

# 中概若回流，影响几何？

华泰研究

2025年4月17日 | 中国香港

动态点评

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

411.00

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

研究员

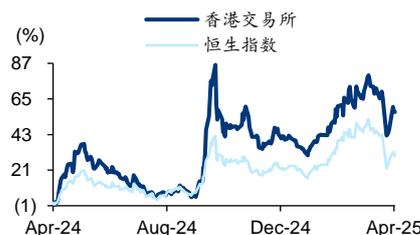
SAC No. S0570524070010 cheniyuxuan020827@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

## 基本数据

目标价(港币)	411.00
收盘价(港币 截至4月16日)	327.60
市值(港币百万)	415,343
6个月平均日成交额(港币百万)	2,716
52周价格范围(港币)	212.20-397.80
BVPS(港币)	42.48

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

根据我们统计，目前在美的中概股共计 387 支，其中 279 支暂无法满足港股上市的基本要求；34 支已经实现港股和美股的双重上市，其股份可以通过托管地转移的方式回流港股；43 支已完全符合要求，可以直接推进上市流程；31 支虽已满足基本要求，但可能需要在股权架构上做出调整。我们静态测算，托管地转移和 43 支符合要求的股票上市可能最高推动港股市值增长 3.6 万亿港币，日均成交额 (ADT) 增长 423 亿港币。有望支撑港股市场的长期竞争力和港交所的业绩。维持“买入”评级。

### 两类中概股已能够顺畅回流港股

第一类是 34 支已在港/美两地上市的中概股，如阿里巴巴，其股份回流港股仅需转移股份托管地，难度最小。这 34 支股票未托管在中央结算的股份市值约 1.9 万亿港币，占港股总市值的 5%，假设这部分股票目前全部在美股交易且在中概股退市后回流港股，将直接增加港股的流通市值，静态测算可能推动港股 ADT 提升 250 亿港币。第二类是 43 支已经完全符合港交所上市要求的中概股，如拼多多，可以通过双重主要上市或第二上市的方式回港，难度比第一类略大，但也基本可以顺利上市。静态测算这部分股票的市值约 1.7 万亿港币，占港股总市值的 4%，可能推动 ADT 提升约 173 亿港币。

### 两类中概股回港面临不同程度的挑战

第三类中概股虽然能够满足港交所的基本上市要求，但无法满足适用于同股不同权股票的更高要求，若希望回港上市，可能需要调整股权架构，回港难度相比第二类进一步提升。这类股票有 31 支，合计市值约 1,369 亿港币。第四类中概股暂未满足港交所的基本上市要求，回港难度最大。这类股票有 279 支，合计市值 2,324 亿港币。

### 预计 1Q25 净利润环比提升 10%

预计 1Q25 归母净利润 41.4 亿港币 (同比/环比: +39%/+10%)。1Q25 香港股票现货 ADT 为 2,427 亿港币 (环比: +30%)，预计交易相关收入 43 亿港币 (环比: +15%)。IPO 数量 17 家 (4Q24: 26 家)，新上市结构性产品数量为 10,728 支 (4Q24: 9,808 支)，预计上市收入约 4.4 亿港币 (环比: +10%)。预计投资收益率和规模均环比下降，主要由于 HIBOR 下滑以及主要指数回落导致保证金要求下降，预计净投资收益为 11 亿港币 (环比: -5%)

### 盈利预测与估值

考虑不断提升的港股交易活跃度，调整 25/26/27 年归母净利润预测至 147/136/138 亿港币 (调整幅度: +5.5%/+1.9%/+0.7%)，维持 DCF (50 年预测期，折现率 5%) 目标价 411 港币。

风险提示: 市场成交量不及预期; 市场波动; 监管变化。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益 (港币百万)	20,516	22,374	25,225	24,304	24,919
+/-%	11.16	9.06	12.74	(3.65)	2.53
归属母公司净利润 (港币百万)	11,862	13,050	14,694	13,604	13,800
+/-%	17.70	10.02	12.60	(7.42)	1.43
EPS (港币,最新摊薄)	9.36	10.29	11.59	10.73	10.88
PE (倍)	28.63	28.65	28.27	30.53	30.10
PB (倍)	6.62	6.94	7.50	7.30	7.10
ROE (%)	23.47	24.81	26.90	24.24	23.93
股息率 (%)	3.14	3.14	3.18	2.95	2.99

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 中概股若回流将推升港股市值和成交额

美国“对等关税”导致中美地缘政治摩擦不断升级，美国财政部长贝森特称可能勒令在美上市的中概股强制退市。随后，香港财政司司长陈茂波表示已指示香港证监会和港交所做好准备，若于海外上市的中概股希望回流，必须让中国香港成为它们首选的上市地。

