

## 香港交易所 (00388.HK) 估值滞涨于成交量, IPO 回暖利好中长期 ADT 提升

2025 年 03 月 20 日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

唐关勇 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790123070030

日期	2025/3/20
当前股价(港元)	369.40
一年最高最低(港元)	397.80/212.20
总市值(亿港元)	4,683.39
流通市值(亿港元)	4,683.39
总股本(亿股)	12.68
流通港股(亿股)	12.68
近 3 个月换手率(%)	40.68

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《ADT 挂钩业务同比明显改善, IPO 回暖支撑成长性—香港交易所 2024 年报点评》-2025.2.27

《优化交收费结构不改费率水平, 小单降费促进散户交易—香港交易所事件点评》-2025.2.23

《现货交易情绪逐季回暖, 关注业绩改善和估值回升机遇—2024 前三季度香港交易所业绩点评》-2024.10.23

### ● 估值水平滞涨于成交量, IPO 回暖利好中长期 ADT 抬升

2025 年以来港股市场活跃度持续提升, 2 月现货 ADT 达到历史峰值 2973 亿港元, 年初以来 IPO 融资规模同比+258%, 香港交易所收入的 50% 以上来自与市场成交量直接挂钩的交易结算业务, 港股市场活跃度改善直接带动公司业绩改善, IPO 回暖对上市费收入影响不大, 但新经济企业上市有利于改善港股资本市场结构, 中长期利好 ADT 中枢上行, 香港交易所估值有望受益 IPO 回暖修复。我们上调 2025-2027 年 ADT 预测为 2200/2000/2000 亿港元 (前值为 2000/1900/1900 亿港元), 分别同比+66.9%/-9.1%/持平。上调 2025-2027 年归母净利润预测至 168/169/172 亿港元 (前值为 158/156/161 亿港元), 分别同比+29.0%/+0.2%/+2.2%, 对应 EPS 分别为 13.3/13.3/13.6 港元, 当前股价对应 PE 分别为 27.8/27.8/27.2 倍。香港交易所基本遵循 PB-ROE 框架, 近 10 年 PE (TTM) 均值约 37 倍, 若按 6 轮牛市市值峰值/归母净利润测算 PE 均值为 44.7 倍, 2025E 归母净利润对应的 PE 为 27.8 倍。科技股催化活跃度提升+IPO 回暖支撑成长性+港股周期性复苏, 香港交易所有望迎来业绩和估值的戴维斯双击, 维持“买入”评级。

### ● 2 月成交量达到历史峰值, 与 ADT 挂钩的交易结算业务驱动业绩高增

(1) 2025Q1 业绩预测: 截至 2025 年 3 月 14 日, 2025 年 ADT(交易量)达 2388 亿港元, 同比+136%, 近 1 个月超 3000 亿; 一季度 2500 亿假设对应利润同比+46%; (2) 2025 全年敏感性分析: 1700/2200/3000 亿港元对应归母净利润分别+8%/+29%/+62%; (3) 香港交易所与 ADT 强相关的业务交易结算业务收入 2024 年贡献 53%, ADT 每+10%对应公司 2025Q1 归母净利润+5%。

### ● 监管鼓励 A 股企业赴港上市, 利于市值扩容和活跃度改善

(1) 5 项对港合作支持 A 股龙头公司赴港上市, 港股 IPO 审批流程和 H 股发行要求优化, 2024 年至今 26 家 A 股公司宣布赴港上市, 合计市值近 2.7 万亿, 考虑仍有 90+ 家企业待上市, 测算合计市值贡献超 8000 亿, 1.5% 换手率对应 ADT 贡献约 120 亿港元, 占 2024 年 ADT 的 9%。(2) 2025 年 1-2 月港股 IPO 10 家, 同比翻倍, 融资规模 78 亿港币, 同比+258%。

● 风险提示: ADT 改善不及预期; IPO 复苏不及预期; 全球货币政策不确定性。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	20,516	22,374	27,785	28,268	28,967
YOY(%)	11.16	9.06	24.18	1.74	2.48
净利润(百万港元)	11,862	13,050	16,828	16,859	17,234
YOY(%)	17.70	10.02	28.95	0.18	2.23
毛利率(%)	80.00	80.15	79.40	81.23	81.22
净利率(%)	57.82	58.33	60.56	59.64	59.50
ROE(%)	23.47	24.81	29.84	28.20	27.94
EPS(摊薄/港元)	9.36	10.29	13.27	13.30	13.59
P/E(倍)	39.5	35.9	27.8	27.8	27.2
P/B(倍)	9.1	8.7	7.9	7.7	7.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 市场活跃度持续回暖，核心交易结算业务同比高增.....	3
2、 监管支持赴港上市，推动市值扩容和活跃度改善.....	8
3、 IPO 改善支撑成长性，估值相较 ADT 有所滞涨.....	12
4、 投资建议.....	14
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16
特别声明.....	17

## 图表目录

图 1： 港股 2 月日均成交额达到 2973 亿港元，同比+230% .....	3
图 2： 2025 年 2 月 ADT 达到 2973 亿港元，同比+230% .....	3
图 3： 2025 年以来现货 ADT 持续改善 .....	4
图 4： 2025 年衍生品成交量保持活跃 .....	4
图 5： 2025 年 2 月末 IPO 累计 10 家，同比+100%.....	8
图 6： 2025 年 2 月末 IPO 融资规模 78 亿港元，同比+258%.....	8
图 7： 2020 年港股 ADT 高增受益新经济和中概股企业上市 .....	10
图 8： 香港交易所 ADT 提升来自 EPS 增长、估值抬升、换手率提升.....	11
图 9： 我们分析历年牛市行情，香港交易所涨幅明显跑赢恒生指数，略高额于恒生科技 .....	12
图 10： 香港交易所市值与 ADT 达峰时点各不相同，或早或晚.....	12
图 11： 香港交易所的 PB 估值与 ROE 趋势一致，说明中长期 PE 恒定 .....	13
图 12： 香港交易所近 10 年 PE 均值为 37 倍.....	13
图 13： PE (TTM) 为 36 倍，2018 年以来 49%分位数 .....	14
图 14： 香港交易所 PE (TTM) 与 ADT 相关性较强 .....	14
图 15： 我们按照市值峰值/年度净利润测算 PE，得到香港交易所 PE 均值为 44.7 倍，当前业绩对应估值为 28 倍 .....	14
表 1： 我们测算 2025Q1 香港交易所归母净利润达到 43.3 亿港元，同比+45.9% .....	4
表 2： 2025Q1 核心假设为联交所 ADT 达到 2500 亿港元.....	5
表 3： 2025 年假设 ADT 1700/2200/3000 亿港元对应净利润同比+8%/+29%/+62%.....	6
表 4： 2025Q1 公司交易结算费收入占比预计回升至 2021 年水平.....	7
表 5： ADT 每提升+10%拉动归母净利润为 2.3 亿港元，占基数比重为 5.3%.....	7
表 6： 2024 年港股支持 IPO 政策持续出台 .....	8
表 7： 我们测算 26 家赴港上市企业，至少贡献 3600 亿增量市值.....	9
表 8： 预计 2025 年新上市公司贡献超 8000 亿港元市值.....	10
表 9： 2025Q1 相较 2021Q1 ADT 提升主要来自日均换手率改善.....	11

## 1、市场活跃度持续回暖，核心交易结算业务同比高增

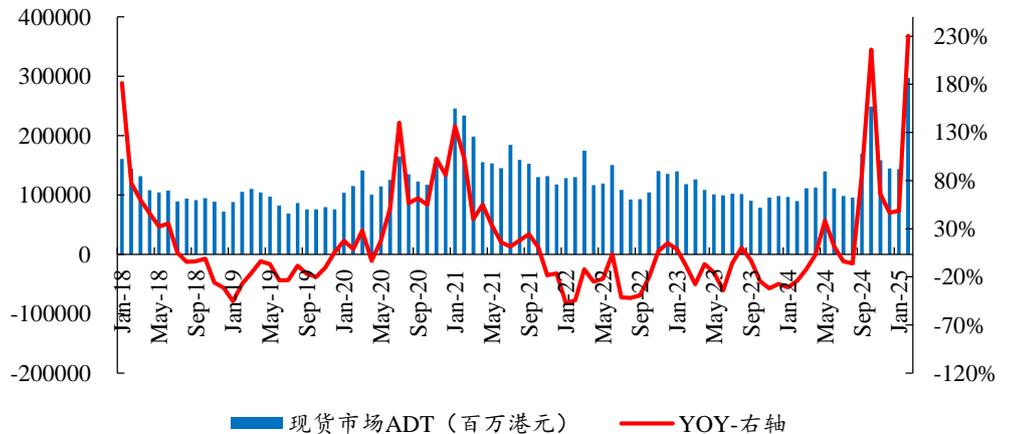
港股市场活跃度持续改善，2月ADT达到历史峰值。受益春节期间 Deepseek 横空出世，恒生科技指数大幅上涨，港股活跃度持续改善，2025年2月香港交易所现货日均成交额达到2973亿港元，同比+230%，环比+107%。3月以来两周成交量保持活跃，分别达到3181/2863亿港元，同比+203%/+152%，成交量延续高位。

图1：港股2月日均成交额达到2973亿港元，同比+230%

	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月
<b>港股市场整体情况</b>													
港股市值	300972	302889	320890	328940	321360	311327	317701	369216	351820	340316	353195	353508	391131
单位	亿港元												
环比	6.9%	0.6%	5.9%	2.5%	-2.3%	-3.1%	2.0%	16.2%	-4.7%	-3.3%	3.8%	0.1%	10.6%
月度日均换手率	0.309%	0.368%	0.360%	0.430%	0.342%	0.312%	0.304%	0.493%	0.707%	0.467%	0.409%	0.407%	0.799%
YOY	-0.007%	0.020%	0.061%	0.136%	0.043%	0.018%	0.008%	0.216%	0.457%	0.158%	0.092%	0.080%	0.489%
环比	-0.018%	0.059%	-0.008%	0.070%	-0.088%	-0.030%	-0.008%	0.189%	0.215%	-0.241%	-0.057%	-0.002%	0.391%
<b>现货市场</b>													
现货市场ADT	90.0	111.2	112.3	139.8	111.2	98.6	95.5	169.2	255.0	161.5	142.0	143.8	297.3
单位	十亿港元												
YOY	-24.0%	-12.1%	3.1%	38.4%	11.5%	-3.0%	-6.2%	87.4%	223.7%	69.0%	44.0%	48.8%	230.4%
环比	-6.9%	23.6%	1.0%	24.5%	-20.4%	-11.3%	-3.1%	77.1%	50.7%	-36.7%	-12.1%	1.3%	106.7%
新上市公司数	0	7	3	6	9	10	3	2	9	7	10	8	2
YOY	0%	-13%	-25%	0%	80%	67%	-75%	-3%	80%	0%	-29%	60%	100%
环比	-100%	7	-57%	100%	50%	11%	-70%	-33%	350%	-22%	43%	-20%	-75%
IPO募资金额(累计)	2177	4732	7839	9596	13178	17932	19814	55381	68635	79013	87478	5731	7795
单位	百万港元												
YOY	-43%	-28%	-39%	-39%	-26%	-13%	-3%	126%	117%	112%	89%	173%	258%
环比	4%	117%	66%	22%	37%	36%	10%	181%	23%	15%	11%	-93%	36%
<b>衍生品市场</b>													
结构性产品ADT	9.42	9.01	9.02	10.15	10.20	10.59	11.05	13.38	19.77	15.22	10.98	11.52	18.24
单位	十亿港元												
YOY	-27.3%	-36.1%	-22.5%	-12.9%	-18.8%	-10.4%	-11.2%	38.8%	104.6%	44.0%	-6.7%	-6.1%	93.7%
环比	-23.2%	-4.3%	0.1%	12.5%	0.5%	3.8%	4.4%	21.0%	47.8%	-23.0%	-27.8%	4.9%	58.4%
新上市结构性产品数	2017	2080	2370	3174	1923	2339	2243	2304	5216	2447	2151	2076	3870
YOY	-32.6%	-37.9%	17.5%	36.4%	-25.1%	6.2%	-23.4%	16.0%	139.0%	-0.5%	-21.4%	-39.2%	91.9%
环比	-40.9%	3.1%	13.9%	33.9%	-39.4%	21.6%	-4.1%	2.7%	126.4%	-53.1%	-12.1%	-3.5%	86.4%
期货总数(平均每日成交张数)	685780	692638	682720	686252	625263	593832	595761	751688	946811	654353	591971	588439	917689
单位	张												
YOY	19.7%	10.7%	18.2%	19.9%	7.4%	-2.1%	-10.8%	35.2%	54.9%	3.6%	-9.2%	-19.8%	33.8%
环比	-6.5%	1.0%	-1.4%	0.5%	-8.9%	-5.0%	0.3%	26.2%	26.0%	-30.9%	-9.5%	-0.6%	56.0%
期权总数(平均每日成交张数)	797569	775013	880301	1054651	747826	721157	714956	1114205	1219450	808689	724620	863669	1345112
单位	张												
YOY	5.1%	-12.7%	17.4%	35.5%	8.4%	-5.1%	-1.9%	63.0%	76.8%	11.8%	0.2%	6.4%	68.7%
环比	-1.7%	-2.8%	13.6%	19.8%	-29.1%	-3.6%	-0.9%	55.8%	9.4%	-33.7%	-10.4%	19.2%	55.7%
<b>商品</b>													
LME ADV	657	686	811	737	639	648	641	638	606	685	595	621	659
单位	千件												
YOY	24.5%	33.5%	44.5%	24.9%	11.7%	28.8%	13.8%	10.4%	8.0%	12.1%	-16.2%	-2.6%	0.3%
环比	3.0%	4.5%	18.1%	-9.1%	-13.3%	1.4%	-1.0%	-0.4%	-5.1%	13.0%	-13.1%	4.4%	6.0%
<b>市场表现</b>													
恒生指数	6.63%	0.18%	6.63%	-2.84%	-1.72%	-0.45%	2.14%	10.20%	-0.41%	1.01%	3.28%	0.82%	13.43%
恒生科技指数	14.16%	1.35%	14.16%	-2.86%	-3.97%	-1.69%	2.64%	17.38%	-1.19%	2.53%	2.63%	5.72%	17.88%
MSCI中国指数	8.39%	0.91%	8.39%	-3.11%	-2.16%	-0.60%	-0.27%	11.53%	-0.90%	0.98%	2.65%	0.64%	11.74%
MSCI全球	4.17%	2.93%	4.17%	-0.76%	0.10%	-2.02%	0.28%	-0.64%	-1.22%	0.68%	-2.45%	3.29%	-0.75%
美元指数	0.59%	0.36%	0.59%	-0.11%	0.02%	-1.05%	1.04%	2.06%	0.01%	-1.60%	2.56%	0.03%	-0.88%
Hibor隔夜	3.80	3.68	4.42	4.47	4.98	5.15	3.42	6.39	4.05	4.43	6.50	4.37	3.77
HIBOR6月	4.69	4.69	4.70	4.82	4.81	4.64	4.25	4.03	4.19	4.21	4.22	3.93	4.06

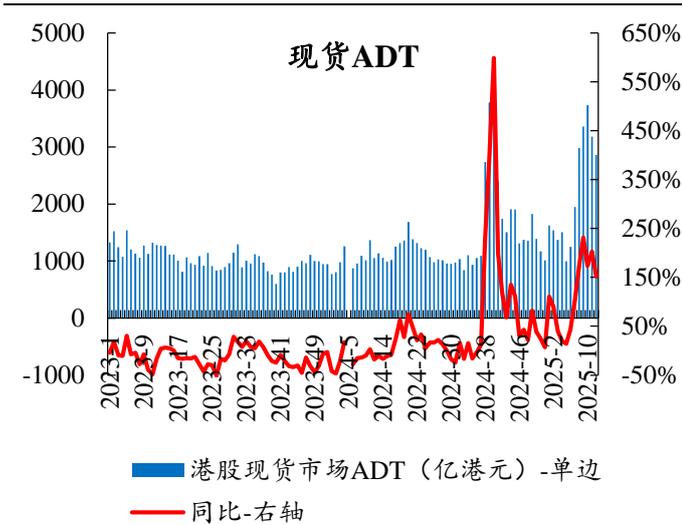
数据来源：香港交易所官网、开源证券研究所

图2：2025年2月ADT达到2973亿港元，同比+230%



数据来源：Wind、开源证券研究所

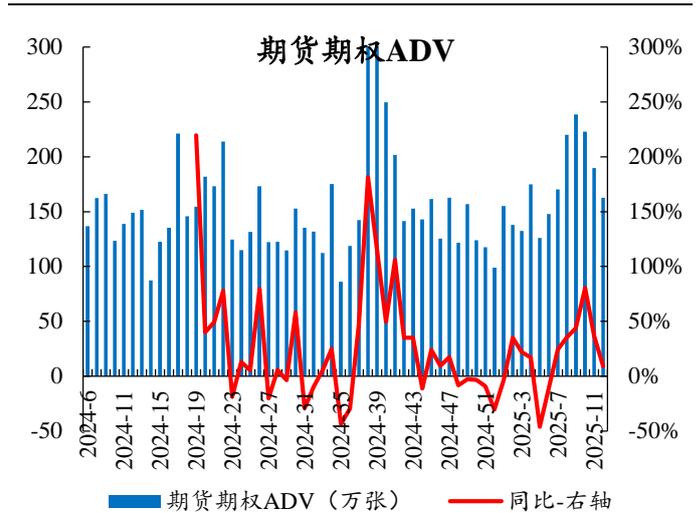
图3：2025 年以来现货 ADT 持续改善



数据来源：香港交易所官网、开源证券研究所

注：上图为周度数据

图4：2025 年衍生品成交量保持活跃



数据来源：香港交易所官网、开源证券研究所

注：上图为周度数据

**2025Q1 业绩前瞻：假设现货 ADT 达 2500 亿港元，对应归母净利润同比+45.9%。**  
 2025 年初至 3 月 14 日港股 ADT 达到 2388 亿港元，同比+136%，假设 2025Q1 现货 ADT 达到 2500 亿港元，同比+152%，我们测算 2025Q1 香港交易所归母净利润达到 43 亿港元，同比+45.9%。

表1：我们测算 2025Q1 香港交易所归母净利润达到 43.3 亿港元，同比+45.9%

业绩表现 (单位: 百万港元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1E
收入及其他收益	5,201	5,420	5,372	6,381	7,235
YOY	-6%	8%	6%	31%	39%
其中:					
非投资类收入	3,859	4,241	4,236	5,246	5,987
YOY	-4%	9%	9%	39%	55%
交易及交易系统使用费	1,579	1,711	1,689	2,210	2,631
YOY	-13%	7%	33%	19%	67%
结算及交收费	1,021	1,104	1,058	1,534	1,967
YOY	-4%	15%	11%	69%	93%
上市费	365	360	358	401	397
YOY	-13%	-2%	-3%	4%	9%
存管、托管及代理人服务费	184	358	346	258	230
YOY	-4%	-2%	1%	-32%	25%
市场数据费	265	267	274	280	288
YOY	-1%	-1%	-2%	0%	9%
其他收入 (科技为主)	433	415	415	461	472
YOY	15%	6%	3%	13%	9%
投资类收入	1,342	1,179	1,136	1,135	1,248
YOY	-13%	3%	-6%	6%	-7%
公司项目投资收益	535	366	507	340	470

业绩表现 (单位: 百万港元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1E
YOY	-3%	37%	41%	10%	-12%
保证金净收益	697	698	578	724	696
YOY	-23%	-12%	-23%	10%	0%
结算所净收益	110	115	51	71	83
YOY	39%	40%	-50%	-32%	-25%
营业支出	1,411	1,383	1,365	1,602	1,617
YOY	8%	5%	5%	6%	15%
职工薪酬	1,008	929	923	1,026	1,140
YOY	16%	10%	6%	5%	13%
EBITDA%	72%	74%	74%	75%	77%
归母净利润	2,970	3,155	3,145	3,780	4,333
YOY	-12.9%	8.6%	6.5%	45.6%	45.9%

