

买入

2025 年 8 月 8 日

复苏动能强劲，聚焦成长与红利主线

➤ **市场交易数据全面爆发：**2025 年上半年，香港金融市场强劲复苏，多项指标创历史新高。香港交易所表现突出，日均成交金额达 2402 亿港元，同比大幅增长 118%，创下 2010 年以来同期新高。港股通平均每日成交金额达 1109.6 亿港元，同比增长 195%，显示南下资金参与度显著提升。衍生品市场也表现强劲，期货及期权日均成交量同比增长 11%，人民币货币期货日均成交量同比增长 43%，人民币国际化进程加速。

➤ **港股通及衍生品市场：**港股通 25H1 平均每日成交金额达 1109.6 亿港元，同比增长 195%，表明南下资金对港股市场的参与度显著提升。同时，衍生品市场表现活跃，期货及期权日均成交量同比增长 11%，人民币货币期货日均成交量同比增长 43%，反映出人民币国际化进程加速以及市场对风险管理需求的增长。

➤ **细分产品表现亮眼：**ETF 市场在互联互通计划扩容和新产品持续上市的推动下，25H1 每日成交金额攀升至 338 亿港元，同比增幅高达 184%。人民币货币期货成交量大幅增长 43%，进一步巩固了香港作为全球最大离岸人民币业务枢纽的地位。

➤ **市场规模及吸引力显著提升：**截至 2025 年 6 月底，香港市场总市值增至 42.7 万亿港元，较去年同期增长 33%。这一增长主要得益于中国内地经济复苏带动中资股估值修复，以及港交所持续优化上市制度吸引更多优质企业赴港上市。2025 年上半年，港交所受理了超过 200 个上市申请，新股融资总额达 141 亿美元，同比增长 695%，较去年全年增长约 22%，远超全球新股融资额 8%的同比增幅。预计全年将有超过 80 家中大型企业推进 A 股或次级赴港上市计划。

➤ **上调目标价至 500.0 港元，维持买入评级：**基于港交所 2025 年上半年超 2400 亿港元的日均成交额、南向资金创纪录的净流入等强劲基本面改善，叠加 8 月上市新规及 AI 产业红利对长期流动性的提振，结合历史估值中枢，给予港交所目标价 500.0 港元，对应 42 倍 PE，较前一交易日收盘价有 15.8%的涨幅，维持买入评级。该估值较当前约 38 倍 PE 溢价 10%，仍低于历史牛市中枢 44.7 倍，具备充足安全边际。港股市场正处于估值修复与结构转型的关键阶段，虽然短期可能因政策预期差出现波动，但中长期配置价值显著。

➤ **风险因素：**国内经济复苏不及预期、政策宽松力度不足、美联储政策转向延迟、地缘政治冲突升级、板块估值分化加剧。

金煊

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 其他金融

股价 431.6 港元

目标价 500.0 港元

(+15.8%)

股票代码 00388.HK

已发行股本12.7 亿股

市值 5472.0 亿港元

52 周高/低 452.0/213.5 港元

每股净现值42.5 港元

主要股东 Hong Kong 5.9%

Blackrock 5.0%

The Vanguard Group
4.0%

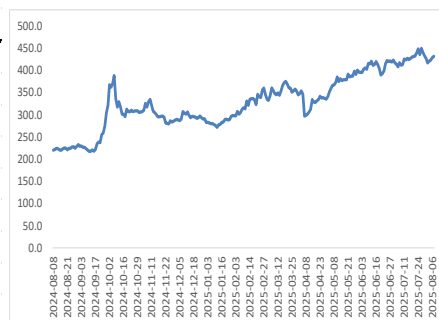
JP Morgan Asset
Management 2.9%

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
总收入(百万港元)	20,516	22,374	26,121	26,771	27,937
变动(%)	11.2%	9.1%	16.7%	2.5%	4.4%
净利润(百万港元)	11,862	13,050	15,218	15,571	16,443
变动(%)	17.7%	10.0%	16.6%	2.3%	5.6%
每股已摊薄盈利(港元)	9.4	10.3	12.0	12.3	13.0
变动(%)	17.7%	9.9%	16.6%	2.3%	5.6%
基于现价市盈率(倍)	46.1	41.9	36.0	35.1	33.3
每股派息(港元)	8.4	9.3	10.8	11.0	11.6
股息率	1.9%	2.1%	2.5%	2.6%	2.7%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

