

2025年04月05日

港股量化：3月港股市场分化，4月增配成长

金融工程研究团队

——金融工程定期

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）

证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）

证书编号：S0790522030001

王志豪（分析师）

证书编号：S0790522070003

盛少成（分析师）

证书编号：S0790523060003

苏良（分析师）

证书编号：S0790523060004

何申昊（分析师）

证书编号：S0790524070009

陈威（研究员）

证书编号：S0790123070027

蒋韬（研究员）

证书编号：S0790123070037

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

傅开波（分析师）

fukaibo@kysec.cn

证书编号：S0790520090003

● 港股市场3月概览：港股市场分化，高股息板块反弹

2025年3月港股市场呈现先扬后抑的震荡格局。月初延续一季度科技股领涨态势，恒生指数一度冲高至24,874.39点，但下旬受美国加征汽车关税等政策冲击，市场情绪转弱，最终恒指全月微涨0.78%，而恒生科技指数下跌3.11%。

2025年3月港股市场成交额整体保持高位，但与2月相比呈现小幅回落态势。从港股一级行业来看，行业之间表现差异较大，高股息红利板块有所反弹，电子板块表现回落较多。2025年3月涨幅居前的行业为有色金属、国防军工、基础化工等。

● 港股通成分股资金流分析：2025年前三月累计净流入达2024年全年的54%

3月南下资金净买入港股达1603亿港元，创下自2021年1月以来的单月最大净流入纪录，同时也是2016年底深港通开通以来的历史第二大月度净买入。截至2025年3月31日，南下资金累计净流入港股市场4386亿港元，相当于2024年全年净流入规模的54%。

截至3月28日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为19.06%、62.14%、12.31%和6.49%，较2025年2月的变化分别为+0.23pct、-0.49pct、-0.09pct、+0.35pct。

南下资金：净流入靠前的行业为基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭。

外资：净流入靠前的行业为汽车、建材、建筑、非银行金融、综合。

中资：净流入靠前的行业为消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行。

港资及其他：净流入靠前的行业为轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源。

● 港股优选20组合的绩效表现：3月组合收益0.56%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前20个股按照等额的方式构建港股优选20组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。2025年3月，港股优选20组合的收益率为0.56%，基准指数的收益率为1.11%，组合超额收益率-0.55%。

从全区间来看(2015.1~2025.3)，港股优选20组合的超额年化收益率13.8%，超额收益波动比为1.0。

● 港股优选20组合的4月持仓：成长板块有所提高

2025年4月的港股优选20组合见表3所示，整体持仓较3月提高了在成长板块上的比例。

● 风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

相关研究报告

《开源量化评论(49)-对近期北向持续撤离，南下持续抄底的几点思考》
-2022.3.15

《开源量化评论(50)-港股优选：技术面、资金面、基本面》-2022.3.22

《开源量化评论(96)-公募港股投资变化及港股通优选组合构建》
-2024.7.15

目 录

1、 港股市场 3 月概览：港股市场分化，高股息板块反弹.....	3
2、 港股通成分股资金流分析：2025 年前三月累计净流入达 2024 年全年的 54%.....	4
3、 港股优选 20 组合的绩效表现：3 月组合收益 0.56%	6
4、 港股优选 20 组合的 4 月持仓：成长比例有所提高.....	8
5、 风险提示	9

