

香港交易所

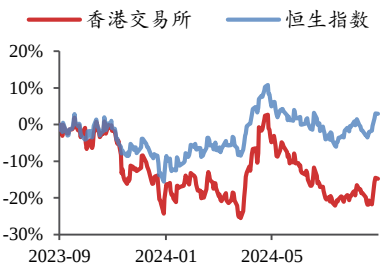
(00388.HK)

2024 年 09 月 26 日

投资评级：买入（维持）

日期	2024/9/25
当前股价(港元)	262.60
一年最高最低(港元)	299.00/212.20
总市值(亿港元)	3,329.34
流通市值(亿港元)	3,329.34
总股本(亿股)	12.68
流通港股(亿股)	12.68
近 3 个月换手率(%)	27.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 现货 ADT 同环比改善，LME+互联互通+衍生品延续高增—2024H1 香港交易所业绩点评》-2024.8.21

《多元化发展战略保持韧性，关注政策面积极催化—2024Q1 香港交易所业绩点评》-2024.4.25

《投资支撑全年业绩，衍生品、ETP、商品凸显韧性—香港交易所 2023 年度业绩点评》-2024.3.1

降息催化周期性拐点，政策面积极且资产端回暖

——港股公司信息更新报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 降息催化周期性拐点，政策面积极且资产端回暖

北京时间 9 月 19 日美联储预防式降息 50bp，9 月 23 日香港交易所正式实施恶劣天气下正常交易的安排，9 月 24 日国新办出台稳增长政策，9 月 19 日至 9 月 24 日香港交易所上涨 14.9%，相对恒生指数/恒生科技超额 7.3%/4.2%。我们认为香港联系汇率制度下美联储货币政策传导更为直接，Hibor 利率跟随下调带来本地融资成本下降，同时国际资本市场对外部流动性更加敏感。港股现货 ADT 回暖直接利好港交所股票交易结算业务，结构性产品和衍生品受益市场间接受益，关注国内稳增长发力带来港股估值回升，港交所有望迎来业绩改善和估值上行的戴维斯双击。我们预测 2024-2026 港股现货 ADT 分别为 1117/1324/1529 亿港元，上修 2024-2026 年归母净利润预测 124.7/132.4/142.7 亿港元（前值为 123.7/131.9/142.2 亿港元），分别同比+5.2%/+6.2%/+7.7%，对应 EPS 分别为 9.8/10.4/11.3 元，当前股价对应 PE 分别为 26.3/24.8/23.0 倍，9 月 25 日 PE 估值 28.5 倍，位于近 5 年 14%分位数，维持“买入”评级。

● 交投活跃度改善直接利好核心交易业务，投资规模有望回升且收益率存时滞

（1）流动性改善直接利好港交所交易结算业务。2024H1 港交所交易结算类收入占比 56%，市场情绪回暖和流动性边际改善带动现货 ADT 修复，结构性产品和期交所衍生品预计间接提振。（2）投资规模有望回升且收益率影响相对滞后。2024H1 投资类收入占比 24%，保证金及结算所基金/自有资金分别占 64%/36%。现货带动衍生品市场活跃度改善有望带来保证金规模回升，投资收益率看保证金资金中 34%投资于隔夜拆借资金收益率相对利率较为敏感，其余 24%债券（OCI 为主）和 42%的加权平均 10 个月滚存定期存款收益率较 Hibor 有一定时滞性。（3）敏感性测算：乐观假设下，2024E/2025E 港股受益全球流动性宽松和国内稳增长发力，现货 ADT 分别达 1140/1400 亿港元，分别同比+8.3%/+24.2%，港交所非投资收入预计同比+12.2%/+22.9%，核心业务改善对冲投资收益率下降影响，归母净利润分别同比+6.2%/+8.5%。

● 周期性受益流动性宽松和稳增长发力，港交所同时受益业绩改善和估值抬升

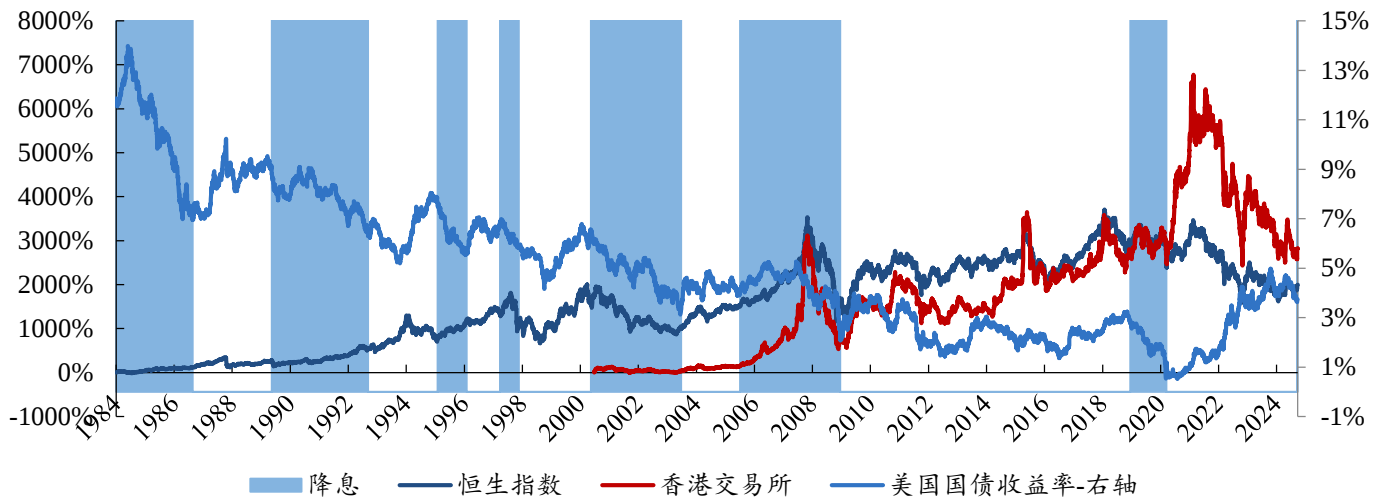
（1）周期性：美联储降息周期下全球流动性持续改善利好港股分母端，根据点阵图预计，2024 年内预计再降息两次共计 50bp，2024-2026 年整体降息幅度达到 250bp，利率终点为 2.75-3%；9 月 24 日地产支持政策利于国内稳增长，创设货币政策工具鼓励股市稳定，展望投资端改革促进中长期资金入市，港股通红利和成长性资产估值和换手率有望改善，港交所有望同时受益业绩改善和估值抬升。（2）成长性：资产端趋势回暖，关注促进港股流动性政策落地。1-8 月 IPO 数量/规模分别 43 家/198 亿港元，分别同比+10.3%/-5.0%，恶劣天气交易优化安排政策落地，关注促进港股流动性政策持续落地。

● 风险提示：宏观经济不稳定影响交投活跃度及公司上市；美联储货币政策存在不确定性；公司战略落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	18,456	20,516	21,536	22,831	24,580
YOY(%)	-11.9	11.2	5.0	6.0	7.7
净利润(百万港元)	10,078	11,862	12,473	13,242	14,265
YOY(%)	-19.6	17.7	5.2	6.2	7.7
EBITDA 利润率(%)	76.4	80.0	79.9	79.3	79.3
净利率(%)	54.6	57.8	57.9	58.0	58.0
ROE(%)	20.3	23.5	23.9	24.5	25.3
EPS(摊薄/港元)	7.9	9.4	9.8	10.4	11.3
P/E(倍)	32.6	27.7	26.3	24.8	23.0
P/B(倍)	6.6	6.4	6.2	5.9	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附图 1：美联储降息周期下港交所表现分化，2019 年预防式降息


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：乐观假设 2024/2025ADT 同比+8.6%/22.8%，对应净利润他同比+6.3%/+10.3%

单位：亿港元	2023 年	2024		2025	
	基期	中性假设	乐观假设	中性假设	乐观假设
期末市值	31039	34220	35695	39353	42834
YOY	-13.0%	10.2%	15.0%	15.0%	20.0%
换手率	0.31%	0.35%	0.35%	0.36%	0.37%
现货 ADT	1050	1112	1140	1324	1400
YOY	-15.9%	5.9%	8.6%	19.1%	22.8%
非投资收入	159.4	166.6	168.9	189.0	199.7
YOY	-6.0%	4.5%	5.9%	13.4%	18.3%
非投资净利润	74.8	82.6	84.0	99.4	106.2
YOY	-14.2%	10.5%	12.4%	20.3%	26.4%
非投资利润贡献	63%	66%	67%	75%	76%
投资板块收入	49.6	48.7	48.7	39.3	39.3
YOY	266%	-2%	-2%	-19%	-19%
投资板块净利润	48.9	43.4	43.4	34.4	34.3
YOY	290%	-11%	-11%	-21%	-21%
投资利润贡献	41%	35%	34%	26%	25%
归母净利润	118.6	124.7	126.1	132.4	139.1
YOY	17.7%	5.2%	6.3%	6.2%	10.3%

资料来源：开源证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	382,478	316,202	358,336	383,317	395,536
现金	184,965	125,107	139,838	146,692	164,450
应收账款	25,354	33,313	22,445	36,666	26,972
存货	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他流动资产	172,159	157,782	196,053	199,959	204,115
非流动资产	23,573	24,977	24,789	25,182	25,583
固定资产及在建工程	1,640	1,553	1,385	1,405	1,425
无形资产及其他长期资产	21,933	23,424	23,404	23,777	24,158
资产总计	406,051	341,179	383,124	408,498	421,119
流动负债	352,948	286,511	327,954	351,267	361,582
短期借款	430	382	420	454	499
应付账款	19,054	27,849	21,117	32,655	28,540
其他流动负债	333,464	258,280	306,416	318,158	332,542
非流动负债	3,004	2,872	1,513	1,507	1,501
长期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他非流动负债	3,004	2,872	1,513	1,507	1,501
负债合计	355,952	289,383	329,467	352,774	363,083
股本	31,918	31,946	31,946	31,946	31,946
储备	18,547	19,723	21,712	23,747	26,117
归母所有者权益	49,728	51,344	53,142	55,157	57,505
少数股东权益	371	452	516	536	559
负债和股东权益总计	406,051	341,179	383,125	408,467	421,146

现金流量表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,868	8,261	10,310	11,534	13,159
税前利润	11,659	13,332	13,961	14,961	16,150
折旧和摊销	1,459	1,443	1,498	1,593	1,719
营运资本变动	425	161	1,526	1,655	1,966
其他	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675
投资活动现金流	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700
资本开支	-1,284	-1,284	-1,284	-1,284	-1,284
其他	-416	-416	-416	-416	-416
融资活动现金流	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373
汇率变动对现金的影响	-23	-23	-23	-23	-23
现金净增加额	2,883	-5,634	4,804	-3,710	2,629
期末现金总额	15,258	9,624	14,428	10,718	13,347

利润表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,456	20,516	21,536	22,831	24,580
营业成本	5,095	5,441	5,585	5,773	6,205
营业费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
管理费用	3,324	3,564	3,947	4,045	4,355
其他收入/费用	890	1,582	1,734	1,994	2,303
营业利润	11,726	13,385	14,105	15,102	16,268
净财务收入/费用	138	135	127	180	194
其他利润	71	82	99	106	114
除税前利润	11,659	13,332	14,077	15,028	16,189
所得税	1,564	1,351	1,478	1,653	1,781
少数股东损益	17	119	125	133	143
归母净利润	10,078	11,862	12,473	13,242	14,265
EBITDA	13,185	14,828	15,614	16,702	17,991
扣非后净利润	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
EPS(港元)	7.95	9.36	9.84	10.44	11.25

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-11.9	11.2	5.0	6.0	7.7
营业利润(%)	-21.4	14.1	5.4	7.1	7.7
归属于母公司净利润(%)	-19.6	17.7	5.2	6.2	7.7
获利能力					
EBITDA 利润率(%)	76.4	80.0	79.9	79.3	79.3
净利率(%)	54.6	57.8	57.9	58.0	58.0
ROE(%)	20.3	23.5	23.9	24.5	25.3
ROIC(%)	23.8	18.7	22.0	22.2	22.8
偿债能力					
资产负债率(%)	87.7	84.8	86.0	86.4	86.2
净负债比率(%)	39.2	55.0	40.5	60.0	50.5
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	4.6	5.5	5.9	5.8	5.9
应收账款周转率	63.6	69.9	77.2	77.2	77.2
应付账款周转率	21.5	23.2	22.8	21.5	20.3
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	7.9	9.4	9.8	10.4	11.3
每股经营现金流(最新摊薄)	5.4	6.5	8.1	9.1	10.4
每股净资产(最新摊薄)	39.2	40.5	41.9	43.5	45.4
估值比率					
P/E	32.6	27.7	26.3	24.8	23.0
P/B	6.6	6.4	6.2	5.9	5.7

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	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	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。

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