

25Q3 前瞻：港股成交延续高增，业绩有望充分受益

核心观点

港交所发布 9 月港股市场概况数据，香港证券市场市值达 49.85 万亿港元，环比+7.01%，同比+35.03%。三季度 ADT 实现 2863.58 亿港元，同比+144.80%，环比+20.48%。IPO 方面，25Q3 新增上市公司家数 28 家，环比增加 1 家，较去年同期增加 6 家，募资金额达 478.38 亿港元，同比增加 33.75%。衍生品市场方面，三季度衍生品和商品合约成交量同比维持正增，市场风险对冲需求旺盛，期货及期权总数日均成交张数达 165 万张，同比/环比分别增长+9.28%/+6.16%。HIBOR 利率在八月整体有所反弹并维持高位，对冲效果凸显。展望未来，美联储货币政策转向有望缓解外部流动性压力，且南向资金持续买入也为港股成交增添持续动力，港交所有望充分受益。

事件

近日，港交所发布 9 月港股市场概况数据。

2025 年 9 月底，香港证券市场市值为 49.85 万亿港元，环比+7.01%，同比+35.03%。2025 年 9 月的平均每日成交金额（ADT）为 3167.17 亿港元，环比+13.48%，同比+97.03%。三季度 ADT 实现 2863.58 亿港元，同比+144.80%，环比+20.48%。

简评

港股 2025Q3 复盘：外部流动性有所改善，主要指数实现正增

2025 年三季度，受国内宏观经济预期改善、美联储降息影响，港股科技、医药等新经济行业迎来价值重估机遇，市场对港股的关注度整体较高，恒生指数、恒生科技指数 Q3 分别累计上涨 11.56%、21.93%。1-9 月份恒生指数累计上涨 33.88%，恒生科技指数累计上涨 44.71%。

现货市场：南向资金持续流入，市场成交维持高增

根据 Wind 的统计，7-9 月南向资金累计净买入 3,999.85 亿元，同比+230.22%，其中 7/8/9 月分别净买入 1,241.04、1,032.28、1,726.53 亿元。在此背景下，港股市场成交活跃度明显提升，25Q3ADT 同比/环比分别+144.80%/+20.48%至 2863.58 亿港元，1-9 月港股市场日均成交实现 2564.22 亿港元，同比+127.60%。三季度港股通南向交易 ADT 达 1524.59 亿港元，同比/环比分别

香港交易所 (0388.HK)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

何泾威

hejingwei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070007

发布日期：2025 年 10 月 12 日

当前股价：444.60 港元

目标价格 6 个月：543.13 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.72/0.36	9.44/-1.35	34.04/6.20
12 月最高/最低价 (港元)		462.80/275.40
总股本 (万股)		126,783.69
流通 H 股 (万股)		126,783.69
总市值 (亿港元)		5,291.95
流通市值 (亿港元)		5,791.48
近 3 月日均成交量 (万)		549.43
主要股东		
香港特别行政区政府		5.90%

股价表现

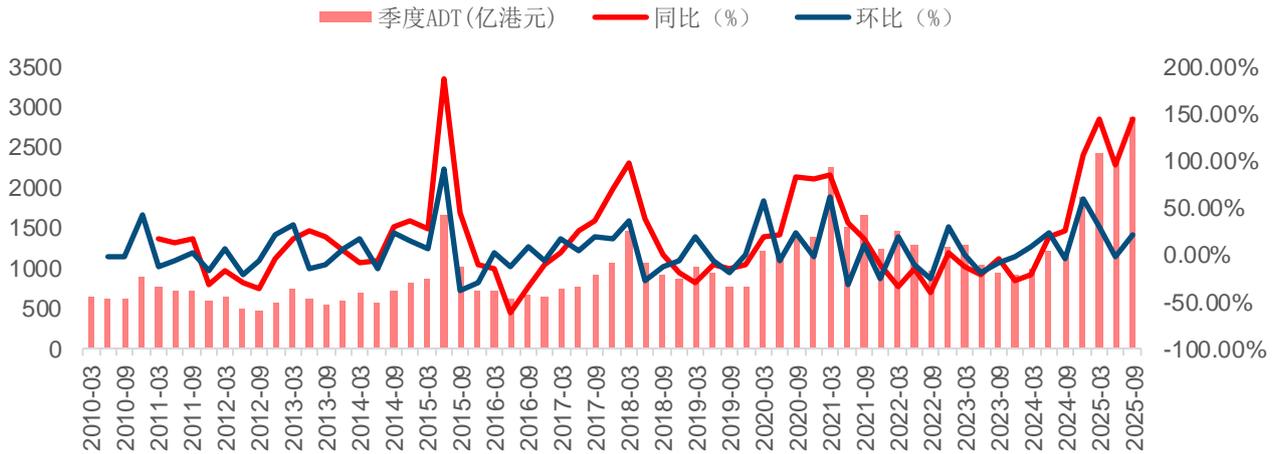


相关研究报告

+303.85%/+40.76%。

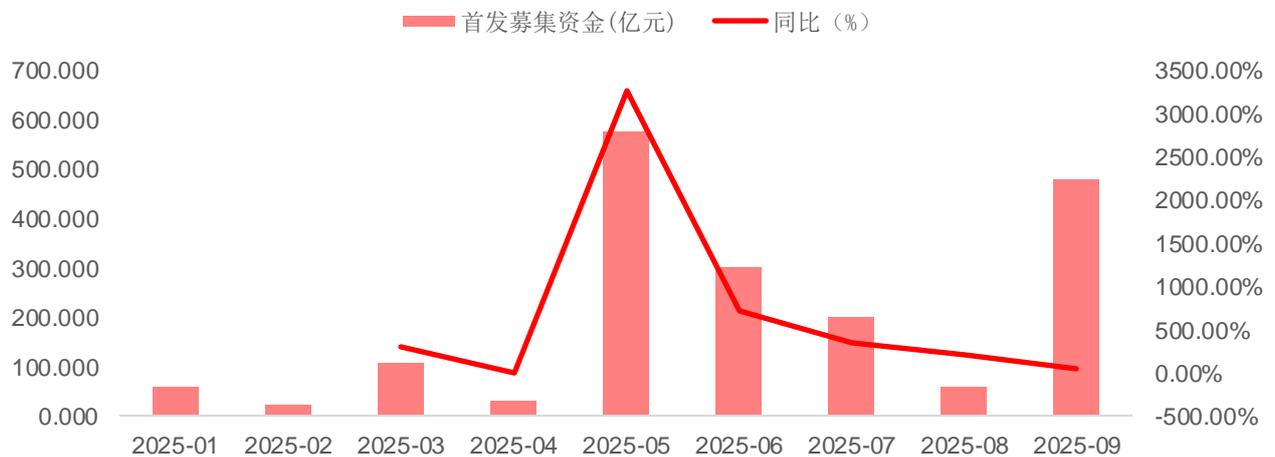
IPO 方面，根据 Wind 的统计，按照上市日期统计，25Q3 新增上市公司家数 28 家，环比增加 1 家，较去年同期增加 6 家，IPO 募资金额为 478.38 亿港元，同比增加 33.75%。三季度 A 股上市公司赴港二次上市节奏保持平稳，其中天岳先进（688234.SH）募资金额合计 23.50 亿港元。从数量上看，三季度上市公司以医疗保健、可选消费行业为主；从规模上看，募资规模最大的公司为紫金黄金国际，募资规模达 287.32 亿港元。

图表1： 港股日均成交额变化情况



数据来源：公司公告，Wind，中信建投

图表2： 港股年初至今首发募集资金规模变化

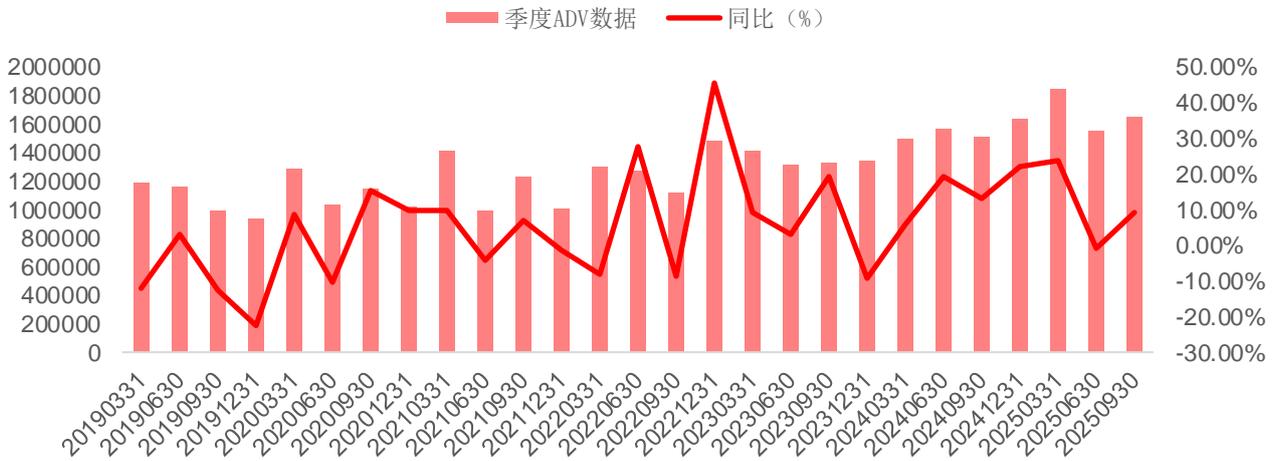


数据来源：公司公告，Wind，中信建投

衍生品&商品市场：三季度衍生品和商品合约成交量同比、环比均维持正增，市场风险对冲需求旺盛

9 月期交所期货及期权总数日均成交张数（ADV）达 184 万张，同比/环比分别增长-10.68%/+4.60%；25Q3 期货及期权总数日均成交张数达 165 万张，同比/环比分别增长+9.28%/+6.16%。LME 方面，9 月收费交易的金属合约日均成交量达 71 万手，同比增长 5.51%；Q3 金属合约日均成交量达 70 万手，同比+3.42%。

图表3: 港股市场各季度期货及期权总数日均成交张数变化 (张)

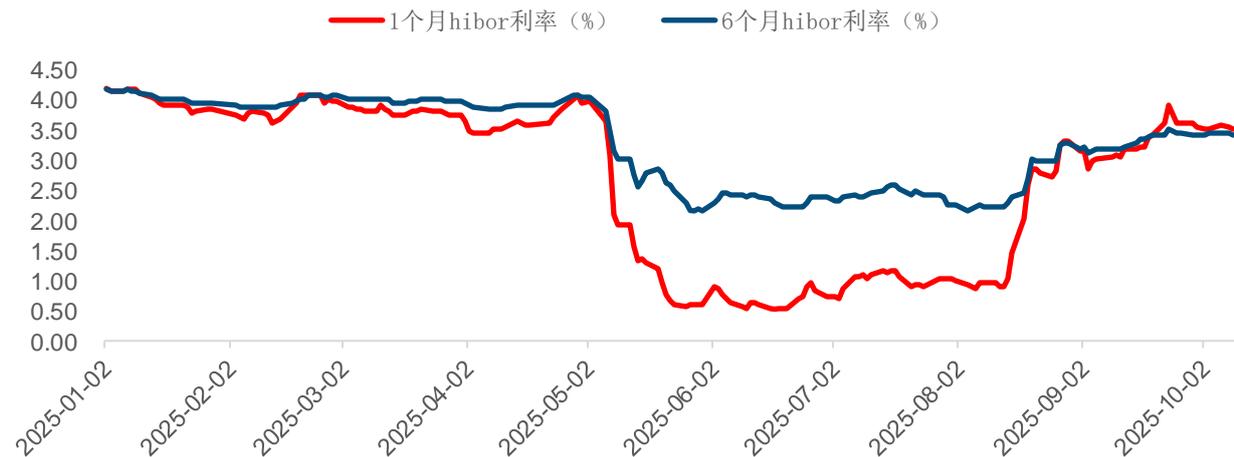


数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

投资: HIBOR 利率较二季度末有所回升并维持高位, 对冲效果凸显

2025 年初以来 HIBOR 利率维持高位, 尽管二季度出现一定程度下滑, 但在三季度快速反弹。4 月底-5 月初受资金持续买入、大型 IPO 上市以及亚洲货币短仓平仓的影响, 香港金管局持续向市场投入流动性, 香港市场货币充裕, 1 个月以及 6 个月 HIBOR 利率整体有所下滑, 但在 8 月中旬快速拉升, 截至 9 月 30 日已回到 3.5% 左右的水平, 受美联储降息影响较年初出现小幅下滑。尽管 7-8 月 HIBOR 利率有所下滑, 但由于港交所保证金及结算所基金主要投资于 6 个月的 HIBOR 利率, 收益具有一定的时滞性, 因此本季度收益率的下滑对当期收益影响有限。且由于三季度交投活跃维持高位, 港交所保证金及结算所基金规模或会进一步增加, 抵消上述 HIBOR 利率下滑的负面影响。

图表4: 港股市场 HIBOR 利率变化



数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

投资建议: 三季度业绩有望继续维持高增长, 估值水平拥有较高安全边际, 维持“买入”评级

自 4 月以来, 港交所历经大幅下跌后的整体估值持续走出修复态势。这一趋势的核心驱动力受益于期内港股市场前三季度日均成交额维持高位, 以及南向资金的持续买入。截至 2025 年 10 月 10 日, 港交所 PE(TTM)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

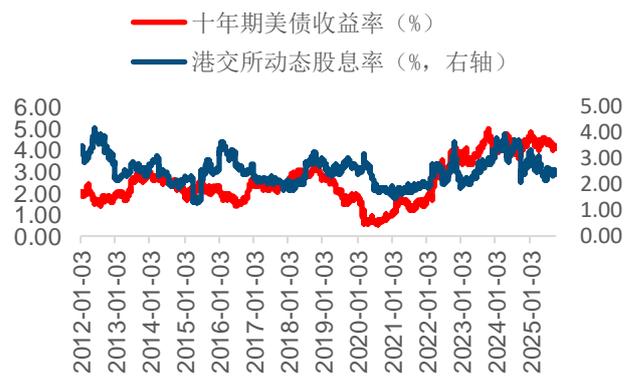
为 36.49x 倍，位于近 1/3/5 年来的 72.15%/71.85%/47.43% 分位。我们预计港交所三季度业绩同比仍能实现高增，并能够将当前估值进一步消化到具有较高投资安全边际的位置。纵观港交所 2010 年以来的估值表现，当港股市场交投火热时高 ADT 往往预示着对港交所当期业绩和中长期成长性更为乐观的预期，港交所 PE 中枢亦有望随 ADT 抬升，在港股整体向上期间港交所涨幅相对恒生指数具有较高的向上弹性。

图表5: ADT、ADV与港交所股价(月均价)情况



数据来源: 香港交易所, Wind, 中信建投

图表6: 港交所股息率 vs 十年期美债收益率



数据来源: 香港交易所, Wind, 中信建投

我们根据 2025 年前三季度的市场情况对盈利预测进行了更新: 预计公司 Q3 收入及其他收益将实现 79.11 亿港元, 同比+47.26%, 归母净利润实现 48.24 亿港元, 同比+53.38%; 2025/2026/2027 的收入分别同比 +27.94%/+5.93%/+1.17% 至 286.25/303.21/306.75 亿港元, 归母净利润分别同比 +40.88%/+8.62%/+2.13% 至 179.02/194.44/198.57 亿港元。

图表7: 盈利预测情况(百万港元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR
收入	15,867	16,311	19,190	20,950	18,456	20,516	22,374	28,625	30,321	30,675	11.09%
同比		2.80%	17.65%	9.17%	-11.90%	11.16%	9.06%	27.94%	5.93%	1.17%	
利润	9,312	9,391	11,505	12,535	10,078	11,862	12,707	17,902	19,444	19,857	16.05%
同比		0.85%	22.51%	8.95%	-19.60%	17.70%	7.12%	40.88%	8.62%	2.13%	
EPS	7.48	7.47	9.07	9.89	7.95	9.35	10.02	14.12	15.33	15.66	16.05%
DPS	6.71	6.71	8.17	8.90	7.15	8.42	9.02	12.71	13.80	14.09	16.05%
EBITDA率	74.10%	75.18%	76.29%	77.66%	71.44%	72.28%	72.77%	78.94%	80.65%	81.35%	
ROE	22.77%	21.10%	23.37%	25.12%	20.12%	22.90%	23.36%	31.80%	33.30%	32.81%	
当前股价(港元)	444.6										
对应PE	59.4	59.5	49.0	45.0	55.9	47.5	44.4	31.5	29.0	28.4	
股息率	1.51%	1.51%	1.84%	2.00%	1.61%	1.89%	2.03%	2.86%	3.10%	3.17%	

数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

四季度港股交投活跃水平是否具备当前的持续性?

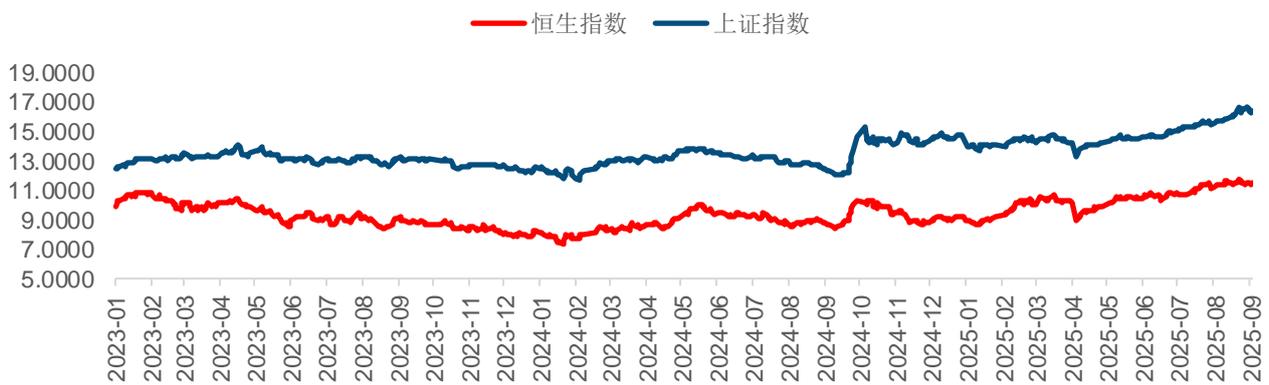
根据当前市场成交情况, 四季度港股市场预计将维持较高活跃度, 主要基于以下三方面的判断:

一是美联储货币政策转向提供流动性支持。美联储已于 2025 年 9 月重启降息, 点阵图显示预期年内还将有进一步降息操作。这种预防式降息通常有助于改善新兴市场流动性环境, 尤其是对于港股市场, 带来的流动性边际改善仍会为市场提供支撑。

二是南向资金持续流入增添动力。南向资金自 2025 年初以来净买入额已超 1 万亿元，创历史新高，预计全年净流入保持不变趋势。这种增长源于港股市场的低估值优势以及 A 股市场活跃后的流动性外溢效应。内地投资者通过港股通积极参与港股市场，显示出对港股长期投资价值的认可，并为市场提供了持续的增量资金。

三是港股估值优势依然显著。即便经过前期上涨，港股估值仍处于历史相对低位。以恒生指数为例，截至 10 月 10 日其 PE-TTM 约为 11.95 倍，处于过去 20 年来的 64% 分位数水平。相较于沪深 300 的 14.24 倍市盈率，港股的“估值洼地”效应依然突出，对全球资本，包括南下和海外资金，都具有较强吸引力。

图表8：恒生指数与沪深 300 指数估值比较

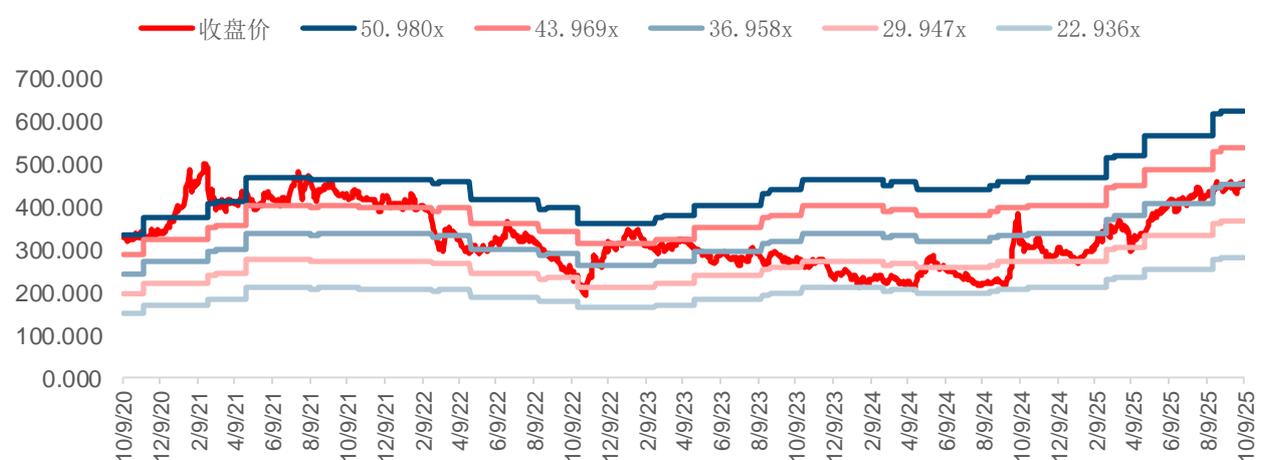


数据来源：Wind，中信建投证券

综合来看，美联储降息的流动性预期、南向资金的持续流入以及估值优势，这三重因素有望共同支撑四季度港股市场维持较高活跃度。

据此，我们继续看好后续市场情绪和交投活跃度的维持，港交所当前股价仍有一定预期差。参考公司历史估值水平中枢，给予公司 2025E 45x PE，对应目标价 543 港元/股，维持“买入”评级。

图表9：香港交易所近五年来 PE-Band



数据来源：Wind，中信建投证券

风险分析

历史走势不代表未来表现：由于交易所业绩和股价波动受多种因素影响，包括市场情绪、宏观经济状况、政策变化等，因此历史走势不代表未来表现。

宏观环境影响超预期：若美联储货币政策或地缘政治风险超预期将加剧市场波动，从而增大市场的不确定性，有可能导致成交量及上市进度表现不达预期，可能给港交所业绩造成负面影响。

模型假设风险：由于定量模型的设立是一个复杂且精密的过程，它深深依赖于一系列精心挑选的参数和假设。若我们使用的参数和假设与实际情况存在差异，则可能使得模型测算得出的结果与实际业绩存在较大偏差，导致模型得出的结论不再准确、可靠。

分析师介绍

赵然

中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和 FOF 研究，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 1 名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

何泾威

非银金融&金融科技团队分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk