

# 2025年4季度港股市场投资展望： 整装蓄力

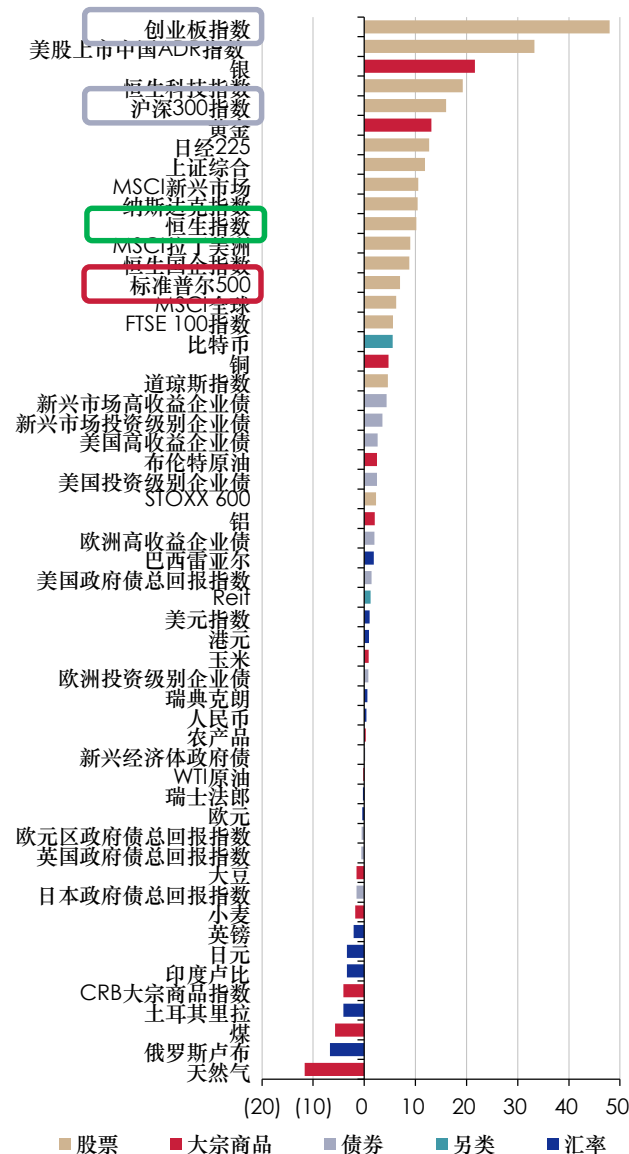
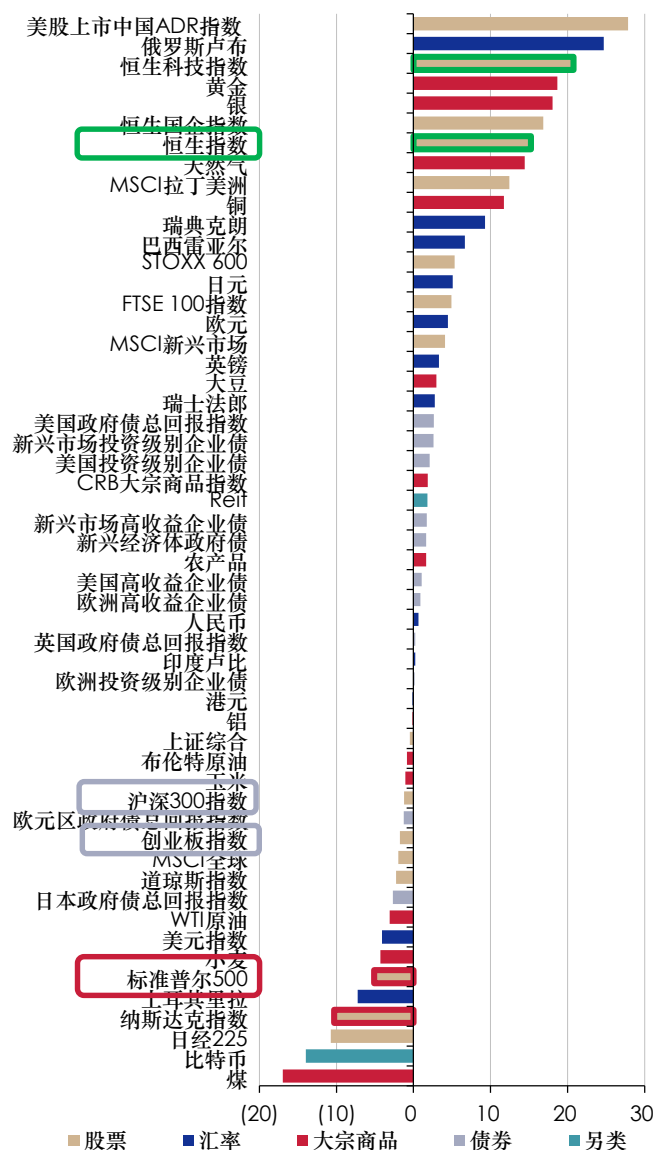
赵文利 邹炜 姜越

2025年9月29日

# 核心要点

- ❖ 随着三季度恒指突破并站稳25000点关键分水岭，港股一二级市场良性循环进一步强化，牛市格局已基本确立，港股投资逻辑由估值修复向基于新质生产力和高质量发展的估值重估转变，正逐步形成市场共识。
- ❖ 四季度将是港股夯实新一轮牛市基础、打开上行空间的关键阶段，主要影响因素和事件窗口包括：中美谈判进展及APEC峰会元首互动；美联储后续降息的节奏及力度；市场对中国经济韧性、人民币汇率和企业盈利前景的再评估；四中全会、12月政治局会议和年底中央经济工作会议等将是重要的增量政策观察窗口；十五五规划纲要相关文件出炉将为行业和主题投资提供更清晰的指引；关注DeepSeek R2或其它新版本潜在发布。
- ❖ 美联储重启降息已充分反映，但后续降息路径及空间，特别是2026年，仍存高度不确定性。美元走势或短期震荡，中期承压，长期走弱。建银国际港股流动性领先指标暗示未来9个月，恒指或震荡寻顶。
- ❖ 主要风险因素：贸易谈判及未来降息节奏的不确定性、美国经济超预期下滑风险、美日财政及债务风险、地缘政治因素等；
- ❖ 预计四季度港股走势或先抑后扬，恒生指数波动区间介于24800-27800点，国企指数波动区间介于8600-9900点，科技指数介于5800-6800点。
- ❖ **投资建议：**建议四季度逢低吸纳，采取攻守平衡的哑铃型配置并相机逐步加强进攻，可基础配置高息股，重点关注新质生产力和高质量发展主题，精选科技、高端制造、生物医药和内需股（消费及新消费、服务业等）。

# 港股一季度领跑全球，二季度韧性尽显，三季度再创四年新高



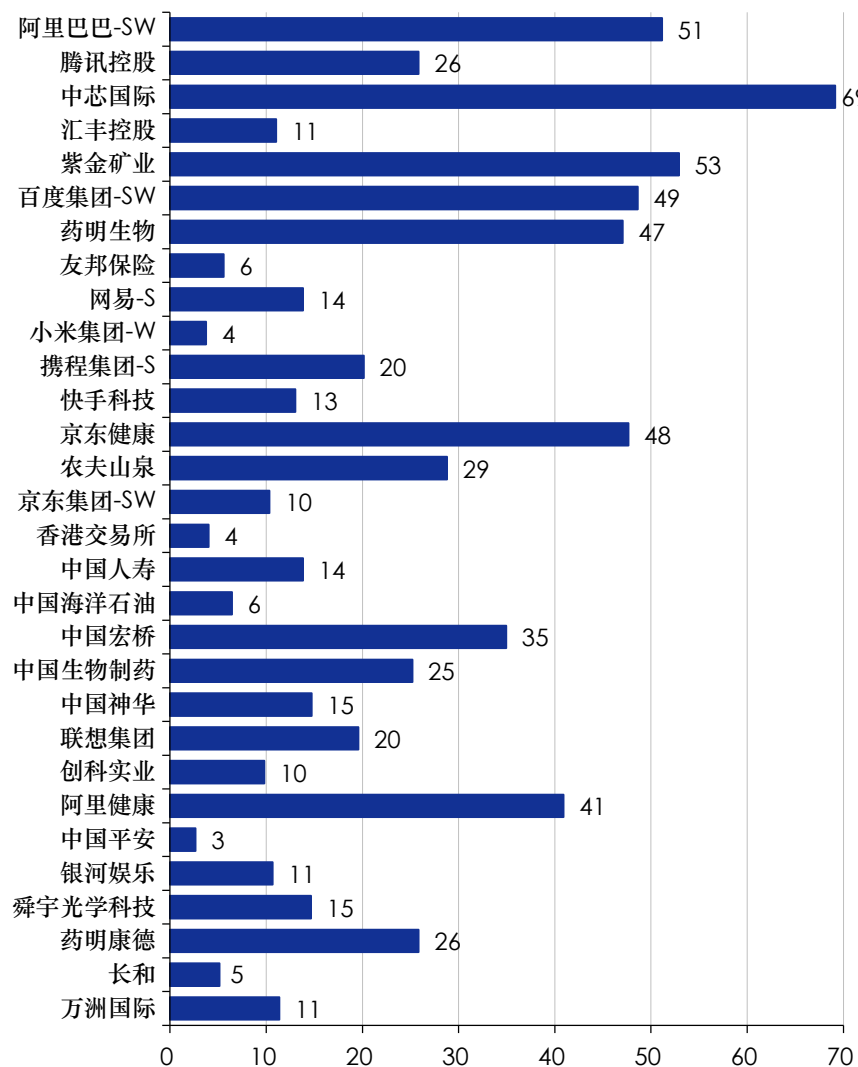
# 港股成交再上台阶，量能配合助力牛市切换

- ❖ 2024年初熊市第二只脚落地以来，港股经历了三轮技术性牛市，底部中枢不断抬升。
- ❖ 港股成交中枢再上台阶：港股一季度日均成交金额2,427亿港元，二季度以来成交略有减弱至2,413亿港元，但三季度进一步冲高至2,847亿港元。量能若持续将助力港股向牛市切换。

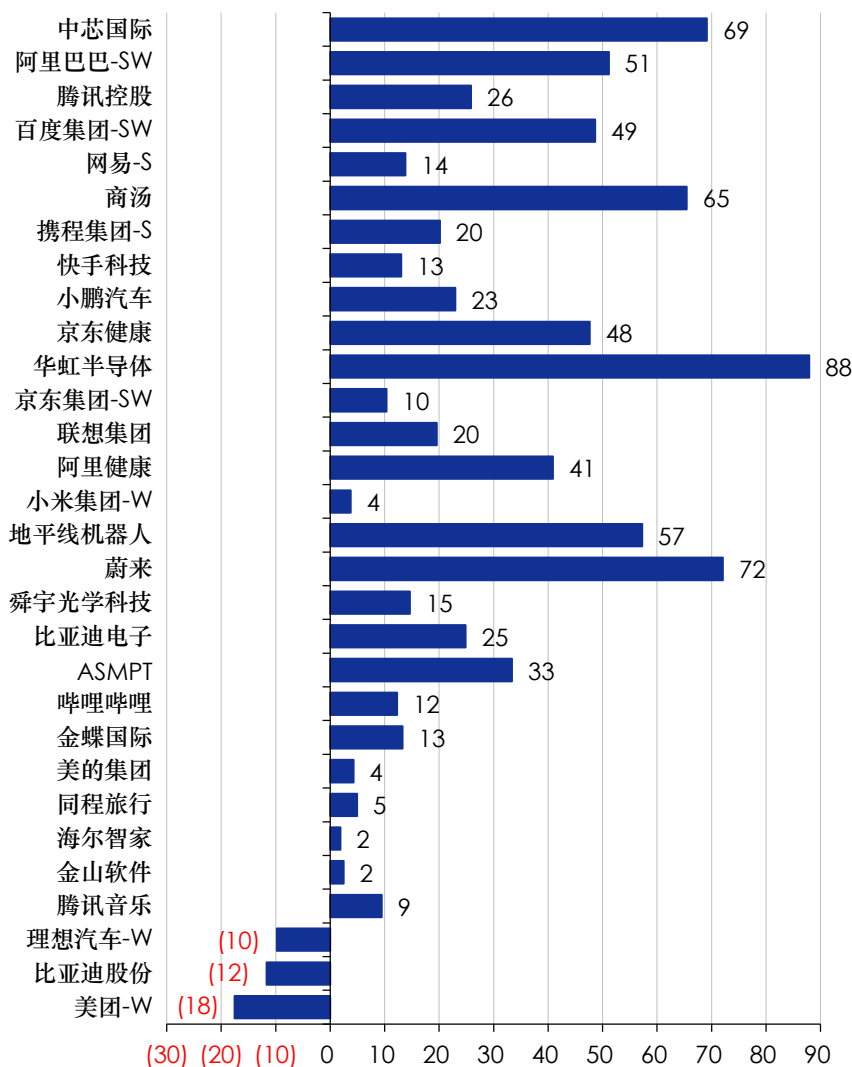


数据来源：彭博，建银国际；数据截至2024-09-24

# 算力、人工智能、芯片自主可控带动指数突破24800点前高



■ 7月17日后涨跌幅 (按照带动恒指变动点数排序)

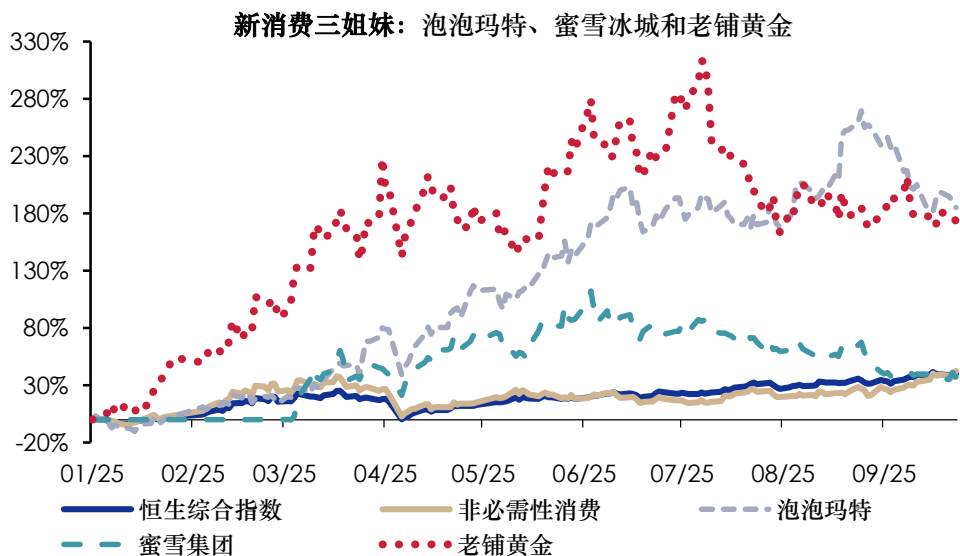


■ 7月17日后涨跌幅 (按照带动恒科指变动点数排序)

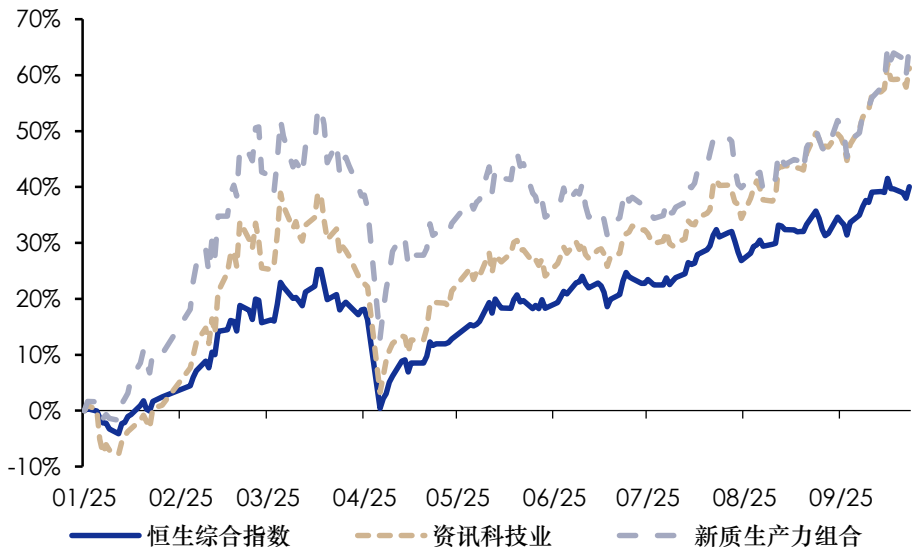
# 科技经受住考验，消费加速分化

港股投资核心思路需跳脱以往“结构固化”的视角，转而关注正在发生的一些深刻变化。三季度科技板块整体经受住了市场检验，而消费板块的表现则不及预期，新消费赛道分化趋势逐渐加快。

科技股在一季度“DeepSeek行情”中率先领跑市场，但进入二季度后整体进入整固阶段，外卖大战引发市场对互联网平台盈利可持续性的担忧。然而到了三季度，阿里巴巴的表现再度成为催化剂：不仅在资本开支和云业务业绩上大幅超出市场预期，自研AI芯片与“千问”大模型的推进也显示出公司在新一轮技术周期中的竞争力。马云的曝光率显著提升，重新站到阿里战略前台。与此相呼应，部分龙头企业也在云计算和AI应用等领域交出亮眼答卷，整体表明科技板块，至少在头部公司层面，已经顺利经受住市场的考验。



**新质生产力组合：阿里巴巴、腾讯、京东、小米、比亚迪、吉利汽车和中芯国际**



相比之下，消费板块正面临更复杂的考验。在全球需求重构的背景下，中国消费路径正在从外需导向转向内需驱动。无论“关税战”是否持续，中国扩大内需的方向已基本明确，财政政策也有望加码支持消费提振。与过往不同的是，投资者的风格偏好正在变化：传统消费品（餐饮、饮料、纺织、运动品等）已逐渐触及增长天花板，估值优势难以再支撑新一轮行情。市场关注点正转向具有“新故事”或“转型”潜力的标的，或估值具备扩张弹性的“新消费”品牌。但在这一过程中，分化趋势也日益明显：泡泡玛特实现高增速，但其模式的可持续性仍受质疑；老铺黄金业绩暴增，却难掩市场对高估值的担忧；蜜雪冰城维持稳健扩张，但盈利弹性有限。整体来看，新消费板块尚未显现明确的成长上限，仍然代表着未来消费升级的方向。

# IPO市场呈现爆发式增长，核心资产上市节奏加快

截至2025年9月24日，今年港股IPO市场呈现爆发式增长，总募资额达1469亿港元，同比激增163%，时隔两年重登全球IPO募资榜首。

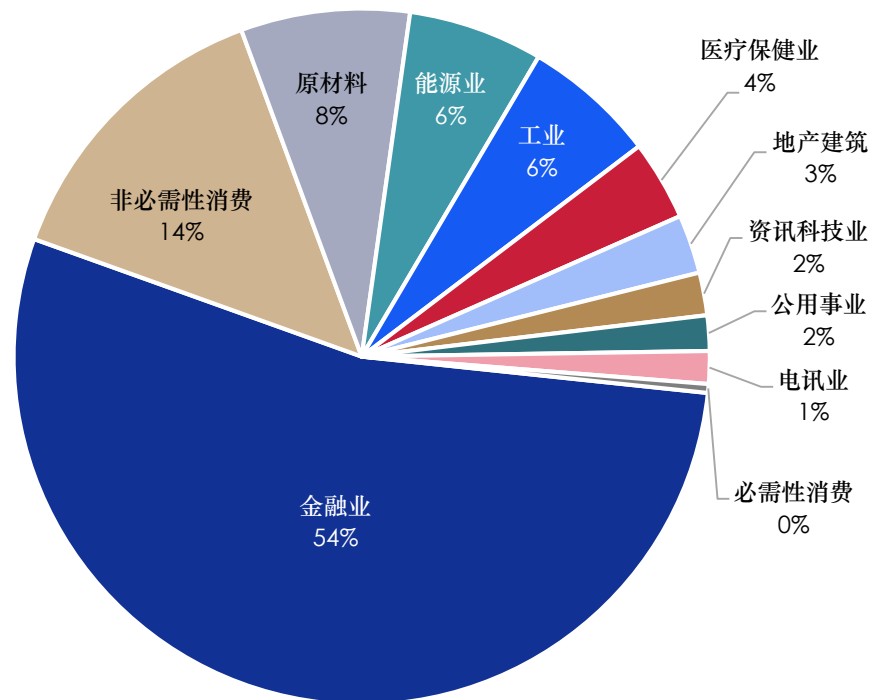
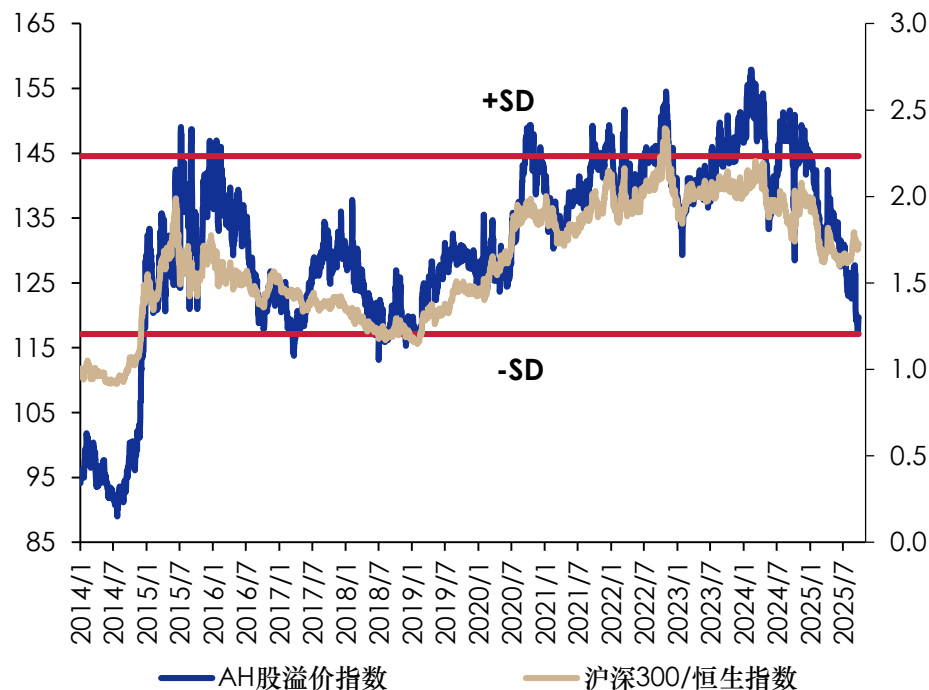
- ❖ **科技、医药和消费主导，头部效应显著：**宁德时代 (募资357亿港元)、紫金黄金(250亿港元)、恒瑞医药 (131亿港元)、三花智控 (107亿港元)、海天味业 (106亿港元)、奇瑞汽车(91亿港元)和蓝思科技(55亿港元)等超大型项目贡献了主要增量。
- ❖ **打新效应强劲：**截至9月24日，新股首日平均涨幅24.28%，破发率降至25.0% (2024年全年为34.29%)，蜜雪集团融资认购金额达1.82万亿港元，创下港股新股冻资新纪录。
- ❖ **外资回流：**主权基金 (如科威特投资局、新加坡政府投资公司GIC、阿布扎比投资局)，国际长线资本 (如高瓴资本、富达国际、贝莱德)积极参与基石投资。
- ❖ **A+H热潮：**IPO市场将延续“硬科技+新消费”双主线，三一重工、赛力斯、韦尔股份、先导智能、珀莱雅、中微半导等均已递表或公告上市。

| 企业名称 | 行业   | 募资规模   | 市场表现                    | 亮点                                                     |
|------|------|--------|-------------------------|--------------------------------------------------------|
| 宁德时代 | 新能源  | 357亿港元 | 首日涨幅12.89%，<br>市值破万亿港元  | 全球最大动力电池企业，基石含中石化、科威特投资局， <b>市值超越茅台</b>                |
| 恒瑞医药 | 医药   | 131亿港元 | 首日涨幅9.6%，<br>市值达3800亿港元 | <b>近五年港股医药最大IPO</b> ，获GIC、高瓴资本基石投资，<br>国际化战略加速         |
| 三花智控 | 高端制造 | 107亿港元 | 首日涨幅-0.13%，<br>市值921亿港元 | <b>全球领先的制冷控制与汽车热管理零部件企业</b> ，IPO 引入多家基石投资者             |
| 海天味业 | 消费   | 106亿港元 | 首日涨幅0.55%，<br>市值2137亿港元 | <b>中国调味品龙头</b> ，品牌号召力强，公开发售倍数高，基石阵容豪华。                 |
| 奇瑞汽车 | 新能源  | 91亿港元  | 首日涨3.80%，<br>市值1841 亿港元 | 中国自主品牌汽车龙头， <b>连续多年稳居中国乘用车出口第一</b> ，获 13<br>家知名基石投资者支持 |
| 蜜雪集团 | 新消费  | 40亿港元  | 首日涨幅16%，<br>冻资1.84万亿港元  | 全球门店超3万家， <b>冻资额创历史记录</b>                              |

数据来源：港交所，Wind，建银国际

# AH 溢价参考性下降，配置逻辑转向稀缺性

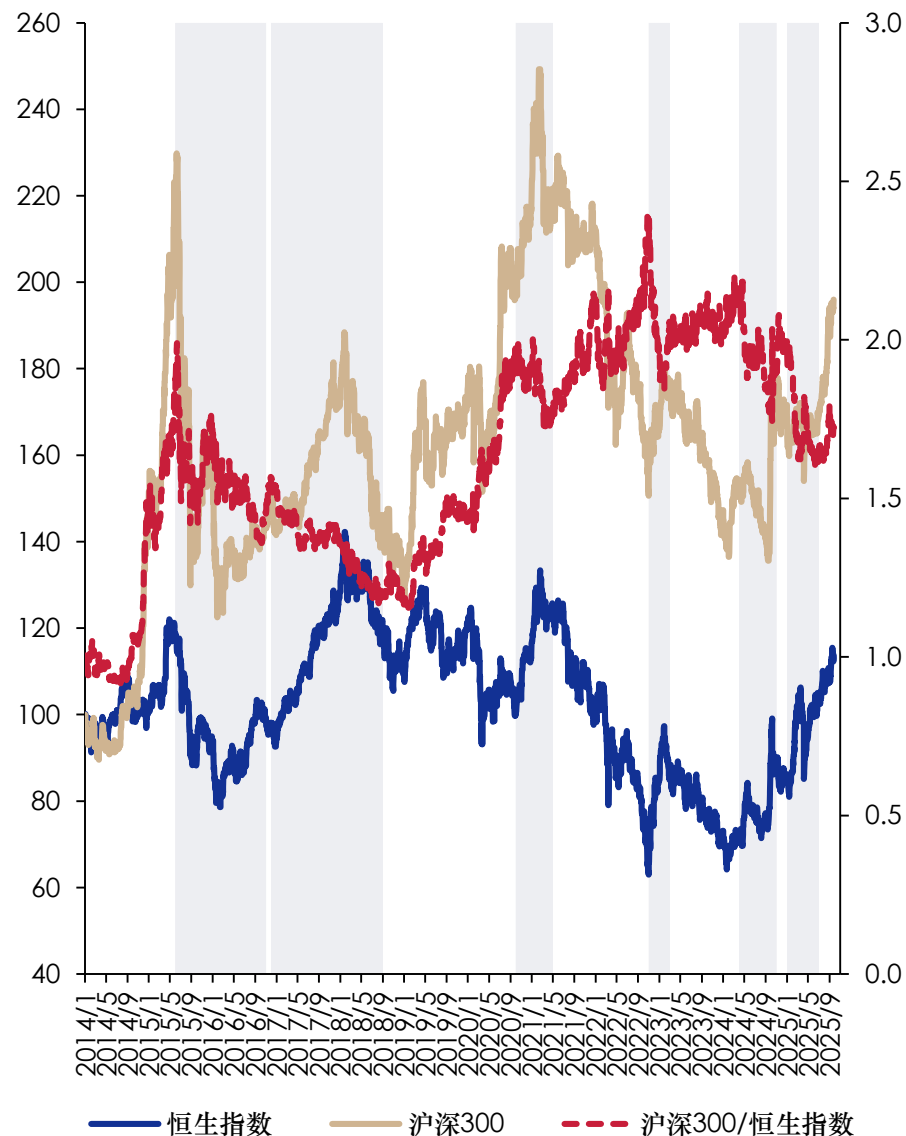
- ❖ **AH 溢价参考性下降**：尽管当前 AH 溢价已跌至历史负一倍标准差，短期内显示港股同标的跑得更好，但AH股溢价指数主要成分为金融业 (54%)等传统行业，不包括两地科技龙头，整体配置指引作用减弱。两地科技龙头缺乏直接可比性，市场各自围绕本土优势板块定价，不再是单纯的“谁便宜买谁”，而是“各涨各自的优势股”。
- ❖ **配置逻辑转向稀缺性与各自催化剂**：在估值扩张的牛市阶段，投资者在港A股各取所需，投资逻辑更关注稀缺性、个股叙事和催化剂。A 股核心稀缺在科技硬件产业链 (半导体、设备、制造等)，港股核心稀缺在科技软件与互联网平台企业。



# 本轮牛市港股再次领先A股

2014年港股开通后，港股在六个阶段跑赢A股。

- ❖ 2015.6-2016.10：国内实施更为积极的货币宽松和信贷扩张，基本面逐步企稳，海外美元阶段性走弱。虽然中国股市处于熊市阶段，但港股整体下跌幅度远低于A股，期间沪深300下跌39%，恒生指数下跌11%。2016年2月港股见底后反弹幅度超过30%，而A股仅反弹13%。
- ❖ 2016.12-2018.8：在供给侧改革、棚改货币化和信贷宽松的推动下，中国经济在2016年底企稳后强劲反弹，美元指数自103高点大幅回落至90以下。市场开启牛市，期间恒生指数上涨25%，沪深300下跌7%。而后港股较2018年1月最高点的回撤14%，而A股回撤24%。
- ❖ 2020.10-2021.4：疫情影响后中国在全球率先复苏，南向资金大幅流入抢夺港股定价权。港股上涨19%，A股上升4%。港股自2021年2月最高点回撤7%，而A股回撤14%。
- ❖ 2022.11-2023.2：三年新冠疫情迎来解封，市场预期经济复苏。期间港股上涨54%，A股仅上涨19%。
- ❖ 2024.4-2024.10：中国证监会公布惠港五项政策，国务院印发新国九条，9月24日国新会宣布创新货币工具等一揽子政策支持中国股市，市场迎来技术性牛市。港股短时间内暴涨42%，A股仅上涨15%。
- ❖ 2025.1-2025.6：受益于DeepSeek行情，南向资金持续净流入，外围美债收益率下行、美元回落，为港股提供了相对有利的外部环境。港股上涨21%，而A股下跌3%。



数据来源：彭博，CEIC，建银国际

# 降息对港股的进一步向上驱动有限

- ❖ 从历史来看，美联储以25基点开启降息且不衰退情况下，往往会引发资金短期再平衡，驱动港股短期流动性改善，但中长期来看美元不一定走弱；本轮降息前港股流动性已经充分改善，因此短期以资金再平衡带来的利好有限。
- ❖ 港元兑美元汇率近期接近7.75强方兑换保证，进一步升值空间有限。美股及印度等外围市场在美债收益率和美元回升背景下阶段性反弹，或吸引部分资金从港股市场外流。

| 以25个基点开启的降息 | 标准普尔<br>500 | 道琼斯<br>指数 | 纳斯达克<br>指数 | MSCI<br>全球 | 恒生<br>指数 | 美国<br>政府债 | 美国投资<br>级别企业债 | 美国高收益<br>企业债 | 黄金     | CRB大宗<br>商品指数 | WTI<br>原油 | 美元   |
|-------------|-------------|-----------|------------|------------|----------|-----------|---------------|--------------|--------|---------------|-----------|------|
| 首次降息后 1个月   | 1.02        | 1.34      | 1.02       | 1.48       | 6.18     | 0.78      | 0.13          | (0.71)       | 2.22   | (2.92)        | (2.83)    | 0.04 |
| 首次降息后 2个月   | 3.87        | 3.78      | 6.00       | 3.44       | 8.42     | 0.97      | 1.25          | 1.27         | 0.68   | (4.76)        | (8.84)    | 2.30 |
| 首次降息后 3个月   | 8.31        | 6.03      | 11.10      | 7.39       | 10.84    | 0.77      | 1.32          | 1.55         | 0.08   | (4.78)        | (8.88)    | 0.65 |
| 首次降息后 4个月   | 10.49       | 7.61      | 19.16      | 8.48       | 8.23     | 1.71      | 2.51          | 2.45         | (1.11) | (4.19)        | (5.79)    | 1.06 |
| 首次降息后 5个月   | 12.63       | 10.81     | 18.17      | 10.22      | 11.51    | 1.39      | 2.79          | 3.33         | 0.84   | (4.46)        | (0.54)    | 1.95 |
| 首次降息后 6个月   | 15.96       | 14.43     | 22.63      | 13.11      | 15.26    | 2.41      | 3.99          | 3.82         | 2.29   | (4.53)        | 5.41      | 3.00 |

数据来源：彭博，建银国际，数据截至2025-09-29

# 免责声明

## 评级定义：

优于大市 — 于未来12个月预期回报为高于10%  
中性 — 于未来12个月预期回报在-10%至10%之间  
弱于大市 — 于未来12个月预期回报低于-10%

## 分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的30个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后3个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

建银国际集团与腾讯控股 [700 HK]、中国工商银行股份有限公司 [1398 HK]、中国农业银行 [1288 HK]、中国银行股份有限公司 [3988 HK]、交通银行股份有限公司 [3328 HK] 及中国光大银行股份有限公司 [6818 HK] 有投资银行业务关系。

## 免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少12个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

# 免责声明

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关系的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

## 建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097