

2025 年 03 月 12 日

从 AH 溢价视角看当前港股修复

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 历史上 AH 溢价的三个阶段

2010 年以来，AH 溢价率经历过 3 个显著不同的阶段：一为 2010 年 1 月至 2014 年 11 月，二为 2014 年 12 月至 2020 年初，三为 2020 年至今。

2014 年 11 月作为显著的分界点，主要是发生了 2 件影响重大的事件：其一是沪港通和港股通的开通，使得 A 股和港股的投资者可以相互融通；其二是 2014 年 11 月是 2014-2015 年大牛市的起点，A 股市场自 2014 年 11 月后快速上涨，AH 溢价中枢伴随着这波上涨，由第一阶段的 103 大幅上升至 128 附近。

2020 年作为第二个显著的分界点，则是由于互联网平台的反垄断监管强化。2020 年 1 月《反垄断法》修订草案公布，首次增设对互联网经营者市场支配地位的认定依据，释放了强化平台监管的信号，随后 2020 年 11 月明确将“二选一”“大数据杀熟”等行为列为垄断，且随后暂缓蚂蚁集团上市，成为标志性事件。AH 溢价中枢受到此影响开始进一步上行，来到 135 附近。

● AH 溢价产生的 4 个原因

从 DDM 三要素来看，A/H 股共享类似的分子端（主要区别在于港股具有更多中国互联网平台龙头），而主要的不同则集中于影响估值的分母端的两大要素：流动性和股权风险溢价。由此观之，AH 折溢价的根本原因在于估值的不同。到底是何种原因导致的 A 对 H 的相对溢价？

2015 年以来，A/H 持续溢价的主要原因有四：

（1）在岸市场（A 股）相对离岸市场（港股）具有一定估值溢价；（2）分母端流动性的锚的不同；（3）流动性折价/溢价；（4）打新“看涨期权”溢价。

● 从 AH 溢价看当前港股修复空间

截止 2025 年 3 月 11 日收盘，AH 溢价率为 132.79，处于 2015 年以来的 45.5% 分位数上，相较于 2024 年 9 月 10 日（即本轮行情开启前的高点）的 151.61 显著回落，这意味着港股的估值相对 A 股有显著的修复，但港股相对 A 股也并未处在一个相对高估的环境。

这轮 AH 溢价率向下修复的核心驱动力是什么？是“AI+”逻辑叠加互联网平台反垄断监管取得阶段性成效的双击结果。港股与 A 股分子端最大的区别来自于“互联网平台巨头”和“硬科技巨头”的占比。腾讯、阿里、美团等互联网巨头以及小米、理想、小鹏等硬科技巨头均在港股上市。在本轮“AI+”逻辑演绎下港股本身的弹性更强，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成效（尤其是民营企业座谈会透露出的支持）进一步解锁了港股估值端的压制，因此港股的估值修复力度在进入 2025 年后进一步加速。

展望未来，AH 溢价率依然不是港股的掣肘，仍有进一步下行的空间。在“AI+”赋能下互联网巨头和科技巨头叙事逻辑进一步强化，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成效下，AH 溢价率有望回到 2016-2019 年的相对低位。

● **风险提示：**政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；历史数据不能代表未来。

相关研究报告

《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性——投资策略专题》-2025.3.1

《开源金股，3 月推荐——投资策略专题》-2025.2.28

《TMT 和机器人现在的相对估值位置——投资策略专题》-2025.2.22

目 录

1、 AH 溢价的三个阶段	3
2、 AH 溢价产生的 4 个原因.....	4
3、 从 AH 溢价看当前港股修复空间.....	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： AH 股溢价指数经历了 3 个不同阶段.....	3
图 2： 中、美等强在岸市场的估值相较港股离岸市场的估值有明显溢价.....	4
图 3： A 股和港股小市值股票的换手率均值有显著的差异.....	5

1、历史上 AH 溢价的三个阶段

2010 年以来，AH 溢价率经历过 3 个显著不同的阶段。以 2014 年 11 月为分界点，第一个阶段为 2010 年 1 月至 2014 年 11 月，第二个阶段为 2014 年 12 月至 2020 年，第三个阶段为 2020 年至今。

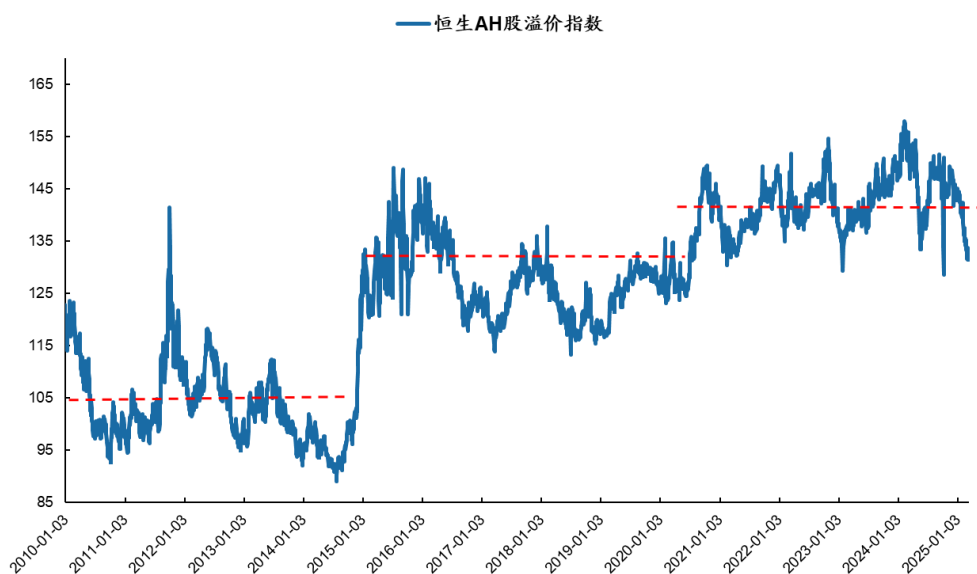
AH 溢价的第一个阶段期间的主要特征有 2：（1）AH 溢价的均值中枢在 103 左右；（2）A 股和 H 股可以粗略看做两个较为独立的市场——在 2014 年 11 月前，两地的投资者无法顺畅便捷地相互投资对方的市场，即两地的资金并不直接相通。

2014 年 12 月至今，是 AH 溢价率的第二个阶段，这个期间的主要特征有 2 个：（1）AH 溢价均值中枢大幅提升至 130 左右；（2）港股通/沪港通于 2014 年 11 月 17 日开通，自此港股和 A 股投资者可以实现顺畅、便捷的相互投资，两个市场之间的资金开始逐步实现相互融通，不再相互独立。

而 2014 年 11 月作为显著的分界点，主要是发生了 2 件影响重大的事件：其一是沪港通和港股通的开通，使得 A 股和港股的投资者可以相互融通；其二是 2014 年 11 月是 2014-2015 年大牛市的起点，A 股市场自 2014 年 11 月后快速上涨，AH 溢价中枢伴随着这波上涨，由第一阶段的 103 大幅上升至 128 附近。从此 AH 溢价成为常态。

2020 年作为第二个显著的分界点，则是由于互联网平台的反垄断监管强化。2020 年 1 月《反垄断法》修订草案公布，首次增设对互联网经营者市场支配地位的认定依据，释放了强化平台监管的信号，随后 2020 年 11 月明确将“二选一”“大数据杀熟”等行为列为垄断，且随后暂缓蚂蚁集团上市，成为标志性事件。AH 溢价中枢受到此影响开始进一步上行，来到 135 附近。

图1：AH 股溢价指数经历了 3 个不同阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、AH 溢价产生的 4 个原因

