

香港交易所 (00388.HK)

交易放量，融资扩张，港股行情最受益机构

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年一季报：受港股景气度提振，港交所 2025Q1 业绩实现高增。

公司 2025Q1 实现营收 68.31 亿港元，同比增长 31.3%，环比增长 8.2%；实现归母净利润 40.77 亿港元，同比增长 37.3%，环比增长 7.9%。收入结构层面，受交易量驱动的交易费及交易系统使用费、结算及交收费仍占据主导地位，前者 2025Q1 主营收入占比 46.1%，后者占比 29.0%，二者合计占比超 75%。港股市场景气度提升背景下，公司业务利润率体现出规模效应特征，EBITDA 利润率大幅改善，2025Q1 达到 76.6%。公司所得税率在 2025Q1 大幅提升，主因 OECD “支柱二” 规则下的补足税影响。受该条令影响，公司此后所得税率或将持续保持在 15% 以上，税后净利润将因此受到小幅影响。

港股市场：南向资金驱动交易放量，内地公司成上市主力。 2025Q1 港交所现货 DT 大幅增长，是港交所业绩增长的核心驱动力。2025Q1 现货 ADT 为 2254 亿港元，同比增长 153.0%。2021 年初至 2025 年 4 月底，各类中介机构的持股数量变化：港股通累计增持 674.11 亿股、中资中介累计增持 43.82 亿股、港资中介累计减持 30.03 亿股、国际中介累计减持 458.46 亿股。从类型来看，港股通主要增持恒生高股息成份股，以及增持恒生科技指数成份股。从交易额占比的角度，根据港交所公告，2025Q1 港股通 ADT 为 1099 亿港元，占港股 ADT 比重为 24.4%。一级市场角度，中国内地赴港上市公司数量、募资额已经居于主导地位。21 世纪以来，中国经济的高速增长培育出大量优质企业，其中部分企业选择赴港上市，为港股贡献众多优质可投资标的。

经营特点：轻资产、高毛利、重视股东回报。 体现为资本开支少、主要支出为人工支出，同时盈利质量较高，净利润主要用于股东回报。2025Q1，公司营业支出 15.16 亿港元，其中职员薪酬支出 9.64 亿港元、占比 64.4%。轻资产模式下高毛利特征明显，EBITDA 利润率常年维持 70% 以上。公司净利润/经营性净现金流比值在 100% 上下波动，盈利质量较高。绝大部分利润用于股东回报，派息率稳定在 90% 左右，近十年股息率处于 2%-3% 区间。

风险提示： 港股景气度下降，政策风险，盈利预测及估值不准确的风险等。

投资建议： 公司 2025Q1 业绩基本符合我们此前预期。考虑到补足税条文下公司有效税率升高，我们上调了公司所得税率假设，并基于此将 2025-27 年归母净利润均小幅下调 5.56%。资本市场双向开放步履不停，港交所枢纽地位稳固。立足中国优势，港交所战略实施持续取得积极进展，推进互联互通、提升市场活力、探索创新业务和加强科技赋能等关键举措为港交所奠定更良好的发展基础，扩大其营收和利润增长空间。考虑到港股市场交投活跃度处于较高水平、公司盈利改善趋势明显且直接，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	20,516	22,374	26,237	29,086	32,370
(+/-%)	11.2%	9.1%	17.3%	10.9%	11.3%
归母净利润(百万港元)	11,862	13,050	15,428	17,144	19,113
(+/-%)	17.7%	10.0%	18.2%	11.1%	11.5%
摊薄每股收益(港元)	9.36	10.29	12.17	13.52	15.07
净资产收益率(ROE)	23.47%	24.81%	28.23%	30.44%	32.88%
市盈率(PE)	37.5	34.1	28.9	26.0	23.3
市净率(PB)	8.7	8.3	8.0	7.8	7.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