图表目录

图 1： 2025 年以来港股市场表现优异	3
图 2： 2025 年 3 月港股市场呈现先扬后抑的震荡格局.....	3
图 3： 2025 年 3 月港股市场成交额整体保持高位.....	3
图 4： 3 月行业间表现差异较大，有色、基础化工、医药等表现优异.....	3
图 5： 2025 年 3 月两市港股通净流入金额 1603 亿港元.....	4
图 6： 港股通标的在四类经纪商的持仓市值占比变化：南下资金、外资较 2025 年 3 月的变化分别为+0.23pct、-0.49pct。.....	4
图 7： 南下资金 3 月净流入靠前的行业：基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭等	5
图 8： 外资 3 月净流入靠前的行业：汽车、建材、建筑、非银行金融、综合等	5
图 9： 中资 3 月净流入靠前的行业：消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行等	5
图 10： 港资及其他 3 月净流入靠前的行业：轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源等	5
图 11： 港股多因子模型：技术面、资金面、基本面和分析师预期.....	7
图 12： 港股优选 20 组合的历史表现：2015 年以来表现优异.....	8
表 1： 2025 年 3 月四类经纪商净流入占比前十个股明细：南下资金平均收益 22.1%，大幅跑赢其他类别	6
表 2： 全区间内港股优选 20 组合的超额年化收益率为 14.3%	7
表 3： 2025 年 3 月港股优选 20 组合明细	8

1、港股市场3月概览：港股市场分化，高股息板块反弹

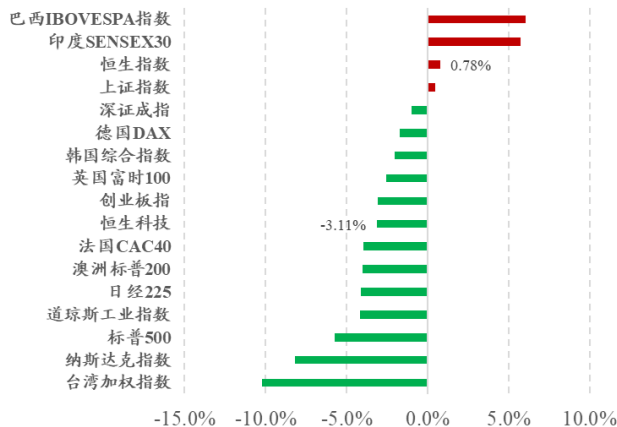
2025年3月港股市场呈现先扬后抑的震荡格局。月初延续一季度科技股领涨态势，恒生指数一度冲高至24,874.39点，但下旬受美国加征汽车关税等政策冲击，市场情绪转弱，最终恒指全月微涨0.78%，而恒生科技指数下跌3.11%。

图1：2025年以来港股市场表现优异

年份	恒生指数	上证指数	标普500	恒生科技	创业板指	纳斯达克
2015年	-7.2%	9.4%	-0.7%	10.3%	84.4%	5.7%
2016年	0.4%	-12.3%	9.5%	10.8%	-27.7%	7.5%
2017年	36.0%	6.6%	19.4%	51.3%	-10.7%	28.2%
2018年	-13.6%	-24.6%	-6.2%	-37.6%	-28.6%	-3.9%
2019年	9.1%	22.3%	28.9%	36.2%	43.8%	35.2%
2020年	-3.4%	13.9%	16.3%	78.7%	65.0%	43.6%
2021年	-14.1%	4.8%	26.9%	-32.7%	12.0%	21.4%
2022年	-15.5%	-15.1%	-19.4%	-27.2%	-29.4%	-33.1%
2023年	-13.8%	-3.7%	24.2%	-8.8%	-19.4%	43.4%
2024年	17.7%	12.7%	23.3%	18.7%	13.2%	28.6%
2025年	15.3%	-0.5%	-4.6%	20.7%	-1.8%	-10.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025.03.31）

