460 元

目标价（港币）：9.650 元



主要财务指标

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
营业收入(百万元)	344	1,643	3,935	4,408	5,055
营业收入增长率	-79%	378%	139%	12%	15%
归母净利润(百万元)	-1,909	-2,008	1,468	1,819	2,319
归母净利润增长率	1%	-5%	173%	24%	28%
摊薄每股收益(元)	-1.13	-1.19	0.87	1.08	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6%	-6%	4%	5%	6%
P/E	-2.5	-5.4	7.4	5.9	4.7

来源：公司年报、国金证券研究所 注：收入总额为客户合约收入、投资收入、其他来源收入、应占联营及合营公司盈利（减亏损）之和



内容目录

一、公司概况：中国跨境资产管理行业先行者	4
1.1 发展历程：拥有超过 28 年投资经验，以私募基金管理及投资为核心业务	4
1.2 股权结构：光大集团作为控股股东，提供了坚实的信用背书和跨领域的业务协同网络	4
1.3 核心业务：以资产管理为引擎，运用自有资本进行战略性产业培育和财务投资	5
二、财务分析：投资收入大幅扭亏，地产减值拖累业绩	5
2.1 客户合约收入：管理规模企稳回升，业绩报酬呈周期性波动	8
2.2 投资收入：实现扭亏为盈，优质资产价值逐步释放	9
2.3 其他收入	10
三、盈利驱动：AUM 触底回升，股权投资有望进入收获期	10
3.1 基金管理业务：AUM 触底回升，募管投退能力突出	10
3.2 自有资金投资业务：基石性投资稳健，财务性投资改善显著	13
四、盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议及估值	16
风险提示	18

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构	4
图表 3：公司主营业务包括自有资金投资业务和基金管理业务	5
图表 4：2025 年公司收入总额同比大幅回升	6
图表 5：25 年公司减值计提 16 亿港元拖累利润表现（亿港元）	6
图表 6：2025 年公司归母净利润有所承压	6
图表 7：分业务来看，自有资金投资业务收入大幅提振（亿港元）	7
图表 8：分业务来看，自有资金投资业务利润显著提升（亿港元）	7
图表 9：公司主要收入项目（亿港元）	7
图表 10：2025 年公司投资收入大幅提升（亿港元）	8
图表 11：2025 年公司投资收入占比提升至 61%	8
图表 12：客户合约收入构成（亿港元）	9
图表 13：2025 年投资收入实现大幅扭亏为盈（亿港元）	10
图表 14：25 年投资收入扭亏主要得益于未实现投资收益亏损收窄（亿港元）	10
图表 15：未实现投资亏损改善预计主要得益于财务性投资受益改善（亿港元）	10



图表 16:	2025 年公司 AUM 实现近年来首次回升 (亿港元)	11
图表 17:	截至 2025 年末公司在管基金的种子资金占比提升至 28.7% (亿港元)	11
图表 18:	25 年末一级市场基金占比约 73% (亿港元)	12
图表 19:	25 年末人民币基金占比约 83% (亿港元)	12
图表 20:	2025 年公司退出回报倍数达到 2.04 倍	13
图表 21:	25 年末基石性投资规模达到 200 亿港元	14
图表 22:	25 年末基石性投资规模占比达到 62%	14
图表 23:	2025 年上半年前二十大财务性投资投向	15
图表 24:	公司盈利预测情况	16
图表 25:	预计公司 2026 年基金管理规模约为 1,292 亿港元 (亿港元)	17
图表 26:	黑石集团、KKR、凯雷集团、惠理集团 P/AUM 情况	17
图表 27:	可比公司 PB 估值	17
图表 28:	分部估值情况 (亿港元)	17

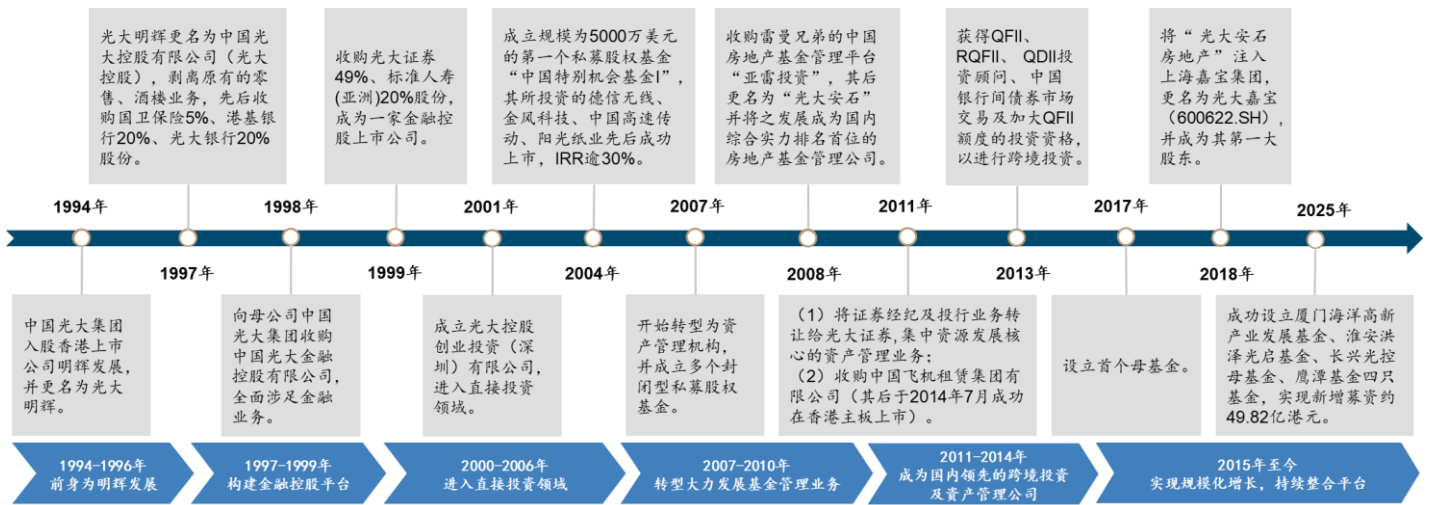


一、公司概况：中国跨境资产管理行业先行者

1.1 发展历程：拥有超过 28 年投资经验，以私募基金管理及投资为核心业务

光大控股拥有超过 28 年跨境资产管理及私募股权投资经验，是一家以私募基金管理及投资为核心业务的在港上市公司。中国光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，培育了众多具高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。通过所管理的基金和自有资金，光大控股已投资超过 300 家企业，投资产业覆盖房地产、飞机租赁、医疗健康、养老产业、新能源、基础设施、高端制造业、高新科技、文化消费等，其中有超过 150 家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

图表1：公司发展历程

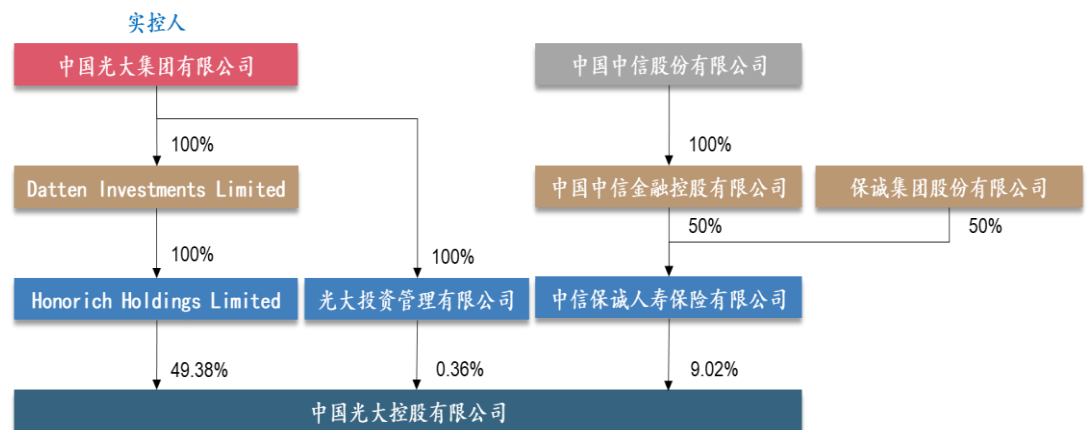


来源：公司官网，公司投资者演示材料，国金证券研究所

1.2 股权结构：光大集团作为控股股东，提供了坚实的信用背书和跨领域的业务协同网络

中国光大集团通过间接持股控制光大控股约 49.74% 的股权，为公司控股股东。光大集团通过旗下全资子公司间接持有光大控股 49.38% 的股权，并通过光大投资管理间接持有 0.36% 的股权，合计持有股权比例为 49.74%。此外，中信保诚人寿保险有限公司亦持有光大控股 9.02% 的股份。

