

聚焦富裕客群增长， 财富管理前景光明

核心观点

渣打集团对财富管理业务的中长期目标设定雄心勃勃：2025-2029年净新增资金达2000亿美元、财富管理收入CAGR保持双位数增长。凭借长期的客户服务、全球化网络及专业的财富管理能力，渣打主要聚焦富裕客群，特别是跨境客户的增长。富裕客群是典型的低成本、高回报业务。在全球化经营网络的基础上，受益于中国“财富出海”和旺盛增长的印度市场两大核心增量，渣打富裕客群的可持续增长有保障。财富全球化配置趋势下，渣打财富管理业务趋势强劲，前景光明。叠加交易银行等业务对冲利率下行影响，渣打有望在本轮降息周期内实现ROTE的逆势提升，兼具极强的基本面成长性和持续增长的红利属性，配置价值突出。

事件

12月3日，渣打集团开展Wealth Seminar投资者活动日；介绍财富管理业务发展情况及最新的战略调整和业务主张。

简评

1、渣打对财富管理业务的目标设定雄心勃勃。财富全球化配置趋势下，渣打财富管理业务趋势强劲，前景光明。

公司在本次投资者活动中对未来财富管理业务的中长期目标做出了非常明确的指引。中期目标（近三年）来看，渣打集团设定了新增AUM及新增客群数的目标：（1）2024-2026年富裕客群的净新增资金（Affluent net new money）达到800亿美元。（2）2024-2026年客群升级数（即从长尾客户升级到富裕客户、富裕客户等级提升等）达到80万-100万人。（3）跨境客户数由2023年的27.4万人在2026年达到37.5万人。新增客群和新增AUM将是渣打财富管理业务扎实的基础和未来增长的动力。通过完成这些中期目标，渣打希望在长期（近五年：2025-2029）实现两个雄心勃勃的目标：（1）近五年净新增资金达到2000亿美元；（2）财富管理业务收入CAGR保持在双位数增长，并最终实现富裕客群收入在整体零售收入中占比达到75%的高位水平。

通过两个长期目标设定来看，渣打集团对自身未来财富管理业务的发展可谓信心满满。从2024年前九个月的趋势来看，渣打实现自身财富管理业务的中长期目标游刃有余：富裕客群净新增资金来看，9M24已经实现340亿美元的净新增，相当于已经实现近三年目标的42%。客群升级方面，截止9M24已有21.6万人从低层级客群向高层级客群转化，足可以看出渣打集团的财富业务专业的服务能力，目前已经实现了近三年目标的20%以上。跨境客群方面，仅2024年前三季度，渣打跨境客户数已经在2023年的基础上增长4.5万人，较年初增长16%，相当于已完成近三年目标的45%。

渣打集团 (2888.HK)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2024年12月04日

当前股价：95.60 港元

目标价格6个月：105.7 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.64/10.30	20.10/11.42	48.45/32.29
12 月最高/最低价 (港元)			96.55/56.75
总股本 (万股)			243,704.79
流通 H 股 (万股)			243,704.79
总市值 (亿港元)			2,329.82
流通市值 (亿港元)			2,329.82
近 3 月日均成交量 (万)			63.78
主要股东			
Temasek Holdings (Private) Limited			17.81%

股价表现



相关研究报告

从同业对比来看，目前渣打集团在亚洲的 AUM 规模排名第四，预计仅略低于瑞银及汇丰。且今年以来亚洲区域的净新增资金规模达 320 亿美元，较年初增长 12.7%，位居所有国际银行同业第一。展望未来，在国内外全球化财富配置、跨境理财需求日盛的大背景下，渣打集团 AUM 和富裕客群的增长势头非常强劲，一方面为未来财富管理业务的持续高增奠定根基，同时也将为渣打带来更多的优质存款。在降息环境下，将有越来越多的定期存款向活期、理财产品转化，这将有助于缓解渣打的息差压力，同时为财富管理业务继续提供增量。目前渣打财富收入业务占比在 13% 左右，财富管理若能长期保持双位数的高速增长，则能够有力支撑渣打保持较好的营收表现。

2、渣打财富管理业务强预期的信心来源于何处？——聚焦富裕客群是战略核心

(1) 什么是富裕客群？渣打集团将户均 AUM 规模在 2.5 万美元以上的客群视为富裕客群，富裕客群的入门标准相对其他银行偏低。但渣打根据客户 AUM 资产规模的不同，将富裕客群也分为四类：2.5 万-10 万美元的为 Premium 客群、10 万-100 万美元的为 Priority 客群，100 万-1000 万美元的为 Priority Private 客群，大于 1000 万美元的为私行客户。截至 9M24，渣打四类客群的人数依次为 123 万、124 万、5.3 万、0.7 万户。针对不同的 AUM 规模和理财观念，渣打也对这四类客群提供不同的产品和服务。从收入情况来看，富裕客群收入占渣打整体零售收入的 68%，其中 59% 的净利息收入和 41% 的非息收入，按产品来看，43% 的富裕客群收入由财富管理提供，剩余 50% 赚的是存款的钱（存款成本的内部转移支付）。分类别来看，Priority 和 Priority Private 客群是渣打最核心的富裕客群，分别贡献财富客群收入的 53%、23%，贡献净新增资金的 25%、40%。一方面在于 10 万美元以下的 Premium 客群更多偏长尾，提供存款产品更多，客户粘性不大。而私行客户贡献 AUM 较大，但一般需要个性化服务，成本较高，收益率上看性价比不高。而位于中等水平的 Priority 客群，AUM 规模超过了 10 万美元，具备一定的投资理财需求，可提供的产品服务也相对更复杂，收益率较高。同时对渣打的粘性较强，也不需要成本过高的个性化服务，性价比在所有客群中较高。按业务区域来看，跨境国际客户是渣打最核心的富裕客群。截至 9M24，渣打跨境国际客户达 32 万户，仅占总富裕客群的 13%，但却贡献了财富客群收入的 40% 和净新增资金的 60%。

(2) 为什么要聚焦富裕客群？①富裕客群收入在营收占比高，且是典型的轻资本、高回报的业务。根据渣打披露，截至 9M24，渣打富裕客群收入（含利息、非息）占总营收的 27%、总利润的 33%，收入比重占比高。从收益率上来看，富裕客群的 IRoRWA 大于 2.5X，要远高于渣打其他业务的平均水平，且富裕客群收入的成本收入比也低于渣打平均水平。其中跨境国际客户的收益率最高、带来的 AUM 增长最大。

②富裕客群的可持续增长有保障。一方面，渣打具备全球化的经营网络，在全球最主要的离岸金融中心中占据四大基地，分别为中国香港、新加坡、阿联酋、海峡群岛&马恩岛，分别对应大中国区、东南亚、中东、英国及欧洲四大主要市场。根据第三方预测，上述四大离岸中心的财富规模将实现较快增长，中国香港、阿联酋、新加坡、马恩岛的财富规模 2023-2028 年 CAGR 将分别达 6%、7.7%、8.5%、2.7% 的高位，渣打在这些市场都具备历史悠久的深厚布局，财富规模的持续高增将深度利好渣打集团拓展财富客群。根据渣打披露，过去三年，跨境财富管理业务贡献 AUM 平均增速达 12%，跨境客群数量 9M21-9M24 间共提高 260%。另一方面，渣打将充分受益于中国“财富出海”和旺盛增长的印度市场。中国“财富出海”来看，随着中国企业出海的趋势越发明显，中国高净值客群的部分财富也跟随出海。根据渣打披露，主要的增量客群一般是从事跨境业务的企业主、寻求全球财富多元化配置的散户投资者以及在国外工作的高薪阶层。2019-2023 年，渣打管理的全球华人财富规模已有 0.7 万亿提高至 1.3 万亿，几乎翻倍。其中大湾区、中国香港、新加坡等区域华人财富增长较为明显。今年以来，全球华人客户数和 AUM 增长仍十分迅速，分别提高增长 20%、40%。且在中国 9 月一揽子稳经济政策出台后，渣打的新增中国客户及净新增资金规模仍保持较好增长。印度市场方面，主要的增量客群为追求全球财富配置的专业人士、寻求财富保值和转移的高净值家庭以及跨国企业家们。此外，部分欧美等发达国家客户进入印度市场投资，也为渣打提供了增量财富客群。2019-2023 年，渣打管理的全球印度财富规模累计增长 40% 至 1.1 万亿。截至 9M24，全球印度客户数和 AUM 分别同比增长 10%、20%。

