

# 人民币升值预期下的价值重估

华泰研究

2025年5月22日 | 中国香港

更新报告

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

434.00

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

研究员

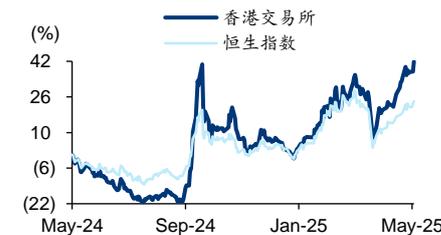
SAC No. S0570524070010 chen yuxuan020827@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

## 基本数据

目标价(港币)	434.00
收盘价(港币 截至5月21日)	391.60
市值(港币百万)	496,485
6个月平均日成交额(港币百万)	2,778
52周价格范围(港币)	218.40-397.80
BVPS(港币)	40.98

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

中美关税降级程度超预期,中美间脱钩风险下降,人民币有潜在升值空间。香港作为一个小型开放经济体,底层是人民币资产,而联系汇率制度导致港币挂钩美元,因此人民币升值通常带动香港地区的流动性提升和资产价格上涨,在股市上的体现是成交额和股价升高。另外一些大型的内地龙头企业陆续赴港 IPO,或将提升内地投资者和全球投资者的交易兴趣,从而支撑港股成交额。成交额提升有望利好港交所的盈利和估值,静态测算每提升 50 亿港元将推动港交所 25 年盈利和估值分别提升约 1.6%。建议关注人民币升值预期下,港交所作为稀缺资产的配置价值,维持“买入”评级。

## 四重因素支撑港股日均成交额 (ADT)

影响港股 ADT 的四个关键因素: 汇率、利率 (HIBOR & 美债利率)、IPO 市场、南下资金。1) 历史上人民币升值通常伴随着港股 ADT 上升,原因是人民币升值提升了人民币资产及对应港股的吸引力。联系汇率制度下,逐渐累积的人民币升值动能有望提升港股交易活跃度; 2) 利率和港股 ADT 历史上也有较为明显的负相关,美联储年内的潜在降息和 HIBOR 走低也有助于提升香港市场的整体流动性,并推升交易活跃度; 3) 港股 IPO 融资 24 年以来持续活跃,若干大型 IPO 吸引了内地和全球投资者积极关注,港股成交额集中于大盘股,长期有望抬升 ADT 中枢; 4) 换手率更高的南下资金在港股中参与度不断提升,当前持股比例约 11%, YTD 25 年南下 ADT 相比 24 年提升 135%。值得注意的是,去年 9 月内地一揽子政策出台后,港股成交额明显上升,在上述四因素的作用下,我们认为港股成交额有望持续活跃。

## 成交额提升利好港交所的盈利和估值

港交所约六成收入依赖于与港股成交额挂钩的交易类业务,由于成本刚性,成交额上升有望直接推动盈利走高。1Q25 港股 ADT 达 2,427 亿港元,盈利创历史新高,2Q25 YTD ADT 约 2,500 亿港元,我们静态测算 25 年 ADT 每提升 50 亿港元,可推动 25 年净利润增加约 1.6%。尽管利率下行或使投资收益率承压,但鉴于超过十个月的投资久期以及流动性提升可能带来投资资金规模扩张,公司投资收益仍具韧性; 成交额提升仍会是影响港交所盈利的主要因素。估值层面,港交所 12 个月预期 PE 与 ADT 正相关,我们测算 ADT 每提升 50 亿港元,市盈率通常上行约 0.51x (约为当前估值的 1.6%)。

## 盈利预测与估值

考虑到人民币升值预期下港股流动性有望提升,我们调整 25/26/27 年归母净利润预测至 156/140/140 亿港元 (调整幅度: +2.5%/+2.0%/+0.8%), 上调 DCF (50 年预测期,折现率 5%) 目标价至 434 港币 (前值: 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	26,586	24,900	25,317
+/-%	11.16	9.06	18.82	(6.34)	1.68
归属母公司净利润 (港币百万)	11,862	13,050	15,587	13,962	13,999
+/-%	17.70	10.02	19.44	(10.42)	0.27
EPS (港币,最新摊薄)	9.36	10.29	12.29	11.01	11.04
PE (倍)	28.63	28.65	31.85	35.56	35.46
PB (倍)	6.62	6.94	8.78	8.54	8.23
ROE (%)	23.47	24.81	28.24	24.35	23.64
股息率 (%)	3.14	3.14	2.83	2.53	2.54

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 影响港股成交额的四重因素

港股的日均成交额（ADT）受四个潜在因素的影响，分别是汇率、利率、一级市场上市公司供给和南下资金占比。汇率和利率是两个宏观变量，去年9月一揽子政策以来市场情绪升温，港股成交量明显上升，短期内汇率/利率和成交额有所背离。但我们并不认为这会改变汇率/利率对成交量的长期相关性。在人民币升值或利率（HIBOR&美债利率）降低时，港股ADT通常上涨。香港是个小型开放的经济体，底层是人民币资产，但联系汇率制度下港币挂钩美元，因此在人民币升值时，港币兑美元也通常升值，并触及强方兑换保证，香港金管局须按要求卖出港币，买入美元，这会导致香港地区的流动性增加，推动股市成交额和股价上涨。HIBOR和美债利率能够反映香港地区和全球流动性的充裕度，利率较低时港股的成交额通常较高。此外港股一、二级市场联动，两个市场能够互相促进，尽管IPO融资的提升可能对当年成交额的影响有限，但一级市场能够持续为港股引入可投资的优质公司，提升港股对投资者的吸引力，抬升ADT中枢。南下资金亦在香港扮演愈发重要的角色，在港股的持仓占比不断提升，而南下资金的换手率较高，能够为港股贡献更多流动性。

**港股ADT有支撑。**全球贸易摩擦在近期出现缓和，中美关税政策好于预期，而在过去美元趋势性走弱的阶段，人民币并未相对美元升值，我们认为人民币的汇率可能尚未完全反映中美脱钩风险的下降，未来可能仍具升值空间，联系汇率制度下人民币升值有望带动HIBOR降低，并增加香港地区和港股的流动性。另外内地龙头企业不断登陆港股也有望推升港股投资者的交易热情，并促进内地和香港地区两地资本市场进一步融合，未来或有更多南向资金涌入香港。截至2025年5月16日，南下资金持仓占比约11%，25年的ADT相比24年提升135%。