图2：2025年3月港股市场呈现先扬后抑的震荡格局

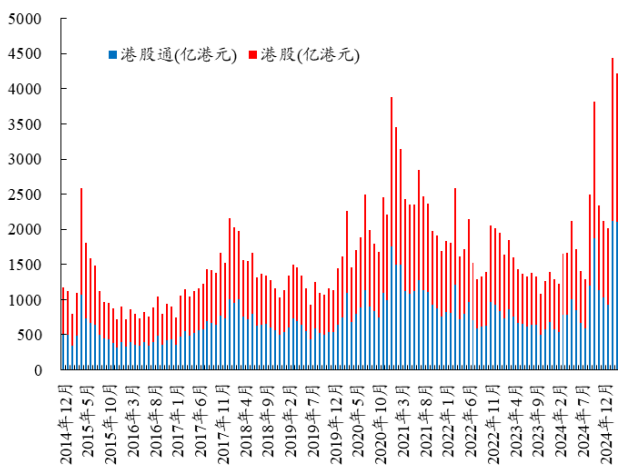


数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025.03.31）

2025年3月港股市场成交额整体保持高位，但与2月相比呈现小幅回落态势。具体表现如下：3月港股通日均成交额2104.7亿港元，较2025年2月日均成交额2123.2亿港元微跌了-0.9%，港股日均成交2119.0亿港元，较2025年2月日均成交额2316.2亿港元下跌了8.5%。

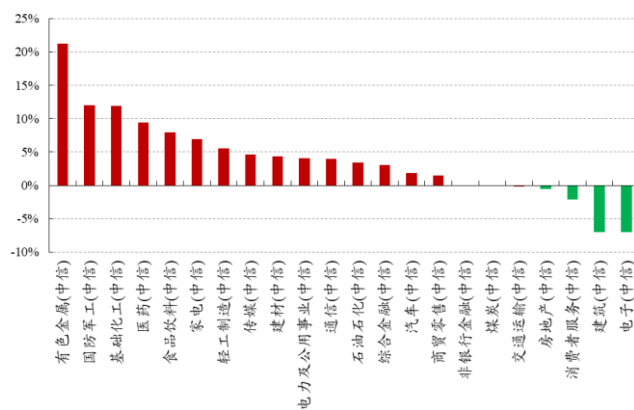
从港股一级行业来看，行业之间表现差异较大，高股息红利板块有所反弹，电子板块表现回落较多。2025年3月涨幅居前的行业为有色金属、国防军工、基础化工等。

图3：2025年3月港股市场成交额整体保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025.03.31）

图4：3月行业间表现差异较大，有色、基础化工、医药等表现优异

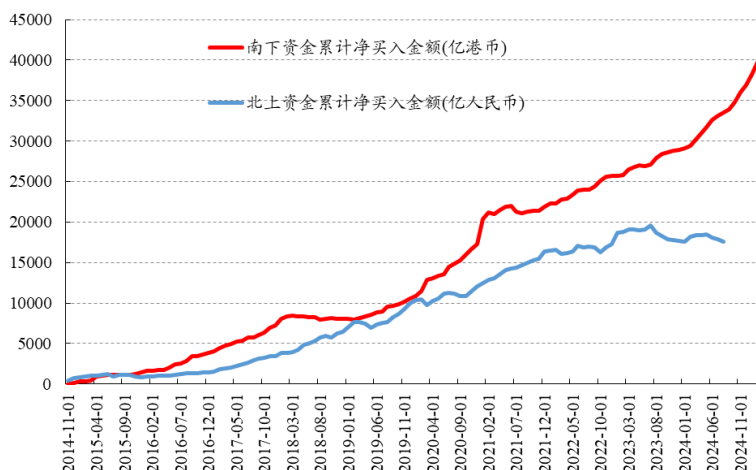


数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025.03.31）

2、港股通成分股资金流分析：2025 年前三月累计净流入达 2024 年全年的 54%

3 月南下资金净买入港股达 1603 亿港元，创下自 2021 年 1 月以来的单月最大净流入纪录，同时也是 2016 年底深港通开通以来的历史第二大月度净买入。截至 2025 年 3 月 31 日，南下资金累计净流入港股市场 4386 亿港元，相当于 2024 年全年净流入规模的 54%。

