

# 25Q1 点评：市场成交同比高增，驱动业绩创历史新高

## 核心观点

香港交易所公布 25Q1 业绩情况。一季度收入及其他收益实现 68.57 亿港元，同比+31.84%；其归母净利润为 40.77 亿港元，同比+37.27%。受益于 3 月初 DeepSeek 带动的科技投资热潮，港股市场交投活跃度明显提升，伴随着市场风险对冲需求的提升以及大宗商品牛市，港交所与交易相关的非投资业务收入同比高增。保证金及结算所基金的投资收益净额较去年亦有所增加，但因部分产品增加利息回扣吸引成交量，以及期货结算参与者日元抵押品比例上升，导致投资收益率整体略有下滑。目前公司估值处于历史底部区间，安全边际充足，拥有“向上期权”，期待利好政策落地催化估值提升。

## 事件

香港交易所公布 25Q1 业绩情况。受益于 3 月初港股市场上升、市场成交活跃，港交所一季度收入及其他收益实现 68.57 亿港元，同比+31.84%；其归母净利润为 40.77 亿港元，同比+37.27%。

## 简评

### 业绩归因：非投资业务收入实现高增，业绩表现强劲

公司 25 年一季度收入及其他收益实现 68.57 亿港元，同比+31.84%。拆分来看，投资收益净额达 13.33 亿港元，同比-0.67%。同时，投资收益净额占比下滑至 19.44%，同比-6.36pct。而与交易相关的非投资业务收入则实现同比高增 43.15%至 55.24 亿港元。

**现货市场：受益于 3 月初市场交投活跃度提升，市场成交额同比明显提升**

25Q1，港股市场先涨后跌，从 1 月 3 日到 3 月 7 日，恒生指数大幅上涨 23.48%，后虽有所回落但 Q1 累计仍上涨 17.82%。在市场上行的背景下，港股市场成交活跃度明显提升；25Q1 ADT 同比/环比分别+144.31%/+29.89%至 2427.37 亿港元。其中，港股通南向交易 ADT 占比达 26.19%，同比/环比分别+11.40/-3.91pct。

IPO 方面，根据 Wind 的统计，25Q1 新增上市公司家数 16 家，同比去年同期增加 4 家，IPO 募资金额为 176.80 亿港元，

## 香港交易所 (0388.HK)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

发布日期： 2025 年 05 月 09 日

当前股价： 372.4 港元

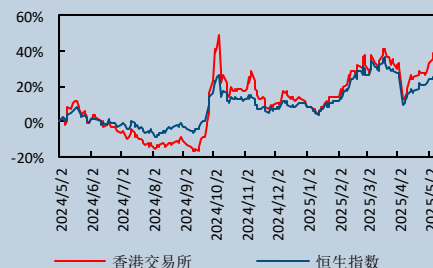
目标价格 6 个月： 436.4 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月                 | 3 个月      | 12 个月         |
|----------------------|-----------|---------------|
| -18.76/-0.13         | 3.99/3.28 | 31.18/12.62   |
| 12 月最高/最低价 (港元)      |           | 393.80/214.60 |
| 总股本 (万股)             |           | 126,783.69    |
| 流通 H 股 (万股)          |           | 126,783.69    |
| 总市值 (亿港元)            |           | 3,544.87      |
| 流通市值 (亿港元)           |           | 3,765.48      |
| 近 3 月日均成交量 (万)       |           | 972.27        |
| 主要股东                 |           |               |
| JPMorgan Chase & Co. |           | 6.87%         |

### 股价表现



### 相关研究报告

- 25.03.14 【中信建投非银金融】香港交易所 (0388):如何理解港交所的 alpha 属性、当前位置及向上空间?
- 25.02.28 【中信建投非银金融】香港交易所 (0388):2024A 点评:交易相关业务明显改善,关注 beta 回归下的预期差

同比增加 290.08%。截至 4 月底，港交所仍在处理 149 家公司的上市申请，IPO 管线充足。展望未来，随着“A+H”上市门槛的进一步降低以及中概股回流港股上市的趋势显著，将持续提升香港在全球市场的竞争力，为港交所带来更高的交易活跃度，推动港股市场的健康长久发展。

### 衍生品&商品市场：衍生产品成交量再创新高，商品成交持续活跃

**25Q1，或由于市场风险对冲需求的提升以及大宗商品牛市，衍生品和商品合约成交量明显提升。**25Q1 期交所衍生产品日均成交张数（ADV）达 186.6 万张，再创历史新高，同比/环比分别增长 24%/13%；LME 收费交易的金属合约日均成交量达 69.8 万手，同比增长 6%。

### 投资：投资收益率整体有所下滑，但仍维持高位，对冲效果凸显

2025 年第一季度，保证金及结算所基金的投资收益净额较 2024 年同期增加 1,000 万元（+1%）。基金规模扩大推动收益上升，但因部分产品增加利息回扣吸引成交量，以及期货结算参与者日元抵押品比例上升，导致回报减少，大部分增幅被抵销。整体来看，24Q1 港交所和 LME 旗下的保证金和结算所基金资金余额合计 2,540 亿港元，同比+7.83%。但由于美国通胀数据超预期、香港市场流动性趋紧等因素影响，25Q1 HIBOR 利率仍维持高位。港交所的保证金和结算所基金年化投资净回报达 1.56%，同比-0.19pct。受以上两方面因素影响，公司保证金及结算所基金总投资收益净额同比+1.24%至 8.17 亿港元，对冲效果凸显。此外，或受外围市场波动影响 25Q1 公司资金的投资收益净额为 5.16 亿港元，同比-3.55%。

**预期利好：特区政府财政预算案释放多重利好，有望在 2025 年逐步落地。**2 月 26 日，香港特区政府财政司司长陈茂波公布了 2025/2026 财政年度特区政府财政预算案（下称“财政预算案”）。财政预算案中，提到了推进人民币柜台纳入港股通、筹备开通“科企专线”、优化双重主要上市及第二上市门槛涉及港股改革的内容。

**（1）在上市制度改革方面，**预算方案提及将优化双重主要上市及第二上市的门槛，进一步降低内地企业赴港上市的难度；开通“科企专线”，便利特专科技和生物科企的上市申请准备工作，特别是已在内地上市的公司；降低“A+H”股发行人赴港上市门槛，以吸引更多内地企业赴港上市。吸引更多优质企业赴港上市，有望丰富港股资产池，提升市场整体质量和吸引力，进而为港交所带来更多的交易业务收入。

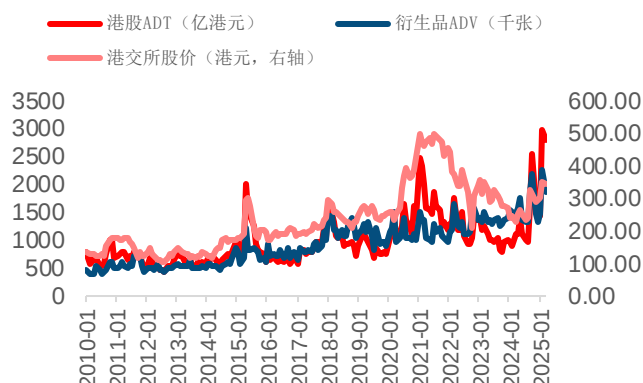
**（2）在交易机制改革方面，**港交所计划在 2025 年底前技术上兼容 T+1 结算周期，逐步引入新功能并进行系统升级，以缩短结算周期；同时，将在 2025 年中实施下调最低上落价位的基础上，就改善交易单位制度（即“手数”制）提出建议，以提升交易效率。缩短结算周期、改善交易单位制度有助于提高资金使用效率，减少资金占用时间，从而吸引更多的短期交易资金流入港股

**（3）在人民币业务推进方面，**香港特区政府正在与内地合作，全速进行技术准备，推动更多股票以人民币交易，提升市场流动性；港交所推进单股多柜台安排，包括双柜台股票使用同一国际证券标识，以提升交易结算效率。特区政府也已就人民币柜台交易以人民币缴交股票印花税，进行准备工作，希望在明年提出立法建议。港股通人民币计价的落地将有望提振人民币柜台乃至港股市场的整体流动性，并为离岸人民币带来更广泛的使用场景，且有望在境外积累庞大且稳定的离岸人民币资金池，从而助力人民币国际化进程的稳步推进。

### 投资建议：港交所当前安全边际充足，拥有“向上期权”，维持买入评级。

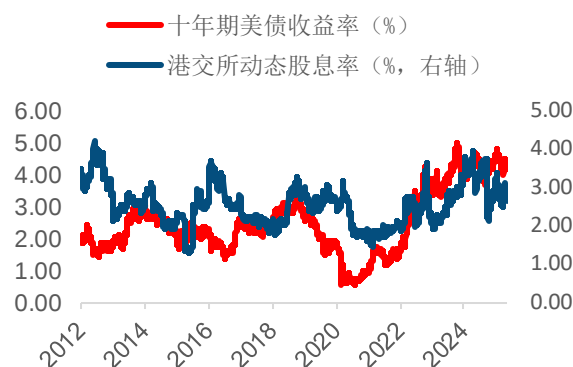
港交所商业模式较优，2022 年以来市场利率快速上升，在为港股流动性带来一定不利影响的同时也推升了港交所投资相关业务收入高涨；2024 年 9 月以来，随着中国内地刺激政策的出台以及 DeepSeek 引发的对中国资产的价值重估推动港股交投活跃度屡创新高，作为市场基础设施运营商，港交所有望持续受益于市场交投活跃度的回暖和估值提振，从而表现出强“beta”属性，后续随着 A+H 上市所带来的充沛市值增量显现、港股通人民币计价等政策的落地以及港交所自身指数和数据业务的持续发展，港交所业务的多元性和韧性亦有望进一步提升，港交所股价亦有望彰显出明显的“alpha”属性。

图 1: ADT、ADV 与港交所股价（月均价）情况



数据来源：香港交易所，Wind，中信建投

图 2: 港交所股息率 vs 十年期美债收益率



数据来源：香港交易所，Wind，中信建投

我们根据 2025 年以来市场情况对盈利预测进行了更新；预计公司 2025/2026/2027 的收入分别同比+13.32%/+7.14%/+3.56%至 253.54/271.64/281.31 亿港元，归母净利润分别同比+12.02%/+7.23%/+3.83%至 146.19/156.75/162.75 亿港元。

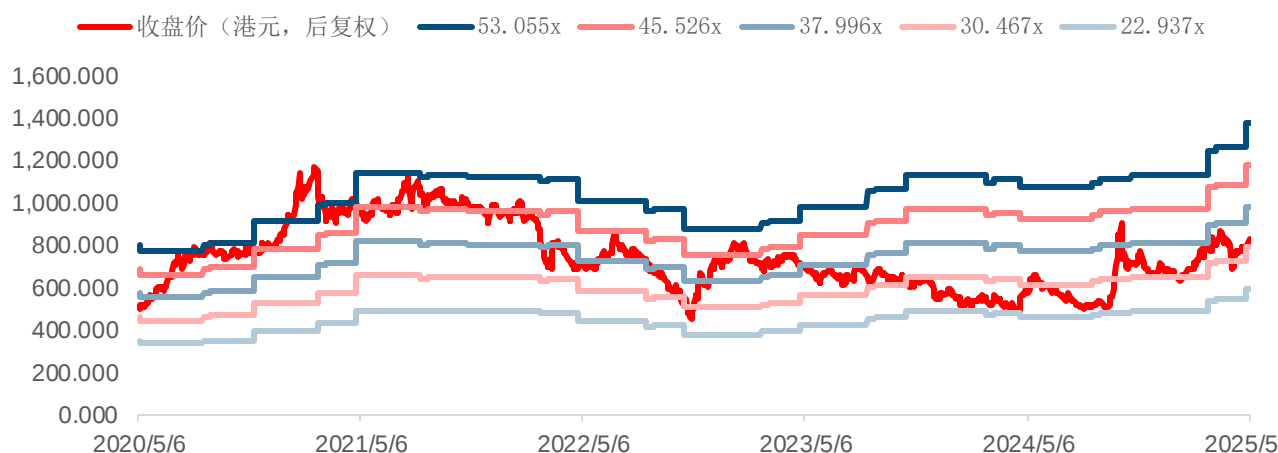
图 3: 盈利预测情况（百万港元）

|         | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022A   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2024-2027CAGR |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 收入      | 15,867 | 16,311 | 19,190 | 20,950 | 18,456  | 20,516 | 22,374 | 25,354 | 27,164 | 28,131 | 7.93%         |
| 同比      |        | 2.80%  | 17.65% | 9.17%  | -11.90% | 11.16% | 9.06%  | 13.32% | 7.14%  | 3.56%  |               |
| 利润      | 9,312  | 9,391  | 11,505 | 12,535 | 10,078  | 11,862 | 13,050 | 14,619 | 15,675 | 16,275 | 7.64%         |
| 同比      |        | 0.85%  | 22.51% | 8.95%  | -19.60% | 17.70% | 10.02% | 12.02% | 7.23%  | 3.83%  |               |
| EPS     | 7.48   | 7.47   | 9.07   | 9.89   | 7.95    | 9.35   | 10.29  | 11.53  | 12.36  | 12.84  | 7.64%         |
| DPS     | 6.71   | 6.71   | 8.17   | 8.90   | 7.15    | 8.42   | 9.26   | 10.38  | 11.13  | 11.55  | 7.64%         |
| EBITDA率 | 74.10% | 75.18% | 76.29% | 77.66% | 71.44%  | 72.28% | 72.77% | 73.84% | 73.66% | 73.67% |               |
| ROE     | 22.77% | 21.10% | 23.37% | 25.12% | 20.12%  | 22.90% | 23.99% | 26.12% | 27.18% | 27.38% |               |
| 当前股价    | 372.4  |        |        |        |         |        |        |        |        |        |               |
| 对应PE    | 49.8   | 49.9   | 41.0   | 37.7   | 46.9    | 39.8   | 36.2   | 32.3   | 30.1   | 29.0   |               |
| 股息率     | 1.80%  | 1.80%  | 2.19%  | 2.39%  | 1.92%   | 2.26%  | 2.49%  | 2.79%  | 2.99%  | 3.10%  |               |

数据来源：公司公告，Wind，中信建投

港交所 5 月 9 日股价对应 PE (TTM) 为 36.18 倍，对应近三年来 44.20%分位数和近五年来 29.38%分位。看好后续市场情绪和交投活跃度的进一步恢复，港交所当前股价仍有明显预期差。参考公司历史估值水平中枢，给予公司 2025E 40x PE，对应目标价 436.4 港元/股，维持“买入”评级。

图 4:香港交易所近五年来 PE-Band



数据来源: Wind, 中信建投证券

## 风险分析

**历史走势不代表未来表现:** 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。

**模型假设风险:** 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

## 研究助理

### 何泾威

hejingwei@csc.com.cn

## 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所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) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 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

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇  
 汇电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@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:charleneliu@csci.hk