

兴业证券张忆东：

南向资金改写定价逻辑 港股中长期上涨趋势确立

2024年以来,A股与港股走出罕见的“交替领跑”行情,打破传统联动模式。兴业证券研究所副所长、全球首席策略分析师张忆东日前在接受中国证券报记者专访时表示,南向资金持续流入正悄然重构港股定价逻辑,推动市场生态从“外资主导的离岸市场”向“内资在岸化”深刻转型。港股当前处于多重利好共振的关键窗口期,有望开启中长期上涨行情,建议围绕科技、消费、红利与创新药四大主线布局。

● 赵中昊 谭丁豪

内地资金南下趋势仍将持续

去年以来,中国权益市场仿佛正上演一场“双城记”:A股与港股不再简单同步,而是在交替领跑中提升整体资产吸引力。张忆东认为,这种节奏差异背后是内外资话语权的微妙变化,而南向资金持续流入,正在悄然重构港股的定价逻辑。

张忆东表示,从历史数据看,两大市场虽存在底层逻辑的关联性,但中短期节奏差异显著,这种“和而不同”的特征在近一年半的行情中表现得尤为突出。

回溯行情演变轨迹,张忆东表示,2024年一季度港股率先开启反转行情,恒生指数季度涨幅领先A股主要指数,领先优势一直延续至“9·24”行情前,随后两大市场形成共振向上的态势,共同助推中国权益资产吸引力上升。进入2025年,市场分化再度显现,前5个月港股表现持续强于A股,互联网、新消费和创新药等板块轮番上演结构性行情,同期AH股溢价指数持续收窄至6月底的120点左右,创下近年新低。

资金结构方面,传统上,A股市场以内资为主导,对政策催化和产业趋势反应更为敏锐;港股市场则长期受外资流动影响,其估值体系更容易受到全球流动性环境的扰动。而2024年以来南向资金加速流入,正在逐步重塑港股的定价逻辑。

张忆东认为,南向资金大幅流入港股,表面原因是港股行情的赚钱效应提升,港股市场生态环境发生改变,优质企业赴港上市,为港股市场注入新鲜血液,提升了市场活力,吸引了南向资金的流入。截至2024年12月31日,消费、科技和医疗保健行业在港股市场的流通市值总额高达169052亿港元,占据了港股市场流通市值的49.0%,而到2025年8月25日,这一比例进一步攀升至52.3%。

更深层的原因是中央金融工作会议之后,



视觉中国图片

国家积极赋能香港、巩固和提升香港国际金融中心地位。本轮南向资金流入港股呈现加速之势是从2024年开始并延续至今,保险资金通过OCIO账户长期配置港股的特征明显。

2025年港股行情更加百花齐放,除高股息红利资产继续吸引南下资金外,港股新消费、科技、创新药的龙头公司吸引了更多增量资金。在中国社会财富向权益资产配置的背景下,内地资金南下趋势仍将长期持续。

一方面,中国内地低利率环境下,保险资金等长线资金将是买入港股的重要力量。2025年,金融业、电讯业和能源业这三个高股息代表性行业继续吸引港股通资金流入,截至8月25日占港股通净流入额的比例约为25%。

另一方面,优质成长股成为吸引港股通资金的新亮点。2025年港股通的投资风格更偏重成长风格,净流入集中在非必需消费、资讯科技业,分别占比52%、16%,这两个行业合计吸引了70%的港股通资金。普通股票型和偏股混合型基金的港股仓位占比也不断创出历史新高,持续增持科技、新消费和创新药等板块。

赚钱模式 从“确定性溢价”扩散到“成长溢价”

随着资金结构“在岸化”、估值凸显全球洼地效应以及互联网平台竞争环境改善预期增强,2025年港股市场正汇聚多重动能,摆脱“低

估值陷阱”,迎来生态与信心的双重修复。

张忆东认为,当前港股资金面初步摆脱“外资主导的离岸市场”之困境,主要体现在中资对于央国企港股红利资产以及半导体、优质新消费、创新药行情的主导性越发明显。相比过去四年,港股正在发生质的变化,港股投资的底层逻辑正逐步转向泛中资主导的“在岸市场化”,内资逐步成为香港股市的中流砥柱。

“越来越多的内资机构把港股当做中国资产的主战场之一。”张忆东表示,除保险资金外,内资活跃资金,包括公募、私募、游资、牛散等,都是2025年港股市场重要的增量驱动力,且持续性强。其中,主动型公募基金港股投资市值占基金股票投资市值比例今年6月底已达17.5%,创历史新高。

在张忆东看来,南下资金的多元化和持续性,有利于增强港股“在岸化”特征,港股的投资风格也更加多元化,赚钱模式从“确定性溢价、价值红利”进一步扩散到“成长溢价”。与此相呼应的是,港股市场成交活跃度显著提升,今年以来恒生综指日换手率平均超过0.5%,较2021年-2024年的均值0.35%有明显改善,市场生态从“港股无梦想”的沉闷环境中逐步走出。

“投资者对成长性资产的估值容忍度提升,资金不再只集中在确定性高的一线龙头股,而是向二线龙头和中小盘股扩散。未来随着南向资金进一步向消费科技等行业扩散,更多中国优质公司的长期价值、远期价值有望被深入

挖掘并进一步重估。”张忆东说。

从估值层面来看,港股当前的性价比优势成为吸引资金配置的重要因素。恒生指数估值明显低于美国标普500指数、日本日经225指数等全球主要市场指数,估值洼地效应在全球资产再配置过程中具备较强吸引力。主动型外资结束了连续40周的净流出态势,叠加美联储9月降息预期升温,为外资回流创造了有利条件。若美联储如期降息,中期美元走弱概率增大,将显著降低港股做空压力,推动估值修复。

从基本面来看,张忆东认为,港股基本面改善的预期正逐步形成。7月以来港股盈利预测虽经历短暂下修,但随着8月底中报业绩披露进入尾声,市场关注点开始转向政策催化带来的边际变化。特别是日前新修订的《中华人民共和国反不正当竞争法》施行,将有效遏制互联网平台的恶性竞争,缓解即时零售内卷对相关巨头业绩的冲击。近期监管层面对互联网巨头的约谈已释放明确信号,市场预期四季度开始,互联网行业的叙事逻辑将从“外卖内卷”转向“AI赋能”,业绩预期有望得到实质性改善。

把握四大主线投资机遇

“此轮港股中长期上涨行情不会孤单前行,而是与A股相辅相成,共同演绎中国资产重估的大行情。”张忆东表示,在居民财富向权益资产再配置的背景下,港股市场生态持续优化

将为投资者提供跨越周期的配置机遇,建议把握科技、消费、红利、创新药四大主线投资机遇。

展望下半年,张忆东表示,当前港股市场正处于多重积极因素共振的关键窗口期。随着利空因素逐步消退、资金结构持续优化、估值优势凸显,港股有望在四季度迎来新一轮上涨行情。

张忆东认为,AI赋能或开启科技板块价值重估。经历上半年的调整后,港股科技板块配置价值日益凸显,当前恒生科技指数市盈率显著低于全球主要科技指数。中报业绩期后,互联网龙头的做空交易已显拥挤,当前是逢低布局的良机。

具体而言,在硬件端,关注国产算力芯片、半导体设备及材料等领域的突破机会,DeepSeek-V3.1等大模型的迭代将推动相关基础设施需求增长;在软件端,办公软件、SAAS及行业应用软件有望受益于企业数字化转型加速;在应用端,游戏、人形机器人、智能辅助驾驶和金融科技等场景的商业化落地值得期待。腾讯、快手等互联网巨头的中报已显现AI赋能迹象,广告、内容推荐等业务效率显著提升,为业绩改善提供新动能。

“新消费板块正成为南向资金配置的新亮点,投资逻辑已从主题炒作转向业绩兑现,能够持续提升市占率、优化盈利模式的企业将获得估值溢价。”张忆东表示,今年港股通资金流入非必需消费行业的比例达52%,反映出市场对消费升级与业态创新的长期看好。建议采取“业绩验证”策略,在中报披露期精选具备持续增长能力的细分龙头。具体来看,谷子潮玩、黄金珠宝等可选消费品类受益于居民消费信心回升;城市户外、国产美护等新兴赛道展现出较强的品牌崛起动能;潮流折扣零售和OTA平台则在消费分级趋势中把握结构性机会。

红利板块方面,张忆东认为,在低利率环境下,高股息资产仍是配置型资金的“压舱石”。截至8月25日,恒生港股通高股息率指数股息率达5.66%,与中国10年期国债利差接近4个百分点,具备较高的安全边际。金融、运营商、公用事业、能源等领域的优质央国企持续分红能力稳定,建议长期配置。

同时,价值股行情正从深度价值向业绩弹性领域扩散。券商板块有望受益于资本市场改革深化和并购重组活跃;黄金股在美联储降息预期升温背景下,8月已迎来配置窗口期,预计美元走软将推动金价创历史新高;化工、有色金属、新能源等行业中的龙头企业,则有望在反内卷政策推动下实现盈利改善,具备“类可转债”的攻守特性。

创新药方面,板块经过7月、8月的震荡整理,已初步消化上半年的获利盘压力,9月成为下半年布局的关键时点。行业逻辑聚焦“政策支持+全球竞争力提升+商业化兑现”三大主线,我国创新药企业已从“跟跑者”逐步成长为“引领者”,在ADC、双抗等前沿领域实现全球突破。下半年创新药产业大会将集中展示研发进展,医保目录调整和商保政策推进则为创新药商业化提供保障。建议关注具备全球竞争力的创新药龙头、CDMO等产业链高景气环节。

“三朵金花”中报业绩亮眼 港股新消费进入下半场

● 本报记者 葛瑶

从盲盒到金饰,港股新消费近期再度升温。8月28日晚间,泡泡玛特“迷你版LABUBU”正式上线。这个原价79元的盲盒一经开售便引发疯抢,不到一分钟,京东、淘宝等电商平台全部售罄。同样引发消费者抢购的还有老铺黄金。8月25日,这家黄金饰品品牌今年以来第二次提价,主要产品价格上调10%-12%。消息一出,北京SKP商场的门店前再次排起长队。

回顾今年以来行情,新消费无疑是港股市场的焦点板块之一。日前,多家港股新消费企业披露中期业绩,整体表现可圈可点。其中,被市场誉为港股“三朵金花”的泡泡玛特、老铺黄金和蜜雪集团,其营收、净利润均远超市场预期,出海业务成业绩增长新抓手。受中报行情带动,恒生消费指数在8月26日触及阶段高点,随后有所回落,截至9月2日近5个交易日累计回撤逾3%。

业内人士认为,港股新消费板块正在进入下半场,从上半年的“贝塔”行情进入逐渐分化的“阿尔法”行情。中长期来看,随着新消费趋势加速演绎,港股新消费板块有望继续向上。

“三朵金花”中报各显神通

从中报数据来看,以泡泡玛特、老铺黄金和蜜雪集团港股“三朵金花”为代表的新消费企业交出了亮眼成绩单。

泡泡玛特无疑是港股新消费板块最受关注的企业。2025年上半年,公司实现营业收入138.76亿元,同比增长204.4%;实现净利润46.82亿元,同比增长385.6%,盈利能力进一步提升。其中,毛绒品类表现突出,实现收入61.39亿元,同比增长1276.2%,成为拉动整体业绩的重要引擎。整体来看,公司毛利率由64%升至70.3%。

老铺黄金延续高速增长态势。2025年上半年,公司实现营业收入123.54亿元,同比增长251%;实现净利润23.5亿元,同比增长290.6%。老铺黄金的同店销售额同比增长200.8%,在其



视觉中国图片

门店扩张的同时,单店效率同步提升。

值得注意的是,中报显示,老铺黄金吸引了与LV、爱马仕等奢侈品牌高度重合的消费群体,重合率达77.3%。中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师叶乐认为,在年轻客群情绪价值需求提升、消费趋向理性的背景下,黄金饰品凭借保值属性与工艺创新,正在成为高端消费的重要选择。

蜜雪集团的增长更显稳健。2025年上半年,公司实现营业收入148.75亿元,同比增长39.3%;实现净利润27.18亿元,同比增长44.1%。

出海成增长引擎

高速增长的背后,境外业务已成为港股新消费“三朵金花”业绩攀升的重要引擎。

近期,LABUBU系列频频登上国际媒体头条,其海外旗舰店的“迷你版LABUBU”同样

一经上架便被秒空。泡泡玛特出海业务高速增长,2025年上半年,公司亚太(不含中国)市场收入为28.51亿元,同比增长257.8%;美洲市场收入为22.65亿元,同比增长1142.3%;欧洲及其他地区收入为4.78亿元,同比增长729.2%。公司在全球18个国家共运营571家门店,并在英国、印尼、美国等市场持续拓展旗舰店,目前境外收入占总收入比重接近40%。

为贴近本土消费者需求,泡泡玛特推出了具有地域特色的IP产品。例如在泰国上市的LABUBU限定款,融入眼线设计与泰国传统服饰元素,受到当地年轻消费者追捧。

“在IP出海过程中,本土化至关重要。”高盛亚洲消费研究联席主管郑黎云(Michelle Cheng)认为,即便是同一个IP,在不同地区受欢迎的原因也可能存在差异。她认为,中国IP品牌要在境外市场长期立足,需要在内容创作、渠道建设及运营管理等层面形成完整的本土化体

系,考验企业的资源整合与跨文化管理能力。

蜜雪集团的出海脚步则进一步伸向中亚市场,在哈萨克斯坦开出首店。截至今年6月末,蜜雪集团境外门店约4700家,覆盖12个国家。值得注意的是,蜜雪集团根据不同市场的特点进行调整优化。公司在中报里表示,公司对印度尼西亚和越南市场的存量门店实施了运营调改及优化,这两个市场的门店数量有所减少,但整体运营效率得到提升。

老铺黄金虽然起步稍晚,但境外市场收入同样实现了快速增长。2025年上半年,公司境外收入为15.97亿元,同比增长455.2%。6月21日,老铺黄金在新加坡滨海湾金沙购物中心开设海外首店。

叶乐认为,老铺黄金的香港中环国金中心店预计今年下半年开业,进一步开拓港澳市场。外资奢侈品在港澳门店较多,预计港澳市场后续仍有较大拓展空间。

构筑长期壁垒成为关键

业内人士普遍认为,港股新消费板块正从上半年的“贝塔”行情进入较为分化的“阿尔法”行情。在这一过程中,企业如何构筑长期壁垒,将成为投资者判断价值的关键。

国泰海通海外策略首席分析师吴信坤认为,港股市场的稀缺性正在被全球资金重新认知。以泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团为代表的港股新消费企业,兼具高速增长性和国际化视野,具备国内资本市场上稀缺的投资标的特征。他认为,港股新消费公司已不单是短期估值修复的受益者,而是依托境外扩张与消费升级的长期逻辑,逐步体现出独特价值。

不过,如何判断这些新消费公司能否真正从“贝塔”行情走向“阿尔法”行情?华创证券研报认为,答案在于护城河的建立。“新在哪,护城河就在哪。”泡泡玛特的案例具有代表性,其不仅依靠潮玩风潮崛起,更通过渠道、品牌与艺术家平台三方面形成了较高壁垒。而老铺黄金则已从早期“收品牌使用费+经销商开店”的模式,走向强调产品差异化与品牌调性的精细化模式。

招商证券认为,国内“70后”到“00后”的消费重心正在由家庭转向个人,且不同代际均具备“悦己型”消费的特征。尤其是“90后”与“00后”,消费增长潜力更大,是潮玩、宠物、茶饮等新消费赛道的主力军。数据显示,超过九成年轻消费者愿意为情绪溢价买单,兴趣消费支出占总支出的27.6%。这意味着消费逻辑正在从功能满足转向情绪与社交价值,消费品定价越来越依赖于情绪强度与社交共识度。

从资金面看,吴信坤认为,具备稀缺性的港股新消费标的仍将迎来增量资金。今年以来主动公募基金加仓港股新消费板块,预计2025年全年公募基金通过港股通流入的总规模有望达3000亿-4500亿元。凭借稀缺性资产的吸引力,公募基金仍有望进一步流入港股新消费板块。综合来看,未来随着新消费趋势加速演绎,港股新消费板块有望继续向上。