

业绩维持高增，当前估值具有较高投资性价比

核心观点

港交所 2025 年前三季度业绩超预期，收入与净利润均实现高增，核心驱动力来自市场交易活跃度提升带来的交易性业务的增长。公司长期增长动能明确：美联储开启降息周期有望改善港股流动性，同时南向资金持续流入推动成交放量增长。当前公司估值安全边际充足，市盈率处于低位，具有较高投资价值。基于流动性改善与业务增长持续性，维持“买入”评级。

事件

11月5日，港交所发布2025年三季度业绩情况。

受益于第三季度港股市场成交活跃持续，港交所第三季度收入及其他收益实现 77.75 亿港元，同比+44.73%，环比+7.70%；其归母净利润为 49.00 亿港元，同比+55.80%，环比+10.31%。2025 年前三季度公司收入及其他收益共实现 218.51 亿港元，同比+36.63%，创下历年来新高。

简评

业绩归因：前三季度非投资业务表现强劲，投资收益同比保持正增

公司 25Q3 收入及其他收益实现 77.75 亿港元，同比+44.73%，环比+7.70%。拆分来看，交易费及交易系统使用费、结算及交收费，存管、托管及代理人服务费合计收入 54.84 亿港元，占比 70.53%，同比+77.30%，环比+25.46%。前三季度公司收入及其他收益共实现 218.51 亿港元，同比+36.63%，创下历年来新高。其中，交易费及交易系统使用费、结算及交收费，存管、托管及代理人服务费合计收入 142.13 亿港元，占比 65.05%，同比+57.05%；投资收益净额实现 38.93 亿港元，占比 17.82%，同比+4.43%。

现货市场：受益于前三季度市场成交的高活跃，ADT 延续高增

受益于中国内地资金的持续南下及港交所自身制度创新，前三季度成交创历史新高。根据 Wind 的统计，1-9 月南向资金累计净买入 10,841.72 亿元，同比+135.01%。其中第三季度 7/8/9 月分别净买入 1,241.04/1,032.28/1,726.53 亿元，同比+181.09%/+168.51%/+348.11%。在此背景下，港股市场成交活跃度明显提

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 11 月 06 日

当前股价：425.60 港元

目标价格 6 个月：543 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

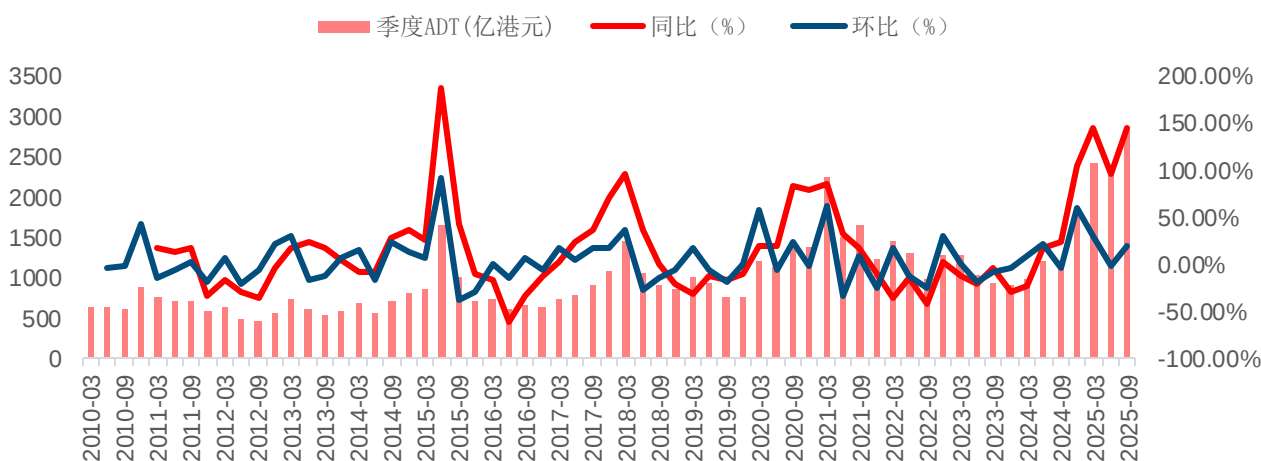
1 个月	3 个月	12 个月
-5.46/-1.09	2.06/-3.83	36.59/10.03
12 月最高/最低价 (港元)		462.80/275.40
总股本 (万股)		126,783.69
流通 H 股 (万股)		126,783.69
总市值 (亿港元)		4,959.78
流通市值 (亿港元)		5,395.91
近 3 月日均成交量 (万)		524.40
主要股东		
香港特别行政区政府		5.90%