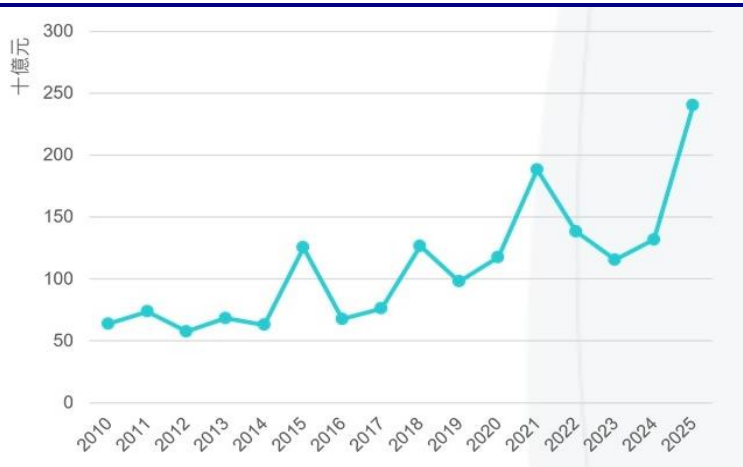
香港市场 2025 年上半年亮点数据回顾

市场交易数据全面爆发

2025 年上半年香港金融市场呈现强劲复苏态势，多项指标创历史新高。香港交易所作为亚洲领先的国际金融中心，展现出显著的韧性与活力，特别是在二级市场表现、产品创新和资本吸引力方面均取得突破性进展。

日均成交金额：2025 年上半年香港交易所平均每日成交金额达 2402 亿港元，较 2024 年同期的 1104 亿港元大幅增长 118%，创 2010 年以来同期新高，且涵盖了港交所历年十大成交交易日中的半数。

图表 1：2010 年至 2025 年上半年港交所平均每日成交金额（港元）

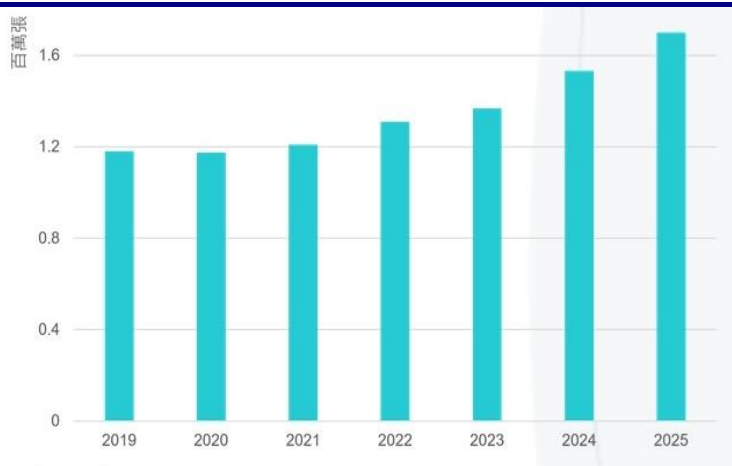


资料来源：香港交易所 • 2025 年 7 月

港股通表现：沪深港通机制下的港股通平均每日成交金额达 1109.6 亿港元，较去年同期增长 195%，显示南下资金对港股市场的参与度显著提升。

衍生品市场：期货及期权平均每日成交量增至约 170 万张合约，同比增长 11%；人民币货币期货每日成交量达 11.5 万张合约，同比增长 43%，反映人民币国际化进程加速及风险管理需求增长。

图表 2：2019 年至 2025 年上半年的期货及期权平均每日成交量（合约）



资料来源：香港交易所 • 2025 年 7 月

细分产品表现亮点

ETF 市场爆发式增长：受惠于 ETF 互联互通计划扩容及新产品持续上市，ETF 每日成交金额攀升至 338 亿港元，同比增幅高达 184%。香港已成为亚洲领先的多元化杠杆及反向产品生态圈，率先迎来亚洲首批个股杠杆及反向产品上市，推动此类产品每日成交金额同比上升 75%至 42 亿港元。

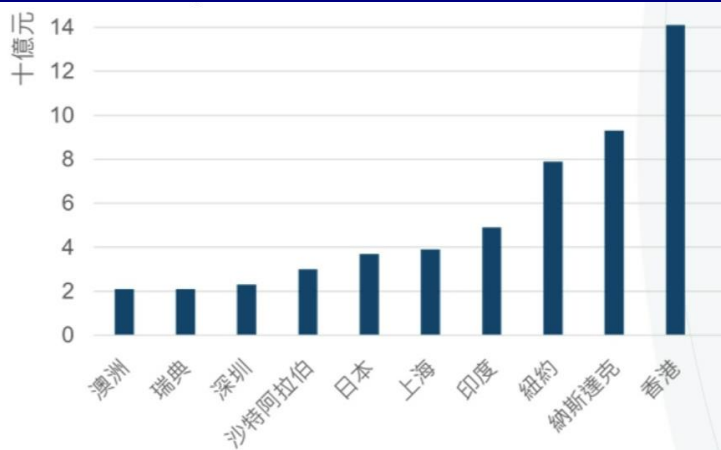
结构性产品需求旺盛：追踪多种相关资产表现的牛熊证 2025 年上半年每日成交金额达 96 亿港元，较去年同期增长 78%，显示投资者对杠杆型工具的需求显著增加。

人民币产品生态圈扩展：人民币货币期货成交量大幅增长 43%，表明香港作为全球最大离岸人民币业务枢纽的地位进一步巩固，人民币计价工具在日益活跃的人民币产品生态圈中的作用日益凸显。

市场规模与吸引力显著提升

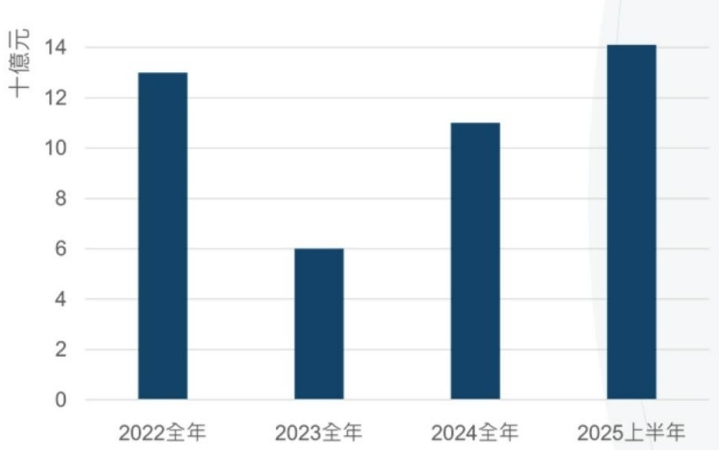
截至 2025 年 6 月底，香港市场总市值增至 42.7 万亿港元，较去年同期的 32.1 万亿港元增 33 长%。这一增长源于多方面因素：一方面，中国内地经济复苏带动中资股估值修复；另一方面，港交所持续优化上市制度，吸引更多优质企业赴港上市。上半年港交所共受理逾 200 个上市申请，2025 年上半年香港新股融资总额达 141 亿美元，同比增长 695%，较去年全年多约 22%，远超全球新股融资额 8%的同比增幅。预计全年将有超过 80 家中大型企业推进 A 股或次级赴港上市计划。

图表 3：2025 年上半年全球领先的新股融资市场（十亿美元）



资料来源：Dealogic • 2025 年 7 月

图表 4：2022-2025 年香港新股发行量（十亿美元）



资料来源：Dealogic 及彭博 • 2025 年 7 月 3 日

政策环境与制度创新

上市规则优化升级

2025 年 8 月 1 日，港交所宣布自 8 月 4 日起实施一系列优化上市规则措施，旨在降低制度门槛并提升市场竞争力：

- 1) **降低最低公众持股比例**：由原来的 15% 降至 10%，对市值较小的公司采用 5%-25% 的分层标准，根据公司市值动态调整，有利于中小企业降低上市成本。
- 2) **A+H 股公司自由流通股比例下调**：自由流通股比例降至 5%（此前建议为 10%），大幅降低双重主要上市公司的合规成本。
- 3) **优化新股配售机制**：提高机构投资者获配比例，将散户回拨比例由 50% 调低至 35%，强化机构在 IPO 定价中的作用，提升定价效率与国际竞争力。

政策影响

提升市场流动性：公众持股比例要求降低将增加上市灵活性，尤其有利于新经济公司和生物科技企业通过香港市场融资发展。自由流通股比例下调可吸引更多优质 A+H 股公司来港上市，提升市场深度。

吸引国际资本：新股配售机制优化将增强机构投资者话语权，提高港股 IPO 市场对国际长线资金的吸引力。结合内地政策支持，香港有望成为亚太地区创新企业融资首选地。

稳定币监管框架完善：香港金管局宣布稳定币发行人监管制度将于 8 月 1 日起实施，为加密货币和数字资产提供明确监管框架，进一步巩固香港作为数字金融中心的地位。

下半年市场环境展望

政策博弈与资金驱动

基本面与政策面趋势

国内经济环境：6 月经济数据呈现分化态势，整体表现仍偏弱。社会消费品零售总额、固定资产投资等指标复苏基础尚不稳固，房地产投资仍为拖累项。7 月政治局会议明确以‘巩固经济回升向好基础’为核心目标，预示下半年政策更注重结构性支持与存量效能提升，而非通过大规模总量刺激强拉增长。

