

香港交易所 (00388.HK)

ADT 相关业务持续改善，估值有提升空间

2025 年 11 月 06 日

——香港交易所 2025 三季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

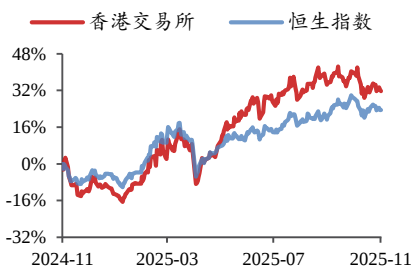
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/11/5
当前股价(港元)	423.60
一年最高最低(港元)	466.00/271.00
总市值(亿港元)	5,370.56
流通市值(亿港元)	5,370.56
总股本(亿股)	12.68
流通股(亿股)	12.68
近 3 个月换手率(%)	26.54

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《ADT 相关业务明显改善，基本面有望持续高景气——香港交易所 2025 中报点评》-2025.8.21

《估值滞涨于成交量，IPO 回暖利好中长期 ADT 提升——公司深度报告》-2025.3.20

《ADT 挂钩业务同比明显改善，IPO 回暖支撑成长性——香港交易所 2024 年报点评》-2025.2.27

● ADT 相关业务持续改善，估值有提升空间

2025Q1-3 公司收入及其他收益/股东应占溢利分别达 218.5/134.2 亿港元，同比+37%/+45%，Q3 单季为 78/49 亿港元，同比+45%/+56%，环比+8%/+10%，业绩符合我们预期。2025Q1-3 交易/结算/上市/存管/数据/其他/投资净收益同比+57%、+66%、+16%、+25%、+8%、+10%、+4%，与 ADT 直接挂钩的交易与结算费同比高增是收入高增的核心驱动因素，投资收益增速较中报有所收窄，其余均扩张。我们上修 2025-2027 年港股 ADT 假设为 2580/2620/2700 亿港元，同比+96%/+2%/+3%，上修 2025-2027 年归母净利润预测至 179/192/202 亿港元（调前为 175/189/201 亿港元），分别同比+37%/+7%/+5.5%，对应 EPS 分别为 14/15/16 港元，当前股价对应 PE 分别为 30.2/28.1/26.7 倍。AtoH 浪潮+中概股回归驱动港股市场资产长期扩容+南向资金持续净流入驱动港股市场交易量持续活跃，公司 ADT 相关收入高增，未来有望受益于美联储降息带来的外资回流，预计公司基本面维持高景气度，维持“买入”评级。

● 现货 ADT 活跃驱动交易和结算收入高增，港股优质资产扩容驱动交易量中枢提升

（1）与现货交易量挂钩的收入同比高增。2025Q1-3 公司交易费及交易系统使用费 78 亿港元，同比+57%，其中现货/衍生品/商品为 47/20/11 亿港元，同比+116%/+15%/+6%，较中报扩张；结算及交收费 53 亿港元，同比+66%，港股现货市场交易量新高驱动交易与结算费高增。2025Q1-3 港股现货/南向 ADT2564/1259 亿港元，同比+126%/+229%（中报为+118%/+193%），北向 ADT2060 亿人民币，同比+67%。

（2）港股一级市场高景气，看好港股资产端扩容。2025Q1-3 港股新股上市数量为 69 家，同比+53%，新股募资额 1883 亿港元，是 2024 年首三倍多，Q3 末正在处理中的新股上市申请数量达 297 宗，是 2024 年末的 84 宗三倍以上。伴随中概股优质资产回流以及 A 股赴港二次上市浪潮，香港市场优质资产有望扩容，带动交易量持续扩张。2025Q1-3 上市费收入 12.7 亿港元，同比+17%。（3）此外，交易量高增间接带动存管、托管及代理人服务费以及市场数据费同比+25%/+8%。

● 投资收益率下降，2025E 股息率 3.0%，看好估值提升

（1）2025Q1-3 投资收益净额 38.9 亿港元同比+4%，公司项目投资/保证金投资投资收益率分别为 4.7%/2.0%（2025H1 为 5.7%/2.2%），收益率下降主因公司外部投资组合收益有所下降，保证金投资收益率下降。（2）2025 年预期股息率（假设分红率 90% 不变）3.0%（当前美债收益率 4.10%），往后看美联储降息有望驱动外资回流港股市场，港交所受益。当前公司 PE-TTM31.2 倍，位于十年分位数 22%，动态 PE 30.2 倍，看好估值提升。

● 风险提示：美联储货币政策存在不确定性；港股市场交易量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,516	22,374	29,176	30,866	32,442
YOY(%)	11.2	9.1	30.4	5.8	5.1
净利润(百万元)	,862	,050	,879	,187	,234
YOY(%)	17.7	10.0	37.0	7.3	5.5
毛利率(%)	80.0	80.2	78.4	79.3	79.3
净利率(%)	57.8	58.3	61.3	62.2	62.4
ROE(%)	23.5	24.8	31.8	32.5	33.7
EPS(摊薄/元)	9.4	10.3	14.1	15.1	16.0
P/E(倍)	45.5	41.3	30.2	28.1	26.7
P/B(倍)	10.5	10.0	9.2	9.1	8.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

注：上述币种为港币。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	316,202	353,576	392,115	404,160	417,325
现金	125,107	134,365	172,216	179,244	187,195
应收账款	33,332	54,497	54,497	54,497	54,497
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	157,763	164,714	165,402	170,419	175,633
非流动资产	24,977	28,053	31,111	32,066	33,111
固定资产及在建工程	1,553	1,504	1,651	1,651	1,651
无形资产及其他长期资产	23,424	26,549	29,460	30,415	31,460
资产总计	341,179	381,629	423,226	436,226	450,436
流动负债	286,511	324,525	361,043	373,174	385,816
短期借款	447	452	397	397	397
应付账款	27,849	37,584	37,584	37,584	37,584
其他流动负债	258,215	286,489	323,062	335,193	347,835
非流动负债	2,872	2,697	3,000	3,101	3,206
长期借款	65	70			
其他非流动负债	2,807	2,627	2,930	3,031	3,136
负债合计	289,383	327,222	364,043	376,275	389,022
股本	31,946	31,955	31,955	31,955	31,955
储备	19,723	21,890	25,862	26,622	28,070
归母所有者权益	51,344	53,852	58,583	59,343	60,791
少数股东权益	452	555	600	607	622
负债和股东权益总计	341,179	381,629	423,226	436,226	450,436

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,261	10,310	11,534	13,159	14,785
税前利润	13,332	13,961	14,961	16,150	17,339
折旧和摊销	1,443	1,498	1,593	1,719	1,844
营运资本变动	161	1,526	1,655	1,966	2,277
其他	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675	-6,675
投资活动现金流	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700
资本开支	-1,284	-1,284	-1,284	-1,284	-1,284
其他	-416	-416	-416	-416	-416
融资活动现金流	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373	-10,373
汇率变动对现金的影响	-23	-23	-23	-23	-23
现金净增加额	-5,634	4,804	-3,710	2,629	8,968
期末现金总额	9,624	14,428	10,718	13,347	15,977

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,516	22,374	29,176	30,866	32,442
营业成本	5,441	5,761	5,985	6,256	6,512
营业费用					
管理费用	3,564	3,886	4,003	4,163	4,309
其他收入/费用	1,582	1,724	1,896	2,048	2,191
营业利润	13,385	14,879	21,372	22,991	24,227
净财务收入/费用	135	114	95	80	67
其他利润	82	88	43	46	48
除税前利润	13,332	14,853	21,319	22,957	24,209
所得税	1,351	1,698	3,351	3,673	3,873
少数股东损益	119	105	90	96	102
归母净利润	11,862	13,050	17,879	19,187	20,234
EBITDA	14,828	16,281	22,812	24,209	25,508
扣非后净利润					

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	9.1	30.4	5.8	5.1
营业利润(%)	14.1	11.2	43.6	7.6	5.4
归属于母公司净利润(%)	17.7	10.0	37.0	7.3	5.5
获利能力					
毛利率(%)	80.0	80.2	78.4	79.3	79.3
净利率(%)	57.8	58.3	61.3	62.2	62.4
ROE(%)	23.5	24.8	31.8	32.5	33.7
ROIC(%)	18.7	21.2	21.3	28.6	30.0
偿债能力					
资产负债率(%)	84.8	85.7	86.0	86.3	86.4
净负债比率(%)	55.0	43.0	71.3	47.9	72.5
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	5.5	6.2	7.3	7.2	7.3
应收账款周转率	69.9	50.9	53.5	56.6	59.5
应付账款周转率	23.2	17.6	15.9	16.6	17.3
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	9.4	10.3	14.1	15.1	16.0
每股经营现金流(最新摊薄)	6.5	8.1	9.1	10.4	11.7
每股净资产(最新摊薄)	40.5	42.5	46.2	46.8	47.9
估值比率					
P/E	45.5	41.3	30.2	28.1	26.7
P/B	10.5	10.0	9.2	9.1	8.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

注：上述币种为港币。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定,开源证券评定此研报的风险等级为R4(中高风险),因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者,请取消阅读,请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置,若给您造成不便,烦请见谅!感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入(Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持(outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%;
	中性(Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动;
	减持(underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好(overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性(Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡(underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注:评级标准为以报告日后的 6~12 个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现,其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn