

现代投资银行进化系列之四

掘金跨境资管：以香港为例

优于大市

核心观点

香港资管规模庞大且格局稳定。截至2024年末，香港资管行业管理资产总额达35.14万亿港元，其中41%配置于中国内地及香港，46%的资金来源亦来自于此。从地域分布看，香港本地资金占比最高，北美和中国内地分列二三位，过去五年区域结构保持稳定。投资者方面，专业机构占比达到46%，占据主导地位，个人投资者合计约31%。销售渠道长期由银行和保险公司主导，合计占据九成以上零售基金代销份额，但近十年银行渠道占比明显下滑，保险及其他新兴渠道逐步崛起。

科技新兴力量与政策开放带来增量空间。以蚂蚁集团和富途控股为代表的科技驱动型机构快速崛起：蚂蚁通过收购耀才证券快速获取全牌照，着力打造数字金融生态；富途则以社交化交易平台吸引年轻投资者，实现跨市场布局。中资券商如中金公司和华泰证券积极拓展国际化业务，通过互联互通等机制打通境内外服务链条。同时，一系列跨境互联互通政策的深化为市场注入活力，QDII额度持续扩大，跨境理财通南向通投资者人数快速增长，ETF互联互通南向交易额显著领先，成为内地资金出海的重要通道。香港资管市场资产种类日趋丰富，资金也日趋充裕。

中资机构通过差异化策略成功立足。南方东英作为先行者，凭借丰富的ETF产品线成为市场龙头，其在杠杆反向产品领域占据绝对优势，并成功将业务拓展至沙特等中东市场。华夏基金香港则展现了强大的创新能力，从早期对冲基金业务起步，逐步发展为涵盖主动管理、ETF、虚拟资产及代币化基金的综合性平台，特别是在代币化基金领域率先布局，推出了覆盖多币种的创新产品系列。这两家机构的发展路径表明，结合产品创新与国际化视野是在香港市场取得成功的关键。

从多维度优化展业布局。产品方面，应大力发展特色ETF和代币化基金，以创新突破传统渠道依赖；渠道策略上，需主攻互联网券商等新兴平台，同时优化与银行保险的传统合作；跨境联动尤为关键，要充分利用理财通、互认基金等机制打通资金双向流动；运营层面则建议接入港交所综合基金平台，实现降本增效。总体而言，中资机构需以创新产品匹配新渠道，以跨境业务捕捉新资金，以数字化手段提升运营效率，从而在市场重构中确立竞争优势。

风险提示：1、资本市场景气度下降；2、竞争恶化；3、政策及法律风险等。

投资建议：跨境业务为券商开拓了新业务机遇。一方面，资金和资产种类更加丰富，对券商展业产生直接正面影响；另一方面，居民财富资管化，券商与各大资管机构合作关系紧密，提升综合金融服务能力，亦有利于业务规模扩张。重点推荐：资金使用效率高、机构客户储备强、跨境业务布局领先的券商，受益标的：中信证券、华泰证券。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS		PE	
代码	名称	评级	(元)	(百万元)	2025E	2026E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	优于大市	29.65	439,429	1.84	2.11	16.11	14.05
601688.SH	华泰证券	优于大市	22.05	199,042	2.00	2.20	11.03	10.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

非银金融

优于大市·维持

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社保基金2024年年度报告点评-长期投资，复利增长》——2025-09-30
《“924”周年资管生态回顾暨现代投资银行进化系列之三-储蓄涌活水，资管共潮生》——2025-09-23
《基金销售服务费用管理规定点评-降低投资成本，规范销售秩序》——2025-09-06
《内外共振，走向曙色——下半年市场资金结构分析暨非银金融行业投资机会》——2025-08-28
《现代投资银行进化系列之二-海外投行参与数字金融启示录》——2025-08-04

内容目录

一、香港资管市场销售格局	5
（一）资管市场的资金来源分析：地区分布	6
（二）资管市场的资金来源分析：投资者分布	7
（三）销售机构竞争格局：渠道集中在银行与保险公司	7
（四）不同类型机构在代销产品方面的特征	8
二、香港资管市场新变化及机遇	9
（一）有潜力的新销售机构	9
（二）中资销售机构的业务布局	11
（三）香港资管市场的新资金	15
三、中资基金公司跨境业务布局	18
（一）南方东英：产品丰富、规模领先	19
（二）华夏基金香港：锚定创新赛道，引领市场变革	20
四、从中资机构布局看业务突破与投资机会	21
（一）产品创新：以 ETF 与代币化基金为双引擎，突破渠道依赖	21
（二）渠道策略：主攻互联网券商，优化传统渠道合作	22
（三）跨境联动：全力融入资本市场双向开放，打通资金循环	22
（四）运营增效：接入港交所新平台，降本提效	22
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1: 香港资产及财富管理行业的管理资产总额（单位：十亿港元）	6
图 2: 香港资产及财富管理行业的资金来源地区分布	6
图 3: 香港资产及财富管理行业的投资者结构	7
图 4: 香港零售基金销售渠道	8
图 5: 三家保险公司的投连险收费对比	8
图 6: 中银香港的基金认购费费率	9
图 7: 耀才证券客户户口数及客户资产（单位：户、亿港元）	10
图 8: 富途入金账户数及日均客户资产（单位：万户、十亿港元）	10
图 9: 富途用户年龄结构（截至 2022 年底）	11
图 10: 中金公司境外收入及占比（单位：亿元）	11
图 11: 中金公司境内及境外业务毛利率对比	11
图 12: 中金公司的全球化业务布局	12
图 13: 中金公司的买方投顾产品保有规模（单位：亿元）	13
图 14: 华泰证券境外收入及占比（单位：亿元）	14
图 15: 华泰证券境内及境外业务毛利率对比	14
图 16: 华泰国际的业务布局	14
图 17: 中国 QFII 额度及 RQFII 额度变化趋势（单位：亿元、亿美元）	15
图 18: 中国 QDII 额度变化（单位：亿美元）	16
图 19: QDII 基金数量、份额及规模（单位：只、亿份、亿元）	16
图 20: QDII 基金投资地区分布	16
图 21: 香港互认基金累计净汇出金额及内地互认基金累计净汇入金额变化（单位：亿元）	17
图 22: 跨境理财通投资者人数（单位：人）	18
图 23: 跨境理财通（南向通）已用额度及占比（单位：亿元）	18
图 24: ETF 互联互通当月买卖总额（单位：亿元）	18
图 25: ETF 互联互通累计买卖总额（亿元）	18
图 26: 南方东英旗下 ETF 份额及规模（单位：亿份、亿港元）	20
图 27: 华夏基金香港旗下 ETF 份额及规模（单位：亿份、亿港元）	21

表1：内地资本市场跨境业务政策梳理	15
表2：部分基金公司境外子公司概况	19

在当前低利率环境下，国内传统资产收益水平不高，国内资产管理行业依靠固收类资产和单一市场博取超额回报的难度在增加。跨境资产管理通过将投资视野扩展至全球，能够有效突破这一瓶颈。它使得投资者可以捕捉不同经济体的增长周期和利率差异，进入更广阔的核心市场（如欧美）或高增长的新兴市场（如东南亚），从而在源头上拓宽了可投资资产类别和收益来源，为构建分散化、收益风险比更优的投资组合提供了根本前提。

“乘桴浮于海”，跨境资管的突破口意义，在于它契合了中国金融市场双向开放和投资者需求升级的长期进程。随着我国居民财富积累和理财意识提升，进行全球资产配置以分散风险、追求绝对收益的需求日益旺盛。同时，我国资本项目开放持续深化，从“沪港通”到“跨境理财通”，政策通道不断拓宽，为跨境业务提供了制度基础。这使得开展跨境资管不再是锦上添花，而是满足客户真实需求、服务实体经济跨境配置的必然发展方向。

对于我国资产管理机构而言，发展跨境业务更是驱动自身转型升级、提升国际竞争力的关键契机。激烈的国内竞争迫使机构必须打造差异化能力，跨境资管业务链条长、专业要求高，能直接倒逼机构在宏观研究、汇率风险管理、全球交易执行等核心能力上实现跃升。通过参与全球竞争，机构可以逐步从“本土化”运营转向“全球化”配置，从而在低利率的严峻挑战中，开辟出一条以专业能力构筑护城河的长期增长新路径。我们先以我国香港地区为例，探讨跨境资管业务和财富业务的发展模式。

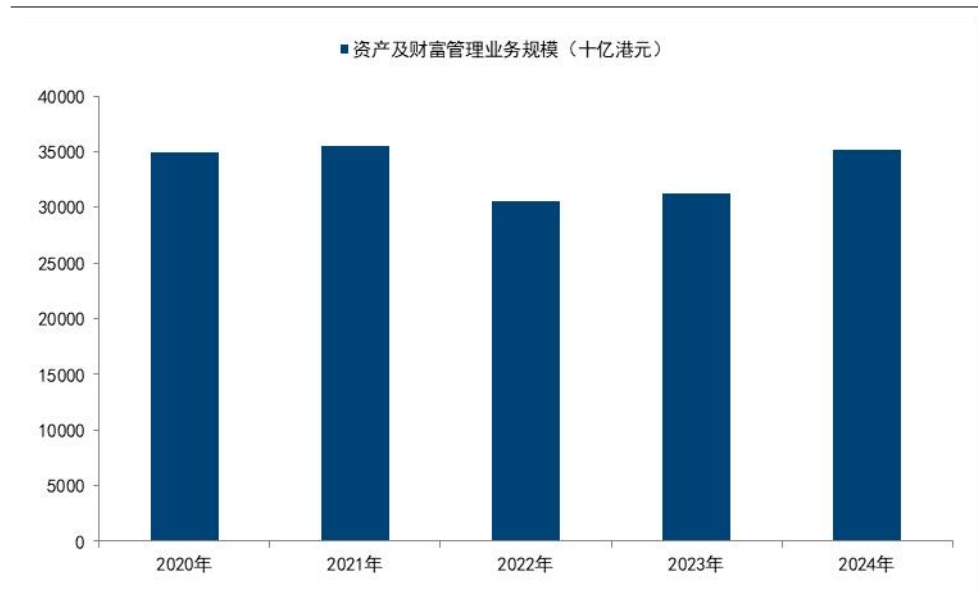
中国香港作为国际金融中心，其资管市场规模庞大，截至 2024 年末管理资产总额达 35.14 万亿港元，其中 41%配置于中国内地及香港，46%的资金来源亦来自于此。从销售格局看，市场资金来源地区分布稳定，香港本地占比最高（37%），其次为北美（23%）和中国内地（9%）。投资者以专业机构为主（46%），个人投资者合计占比约 31%。销售渠道高度集中于银行与保险公司，但互联网券商等新兴渠道正快速崛起。当前，香港资管市场正经历深刻变化：数字资产与代币化基金成为创新焦点；跨境互联互通机制（如 QFII/RQFII、跨境理财通、ETF 互联互通）持续为市场注入新资金，其中“跨境理财通”南向通增长显著；港交所新推出的综合基金平台等基础设施革新有望显著提升运营效率。

同业实践显示，成功机构均通过产品创新（如特色 ETF）、把握跨境政策及布局数字化实现突破。基于此，我们建议：以 ETF 与代币化基金为创新双引擎；主攻互联网券商等新渠道并优化传统合作；全力融入“跨境理财通”等机制以打通资金循环；接入港交所新平台以实现降本提效，从而在市场竞争中确立优势。

一、香港资管市场销售格局

香港资管市场作为重要的国际金融中心之一，金融市场规模庞大，资管市场成熟发达。与其他国际金融中心相比，香港紧靠中国大陆市场，是国际资金投资我国境内的重要渠道，也是我国境内资金投资境外的重要通道。香港的资产及财富管理业务包括资产管理、基金顾问、私人银行及私人财富管理、香港证监会认可的房地产投资信托基金的信托服务及管理。截至 2024 年末，香港资产及财富管理行业的管理资产总额达到 35.14 万亿港元，其中 41%配置于中国内地及香港，而资金来源中有 46%来自中国内地及香港。

图1: 香港资产及财富管理行业的管理资产总额（单位：十亿港元）

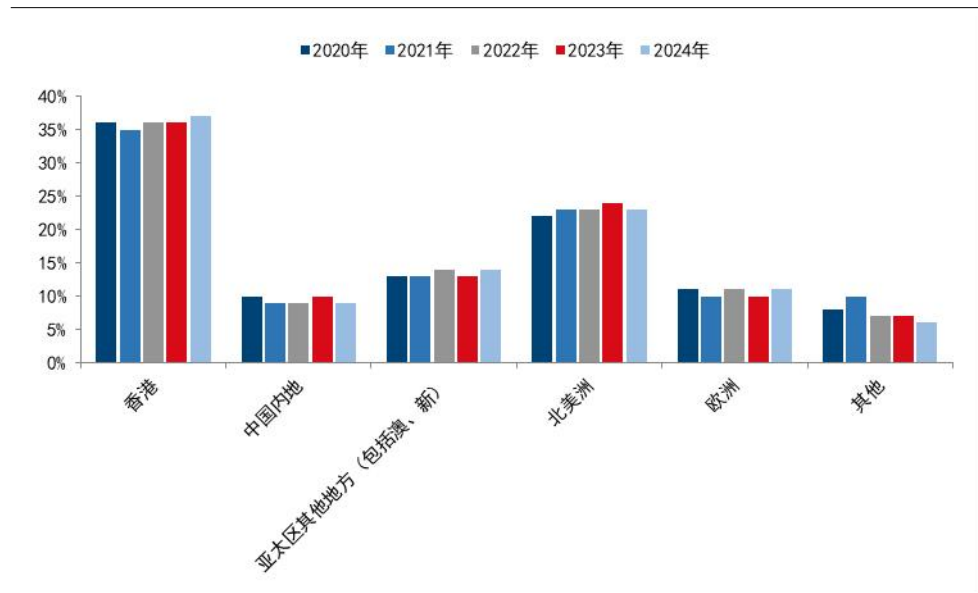


资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理

（一）资管市场的资金来源分析：地区分布

从资金来源的地区分布来看，区域分布较为稳定，变化不大。（1）从2024年末地域分布来看，香港占比37%，是最大的资金来源地；其次为北美洲，占比23%；中国内地占比为9%。（2）从地区分布趋势来看，不同地区占比较为稳定，近五年占比上下波动一般不超过2个百分点，没有体现出明显的趋势变化。

图2: 香港资产及财富管理行业的资金来源地区分布



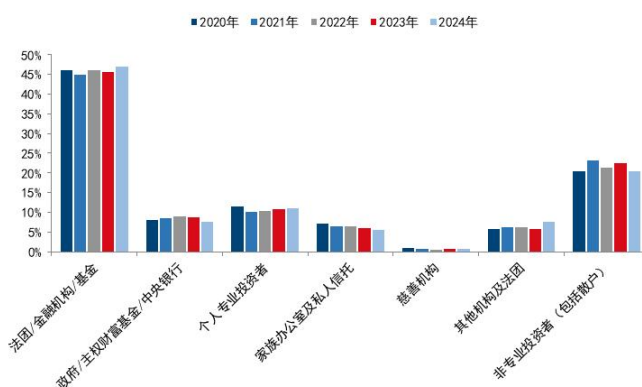
资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理。注：数据不包括房地产基金及归属于非持牌法团/注册机构的信托持有资产（两者合计为6110亿港元，占比很小）。

（二）资管市场的资金来源分析：投资者分布

香港证监会没有披露资产及财富管理业务的投资者结构，但披露了资产管理及基金顾问业务、私人银行及私人财富管理业务这两个项目的投资者结构。其中，资产管理及基金顾问业务、私人银行及私人财富管理业务加总后的数据与资产及财富管理业务口径有一定差异，但大体上可以近似替代，因此在分析投资者构成时，我们采用资产管理及基金顾问业务、私人银行及私人财富管理业务加总数据。如2024年末资产及财富管理业务总规模为35.14万亿港元，而资产管理及基金顾问业务、私人银行及私人财富管理业务规模加总后为36.36万亿港元，主要是其中的个别项目被重复统计。

