2025 年 07 月 24 日

香港交易所 (00388)

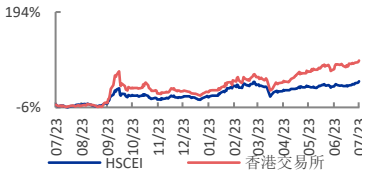
——成长性可验证，有望迎来重估

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：	2025 年 07 月 23 日
收盘价（港币）	439.80
恒生中国企业指数	9241.2
52 周最高/最低（港币）	441.00/218.40
H 股市值（亿港币）	5,575.95
流通 H 股（百万股）	1,267.84
汇率（人民币/港币）	1.0992

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

-

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
金黎丹 A0230525060004
jinld@swsresearch.com

联系人

金黎丹
(8621)23297818×
jinld@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **估值复盘：下限基本为 30 倍 PE，上限可达近 70 倍，基本面和流动性是核心驱动因子。2014-2015 年 PE∈【29，67】：**受益于沪港通开通、H/A 折价、公募/险资投资松绑，港交所估值在 15 年 3 月快速上行。**2017-2018 年 PE∈【28，54】：**16 年末深港通开启为南向流入提供较好的基础条件，随着经济复苏，企业盈利向好预期&港股估值洼地属性吸引国内外资金流入；18 年中美摩擦及美联储连续加息使得联系汇率下的港股市场资金面收紧，港交所估值回落。**2020-2021 年 PE∈【29，68】：**18 年以来港交所针对未盈利科技企业、中概股革新 IPO 上市制度，随着港股市场结构优化，市场开始认可港交所作为新经济、中概股枢纽；叠加彼时全球处于低利率资产荒时代，内外资大幅流入港股市场。

- **当前港交所 PE 38 倍，美联储处于降息环境，背靠中国内地，我们看好公司投资价值。**港交所盈利核心因子为 ADT=总市值*换手率。**总市值方面，港交所改革步履不停：**本轮 IPO 改革指向欢迎 A/H 上市公司导流+中概股回流。过去赴港上市的 A 股多为传统行业的大型企业，成长性偏弱，随着港交所不断吸纳成长性较佳的新经济企业、中概股回流，目前港股市场中新经济行业市值占比已经从 2018 年的 17%提升至 2025YTD 的 35%（超越 A 股市场，较美、英、日股市仍有差距）。**南向资金直接推高 ADT，改善换手率：**在美元降息周期、境内处于低利率与资产荒背景下，长线资金开始寻求当前处于估值洼地且具备高成长性公司的市场，因此南向机构资金向港股倾斜；交易成本下行驱动南向个人投资者加速进入港股（南向贡献港股 ADT 提升至 35%+）。

- **坚定给予买入评级，相对 PE 估值法下公司上行空间 24%。**港交所的垄断经营特权、清算一体化平台属性使其依赖从 ADT 中合法抽佣；轻资产模式下港交所支出端刚性，多年来 EBITDA 率维持 70%+，因此把握 ADT 即为把握港交所业绩。我们预计 2025-2027E 公司归母净利润分别为 165、179、188 亿港元（原预测 164、169、172 亿港元），yoy 分别 +26%、+9%、+5%。可比公司 PE 估值法下我们给予公司目标 PE42 倍，合理市值 6920 亿港元，对应当前市值上行空间 24%，强调买入评级。

- **风险提示：**美联储超预期加息、中国内地-中国香港两地资本市场互联互通推进不及预期、中概股回流不及预期。

财务数据及盈利预测

港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20516	22374	26978	29020	29857
同比增长率（%）	11%	9%	21%	8%	3%
归母净利润（百万元）	11862	13050	16477	17936	18775
同比增长率（%）	18%	10%	26%	9%	5%
每股收益（元/股）	9.36	10.29	13.00	14.15	14.81
净资产收益率（%）	23.10%	24.23%	29.30%	30.56%	31.63%
市盈率	47.0	42.7	33.8	31.1	29.7
市净率	10.9	10.4	9.9	9.5	9.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

坚定给予买入评级。港交所的垄断经营特权、清算一体化平台属性使其依赖从 ADT 中合法抽佣；轻资产模式下港交所的支出端刚性，多年来 EBITDA 率维持 70%+，因此 ADT 变化是影响业绩的核心因素。我们按 2025 年前 6 个月港股 ADT 接近 2400 亿港元测算，对应 2025E 归母净利润预期为 165 亿港元。可比公司 PE 估值法下我们给予公司目标 PE42 倍，合理市值 6920 亿港元，对应当前市值上行空间 24%。

关键假设点

股本证券 ADT：结合 2025 年 1-6 月的港股市场 ADT 接近 2400 亿港元，随着中国内地-中国香港两地资本市场互联互通越来越密切，我们预期 2025-2027E 港股 ADT 可保持在 2524、2737、2990 亿港元，yoy 分别为+110%、+8%、+9%。

南向 ADT：低利率及资产荒背景下内地机构资金、居民存款均有流向以高股息、低估值为特征的港股市场，结合 2025 年 1-6 月南向 ADT 表现，我们预计 2025-2027E 南向 ADT 分别为 1205、1900、2540 亿港元（双边），对港股 ADT 贡献提升至 2027E 的 42%。

IPO 数量：年初至今港股市场新增 IPO 为 53 家，考虑到当前进行中 IPO 数量超 200 家，政策驱动及地缘政治影响下我们预计今年 A+H 上市及中概股回流会给港股市场带来较多增量，我们预计 2025-2027E 新增上市公司分别为 80、85、90 家。

有别于大众的认识

市场认为当前港股 ADT 已创历史新高，港交所作为港股市场周期的代表，PE 处于 38 倍较为合理甚至高估，后续增长空间式微。我们则通过复盘发现，当市场认可港交所新经济、中概股枢纽定位时，估值可冲击 50-70 倍。

当前港交所所处市场环境较其历史高位有显著的变化，港交所不再是个单纯的周期股，他的成长性已经开始显露：**外部因素：**1）随中资股占比高、中国内地-中国香港两地互联互通完善，美联储降息与否对港股干扰减弱；2）背靠中国内地，而 A 股市场又有国家队托底，两地互联互通已从过去交易端拓展到融资端，后续随着投融资一体化联动，AH 溢价率有望收窄。**内部因素：**自身坚持积极革新 IPO 制度吸引中概股回流、同时优化收费制度吸引内地居民入港。内外因素改善共振环境下，我们认为 38 倍不应是港交所公允位置，未来增长空间可期。

股价表现的催化剂

港交所对中概股回流门槛降低可在扩容港股总市值的同时提升 ADT；港股通红利税若能取消则可有效提振港股 ADT；港股交易印花税若能调整至与 A 股同频，则有望拓展投资者入港交易。

核心假设风险

美联储超预期加息、中国内地-中国香港两地资本市场互联互通推进不及预期、中概股回流不及预期。

目录

1. 估值复盘：上下限【30，70】倍，基本面和流动性是核心 6

1.1 2014-2015 年：沪港通开通、AH 价差、公募/险资投资松绑共同驱动急涨急跌 6

1.2 2017-2018 年：估值洼地及盈利修复吸引资金流入、中美摩擦及利率上行压制估值 7

1.3 2020-2021 年：IPO 改革显效，南向资金加持下全年估值较高 10

2.下一阶段估值催化：背靠中国大陆，港交所成长性已显 12

2.1 内部因素：IPO 改革驱动总市值扩容步履不停 13

2.2 南向资金流入直接推高 ADT 和换手率 16

2.3 不同 ADT 下港交所业绩与市值 19

3．估值与盈利预测 21

3.1 盈利预测与关键假设 21

3.2 相对 PE 估值 23

4．风险提示 24

图表目录

图 1：2014-2015 年股市估值复盘（倍） 7
图 2：15 年 3 月起险资港股投资松绑，南向快速流入 7
图 3：2015 年 H/A 折价处于 2008 年后较高水平（%） 7
图 4：2017-2018 年港交所估值复盘（倍） 8
图 5：有 60%的上市公司 2017 年业绩预测被调高（1Q17VS2016 年末，家） .. 9
图 6：1H17 恒生指数成分股的净利润同比增速为 15%、环比增速为 59% 9
图 7：港股市场低估值、高股息特征明显 9
图 8：互联互通全面建立后港股流动性改善显著 9
图 9：17 年末至 18 年初，南向资金流入减少 9
图 10：18 年初美元走强，港股面临抛压 9
图 11：2020-2021 年港交所估值复盘（倍） 11
图 12：21 年初市场押注美联储加息，南向资金流入放缓 11
图 13：新经济公司占比提升重塑港股行业结构（市值占比） 11
图 14：VIX 指数当前＜20，AH 溢价率下行（%） 12
图 15：A 股换手率处于历史高位，AH 一体化发展下不会压制港股估值（%） ... 12
图 16：港股市场中新经济公司占比超越 A 股，但是较美、英、日等成熟资本市场仍有差距（市值占比） 13
图 17：回流中概股美国预托证券转换进展快速 16
图 18：回流中概股成交量转移来港仍然持续 16
图 19：公募持仓港股创历史新高 17
图 20：中国内地公募持仓港股偏好新经济板块（%） 17
图 21：险资举牌开始倾向于 H 股（家） 17
图 22：南向 ADT 占比港股 ADT 突破 35% 18
图 23：随着南向投资者增长，港股换手率不断提升 18
图 24：港交所 PE 与 ADT 呈正相关 19
图 25：港交所业绩与 ADT 呈正相关（亿港元） 19
图 26：港交所 ROE 显著优于可比公司均值（%） 24

表： 年港股印花税调升对 ADT 造成一定冲击（调升后 ADT 持续滑落） .....

表 2：2024 年对港五大合作措施发布后赴港上市的 A 股（数据截止 2025 年 6 月 30 日）.....13
表 3：目前已经回流港股的中概股（数据截止 2025 年 6 月 30 日）.....14
表 4：根据当前港股二次上市门槛，我们测算出有 30 家潜在回归的中概股，尚未回归的仍有 300 逾家.....15
表 5：当前投资者参与 A 股交易成本.....17
表 6：当前投资者参与 H 股交易成本.....17
表 7：港股红利税缴纳要求：港股通个人投资者要缴纳 20-28%红利税.....18
表 8：2022 年至今中国香港市场的 ADT 测算.....19
表 9：2025 年，不同 ADT 区间下港交所业绩表现测算.....20
表 10：2025E 不同情景下 ADT 和业绩，采用历史 PE 上下限测算出港交所合理市值.....20
表 11：港交所核心假设.....21
表 12：港交所合并损益表.....22
表 13：港交所合并资产负债表.....22
表 14：相对 PE 估值下各家公司情况（数据截止 2025/7/23）.....24

1. 估值复盘：上下限【30，70】倍，基本面和流动性是核心

港交所既是一家上市公司，也是港股整体表现的代表（交易所），其估值影响因素：自身盈利能力、无风险利率、政策驱动等。

自身盈利能力：港交所作为交易平台，收入端可以拆分为日均成交（ADT/ADV）*费率，费率通常表现较稳定；支出端则以相对刚性的员工成本为主。因此，我们推测出 ADT 是港交所盈利能力的核心影响因子。

无风险利率：中国香港作为国际金融中心，港交所天然承担起中国-世界金融体系的桥梁角色；鉴于中国香港实行盯住美元的联系汇率制度，因此港股也会受海外市场无风险利率影响。

政策转向：政策刺激下 ADT 往往可以实现快速拉升（参考 2024 年 9 月 24 日后港股 ADT 屡创新高，A 股快速拉升下 AH 溢价率带动 H 股行情上扬）。

我们尝试通过讨论港股历史上三次估值大幅变化来观察港交所估值的上下限，从而论证港交所当前是否被高估。

1.1 2014-2015 年：沪港通开通、AH 价差、公募/险资投资松绑共同驱动急涨急跌

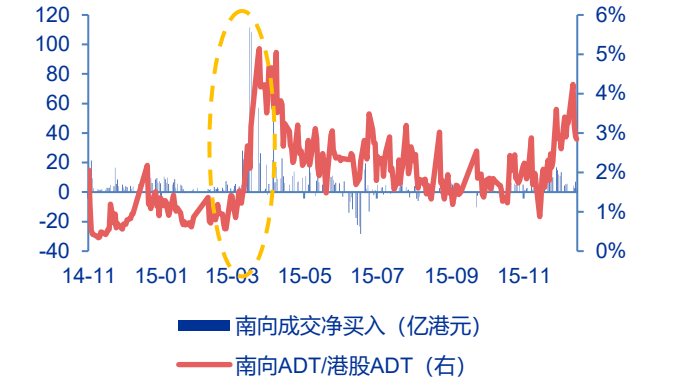
港交所的 PE 估值下限为 29 倍，上限可达 67 倍 PE，彰显中国香港金融垄断稀缺性与周期爆发力。2014 年初，港交所估值处于阶段性低点，随着 4 月李克强总理在博鳌亚洲论坛宣布“*将建立上海与香港股票市场交易机制*”，港股市场受政策驱动估值抬升。2014 年 11 月沪港通正式开闸，开闸初期，由于彼时公募、保险、理财等机构尚未明确可以投资港股，同时内地个人投资者对于涨跌无限制且做空机制成熟的港股市场较为谨慎，导致南向资金流入的增量有限（港股通实际使用额度低），对港交所估值拉动作用不明显。

港交所估值跃升转折点出现在 2015 年 3 月。彼时，中国证监会发布《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》，明确允许其通过沪港通机制投资港股；同时原中国保监会（现为国家金管总局）亦放行险资投资中国香港创业板股票。政策闸门打开后，南向资金快速涌入港股市场。叠加当时 A 股市场已累计明显涨幅，较高的 AH 溢价进一步在吸引内地资金南下，共同推动港交所估值在短期内快速攀升至 67 倍。

图 1：2014-2015 年股市估值复盘（倍）

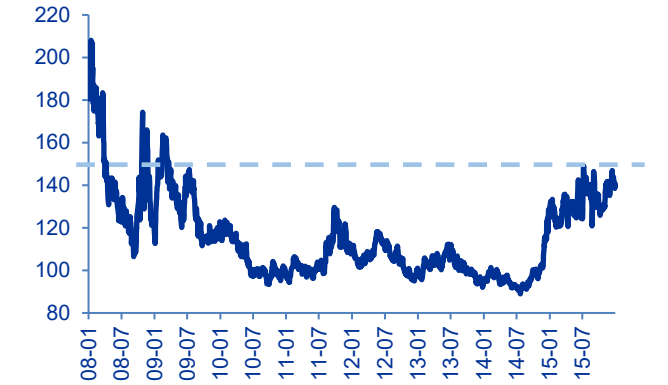
资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：15 年 3 月起险资港股投资松绑，南向快速流入



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2015 年 H/A 折价处于 2008 年后较高水平（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 2017-2018 年：估值洼地及盈利修复吸引资金流入、中美摩擦及利率上行压制估值

港交所的 PE 估值下限为 28 倍，上限为 54 倍。2017 年为修复期，盈利修复+资金涌入共同驱动估值上移；2018 年初，弱势美元驱动国际资金流入港股从而带动港交所估值快速修复，但随后受中美贸易摩擦及美联储加息影响，港交所估值回落。

2017 年：盈利修复与资金流入共振。

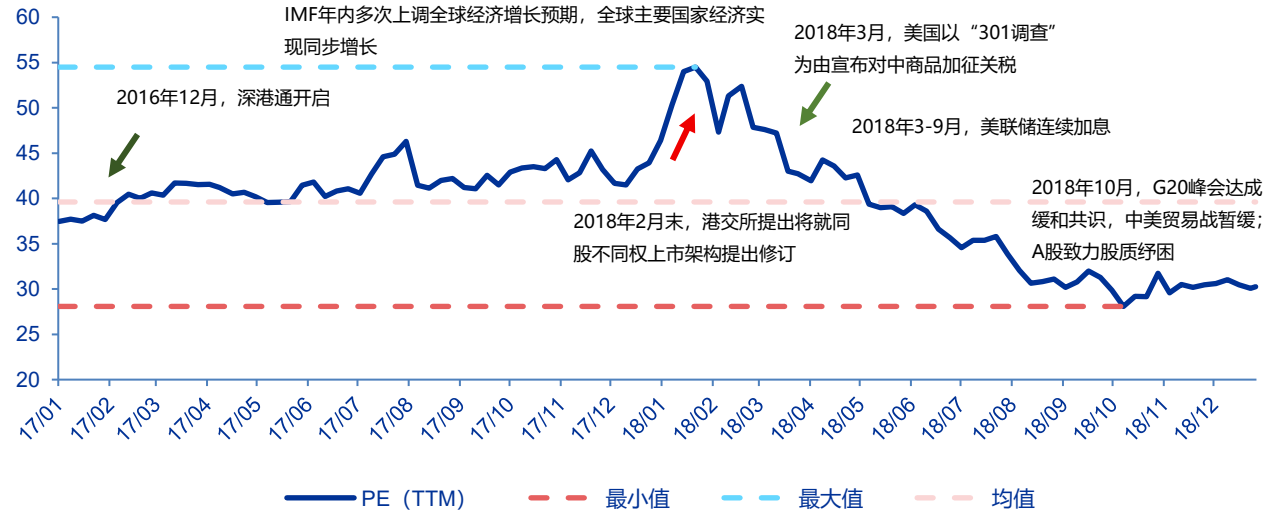
- **企业盈利超预期回升：**在经济复苏和供给侧改革的大背景下，市场对港股中报盈利预期显著提升（1Q17 节点市场对恒生指数成分股 2017 年净利润预测，相较 2016 年末节点，有 60%上市公司获上调）。实际数据验证乐观预期，1H17 恒生指数成分股的净利润同比增速为 15%、环比增速为 59%，较 2015 年末提出供给侧改革后显著改善。

- **估值洼地吸引国内外资金流入：**彼时港股市场依然处于全球主要资本市场的估值洼地，盈利预期向好&估值低位，吸引大量南向资金与外资流入港股，港股流动性显著改善。
- **互联互通完善为资金涌入提供制度基础：**2016 年 12 月深港通正式开通，标志着中国内地和中国香港两地二级市场互联互通机制全面建立，2017 年南向资金净流入同比增长近 4 成，南向 ADT 贡献港股 ADT 比重提升至 6%。

2018 年：先扬后抑的估值波动。

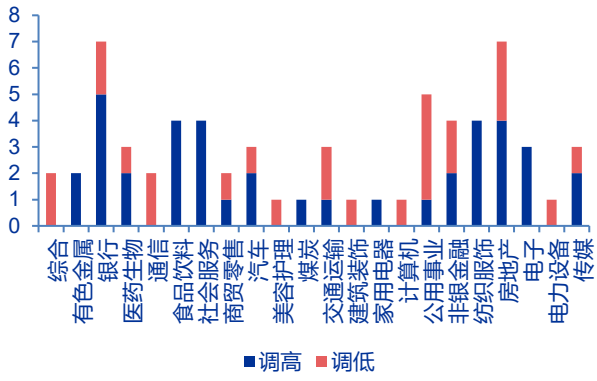
- **年初弱势美元、IPO 改革推动港交所估值快速走高：**年初，市场对经济复苏持续保持乐观；叠加弱势美元环境驱动国际资金流入港股；以及中国香港市场 IPO 制度改革的积极影响（如允许同股不同权公司上市），港股流动性充沛，港交所估值一度冲高至 50 倍以上。
- **中美贸易摩擦&美债利率压制下估值逐步回落：**2018 年 3 月，中美贸易战点燃市场恐慌情绪，南向资金中沪港通最先开始流出。2018 年 6-9 月，受美联储持续加息以及我国央行宽松影响，人民币大幅贬值，市场资金面明显趋紧，港交所估值随之跌破彼时均值。
- **年末企稳：**2018 年 10 月下旬，G20 峰会达成协议，中美贸易战按下暂停键；叠加中国内地密集出台稳市场政策（如股权质押纾困措施），市场情绪有所修复，港交所估值趋于平稳。

图 4：2017-2018 年港交所估值复盘（倍）



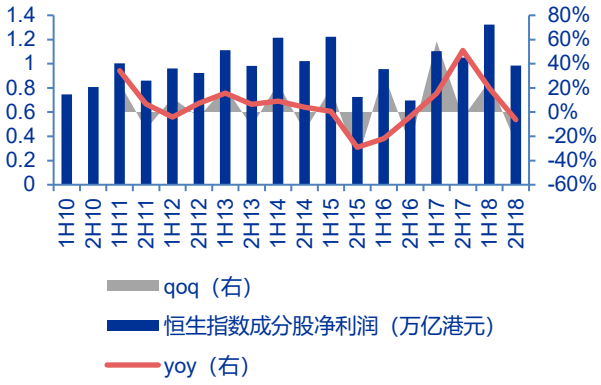
资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：有 60%的上市公司 2017 年业绩预测被调高（1Q17VS2016 年末，家）



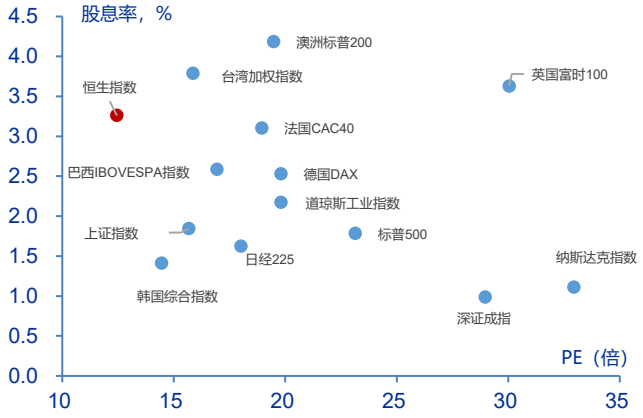
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：1H17 恒生指数成分股的净利润同比增速为 15%、环比增速为 59%



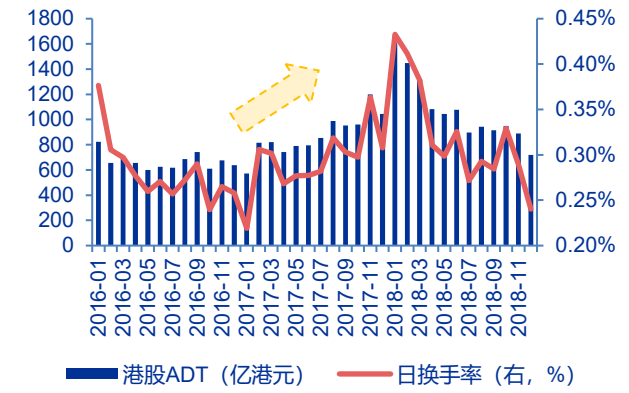
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：港股市场低估值、高股息特征明显



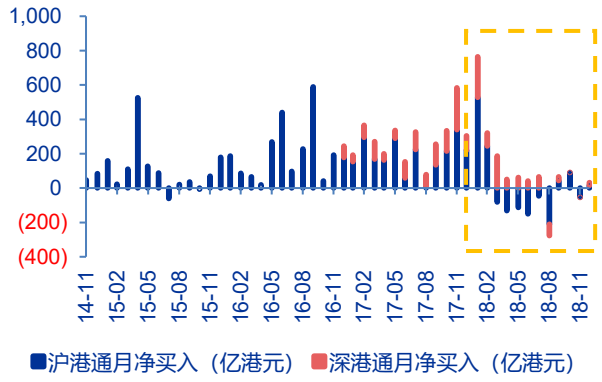
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 8：互联互通全面建立后港股流动性改善显著



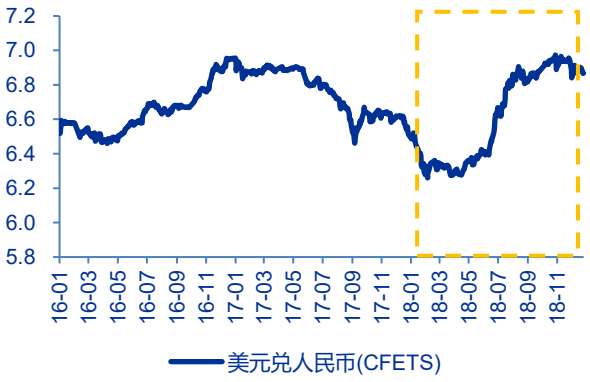
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：17 年末至 18 年初，南向资金流入减少



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：18 年初美元走强，港股面临抛压



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 2020-2021 年：IPO 改革显效，南向资金加持下全年估值中枢抬升

港交所的 PE 估值下限为 29 倍，上限为 68 倍。2020 年，尽管受疫情影响港交所估值承压，但在全球“资产荒”格局以及港交所前期上市制度改革成效显现背景下，资金重新回流至估值较低、股息率较高的港股市场。

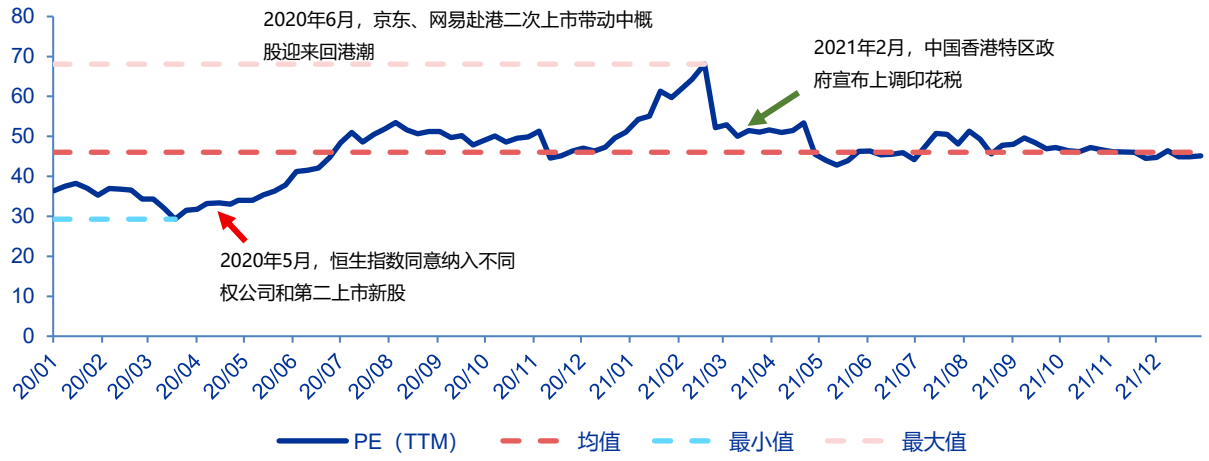
2020 年：新经济转向驱动估值修复。

- **全球流动性充裕与资产荒：**2019 年开启的全球货币宽松浪潮在 2020 年进一步深化，美联储再次实行 0 利率，导致全球市场深陷流动性充裕但优质资产稀缺的“资产荒”环境。此时基本面稳健、估值具备吸引力的中国资产受到国际资本青睐。
- **上市制度改革显效，港股市场结构优化：**港交所在 2018 年修改上市规则后，其改革红利在 2020 年集中释放，2019 年阿里巴巴在港二次上市产生显著示范作用，而 2020 年美国《外国公司问责法案》的通过则直接催化了中概股回流潮。大批新经济公司赴港上市重塑港股行业结构并抬升估值中枢。**当市场认可港交所新经济、中概股枢纽定位时，估值可以高达近 70 倍。**

2021 年：双重压力导致估值下挫，但仍然维持在 45 倍+位置。

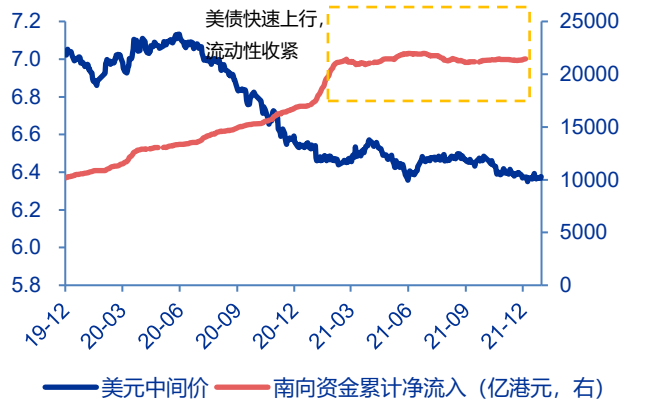
- **美债利率快速上行触发资金撤离：**2021 年初，美国通胀陡增，市场提前押注美联储紧缩政策，推动美债收益率快速上行。这导致外资与南向资金风险偏好下行，从争夺港股定价权转向避险模式，资金撤离致使港股市场活跃度萎缩，ADT 从 2020 年的高位 2389 亿港元有所回落。
- **印花税上调冲击市场情绪：**2021 年 2 月，中国香港特区政府宣布计划将股票印花税从 0.1%上调至 0.13%，上调幅度 30%。交易成本增加短期直接冲击市场活跃度，消息公布当日港交所股价单日应声急挫 8.8%。

图 11：2020-2021 年港交所估值复盘（倍）



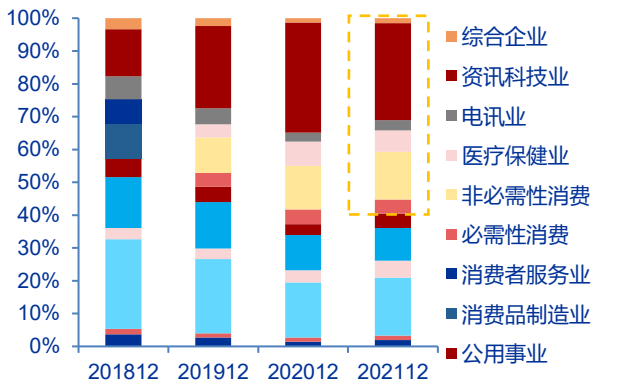
资料来源：wind，申万宏源研究

图 12：21 年初市场押注美联储加息，南向资金流入放缓



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：新经济公司占比提升重塑港股行业结构（市值占比）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：21 年港股印花税调升对 ADT 造成一定冲击（调升后 ADT 持续滑落）

			港股 ADT 变化（百万港元）					
公布日期	印花税调整	调整幅度	前半年	前一季度	前一月	后一月	后一季度	后半年
1998/3/31 之前	0.15%							
1998/4/1	0.15%下调为 0.125%	下调 2.5bp	3,177	5,668	7,726	5,052	4,469	5,325
2000/4/7	0.125%下调为 0.1125%	下调 1.25bp	10,869	14,870	14,998	10,087	10,475	9,342
2001/9/1	0.1125%下调为 0.100%	下调 1.25bp	7,756	7,904	6,041	6,282	6,579	6,780
2021/8/1	0.10%上调为 0.13%	上调 3bp	151,751	135,487	145,810	134,283	117,514	111,009
2023/10/25	0.13%下调为 0.1%	下调 3bp	70,650	68,978	59,925	70,799	70,534	73,741

资料来源：香港证监会，Wind，申万宏源研究

2.下一阶段估值催化：背靠中国大陆，港交所成长性已显

根据以上复盘，我们观察到港交所 PE 估值底部通常位于在 30xPE（主要出现在美联储加息周期、A 股调整期）；而其估值最高可上升至近 70xPE（由港股低估高分红特征吸引资金流入、叠加港交所自身改革创造的 Alpha 共同驱动）。我们总结核心干扰因素为：

内部因素：1）自身盈利能力，核心挂钩 ADT，ADT=总市值*换手率；2）政策催化（IPO 改革、交易成本改革）；

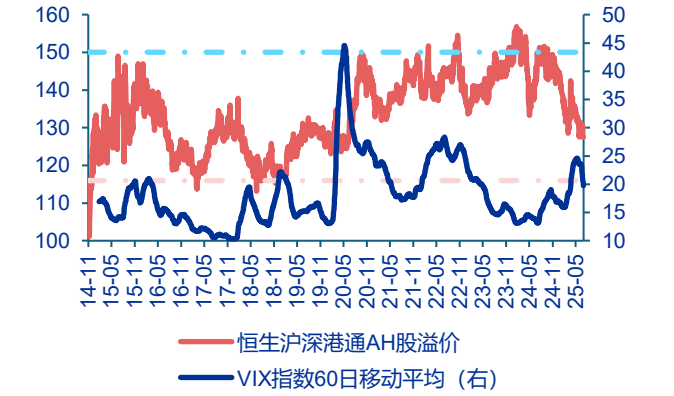
外部因素：1）美联储影响（随中资股占比高、中国内地-中国香港两地互联互通完善，其影响趋弱）；2）中国内地股市影响（中国内地“国家队”对 A 股市场有托底效应，AH 溢价率有望收窄）。

我们展望未来，在美联储降息周期中，背靠中国内地的港股市场成长性显露。

- **AH 溢价率收敛趋势：根据历史数据显示，**AH 溢价率与 VIX 指数、A 股换手率呈正相关。VIX 波动率走高反映全球风险偏好降低，从而压制港股估值，推升 AH 溢价率；A 股换手率放大则反映内地投资者风险偏好提升，推动 A 股估值较港股更快上行，进而推升 AH 溢价水平。当前，VIX 指数走低，下行突破 20 点，同时港股投资者结构变化、沪深港一体化助推 AH 溢价收敛。
- **新经济行业占据中国香港市场半壁江山：**过去赴港上市的 A 股多为传统行业的大型企业，成长性偏弱，随着港交所不断革新 IPO 制度吸引成长性较佳的新经济企业、中概股回流，港股市场中新经济行业市值占比已经从改革初期 2018 年的 17%提升至 2025YTD 的 35%（超越 A 股市场，较美、英、日股市仍有差距），充分彰显了港股市场结构优化与成长潜力的提升。

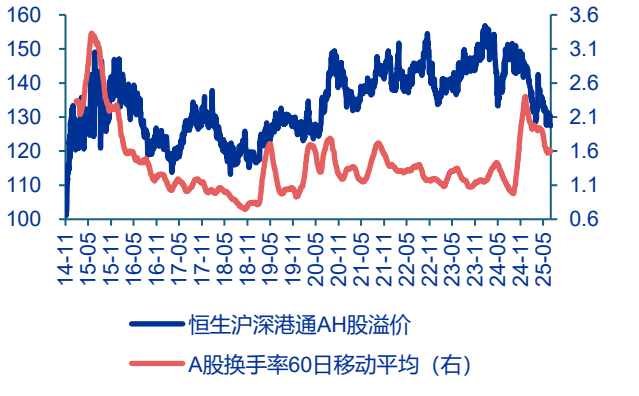
结论：现阶段港交所 PE（TTM）38 倍，位于沪港通开通以来近 62%分位数，而影响港交所的内外因素均在改善，因此我们认为港交所的估值仍有提升空间。

图 14：VIX 指数当前＜20，AH 溢价率下行（%）



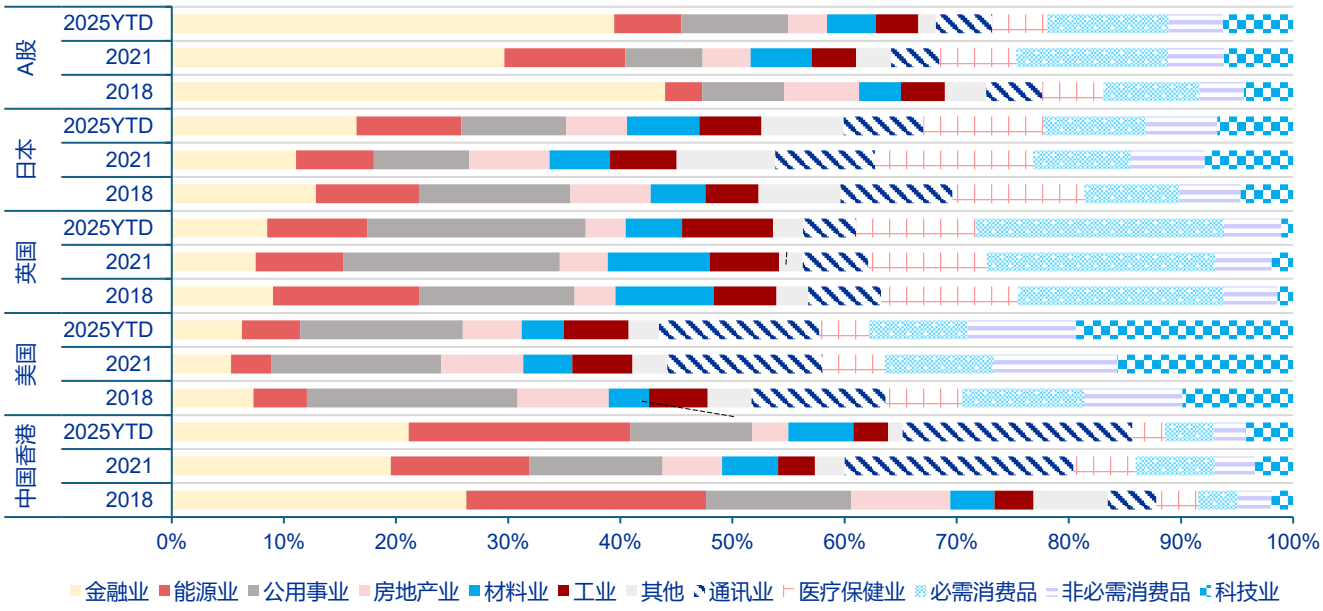
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：A 股换手率处于历史高位，AH 一体化发展下不会压制港股估值（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：港股市场中新经济公司占比超越 A 股，但是较美、英、日等成熟资本市场仍有差距（市值占比）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2.1 内部因素：IPO 改革驱动总市值扩容步履不停

与此前指向未盈利科技公司、中概股不同的是，本轮 IPO 改革重点转向支持 AH 上市导流与中概股归回双向发力。

AH 导流：A+H IPO 募资占港股 IPO 的 72%。1H25，港股 IPO 数量 43 家，募资额超千亿元，重回全球第一，赴港二次上市的 A 股公司是本轮的上市主力军。2024 年，证监会发布五项资本市场对港合作措施，其中包括支持内地行业龙头企业赴港上市；2025 年 3 月 31 日，证监会召开会议，推动“惠港 5 条”政策落实，支持中国香港巩固国际金融中心地位。目前已有 160 家公司实现 A+H 两地上市（2025 年内上市 10 家），当前正在排队处理中登陆港股的 A 股公司有 41 家，超一半都是新经济行业公司。

表 2：2024 年对港五大合作措施发布后赴港上市的 A 股（数据截止 2025 年 6 月 30 日）

H 股代码	H 股简称	A 股代码	A 股简称	A 股 ADT（万元，1H25）	贡献 A 股市场 ADT	H 股 ADT（万港元，1H25）	贡献港股市场 ADT	A 股上市日期	H 股上市日期
1304.HK	FORTIOR	688279.SH	峰岹科技	-	-	35,081	0.1%	2022-04-20	2025-07-09
6613.HK	蓝思科技	300433.SZ	蓝思科技	-	-	158,168	0.7%	2015-03-18	2025-07-09
2648.HK	安井食品	603345.SH	安井食品	-	-	29,983	0.1%	2017-02-22	2025-07-04
2050.HK	三花智控	002050.SZ	三花智控	105,570	0.08%	310,373	1.3%	2005-06-07	2025-06-23
3288.HK	海天味业	603288.SH	海天味业	62,362	0.04%	49,639	0.2%	2014-02-11	2025-06-19
2603.HK	吉宏股份	002803.SZ	吉宏股份	6,867	0.00%	15,890	0.1%	2016-07-12	2025-05-27
.HK	恒瑞医药	.SH	恒瑞医药	,	.%	,	.%	--	--

3750.HK	宁德时代	300750.SZ	宁德时代	168,683	0.12%	571,480	2.4%	2018-06-11	2025-05-20
2865.HK	钧达股份	002865.SZ	钧达股份	3,879	0.003%	41,987	0.2%	2017-04-25	2025-05-08
6693.HK	赤峰黄金	600988.SH	赤峰黄金	62,479	0.04%	152,158	0.6%	2004-04-14	2025-03-10
6936.HK	顺丰控股	002352.SZ	顺丰控股	9,559	0.01%	84,708	0.4%	2010-02-05	2024-11-27
2465.HK	龙蟠科技	603906.SH	龙蟠科技	10,347	0.01%	38,997	0.2%	2017-04-10	2024-10-30
0300.HK	美的集团	000333.SZ	美的集团	46,711	0.03%	244,766	1.0%	2013-09-18	2024-09-17

资料来源：Wind，申万宏源研究

中概股回流：2018 年起港交所通过 IPO 制度改革鼓励中概股回港上市。根据 Wind 统计，在美中概股共 404 家（含 NASDAQ+NYSE+AMEX），2018 年至今，已有 33 家回流（其中 12 家二次上市+21 家双重上市），已回流的中概股数量占比在美全部中概股的 8%，总市值占比在美全部中概股的 66%；回流中概股当前贡献港股总市值的 14%，贡献港股 ADT 约 13%。香港财政司司长陈茂波 4 月曾表态“*已指示香港证监会和港交所做好准备，如果在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地*”。

我们对当前未回归港股的中概股进行筛选（由于第二上市流程相对简单，我们以第二上市口径筛选）：

a）针对非 WVR 架构：满足上市 5 年&市值≥30 亿港元；or

b）针对非 WVR 架构：满足上市 2 年&市值≥100 亿港元；

c）针对 WVR 架构：市值满足 400 亿港元；or

d）针对 WVR 架构：市值满足 100 亿港元&近一年收益≥10 亿港元。

通过对以上 4 个条件筛选，我们一共得到有 30 家潜在回归的中概股，按照他们过去 1 年美股 ADT 在不同情境下以【45%~60%】的比例转换，则可为港股带来【73,98】亿港元 ADT 增量（不含已在港美两地上市的公司 ADR 转换增量）。

表 3：目前已经回流港股的中概股（数据截止 2025 年 6 月 30 日）

代码	上市公司	同公司港股 Wind 代码	对应港股名称	双重主要上市 or 第二上市	是否 WVR	港股上市日期	是否被纳入港股通	总市值（亿港元）	近一年 ADT（亿港元）		
								美股	美股	港股	港股/美股
NYSE 中国股											
BABA.N	阿里巴巴	9988.HK	阿里巴巴-W	双重上市	1	2019-11-26	是	21,714	167	94	57%
YUMC.N	百胜中国	9987.HK	百胜中国	双重上市	0	2020-09-10	是	1,352	10	2	20%
EDU.N	新东方	9901.HK	新东方-S	第二上市	0	2020-11-09	否	662	8	3	32%
MNSO.N	名创优品	9896.HK	名创优品	双重上市	0	2022-07-13	是	437	2	3	132%
XPEV.N	小鹏汽车	9868.HK	小鹏汽车-W	双重上市	1	2021-07-07	是	1,340	13	13	97%
NIO.N	蔚来	9866.HK	蔚来-SW	第二上市	1	2022-03-10	否	735	19	2	11%
NOAH.N	诺亚控股	6686.HK	诺亚控股	双重上市	0	2022-07-13	否	61	0	0	0%
OCFT.N	金融壹账通	6638.HK	金融壹账通	双重上市	0	2022-07-04	否	23	0	0	40%
LU.N	陆控	6623.HK	陆控	双重上市	0	2023-04-14	否	189	1	0	2%
ATHM.N	汽车之家	2518.HK	汽车之家-S	第二上市	0	2021-03-15	否	275	1	0	1%
BEKE.N	贝壳	2423.HK	贝壳-W	双重上市	1	2022-05-11	是	1,736	15	3	21%
TUYA.N	涂鸦智能	2391.HK	涂鸦智能-W	双重上市	1	2022-07-05	否	125	0	0	5%
ZH.N	知乎	2390.HK	知乎-W	双重上市	1	2022-04-22	否	32	0	0	10%
ZTO.N	中通快递	2057.HK	中通快递-W	双重上市	1	2020-09-29	是	1,146	4	3	61%
TME.N	腾讯音乐	.HK	腾讯音乐-SW	第二上市		--	否	,			%

NASDAQ 中国股											
NTES.O	网易	9999.HK	网易-S	第二上市	0	2020-06-11	否	6,551	11	11	99%
BZUN.O	宝尊电商	9991.HK	宝尊电商-W	双重上市	1	2020-09-29	否	14	0	0	2%
TCOM.O	携程集团	9961.HK	携程集团-S	第二上市	0	2021-04-19	否	3,555	18	12	67%
WB.O	微博	9898.HK	微博-SW	第二上市	1	2021-12-08	否	197	1	0	8%
BIDU.O	百度集团	9888.HK	百度集团-SW	第二上市	1	2021-03-23	否	2,435	29	10	34%
GDS.O	万国数据	9698.HK	万国数据-SW	第二上市	1	2020-11-02	否	586	4	1	34%
ZLAB.O	再鼎医药	9688.HK	再鼎医药	双重上市	0	2020-09-28	是	308	2	1	66%
HDL.O	特海国际	9658.HK	特海国际	双重上市	0	2022-12-30	是	100	0	0	700%
BILI.O	哔哩哔哩	9626.HK	哔哩哔哩-W	双重上市	1	2021-03-29	是	792	10	8	82%
JD.O	京东集团	9618.HK	京东集团-SW	第二上市	1	2020-06-18	否	3,975	39	21	53%
AAPG.O	亚盛医药	6855.HK	亚盛医药-B	双重上市	0	2019-10-28	是	258	0	1	1411%
ONC.O	百济神州	6160.HK	百济神州	双重上市	0	2018-08-08	是	2,645	7	5	72%
KC.O	金山云	3896.HK	金山云	双重上市	0	2022-12-30	是	319	2	5	231%
QFIN.O	奇富科技	3660.HK	奇富科技-S	第二上市	1	2022-11-29	否	489	4	0	0%
BZ.O	BOSS 直聘	2076.HK	BOSS 直聘-W	双重上市	1	2022-12-22	否	698	5	0	0%
LI.O	理想汽车	2015.HK	理想汽车-W	双重上市	1	2021-08-12	是	2,421	12	14	117%
HTHT.O	华住集团	1179.HK	华住集团-S	第二上市	0	2020-09-22	否	781	5	1	12%
HCM.O	和黄医药	0013.HK	和黄医药	双重上市	0	2021-06-30	是	235	0	1	1118%

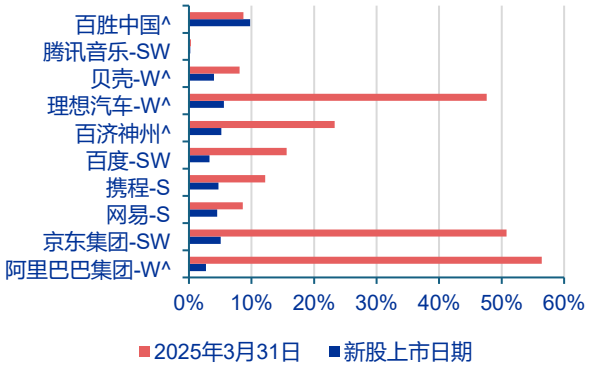
资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：根据当前港股二次上市门槛，我们测算出有 30 家潜在回归的中概股，尚未回归的仍有 300 逾家

代码	上市公司	总市值（亿港元）	上市时间	考虑二次上市的时间&市值要求			加入投票权差异因素			综合考虑	过去一年的ADT（万港元）	不同转换比例下ADT增量（亿港元）		
				上市至今（年）	是否满足上市5年&市值30亿港元	是否满足上市满2年&市值100亿港元	是否WVR架构	近一年净利润（亿港元）	满足市值400亿港元or[100亿港元&近一年收益≥10亿港元]			73	82	98
NYSE中国股												45%	50%	60%
YMM.N	满帮集团	980	2021-06-22	3	FALSE	潜在回归	1	33	潜在回归	潜在回归	71,791			
VIPS.N	唯品会	600	2012-03-23	13	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	40,615	1.8	2.0	2.4
TAL.N	好未来	496	2010-10-20	14	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	62,150	2.8	3.1	3.7
RLX.N	雾芯科技	272	2021-01-22	4	FALSE	潜在回归	1	6	FALSE	FALSE	7,694			
FINV.N	信也科技	184	2017-11-10	7	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	6,058	0.3	0.3	0.4
DAO.N	有道	82	2019-10-25	5	潜在回归	FALSE	1	1	FALSE	FALSE	701			
JKS.N	晶科能源	77	2010-05-14	15	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	18,368	0.8	0.9	1.1
GOTU.N	高途集团	76	2019-06-06	6	潜在回归	FALSE	1	-11	FALSE	FALSE	5,328			
DQ.N	大全新能源	73	2010-10-07	14	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	15,662	0.7	0.8	0.9
HUYA.N	虎牙直播	66	2018-05-11	7	潜在回归	FALSE	1	-1	FALSE	FALSE	5,269			
CYD.N	玉柴国际	64	1994-12-16	30	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	2,511	0.1	0.1	0.2
XYF.N	小赢科技	56	2018-09-19	6	潜在回归	FALSE	1	17	FALSE	FALSE	1,572			
MSC.N	新濠影汇	47	2018-10-18	6	潜在回归	FALSE	1	-8	FALSE	FALSE	34			
YRD.N	宜人智科	40	2015-12-18	9	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	723	0.0	0.0	0.0
QD.N	趣店	37	2017-10-18	7	潜在回归	FALSE	1	1	FALSE	FALSE	979			
CANG.N	灿谷	37	2018-07-26	6	潜在回归	FALSE	1	3	FALSE	FALSE	1,487			
NASDAQ中国股														
PDD.O	拼多多	11,425	2018-07-26	6	潜在回归	潜在回归	1	1,214	潜在回归	潜在回归	972,155	43.7	48.6	58.3
RGC.O	脑再生	3,028	2021-07-16	4	FALSE	潜在回归	0			潜在回归	10,744	0.5	0.5	0.6
FUTU.O	富途控股	1,404	2019-03-08	6	潜在回归	潜在回归	1	54	潜在回归	潜在回归	237,915	10.7	11.9	14.3
LEGN.O	传奇生物	500	2020-06-05	5	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	41,298	1.9	2.1	2.5
ATAT.O	亚朵	336	2022-11-11	2	FALSE	潜在回归	1	14	潜在回归	潜在回归	27,497	1.2	1.4	1.6
JOYY.O	欢聚	204	2012-11-21	12	潜在回归	潜在回归	1	-11	FALSE	FALSE	15,528			
MLCO.O	新濠博亚娱乐	203	2006-12-19	18	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	18,534	0.8	0.9	1.1
BTDR.O	比特小鹿	196	2021-07-28	3	FALSE	潜在回归	0			潜在回归	56,770	2.6	2.8	3.4
HSAI.O	禾赛科技	184	2023-02-09	2	FALSE	潜在回归	0			潜在回归	39,124	1.8	2.0	2.3
BGM.O	博美	183	2021-01-12	4	FALSE	潜在回归	0			潜在回归	286	0.0	0.0	0.0
IQ.O	爱奇艺	131	2018-03-29	7	潜在回归	潜在回归	1	8	FALSE	FALSE	40,854			
ACMR.O	盛美半导体	126	2017-11-03	7	潜在回归	潜在回归	1	8	FALSE	FALSE	23,381			
TIGR.O	老虎证券	123	2019-03-20	6	潜在回归	潜在回归	1	5	FALSE	FALSE	50,193			
VNET.O	世纪互联	119	2011-04-21	14	潜在回归	潜在回归	0			潜在回归	32,970	1.5	1.6	2.0
LOT.O	路特斯科技	118	2021-05-06	4	FALSE	潜在回归	0			潜在回归	335	0.0	0.0	0.0
MOMO.O	挚文集团	106	2014-12-11	10	潜在回归	潜在回归	1	11	潜在回归	潜在回归	6,907	0.3	0.3	0.4
LX.O	乐信	94	2017-12-21	7	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	16,350	0.7	0.8	1.0
EH.O	亿航智能	92	2019-12-12	5	潜在回归	FALSE	1	-2	FALSE	FALSE	24,098			
AMBR.O	ER INTERNATIC	84	2017-12-22	7	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	631	0.03	0.03	0.04
JFIN.O	嘉银科技	72	2019-05-10	6	潜在回归	FALSE	1	11	FALSE	FALSE	1,096			
UXIN.O	优信	63	2018-06-27	7	潜在回归	FALSE	1	-4	FALSE	FALSE	2,064			
CSIQ.O	阿特斯太阳能	54	2006-11-09	18	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	17,019	0.8	0.9	1.0
NWTN.O	NWTN	41	2020-03-20	5	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	642	0.0	0.0	0.0
DADA.O	达达集团	40	2020-06-05	5	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	2,843	0.1	0.1	0.2
BTBT.O	比特数字	40	2018-03-20	7	潜在回归	FALSE	1	2	FALSE	FALSE	47,749			
SVA.O	科兴生物	36	2004-12-08	20	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	0	0.0	0.0	0.0
AHG.O	AKSO HEALTH	38	2017-11-03	7	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	80	0.0	0.0	0.0
NEGG.O	新蛋	40	2010-04-22	15	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	2,781	0.1	0.1	0.2
SOHU.O	搜狐	35	2000-07-12	25	潜在回归	FALSE	0			潜在回归	961	0.0	0.0	0.1
SY.O	新氧	45	2019-05-02	6	潜在回归	FALSE	1	-6	FALSE	FALSE	1,072	0.0	0.1	0.1

资料来源：Wind，申万宏源研究

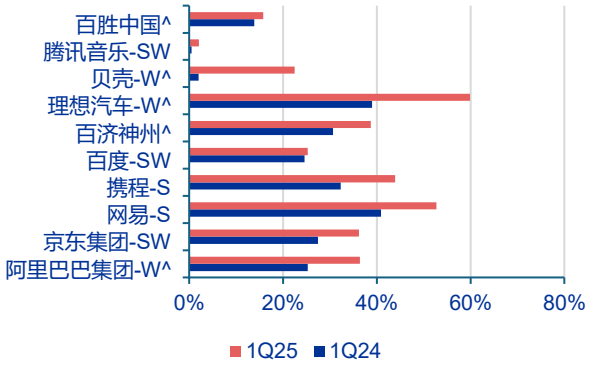
图 17：回流中概股美国预托证券转换进展快速



资料来源：港交所，申万宏源研究

注：基于香港中央结算系统的总量减去主要托管银行的总量作为参考值

图 18：回流中概股成交量转移来港仍然持续



资料来源：港交所，申万宏源研究

注：在美国的交投源自不同交易所，包括纳斯达克、纽约交易所、纽约交易所 Arca、美国金融业监管局（FINRA）的 ADF 及其他美国交易渠道

2.2 南向资金流入直接推高 ADT 和换手率

在美元降息周期、国内低利率环境与资产荒压力交织背景下，资金开始寻求具备估值优势且高成长潜力的市场。因此港股市场成为资金重点配置方向，南向机构资金向港股倾斜；交易成本下行驱动南向个人投资者加速进入港股；南向资金在港市场话语权的持续提升，构成当前港股市场的资金驱动主线。

公募基金：公募持有港股的仓位创历史新高。1Q25 主动权益基金持有港股市值突破 3000 亿元，持仓比例超 10%，创历史新高。由于港股市场与 A 股市场的高度联动性，中国内地“国家队”托底（25 年 4 月中央汇金表态将继续发挥好资本市场稳定器作用）、推动中长期资金入市的政策对港股市场带来积极影响；此外尽管目前 AH 溢价有所收窄，但仍存在机会，因此我们预计后续公募基金会持续增配港股。

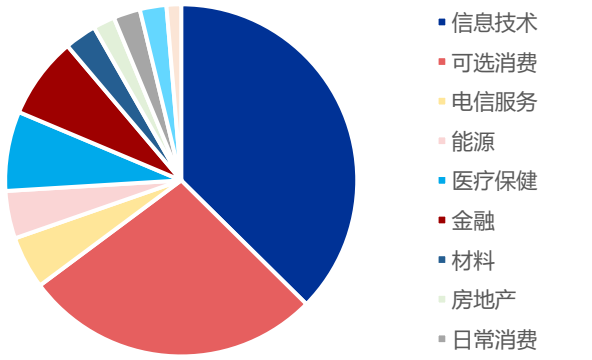
保险资金：举牌潮呈现，政策与考核导向强化投资港股的动力。1H25 险资 17 次举牌活动中有 13 次标的为港股公司，一次为 A+H 公司。2025 年 7 月 11 日，财政部发文引导保险资金长期稳健投资，三年周期指标和五年周期指标权重合计提升至 70%，我们认为在利差损压力、监管鼓励的背景下，险资会通过权益投资增厚收益。根据中保协调研，25 年有 63%的保险机构准备加大港股投资规模，25 年港股市场险资的资金流入速度提升。

南向个人：交易成本是南向个人关注的核心，建议关注港股印花税&红利税变化。我们通过测算发现，同样是交易 1 万元股票，A 股个人投资者需要缴纳固定成本为 6 元（不含券商佣金）；而港股个人投资者需要缴纳固定成本为 20 元+（不含券商佣金），其中印花税占比固定交易成本为约 90%，当前针对南向投资者港股印花税 0.1%（双边收取），而 A 股已经调整为 0.05%（单边收取），我们认为未来港股印花税仍然有下行空间。此外，以高股息为标签的港股目前收取股息红利税，针对港股通个人收取 20-28%红利税。

图 19：公募持仓港股创历史新高

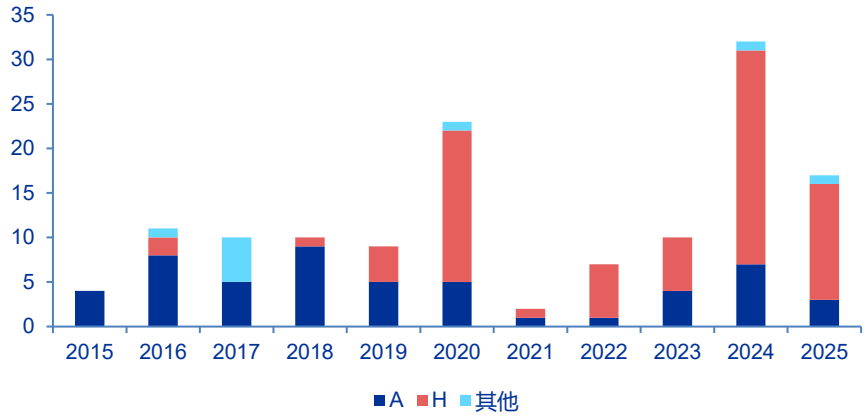
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：中国内地公募持仓港股偏好新经济板块（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：险资举牌开始倾向于 H 股（家）



资料来源：中保协，申万宏源研究

注：其他包含 A+H 公司

表 5：当前投资者参与 A 股交易成本

单位：元/%	A 股	假设交易 10000 元收费	
印花税	0.05%	5.00	单边收取，卖出时收取
征管费	0.002%	0.40	双边收取，交易所代收给中国证监会
证券交易经手费	0.00341%	0.68	双边收取，交易所收取
过户费	0.001%	0.20	双边收取
合计收费	-	**6.28**	

资料来源：上交所，申万宏源研究

表 6：当前投资者参与 H 股交易成本

单位：港元/%	H 股	假设交易 10000 港元收费	
印花税	0.10%	20.00	双边收取，不足 1 港元按 1 港元计，ETF、REITs 免征
交易征费	0.0027%	0.54	双边收取，香港证监会收取
交易费	.%	.	双边收取，港交所收取

财汇局交易征费	0.00015%	0.03	双边收取，用于监管机构运营
交收费	0.0042%	0.84	自 2025 年 6 月 30 日起，费率从 0.002%上调至 0.0042%双边，并取消最低 2 港元、最高 100 港元的限制
交易系统使用费	0	0.00	2023 年 1 月 1 日起取消该费用
合计收费	**-**	**22.54**	

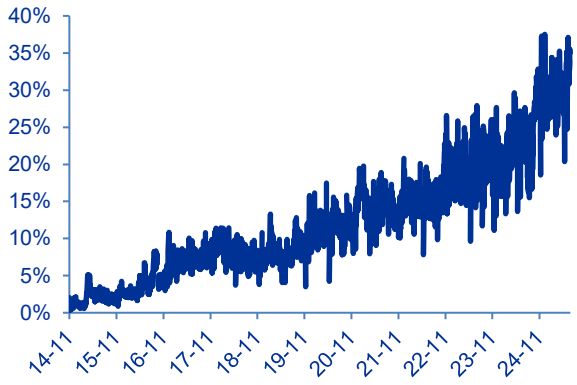
资料来源：港交所，申万宏源研究

表 7：港股红利税缴纳要求：港股通个人投资者要缴纳 20-28%红利税

投资者类型	红利税收取规则
内地个人投资者（对于大陆内地个人投资者通过港股通账户投资港股）	**投资 H 股：**对内地个人投资者通过港股通投资香港联交所上市 H 股（内地注册，香港上市）取得的股息红利，H 股公司按照 **20%**的税率代扣个人所得税； **投资非 H 股：**对内地个人投资香港联交所上市的非 H 股（2024 年前称做红筹股+内地民营股）取得的股息红利，由中国结算按照 **20%**的税率代扣个人所得税。**其中红筹股中公告股息已计提 10%企业所得税(如腾讯控股)税率为 20%；红筹股中公告股息未计提 10%企业所得税（如中国海油）税率为 1-（1-10%）*（1-20%）=28%**
内地证券投资基金	对内地证券投资基金通过深港通投资香港联交所上市股票取得的股息红利所得，按内地个人投资者规定计征个人所得税。
内地企业投资者	**投资 H 股：**对内地企业投资者通过港股通投资香港联交所上市 H 股股票取得的股息红利所得，计入其收入总额，依法计征企业所得税。**其中连续持有 H 股满 12 个月取得的股息红利所得，可依法免征企业所得税。** **投资非 H 股：**对香港联交所非 H 股上市公司已代扣代缴的股息红利所得税，可依法申请税收抵免。
中国香港个人投资者（大陆内地个人投资者通过香港券商开通港股直投账户）	**投资 H 股：**H 股公司按照 **10%**的红利税率代扣； **投资非 H 股：1）非红筹股**，按香港现行税法不扣税；**2）红筹股**，则需考虑公告是否计提 10%企业所得税，计提/不计提情况下税费分别为 0/10%。

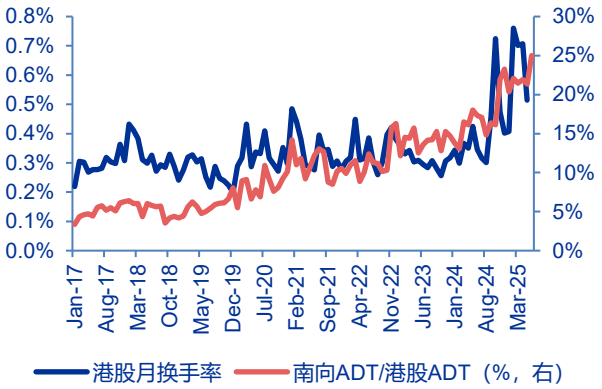
资料来源：港交所，香港证监会，申万宏源研究

图 22：南向 ADT 占比港股 ADT 突破 35%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：随着南向投资者增长，港股换手率不断提升

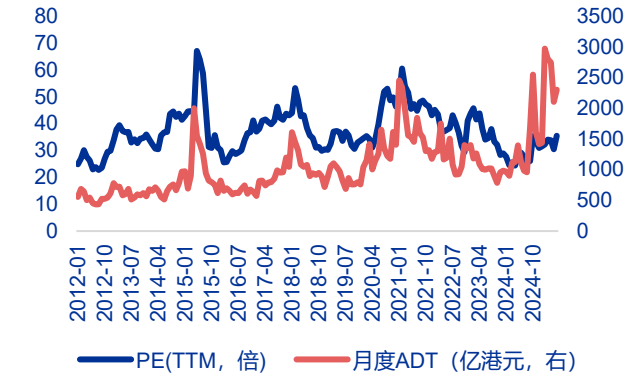


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 不同 ADT 下港交所业绩与市值

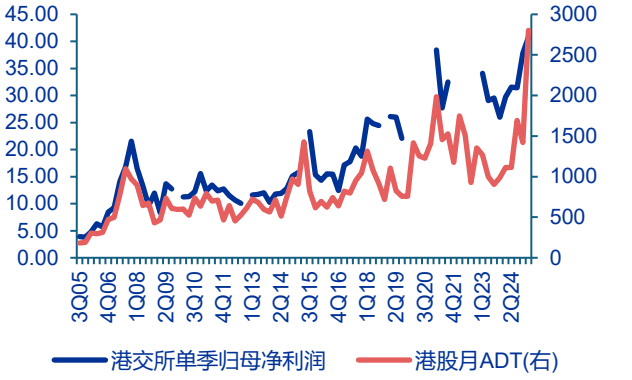
港交所的垄断经营特权、清算一体化平台属性使其依赖从每日成交额中合法抽佣；轻资产模式下港交所作为一家公司而言支出端刚性，因此多年来 EBITDA 率维持 70%+、分红率稳定 90%+。

图 24：港交所 PE 与 ADT 呈正相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：港交所业绩与 ADT 呈正相关（亿港元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：2022 年至今中国香港市场的 ADT 测算

单位：亿港元/%	2022	2023	2024	2025YTD	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总市值假设										
存量总市值	423,811	355,817	309,855	352,648	352,648	442,486	488,003	524,088	563,408	594,522
内生市值增长	-16%	-13%	14%	21%	25%	10%	7%	7%	5%	5%
再融资	1,473	1,044	1,042	1,738	2,116	3,097	3,660	4,193	4,507	4,756
再融资/存量总市值	0.35%	0.29%	0.34%	0.49%	0.60%	0.70%	0.75%	0.80%	0.80%	0.80%
港股上市公司总数量（家）	2,597	2,609	2,631	2,645	2,671	2,663	2,694	2,691	2,727	2,743
IPO 家数（家）	89	70	70	52	80	85	90	95	100	120
IPO 募资	1,046	463	877	1,071	1,680	1,700	1,800	1,805	1,800	2,160
单家募资	12	7	13	21	21	20	20	19	18	18
退市家数（家）	64	58	49	30	40	67	67	67	67	68
退市市值	1,270	1,519	1,468	1,586	2,120	3,529	3,535	3,364	3,364	3,392
单家退市市值	20	26	30	53	53	53	53	50	50	50
预测总市值	**355,817**	**309,855**	**352,648**	**426,250**	**442,486**	**488,003**	**524,088**	**563,408**	**594,522**	**627,772**
增速	-16%	-13%	14%	21%	25%	14%	18%	15%	13%	11%
H 股换手率	**0.35%**	**0.34%**	**0.37%**	**0.56%**	**0.57%**	**0.57%**	**0.57%**	**0.59%**	**0.60%**	**0.61%**
A 股换手率	1.51%	1.44%	1.72%	1.51%						
ADT	**1,244**	**1,050**	**1,319**	**2,394**	**2,520**	**2,798**	**2,977**	**3,324**	**3,567**	**3,829**

资料来源：申万宏源研究

表 9：2025 年，不同 ADT 区间下港交所业绩表现测算

2025YTD 港股 ADT（亿港元）						
2500						
单位：亿港元	**2025E**					
	情景 1	**情景 2**	**情景 3**	**情景 4**	**情景 5**	**情景 6**
现货股票 ADT	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500
港股本地 ADT	1,540	1,617	1,694	1,771	1,848	1,921
南向 ADT	920	966	1,012	1,058	1,104	1,159
北向 ADT（亿人民币）	1911	1,911	1,911	1,911	1,911	1,911
港股本地交易费率	0.00565%					
南向交易费率	0.00565%					
北向交易费率	0.00341%					
本地交易天数	246					
南向交易天数	237					
北向交易天数	237					
现货股票交易费（百万港元）	**5,515**	**5,759**	**6,004**	**6,249**	**6,494**	**6,732**
本地交易费	4,281	4,495	4,709	4,923	5,137	5,339
南向交易费	616	647	678	708	739	776
北向交易费（百万人民币）	618	618	618	618	618	618
现货股票交易费/总营收比重	23%	23%	23%	23%	23%	23%
总营收（25E，百万港元）	23,567	24,613	25,659	26,706	27,752	28,771
净利润率	57%	57%	57%	57%	57%	57%
归母净利润（25E，百万港元）	13,497	14,096	14,695	15,294	15,894	16,477
yoy	**3%**	**8%**	**13%**	**17%**	**22%**	**26%**

资料来源：Wind，申万宏源研究

根据不同情景下 ADT 所对应的业绩，以及我们在第一部分复盘得到的 PE 估值上下限，我们可以推出港交所在不同 ADT 和估值下的市值和增长空间。

表 10：2025E 不同情景下 ADT 和业绩，采用历史 PE 上下限测算出港交所合理市值

合理市值								增长空间						
亿港元	ADT	2000	2100	2200	2300	2400	2500	ADT	2000	2100	2200	2300	2400	2500
	25E 业绩	13,497	14,096	14,695	15,294	15,894	16,477	25E 业绩	13,497	14,096	14,695	15,294	15,894	16,477
PE	28	3,779	3,947	4,115	4,282	4,450	4,614	28	-32%	-29%	-26%	-23%	-20%	-17%
	30	4,049	4,229	4,409	4,588	4,768	4,943	30	-27%	-24%	-21%	-18%	-14%	-11%
	32	4,319	4,511	4,702	4,894	5,086	5,273	32	-23%	-19%	-16%	-12%	-9%	-5%
	34	4,589	4,793	4,996	5,200	5,404	5,602	34	-18%	-14%	-10%	-7%	-3%	0%
	36	4,859	5,075	5,290	5,506	5,722	5,932	36	-13%	-9%	-5%	-1%	3%	6%
	38	5,129	5,356	5,584	5,812	6,040	6,261	38	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%
	40	5,399	5,638	5,878	6,118	6,357	6,591	40	-3%	1%	5%	10%	14%	18%
	42	5,669	5,920	6,172	6,424	6,675	6,920	42	2%	6%	11%	15%	20%	24%
	44	5,939	6,202	6,466	6,730	6,993	7,250	44	7%	11%	16%	21%	25%	30%
	46	6,208	6,484	6,760	7,035	7,311	7,579	46	11%	16%	21%	26%	31%	36%
	48	6,478	6,766	7,054	7,341	7,629	7,909	48	16%	21%	27%	32%	37%	42%
		,	,	,	,	,	,		%	%	%	%	%	%

	52	7,018	7,330	7,641	7,953	8,265	8,568	52	26%	31%	37%	43%	48%	54%
	54	7,288	7,612	7,935	8,259	8,583	8,898	54	31%	37%	42%	48%	54%	60%

资料来源：申万宏源研究

3．估值与盈利预测

3.1 盈利预测与关键假设

盈利预测：

我们预计港交所 2025-2027E 营收分别为 270、290、299 亿港元，yoy 分别+21%、+8%、+3%；2025-2027E 归母净利润分别为 165、179、188 亿港元，yoy 分别+26%、+9%、+5%，EBITDA 利润率分别为 74%、76%、77%。

关键假设：

股本证券 ADT：结合 2025 年 1-6 月的港股市场 ADT 接近 2400 亿港元，随着中国内地-中国香港两地资本市场互联互通越来越密切，我们预期 2025-2027E 港股 ADT 可保持在 2524、2737、2990 亿港元，yoy 分别为+110%、+8%、+9%。

南向 ADT：低利率及资产荒背景下内地机构资金、居民存款均有流向以高股息、低估值为特征的港股市场，结合 2025 年 1-6 月南向 ADT 表现，我们预计 2025-2027E 南向 ADT 分别为 1205、1900、2540 亿港元（双边），对港股 ADT 贡献提升至 2027E 的 42%。

IPO 数量：年初至今港股市场新增 IPO53 家，考虑到当前进行中 IPO 数量超 200 家，政策驱动下我们预计今年 A+H 上市及中概股回流会给港股市场带来较多增量，我们预计 2025-2027E 新增上市公司分别为 80、85、90 家。

表 11：港交所核心假设

核心假设指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本证券 ADT	932	1200	2524	2737	2990
yoy		29%	110%	8%	9%
南向 ADT	311	482	1205	1900	2540
yoy		55%	150%	58%	34%
北向 ADT	1083	1501	1740	2018	2178
yoy		39%	16%	16%	8%
公司上市数量	73	71	80	85	90
yoy		-2	9	5	5
衍生品 ADT	118	118	179	195	205
yoy		0%	52%	9%	5%
公司项目投资规模	3420	3440	3500	3550	3600
yoy		%	%	%	%
公司项目投资回报率	4.35%	5.09%	4%	4.10%	4.20%

保证金及结算所基金投资规模	2112	2042	2100	2200	2300
yoy		-3%	3%	5%	5%
保证金及结算所基金投资回报率	1.64%	1.56%	1.56%	1.40%	1.40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 12：港交所合并损益表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易费及交易系统使用费	6081	7189	9246	9927	10598
联交所上市费	1523	1484	1904	1990	2165
结算及交收费	3885	4717	5952	6554	6331
存管、托管及代理人服务费	1276	1146	1364	1376	1406
市场数据费	1098	1086	1162	1236	1256
投资收益	4959	4927	5302	5570	5639
其他收入	1582	1724	1947	2267	2362
收入及其他收益	20516	22374	26978	29020	29857
职工薪酬	-3564	-3886	-4135	-4218	-4302
其他支出	-1877	-1875	-2426	-2649	-2938
营业支出	-5441	-5761	-6561	-6867	-7239
EBITDA	14828	15663	19977	22053	22986
折旧及摊销	-1443	-1402	-1571	-1649	-1732
税前利润	13332	14853	18330	20284	21134
所得税费用	-1351	-1698	-1833	-2327	-2339
净利润	11981	13155	16497	17956	18795
少数股东权益	119	105	20	20	20
归母净利润	11862	13050	16477	17936	18775

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 13：港交所合并资产负债表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	125107	134365	142729	147876	152335
以公平值计量及列入溢利或亏损的财务资产	6961	6901	7039	7180	7323
以公平值计量及列入其他全面收益的财务资产	18250	47562	48513	49484	50473
以摊销成本计量的财务资产	76649	42082	42924	43782	44658
应收账款、预付款及按金	33332	54478	67762	73336	75748
商誉及其他无形资产	19279	19605	19997	20397	20805
固定资产	1553	1504	1504	1504	1504
使用权资产	1484	1174	1174	1174	1174
其他资产	58564	73958	68171	68171	68171
总资产	341179	381629	399813	412904	422191
按公平值列账及列入溢利或亏损的财务负债	58100	67863	69220	70605	72017
向结算参与者收取的保证金等	176165	188857	192634	196487	200417
应付账款、应付费用及其他负债	27849	37584	46749	50594	52258
递延收入	1367	1356	1383	1411	1439
应付税项					

其他财务负债	29	33	34	34	35
参与者对结算所基金的缴款	21955	27124	28480	29904	31399
租赁负债	1604	1294	1320	1346	1373
递延税项负债	1053	1151	1174	1198	1221
其他负债	622	639	653	667	681
总负债	289383	327222	342994	353620	362242
股本	31946	31955	32594	33246	33911
为股份奖励计划而持有的股份	-1009	-1125	-1125	-1125	-1125
保留盈利	19723	21890	23538	25331	25331
股东权益合计	51796	54407	56819	59284	59949
非控股权益	452	555	575	595	595
香港交易所股东应占股本权益	51344	53852	56244	58689	59354
负债和股东权益	341179	381629	399813	412904	422191

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

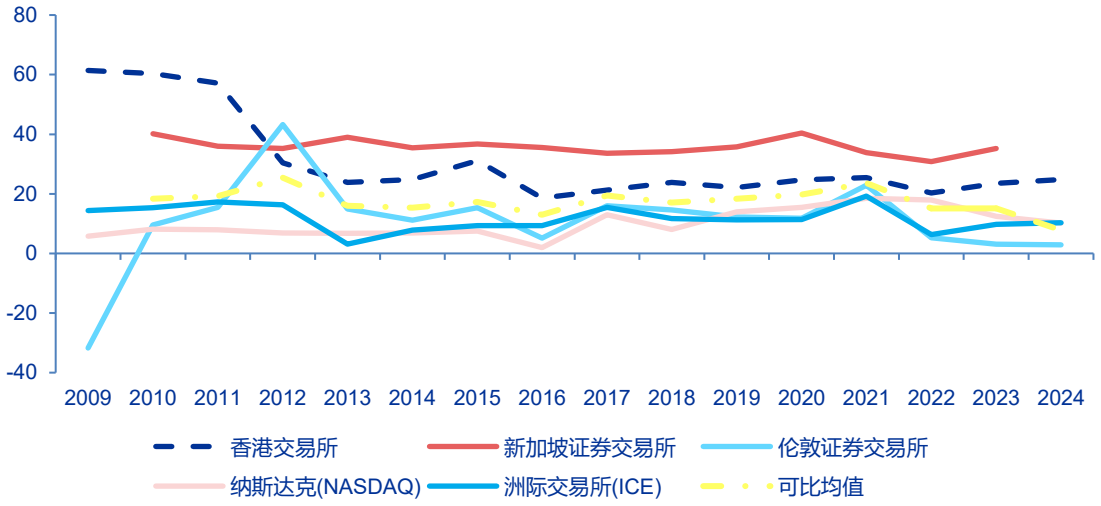
3.2 相对 PE 估值法：预期市值仍有 24%上升空间

投资分析意见：我们选取同为上市交易所的洲际交易所（ICE.N）、纳斯达克（NDAQ.O）、伦敦证券交易所（LSEG.L）、新加坡证券交易所（S68.SG）作为可比公司，2025E 可比公司 PE 均值为 26.37 倍，我们考虑以下 2 点，给予港交所 2025E 42 倍 PE：

1）横向对比：我们复盘 2013-2024 年港交所及可比公司的 ROE 曲线，发现港交所 ROE 高于可比公司均值，我们认为应该给予其更高的 PE 估值。

2）纵向对比：当前，港股流动性和市场结构均已来到历史最佳点之一。流动性：2025 年 YTD 港股 ADT 是 2018 年的 2.2 倍，南向交易占比提升至 35%+。成长性：新经济公司市值占比港股市场已近半壁江山，中国十大第二上市/双重主要上市公司在港交投占比超过 30%，港股成长性已显。而当前港交所 PE 位于 38 倍附近，是沪深港通开启以来 62%分位数，我们认为较历史高点仍然有提升空间。

图 26：港交所 ROE 显著优于可比公司均值（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

42 倍合理 PE 下，结合我们预测港交所 2025E 归母净利润 165 亿港元，对应合理市值 6920 亿港元，较当前上行空间 24%。

表 14：相对 PE 估值下各家公司情况（数据截止 2025/7/23）

代码	上市交易所	预测来源	总市值	归母净利润			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
0388.HK	香港交易所	申万模型预测	5,576	164.8	179.4	187.8	33.84	31.09	29.70
	可比平均						26.37	24.63	22.62
ICE.N	洲际交易所	Bloomberg 预测	1,038	40.0	43.6	47.0	25.97	23.84	22.08
NDAQ.O	纳斯达克交易所	Bloomberg 预测	507	18.6	20.5	22.5	27.32	24.71	22.56
LSEG.L	伦敦证券交易所	Bloomberg 预测	548	20.7	21.7	23.2	26.42	25.27	23.60
S68.SG	新加坡证券交易所	Bloomberg 预测	169	6.6	6.8	7.6	25.77	24.71	22.26

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：洲际交易所及纳斯达克交易所数据币种为美元；伦敦证券交易所数据币种为英镑；新加坡证券交易所数据币种为新加坡元

4．风险提示

美联储超预期加息：美联储若超预期加息，则影响全球风险偏好和资产估值，从而影响港股市场交投和估值；

中国内地-中国香港两地资本市场互联互通推进不及预期：若前期中国内地-中国香港的 5 项对港合作措施推进不及预期，则会直接影响港股 IPO 和 ADT，进而影响港交所业绩；

中概股回流不及预期：2025 年 4 月香港财政司司长表态欢迎中概股回流中国香港，若中概股回流不及预期，则会影响中国香港市场情绪和 ADT。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。