股价表现



升, 1-9月港股市场日均成交实现 2,564.22 亿港元, 同比+127.60%; 25Q3 ADT 同比/环比分别+144.80%/+20.48% 至 2863.58 亿港元。进入 10 月, 港股市场成交继续在较高水平, 10 月 ADT 实现 2,749.17 亿港元, 同比、环比分别+ 7.79%、-13.20%。

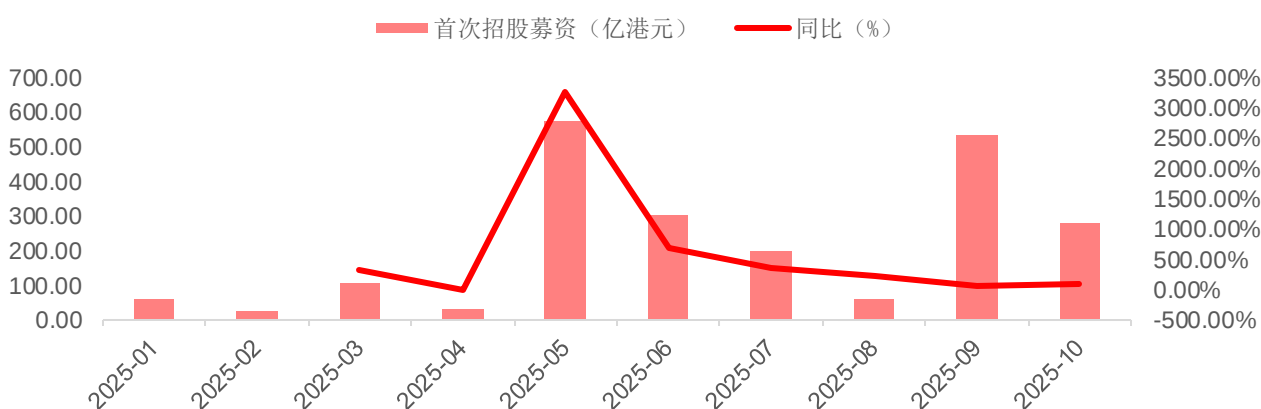
图表1: 港股季度日均成交额变化情况



数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

IPO 方面, 根据 Wind 的统计, 按照上市日期统计, 港股市场前三季度新增上市公司家数 68 家, 首次招股募资 1,877.45 亿元, 同比+262.51%。其中, 25Q3 新增上市公司家数 25 家, 环比减少 2 家, 较去年同比增加 10 家, IPO 募资金额为 788.65 亿港元, 同比增加 86.79%。从数量上看, 第三季度上市公司以有色金属、硬件设备、汽车与零配件行业为主; 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。进入 10 月, IPO 募资规模同比+91.58%, 继续维持高增。

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: 前三季度衍生品和商品交易维持活跃, 市场风险对冲需求旺盛

根据港交所季报披露的数据, 9 月期交所衍生品合约日均成交张数 (ADV) 达 79.6 万张, 同比-2.57%;