从投资者类型来看，投资者结构也较为稳定，变化不大。（1）从2024年末投资者结构来看，法团/金融机构/基金等专业机构投资者的占比为46%，是最大的资金来源方。其次为包括散户在内的非专业投资者，占比20%。此外还有一些个人投资者被认定为专业投资者，其占比为11%，因此全部个人投资者占比实际上有31%。（2）从投资者分布趋势来看，不同投资者占比比较为稳定，近五年占比上下波动一般不超过3个百分点，没有体现出特别明显的趋势变化。

图3：香港资产及财富管理行业的投资者结构



资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理。注：采用资产管理及基金顾问业务、私人银行及私人财富管理业务加总数据进行估计。

（三）销售机构竞争格局：渠道集中在银行与保险公司

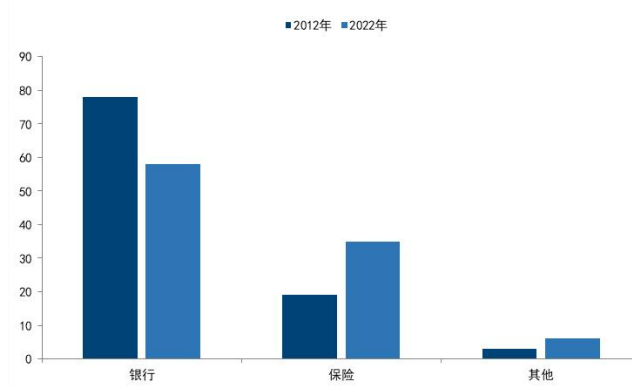
目前在各类型产品的分销渠道中，公募基金的数据有较详细统计，其他产品的分销渠道则缺乏统计数据。从产品类型来看，2024年末香港公募基金市场规模（即认可单位信托及互惠基金资产净值）为1.81万亿美元，约合14万亿港元，占香港资管市场规模的40%，一定程度上也能代表香港资管市场的分销渠道情况。

银行与保险是核心代销渠道。香港的主要金融产品分销渠道包括银行、保险、其他机构（如券商、独立财务顾问、基金直销等）。普华永道曾经估计过2022年香港零售基金的销售渠道情况，显示香港的零售公募基金销售渠道较为单一，银行、保险、其他渠道分别占比58%、35%、6%（三者相加不足100%系四舍五入引起，原始披露值即如此），说明银行与保险机构是香港零售公募基金的核心代销渠道。

从趋势来看，银行占比下降，保险、其他渠道占比提升。普华永道估计的数据显示，2012年银行、保险、其他渠道在香港的零售公募基金销售占比分别为78%、19%、3%，相比之下，十年间银行渠道占比下降了20个百分点，保险占比提升了

16 个百分点，其他渠道提升了 3 个百分点。

图4: 香港零售基金销售渠道



资料来源：普华永道，国信证券经济研究所整理

(四) 不同类型机构在代销产品方面的特征

银行与保险公司代销基金的差别在于，投资者通过银行购买基金是直接持有基金产品，而保险公司出售的实际上是投连险，投资者是通过投连险间接投资公募基金。收费方面，一般银行会在投资者购买基金时一次性收取认购费，而保险公司不收取认购费，而是收取行政费用。与通过银行直接投资公募基金相比，通过保险公司投资公募基金有两个好处：一是其费用往往并非一次性收取，而是在一年内逐月分摊，因此考虑时间价值后的行政费率会比看上去低一些；二是在进行基金转换时，银行会收取基金转换费，保险公司则免费。不过保险公司对于投资期限要求较高，一般投资不足 5 年提前支取需要支付较高的费用。

图5: 三家保险公司的投连险收费对比

费用	保诚寿险	友邦卓越智悦	宏利投资计划
投资险总费用及收费披露 (TFCD) 百分比	17.2%	24%	27.5%
行政费用	首5个保单年度 每月扣除保单价值0.175% (即 每年2.1%) ; 第6个保单年度起 每月扣除保单价值0.1% (即每 年1.2%)	首5个保单年度, 须付已付整 付保费, 及已付额外投资保费的 1.5%, 每月收取 (即1.5% ÷12)	账户维持费为投资险项资产净值 的0.12%; 垫支费用每年不多于投资险项资 产净值的0.03%
保险成本	0.3%	0%	0%
提取费用	首年保单价值8%, 其后逐年递 降, 第6年及以后0%	首年扣收保费2.25%, 其后逐 年递减, 第6年及以后0%; 另外, 若果 首年退保, 账户资金100%将被扣除, 扣减率逐年递减, 第6年及以 后0%	首年6%, 其后逐年递减, 第6年及以后0%
投资险项转换费用	现时没有	未有提及	现时没有
投资组合管理费用	未有提及	每个保单月日的前一日的 户口价值的每年1% (即每月1% ÷12), 直至基本保单终止	未有提及
基金层面收费	另行收取的管理费、表现费 用、 买卖差价、转换费用或其他经 常费用, 投保人毋须直接支付, 费用会被扣除并反映在参考基 金单位价格上	另行收取的管理费、表现费 用、 买卖差价、转换费用或其他经 常费用。 投保人毋须直接支付, 费用会被扣除并反映在参考基 金单位价格上	按各影子投资项而算, 每年扣收投资险项资产净值的 0.5%至2.1%。 部份由基金经理收取, 反映在相关基金价格; 部份由宏 利收取

註：以上資訊由10Life從投連險產品《產品資料概要》獲得，更新至2023年3月14日，僅供參考，並不是銷售建議。

资料来源：10life 保险产品网，国信证券经济研究所整理

图6: 中银香港的基金认购费率

	管道	
认购费率	分行 (整额认购 / 跨基金公司转换)	网上银行及手机银行 (整额认购)
「私人财富」	1.90%	1.50%
「中银理财」	2.00%	1.60%
「智盈理财」	2.40%	2.00%
其他客户	2.60%	2.20%

资料来源：中银香港官网，国信证券经济研究所整理

二、香港资管市场新变化及机遇

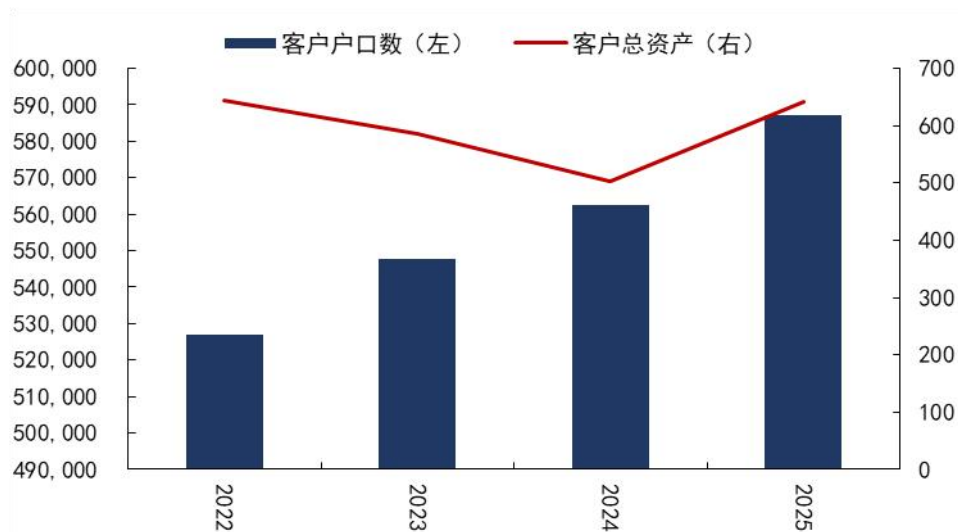
（一）有潜力的新销售机构

1、蚂蚁香港：以香港为支点构建全球化财富管理生态

蚂蚁集团在香港的资管业务核心目标明确，即通过收购耀才证券（持股 50.55%）快速获取全金融牌照，弥补其跨境证券业务短板，并以此为枢纽连接内地与全球市场。一是牌照补全与合规突围：耀才证券持有香港证监会 1 号、2 号、4 号、5 号、6 号及 9 号牌照，覆盖证券、期货、资管等全业务链条。蚂蚁通过收购直接规避了自行申请牌照需 2~3 年的审批周期，大幅缩短合规上市准备时间。二是科技赋能传统金融：蚂蚁计划将 AI 投顾、区块链、大数据风控等技术发展耀才证券，推动其交易平台数字化升级，打造“智能投研+跨境结算”一体化样本。三是跨境资产配置枢纽：借助香港市场优势，蚂蚁可拓展港股通、美股、外汇及衍生品交易，满足内地投资者全球资产配置需求，并探索数字资产托管、RWA 等创新业务。

产品布局层面，从标准化产品到跨境创新。蚂蚁依托现有生态与耀才证券资源，形成多层次产品体系。基础产品引流层面，通过蚂蚁财富平台向数亿用户提供余额宝、债券基金、权益基金等标准化产品，为复杂产品导流。跨境特色产品层面，一是港股/美股通道：耀才证券原有 642 亿港元管理资产及 58 万客户资源，可开展港股通、美股交易服务。二是数字资产创新：利用香港“沙盒监管”政策，计划开展代币化证券、新能源资产 RWA 跨境融资（如光伏电站代币化）。技术赋能升级层面，应用蚂蚁数科“可信数据空间”技术，在合规前提下实现跨境数据协同，优化智能投顾产品精准度。

图7：耀才证券客户户数及客户资产（单位：户、亿港元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2、富途控股：“牌照+科技+生态”三轮驱动，抢占跨境财富管理赛道

富途已在中国香港、新加坡、马来西亚、美国、日本、澳大利亚及加拿大市场布局。2012年富途成立富途证券（香港），在香港市场正式开展经纪业务，支持港股、美股、沪深港通、期权、期货、基金交易。富途2018年进军美国市场，2021年进军新加坡市场，2022年开始在日本和澳大利亚市场展业，2023年再拓展至马来西亚和加拿大市场。

图8：富途入金账户数及日均客户资产（单位：万户、十亿港元）

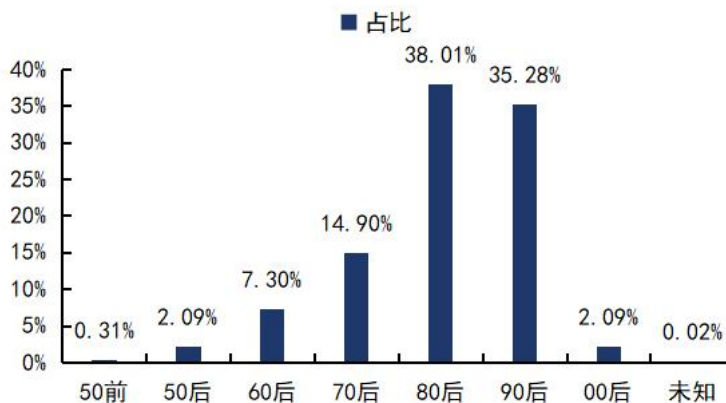


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

香港市场是富途的基本盘，富途通过富途牛牛APP提供一站式交易服务。富途牛牛是富途在香港市场提供经纪业务的数字化金融服务平台，富途牛牛APP集交易、

社交、理财等多项功能于一身，产品力卓越。基于 APP，公司通过牛牛圈社区建立富途生态圈，培养客户黏性。富途通过“线上+线下”同步营销，实现触达客户。富途在营销方面延续了互联网企业的做法，在线上自主运营企业号、公众号、直播、短视频等，在香港市场线下则采用了诸如在人流密集的地方进行广告投屏、“牛牛巴士免费乘车计划”等手段，逐步占领用户心智，维护品牌形象。

图9：富途用户年龄结构（截至 2022 年底）



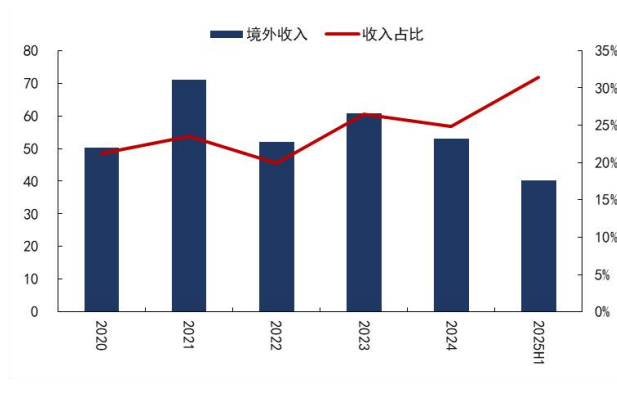
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）中资销售机构的业务布局

1、中金公司：国际化业务具备先发优势

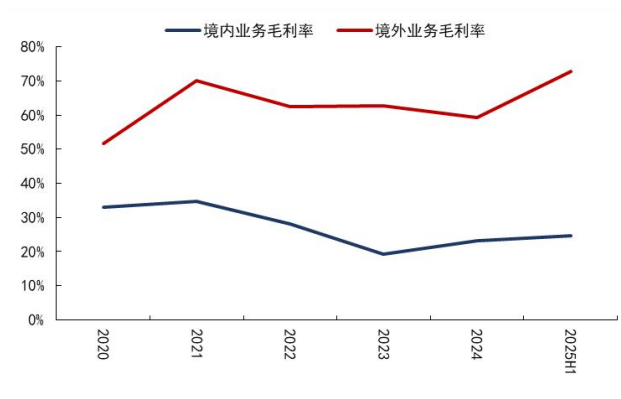
目前，中金国际以控股公司身份在中国香港、纽约、新加坡、伦敦、法兰克福和东京等世界各主要金融中心设立子公司或分支机构，并积极在“一带一路”地区拓展业务。目前，中金公司已在境外建立了证券研究、投资银行、机构经纪、资产管理和财富管理等业务平台。近年来，中金公司境外业务收入占比稳中有升，截至 2025H1，公司境外业务收入达 40.24 亿元、收入占比 31.4%。此外，由于公司在境外开展的主要是经纪、投行、资管等轻资产业务，公司境外业务毛利率显著高于境内业务。

图10：中金公司境外收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：中金公司境内及境外业务毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在境内外联动推动财富管理业务发展时，中金公司主要围绕全球协同网络与战略布局、业务联动与产品创新机制这两个核心层面展开，形成了一套高效且独具特色的国际化运作模式。

在全球协同网络于战略布局层面，中金公司构建了覆盖全球主要金融中心的网络，以此作为境内外联动的物理基础。其国际业务网络以香港为桥头堡，并拓展至纽约、伦敦、新加坡、旧金山、法兰克福和东京等金融中心。在此基础上，中金公司着力打造“中国香港-新加坡双核联动”的业务模式，利用香港连接内地与全球市场的优势，以及新加坡辐射东南亚的区位优势，协同服务“一带一路”共建国家的客户。这种布局不仅服务于中国企业“走出去”的融资需求，也吸引了国际资本投资中国资产，促进了资本的双向流动。

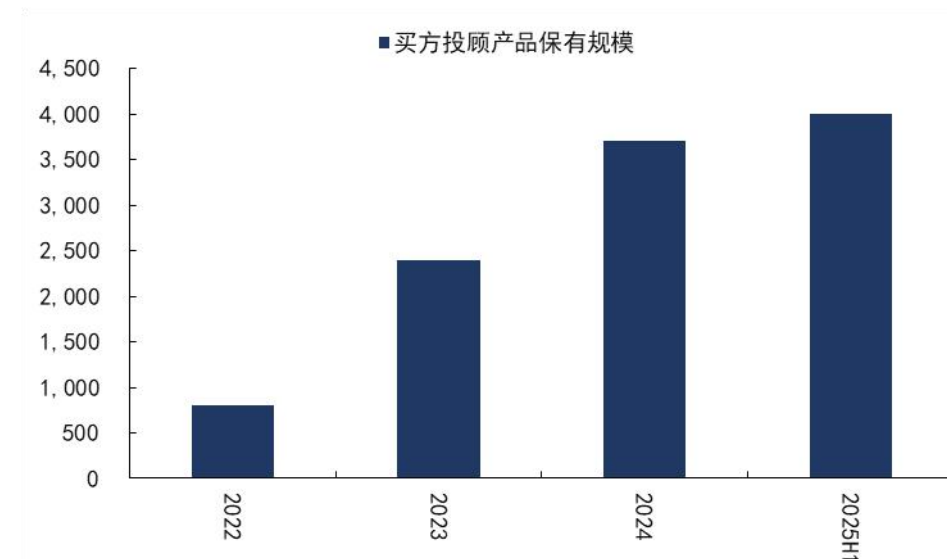
图12：中金公司的全球化业务布局



资料来源：中金公司官网，国信证券经济研究所整理

在一体化业务联动及产品创新层面，中金公司通过其境内主体与境外主体（中金香港等）的紧密协作，为客户提供一体化的跨境财富管理解决方案。“跨境理财通 2.0”是典型范例：中金作为首批入围的券商，截至 2024 年底，境内团队为“北向通”客户提供超过 6,000 只涵盖不同风险等级的公募基金，而境外团队则为“南向通”客户精选超过 170 只合格的基金和债券产品。这背后是双方在内控制度、资金闭环管理、投资者权益保护等方面的标准化流程和系统化对接。同时，在买方投顾体系的跨境延伸方面，中金财富将其在境内成熟的买方投顾理念延伸至境外。针对境内客户推出了“中国 50”资产配置方案，同时为境外客户定制了“环球 50”和“中金 50 国际版”，以满足他们投资 A 股、港股及全球资产的需求。截至 2025H1 末，中金公司买方投顾产品保有规模增长至 4,000 亿元。

图13: 中金公司的买方投顾产品保有规模（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

此外，在热度较高的数字资产业务方面，中金公司紧跟监管节奏，审慎探索创新。中金公司在境外数字资产领域的核心策略是“政策跟随型”，即以香港特区的监管框架为基准，在合规前提下稳步推进业务布局。公司管理层明确表示，虚拟资产是财富管理多元配置的组成部分，但其发展必须遵循“金融严肃性”原则，平衡创新与风险。具体实践包括：一是准入门槛严格，仅向合格投资者（如专业机构或高净值客户）开放数字资产服务，避免向零售客户普及。二是基础设施先行，中金财富总裁王建力曾表示，中金公司已完成系统对接、产品设计等底层技术储备，为未来牌照申请和业务落地奠定基础。三是政策协同性，积极研究香港稳定币试点等创新政策，强调“跟随特区政府的创新节奏”。整体而言，中金已对数字资产相关牌照进行“充分考量”，虽未公开披露具体申请进展，但明确将积极参与数字金融革命。参考同业实践（如国泰君安国际、哈富证券获批虚拟资产牌照），中金可能通过升级现有证券牌照嵌入虚拟资产服务权限。

2、华泰证券：境内外业务一体化管理，打造跨境综合金融服务能力

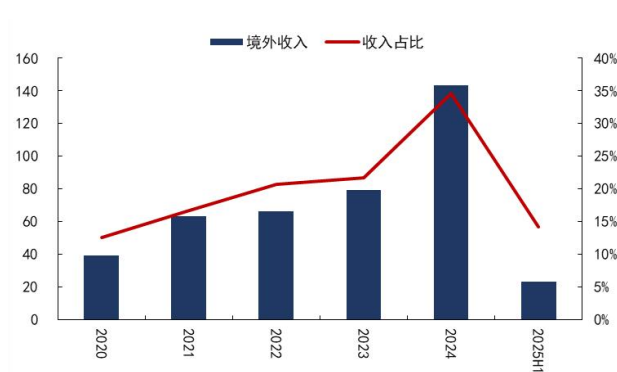
华泰证券在境外通过华泰国际及其持有的香港业务、美国子公司、新加坡子公司运营主体经营国际业务。华泰国际作为公司国际业务控股平台，全方位对接集团全业务链体系，推进跨境联动，为境内外客户提供跨境综合金融服务。以香港市场为依托，积极布局美国、欧洲、亚洲等成熟市场及新兴市场。

2019年6月，公司成功发行GDR并在伦交所上市，成为首家按照沪伦通业务规则登陆伦交所的中国企业。公司以获得伦交所会员资格为起点，成为亚洲首家伦交所注册做市商，并获得欧洲主要证券市场准入资格。

2018年，华泰证券设立美国子公司，主要从事投资银行及机构证券业务。2024年，华泰证券(美国)FICC业务上线，跨境代客FICC交易业务持续拓展。

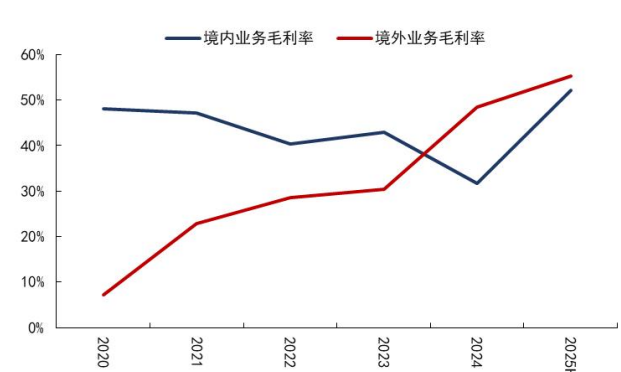
2022年9月，华泰证券设立新加坡子公司。公司不断获取当地业务牌照，并以新加坡为区域中心覆盖东南亚新兴经济体。股权衍生品和商品业务已在新加坡落地，债券做市业务已覆盖包括新加坡在内的东南亚多国的。

图14: 华泰证券境外收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 华泰证券境内及境外业务毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

华泰证券于 2016 年收购了美国排名前三的 TAMP 平台 AssetMark，在促进自身财富管理转型的同时实现了丰厚的投资收益。2024 年 4 月 25 日，华泰证券公告称公司拟通过直接协议整体出售方式出售 AssetMark 全部股权，约占 AssetMark 已发行普通股的 68.4%。交易完成后，公司将获得约 17.93 亿美元现金，该等现金将用于补充公司营运资金以及其他一般公司用途。

华泰国际全方位对接集团全业务链体系，切实加强资源跨境联动，更好地满足境内客户“走出去”和境外客户“走进来”的多元金融需求，推进建设涵盖一、二级市场的跨境金融产品平台，为境内外客户提供全方位的跨境综合金融服务。具体业务类型涉及财富管理、资产管理、投资银行、结构化产品等多个板块。

图16: 华泰国际的业务布局



资料来源：华泰证券官网，国信证券经济研究所整理

华泰证券在境外的数字资产业务处于战略推进与合规准入阶段。华泰证券将数字资产视为其境外财富管理业务转型的关键抓手。此前据财联社报道，华泰国际正积极申请香港证监会（SFC）颁发的虚拟资产交易牌照，以使其能够通过综合账户安排为客户提供虚拟资产交易及相关服务。

（三）香港资管市场的新资金

中国资本市场的对外开放是一个逐步深化和扩大的过程，香港资管市场亦将充分受益于此。2002 年以来，监管部门陆续出台 QFII、QDII、沪深港通、互认基金、跨境理财通、ETF 互联互通等政策，为金融机构拓展跨境业务提供了政策支持。

表1：内地资本市场跨境业务政策梳理

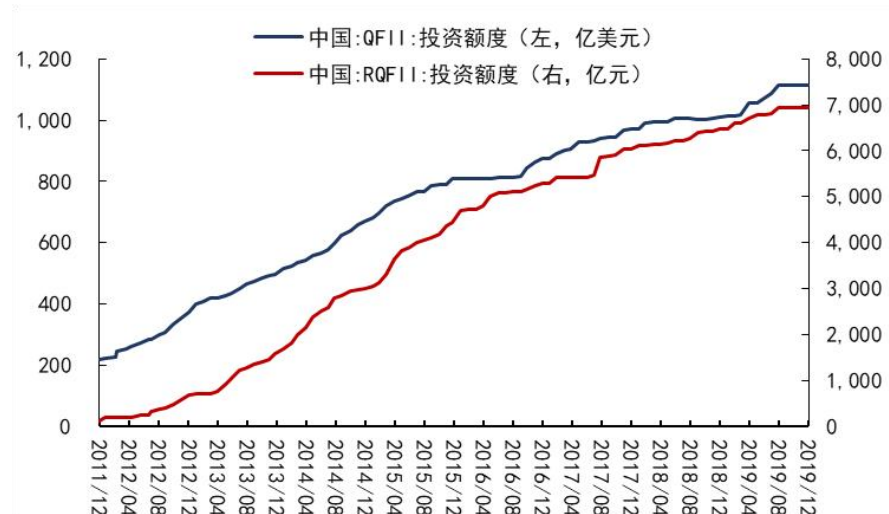
政策类别	政策/机制	上线时间	重要政策文件
境内投资境外	QDII	2006	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》
	QDLP	2012	上海《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》
	QDIE	2014	深圳《深圳市开展合格境内投资者境外投资试点工作的管理办法》
境外投资境内	QFII	2002	《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（已废止）
	QFII	2024	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》
	QFLP	2010	上海《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》
	RQFII	2011	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》（已废止）
	RQFII	2020	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》
互联互通	沪港通、深港通	2014、2016	《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》
	互认基金	2015	《香港互认基金管理暂行规定》
	债券通	2017	《中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》
	跨境理财通	2021	《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》
	ETF 互联互通	2022	《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》
	互换通	2023	《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》

资料来源：中国人民银行，证监会，国家外汇管理局，国信证券经济研究所整理

1、QFII/RQFII（人民币）合格境外机构投资者

2002 年 11 月，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局联合颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》，合格境外投资者制度正式出台。自 2002 年推出以来，QFII 已经成为香港及其它境外投资者参与中国资本市场的重要渠道。而 RQFII 由 QFII 创新而来，是境外机构直接使用境外人民币投资境内市场的制度，于 2011 年正式开始实施。2019 年，国家外汇管理局宣布取消 QFII 和 RQFII 的投资额度和试点国家和地区限制。截至 2019 年末，QFII 额度共累计获批 1,113.96 亿美元，RQFII 额度共累计获批 6,941.02 亿元。

图17：中国 QFII 额度及 RQFII 额度变化趋势（单位：亿元、亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，国信证券经济研究所整理

2、QDII 合格境内机构投资者

QDII 制度于 2006 年创立，境内的证券公司、基金管理公司、商业银行和保险公司等机构投资者需要向其各自的监管机构申请 QDII 资格，并向国家外汇管理局申请 QDII 额度，获批后方可发行 QDII 产品。据国家外汇管理局数据，截至 2024 年 8 月末，共有 189 家资管机构获得 1,677.89 亿美元的 QDII 投资额度，其中 41 家银行类机构获得额度 275.80 亿美元，76 家证券类机构获得额度 921.70 亿美元，48 家保险类机构获得额度 390.23 亿美元，24 家信托类机构获得额度 90.16 亿美元。从发展趋势上看，2020-2021 年期间整体额度大幅上升，2022 年后缓慢增长。

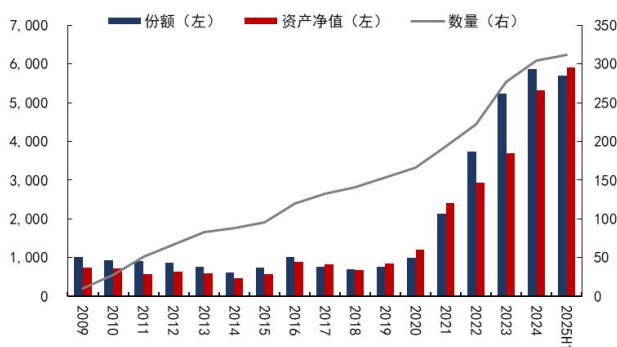
图18: 中国 QDII 额度变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

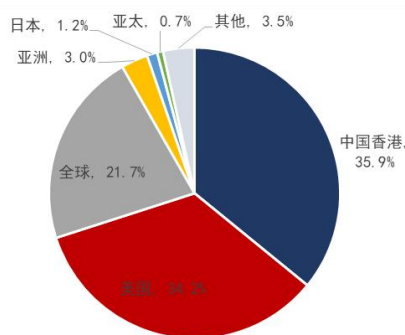
QDII 基金自 2021 年起迅速发展。一方面，QDII 额度扩充为公募基金增加跨境业务布局提供资金支持。另一方面，国内投资者海外投资需求增加，也催化了 QDII 基金规模的持续扩张。截至 2025H1 末，QDII 基金份额达 5,709.41 亿份、净值达 5,902.23 亿元、数量共 312 只（不含联接基金）。QDII 基金投资地区分布来看，中国香港是 QDII 基金最重要的投资区域之一。

图19: QDII 基金数量、份额及规模（单位：只、亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: QDII 基金投资地区分布

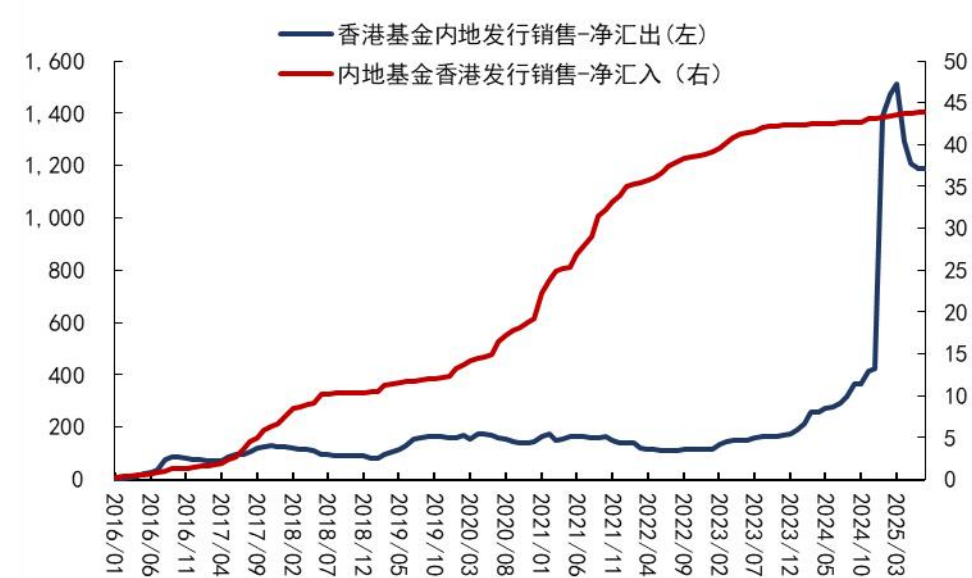


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、互认基金：规模增长较快且额度充足

互认机制于 2015 年设立，在基金互认计划下，香港互认基金即为通过中国证监会审批、注册后，可直接在内地市场上进行销售的香港基金产品，内地互认基金即为内地注册的基金可在香港地区销售。香港互认基金投资热度自 2022 年末起迅速提升。香港互认基金累计净汇出额度由 2022 年末的约 110 亿元迅速增长至 2025 年 6 月末的 1,187 余亿元。内地互认基金累计净汇入额度目前尚不足 45 亿元。

图21：香港互认基金累计净汇出金额及内地互认基金累计净汇入金额变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4、跨境理财通：内地投资者快速增长，额度充足

跨境理财通业务是指粤港澳大湾区的内地和港澳投资者通过区内金融机构体系建立的闭环式资金管道，跨境投资对方金融机构销售的合资格投资产品。跨境理财通源于 2019 年《粤港澳大湾区发展规划纲要》政策要求，2021 年正式落地。历经 2 年多试点 2024 年 1 月跨境理财通正式升级为 2.0 版本，降低了投资者门槛与额度限制，并拓宽了参与机构和产品范围。目前，跨境理财通仅面向粤港澳大湾区符合资质的个人投资者。

内地投资者自 2024 年起快速增长。2023 年末跨境理财通内地投资者仅为 2 万余人，2025 年 7 月末已增至 11.37 万余人，带动全部投资者增长至 16.71 万人。伴随内地投资者迅速增长，跨境理财通的资金汇划及产品投资总额迅速增长。

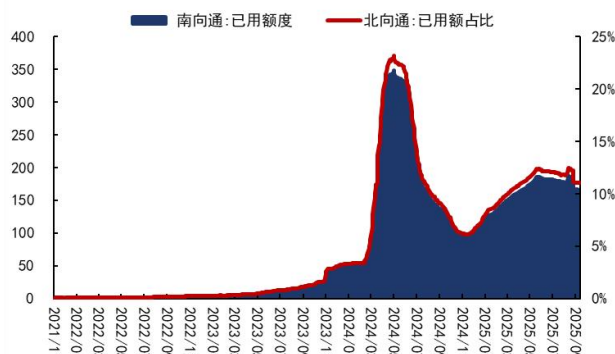
跨境理财通额度充足。截至 9 月 25 日，跨境理财通（北向通）已用额度 2.57 亿元、额度占比 0.17%，跨境理财通（南向通）已用额度 165.77 亿元、额度占比 11.05%。

图22: 跨境理财通投资者人数 (单位: 人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 跨境理财通 (南向通) 已用额度及占比 (单位: 亿元)



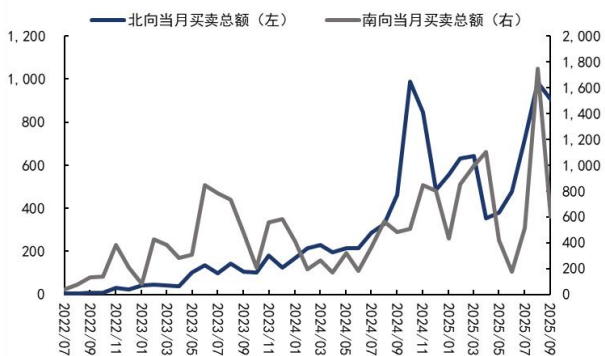
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5、ETF 互联互通: 南向买卖总额持续提升

2022 年 6 月, 中国证监会正式发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》, 交易型开放式基金 (ETF) 正式纳入互联互通, 内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票和交易型开放式基金的基金份额, 制度安排参照股票互联互通。

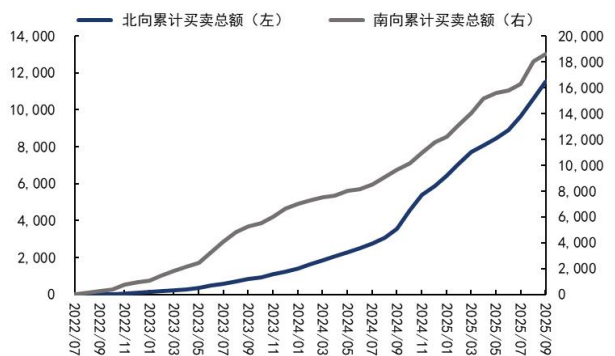
ETF 南向当月买卖总额持续提升, 且累计买卖总额大幅领先北向。截至 2025 年 8 月, ETF 互联互通累计北向买卖总额 1.15 万亿元、南向 1.86 万亿元。

图24: ETF 互联互通当月买卖总额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: ETF 互联互通累计买卖总额 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三、中资基金公司跨境业务布局

中国基金公司自 2008 年以来相继设立境外子公司。2008 年, 证监会发布《关于证券投资基金管理公司在香港设立机构的规定》, 允许符合条件的基金公司在香港设立分支机构, 开展资产管理业务。2015 年, 证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》(以下简称“《管理办法》”), 并在 2021 年进行修订, 基金公司设立境外分支机构的政策逐步完善。

表2: 部分基金公司境外子公司概况

基金公司	境外子公司	设立地点	注册资本	核准日期
汇添富基金	汇添富资产管理（新加坡）	新加坡	1 亿元人民币	2023 年 3 月 29 日
睿远基金	睿远基金（香港）	香港	1 亿港币	2022 年 4 月 2 日
永赢基金	永赢国际资产管理	香港	1 亿港币	2021 年 8 月 16 日
汇添富基金	汇添富资产管理（美国）	美国	1 亿元人民币	2021 年 7 月 29 日
中银基金	中银（新加坡）资产管理	新加坡	1000 万新加坡元	2021 年 4 月 25 日
建信基金	建信资产管理（香港）	香港	1 亿元人民币等值港币	2020 年 3 月 23 日
中邮创业基金	中邮创业国际资产管理	香港	2,400 万元港币	2015 年 9 月 2 日
易方达基金	易方达国际控股	香港	5 亿元港币	2015 年 3 月 20 日
中加基金	中加国际资产管理	香港	6,000 万港币	2015 年 2 月 13 日
交银施罗德	交银施罗德资产管理（香港）	香港	6,000 万港币	2013 年 6 月 9 日
国泰基金	国泰全球投资管理	香港	1 亿港币	2013 年 2 月 18 日
富国基金	富国资产管理（香港）	香港	6000 万港币	2012 年 5 月 17 日
银华基金	银华基金管理公司（香港）	香港	3000 万港币	2012 年 3 月 15 日
华宝兴业基金	华宝兴业资产管理（香港）	香港	5000 万港币	2011 年 11 月 14 日
工银瑞信基金	工银瑞信资产管理（国际）	香港	1 亿元港币	2011 年 6 月 13 日
诺安基金	诺安国际资产管理	香港	6000 万港币	2011 年 1 月 20 日
国投瑞银基金	国投瑞银资产管理（香港）	香港	6,000 万港币	2010 年 12 月 16 日
上投摩根基金	上投摩根资产管理（香港）	香港	2000 万港元	2010 年 11 月 12 日
广发基金	广发国际资产管理	香港	1.2 亿港币	2010 年 9 月 1 日
华安基金	华安资产管理（香港）	香港	1 亿港币	2010 年 5 月 26 日
海富通基金	海富通资产管理（香港）	香港	6000 万港币	2010 年 2 月 8 日
博时基金	博时基金（国际）	香港	5000 万港币	2009 年 12 月 30 日
汇添富基金	汇添富资产管理（香港）	香港	1 亿元人民币等值港元	2009 年 5 月 13 日
大成基金	大成国际资产管理	香港	6000 万港币	2009 年 5 月 13 日
华夏基金	华夏基金（香港）	香港	1 亿港币	2008 年 8 月 22 日
嘉实基金	嘉实国际资产管理	香港	6000 万港币	2008 年 7 月 25 日
易方达基金	易方达资产管理（香港）	香港	1.2 亿元港币	2008 年 6 月 27 日
南方基金	南方东英资产管理	香港	1.4 亿元港币	2008 年 6 月 27 日

资料来源:证监会, 国信证券经济研究所整理

（一）南方东英：产品丰富、规模领先

南方东英资产管理有限公司（以下简称“南方东英”）作为首家由中国内地公募基金管理公司在海外成立的子公司，于 2008 年 1 月在香港成立。南方东英通过 ETF 产品实现后来居上，如今已成长为香港领先的 ETF 管理人。截至 2025 年 6 月 30 日，南方东英在中国香港和新加坡市场共发行了 60 只 ETP 产品和 3 只互惠基金，香港前十大活跃成交 ETF 的 5 席均为南方东英发行的产品。截至 2025 年 6 月 30 日，南方东英总资产管理规模超 1,835 亿港元。

南方东英是目前香港最大的 ETF 管理人之一。2021 年以来港交所发行的 ETP 产品中，南方东英发行产品数量位居第一。特别是在香港杠杆反产品领域独占鳌头，在所有香港杠杆及反向产品管理人中，南方东英总规模市占率超过 98.1%，日均成交量市占率超过 99.6%，打造出多款现象级产品。

南方东英国际化步伐稳扎稳打。近年来，南方东英积极拓展东南亚、中东等地市场，并取得了一定成果。2023 年，在香港发行了全球最大的沙特 ETF；2024 年，在沙特发行了首只香港股票 ETF，同时也是整个中东市场规模最大的 ETF 产品。

图26: 南方东英旗下 ETF 份额及规模（单位：亿份、亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（二）华夏基金香港：锚定创新赛道，引领市场变革

华夏基金香港是在 2008 年 9 月于香港成立，开始了深耕香港市场的历程。

2009 年-2015 年：以对冲基金破局，并借力 RQFII 取得迅速发展。相对于历史悠久的外资大行，在监管的挑战和实际资源的限制下，为了“活下去”，私募基金产品成为中资最现实的选择，华夏基金香港也在这一背景下先后成立了两只对冲基金。直至今，华夏基金香港这两只基金已成为中资同业中业绩历史最长、规模最大的对冲基金。对冲基金的成功帮助华夏基金香港打开局面，华夏基金香港的权益基金业务也从对冲基金拓展到了公募基金，并一直保持优异的投资业绩。4 年后，随着 RQFII 和 QFII 政策的落地，内地证监会允许中资公募基金的香港子公司推出跟踪内地市场指数的 ETF 产品。2012 年，在人民币国际化和内地资本市场发展的带动下，香港 ETF 市场进入爆发期，华夏基金香港抓住这一契机，建立起 ETF 团队。

2016 年-2023 年：持续开发创新产品，实现多元化扩张。在建立权益、ETF 团队后，华夏基金香港开始将目光投向蓬勃发展的债券市场。2015 年，香港市场已经有越来越多的中资企业前来进行海外融资，中资美元债市场的规模不容小觑。面对这样的市场机遇，华夏基金香港于 2015 年建立起固定收益团队，并于 2016 年推出首支债券基金。华夏基金香港秉持“多元化产品布局”的策略，在中资美元债以外，把目光拓展至全球投资级别债券这个中资资产管理公司极少触碰的资产类别，打造真正的“全球化视野”。2021 年，华夏基金香港战略性收购加拿大 BMO 环球资产管理在港发行的 7 只 ETF 产品，将产品策略全面扩展至全球市场，延伸了中长期策略。华夏基金香港在这一阶段确定了“主动与被动并重，多元化产品布局”的策略。出海 13 年，华夏基金香港建立起了多元化的产品线，全面涵盖股票及债券基金、对冲基金、ETF、杠杆/反向产品、私募股权和专户，并且每条产品线都诞生了明星产品，在“客户至上”的理念下，持续为广大境内外投资者提供优质的产品和服务。

2024 年至今：探索传统金融与数字资产双轮驱动，引领市场。2025 年 7 月 17 日，

华夏基金（香港）宣布成立两只代币化货币市场基金：华夏美元数字货币基金及华夏人民币数字货币基金，分别以美元和人民币计价。其中，华夏人民币数字货币基金是全球首只人民币代币化基金。目前，多个机构也已经公开表示了与两只代币化货币市场基金的业务合作，包括渣打银行、中信证券经纪（香港）、富途证券、星路科技、国泰君安国际、OSL 集团、华赢证券等。

2024 年 4 月，华夏基金香港和嘉实基金、博时基金旗下香港子公司，经香港证监会获批发行了合计 6 只虚拟资产现货 ETF，在虚拟货币资产业务上率先“抢滩”。

2025 年 2 月，华夏基金香港进一步推出了亚太地区首只零售代币化基金——华夏港元数字货币基金。该基金主要投资于港元计价的短期存款及优质货币市场工具，标志着亚太区首个面向零售投资者的代币化基金正式落地。而随着 7 月华夏美元数字货币基金及华夏人民币数字货币基金的发布，华夏基金香港旗下也正式构建起亚洲最全面的代币化货币市场基金系列，涵盖港币、人民币、美元三大币种。

图27：华夏基金香港旗下 ETF 份额及规模（单位：亿份、亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

四、从中资机构布局看业务突破与投资机会

（一）产品创新：以 ETF 与代币化基金为双引擎，突破渠道依赖

抓手一：大力发展特色 ETF。重点布局两类产品：(1) 面向内地南向资金的港股高股息、恒生科技等热门指数 ETF；(2) 面向国际投资者的中国主题 ETF（如 A 股宽基、细分行业）。此举可以效仿南方东英，像股票一样交易，降低对传统银行渠道的依赖，直接通过互联网券商和交易所触达海量散户及机构。

抓手二：抢占代币化（RWA）赛道。积极申请虚拟资产管理相关牌照，推出代币化货币市场基金或债券基金（如华夏基金香港模式）。这类创新产品是吸引富途、蚂蚁等新兴科技驱动型销售机构的核心利器，能为其活跃客户提供 24 小时交易、更低门槛的优质资产配置选择，成为合作敲门砖。

（二）渠道策略：主攻互联网券商，优化传统渠道合作

核心伙伴：锁定富途、蚂蚁（耀才）等平台。其用户（年轻、富裕、高活跃度）与创新产品特性高度匹配。应将其作为新品首发和主推渠道，提供定制化份额，并深度合作开展投资者社区运营，实现精准触达和快速上量。

持续经营：深化与银行保险合作。针对银行客户风险偏好，提供作为基础配置工具的稳健型 ETF 及债券基金；针对保险公司，提供适配投连险产品的长期稳定、费率清晰的底层基金，巩固传统资金来源。

（三）跨境联动：全力融入资本市场双向开放，打通资金循环

将“跨境理财通”、“基金互认”等两地资本与资产沟通工具作为最优先战略方向。积极申请成为合格产品提供者，将旗下优质的港股 ETF、人民币计价基金、美债中短债基金等丰富产品线纳入产品池。此举能直接对接内地居民的庞大跨境投资需求，带来持续资金流入。同时，与内地母公司协同，将境内高净值客户引导至香港，提供全球资产配置服务，实现“引进来”与“走出去”的双向循环。

（四）运营增效：接入港交所新平台，降本提效

筹备接入港交所综合基金平台 IFP。利用其一站式基金资料库提升产品曝光，通过其订单传递与结算功能简化所有分销渠道的运营流程。该平台能将基金申赎周期缩短，直接提升产品竞争力。

总而言之，战略应聚焦于：用创新产品（ETF/代币化）匹配新渠道（互联网券商），用跨境产品（理财通）捕捉新资金（内地居民），并用数字化基建（港交所 IFP 平台）支撑新运营。四者环环相扣，集中资源执行，方能在格局重构中确立优势。

投资建议

当前证券板块的低估值、高弹性有望被市场发掘。4月8日以来，证券板块涨幅未取得明显超额，呈一定滞涨。一是因为近年来券商重资本业务占比提升，业绩弹性释放往往稍滞后于市场放量；二是因为此前寿险板块杠杆高、弹性大、标的少，分流大部分资金。这种情况近期有望缓解。当前，从资金面角度，活跃的 ETF 资金持续流入证券行业，为证券行情助力。从业绩角度，上市券商中报已发，大部分券商净利润实现高增，自营及经纪业务是业绩增长主力，券商基本面改善已处进行时。从估值角度，市场活跃度大幅提升背景下，券商作为高贝塔品种估值有望跟随指数上行。证券行业资金面、业绩面、估值面三击行情可期。

跨境业务为券商开拓了新业务机遇。一方面，资金和资产种类更加丰富，对券商展业产生直接正面影响；另一方面，居民财富资管化，券商与各大资管机构合作关系紧密，提升综合金融服务能力，亦有利于业务规模扩张。重点推荐：资金使用效率高、机构客户储备强、跨境业务布局领先的券商，受益标的：中信证券、华泰证券。此外，建议关注跨境业务布局较为领先的中国银河（暂未覆盖）。

风险提示

资本市场景气度下降的风险；

政策与法律风险；

汇率风险；

股票、债券市场剧烈波动的风险；

行业竞争加剧的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032