

## 香港交易所 (00388.HK)

### 资产资金双重共振、业绩估值向上持续

年内港股一二级市场持续繁荣、政策暖风不断，我们看好港交所盈利高增、估值中枢上移，有望迎来“戴维斯双击”。

□ **全球领先的交易所集团。**作为港府背书、在港唯一的交易所平台，囊括联交所、期交所和伦敦金属交易所构建现货证券市场、股票衍生市场、FIC 市场产品生态圈，交易、清算垂直一体业务链条提供综合服务保障，港交所兼具规模经济、范围经济和区域垄断优势。而在历任兼具市场实践经历和监管合作经验领导者把舵定向之下，确立起的“连接中国与世界、连接资本与机遇、连接现在与未来”的战略充分调动、运用、发挥了港交所得得天独厚的区域、监管等多重资源禀赋，持续激发了港交所创新活力，推动了港交所深化国际布局，铸就了港交所全球领先交易所集团的地位。往后看，在中美政治博弈背景下，香港资本市场作为资本交汇点、资产聚集地，其战略定位或进一步提升，港交所作为资本市场重要基础设施、其发展前景或更广阔。

□ **轻资本属性保证高利润率和高 ROE，业绩与交投活跃度高度关联。**现货、股本证券及金融衍生品、商品分部、数据业务为公司主要来源，前两者收入贡献较大、24 年占比达七成；与交投活跃度关联较高的交易费及系统使用费、结算及交收费用收入占比达到 53%。平台化轻资本的商业模式和高水平的股东派息率，一方面保证了港交所成本相对收入较为刚性、规模优势显著，使得港交所净利润率、EBITDA 利润率长年维持在 58%、75% 左右；另一方面使得港交所净资产增速相对温和、保证了 ROE 维持在相对高位，近十余年 ROE 中位数可达 23%。

□ **资产、资金的双重共振，驱动港交所估值提升。**资产端，港股资产结构更优、多数行业基本面更佳，加之“新经济”叙事逻辑为资金接受、盈利改善/兑现预期渐强，带动港股相关板块交投热度和估值提升；政策支持 A 股公司赴港二次上市、香港市场桥头堡地位凸显；中美潜在的地缘政治压力持续加强在美优质资产回流预期，有效增厚港股市值和成交。资金端，互联互通持续畅通、港股估值折价优势，吸引高换手率的南向资金涌入；联系汇率制下，美联储降息周期将近保证 HIBOR 维持较低水平，充裕的市场流动性一方面支持市场活跃度持续、另一方面亦有助于冲销港股 IPO 产生的“抽水效应”。

□ **给定“强烈推荐”投资评级。**年内港股一二级市场持续繁荣、政策暖风不断，我们看好港交所盈利高增、估值中枢上移，有望迎来“戴维斯双击”。我们预计 2025-2027 年港交所归母净利润分别为 153、166、178 亿港元，同比分别为 +17%、+9%、+7%。此外，综合港交所区域垄断性优势和较高的股东回报属性，我们给定港交所 PE 估值为 50 倍、目标价为 515 港元，较之目前仍有 23% 上涨空间。给定“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**权益市场超预期回调、美联储政策不确定性、互联互通节奏趋缓风险。

## 强烈推荐 (维持)

总量研究/非银行金融  
目标估值：515.00 港元  
当前股价：417.0 港元

### 基础数据

总股本 (百万股)	1268
香港股 (百万股)	1268
总市值 (十亿港元)	528.7
香港股市值 (十亿港元)	528.7
每股净资产 (港元)	41.0
ROE (TTM)	25.1
资产负债率	86.2%
主要股东	JPMorgan Chase & Co.
主要股东持股比例	6.8756%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	42	89
相对表现	-3	23	43

(%) — 香港交易所 — 恒生指数

资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

郑积沙 S1090516020001  
 zhengjisha@cmschina.com.cn  
 许诗蕾 研究助理  
 xushilei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20516	22374	26256	28467	30418
同比增长	11%	9%	17%	8%	7%
营业利润(百万元)	13385	14879	18363	19961	21406
同比增长	14%	11%	23%	9%	7%
归母净利润(百万元)	11862	13050	15266	16601	17807
同比增长	18%	10%	17%	9%	7%
每股收益(元)	9.36	10.29	12.04	13.09	14.04
PE	31.07	28.24	24.14	22.20	20.70
PB	8.93	8.30	7.53	7.43	7.41

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 香港交易所：全球领先的交易所集团。 .....	4
1、 百年变迁，历久弥新。 .....	4
2、 港府为大股东，治理结构清晰。 .....	4
3、 历任领导者市场实践和监管工作经验丰富，为港交所稳健持续经营、活力持续迸发和国际化地位提升打下坚实基础。 .....	5
4、 战略引领：连接中国与世界、连接资本与机遇、连接现在与未来。 .....	6
二、 竞争壁垒和商业模式：兼具规模效应、范围效应的垄断性、轻资本平台。 .....	7
1、 竞争壁垒：兼具规模效应、范围效应的垄断性平台。 .....	7
2、 财务概览：业绩稳健、ROE 较高。 .....	9
3、 业务拆解：轻资本属性突出，与交易活跃度高度关联。 .....	11
三、 本轮估值驱动：资产和资金的双重共振.....	15
1、 资产端：存量市场优质资产聚集，增量市场期待二次上市、中概回流，利于港股市值和 ADT 增厚。 .....	15
2、 资金端：南向资金持续涌入、海外降息周期临近提供潜在资金盘，港股资金面宽裕。 .....	20
四、 盈利预测和投资建议.....	22
1、 盈利预测.....	22
2、 投资建议.....	24
3、 风险提示.....	25

## 一、香港交易所：全球领先的交易所集团。

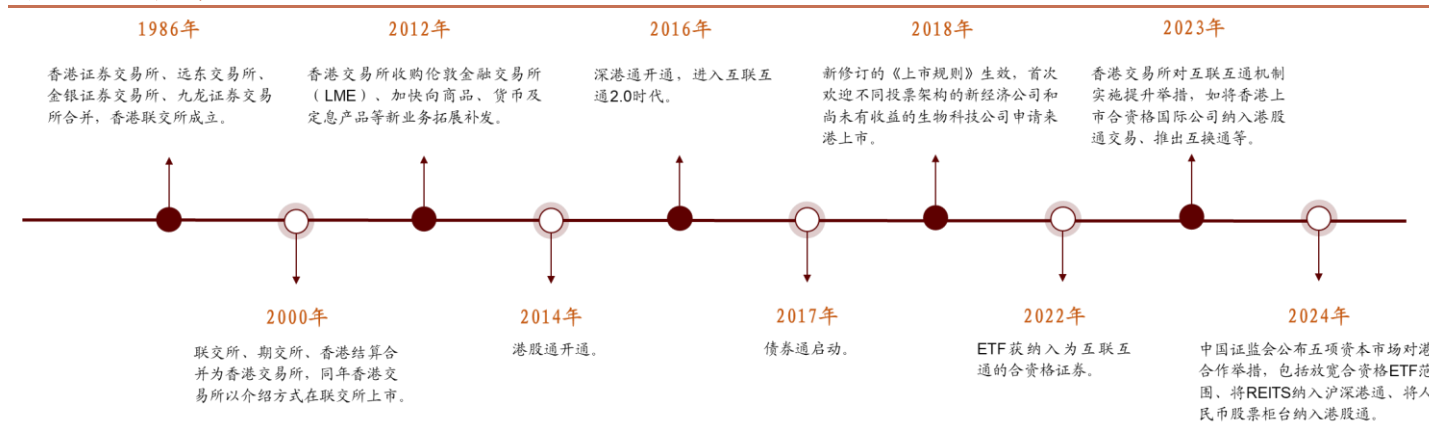
### 1、百年变迁，历久弥新。

从四所并立到四所整合，走向集团化运作。1947年，香港股票经纪会、香港股份商会合并成为香港证券交易所，着力重建二战后的香港股市。此后，伴随证券业发展，远东交易所、金银证券交易所、九龙证券交易所分别于1969年、1971年、1972年先后成立，香港交易所四所并立格局形成。至1986年，为加强市场监管，四所合并、香港联交所成立，经营和维护证券市场的专营权。2000年，香港联交所、香港期交所、香港结算合并成立港交所，同年港交所以介绍形式在联交所上市。2012年，港交所加快向商品、货币及定息产品等新业务拓展的步伐、完成了对伦敦金属交易所的收购。

**互联互通，拥抱双向开放。**2014-2017年，沪港通、深港通、债券通先后开通，香港和内地资本市场互联互通初步实现闭环。2023年，港交所对互联互通机制实施提升措施，如，互换通上线、首次实现衍生品跨境互联互通，将在港上市的合资格国际公司纳入港股通交易、并在沪深股通新增超千只股票等。2024年，证监会公布五项资本市场对港合作措施，包括放宽合资格ETF范围、将REITS纳入沪深港通、将人民币股票柜台纳入港股通等。

**与时俱进，根植创新基因。**2018年新修订的《上市规则》正式生效、首次欢迎不同投票权架构的新经济公司和尚未有收益的生物科技公司申请来港上市，2022年引入SPAC新机制、为发行人开辟上市新途径，港交所始终对富有潜力的优质资产持有兼收并蓄的开放态度。对待虚拟资产快速兴起的需求，港交所积极拥抱、于2024年宣布推出香港交易所虚拟资产指数系列以提供可靠基准价格。

图 1：港交所发展历程



资料来源：港交所官网、招商证券

### 2、港府为大股东，治理结构清晰。

**港府为第一大股东且为唯一控制人。**根据香港《证券及期货条例》第61条，除证监会在咨询香港财政司司长后给予书面核准外，任何人士均不能作为或成为次要控制人。截至2024末，香港特区政府持股比例5.9%、为实益拥有人，另有13位次要控制人、其连同相关方合计持股比例约73%。

表 1：香港特别行政区政府为港交所第一大股东

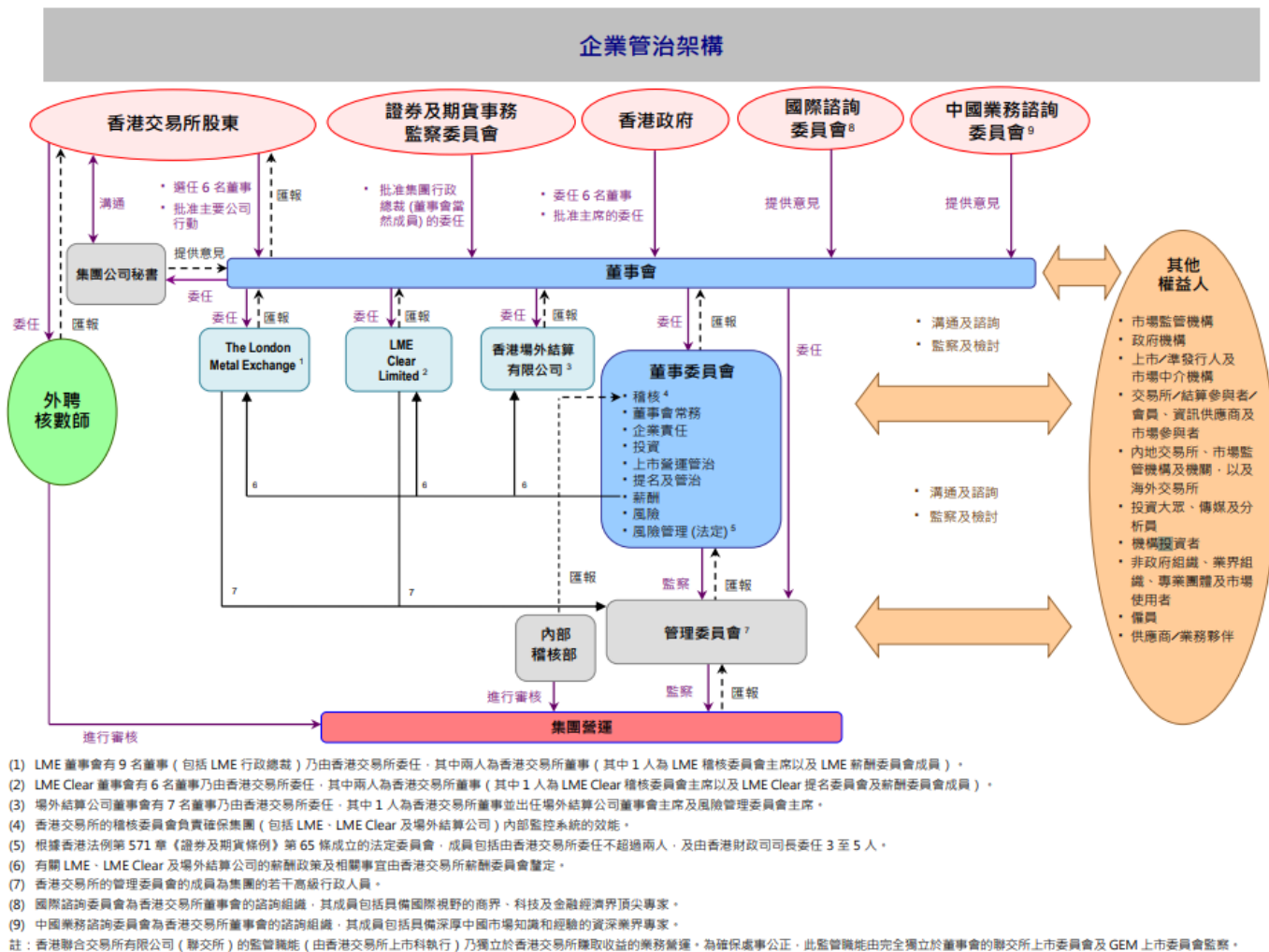
名称	身份	持有股份数目	总数	占香港交易所已发行股份百分比
香港特别行政区政府	实益拥有人	74,840,961	74,840,961	5.90%

资料来源：港交所《企业管治报告》、招商证券

企业治理结构清晰，管理层选拔充分体现市场定位又兼顾民主和市场化。港交所董事会由选任董事和政府委任董事、主席、集团行政总裁构成。香港政府和港交所股东可以委任 6 名董事，香港财政司司长可以委任任何人士为董事，但获政府委任的董事人数不得超过选任人数；集团行政总裁的委任需经证券及期货事务监察委员会批准。此外，国际咨询委员向董事会就主要国际金融中心发展动向提供意见，中国业务咨询委员向董事会提供关于内地经济前景和内地展业高层次观点。

图 2：香港交易所企业管治架构

更新日期：2025 年 6 月 3 日



资料来源：港交所官网、招商证券

### 3、历任领导者市场实践和监管工作经验丰富，为港交所稳健持续经营、活力持续迸发和国际化地位提升打下坚实基础。

前任 CEO 李小加（2010 年 6 月-2020 年 12 月）大刀阔斧的改革令港交所成为全球金融高地。李小加作为港交所首位内地背景的 CEO，任期内改革港交所上

市规则、踩准数字经济和科创企业的发展红利，坚定互联互通金融市场定位、开通沪深港通和债券通、实现了在人民币资本项目管制环境下中国和世界资本交汇的突破，收购伦敦金属交易所、实现对大宗商品业务以及国际拓展“零的突破”。

前任董事会主席史美伦（2018年5月-2024年4月）兼具香港、大陆监管背景，在推动两地证券市场合作和监管规范方面起到了举足轻重的作用。1991年，史美伦加入香港证监会、担任副主席；2001年获时任国务院总理邀请、出任中国证监会副主席，任内帮助创建了证券市场有关监管制度，如独立董事制度、保荐人考试制度等。史美伦深厚的内地和香港业务根基为其任期内港交所关键规则改革、互联互通机制深化、国际化发展提供了保障。

董事会团队管理经验丰富、技能综合全面，为港交所保持战略一致性、延续改革基因和创新活力、提升国际地位提供了支持。现任董事会主席唐家成此前为毕马威亚太区主席兼全球董事会成员、渣打集团独立非执行董事，后获委任为证券及期货事务监察委员会主席；现任行政总裁陈翊庭此前在摩根史丹利工作，领导其亚洲资本市场法律部门长达四年，后加入港交所负责上市科 IPO 交易部、且于香港金融发展局任职；可以看到，“唐家成+陈翊庭”班子兼具业界实务和监管合规经验，预计未来港交所有望持续深化资本市场改革、加强国内互联互通与拓展国际业务板块。此外，其他非执行董事中 4 位具备数码科技业务背景，利于港交所拥抱科技力量、加快在区块链和人工智能等金科领域的布局、深化金科应用。

图 3：港交所董事的技能和经验

职位	姓名	行政领导及战略/于其他上市公司担任董事或高级行政人员的经验	资本市场专业知识	环球业务	中国内地市场的经验	会计专业/财务管理专业知识	法律专业/监管及合规/风险管理	数码
董事会主席、独立非执行董事	唐家成	●	●	●	●	●	●	●
行政总裁、执行董事	陈翊庭	●	●	●	●	●	●	●
独立非执行董事	聂雅伦	●	●	●	●	●	●	●
	巴雅博	●	●	●	●	●	●	●
	陈健波	●	●	●	●	●	●	●
	谢清海	●	●	●	●	●	●	●
	张明明	●	●	●	●	●	●	●
	车品觉	●	●	●	●	●	●	●
	周胡慕芳	●	●	●	●	●	●	●
	梁颖宇	●	●	●	●	●	●	●
	梁柏瀚	●	●	●	●	●	●	●
	任志刚	●	●	●	●	●	●	●
张懿宸	●	●	●	●	●	●	●	
占全体董事比例		100%	77%	85%	92%	54%	85%	31%

资料来源：港交所《企业管治报告》、招商证券

#### 4、战略引领：连接中国与世界、连接资本与机遇、连接现在与未来。

2022年，港交所在原“立足中国、拥抱科技、连接地球”的战略基础上，以“建设面向未来的领先市场”为愿景，以“连接、推动和发展金融市场与社会，携手

“共创新荣”为宗旨，提出“连接中国与世界、连接资本与机遇、连接现在与未来”这一战略。至 2024 年，香港交易所战略取得积极进展。一方面将立足中国的战略落实到各项业务中，持续优化扩展互联互通计划，如宣布将 REITs 纳入沪深港通、实施互换通优化措施、合资格沪深港通 ETF 扩容生效等，为投资者创造更多投资中国市场的机遇；另一方面，坚持科技赋能、探索新业务领域，如宣布自行开发领航星衍生产品平台、优化领航星现货平台、推出香港交易所虚拟资产指数系列和香港交易所数据平台等。

图 4：2024 年香港交易所战略实施取得的积极进展

### 2024年战略实施取得积极进展



资料来源：2024 年香港交易所、招商证券

## 二、竞争壁垒和商业模式：兼具规模效应、范围效应的垄断性、轻资本平台。

### 1、竞争壁垒：兼具规模效应、范围效应的垄断性平台。

#### (1) 政府背书、在港唯一的交易所，具备区域垄断优势。

港交所具有区域垄断性。证券交易方面，美国有纽交所、纳斯达克和美交所等，中国内地有上交所、深交所和北交所，日本有日本交易所作为全国性交易所、亦存在名古屋、福岡、札幌三家地方性独立交易所；衍生品交易方面，美国有 CME 集团、ICE 洲际交易所等，中国内地有郑商所、大商所、上期所、中金所等。然而在香港地区，联交所和期交所是唯一政府背书的证券市场和期货市场。

表 2：主要国家和地区交易所垄断情况及制度梳理

国家/地区	交易所数量	主要制度	垄断地位
中国香港	1 家	中国香港唯一的证券、衍生品交易所运营主体，特区政府背书授予法定垄断地位。	寡头垄断
中国内地	8 家	交易所经国务院批准设立、由证监会垂直管理。	不完全竞争

美国	28 家	SEC 以反垄断促进交易所竞争，相关案例包括废除纽交所 Rule 390、通过竞争而非集中方式建设全国市场体系、允许上市公司携码转板等。	自由竞争
日本	5 家	东京证券交易所与大阪证券交易所合并成为日交所集团，市场份额达到 99% 以上。	垄断

资料来源：各国金融监管当局、招商证券；注：统计对象包含证券交易所和衍生品交易所

**(2) 垂直一体化的业务链条和水平一体化的产品供给，赋予范围效应。**

港交所具有交易结算一体化特征、有助于服务协同和效率提升。港交所拥有联交所、期交所、伦敦金属交易所三家交易所，对应亦拥有香港中央结算所/香港联交所期权结算所、香港期货结算所、伦敦金属交易所清算所，此外港交所还借场外结算所经营场外衍生工具。完善的交易、结算基础设施为港交所提供交易、清算结算、存管托管等综合服务提供保障，有效提升了业务处理、资金运作效率。

表 3：港交所主要附属公司梳理（截至 24 年末）

公司	注册成立地及营业地	主要业务	集团持有权益
直接主要附属公司	香港联合交易所有限公司	在香港经营唯一的股票交易所	100%
	香港期货交易所有限公司	在香港经营期货及期权交易所	100%
	香港中央结算有限公司	经营在联交所买卖以及透过沪深港通买卖的证券的结算所及经营中央证券存管处，并为香港及中国内地上市的合资格证券提供托管及代理人服务。	100%
	香港场外结算有限公司	经营场外衍生工具的结算所	84%
	香港期货结算有限公司	作为在期交所买卖衍生产品合约的结算所	100%
	香港联合交易所期权结算所有限公司	作为在香港联交所买卖股票期权合约的结算所	100%
间接主要附属公司	伦敦金属交易所	营运买卖基本金属及黑色金属期货及期权合约的交易所	100%
	伦敦金属交易所清算所	营运基本金属及黑色金属期货及期权合约的结算所	100%
	深圳前海联合交易中心有限公司	在中国内地营运商品交易平台	90%

资料来源：公司年报、招商证券

港交所具备多元化的产品生态圈，可满足不同投资者需求。目前，港交所已经通过现货证券市场和股票衍生产品，为投资者提供了一站式交易和风险管理服务，构建起丰富的证券产品生态圈。此外，在固定收益和货币市场方面，港交所覆盖债券及票据、利率衍生品、汇率衍生品等产品，积极参与互换通建设、连接在岸和离岸市场，意在推动培育丰富的 FIC 市场产品生态圈。

表 4：港交所各细分市场提供交易产品类型梳理

市场	产品类型
联交所	股本证券：普通股、优先股、存托凭证
	交易所买卖产品：ETF、杠杆及反向产品
	结构性产品：衍生权证、牛熊证、界内证
	房地产投资信托基金
	债务证券：债券、票据

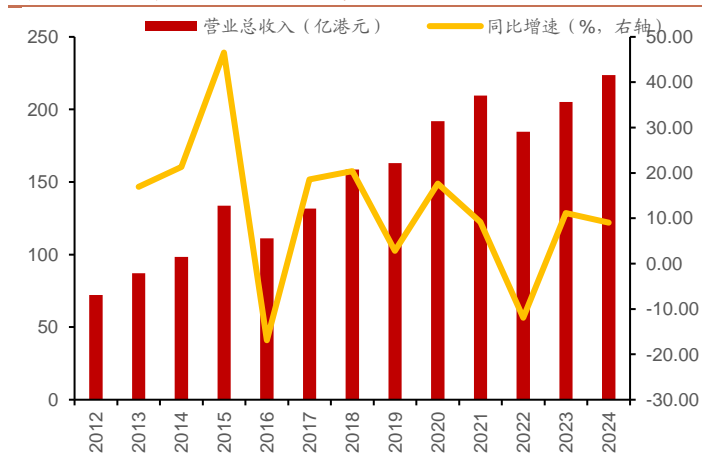
期交所	股票指数产品：恒生指数期货及期权、恒生中国企业指数期货及期权、MSCI 指数期货及期权、恒生科技指数期货及期权、恒生科技指数期货及期权、行业指数期货、中国 120 指数期货
	个股：股票期货、股票期权
	汇率产品：美元兑人民币（香港）期货及期权、小型美元兑人民币（香港）期货、欧元兑人民币（香港）期货、日元兑人民币（香港）期货、澳元兑人民币（香港）期货、印度卢比兑人民币（香港）期货、印度卢比兑美元期货、人民币（香港）兑美元期货
	利率产品：一个月港元利率期货、三个月港元利率期货
LME	商品：美元黄金、人民币（香港）黄金、美元白银、人民币（香港）白银、美元伦敦金属小型合约、人民币（香港）伦敦金属小型合约、美元 TSI 铁矿石。

资料来源：港交所官网、招商证券

## 2、财务概览：业绩稳健、ROE 较高。

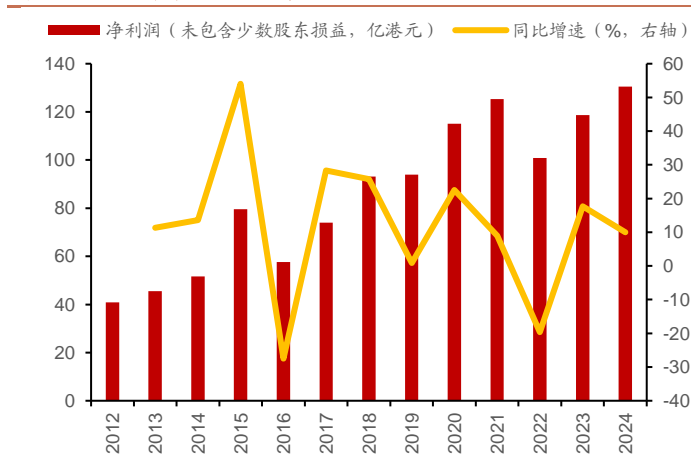
港交所成长与香港资本市场发展紧密相关，营收、净利润长期稳定。2012-2024 年，港交所营业总收入从 72.1 亿港元增至 223.7 亿港元，CAGR 为 10%；净利润(未含少数股东损益)从 40.8 亿港元增至 130.5 亿港元，CAGR 为 10%；EBITDA 从 52.5 亿港元增至 162.8 亿港元，CAGR 为 10%。2022 年受经济增速放缓、互联网/教育/地产政策调整、美联储加息流动性收紧等多因素影响，港股整体承压，营业收入、净利润、EBITDA 同比分别下滑 12%、20%、19%。

图 5：港交所营业总收入及同比增速



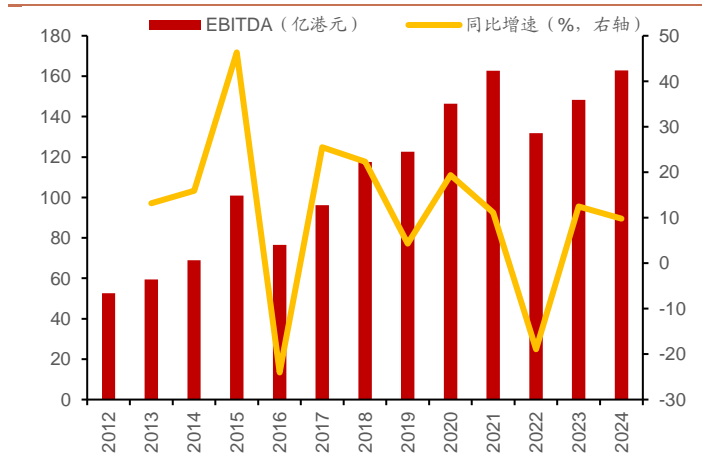
资料来源：公司年报、招商证券

图 6：港交所净利润及同比增速



资料来源：公司年报、招商证券

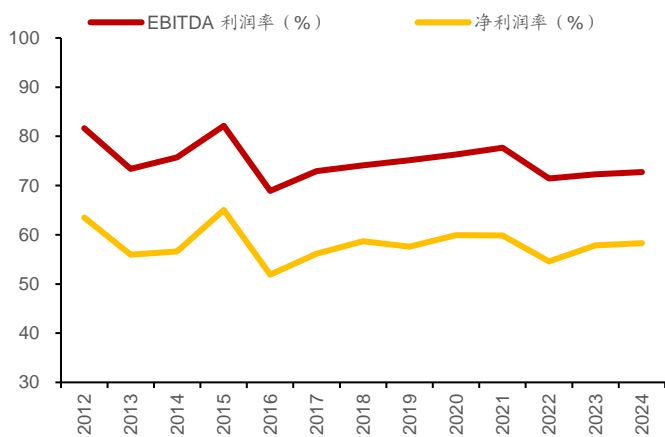
图 7：港交所 EBITDA 及同比增速



资料来源：公司年报、招商证券

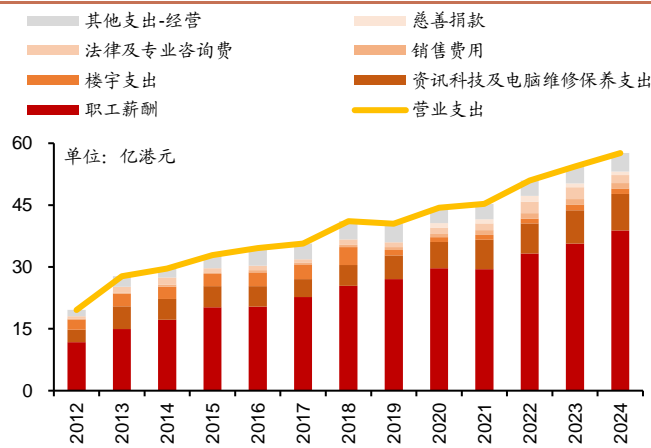
成本规模效应显著，平台化轻资本运作，利润率、ROE 均维持相对高位。一方面，港交所营业支出主要包含职工薪酬、资讯科技及电脑维修保养支出、楼宇成本等，成本相对收入较为刚性、具有一定规模效应，2012-2024 年间成本率维持在 22%-32%之间，相应利润率保持较高水平，净利润率围绕 58%上下波动、EBITDA 利润率围绕 75%上下波动；另一方面，轻资本运作的商业模式使港交所营收净利增长并不依赖资本金的增长，同时港交所股东派息率常年维持在 90%、净资产增速相对温和，相应保证公司 ROE 维持相对高位，2012-2024 年间 ROE 中位数可达 23%。

图 8：港交所 EBITDA 利润率和净利润率



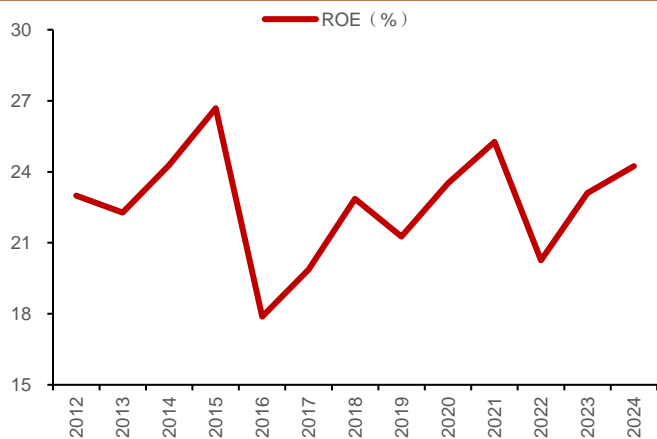
资料来源：公司年报、招商证券

图 9：港交所成本结构



资料来源：公司年报、招商证券

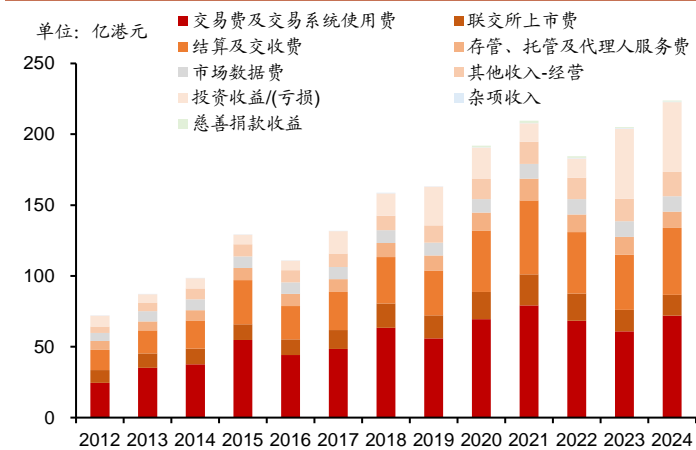
图 10：港交所 ROE



资料来源：公司年报、招商证券

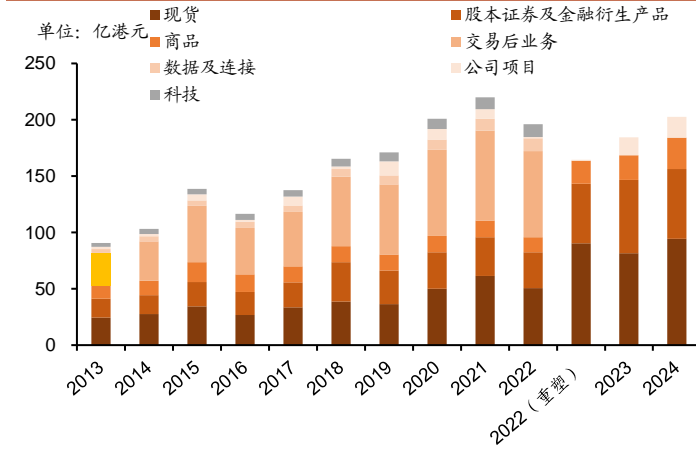
收入结构看，按照财务科目划分，交易费及系统使用费、结算及交收费、投资收益收入贡献较高。2024 年，交易费及系统使用费、投资收益、结算及交收费占营业总收入比重分别为 32%、22%、21%。按照业务类型划分，以 2022 年及以前营运分部划分来看，交易后业务、现货、股本证券及金融衍生产品收入贡献较高，2022 年三者合计占营业收入比重达 86%；2023 年后，港交所重组集团营运分部，将各资产类别交易及结算业务统一管理，相应的交易后业务收入及支出分配进入现货、股本证券及金融衍生产品和商品分部，数据业务成为战略发展重点、从资产类别分布移除后与此前的科技分部统一为数据及连接分部，按照新划分营运分部看，现货、股本证券及金融衍生产品收入贡献较大，2024 年两者收入占比分别为 42%、28%。

图 11: 按照财务科目拆解港交所营业总收入



资料来源: 公司年报、招商证券

图 12: 按照业务类型拆解港交所营业总收入



资料来源: 公司年报、招商证券

表 5: 2024 年港交所分部收入规模及结构

单位: 百万港元	现货分部	股本证券及金融衍生产品	商品	数据及连接	公司项目	科目合计值
交易费 (及交易系统使用费)	3,423	2,354	1,412	—	—	7,189
结算及交收费	3,621	464	632	—	—	4,717
联交所上市费	888	596	—	—	—	1,484
存管、托管及代理人服务费	1,056	90	—	—	—	1,146
投资收益净额	287	2,680	212	—	1,748	4,927
市场数据费	—	—	263	823	—	1,086
其他收入	147	20	269	1,303	86	1,825
分部合计值	9,422	6,204	2,788	2,126	1,834	22,374
占比	现货分部	股本证券及金融衍生产品	商品	数据及连接	公司项目	科目合计值
交易费 (及交易系统使用费)	15%	11%	6%	—	—	32%
结算及交收费	16%	2%	3%	—	—	21%
联交所上市费	4%	3%	—	—	—	7%
存管、托管及代理人服务费	5%	0%	—	—	—	5%
投资收益净额	1%	12%	1%	—	8%	22%
市场数据费	—	—	1%	4%	—	5%
其他收入	1%	0%	1%	6%	0%	8%
分部合计值	42%	28%	12%	10%	8%	100%

资料来源: 公司年报、招商证券

### 3、业务拆解: 轻资本属性突出, 与交易活跃度高度关联。

#### (1) 现货分部

现货业务为港交所主要收入来源之一, 收入水平和资金交易活跃度和资产上市热情强相关。现货业务分部收入主要包括:

**1) 交易服务:** 属于交易所征收的交易规费之一, 2023 年起现货市场取消交易系统使用费, 按照交易额的 0.00565% 双边收取, 其中南向通交易港交所分润 50%; 北向交易按照交易额的 0.00341% 收取, 港交所分润 40%。

**2) 结算交收服务:** 结算费按照交易额的 0.002% 双边收取, 南向通则为单边收费; 北向通单边收取交易额的 0.002%、且额外分润中国结算收费的 50%。交收指示费原按照交易额的 0.002% 收取, 收费区间为 2-100 港元, 2025 年 6 月 30 日起香港市场取消对股票交收费的最低和最高费限额, 将费率统一调整为每笔交易金额的 0.0042%。

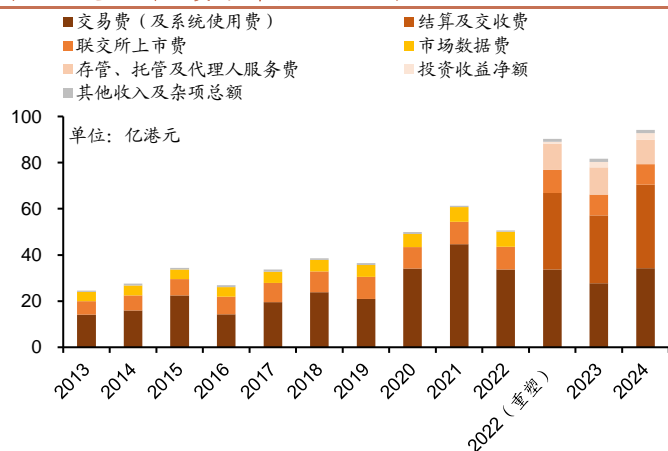
**3) 上市服务:** 联交所根据新发证券的货币值分档收取首次上市费及其后发行的上市费, 根据上市证券面值阶梯式收取上市年费。统计来看, 主板上市公司年费均值为 30 万港元/家/年, GEM 上市年费均值约为 13 万港元/家/年。

**4) 投资收益:** 相关结算所保证金和结算所基金投资于银行存款、股票、债券等所得到的投资收益净额。

**5) 其他收入:** 主要包含存管托管及代理人服务费以及其他杂项收入等, 相关收入虽不随市场交易额呈现线性变化, 但总体和市场活跃度保持密切的正相关性。

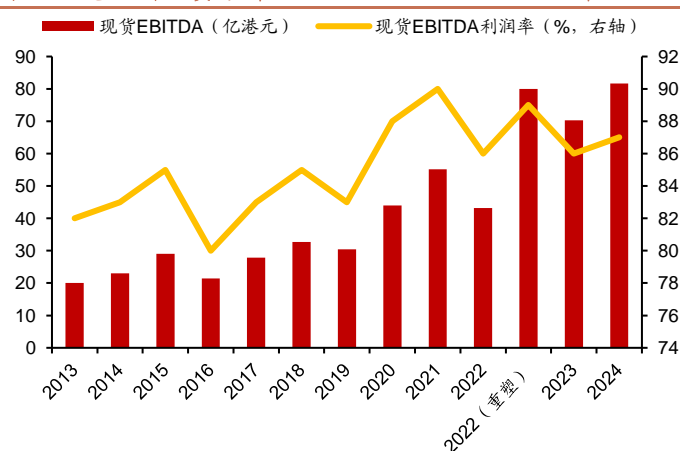
总体看, 现货业务轻资产属性突出, EBITDA 利润率总体维持高位。2024 年, 现货业务收入为 94.22 亿港元, 同比+15%; 其中, 交易费、结算及交收费收入贡献较高, 分别为 36%、38%。2022 年后, 现货分部 EBITDA 利率总体维持在 85% 以上, 为利润率最高的营运分部。

图 13: 港交所现货分部收入及结构



资料来源: 公司年报、招商证券

图 14: 港交所现货分部 EBITDA 和 EBITDA 利润率



资料来源: 公司年报、招商证券

## (2) 股本证券及金融衍生品分部

股本证券及金融衍生品分部收入主要包括:

**1) 交易服务:** 属于交易所征收的交易规费之一, 联交所内衍生权证、牛熊证及权证交易费按照现货方式收费; 期交所衍生品合约和股票期权合约交易费及系统使用费按合约类型确定单位价格、以成交合约张数双边收取, 做市商有一定减免优惠。

**2) 投资收益:** 衍生品保证金和结算基金投资获取收益。2023 年公司收入口径重新划分后, 投资收益已经成为本分部收入的重要支撑。

**3) 上市服务:** 港交所对衍生权证、牛熊证首次发行及其后发行按发行数量收取上市费用。发行衍生权证, 首次发行上市费用为 6 万港元, 其后同一发行人于同

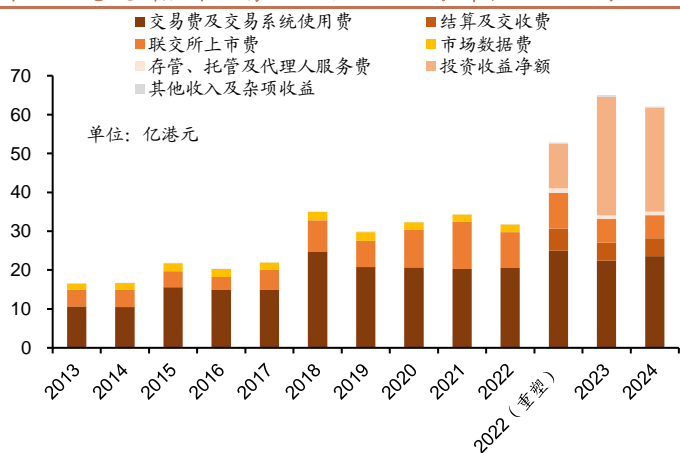
年就同一标的再次推出衍生权证，上市费用为 4 万港元；牛熊证首次及其后发行费用均为衍生权证的 30%。

4) **结算交收服务**：均属于交易所征收的交易规费之一，按合约对应费用、以成交张数双边收取结算费，按交收指示金额的 0.002%收取交收指示费。

5) **其他服务**：主要包含存管托管及代理人服务费以及其他杂项收入等，相关收入虽不随市场交易额呈现线性变化，但总体和市场活跃度保持密切的正相关性。

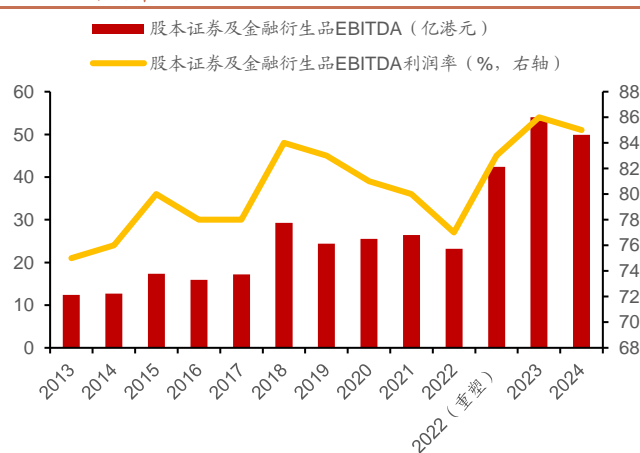
**股本证券及金融衍生品分部轻资产属性突出、EBITDA 利润率仅次于现货分部。** 2024 年，股本证券及金融衍生品分部收入为 62.0 亿港元，同比-5%，系结算参与者利息回扣增加及日元抵押品比例增加导致投资收益下滑之故；投资收益、交易费及交易系统使用费收入贡献较高，分别为 43%、38%。2023 年后，分部 EBITDA 利润率保持在 85%左右，仅次于现货分部。

图 15: 港交所股本证券及金融衍生品分部收入及结构



资料来源：公司年报、招商证券

图 16: 港交所股本证券及金融衍生品分部 EBITDA 和 EBITDA 利润率



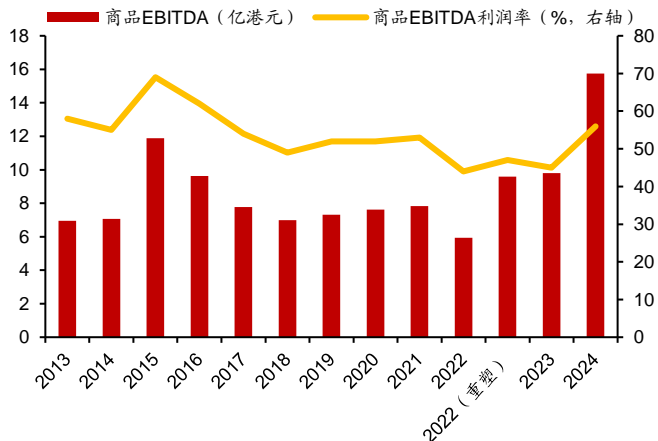
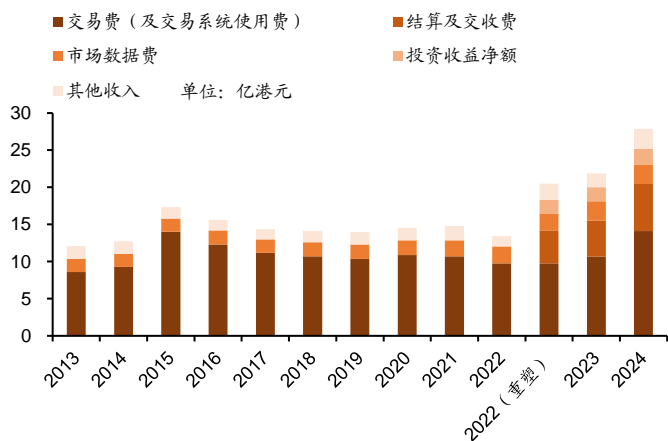
资料来源：公司年报、招商证券

### (3) 商品分部

商品分部主要包含伦敦金属交易所 (LME)、深圳前海联合交易中心 (QME) 两大平台，收入主要来源于交易费 (及交易系统使用费)、结算及交收费，两者均按合约类型确定单位价格、以成交合约张数双边收取。2024 年，商品分部收入为 27.9 亿港元，同比+27%，系 LME 金属合约交易活跃度提升、以及 24 年收费增加之故；交易费 (及交易系统使用费)、结算及交收费收入贡献分别为 51%、23%。商品分部业务模式整体倾向于轻资产，但 EBITDA 利润率长期维持在 53% 左右、远低于现货和股本证券及金融衍生品分部，系 LME 费用较低所故；但伴随 LME 市场优化行动计划成效初现、2022 年镍市场事件涉及法律及专业费用及向原告人收回部分法律费用，EBITDA 利润率触底回升、且有望延续向上趋势。

图 17：港交所商品分部收入及结构

图 18：港交所商品分部 EBITDA 和 EBITDA 利润率



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

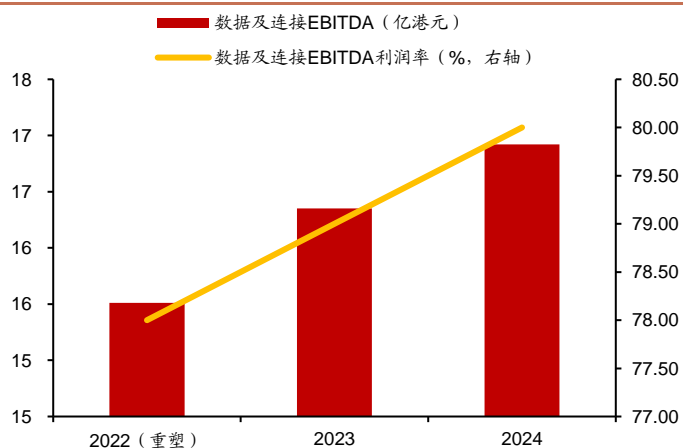
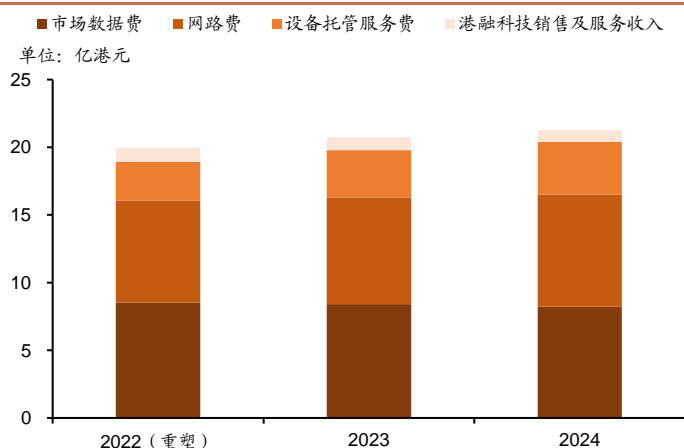
#### (4) 数据及连接分部

港交所从资产沉淀走向数据沉淀，探索公司服务、市场数据和交易工具提供等解决方案业务。截至 2024 年末，港交所企业数据固定月费计划服务涉及的证券市场数据用户突破 200 万户、衍生品市场数据用户突破 100 万户。同时，2024 年港交所推出“香港交易所数据平台”，为数据用户提供更流畅的平台、以获取香港交易所的历史数据和参考数据，此外港交所宣布将在领航星现货平台上逐步进入交易后功能及服务，新增自动化报告下载和信息交换、实施传输及处理交易数据及相关持仓等功能。

港交所数据及连接分部收入主要来源于市场数据费、网路费和设备托管服务费，2024 年三者收入贡献分别为 39%、39%和 18%；受益于成本规模效应，业务利润率较高，2024 年 EBITDA 利润率达 80%，同比+1pct。

图 19：港交所数据及连接分部收入及结构

图 20：港交所数据及连接分部 EBITDA 和 EBITDA 利润率



资料来源：公司年报、招商证券

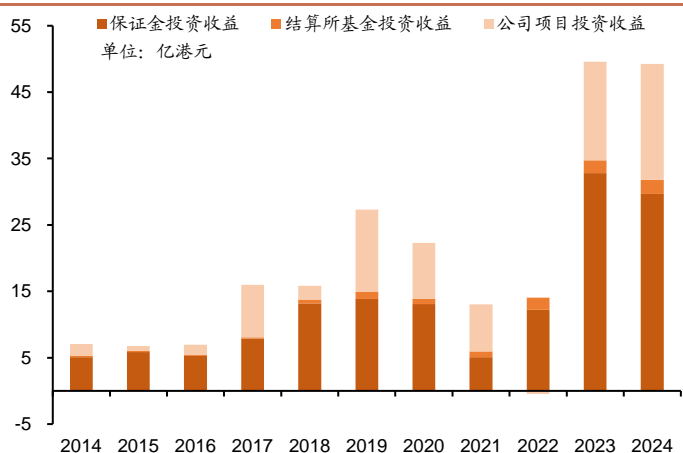
资料来源：公司年报、招商证券

#### (5) 投资净额

港交所投资净额主要来源于保证金及结算所基金投资、公司自用资金投资。2024 年港交所投资净额为 49.3 亿港元；其中，保证金投资收益占比 60%，公司自有资金投资收益占比 35%。从收益来源看，港交所投资收益主要来源于现金及银行存款，债务证券贡献呈现上升趋势，股本证券和外部组合收益波动较大。从资金体量看，2024 年保证金、公司自有资金、结算所基金分别为 1782、344、102

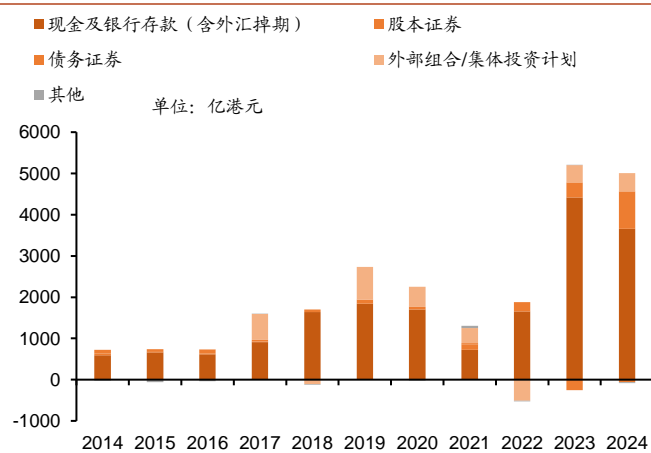
亿港元，占比分别为 80%、15%、5%。从投资收益率看，保证金和结算所基金收益率相对稳定，系相关资金对流动性和收益稳健性要求较高、多投资于现金及银行存款，2024 年两者投资收益率分别为 1.66%、0.82%。公司自有资金投资收益率既包含类固收投资，也包含股票和多元资产组合，呈现收益率更高、波动性更大特征，2022 年外部组合亏损达 4.86 亿港元、导致公司项目收益整体转亏。

图 21：港交所投资收益构成



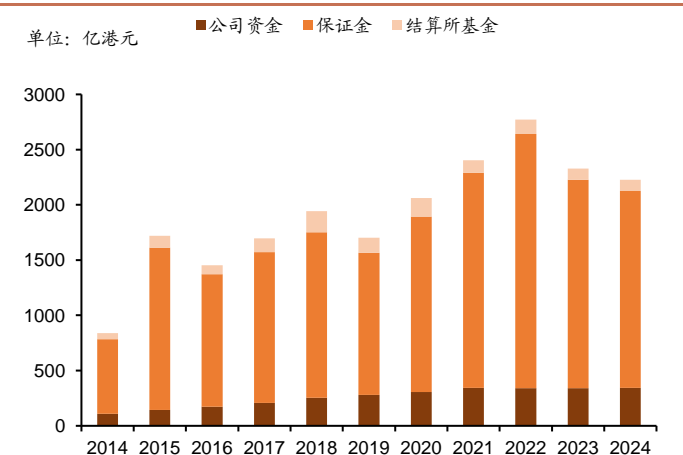
资料来源：公司年报、招商证券

图 22：港交所投资收益来源构成



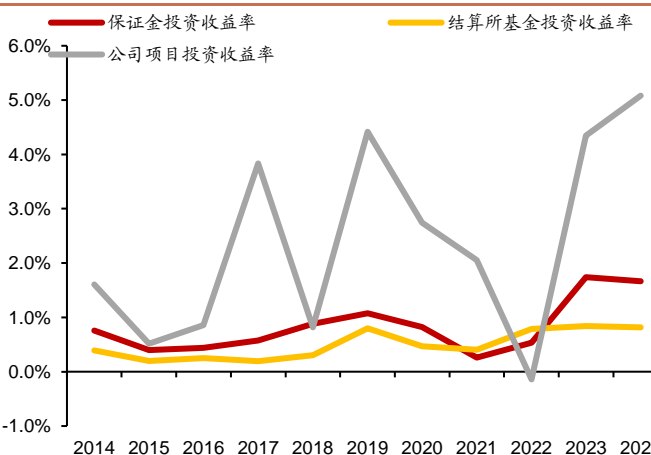
资料来源：公司年报、招商证券

图 23：港交所投资资金构成



资料来源：公司年报、招商证券

图 24：港交所投资收益率



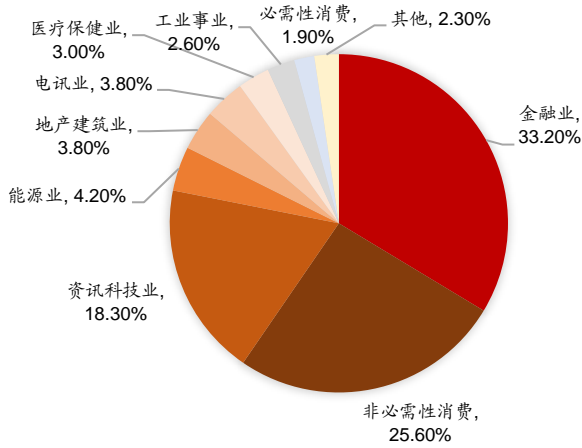
资料来源：公司年报、招商证券

### 三、本轮估值驱动：资产和资金的双重共振

#### 1、资产端：存量市场优质资产聚集，增量市场期待二次上市、中概回流，利于港股市值和 ADT 增厚。

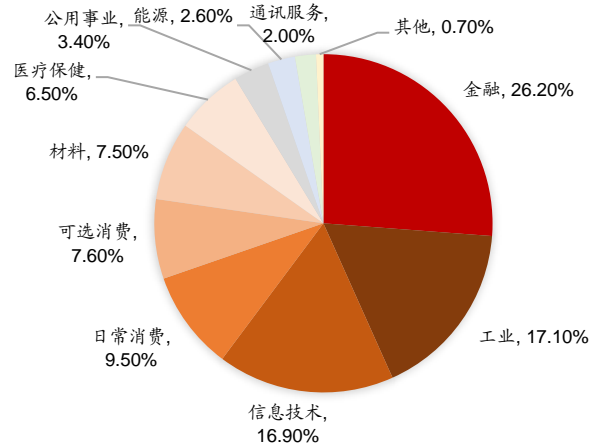
**存量市场优质资产聚集。**一方面，港股市场资产结构更优。腾讯、阿里、美团等互联网巨头均在港上市、是恒生指数和香港市场成交的最大基本盘，汇丰、中海油、四大行“红利资产”独特且兼具性价比。对比恒生指数和沪深 300 指数行业权重，恒指“新经济”行业（非必需性消费、资讯科技业和医疗保健业）占比为 46.9%，沪深 300“新经济”行业（信息技术、可选消费、医疗保健）占比为 31.0%。另一方面，港股大部分行业资产基本面更佳。从行业 ROE 看，25Q1 港股可选消费、公用事业、通讯服务、工业 ROE 分别为 3.54%、2.99%、2.28%、1.40%，而 A 股对应行业 ROE 分别为 0.97%、1.63%、0.74%、0.63%。

图 25: 恒生指数成分股行业分布 (按恒生一级行业划分)



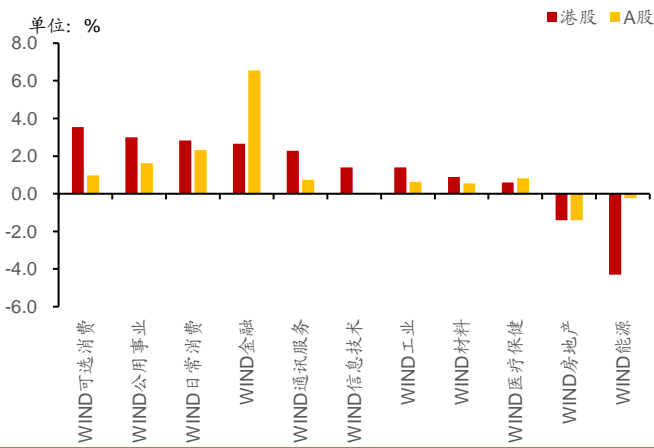
资料来源: WIND、招商证券

图 26: 沪深 300 成分股行业分布 (按 wind 一级行业划分)



资料来源: WIND、招商证券

图 27: 25Q1 行业 ROE 对比: 港股 vs A 股



资料来源: WIND、招商证券

“新经济”行业估值提升带动港股市值增长。DeepSeek 的横空出世和人形机器人发展提速引发市场对港股科技板块的交投情绪，泡泡玛特、老铺黄金及蜜雪冰城为代表的“新消费”势力崛起、打破传统消费估值框架，政策出台和研发回报初显等红利刺激创新药板块市场表现；总体看，截至 2025H1，以资讯科技、医疗保健、非必选消费等行业市盈率明显高于地产建筑、金融、原材料等传统行业。同时，港股充裕的市场流动性为相关板块叙事转变、估值提升提供了充分保障。

表 6: 医疗保健、资讯科技、非必选消费等“新经济”行业市盈率总体高于地产建筑、能源业、原材料等传统行业

板块/市盈率	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
资讯科技业	23.8	29.2	40.4	17.9	15.1	15.7	27.9	23.2
必需性消费	17.3	23.3	32.5	18.9	22.7	19.3	17.5	19.4
医疗保健业	16.9	22.4	39.2	21.7	18.7	16.0	43.4	17.7
非必需性消费	13.5	20.6	36.7	22.3	28.6	15.5	21.9	15.1
电讯业	13.8	13.4	9.1	8.0	8.8	9.9	11.7	13.0
工业	10.6	11.1	13.2	7.4	4.5	6.5	12.3	12.2
原材料业	6.6	10.4	19.1	7.6	6.7	10.7	14.5	11.9
公用事业	14.0	14.3	13.2	11.8	9.9	10.3	12.9	11.0
地产建筑业	5.8	7.6	7.9	5.4	6.2	6.4	-11.1	9.2
综合企业	6.1	5.9	5.5	4.3	5.0	5.4	5.0	7.5

金融业	7.6	7.8	7.3	5.7	5.7	5.0	6.1	7.4
能源业	9.8	9.7	11.5	6.0	4.5	5.6	7.1	7.1

资料来源：WIND、招商证券

**政策鼓励 A 股公司赴港二次上市。**2024 年 5 月证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，明确支持符合条件内地行业龙头企业赴港上市融资、推动“A+H”双重上市机制；10 月香港证监会宣布优化新上市申请审批流程，对合资格 A 股公司在香港上市提供快速审批；2025 年 5 月证监会主席吴清表示，“鼓励符合条件的境内企业依法依规赴境外上市”，但在中美金融脱钩的担忧考量下，香港市场大概率为中资企业境外上市的主阵地。截至 2025 年 7 月 25 日，A+H 两地上市合计 160 家，年内上市 10 家；此外，仍有较多新经济的 A 股公司排队登陆港市中，如澜起科技、兆易创新、纳芯微等。

**表 7：截至 2025 年 7 月 25 日，年内共有 10 家 A 股公司登陆港股市场**

港股代码	A 股代码	证券简称	港股上市日期	H 股市值 (亿港元)	上市以来 H 股换手率
1304.HK	688279.SH	峰岷科技	2025-07-09	30.16	96%
6613.HK	300433.SZ	蓝思科技	2025-07-09	52.98	109%
2648.HK	603345.SH	安井食品	2025-07-04	23.36	61%
2050.HK	002050.SZ	三花智控	2025-06-23	135.81	90%
3288.HK	603288.SH	海天味业	2025-06-19	104.70	61%
2603.HK	002803.SZ	吉宏股份	2025-05-27	10.02	357%
1276.HK	600276.SH	恒瑞医药	2025-05-23	188.36	106%
3750.HK	300750.SZ	宁德时代	2025-05-20	668.25	143%
2865.HK	002865.SZ	钧达股份	2025-05-08	14.78	239%
6693.HK	600988.SH	赤峰黄金	2025-03-10	57.71	855%

资料来源：WIND、招商证券。注：H 股市值为 2025 年 7 月 24 日收盘价\*港股上市股数；上市以来 H 股换手率统计区间截止日为 2025 年 7 月 24 日。

**中概股回流预期持续增强。**2025 年 4 月 9 日，美国财政部部长明确表示，将中国公司从美国股市退市是一个开放的选项。香港财政司司长陈茂波于 4 月 13 日在司长随笔上表示“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”，证监会主席吴清在 5 月 7 日国新办发布会时表示“创造条件支持优质中概股企业回归内地和香港股市”。

截至 2025 年 7 月 24 日，已有 33 只个股在香港、美国两地上市，其中 12 只个股在港二次上市，21 只个股完成在港双重主要上市，市值占整体中概股的 68%；剩余尚未返港上市的中概股中，或有 30 只个股符合第二上市或双重主要上市的条件，占中概股总体市值的 24%；剩余 343 只个股多由于市值/业绩不达标、不符合港交所上市要求，或面临较大退市风险。**基于此筛选结果，计算潜在中概股回流对于港股市值和 ADT 的增厚影响：**

**对于已返港股的中概股而言**，以港交所 CCASS 系统中主托管行股本存托占比近似估计海外股本交易占比，预计已返港个股海外股本交易占比约为 30%。倘若在美国退市，对应海外股本转换为港股，考虑潜在折价比例为 90%（部分投资者流失、退市风险存在抛售压力），预计可增厚港股市值 1.67 万亿港元。进一步，以【(美股成交额+港股成交额)/总市值】近似得到返港后个股交易换手率，预计可增厚港股 ADT 321 亿港元。

对于尚未返港的中概股而言，考虑退市风险存在的潜在抛压和投资者流失可能，假设潜在折价比例为 80%（略高于已返港中概股折价水平），预计可增厚港股市值 1.71 万亿港元；考虑到美股整体换手率高于港股、但港股换手率中枢正在上行，假设该批中概股回流后在港交易换手率为在美交易换手率的 63%、50%、42%，预计对应可增厚港股 ADT 104 亿港元、83 亿港元、69 亿港元。

表 8：港股双重主要上市和第二上市对比

维度	双重主要上市	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	1、有机会纳入港股通,扩大投资者基础,带来新增的流动性。 2、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。	1、部分香港上市规则不适用、合规成本更低。 2、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?	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至香港； 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、招商证券

表 9：目前已有 33 家中概股返港，预计可增厚港股 ADT 321 亿港元

美股代码	证券简称	港股代码	港股证券简称	上市情况	总市值（亿港元）	全球成交换手率	增厚 ADT（亿港元）
BABA.N	阿里巴巴	9988.HK	阿里巴巴-W	双重上市	22,957	520%	129.04
NTES.O	网易	9999.HK	网易-S	二次上市	6,798	247%	18.14
JD.O	京东集团	9618.HK	京东集团-SW	二次上市	4,249	634%	29.09
TCOM.O	携程集团	9961.HK	携程集团-S	二次上市	3,614	431%	16.81
ONC.O	百济神州	6160.HK	百济神州	双重上市	2,853	185%	5.71
TME.N	腾讯音乐	1698.HK	腾讯音乐-SW	二次上市	2,619	307%	8.67
LI.O	理想汽车	2015.HK	理想汽车-W	双重上市	2,543	540%	14.84
BIDU.O	百度集团	9888.HK	百度集团-SW	二次上市	2,479	648%	17.36
BEKE.N	贝壳	2423.HK	贝壳-W	双重上市	1,877	394%	7.99
XPEV.N	小鹏汽车	9868.HK	小鹏汽车-W	双重上市	1,447	835%	13.04
YUMC.N	百胜中国	9987.HK	百胜中国	双重上市	1,425	408%	6.28
ZTO.N	中通快递	2057.HK	中通快递-W	双重上市	1,273	303%	4.16
NIO.N	蔚来	9866.HK	蔚来-SW	二次上市	849	1250%	11.46
HTHT.O	华住集团	1179.HK	华住集团-S	二次上市	823	345%	3.06
BILI.O	哔哩哔哩	9626.HK	哔哩哔哩-W	双重上市	812	1398%	12.26
BZ.O	BOSS直聘	2076.HK	BOSS直聘-W	双重上市	738	538%	4.29
EDU.N	新东方	9901.HK	新东方-S	二次上市	608	770%	5.05
GDS.O	万国数据	9698.HK	万国数据-SW	二次上市	560	391%	2.36
QFIN.O	奇富科技	3660.HK	奇富科技-S	二次上市	466	389%	1.96
MNSO.N	名创优品	9896.HK	名创优品	双重上市	456	453%	2.23
KC.O	金山云	3896.HK	金山云	双重上市	347	615%	2.31
ZLAB.O	再鼎医药	9688.HK	再鼎医药	双重上市	332	431%	1.55

ATHM.N	汽车之家	2518.HK	汽车之家-S	二次上市	281	195%	0.59
AAPG.O	亚盛医药	6855.HK	亚盛医药-B	双重上市	272	133%	0.39
HCM.O	和黄医药	0013.HK	和黄医药	双重上市	245	260%	0.69
WB.O	微博	9898.HK	微博-SW	二次上市	205	373%	0.83
LU.N	陆控	6623.HK	陆控	双重上市	189	314%	0.64
TUYA.N	涂鸦智能	2391.HK	涂鸦智能-W	双重上市	129	42%	0.06
HDL.O	特海国际	9658.HK	特海国际	双重上市	107	130%	0.15
NOAH.N	诺亚控股	6686.HK	诺亚控股	双重上市	62	128%	0.09
ZH.N	知乎	2390.HK	知乎-W	双重上市	34	160%	0.06
BZUN.O	宝尊电商	9991.HK	宝尊电商-W	双重上市	15	466%	0.08
OCFT.N	金融壹账通	6638.HK	金融壹账通	双重上市	23	2025年3月公告私有化退市，目前仍在私有化流程中	
<b>合计市值：</b>					<b>61,688</b>	<b>合计增厚 ADT：</b>	<b>321.25</b>

资料来源：WIND、招商证券。注：总市值统计日期为 2025 年 7 月 24 日；全球成交换手率为（美股成交额+港股成交额）/总市值，统计区间为 2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日。

**表 10：根据目前港股双重上市/二次上市门槛，预计有 30 家潜在回归中概股、可增厚港股 ADT 69-104 亿港元**

美股代码	证券简称	上市日期	归属 wind 行业	是否 WVR	总市值 (亿港元)	美股换手率	增厚 ADT (亿港元)		
							假设折价 20%，换手率假设讨论见下：		
							a. 美股换手率为港股 1.6 倍	b. 美股换手率为港股的 2.0 倍	c. 美股换手率为港股的 2.4 倍
PDD.O	拼多多	2018-07-26	可选消费零售	1	13,173	193%	50.9	40.7	33.9
FUTU.O	富途控股	2019-03-08	非银金融	1	1,925	613%	23.6	18.9	15.7
YMM.N	满帮集团	2021-06-22	交通运输	1	971	235%	4.6	3.7	3.0
VIPS.N	唯品会	2012-03-23	可选消费零售	0	652	210%	2.7	2.2	1.8
LEGN.O	传奇生物	2020-06-05	医药生物	0	637	158%	2.0	1.6	1.3
RGC.O	脑再生	2021-07-16	医药生物	0	589	152%	1.8	1.4	1.2
TAL.N	好未来	2010-10-20	消费者服务	0	469	376%	3.5	2.8	2.4
ATAT.O	亚朵	2022-11-11	消费者服务	1	387	221%	1.7	1.4	1.1
MLCO.O	新濠博亚娱乐	2006-12-19	消费者服务	0	284	195%	1.1	0.9	0.7
RLX.N	雾芯科技	2021-01-22	食品饮料	1	276	123%	0.7	0.5	0.5
BTDR.O	比特小鹿	2021-07-28	软件服务	0	234	903%	4.2	3.4	2.8
HSAL.O	禾赛科技	2023-02-09	汽车与零配件	0	219	281%	1.2	1.0	0.8
FINV.N	信也科技	2017-11-10	非银金融	0	187	120%	0.4	0.4	0.3
VNET.O	世纪互联	2011-04-21	软件服务	0	179	165%	0.6	0.5	0.4
BGM.O	博美	2021-01-12	医药生物	0	158	89%	0.3	0.2	0.2
DQ.N	大全新能源	2010-10-07	电气设备	0	131	442%	1.2	0.9	0.8
LOT.O	路特斯科技	2021-05-06	汽车与零配件	0	122	36%	0.1	0.1	0.1
YALA.N	雅乐科技	2020-09-30	传媒	0	99	48%	0.1	0.1	0.1

JKS.N	晶科能源	2010-05-14	电气设备	0	97	513%	1.0	0.8	0.7
LX.O	乐信	2017-12-21	非银金融	0	96	379%	0.7	0.6	0.5
SVM.A	希尔威金属矿业	2009-02-17	有色金属	0	82	298%	0.5	0.4	0.3
CYD.N	玉柴国际	1994-12-16	机械	0	69	17%	0.0	0.0	0.0
CSIQ.O	阿特斯太阳能	2006-11-09	电气设备	0	68	663%	0.9	0.7	0.6
AMBR.O	AMBER INTERNATIONAL	2017-12-22	传媒	0	53	126%	0.1	0.1	0.1
NEGG.O	新蛋	2010-04-22	可选消费零售	0	47	41%	0.0	0.0	0.0
YRD.N	宜人智科	2015-12-18	非银金融	0	43	43%	0.0	0.0	0.0
SOHU.O	搜狐	2000-07-12	传媒	0	37	53%	0.0	0.0	0.0
SVA.O	科兴生物	2004-12-08	医药生物	0	36	0%			
AHG.O	AKSO HEALTH	2017-11-03	医疗设备与服务	0	33	40%	0.0	0.0	0.0
NWT.N.O	NWTN	2020-03-20	汽车与零配件	0	31	16%	0.0	0.0	0.0
<b>合计市值:</b>					<b>21.3</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>83</b>	<b>69</b>
						<b>合计增厚ADT:</b>			

资料来源: WIND、招商证券; 注: 总市值统计日期为 2025 年 7 月 24 日; 美股成交换手率统计区间为 2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日。

## 2、资金端：南向资金持续涌入、海外降息周期临近提供潜在资金盘，港股资金面宽裕。

制度优化驱动、资产估值优势吸引，南向资金持续流入。制度层面，2022 年互联互通 ETF 推出、两地可投产品范围扩大，2023 年港币-人民币柜台模式推出降低换汇成本，2024 年互联互通十周年高峰论坛扩大沪深港通的标的范围、支持推出更多跨境 ETF 产品，互联互通持续畅通、南向资金投资阻力大幅减轻。资产引力方面，长期以来港股较之 A 股存在明显折价，即使 2025 年以来在恒生指数累计涨幅（20%）远高于沪深 300（0.03%）的情况下（截至 25H1），恒生指数 PE 估值仍显著低于沪深 300。以 AH 两地上市典型标的看，港股股息率显著高于 A 股，而对于重视股东回报的险资而言，港股更具吸引力；此外，港股“新经济”产业占比较高，互联网巨头、造车新势力、生物科技企业和新消费企业集聚，而在新消费、人形机器人、人工智能、创新药等新兴赛道兴起之际，偏好高成长的公募资金纷纷南下、增配港股。

南向资金定价能力边际提升，或带动港股成交换手中枢上行。从成交金额看，25Q1 港股通日均成交金额为 1099 亿港元，占港股股本证券成交比重 49%。从持仓市值看，截至 25Q1，南向资金港股持仓市值达 4.5 万亿港元，占港股总市值比重达 11%。从持股情况看，港股通持股占比呈现上行趋势，对应外资中介持股占比有所下滑。总体看，南向资金对于港股定价能力边际提升，考虑其换手率远高于其他港股投资者，我们预计港股换手率中枢或有显著上移、增厚港交所交易性收入。

表 11：内地香港金融市场联动不断加速、互联互通机制持续深化

时间	政策内容
2021 年 10 月	香港交易所推出 MSCI 中国 A50 互联互通指数期货。
2022 年 7 月	两地交易所符合条件的 ETF 纳入互联互通投资标的并启动交易。
2023 年 3 月	沪深港通合资格股票范围再次扩容，交易标的首次纳入在香港主要上市的合资格外国公司，并新增超过 1000 家 A 股上市公司。
2023 年 4 月	沪深港通交易日历优化正式落地实施。
2023 年 5 月	北向互换通正式上线，互联互通拓展至新的资产类别，首次实现衍生品跨境互联互通。
2024 年 4 月	中国证监会公布 5 项资本市场对港合作措施，包括放宽合资格 ETF 范围、将 REITs 纳入沪深港通以及将人民币股票柜台纳入港股通等。
2024 年 7 月	中国人民银行宣布支持境外投资者使用债券通持仓中的在岸国债和政策性金融债作为北向互换通的履约抵押品。
2024 年 11 月	互联互通十周年高峰会议提出扩大沪深港通标的范围、拓展内地企业境外上市渠道、扩大期货市场开放；支持推出更多跨境 ETF 产品、拓展存托凭证互联互通、优化内地和香港基金互认安排。

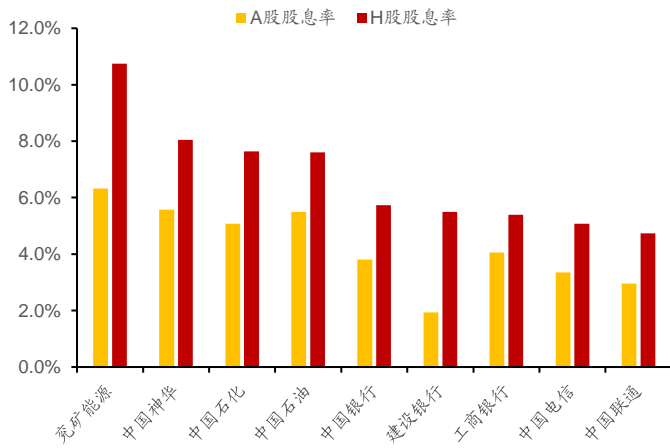
资料来源：《内地与香港资本市场互联互通十周年白皮书》、新华网、招商证券

图 28：长期看沪深 300 PE 估值高于恒生指数 PE



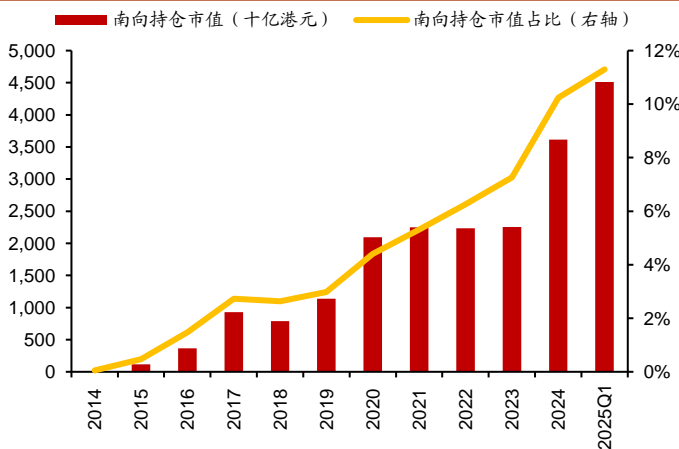
资料来源：WIND、招商证券

图 29：部分 AH 上市个股股息率对比（2025 年 6 月 30 日）



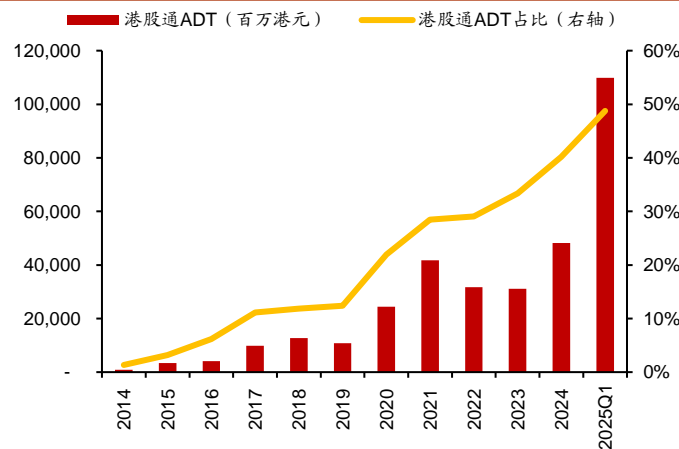
资料来源：WIND、招商证券

图 30：南向持仓市值及其占港股市值比例



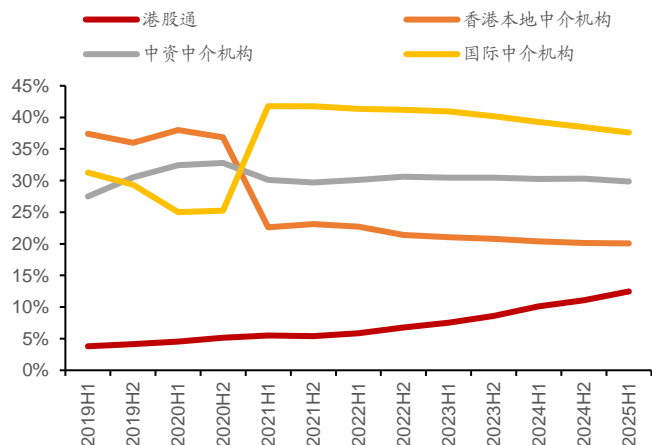
资料来源：公司年报、招商证券

图 31：港股通 ADT 及其占港股 ADT 比例



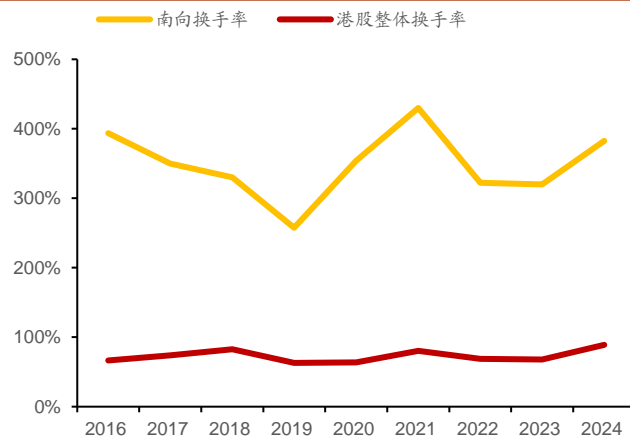
资料来源：公司年报、招商证券

图 32: 港股中介持股占比



资料来源: WIND、招商证券

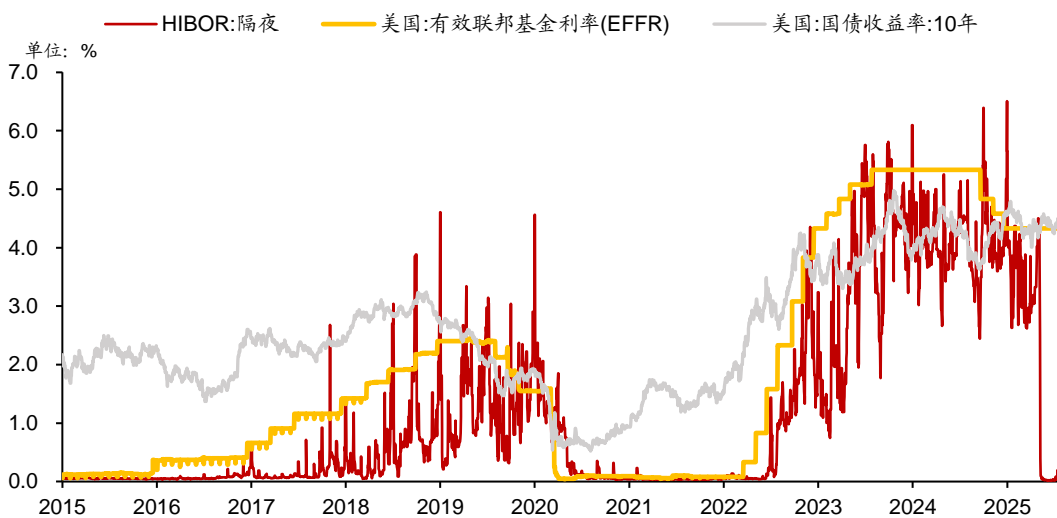
图 33: 换手率: 南向资金 vs 港股整体



资料来源: WIND、招商证券

联系汇率制度下, 美联储临近的降息周期或使 HIBOR 维持降低水平, 有助于港股市场的持续活跃。伴随关税对于通胀压力和经济冲击的影响显现, 叠加影子联储主席的引导, 美联储降息周期或开启; 联系汇率制度牵引下, HIBOR 利率有望维持在较低水平。而由于香港市场的孖展利率和 HIBOR 利率挂钩, 较低 HIBOR 利率有助于资本市场的活跃度提升; 此外充足的市场流动性亦有助于冲销港股 IPO 产生的“抽水效应”。

图 34: 联系汇率制度下, HIBOR 和美国无风险利率同向变动



资料来源: WIND、招商证券

## 四、盈利预测和投资建议

### 1、盈利预测

交易方面, 考虑 2025 年以来港股市场持续活跃、南向资金流入, 预计全年联交所日均成交额可 2097 亿港元, 同比+59%, 其中南向、北向日均交易额预计可达 916 亿港元、1741 亿人民币, 同比分别为+90%、+16%。衍生品方面, 衍生品/权证/牛熊证日均成交额预计增长 50%至 177 亿港元, 衍生产品合约、股票期权日均成交张数预计为 913、900 千张, 同比分别为+10%、+25%。

上市服务方面, 考虑政策驱动下 A 股公司赴港上市火热、中期内中概股回流预期渐强, 预计 2025 年新上市家数为 93 家、2026-2027 年预计新上市家数为 103

家、108 家；衍生权证、牛熊证交易活跃度提升、带动发行放量，预计 2025-2027 年新上市衍生权证数目为 8545/9827/11301 只，新上市牛熊证数目为 32250/35839/39846 只。

**投资方面**，考虑外部市场活跃度带动保证金、结算所基金规模稳步向上，预计 2025-2027 年保证金和结算所基金平均资金金额为 2101、2169、2241 亿港元，同比分别为+4%、+2%、+2%；此外，保证金和结算所基金多投资于现金及银行存款，考虑香港市场 HIBOR 利率维持低位、美联储降息周期将近，预计 2025-2027E 年投资收益率或小幅下滑、分别为 1.54%、1.53%、1.53%。公司资金方面，假设公司资金平均资金金额分别为 372、375、379 亿，同比分别为 +8%、+1%、+1%；全球市场表现良好背景下，投资收益率预计保持相对稳定，假设分别为 5.50%、5.55%、5.60%。

综合看，我们预计港交所 2025-2027 年营业总收入分别为 263、285、304 亿港元，同比分别为+17%、+8%、+7%；归母净利润分别为 153、166、178 亿港元，同比分别为+17%、+9%、+7%。

表 12：港交所核心假设

基础假设		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易类项目	港交所日均成交额（百万港元） （含股本证券、牛熊证、衍生权证）	124,900	105,000	131,800	209,700	229,785	251,834
	同比增速	-25%	-16%	26%	59%	10%	10%
	南向日均成交额（百万港元）	31,700	31,100	48,200	91,580	100,738	110,812
	同比增速	-24%	-2%	55%	90%	10%	10%
	北向日均成交额（百万人民币）	100,400	108,300	150,082	174,095	182,800	191,940
	同比增速	-16%	8%	39%	16%	5%	5%
	联交所衍生品、权证、牛熊证日均成交额 （百万港元）	15,900	11,800	11,800	17,700	18,585	19,514
	同比增速	-21%	-26%	0%	50%	5%	5%
	期交所的衍生产品合约平均每日成交张数 （百万张）	0.712	0.742	0.830	0.913	0.950	0.988
	同比增速	33%	4%	12%	10%	4%	4%
	股票期权合约平均每日成交张数（百万张）	0.588	0.612	0.720	0.900	0.972	1.050
	同比增速	-8%	4%	18%	25%	8%	8%
上市类项目	新上市家数	90	73	71	93	103	108
	年末上市公司总数	2,597	2,609	2,631	2,665	2,708	2,756
	衍生权证发行数	11,874	7,967	6,836	8,545	9,827	11,301
	牛熊证发行数	35,017	22,851	24,808	32,250	35,839	39,846
投资类项目	保证金和结算所基金平均资金金额 （百万港元）	253,300	211,200	204,200	210,110	216,885	224,050
	同比增速	17%	-17%	-3%	4%	2%	2%
	保证金和结算所基金投资收益率	0.55%	1.64%	1.56%	1.54%	1.53%	1.53%

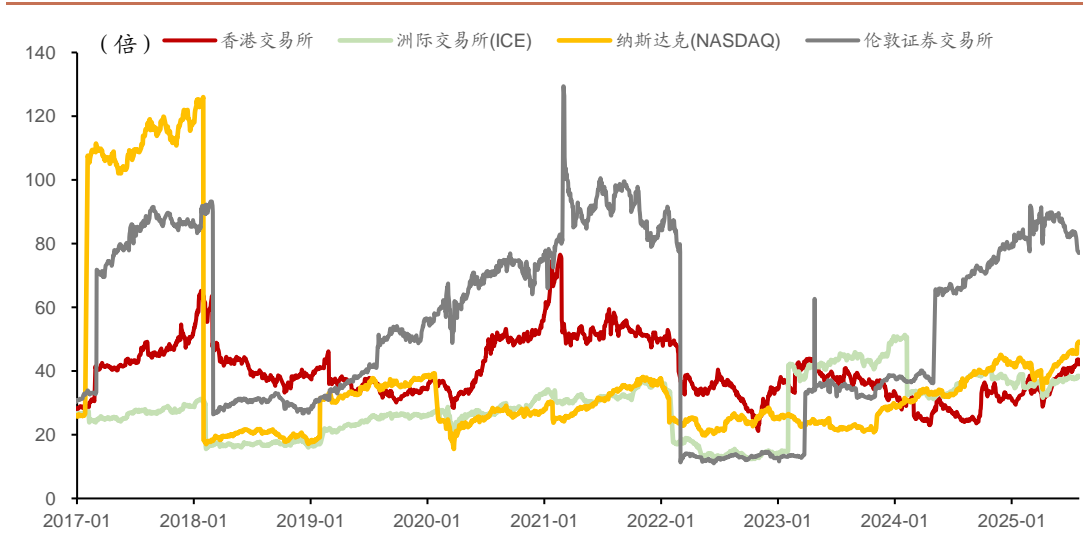
公司资金平均资金金额 (百万港元)	34,000	34,200	34,400	37,152	37,524	37,899
同比增速	-1%	1%	1%	8%	1%	1%
公司项目投资收益率	-0.14%	4.35%	5.08%	5.50%	5.55%	5.60%

资料来源：公司年报、WIND、招商证券

## 2、投资建议

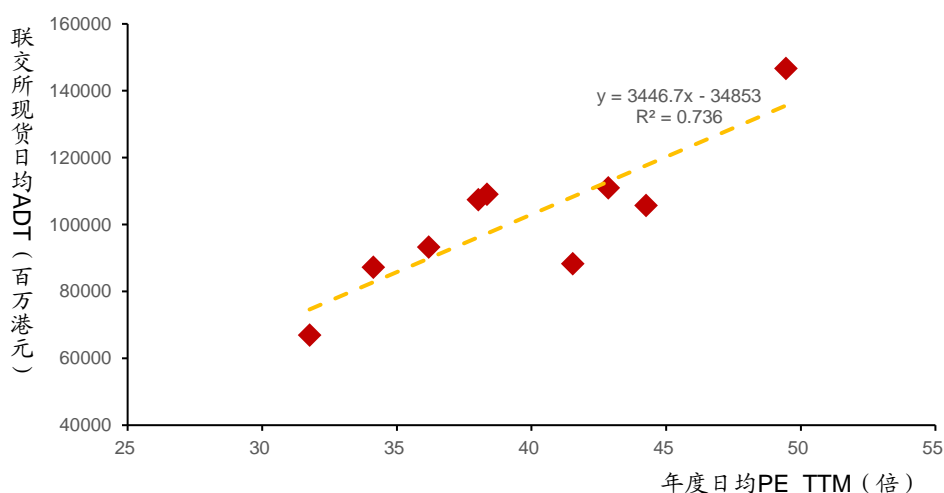
我们依然看好港交所股价的进一步上涨。纯粹从盈利增长趋势和估值弹性上看，港交所估值不算便宜，但是考虑到年内港股资产端存量标的持续受追捧、拟上市标的代表中国新兴发展方向，资金端南下资金正持续增加、潜在人民币升值因素有望吸引更多外资来港投资，所以我们对公司股价仍报以乐观期待。而对标其他上市交易所如洲际交易所、纳斯达克交易所、伦敦交易所。截至 2025 年 7 月 29 日，可比公司 PE 均值 54.9 倍，最新一个会计年度 ROE 均值为 7.8%；香港交易所当日 PE 为 42.8 倍，最近一个会计年度 ROE 为 24.8%；对比看，我们认为，香港交易所更高的景气度仍未充分反映在估值中。综合考虑，我们给定港交所 2025 年 PE 估值 50 倍，目标价 515 港元，仍有 23% 上涨空间，给予“强烈推荐”评级。

图 35：全球主要交易所 PE 估值情况（截至 2025 年 7 月 29 日）



资料来源：WIND、招商证券

图 36：港交所估值和联交所现货日均成交额紧密相关



资料来源：公司数据、WIND、招商证券。注：图中拟合点为 2015-2023 年数据。

### 3、风险提示

- 1、权益市场超预期回调：**若地缘政治问题升级、宏观经济修复不及预期等负面因子造成权益市场超预期下跌、风偏转弱，或拖累港股市场交投活跃度。
- 2、美联储政策不确定性：**若美联储降息周期持续后移、美元指数重新走强，港元触发弱方保证，香港当局回收流动性，或影响港股市场交投活跃度。
- 3、互联互通节奏趋缓风险：**若互联互通节奏趋缓，或影响南向资金交投热情。

附：财务预测表

利润表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>20,516</b>	<b>22,374</b>	<b>26,256</b>	<b>28,467</b>	<b>30,418</b>
交易费及交易系统使用费	6,081	7,189	9,387	10,193	11,015
联交所上市费	1,523	1,484	1,760	1,898	2,039
结算及交收费	3,885	4,717	5,229	6,055	6,550
存管,托管及代理人服务费	1,276	1,146	1,444	1,588	1,747
市场数据费	1,098	1,086	1,140	1,197	1,257
投资收益/(亏损)	4,959	4,927	5,279	5,401	5,550
其他收入	1,694	1,825	1,939	2,053	2,173
<b>营业支出</b>	<b>-5,441</b>	<b>-5,761</b>	<b>-6,050</b>	<b>-6,625</b>	<b>-7,100</b>
职工薪酬	-3,564	-3,886	-4,275	-4,702	-5,172
其他支出	-1,877	-1,875	-1,776	-1,923	-1,928
<b>息税折旧摊销前利润</b>	<b>14,828</b>	<b>16,281</b>	<b>19,798</b>	<b>21,388</b>	<b>22,827</b>
折旧及摊销	-1,443	-1,402	-1,435	-1,427	-1,421
营业利润	13,385	14,879	18,363	19,961	21,406
<b>税前利润</b>	<b>13,332</b>	<b>14,853</b>	<b>18,322</b>	<b>19,923</b>	<b>21,371</b>
所得税	-1,351	-1,698	-2,933	-3,189	-3,421
<b>净利润</b>	<b>11,981</b>	<b>13,155</b>	<b>15,389</b>	<b>16,734</b>	<b>17,950</b>
<b>归母净利润</b>	<b>11,862</b>	<b>13,050</b>	<b>15,266</b>	<b>16,601</b>	<b>17,807</b>
少数股东净利润	119	105	123	134	143
EPS (元)	9.36	10.29	12.04	13.09	14.04

资料来源：公司数据、招商证券

资产负债表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及等同现金项目	125,107	134,365	150,489	158,013	165,914
以公允价值计量及计入损益的金融资产	6,961	7,558	7,916	8,075	8,236
以公允价值计量及计入其他全面收益的金融资产	18,250	50,704	54,335	55,421	56,530
以摊销成本计量的金融资产	76,649	43,610	56,357	60,766	65,527
衍生金融工具	58,127	67,747	54,750	54,750	54,750
应收账款、预付及按金	33,332	54,497	49,049	49,049	49,049
应收回税款	64	441	441	441	441
于合资公司的权益	352	415	423	423	423
商誉及其他无形资产	19,279	19,605	19,997	20,397	20,805
固定资产	1,553	1,504	1,654	1,687	1,721
使用权资产	1,484	1,174	1,132	1,132	1,132
递延税项资产	21	9	7	7	7
<b>总资产</b>	<b>341,179</b>	<b>381,629</b>	<b>396,550</b>	<b>410,162</b>	<b>424,535</b>
衍生金融工具	58,100	67,863	61,077	61,077	61,077
向参与者收取的保证金按金、内地证券及结算保证金以及现金抵押品	176,165	188,857	217,186	228,045	239,447
应付账款、应付费用及其他负债	27,849	37,584	25,047	21,813	18,200
递延收入	1,367	1,356	1,304	1,304	1,304
应付税项	639	1,321	1,321	1,321	1,321
其他财务负债	29	33	41	41	41
参与者对结算所基金的缴款	21,955	27,124	27,666	27,666	27,666
租赁负债	1,604	1,294	1,255	1,255	1,255
借款	447	452	453	453	453
拨备	175	187	203	205	205
递延税项负债	1,053	1,151	1,149	1,149	1,149
<b>负债</b>	<b>289,383</b>	<b>327,222</b>	<b>336,702</b>	<b>344,330</b>	<b>352,119</b>
股本	31,946	31,955	31,955	31,955	31,955
为股份奖励计划而持有的股份	-1009	-1125	-1123	-1123	-1123
保留盈利	19,723	21,890	23,417	25,077	26,857
<b>归属母公司权益</b>	<b>51,344</b>	<b>53,852</b>	<b>59,237</b>	<b>65,161</b>	<b>71,677</b>
<b>股东权益</b>	<b>51,796</b>	<b>54,407</b>	<b>59,848</b>	<b>65,832</b>	<b>72,416</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>341,179</b>	<b>381,629</b>	<b>396,550</b>	<b>410,162</b>	<b>424,535</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。