



证券研究报告·港股公司简评

如何理解港交所的alpha属性、 当前位置及向上空间？

首席分析师：赵然

SAC 执证编号S1440518100009

SFC 中央编号：BQQ828

发布日期：2025年3月14日

核心观点

- 港交所交易相关业务占比高，ADT是股价和估值的锚。历史上来看，短期内受益于换手率和市场价格的双重提振，港交所股价具有显著的向上弹性，涨幅与恒生科技指数较为接近，而远高于市场大盘整体；长期内受益于内生市值和外生市值的长期增长，港交所亦表现出长期可观的alpha属性。2025年以来，随着中国资产迎来了价值重估，港股成交活跃度明显回暖；但相较于2024年9月和历史平均，港交所当前估值仍处于低位，具有潜在的补涨空间。

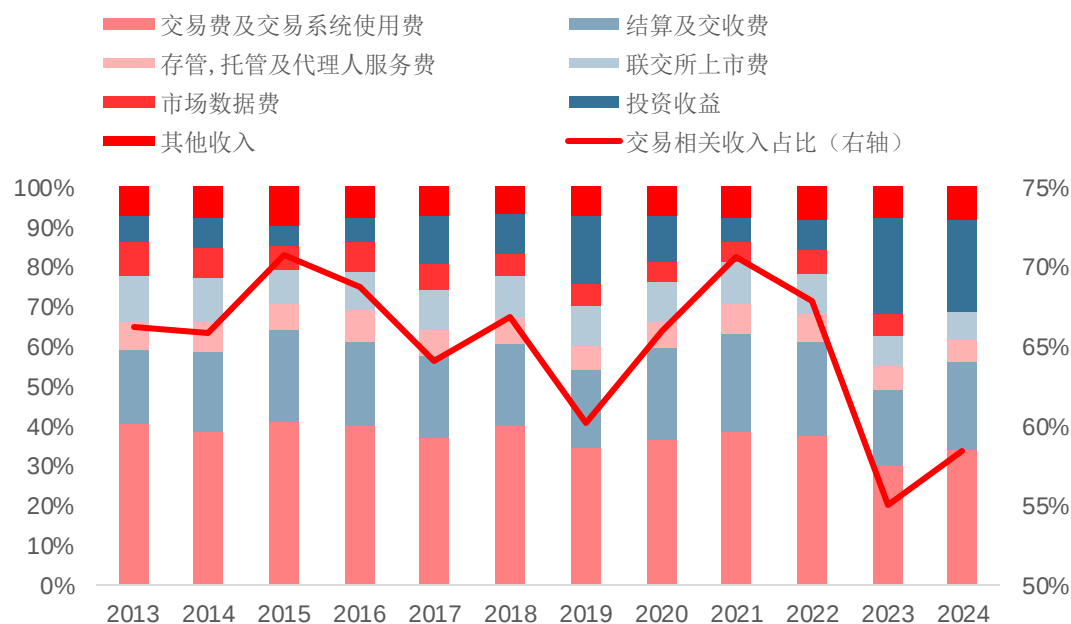
摘要

- **1、港交所交易相关业务占比较高，ADT是港交所股价和估值的锚；**通常而言较高的ADT就能为港交所带来直接的交易相关业务收入，因此市场通常会按照当前市场成交情况对港交所进行定价，港交所股价和估值与港股ADT息息相关。
- **2、成交额=总市值*换手率；短期内，**总市值较为固定且与市场价格（即恒生指数）基本同步；但换手率则容易受到市场成交活跃度和市场情绪影响在短期内出现大幅波动，因此在短期内港交所具有beta放大器属性，其股价弹性远大于市场整体；**长期内，**港交所则不仅能够受益于市场价格的增长（来源于企业盈利的增长等因素），同时还能受益于源源不断的IPO所带来的外生市值增量，因此其股价长期成长性亦优于恒生指数，而与恒生科技指数较为接近。
- **3、复盘过去历次港交所涨幅大于50%的牛市区间，**可发现港交所股价彰显出明显的beta属性，其走势与恒生科技指数较为接近。**1）当市场出现普涨行情时，**港交所股价能够同时受益于换手率提升和股价上涨，从而出现一轮明显的上涨行情；其涨幅与恒生科技指数较为接近；**2）而当恒生科技指数本身的成交金额占比出现下滑时（**或出于市场对其他风格的偏好，例如2022年10月逼空行情中资金集中于小盘股；或是2024年9月底政策驱动行情中资金集中于金融股），则港交所能够受益于市场整体成交额的提振，因此其股价涨幅甚至会远大于恒生科技指数。
- **4、2025年以来港股的上涨行情中，**或由于恒生科技指数表现较好、交易拥挤度较高，港交所股价相对跑输恒生科技指数，但相较于市场大盘而言仍有明显的超额收益。从2025年年初至2025年3月12日，恒生指数/恒生科技指数/香港交易所股价分别上涨了21.2/36.9/22.0%；考虑到近期港股ADT已达3700亿港元以上，与2024年9月末高点的3781亿港元较为相当；但截至3月13日收盘，港交所静态市盈率（PE-TTM）为33.4x，位于近一/三/五年来86.79/57.59/38.31%分位数，因此相较于2024年9月的40.85x仍有一定差距。后续若行情延续则仍存在一定补涨空间。

1、港交所交易相关业务占比较高，ADT是港交所股价和估值的锚

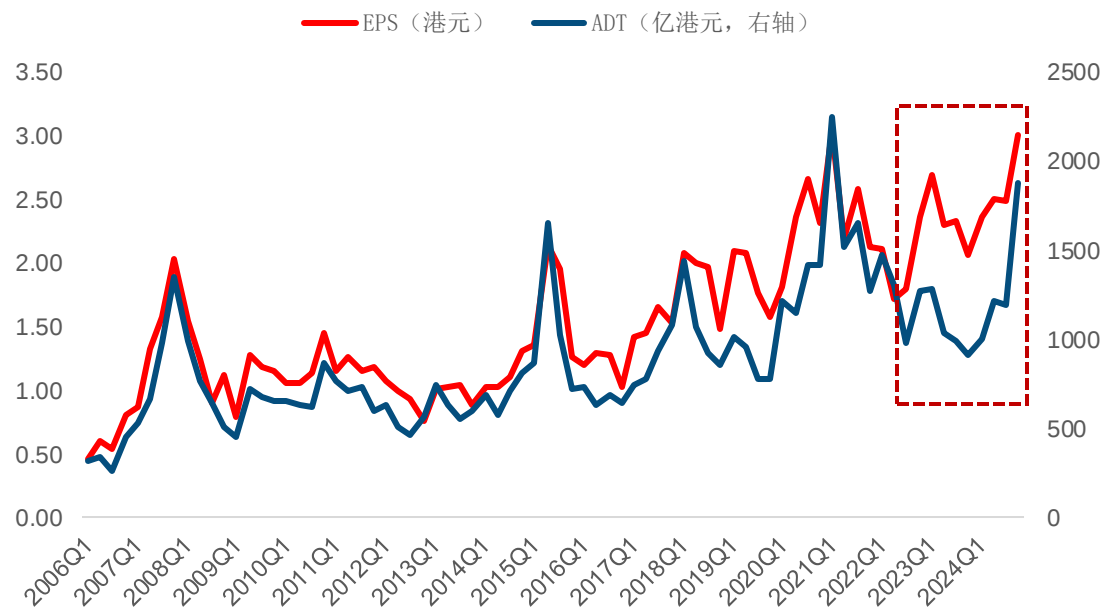
➤ **港交所交易相关业务占比较高，其业绩与市场成交情况高度相关。**交易所的交易和结算相关收入通常按照市场成交额/成交量的一定比例收取，而作为旗下同时拥有股票现货和衍生品交易所及结算所的基础设施运营商，港交所能够从证券交易和结算的全流程获取收入；其收入结构中【交易费及交易系统使用费】+【结算及交收费】+【存管，托管及代理人服务费】等交易相关收入占比常年达60%以上。因此，其业绩与市场成交情况高度相关。

图表：港交所交易相关收入占比常年在50%以上



资料来源：公司公告，中信建投

图表：港交所EPS与当季ADT高度相关



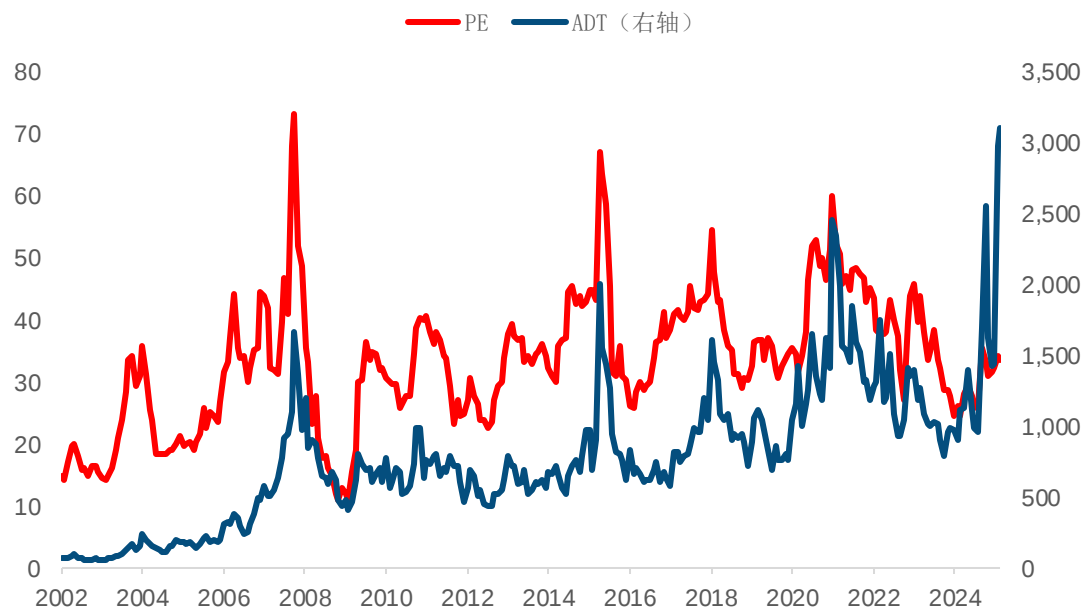
资料来源：公司公告，中信建投

2022年以来，受美联储大幅加息影响，港交所投资收益贡献大幅提升，因此其当季EPS与ADT之间出现一定偏离

1、港交所交易相关业务占比较高，ADT是港交所股价和估值的锚

➤ **估值水平与市场成交高度相关，ADT是港交所股价和估值的锚。**当港股市场交投火热时高ADT（日均成交金额）往往预示着对港交所当期业绩和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；反之，当ADT下降时市场情绪转为悲观，港交所估值亦会受到影响；因此综合以上两个方面原因，长期来看港交所股价表现与市场成交金额高度相关，ADT能解释港交所80%以上的股价波动。

图表：港交所市盈率与月均ADT高度相关



资料来源：Wind，公司公告，中信建投

图表：ADT能解释港交所80%以上的股价波动



资料来源：Wind，公司公告，中信建投

2、港交所复盘：beta放大器，指数走势与恒生科技指数较为趋近

- 港交所本身作为beta放大器，**1）在短期内**，其有望受益于市场成交活跃度的显著放大，而出现大幅上涨行情；**2）而在长期内**，港交所则有望同时受益于内生市值的增长（已有上市公司的市值提升）和外生市值的提升（新增上市公司的不断涌入），因此其股价成交走势虽然与恒生指数较为接近，但其涨幅远大于恒生指数；从2002年至2025年间，港交所涨幅高达2663%，远高于恒生指数的93%；其年化收益率则高达16%，亦远高于恒生指数的3%左右。
- 而复盘自2015年以来的股价走势，则可发现港交所股价与恒生科技指数较为接近，且其涨幅远高于恒生指数。

图表：港交所长期走势与恒生指数较为趋同但涨幅远大于恒生指数



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表：港交所走势与恒生科技指数较为接近，且涨幅远高于恒生指数



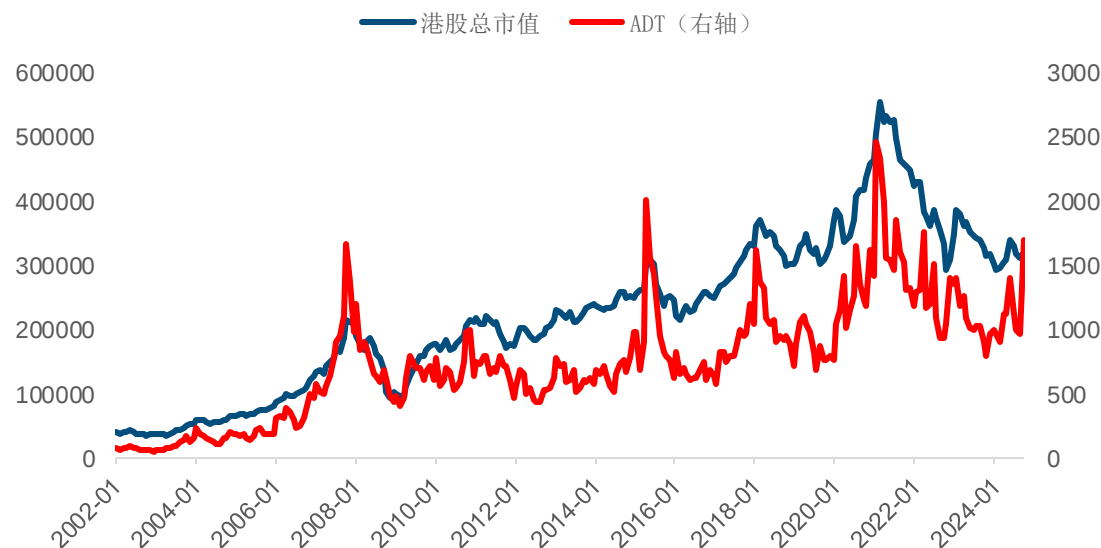
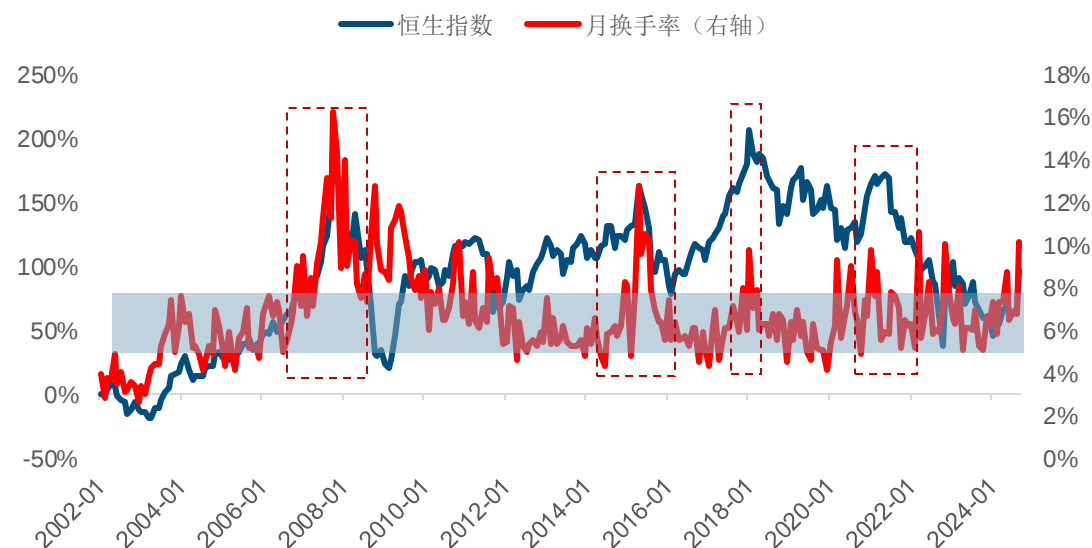
资料来源：Bloomberg，中信建投

2、港交所复盘：beta放大器，指数走势与恒生科技指数较为趋近

➤ **成交额=总市值*换手率**。若将港股总成交金额拆分成总市值*换手率两个维度，可以发现：**港股成交额将由市场上涨（总市值提升）和成交活跃度改善（换手率提升）两个因素所贡献**；1）**短期内**：港股市场换手率水平整体较为稳定在5~7%区间；但在牛市阶段，成交额则会同时收益于总市值的提升（市场上涨）以及换手率提升（交投活跃度提升）的双击，因此成交额的弹性通常远大于市场涨幅，**此为港交所短期高弹性的根本来源**；2）**长期内**，随着增量资金和上市公司的不断涌入，港股市场亦将持续扩充；因此在换手率整体较为稳定的情况下，随着港股总市值的不断增长港股成交金额中枢也会随之不断抬升，**此为港交所长期成长性和能够显著跑赢市场大盘的根本来源**。

图表：港股换手率整体较为稳定，牛市期间有望向上提振（亿港元）

图表：长期来看港股成交额中枢随港股总市值扩容持续提升（亿港元）



2、港交所复盘：beta放大器，指数走势与恒生科技指数较为趋近

➤ 复盘过去三十年间每一轮港交所上涨幅度大于50%的行情，可发现其股价彰显出明显的beta，指数走势与恒生科技指数较为接近。概括而言，如前所述港交所交易相关业务收入占比高，因此其股价与ADT表现高度相关；而在牛市周期中，短期内ADT容易受市场交投活跃度提高而大幅提振，从而带动港交所股价大幅上涨，彰显出明显的强beta属性，其涨幅远大于恒生指数和港股市场整体，而与恒生科技指数较为接近。

图表：历次行情中港交所与港股市场主要指数走势、市场环境对比

涉及年份	2003年	2006年	2007年	2009年	2015年	2017年	2020年	2022年	2024年
行情起始时间	2003年4月25日	2006年1月6日		2009年3月6日	2014年10月10日	2017/1/20	2020/3/20	2022/10/28	2024/9/13
行情终止时间	2004年3月5日	2007年11月2日		2010年1月8日	2015年5月29日	2018/1/26	2021/2/19	2023/1/6	2024/10/4
港交所区间最高涨幅	168.33%	707.89%		174.03%	72.95%	62.54%	168.75%	60.50%	70.23%
恒生指数区间最高涨幅	59.38%	99.52%		82.59%	16.53%	43.84%	41.16%	36.06%	31.88%
恒生科技指数区间最高涨幅	-	-		-	55.19%	50.57%	164.82%	48.24%	50.41%
市场成交金额最高增幅	150.69%	496.75%		75.33%	185.66%	220.68%	44.30%	65.12%	258.30%
经济环境	加入WTO后中国经济快速增长	中国经济快速增长，企业盈利能力提升		政策刺激下经济触底回升	国内经济面临一定增长压力	中国经济稳定增长	疫情冲击下年初经济增速下滑，但此后中国经济快速恢复	中国经济面临一定增长压力	中国经济面临一定增长压力
流动性	互联网泡沫破裂后美联储处于降息周期；中国内地流动性宽松	机构资金大量入市；但中国内地货币政策紧缩，美联储亦处在加息周期		金融危机后美联储和央行大幅宽松	货币政策宽松	美联储处在加息周期，中国内地货币政策稳健中性	疫情后全球流动性大幅宽松	中国内地流动性较为宽松，美债利率高位运行	中国内地流动性宽松，美联储开始降息
行业政策	国务院叫停国有股减持、QFII开通	股权分置改革；机构资金入市		“四万亿”刺激计划	沪港通开通；中国内地两融和质押业务快速增长	深港通开通	港交所上市制度改革后新经济企业大量涌入		中国内地一揽子刺激政策出台
港交所净利润（亿港元）	6.9	25.2	61.7	51.3	51.7	74.0	115.1	100.8	-
净利润增速	16.66%	88.02%	144.95%	-16.86%	13.47%	28.34%	22.51%	-19.60%	-
港交所ROE	12.46%	52.33%	90.49%	65.45%	24.79%	21.29%	24.72%	20.29%	-
行情启动时港交所PE	13.9	29.2		11.7	43.2	37.5	29.3	27.9	24.3
行情结束时港交所PE	31.8	75.8		34.7	63.3	54.5	68.1	47.0	40.9

资料来源：Wind，公司公告，中国政府网，中信建投

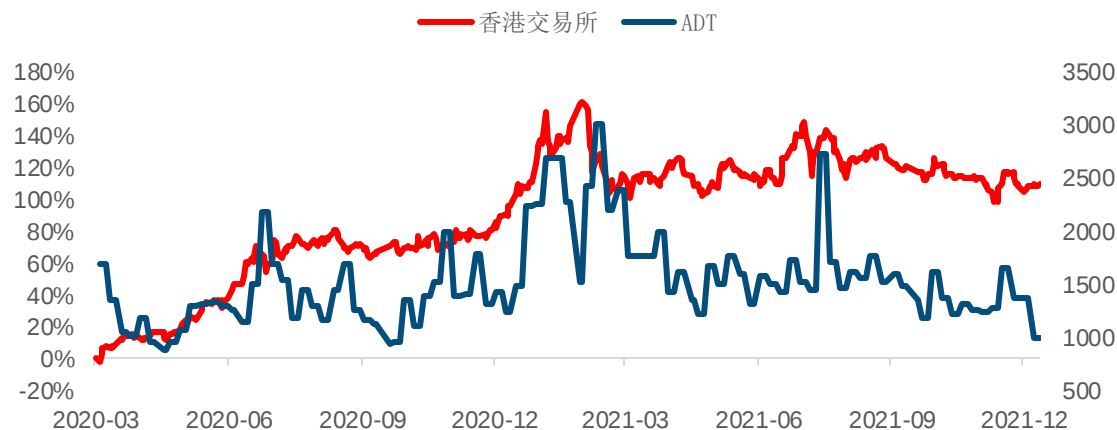
3、港交所复盘：2020~2021，beta弹性+alpha属性兼具

- **2020~2021年牛市**：2020~2021年受益于全球货币政策宽松、“资管新规”后居民权益资产配置比例的提升以及港股上市制度改革后新经济企业的涌入，港股迎来一轮明显的牛市。从2020年3月20日~2021年2月19日高点，恒生指数涨幅达44.30%，但期间港交所和恒生科技指数涨幅则分别高达168.75%和164.82%。
- 整体而言，**1）在牛市前期**，港交所股价涨幅与恒生科技指数和ADT走势较为类似，且涨幅远大于恒生指数；**2）在牛市后期**，以2021年2月特区政府加征印花税为拐点，港股市场情绪和交投活跃度明显回落，恒生指数和恒生科技指数跌幅明显；但由于此时市场对中概股回港二次上市、港交所新推出MSCI A50系列指数具有较高预期，港交所表现相对稳健，并未跟随市场出现明显下跌，彰显出明显的alpha属性。

图表：2020~2021年牛市期间港股主要指数和港交所复盘



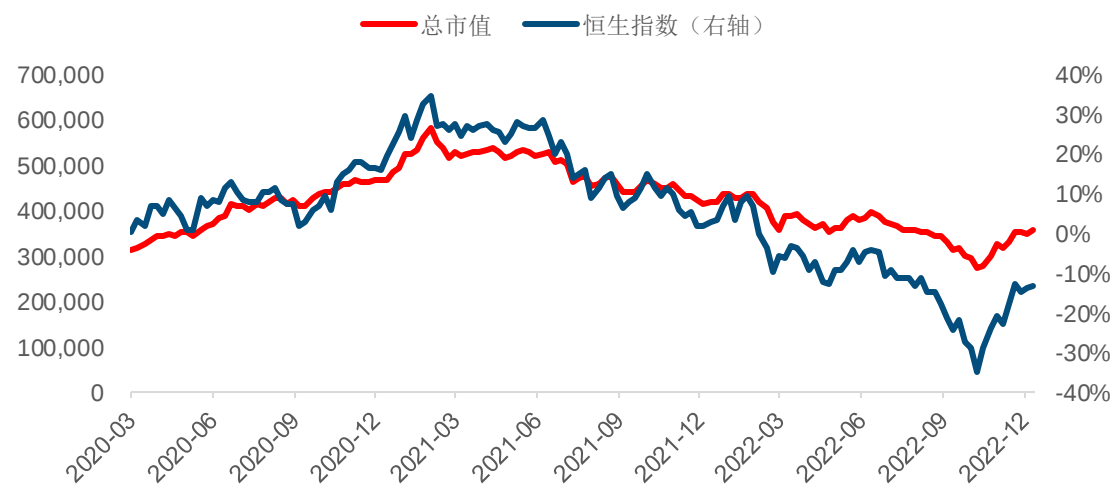
图表：港交所走势与ADT（周度平均）复盘



3、港交所复盘：2020~2021，beta弹性+alpha属性兼具

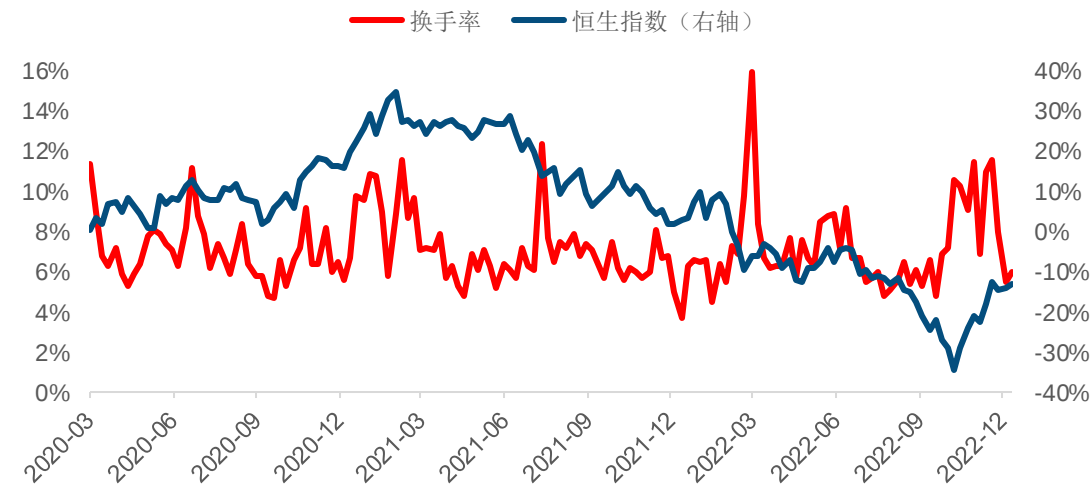
- **就总市值而言**，由于恒生指数代表了港股市场的整体走势，港股总市值与恒生指数较为同步；在牛市后期，或得益于2020~2021年间包括快手、京东、网易、百度等在内的一系列大型互联网公司上市所带来的外生市值增量，港股总市值跌幅明显小于恒生指数所代表的市场大盘。
- **就换手率而言**，由于市场情绪和交投活跃度变化较快，短期内港股换手率容易跟随市场表现而出现大幅波动，通常与市场走势呈现出“同涨同跌”的态势；因此在上行周期推动成交额涨幅明显大于市场整体，而在下行周期也容易造成市场成交额的快速萎缩。

图表：港股总市值vs恒生指数涨跌幅



资料来源：Wind，中信建投
中信建投证券
CHINA SECURITIES

图表：港交所换手率vs恒生指数涨跌幅

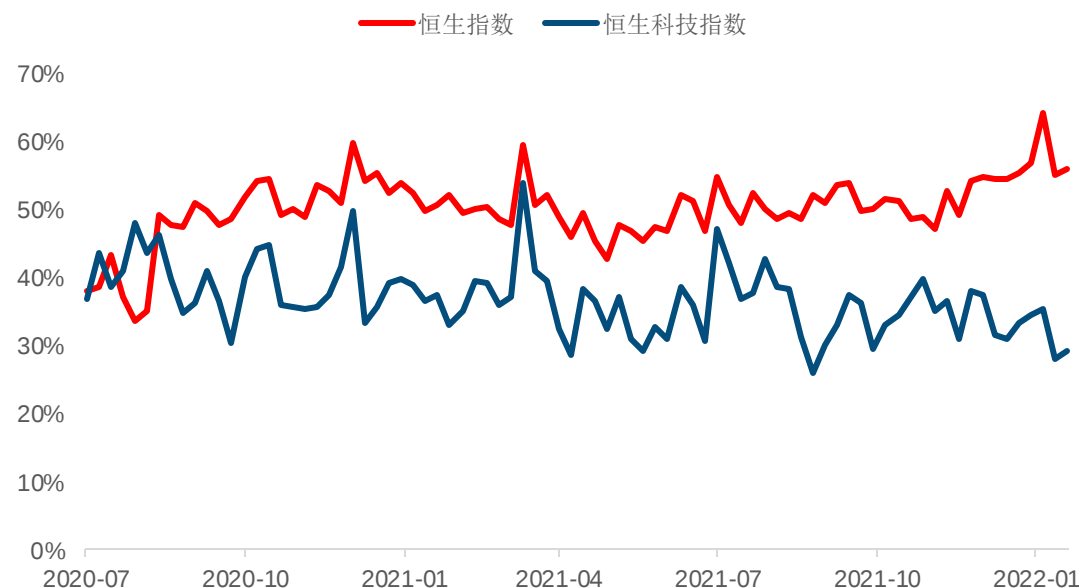


资料来源：Wind，中信建投

3、港交所复盘：2020~2021，beta弹性+alpha属性兼具

➤ 在这一阶段内，或由于港股市场受益于全球流动性宽松和投资者交投情绪的提振而出现普涨行情，市场流动性分布较为均匀，恒生科技指数并未出现明显的交易拥挤度提升的趋势；因此，在此阶段内港交所涨幅和港股市场整体成交金额与恒生科技指数较为趋同，并未出现明显跑赢或跑输行情。

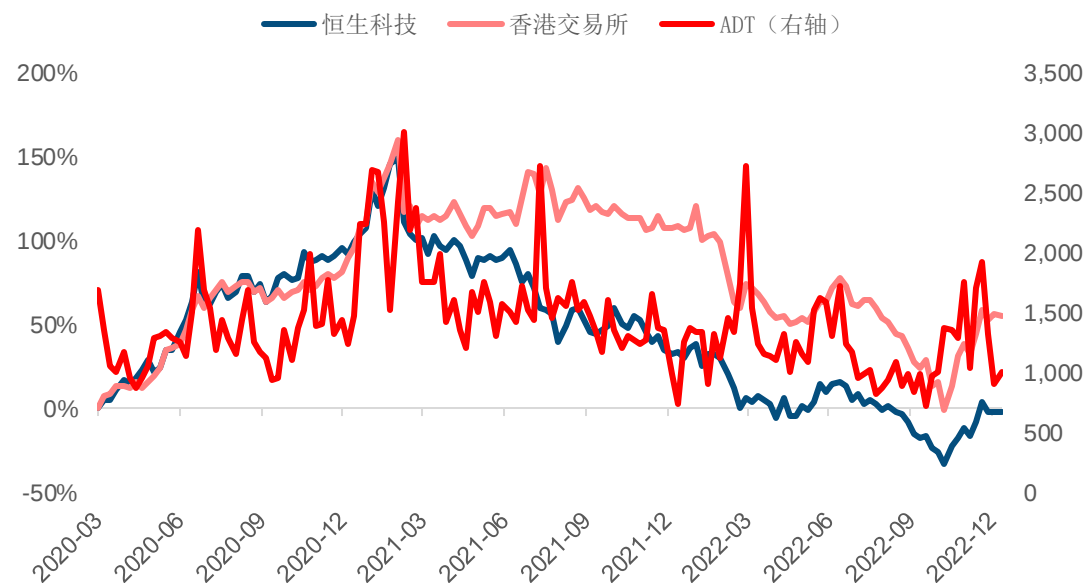
图表：恒生指数&恒生科技指数成交金额占比



资料来源：Wind，中信建投

注：由于恒生科技指数于2020年7月才正式推出，故此数据均缺失

图表：港交所&恒生科技指数走势vs港股ADT

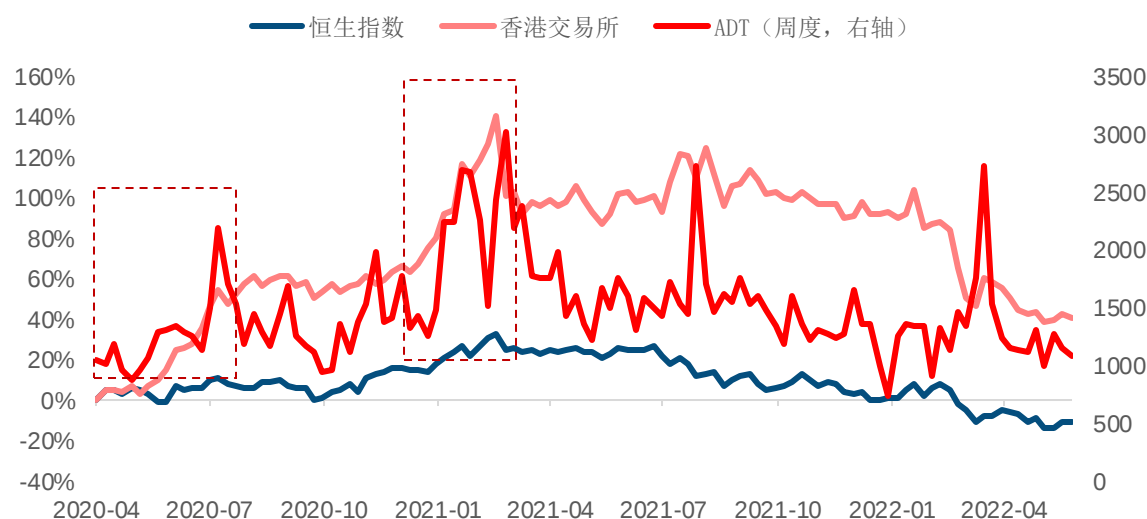


资料来源：Wind，中信建投

3、港交所复盘：2020~2021，beta弹性+alpha属性兼具

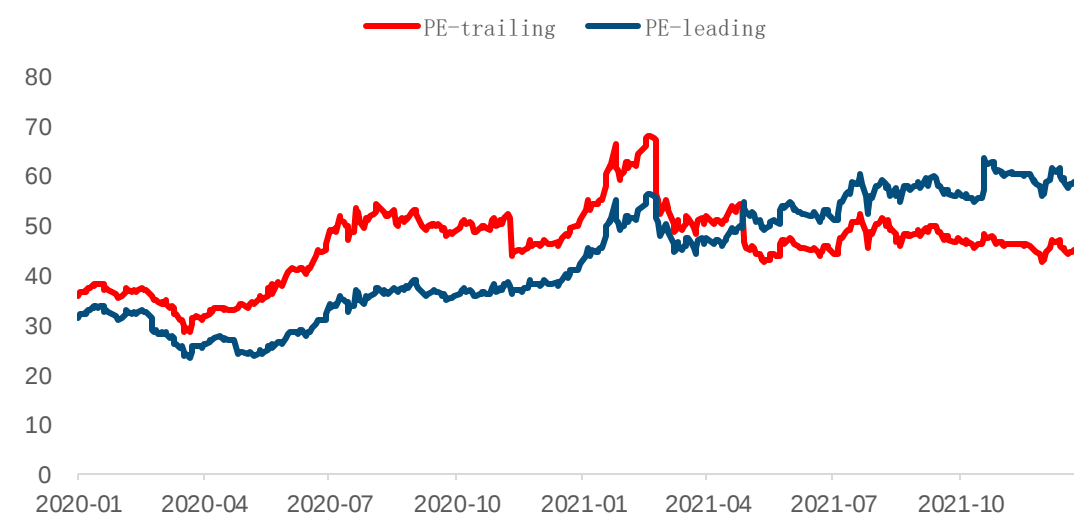
➤ **从业绩和估值水平来看：**此期间内得益于市场交投活跃度的大幅上涨，港交所业绩和估值亦出现明显提升。但由于2021年2月后市场即转熊，导致港交所2021年业绩提升幅度相对较小；2021年港交所EPS同比仅+9%至9.91港元，但仍为截至目前历史最高水平。在2021年2月的牛市高点，由于市场对港交所市场改革和新产品推出仍存在较高预期，因此港交所估值水平仍维持高位；在2021年2月的牛市高点，港交所PE-TTM高达68.1x；若以未来12个月的EPS计算，则其PE-leading虽有所回落但仍达56.2x，与PE-trailing差距不大。可见，2021年的市场表现并未很好地消化此前市场给予的过高预期。

