

买入

2025 年 11 月 11 日

三季报透视：溢利增 45%，ADT 翻倍，溢价有望重估

► **业绩概览：**9M25 港交所实现收入及其他收益 219 亿港元（同比+37%）；归母净利润 134 亿港元（同比+45%）；EBITDA 为 172 亿港元（同比+48%）；EBITDA 利润率为 79%（同比+5pct）。从各个业务板块来看，交易费及交易系统使用费/结算及交收费/联交所上市费/存托管及代理人服务费/市场数据费/其他收入在 9M25 分别达 78/53/13/11/9/14 亿港元，同比变化分别为+57%/+66%/+17%/+25%/+8%/+10%。

► **市场活跃度提升、互联互通深化：**9M25 现货市场收入为 111 亿港元（同比+75%）。现货市场 9M25 日均成交金额达 2,564 亿港元（同比+126%），南向资金（港股通）日均成交额达 1,259 亿港元（同比+229%），北向（沪深股通）日均成交额 2,064 亿元人民币（同比+67%）。债券北向通日均交易额 417 亿元人民币（同比-5%），互换通平均每日结算金额达到 217 亿元人民币（同比+61%）。

► **多元化发展战略持续取得成功：**9M25 衍生品市场日均成交合约张数达 170 万张（同比+11%）。商品业务方面，LME（伦敦金属交易所）日均成交量达 70 万手（同比+3%）。

► **净投资收益受外部组合影响：**9M25 实现投资收益净额为 39 亿港元（同比+4%），其中公司自有资金的投资收益净额为 13 亿港元（同比-8%），主要受公司外部投资收益下滑拖累。保证金及结算所基金的投资收益净额为 26 亿港元（同比+12%），主要由于香港平均资金金额上升。

► **IPO 市场及再融资势头持续强劲：**2025 年前三季度，港股市场新股集资额居全球榜首，共有 69 家公司新上市，总集资额达 1,883 亿港元，为 2024 年同期的三倍多，也是 2021 年以来最强劲的 9 个月表现。再融资规模超过 4,500 亿港元，是 2024 年同期的两倍多。截至 2025 年 9 月 30 日，处理中的首次公开招股申请数目多达 297 宗，为 2024 年底 84 宗的三倍多，预示着未来新股管道充裕，增长可持续。

► **上调目标价至 550.0 港元，维持买入评级：**我们认为港交所当前的估值水平具备坚实的基本面支撑。其核心业务——现货市场、衍生品市场及互联互通机制——均呈现高速增长态势，尤其是港股通，显示出内地资金对香港市场的持续青睐。在战略层面，港交所持续推进市场架构优化，如实施最低上落价位下调、探讨缩短结算周期、推出新产品如恒生生物科技指数期货等，这些举措有望进一步提升市场效率和产品多样性，增强长期竞争力。考虑到港交所独特的市场垄断地位、与市场成交量的高度关联性，以及其业绩在 2025 年展现出的强劲增长动能，我们认为其应享有高于市场平均的估值溢价。参考其历史 PE 区间及可比公司估值，并综合其增长前景，我们给予港交所 2026 年 38 倍 PE 的估值倍数，对应目标价 550 港元，较前一收盘价有 28% 的涨幅，维持买入评级。

► **风险提示：**全球波动加剧或抑制市场风险偏好；投资收益波动性可能持续。

金煊

852-25321960

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 428.6 港元

目标价 550.0 港元

(+28%)

股票代码 00388.HK

已发行股本 12.7 亿股

市值 5443.0 亿港元

52 周高/低 460.2/260.1 港元

每股基本盈利 10.6 港元

主要股东 Hong Kong 5.9%

Blackrock 5.0%

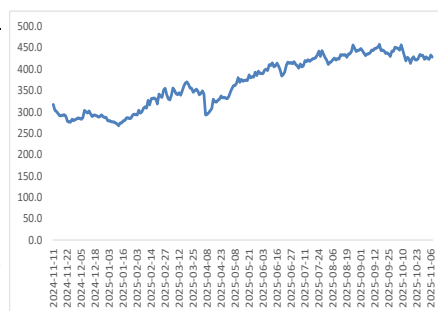
The Vanguard Group 4.1%

JP Morgan Asset Management 2.3%

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	28,059	30,894	32,176
变动(%)	11.2%	9.1%	25.4%	10.1%	4.1%
净利润(百万港元)	11,862	13,050	16,442	18,266	19,218
变动(%)	17.7%	10.0%	26.0%	11.1%	5.2%
每股已摊薄盈利(港元)	9.4	10.3	13.0	14.4	15.2
变动(%)	17.7%	9.9%	26.0%	11.1%	5.2%
基于现价的市盈率(倍)	45.8	41.7	33.1	29.8	28.3
每股派息(港元)	8.4	9.3	11.6	12.9	13.6
股息率	2.0%	2.2%	2.7%	3.0%	3.2%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

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	28,059	30,894	32,176	盈利能力					
营运支出	-5,688	-6,093	-7,561	-8,143	-8,260	税前溢利率(%)	65.0%	66.4%	66.7%	67.3%	68.0%
税前溢利	13,332	14,853	18,714	20,789	21,873	EBITDA率(%)	72.3%	72.8%	73.1%	73.6%	74.3%
税项	-1,351	-1,698	-2,139	-2,377	-2,501	净利率(%)	57.8%	58.3%	58.6%	59.1%	59.7%
纯利	11,862	13,050	16,442	18,266	19,218	营运表现					
折旧及摊销	-1,443	-1,402	-1,758	-1,936	-2,016	成本收入比率(%)	20.7%	21.0%	20.7%	20.1%	19.4%
EBITDA	14,828	16,281	20,498	22,751	23,916	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	12.97	14.41	15.16	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%	25.4%	10.1%	4.1%	ROA(%)	3.2%	3.6%	4.1%	4.1%	4.2%
EBITDA(%)	12.5%	9.8%	25.9%	11.0%	5.1%	ROE(%)	23.3%	24.6%	29.3%	30.8%	31.0%
每股收益(%)	17.7%	9.9%	26.0%	11.1%	5.2%						

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	12,021	14,359	18,449	除税前溢利	13,332	14,853	18,714	20,789	21,873
应收账款、预付款						折旧及摊销	1,443	1,402	1,758	1,936	2,016
及按金	33,332	54,497	68,645	70,195	65,672	已付税项	-2,947	-1,283	-1,499	-2,033	-2,321
财务资产	83,338	126,009	132,309	138,925	145,871	其他	-328	-2,198	-5,379	-323	1,909
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	13,594	20,370	23,478
固定资产	1,553	1,504	1,519	1,534	1,550	资本开支	-1,386	-1,604	-1,832	-2,013	-2,096
保证金	91,369	96,089	114,624	125,482	116,935	其他投资活动	-4,904	4,798	-436	-440	-445
其他资产	102,022	68,880	80,204	85,241	87,321	投资活动现金流	-6,290	3,194	-2,268	-2,453	-2,541
总资产	341,179	381,629	428,928	455,341	455,403	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	-13,160	-15,524	-16,792
金的缴款	21,955	27,124	47,591	52,450	53,694	融资活动现金流	-11,250	-11,261	-13,215	-15,579	-16,847
保证金按金	176,165	188,857	198,300	209,157	200,611	现金变化	-6,040	4,707	-1,889	2,338	4,090
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	12,021	14,359
应付账款、应付费						期末持金现金	9,212	13,910	12,021	14,359	18,449
用及其他负债	27,849	37,584	46,638	50,228	50,951						
借款	447	452	497	547	602						
拨备	175	187	175	175	175						
递延收入	1,367	1,356	1,898	2,156	2,241						
其他	3,325	3,799	4,752	5,097	5,277						
总负债	289,383	327,222	371,107	394,630	392,111						
股东权益	51,796	54,407	57,822	60,711	63,292						

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。