目前在美国上市的中概股共计 387 支，在美股的市值约 4.0 万亿港币。其中 279 支股票（市值 2,324 亿港元）无法达到港交所最基础的上市要求，回流港股的难度较高。剩余 108 支股票中有 34 支（未托管在香港的股份市值 1.9 万亿港币）已经实现了香港和美国的双重上市，若被强制退市，这部分股票的股份托管地将转移至香港，带动港股流通市值和成交额的提升。另有 43 支股票（市值 1.7 万亿港币）已经满足各项港股上市要求，可以通过第二上市或双重要上市在港股上市。此外 31 支（市值 1,369 亿港元）股票有同股不同权的架构，虽已经满足基本的上市要求，但无法满足港交所对同股不同权股票的要求，若能在股权架构上做出调整，方可上市。

我们静态测算，回港主上市/第二上市将推动港股总市值提升约 4%，ADT 最高可能提升约 173 亿港元；已两地上市的公司的美股股份回流可能推动流通市值增长 1.9 万亿港币，约占总市值的 5%，可能推动 ADT 提升 250 亿港元。合计 ADT 的提升对港交所盈利的潜在提升幅度约 15%。

图表1：中概股回港概览

中概股类别	回港方式	回港难度排序 (1 难度最小, 4 难度最大)	股票数量 (支)	回流市值 (百万港币)	例子
已经实现港股和美股双重上市的股票	股份托管地转移	1	34	1,935,327	阿里巴巴、京东
未在港股上市，但符合现行上市要求的股票	第二上市或双重要上市	2	43	1,668,292	拼多多、亚玛芬体育
未在港股上市，满足基础的上市要求，但受制于同股不同权架构的股票	暂无法上市，需要调整股权架构	3	31	136,879	小马智行、联掌门户
未在港股上市，同时也不满足基础上市要求的股票	暂无法上市	4	279	232,391	DIGINEX、文远知行

资料来源：Wind，港交所，华泰研究测算

### 第一类：股份托管地转移（34 支，回流市值 1.9 万亿港币）

托管在海外的股份在退市后回流港股。对于已经在港股上市的中概股，如阿里巴巴、京东、理想汽车等，部分股份被托管在海外，主要以 ADR 的形式进行交易。若中概股被强制退市，这部分被托管在海外的股份也将回流香港，我们估算这部分股份对应的港股收盘价约 1.9 万亿港币，占港股总市值的约 5%，可能推升港股日均成交额提升约 250 亿港元。需要强调的是，上述提到的 1.9 万亿是一个理想情况下的最大值，计算中假设了所有没托管在香港中央结算下的股份都在美股交易且都会回流至港股，但在实际情况中，没有托管在中央结算下的股票中可能还包括非电子化持股如纸质股票。

图表2：已在香港上市的中概股股份回流测算

	美股代码	港股代码	在香港中央结算 托管的股份比例	在香港自由交易 的股份占比	香港自由交易股 份市值	2024 年至今港股 日均成交额 (百万港币)	未在中央结算托 管的股份市值 (百万港币)	2024 年至今美股 日均成交额 (百万港币)
亚盛医药	AAPG US	6855 HK	93.02%	76.59%	9,816	74.6	895	12.1
百度集团	BIDU US	9888 HK	81.29%	15.79%	35,957	975.1	42,607	2,984.3
哔哩哔哩	BILI US	9626 HK	54.20%	34.77%	18,631	648.9	24,542	902.8
BOSS 直聘	BZ US	2076 HK	61.53%	2.99%	1,522	1.0	19,578	564.1
宝尊电商	BZUN US	9991 HK	66.82%	5.32%	61	0.2	381	11.6
万国数据	GDS US	9698 HK	67.70%	16.55%	4,546	102.9	8,873	310.6
和黄医药	HCM US	0013 HK	52.26%	39.33%	7,473	119.8	9,071	14.8
特海国际	HDL US	9658 HK	94.04%	34.48%	3,417	16.9	591	4.0
华住集团	HTHT US	1179 HK	53.07%	11.09%	10,067	61.9	42,603	533.0
京东集团	JD US	9618 HK	78.55%	43.67%	192,177	1,751.4	94,394	3,651.8
金山云	KC US	3896 HK	47.83%	37.04%	9,007	335.3	12,686	153.3
理想汽车	LI US	2015 HK	53.61%	37.31%	69,333	1,370.5	86,206	1,526.2
网易	NTES US	9999 HK	52.48%	8.76%	45,824	1,046.3	248,579	1,208.2
百济神州	ONC US	6160 HK	43.21%	24.35%	47,925	286.9	111,772	511.6
奇富科技	QFIN US	3660 HK	77.37%	0.22%	109	0.4	11,185	325.3
携程集团	TCOM US	9961 HK	86.01%	13.70%	40,866	996.5	41,731	1,689.2
微博	WB US	9898 HK	25.66%	2.81%	409	7.2	10,825	136.1
再鼎医药	ZLAB US	9688 HK	90.40%	38.76%	9,860	88.5	2,442	154.8
汽车之家	ATHM US	2518 HK	56.76%	2.46%	632	0.8	11,112	105.5
阿里巴巴	BABA US	9988 HK	68.72%	35.50%	715,333	7,366.7	630,299	14,941.1
贝壳	BEKE US	2423 HK	53.77%	9.18%	16,591	168.8	83,549	1,314.5
新东方	EDU US	9901 HK	88.75%	36.52%	21,071	267.4	6,491	984.5
陆控	LU US	6623 HK	25.83%	2.23%	421	1.5	14,014	92.5
名创优品	MNSO US	9896 HK	37.46%	25.89%	9,816	264.1	23,712	257.3
蔚来	NIO US	9866 HK	53.23%	25.60%	11,684	168.3	21,347	2,228.4
诺亚控股	NOAH US	6686 HK	49.45%	0.93%	44	0.0	2,388	14.7
金融壹账通	OCFT US	6638 HK	44.34%	23.39%	427	0.6	1,016	1.9
腾讯音乐	TME US	1698 HK	32.96%	0.27%	455	8.5	112,975	786.0
涂鸦智能	TUYA US	2391 HK	52.60%	9.61%	947	1.5	4,670	27.6
小鹏汽车	XPEV US	9868 HK	45.30%	29.82%	41,636	964.7	76,374	1,205.3
百胜中国	YUMC US	9987 HK	19.59%	9.35%	12,152	179.9	104,504	987.5
知乎	ZH US	2390 HK	36.46%	6.31%	158	1.3	1,594	14.7
中通快递	ZTO US	2057 HK	38.34%	15.50%	18,180	239.5	72,322	527.6
烯石电车新材料	GRFX US	6128 HK	95.13%	66.46%	30	0.8	2	0.8
<b>总计</b>					<b>1,356,578</b>	<b>17,518</b>	<b>1,935,327</b>	<b>38,183</b>
					(1)	(2)	(3)	
<b>对日均成交额的增益</b>							<b>(2)/(1)*(3)=</b>	<b>24,992</b>