(3) 未来如何进一步聚焦富裕客群？根据渣打在财富管理业务上的战略更新，未来渣打将更加注重富裕客群的服务，同时富裕客群中集中聚焦 Private、Priority Private 以及跨境国际客户这三类最核心的财富客户。主要聚焦中国香港、新加坡、阿联酋、中国大陆、印度五大核心市场。在未来五年内在富裕客群服务上投资 15 亿美元，其中 50% 用于增加及培养客户经理，25% 用于发展金融科技及数字服务，25% 用于品牌及市场营销，以及客户财富中心的建设，力求富裕客群数每年保持当前较快增长的趋势。

3、渣打吸引和服务富裕客群的差异化优势在哪？长周期的客户服务、全球化的网络、专业的财富管理能力。

作为一家历史悠久的全球性商业银行，渣打不仅具备广阔的全球化经营网络，也积累了系统性的、全方位的客户服务体系和专业性的、多元化的财富管理能力，是其吸引和拓展富裕客群的差异化优势所在：

（1）长周期培养富裕客户，为客户量身定制覆盖全财富周期、全流程的服务，近一半富裕客群由长尾客群升级而来：渣打集团根据不同客户 AUM 的不同，对零售长尾客群和不同等级的富裕客群提供符合其财富配置需求的、差异化的服务和产品。随着客户 AUM 的增长，渣打能够提供的多元化、高收益财富管理产品也就越多（如私募股权、FICC 结构性产品等）。且由于渣打集团对富裕客群的设定门槛较低，使部分低 AUM 层级的富裕客群也能享受到部分高收益的“钩子”产品，再通过全财富周期的定制化服务来不断推动低能级客群向高能级客群转化。截至 9M24，新增富裕客群中，有 46% 是由零售长尾客群逐步转化而来。2021 年至今，总计有 85 万客户从个人客户升级到财富客户，提高了 330 亿美元的 AUM 增量。2023 年来看，共有 29 万客户从低能级客群向高能级客群转化，其中 23 万由长尾个人客户升级到 Premium、Priority 客群，5 万客户由 Premium 升级到 Priority，1 万客户升级到私行。公司中长期目标为平均每年有 35 万客户实现客群升级。客群等级的不断提升对渣打财富管理收入的提升是指数级的增长。从收入乘数来看，当个人客户升级到富裕客户时，收入就会翻倍，而当 Premium 等级的富裕客群升级到 Priority 的时候，收入将提升 5 倍，提升至 PriorityPrivate 时，收入将提高 40 倍。

（2）全球化的网络，是渣打发展跨境国际客群的坚实壁垒。目前高净值客户越来越多地寻求多元化、全球化的资产配置，跨境财富配置业务出现了结构性的顺风趋势。渣打作为全球网络布局最广的商业银行，是少数几家仍然活跃于支持客户跨境银行业务和投资需求的全能银行之一。在中国香港、东南亚、印度、阿联酋等新兴市场 and 主要离岸金融中心，渣打拥有强大的本地影响力和值得信赖的品牌优势。结合全球网络服务团队的无缝协作，渣打的跨境财富客群和 AUM 持续强劲增长。2021 年至今，渣打跨境财富客户 AUM 实现平均 12% 的高增，是本土客户 AUM 增长速度的 2 倍。

（3）专业的财富管理能力、全开放的代销平台能为富裕客群提供有竞争力的收益水平，是吸引和留存客群的关键。一方面，渣打是目前唯一一家自身无理财、保险、基金等资管产品，全开放平台代销的国际性大行。为客户推荐理财产品的出发点更加客观公正，以收益和风险为导向，而不存在优先推销自身理财产品的情况，相对更受客户欢迎。目前与渣打合作的资管公司约 100 多家，覆盖全球多个区域，能够为客户建立多元化、绝对和相对收益并存的投资组合。此外，渣打本身的金融市场业务具备明显优势，为固定收益、结构性票据和外汇等资本市场产品的多个交易对手提供实时定价信息，这就使渣打能够选择最佳执行价格并为客户定制收益。另一方面，渣打通过长时间积累，具备非常专业的财富管理能力和资产配置框架。财富管理团队具备数十年的经验，大部分客户经理的入职时间在 7-15 年之间，能够为客户提供包含公募、私募、FICC、银行保险等多类型资产配置。总部财富管理团队搭建并推出了 myWealth Advisor 专业咨询平台，可以实时的为一线客户经理和财富团队提供符合客户需求的资产配置组合。专业的财富管理能力和客观的产品推荐平台更能保障客户的财富收获更高的收益，有助于吸引新客群，并增加客群粘性。

4、投资建议：渣打集团对财富管理业务的中长期目标设定雄心勃勃：2025-2029 年净新增资金达到 2000 亿美元、财富管理业务收入 CAGR 保持双位数增长，并最终实现富裕客群收入在整体零售收入中占比达 75%。为更好的实现财富管理业务持续高增长的目标，渣打集团主要聚焦富裕客群，特别是跨境客户的的增长。一方面在于富裕客群财富管理是典型的轻资本、低成本、高回报业务。另一方面，在全球化经营网络的基础上，特别受益于中国“财富出海”和旺盛的印度市场两大核心增量，渣打的富裕客群可持续增长有保障。凭借长周期的客户服务、全球化网络、专业的财富管理能力三大差异化优势，渣打具备不断吸引、留存新客户，并推动富裕客群不断升级的能力。财富全球化配置趋势下，我们认为渣打财富管理业务趋势强劲，前景光明。财富管理的持续高增将有力对冲降息周期的负面影响，支撑渣打营业收入保持大个位数的高增趋势。

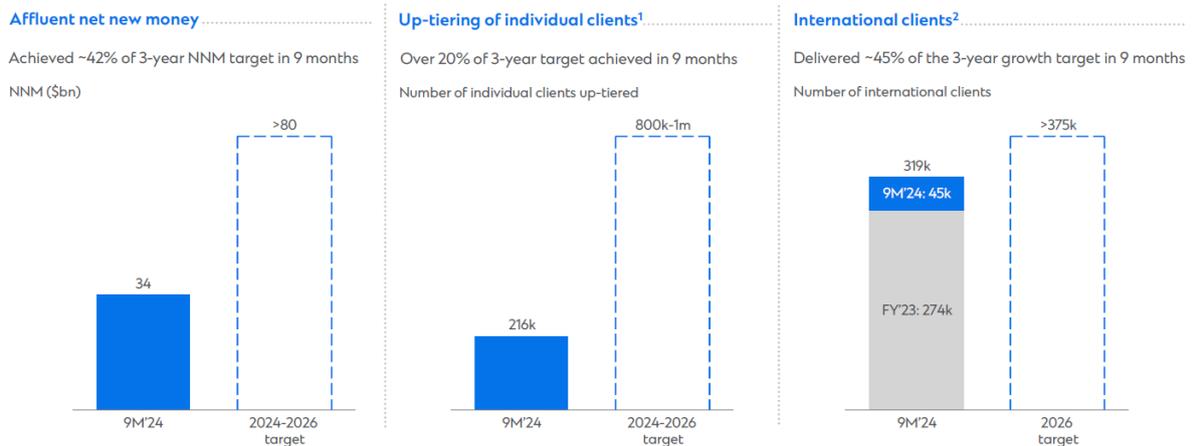
长期来看，本轮终端利率更高的降息周期有望提升全球性银行的经营景气度。凭借全球交易银行和财富管理业务提供的增量对冲利率影响，叠加成本端管控，渣打有望在本轮降息周期内实现 ROTC 的逆势提升，彰显穿越周期的能力。有效摆脱利率周期品种的长期约束，实现持续和稳定的估值提升。此外，2024-2026 年股东回报指引提高至 80 亿美元，股东回

报稳定、可持续增长，未来三年股东回报率有望保持在 12%左右。渣打兼具极强的基本面成长性和持续增长的红利属性，配置价值突出。预计 2024-26 年营收增速分别为 10%、4.8%、6.1%，利润增速 21.0%、6.8%、16.9%。预计 2024-26 年 ROTE 将逐步提升至 13%的水平，当前估值 0.8 倍 24 年 P/TB (0.69 倍 24 年 P/B)，维持买入评级和银行板块首推。

4、风险提示：(1) 美联储降息幅度或时间超预期。(2) 全球宏观经济步入新一轮衰退，或中国内地房地产企业风险持续暴露，影响汇丰控股资产质量，导致利润大幅下滑。(3) 可能存在政策限制等特殊原因导致公司分红率不及预期。(4) 汇丰控股部分经营地区或存在主权信用风险。(5) 全球产业转移存在不确定性，地缘政治摩擦或美国产业限制政策或致使全球化进程受阻，进而导致全球贸易规模与资金流量大幅下滑，使公司交易银行业务发展不及预期。

图 1:渣打集团富裕客群分级情况：


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:渣打集团财富管理业务中期（2024-2026）目标：


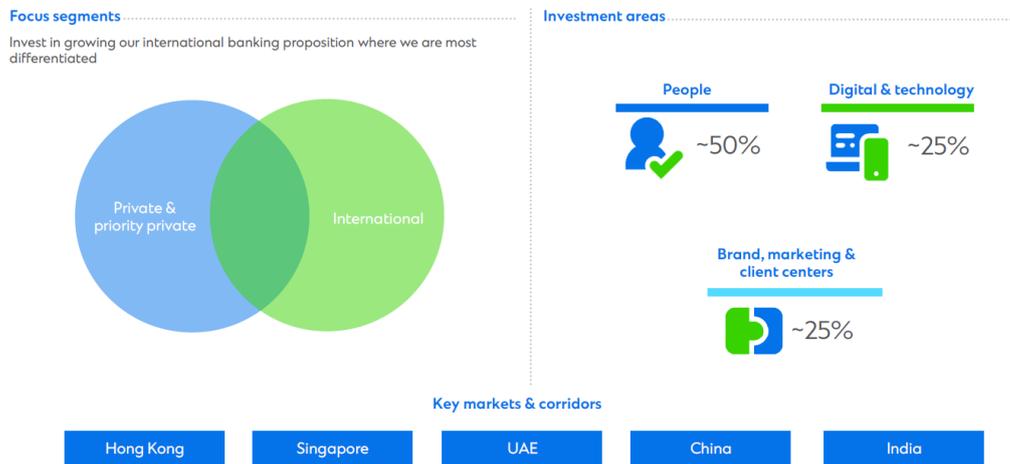
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3: 渣打集团财富管理业务长期 (2025-2029) 目标:



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4: 渣打集团发展富裕客群主要聚焦的客户及市场, 以及主要举措:



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

表 1: 渣打集团盈利预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	16,318	18,019	19,801	20,754	22,011
营业收入增长率	11.0%	10.4%	9.9%	4.8%	6.1%
归母净利润 (百万美元)	2,948	3,469	4,199	4,483	5,243
归母净利润增长率	27.3%	17.7%	21.0%	6.8%	16.9%
EPS (美元)	0.98	1.29	1.71	2.07	2.57
BVPS (美元)	14.53	16.29	17.90	20.68	23.72
TNAV / sh (美元)	12.49	13.93	15.46	17.86	20.49
PE	12.7	9.6	7.2	6.0	4.8
PB	0.85	0.76	0.69	0.60	0.52
PTB	0.99	0.89	0.80	0.69	0.61

资料来源: 公司财报, 中信建投证券

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

刘子健

liuzijian@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk