

香港交易所 (00388.HK)

香港市场景气延续，盈利持续高增

优于大市

核心观点

2025年业绩概览：市场景气驱动高增长，盈利质量突出。公司2025年实现营业收入291.61亿港元，同比增长30.3%；实现归母净利润177.54亿港元，同比增长36.0%。业绩增长的核心驱动力来自于港股市场交易活跃度的大幅提升。2025年现货市场日均成交额（ADT）达到2,315亿港元，同比大幅增长92.9%。公司EBITDA利润率攀升至78.2%的历史新高，年化净资产收益率（ROE）达到31.7%，超越2015年高点，凸显其轻资产运营模式下的强大规模效应与高盈利质量。

核心驱动分析：南向资金主导，业务结构稳健。从收入结构看，交易费及交易系统使用费、结算及交收费是公司最主要的收入来源，2025年合计占比达73.2%，与市场交易量高度相关。南向资金是驱动港股日均成交额增长的主力。2025年，港股通日均成交额为1,211亿港元，占港股整体日均成交额的比重达到26.2%。截至2026年2月末，南向资金累计净买入额已达5.26万亿港元，彰显了内资对港股市场的长期影响力。此外，联交所衍生品、商品、数据及连接等业务也保持稳健发展。

当前港股市场背景：有望继续获增量资金，科技股承压与机遇并存。中国内地企业已成为港股上市公司的核心组成部分，其行业结构变迁与中国产业发展同步。尽管一级市场融资活动自2021年后有所放缓，但2024年以来仍有大量优质A股公司赴港二次上市，为市场注入新活力。科技股自2025年四季度以来的调整，主要原因包括资金结构阶段性失衡、行业基本面面临考验、全球资本风格切换等。但当前积极因素正在积聚，港股有望得到提振，港交所亦能受益于市场回暖。

战略举措与枢纽地位：互联互通深化，科技赋能未来。港交所的长期竞争力建立在持续的战略推进之上：一是深化互联互通，不断优化和扩容沪深港通标的，并拓展至ETF、REITs、互换等更多资产类别；二是提升市场活力，通过上市规则改革吸引优质资产与多元投资者；三是探索创新业务，比如发展数据连接等非传统业务；四是加强科技赋能，升级交易结算平台，为未来业务拓展奠定基础。

风险提示：港股景气度下降，政策风险，盈利预测及估值不准确的风险等。

投资建议：基于2025年经营情况，我们上调了港股ADT假设，并将2026-2027年归母净利润上调为199.84亿港元和214.28亿港元，上调幅度为5.37%、1.64%。公司当前股价对应2026E PE约为26.4倍。我们认为公司经营模式优秀、盈利改善趋势明确、盈利能力强，ROE等关键财务指标持续向好，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万港元)	22,374	29,161	31,886	34,302	37,604
(+/-%)	9.1%	30.3%	9.3%	7.6%	9.6%
归母净利润(百万港元)	13,050	17,754	19,984	21,428	23,440
(+/-%)	10.0%	36.0%	12.6%	7.2%	9.4%
摊薄每股收益(港元)	10.29	14.00	15.76	16.90	18.49
净资产收益率(ROE)	24.81%	31.70%	33.24%	33.29%	33.93%
市盈率(PE)	40.4	29.7	26.4	24.6	22.5
市净率(PB)	9.8	9.1	8.5	7.9	7.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

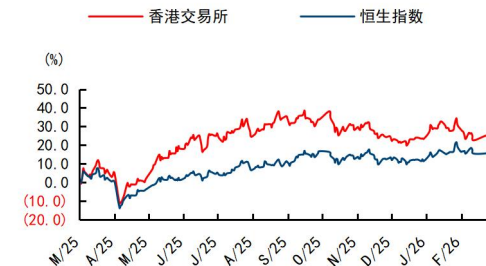
非银金融·多元金融

证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn S0980524070008	证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn S0980523060004
证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	证券分析师：张昊晨 021-60375452 zhanghaochen1@guosen.com.cn S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	415.40 港元
总市值/流通市值	526659/526659 百万港元
52周最高价/最低价	460.20/279.46 港元
近3个月日均成交额	1835.01 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《香港交易所(00388.HK)-增量资金助力，港股市场提振业绩》——2025-08-21
- 《香港交易所(00388.HK)-交易放量，融资扩张，港股行情最受益机构》——2025-05-06
- 《香港交易所(00388.HK)-南下资金持续推动交易活跃》——2025-03-01
- 《香港交易所(00388.HK)-资本汇聚中心，交易活跃前沿》——2025-02-20

一、港交所 2025 业绩：港股景气度驱动业绩改善，ROE 持续提升

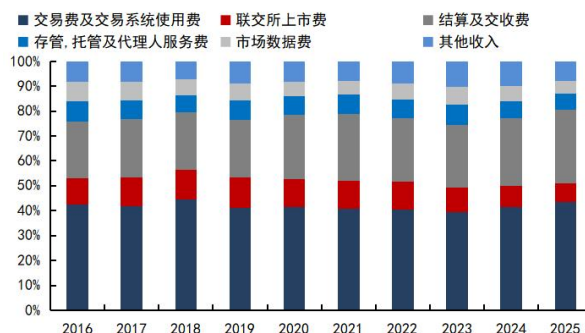
受港股景气度提振，港交所 2025 年业绩实现高增。公司 2025 年实现营收 291.61 亿港元，同比增长 30.7%；实现归母净利润 177.54 亿港元，同比增长 36.0%。收入结构层面，受交易量驱动的交易费及交易系统使用费、结算及交收费仍占据主导地位，前者 2025 年收入占比 43.5%，后者占比 29.7%，二者合计占比为 73.2%。港股市场景气度提升背景下，公司业务利润率体现出规模效应特征，EBITDA 利润率大幅改善，2025 年达到 78.2%。同时，公司年化 ROE 升至 31.7%，突破 2015 年高点水平。

图1：公司营收规模及增速（单位：亿港元）



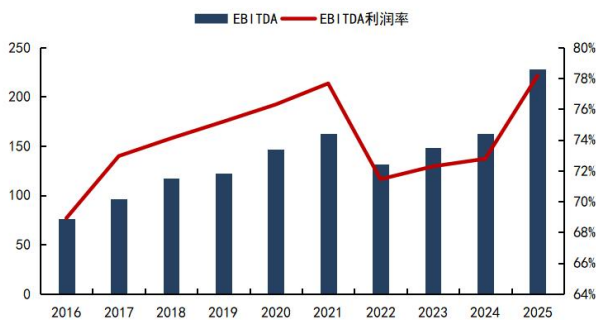
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图2：公司营业收入结构变化



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图3：公司 EBITDA 规模及利润率（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图4：公司归母净利润规模及增速（单位：亿港元）



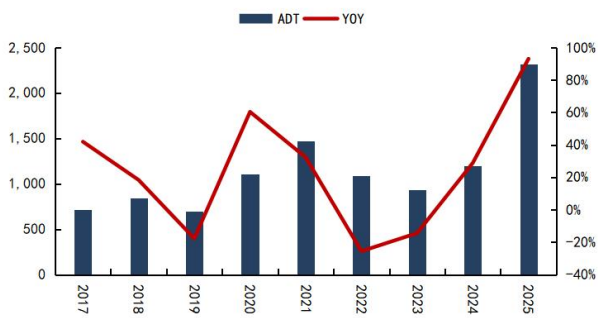
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

二、港股市场：南向资金持续净流入，科技股面临阶段性逆风

2025 年港交所股本证券（股票、ETF、债券等）ADT 大幅增长，是港交所业绩增长的核心驱动力。2025 年现货 ADT 为 2,315 亿港元，同比增长 92.9%。

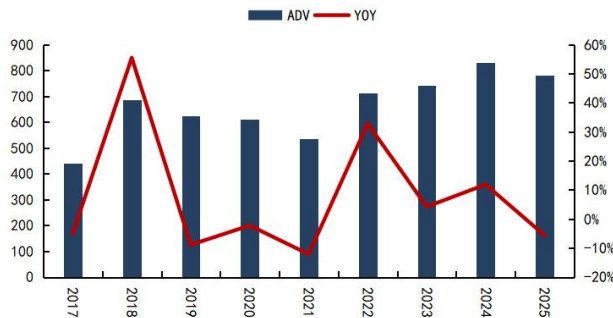
南向资金是驱动港股 ADT 增长的主力。从交易额占比的角度，根据港交所公告，2025 年港股通 ADT 为 1,211 亿港元，占港股 ADT 比重为 26.2%。自沪深港通开通以来，南向资金买入港股力度持续加强，截至 2026 年 2 月末，南向资金累计净买入达 5.26 万亿港元。

图5: 港交所现货 ADT 变化趋势 (单位: 亿港元)



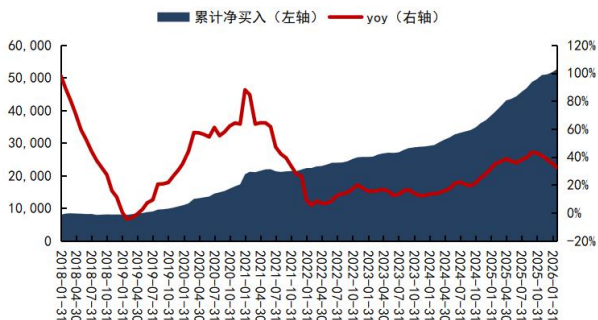
资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图6: 期交所衍生品 ADV 变化趋势 (单位: 千张)



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图7: 南向资金净买入额 (单位: 亿港元)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图8: 南向交易 ADT 及占港股 ADT 比重 (单位: 十亿港元)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

一级市场角度, 中国内地赴港上市公司数量、募资额已经居于主导地位。21 世纪以来, 中国经济的高速增长培育出大量优质上市公司, 其中部分上市公司选择赴港上市, 为港股贡献了众多优质可投资标的。按照行业划分, 中国赴港上市公司大致呈现大央企—金融地产—可选消费—互联网、新经济—医疗保健的先后顺序, 中国产业结构的变化与赴港上市公司行业类别变化较为一致。因此, 就上市公司层面, 港股中国经济发展的影响程度不断加深。2018 年, 港交所修改上市规则, 赴港上市公司出现阶段高潮。2021 年以来, 伴随海外流动性收紧、中国宏观经济承压和产业政策变化, 赴港上市公司数量和募资额明显下降。2024 年以来, 宁德时代、美的集团等 A 股上市公司均选择在港二次上市, A 股公司在港股二次上市将为港交所提供更多可投优质资产。

二级市场角度, 恒生科技指数自 2025 年四季度以来持续调整, 拖累港股整体表现。首先, 资金结构出现阶段性失衡。春节假期期间港股通关闭, 南向资金这一重要的力量暂时缺位, 市场抛压缺乏有效承接。同时, 港股 IPO 与再融资活跃, 分流了场内资金, 加剧了科技板块的流动性紧张。第二, 行业基本面与市场叙事面临考验。恒生科技指数成分股以互联网平台企业为主, 正经历传统业务增长见顶与 AI 转型投入期的过渡期。外卖、电商等领域的价格战侵蚀利润, 而 AI 大模型的巨额研发投入短期内难以兑现为规模化盈利, 导致市场盈利预期下修。第三, 全球资本风格发生剧烈切换。华尔街流行的“HALO 交易”策略从轻资产的互联网叙事转向重资产的硬科技与实体产能, 资金从港股科技股分流至 A 股“新质生产

力”板块及日韩等市场，恒生科技遭遇明显的边缘化效应。

但当前乐观因素正在积聚。中长期看，随着美联储降息周期在 2026 年逐步确立，全球流动性环境将迎来确定性改善，外资回流或成为超预期催化因素。更关键的是，产业基本面的修复通道已经开启。AI 大模型的商业化落地正在加速，预计将在电商、广告、云服务场景于 2026-2027 年贡献实质性业绩增量。同时，互联网龙头企业的“内卷”竞争已趋于缓和，运营效率提升与成本优化将驱动盈利修复。资金面角度，南向资金今年以来持续逆势大幅净流入，彰显内资对核心资产长期价值的认可，定价权结构有望优化。恒生科技汇聚了中国 AI、半导体、新能源车及平台经济的核心资产，其产业稀缺性与成长弹性并未改变。一旦流动性拐点与盈利拐点相继确认，指数有望迎来估值与业绩同步提升的“戴维斯双击”，中期修复空间可观。彼时港股市场有望得到提振，港交所弹性亦有望进一步释放。

图9：恒生科技近期跌幅较恒生指数显著



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

三、投资建议：上调公司盈利预测，维持“优于大市”评级

公司 EBITDA 利润率创新高，轻资产模式突出。体现为资本开支少、主要支出为人工支出，同时盈利质量较高，净利润主要用于股东回报。2025 年，公司营业支出 60.68 亿港元，其中职员薪酬支出 40.00 亿港元、占比 65.9%。轻资产模式下高毛利特征明显，EBITDA 利润率常年维持 70%以上。公司净利润/经营性净现金流比值在 100%上下波动，盈利质量较高。绝大部分利润用于股东回报，派息率稳定在 90%左右，近十年股息率处于 2%-3%区间。

资本市场双向开放步履不停，港交所枢纽地位稳固。立足中国优势，港交所战略实施持续取得积极进展，推进互联互通、提升市场活力、探索创新业务和加强科技赋能等关键举措为港交所奠定更良好的发展基础，扩大其营收和利润增长空间。

第一，推进互联互通方面，港交所不断优化互联互通计划，将立足中国的战略落实到各部门业务中。一是沪深港股通标的持续扩容，截至 2024 年底，陆股通标的已接近 3,400 只，港股通标的超 800 只。二是互联互通资产种类持续丰富，ETF 互联互通、REITs 纳入沪深港通、互换通等持续落地。

第二，提升市场活力方面，港交所已建立起完善的投资者、投资工具、上市公司

生态圈。发展历程中，港交所适时修订相关规则，吸引更多优质资产上市，同时吸引更多投资者以提升市场流动性和活力。比如，港交所于 2018 年修订新经济及生物科技公司上市规则，成功吸引众多相关公司赴港上市，港股的新经济及生物科技公司 IPO 规模位居世界前列。

第三，探索创新业务方面，港交所主要以数据连接等非传统交易、清算业务为发展方向。基于交易所数据优势，大力发展数据相关业务是世界各个交易所的共识。

第四，加强科技赋能方面，港交所主要通过加强科技基建以满足市场参与者不断转变的需求。比如，港交所于 2024 年 4 月领航星衍生产品平台，并将在 2025 年前做好现货市场结算 T+1 准备。加强科技赋能，一方面有利于提升经营效率，另一方面也有助于开拓新业务机遇。

投资建议：公司 2025 年业绩略超我们此前预期。我们基于公司年报数据，上调港股 ADT 假设，并基于此将公司 2026-2027 年净利润预测分别上调 5.37%、1.64%。考虑到港股市场交投活跃度处于较高水平、公司盈利改善趋势明显且直接，维持公司“优于大市”评级。

图10: 公司 PE TTM 变化趋势



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

风险提示

1、估值不准确的风险

公司估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断。

2、盈利预测不准确的风险

公司业务体系庞大，在做盈利预测时涉及的参数较多，并且众多参数与香港资本市场相关，市场变化可能会使得参数假设不准确，从而使得盈利假设不准确。

3、香港资本市场景气度下滑

公司业务开展与香港资本市场高度相关,如果香港资本市场景气度发生较大变化,公司盈利可能受到较大影响,从而使得我们的盈利预测不够准确。

4、政策风险

近年来,香港资本市场与内地资本市场联系日益加强,关于资本市场的政策变化,可能会影响公司相关业务开展。

财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)						利润表 (百万港元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产总计	381,629	580,775	639,560	692,597	750,490	营业收入	22,374	29,161	31,886	34,302	37,604
货币资金	134,365	182,724	204,659	221,631	240,157	交易费及交易系统使用费	7,189	10,333	10,437	11,145	12,348
按公允价值计入损益的金融资产	6,901	1,150	1,917	2,100	2,300	联交所上市费	1,484	1,789	1,751	1,821	1,886
以摊销成本计量的金融资产	42,082	73,506	76,679	83,980	91,996	结算及交收费	4,717	7,042	7,922	8,749	9,664
指定按公允价值计入损益之金融资产	47,562	60,876	69,011	79,781	91,996	存管, 托管及代理人服务费	1,146	1,503	1,566	1,722	1,894
衍生金融资产						市场数据费	1,086	1,171	1,271	1,381	1,501
负债合计	327,222	522,046	576,869	625,392	678,345	投资收益/(亏损)	4,927	5,111	6,616	6,958	7,562
保证金及现金抵押品	188,857	269,243	307,548	338,303	372,133	其他收入	1,825	2,212	2,322	2,526	2,749
参与者对结算所基金的缴款	27,124	33,991	37,390	41,129	45,242	营业支出	-5,761	-6,068	-6,762	-7,357	-8,125
衍生金融负债	67,863	160,686	168,720	177,156	186,014	息税折旧摊销前利润	16,281	22,796	25,463	27,310	29,879
所有者权益合计	54,407	58,729	62,691	67,205	72,144	除税前溢利	14,853	21,158	23,621	25,328	27,706
留存收益	21,890	25,653	29,650	33,935	38,624	所得税	1,698	3,321	3,543	3,799	4,156
少数股东权益	555	582	582	582	582	少数股东损益	105	83	93	100	110
归属于母公司所有者权益合计	53,852	58,147	62,109	66,623	71,562	归属于母公司净利润	13,050	17,754	19,984	21,428	23,440
每股净资产(港元)	42	46	49	53	56						
总股本(百万股)	1,268	1,268	1,268	1,268	1,268						
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E						
每股收益	10.29	14.00	15.76	16.90	18.49						
每股红利	9.26	12.60	14.19	15.21	16.64						
每股净资产	42.48	45.86	48.99	52.55	56.44						
ROIC											
ROE	24.8%	31.7%	33.2%	33.3%	33.9%						
营业收入增长率	9.1%	30.3%	9.3%	7.6%	9.6%						
净利润增长率	10.0%	36.0%	12.6%	7.2%	9.4%						
资产负债率	85.7%	89.9%	90.2%	90.3%	90.4%						
P/E	40.4	29.7	26.4	24.6	22.5						
P/B	9.8	9.1	8.5	7.9	7.4						
EV/EBITDA											

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032