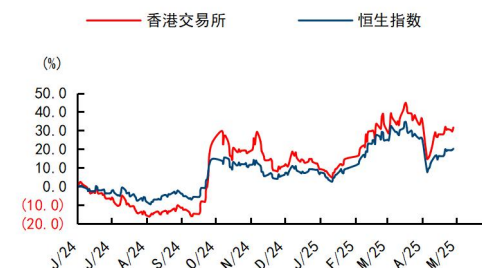
非银金融·多元金融

证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn S0980524070008	证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn S0980523060004
证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	证券分析师：张昊晨 0755-81982651 zhanghaochen1@guosen.com.cn S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	351.20 港元
总市值/流通市值	445264/445264 百万港元
52 周最高价/最低价	392.23/215.25 港元
近 3 个月日均成交额	3700.92 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

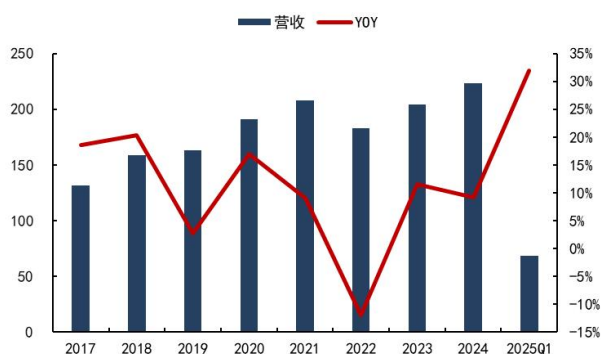
相关研究报告

- 《香港交易所 (00388.HK) - 南下资金持续推动交易活跃》—— 2025-03-01
- 《香港交易所 (00388.HK) - 资本汇聚中心，交易活跃前沿》—— 2025-02-20

一、港交所 2025Q1：港股景气度驱动业绩改善，关注后续所得税率提升

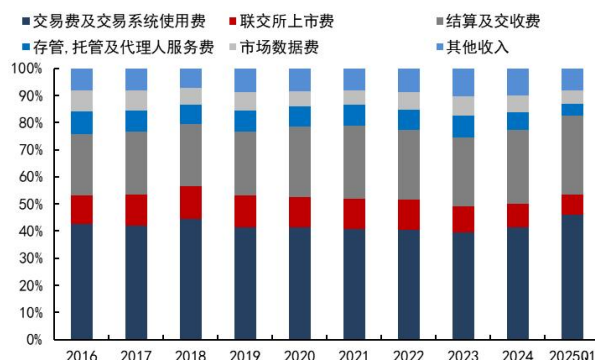
受港股景气度提振，港交所 2025Q1 业绩实现高增。公司 2025Q1 实现营收 68.31 亿港元，同比增长 31.3%，环比增长 8.2%；实现归母净利润 40.77 亿港元，同比增长 37.3%，环比增长 7.9%。收入结构层面，受交易量驱动的交易费及交易系统使用费、结算及交收费仍占据主导地位，前者 2025Q1 主营收入占比 46.1%，后者占比 29.0%，二者合计占比超 75%。港股市场景气度提升背景下，公司业务利润率体现出规模效应特征，EBITDA 利润率大幅改善，2025Q1 达到 76.6%，基本回升至 2021 年时水平。

图1：公司营收规模及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图2：公司营业收入结构变化



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图3：公司 EBITDA 规模及利润率（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图4：公司归母净利润规模及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

公司所得税率在 2025Q1 大幅提升，主因 OECD “支柱二” 规则下的补足税影响。受该条令影响，公司此后所得税率或将持续保持在 15% 以上，税后净利润将受到小幅影响。OECD “支柱二” 规则又称 “全球最低税规则”，旨在遏制跨国企业将利润转移至低税率国家，确保各个跨国公司在辖区内需要承担至少 15% 的有效税率。港交所在中国香港、中国内地和伦敦开展主要业务，因此受到补足税条令影响。2025Q1 公司所得税率大幅提升至 16.0%，对公司当期税后净利润略有影响。

图5: OECD 支柱二规则下的补足税条文令公司所得税率提升



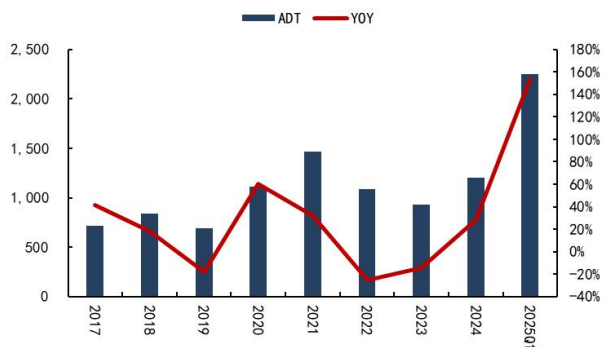
资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

二、港股市场: 南向资金驱动交易放量, 内地公司为上市主力

2025Q1 港交所股本证券（股票、ETF、债券等）ADT 大幅增长，是港交所业绩增长的核心驱动力。2025Q1 现货 ADT 为 2254 亿港元，同比增长 153.0%。期交所衍生品交易量增长较为平稳，2025Q1 期交所衍生品 ADV 为 901 千张，同比增长 5.4%。

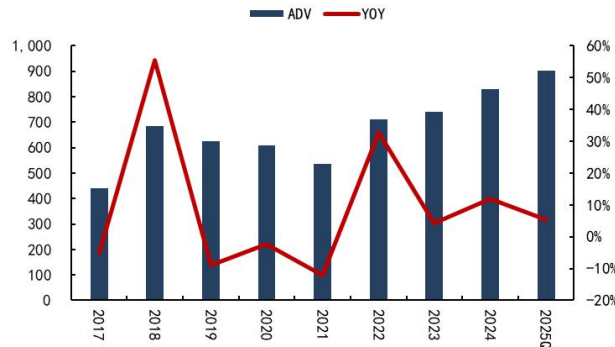
南向资金是驱动港股 ADT 增长的主力。从持股数量的角度，2021 年初至 2025 年 4 月底，各类中介机构的持股数量变化：港股通累计增持 674.11 亿股、中资中介累计增持 43.82 亿股、港资中介累计减持 30.03 亿股、国际中介累计减持 458.46 亿股。分类型来看，港股通主要增持恒生高股息成份股，以及增持恒生科技指数成份股。从交易额占比的角度，根据港交所公告，2025Q1 港股通 ADT 为 1099 亿港元（包括买盘及卖盘），占港股 ADT 比重为 24.4%。

图6: 港交所现货 ADT 变化趋势（单位: 亿港元）



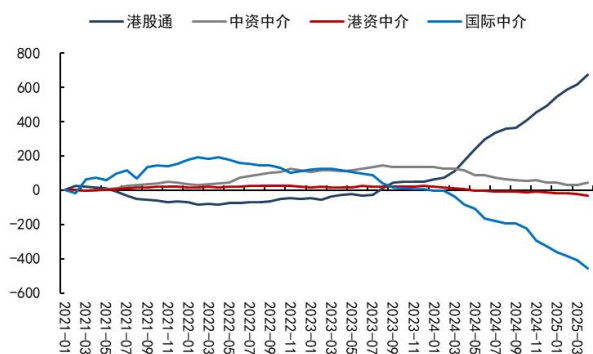
资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图7: 期交所衍生品 ADV 变化趋势（单位: 千张）



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图8: 港股中介持股数量变动 (单位: 亿股)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

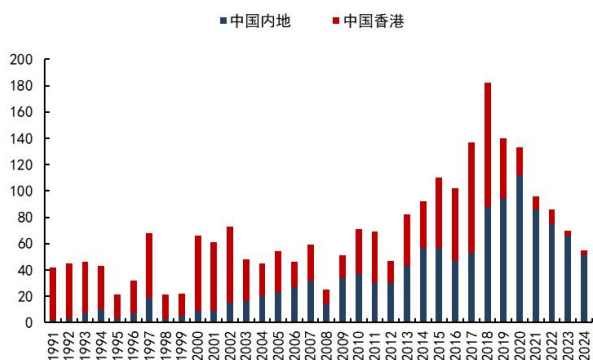
图9: 南向交易 ADT 及占港股 ADT 比重 (单位: 十亿港元)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

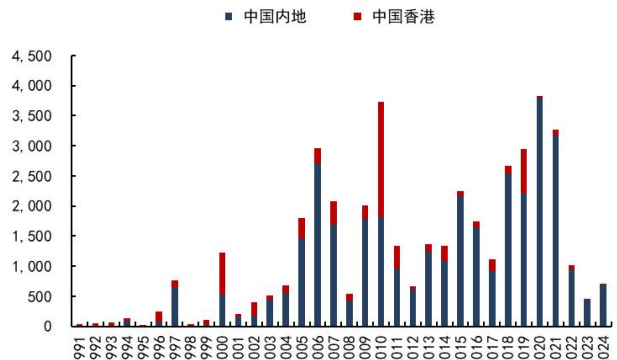
一级市场角度, 中国内地赴港上市公司数量、募资额已经居于主导地位。21 世纪以来, 中国经济的高速增长培育出大量优质上市公司, 其中部分上市公司选择赴港上市, 为港股贡献了众多优质可投资标的。按照行业划分, 中国赴港上市公司大致呈现大央企—金融地产—可选消费—互联网、新经济—医疗保健的先后顺序, 中国产业结构的变化与赴港上市公司行业类别变化较为一致。因此, 就上市公司层面, 港股中国经济发展的影响程度不断加深。2018 年, 港交所修改上市规则, 赴港上市公司出现阶段高潮。2021 年以来, 伴随海外流动性收紧、中国宏观经济承压和产业政策变化, 赴港上市公司数量和募资额明显下降。2024 年以来, 宁德时代、美的集团等 A 股上市公司均选择在港二次上市, 将为港交所提供更多可投优质资产。

图10: 港股历年 IPO 数量分布-按注册地区分 (单位: 家)



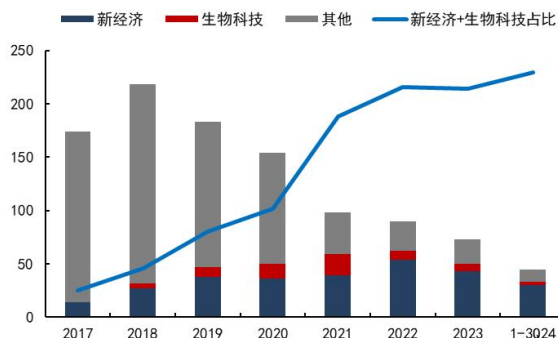
资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图11: 港股历年 IPO 金额分布-按注册地区分 (单位: 亿港元)



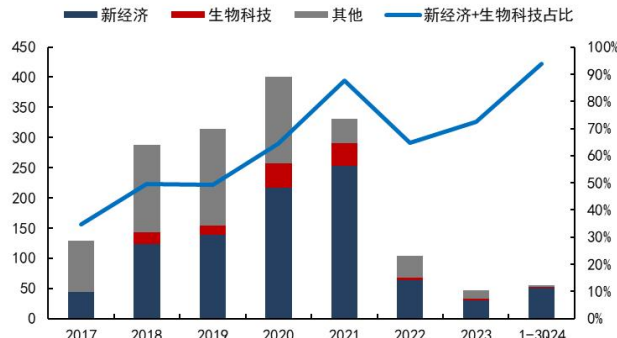
资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图12: 港股按板块划分的 IPO 数量 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

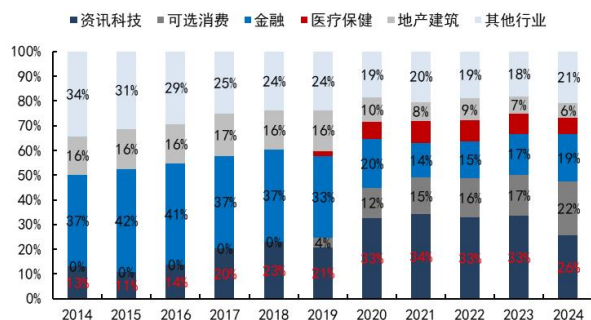
图13: 港股按板块划分的 IPO 金额 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

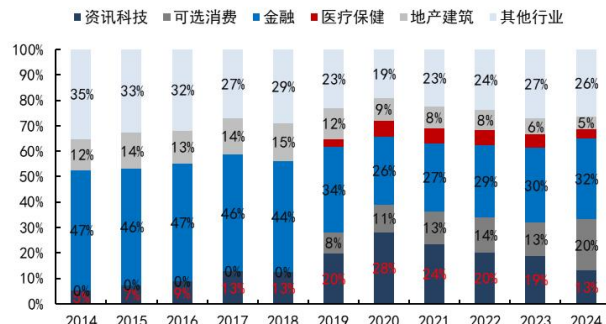
分行业看, 资讯科技、可选消费、金融行业的上市公司市值及成交额占比较高。按照恒生指数分类, 资讯科技及可选消费主要为在港股上市的互联网公司, 2020年资讯科技及可选消费公司成交额占比达到峰值, 二者合计约 39%, 2021-2023 年下降明显, 2024 年起占比有所回升。另一方面, 金融行业上市公司市值和成交额占比连年提升, 金融行业上市公司以股息率较高的银行为主。

图14: 港股上市公司成交额按行业分类占比



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图15: 港股上市公司市值按行业分类占比



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

三、投资建议: 基于税率影响小幅下调盈利预测, 维持“优于大市”评级

公司轻资产经营特点体现为资本开支少、主要支出为人工支出, 同时盈利质量较高, 净利润主要用于股东回报。2025Q1, 公司营业支出 15.16 亿港元, 其中职员薪酬支出 9.64 亿港元、占比 64.4%。轻资产模式下高毛利特征明显, 2025Q1 EBITDA 为 52.54 亿港元, EBITDA 利润率为 76.6%, 并常年维持 70% 以上。公司净利润/经营性净现金流比值在 100% 上下波动, 盈利质量较高。绝大部分利润用于股东回报, 派息率稳定在 90% 左右, 近十年股息率处于 2%-3% 区间。

资本市场双向开放步履不停, 港交所枢纽地位稳固。立足中国优势, 港交所战略实施持续取得积极进展, 推进互联互通、提升市场活力、探索创新业务和加强科技赋能等关键举措为港交所奠定更良好的发展基础, 扩大其营收和利润增长空间。

第一, 推进互联互通方面, 港交所不断优化互联互通计划, 将立足中国的战略落实到各部门业务中。一是沪深港股通标的持续扩容, 截至 2024 年底, 陆股通标的已接近 3,400 只, 港股通标的超 800 只。二是互联互通资产种类持续丰富, ETF

互联互通、REITs 纳入沪深港通、互换通等持续落地。

第二，提升市场活力方面，港交所已建立起完善的投资者、投资工具、上市公司生态圈。发展历程中，港交所适时修订相关规则，吸引更多优质资产上市，同时吸引更多投资者以提升市场流动性和活力。比如，港交所于 2018 年修订新经济及生物科技公司上市上市规则，成功吸引众多相关公司赴港上市，港股的新经济及生物科技公司 IPO 规模位居世界前列。

第三，探索创新业务方面，港交所主要以数据连接等非传统交易、清算业务为发展方向。基于交易所数据优势，大力发展数据相关业务是世界各个交易所的共识。港交所数据及连接业务持续增长，2024 年前三季度已占集团收入的 10% 左右。

第四，加强科技赋能方面，港交所主要通过加强科技基建以满足市场参与者不断转变的需求。比如，港交所于 2024 年 4 月领航星衍生产品平台，并将在 2025 年前做好现货市场结算 T+1 准备。加强科技赋能，一方面有利于提升经营效率，另一方面也有助于开拓新业务机遇。

投资建议：公司 2025Q1 业绩基本符合我们此前预期。考虑到补足税条文下公司有效税率升高，我们上调了公司所得税率假设，并基于此将 2025-27 年归母净利润均小幅下调 5.56%。考虑到港股市场交投活跃度处于较高水平、公司盈利改善趋势明显且直接，维持公司“优于大市”评级。

图16: 公司 PE TTM 变化趋势



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

风险提示

1、估值不准确的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断。

2、盈利预测不准确的风险

公司业务体系庞大，在做盈利预测时涉及的参数较多，并且众多参数与香港资本市场相关，市场变化可能会使得参数假设不准确，从而使得盈利假设不准确。

3、香港资本市场景气度下滑

公司业务开展与香港资本市场高度相关，如果香港资本市场景气度发生较大变化，公司盈利可能受到较大影响，从而使得我们的盈利预测不够准确。

4、政策风险

近年来，香港资本市场与内地资本市场联系日益加强，关于资本市场的政策变化，可能会影响公司相关业务开展。

财务预测与估值

资产负债表（百万港元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万港元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产总计	341,179	381,629	443,895	491,051	539,627	营业收入	20,516	22,374	26,237	29,086	32,370
货币资金	125,107	134,365	199,753	220,973	242,832	交易费及交易系统使用费	6,081	7,189	7,793	8,882	10,100
按公允价值计入损益的金融资产	6,357	6,901	7,482	8,447	9,432	联交所上市费	1,523	1,484	1,487	1,542	1,601
以摊销成本计量的金融资产	74,984	42,082	35,912	40,545	45,275	结算及交收费	3,885	4,717	6,301	7,181	8,177
指定按公允价值计入损益之金融资产	18,250	47,562	44,889	50,681	56,593	存管，托管及代理人服务费	1,276	1,146	1,672	1,923	2,209
衍生金融资产						市场数据费	1,098	1,086	1,181	1,286	1,400
负债合计	289,383	327,222	387,881	433,321	479,986	投资收益/（亏损）	4,959	4,927	5,814	6,104	6,519
保证金及现金抵押品	176,165	188,857	243,410	278,546	314,054	其他收入	1,694	1,825	1,989	2,168	2,364
参与者对结算所基金的缴款	21,955	27,124	29,836	32,820	36,102	营业支出	-5,441	-5,761	-6,600	-7,260	-8,032
衍生金融负债	58,100	67,863	71,256	74,819	78,560	息税折旧摊销前利润	14,828	16,281	20,014	22,241	24,798
所有者权益合计	51,796	54,407	56,015	57,729	59,640	除税前溢利	13,332	14,853	18,315	20,352	22,689
留存收益	19,723	21,890	23,433	25,147	27,058	所得税	1,351	1,698	2,747	3,053	3,403
少数股东权益	452	555	555	555	555	少数股东损益	119	105	140	155	173
归属于母公司所有者权益合计	51,344	53,852	55,460	57,174	59,085	归属于母公司净利润	11,862	13,050	15,428	17,144	19,113
每股净资产（港元）	40	42	44	45	47						
总股本（百万股）	1,268	1,268	1,268	1,268	1,268						
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
每股收益	9.36	10.29	12.17	13.52	15.07						
每股红利	8.42	9.26	10.95	12.17	13.57						
每股净资产	40.50	42.48	43.74	45.10	46.60						
ROIC											
ROE	23.5%	24.8%	28.2%	30.4%	32.9%						
营业收入增长率	11.2%	9.1%	17.3%	10.9%	11.3%						
净利润增长率	17.7%	10.0%	18.2%	11.1%	11.5%						
资产负债率	84.8%	85.7%	87.4%	88.2%	88.9%						
P/E	37.5	34.1	28.9	26.0	23.3						
P/B	8.7	8.3	8.0	7.8	7.5						
EV/EBITDA											

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032