### 汇率：人民币升值时，ADT提升

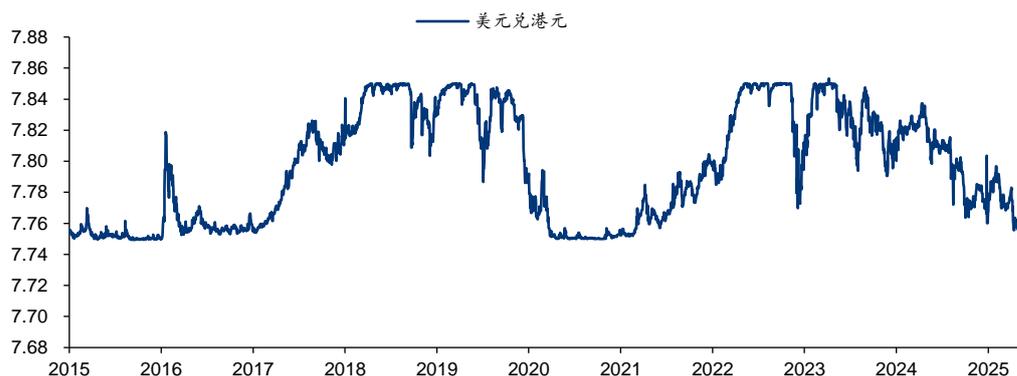
**人民币升值预期有望带动港股日均成交额（ADT）提升。**在近期全球贸易摩擦缓和的背景下，人民币具有升值预期。历史数据显示人民币走强时，港股ADT通常上涨，相关性较强，且弹性较高。例如2020-2021期间，港币兑人民币汇率由约0.91降至0.84，美元兑人民币汇率由约7.1降至6.5，同期ADT由700-800亿港元提升至最高2,000亿港元以上。这背后的原因是人民币升值会导致以人民币资产（香港资产）价值重估，而港币又在联系汇率制度下挂钩美元，因此人民币升值就会反映在香港地区更充裕的流动性和香港资产价格的通胀上，在股市上的体现是ADT和股价上涨。

**人民币有升值预期。**中美关税降级程度超预期，中美间脱钩风险下降，而在前期美元指数大幅走弱的阶段，人民币兑美元汇率并未大幅升值，我们认为人民币仍有一定的估值折价，尚有一定升值空间。

**联系汇率制度下，港币汇率和香港经济基本面有错配，人民币升值预期带动港币触及强方兑换保证，进而推升香港地区流动性。**汇率上港币与美元挂钩，美元兑港币的联系汇率是7.8，范围是7.75至7.85。然而，香港作为一个小型开放的经济体，其经济基本面由中国大陆决定，底层资产是人民币资产。这就导致了港币汇率和经济基本面的错配。当前人民币有升值预期，带动港币相对美元升值，并触及强方兑换保证。联系汇率制度下，汇率触及强方兑换保证时，香港金管局需按照要求卖出港币、买入美元，进而推升香港银行间市场流动性，并带动港股流动性提升。因此在联系汇率制度下，人民币升值时通常会导致资金涌入香港，并导致资产价格通胀。

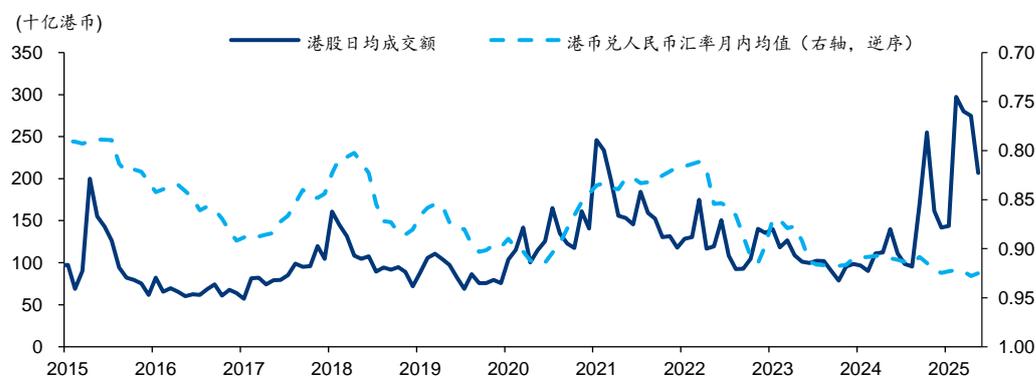
**过去一段时间港股成交额主要受市场情绪驱动，与宏观因素产生背离。**2024年9月后，尽管宏观环境不利于港股的流动性，人民币并未升值，同时后文提到的利率也并未降低，但港股ADT却迅速提升，由约千亿港币提升至接近3,000亿港元。似乎港股成交额和宏观因素之间的相关性在逐渐失效，但这轮成交额的上涨可能主要因为9月政策利好和DeepSeek引发的科技主题行情推升了市场情绪。我们认为，宏观因素和日均成交额的相关性仍然会长期存在，能够在长期发挥效力，驱动成交额的变动。

图表1: 美元兑港币汇率



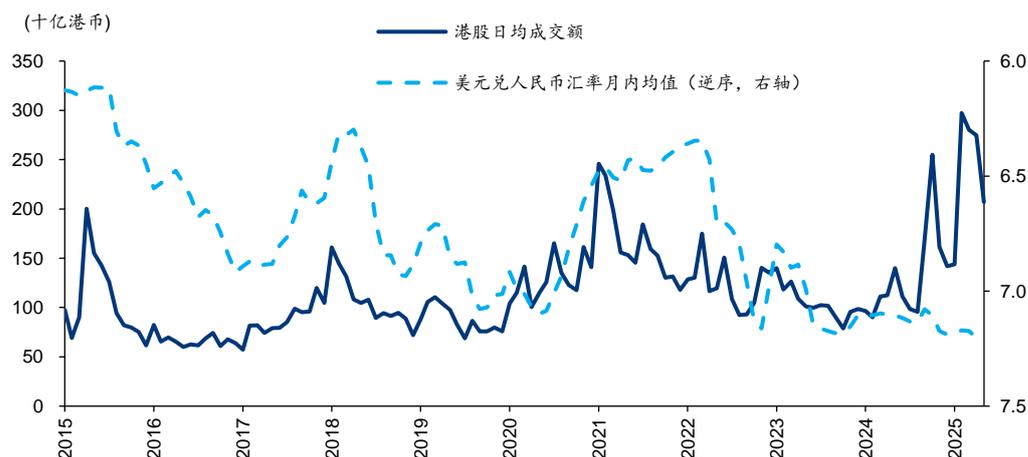
注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 港股日均成交额 vs 港币兑人民币汇率



注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日; 月度数据; 汇率为月内均值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表3: 港股日均成交额 vs 美元兑人民币汇率

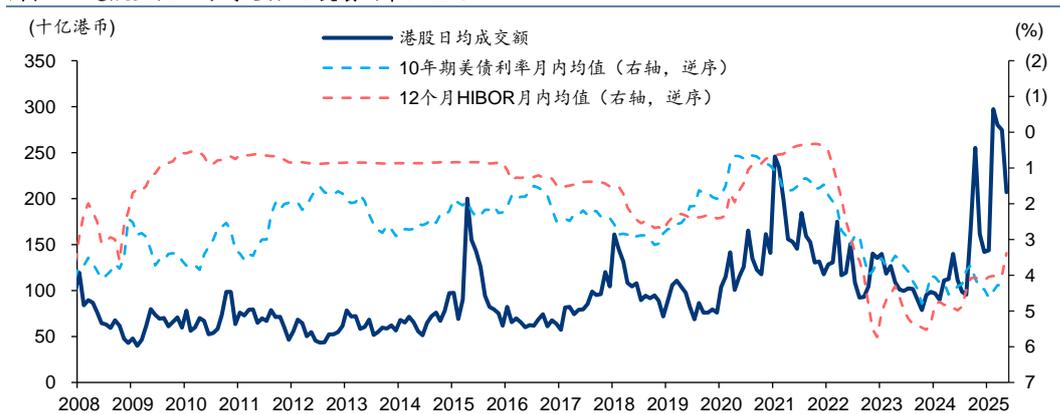


注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日; 月度数据; 汇率为月内均值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

### 利率：HIBOR&美债利率越低，ADT 越高

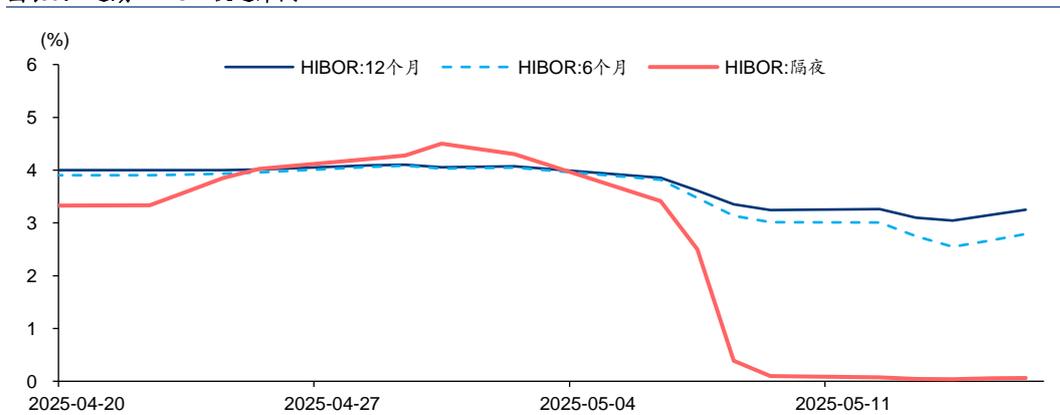
**HIBOR 和美债利率越低，成交额越高。**香港的金融市场高度开放，港股市场成交额受全球流动性的影响，而美债利率是衡量全球流动性是否充裕的重要指标，尽管 24 年 9 月以来有短期背离，但整体看美债利率降低时港股的交易流动性通常提升，这种负相关性在 2018 年后十分明显。与港股流动性关联更密切的利率是 HIBOR，HIBOR 通过反映香港银行间的拆借成本来衡量市场流动性状况，联系汇率制度下 HIBOR 和美债利率的相关性较强。美联储年内可能的降息或将带动利率下降，并支撑港股成交额。此外更值得关注的是，人民币有望升值，可能带动港币兑美元升值且触及强方兑换保证，增加银行间流动性并导致 HIBOR 降低，从而支撑香港股市的成交额。

图表4： 港股主板日均成交额 vs 美债利率&HIBOR



注：数据截至 2025 年 5 月 16 日，月度数据  
资料来源：HKEX, Wind, 华泰研究

图表5： 近期 HIBOR 快速降低



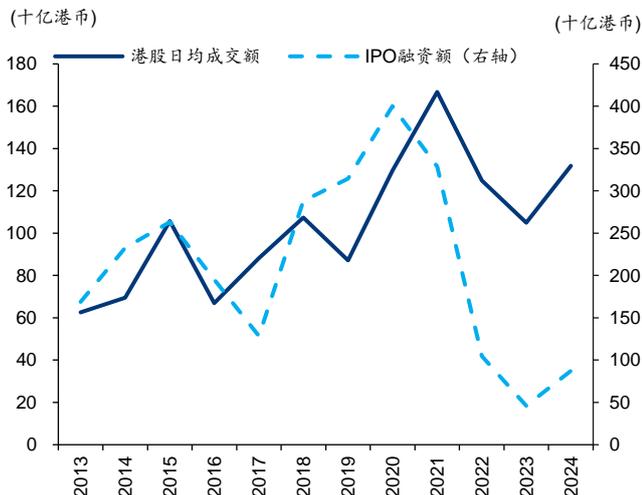
注：数据截至 2025 年 5 月 16 日  
资料来源：Wind, 华泰研究

### IPO：龙头企业 IPO 或抬高港股成交额中枢

**IPO 融资额与港股 ADT 的变动方向趋同，但可能不是影响 ADT 的主要因素。**在 IPO 融资额同比增多的年份，港股 ADT 通常会提升。二者可能互为因果。优质上市公司通过一级市场登陆香港为二级市场的交易者提供了更多可投资的标的，并激发二级市场投资者的交易热情。同时二级市场的高流动性往往意味着更高的估值，能够吸引更多企业启动上市。IPO 对二级市场交易的影响是长期的，为二级市场提供大市值的优质公司能够有效吸引全球投资者的兴趣，但短期 IPO 融资额对成交额的影响有限，可能并不是主要因素，2021 年后融资额快速下滑，但市场成交额仍然较高。

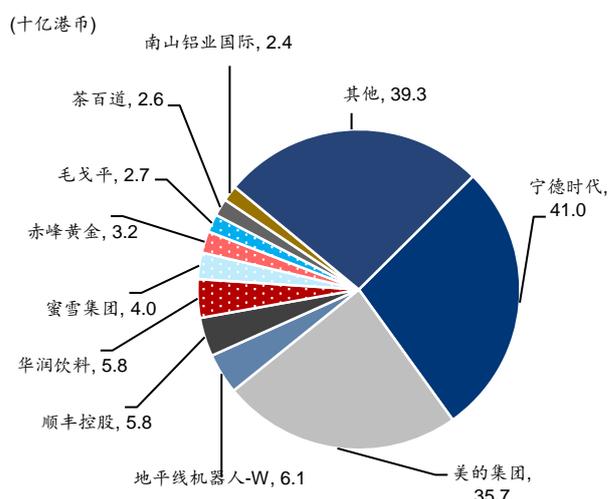
内地龙头企业赴港 IPO 的热情高涨。2024 年 4 月 19 日，中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，其中提到支持内地行业龙头企业赴香港上市。自那时起，截至 2025 年 5 月 21 日，有 81 家公司登陆香港，融资额共计约 1,485 亿港元，2025 年至今贡献了 71 亿港元的日均成交额，约占总成交额的 3%。这 81 家上市公司中不乏各行业的龙头，如美的集团、宁德时代、顺丰控股等。截至 2025 年 5 月 16 日，在排队申请 IPO 的公司数量有 149 家，IPO 储备充足，其中包括塞力斯、海天味业、东鹏饮料等千亿市值的公司。

图表6：港股日均成交额 vs IPO 融资额



资料来源：HKEX, Wind, 华泰研究

图表7：2024 年 4 月 20 日后的港股 IPO 募资额 (合计 1,485 亿港元)



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日  
资料来源：HKEX, Wind, 华泰研究

图表8：2024 年 4 月 20 日-2025 年 5 月 21 日的港股 IPO 名单

名称	上市时间	发行价格 (港币)	发行数 (百万股)	募资额 (百万港币)	YTD 日均成交额 (百万港币)
宁德时代	5/20/2025	263	156	41,006	-
美的集团	9/17/2024	55	651	35,666	487
地平线机器人-W	10/24/2024	4	1,526	6,087	583
顺丰控股	11/27/2024	34	170	5,831	72
华润饮料	10/23/2024	15	398	5,774	70
蜜雪集团	3/3/2025	203	20	3,973	388
赤峰黄金	3/10/2025	14	236	3,245	737
毛戈平	12/10/2024	30	90	2,688	242
茶百道	4/23/2024	18	148	2,586	35
南山铝业国际	3/25/2025	27	89	2,379	26
<b>小计</b>				<b>109,234</b>	<b>2,638</b>
其他				39,268	4,502
<b>合计</b>				<b>148,502</b>	<b>7,141</b>

资料来源：Wind, 华泰研究

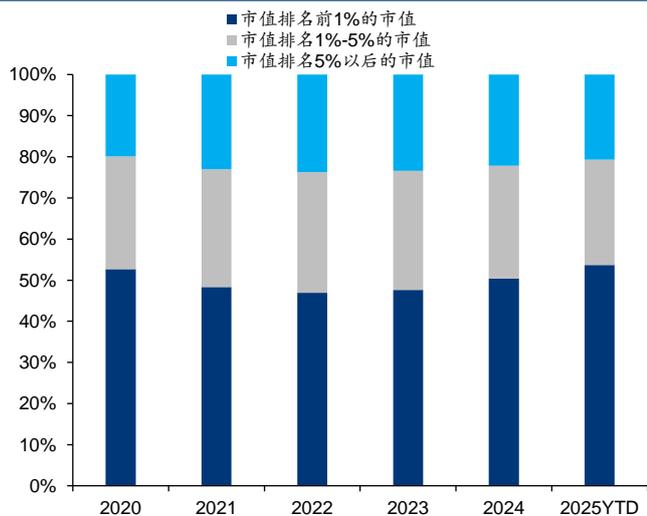
图表9：港股 IPO 储备

名称	上市时间	状态	名称	状态	名称	状态	名称	状态	名称	状态
恒瑞医药	2025-05-23	聆讯通过	卓正医疗		极智嘉科技		乐舒适		顺丰跨境物流	
派格生物医药-B	2025-05-27		泰德医药		广东金晟		轻松健康		滴普科技	
吉宏股份	2025-05-27		永康控股		天域半导体		SEYOND HOLDINGS		溜溜果园	
MIRXES-B	2025-05-23		SAINT BELLA		劲方医药		群核科技		智汇矿业	
明基医院			周六福		首钢朗泽		美联股份		南华期货	
METALIGHT			同仁堂医养		不同集团		沪鸽		中伟股份	
东信营销		处理中	高龙海洋	处理中	老乡鸡	处理中	思格新能源	处理中	德镁医药	处理中
麦德龙供应链			博泰车联网		金岩高新		博车网		和辉光电	
微医控股			新琪安		海西新药		荣联再生		纳芯微	
药捷安康(南京)科技			百利天恒		迈威生物		天岳先进		红星冷链	
富卫集团			颖通控股		问止中医		先导智能		广和通	
量化派科技			讯众股份		海天味业		海伟电子		瑞博生物	
真实生物科技			文达通		创新国际		星邦互娱		三只松鼠	
拉拉科技			双登股份		奥克斯电气		奇瑞汽车		联合信息	
京东工业			特斯联		三花智控		白鸽在线		伯希和	
云知声			香江电器		峰昭科技		中润光能		大医集团	
英矽智能			活力集团		印象股份		奥联服务		赛力斯	
慧算账控股			希迪智驾		均胜电子		江波龙		晶澳科技	
中企云链			诺比倪科技		聚智科技		云迹科技		剑桥科技	
拔康视云			翰思艾泰		八马茶业		安诺优达		湖南鸣鸣很忙	
手回集团			福瑞泰克		安井食品		海辰储能		果下科技	
卡游			轩竹生物		歌尔微电子		长宏新材		宏业基	
佳鑫国际			长风药业		大行科工		蓝思科技		科拓股份	
挚达科技			五一视界		上海宝济药业		东鹏饮料		普爱医疗	
容大合众(厦门)			大众口腔		乐摩吧		新荷花		安序源科技	
佰泽医疗			维立志博		中慧元通		尚鼎芯科技		建邦高科	
华芒生物		汇智控股	胜软科技	瀚天天成	铜师傅					
曹操出行		西普尼	鑫兴数智科技	IFBH	泽景电子					
富友支付		银诺医药	信华信技术	格兰控股	中鼎集成					
上海细胞治疗		东阳光药	旺山旺水生物医药	江西生物	东方妍美					
智慧树		乾元微珂	国星宇航	遇见小面	快驴科技					

资料来源：Wind，华泰研究

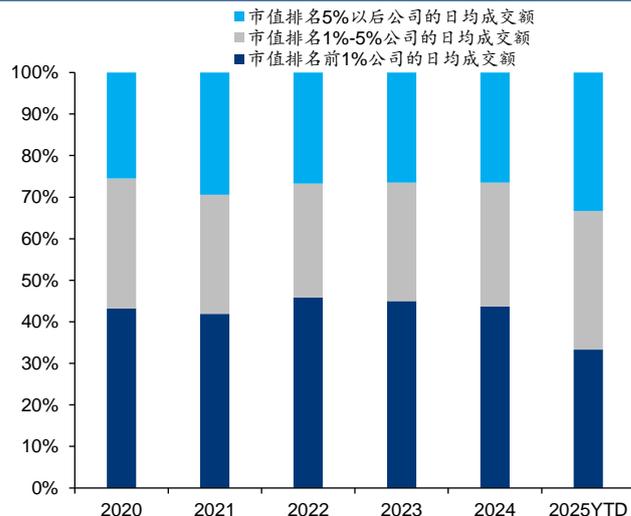
龙头企业 IPO 增多有望从长期推升港股成交额中枢。港股的成交额分布极度不均匀，成交额主要由少数大市值公司贡献，市值（指在香港上市的股份市值）排名前 1% 的公司能够贡献约 50% 的成交额。随着更多龙头大市值公司在香港挂牌，我们认为有望进一步增加港股对全球投资者的吸引力，带动 ADT 的中枢上移。

图表10: 港股市值分布



注: 样本为截至 2025 年 5 月 16 日在港股上市的 2,628 家上市公司; 市值指在香港上市 的股份市值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表11: 港股成交量贡献度



注: 样本为截至 2025 年 5 月 16 日在港股上市的 2,628 家上市公司; 市值指在香港上市 的股份市值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

**南下资金: 25 年 YTD 南下 ADT 翻倍, 参与度提升有望拉动成交额**

内地投资者在港股中的参与度不断提升。自互联互通制度推出以来, 南下投资者涌入香港, 港股通的持仓比例提升至约 11%, 在成交额中的占比在 2025 年增长至 20% 以上。从绝对额上看, 南向交易的 ADT 迅速提升, 截至 2025 年 5 月 16 日, 南向资金的 ADT 相比 2024 年提升 135%。未来随着两地资本市场的不断融合, 以及更多 A 股标的赴港双重上市, 我们认为南下投资者的参与度有望进一步提升。

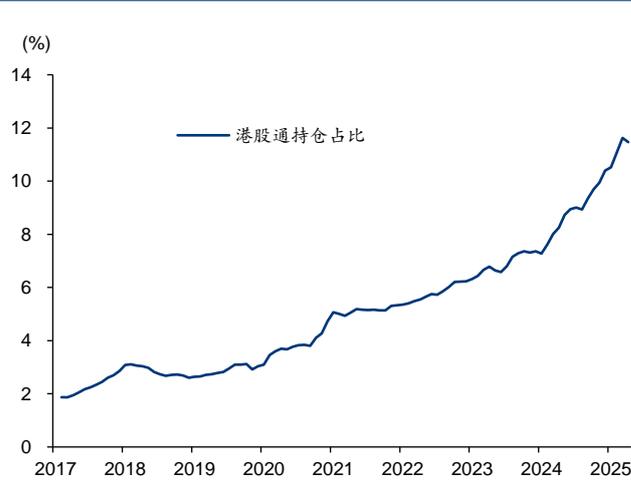
南下投资者换手率高, 持仓比例提升后有望促进港股成交额提升。2025 年后港股通投资者的换手率约 200%-400%, 明显高于非港股通投资者的 90%-160%。未来若南下投资者的持仓占比进一步提升, 有望推升港股整体的换手率和日均成交额。我们测算, 假设南下投资者的换手率维持在 2025 YTD 305%, 持仓占比每提升 3%, 将带动 ADT 提升约 7%。

图表12: 南向单边成交额和在港股中的占比



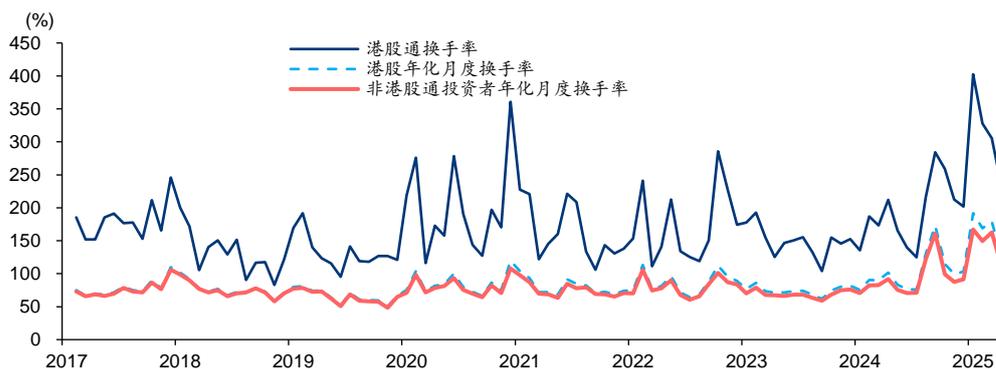
注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日; 月度数据; 汇率为月内均值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表13: 港股通持仓市值占比



注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日; 月度数据; 汇率为月内均值  
资料来源: HKEX, Wind, 华泰研究

图表14：港股通换手率明显较高



注：数据截至2025年5月16日  
资料来源：HKEX, Wind, 华泰研究

图表15：日均成交额相对南向持股占比和南向成交换手率的敏感性

	2025 YTD 日均成交额 (十亿港元)	南向持股占比							
		11%	14%	17%	20%	23%	26%	29%	32%
南 向 成 交 换 手 率	245.8								
	165%	222.0	230.9	240.4	250.7	261.7	273.7	286.6	300.7
	185%	225.4	235.4	246.1	257.6	269.9	283.3	297.9	313.7
	205%	228.8	239.8	251.7	264.4	278.2	293.0	309.1	326.6
	225%	232.2	244.3	257.3	271.3	286.4	302.7	320.3	339.6
	245%	235.6	248.8	263.0	278.2	294.6	312.3	331.6	352.5
	265%	239.0	253.3	268.6	285.1	302.8	322.0	342.8	365.5
	285%	242.4	257.7	274.2	291.9	311.0	331.7	354.1	378.4
	305%	245.8	262.2	279.8	298.8	319.2	341.3	365.3	391.4
	325%	249.2	266.7	285.5	305.7	327.5	351.0	376.5	404.3
	345%	252.6	271.2	291.1	312.6	335.7	360.7	387.8	417.3
	365%	255.9	275.6	296.7	319.4	343.9	370.3	399.0	430.2

注：数据截至2025年5月16日  
资料来源：HKEX, Wind, 华泰研究测算

## 成交额提升有望驱动港交所股价上涨

成交额提升将利好港交所的业绩和估值。港交所约 60% 的收入来自与港股成交额挂钩的交易类业务，由于成本刚性，成交额提升会直接推升盈利。1Q25 ADT 达 2,427 亿港元，创历史新高，截至 5 月 16 日，2Q25 ADT 维持在约 2,500 亿港元，如果未来每提升 50 亿港元 ADT，则静态测算可令 2025 年利润增加约 1.6%。投资方面，尽管利率下降后港交所的投资收益率会降低，但由于 10 个月以上的投资久期，以及流动性提升可能会导致公司可投资资金规模上涨，因此公司的投资收益仍然具有韧性，HIBOR 下降反映的流动性提升可能仍是影响港交所盈利的主要因素。估值层面，港交所 12 个月预期市盈率与 ADT 正相关，每提升 50 亿港元成交额市盈率可上涨约 0.51 倍（约是当前估值的 1.6%），叠加盈利上涨，对应静态测算股价涨幅约 3%。

### 成交额提升利好港交所业绩

港股成交额能够直接影响港交所的收入和盈利。港交所约 60% 的收入属于交易类收入，与市场成交额挂钩。而公司的成本相对刚性，并不受成交额影响，因此市场成交额提升时，港交所通常有较高的盈利。1Q25 港股 ADT 达到 2,427 亿港元，带动港交所的盈利创历史新高。2Q25 的 ADT 目前仍然维持在高水平，约 2,500 亿港元，若未来 ADT 进一步提升，或将带动港交所盈利上涨。我们静态测算，2025 年的 ADT 每提升 50 亿港元，将推动港交所 2025 年盈利提升约 1.6%。另外需要强调的是，由于港交所只能对南向成交收取一半的交易费和结算费，因此如果南下成交占比和成交额同时增加，港交所的利润增速或会较南下成交额占比不变时略慢。

图表16: HKEX: 利润相对港股日均成交额和南下投资占比的敏感性 (绝对值)

	2025E 归母净利润预测 (百万港币)	2025E 日均成交额 (十亿港元)							
		202.9	207.9	212.9	217.9	222.9	227.9	232.9	237.9
2025E 南向 成交 额占 比	15,587								
	14.5%	15,050	15,297	15,543	15,790	16,037	16,284	16,531	16,777
	16.5%	15,002	15,248	15,494	15,739	15,985	16,231	16,476	16,722
	18.5%	14,955	15,199	15,444	15,688	15,933	16,177	16,422	16,666
	20.5%	14,908	15,151	15,394	15,638	15,881	16,124	16,367	16,611
	22.5%	14,860	15,102	15,345	15,587	15,829	16,071	16,313	16,555
	24.5%	14,813	15,054	15,295	15,536	15,777	16,018	16,259	16,500
	26.5%	14,766	15,005	15,245	15,485	15,725	15,965	16,204	16,444
	28.5%	14,718	14,957	15,195	15,434	15,673	15,911	16,150	16,389
	30.5%	14,671	14,908	15,146	15,383	15,621	15,858	16,096	16,333
32.5%	14,623	14,860	15,096	15,332	15,569	15,805	16,041	16,278	
34.5%	14,576	14,811	15,046	15,281	15,517	15,752	15,987	16,222	

资料来源: HKEX, 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表17: HKEX: 利润相对港股日均成交额和南下投资占比的敏感性 (变动幅度)

	2025E 归母净利润预测 (百万港币)	2025E 日均成交额 (十亿港元)							
		202.9	207.9	212.9	217.9	222.9	227.9	232.9	237.9
2025E 南向 成交 额占 比	15,587								
	14.5%	-3.4%	-1.9%	-0.3%	1.3%	2.9%	4.5%	6.1%	7.6%
	16.5%	-3.7%	-2.2%	-0.6%	1.0%	2.6%	4.1%	5.7%	7.3%
	18.5%	-4.1%	-2.5%	-0.9%	0.7%	2.2%	3.8%	5.4%	6.9%
	20.5%	-4.4%	-2.8%	-1.2%	0.3%	1.9%	3.4%	5.0%	6.6%
	22.5%	-4.7%	-3.1%	-1.6%	0.0%	1.6%	3.1%	4.7%	6.2%
	24.5%	-5.0%	-3.4%	-1.9%	-0.3%	1.2%	2.8%	4.3%	5.9%
	26.5%	-5.3%	-3.7%	-2.2%	-0.7%	0.9%	2.4%	4.0%	5.5%
	28.5%	-5.6%	-4.0%	-2.5%	-1.0%	0.6%	2.1%	3.6%	5.1%
	30.5%	-5.9%	-4.4%	-2.8%	-1.3%	0.2%	1.7%	3.3%	4.8%
32.5%	-6.2%	-4.7%	-3.1%	-1.6%	-0.1%	1.4%	2.9%	4.4%	
34.5%	-6.5%	-5.0%	-3.5%	-2.0%	-0.4%	1.1%	2.6%	4.1%	

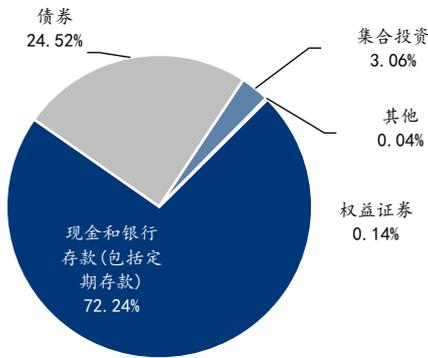
资料来源: HKEX, 公司公告, Wind, 华泰研究预测

### 投资收益相对有韧性

港交所的投资资金主要来自保证金、结算所资金和公司资金。截至 2024 年末，港交所的金融资产中，保证金占比 71%，结算所资金占比 12%，公司资金占比 16%。另外还有 A 股的现金抵押，但占比较小。

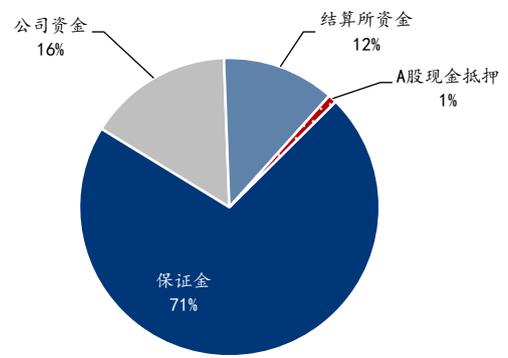
投资以定期存款为主。港交所的金融资产主要投资于定期存款以及风险较低的债券，另外还有部分集合投资（委外投资）以及权益证券。具体来看，2024 年末，保证金中的约 29% 投资于隔夜存放，约 6% 投资于久期超过 12 个月的投资级债券，65% 投资于久期不超过 12 个月的债券和定期存款（平均久期约 10 个月）。结算所资金则大部分用于隔夜存放或投资香港金融管理局发行的外汇基金票据。2024 年末公司资金中，80% 是内部投资组合，大部分用于现金、定期存款或债券投资，20% 用于委外投资。25 年 4 月公司利用绝大部分的外部组合资金购置了香港的办公室，或导致公司短期内取消外部组合的投资，能够规避未来的潜在投资波动。

图表 18: HKEX: 金融资产配置 (2024)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

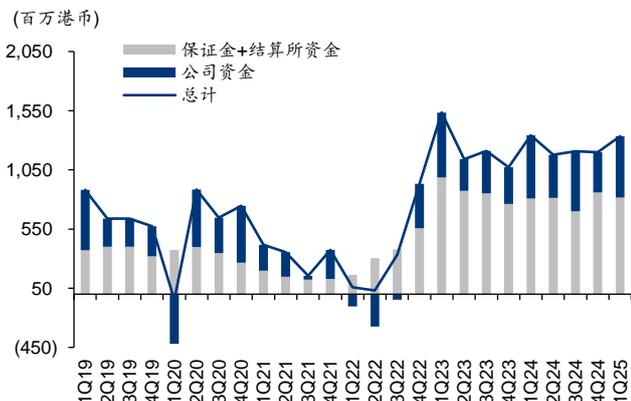
图表 19: HKEX: 金融资产来源 (2024)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

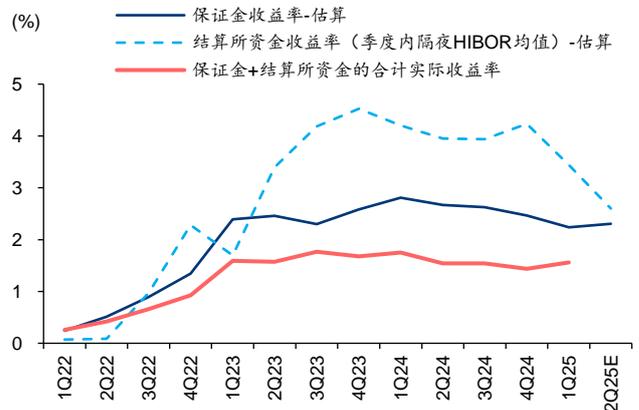
尽管投资收益率可能降低，但流动性提升仍然是影响港交所业绩的主要因素。未来若港币升值并触及强方兑换保证，可能引发 HIBOR 下降，另外若美联储在年内降息，也将导致 HIBOR 下滑。港交所的大部分投资是定期存款或债券，与香港的利率环境挂钩，投资收益率或在年内逐步下降，但由于平均 10 个月以上的投资久期，我们认为公司的投资收益率仍有一定韧性。另外流动性提升通常伴随着股市上涨，这将导致保证金要求提升，带动港交所可投资资金规模上涨，从而支撑投资收益。因此，HIBOR 降低反映的港股流动性提升可能仍会是影响港交所业绩的主要驱动力。

图表 20: HKEX: 净投资收益



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表 21: HKEX: 估算和实际的净投资收益率



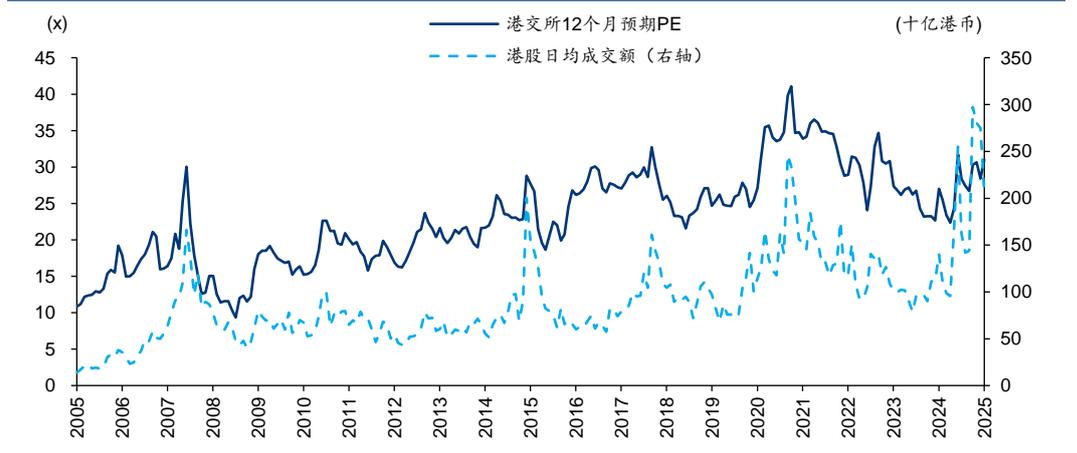
注: 数据截至 2025 年 5 月 16 日

资料来源: 公司公告, 华泰研究估算

### 估值有提升空间

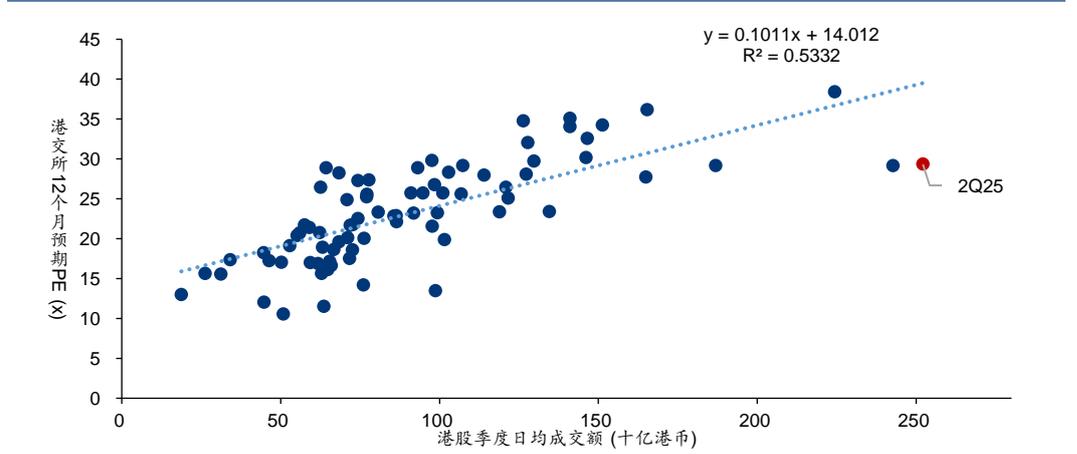
成交额提升有望驱动港交所估值和股价上涨。港交所的预期PE和港股ADT存在正相关性，在市场活跃时，港交所预计会有更高的盈利，因此投资者会给予港交所更高的估值。通过对4Q15至2025年5月16日的季度数据进行回归分析，我们发现港股的日均成交额每提升50亿港元，估值会提升0.51x，相当于当前估值的1.6%。当前公司估值仍有修复空间，根据彭博一致预期，目前港交所股价对应约32倍12个月预期PE，低于2021年高点的40倍PE，2Q25的成交额-PE亦在回归线下方。若不考虑估值缺口的修复而仅考虑ADT变化对股价的影响，结合前文ADT对利润的影响，我们静态测算ADT每提升50亿港元，可能推动港交所股价上涨约3%。

图表22: HKEX: 预期PE vs 港股市场日均成交额



注：数据截至2025年5月15日；月度数据  
资料来源：HKEX, Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表23: 港交所：12个月预期PE和日均成交额拟合



注：数据截至2025年5月16日  
资料来源：HKEX, Wind, Bloomberg, 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 156/140/140 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, 资本投资温和增长后小幅回落。
- 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 434 港币。

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24: 港交所: 关键假设

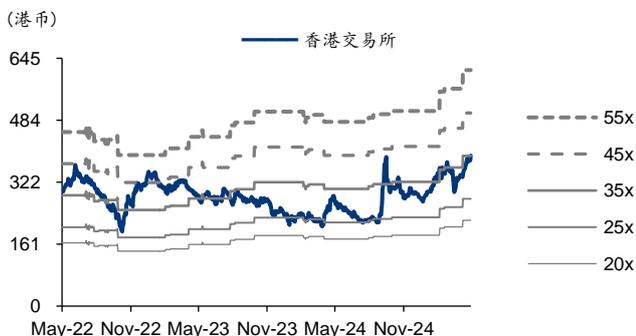
无风险利率 (%)							1.0
市场风险溢价 (%)							4.00
假设杠杆率 (x)							1.00
权益成本 (%)							5.00
(百万港币)				2025E	2026E	2027E	
投入资本				56,546	58,128	60,308	
净利润				15,587	13,962	13,999	
(%)		2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
资本回报率(50年)		24.7	24.1	26.0	30.0	30.0	30.0
资本增速 (50年)		2.8	3.8	5.0	5.0	3.5	1.0

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

### 风险提示

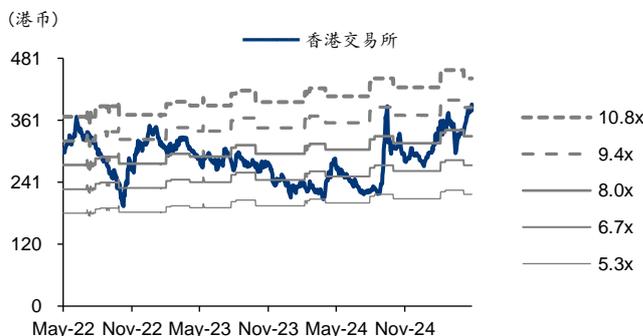
- 1) 若市场成交量弱于预期, 可能影响我们对港交所的盈利预测;
- 2) 若市场波动性加大, 可能影响港交所的投资收益并且影响港交所股价表现;
- 3) 若监管出现不利变化, 可能影响港交所的业务。

图表25: 香港交易所 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表26: 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	22,347	21,187	21,841
投资收益净额	4,959	4,927	4,127	3,601	3,364
其他收入	112.00	101.00	112.00	112.00	112.00
<b>收入及其他收益</b>	<b>20,516</b>	<b>22,374</b>	<b>26,586</b>	<b>24,900</b>	<b>25,317</b>
雇员及相关费用	(3,564)	(3,886)	(3,986)	(4,185)	(4,394)
资讯技术支出	(814.00)	(882.00)	(936.85)	(983.69)	(1,033)
其他运营支出	(1,310)	(1,325)	(1,514)	(1,492)	(1,562)
<b>EBITDA</b>	<b>14,828</b>	<b>16,281</b>	<b>20,148</b>	<b>18,239</b>	<b>18,328</b>
折旧及摊销	(1,443)	(1,402)	(1,423)	(1,448)	(1,492)
<b>营运利润</b>	<b>13,385</b>	<b>14,879</b>	<b>18,725</b>	<b>16,791</b>	<b>16,835</b>
融资成本	(135.00)	(114.00)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
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	32.00	32.00	32.00
<b>税前利润</b>	<b>13,332</b>	<b>14,853</b>	<b>18,657</b>	<b>16,723</b>	<b>16,767</b>
税项	(1,351)	(1,698)	(2,987)	(2,677)	(2,684)
净利润	11,981	13,155	15,671	14,046	14,083
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>15,587</b>	<b>13,962</b>	<b>13,999</b>

### 每股数据

会计年度 (港币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	8.41	9.26	11.07	9.91	9.94
EPS	9.37	10.32	12.29	11.01	11.04
EPS (最新摊薄)	9.36	10.29	12.29	11.01	11.04
每股净资产	40.50	42.48	44.60	45.85	47.57

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	134,518	134,526	140,554
金融资产	159,987	169,619	170,379	184,039	205,430
应收账款	33,332	54,497	52,503	54,533	58,043
无形资产	19,300	19,614	19,745	19,745	19,745
于合资公司的权益	352.00	415.00	489.68	595.20	723.47
其他资产	3,101	3,119	3,483	4,234	5,146
<b>总资产</b>	<b>341,179</b>	<b>381,629</b>	<b>381,117</b>	<b>397,672</b>	<b>429,641</b>
保证金	176,165	188,857	195,490	195,203	205,342
金融负债	58,100	67,863	63,353	77,006	93,602
结算所基金	21,955	27,124	25,854	25,816	27,157
借款	447.00	452.00	466.73	485.68	505.40
其他负债	32,716	42,926	38,796	40,371	42,010
<b>总负债</b>	<b>289,383</b>	<b>327,222</b>	<b>323,960</b>	<b>338,883</b>	<b>368,617</b>
股东股本权益	51,344	53,852	56,546	58,128	60,308
少数股东权益	452.00	555.00	611.26	661.64	716.18
<b>股本权益总额</b>	<b>51,796</b>	<b>54,407</b>	<b>57,157</b>	<b>58,790</b>	<b>61,025</b>

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	28.63	28.65	31.85	35.56	35.46
PB (倍)	6.62	6.94	8.78	8.54	8.23
ROE	23.47	24.81	28.24	24.35	23.64
ROA	3.21	3.64	4.11	3.61	3.40
股息率	3.14	3.14	2.83	2.53	2.54

## 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