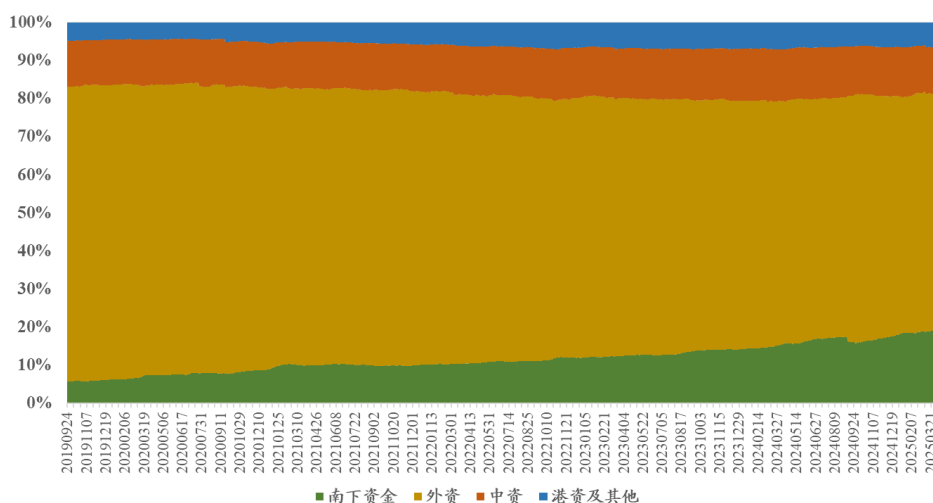
图5：2025 年 3 月两市港股通净流入金额 1603 亿港元



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2025.03.31）

我们将港股通成分股（共 545 只）通过香港联交所的持股明细进行资金流估算，并按照资金流的机构来源，分成四类托管机构：南下资金、外资、中资和港资及其他。通过计算所有港股通标的在这四类的持仓市值占比（归一化）。截至 3 月 28 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 19.06%、62.14%、12.31% 和 6.49%，较 2025 年 2 月的变化分别为 +0.23pct、-0.49 pct、-0.09pct、+0.35pct。

图6：港股通标的在四类经纪商的持仓市值占比变化：南下资金、外资较 2025 年 3 月的变化分别为 +0.23pct、-0.49pct。



数据来源：港交所、Wind、开源证券研究所（注：四类经纪商的持仓市值加总并不一定等于总市值）

值，归一化仅在这四类经纪商中的持仓市值中计算得到。)

图7至图10为南下资金、外资、中资、港资及其他的净流入占比，根据一级行业进行均值统计，从中得到这四类经纪商净流入占比与净流出占比较高的行业：

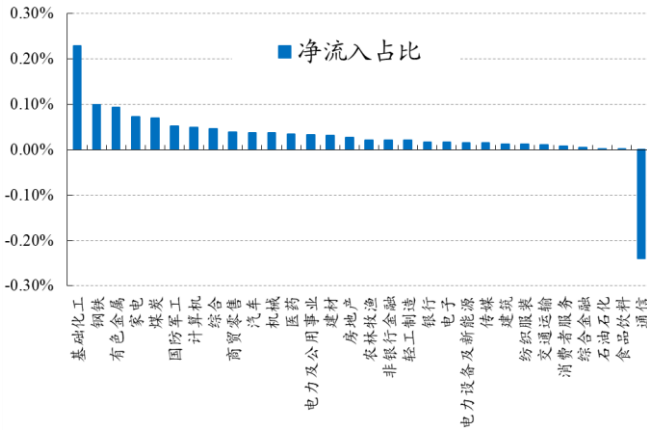
南下资金：净流入靠前的行业为基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭。

外资：净流入靠前的行业为汽车、建材、建筑、非银行金融、综合。

中资：净流入靠前的行业为消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行。

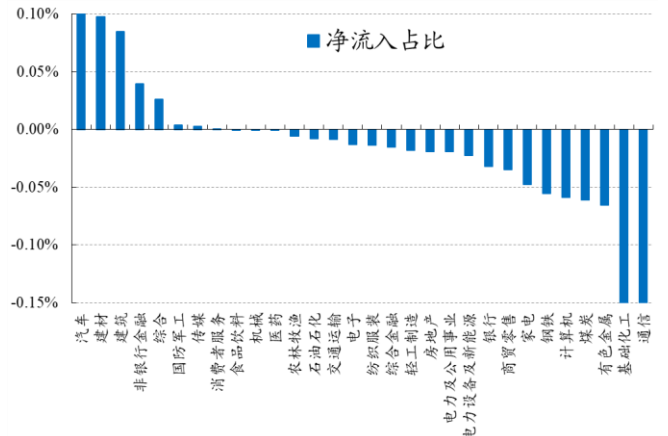
港资及其他：净流入靠前的行业为轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源。

图7：南下资金3月净流入靠前的行业：基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭等



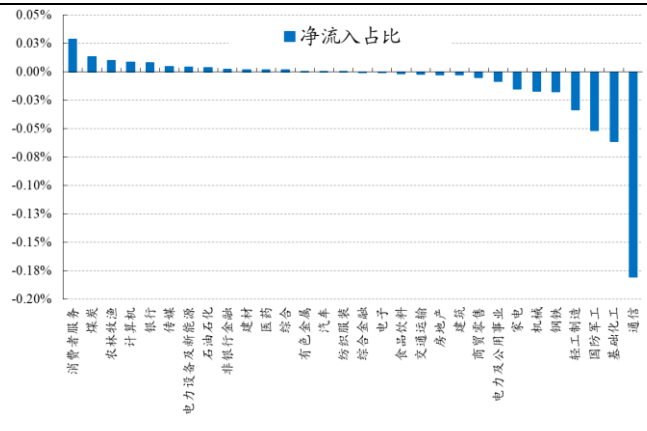
数据来源：Wind、香港联交所、开源证券研究所

图8：外资3月净流入靠前的行业：汽车、建材、建筑、非银行金融、综合等



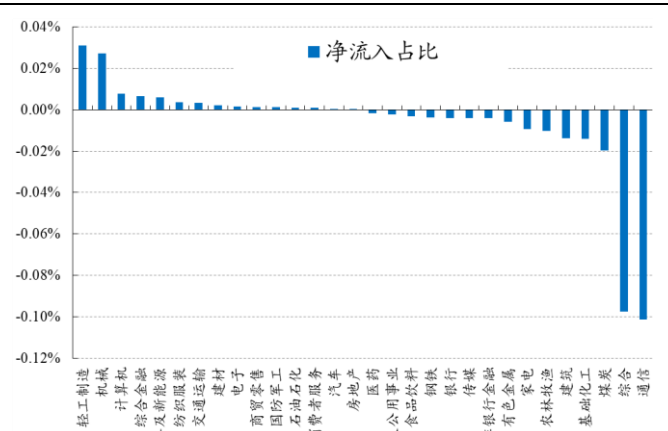
数据来源：Wind、香港联交所、开源证券研究所

图9：中资3月净流入靠前的行业：消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行等



数据来源：Wind、香港联交所、开源证券研究所

图10：港资及其他3月净流入靠前的行业：轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源等



数据来源：Wind、香港联交所、开源证券研究所

我们对四类经纪商净流入占比居前的十只个股进行收益统计：南下资金经纪商

净流入占比居前的十只个股平均收益率 22.1%，外资系经纪商净流入占比居前的十只个股平均收益率为-4.0%，中资系净流入占比居前的十只个股平均收益率-6.0%，港资及其他净流入占比居前的十只个股平均收益率-16.3%。

表1：2025年3月四类经纪商净流入占比前十个股明细：南下资金平均收益 22.1%，大幅跑赢其他类别

类别	股票名称	净流入占比	3月涨跌幅	类别	股票名称	净流入占比	3月涨跌幅
南下资金系	国泰君安	34.0%	-5.1%	外资系	国泰君安	33.9%	-5.1%
	京城机电股份	17.9%	33.1%		中国建材	11.9%	3.4%
	三生制药	8.4%	62.9%		大众公用	9.8%	-3.0%
	森松国际	8.2%	20.9%		比亚迪股份	9.3%	5.7%
	锦欣生殖	7.9%	14.9%		达力普控股	6.4%	-9.2%
	毛戈平	7.6%	31.6%		百济神州	6.1%	-0.3%
	山东黄金	7.6%	28.1%		亚盛医药-B	5.5%	12.8%
	中国建材	6.1%	3.4%		中国建筑国际	4.9%	-15.3%
	上海复旦	6.1%	10.2%		融创中国	4.6%	-31.4%
	中化化肥	5.6%	21.2%		香港宽频	4.3%	2.6%
平均值			22.1%	平均值			-4.0%
类别	股票名称	净流入占比	3月涨跌幅	类别	股票名称	净流入占比	3月涨跌幅
中资系	宜搜科技	19.2%	-6.0%	港资及其他	昊天国际建投	14.4%	1.2%
	国泰君安	17.8%	-5.1%		优必选	6.4%	-13.0%
	中信银行	15.5%	6.5%		龙蟠科技	5.7%	-27.3%
	力量发展	9.1%	5.8%		国泰君安	2.9%	-5.1%
	晶泰控股-P	3.8%	-11.7%		华晨中国	2.8%	-15.2%
	中国儒意	3.0%	4.8%		微盟集团	2.2%	-28.2%
	优然牧业	2.7%	10.6%		融创中国	2.2%	-31.4%
	华晨中国	2.5%	-15.2%		艾迪康控股	2.1%	-6.0%
	微盟集团	1.8%	-28.2%		英诺赛科	1.4%	-19.2%
	协鑫科技	1.7%	-21.0%		中兴通讯	1.4%	-18.6%
平均值			-6.0%	平均值			-16.3%

数据来源：Wind、香港联交所、开源证券研究所

3、港股优选 20 组合的绩效表现：3 月组合收益 0.56%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，从结果上看四大类因子（技术面、资金面、基本面和分析师预期面）在港股通成分股中分组表现优异。

图11：港股多因子模型：技术面、资金面、基本面和分析师预期


资料来源：开源证券研究所

为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD) (930930.CSI)。

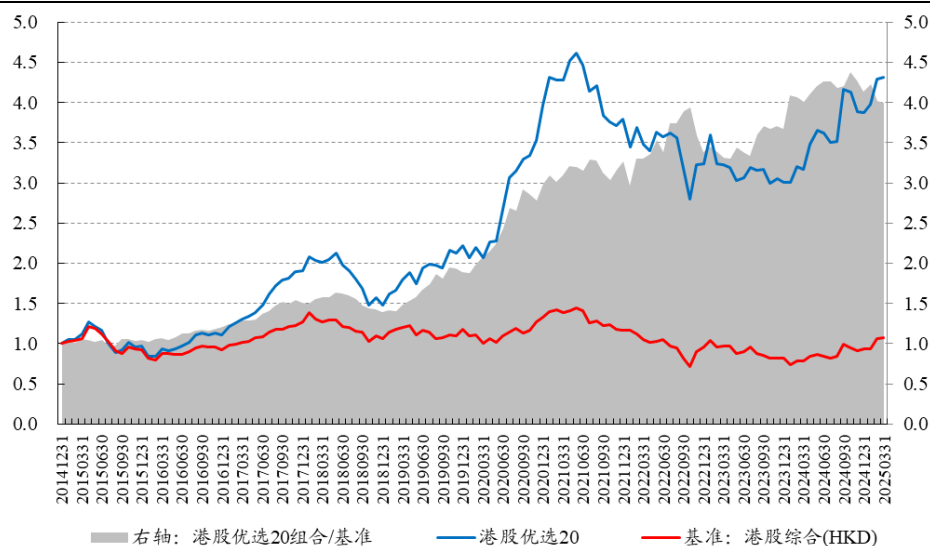
2025 年 3 月，港股优选 20 组合的收益率为 0.56%，基准指数的收益率为 1.11%，组合超额收益率-0.55%。

从全区间来看（2015.1~2025.3），港股优选 20 组合的超额年化收益率 13.8%，超额收益波动比为 1.0。

表2：全区间内港股优选 20 组合的超额年化收益率为 14.3%

年份	超额年化收益率	超额年化波动率	超额收益波动比	超额最大回撤
2015 年	5.0%	12.2%	0.4	7.3%
2016 年	15.3%	7.6%	2.0	2.5%
2017 年	25.8%	8.4%	3.1	2.3%
2018 年	-7.2%	9.1%	-0.8	14.5%
2019 年	35.3%	12.4%	2.8	3.0%
2020 年	58.5%	17.0%	3.4	5.0%
2021 年	8.6%	10.8%	0.8	7.7%
2022 年	-1.2%	23.6%	-0.1	16.4%
2023 年	7.7%	10.1%	0.8	4.3%
2024 年	11.3%	12.4%	0.9	5.5%
2025 年	-10.6%	13.9%	-0.8	6.1%
整体	13.8%	13.4%	1.0	18.2%

数据来源：Wind、香港联交所、朝阳永续、开源证券研究所（回溯区间 2015.1~2025.3）

图12：港股优选 20 组合的历史表现：2015 年以来表现优异


数据来源：Wind、香港联交所、朝阳永续、开源证券研究所（数据截至 2025.03.31）

4、港股优选 20 组合的 4 月持仓：成长比例有所提高

2025 年 4 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 3 月提高了在成长板块上的比例。

表3：2025 年 3 月港股优选 20 组合明细

序号	股票代码	股票名称	行业	PEttm	ROEttm	总市值(亿港元)
1	9988.HK	阿里巴巴-W	商贸零售	18.7	7.0%	24317.8
2	1288.HK	农业银行	银行	5.8	7.3%	19358.3
3	0941.HK	中国移动	通信	12.1	8.2%	18365.1
4	3690.HK	美团-W	社会服务	24.6	18.9%	9518.8
5	0883.HK	中国海洋石油	石油石化	5.9	16.8%	9090.2
6	0981.HK	中芯国际	电子	96.2	1.9%	4687.7
7	0762.HK	中国联通	通信	11.9	0.0%	2659.0
8	6160.HK	百济神州	医药生物	-46.4	-14.1%	2410.4
9	1024.HK	快手-W	传媒	14.1	21.2%	2341.6
10	1816.HK	中广核电力	公用事业	10.5	8.6%	1818.5
11	9868.HK	小鹏汽车-W	汽车	-24.0	-13.1%	1499.5
12	2057.HK	中通快递-W	交通运输	13.0	10.7%	1234.9
13	1055.HK	中国南方航空股份	交通运输	-33.7	5.2%	994.4
14	3618.HK	重庆农村商业银行	银行	4.9	8.2%	715.4
15	3808.HK	中国重汽	汽车	9.2	8.2%	582.6
16	1138.HK	中远海能	交通运输	6.9	9.7%	504.1
17	9896.HK	名创优品	商贸零售	15.9	19.4%	449.9
18	9698.HK	万国数据-SW	计算机	10.2	-3.9%	372.0

序号	股票代码	股票名称	行业	PEttm	ROEttm	总市值(亿港元)
19	3933.HK	联邦制药	医药生物	9.2	11.4%	265.6
20	1060.HK	阿里影业	传媒	90.1	2.1%	157.5

资料来源：Wind、香港联交所、朝阳永续、开源证券研究所（数据截至 2025.3.31）

5、风险提示

模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn