

迎接内外流动性共振复苏， 关注“戴维斯双击”机遇

核心观点

受9月以来市场大幅反弹、单日成交额屡创历史新高影响，港交所24Q3业绩有所改善，整体略好于市场预期。归因来看，交易业务收入和投资收益同比分别+7.9/-0.3%，占比分别为77.5/22.5%；预计随着市场成交回暖及市场利率维持高位运行，港交所或将迎来业绩高峰。复盘历史，在牛市期间港交所估值和业绩将随市场成交的快速放量而出现大幅提升，其股价向上弹性远大于市场整体。当前市场成交放量所带来的业绩改善或将为估值提供坚实的支撑，看好未来在内外流动性双重改善下的“戴维斯双击”机遇，建议重点关注。

事件

香港交易所公布24Q3业绩情况，略好于市场预期

24Q3，受益于港股市场大幅反弹和市场成交明显回暖，公司业绩有所改善；总收入为53.72亿港元（彭博一致预期53.95亿港元），同比/环比分别+5.7/-0.9%；净利润为31.55亿港元（彭博一致预期31.13亿港元），同比/环比分别+6.2/-0.5%。

简评

业绩归因：交易和投资双升，业绩有所改善

24Q3，公司总收入达53.72亿港元，同比/环比分别+5.7/-0.9%；拆分来看，其中投资收益净额达12.07亿港元，同比/环比分别-0.3/+2.4%，占比为22.47%，同比/环比分别-1.4/0.7pct；而受益于9月底市场的大幅反弹，与交易相关的非投资业务收入有所改善，同比/环比分别+7.9/-1.8%至41.40亿港元。

现货市场：受益于9月市场反弹，交投活跃度明显上升

24Q3，港股市场先跌后涨，从9月12日到9月30日，恒生指数大幅上涨23.53%；在市场大幅反弹下，港股市场成交活跃度明显提升；24Q3港股ADT同比+21.8%至1199亿港元；但由于2024年5月港股市场亦有所反弹，24Q2成交活跃度亦明显提升，因此24Q3港股ADT环比仍小幅下滑1.4%。其中，24Q3港股通南向交易ADT占比达17.0%，同比/环比分别+2.3/-1.3pct。

香港交易所 (0388.HK)

维持

买入

发布日期：2024年10月25日

当前股价：314.80 港元

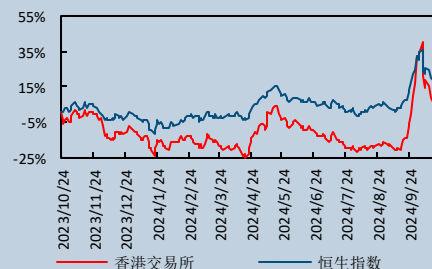
目标价格6个月：368 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
28.73/16.45	30.13/12.44	9.05/-10.33
12 月最高/最低价 (港元)		393.80/214.60
总股本 (万股)		126,783.69
流通 H 股 (万股)		126,783.69
总市值 (亿港元)		3,623.48
流通市值 (亿港元)		3,942.97
近 3 月日均成交量 (万)		1114.82
主要股东		
香港特别行政区政府		5.90%

股价表现



相关研究报告

24.08.23	【中信建投多元金融】香港交易所 (0388):24Q2 点评：成交明显改善，衍生品和投资“量增价减”
24.04.25	【中信建投多元金融】香港交易所 (0388):24Q1 点评：交易和投资双升，整体略高于预期
24.03.01	【中信建投多元金融】香港交易所 (0388):投资收益对冲效果凸显，整体业绩韧性十足；期待后续政策落地
24.01.13	【中信建投非银金融】香港交易所 (0388):2023 年香港市场回顾与港交所业绩前瞻

一级市场方面，24Q3 港股新增上市公司 15 家，IPO 募资金额高达为 422 亿港元，为 2024 年上半年的 3 倍多。其中，美的集团于 2024 年 9 月 17 日在港交所上市并融资 357 亿港元，是港交所自 2021 年 2 月以来最大的新股融资；而阿里巴巴也于 2024 年 8 月转为双重主要上市并获纳入港股通，未来有望持续吸引港股通资金配置。截至 9 月 30 日，港交所仍在处理 96 家公司的上市申请，IPO 管线仍然充足；预计随着后续市场复苏港股一级市场的活跃度和丰富性将显著提升，香港 IPO 市场后续复苏可期。

衍生品&商品市场：衍生产品成交量再创新高，受折扣影响衍生品交易费收入有所下滑

24Q3，受益于市场及投资者情绪的回暖，衍生产品成交量屡创历史新高。24Q3 衍生产品合约（包含期货及期权）日均成交张数（ADV）达 148 万张，同比/环比分别+7.3%/-8.3%。但由于港交所为吸引成交量而增加了部分合约的折扣及回扣，24Q3 期交所的衍生产品合约交易费同比小幅下跌 4.3%。

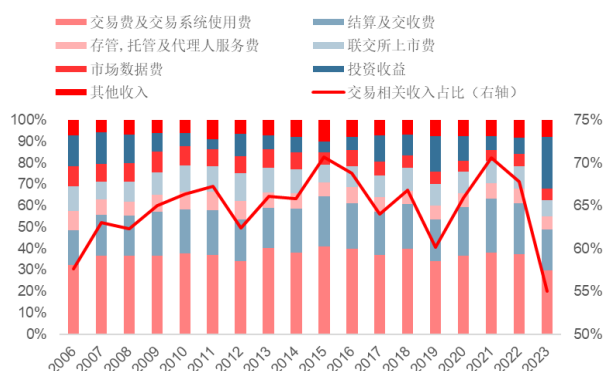
LME 交易的金属合约日均成交量达 67.9 万手（其中收费交易的金属合约 ADV 为 64.2 万手），同比/环比分别+17.4%/-15.4%。而 LME 和 LME Clear 在 2024 年 1 月 1 日将交易和结算费平均上调了 13%，使得 2024 年以来商品分部收入明显增长；24Q3 商品分部收入同比/环比分别+24.2/-5.2%。

投资：“量价齐跌”下保证金投资收益有所下滑，公司资金投资收益表现亮眼

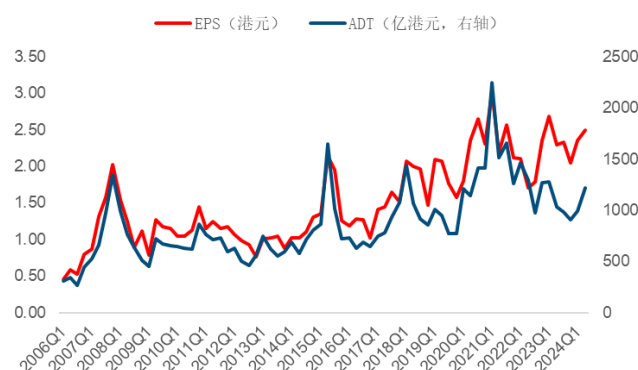
一方面，虽然 9 月末港股市场明显回暖，但 24Q3 整体而言市场相较于去年同期仍有所下跌，单张合约所对应的名义本金环比提升但同比亦有所下滑，因此对应的保证金规模亦受此影响环比回暖但同比仍下降；整体来看，24Q3 港交所和 LME 旗下的保证金和结算所基金平均资金余额达 1925 亿港元，同比/环比分别-12.9/2.7%；但另一方面，由于美国通胀数据有所改善，24Q3 市场利率边际下行，但整体仍维持高位运行；同时香港结算的结算参与者的日元抵押品比例上升造成投资收益略有所下降，整体来看，港交所的保证金和结算所基金年化投资净回报达 1.45%，同比/环比分别-0.09/0.19pct。受以上两方面因素影响，公司保证金及结算所基金总投资收益净额同比/环比分别-17.7/13.9%至 7.00 亿港元。但得益于市场回暖，24Q3 公司资金的投资收益净额为 5.07 亿港元，同比/环比分别+38.5/+27.4%。

投资建议：港交所当前安全边际充足，牛市预期下有望迎来业绩与估值共振提升的“戴维斯双击”，拥有“向上期权”，维持买入评级

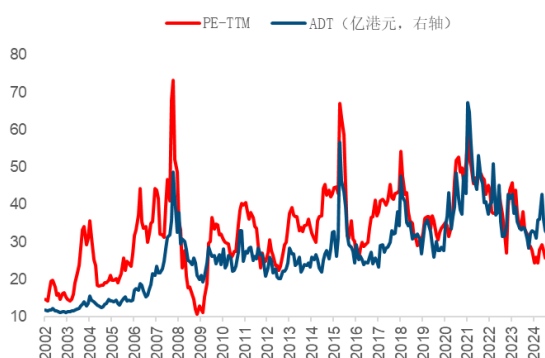
港交所业绩和估值均与市场成交情况高度相关，在牛市预期下具有显著的向上弹性。一方面，港交所交易相关业务收入占比常年达 50%以上，在市场上行周期市场成交活跃度的提振将直接作用于港交所业绩的增长；而另一方面，港交所估值亦与市场成交情况高度相关。市场交投火热时高 ADT（日均成交金额）往往预示着对港交所中长期成长性更为乐观的预期，港交所 PE 中枢亦有望随 ADT 抬升。

图 1:港交所交易相关收入占比常年在 50%以上


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:港交所 EPS 与当季 ADT 高度相关


数据来源：公司公告，Wind，中信建投证券

图 3:港交所市盈率与月均 ADT 高度相关


数据来源：公司公告，Wind，中信建投证券

图 4:ADT 能解释港交所 80%以上的股价波动


数据来源：Wind，中信建投证券

复盘历史，在牛市初期市场快速上涨时，ADT 有望快速放量；而受益于 ADT 的增长港交所股价亦有望迎来明显上涨，其向上弹性远大于市场整体。在过去三轮牛市中，港交所股价涨幅与 ADT 上升幅度相近，且均明显高于恒生指数；而在牛市期间得益于市场成交的快速放量以及投资者情绪的高涨，港交所市盈率均在 30x PE-TTM 上方运作，中枢为 50x PE-TTM 左右，最高可达 70 倍 PE-TTM 以上，具有良好的向上弹性。

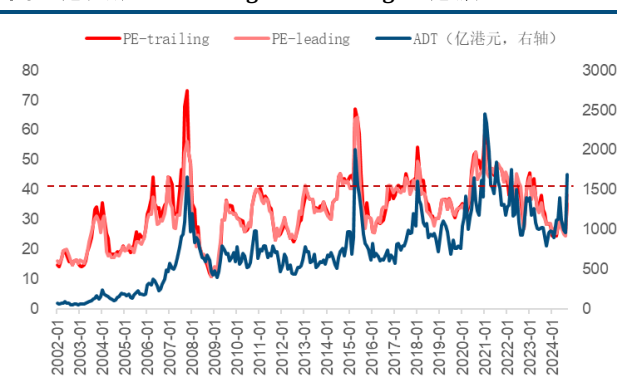
图 5:2002 年以来三轮牛市期间港交所股价和估值复盘

时间区间	恒生指数涨幅	日均成交金额		港交所涨幅	期间 PE-TTM			
		ADT 涨幅	最大 ADT		最小值	最大值	平均数	中位数
2007.06~2007.11	47.9%	145.1%	1,767	200.5%	30.3	75.8	49.7	46.0
2015.02~2015.04	9.8%	502.7%	2,564	40.6%	39.6	67.5	54.2	60.7
2020.04~2021.02	24.7%	187.7%	3,010	100.2%	31.0	68.1	47.9	49.5

数据来源：Wind，中信建投证券

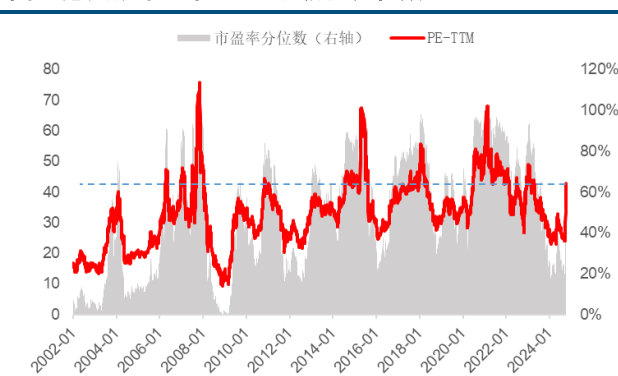
站在当下，港交所股价已明显修复，当前估值水平处于历史 50%分位数左右，仍具有安全边际。自 9 月 19 日以来截至 10 月 23 日收盘，恒生指数/恒生科技指数/香港交易所股价分别+15.25/26.13/32.16%，港交所股价明显跑赢市场大盘，具有良好的向上弹性。截至 10 月 23 日收盘，港交所静态市盈率（trailing PE）和动态市盈率（leading PE）分别为 33.61x 和 31.85x，分别位于历史 51.50%和 60.88%分位数，相较于 9 月初的 26 倍左右提升明显；但考虑到近一个月以来市场成交屡创新高为港交所所带来的业绩增厚，当前估值水平或仍有安全边际。

图 6:港交所 PE-trailing、PE-leading vs 港股 ADT



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7:港交所市盈率-TTM 及历史分位数



数据来源: Wind, 中信建投证券

展望未来，我们认为在美联储降息及国内政策持续发力的背景下，港股内外流动性将有望同步改善，港股有望迎来进一步恢复。而在市场上行初期，由于投资者情绪高涨，市场交投活跃度有望迎来快速提振；港交所所有望从业绩和估值两个方面直接受益于市场成交的快速放量，持续看好港交所的股价弹性和超额收益。

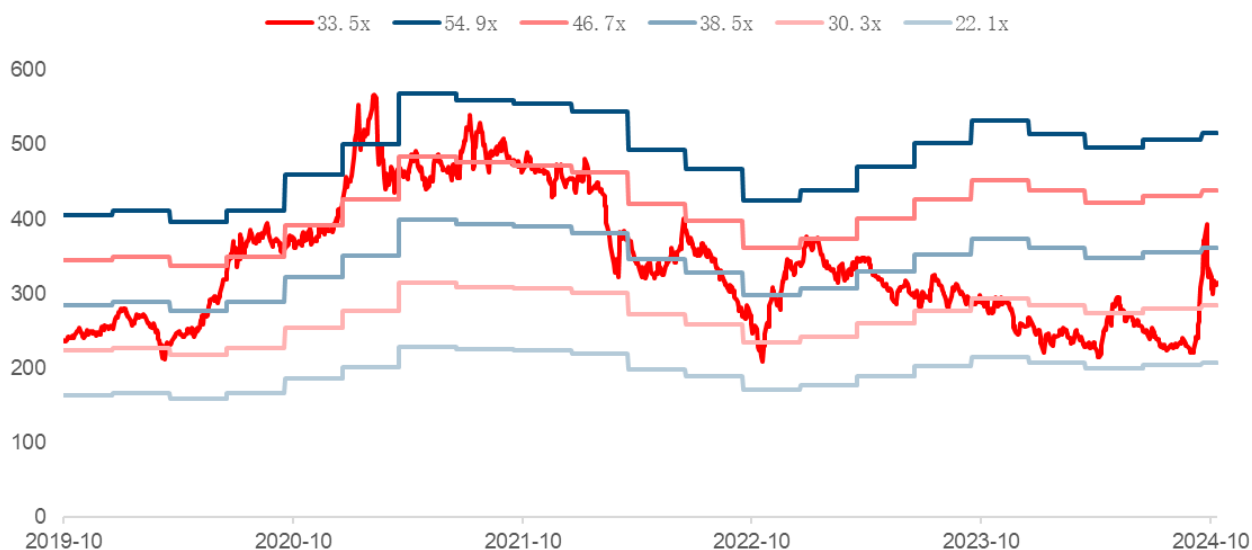
我们预计公司 2024/2025 年的收入分别同比+7.8/7.2%至 221.0/236.9 亿港元，归母净利润分别同比+4.3/10.4%至 123.7/136.6 亿港元。我们给予公司未来 12 个月目标价 368 港元，对应 2024/2025 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

图 8: 盈利预测情况（百万港元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022-2025CAGR
收入	16,311	19,190	20,950	18,326	20,508	22,098	23,691	24,020	8.94%
同比	2.80%	17.65%	9.17%	-12.53%	11.91%	7.75%	7.21%	1.39%	
利润	9,391	11,505	12,535	10,078	11,866	12,371	13,656	13,942	10.66%
同比	0.85%	22.51%	8.95%	-19.60%	17.74%	4.25%	10.38%	2.09%	
EPS	7.47	9.07	9.89	7.95	9.36	9.76	10.77	11.00	10.66%
DPS	6.71	8.17	8.90	7.15	8.42	8.78	9.69	9.90	10.66%
EBITDA率	75.18%	76.29%	77.66%	71.95%	72.32%	73.17%	74.83%	74.70%	
ROE	21.10%	23.37%	25.12%	20.12%	22.91%	22.62%	23.62%	23.62%	
当前股价	314.8								
对应PE	42.1	34.7	31.8	39.6	33.6	32.3	29.2	28.6	
股息率	2.13%	2.59%	2.83%	2.27%	2.68%	2.79%	3.08%	3.14%	

数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投证券

图 9: 港交所历史 PE-Band



数据来源: Bloomberg, 中信建投证券

风险提示:

宏观环境影响超预期: 若美联储货币政策或地缘政治风险超预期将加剧市场波动, 从而增大市场的不确定性, 有可能导致成交量及上市进度表现不达预期, 可能给港交所业绩造成负面影响

政策落地不及预期: 我们预期互联互通的相关政策将不断扩大, 尤其是预期未来落地的人民币港股通政策将对公司造成深远影响; 倘若相关上市规则的修改和政策的落地不及预期可能会给公司业绩和未来竞争力带来一定的负面影响。

整体资产端复苏不达预期: 我们基于中国经济整体复苏并带动港股市场复苏进行基准市场假设, 若整体资产端复苏不达预期, 将对盈利预测造成影响。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk