

解码南向资金累计净买入首破5万亿港元

港股定价权增强 市场正循环显现

证券时报记者 王军 吴瞬

港股市场迎来了新的里程碑。11月10日,南向资金通过港股通净流入港股市场66.54亿港元,使得年内净买入额突破1.3万亿港元,自港股开通以来的累计净流入规模也突破5万亿港元,刷新互联互通机制开通以来的最高纪录。

受访人士向证券时报记者表示,南向资金净买入港股金额不断刷新纪录,不仅标志着港股市场流动性与活跃度的质变,更凸显内地资金对港股估值洼地与稀缺资产的战略配置需求。同时,在政策支持、产业升级与全球流动性宽松的三重利好下,港股市场有望延续“估值修复+成长溢价”的慢牛行情,成为全球投资者配置中国资产的关键窗口。

首破5万亿港元关口

今年以来,在AI、新消费、创新药等板块提振下,港股市场表现持续活跃主要指数涨幅显著。截至目前,港股市场主要指数恒生指数、恒生科技指数、恒生中国企业指数的年内涨幅均在30%以上,在全球主要市场涨幅居前。

与此同时,南向资金持续加码净流入港股,为市场提供了充足的流动性。Wind数据显示,11月10日,南向资金通过港股通净流入港股市场66.54亿港元,使得年内净流入金额达到13053.49亿港元,突破1.3万亿港元关口。自港股开通以来,南向资金的累计净流入规模达到50031.41亿港元,突破5万亿港元整数关口。

从今年南向资金净流入港股的整体态势分析,今年上半年南向资金呈现出加速流入的显著特征,单日净流入规模突破百亿港元的情况,大多集中出现在这一阶段。Wind数据显示,在今年的202个交易日中(截至11月10日),南向资金单日净流入超百亿港元的交易日有57天,其中上半年的交易日中有30天,足见上半年资金流入的迅猛态势。

从更长的时间维度来观察,2020年、2021年、2022年、2023年和2024年,资本市场南向资金成交净买入额分别为6721.25亿港元、4543.96亿港元、3862.81亿港元、3188.42亿港元和8078.69亿港元。2024年开始,南向资金加码买入港股,净流入额大幅增加,2025年在这一基

础上进一步加速,并在7个月时间内超越了2024年全年,刷新年度净流入纪录。

对于今年以来,南向资金加码流入港股市场的情况,明泽投资基金经理胡墨哈向证券时报记者表示,南向资金今年持续涌入港股市场主要受五大因素驱动:首先,港股相较A股存在一定估值折价,提供了更高安全边际;其次,国内利率下行环境下,投资者对港股市场中特有的科技龙头和高股息资产存在持续的配置需求;第三,互联互通机制持续优化,为资金南下提供了顺畅的政策通道;第四,以保险资金和公募基金为代表的内地长线资金,基于其负债特性和投资目标,存在持续配置港股的内在需求;最后,全球降息预期增强流动性宽松预期,港股理论上会更加受益。

也有机构认为,南向资金加码流入港股市场实际上也是“资产荒”的体现。中金公司的研报指出,资金充裕但缺乏优质资产,推动南向资金持续流入。在经济未有全局修复,能提供新增长点或确定回报的资产较为有限背景下,国内资金需要寻求有效配置机会,不论是稳定回报的分红资产、还是成长属性的新经济板块,港股都具有比较优势,进而吸引南向资金加速流入。

南向资金定价权提升

南向资金的持续加码流入,不仅为港股市场带来了流动性改善,还增强了内地资金在港股市场的定价权。

Wind数据显示,2024年南向资金合计买卖金额约为11.23万亿港元,占港股市场成交金额的34.64%。今年以来,随着南向资金在港股市场持续活跃,成交占比进一步提升。而在此之前,2021年至2023年,南向资金合计买卖金额占港股市场成交金额的比例在20%—30%之间,2017年至2020年,南向资金成交占比在10%—20%之间。

从持股市值来看,截至目前,南向资金持有港股的市值约为6.21万亿港元,占港股总市值的比例为12.93%。从资金结构来看,招商证券国际近日的一份研报指出,保险资金与公募基金构成南向资金的主体力量,合计占比超40%。其中,保险资金通过港股通持有市值突破1.4万亿元,占港股通总规模的25%;公募基金港股持仓规模达1.01万亿元,占比18%。

公募基金成为南向资金中最活跃的



主导力量。2020年底至2025年三季度,公募基金港股持仓规模从3531亿元增长至1.01万亿元,年均复合增速达23.5%。行业配置上,公募基金体现出极致的成长风格,传媒、医药、电子与商贸零售持仓规模均超500亿元。

险资在港股市场重点布局高股息股票。今年以来,险资频频举牌港股上市公司,其中银行类H股成为举牌主要板块。

融智投资基金经理兼高级研究员包金刚接受记者采访时也表示,持续流入的南向资金正把港股市场从“外资主导、美元利率锚”的离岸市场,改造成“内资定价、中债利率锚”的半在岸市场,由此带来定价逻辑、流动性结构与估值体系的系统性和结构性重塑。

港股估值仍有吸引力

展望未来,港股市场在多重因素的共同作用下,长期机遇值得期待。尤其是随着更多内地资金南下以及越来越多各具特色的企业赴港上市,叠加2025年以来港股市场的赚钱效应,南向资金正走向螺旋上升的“正循环”之中。

“越来越多的内地企业赴港上市,对资金的吸引力越大,净流入资金越多,带来更多流动性和赚钱效应,这又会进一步

刺激更多企业赴港上市。”在一家香港投行人士看来,今年无论是南向资金还是外资都有明显流入港股市场的趋势,而这正是港股市场繁荣的真实写照。

在上述香港投行人士看来,当前中国企业都在高喊“走出去”,但实际上中国资金也需要“走出去”。“当前不少优质中国企业都在香港上市,内地资金自然也要相应南下,分享这些企业的成长红利。”

虽然今年港股市场涨幅颇高,但从全球主要股市上来看,港股市场估值仍有较大吸引力,而这事实上也给了内地资金更多“南下”的理由。

浦银国际首席策略分析师赖烨烨指出,目前,相对于全球主要股票市场,中国市场相对优势较为明显,盈利增速稳健,估值水平更低。科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为20.4倍,仍低于其过去五年均值,也显著低于纳斯达克指数的30.9倍。目前,虽然主要中国股指的估值较前期明显修复,但港股市场的估值相对全球其他股市仍然偏低。

在赖烨烨看来,随着多重利好逐步落地,市场或面临一些获利了结的压力,短期或呈现震荡向上的态势,需留意风格切换,大盘价值股或占优。短期投资策略上,预计红利股配置价值回归,港股AI概念股仍是科技端配置主线。

专访瑞银全球投资银行胡凌寒：

香港IPO热潮超预期 未来将现三大趋势



瑞银全球投资银行
亚太股票资本市场联席主管 胡凌寒

证券时报记者 吴瞬

2025年以来,香港IPO市场迎来强势复苏,募资额已突破2000亿港元,重回全球榜首地位。瑞银作为市场核心参与者,牵头完成了蜜雪冰城上市、比亚迪配售以及参与完成宁德时代上市等多个标志性项目。近日,瑞银全球投资银行亚太股票资本市场联席主管胡凌寒接受证券时报记者专访,深度解读港股IPO市场的爆发逻辑、港交所改革影响及未来趋势。

胡凌寒表示,今年港股IPO市场的表现超出预期,同时在优质公司不断登陆港股市场以及外资持续回流等众多利好因素下,她持续看好港股IPO市场前景,未来将呈现百花齐放、供需联动以及全球化三大趋势。

市场热度超预期

证券时报:今年香港IPO市场募资突

破2000亿港元,前三季度更是重回全球榜首,这一热度是否超出年初预期?

胡凌寒:确实超出预期。年初我们判断市场会比之前好转,但火爆程度远超想象。其实去年“924政策”后就有了信号,瑞银牵头执行的华润饮料项目,当时无论是基石投资者还是机构投资者,都吸引了大量高质量外资投资者,实现高端定价。

3月3日,瑞银作为整体协调人及联席配售代理,为比亚迪定价共计约435亿港元(约56亿美元)的新H股配售发行,虽然它不是IPO而只是配售,但在一个晚上就融资了56亿美元,且基本上都是外资主导,在过去多年中很少有这样的情况,进而直接提振了市场信心。港股股权融资的持续性和强度在今天看来都比我们年初预期的更好。

证券时报:市场回暖过程中,哪些项目最具代表性?

胡凌寒:瑞银参与的多个项目都凸显了市场变化,蜜雪冰城是一季度打开IPO市场的标志性项目,也成为今年港股IPO市场的关键节点,其募资额创下历史纪录,成为“冻资王”。机构认购倍数和后市表现也都有目共睹。我们也再次感受到整个境外市场对于中国优质标的投资的回暖态势。

而随着市场进一步打开,宁德时代更是一个非常成功的案例,它还是一个A to H的“0折让”定价,上市后宁德时代、恒瑞医药等A股赴港上市企业的溢价表现也很亮眼,这些项目共同印证了境内资金积极参与、境外资金持续回流趋势。

港交所改革赋能

证券时报:如何评价港交所近年的改革举措及其影响?

胡凌寒:港交所的改革呈现非常正面的导向。以最近港交所优化首次公开招股市场定价及公开市场规定来看,此前,港交所对于公司发行规模有较高的发行百分比要求,但对于一些赴港上市的大型A股公司而言,他们起初可能不一定愿意大规模发行(以尽量减少摊薄),这使得很多本来有心在境外建立战略融资平台的公司心有顾虑。

在新规后,一些市值非常大的公司可以有一个比较合理的发行规模比例后,优质发行人也更愿意来到港股市场。好的供给会创造好的需求,好的需求也会促进好的供给,今年港股市场的蓬勃发展,我认为某种程度上是因为政策优化便利了潜在发行公司,让它来港股上市,全球的资金也都过来了。

证券时报:这次改革中关于散户分配比例的争议,经常有散户坦言打新难度大增,您怎么看?

胡凌寒:这是一个多赢局面。在最近的新股定价机制改革中,新规明确了机构与零售投资者的比例划分,使得一个项目的机构和零售比例划分有更多的确定性,改革后散户分配比例大多稳定在10%,既符合国际成熟市场惯例,又提升了机构定价话语权,实现了价格充分博弈,让定价更合理,最终反而提升了后市赚钱效应。比如,今年8月新规后仅两家企业破发,平均后市表现也优于2021年,实现发行人、机构和散户的多方共赢。

外资回流显著

证券时报:今年外资对香港IPO的态度有哪些明显变化?

胡凌寒:外资回流趋势清晰可见,尤其是欧洲和中东资金。早在去年美的集

团的项目中,瑞银资管就成为其唯一的外资长线基石投资者,而在今年年初已经出现欧洲资金频繁出手参与基石投资,这些公开信息都能印证外资的踊跃回归。

证券时报:这种转变背后的核心逻辑是什么?

胡凌寒:核心是全球资产配置的需求调整。在宏观政策博弈背景下,欧洲等中立资金需要多元化分散投资,中国市场成为重要配置方向。过去两年外资对中国资产配置偏低,现在正处于重新平衡持仓的过程中,加配空间依然很大,这也是外资投资者持续增加中国股票关注度的底层逻辑之一。

未来趋势展望

证券时报:如何看待未来1—2年香港IPO市场的趋势?

胡凌寒:我依然看好市场前景,核心在于已经形成“好的供给创造好的需求”的正向循环。一方面,已有不少高增长、高科技的优质企业公布了赴港上市计划;另一方面,外资加配中国资产的趋势仍在持续,这些都将支撑市场热度。

证券时报:如果用三个关键词定义未来港股IPO趋势,您会选择哪三个?

胡凌寒:第一个是“百花齐放”,未来不管是企业规模、行业类型,还是产品形态(A股赴港、美国回港、全新IPO)都将呈现多元化格局;第二个是“供需联动”,好的标的会吸引更多资金,而充足的资金又会吸引更多优质企业,这种正向循环将持续强化;第三个是“全球化”,中国企业全球化步伐加快,香港作为对接境外的资本平台,将持续吸引全球资金,实现企业、资本与市场影响力的全球化共赢。

港交所购迅清结算控股20%股权

证券时报记者 吴瞬

11月12日,香港交易及结算所有限公司(香港交易所)宣布与迅清结算有限公司(迅清结算)达成协议,购入其控股公司的20%股权。作为金融市场基础设施的主要营运者,双方将进一步巩固战略合作关系,共同推动香港固定收益及货币(FIC)市场生态圈的长期发展。

据介绍,香港交易所将投资最多4.55亿港元认购迅清结算控股有限公司(迅清结算控股)新发行的股份。交易完成后,香港交易所与香港金融管理局(香港金管局)旗下外汇基金将分别持有迅清结算控股的20%及80%股权。香港交易所、外汇基金及迅清结算控股的代表已于当天就新股认购完成签约仪式。

这项战略性投资建基于香港交易所与迅清结算于2025年3月签订的合作备忘录,彰显香港交易所致力巩固香港作为领先固定收益及货币中心及离岸人民币业务枢纽的决心。迅清结算是香港金管局旗下公司,负责营运债务工具中央结算系统(CMU)。

通过这次合作,香港交易所及香港金管局将结合双方的资源、科技、人才及市场专业知识,加快推动香港交易所证券基础设施的发展,迈向成为区内的主要中央证券存管平台(CSD)。具体措施将包括进一步推动CMU的商业化发展,以及扩大投资者CSD服务、托管资产类别及抵押品管理服务等业务,以提升CMU的市场竞争力,并加强香港的CSD平台于跨资产类别上的运作效率。

腾讯音乐第三季度净利润增长27.7%

证券时报记者 吴瞬

11月12日,腾讯音乐公布第三季度业绩。财报显示,2025年第三季度腾讯音乐总收入84.6亿元,同比增长20.6%,调整后净利润24.8亿元,同比增长27.7%。

据了解,目前腾讯音乐运营着在国内市场广受欢迎的创新性音乐产品,包括QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民K歌。平台提供在线音乐、在线音频、在线K歌、以音乐为核心的直播及在线演出等服务。

在主要运营指标上,月活跃用户数略有下降,下降4.3%至5.51亿,付费用户数则是上涨5.6%,达到1.26亿。在具体业务方面,腾讯音乐的在线音乐服务收入相比2024年同期的人民币54.8亿元增长27.2%,达到人民币69.7亿元,这得益于在线音乐订阅收入的强劲增长,以及线下演出、广告服务和艺人周边收入的增长。

其中,在线音乐订阅收入为人民币45.0亿元,相比2024年同期的人民币38.4亿元增长17.2%。这一显著增长主要由单个付费用户月均收入的提升所推动。单个付费用户月均收入从2024年同期的人民币10.8元增长至2025年第三季度的人民币11.9元,其增长主要是由于腾讯音乐持续扩充超级会员权益,从而推动了超级会员的增长。

据介绍,腾讯音乐的多层级会员体系帮助提升用户活跃及转化。腾讯音乐通过免费模式、广告会员和标准会员提供差异化服务,以满足不同用户需求。用户可根据自身偏好选择最适合的方案,轻松解锁更多功能与专属权益。比如,腾讯音乐新推出的广告会员对免费用户的吸引力不断增强,其在平台上的日均使用时间呈持续上升趋势。同时,腾讯音乐的线下演出收入实现同比增长强劲。

大润发母公司高鑫零售中期业绩亏损1.23亿元

证券时报记者 王军

自今年1月阿里巴巴将其股份出售给德弘资本后,大润发母公司高鑫零售交出了半年度亏损成绩单。

11月11日晚,高鑫零售发布截至2025年9月30日6个月的中期业绩公告。报告期内,高鑫零售收入为人民币305.02亿元,同比减少12.12%;公司权益股东应占亏损1.23亿元,去年同期公司权益股东应占溢利2.06亿元。

高鑫零售是拥有大卖场及多渠道电商业务的中国零售商,以大润发、大润发Super、M会员店品牌经营大卖场、中型超市以及会员店业务。高鑫零售的收入是来自销售货品、会员费及来自租户的租金收入。

高鑫零售半年业绩报告显示,截至2025年9月30日,公司共有462家大卖场、32家中型超市以及7家M会员店,其中约65%为租赁门店,35%为自有物业门店。

从各分部的收入情况来看,报告期内,高鑫零售来自销售货品的收入为290.81亿元,较去年同期的331.86亿元减少41.05亿元,减幅为12.4%。公司表示,销售货品的收入减少,一是由于市场竞争加剧及消费疲软,导致平均每笔交易的购买件数及商品平均售价走低,继而导致平均客单价下滑;二是中秋节与国庆节重叠的日历效应。

来自会员费的收入为0.18亿元,较去年同期的0.14亿元增加0.04亿元,增幅为28.6%。

来自租金收入为14.03亿元,较去年同期的15.08亿元减少1.05亿元,减幅为7.0%。公司表示,租金收入的下降主要归因于降租稳租、持续优化租户结构以及商店街调改带来的暂时性影响。

对于未来的发展规划,高鑫零售在业绩报告中表示,未来三年,将以“健康商品+快乐体验+贴心服务”为基石,为三公里全客群打造体验与效率并重的零售模式,以满足家庭与年轻客群需求,全面释放经营韧性 with 长期发展潜力。