图表2：公司股权结构



来源：iFinD，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 4 月 15 日



1.3 核心业务：以资产管理为引擎，运用自有资本进行战略性产业培育和财务投资

公司的核心业务包括基金管理业务和自有资金投资业务两大板块。

(1) 基金管理业务方面，截至 2025 年末，公司共管理 71 只基金，已完成募资规模 1,214 亿港元，涵盖一级市场基金、二级市场基金、母基金、S 基金等丰富的资产管理产品线，打造了中国不动产私募股权基金领导者光大安石/光大嘉宝，培育了众多具有高增长潜力的企业。光大控股充分发挥跨境投资平台的作用，支持战略性新兴产业和未来产业，支持科技创新与培育新质生产力，助力实体经济发展。

(2) 自有资金投资业务方面，公司投资了下述三类企业，截至 2025 年末自营板块业务资产总值约为 325 亿港元。

1) 重要投资企业：主要是投资及培育具有产融协同和良好发展前景的企业，光大控股培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商中国飞机租赁集团控股有限公司（简称“中飞租赁”），整合中国多个中高端养老企业形成了优质的养老品牌中国光大养老健康产业有限公司（简称“光大养老”），投资了人工智能物联网领域的独角兽公司特斯联智慧科技股份有限公司（简称“特斯联”）。光大控股也适时利用自有资金投资于兼顾平衡收益性和流动性的金融资产。

2) 财务性投资：公司对股权、债权及结构性产品进行财务性投资，投向包括不动产、新经济科技、人工智能和先进制造以及绿色投资等多个领域。一方面，投资于兼顾平衡收益性和流动性的结构性融资产品，保持资金流动性的灵活管理，同时获取稳定的利息收益；另一方面，充分利用公司旗下基金和广泛的业务网络带来的跟投/共投机会，未上市公司股权或债权并获取投资回报。

3) 基石性投资：公司持有中国光大银行股份有限公司（简称“光大银行”）和光大证券股份有限公司（简称“光大证券”）的部分股权，以获取稳定的股息和投资收益。

图表3：公司主营业务包括自有资金投资业务和基金管理业务



来源：公司官网，国金证券研究所

二、财务分析：投资收入大幅扭亏，地产减值拖累业绩

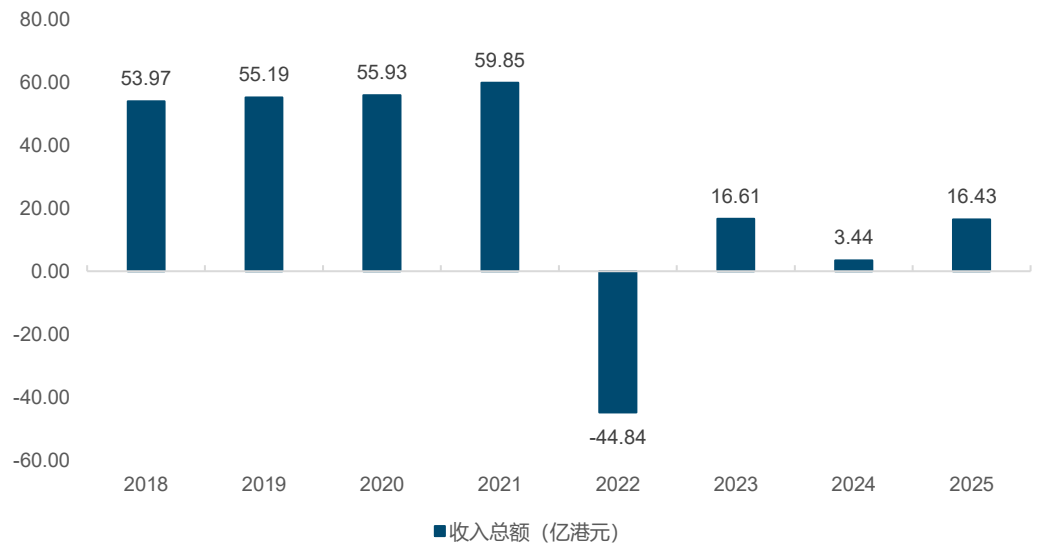
复盘公司历史业绩表现，2021 年以前，公司营业收入表现稳健，基本维持在 55 亿元左右。2022 年，受外部需求收缩、房地产市场持续低迷等多重不利因素叠加影响，私募股权投资



行业整体承压，具体表现为募资难度进一步加大、投资项目数量与投资规模双双回落、退出节奏普遍放缓。在此背景下，公司存量投资项目的估值面临较大压力，已上市但尚未退出的项目市值下跌，部分参照上市同行进行估值的非上市私募股权项目估值也有所下调，导致公司投资收入显著下滑，拖累公司收入表现。2024 年收入总额下降主要系其他来源收入为 0.28 亿港元（2023 年为 11.02 亿港元），2023 年有来自财务性投资的非经常性收入导致基数较高。

今年以来公司私募股权业务在政策支持与产业转型的双重驱动下出现触底回升迹象，业绩复苏的拐点有望确立。2025 年公司实现收入总额 16.43 亿港元，较 2024 年大幅增长 13 亿港元，同比提升 378%，主要得益于投资项目表现较好。特别说明，此处所采用收入总额的口径为客户合约收入、投资收入、其他来源收入、应占联营及合营公司盈利（减亏损）之和，该指标为公司管理层用于监控业务表现与财务状况的内部管理工具（不宜直接与其他公司营业收入项目进行对比）。

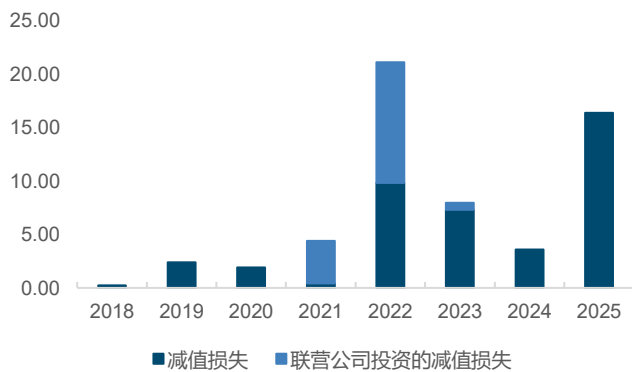
图表4：2025 年公司收入总额同比大幅回升



来源：公司公告，国金证券研究所

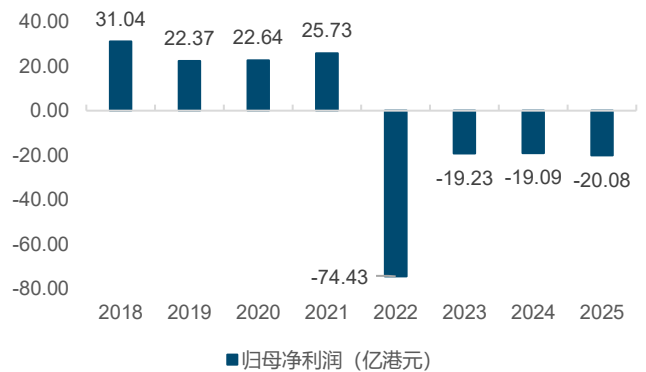
2021 年以前，公司归母净利润均在 22 亿元以上。2022 年以来受行业景气度下行影响公司利润端承压明显。受益于 IPO 回暖，2025 年公司完成 Circle、云迹科技、银诺医药、希迪智驾四单 IPO，私募股权投资管理业务质效提升。但房地产行业深度调整延续，公司商业地产项目受租金下行、预期偏弱及流动性压力拖累，2025 年归母净利润-20.08 亿港元，同比小幅增亏，其中全年计提减值损失 16.37 亿港元。

图表5：25 年公司减值计提 16 亿港元拖累利润表现 (亿港元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：2025 年公司归母净利润有所承压



来源：Wind，国金证券研究所

按业务板块划分，基金管理业务仍录得亏损，自有资金投资业务在资本市场的复苏下实现了显著增长。

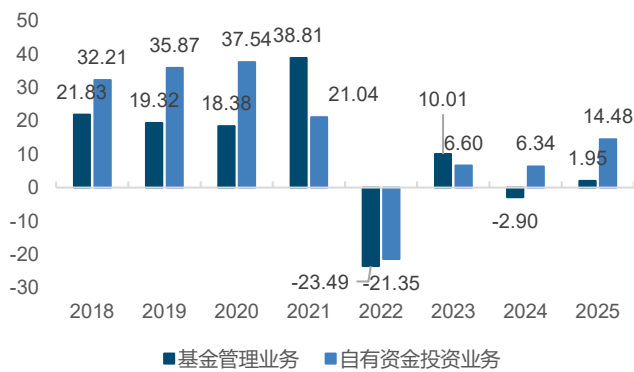


1) 基金管理业务板块的收入同比有所改善，但整体仍未实现扭亏为盈。2025年，公司基金管理业务收入为1.95亿港元，同比转正（2024年为亏损2.90亿港元），主要是受益于市场回暖，投资收益由2024年的0.41亿港元增加到2025年的4.95亿港元。盈利方面，2025年公司基金管理业务亏损15.29亿港元，主要原因为不动产投资项目表现不及预期，受房地产市场持续低迷影响，公司依据财务审慎性原则，对不动产项目进行了价值重估和减值计提。其中，不动产基金亏损22.76亿港元，同比增亏11.02亿港元，包括投资亏损4.48亿港元，应占联营公司亏损4.37亿港元和客户借款减值准备13.91亿港元。