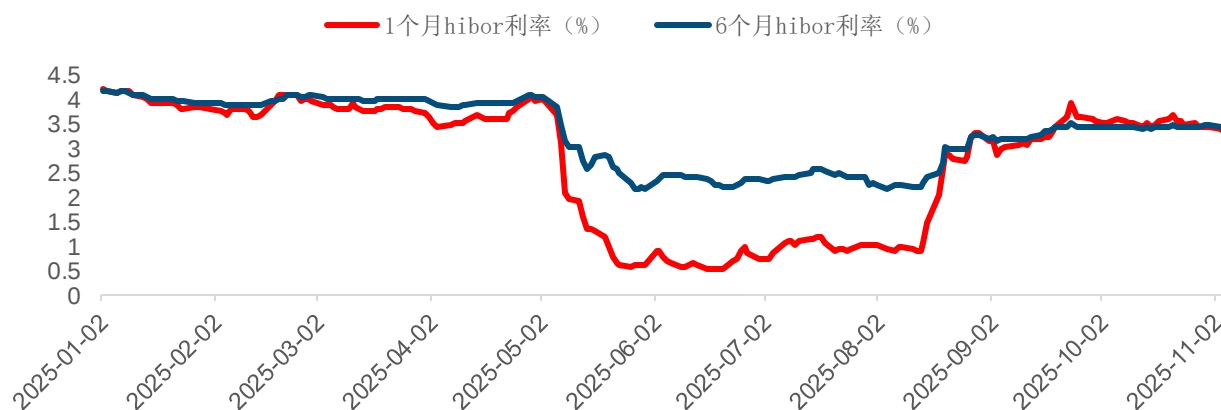
股票期权合约日均成交张数达 88.6 万张，同比+26.75%。LME 方面，前三季度收费交易的金属合约日均成交量达 69.7 万手，同比增长 3.11%。

投资：受美联储降息影响，HIBOR 利率整体有所下滑，但投资收益净额仍然实现正增

受美联储 9 月降息影响，HIBOR 整体有所下滑，但对投资收益率影响有限。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，但仍然受美联储降息影响较年初出现下滑。根据港交所披露的数据，2025 年前三季度保证金、结算所基金年化投资净收益率分别达 1.98%、1.85%，较 2024 年同期相比分别-0.51、-1.18pct。值得注意的是，从总投资收益净额的规模上看，保证金、结算所基金收益净额分别达 21.40、2.95 亿港元，同比分别+16.43%、-10.06%。前三季度保证金、结算所基金规模分别同比+61.63%、+47.92%，在资金规模高增的情况下抵消了投资收益率下行的部分负面影响。公司自有资金投资方面，前三季度年化投资净收益率为 4.67%，同比减少 0.81pct，而平均资金投资规模同比增长 7.87%。

展望未来，我们认为在美联储连续降息的背景下公司投资收益率虽会有所下滑，但随着外部流动性的缓解市场交易活跃度的提升或会进一步带来期货、期权交易的活跃提升，进而推动保证金、结算所基金规模的增长，抵消掉部分负面的影响。从 2025 年全年的业绩上看，由于美联储降息的时点主要集中在四季度，受收益率时滞性的影响对本年影响有限。

图表3： 港股市场 HIBOR 利率变化

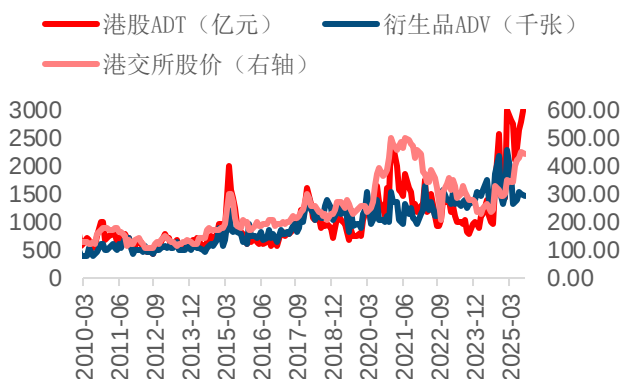


数据来源：公司公告，Wind，中信建投

投资建议：全年业绩有望继续创历史新高，估值水平拥有较高安全边际，维持“买入”评级

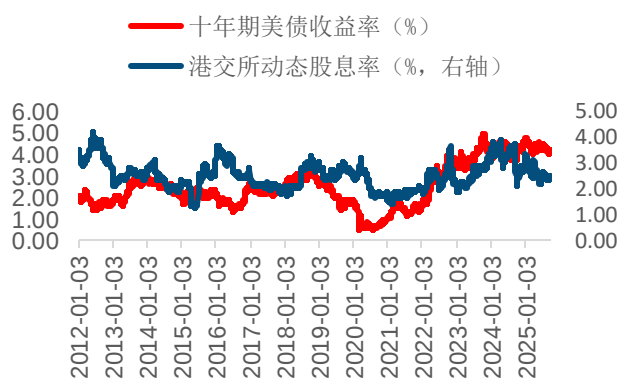
自 4 月以来，港交所历经大幅下跌后的整体估值持续走出修复态势。这一趋势的核心驱动力受益于期内港股市场前三季度日均成交额维持高位，以及南向资金的持续买入。截至 2025 年 11 月 5 日，港交所 PE(TTM) 为 31.23x 倍，位于近 1/3/5 年来的 10.57%/34.47%/21.64%分位。我们预计港交所全年业绩将创下历史新高，并能够将当前估值进一步消化到具有较高投资安全边际的位置。纵观港交所 2010 年以来的估值表现，当港股市场交投火热时高 ADT 往往预示着对港交所当期业绩和中长期成长性更为乐观的预期，港交所 PE 中枢亦有望随 ADT 抬升，在港股整体向上期间港交所涨幅相对恒生指数具有较高的向上弹性。

图表4: 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5: 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 年全年市场情况对盈利预测进行了调整: 2025/2026/2027 的收入分别同比 +26.21%/+3.48%/+1.97% 至 282.39/292.23/297.99 亿港元, 归母净利润分别同比 +38.52%/+6.58%/+3.04% 至 176.02/187.60/193.30 亿港元。

图表6: 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	28,239	29,223	29,799	10.02%
同比		2.80%	17.65%	9.17%	-11.90%	11.16%	9.06%	26.21%	3.48%	1.97%	
利润	9,312	9,391	11,505	12,535	10,078	11,862	12,707	17,602	18,760	19,330	15.01%
同比		0.85%	22.51%	8.95%	-19.60%	17.70%	7.12%	38.52%	6.58%	3.04%	
EPS	7.48	7.47	9.07	9.89	7.95	9.35	10.02	13.88	14.79	15.24	15.01%
DPS	6.71	6.71	8.17	8.90	7.15	8.42	9.02	12.49	13.32	13.72	15.01%
EBITDA率	74.10%	75.18%	76.29%	77.66%	71.44%	72.28%	72.77%	78.84%	80.99%	81.72%	
ROE	22.77%	21.10%	23.37%	25.12%	20.12%	22.90%	23.36%	31.28%	32.19%	32.02%	
当前股价(港元)	423.6										
对应PE	56.6	56.7	46.7	42.9	53.3	45.3	42.3	30.5	28.6	27.8	
股息率	1.58%	1.58%	1.93%	2.10%	1.69%	1.99%	2.13%	2.95%	3.14%	3.24%	

数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

后续年份港交所的业绩是否能够维持当前水平?

根据当前市场成交情况, 后续年份港股市场预计将继续维持较高活跃度, 带动港交所业绩增长, 主要基于以下三方面的判断:

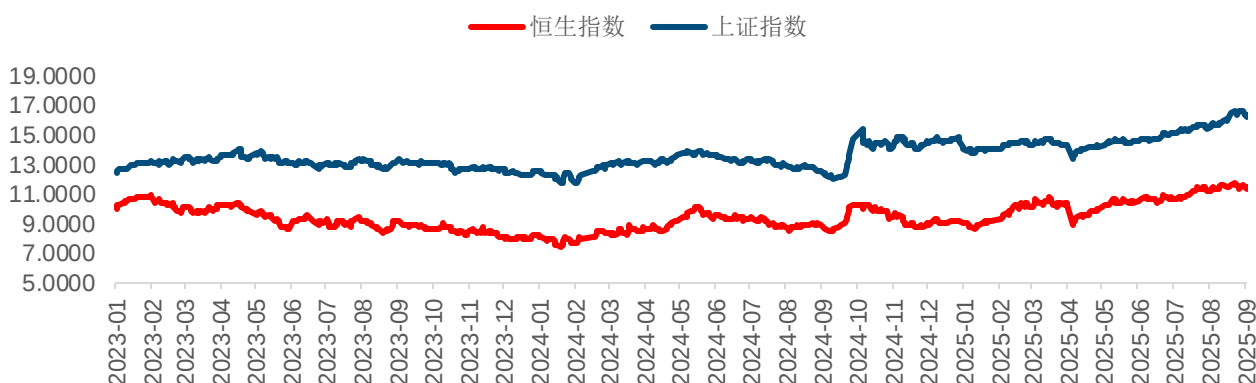
一是美联储货币政策转向提供流动性支持。美联储已于 2025 年 9 月、10 月两次降息, 点阵图显示预期年内还将有进一步降息操作。同时, 由于进入了降息周期, 未来将为港股市场带来流动性的边际改善, 为港交所基于市场成交的业务收入提供坚实支撑。从港交所第三季度的业绩情况来看, 交易费及交易系统使用费、结算及交收费, 存管、托管及代理人服务费合计收入 54.84 亿港元, 同比+77.30%, 增长弹性远高于投资收益部分。因此尽管受外部降息影响港交所未来的投资收益出现下滑, 但基于市场成交的业务将实现更高的增长, 两部分业务之间有充分的“对冲”性。

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

年以及后续年份净流入或仍会不减。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 11 月 5 日其 PE-TTM 约为 11.71 倍，处于过去 20 年来的 13.25% 分位数水平。相较于沪深 300 的 13.59 倍市盈率，港股的估值优势依然突出，对全球资本，包括南下和海外资金，都具有较强吸引力。

图表7： 恒生指数与沪深 300 指数估值比较

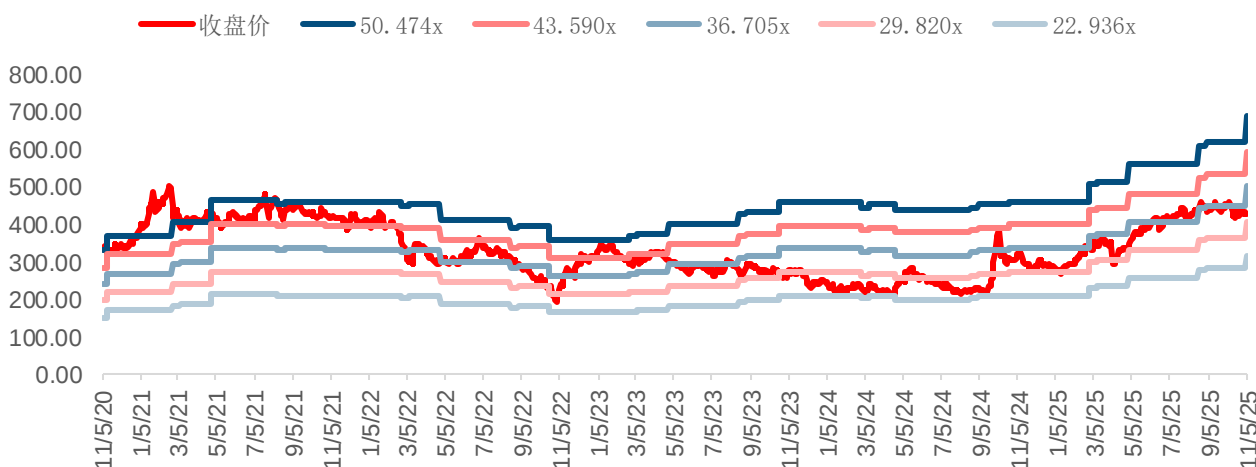


数据来源：Wind，中信建投证券

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8： 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。若我们所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