注：数据截至 2025 年 4 月 15 日；在香港自由交易的股份占比 = 在香港中央结算托管的股份比例 - 股份托管比例第一大的托管行占比  
 资料来源：Wind，港交所，华泰研究测算

## 第二类：符合现行上市要求（43 支，市值 1.7 万亿港币）

根据港交所上市规则中对市值和财务数据的监管条例，我们大致筛选出了 43 支已满足上市要求的中概股，包括拼多多、亚玛芬体育、富途控股、满帮集团等。截至 4 月 15 日，这 43 支股票的总市值约 1.7 万亿港币，是港股总市值的 4%，2024 年至今的日均成交额约 173 亿港元。

回港上市的方式有两种，包括双重主要上市和第二上市，其中第二上市是个更便捷的通道，但要求略高。这 43 支中的 24 支由于市值规模足够大，且财务数据达标，可以采用第二上市的方式以较低的成本高效地在香港上市，后续若在美国退市，其上市地位将自动转为主要上市；其余 19 支股票暂不能选择第二上市的方式，需要完整地经历港交所的 IPO 审核流程，才可以正式上市。

这 43 支股票中的 13 支有同股不同权的架构，如拼多多、富途控股、满帮集团等，但由于市值体量和财务数据达标，满足港交所现行的上市要求，也可顺畅上市。

图3：满足回港股双重主要上市/第二上市要求的中概股

	美股代码	总市值 (百万港币)	2024年至今的日均成交额 (百万港币)	上市方法
拼多多	PDD US	1,013,334	10,051.9	第二上市/双重主要上市
亚玛芬体育	AS US	97,266	397.7	第二上市/双重主要上市
富途控股	FUTU US	95,477	1,705.8	第二上市/双重主要上市
满帮集团	YMM US	83,722	633.4	第二上市/双重主要上市
唯品会	VIPS US	49,990	450.7	第二上市/双重主要上市
传奇生物	LEGN US	48,062	416.4	第二上市/双重主要上市
好未来	TAL US	46,216	631.5	第二上市/双重主要上市
极氪	ZK US	38,429	158.7	第二上市/双重主要上市
亚朵	ATAT US	24,974	190.2	第二上市/双重主要上市
欢聚	JOYY US	16,843	152.8	第二上市/双重主要上市
雾芯科技	RLX US	16,669	76.5	第二上市/双重主要上市
新濠博亚娱乐	MLCO US	16,082	183.0	第二上市/双重主要上市
信也科技	FINV US	15,338	38.8	第二上市/双重主要上市
爱奇艺	IQ US	13,071	375.3	第二上市/双重主要上市
禾赛科技	HSAI US	11,954	183.7	第二上市/双重主要上市
世纪互联	VNET US	11,004	194.2	第二上市/双重主要上市
盛美半导体	ACMR US	10,038	262.4	第二上市/双重主要上市
大全新能源	DQ US	7,388	177.7	第二上市/双重主要上市
晶科能源	JKS US	6,452	194.2	第二上市/双重主要上市
玉柴国际	CYD US	5,308	13.2	第二上市/双重主要上市
宜人智科	YRD US	3,844	6.6	第二上市/双重主要上市
达达集团	DADA US	3,746	29.8	第二上市/双重主要上市
阿特斯太阳能	CSIQ US	3,670	199.9	第二上市/双重主要上市
科兴生物	SVA US	3,606	-	第二上市/双重主要上市
路特斯科技	LOT US	6,950	7.2	双重主要上市
希尔威金属矿业	SVM US	6,425	87.0	双重主要上市
比特数字	BTBT US	2,495	309.7	双重主要上市
中金科工业	ZJK US	2,361	52.1	双重主要上市
正业生物	ZYBT US	2,111	10.4	双重主要上市
中汽系统	CAAS US	866	1.7	双重主要上市
三合智能	STEC US	775	15.9	双重主要上市
雷神能源	LSE US	734	24.8	双重主要上市
尚乘 IDEA 集团	AMTD US	616	0.5	双重主要上市
尚德机构	STG US	502	0.7	双重主要上市
荣业食品	WYHG US	420	6.4	双重主要上市
泛华金融	CNF US	367	0.7	双重主要上市
德斯维尔工业	DSWL US	283	0.2	双重主要上市
罗科仕	LGCL US	241	6.5	双重主要上市
城道通	CDTG US	202	2.5	双重主要上市
闽东红集团	ORIS US	161	30.7	双重主要上市
智能未来	AIFU US	118	2.6	双重主要上市
伟易达科技	WETH US	117	3.7	双重主要上市
美华国际医疗	MHUA US	63	4.8	双重主要上市
<b>总计</b>		<b>1,668,290</b>	<b>17,293</b>	

注：数据截至 2025 年 4 月 15 日

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究测算

### 第三类：受制于同股不同权架构（31 支，市值 1,369 亿港元）

除此之外，还有 31 支股票由于同股不同权的股权架构，尽管符合了最基本的上市要求，但其市值或收入无法进一步满足港交所对同股不同权公司的上市要求，因此暂时也无法上市。公司可以通过调整股权架构的方式满足要求，可以将其视作潜在的上市储备。这部分股票包括小马智行、联掌门户、乐信等，合计市值 1,369 亿港元。


**图表4：满足主板上市要求但受同股不同权架构限制的公司**

	美股代码	总市值 (百万港币)	2024年至今的日均成交额 (百万港币)
小马智行	PONY US	14,048	163
联掌门户	LZMH US	10,338	42
乐信	LX US	9,310	99
老虎证券	TIGR US	9,298	330
雅乐科技	YALA US	7,517	11
AMBER INTERNATIONAL	AMBR US	7,198	2
李文集团	MOMO US	7,000	78
有道	DAO US	6,752	6
优信	UXIN US	6,409	16
虎牙直播	HUYA US	5,888	51
BITFUFU	FUFU US	5,585	9
高途集团	GOTU US	5,415	110
新濠影汇	MSC US	5,263	0
嘉银科技	JFIN US	4,500	6
小赢科技	XYF US	4,376	5
叮咚买菜	DDL US	4,141	16
尚乘数科	HKD US	3,917	18
大健云仓	GCT US	3,844	396
趣店	QD US	3,776	11
万物新生	RERE US	3,751	20
水滴公司	WDH US	3,692	3
聪链	ICG US	857	4
洪恩	IH US	783	1
理臣国际	LICN US	678	13
益盛鑫科技	YSXT US	602	3
盛丰物流	SFWL US	577	3
星图国际	YIBO US	476	21
ABLE VIEW GLOBAL	ABLV US	310	1
环球墨非	GMM US	269	10
宁圣国际	NISN US	193	8
悦享控股	CHR US	117	1
<b>总计</b>		<b>136,879</b>	<b>1,456</b>

注：数据截至 2025 年 4 月 15 日

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究测算

#### 第四类：不符合港交所上市要求股票（279 支，市值 2,324 亿港元）

除上述的 108 支股票外，中概股剩余 279 支股票的市值和财务数据暂时无法满足港交所的上市要求，若港交所不放宽标准，这些公司可能暂时无法登陆港股市场，例如 DIGINE、文远知行、比特小鹿等，合计市值 2,324 亿港元，占中概股在美总市值的 6%。

图表5：不满足基本要求的中概股（市值前100）

公司	美股代码	总市值（百万港币）	公司	美股代码	总市值（百万港币）
DIGINEX	DGNX US	44,394	CREATIVE GLOBAL TECHNOLOGY	CGTL US	868
文远知行	WRD US	20,208	猎豹移动	CMCM US	867
比特小鹿	BTDR US	10,751	SCULLY ROYALTY	SRL US	850
亿航智能	EH US	8,501	CTRL GROUP	MCTR US	826
硕迪生物	GPCR US	8,406	康迪车业	KNDI US	813
博美	BGM US	7,911	途牛	TOUR US	812
阿尔法科技	ATGL US	3,767	一品威客	EPWK US	811
震坤行	ZKH US	3,762	星竞威武	NIPG US	768
脑再生	RGC US	3,258	云米科技	VIOT US	746
灿谷	CANG US	3,083	第九城市	NCTY US	725
逸仙电商	YSG US	2,968	中驰车福	AZI US	718
大猩猩科技	GRRR US	2,866	MINT INCORPORATION	MIMI US	709
朴荷生物科技	PHH US	2,681	禄达集团	LUD US	709
华通金融	WTF US	2,654	大树云	DSY US	708
SKYLINE BUILDERS	SKBL US	2,609	PARANOVUS	PAVS US	700
亿咖通科技	ECX US	2,453	无忧英语	COE US	692
盛大科技	SDA US	2,207	微巴士	WETO US	660
声网	API US	2,169	新氧	SY US	652
怪兽充电	EM US	2,163	TH INTERNATIONAL	THCH US	633
浪凡	LANV US	2,020	新蛋	NEGG US	602
域塔物流科技	RITR US	1,937	阿诺医药	ANL US	598
多尼斯	DOGZ US	1,907	虎虎科技国际	HUHU US	590
搜狐	SOHU US	1,901	天演药业	ADAG US	585
小牛电动	NIU US	1,860	宏力型钢	HLP US	581
华谨科技	HCAI US	1,845	FINGERMOTION	FNGR US	576
软云科技	RYET US	1,832	天境生物	IMAB US	574
AKSO HEALTH	AHG US	1,810	家游	GMHS US	573
嘉楠科技	CAN US	1,769	斯凯蒙太阳能	PN US	572
迅雷	XNET US	1,731	智能充电	XCH US	561
格林酒店	GHG US	1,729	九紫新能	JZXN US	554
量子之歌	QSG US	1,689	TOP WIN INTERNATIONAL	TOPW US	552
E 家快服	EJH US	1,667	东方文化	OCG US	540
INTERCONT	NCT US	1,646	车车科技	CCG US	526
斗鱼	DOYU US	1,612	EPSIUM ENTERPRISE	EPSM US	523
联合索威尔国际	LHSW US	1,609	MASTERBEEF	MB US	520
进馨科技	NAMI US	1,441	瑞能新能源	SOL US	514
网班科技	NTCL US	1,425	华普	HPH US	511
TRILLER	ILLR US	1,300	1 药网	YI US	505
玩美	PERF US	1,288	有信科技	YAAS US	502
闪送	FLX US	1,234	CBAK ENERGY TECHNOLOGY	CBAT US	488
拜尔德医疗投资	BDMD US	1,089	METALPHA TECHNOLOGY	MATH US	488
亿鹏能源	ELPW US	1,076	盐港明珠	YGMZ US	443
中进医疗	ZJYL US	1,032	盟军集团	TROO US	442
JUNEE	JUNE US	1,021	弘冠光能科技	SMXT US	409
FST	KBSX US	963	SEMILUX INTERNATIONAL	SELX US	402
趣活科技	QH US	953	极光	JG US	397
CHENGHE ACQUISITION II	CHEB US	951	万春医药	BYSI US	378
奥斯汀光电科技	OST US	909	博实乐	BEDU US	374
NWTN	NWTN US	901	云学堂	YXT US	372
NEXT TECHNOLOGY	NXTT US	876	长安能源	PTLE US	366

279 支股票的总计市值（百万港币） 232,391

注：未甄别可能通过 18A 或 18C 章节上市的公司

资料来源：Wind，华泰研究测算

## 回港上市通道顺畅

对于还未在香港上市的中概股，港交所现行的双重主要上市和第二上市机制为其提供了很好的通道。中概股若想回港上市，首先需要满足上市规则中对市值和财务数据等维度的基本要求，在这个基础上，若公司有特殊的股权架构，则还需要进一步达到一定的市值和收入标准。

对于希望快速实现上市的大市值中概股，港交所亦提供了第二上市的路径，让市值达到一定规模的公司，以较低的合规成本，快捷地在港股上市。对于大市值的中概股如拼多多，一个可行的路径是，公司可以在被强制退市前快速在港股第二上市，在被退市后将自动变为双重主要上市。

**图表6：双重主要上市和第二上市的上市要求**

	双重主要上市	第二上市
同股同权公司	满足《上市规则》第八章所列的香港主板上市基本条件。	1) 满足《上市规则》第八章所列的香港主板上市基本条件； 2) 符合以下两大标准之一： 标准 A: 在伦敦证券交易所主板(且属于英国金融市场行为监管局「高级上市」分类)、纽约证券交易所或纳斯达克证券市场上市(适用于所有海外发行人)或任何认可证券交易所(仅适用于业务重心不在大中华地区的海外发行人)上市；在最近至少五个财年合规记录良好；上市时市值至少 30 亿港元； 标准 B: 在伦敦证券交易所主板(且属于英国金融市场行为监管局「高级上市」分类)、纽约证券交易所或纳斯达克证券市场上市；在最近至少两个财年合规记录良好；上市时市值至少 100 亿港元
同股不同权公司	1) 满足《上市规则》第八章所列的香港主板上市基本条件； 2) 符合创新产业指引： 应用了有别于竞争者的新科技、创新理念及/或新商业模式；研究与开发为公司贡献大部分的预期价值，也是公司的主要活动，同时占去公司大部分开支； 成功营运有赖于独有业务特点或知识产权；及/或相对于有形资产总值，公司市值/无形资产总值极高； 3) 上市时市值≥100 亿港元且最近一个财年≥10 亿港元收益；或上市时市值≥400 亿港元； 4) 《上市规则》第八 A 章列出的一些投资者保障性条款(符合特定条件的同股不同权上市发行人无须遵守部分条款)。	1) 满足《上市规则》第八章所列的香港主板上市基本条件； 2) 符合创新产业指引； 3) 在伦敦证券交易所主板(且属于英国金融市场行为监管局「高级上市」分类)、纽约证券交易所或纳斯达克证券市场上市； 4) 至少在最近两个财年合规记录良好； 5) 上市时市值≥100 亿港元且最近一个财年≥10 亿港元收益；或上市时市值≥400 亿港元； 6) 《上市规则》第八 A 章列出的一些投资者保障性条款(符合特定条件的同股不同权上市发行人无须遵守部分条款)

资料来源：港交所，华泰研究

**图表7：双重主要上市和第二上市有何差异？**

	双重上市	第二上市
适用企业	计划同时在两地作主要上市的公司	已在认可证券交易所上市的公司
上市规则适用	须全面遵守香港上市规则	部分香港上市规则不适用
市值门槛(同股同权类公司)	需满足香港主板财务测试	市值门槛较高
是否有资格纳入港股通	允许纳入港股通	否
优势考量	有机会纳入港股通，扩大投资者基础，带来新增的流动性；上市地位更加稳固，不会受到其他上市地上市地位变更导致的连带影响	部分香港上市规则不适用，合规成本更低；快捷高效地实现在港双重上市
第二上市如何转为主要上市？	在以下三种情况下，发行人于香港的第二上市将转换为主要上市： 1) 大部分股票交易(总金额的 55%或以上)于最近一个会计年度已经由海外交易所转移到香港； 2) 自愿选择从第二上市转换为主要上市； 3) 已经从主要上市的海外交易所退市	

资料来源：港交所，华泰研究

## 重要图表

图表8: 核心收入相关主要市场指标

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
<b>市场数据</b>										
日均成交额 (十亿港元) - 单边	127.2	127.8	102.8	98.4	91.0	99.4	121.6	118.8	186.9	242.7
证券成交总额 (十亿港元) - 单边	7,889	7,797	6,068	6,103	5,551	6,061	7,296	7,486	11,586	14,562
- 港股通成交额 (十亿港元) - 单边	1,143	1,069	842	884	798	883	1,257	1,208	2,266	3,131
- 港股通占证券成交额比 (%)	14.5	13.7	13.9	14.5	14.4	14.6	17.2	16.1	19.6	21.5
陆股通成交额 (十亿人民币) - 单边	2,782	2,863	3,370	3,237	3,090	3,792	3,628	3,365	6,700	5,447
平均总市值 (十亿港元)	31,661	37,444	35,219	33,553	31,060	29,622	32,484	31,495	35,387	37,885
年化证券换手率 (%)	99.7	83.3	68.9	72.8	71.5	81.8	89.8	95.1	131.0	153.7
期权期货合约交易量 (百万)	92.0	86.6	77.7	85.1	82.1	91.7	94.5	94.4	103.1	112.4
上市公司数量	2,597	2,603	2,604	2,603	2,609	2,611	2,617	2,621	2,631	2,627
新上市公司、衍生品权证、牛熊证个数	11,385	9,436	6,926	7,131	7,398	7,516	7,474	6,891	9,834	10,745
LME 大宗商品成交量 (百万手)	31.9	34.5	36.4	37.0	40.9	43.8	47.7	44.3	42.6	46.7
<b>同比增速 (%)</b>										
证券成交总额 (十亿港元) - 单边	0.7	(12.8)	(20.7)	(2.3)	(29.6)	(22.3)	20.2	22.7	108.7	140.3
- 港股通成交额 (十亿港元) - 单边	48.9	9.6	2.7	30.0	(30.2)	(17.4)	49.4	36.6	184.1	254.6
陆股通成交额 (十亿人民币) - 单边	(12.0)	(6.7)	25.0	4.7	11.1	32.5	7.6	3.9	116.8	43.7
平均市值 (十亿港元)	(28.2)	(8.9)	(5.8)	(5.1)	(1.9)	(20.9)	(7.8)	(6.1)	13.9	27.9
期权期货合约交易量 (百万)	43.9	5.8	3.3	19.1	(10.8)	5.9	21.5	11.0	25.7	22.6
LME 大宗商品成交量 (百万手)	(14.0)	(11.6)	17.7	14.7	28.1	27.0	31.1	19.7	4.2	6.6
<b>同比变动 (个)</b>										
上市公司数量	25	30	36	22	12	8	13	18	22	16
新上市公司、衍生品涡轮、牛熊证、涡轮个数	(2,754)	(6,154)	(3,081)	(2,868)	(3,987)	(1,920)	548	(240)	2,436	3,229

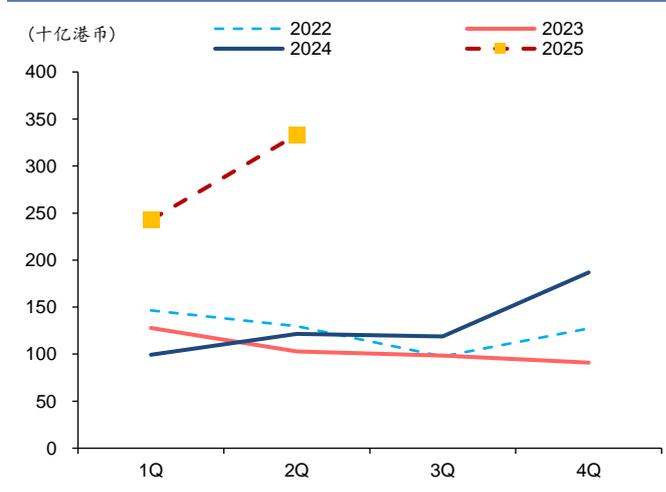
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表9: 市值: 香港主板和创业板



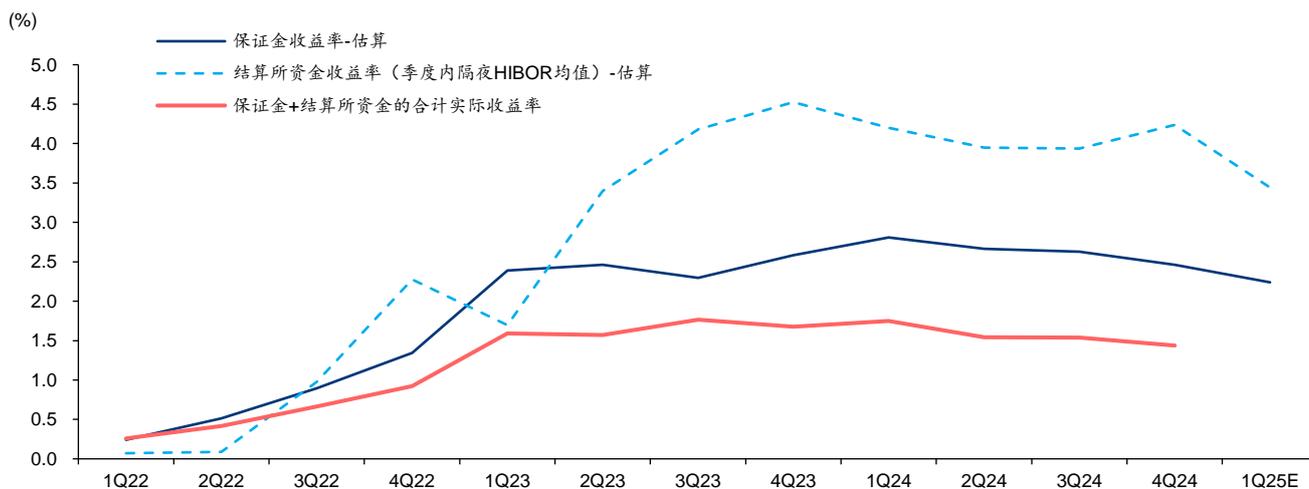
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表10: 香港市场日均成交额



资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表11: 投资收益率估算



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 港交所: ttm PE



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 香港主板日均成交额 vs10年期美国国债收益率



资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表14: 香港主板换手率 vs10年期美国国债收益率



资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

### 估值方法

我们使用三阶段(50年)DCF法,基于我们对港交所未来利润的预测,对港交所进行估值。

- 1) **阶段一:** 前三年,我们的模型给出明确的预测。我们预计港交所 2025/2026/2027 年归母净利润将达到 147/136/138 亿港元。
- 2) **阶段二:** 我们将接下来的 10 年视为改善阶段,我们认为中国内地及香港市场对全球上市公司和投资者的吸引力逐渐提升,港交所有望受益。我们假设港交所在此阶段 ROE 提升,资本投资温和增长。
- 3) **阶段三:** 接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设,基数原因下,随着经济增速放缓,中国内地和中国香港市场扩张放缓,资本投资增速放缓,港交所的长期 ROE 将保持稳定。

我们将三个阶段的现金流以相关资本成本折现至当前,并加入终期估值。结合公司未来 90% 派息率的假设(2024 年派息率 90%),我们得出港交所 6-12 个月的目标价。

我们基于资本资产定价模型(CAPM)得出资本成本。我们假设香港市场长期无风险利率为 1%。考虑到自 2004 年以来 EPS 与股价之比的平均值(4.5%),我们假设港交所的资本成本为 5.0%。

图表15: 港交所: 关键假设

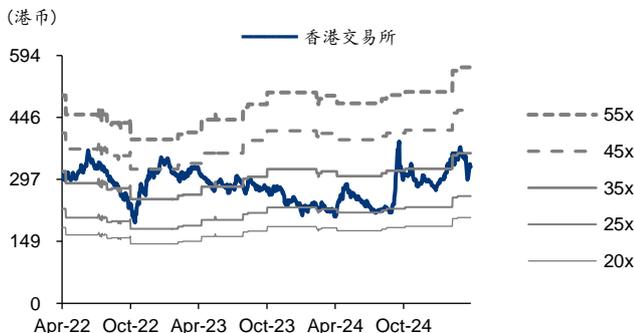
无风险利率 (%)							1.0
市场风险溢价 (%)							4.00
假设杠杆率 (x)							1.00
权益成本 (%)							5.00
(百万港币)				2025E	2026E	2027E	
投入资本							55,380
净利润							14,694
(%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E	
资本回报率(50年)	24.6	24.3	26.0	26.0	30.0	30.0	
资本增速(50年)	2.7	2.8	5.0	5.0	3.5	1.0	

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

### 风险提示

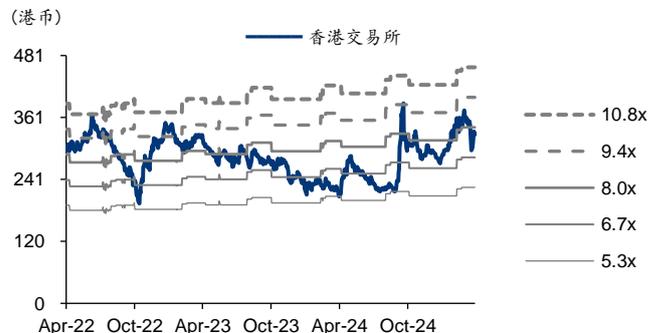
- 1) 若市场成交量弱于预期,可能影响我们对港交所的盈利预测;
- 2) 若市场波动性加大,可能影响港交所的投资收益并且影响港交所股价表现;
- 3) 若监管出现不利变化,可能影响港交所的业务。

图表16: 香港交易所 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表17: 香港交易所 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	15,445	17,346	21,244	20,688	21,633
投资收益净额	4,959	4,927	3,828	3,464	3,134
其他收入	112.00	101.00	152.00	152.00	152.00
<b>收入及其他收益</b>	<b>20,516</b>	<b>22,374</b>	<b>25,225</b>	<b>24,304</b>	<b>24,919</b>
雇员及相关费用	(3,564)	(3,886)	(4,100)	(4,305)	(4,521)
资讯技术支出	(814.00)	(882.00)	(926.10)	(972.41)	(1,021)
其他运营支出	(1,310)	(1,325)	(1,346)	(1,416)	(1,490)
<b>EBITDA</b>	<b>14,828</b>	<b>16,281</b>	<b>18,852</b>	<b>17,610</b>	<b>17,887</b>
折旧及摊销	(1,443)	(1,402)	(1,418)	(1,458)	(1,506)
<b>营运利润</b>	<b>13,385</b>	<b>14,879</b>	<b>17,434</b>	<b>16,152</b>	<b>16,382</b>
融资成本	(135.00)	(114.00)	(112.00)	(112.00)	(112.00)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	82.00	88.00	64.00	64.00	64.00
<b>税前利润</b>	<b>13,332</b>	<b>14,853</b>	<b>17,386</b>	<b>16,104</b>	<b>16,334</b>
税项	(1,351)	(1,698)	(2,608)	(2,416)	(2,450)
净利润	11,981	13,155	14,778	13,688	13,884
少数股东应占净利润	119.00	105.00	84.00	84.00	84.00
<b>归母净利润</b>	<b>11,862</b>	<b>13,050</b>	<b>14,694</b>	<b>13,604</b>	<b>13,800</b>

### 每股数据

会计年度 (港币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	8.41	9.26	10.43	9.66	9.80
EPS	9.37	10.32	11.59	10.73	10.88
EPS (最新摊薄)	9.36	10.29	11.59	10.73	10.88
每股净资产	40.50	42.48	43.68	44.85	46.11

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	125,107	134,365	112,551	119,586	125,164
金融资产	159,987	169,619	167,724	190,828	216,660
应收账款	33,332	54,497	55,004	57,780	60,417
无形资产	19,300	19,614	19,614	19,614	19,614
于合资公司的权益	352.00	415.00	504.44	613.14	745.28
其他资产	3,101	3,119	3,791	4,608	5,601
<b>总资产</b>	<b>341,179</b>	<b>381,629</b>	<b>359,189</b>	<b>393,029</b>	<b>428,202</b>
保证金	176,165	188,857	153,531	164,631	173,384
金融负债	58,100	67,863	82,488	100,265	121,872
结算所基金	21,955	27,124	22,050	23,645	24,902
借款	447.00	452.00	470.35	489.45	509.32
其他负债	32,716	42,926	44,669	46,483	48,370
<b>总负债</b>	<b>289,383</b>	<b>327,222</b>	<b>303,208</b>	<b>335,512</b>	<b>369,038</b>
股东股本权益	51,344	53,852	55,380	56,867	58,460
少数股东权益	452.00	555.00	600.75	650.27	703.87
<b>股本权益总额</b>	<b>51,796</b>	<b>54,407</b>	<b>55,981</b>	<b>57,517</b>	<b>59,164</b>

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	28.63	28.65	28.27	30.53	30.10
PB (倍)	6.62	6.94	7.50	7.30	7.10
ROE	23.47	24.81	26.90	24.24	23.93
ROA	3.21	3.64	3.99	3.64	3.38
股息率	3.14	3.14	3.18	2.95	2.99

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 香港交易所（388 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 香港交易所（388 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司