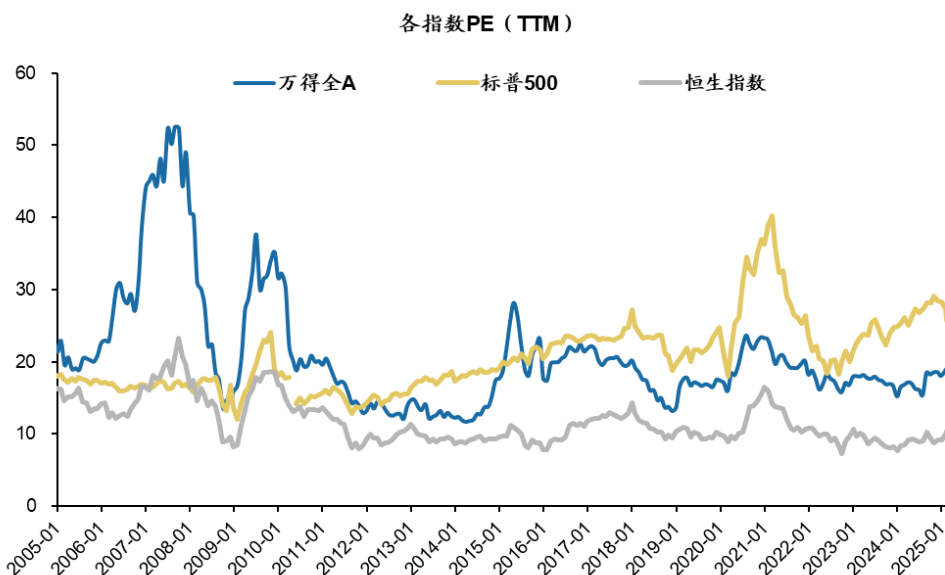
从 DDM 三要素来看，A/H 股共享类似的分子端（主要区别在于港股具有更多中国互联网平台龙头），而主要的不同则集中于影响估值的分母端的两大要素：流动性和股权风险溢价。由此观之，AH 折溢价的根本原因在于估值的不同。**到底是何种原因导致的 A 股对 H 股的相对溢价？**

2015 年以来，A/H 持续溢价的主要原因有四：

（1）在岸市场（A 股）相对离岸市场（港股）具有一定估值溢价

A 股是强在岸市场，港股是离岸市场。A 股作为在岸市场，经济、财政政策和货币政策能够较好的互相配合，盈利估值双杀的时间较少；且当货币政策宽松、风险偏好提升时，A 股的分母端驱动力更为直接强劲。港股作为离岸市场，其盈利端主要取决于中国大陆，而分母端流动性则受到以美国为主的发达市场的流动性影响，风险偏好则同时受到大陆/海外的影响，盈利&流动性&风险偏好均是以离岸为主。对于像港股这样的离岸市场，当地政策对于股市的辐射影响力度微弱，当市场出现盈利估值双杀的情况时无法通过政策手段对金融市场进行逆周期调节，这就导致投资者对于离岸市场的信心相对低于在岸市场，从而使得离岸市场的估值偏低。

图2：中、美等强在岸市场的估值相较港股离岸市场的估值有明显溢价



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）分母端流动性的锚的不同

A 股流动性的锚主要对标的是国内主要的无风险利率和货币供应量——从价的角度来看，10 年期国债、银行间流动性（回购、NCD 价格）；从量的角度来看，A

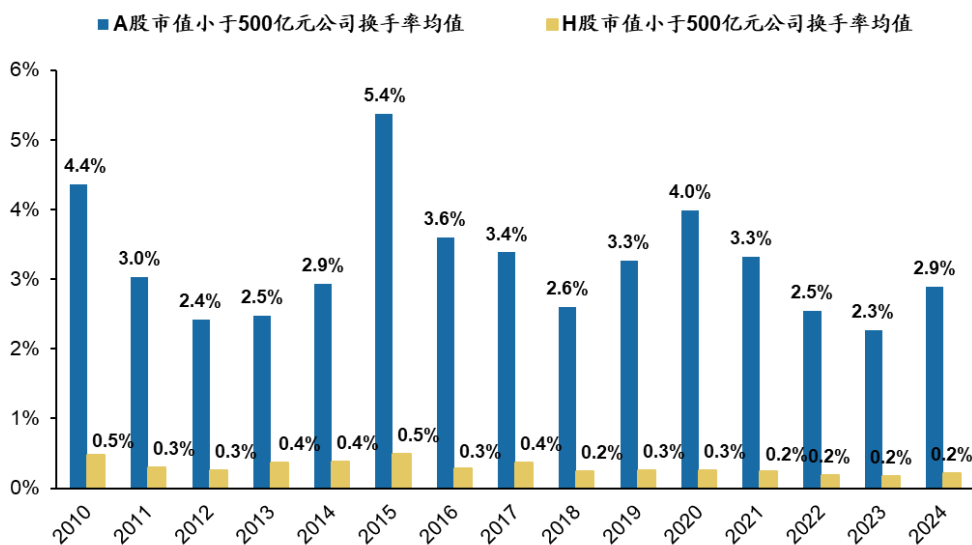
股估值对于中国货币供应十分敏感,即 wind 全 A 估值与 M1 增速呈显著的正向关系。

而港股流动性的锚主要对标的是 10 年期美债实际收益率——2003 年以来,恒生指数的估值与美国 10 年期实际收益率基本呈反向变动关系,即港股流动性的锚主要对标的是海外即美国的流动性情况。

(3) 流动性折价/溢价

A 股成交相对港股更为活跃,因而 A 股存在流动性溢价,港股则存在流动性折价。由于 A 股散户、游资占比更高,港股全球性机构投资者占比更高——个人投资者羊群效应显著,采用短线交易策略的较多;而机构投资者多注重价值投资,持股时间相对较长,换手率相对较低。因此,从整体成交额和换手率来看,A 股都高于港股。另一方面,投资者结构和偏好的不同使得 A 股在部分类型股票尤其是小盘股、题材股上的流动性更高,而港股在小盘股的流动性更差,因此港股的估值、尤其是小盘股的估值上相对 A 股往往存在折价。

图3: A 股和港股小市值股票的换手率均值有显著的差异



数据来源: Wind、开源证券研究所

(4) 打新“看涨期权”溢价

A 股价格一定程度上包含了“看涨期权”的价值。A 股的“打新”策略具备比较显著且稳定的收益,而 A 股目前新股申购需要二级市场的股票市值来进行配售,因此持有 A 股本身就具备一个“看涨期权”。

3、从 AH 溢价看当前港股修复空间

截止 2025 年 3 月 11 日收盘，AH 溢价率为 132.79，处于 2015 年以来的 45.5% 分位数上，相较于 2024 年 9 月 10 日（即本轮行情开启前的高点）的 151.61 显著回落，这意味着港股的估值相对 A 股有显著的修复，但港股相对 A 股也并未处在一个相对高估的环境。

本轮 AH 溢价率向下修复的核心驱动力是什么？是“AI+”逻辑叠加互联网平台反垄断监管取得阶段性成果的双击结果。港股与 A 股分子端最大的区别来自于“互联网平台巨头”和“硬科技巨头”的占比。腾讯、阿里、美团等互联网巨头以及小米、理想、小鹏等硬科技巨头均在港股上市。在本轮“AI+”逻辑演绎下港股本身的弹性更强，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成果（尤其是民营企业座谈会透露出的支持）进一步解锁了港股估值端的压制，因此港股的估值修复力度在进入 2025 年后进一步加速。

展望未来，AH 溢价率依然不是港股的掣肘，仍有进一步下行的空间。在“AI+”赋能下互联网巨头和科技巨头叙事逻辑进一步强化，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成果下，AH 溢价率有望回到 2016-2019 年的相对低位。

配置建议：

基于港股当前的赔率和逻辑，我们建议港股配置为杠铃策略：一方面在“AI+”赋能下互联网巨头和科技巨头叙事逻辑进一步强化，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成果下，AH 溢价率有望回到 2016-2019 年的相对低位，同时 2025 年国内消费的预期差带来的消费修复；另一方面则是由于 AH 溢价的存在，H 股高股息品种的绝对股息率相较 A 股更高，对于绝对收益投资者的吸引力仍然较高。

因此港股配置建议：

（1）港股的科技、消费品种：关注“AI+”赋能最为受益的互联网平台以及汽车、半导体公司，以及文化娱乐、旅游及估值有望修复的医药等；

（2）港股的高股息品种：公用事业、银行、通信运营商。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

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