2) 自有资金投资业务板块的收入与盈利均实现显著提升。2025年，公司自有资金投资业务收入为14.48亿港元，同比实现大幅上升，主要变动原因包括：(1) 受益于市场回暖及个别投资项目表现较好，投资收益由2024年的亏损0.95亿港元转为2025年的收益5.03亿港元；(2) 重要投资企业以及基石性投资表现提升，应占光大证券、中飞租赁的盈利同比增长，以及应占光大养老的亏损同比收窄。盈利方面，2025年公司自有资金投资业务实现盈利8.05亿港元，同比增长328%。主要受益于财务性投资由2024年的亏损9.91亿港元减少至0.26亿港元，财务性投资表现显著提升。

图表7: 分业务来看，自有资金投资业务收入大幅提振 (亿港元)

图表8: 分业务来看，自有资金投资业务利润显著提升 (亿港元)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从收入性质分析，公司的收入主要来自：

(1) 客户合约收入：主要包括基金管理费、表现费及咨询费（Carry）等收费类收入，其中管理费收入主要与公司旗下基金的资产管理规模以及费率相关。

(2) 投资收入：主要包括持有投资项目的利息和股息收入、资本利得等，其中利息收入和股息收入是公司投资债权类和股权类资产带来的收入，以及所持光大银行的股息收入；资本利得主要源自公司通过一级市场基金或直接投资非上市公司股权及其他金融资产所产生的资本利得，包括项目退出已实现的净收益和未退出项目的估值变动影响，及通过二级市场基金投资于二级市场股票和债券交易所实现的资本利得以及按市价计价的未实现资本利得。

(3) 应占联营/合营公司盈利等：其中联营公司主要包括光大证券、中飞租赁、光大嘉宝、光大养老，合营公司主要包括无锡融弘国联股权投资有限公司、山东高速光控产业投资基金管理有限公司、首誉光控资产管理有限公司，整体来看规模体量较小。

图表9: 公司主要收入项目 (亿港元)

主要收入项目	2025年收入	2025年收入占比	具体内容
客户合约收入，主要包括	3.22	19.6%	公司作为基金普通合伙人（GP）收取的费用。
——管理费收入	0.72	4.4%	主要与公司旗下基金的资产管理规模以及费率相关。
——表现费及咨询费收入	0.28	1.7%	
投资收入，主要包括	9.98	60.7%	
——利息收入	3.62	22.0%	主要是公司客户借款以及投资债权类资产带来的收入。
——股息收入	18.36	111.7%	主要包含了光大银行的股息贡献，以及公司作为基金有限合伙人（LP）投入的种子资金在项目退出时的分配收益。
——已实现投资收入	-0.06	-0.4%	主要源自公司通过一级市场基金或直接投资非上市公司股权及其他金融资



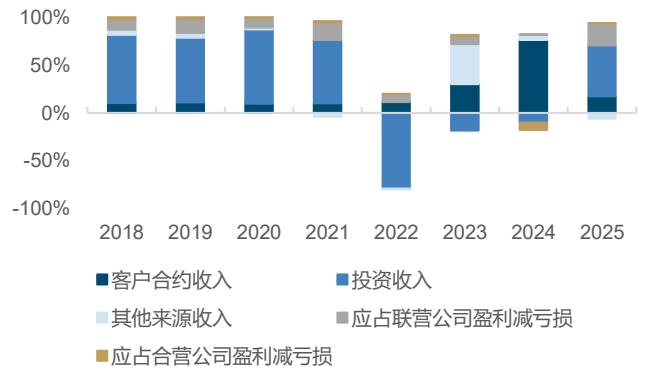
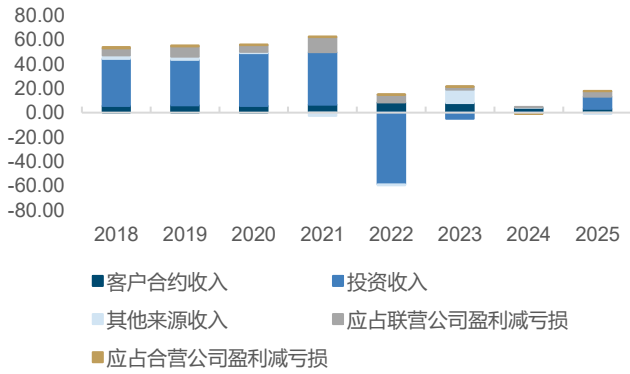
——未实现投资收入	-11.94	-72.7%	变动影响，及通过二级市场基金投资于二级市场股票和债券交易所实现的资本利得以及按市价计价的未实现资本利得。
其他来源收入	-1.14	-6.9%	
应占联营公司盈利	4.29	26.1%	核心涉及三家企业：中飞租赁、光大证券及光大嘉宝。
应占合营公司盈利	0.07	0.5%	主要为公司参与的部分管理人合资企业（JV），体量较小，影响可忽略不计。
收入总额	16.43	100%	收入总额为客户合约收入+投资收入+其他来源收入+应占联营公司盈利+应占合营公司盈利。

来源：公司公告，国金证券研究所

整体来看，投资收入在营业收入中占据主导地位，2025 年投资收入的提升推动公司营业收入回升。2025 年，公司实现投资收入 9.98 亿港元，同比实现扭亏为盈，规模提升 10.52 亿港元，占比达到 60.7%；实现客户合约收入 3.22 亿港元，同比下降 20.9%，占比达到 19.6%；实现应占联营公司收益 4.29 亿港元，同比大幅增长 4.26 亿港元，占比为 26.1%；实现应占合营公司收益 0.07 亿港元，同比提升 0.49 亿港元，占比为 0.5%。

图表10：2025 年公司投资收入大幅提升（亿港元）

图表11：2025 年公司投资收入占比提升至 61%



来源：公司公告，国金证券研究所

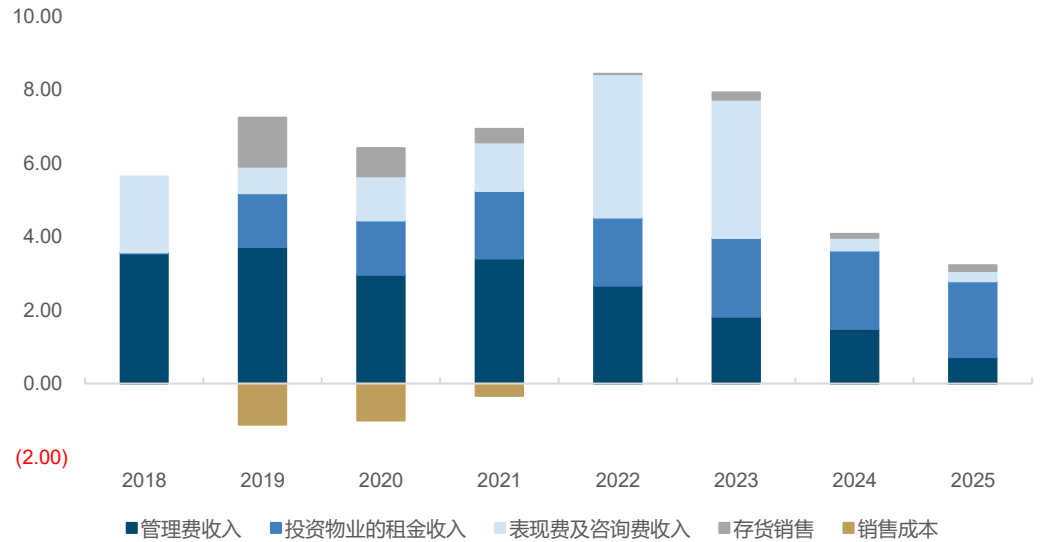
来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 客户合约收入：管理规模企稳回升，业绩报酬呈周期性波动

客户合约收入主要包括管理费收入、表现费及咨询费收入。受基金业务周期性的影响，2025 年上半年公司实现客户合约收入 3.22 亿港元，同比下降 20.9%。其中，管理费收入为 0.72 亿港元，同比下滑 51.9%，主要是由于部分基金逐渐进入退出期或延长期，且新成立的部分基金产生的管理费因合并而被抵销，不体现为管理费收入，使得管理费收入整体有所下降；表现费及咨询费收入为 0.28 亿港元，同比下降 19.5%，预计主要是由于公司审慎管理退出节奏，表现费收入呈现阶段性回调。



图表12: 客户合约收入构成 (亿港元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

(1) 管理费收入

管理费收入近年持续下降, 主要受资产管理规模收缩及基金不同阶段收费结构影响。部分基金处于募集期尚未开始收费, 进入退出期或延长期后费率亦相应调低。截至 2025 年 12 月末, 公司资产管理规模为 1,214 亿港元, 较上年末增长 3.4%, 呈现触底回升态势。预计未来随着管理规模持续增长, 管理费收入及费率均有望逐步提升。

(2) 表现费收入

表现费收入 (Carry) 与基金投资回报直接相关, 通常在基金实现投资收益并超过约定门槛收益率后, 管理人可提取一定比例作为超额业绩报酬。近年来受项目退出渠道不畅等因素影响, 部分基金未能达到计提门槛, 导致表现费收入减少, 这也是 2024 年客户合约收入下滑的主要原因之一。此外, 表现费收入存在结算周期时滞, 收入确认时间与实际业绩表现存在一定滞后性。2025 年公司表现费收入为 0.28 亿港元, 同比下降 20%, 但我们预计随着市场环境向好及退出渠道逐步畅通, 公司储备的优质项目有望在未来贡献可观的业绩报酬。

2.2 投资收入: 实现扭亏为盈, 优质资产价值逐步释放

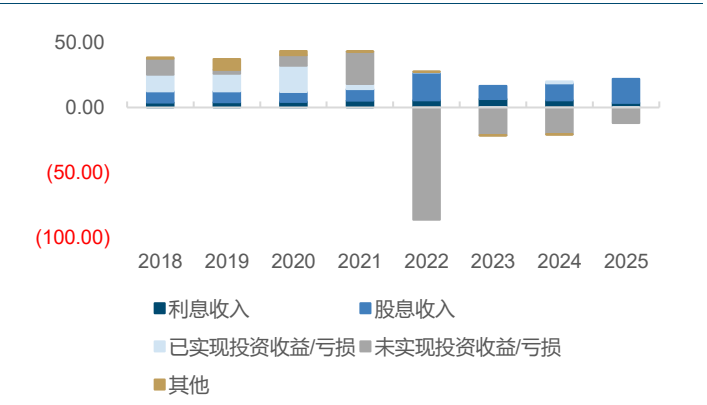
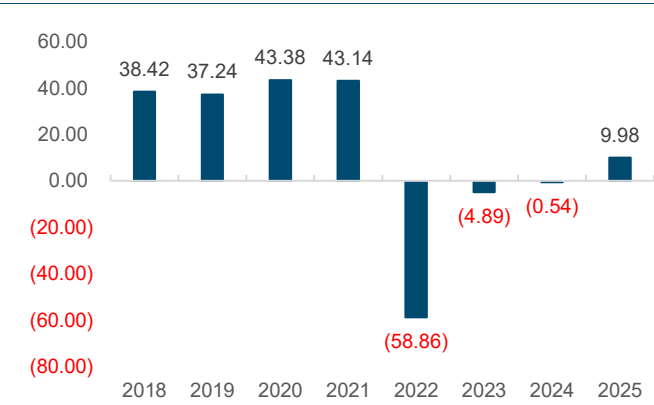
公司投资收入近年显著改善, 自 2022 年亏损 58.86 亿港元收窄至 2024 年亏损 0.54 亿港元, 主要得益于未实现投资收益的大幅提升。此外, 利息收入表现相对稳定, 主要来源于银行存款、债权投资及客户借款, 利率水平受市场环境及资产配置结构影响有所波动。同时, 股息收入整体平稳, 反映被投资企业持续分红能力。公司所管理的项目资产通过基金间接管理, 不满足“主体直接处置资产”的条件, 因此对于种子基金部分的退出, 其收入以分红形式体现, 2022 年股息收入增加较多主要是因为海外基础设施基金分红 5.66 亿港元和全球并购基金分红 9.53 亿港元, 为基金退出产生的分红。

受益于投资项目估值回升, 2025 年公司实现投资收入 9.98 亿港元, 较去年同期投资亏损 0.54 亿港元显著提升了 10.52 亿港元。其中, 股息收入达到 18.36 亿港元, 同比增长 5.45%。未实现投资亏损为 11.93 亿港元, 较 2024 年亏损有所收窄 (2024 年为 -20.51 亿港元)。



图表13: 2025年投资收入实现大幅扭亏为盈 (亿港元)

图表14: 25年投资收入扭亏主要得益于未实现投资收益亏损收窄 (亿港元)

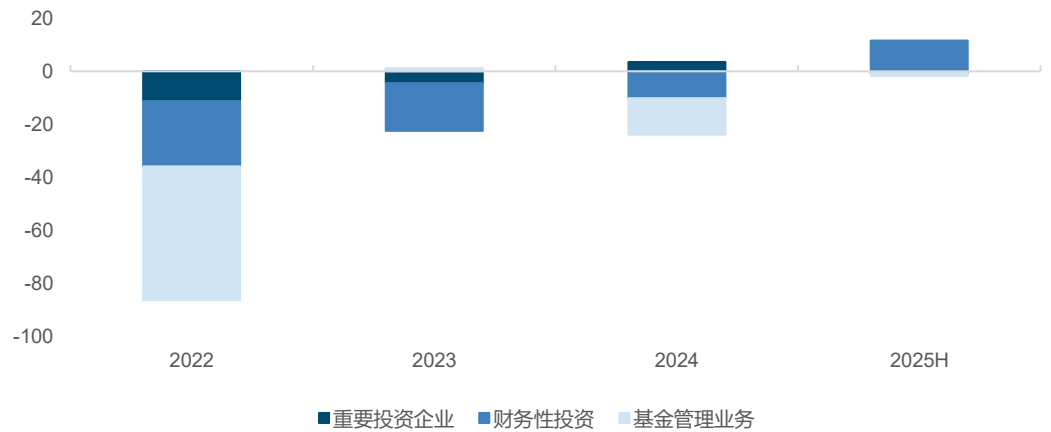


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

未实现投资亏损改善对公司整体盈利影响显著。2025年以来, 二级市场环境好转及相关产业政策支持, 为公司持有资产的估值修复创造条件。公司重点布局人工智能、半导体、生物医药等战略性新兴产业, 项目储备质量较高, 未来财务性投资及基金管理业务的收益有望持续提升。

图表15: 未实现投资亏损改善预计主要得益于财务性投资受益改善 (亿港元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 其他收入

2025年, 公司应占联营公司盈利为4.29亿港元, 较2024年的0.04亿港元大幅改善。其中应占光大证券盈利同比增加1.47亿港元, 应占中飞租赁盈利同比增加0.30亿港元, 应占光大养老的亏损同比减少1.30亿港元。

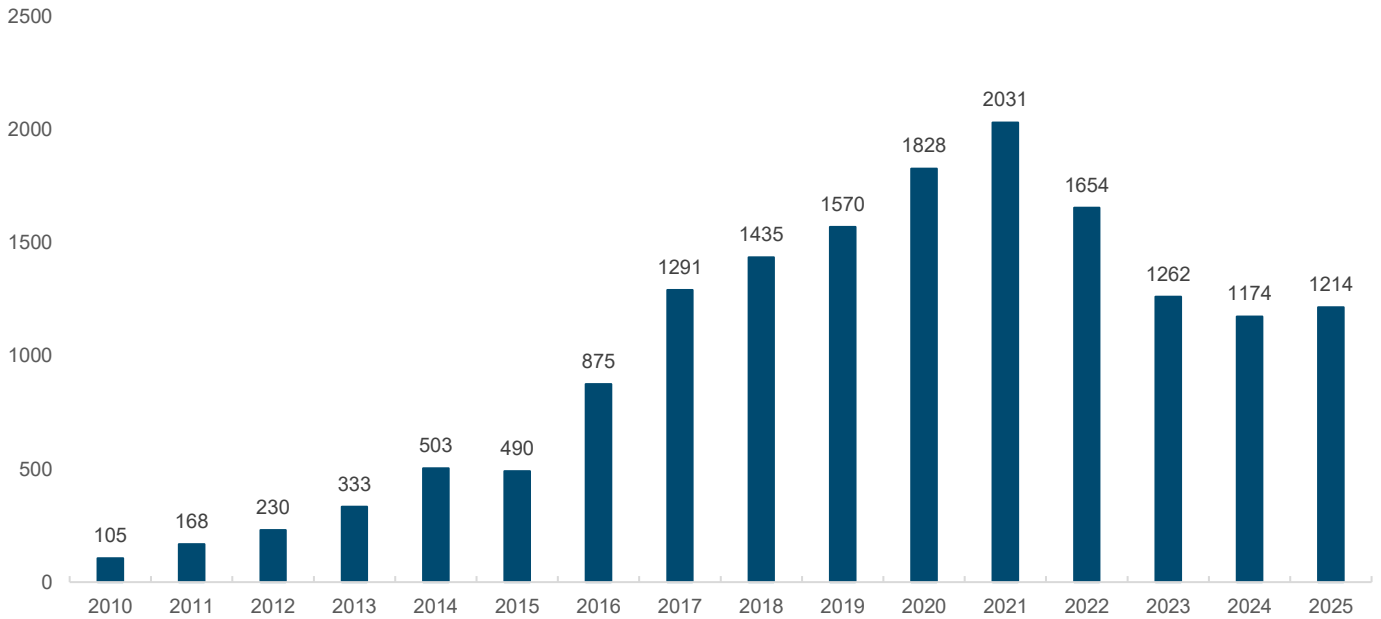
三、盈利驱动: AUM触底回升, 股权投资有望进入收获期

3.1 基金管理业务: AUM触底回升, 募管投退能力突出

自2010年以来, 公司资产管理规模(AUM)整体实现显著增长, 尤其在2010年至2021年间, 年复合增长率达30.9%, 并于2021年达到峰值2031亿港元。2021年之后, 受宏观环境变化以及一级市场整体遇冷等多重因素影响, 公司在管AUM持续回落。截至2025年末, 公司AUM为1,214亿港元, 较2024年末增长40亿港元(yoy+3.4%), 实现近年来首次回升, 主要得益于资本市场回暖下新基金募集节奏有望逐步恢复至此前水平, 2025年公司成功设立厦门海洋高新产业发展基金、淮安洪泽光启基金、长兴光控母基金、鹰潭基金四只基金, 实现新增募资约49.82亿港元。



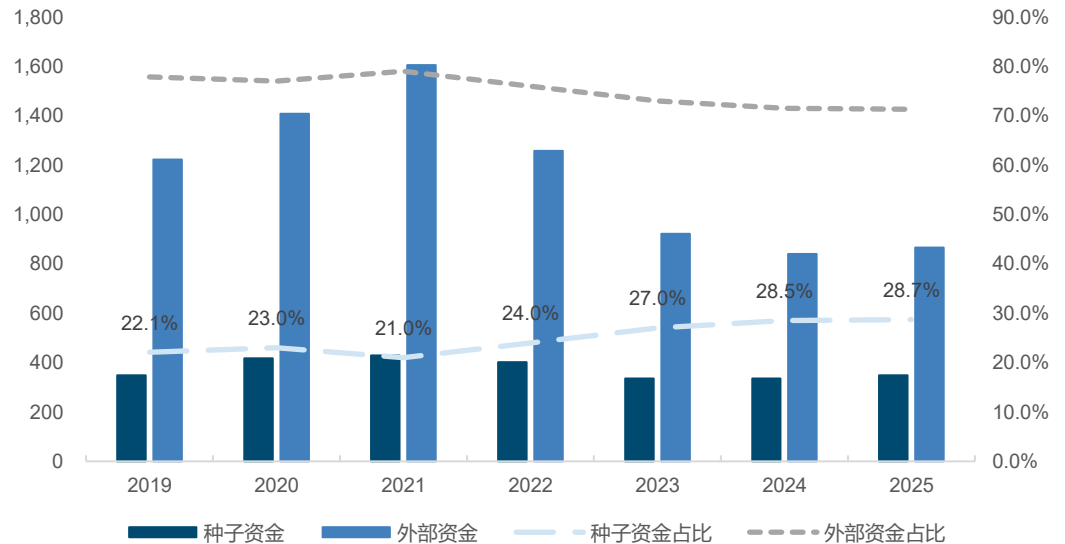
图表16: 2025年公司AUM实现近年来首次回升(亿港元)



来源: 公司投资者演示材料, 国金证券研究所 注: 资产管理总规模在一级市场投资及母基金市场投资中指基金投资人(包括光大控股作为投资人)的认缴承诺资本, 在二级市场投资中指基金净值

从资金来源角度分析, 公司管理的基金募资来源广泛。截至2025年末公司资产管理规模中来自公司自身提供的种子资金占比为29%; 外部投资者的资金占比为71%。其中外部投资者以机构投资者为主, 涵盖商业银行、保险公司、家族办公室、政府机构等多元化机构。

图表17: 截至2025年末公司在管基金的种子资金占比提升至28.7%(亿港元)

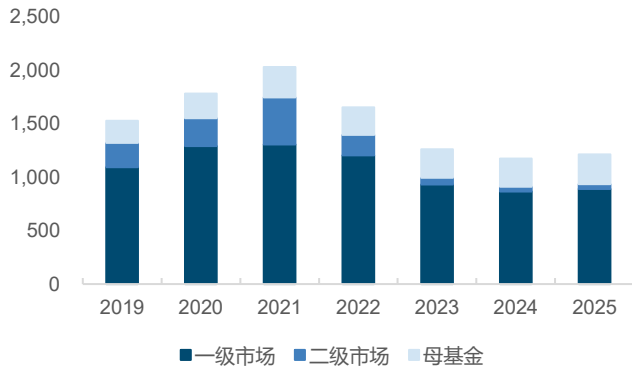


来源: 公司公告, 国金证券研究所

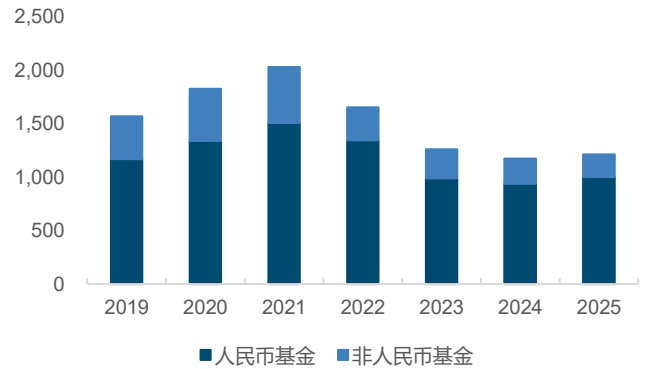
从基金性质分析, 公司基金管理业务管理的基金数量达到71只, 其中涵盖43只一级市场基金(包括光大安石旗下房地产私募基金)、18个二级市场基金及专户, 及10只母基金产品。一级市场板块包含创投及私募股权、消费基金、绿色基金、海外并购基金、房地产及基础设施, 具备良好的投资往绩、优秀的市场口碑和多元化的产品线; 二级市场板块提供了股票、债券等多种产品选择; 母基金为大型机构投资者提供了一站式管理平台。



图表18: 25年末一级市场基金占比约73% (亿港元)



图表19: 25年末人民币基金占比约83% (亿港元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1.1 一级市场基金

公司具有较为完备的一级市场股权投资基金体系, 通过多元基金架构和领先的综合实力, 持续布局新产业和新领域。截至2025年末, 公司共管理43只一级市场基金产品(包括一只不动产投资基金), 总规模约为891亿港元, 覆盖半导体、产业互联网、生物医药、高端制造、海洋经济、不动产管理等多个行业, 同时积极培育新质生产力, 重点布局战略性新兴产业与未来产业。

3.1.2 二级市场基金

公司在二级市场基金业务方面积累了丰富的跨境经验, 凭借一站式产品业务组合, 覆盖了亚洲信用债对冲基金、亚洲可转债对冲基金、境外大中华区股票对冲基金、境内A+H股多头策略(私募基金及机构委外)以及投资顾问业务。截至2025年末, 公司二级市场业务共管理有18个基金及专户, 按基金净值计算的资产管理规模约为43亿港元, 以固定收益类产品为主, 占比达到92%, 拥有涵盖海外基金、QFII管理专户、海外管理专户、资产证券化产品在内的多元化产品线, 股票类产品占比较小(8%)。

3.1.3 母基金

公司在母基金领域深耕多年, 品牌影响力持续提升。旗下的母基金既投资于拥有良好过往业绩的外部基金, 也投资于由公司发起并管理的基金, 同时可以跟投或直接投资股权项目。目前已形成以信息技术、生物医药、消费文娱、科技制造为主要方向, 以国内外大型白马管理人、小型黑马管理人及细分行业头部管理人为触点的投资矩阵。截至2025年末, 公司团队共管理10只母基金, 资产管理总规模约为280亿港元, 旗下被投资项目(子基金和直投项目)达105个, 子基金底层项目和直投项目中累计有182个被投资企业完成上市, 2025年新增16家企业完成上市, 其中直投项目中银诺医药完成上市, 另有多个项目IPO申报中。

3.1.4 不动产投资及资产管理业务

截至2025年末, 公司持有A股上市公司光大嘉宝29.17%的股权, 为其第一大股东。光大嘉宝通过旗下光大安石平台管理项目共50个, 其中在管投资管理类项目21个, 在管基金规模约243亿港元, 在管资产规模约524亿港元。光大嘉宝/光大安石以房地产行业构建发展新模式为契机, 加快打造国内领先的不动产资产管理平台, 扩大自有商业品牌“大融城”的竞争力及市场影响力。截至25年末, 光大安石及其下属企业通过基金投资或受托管理形式共管理了17座大融城系列消费基础设施。

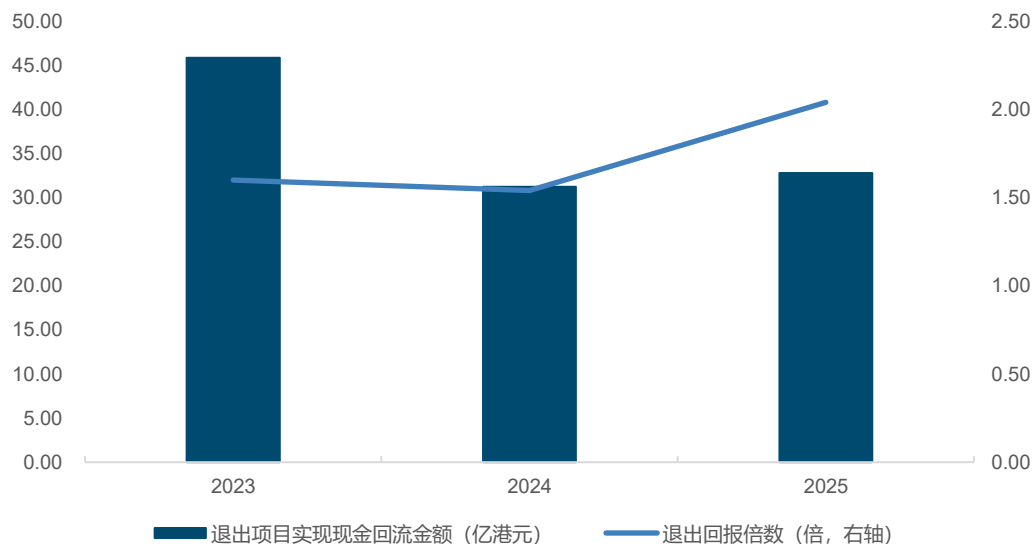
在投资布局方面, 公司于2024年围绕基金管理核心业务, 相继发起设立光控辽宁基金(规模7亿元人民币)、光控赣州国惠产业发展基金(规模4亿元人民币), 并完成了对小米产业基金、鸿钧微电子、亦庄汽车基金等多个项目的出资, 重点支持人工智能算力基础设施、国产半导体与电子设备、新能源汽车及智能驾驶等关键领域的产业发展。2025年, 公司进一步加快投资步伐, 持续聚焦人工智能、芯片半导体、生物医药等战略性新兴产业, 在基金层面完成投资约7.50亿港元。其中包括恒翼生物(肿瘤及自免创新药研发企业)、长江存储(国产存储芯片巨头)、苇渡微电子(芯片半导体设计企业)、珞石机器人(智能机器人企业)、钧嵌传感(新能源车核心传感器供货商)、亚锐智能(锂电新能源检测设备研发制造商)等, 同时通过母基金支持中国创新工场基金、礼来亚洲基金、钟鼎早期科技基金等。

在退出方面, 公司整体退出收益表现突出。2024年基金及自有资金投资层面合计退出金



额超 38 亿港元，整体退出回报倍数达到 1.54 倍。2025 年以来，伴随市场环境逐步回暖，公司在管基金及自有资金合计实现退出约 44.56 亿港元，完全或部分退出了小鹏汽车（新能源造车新势力）、软通动力（全方位软件与数字技术服务）、龙旗科技（领先的智能产品 ODM 厂商）、范式智能（人工智能技术与服务提供商）、网易云音乐（在线音乐平台）、华灿光电（LED 芯片制造商）、天目先导（新能源电池材料制造商）等项目，实现退出整体收益约 22.71 亿港元，退出比成本倍数(MOIC)约 2.04 倍，有效带动多只基金的已分配收益倍数提升。其中，基金业务板块层面实现完全/部分退出项目 83 个，实现现金回流约为 32.77 亿港元。

图表20：2025 年公司退出回报倍数达到 2.04 倍



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 自有资金投资业务：基石性投资稳健，财务性投资改善显著

本公司通过自有资金投资服务于三个目的：

(1) 重要投资企业：主要服务于投资及培育具有产融协同和良好发展前景的企业，公司培育了国内头部独立经营性飞机租赁商中飞租赁，整合多个中高端养老企业形成了优质的养老品牌光大养老，投资了人工智能物联网领域的特斯联。

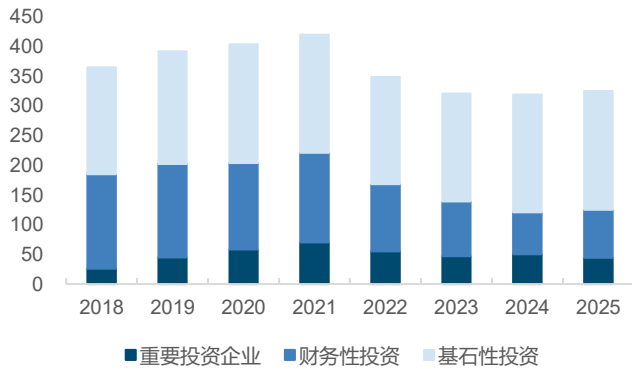
(2) 财务性投资：一方面，公司通过投资于兼顾平衡收益性和流动性的结构性融资产品投资，保持资金流动性的灵活管理，同时获取稳定的利息收益，优化收入结构；另一方面，公司充分利用基金管理业务旗下基金和广泛的业务网络带来的跟投/共投机会，参与未上市公司股权或债权，并获取投资回报。由于没有基金框架的限制，自有资金可投一些增长潜力非常大但需要较长培育时期的行业，投向包括不动产、新经济科技、人工智能和先进制造以及绿色投资等多个领域。

(3) 基石性投资：持有光大银行和光大证券的部分股权，获取稳定的股息和投资收益。

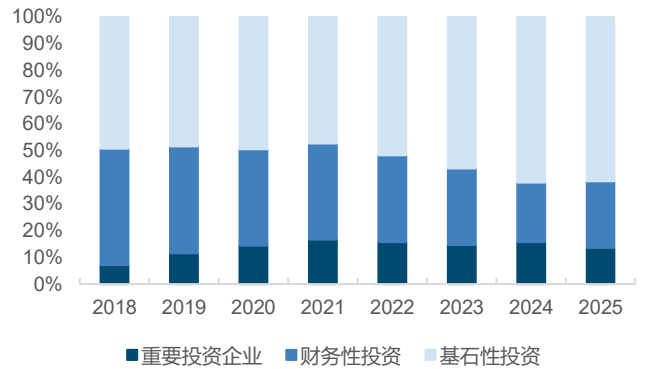
截至 2025 年末，公司自有资金投资业务板块共持有 53 个投后在管项目，合计账面价值约 325 亿港元。其中，持有的中飞租赁、光大养老、特斯联三家重要投资企业的股权的账面价值共约 44 亿港元；财务性投资的公允价值约 81 亿港元；基石性投资中，光大银行的公允价值为 60 亿港元，光大证券作为联营公司入账的账面价值为 140 亿港元。



图表21: 25年末基石性投资规模达到200亿港元



图表22: 25年末基石性投资规模占比达到62%



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 单位为亿港元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2.1 重要投资企业

重要投资企业板块主要服务于投资及培育具有产融协同和良好发展前景的企业, 公司培育了国内头部独立经营性飞机租赁商中飞租赁, 整合多个中高端养老企业形成了优质的养老品牌光大养老, 投资了人工智能物联网领域的特斯联。

(1) 中飞租赁: 为全球航空业提供全产业链解决方案, 业务范畴包括飞机经营性租赁、购后租回、飞机资产包交易和资产管理等常规业务, 也涵盖机队升级、飞机维修、飞机拆解及航材销售等增值服务, 并透过灵活管理飞机资产提升机队的资产价值。同时, 中飞租赁坚定服务国家民航战略, 持续推动国产飞机海外商业化运营。2025年, 中飞租赁主业发展稳健, 经营质量和运营效率持续提升。截至2025年末, 中飞租赁机队规模176架, 其中自有有机队149架, 管理机队27架。

(2) 光大养老: 紧抓国内康养产业发展机遇, 立足机构养老核心业态, 努力打造医养康结合和养老金融特色养老产业。截至2025年末, 光大养老拥有机构、小区服务站点等各类机构数量233个, 形成以京津冀、长三角、成渝经济圈为核心的布局。管理床位数达3.03万张, 入住率提高4.04%, 小区居家养老同比增长14.3万人次。光大养老将智慧养老作为核心战略之一, 通过自主研发与开放合作, 持续探索应用创新, 以标准化、品牌化、数智化为引擎, 通过智能运营管理平台, 实现光大养老122家养老机构全覆盖, 推动运营管理可量化、可追溯、可优化。

(3) 特斯联: 持续深化AI技术与多产业融合, 驱动多行业智能化升级, 落地国产化AI应用与数智方案。2025年, 特斯联正式发布完整空间智能战略, 并发布空间智能一体机, 升级在大模型时代的全新空间智能体验。与高力国际携手研发地产行业领域大模型, 打造空间端到端智能化解决方案, 为客户提供更加智能化、个性化和高效的咨询服务。

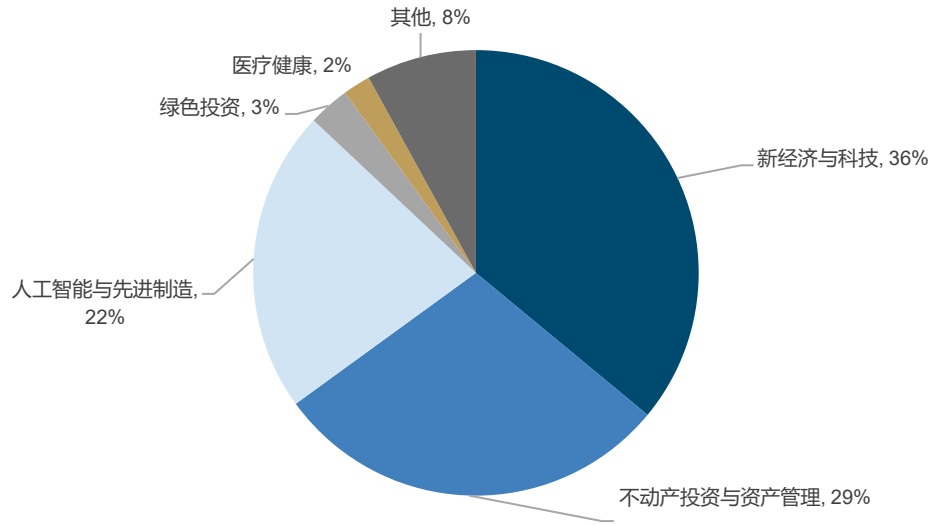
3.2.2 财务性投资

一方面, 公司通过投资于兼顾平衡收益性和流动性的结构性融资产品投资, 保持资金流动性的灵活管理, 同时获取稳定的利息收益, 优化收入结构; 另一方面, 公司充分利用基金管理业务旗下基金和广泛的业务网络带来的跟投/共投机会, 参与未上市公司股权或债权, 并获取投资回报。

由于没有基金框架的限制, 自有资金可投一些增长潜力非常大但需要较长培育时期的行业, 投向包括不动产、新经济与科技、人工智能和先进制造以及绿色投资等多个领域。2025年上半年公司前二十大财务性投资当中, 新经济与科技占比达到36%, 不动产投资与资产管理占比达到29%, 人工智能与先进制造占比达到22%, 绿色投资达到3%, 医疗健康达到2%。



图表23: 2025 年上半年前二十大财务性投资投向



来源: 公司投资者演示材料, 国金证券研究所

3.2.3 基石性投资

基石性投资主要是公司持有光大银行和光大证券的部分股权, 以获取稳定的股息和投资收益。

(1) 光大银行: 截至 2025 年末, 公司持有 15.7 亿股光大银行 A 股股份, 占光大银行股本总额的 2.66%, 投资成本为 14.07 亿港元。报表层面, 公司将持有的光大银行股份指定为通过其他全面收益以反映公平价值的股票投资核算。所持有光大银行股份的账面价值和公允价值均为 60 亿港元。2025 年, 光大银行对公司的收入贡献同比上升 8.0% 至 3.23 亿港元。

(2) 光大证券: 截至 2025 年末, 公司持有 9.56 亿股光大证券 A 股股份, 占其股本总额的 20.73%, 对应投资成本为 14.97 亿港元。报表层面, 公司将光大证券作为联营公司核算, 所持有的股份账面价值为 140 亿港元。2025 年应占光大证券联营公司投资的盈利同比上升 24.2% 至 7.55 亿港元。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入端方面, 公司收入以投资收入和客户合约收入为核心, 两者合计占比长期超过 90%。其中, 投资收入受资本市场波动及项目估值影响较大, 2025 年因市场回暖及资产质量改善实现大幅扭亏; 客户合约收入则与 AUM 增长及基金业绩表现挂钩, 在一级市场复苏背景下具备持续增长潜力。以下为对各部分收入的详细预测与分析。

1) 客户合约收入主要包括管理费收入、表现费及咨询费收入, 主要与基金管理规模和基金退出回报率相关。得益于当前一级市场逐步回暖, 公司募资节奏较前几年相比已有明显改善, 预计在财富管理需求提升与优质项目供给增加的双重推动下, 公司 AUM 有望实现企稳回升, 从而带动管理费收入有序提升。我们假设 2026-2028 年公司 AUM 将达到 1292 亿港元、1402 亿港元、1557 亿港元, 同比增速分别为 +6.4%/+8.5%/+11.1%。由于一级市场复苏仍需时间, 短期基金退出回报率难以持续显著提升, 同时基于价值投资理念, 公司审慎管理退出节奏, 预计表现费收入呈现阶段性回调。整体来看, 我们预计 2026-2028 年客户合约收入分别为 4.99 亿港元、5.44 亿港元、5.87 亿港元, 同比增速分别为 +55.1%、+8.9%、+8.0%。

2) 投资收入主要包括利息收入、股息收入、已实现投资收益以及未实现投资收益, 其中受未实现投资收益影响较大。假定 2026 全年 A 股与 H 股主要市场指数正向上涨, 公司在科技领域持续布局, 投资能力较强, 且种子资金与自有资金占比较高, 预计投资收入有望保持正向增长。参考公司历年来的业绩表现, 我们预计 2026-2028 年投资收入分别为 28.78 亿港元、33.37 亿港元、39.29 亿港元。

费用端方面, 公司主要支出为经营费用、财务费用, 主要受管理规模影响。



1) 经营费用方面,我们假设 2026-2028 年经营费用比率分别为 22%、21%、19%,预计 2026-2028 年经营费用水平分别为 8.48 亿、9.25 亿和 9.69 亿港元,同比增速分别为 +11.1%/+9.1%/+4.7%。

2) 财务费用方面,我们假设公司面临的实际利率在 4.00%左右。对应 2026-2028 年财务费用分别为 9.03 亿、9.47 亿和 9.46 亿港元,同比增速分别为+0.4%/+4.9%/-0.1%。

基于上述业务分析及假设,我们预测 2026-2028 年公司收入总额(为客户合约收入+投资收入+其他来源收入+应占联营公司盈利减亏损+应占合营企业盈利减亏损)分别为 39.35 亿港元、44.08 亿港元、50.55 亿港元,同比增长 139%、12%、15%;2026-2028 年归属于公司股东盈利分别为 14.68 亿港元、18.19 亿港元、23.19 亿港元,同比增长 173%、24%、28%。

图表24: 公司盈利预测情况

单位: 百万港元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入总额	1,660.87	343.66	1,643.35	3,935.28	4,407.64	5,055.15
客户合约收入	792.03	407.12	321.92	499.18	543.60	587.31
投资收入	-489.49	-53.79	998.20	2,878.41	3,336.65	3,928.72
应占联营公司盈利减亏损	230.82	3.54	429.38	668.37	630.64	645.82
应占合营公司盈利减亏损	25.18	-41.27	7.42	2.89	10.32	6.88
经营费用	-907.22	-823.84	-763.20	-848.07	-925.38	-968.57
财务费用	-1,643.69	-1,339.13	-900.19	-903.36	-947.50	-946.20
减值损失	-731.69	-358.62	-1,637.05	-387.40	-337.57	-345.04
除税前盈利	-1,685.89	-2,177.93	-1,657.10	1,796.45	2,197.19	2,795.34
税项开支/抵免	-76.38	313.27	-77.52	-169.16	-219.72	-279.53
净利润	-1,762.27	-1,864.66	-1,734.61	1,627.29	1,977.47	2,515.81
归母净利润	-1,922.64	-1,909.02	-2,007.72	1,468.01	1,818.55	2,318.71

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

光大控股的业务板块可以分为基金管理业务和自有资金投资业务,不同业务模式之间差异较大,我们采用分部估值法对光大控股进行估值分析。

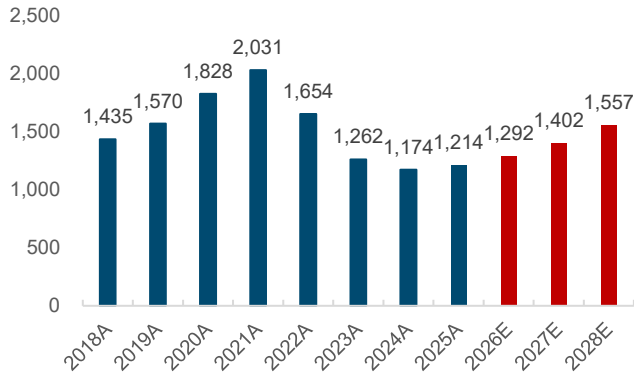
(1) 基金管理业务: 使用 P/AUM 进行估值

AUM 的增长直接带动管理费收入的提升,亦体现管理人的募资与投资能力,是衡量私募股权管理业务价值的关键指标,同时管理规模倍数 (P/AUM) 具备估值可比性与稳定性。我们采用 P/AUM 对基金管理业务板块进行估值,以反映该类业务以资产管理规模为核心的增长逻辑。

随着一级市场逐渐回暖,基金募资节奏有明显改善,我们预计公司基金管理规模有望实现企稳回升,预计公司 2026 年末基金管理规模约为 1,292 亿港元,其中约 29%为自有种子资金,对应第三方募集 AUM 约 917 亿港元。参考国际资管机构(黑石、凯雷、KKR、惠理集团)的历史表现,其 2020-2024 年平均 P/AUM 约 0.10,结合公司与国际头部机构在品牌、业绩持续性等方面仍存在一定差距,我们予以 50%的估值折让,对应公司 2026 年 P/AUM 为 0.05。依此测算,基金管理业务板块估值约为 46 亿港元。

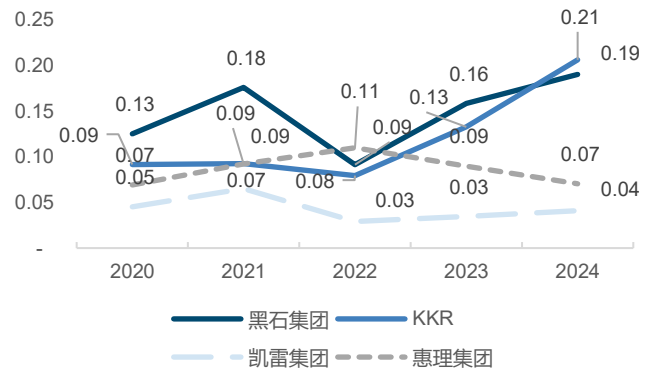


图表25: 预计公司2026年基金管理规模约为1,292亿港元(亿港元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 黑石集团、KKR、凯雷集团、惠理集团P/AUM情况



来源: Wind, 各公司年报, 国金证券研究所 注: P为各公司当期期末总市值, AUM为各公司当期期末资产管理规模

(2) 自有资金投资业务: 采用PB法进行估值

截至2025年12月末, 公司净资产规模为321亿港元, 剔除所持光大银行与光大证券股权后的账面净资产约为121亿港元。假设在持股比例不变的前提下, 我们预计2026年末剔除光大银行和光大证券后的净资产规模将增至158亿港元。参考港股上市的中信金融资产、首程控股、复星国际与A股上市的四川双马作为可比公司, 其2026年平均PB估值约为1.26倍。由于自有资金投资业务受资本市场波动影响显著, 公允价值变动及减值风险较高, 因此出于审慎考虑, 我们给予该板块0.45倍PB, 对应估值约为71亿港元。

图表27: 可比公司PB估值

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速 (2026E)	ROE					PB 26E
				2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	
000935.SZ	四川双马	27.3	142.3%	13.2%	4.1%	5.8%	12.6%	13.7%	2.46
2799.HK	中信金融资产	0.72	8.2%	3.6%	17.8%	18.4%	17.4%	15.7%	0.90
0697.HK	首程控股	1.68	147.0%	4.1%	4.2%	3.0%	6.7%	8.4%	1.40
0656.HK	复星国际	4.22	107.6%	1.1%	-3.6%	-22.1%	1.5%	2.0%	0.27
	平均	8.48	101.27%	5.5%	5.6%	1.3%	9.6%	10.0%	1.26

来源: iFind, 国金证券研究所 注: 1) 四川双马股价单位为元, 其余公司股价单位为港元; 2) 四川双马数据来源于国金证券研报, 因未公布财报2025年ROE为预测值, 其余公司预测数据来源于iFind一致预测; 3) 数据截至2026年4月16日

(3) 基石性投资估值: 采用PB法进行估值

公司持有的光大银行与光大证券股权构成其优质的基石性资产。截至2025年12月末, 公司持有光大银行2.66%股份(公允价值/账面价值约60亿港元)及光大证券20.73%股权(账面价值约140亿港元), 合计账面价值约200亿港元。按照2026年4月15日的收盘价及最新汇率计算, 公司持有光大银行以及光大证券股权的市值合计约为229亿港元。考虑到该部分资产具备持续分红收益与战略协同价值, 同时参考2020年再融资新规中对上市公司非公开发行股票定价的规定, 给予80%的折扣, 对应估值约为46亿港元。

图表28: 分部估值情况(亿港元)

	外部资金基金管理规模 (26E)	对应 P/AUM	对应市值
基金管理业务	917	0.05	45.61
	净资产规模 (26E)	对应 PB	对应市值
自有资金投资业务 (除光大证券&光大银行)	158	0.45	71.32
	持有市值规模	折价比例	
光大证券&光大银行	229	80%	45.72



	外部资金基金管理规模 (26E)	对应 P/AUM	对应市值
合计			162.64

来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

根据上述测算, 我们给予公司整体 2026 年 163 亿港元估值, 对应目标价 9.65 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、资产管理规模增长不及预期: 私募股权市场资金向头部机构和特定赛道集中, 若不能持续打造出具有鲜明产业优势和突出回报的旗舰基金, 将面临中长期募资压力;
- 2、项目投资回报不及预期: 科技赛道技术迭代快、竞争激烈, 一旦技术路线判断失误或商业化进程受阻, 前期高估值投资面临显著减值风险;
- 3、退出环境的不确定性: 投资回报最终依赖于退出, 项目退出周期拉长、退出价格折让, 直接影响回报倍数和业绩报酬的实现;
- 4、私募股权业务与基金募集情况、被投项目上市节奏、业绩变现节奏相关, 弹性较大。



附录：三张报表预测摘要

资产负债表 (百万港元)							利润表 (百万港元)						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
非流动资产	56,221	52,138	50,806	51,982	53,957	56,089	收入总额	1,661	344	1,643	3,935	4,408	5,055
物业、厂房及设备	464	456	469	460	452	446	客户合约收入	792	407	322	499	544	587
投资物业	5,585	5,329	5,275	4,842	4,633	4,413	投资收益/亏损净额	-489	-54	998	2,878	3,337	3,929
联营公司投资	17,710	17,017	17,900	16,963	16,915	16,531	其他来源之收入/损失	1,102	28	-114	-114	-114	-114
合营公司投资	933	730	748	763	778	794	减值损失	-732	-359	-1,637	-387	-338	-345
指定为通过其他全面收益以反映公允价值之股票投资	5,033	6,573	6,077	6,651	7,338	8,137	经营费用	-907	-824	-763	-848	-925	-969
通过损益以反映公允价值之金融资产	26,497	22,032	20,337	22,303	23,842	25,769	经营活动收益/亏损	-234	-801	-1,194	2,029	2,504	3,089
流动资产	23,367	22,548	22,978	24,441	24,843	25,163	财务费用	-1,644	-1,339	-900	-903	-947	-946
通过损益以反映公允价值之金融资产	4,315	5,218	5,436	6,266	6,394	6,819	联营公司投资的减值损失	-64	0	0	0	0	0
客户借款	3,071	3,059	3,249	3,314	3,489	3,395	应占联营公司盈利减亏损	231	4	429	668	631	646
存货	1,529	1,473	1,446	1,459	1,455	1,457	应占合营公司盈利减亏损	25	-41	7	3	10	7
应收账款、按金、预付款及其他	1,929	1,546	1,294	1,605	1,616	1,615	除税前盈利/亏损	-1,686	-2,178	-1,657	1,796	2,197	2,795
交易证券	2,916	2,830	3,049	3,122	3,119	3,143	税项抵免/开支	-76	313	-78	-169	-220	-280
现金及现金等价物	9,588	8,422	8,504	8,675	8,770	8,735	净利润	-1,762	-1,865	-1,735	1,627	1,977	2,516
资产总额	79,588	74,686	73,783	76,423	78,801	81,252	归属于母公司股东净利润	-1,923	-1,909	-2,008	1,468	1,819	2,319
流动负债	21,333	16,623	16,432	12,627	12,289	12,447	归属于非控制股东净利润	62	-35	190	73	76	113
应付账款、已收按金及预提费用	2,962	2,574	2,893	2,859	2,831	2,841	每股指标 (港元/股)						
银行贷款	10,996	9,300	7,248	8,300	7,995	8,132	EPS	-1.14	-1.13	-1.19	0.87	1.08	1.38
其他金融负债	472	437	539	468	467	470	BPS	20.24	19.37	19.07	21.52	23.25	24.73
租赁负债	13	20	20	20	20	20	DPS	0.25	0.10	0.10	0.15	0.20	0.20
税项准备	583	673	576	576	587	585	主要财务比率						
非流动负债	24,149	25,413	25,210	27,528	27,325	27,124	收入总额增速	137.0%	-79.3%	378.2%	139.5%	12.0%	14.7%
银行贷款	7,608	4,084	5,222	4,900	5,068	5,025	归母净利润增速	74.2%	0.7%	-5.2%	173.1%	23.9%	27.5%
应付债券	7,724	13,498	12,732	14,713	14,358	14,216	净利率	-115.8%	-555.5%	-122.2%	37.3%	41.3%	45.9%
其他金融负债	6,769	6,442	6,019	6,494	6,503	6,500	ROE	-5.3%	-5.7%	-6.2%	4.3%	4.8%	5.7%
租赁负债	11	18	43	45	42	42	股息率	6.5%	2.8%	1.6%	2.3%	3.1%	3.1%
递延税项负债	2,037	1,370	1,193	1,376	1,355	1,340	估值比率						
总负债	45,482	42,036	41,642	40,156	39,614	39,571	P/E	-1.7	-2.5	-5.4	7.4	5.9	4.7
股本	9,618	9,618	9,618	9,618	9,618	9,618	P/B	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
储备	21,372	20,109	17,778	19,453	19,339	19,179							
归属于母公司股东权益	30,990	29,727	27,396	32,841	35,486	37,698							
非控股权益	906	714	887	960	1,036	1,149							
所有者权益	34,106	32,650	32,141	36,267	39,187	41,681							
负债及所有者权益	79,588	74,686	73,783	76,423	78,801	81,252							

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址: 北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究