海外货币政策：美联储 7 月议息会议维持利率不变，主席鲍威尔表态偏鹰派，市场对降息预期进一步延后。历史经验表明，在加息周期结束后的暂停阶段，港股往往有较好表现。

中美关系影响：中美贸易争端仍是潜在风险点，对美业务敞口较大的行业板块及上市公司可能面临压力。建议投资者关注出口依赖度较低和内需导向型行业。

资金面与情绪面

南向资金持续主导：2025 年 1-7 月南向资金累计净流入达 8668 亿港元，超越 2024 年全年总量，创互联互通机制启动以来最高纪录。7 月单月净流入达 1356 亿港元，同比显著增加。南向资金成交额占港股总成交额比例已达 55%，对市场影响力显著增强。

外资回流迹象初现：近期更多海外投资者开始关注中国内地及香港股市，内地消费模式转变利好离岸中概股，电动车、手机及出行相关板块受关注度提升。若美联储明确降息路径，国际资金或加速回流港股市场。

成长与红利双主线

科技成长主线：AI 与创新驱动

AI 全产业链机会：中国 AI 产业在技术领域持续追赶，算力投资大幅增长，推动产业链价值重估。建议关注恒生互联网科技业指数的成分股，该指数覆盖了从上游芯片、算力、AI 大模型到下游应用的全产业链，“AI 含量”突出。政策面上，7 月 31 日国常会审议通过并发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，强调大力推进人工智能的规模化商业化应用；同时上海发放 6 亿元算力券，降低智能算力使用成本，为产业发展注入新动力。

电动车与智能驾驶：电动车行业受益于 AI 技术赋能及消费模式转变，港股龙头公司具有全球竞争力。中国相关股份估值合理且有政策支持，未来增长机会显著。

创新药与生物科技：7 月医疗保健业指数单月大涨超 20%，创下最佳表现。随着欧美大型药企与内地生物科技公司合作意愿增强，行业有望受益于“中国创新药出海”主题。特别是与 AI 制药结合的创新型企业，具有长期成长空间。

红利价值主线：稳健收益优选

低估值国央企板块：业绩和股价走势稳健且受益于国企改革政策红利的低估值国央企，特别是银行、保险、能源板块。7 月金融业获得南向资金超 530 亿港元净流入，显示机构偏好。在政策强调“中特估”价值重估背景下，高股息、稳定现金流的国央企配置价值凸显。

香港本地红利股：基本面相对独立且受益于潜在降息周期的香港本地银行、电信及公用事业股。香港金管局可能跟随美联储政策调整，本地银行净息差压力有望缓解，公用事业股则提供稳定分红和防御属性。

消费复苏主线：结构亮点捕捉

新消费趋势引领者：关注内地消费模式转型带来的投资机会，特别是性价比消费、国潮品牌和智能设备领域。港股拥有众多稀缺性消费品牌和渠道创新企业，有望受益于消费复苏和政策支持。

出行产业链修复：随着暑期旅游旺季到来和国际航班持续恢复，航空、酒店、免税等板块存在阶段性修复机会。港股相关公司估值仍低于疫情前水平，具有较好的风险收益比。

图表 5：港股市场 2025 年下半年板块配置建议

配置方向	相关板块	推荐理由	风险因素
科技成长	AI 全产业链	政策支持+技术突破+商业化加速	技术迭代风险、估值泡沫化
	电动车与智能驾驶	消费升级+AI 赋能+全球化布局	竞争加剧、贸易壁垒
	生物科技与创新药	国际合作+政策利好+行业复苏	研发失败、政策变化
红利价值	低估值国央企	高股息+政策催化+估值修复	经济复苏不及预期
	香港本地银行与公用事业	防御属性+稳定分红+利率敏感	利率政策变动
消费复苏	新消费趋势	消费升级+国潮崛起+模式创新	消费力恢复不足
	出行产业链	旺季效应+国际客流恢复	宏观经济波动

资料来源：公开资料整理，第一上海

盈利预测与估值

目标价 500.0 港元，维持买入评级

基于港交所 2025 年上半年日均成交额同比大增 118%至 2402 亿港元、南向资金净流入创纪录（占港股成交额 55%）等强劲基本面改善，叠加 8 月上市新规（降低公众持股比例、优化配售机制）及 AI 产业红利对长期流动性的提振，结合历史估值中枢（2018 年至今 PE 中枢为 39.1 倍，牛市峰值达 44.7-68 倍），给予港交所目标价 500.0 港元，对应 42x PE，较前一交易日收盘价有 15.8%的涨幅，维持买入评级。该估值较当前约 38 倍 PE 溢价 10%，仍低于历史牛市中枢 44.7 倍，具备充足安全边际。

港股市场正处于估值修复与结构转型的关键阶段，虽然短期可能因政策预期差出现波动，但中长期配置价值显著。

风险因素

国内经济复苏不及预期：若消费、投资数据持续疲软，企业盈利修复可能推迟，影响市场估值提升。

政策宽松力度不足：若经济下行压力加大而政策响应滞后，市场信心可能受挫。

美联储政策转向延迟：美国通胀黏性超预期导致降息推迟，可能引发新兴市场资金外流压力，港股流动性环境承压。

地缘政治冲突升级：中美贸易摩擦反复、美国大选对华政策不确定性等可能抑制风险偏好。

板块估值分化加剧：部分成长板块短期涨幅较大，若业绩无法匹配高估值，可能面临调整压力。

附录：主要财务报表

损益表						财务分析					
财务年度截至<12月31日>百万港元						财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	20,516	22,374	26,121	26,771	27,937	盈利能力					
营运支出	-5,688	-6,093	-7,138	-7,345	-7,445	税前溢利率(%)	65.0%	66.4%	66.3%	66.2%	67.0%
税前溢利	13,332	14,853	17,320	17,722	18,715	EBITDA率(%)	72.3%	72.8%	72.7%	72.6%	73.3%
税项	-1,351	-1,698	-1,980	-2,026	-2,139	净利率(%)	57.8%	58.3%	58.3%	58.2%	58.9%
纯利	11,862	13,050	15,218	15,571	16,443	营运表现					
折旧及摊销	-1,443	-1,402	-1,637	-1,678	-1,751	成本收入比率(%)	20.7%	21.0%	21.1%	21.2%	20.4%
EBITDA	14,828	16,281	18,983	19,426	20,491	实际税率(%)	10.1%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
每股已摊薄收益(港元)	9.36	10.29	12.00	12.28	12.97	股息支付率(%)	89.8%	89.7%	90.0%	90.0%	90.0%
增长						回报率					
收入(%)	11.2%	9.1%	16.7%	2.5%	4.4%	ROA(%)	3.2%	3.6%	3.8%	3.7%	3.8%
EBITDA(%)	12.5%	9.8%	16.6%	2.3%	5.5%	ROE(%)	23.3%	24.6%	27.3%	26.8%	27.4%
每股收益(%)	17.7%	9.9%	16.6%	2.3%	5.6%						

资产负债表						现金流量表					
财务年度截至<12月31日>百万港元						财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
公司现金	10,286	15,045	18,685	20,850	23,633	除税前溢利	13,332	14,853	17,320	17,722	18,715
应收账款、预付款						折旧及摊销	1,443	1,402	1,637	1,678	1,751
及按金	33,332	54,497	63,304	61,135	57,344	已付税项	-2,947	-1,283	-1,571	-1,959	-1,975
财务资产	83,338	126,009	132,309	138,925	145,871	其他	-328	-2,198	2,232	779	963
无形资产	19,279	19,605	19,605	19,605	19,605	营运活动现金流	11,500	12,774	19,619	18,219	19,453
固定资产	1,553	1,504	1,519	1,534	1,550	资本开支	-1,386	-1,604	-1,711	-1,754	-1,831
保证金	91,369	96,089	106,996	105,268	98,350	其他投资活动	-4,904	4,798	-436	-440	-445
其他资产	102,022	68,880	77,674	80,471	82,450	投资活动现金流	-6,290	3,194	-2,147	-2,195	-2,275
总资产	341,179	381,629	420,092	427,789	428,802	银行借款变化	0	0	0	0	0
参与者对结算所基						已付股息	-10,316	-10,416	-12,642	-13,804	-14,340
金的缴款	21,955	27,124	42,461	44,906	45,944	融资活动现金流	-11,250	-11,261	-12,697	-13,859	-14,395
保证金按金	176,165	188,857	198,300	196,571	189,653	现金变化	-6,040	4,707	4,775	2,166	2,782
财务负债	58,100	67,863	71,256	74,819	78,560	期初持有现金	15,258	9,212	13,910	18,685	20,850
应付账款、应付费						期末持金现金	9,212	13,910	18,685	20,850	23,633
用及其他负债	27,849	37,584	44,028	45,308	45,926						
借款	447	452	497	547	602						
拨备	175	187	175	175	175						
递延收入	1,367	1,356	1,750	1,878	1,957						
其他	3,325	3,799	4,520	4,587	4,752						
总负债	289,383	327,222	362,987	368,791	367,569						
股东权益	51,796	54,407	57,105	58,997	61,233						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。