数据来源: 香港交易所官网、开源证券研究所

**表2: 2025Q1 核心假设为联交所 ADT 达到 2500 亿港元**

主要市场假设	2024Q1	2024A	2025Q1E
<b>交易市场</b>			
<b>现货市场</b>			
联交所日均成交额(十亿港元)	99.4	131.9	250.0
YOY	-22%	26%	152%
南向日均成交额 (十亿港元)	31.0	48.2	100.0
YOY	-17%	57%	223%
北向日均成交额 (十亿人民币)	133.0	150.1	172.9
YOY	37%	39%	30%
衍生权证、牛熊证等日均成交额 (十亿港元)	8.9	11.8	16.3
YOY	-32%	0%	83%
<b>衍生品市场</b>			
期交所衍生品合约日均成交量 (千手)	855	830	880
YOY	11%	12%	3%
期交所股票期权日均成交量 (千手)	645	719	1046
YOY	-3%	18%	62%
<b>商品市场</b>			
收费交易的 LME 日均成交量 (千)	659	664	725
YOY	31.0%	18.1%	10.0%
联交所交易天数	61	246	61
<b>发行市场</b>			
新上市公司家数	12	71	20.4
YOY	-33%	-3%	70%
截至日上市公司家数	2,611	2,648	2,660
YOY	0%	1%	2%
新上市衍生品权证、牛熊证等数量	7,504	31,644	8,254
YOY	-20%	3%	10%

主要市场假设	2024Q1	2024A	2025Q1E
<b>投资类</b>			
公司资金投资收益率	1.54%	5.09%	1.30%
保证金投资收益率	0.43%	1.49%	0.40%
结算所基金投资收益率	0.51%	1.40%	0.40%

数据来源：香港交易所官网、Wind、开源证券研究所

**2025E 业绩预测：ADT 到达 1700/2200/3000 亿港元对应归母净利润分别+8%/+29%/+62%。**我们假设未来三个季度 ADT 达到 2100 亿港元，2025 年 ADT 达到 2200 亿港元作为中性假设做敏感性分析。港股 2025E ADT 分别达到 1700/2200/3000 亿港元，分别同比+29%/+67%/+127%，对应 2025E 归母净利润分别达到 141/168/212 亿港元，同比+8%/+29%/+62%。

**表3：2025 年假设 ADT 1700/2200/3000 亿港元对应净利润同比+8%/+29%/+62%**

单位：百万港元	悲观假设	中性假设	乐观假设
ADT (亿港元)	1700	2200	3000
YOY	29%	67%	127%
交易结算业务收入	14082	17352	22584
YOY	18%	46%	90%
占总营收比重	58%	62%	68%
非投资业务收入	19970	23502	29152
YOY	15%	35%	68%
占总营收比重	82%	85%	87%
投资业务收入	4283	4283	4283
YOY	-11%	-11%	-11%
占总营收比重	18%	15%	13%
总营收	24253	27785	33435
YOY	8%	24%	49%
非投资业务利润	10277	12944	17211
YOY	17%	48%	97%
占净利润比重	73%	77%	81%
归母净利润	14114	16828	21169
YOY	8%	29%	62%

数据来源：香港交易所官网、Wind、开源证券研究所

交易结算业务收入占比有望回升至 2021 年水平。根据前述测算，2025Q1 香港交易所的交易结算收入/非投资收入占比分别达到 64%/83%，较 2020 年分别+5pct/-5pct。

**表4：2025Q1 公司交易结算费收入占比预计回升至 2021 年水平**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1E
现货 ADT (十亿港元)	66.9	88.2	107.4	87.2	129.5	166.7	124.9	105.0	131.9	250.0
YOY	24.2%	41.0%	54.6%	-17.4%	48.5%	28.7%	-25.1%	-15.9%	25.6%	151.6%
交易结算业务 收入占比	61%	57%	61%	54%	59%	63%	64%	51%	53%	64%
非投资业务收 入占比	94%	88%	90%	83%	88%	93%	92%	78%	78%	83%
投资业务收入 占比	6%	12%	10%	17%	12%	6%	7%	24%	21%	17%
归母净利润 (亿港元)	57.69	74.04	93.12	93.91	115.05	125.35	100.78	118.62	130.50	43.33
YOY	41.3%	62.7%	80.3%	18.0%	22.5%	9.0%	-19.6%	17.7%	10%	45.9%

数据来源：香港交易所官网、Wind、开源证券研究所

我们测算 ADT 每提升 10% 对应净利润增幅 5%。我们测算以 2500 亿 ADT 为 2025Q1 假设，ADT 每提升+10%，对应归母净利润提升约 2.3 亿港元，对应占 43.3 亿港元的比重为 5.3%。

**表5：ADT 每提升+10%拉动归母净利润为 2.3 亿港元，占基数比重为 5.3%**

2025Q1 敏感性分析	-20%	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%	20%
现货 ADT (亿港元)	2000	2125	2250	2375	2500	2625	2750	2875	3000
YOY	101%	114%	126%	139%	152%	164%	177%	189%	202%
交易结算业务收入	39.2	40.9	42.7	44.4	46.1	47.9	49.6	51.4	53.1
YOY	51%	57%	64%	71%	77%	84%	91%	98%	104%
交易结算业务收入占比	61%	62%	62%	63%	64%	65%	66%	66%	67%
非投资业务收入占比	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	84%	85%
投资业务收入占比	19%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	15%
归母净利润 (亿港元)	38.7	39.9	41.0	42.2	43.3	44.5	45.6	46.8	47.9
YOY	30%	34%	38%	42%	46%	50%	54%	58%	61%

数据来源：香港交易所官网、Wind、开源证券研究所

## 2、监管支持赴港上市，推动市值扩容和活跃度改善

利好 IPO 政策持续出台，2025 年以来上市数量和规模同比高增。2025 年 2 月末，港股 IPO 上市数量累计 10 家，同比翻倍，融资规模 78 亿港元，同比+258%。主要受益 2024 年 4 月证监会支持内地企业赴港上市，10 月香港优化港股 IPO 审批流程，12 月刊发咨询文件建议降低 A+H 上市门槛，2025 年 2 月财政预算案提及筹备“科企专线”，优化双重主要上市及第二上市门槛。

图5：2025 年 2 月末 IPO 累计 10 家，同比+100%

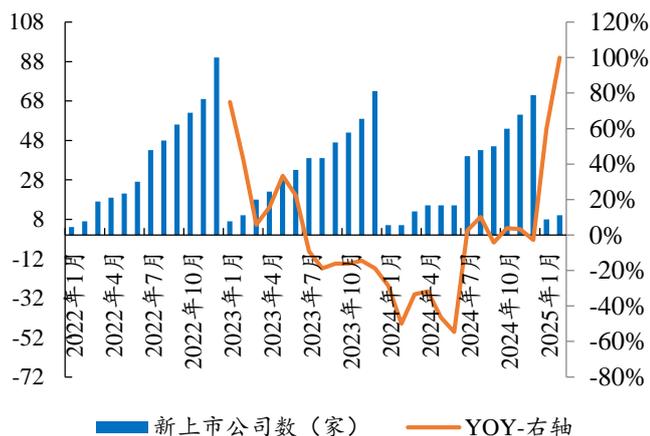
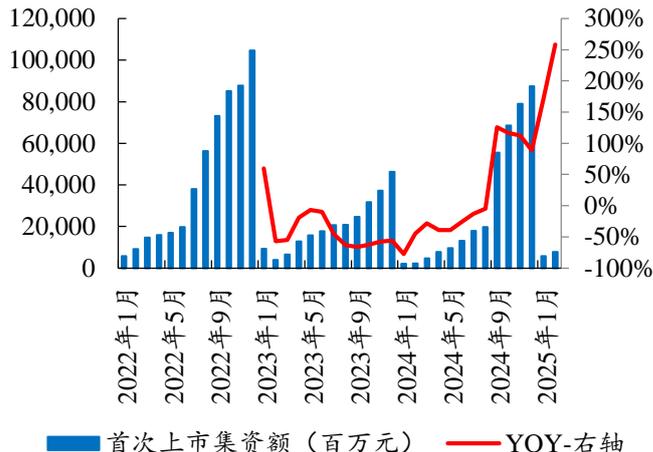


图6：2025 年 2 月末 IPO 融资规模 78 亿港元，同比+258%



数据来源：香港交易所官网、开源证券研究所

数据来源：香港交易所官网、开源证券研究所

表6：2024 年港股支持 IPO 政策持续出台

时间	政策
2024 年 4 月	中国证监会发布五项资本市场对港合作措施，包括支持内地行业龙头企业赴香港上市。赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。
2024 年 10 月	香港证监会及香港交易所联合宣布将优化港股 IPO 审批流程，明确将上市申请按三种情况分类，设置了清晰而具体的时间表。其中，预计市值不少于 100 亿港元的 A 股上市公司先 A 后 H 赴港上市，设有快速审批通道。
2024 年 12 月	香港交易所刊发咨询文件，建议将 A+H 股公司 H 股占比要求从原先的 15% 调至 10% 或市值 30 亿港元
2025 年 2 月	积极筹备开通“科企专线”，便利有关企业的上市申请准备工作；优化双重主要上市及第二上市门槛

数据来源：中国证监会、香港证监会、香港交易所官网、新浪网、财新网、开源证券研究所

2024 年以来申请赴港上市的 A 股企业近 30 家。2024 年以来申请赴港上市的 A 股企业 26 家，2024 年为 16 家，2025 年至 3 月初达到 10 家，接近 2024 年全年水平，宣告赴港上市企业持续增加。截至 3 月 11 日，我们测算 A 股赴港上市企业市值接近 2.65 万亿元，假设在港股发行 H 股占比 15%，H 股折价率 30%，且 H 股市值最低发行 30 亿港元，则 26 家企业赴港上市规模达到 3625 亿港元。

**表7：我们测算 26 家赴港上市企业，至少贡献 3600 亿增量市值**

证券代码	证券名称	A 股市值 (亿元)	A 股总股本 (亿股)	A 股收盘价 (元)	H 股发行量(假 设发行 15%)	H 股收盘价 (30%折价)	H 股市值(亿港 元)	H 股市值调整(至 少 30 亿港元)
688234.SH	天岳先进	296.2	4.3	68.93	0.76	51.88	39	39
300750.SZ	宁德时代	11,237.5	44.0	255.2	7.75	192.09	1489	1489
688279.SH	峰岬科技	249.2	0.9	269.81	0.16	203.08	33	33
301308.SZ	江波龙	446.5	4.2	107.33	0.73	80.79	59	59
688062.SH	迈威生物	72.1	4.0	18.04	0.70	13.58	10	30
002050.SZ	三花智控	1,138.0	37.3	30.49	6.57	22.95	151	151
603288.SH	海天味业	2,275.4	55.6	40.92	9.79	30.80	301	301
600276.SH	恒瑞医药	2,892.2	63.8	45.34	11.23	34.13	383	383
600699.SH	均胜电子	266.5	14.1	18.92	2.48	14.24	35	35
603083.SH	剑桥科技	106.9	2.7	39.87	0.47	30.01	14	30
002240.SZ	盛新锂能	126.1	9.2	13.78	1.61	10.37	17	30
688506.SH	百利天恒	858.9	4.0	214.2	0.71	161.23	114	114
600988.SH	赤峰黄金	352.2	16.6	18.84	2.93	14.18	42	42
002803.SZ	吉宏股份	51.1	3.8	13.29	0.68	10.00	7	30
603345.SH	安井食品	235.1	2.9	80.17	0.52	60.34	31	31
002865.SZ	钧达股份	134.3	2.3	58.62	0.40	44.12	18	30
688538.sh	和辉光电	315.4	138.3	2.28	24.34	1.72	42	42
002340.SZ	格林美	356.8	51.3	6.96	9.02	5.24	47	47
603093.SH	南华期货	74.1	6.1	12.14	1.07	9.14	10	30
300450.SZ	先导智能	364.0	15.7	23.24	2.76	17.49	48	48
300919.SZ	中伟股份	365.1	9.4	38.96	1.65	29.32	48	48
688141.SH	杰华特	145.6	4.5	32.58	0.79	24.52	19	30
600031.SH	三一重工	1,740.8	84.7	20.54	14.92	15.46	231	231
002459.SZ	晶澳科技	417.0	33.1	12.6	5.83	9.48	55	55
000938.SZ	紫光股份	833.7	28.6	29.15	5.03	21.94	110	110
605499.SH	东鹏饮料	1,180.4	5.2	226.99	0.92	170.85	156	156
A 股赴港上市 企业总市值 (亿元)							26 家赴港上市 企业港股市值 规模(亿港元)	3,625
							占比	13%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：截至 2025 年 3 月 11 日

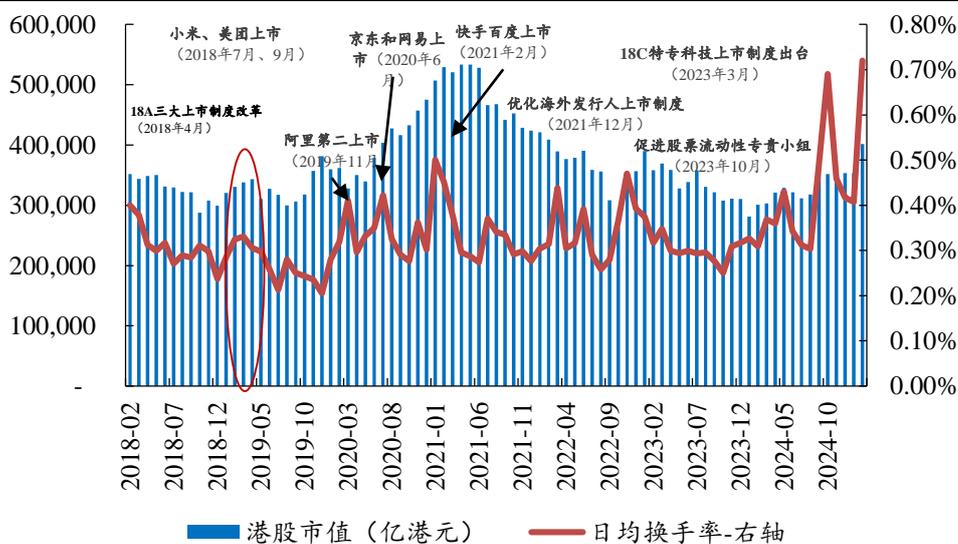
**预计 2025 年上市企业贡献港股市值超 8000 亿港元。**我们测算 A 股企业赴港上市发行规模预计 3625 亿港元，剩余待上市企业中假设 76 家成功上市，单均集资额 40 亿港元对应 3040 亿港元，考虑市值提升 50%，对应市值贡献 4560 亿港元，二者合计 8185 亿港元。

**表8：预计 2025 年新上市公司贡献超 8000 亿港元市值**

市值测算	
26 家赴港上市企业港股市值规模（亿港元）	3,625.4
剩余上市企业数	95
<b>假设上市率</b>	<b>80%</b>
实际上市数量	76
IPO 集资额（亿港元/家）	40
合计集资额（亿港元）	3040
<b>市值上涨幅度</b>	<b>50%</b>
市值贡献（亿港元）	4560
<b>合计市值贡献（亿港元）</b>	<b>8185</b>
占当前市值比重	1.99%

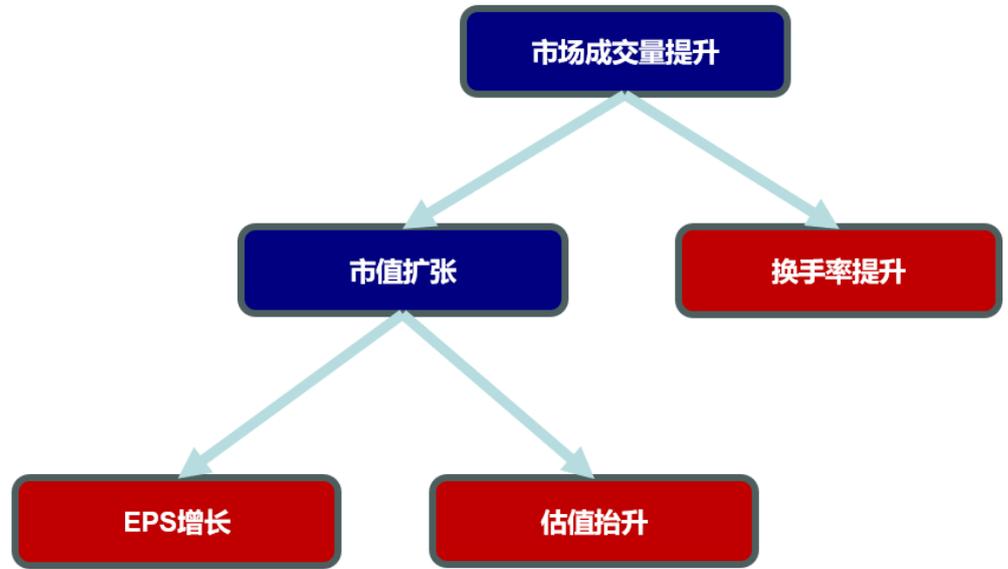
数据来源：Wind、开源证券研究所

**IPO 回暖有望带来港股市值扩容和换手率提升。**复盘 2020 年牛市看，香港交易所市值和换手率双扩容主要得益于 2018 年以来上市政策改革+2021 年鼓励中概股赴港二次上市制度的完善。

**图7：2020 年港股 ADT 高增受益新经济和 中概股企业上市**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**ADT 增长拆分：新经济企业上市贡献增量市值，同时提高港股整体换手率。**我们拆解 ADT 的提升主要来自 EPS 增长+估值抬升+换手率提升。对比 2021Q1 和 2025Q1ADT 主要驱动看，ADT 较上轮峰值预计+11%，主因存量市值下降 21%，而换手率提升 42%支撑 ADT 高位，为港股带来增量市值和活跃度。

**图8：香港交易所 ADT 提升来自 EPS 增长、估值抬升、换手率提升**


资料来源：开源证券研究所

**表9：2025Q1 相较 2021Q1 ADT 提升主要来自日均换手率改善**

	2021Q1	2025Q1	变化幅度
ADT (亿港元)	2244.1	2500.0	11.4%
日均换手率	0.43%	0.61%	41.7%
平均市值 (亿港元)	518973	407978	-21.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、IPO 改善支撑成长性，估值相较 ADT 有所滞涨

我们复盘历史牛市下香港交易所涨幅优于恒生指数和恒生科技。我们复盘 2010 年以来 10 轮香港交易所涨幅趋势看，大部分行情下香港交易所跑赢恒生指数，相对恒生科技小幅跑赢。2025 年 1 月以来港股市场活跃度持续提升，2 月 ADT 达到历史峰值，但香港交易所涨幅仅小幅跑赢恒生指数，跑输恒生科技 8%，估值相较 ADT 有所滞后。

图9：我们分析历年牛市行情，香港交易所涨幅明显跑赢恒生指数，略高额于恒生科技

起点	终点	香港交易所	恒生指数	恒生科技指数	超额收益率(相对恒生指数)	超额收益率(相对恒生科技)
2010/8/31	2011/5/31	44%	14%	0%	30%	44%
<b>2014/3/31</b>	<b>2015/5/31</b>	<b>159%</b>	<b>24%</b>	<b>55%</b>	<b>135%</b>	<b>104%</b>
2016/6/29	2018/1/30	62%	62%	75%	0%	-13%
2018/10/31	2019/7/31	31%	13%	15%	18%	17%
<b>2020/3/30</b>	<b>2021/2/19</b>	<b>144%</b>	<b>30%</b>	<b>139%</b>	<b>114%</b>	<b>5%</b>
2022/4/29	2022/6/30	18%	8%	20%	11%	-1%
2022/10/28	2023/1/27	66%	47%	61%	19%	5%
2024/4/19	2024/5/17	35%	19%	23%	16%	12%
<b>2024/9/24</b>	<b>2024/10/7</b>	<b>63%</b>	<b>27%</b>	<b>46%</b>	<b>37%</b>	<b>18%</b>
<b>2025/1/13</b>	<b>2025/3/18</b>	<b>35%</b>	<b>30%</b>	<b>43%</b>	<b>5%</b>	<b>-8%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

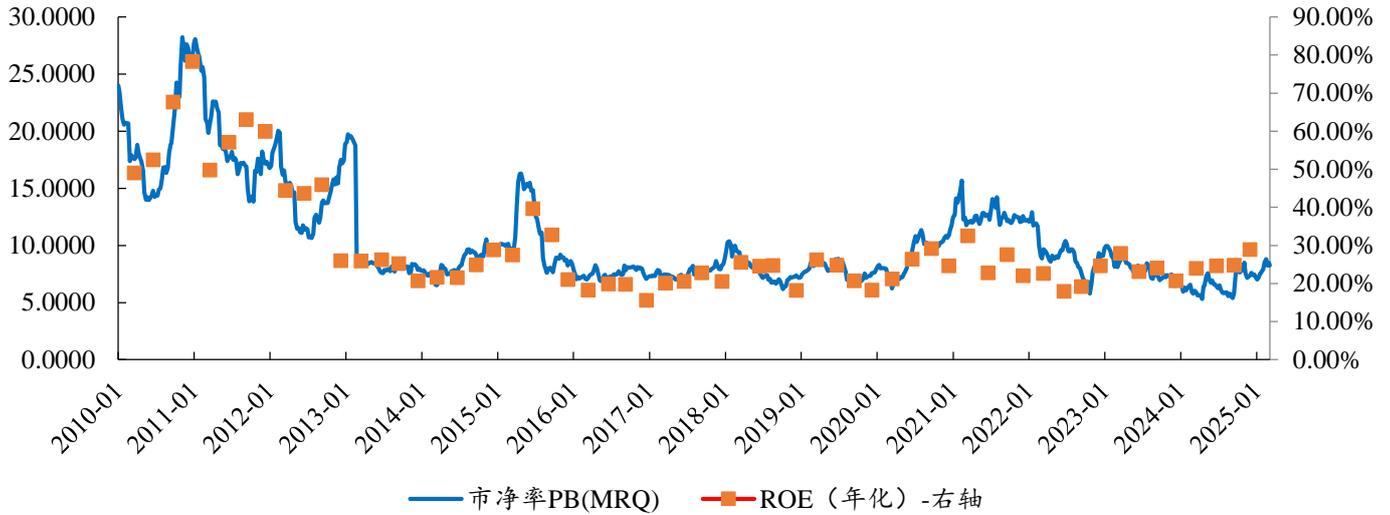
单日 ADT 峰值是衡量每轮行情热度的重要指标，而并非影响香港交易所业绩和估值的全部。香港交易所基本遵循 PB-ROE 定价，影响 ROE 的核心是当季度整体活跃度情况。我们复盘历史 6 轮香港交易所达峰行情，与 ADT 达峰时点略有错位，各不相同：2007/15/23 年滞后达峰 1-2 个月，2021/2024 年提前 1-5 天达峰，2018 年提前达峰 2 个月。

图10：香港交易所市值与 ADT 达峰时点各不相同，或早或晚



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 香港交易所的 PB 估值与 ROE 趋势一致, 说明中长期 PE 恒定



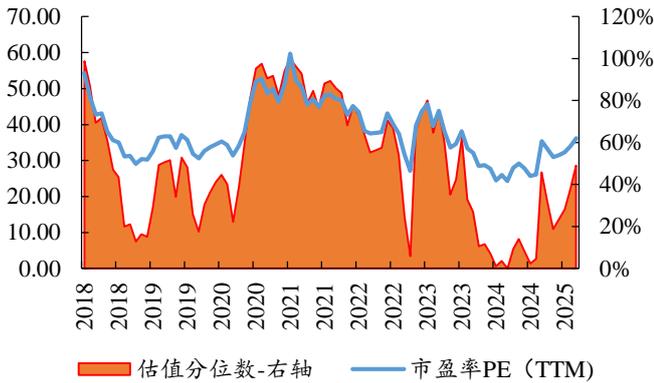
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 香港交易所近 10 年 PE 均值为 37 倍

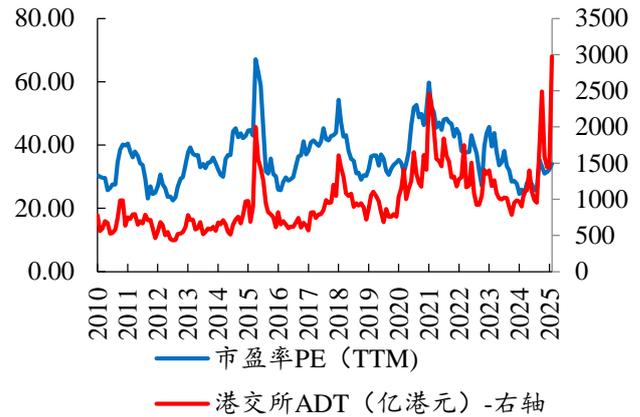


数据来源: Wind、开源证券研究所

截至 3 月 18 日 PE (TTM) 为 36 倍, 位于 2018 年以来 49%分位数, 2 月现货 ADT 达到历史峰值。截至 3 月 18 日公司 PE (TTM) 为 36 倍, 位于 2018 年以来 49%分位数, 对应 2 月 ADT 为 2973 亿港元, 达到历史峰值水平。对比 2021 年 1 月末香港交易所受益全球流动性宽松中概股估值提升+18A 政策催化新经济资产上市, 香港交易所估值达到 59.7 倍, 对应 1 月 ADT 为 2457 亿港元。我们认为外资受限+IPO 增长放缓下香港交易所中长期成长性较 2021 年有所放缓, 但当前市场活跃度超越 2021 年牛市峰值, ADT 大幅提升直接带来香港交易所核心交易业务同比高增, 港股估值抬升有望催化香港交易所业绩和估值的戴维斯双击。

**图13: PE (TTM) 为 36 倍, 2018 年以来 49%分位数**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 香港交易所 PE (TTM) 与 ADT 相关性较强**


数据来源: Wind、开源证券研究所

按市值峰值/净利润测算平均 PE 为 44.7 倍, 2025 年业绩对应 PE 为 27.8 倍。我们按香港交易所每轮行情市值高点除以当年度净利润测算牛市行情下的 PE 估值均值为 44.7 倍, 假设按 2025E 归母净利润为 168 亿港元, 当前估值水平为 27.8 倍, 较均值有较大空间。

**图15: 我们按照市值峰值/年度净利润测算 PE, 得到香港交易所 PE 均值为 44.7 倍, 当前业绩对应估值为 27.8 倍**

阶段	ADT高点	市值高点	市值高点 (亿港元)	业绩年份	当年实际净利润 (亿港元)	PE (市值高点/实际年度净利润)
2007年	2007/10/3	2007/11/2	2836	2007A	61.7	46.0
2015年	2015/4/9	2015/5/26	3648	2015A	79.6	45.9
2018年	2018/3/23	2018/1/23	3762	2018A	93.1	40.4
2020年-2021年	2021/2/24	2021/2/19	7189	2021A	125.4	57.3
2022下半年至2023Q1	2022/12/5	2023/1/9	4785	2023A	118.6	40.3
2024末	2024/10/8	2024/10/7	4993	2024A	130.5	38.3
2025E					168.3	27.8
					平均值	44.7
					中位数	43.1

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 市值对应估值测算截至 2025 年 3 月 20 日

## 4、投资建议

估值水平滞涨于成交量, IPO 回暖利好中长期 ADT 抬升。2025 年以来港股市场活跃度持续提升, 2 月现货 ADT 达到历史峰值 2973 亿港元, 年初以来 IPO 融资规模同比+258%, 香港交易所收入的 50% 以上来自与市场成交量直接挂钩的交易结算业务, 港股市场活跃度改善直接带动公司业绩改善, IPO 回暖对上市费收入影响不大, 但新经济企业上市有利于改善港股资本市场结构, 中长期利好 ADT 中枢上行, 香港交易所估值有望受益 IPO 回暖修复。我们上调 2025-2027 年 ADT 预测为 2200/2000/2000 亿港元 (前值为 2000/1900/1900 亿港元), 分别同比+66.9%/-9.1%/持平, 上调 2025-2027 年归母净利润预测至 168/169/172 亿港元 (前值为 158/156/161 亿港元), 分别同比+29.0%/+0.2%/+2.2%, 对应 EPS 分别为 13.3/13.3/13.6 港元, 当前股价对应 PE 分别为 27.8/27.8/27.2 倍。香港交易所基本遵循 PB-ROE 框架, 近 10 年 PE (TTM) 均值约 37 倍, 若按 6 轮牛市市值峰值/净利润测算 PE 均值为 44.7 倍,

2025E 净利润对应的 PE 为 27.8 倍。科技股催化活跃度提升+IPO 回暖支撑成长性+港股周期性复苏，香港交易所有望迎来业绩和估值的戴维斯双击，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

- 市场活跃度改善不及预期：港股市场成交金额下滑，导致香港交易所交易和结算业务下降；
- IPO 复苏不及预期：港股新增优质资产放缓，中长期市值扩容不足；
- 全球流动性改善不及预期：美联储货币政策存在不确定性，影响香港资本市场流动性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	316,202	353,576	373,610	398,074	414,433
现金	125,107	134,365	163,975	169,975	189,226
应收账款	33,313	67,747	57,770	69,930	60,930
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	157,782	151,464	151,865	158,169	164,277
<b>非流动资产</b>	24,977	28,053	25,294	25,694	26,102
固定资产及在建工程	1,553	1,504	1,524	1,544	1,564
无形资产及其他长期资产	23,424	26,549	23,770	24,150	24,538
<b>资产总计</b>	341,179	381,629	398,904	423,768	440,535
<b>流动负债</b>	286,511	324,525	337,705	360,845	375,534
短期借款	382	382	413	454	499
应付账款	27,849	37,584	23,303	46,624	25,507
其他流动负债	258,280	286,559	313,989	313,767	349,528
<b>非流动负债</b>	2,872	2,697	1,657	1,650	1,644
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	2,872	2,697	1,657	1,650	1,644
<b>负债合计</b>	289,383	327,222	339,362	362,495	377,179
股本	31,946	31,955	31,955	31,955	31,955
储备	19,723	21,890	27,587	29,318	31,401
归母所有者权益	51,344	53,852	58,935	60,648	62,710
少数股东权益	452	555	607	625	646
<b>负债和股东权益总计</b>	341,179	381,629	398,904	423,769	440,535

现金流量表(百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	8,261	10,310	11,534	13,159	14,785
税前利润	13,332	13,961	14,961	16,150	17,339
折旧和摊销	1,443	1,498	1,593	1,719	1,844
营运资本变动	161	1,526	1,655	1,966	2,277
其他	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>融资活动现金流</b>	-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
<b>汇率变动对现金的影响</b>	-23	-23	-23	-23	-23
<b>现金净增加额</b>	-5,634	4,804	-3,710	2,629	8,968
<b>期末现金总额</b>	9,624	14,428	10,718	13,347	15,977

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	20,516	22,374	27,785	28,268	28,967
营业成本	5,441	5,761	6,173	7,090	7,313
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	3,564	3,886	4,183	5,012	5,136
其他收入/费用	1,582	1,724	1,869	2,158	2,493
<b>营业利润</b>	13,385	14,879	19,826	19,640	20,078
净财务收入/费用	135	114	219	223	228
其他利润	82	88	117	116	119
除税前利润	13,332	14,853	19,724	19,534	19,969
所得税	1,351	1,698	2,761	2,539	2,596
少数股东损益	119	105	135	136	139
<b>归母净利润</b>	11,862	13,050	16,828	16,859	17,234
EBITDA	14,828	16,281	21,194	20,754	21,220
<b>扣非后净利润</b>	11,862	13,050	16,828	16,859	17,234
EPS(港元)	9.36	10.29	13.27	13.30	13.59

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.16	9.06	24.18	1.74	2.48
营业利润(%)	14.15	11.16	33.25	-0.94	2.23
归属于母公司净利润(%)	17.70	10.02	28.95	0.18	2.23
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	80.00	80.15	79.40	81.23	81.22
净利率(%)	57.82	58.33	60.56	59.64	59.50
ROE(%)	23.47	24.81	29.84	28.20	27.94
ROIC(%)	18.72	21.22	21.68	27.31	26.49
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	84.82	85.74	85.07	85.54	85.62
净负债比率(%)	54.98	70.50	40.24	77.62	41.47
流动比率	1.10	1.09	1.11	1.10	1.10
速动比率	1.10	1.09	1.11	1.10	1.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.49	6.19	7.12	6.87	6.70
应收账款周转率	69.94	44.28	44.27	44.27	44.27
应付账款周转率	23.20	17.61	20.28	20.28	20.28
存货周转率	0	0	0	0	0
<b>每股指标(港元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	9.36	10.29	13.27	13.30	13.59
每股经营现金流(最新摊薄)	6.52	8.13	9.10	10.38	11.66
每股净资产(最新摊薄)	40.50	42.48	46.48	47.84	49.46
<b>估值比率</b>					
P/E	39.5	35.9	27.8	27.8	27.2
P/B	9.1	8.7	7.9	7.7	7.5

### 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（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