图表：2020~2021年港交所及港股市场表现情况（亿港



资料来源：Wind，中信建投

图表：2020~2021年港交所 PE-leading vs PE-trailing

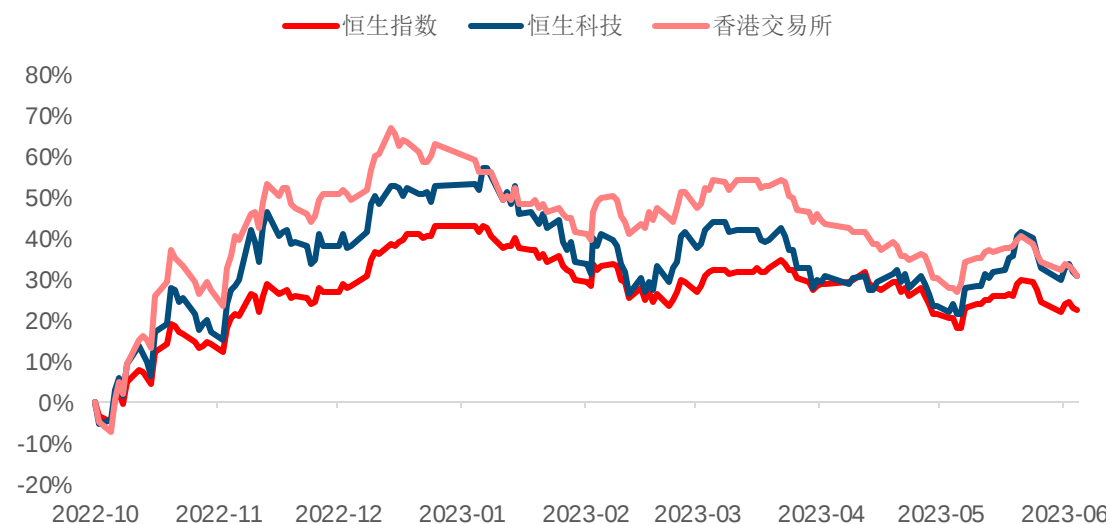


资料来源：Wind，中信建投

4、港交所复盘：2022年，受益于情绪反转涨幅显著跑赢市场

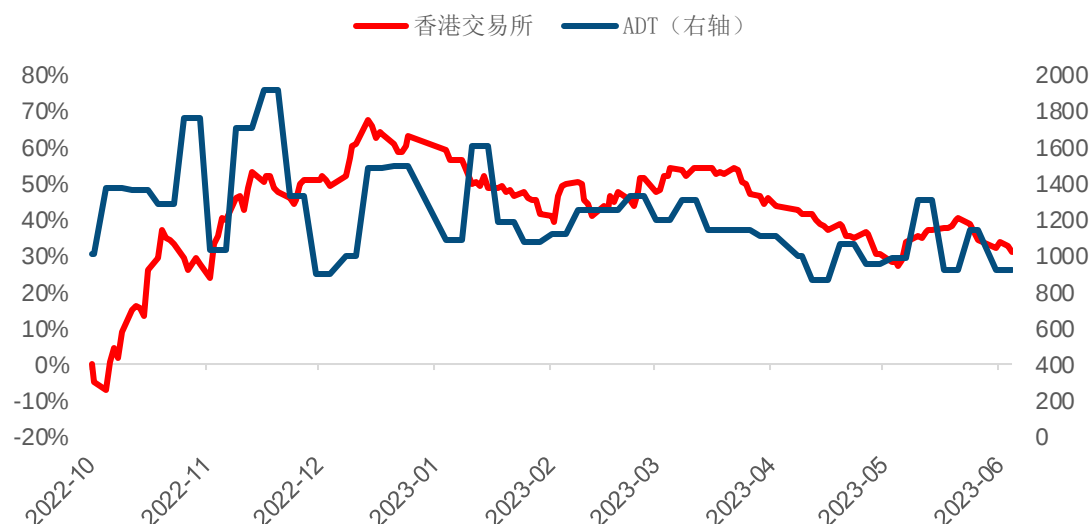
➤ **2022年牛市**：2022年10月底，在港股市场触底后一方面由于空头积累了较重的空头仓位，另一方面得益于市场情绪的部分触底回暖，因此引发了一轮显著的逼空行情。在此轮行情中，港交所走势与恒生科技指数和恒生指数所代表的市场整体区别不大；但由于市场成交金额的快速增长港交所走势仍显著跑赢市场。期间，港交所涨幅高达60.50%，显著跑赢恒生科技指数的48.24%和恒生指数的36.06%。

图表：2022年牛市期间港股主要指数和港交所复盘



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所走势与ADT（周度平均）复盘



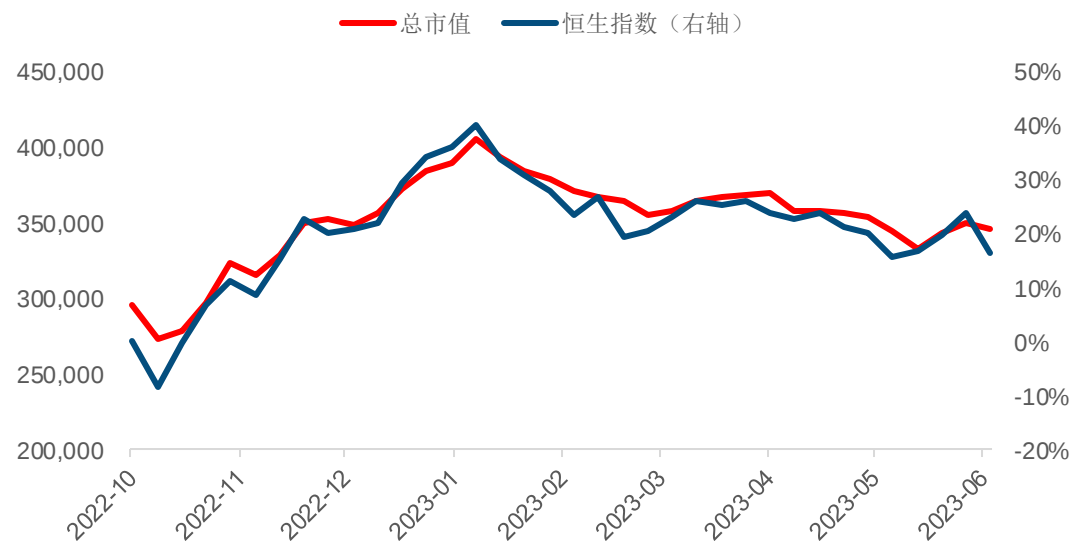
资料来源：Wind，中信建投

注：由于日度成交金额波动过大，此处使用周度平均数据

4、港交所复盘：2022年，受益于情绪反转涨幅显著跑赢市场

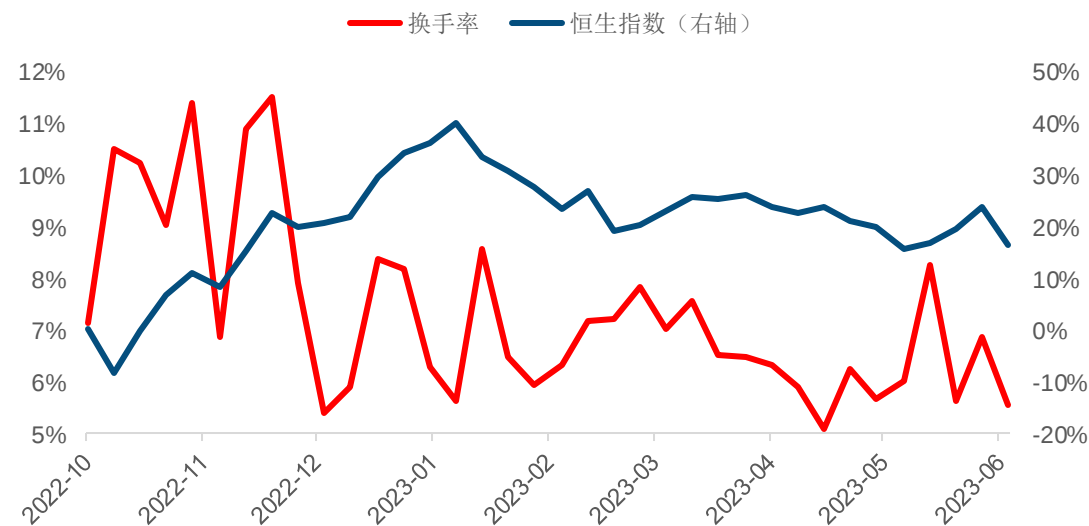
- **就总市值而言**，期间由于市场估值处于低位，IPO市场活跃度较低，因此在并无新增大型公司上市的情况下港股总市值与恒生指数表现基本趋同。
- **就换手率而言**，在此轮行情前期由于市场情绪恢复较快，港股换手率出现短时间内大幅提振，或是驱动港交所在前期表现较好且明显跑赢市场整体的主要原因。但由于此后基本面并未明显恢复，港股整体交投活跃度又再度快速回落，使得港股整体和港交所股价亦出现明显调整。

图表：港股总市值vs恒生指数涨跌幅



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所换手率vs恒生指数涨跌幅

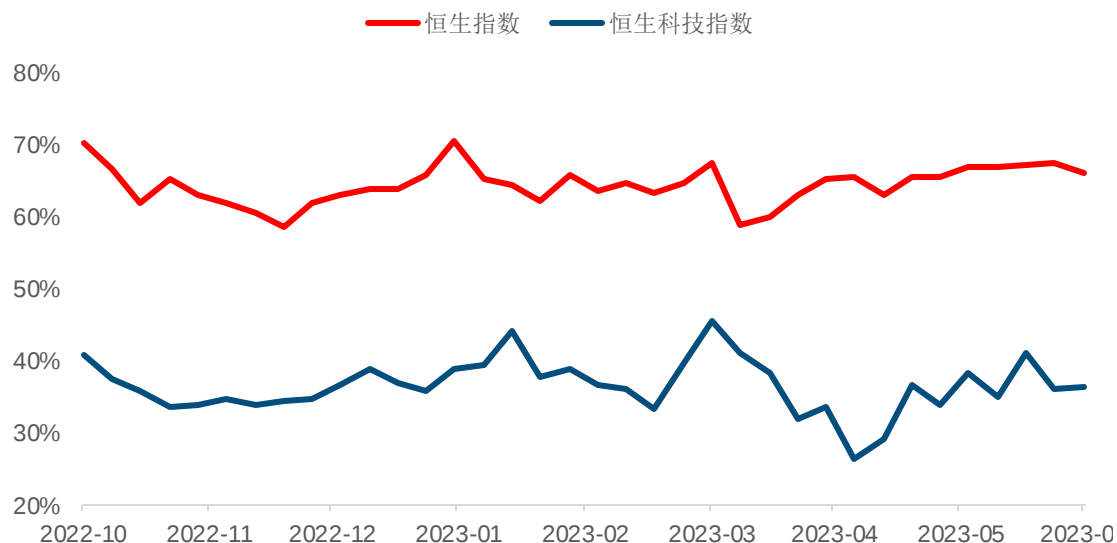


资料来源：Wind，中信建投

4、港交所复盘：2022年，受益于情绪反转涨幅显著跑赢市场

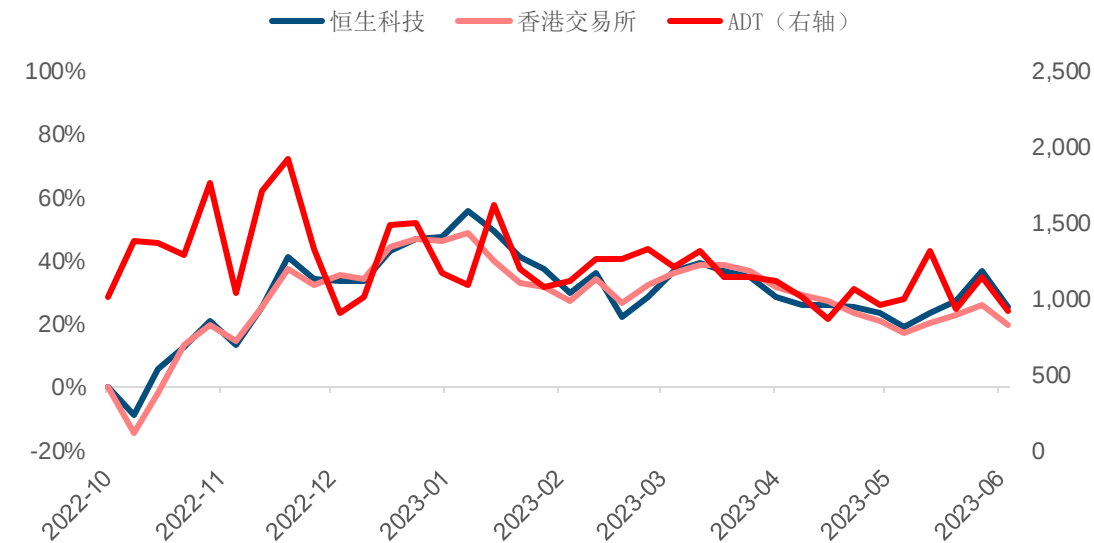
➤ 在这一阶段内，或由于此轮行情前期存在明显的“逼空”现象，而相对而言，中小市值公司股票或由于本身基本面相对更为孱弱，更容易成为对冲基金等做空的目标，因此在此轮行情初期，随着市场情绪的反转空头也更需要买回该类型公司的股票以了结空头仓位，其成交额占比整体提升，而恒生指数和恒生科技指数成分股所代表的大盘股成交占比则出现下降。而由于港交所所能捕捉的市场整体的成交表现，因此其涨幅相较于恒生指数和恒生科技指数而言相对更优。

图表：在行情初期恒生指数&恒生科技指数成交金额占比有所回落



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表：港交所&恒生科技指数走势vs港股ADT



资料来源：Wind，中信建投

4、港交所复盘：2022年，受益于情绪反转涨幅显著跑赢市场

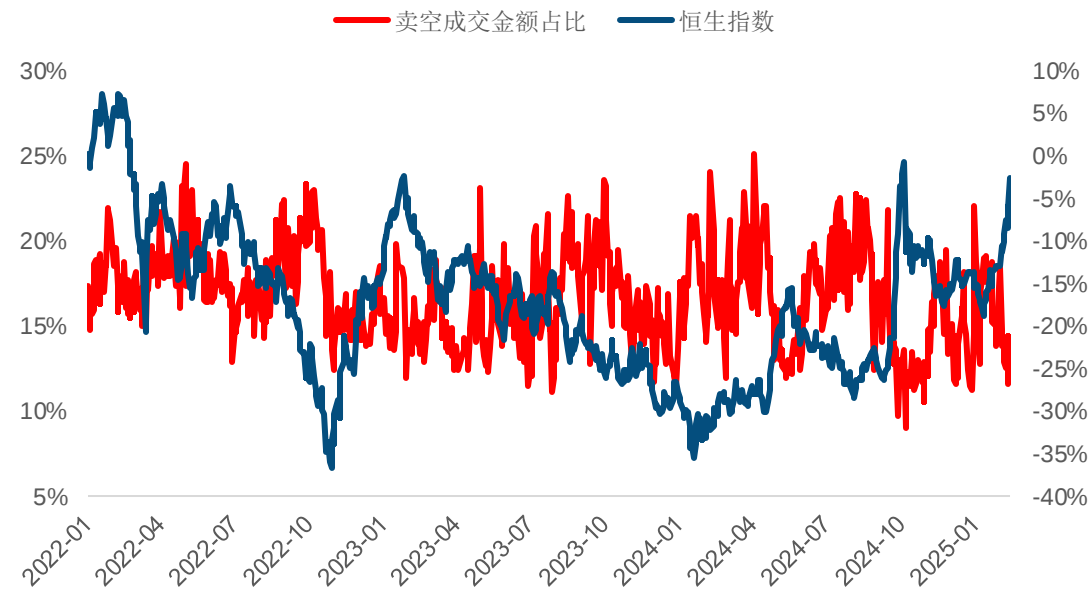
➤ 复盘2022年以来港股的表现，在2022年4月~5月港股反弹期间，以外资对冲基金为代表的空头通过大幅做空而获取了丰厚的利润；此后随着市场的持续下跌，其空仓占比和卖空成交金额占比在2022年10月左右达到了阶段性高点；此后随着市场情绪的好转，恒生指数开始快速上涨，其空仓占比和卖空成交金额占比亦出现了快速的下降，显示出市场此阶段出现了一轮明显的逼空行情。

图表：在行情初期恒生指数&恒生科技指数成交金额占比有所回落



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所&恒生科技指数走势vs港股ADT

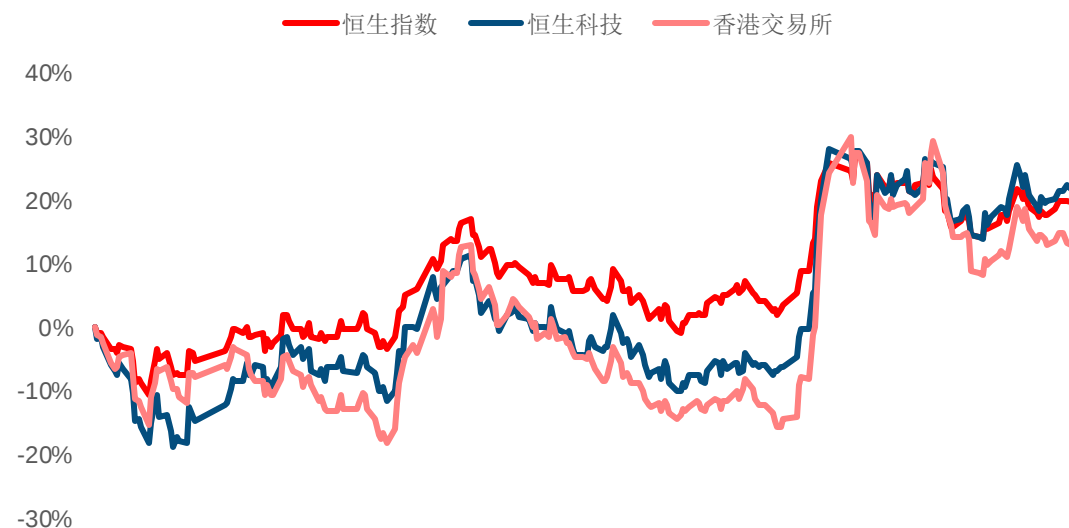


资料来源：Wind，中信建投

5、港交所复盘：2024年，政策反转市场大幅上涨，港交所超额收益明显

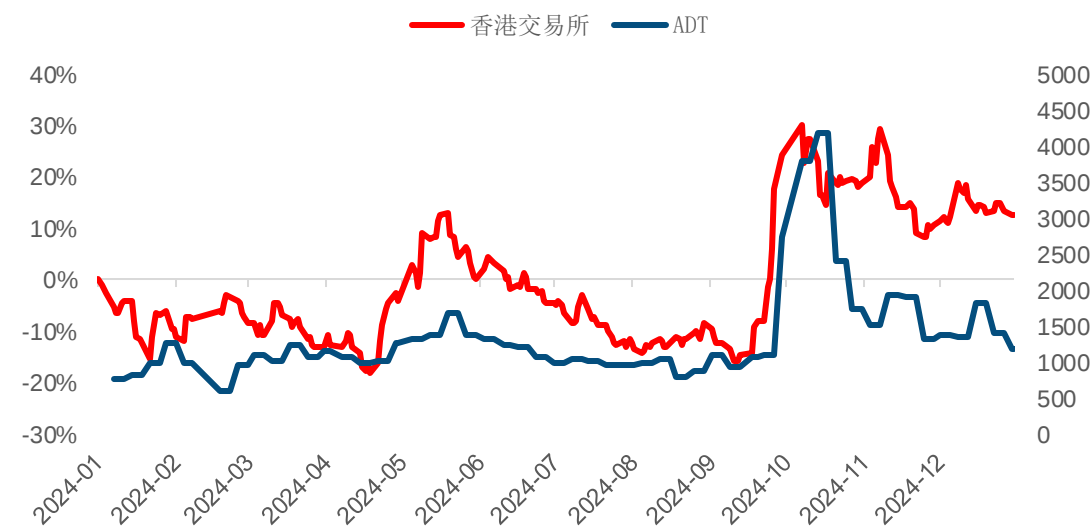
➤ **2024年牛市：**2024年9月，在一系列刺激政策出台叠加美联储降息的背景下港股出现一轮快速上涨行情。在此轮行情中，由于资金交易活跃度极高，港股ADT三次刷新历史记录，因此港交所走势显著超过恒生科技指数和恒生指数所代表的市场整体。从9月18日至10月10日期间，港交所涨幅高达48.40%，显著跑赢恒生科技指数的33.92%和恒生指数的20.34%。

图表：2024年牛市期间港股主要指数和港交所复盘



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所走势与ADT（周度平均）复盘



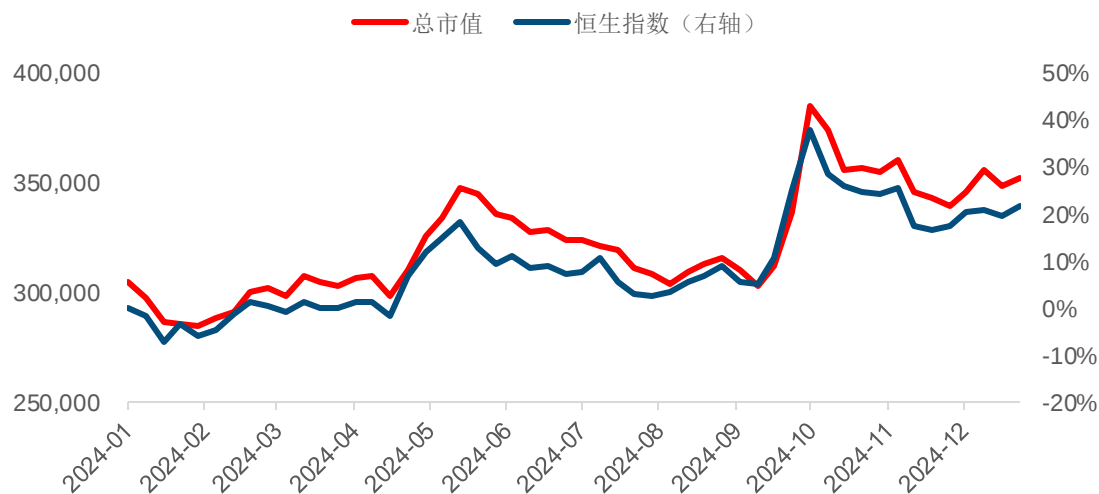
资料来源：Wind，中信建投

注：由于日度成交金额波动过大，此处使用周度平均数据

5、港交所复盘：2024年，政策反转市场大幅上涨，港交所超额收益明显

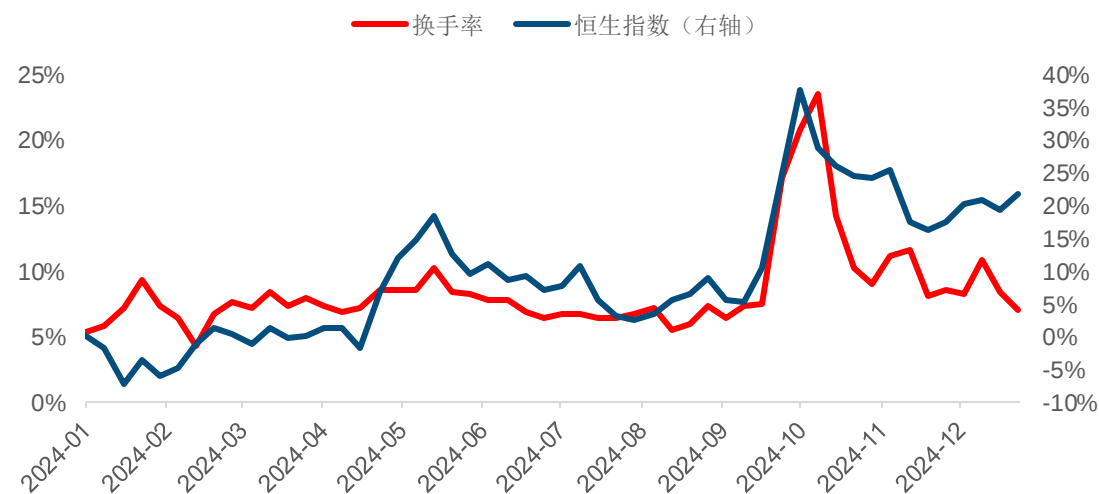
- **就总市值而言**，期间由于市场估值处于低位，IPO市场活跃度较低，因此在并无新增大型公司上市的情况下港股总市值与恒生指数表现基本趋同。
- **就换手率而言**，或由于此轮行情并无基本面改善作为基础，行情可持续性较低；因此在2024年5月的反弹行情中港股换手率对市场行情的表现相对较为钝化，并未呈现出换手率随恒生指数大幅反弹的现象。但在2024年9月行情中，随着一系列政策的出台，市场情绪和交投活跃度得到显著提升，港股月度换手率甚至一度攀升至23%的历史最高水平，或是驱动港股成交金额大幅上涨和港交所取得明显超额收益的核心原因。

图表：港股总市值vs恒生指数涨跌幅



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所换手率vs恒生指数涨跌幅

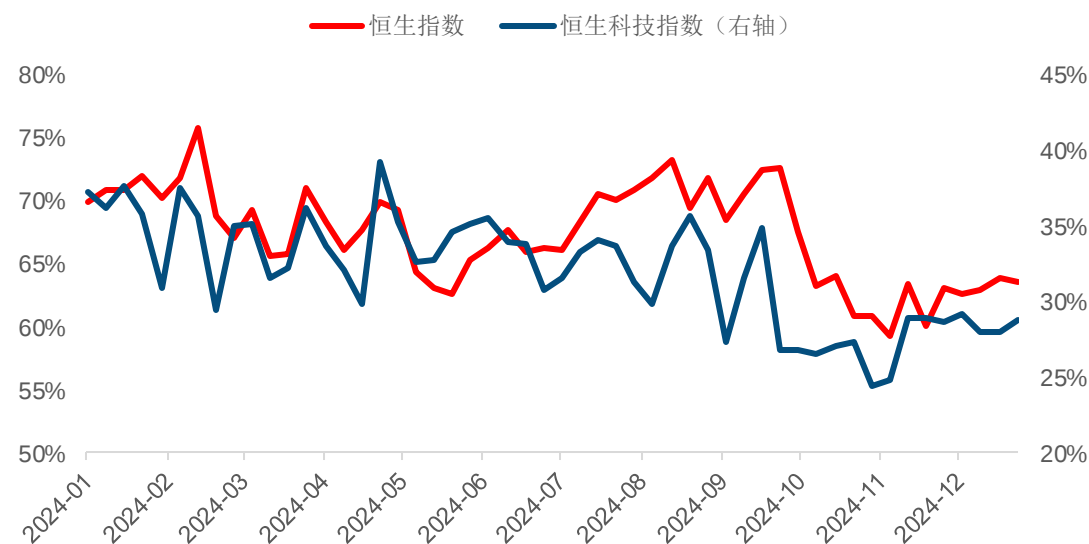


资料来源：Wind，中信建投

5、港交所复盘：2024年，政策反转市场大幅上涨，港交所超额收益明显

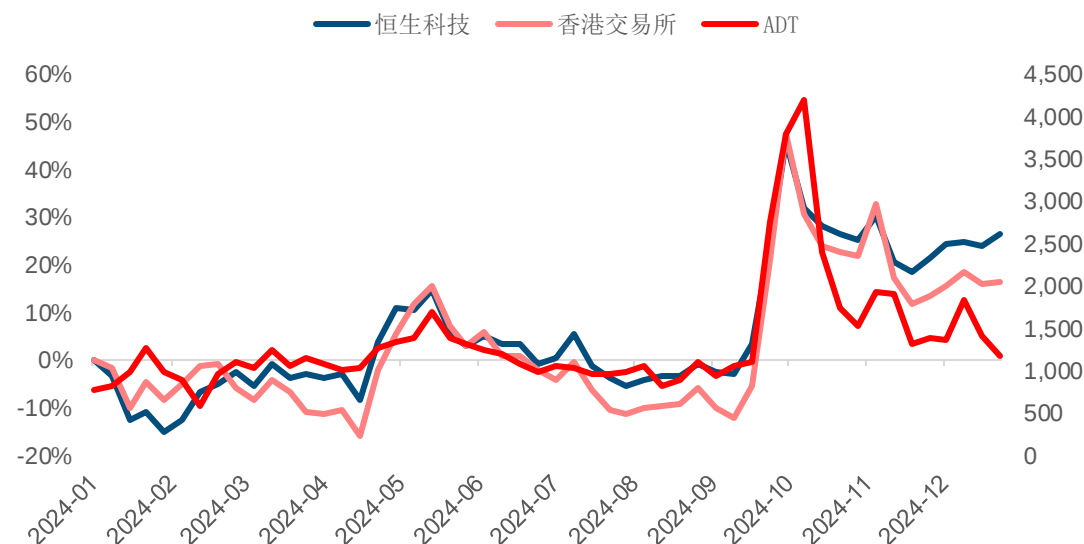
➤ 在这一阶段内，或由于港股为全面普涨行情，且叠加高beta弹性预期的券商股、保险股等其他类型的股票吸引了更多的成交金额，恒生科技指数和恒生指数的成分股成交金额在整个港股市场大盘中的占比甚至出现了明显的下降；而由于港交所所能获取的是整个市场的成交金额所带来的收入，因此其股价表现显著大于恒生科技指数和恒生指数，而与ADT的涨幅较为类似；但此后随着ADT的快速回落港交所股价也出现了明显大于恒生科技指数的调整。

图表：在行情初期恒生指数&恒生科技指数成交金额占比有所回落



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表：港交所&恒生科技指数走势vs港股ADT

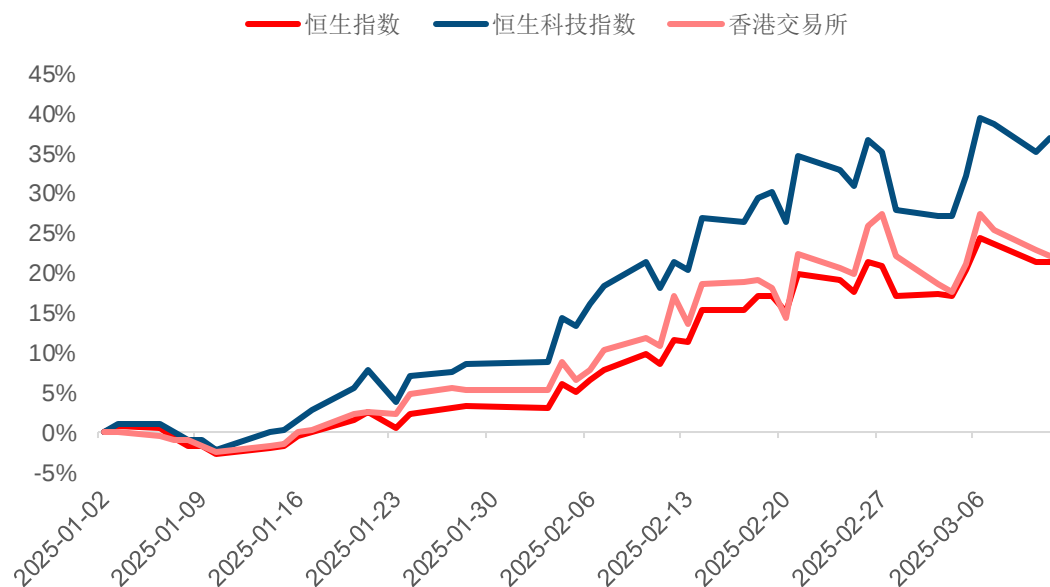


资料来源：Wind，中信建投

6、如何看待此轮港股市场和港交所行情？

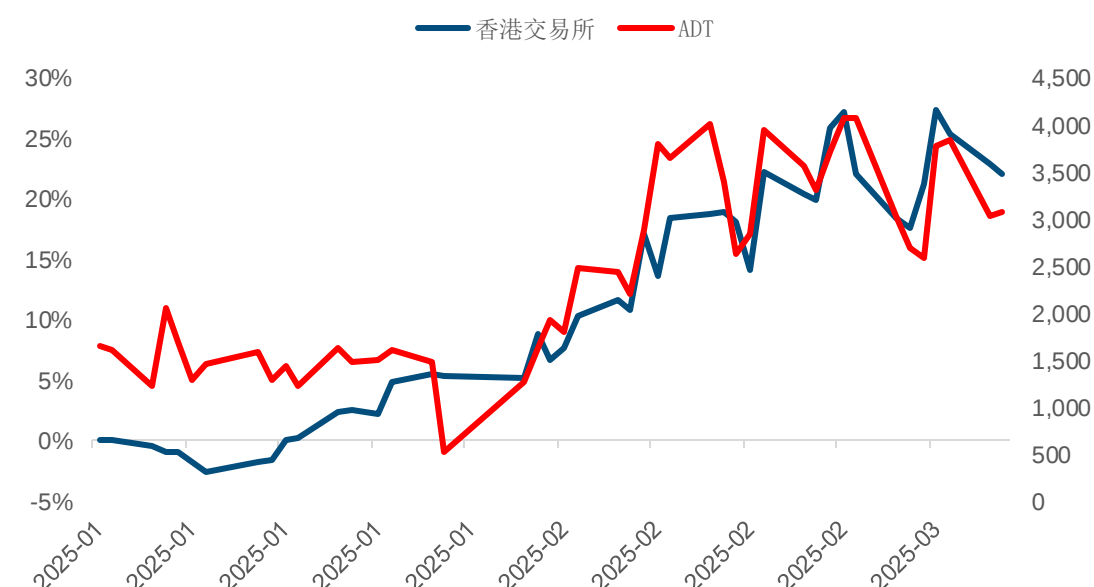
➤ 年初至今以来，DeepSeek引发的中国资产重估显著提振了市场的风险偏好，港股市场出现了一轮明显的上涨行情。从2025年年初至2025年3月12日，恒生指数/恒生科技指数/香港交易所股价分别上涨了21.2/36.9/22.0%，港交所表现略优于以恒生指数为代表的市场大盘整体，与ADT提升幅度较为匹配，但跑输恒生科技指数。

图表：年初以来港股市场表现较好



资料来源：Wind，中信建投

图表：港交所走势与市场成交金额较为契合

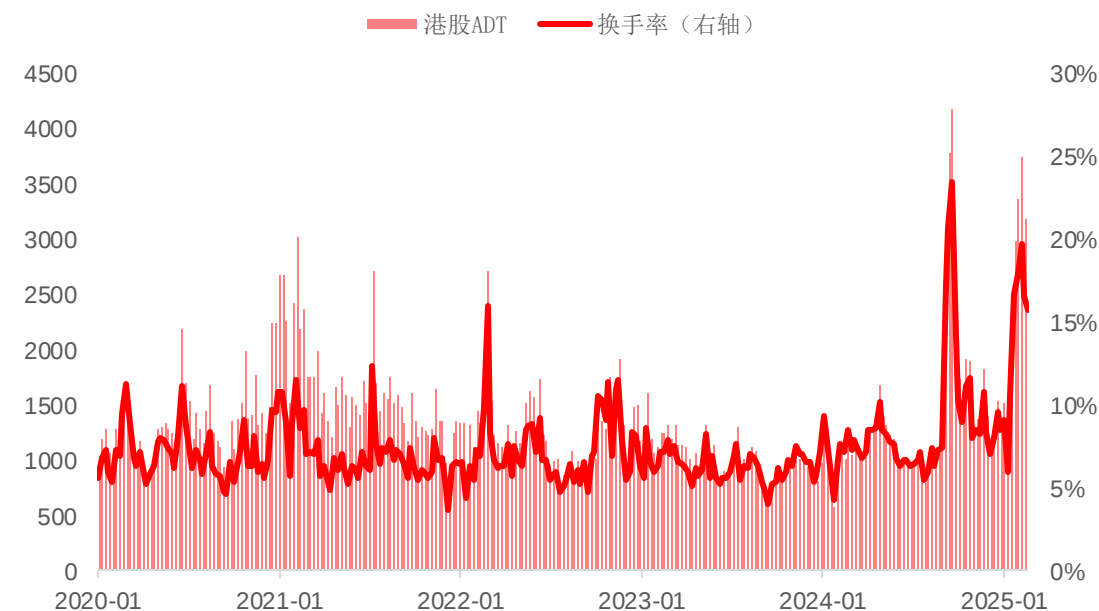


资料来源：Wind，中信建投

6、如何看待此轮港股市场和港交所行情？

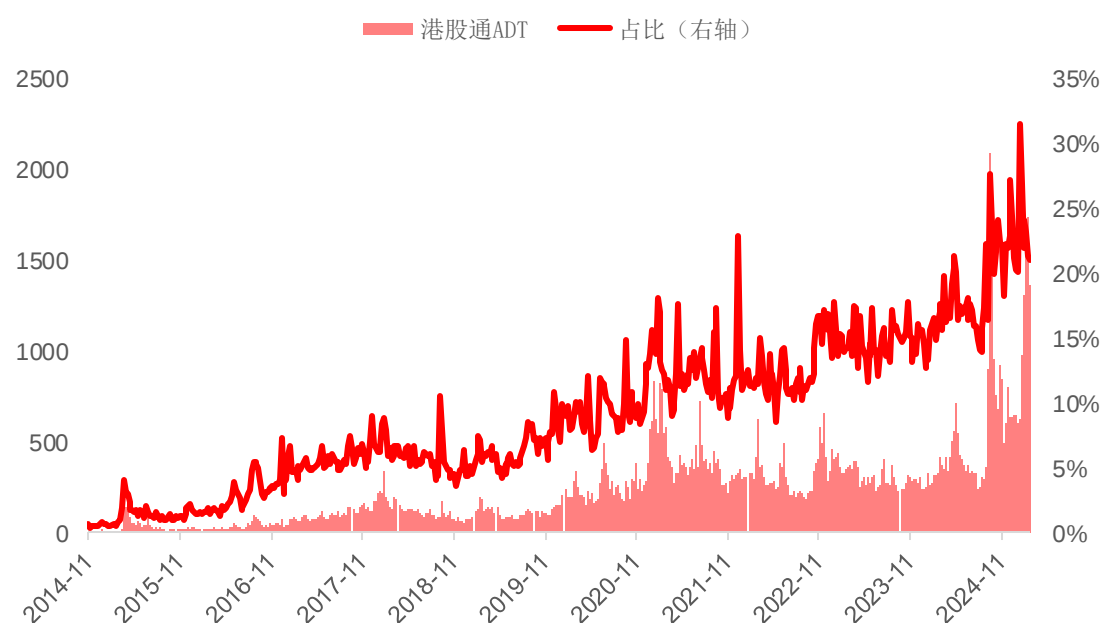
➤ 在2025年2月5日内地春节假期结束、港股通恢复交易以来，以港股通为代表的资金大幅涌入，显著提升了港股市场的交投活跃度。2025年2月以及2025年3月1日~12日，港股市场日均成交金额分别高达2973/3143亿港元，已显著高于2024年9月/10月的1692/2550亿港元；其中，港股通南向资金ADT占比分别高达24.5/21.3%，亦显著高于此前水平。

图表：港股交投活跃度大幅提升，已接近此前水平



资料来源：Wind，中信建投

图表：南向资金占比已刷新历史新高

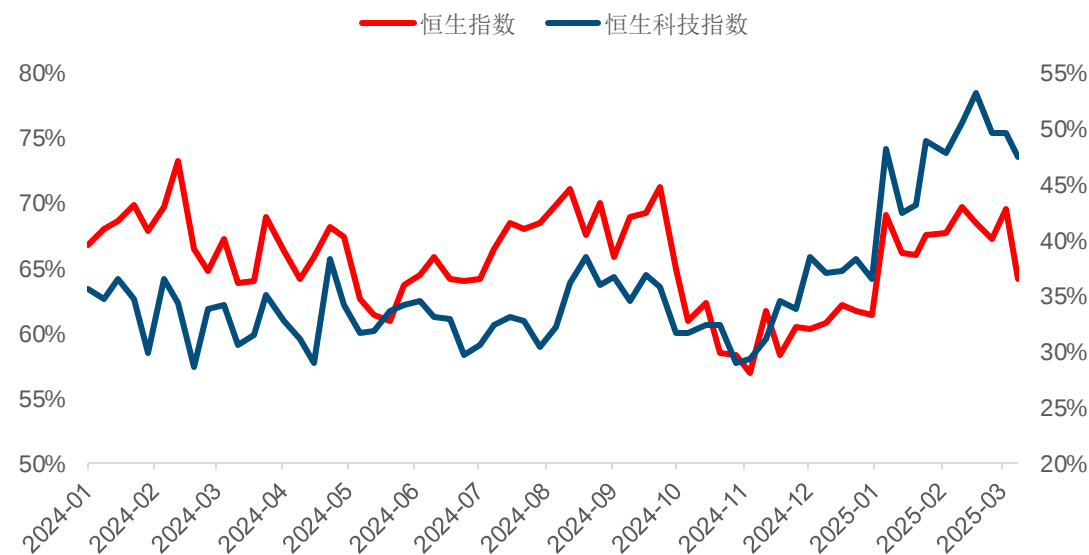


资料来源：Wind，中信建投

6、如何看待此轮港股市场和港交所行情？

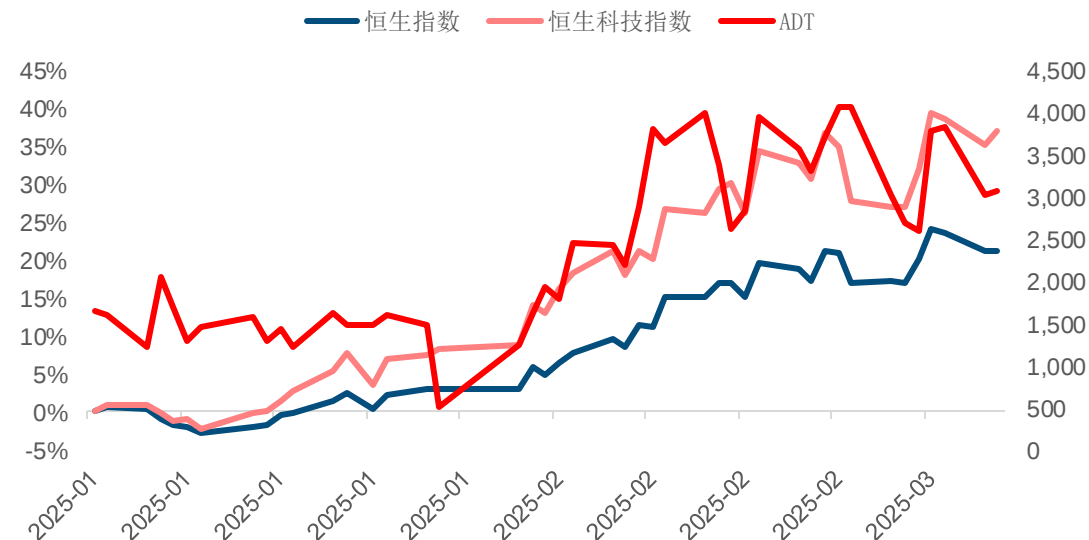
➤ 但由于此轮行情为恒生科技指数成分股所主导的结构性行情，在资金的大量涌入下恒生科技指数成分股成交金额占比快速提升，占到了整个港股总成交金额的50%以上；或受此因素影响，港交所表现相较于恒生科技指数存在一定的差距。

图表：此轮行情中恒生科技指数成交金额占比大幅提升



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表：港交所&恒生科技指数走势vs港股ADT

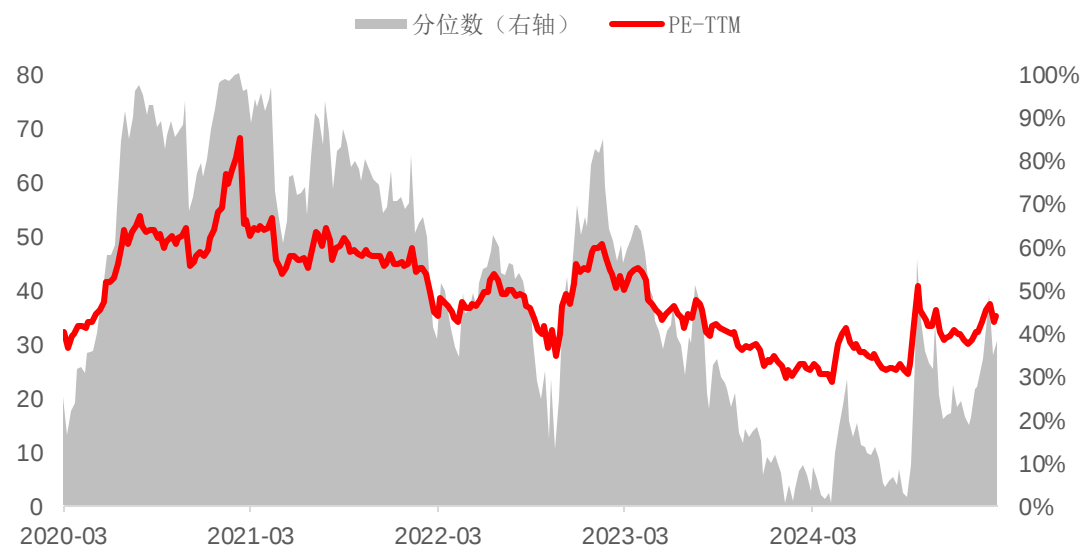


资料来源：Wind，中信建投

6、站在当下：港交所估值明显提升，但相较于前高仍有差距

➤ 从估值水平来看，受益于市场成交活跃度的明显改善，港交所估值水平明显提升，但相较于2024年9月仍有一定差距。考虑到近期港股ADT已达3700亿港元以上，与2024年9月末高点的3781亿港元较为相当；但截至3月13日收盘，港交所静态市盈率（PE-TTM）为33.4x，位于近一/三/五年来86.79/57.59/38.31%分位数，因此相较于2024年9月的40.85x仍有一定差距。

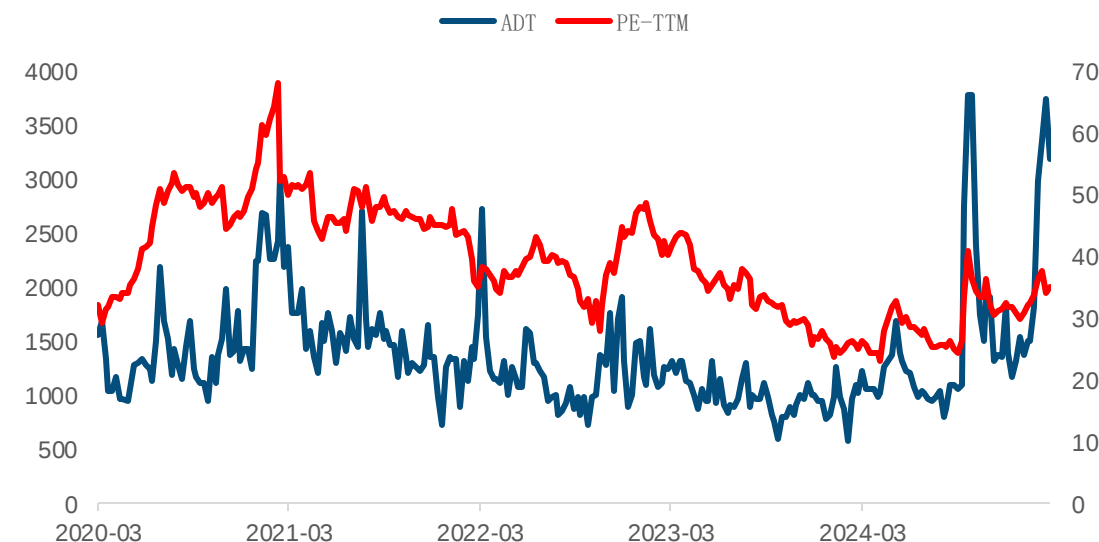
图表：港交所PE-TTM及近五年来分位数情况



资料来源：Wind，中信建投

注：静态市盈率（PE-trailing）为使用过去12个月EPS测算得出的市盈率指标

图表：港交所PE-TTM及港股市场ADT情况



资料来源：Wind，中信建投

6、站在当下：港交所估值到底反映了多少预期

➤ 目前港交所估值隐含的未来12个月ADT或为1700亿港元左右。截至2025年3月13日，港交所总市值为4350亿港元；如上所述，若我们按照港交所理论&历史估值中枢30x~40x PE测算，则对应的净利润为108.9~145.1亿港元。保守假设年内美联储降息或导致25Q4开始保证金及结算所基金投资收益率将出现下滑且公司资金投资收益保持不变、港交所各项业务成本率保持不变，则当前估值水平下所隐含的对港交所未来ADT预期或在1700亿港元左右（2025年2月以及2025年3月1日~12日，港股市场日均成交金额分别达2973/3143亿港元）

图表：不同ADT及投资收益率假设下港交所未来12个月净利润情况

截至3月13日总市值（亿港元）	4,350						
若假设合理市盈率	30	32.5	35	37.5	40	42.5	45
对应净利润（亿港元）	145.0	133.8	124.3	116.0	108.8	102.4	96.7

		对应ADT（亿港元）									
			800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400
假设 6个月 HIBOR利率	3.0%	1.08%	117.1	120.2	123.3	126.4	129.4	132.5	135.6	138.6	141.6
	3.5%	1.17%	118.2	121.3	124.4	127.5	130.6	133.6	136.7	139.7	142.8
	4.0%	1.26%	119.3	122.5	125.6	128.7	131.7	134.8	137.8	140.9	143.9
	4.5%	1.36%	120.5	123.6	126.7	129.8	132.9	135.9	139.0	142.0	145.1
	5.0%	1.45%	121.6	124.8	127.9	131.0	134.0	137.1	140.1	143.2	146.2
	5.5%	1.55%	122.8	125.9	129.0	132.1	135.2	138.2	141.3	144.3	147.4
	6.0%	1.64%	123.9	127.1	130.2	133.2	136.3	139.4	142.4	145.5	148.5

7、港交所估值&盈利预测更新

➤ 考虑到年初以来港股市场表现情况，并考虑到2025年内美联储降息预期下市场利率的可能下行空间及中国资产盈利情况和估值水平的回升，我们上调了港交所盈利预测；截至2025年3月13日港交所股价对应2024A / 2025E PE分别为33.4/30.4x，如前所述具有较高的配置性价比。

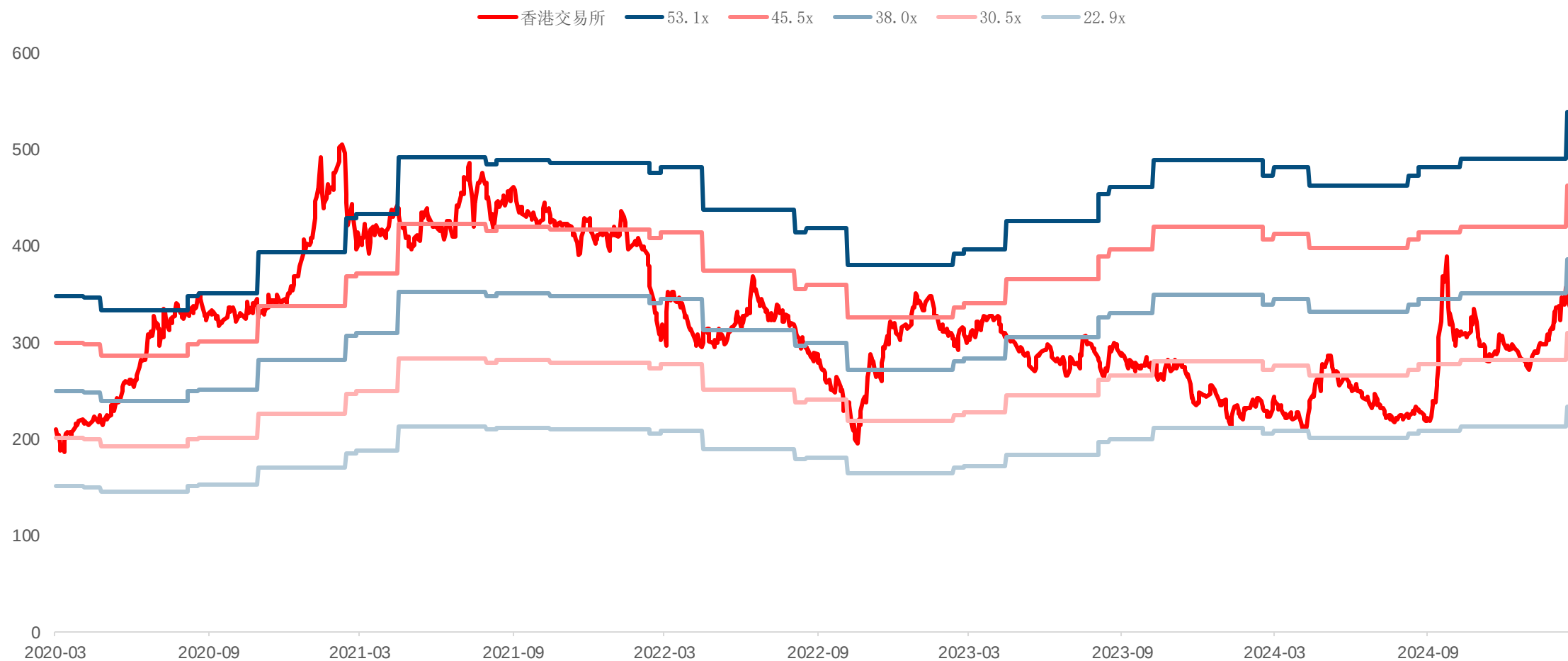
➤ 短期内，参考2024年9月的牛市行情，港交所估值若抬升至40x左右PE，则对应港交所股价为412港元/股，相较于目前仍有19.7%的上涨空间；中长期来看，考虑到市场利率下行对港股市场流动性压力的缓解，以及中国资产迎来价值重估，则参考港交所历史估值中枢，给予目标价452.9港元，对应2025E 40x PE。

图表：不同ADT及投资收益率假设下港交所未来12个月净利润情况

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2023-2026CAGR
收入	16,311	19,190	20,950	18,326	20,516	22,374	24,910	25,138	7.01%
同比	2.80%	17.65%	9.17%	-12.53%	11.95%	9.06%	11.33%	0.92%	
利润	9,391	11,505	12,535	10,078	11,864	13,050	14,357	14,420	6.72%
同比	0.85%	22.51%	8.95%	-19.60%	17.72%	10.00%	10.02%	0.43%	
EPS	7.47	9.07	9.89	7.95	9.36	10.29	11.32	11.37	6.72%
DPS	6.71	8.17	8.90	7.15	8.42	9.26	10.19	10.23	6.72%
EBITDA率	75.18%	76.29%	77.66%	71.95%	72.29%	72.77%	74.22%	74.01%	
ROE	21.10%	23.37%	25.12%	20.12%	22.91%	23.99%	24.96%	24.96%	
当前股价	344.2								
对应PE	46.1	37.9	34.8	43.3	36.8	33.4	30.4	30.3	
股息率	1.95%	2.37%	2.58%	2.08%	2.45%	2.69%	2.96%	2.97%	

7、港交所估值&盈利预测更新

图表：港交所近五年来PE-Band



资料来源：Bloomberg，中信建投

风险提示

- **历史走势不代表未来表现**：我们对港交所的股价和估值表现进行了详细复盘，但由于交易所业绩和股价波动受多种因素影响，包括市场情绪、宏观经济状况、政策变化等，因此历史走势不代表未来表现。
- **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。
- **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。
- **模型假设风险**：我们通过估值模型定量地对港交所的业绩弹性空间进行了测算，但由于定量模型的设立是一个复杂且精密的过程，它深深依赖于一系列精心挑选的参数和假设。若我们所使用的参数和假设与实际情况存在差异，则可能使得模型测算得出的结果与实际业绩存在较大偏差，导致模型得出的结论不再准确、可靠。

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告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) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

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

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：charlene.liu@csci.hk

